

2015年2月6日 全16頁

「プロ向けファンド」規制見直しのWG報告

金融審議会 投資運用等に関するWG

金融調査部 主任研究員
横山 淳

[要約]

- 2015年1月28日、金融審議会「投資運用等に関するワーキング・グループ」は適格機関投資家等特例業務（金融商品取引業者として登録することなく行われる、いわゆるプロ向けファンド業務）に対する規制見直しに関する報告をとりまとめた。
- 適格機関投資家等特例業務に関しては、制度を悪用した投資家被害などが多く発生したことを受けて、昨年、業務を行う者が、ファンドの販売等を行うことができる投資者のうち適格機関投資家以外の者（アマ）の範囲について、現行の人数要件（49名以下）に加えて、一定の属性（金融商品取引業者等（法人のみ）、ファンドの運用者とその役員等、上場会社、外国法人、一定の要件（投資性金融資産1億円以上など）を満たす個人など）に該当する者に限定するという要件を追加する改正案が示されていた。
- これに対して、ベンチャー・キャピタル関係者や消費者関係者などから様々な意見が寄せられた。そこで改めて金融審議会の場で議論が行われることとなった。
- 今回の報告では、ファンドの販売等を行うことができる投資者の範囲を、昨年の改正案よりは拡大（緩和）する一方、適格機関投資家等特例業務を行う者に対して、一定の行為規制（適合性原則、分別管理義務など）、人的要件、開示義務などを課すことを提言している。
- 今後、報告の提言に沿って、法令の改正等が進められるものと思われる。

はじめに

2015年1月28日、金融庁を事務局とする金融審議会「投資運用等に関するワーキング・グループ」（座長：神田秀樹東京大学大学院法学政治学研究科教授）（以下、WG）は、「金融審議会投資運用等に関するワーキング・グループ報告～投資家の保護及び成長資金の円滑な供給を確

保するためのプロ向けファンドをめぐる制度のあり方〜」（以下、WG 報告）をとりまとめた¹。

これは、ファンドを通じた成長資金の円滑な供給に配慮しつつ、近年の適格機関投資家等特例業務（いわゆる「プロ向けファンド」業務）を悪用した投資家被害を適切に防止するため、「投資運用等を巡る制度について、制度全体として整合性のある枠組み」²の整備を提言するものである。

以下、1で適格機関投資家等特例業務の概要、2で「プロ向けファンド」に対する規制強化に関するこれまでの経緯を紹介した上で、3でWG 報告に基づく制度見直しの概要を説明する。

1. 適格機関投資家等特例業務とは

(1) 概要

適格機関投資家等特例業務とは、いわゆるプロ向けファンドの自己運用業務又は自己募集（私募）業務のことである³。

本来、いわゆるファンドのヴィークルとして用いられる集団投資スキーム（金融商品取引法 2 条 2 項 5、6 号）の運営者が、自ら、その出資者等から拠出された金銭等を有価証券やデリバティブ取引で運用する場合（自己運用業務）には、原則、投資運用業を行う金融商品取引業者としての登録義務が課されている（金融商品取引法 28 条 4 項、29 条など）。

また、集団投資スキームの運営者が、自ら、その持分を販売等する場合（自己募集業務）には、原則、第二種金融商品取引業を行う金融商品取引業者としての登録義務が課されている（金融商品取引法 28 条 2 項、29 条など）。

しかし、「金融イノベーションを阻害するような規制とならないよう配慮」⁴する観点から、これらの業務が、いわゆるプロ向けファンドについて行われる場合には、金融商品取引法上、一定の例外措置が講じられている。これが、適格機関投資家等特例業務についての特例である。

具体的には、適格機関投資家等を相手方とする自己運用業務や自己募集業務（適格機関投資家等特例業務）については、金融商品取引業者としての登録義務が免除される。（登録と比較して、相対的に簡易な）届出を行えば業務を営むことが可能である（金融商品取引法 63 条）。

適格機関投資家等特例業務を行う者として届出をした者（以下、特例業務届出者）に対しては、虚偽説明の禁止（金融商品取引法 38 条 1 号、63 条 4 項）、損失補填等の禁止（同 39 条、63 条 4 項）、本人確認義務（犯罪による収益の移転防止に関する法律 2 条 2 項 23 号、4 条）など

¹ 金融庁のウェブサイトに掲載されている (http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20150128-1.html)。

² WG 報告 p. 2。

³ 三井秀範・池田唯一・松尾直彦『一問一答 金融商品取引法』（2006 年、商事法務）pp. 215-216、松尾直彦『金融商品取引法』（商事法務、2011 年）p. 331 など参照。

⁴ 三井秀範・池田唯一・松尾直彦『一問一答 金融商品取引法』（2006 年、商事法務）p. 215。

一定の規制が課されるが、金融商品取引業者と比較すると、相対的に簡素な規制となっている。

(2) 「適格機関投資家等」とは

適格機関投資家等特例業務について、金融商品取引業者としての登録義務が免除されるなどの特例（前記(1)）が認められるのは、投資に関する専門的知識や経験を有する⁵「プロ」向けである以上、一般の投資者を想定した各種の規制を適用する必要性が低く、むしろ、「金融イノベーションを阻害するような」⁶過剰な規制となることを防止すべきとの判断に基づくものと考えられる。

もともと、適格機関投資家等特例業務が相手方とする「適格機関投資家等」は、狭義のプロ投資家である「適格機関投資家」のみに限られるわけではない。現行法令上、適格機関投資家等特例業務が相手方とする「適格機関投資家等」とは、「1名以上の適格機関投資家」かつ「49名以下の適格機関投資家以外の者」とされている（金融商品取引法 63 条 1 項、金融商品取引法施行令 17 条の 12 第 1、2 項）。つまり、業務の相手方（ファンドの出資者等）として、1名以上の適格機関投資家（プロ）が含まれていることを前提に、49名以下であれば「適格機関投資家以外の者」（アマ）も相手方に含めることが可能となっている。

その趣旨については、一般に、「基本的に適格機関投資家が出資者となるファンドであっても、当該ファンドと関係の深い一般投資家（例えばファンド運営会社の役員等）も出資している場合が多いとの実態を踏まえ、そうした者が少人数に限られる場合には、一般投資家を念頭においた規制を一律に適用するのではなく、プロ向けファンドとして簡素な規制とすることとしたもの」⁷と説明されている。

つまり、実務上、ファンドに対して、そのファンド（運営者）の関係者も出資を行っていることが多い。しかし、そうしたファンド関係者は、必ずしも、法令上の適格機関投資家（プロ）には該当しないことがある。こうした実態に配慮して、適格機関投資家等特例業務は、「基本的にはいわゆるプロ投資家を相手に業務を行う」⁸ものだが、前記の事情により、出資者の一部に「適格機関投資家以外の者」（アマ）が混じることになったとしても、一定の範囲内でこれを容認する趣旨だといえるだろう。

⁵ 金融商品取引法 2 条 3 項 1 号など参照。

⁶ 三井秀範・池田唯一・松尾直彦『一問一答 金融商品取引法』（2006年、商事法務）p. 215。

⁷ 三井秀範・池田唯一・松尾直彦『一問一答 金融商品取引法』（2006年、商事法務）p. 217。

⁸ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/ordinary/chuui/attention.html>）。

2. これまでの経緯

(1) プロ向けファンドを巡るトラブル

適格機関投資家等特例業務が相手方とする「適格機関投資家等」についての基本的な考え方は、前記1(2)の通りである。しかし、考え方は、法令の文言には、必ずしも、明確に示されているわけではない。すなわち、法令の文言上、明記されている「適格機関投資家以外の者」に関する制約は、「49人以下」という人数要件のみである。そのため、「結果として、適格機関投資家等特例業務の対象に高齢者を中心とする投資経験の乏しい一般投資家（アマ）も含まれ得ることとなっている」⁹との問題点が指摘されている。

しかも、金融庁が警告書を発出した事例¹⁰の中には、プロ向けファンドを前提とした適格機関投資家等特例業務であるにもかかわらず、実は、適格機関投資家（プロ）からの出資がなかった（！）といった事例がいくつも見受けられる。このような事例を目の当たりにすると、うがった見方かもしれないが、当初から一般の投資家（アマ）に販売、勧誘することを意図して、「プロ向けファンド」の体裁を取り繕ったものではないかと疑われるように思われる。こうした「プロ向けファンド」のあり方は、本来の趣旨からかけ離れたものであることはいうまでもないだろう。

こうした状況の下、悪質なファンド業者による投資者被害に対応するため、金融庁・証券取引等監視委員会・財務局等は、近年、適格機関投資家等特例業務を営む特例業務届出者に対する監視強化等を進めてきた¹¹。しかし、こうした対応にもかかわらず、その後もプロ向けファンドを巡るトラブルにつき「全国の消費生活センター等に寄せられる相談はその後も増加」¹²していると指摘されている。

(2) 証券取引等監視委員会の建議

こうした状況を受けて、2014年4月18日、証券取引等監視委員会は、「適格機関投資家等特例業務に関する特例について」¹³という建議を行った。

証券取引等監視委員会による建議の内容は、特例業務届出者について、多数の金融商品取引

⁹ 消費者委員会「適格機関投資家等特例業務についての提言」（平成26年4月22日）p.4。内閣府のウェブサイト（http://www.cao.go.jp/consumer/iinkai/2014/155/doc/140422_teigen.pdf）に掲載されている。

¹⁰ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/ordinary/chuui/tekikaku.html>）。

¹¹ 金融庁・証券取引等監視委員会「適格機関投資家等特例業者に対する対応を強化！【違法なファンド業者にご注意ください！】」（平成24年2月15日、http://www.fsa.go.jp/sesc/support/tekikaku_kyouka.htm）など参照。

¹² 独立行政法人国民生活センター「投資経験の乏しい者に『プロ向けファンド』を販売する業者にご注意！—高齢者を中心にトラブルが増加、劇場型勧誘も見られる—」（平成25年12月19日、http://www.kokusen.go.jp/news/data/n-20131219_2.html）p.1。

¹³ 証券取引等監視委員会のウェブサイト（http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2014/2014/20140418-1.htm）に掲載されている。なお、堀内勇世『「プロ向けファンド」の規制強化の動き』（2014年5月8日付レポート）も参照。
http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20140508_008505.html

法違反事例や一般投資家に被害が生じている悪質な事例が認められることから、「出資者に係る要件を厳格化する等、一般投資家の被害の発生等を防止するための適切な措置を講ずる必要がある」というものである。

同様の提言・指摘は、ほかにも消費者委員会¹⁴、国民生活センター¹⁵、日本弁護士連合会¹⁶などからも行われている。

(3) 建議を受けた政令・内閣府令の改正案（パブリックコメント）

前記(2)の建議を踏まえ、2014年5月14日、金融庁は、「適格機関投資家等特例業務の見直しに係る政令・内閣府令案等の公表について」¹⁷を公表し、パブリックコメント手続を実施した。これは、適格機関投資家等特例業務（いわゆるプロ向けファンド業務）に対する規制を強化するため、次の法令等の改正案を示すものであった（以下、これらをまとめて「原案」と呼ぶ）。

金融商品取引法施行令

金融商品取引業者等に関する内閣府令（以下、金融商品取引業等府令）

金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針

内容は、適格機関投資家等特例業務を行う者が、プロ向けファンドの販売等を行うことができる（言い換えれば、プロ向けファンドの出資者とすることができる）「適格機関投資家以外の者」（アマ）の範囲を限定するものであった。具体的には、従来的人数要件（49名以下）に加えて、対象を一定の属性（金融商品取引業者等（法人のみ）、ファンドの運用者とその役職員等、上場会社、外国法人、一定の要件（投資性金融資産1億円以上など）を満たす個人など）に該当する者に限定するという要件を追加するものであった。

¹⁴ 消費者委員会「適格機関投資家等特例業務についての提言」（平成26年4月22日）。

¹⁵ 独立行政法人国民生活センター「投資経験の乏しい者に『プロ向けファンド』を販売する業者にご注意！—高齢者を中心にトラブルが増加、劇場型勧誘も見られる—」（平成25年12月19日、）。

¹⁶ 日本弁護士連合会「適格機関投資家等特例業務（金融商品取引法第63条）に関する意見書」（2014年（平成26年）2月20日、http://www.nichibenren.or.jp/activity/document/opinion/year/2014/140220_2.html）。

¹⁷ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20140514-1.html>）に掲載されている。なお、拙稿『『プロ向けファンド』規制強化の政・府令案』（2014年5月21日付レポート）も参照。

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20140521_008545.html

(4) 原案に対する反応と金融審議会への諮問

金融庁が提示した原案に対しては、「プロ向けファンドの個人への販売は禁止すべき」との意見がある一方、「販売が可能な投資家の範囲が狭く、新たなファンドの組成が困難になるため、範囲を広げてほしい」との意見もあるなど、多様な意見が寄せられた¹⁸。

そこで、2014年9月、麻生金融担当大臣から、金融審議会（会長：吉野直行慶應義塾大学名誉教授/アジア開発銀行研究所所長）に対して「投資家の保護及び成長資金の円滑な供給との観点を踏まえ、いわゆるプロ向けファンドをめぐる制度のあり方などの課題について検討すること」¹⁹との諮問が行われた。

この諮問を受けて、金融審議会はWGを設置し、ベンチャー・キャピタル関係者や消費者関係者からヒアリングを行いながら、投資家被害の防止と成長資金の円滑な供給の両面からバランスのとれたプロ向けファンドの規制のあり方について検討が進められた。その結果、今回、報告がとりまとめられるに至ったのである。

今回のWG報告は、プロ向けファンドの出資者の範囲に関する規制については、原案よりも緩和している（後述3(1)）。その代わり、原案にはなかったプロ向けファンドに対する新たな規制を設けることとしている²⁰（後述3(2)(3)）。

3. WG報告の概要

(1) 「適格機関投資家以外の者」の範囲（出資者の範囲）

現行の法令では、適格機関投資家等特例業務が相手方とすることができる「適格機関投資家以外の者」、つまり、プロ向けファンドの出資者とすることができる一般投資家に関する制約は、「49人以下」という人数要件のみである。

原案も、WG報告も、現行の人数要件に加えて、出資者の範囲を一定の要件に該当する者に限定するという、いわば属性に関する要件を設けることとしている点は同じである。ただし、WG報告は、後述するように適格機関投資家等特例業務について届出を行った者（特例業務届出者）に対しても、基本的に、適合性原則規制が適用されることとなること（後述(3)(a)）を踏まえて、出資者の範囲を2014年5月の原案よりも拡大（緩和）することとしている。

¹⁸ 金融庁「『適格機関投資家等特例業務の見直しに係る政令・内閣府令案等』に対するパブリックコメントの結果等について」（平成27年1月28日、<http://www.fsa.go.jp/news/26/syouken/20150128-2.html>）。なお、WG報告p.1も参照。

¹⁹ 金融庁ウェブサイト（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/soukai/siryou/20140926/06.pdf）。

²⁰ 本稿では取り上げないが、WG報告は、プロ向けファンド（適格機関投資家等特例業務）規制の見直しに関連して、「適格投資家向け投資運用業」（「適格機関投資家」よりも広い「適格投資家」を相手方とする投資運用業のこと。プロ向けファンド（「届出制」よりも厳しい「登録制」となっている）についても「必要な検討を行うこと」としている（p.8）。

2014年5月の原案の下では、適格機関投資家以外の出資者の範囲を次の者に限定することとされていた(原案に基づく金融商品取引法施行令17条の12、金融商品取引業等府令233条の2)。

《2014年5月の原案における適格機関投資家以外の出資者の範囲》

- ① 金融商品取引業者等である法人
- ② ファンド資産運用業者（いわゆるプロ向けファンドの運用者）（注1）
- ③ 前記②（ファンド資産運用業者）と密接な関係を有する者（具体的には、ファンド資産運用業者の役員、使用人、親会社等）
- ④ 上場会社
- ⑤ 資本金の額が5,000万円超の株式会社
- ⑥ 特別の法律により特別の設立行為をもって設立された法人
- ⑦ 資産流動化法上の特定目的会社
- ⑧ 次の(A)かつ(B)の要件に該当する存続厚生年金基金（注2）、又は次の(A)の要件に該当する企業年金基金
 - (A) 有価証券などの投資性金融資産の合計額が100億円以上と見込まれること
 - (B) 年金給付等積立金の管理及び運用の体制が整備され、かつ、管理及び運用の体制について届出がなされているものであること
- ⑨ 外国法人
- ⑩ 次の(A)又は(B)の要件に該当する個人
 - (A) 次の(i)かつ(ii)の要件に該当すること
 - (i) 有価証券などの投資性金融資産の合計額が1億円以上であると見込まれること
 - (ii) 金融商品取引業者等（注3）に有価証券取引又はデリバティブ取引を行うための口座を開設した日から起算して1年を経過していること
 - (B) 業務執行組合員等であって、その組合契約等に係る出資対象事業により業務執行組合員等として保有する有価証券などの投資性金融資産の合計額が3億円以上であると見込まれること（注4）
- ⑪ 次の(A)又は(B)の要件に該当する法人
 - (A) 有価証券などの投資性金融資産の合計額が3億円以上であると見込まれること
 - (B) 業務執行組合員等であって、その組合契約等に係る出資対象事業により業務執行組合員等として保有する有価証券などの投資性金融資産の合計額が3億円以上であると見込まれること（注4）

- ⑫ 前記①、④、⑤の子会社等又は関連会社等
- ⑬ 資産総額に占める特定資産（有価証券、不動産など）と代表者等に支払われた剰余金の配当等・給与（注5）の合計額の割合が70%以上であると見込まれる会社であって代表者（前記⑩に該当する者に限る）のためにその資産を保有・運用するもの
- ⑭ 総収入金額に占める特定資産（有価証券、不動産など）の運用収入の合計額の割合が75%以上であると見込まれる会社であって前記⑩に掲げる者のためにその資産を保有・運用するもの
- ⑮ 外国集団投資スキーム持分の発行者（注6）

（注1）厳密には、金融商品取引法2条2項5号又は6号に掲げる権利（集団投資スキーム持分）を有する者から出資・拠出された金銭の運用を行う金融商品取引法2条8項15号に掲げる行為を業として行う者と規定されている。

（注2）「公的年金制度の健全性及び信頼性の確保のための厚生年金保険法等の一部を改正する法律」の施行の際、現に存する厚生年金基金であって、同法の施行日後もなお存続するものこと。

（注3）ここでの「金融商品取引業者等」が何を想定しているのかはよくわからない。少なくとも特例業務届出者が「金融商品取引業者等」には該当しない以上、その個人が、登録のないプロ向けファンド業者と取引を開始する前に、登録のある証券会社等との間で1年以上の投資経験があることを要求するものと解さざるを得ないように思われる。

（注4）業務執行組員等として取引を行う場合に限る。

（注5）法人税法34条、36条の規定により当該会社の所得の金額の計算上損金の額に算入されないこととなるものが対象である。

（注6）保有者が適格機関投資家又は上記①～⑭のいずれかである者に限る。

WG 報告では、これらの者に加えて、適格機関投資家以外の出資者の範囲を次のように拡大することとしている²¹。

《WG 報告における適格機関投資家以外の出資者の範囲（原則）》

(ア) 株式会社（前記⑤）について、資本金のみならず、純資産も基準とすること。また、株式会社に加えて、その他の法人についても、同様とすること。

(イ) 特例業務届出者と密接な関係を有する者（前記③）として、以下のような者を含めること。

— その特例業務届出者の親会社等、子会社等、運用委託先、投資助言者（なお、「親会社等」は、前記③でも既に掲げられていた）

— 上記の者（その特例業務届出者の親会社等、子会社等、運用委託先、投資助言者）の役員、使用人、その親族（3親等内）

(ウ) 政府、地方自治体を対象とすること。

（注）WG 報告は、プロ向けファンド制度の趣旨を踏まえれば、出資者の大半が上記(イ)、(ウ)に掲げた者となることは適当ではなく、「これらの出資者からの出資割合を一定の水準以下にするとの措置を講じることが考えられる」としている（p.6 脚注8）。

²¹ WG 報告 p.6 参照。

更に、ベンチャー・ファンドについては、「成長資金を供給するなどの役割があることや米国等においても別途の扱いがなされている例があること」²²を踏まえ、一定の体制整備を前提に、適格機関投資家以外の出資者の範囲を次の者まで拡大する特例を認めることとしている²³。

《WG報告における適格機関投資家以外の出資者の範囲（ベンチャー・ファンドの特例）》

- (i) 上場会社等（注1）の役員・元役員、ファンド（注2）の業務執行組合員・元業務執行組合員等（注3）
- (ii) 有価証券届出書又は有価証券報告書を提出する上場会社等の上位50名（有価証券届出書）又は10名（有価証券報告書）程度の株主等として記載された個人・法人等
- (iii) 経営革新等支援機関（注4）として認定されている公認会計士、弁護士、司法書士、行政書士、税理士等
- (iv) 役員・従業員・コンサルタント等として、会社の設立、増資、新株予約権の発行、新規事業の立上げ、経営戦略の作成、企業財務、投資業務、株主総会又は取締役会の運営、買収若しくは発行する株式の金融商品取引所への上場に関する実務に、一定期間（例えば1年程度）直接携わった経験があり、当該実務について専門的な知見や能力を有する者
- (v) 上記のような出資可能な投資家が支配する会社

（注1）WG報告 p.7 脚注11は、「例えば、上場会社、資本金又は純資産5,000万円以上の法人等、適格機関投資家等特例業務に出資できる法人が考えられる」としている。

（注2）ここでの「ファンド」が何を想定しているのかは定かではない。「当該ファンド」とはされていないことからすると、「ファンド一般」を意味して、ファンドビジネスにおいて業務執行組合員の経験者等を出資者の範囲に含める趣旨ではないかと思われる。その意味では、実質的に7頁の⑩（B）の規制を緩和したものだと思えることができるように思われる。なお、独立系ベンチャーキャピタリスト等有志「『適格機関投資家等特例業務の見直しに係る政令・内閣府令案』修正への意見書」（2014年6月12日）p.3参照。

<http://www8.cao.go.jp/kisei-kaikaku/kaigi/meeting/2013/wg3/sogyo/140711/item3-3.pdf>

（注3）WG報告 p.7 脚注12は、「元役員・元業務執行組合員等については、退職後、例えば、5年程度とすることが考えられる。また、こうした者が出資を行った場合には、その出資が終了した後も、引き続き投資判断能力を有していると認められる場合には、再度出資できるようにすることが適当と考えられる」としている。

（注4）中小企業庁が、税務、金融及び企業財務に関する専門的知識や支援に係る実務経験を有する者を認定する制度。中小企業庁ウェブサイト（<http://www.chusho.meti.go.jp/keiei/kakushin/nintei/>）参照。

なお、ここでいう「ベンチャー・ファンド」とは、次の要件を満たすものとされている²⁴。

- ◇非上場企業への株式投資等が、例えば8割以上であること（注1）
- ◇原則として、レバレッジがないこと（注1）（注2）
- ◇原則として、途中償還がないこと（注1）

²² WG報告 p.7。

²³ WG報告 p.7。

²⁴ WG報告 pp.7-8。

◇ベンチャー・ファンドとしての投資戦略をとっていることを明確に説明していること（注1）

など

（注1）WG報告の本文中明記されていないが、米国 Investment Advisers Act of 1940 についての SEC 規則 § 275.203(1)-1(a) がモデルとなっていると想定されることから、上記(i)～(iv)の要件をいずれも満たすものを「ベンチャー・ファンド」と定義する趣旨と思われる。

なお、平成26年11月6日開催金融審議会「投資運用等に関するワーキング・グループ」（第3回）配布資料「資料4 事務局説明資料（諸外国におけるファンド運用・販売業者に係る規制の状況）」p.1も参照（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi_wg/siryoku/20141106.html）。

（注2）WG報告の本文中明記されていないが、米国 Investment Advisers Act of 1940 についての SEC 規則 § 275.203(1)-1(a) がモデルとなっていると想定されることから、借入や債券発行などによるレバレッジを、一定の範囲に制限する趣旨だと思われる。

また、上記のベンチャー・ファンドの特例が認められるために整備されるべき体制は、次の通りとされている²⁵。

- （投資事業有限責任組合モデル契約に準じる）ガバナンスの確保
- ファンド契約書類の提出
- 総会開催・決算情報の（投資家への）開示
- （プロ以外から出資を受けるファンドの財務諸表に関して）財務諸表の公認会計士・監査法人による会計監査の実施と公認会計士名等の公表など

(2) プロ向けファンドの出資者としての「適格機関投資家」の位置づけ

WG報告は、プロ向けファンドに出資する（「適格機関投資家以外の者」（アマ）だけではなく）「適格機関投資家」（プロ）にも問題がある事例が多いことを受けて、その範囲や要件についても、一定の制約を設けることを提言している。具体的には、次のような措置を講じることとしている²⁶。

- ①出資者である適格機関投資家、特に投資事業有限責任組合に問題が多く認められるが、出資者として実態を伴わない投資事業有限責任組合を排除するために、適格機関投資家等特例業務制度において適格機関投資家として認められる投資事業有限責任組合に、株式会社や法人に係る資産要件とのバランスも踏まえつつ、資産要件（例えば、運用資産残高（借入を除く）5億円以上）を設ける（注）

²⁵ WG報告 p. 7。

²⁶ WG報告 p. 4。

②適格機関投資家等特例業務を行う運用者が支配する適格機関投資家のみが適格機関投資家として形骸的な投資を行う場合には、特例業務としては認めない

(注) 資産要件の運用について、WG報告 p. 4 脚注 4 は、「運用資産残高が届出の段階においては確定しておらず見込みとならざるを得ない場合があるという点については、例えば、資産保有を確認するための書面等の提出を求め、一定期間経過後などに追加の資料提供を求める等の措置で対応することが考えられる」としている。

①は、証券取引等監視委員会等による検査で問題が認められた事例において、「プロ向けファンドの特例要件を形式的に満たすために創設されたと見られる投資事業有限責任組合の比率が高い」²⁷ことを受けたものと考えられる。設立が比較的容易な投資事業有限責任組合を悪用する問題事例を排除するため、実態を伴わない投資事業有限責任組合からの出資は、適格機関投資家等特例業務に該当するか否かを判断する上で、「適格機関投資家からの出資」とは認めないということであろう。

②は、「プロ向けファンド」に出資している適格機関投資家が、実は、その「プロ向けファンド」の運用者に支配されている者のみである場合には、適格機関投資家等特例業務には該当しないとするものである。これは「適格機関投資家等特例業務届出者の要件を満たすために、出資者として適格機関投資家1者（筆者注：原文ママ）が含まれているが、事実上自らの支配下にあるような機関投資家に僅かな額を出資させることで要件を満たしており、残りは高齢者を中心とした一般投資家から多額の資金を募っている」²⁸ケースがあるのではないかと指摘を受けたものだと考えられる。

なお、①②のほかにも、WG報告は、「問題のあるファンドについては、適格機関投資家からの出資が少ない傾向が認められることから、事業の概況に係る説明書類を公表する際に、ファンドの適格機関投資家からの出資額又は出資割合も公表を求めることが考えられる」²⁹としている。

これは、証券取引等監視委員会等による検査で問題が認められた事例において、適格機関投資家から出資額又は出資割合が極めて限定的（金額 100 万円以下、出資割合 2%以下）である一方、個人からの出資割合が高いことから、「専ら、一般投資家からの出資集めが目的であるとの疑義」³⁰を抱かざるを得ないケースが多数認められたことを受けたものだと考えられる³¹。

このような事例を受け、WG では、適格機関投資家等特例業務の要件として、適格機関投資

²⁷ 平成 26 年 10 月 24 日開催金融審議会「投資運用等に関するワーキング・グループ」（第 2 回）配布資料「資料 1 適格機関投資家等特例業務届出者に関する証券検査の状況」p. 12
(http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi_wg/siryoku/20141024.html)。

²⁸ 平成 26 年 10 月 24 日開催金融審議会「投資運用等に関するワーキング・グループ」（第 2 回）配布資料「資料 1 適格機関投資家等特例業務届出者に関する証券検査の状況」（証券取引等監視委員会説明資料）p. 24。

²⁹ WG 報告 p. 4 脚注 3。

³⁰ 平成 26 年 10 月 24 日開催金融審議会「投資運用等に関するワーキング・グループ」（第 2 回）配布資料「資料 1 適格機関投資家等特例業務届出者に関する証券検査の状況」（証券取引等監視委員会説明資料）p. 12。

³¹ 平成 26 年 10 月 24 日開催金融審議会「投資運用等に関するワーキング・グループ」（第 2 回）配布資料「資料 1 適格機関投資家等特例業務届出者に関する証券検査の状況」（証券取引等監視委員会説明資料）pp. 9-12。

家からの出資額又は出資割合に下限を設けることも議論された模様である³²。最終的には、「ベンチャー・ファンドの円滑な組成・運用に影響があること」³³に配慮して、「事業の概況に係る説明書類」を通じた情報開示（(3)(c)参照）によって対処することとなったものと思われる。

(3) プロ向けファンド運営者（適格機関投資家等特例業務届出者）に対する規制

WG 報告は、前記(1)(2)のプロ向けファンドの出資者について制限を設けることに加え、プロ向けファンド運営者（特例業務届出者）に対する規制も強化するものとしている。全般に、形式上、適格機関投資家等特例業務の「届出制」の枠組みを維持しつつ、実態として「登録制」（金融商品取引業務など）に接近する内容であるように思われる。

(a) 行為規制

WG 報告は、プロ向けファンド運営者（特例業務届出者）が業務を行うに当たり、金融商品取引法上、課される行為規制について、次の図表のように大幅に強化することを提言している。

図表 プロ向けファンド運営者（特例業務届出者）に対する金融商品取引法上の行為規制

現行	WG 報告
◇虚偽説明の禁止 ◇損失補填の禁止	左記に加えて ◇忠実義務、善管注意義務 ◇分別管理義務 ◇投資家利益を害する取引行為の禁止 ◇適合性原則 ◇断定的判断の提供の禁止 ◇契約締結前・締結時交付書面の交付義務 ◇運用報告書の交付義務 等

³² 平成 26 年 11 月 6 日開催金融審議会「投資運用等に関するワーキング・グループ」（第 3 回）議事録（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi_wg/gijiroku/20141106.html）、平成 26 年 11 月 21 日開催金融審議会「投資運用等に関するワーキング・グループ」（第 4 回）配布資料「資料 1-1 事務局説明資料（これまでの議論を踏まえた論点の整理）」p. 4（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi_wg/siryou/20141121.html）など参照。

³³ 平成 26 年 12 月 16 日開催金融審議会「投資運用等に関するワーキング・グループ」（第 5 回）「討議資料（これまでの議論を踏まえた論点の整理）」p. 6（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi_wg/siryou/20141216.html）。

(注1) 金融商品取引法に基づく上記の規制のほかに、「犯罪による収益の移転防止に関する法律」に基づき、本人確認義務、疑わしい取引の届出義務（マネーロンダリング防止）も課されている（同法2条2項23号、4条、8条など）。

(注2) 特定投資家との間の取引については、適合性原則、契約締結前・締結時交付書面の交付義務、運用報告書の交付義務（個別照会に対して速やかに回答できる体制が整備されている場合）等を適用しないことが予定されている。

(出所) WG報告 p.5 に基づき大和総研金融調査部制度調査課作成

上記に加えて、プロ向けファンド運営者（特例業務届出者）に対して、「適格機関投資家等特例業務に関し、その業務の性質やリスクの高さ、出資できる者が限定されていることの説明を義務付ける」³⁴ことも求められている。

こうした方向性は、「届出制」であるプロ向けファンド運営者（特例業務届出者）に対して、行為規制は原則として適用せず、特に重要な禁止規定のみ、例外的に準用するという従来のスタンス³⁵を転換し、少なくともリテール投資家（一般投資家）を相手とする限り、「登録制」である金融商品取引業者に準じた行為規制を要求するものと評価できるように思われる³⁶。

(b) 人的要件

WG報告は、「プロ向けファンド」運営者（特例業務届出者）に対しても、「拒否要件・欠格事由など、一定の人的要件を設けること」³⁷としている。

現行法令では、「プロ向けファンド」運営者（特定業務届出者）の参入について、「届出制」の下、書類等に不備や疑義など（記載事項の記載漏れ、添付書類の添付漏れ、出資者として届け出られた適格機関投資家が実在しないなど）がない限り、原則として、受け入れられるものと解されている（「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」IX-2-1など参照）。

WG報告は、こうした現行の参入規制・手続を改め、「プロ向けファンド」運営者（特定業務届出者）について一定の資質等を備えたものであること（人的要件）を求め³⁸、これに反する場合（拒否要件・欠格事由など）には、届出（=参入）を拒否できるようにすることを求めているのである³⁹。

³⁴ WG報告 p.5。

³⁵ 近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎『金融商品取引法入門[第3版]』（商事法務、2013年）p.517など参照。

³⁶ WG報告 p.4も「投資家被害の実態や諸外国の制度等に鑑み、届出制の下でも、行為規制については、下記のように、登録の場合と同様の規定を設けることが適当と考えられる」としている。なお、図表（注2）のように、特定投資家のみを相手方とするのであれば、「登録制」である金融商品取引業者の場合と同様に課される行為規制は緩やかになる点に留意する必要がある。

³⁷ WG報告 p.3。

³⁸ 平成26年11月21日開催金融審議会「投資運用等に関するワーキング・グループ」（第4回）配布資料「資料1-1 事務局説明資料（これまでの議論を踏まえた論点の整理）」p.5参照。

³⁹ 一定の拒否要件・欠格事由を定め、これに抵触する者の参入は拒否するが、それ以外の者の参入は、原則、認めるという仕組みは、金融商品取引業者などの「登録制」の特徴でもある（松尾直彦『金融商品取引法』（商事法務、2011年）p.321など参照）。

(c) 情報開示、帳簿作成・保存など

WG 報告は、「プロ向けファンド」運営者（特例業務届出者）に対して、次のように情報開示、帳簿作成・保存などを要求することとしている⁴⁰。

- ◇届出書の記載事項及び添付書類について、拡充を図ること
- ◇米国の例も参考にしつつ、届出書等の内容や、事業の概況に係る説明書類を公表（インターネット又は営業所・事務所における縦覧）すること
- ◇適格機関投資家等特例業務に係る事業報告書の作成・当局への提出、帳簿作成・保存

これは、投資家被害事案においては、プロ向けファンド運営者（特例業務届出者）の業務の運営内容について、「十分な情報提供が行われず、ガバナンスが確保されていない。顧客の出資状況を把握するための資料を保管せず、運用委託先の運用状況も把握していないほか、会計の適正性が担保されていない」⁴¹事例が見られるなどの指摘を受けたものと考えられる。

(d) エンフォースメント（制裁等）

問題のある業者に対する「実効性のある対応」を可能とするため、WG 報告は、次のようなエンフォースメント（制裁等）の強化を提言している⁴²。

- ①プロ向けファンド運営者（特例業務届出者）が問題を起こした場合、業務の改善や停止・廃止をさせることができるようにすること
- ②適格機関投資家等特例業務の無届出、虚偽の届出等に対する罰則（1年以下の懲役・300万円以下の罰金）の引上げ
- ③金融商品取引法違反行為に係る裁判所への申立てのための調査（金融商品取引法 187 条）に関する報告・物件提出命令違反等に対する罰則（10万円以下の過料）の引上げ
- ④適格機関投資家等特例業務に対する検査について、投資家保護の観点から、プロ向けファンド運営者（特例業務届出者）に対して検査を行うことができることの明確化（注1）
- ⑤投資家被害の拡大を防止する観点から、裁判所の禁止命令の対象について、法律・命令違反となる場合以外にも拡大（注2）

（注1）現行の適格機関投資家等特例業務に係る検査権限（金融商品取引法 63 条 8 項）は、適格機関投資家等特例業務を行う者の自己運用に係る業務（同 63 条 1 項 2 号）の状況に対する検査を想定した規定となってい

⁴⁰ WG 報告 pp. 4-5。

⁴¹ WG 報告 p. 3。

⁴² WG 報告 pp. 5-6。

る。販売等に係る業務（いわゆる自己募集、同 63 条 1 条 1 号）の状況に対する検査の位置づけは、必ずしも明確にはなっていない。

（注 2）裁判所の禁止命令（緊急禁止・停止命令）の対象は、現行法上、「この法律（筆者注：金融商品取引法）又はこの法律に基づく命令に違反する行為を行い、又は行おうとする者」と規定されている（金融商品取引法 192 条 1 項）。それに対して、例えば、金融商品取引業者に対する業務停止命令などは、法律・命令違反に該当しない場合であっても、「投資助言・代理業又は投資運用業の運営に関し、投資者の利益を害する事実があるとき」、「金融商品取引業に関し、不正又は著しく不当な行為をした場合において、その情状が特に重いとき」などは対象とすることができる（金融商品取引法 52 条 1 項 8、9 号）。

（注 3）上記のほかにも、WG 報告は「エンフォースメントの体制について、人員の強化等を図っていくことが必要」としている（p. 6）。

(4) その他

WG 報告は、プロ向けファンド制度を利用できる者の範囲について、次のような見解も示している。

地方において成功した起業家等がエンジェルとなって後輩起業家の支援のために地元のベンチャー企業等に対して出資等を行うファンド、いわゆる「旦那ファンド」に関しては、地方におけるファンドによる成長資金の円滑な供給の観点からも重要な役割を担うものと位置づけられ、現在の出資者の投資判断能力等も踏まえると、仮に上記のような案であれば、「プロ向けファンド」制度の中で対応することが可能と考えられる。

一方、一般の個人投資家から収益を目的に広く出資を募ることにより、太陽光発電等の事業を行うファンドについても、社会的に重要な役割を担うものと考えられるが、投資家の保護を適切に図り、信頼を確保していく必要性にかんがみると、金融商品取引法における一般的な登録制（第 2 種金融商品取引業）や先般法制度が整備された投資型クラウドファンディングの制度等の下で事業を行うことが考えられる。

（出所）WG 報告 p. 8。

ここで示されているのは、あくまでもパブリック・コメント等を通じて寄せられた、個別のファンドの取扱いに関する照会や要望への回答である。ただし、次のような考え方、方向性がかなり明確に読み取れる点は、他の事例への参考となるように思われる。

◇プロ向けファンドの適格機関投資家以外の出資者は、投資判断能力やそのファンドとの関係などの点から一定の者に限定されるべきである。

◇逆に、一般の個人投資家から広く出資を募る場合は、それがいかに社会的に重要なものであったとしても、制度趣旨や投資者保護の観点に照らせば、プロ向けファンド（適格機関投資家等特例業務）制度を利用すべきではない。（第 2 種金融商品取引業や投資型クラウドファン

ディングなどを利用すべきである。)

4. 今後の予定

今後、WG 報告の内容を踏まえて、法令の改正などが進められるものと思われる。