

『証券経済学会年報』第51号別冊
証券経済学会創立50周年記念大会
学会報告論文

プロ向けファンドの規制見直しと

ファンド規制の在り方

「プロ向けファンドの規制見直しとファンド規制の在り方」

－2015年金融商品取引法改正－

坂 勇 一 郎

東京合同法律事務所

1. 経過概要

2007年9月30日に本格施行された金融商品取引法(金商法)では、簡略な届出だけでファンドの自己私募・自己運用ができる適格機関投資家等特例業務(プロ向けファンド)の制度が設けられていたところ、同制度を悪用した投資被害事例が多発し、後を絶たなかった。

こうした状況が続いたのち、2014年4月、証券取引等監視委員会の建議、内閣府消費者委員会の「適格機関投資家等特例業務についての提言」が相次いで取りまとめられ、これらを受けて、金融庁は、2014年5月14日、プロ向けファンドにおいて出資を募ることができる投資家の範囲を限定する政令・内閣府令案を公表した。しかし、同案については、販売可能な投資家の範囲を広げるべきとの立場からの反対意見と、これを限定すべきとの立場からの反対意見が出され、その施行が見送られた。

かかる経緯を経て、2014年10月、金融審議会にワーキング・グループが設置され、審議が重ねられた。結果、従前の規制枠組みを見直し、届出制を維持しつつも登録制に準じた規制枠組みとしたうえで、販売可能な投資家の範囲を2014年5月の政令・内閣府令案から若干拡大した提言が行われた(金融審議会「投資運用等に関するワーキング・グループ」報告書・2015年1月28日)。

その後、同提言に基づいて、2015年3月24日、金融商品取引法改正法案が提出され、同年5月27日に改正法が成立、政令・内閣府令の改正を経て、2016年3月1日に施行されたものである。

なお、ベンチャー・キャピタル等へのリスクマネーの供給に関しては、プロ向けファンドの制度見直しに先行または並行して、クラウドファンディング等に関する議論が行われた(金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」報告書(2013年12月20日)に基づいた改正金融商品取引法が、2014年5月23日に成立し、2015年5月29日に施行された。) ¹⁾。

¹⁾ 坂勇一郎「リスクマネー供給に向けた規制緩和施策の問題点」『現代消費者法』21号、2013年12月、65頁。

2. ファンドについて

(1) 集団投資スキーム(ファンド)

金融商品取引法は、出資者から出資された金銭等を充てて行う事業(出資対象事業)から生ずる収益の配当または財産の分配を受ける権利(但し、保険契約等一定のものを除外している。)を、集団投資スキーム(ファンド)持分として有価証券とみなし、規制の対象としている(金商法2条2項5号)。

ファンド持分の募集または私募(発行者自らが取得勧誘を行う場合)(金商法2条8項7号)、募集の取扱いまたは私募の取扱い(発行者以外の者による勧誘行為)(金商法2条8項9号)は、第2種金融商品取引業として規制される。また、出資された財産の運用について、主として有価証券またはデリバティブ取引に対して投資運用するもの(投資型ファンド)(金商法2条8項15号)は、投資運用業として規制されるが、それ以外のもの(事業型ファンド)の運用は金融商品取引法の規制対象とならない。

業務内容		金商法の規制枠組み
ファンド持分の募集または私募等		第2種金融商品取引業として規制
運用	投資型ファンド (主として有価証券またはデリバティブ取引で運用)	投資運用業として規制
	事業型ファンド (上記以外の運用)	金融商品取引法の規制対象でない

(2) ファンドの契約形態と投資対象

(a) 契約形態

ファンドに用いられる主な契約形態には、以下のもの

がある。

- ① 匿名組合契約（商法 535 条以下） 一方が相手方の営業のために出資し、その営業から生ずる利益を分配することを約する契約。営業者は無限責任を負う。
- ② 投資事業有限責任組合契約（投資事業有限責任組合法） 各当事者が出資を行い、共同で所定の事業の全部または一部を営むことを約する契約。無限責任組員と有限責任組員からなる。
- ③ 組合契約（民法 667 条以下） 各当事者が出資をして共同の事業を営むことを約する契約。組員は無限責任を負う。

2015 年 3 月時点では、プロ向けファンドに用いられている契約形態は、運用財産比で、匿名組合契約が 76% (878 本、6 兆 5516 億円)、投資事業有限責任組合契約が 16% (804 本、1 兆 3610 億円)、組合契約が 2% (234 本、1619 億円) となっている（金融庁『ファンドモニタリング調査の集計結果について』2015 年 10 月）。

上記のうち匿名組合契約や組合契約は、組成や運用の適正を確保するための法的規律が脆弱である。匿名組合契約の投資者は、営業年度の終了時に営業の時間内に貸借対照表の閲覧謄写等の請求又は営業者の業務及び財産の状況を検査でき、それ以外の時期において裁判所の許可を得て営業者の業務及び財産の状況を検査できるのみである（商法第 539 条）。また、民法上の組合契約の投資者は、請求により事務処理の状況の報告を受けること、組合契約終了後経過及び結果の報告を受けること、業務及び組合財産の状況を検査できるのみである（民法第 645 条及び第 671 条、第 673 条）。いずれも、投資契約に則した計算書類等の作成や報告・情報提供に関する具体的定めは置かれておらず、営業者ないし業務執行組員に会計監査が義務付けられていない。

これに対して、投資事業有限責任組合契約については、財務諸表等の備付け及び閲覧等・財産分配の制限（投資事業有限責任組合法 8 条・10 条）の定めが置かれ、また、経済産業省によりモデル契約が公表されている。

匿名組合契約（や民法上の組合）は、組成の柔軟性が高いので、様々な場面で活用されている。しかし、投資者としての権利等は契約の定めによることになり、契約の定めが適切か否かは投資者が自ら判断しなければならないため、知識や経験を有しない一般の投資家にとっては、難易度は相当程度に高い。

なお、上記のほか、合同会社（会社法 575 条以下）、有限責任事業組合（有限責任事業組合法）、海外の制度を用いたスキームなどがある。

（b）投資対象（商品分類）

金融庁のファンドモニタリング調査（金融庁・前掲）の分類に基づく、ファンド（集団投資スキーム）の種類は、以下のとおりとなる。

不動産ファンド	不動産（又は不動産信託受益権）を取得・開発し、賃料その他当該不動産からの収益を得ることにより、利益獲得を目指す
現物ファンド	競走馬、アイドル、ワインなどの現物に投資するファンド及びホテル事業、飲食店経営、小売店経営などの事業に投資する
事業再生	財政状況が悪く、破綻に近いステージにある企業に対して投資し、再生させることを通じて利益を得る
メザニン	企業に対する資金供給として、デットのシニアの部分を銀行等がローンで出し、またエクイティを PE ファンド等がとるとして、これらの間にあるデットの劣後部分に対して資金を供給する
バイアウト	原則として未公開企業に対して発行済株式総数の過半数の株式を取得する形で出資し、相当の期間（3～5 年程度）経営に参画し、生産性の低い部門等の切離し、業務効率化、経営戦略の変更等により、企業価値を高めた後、上場や株式売却によりキャピタルゲインを得ようとする
ベンチャー	高成長が見込まれるベンチャー企業の未公開株式を発行済株式総数の数十%～50%程度取得し、創業期をサポートしてハンズオン支援を通じて企業価値を高め、IPO 時の株式売却により利益獲得を狙う
ファンド・オブ・ファンズ	株券や債券等に直接投資を行うのではなく、それらに投資を行っている別のファンドに対して投資を行う
セカンダリー	他のファンドから投資対象である未公開株式を買い取ったり、ファンドの出資持分の譲渡を受けたりする
ヘッジファンド	投資家の財産について、レバレッジ、デリバティブ取引、ロング・ショートなどの手法を用いて運用し、リターンの拡大を目指す

金融庁の前掲調査結果によると、2015 年 3 月時点のべ

ンチャー・ファンドの運用額は、9811 億円 (757 本) であり、うちプロ向けファンドは 5195 億円 (521 本) である。

(3) 資金融通のスキームとしてのファンドの位置づけと規制の課題

ファンドでは、出資対象事業への投資判断は運用業者が行うが、運用業者は対外的な責任を負うものの、必ずしも投資リスクを負担するものではないため、ファンドの組成・運用の適正をいかに確保するかが課題となる。投資リスクを負担しない業者により、不適切なファンドの組成・運用が安易にまたは悪意をもって行われるときには、不適切な資金の流れができてしまい、投資者に投資被害をもたらす、適切な資金の流れが阻害されることになりかねない。

投資リスクを負わない業者の業務の適正をいかに確保するか、組成・運用の柔軟性と規制の必要性をいかにバランスさせるかが、ファンド規制の課題と考えられる。

この点、金融商品取引法は、ファンド規制については、基本的に、投資商品の内容自体を直接規制する「仕組み規制」ではなく、業者に対する「業規制」によることを基本としている。

3 金融商品取引法上のファンド規制と改正前のプロ向けファンド

(1) 金融商品取引法上のファンド規制

(a) 概要

ファンドの募集または私募、募集の取扱いまたは私募の取扱い、及び、投資型ファンドの運用を行うには、原則として、金融商品取引業者としての登録が必要であり（金商法 29 条以下）、この登録制の下で、業者規制が行われている。その主な柱は、①参入規制、②行為規制、③行政処分等による法執行、である。

(b) 参入規制

ファンドの募集または私募、募集の取扱いまたは私募の取扱いを行う業者は、原則として、第 2 種金融商品取引業者（第 2 種金商業者）としての登録が必要である。また、投資型ファンドの運用を行う業者は、原則として、投資運用業者としての登録が必要である（金商法 29 条以下）。

登録については、詳細な登録許可事由が定められており、登録取消し等から 5 年経過しない者等、金商法違反等による罰金刑の執行後 5 年を経過しない者等、業務を的確に遂行する人的構成を有しない者、体制整備がされ

ていると認められない者等は、登録を得ることができない。また、第 2 種金商業者は資本金 1000 万円以上、投資運用業者は資本金 5000 万円以上等とされている（金商法 29 条の 4 等）。

(c) 行為規制

金融商品取引業者（金商業者）には、勧誘規制として、広告規制、適合性の原則、書面交付義務、説明義務、虚偽説明の禁止、断定的判断の提供の禁止等、損失補てんの禁止等の規制が課される（金商法 35 条以下）。これらの規制により、(当該投資商品に適した) 投資者に対して、適切に情報が提供され、投資者が適切に投資判断を行うことにより、適切な資金の流れが実現されることが期待される。

投資運用業者には、運用規制として、善管注意義務、忠実義務、委託に関する規制、分別管理義務、運用報告書の交付義務等の義務が課される（金商法 42 条以下）。これらにより、(投資者による適切な監視のもとで) 業者の適切な投資判断が行われることにより、適切な資金の流れと管理が実現されることが期待される。

また、金融商品取引業者は、帳簿書類の作成・保存、事業報告書の提出、事業報告に関する説明書類の縦覧が求められる（第 1 種金商業者以外につき金商法 47 条～47 条の 3）。

(d) 行政処分等

金融庁・証券取引等監視委員会・各地の財務局は、金商業者等に対して報告徴取・検査の権限を有し（金商法 56 条の 2）、業者に法令違反等がある場合、金融庁は、業務改善命令、業務停止、登録取消し等の行政処分を行う（金商法 51 条以下）。また、刑罰法規に違反するときには、刑罰の適用がありうる（金商法 197 条以下）。

(2) 改正前のプロ向けファンドの制度

(a) 概要

上記の登録制に対し、金商法制整備の際に、適格機関投資家等特例業務（プロ向けファンド）（改正前金商法 63 条以下）の制度が設けられた。これは、プロ投資家を対象とする制度として、プロ投資家向けであれば登録制による規制を行う必要は必ずしもなく、金融イノベーションを確保する観点から、簡素な規制枠組みが望ましいとの趣旨に基づいて設けられたものである（金融審議会金融分科会第一分科会報告・2005 年 12 月 22 日）。

(b) 参入規制（プロ向けファンドの要件）

プロ向けファンドの要件を充足する限り、業者は金商業者としての登録は要せず、簡略な届け出で、ファンドの

私募、投資型ファンドの運用を行うことができる。

旧プロ向けファンドの要件は、①投資家に1名以上の適格機関投資家がいること、②適格機関投資家以外の投資家が49名以下であること、であり、49名以下であれば、一般投資家にも販売できるとされていた。また、届出事項は、業者に関する概要情報程度の極めて簡略なものであった（2011年金商法改正を受けた内閣府令の改正（2012年4月1日施行）により、届出書の記載事項が拡充されが（適格機関投資家の名称等）、なお簡略なものにとどまっていた²⁾。）

(c) 行為規制

虚偽告知の禁止、及び、損失補てんの禁止のみが適用されるとされた（改正前金商法63条4項）。

(d) 行政処分の権限はなかった

旧プロ向けファンドの制度では、行政処分権限は定められておらず、裁判所に禁止・停止命令の申立を行うことができるだけであった（金商法192条）。なお、プロ向けファンドの要件を充足しない場合、業者は無登録営業として刑罰の対象となる（金商法197条の2第10号の4等）。

²⁾ また、業者の本人確認資料添付が義務付けられ、監督指針の改正により、警告書の発出、問題業者リストの作成・公表等が行われることとなったが、被害の抑制には至らなかった。

4 旧プロ向けファンドの被害と対策の検討 (ワーキング・グループ報告書まで)

(1) 旧プロ向けファンドをめぐる被害

上記のとおり、旧プロ向けファンドは、プロ向けの制度とされながら、49名以下であれば一般の投資家にも販売することができ、かつ、行為規制もほとんど課されていなかった。しかも、簡略な届出により行うことができ、他方、行政処分を行うことはできなかった。

このような規制の在り方は、問題業者の悪用を許すこととなり、プロ向けファンドを悪用・濫用した投資被害が多数発生した³⁾。問題の根本は、プロ向けの制度として、極めて緩い規制としながら、一般の投資家に販売できるとされていた点にあった⁴⁾。

(2) 2014年5月の政令・内閣府令改正案

前記のとおり、証券取引等監視委員会の建議や内閣府消費者委員会の提言を受けて、金融庁は、2014年5月、

旧プロ向けファンドの規制枠組みを前提として、販売可能な投資家の範囲を、上場会社・資本金5千万円超の株式会社・上場会社等の子会社・関連会社・年金基金（投資性金融資産100億円以上）・富裕層個人投資家（投資性金融資産1億円以上）・資産管理会社・ファンド運営業者の役員等に限定し、一般の個人への販売を不可とする政令・内閣府令の改正提案を行った。

これに対し、独立系ベンチャー・キャピタリスト有志から、新たなファンドの組成が困難となるので販売可能な投資家を拡大すべきとの意見が出された（5000万円以上の資産保有が見込まれる法人等・年収1000万円以上または夫婦で1500万円以上の個人・不動産を除く資産1億円以上の個人・公認会計士等）。

他方、日本弁護士連合会は、投資者保護の観点から、個人の一部が販売可能な投資家に含まれ得る点を問題として、販売可能な投資家に個人を含めるべきではないとの意見を提出した。

このように、広狭双方からの反対意見が出されたことから、上記政令・内閣府令案の施行は見送られ、金融審議会にワーキング・グループが設置されることとなった。

(3) 金融審ワーキング・グループ報告書

(a) 検討の方向性

ワーキング・グループでは、販売可能な投資家の範囲だけでなく、プロ向けファンドの規制枠組みの在り方を含めた検討が行われた。

規制枠組みが緩やかなものであれば、販売可能な投資家の範囲は限定されざるをえない。これに対し、規制枠組みをある程度整えることになれば、販売可能な投資家の範囲を相応に許容することも可能となる。

ワーキング・グループの審議では、ベンチャー・キャピタリストから、ベンチャー・ファンドの組成の機動性と投資家層の確保が要望され、投資家保護の立場から、一般の個人の保護と規制の実効性・迅速性の確保が求められた。また、審議の中では、米国において、ベンチャー・キャピタルについて、届出制が維持され、行為規制や行政処分の対象とされており、販売可能な投資家の範囲も限定されていることが報告された⁵⁾。

これらを踏まえ、ワーキング・グループでは、届出制を維持しつつ、規制枠組みを強化し、販売可能な投資家の範囲を2014年5月の提案よりは拡大しつつ、一般の個人への販売は認めないという方向性が見出された。

(b) 報告書の概要

こうして取りまとめられた報告書の概要は、以下のと

おりである。

- ① 特例業者に拒否要件・欠格事由を設け、届出事項・添付書類を拡充する。
- ② 適格機関投資家の範囲や要件について、一定の措置を講じる。
- ③ 特例業者の行為規制を整備し、帳簿作成・保存、事業報告書の作成・提出を義務付ける。
- ④ 問題業者に対して行政処分ができるようにするなど、規制の実効を図る。
- ⑤ 販売可能な投資家の範囲について、2014年5月の提案の者のほか、純資産5000万円以上の株式会社、業者の親会社等や運用委託先等、国・地方自治体を加える。ベンチャー・ファンドについては、一定の要件の下で、さらに、上場会社等の役員・元役員、経営革新等支援機関として認定されている公認会計士・弁護士等による出資を可能とする。

報告書は、新たな規制枠組みについて詳細に述べており、その後の法改正と政令・内閣府令の改正は、基本的に報告書の提言に沿って行われた。

³⁾ 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、劇場型勧誘もみられる—」同センターのウェブサイト、2013年12月。

⁴⁾ 日本弁護士連合会は、金商法施行前から、かかる規律では、一般投資家に被害が生じると警告していた（日本弁護士連合会『金融商品取引法制に関する政令案・内閣府令案』に関する意見募集に対する意見 2007年5月）。

⁵⁾ 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）の資料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）」金融庁のウェブサイト、2014年11月。

5 国会審議の経過等

プロ向けファンドの規制整備のための金融商品取引法改正法案は、2015年3月24日国会に提出され、同年5月27日に可決成立した。衆議院財務金融委員会、参議院財政金融委員会は、ともに全会一致で法案を可決した。衆議院財務金融委員会では、プロ向けファンドに関して以下の付帯決議が付され、参議院財政金融委員会でも同趣旨の付帯決議が付された。

「— いわゆるプロ向けファンドをめぐる投資者被害を抑止するため、一般の個人に被害が生じないよう販売可

能な投資者の範囲を適切に限定するとともに、本法による規制の実効性ある運用が図られるよう、引き続き投資者に対する注意喚起や理解啓発に努めるなど、投資者保護に万全を期すこと。

— プロ向けファンド制度の運用に当たっては、ファンドがリスクマネー供給に果たす役割の重要性に鑑み、ファンドに対する投資者の信頼を確保しつつ、創業・起業期や新興期等の段階にある企業に対して、円滑かつ適切な成長資金の供給が行われるよう、配意すること。

— プロ向けファンドをめぐる法令違反行為などの実態も踏まえ、投資者・利用者保護を適切に図るため、実効性のある検査及び監督を行うことができるよう、一層の体制の整備・強化を図ること。また、海外の業者や海外での運用等についても法執行の充実を図ること。」

その後、改正法に基づいた政令・内閣府令・監督指針の改定を経て、2016年3月1日、改正法が施行された。

6 改正法の内容

(1) 概要

改正法の下でも届出制が維持されており、プロ向けファンドの要件を充足する場合、業者は、金融商品取引業者としての登録は不要であり、届出のみで、ファンドの自己私募・自己運用を行うことができる（改正金商法63条）。プロ向けファンドの要件として、①投資家に1名以上の適格機関投資家がいること、②適格機関投資家以外の投資家が49名以下であることという枠組みは、改正前と同じである。

しかし、i. 全体の制度枠組みは、改正前の実態把握等のための最低限の規制であったものから、登録制の規制枠組みに準じた、相応に体制を整えたものとなった。また、ii. ②の「適格投資家以外の投資家」が限定され、一般の個人はこれに含まれないこととなった。

なお、適格機関投資家等特例業務（特例業務）には、いわゆるセカンダリー取引及び持分の売買の媒介にかかる行為は含まれない（パブコメ⁶⁾ 288）。

(2) 全体の制度枠組み

(a) 特例業者の要件と届出

ア 特例業者の要件

悪質な業者の参入を防ぐため、改正法のもとでは、特例業者について、業務廃止命令を受けてから5年間、刑事罰に処せられてから5年間等の欠格事由を定めている（金商法63条7項）。

イ 届出事項の拡充等

改正前は、特例業者に関する概要情報、出資持分対象事業の名称及び少なくとも1名の適格機関投資家の商号、名称または氏名が届出事項とされていたが、改正法下では届出事項が拡充され、特例業者の電話番号やホームページアドレス、出資対象事業の内容、ベンチャー・ファンド特例における公認会計士等の氏名・名称等を含めた事項が届出事項に加えられた（金商法63条2項、金商業等府令238条）。

添付書類も拡充され、改正前の登記事項証明のほか、拒否要件・欠格事由に該当しないことの誓約書、定款、役員等の履歴書・住民票抄本・身分証明書等、適格機関投資家のすべてが投資事業有限責任組合である場合における同組合の運用財産総額・借入金額、出資総額・特例業者の密接関係者等の出資額を証する書面の提出を要する（金商法63条3項、金商業等府令238条の2）。

なお、ベンチャー・ファンド特例の場合、届出日から原則として3か月以内に、出資契約書の提出を要する（金商法63条9項、金商業等府令239条の2第6項）。

ウ 届出に関する情報の公開

まず、届出に関する情報は、当局において公衆縦覧し、また、特例業者において公衆縦覧またはインターネット等により公表することとされている（金商法63条5項・6項、金商業等府令234条の4・234条の5・別紙様式20号の2）。海外ファンドも含めて連絡先を届ける必要があり電話番号等が公表される（パブコメ182・183）。なお、前提として、問い合わせに適切に対応する窓口が設置されている必要がある（パブコメ291・292）。適格機関投資家については、種別及び数が公表される。また、ベンチャー・ファンドについては公認会計士等の氏名等が公表される（パブコメ287）。なお、「出資対象事業の内容」については、投資家が出資対象事業の内容を把握するために、分かりやすく、かつ必要、十分な情報を記載する必要がある、大まかな商品分類等や、投資方針・戦略等の概要を記載する必要がある（パブコメ289）。

(b) 適格機関投資家の規制

問題事例において、適格機関投資家が実体を伴わない者であったことが多くみられたことから、こうした事態を除くため、改正法は、適格機関投資家の範囲や要件を限定した。

すなわち、適格機関投資家のすべてが運用資産（借入金を除く）5億円未満の投資事業有限責任組合である場合、特例業務は認められない（金商法63条1項1号・2号、金商業等府令234条の2第1項・2項）。運用資産は実際

に出資又は拠出を受けた金額をさす（パブコメ142～145）。5億円以上の運用資産を有していた投有責組合の運用資産が5億円未満となり、上記に抵触する状況となったときは、特例業務を停止する必要がある（パブコメ134～145）。

また、基本的に適格機関投資家を対象にするという制度趣旨を踏まえ、特例業者と密接に関連する者等からの出資割合が2分の1以上である場合も、特例業務は認められない（金商法63条1項1号・2号、金商業等府令234条の2第1項・2項、パブコメ148～162）。

(c) 行為規制等

ア 勧誘規制

特例業者は、（販売が許される）一般投資家への勧誘に際して、適合性の原則、書面交付義務、説明義務、虚偽説明の禁止、断定的判断の提供等の禁止、損失補てん等の禁止等の規制を遵守する必要がある（金商法63条11項）。適合性の原則や説明義務について検討をする際には、ファンド商品の特性を十分に勘案する必要がある⁷⁾。説明義務に関しては、「出資対象事業の基本的な商品性、リスクの内容、種類や変動要因、適格機関投資家等特例業務が本来適格機関投資家（いわゆるプロ）向けの制度であり、出資できるものが限定されていることをわかりやすく説明しているか」（監督指針HX-1-1(1)③イ）等が問題となる。

上記に対し、特定投資家に対する勧誘には、適合性の原則、書面交付義務、説明義務等の適用はない。もともと、虚偽説明の禁止、断定的判断の提供等の禁止、損失補てん等の禁止等は遵守する必要がある。

イ 運用に関する規制

投資型ファンドの運用は、善管注意義務、忠実義務、分別管理義務、運用報告書交付等を遵守する必要がある（金商法63条11項）。なお、特定投資家に対しては、運用報告書交付義務が免除される（金商業等府令134条5項4号）。

ウ 帳簿の作成・保存義務等

改正法では、帳簿の作成・保存義務に関する制度整備が行われている（金商法63条の4第1項、金商業等府令246条の2）。また、特例業者に事業報告書の作成が義務付けられている（金商法63条の4第2項）。

さらに、特例業者が当局に提出する事業報告書の記載事項のうち、投資者保護のため必要と認められる所定の事項については、特例業者において説明書類を作成し、公衆縦覧またはインターネット等により公表すべきとされている（金商法63条の4第3項、金商業等府令246条の

5・別紙様式21号の3)。ファンドの状況として、出資対象事業の内容、資金の流れ(ファンドに係る送金若しくは送付または管理若しくは保管を行う者の商号又は名称及び役割)、出資者の状況、適格機関投資家の出資額及び出資割合等が公表される。

(d) 行政処分等

特例業務は行政処分の対象となる(金商法63条の5)。

適格機関投資家が特例業者の子会社等のみであることその他の事情から業務を適切に行っていないと認められる場合には、行政処分の対象となりうる(金商法40条2号、金商業等府令123条1項30号)。

また、監督指針では、i. 適格機関投資家の出資割合が著しく低い状況その他の事情を考慮して適格機関投資家の実在性が疑われる場合、ii. 適格機関投資家が、実体のない投有責組合や金商法上の手続きを行わずに業務を行っている投有責組合である場合、iii. 適格機関投資家が特例業者から実体のない業務の対価を受け取ることや特例業者の子会社等または関係会社で実体のないものとなっていること等により、実際には適格機関投資家として取得または保有していないと評価しうる場合、等を実態把握の留意点としてあげている(監督指針IX-1-2(2))。また、届出時における主な着眼点として、主たる営業所等がいわゆるバーチャルオフィスになっていないか等があげられている(監督指針IX-2-1(1)⑧)。

(3) 販売可能な投資家の範囲

(a) 販売可能な投資家個人

改正法のもとでは、一般の個人へのプロ向けファンドの販売は認められない。

他方、「取引の状況その他の事情から合理的に判断して」投資性資産の合計額が「1億円以上であると見込まれ」かつ「有価証券の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」富裕層個人には、販売が認められる(施行令17条の12第1項14号・金商業等府令案第233条の2第3項1号・金商業等府令62条2号イ～ト)。ここにおいて、投資性資産の要件は、「外形的に明らかな場合を除き、自己申告のみで確認するのではなく、顧客が任意に提供した資料(例えば、取引残高報告書又は通帳の写し等)を活用することにより、全体として『合理的に判断』…して要件の充足性を確認する必要がある」¹⁾、確認に用いた資料を確認結果と合わせて管理保存する必要がある(監督指針IX-1-1(1)①イ、パブコメ77～88、同89)。

富裕層個人のほか、特例業者・特例業者の親会社・特例

業者の子会社・特例業者の親会社の子会社(兄弟会社)とその役職員・その親族(三親等以内)は、特例業者と密接に関連するものとして販売が認められる(施行令17条の12第1項6号、金商業等府令233条の2第1項)。

なお、監督指針では、「出資要件を満たさない顧客に出資させるため、顧客に事実と異なる資産状況等の申告を誘導していないか、必要に応じて検証を行うなど、適正な勧誘に努めているか」が留意点としてあげられている(監督指針IX-1-1(1)①ニ)。

(b) ベンチャー・ファンドの特例

所定の要件を満たすベンチャー・ファンド⁸⁾については、販売可能な投資家の範囲を拡大する特例が設けられている。ベンチャー・ファンドによるリスクマネーの供給を促進するという政策的観点から、ベンチャー・ファンドにおいて相応の体制整備が行われることを前提として、出資可能な投資家の範囲を拡大するものである。

ベンチャー・ファンドとして特例が認められるためには、①非上場の株式等への投資が8割超で、原則として資金の借入等がないこと、②原則として途中償還がないこと、③出資契約において、i. 公認会計士または監査法人による監査報告書の出資者への提供、ii. 出資者集会における事業の運営及び財産の運用状況の出資者への報告、iii. 投資内容の書面による出資者への通知、iv. 出資者による運用者の解任・選任等を定めること、④上記①～③に該当する旨の書面を出資者に交付することが必要である(施行令17条の12第2項、金商法63条9項・金商業等府令239条の2)。

特例が認められる場合、「投資に関する知識及び経験を有するもの」として、個人では、i. 上場会社等の役員・元役員(5年以内)、ii. 専門的な知識や能力を有する者として、新規事業等の立上げ等の業務に1年以上かかわった経験がある者(業務の終了から5年超経過していない者)、iii. 5年以内の有価証券報告書に上位10位までの株主として記載された者等、iv. 認定経営革新等支援機関である弁護士・会計士・税理士、等への販売が認められる(施行令17条の12第2項、金商業等府令233の3)。iiの要件については、外形的に明らかな場合を除き、自己申告のみで確認するのではなく、「例えば、当該業務に従事した当時所属していた会社等が作成した職歴証明書の提出を顧客に求めるなど」十分に確認したうえで、確認結果記録を管理・保存するなど社内記録を適切に作成・保存する必要がある(監督指針IX-1-1(1)①ロ、パブコメ98～100)。

(3) 改正法のもとにおける特例業者・投資者にとってのファンド規制の全体像

改正法の下では、特例業者は、①届出に際して従前より詳細な事項の届出が必要となり、添付書類も多くなる。また、欠格事由に該当しない等、一定の要件を充足する必要がある。また、②一般の個人への販売は禁止され、(販売が許される)一般投資家へ勧誘を行う場合には、勧誘規制を遵守して行う必要がある。なお、特定投資家への勧誘については、一部の勧誘規制が適用されるのみである(虚偽説明の禁止、断定的判断の提供等の禁止、損失補てんの禁止等)。③投資型ファンドの運用は、善管注意義務・忠実義務等に基づいた運用を行う必要がある。④帳簿の作成・保存、事業報告書の作成が必要であり、届出事項や事業報告書の一部について公衆縦覧に供する必要がある。

他方、投資者にとっては、①一般の個人への販売は禁止される。②富裕層個人等の一般投資家に販売される場合も、勧誘規制を遵守した勧誘が行われ、③投資型ファンドの運用は善管注意義務・忠実義務に沿った運用が期待でき、富裕層個人等の一般投資家は運用報告書の交付を受けることができる。また、当該ファンドの投資家以外にも、④届出事項や事業報告書の一部の公衆縦覧により、情報を得ることができる。

このように、改正法の下では、プロ向けファンドにおいても、相応の規制が整備された。

⁶⁾ 金融庁「平成27年金融商品取引法改正等に係る政令・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」の別紙「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」金融庁のウェブサイト、2016年2月。

⁷⁾ 運用者が資金を受け入れて運用をし、運用の成果によって投資者にリターンを返すという基本的しくみを前提として、i. 運用対象は何か、ii. 契約において、出資の方法、リターンの内容、費用負担、得られる情報、とりうる手段等がどのように定められているか、iii. 運用者の資質はどうか、等を勘案する必要がある。

⁸⁾ ベンチャー・ファンドの業務には、①第2種金商業者・投資運用業者としての業務、②プロ向けファンド(ベンチャー・ファンド特例でない)としての業務、③ベンチャー・ファンド特例としての業務、があることになる。

7 改正法の評価

(1) 適切な規制の必要

組成の柔軟性から、ファンドは様々な場面で活用が広

がっているが、主に、プロを中心とした出資、あるいはプロが関与しての出資が中心であり、必ずしも広く一般の投資家が投資を行っている状況にはない。

もとより、ファンドは一般の投資家にとっては難易度の高い投資商品であり、必ずしも一般に広く知られた投資商品とも言い難い。このようななかで、プロ向けファンドを悪用・濫用した投資被害が多発する状況が放置されれば、一般の投資家からファンドを通じた資金の流れの成長・拡大は望むべくもない。

外国為替証拠金取引(FX取引)等の例にみられるように、適切な規制の下でこそ、市場の拡大・成長を実現することができる。今回の制度整備は、ファンド市場全体をあるべき姿に適正化するものであり、改正法の下で、全体として、適切なファンドが組成され、ファンド一般への信頼が高まり、適切な資金の流れが拡大していくことが期待される。

プロ向けファンド市場については、制度が整備され、プロ向けファンドへの信頼が高まり、投資者側の取引コストが下がること等により、適切な形での市場の拡大が期待される。

(2) 資金の流れの適正をいかに確保するか

今回の改正は、全体の規制枠組みと販売可能な投資家の範囲とのバランスを確保することにより、プロ向けの制度として、適切なあり方を整えたものである。

ファンドにおいて組成や運用の適正をいかに確保するか⁹⁾は、重要な課題であるが、金商法は、原則として登録制による規制の下で、これを確保しようとしている。これに対して、改正前のプロ向けファンドは、極めて緩やかな規制でありながら一般の個人も含め一般投資家に販売できるというものであり、プロ向けの制度として徹底されたものではなかった。

規制の整備の方向としては、従前のプロ向けファンドと同様に極めて緩やかな規制の姿のままで、販売可能な投資家の範囲を限定するという考え方があり得るところであり、2014年5月の政令・内閣府令案は、このような考え方に基づいたものと考えられる。プロ同士の取引であれば、プロ同士のガバナンスに委ねるという枠組みは、考えられないではない。

しかし、プロ同士の取引といえども、投資者から資金を受け入れて運用を行う以上、最低限の規律は必要である。特に、投資者の自己決定権の確保と運用者の受託者責任は、投資運用の根幹をなす最低限のインフラともいえるべきである。

また、まともなプロ向けファンドの実際において、的確にファンドの運用を監視・監督できるプロだけでなく、準プロというべき者やファンド関係者等からの出資を受け入れているという実情があり、このような出資の受け入れを認めるべきという要請も存する。このような者から資金を受け入れるファンドにおいて、組成や運用の適正を確保しようとするれば、規制や監視・監督による相応のバックアップが必要となる。

改正法は、このバランスのとり方として、規制枠組みとして、登録制に準じつつもこれよりも緩やかな枠組みをとり（特に参入規制）、販売可能な投資家の範囲として準プロというべき者やファンド関係者等を比較的広く包含し、さらに、ベンチャー・ファンドについては、所定の要件を満たすことを求めるかわりに、さらに一回り販売可能な投資家の範囲を広げた。

(3) ファンドの法規制の在り方について

前記のとおり、ファンドの組成・運用の適正をいかに確保するかが、ファンド法制の課題であるが、法規制の在り方に関し、3点述べる。

第1に、規制の在り方は、投資者の属性（専門性の有無やその程度、時間的許容性の程度、組織力の有無等）と投資商品の属性（商品の一般性、複雑性、リスクの程度、商品に関する規制の程度等）の相関関係を踏まえて検討されるべきである。プロ同士で専門性の高くない投資取引を行う場合には、規制枠組みは緩やかでもよいが、一般の投資者が比較的難易度の高い投資取引を行う場合には、厳格に整備された規制枠組みが必要となる。

第2に、規制の実効性を確保するためには、ガバナンスを適切に設計することが必要である。（組成、）販売・勧誘、運用の各段階において適切なルールを策定することが必要であるが、それと同様か又はそれ以上に、各段階において、適切な主体による監視・監督が行われることが重要である。監視・監督の主体としては、当該出資契約における投資者、公認会計士等の専門家、（当該契約の投資者以外の者である）投資者一般、及び、行政監督機関が考えられる。こうした主体に、適切に情報と権限が確保される必要がある。

第3に、規制やガバナンスの効率が求められる必要がある。特に、詐欺的な業者に対する規制の実効を確保するには、迅速かつ的確な違法の把握と、迅速かつ的確な法執行が必要である。また、事業者の負担や行政監督機関の負担を減らすためにも、効率的な法執行の技術やインフラが必要である。その際、IT等の技術の発達や投資者の市

場への積極的な参加が、効率的な法執行に寄与することが期待される。

9) ファンドの組成や運用の適正という課題には、i. 悪質な事業者をいかに排除するかという課題と、ii. まともな事業者の業務の適正をいかに確保するかという、やや性格の異なるふたつの課題がある。

8 おわりに

改正法下で規制の実効が図られ、問題業者が一掃されることが期待される。金融庁は従前から連絡がつかない業者のリストを公表していたが、かかる業者は相当多数にのぼるところ、同庁は、公表から30日たっても連絡がないなどの場合、聴聞等の手続きを経て、廃止命令を出すことがありうるとしている¹⁰⁾。

このようなメリハリの利いた監督が実効的に行われることを含めて、プロ向けファンドについては、相当程度に市場環境が整備されたものと考えられる。

ファンドに関する法制としては、匿名組合契約等により集めた資金を直接現物の不動産に投資・運用する不動産特定共同事業法によるスキームがある。同スキームについては、2017年の通常国会に改正法案が提出される予定であるが、同改正においても、ファンドの組成・運用の適正が確保される制度整備が行われることが期待される¹¹⁾。

¹⁰⁾ 2016年10月21日、営業所等を確知できないなど連絡が取れない397業者につき、届出者を管轄する財務（支）局長が行政処分を行った。

¹¹⁾ 日本弁護士連合会「不動産特定共同事業法の見直しに関する意見書」日弁連のウェブサイト、2016年11月。

以上