プロ向けファンド制度見直しの意義と課題

野村総合研究所 主席研究員
大崎　貞和

はじめに

2015年５月27日、「金融商品取引法の一部を改正する法律案」が国会で成立した。この法改正は、近年制度を悪用する事案がみられる、いわゆるプロ向けファンド（適格機関投資家等特例業務）制度の見直しに伴うものである。以下では、今回の金融商品取引法（以下「金商法」という）改正の内容を紹介するとともに、改正の背景や今後の課題について私見を述べることとしたい。

〈目　次〉

はじめに
１．プロ向けファンド制度見直しの背景
２．金商法改正の内容
３．出資者の範囲の制限
４．見直し内容に対する評価

１．プロ向けファンド制度見直しの背景

金商法の下では、他人から資金を集めて有価証券等への投資を行うファンドの運用は投資運用業、ファンドの販売は第二種金融商品取引業としてそれぞれ規制されており、それらの行為を行う者は、原則として内閣総理大臣の登録を受けることが求められる。

但し、適格機関投資家のみを対象として、もしくは適格機関投資家と少数（金商法施行令17条の12第２項により49人以下）の非適格機関投資家のみを対象として匿名組合や投資事業有限責任組合等の法形式をとるファンドの自己私募及びファンド財産の投資運用のみを行う者に対しては、金融商品取引業者としての登録義務を課さず、商号や主たる営業所の所在地など一定の事項をあらかじめ内閣総理大臣に届け出ることで足りるとしている

（金商法63条１項、２項、以下、金商法の条文については、条数のみを示す）。これが、プロ向けファンド（適格機関投資家等特例業務）制度である。

プロ向けファンド業務を行うとして届け出た者（以下「届出者」という）は、金融商品取引業者ではないので、金融庁による監督を日常的に受けることはない。また、虚偽告知の禁止と損失補填の禁止を除いては、金商法の定める行為規制の適用対象とはならない（63条４項）。但し、業務に係る状況を確認するために特に必要がある場合、その必要の限度において、金融庁・証券取引等監視委員会による報告や資料の徴求、立入検査が行われる（63条７項・８項）。

2006年の法改正による金商法制定の狙いの一つは、それまでの縦割り型の法制を改め、幅広い投資商品の運用や販売に横断的・包括的な規制を課すことであった。しかし、法改正に向けた検討の過程で、一律に登録規制を課すことによる多様なファンドへの萎縮効果が懸念されたことやもっぱら適格機関投資家向けに業務を行うのであれば、一般投資家の保護を念頭に置いた規制・監督は不要と考えられたため、プロ向けファンドという例外的な制度が設けられることになったのである。

ところが、近年、この制度に依拠しながら、適格機関投資家を１名だけ、いわばダミーのように形式的な出資者とした上で、高齢者など一般投資家に対して詐欺的な投資勧誘を行うといった例が目立つようになり、社会問題化している。

そこで金融庁は、2014年５月、証券取引等監視委員会による建議及び消費者委員会による提言を受ける形で、プロ向けファンドに出資できる適格機関投資家以外の者を限定する政令・内閣府令案を作成した。改正案の内容は、上場会社、資本金5,000万円超の株式会社、上場会社等の子会社・関連会社、一定の要件を満たす年金基金、投資性金融資産１億円以上を保有する富裕層個人投資家、資産管理会社、ファンド運営業者の役職員等以外の一般投資家はプロ向けファンドに出資できないこととするというものであった。

この改正案に対しては、投資家の被害救済にあたる弁護士や消費者団体等からは、本来プロ投資家だけに限定されるべき出資者の範囲が依然として広すぎるとの批判が寄せられた。他方、主としてベンチャーキャピタル関係者からは、認められる出資者の範囲が狭くなりすぎ、資金調達に支障を来しかねないという真っ向から対立する意見が寄せられたのである。

そこで金融庁は、改めて幅広い関係者・有識者から意見を聴いて規制見直しの内容を練り直すこととした。2014年10月、麻生太郎金融担当大臣から金融審議会に対して「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について検討すること。」という諮問がなされ、投資運用等に関するワーキング・グループ（以下「WG」という）が設

置されたのである。WGは、2015年１月、制度見直しに関する提言を取りまとめ（注１）、それを受ける形で、2015年３月、金商法改正案が国会に提出された。

■２．金商法改正の内容

このほど成立した金商法改正の狙いは、金融商品取引業者としての登録義務を課さず、届出で足りるとするプロ向けファンド制度の枠組みを基本的に維持しつつも、プロ向けファンドに出資できる適格機関投資家以外の者の範囲を限定するとともに、届出者に対する規制・監督を強化するというものである。改正法の概要は、次の通りである。

第一に、届出者について、次のような者はプロ向けファンド業務を行ってはならないとする欠格事由が定められた（63条７項）。

① 金融商品取引業の登録拒否要件（29条の４第１号イ～ハ、29条の４第１項２号、３号）に該当する法人または個人（注２）

② 役員または主要な使用人に暴力団員または暴力団員でなくなった日から５年を経過しない者のある法人や暴力団員等である個人

③ 国内における代表者を定めていない外国法人や国内における代理人を定めていない個人

④ 主たる営業所もしくは事務所の所在国を所管する規制当局が金融庁との調査協力要請に応じる保証を行っていない外国法人・外国人

同時に、金融商品取引業の登録拒否要件に、過去５年以内にプロ向けファンド業務の廃止を命ぜられた者が、新たに加えられることとなった（29条の４第１項１号イ・ロ、２号二～ヘ）。

なお、WG報告では、プロ向けファンド制度を悪用する者が、実体のない投資事業有限責任組合を形式的に出資者とすることを防ぐために、プロ向けファンドの出資者となる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ついて、「例えば、運用資産残高（借入を除く）５億円以上」といった資産要件を設けることが提言されている。

この点は改正法には明示されていないが、プロ向けファンド業務から「投資者の保護に支障を生ずるおそれがあるものとして内閣府令で定めるものを除く」とする新たに設けられた規定（63条１項１号柱書き）に基づき、今後、内閣府令において、「運用資産残高５億円未満の投資事業有限責任組合のみが適格機関投資家として相手方となる場合を除く」といった趣旨の規制が設けられることになるだろう。

第二に、届出者が提出すべき届出書の記載事項にプロ向けファンド業務を行う営業者または事務所の名称及び所在地を加え（63条２項７号）、欠格事由に該当しないことを誓約する証明書、法人の定款や登記事項証明書などを添付書類として提出することが義務付けられた（63条３項）。一定の場合には、ファ

ンド契約書の写しを提出することも義務付けられる（63条９項、10項）。また、届出者は、届出書等の内容等のインターネットの利用その他の方法により公表することを義務付けられる（63条６項）[注３]。

第三に、届出者に対しては、従来課されてきた虚偽告知と損失補填の禁止に加えて新たに、顧客に対する誠実義務、名義貸しの禁止、広告等の規制、契約締結前書面の交付義務、契約締結時の書面交付義務、断定的判断の提供の禁止、適合性原則の遵守、分別管理義務、ファンドに拠出された金銭等が流用されている場合の販売・勧誘の禁止、善管注意義務、運用財産相互間取引の禁止等の取引規制、運用報告書の交付義務が課されることとなった。但し、顧客が特定投資家である場合には、金融商品取引業者の場合と同様に、一定の行為規制に係る適用が除外されることとなる（63条11項）。

第四に、届出者に対して、帳簿書類の作成・保存、事業報告書の作成と当局への提出、事業報告書の内容の説明書類の作成と公表が義務付けられた（63条の４）。計算書、通信文、伝票その他業務に関する書類の作成と保存、業務に関する報告も義務付けられる（188条）。

第五に、届出者に対する業務改善命令、業務の全部または一時の停止命令、業務の廃止命令といった当局による行政処分に関する制度が設けられた（63条の５）。このうち業務の廃止命令については、従来の金融商品取引業に係る登録や認可の取消しとは異なり、「他の方法により監督の目的を達成することができないとき」に限って発出することができるとして慎重な運用を求める規定が設けられている（63条の５第３項）。

また、以上のような監督・処分権限の前提となるものとして、当局による届出者に対する報告聴取及び検査に関する規定が設けられた（63条の６）[注４]。

第六に、適格機関投資家等特例業務の届出をせず、または虚偽の届出をした者等に係る罰則が強化された。具体的には、従来、１年以下の懲役・300万円以下の罰金とされてきた虚偽の届出等について、届出を行わない場合を処罰することが明確にされるとともに、法定刑が５年以下の懲役・500万円以下の罰金に引き上げられた（197条の２第10号の８、10号の９）。

第七に、従来は法令違反行為に対してのみ適用されることになっていた緊急差止命令について、プロ向けファンド業務に係る業務執行が著しく適正を欠き、かつ現に投資者の利益が著しく害されている場合等において、投資者の損害の拡大を防止する緊急の必要があるときにおける販売・勧誘行為が新たに対象とされることになった（192条１項）。

３．出資者の範囲の制限

既に述べたように、プロ向けファンド規制の見直しにあたっては、適格機関投資家以外の者による出資をどこまで認めるのかが、大

（図表）プロ向けファンド規制の現状と見直し案

	現行規制	2014年５月の見直し案	WG報告の提言
届出者の要件	特になし	特になし	一定の人的要件を課し、届出書の記載事項・添付書類を拡充
届出者の行為規制	虚偽告知の禁止、損失補填の禁止	現行規制と同じ	現行の規制に加え、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・締結時交付書面及び運用報告書の交付義務等を課す
出資者の範囲	１名以上の適格機関投資家と49名以内の非適格機関投資家 （一般個人も可）	非適格機関投資家については、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、一定の要件を満たす年金基金、投資性金融資産１億円以上保有する富裕層個人投資家、資産管理会社、ファンド運営業者の役職員等に限定 （一般個人は不可）	左の見直し案の内容に加えて、純資産５千万円超の株式会社、同様の基準を満たすその他の法人、届出者の親会社・子会社等、運用委託先、投資助言者など届出者と密接に関連を有する者やその役員、使用人とその親族、国・地方自治体等を含める 更に、ベンチャー・ファンドについては、上場会社等の役員・元役員、一定の公認会計士・弁護士など投資判断能力を有する者を含める （一般個人は不可）

（出所）金融庁資料より作成。

きな論点となり、WGにおける検討においても、その点をめぐる議論にかなりの時間が割かれた。しかし、出資者の範囲は、政令・内閣府令で定められるべき事項であるため、今回成立した改正法の内容には含まれない。

WG報告は、この点について、前述の2014年５月の改正案に掲げられた者のほか、純資産５千万円超の株式会社、資本金または純資産５千万円超のその他の法人、届出者の親会社等、子会社等、運用委託先、投資助言者及び届出者の親会社等、子会社等、運用委託先、投資助言者の役員、使用人、その３親等以内の親族といった届出者と密接に関連を有する者や国・地方自治体を新たに含めることを提言している。

また、ベンチャー・ファンドについては(注５)、以上の者に加えて、上場会社等の役員・元役員、ファンドの業務執行組合員・元業務執行組合員等(注６)、有価証券届出書また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）または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、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、司法書士、行政書士、税理士等、会社の役員・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、新規事業の立ち上げ、経営戦略の作成、企業財務、投資業務、株主総会または取締役会の運営、買収もしくは発行する株式の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識や能力を有する者、出資可能な投資家が支配する会社など、投資判断能力を有する者による出資も可能とすることを提言している（図表参照）。

今後、この提言内容に沿う形で、政令・内閣府令の改正が進められることとなろう。

また、WG報告は、届出制より厳しい登録制となっている適格投資家向け投資運用業（29条の５）の範囲等についても、届出業務規制の見直しに併せて必要な検討を行うよう求めており、今後、所要の政令・内閣府令改正が行われることとなろう。

４．見直し内容に対する評価

上述のような、WG報告による提言とそれを受けて行われた法改正によるプロ向けファンド制度見直しの内容は、同制度を悪用する詐欺的勧誘による被害の拡大を防止するとともに、これまで同制度を利用して正常に業務を行ってきたベンチャー・ファンドを初めとする様々なファンドによるリスクマネーの供給を不当に妨げたり、萎縮させたりすることのないよう、現場の声にも十分耳を傾けながら取りまとめられたバランスの取れたものであると評価できる。

プロ向けファンド制度の悪用防止という観点からは、適格機関投資家としての出資が認められる投資事業有限責任組合について、今後、運用資産残高５億円以上といった資産要件が設けられることで、実態のない投資事業有限責任組合をダミーとして用いながら、もっぱら一般投資家向けに詐欺的投資勧誘を行うといった悪質な手法の利用は困難になるだろう。また、より厳しい行為規制が課されることで、証券取引等監視委員会等による違反摘発が、従来よりも早期の段階でも可能になることも期待される。これまで詐欺的勧誘の被害が多発していた一般の高齢投資家といった層に対する勧誘は、新たな規制の下では、直ちにファンドの販売や運用の無登録営業とされるので、より実効的な取り締まりを行うことが可能となるだろう。

他方、こうした規制強化が、プロ向けファンドの形で組成される真っ当なベンチャー・ファンド等の投資活動の足かせとなるといった懸念は杞憂であろう。真のベンチャー・ファンドであれば、既に一定の資産運用を行っている投資事業有限責任組合が適格機関投資家として出資するのが通例である。新たに課される行為規制も、正常なファンドであれば、法令上の義務であるか否かにかかわらず、当然遵守すべきであり、かつ既に遵守しているはずのものばかりである。また、現状、ベンチャー・ファンドが組成時に出資を仰ぐ可能性のある投資家は、ほとんどの場合、新たな規制の下で出資可能となる者に含まれるはずである。

従来、プロ向けファンドの形で運営されてきた、ベンチャー・ファンド以外のファンドについてはどうであろうか。届出者の数が最も多い不動産関連のファンドについては、もともと適格機関投資家からしか出資を受けていないケースも多く、影響は少ないだろう。また、WG報告は、起業家等がエンジェル投資家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、いわゆる「旦那ファンド」に関しては、新た

なプロ向けファンド制度の下で組成可能と考えられると指摘している。

一方、従来、プロ向けファンドの形をとりながら一般の個人投資家から広く出資を募って太陽光発電等の事業を行っているファンドについては、少なくとも全く同じ形態で活動を続けることは困難であろう。この点についてWG報告は、そうしたファンドは、今後は、第二種金融商品取引業としての登録を受けたり、2014年の金商法改正によって実施が可能となっ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と指摘している。

なお、今回の法改正ではプロ向けファンドに関する届出規制という枠組みが維持されたものの、届出者に対して様々な行為規制が課され、監督上の処分も行われるようになることで、実質的には登録制と大きく異ならないのではないかという見方もできる。

この点について、WGにおける検討では、プロ向けファンド業務を含むファンドの運用や販売を全て金融商品取引業として登録義務の対象とするとともに、厳格すぎるといった批判もある登録要件（とりわけ投資運用業に係る要件）を見直すべきといった意見も出された。今後は、そうした規制枠組みの見直しも視野に入れつつ、ベンチャー・ファンドを初めとするファンドが、リスクマネー供給という社会的使命をより良く果たしていけるような制度環境を整えていくことが求められるだろう。

（注１） http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20150128-１/01.pdf　以下、本稿では「WG報告」という。

（注２） 具体的には、金融商品取引業等の登録を取り消されてから５年以内の者、金商法等に違反して罰金の刑に処せられてから５年以内の者、他に行う事業が公益に反すると認められる者、役員や主要な使用人に一定の欠格事由に該当する者のいる法人、同様の欠格事由に該当にする個人などである。なお、金融商品取引業の登録拒否要件の一つである「金融商品取引業を適確に遂行するに足りる人的構成を有しない者」（29条の４第１号ニ）は、届出者の欠格事由とはされない。

（注３） より幅広く、金融商品取引業者等に係る業務及び財産の状況に関する説明書類等について、インターネットを利用する方法により公表することもできることとするための改正も盛り込まれている（46条の４、47条の３ほか）。

（注４） 報告徴求と検査に係る権限は、届出者だけでなく、届出者と取引する者、業務の委託を受けた者（二以上の段階にわたる委託を含む）にも及ぶ。

（注５） ベンチャー・ファンドの定義については、米国や欧州の例も参考にしつつ、①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、②原則としてレバレッジがないこと、③原則として途中償還がないこと、④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、といった要件を満たす者とする。

（注６） 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とされる。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される。