

---

---

**論 文**

---

---

## プロ向けファンド制度の改正

——平成27年金融商品取引法改正による  
適格機関投資家等特例業務制度見直し——

満井 美江

- I はじめに
- II 制度創設の経緯と概要
- III 制度創設後に発生した問題
- IV 問題への対処と提言
- V 金商法改正に向けた議論
- VI 法令の改正
- VII 改正全般に対する評価

### I はじめに

我が国では、金融商品取引法（以下、「金商法」という）制定時、金融イノベーションやリスク・キャピタルの供給の円滑化を促すための金融規制緩和の一環として、いわゆるプロ向けファンド制度である適格機関投資家等特例業務が導入された。この制度において、当該業務は届出制と位置づけられたことから、届出業者には行為規制の多くが適用されず、また、適格機関投資家以外に49名まで一般投資家に対する勧誘が可能とされていた。しかし、これらを問題のある業者が詐欺的な投資勧誘に利用したため、高齢者を中心とする多くの一般投資家に被害が及んだ。

平成27年金商法改正は、このような被害の再発を防止するため、届出制は維持するものの業者規制を強化し、また、適格機関投資家以外の投資者に属

性要件を追加することとした。この属性要件の詳細は後述するが、ファンド関係者と、投資判断能力を有する一定の要件を満たす法人・個人とされている。登録業者の場合には適用される投資家保護規制を、投資判断能力を有するから不要とする場合、その投資判断能力の基準は、一般投資家の被害を未然に防ぐものとして慎重に検討されなければならない。この基準は、投資知識・経験、保有資産・投資資産規模等によって規定することが考えられる。具体的な基準設定に際しては、リスクマネー供給を過度に阻害することなく、一般投資家の投資判断能力を正確に把握し、損害を回避する実効性のあるものとしなければならない。また、投資家基準のみならず、プロ向けファンド市場を担う主体や業者に適用する事前・事後の規制も併せて整備することも必要である。

本稿では、平成27年金商法改正が、今後同様の一般投資家被害の抑制に十分なものとなり得るか、改正内容を確認し、若干の評価を試みることにしたい。

## II 制度創設の経緯と概要

### 1 創設の経緯

#### (1) プロ向けファンド制度としての創設

適格機関投資家等特例業務は、平成18年証券取引法改正により整備された金商法63条以下に、いわゆるプロ向けファンドに係る業務に関する制度として創設された。金商法整備に際しては、金融審議会金融分科会第一部会において、投資サービスにおける投資家保護のあり方について審議を行い、資本市場を巡る法制全般のあり方の検討が行われた。その結果は、平成17年12月22日、「投資サービス法（仮称）に向けて」と題する報告書によって公表された。同報告書では、「規制の柔構造化を図る観点から、プロに投資商品を販売する場合についての規制緩和を推進することが適当である」から、「い

わゆるプロ投資家に対する金融商品販売においては、行政規制を緩和して取引コストを削減し、リスク・キャピタルの供給の円滑化を図ることが必要である<sup>(1)</sup>」と結論づけられた。これを受け、プロ向けファンドに係る業務として整備されたのが適格機関投資家等特例業務である。

## (2) 創設の趣旨

金商法制定時の立案担当者解説によれば、適格機関投資家等特例業務創設の趣旨としては、「金商法では、主として利用者保護ルールの徹底を図る観点から、一般投資家を対象とする集団スキーム持分の販売・勧誘または投資運用を行う業者については、内閣総理大臣による登録（金商法29条）を義務づける一方、プロ投資家等のみを対象とする集団投資スキームを取り扱う業者については、適格機関投資家等特例業務の特例（同63条～63条の4）を設けて、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されている<sup>(2)</sup>」ものと説明されている。

## 2 制度の概要

### (1) 制度の骨子

適格機関投資家等特例業務の制度の骨子は、プロ投資家であるところの「適格機関投資家等」（金商法63条1項1号）を出資者とする集団投資スキームについては、①その持分の自己募集、②その財産の投資運用を行う業者について、登録は免除されるが、内閣総理大臣への届出が義務付けられるというものである<sup>(3)</sup>。この制度により、いわゆる「プロ向けファンド」の発行者と取扱業者は、届出のみで業務を行うことができるため、詳細な書類の作成や金融庁の登録審査を受ける必要はない。また、プロ投資家は、「その知識・経験・財産の状況などから、適合性原則の下で保護が欠けることとならず、かつ当事者も必ずしも行政規制による保護を望んでいないと考えられる<sup>(4)</sup>」ことから、登録業者に課される投資家保護のための多くの行為規制のうち、虚

偽告知の禁止および損失補てん等の禁止を除き、忠実義務・善管注意義務、リスク説明のための契約締結前の書面交付義務、適合性原則、事業報告書・説明書類の公衆縦覧義務等が適用されないものとされた<sup>(5)</sup>。さらに、適格機関投資家等特例業務届出者に問題があった場合に対応するための監督上の検査権限（立入検査）や処分（業務の停止・廃止）の明文規定は設けられず、金商法192条の裁判所による禁止・停止命令の対象にも含まれてはいなかった。

## （2）投資者の範囲

上記のとおり、適格機関投資家等特例業務は「プロ向けファンド」として設計されたものであるが、プロ向けファンドの投資者の範囲を定める金商法63条1項1号は、適格機関投資家でない者も、49人以下（金商法施行令17条の12第2項）であれば、相手方として含まれることを規定した。適格機関投資家でない者を含めることとした理由につき、金商法制定時の立案担当者は、「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（たとえば、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置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である」と説明している。また、人数要件を49名以下とした理由として、金商法改正前の証券取引法上の少人数私募（金商法2条3号ハ）の要件を参考としたことを挙げて<sup>(6)</sup>いる。

適格機関投資家でない者を含めることとした上記理由からすれば、適格機関投資家以外の投資者について、ファンド関係者とする属性要件も設けるべきと考えられるが、法令上の規制は設けられなかった。この点について黒沼悦郎教授は、「想定していたのはファンドと関係の深い一般投資家であって、（相対関係に基づいて発行者から必要な情報を直接入手し得る）少人数私募を想定していたのではなく、立法当時の状況の認識として問題があり、投

資者被害を招いた」と批判されている<sup>(7)</sup>。

なお、属性要件が法定されなかった事情について、かつて金商法整備の時期に金融庁の担当室長であった松尾直彦教授の近時の論稿によれば、一般投資家についてファンド関係者に限定する法規制が設けられなかったのは、特に金融庁が経済産業省との協議等の過程を経た結果であることが明らかにされている<sup>(8)</sup>。

### Ⅲ 制度創設後に発生した問題

#### 1 問題のある届出業者の出現

前述のとおり、「プロ向けファンド」として設立された適格機関投資家等特例業務は、規制の柔構造化の一環として届出業務に位置づけられ、一般投資家を想定した場合の行為規制や監督規制が適用されない一方で、金商法63条1項1号により、1名の適格機関投資家が相手方に含まれば、49名まで適格機関投資家以外の者も参加することが可能となるものであった。そして、その適格機関投資家以外の者については、本来の制度趣旨ではファンド関係者を想定していたものの、49名までの人数要件しか規定されなかったため、次のような問題のある届出業者の出現により、高齢者を中心に、多くの一般投資家が被害に遭うこととなってしまった。

問題ある届出業者のケースとしては、設立が比較的簡単な投資事業有限責任組合を適格機関投資家として少額の出資を行わせる（実際にはほとんどない出資をしていないケースもある）ことによって適格機関投資家の出資の外観を仮装し、一般個人に対して「証券会社等プロ投資家も出資している高利回り・元本保証商品である」等の虚偽の告知および不十分な情報提供による不適切な勧誘を行って出資させるが、集めた資金はファンドとは無関係に届出業者等に流用するものが典型である。最終的には「投資に失敗・破綻し清算した」として返金・解約に応じず（業者と連絡がつかないことも多い）、

被害回復も難しいものとなっていた。

## 2 平成23年の国民生活センターによる報道発表

上記の問題ある届出業者による被害者から、全国の消費生活センター等に多くの相談が寄せられたことから、独立行政法人国民生活センターは、平成23年2月24日、「複雑・巧妙化するファンドへの出資契約トラブールプロ向け（届出業務）のファンドが劇場型勧誘によって消費者に販売されるケースも一」と題する注意喚起（以下、「平成23年国民生活センター注意喚起」という）を行った<sup>(9)</sup>。同注意喚起によると、届出業者のファンド型投資商品に関する相談件数は、2009年4月は8件であったが、2010年11月には96件と急増し、2009年4月から2011年1月までの間に290件に及んだ<sup>(10)</sup>。

また、上記注意喚起によれば、相談事例においては、「投資経験に乏しく積極的に契約を望んでいない消費者、特に高齢者に見ず知らずの業者からプロ向けファンドが販売されており、届出制度の趣旨を逸脱した募集が行われている傾向がある<sup>(11)</sup>」こと、また、「届出業者が、「金融庁に届出もして、販売資格はきちんと持っている」と説明、ホームページ中に「金融庁 関東財務局へ特例業務の届出を行い営業しております」と記載するなどあたかも金融庁公認のように振る舞うようなケースが見られた<sup>(12)</sup>」ことが指摘されている。

## IV 問題への対処と提言

### 1 問題に対処する規制強化

Ⅲにおいて述べたように、一般投資家に多数の被害が及んだ状況を受け、金融庁は法令および監督指針に以下の規制強化のための改正を行った。

(1) 平成22年金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（以下、「監督指針」という）」改正

適格機関投資家特例業務等の監督を強化すべく、実態把握のためのモニタリング調査の対象項目を追加（監督指針Ⅸ-1-1(2)）した。

(2) 平成24年金融商品取引業等に関する内閣府令（以下、「金商業等府令」という）および監督指針改正

一般投資家被害に関連するファンドにおいて、適格機関投資家の出資要件を満たしていない事例があったことから、それまでは届出が要請されていなかった適格機関投資家等特例業務におけるファンド名（出資対象事業持分の名称）および適格機関投資家の名称が、新たな届出事項として追加された（金商業等府令238条2号、3号）。

また、届出者の実態把握のため、適格機関投資家等特例業務の届出書の添付書類として、届出者の登記事項証明書（個人の場合は住民票の抄本）またはこれに代わる書面の提出が追加された（金商業等府令236条3項）。

上記改正により、監督指針においても、①実態把握に当たっての届出事項等確認時の留意事項追加（監督指針Ⅸ-1-2(2)、Ⅸ-2-1(1)）、②監督手法・対応として、公益または投資者保護の観点から問題行為を行っていると思われる場合の警告書の発出・警告書の様式の新設（監督指針Ⅸ-1-1(2)）、③警告書を発出した業者等について「問題が認められた適格機関投資家等特例業者リスト」を公表する（監督指針Ⅸ-2-2(2)）等の改正がなされた。

(3) 平成25年金商法改正

平成25年、AIJ 投資顧問による詐欺事件を受けて年金基金を顧客とする投資一任業者の資産運用規制の見直しが図られ、投資一任業者等による勧誘の際の虚偽告知等に対する罰則が強化された。具体的には、投資運用に関する契約締結・勧誘にあたっての虚偽告知の罰則が、1年以下の懲役・300万円

以下の罰金またはその併科（法人への両罰規定2億円以下の罰金）から、3年以下の懲役・300万円以下の罰金、又はまたはその併科（法人への両罰規定3億円以下の罰金）に引上げられた（金商法198条2号の2、207条1項3号）。平成25年金商法改正の直接の契機は上記のとおり AIJ 事件であるが、適格機関投資家等特例業務のうちファンドが行う投資運用に関する契約締結・勧誘に当たっての虚偽告知も罰則の対象に含まれる。

## 2 平成25年の国民生活センターによる報道発表

前述のとおり、国民生活センターによる平成23年の注意喚起の報道発表および監督当局による規制強化が図られたものの、その後も被害は拡大したため、同センターは再び、平成25年12月19日、「投資経験に乏しい者に『プロ向けファンド』を販売する業者にご注意！—高齢者と中心にトラブルが増加、劇場型勧誘も見られる—」とする注意喚起の報道発表（以下、「平成25年国民生活センター注意喚起」という）を行った。<sup>(13)</sup>

上記報道発表によれば、プロ向けファンド届出業者に関する相談はしては5年間で5,000件程度の相談が寄せられており、契約当事者は60歳以上が7割を占め、高齢者がトラブルに遭っている状況にあり、既に業者に支払ってしまった金額の平均が約600万円、総額は最低でも144億円に上っている。<sup>(14)</sup>相談事例からは、プロ向けであるはずのファンドが、一部の業者によって不特定多数の一般投資家への勧誘を前提としたファンドがつけられ、高齢者を中心とした投資経験の乏しい者に対し、不適切な勧誘（電話や訪問による勧誘、虚偽説明・不十分なりスク説明、劇場型勧誘、運用状況の不開示）が行われ、解約不可または高額解約料により被害回復が困難となっており、被害状況は平成23年よりも深刻化していた。<sup>(15)</sup>

### 3 関係者からの意見書・建議・提言

上記のとおり、一般投資家への被害が増加し続けたため、平成25年から26年にかけて、関係者からの意見書・提言が公表された。①平成26年2月20日に日本弁護士連合会から個人投資家（適格機関投資家の役員およびその親族を除く）の勧誘を禁止すべきとする「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」、②平成26年4月18日に証券取引等監視委員会から内閣総理大臣および金融庁長官に対して、適格機関投資家等特例業務における出資要件の厳格化等を求める「適格機関投資家特例業務に関する特例についての建議」、③平成26年4月22日に内閣府消費者委員会から投資者の範囲の見直しと悪質業者の排除の取組みを徹底すべきとする「適格機関投資家等特例業務についての提言」（以下、「消費者委員会提言」という）が出された。

以上の経緯を受け、金融庁は、プロ向けファンドの本格的な制度見直しを進めるに至った。

## V 金商法改正に向けた議論

### 1 建議を受けた政令・内閣府令の改正案と検討

#### （1）平成26年政令・内閣府令の改正案の概要

平成26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・内閣府令案当の公表について」を発表し、パブリック・コメントを実施した。この改正案（以下、「平成26年原案」という）は、「適格機関投資家以外の者」の範囲を限定するもので、49名以下の人数要件に加え、対象を一定の属性に限定する要件を加えるものである。具体的には、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1億円以上等）を満たす個人等に限定するという要件の追加であった。<sup>(16)</sup>

## (2) パブリック・コメント結果と金融審議会による更なる検討

パブリック・コメントには、「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」との意見も寄せられた。そこで、平成26年9月、麻生金融担当大臣より金融審議会に対し、「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」との諮問が行われた。

上記諮問を受け、金融審議会は「投資運用等に関するワーキング・グループ」(以下、「WG」という)を設置し、平成26年10月から6回に渡り審議を行い、投資家の保護および成長資金の円滑な供給との観点を踏まえ、適切なバランスがとれた成案を得られるよう、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検討を行った。その結果、平成27年1月にWGは、「適格機関投資家以外の出資者の範囲については平成26年原案より緩和するものの、新たな規制として、プロ向けファンドの出資者としての適格機関投資家には一定の制約を設け、また、プロ向けファンド運営者に対しては大幅な行為規制を課すべきである」との提言を内容とする「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」と題する報告書(以下、「WG報告書」という)を公表するに至った。

## (3) WG報告書

WG報告書では、平成26年原案に対して、①適格機関投資家以外の出資者の範囲修正、②ベンチャー・ファンドの特例(ベンチャー・ファンドの要件と整備すべき体制、適格機関投資家以外の範囲拡張)、③適格機関投資家の制約、④届出業者に対する規制強化(行為規制、参入要件、情報開示・帳簿作成・保存、制裁等)が提言された。それらの概要は以下のとおりである

### ①適格機関投資家以外の出資者の範囲修正

適格機関投資家等特例業務の出資者の範囲は、投資判断能力を有する一定の投資家及び特例業者と密接に関連する者に限定することとし、その趣旨から、平成26年原案に（i）株式会社の規模要件（資本金5,000万円）として純資産を追加、（ii）特例業務届出者と密接な関係を有する者に、その子会社・運用委託先・投資助言者およびその役職員と親族（3親等内）を追加し、（iii）政府・地方自治体も対象とする修正を加える。

### ②ベンチャー・ファンドの特例

ベンチャー・ファンドの定義は、「（i）非上場企業への投資等が8割以上、（ii）原則としてレバレッジがない、（iii）原則として途中償還がない、（iv）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」といったものとする。

ベンチャー・ファンドの特例が認められるためには、「（i）投資事業有限責任組合モデルに準じるガバナンスの確保、（ii）ファンド契約書類の提出、（iii）総会開催・決算情報の（投資家への）開示、（iv）（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」等の相応の体制を整備することを前提とする。

適格機関投資家以外 の範囲としては、投資判断能力を有する者として、「（i）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、（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）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識や能力を有する者、(v) 上記のような出資可能な投資家が支配する会社」まで拡張する。<sup>(17)</sup>

### ③適格機関投資家の制約

適格機関投資が出資を行ってファンドに関与することで、ファンドの運用状況等の適正性がある程度確保されることも期待されたものと考えられる<sup>(18)</sup>が、適格機関投資家に問題が多いという被害の実態を鑑み、その範囲や要件について、「(i) 特に投資事業有限責任組合に問題が多く認められることから、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、資産要件（例えば、運用資産残高（借入を除く）5億円以上）を設けること<sup>(19)</sup>、(ii) 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形骸的な投資を行うような場合は、特例業務としては認めないこと<sup>(20)</sup>」とする。そのほかにも、事業の概況に係る説明書類の公表において、適格機関投資家からの出資額または出資割合を求めることも考えられる<sup>(21)</sup>

### ④届出業者に対する規制強化（行為規制、参入要件、情報開示・帳簿作成・保存、制裁等）

ファンド運営者である届出業者の行為規制は、現行、虚偽説明の禁止と損失補てんの禁止の2つである。これ加え、「(i) 忠実義務、善管注意義務、(ii) 分別管理義務、(iii) 投資家利益を害する取引行為の禁止 (iv) 適合性原則、(v) 断定的判断の提供の禁止、(vi) 契約締結前・締結時交付書面の交付義務、(vii) 運用報告書の交付義務」の規定を整備することとする。但し、特定投資家との取引については、「(iv) 適合性原則、(vi) 契約締結前・締結時交付書面の交付義務、(vii) 運用報告書の交付義務」は適用しない。また、「適格機関投資家特例業務に関し、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」の説明を義務づける。

届出業者は、現行、書類等の不備・疑義がない限り、原則として受け入れられるとされている（「監督指針Ⅸ-2-1」）。このような参入規制を改め、「プロ向けファンド」の運営者として一定の資質等を備える参入要件（拒否要件・欠格事由）を求め、これに反する場合は届出を拒否できることとする。

情報開示については、届出書の記載事項及び添付書類の拡充を図り、届出書等の内容・事業の概況に係る説明書類を公表（インターネットまたは営業所における縦覧）し、事業報告書の作成および当局への提出、帳簿作成・保存を義務付ける。

問題のある業者に対する「実効性のある対応」を可能とするための制裁強化として、「(i) 適格機関投資家等特例業務の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、(ii) 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、(iii) 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（金商法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、(iv) 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、適格機関投資家等特例業務の届出者に対して検査を行うことができることを明確化、(v) 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」することとする。また、エンフォースメントの体制について、人員強化等を図る必要がある。

## Ⅵ 法令の改正

### 1 平成27年5月金商法改正案成立

WG 報告書を踏まえ、金融商品取引法の一部を改正する法律案が平成27年3月24日に国会に提出され、同年5月27日に可決・成立、同年6月3日に公

布された。金商法の改正は、WG 報告書で提言された前述の④届出業者に対する規制強化に係るものが織り込まれ、①適格機関投資家以外の出資者の範囲と、②ベンチャー・ファンドの特例および③適格機関投資家の制約については、金商法改正後、同改正に従って実施される政令等の改正で対応されることが予定された。

以下は、金商法改正案に織り込まれた、④届出業者に対する規制強化に係る改正事項であり、WG 報告の提言は一部を除いて、ほぼカバーされるものとなっている。

### (1) 行為規制

WG 報告書の提言どおり、次の規制をプロ向けファンド運営者にも適用することとした（金商法63条11項）。顧客に対する誠実義務（同36条1項）、名義貸しの禁止（同条1項）、広告等の規制（同37条）、契約締結前書面の交付義務（同37条の3）、契約締結時書面の交付義務（同37条の4）、断定的判断の提供の禁止（同38条1項2号）、内閣府令で定める行為の禁止（同条8号）、適合性原則（同40条1号）、内閣府令による業務状況の整備義務（出資している適格機関投資家が届出者の子会社等のみならず、その他の事情を勘案して適切に業務を行っていない状況にないこと）（同40条2号、金商業等府令123条1項30号<sup>(22)</sup>）、金銭の流用が行われている場合の募集等の禁止（同40条の3）、金銭の流用が行われている場合の募集等の禁止（同40条の3の2）、権利者に対する忠実義務・善管注意義務（同42条の4）、自己取引等の禁止（同42条の2）、および分別管理義務（同42条の4）、運用報告書の交付義務（同42条の7）である。

一方、WG 報告書で追加された説明義務（業務の性質やリスク、出資者が限定されていること）は、法定されなかつたようである<sup>(23)</sup>。リスク説明に際しては、当業務の本質に係るものとして、投資判断において重要な内容であると考えられ、説明義務として明文化すべきであったようにも思われる。

## (2) 参入要件

適格機関投資家等特例業務を行ってはならない者として、同業務の廃止を命じられた日から5年を経過しない者は、適格機関投資家等特例業務を行ってはならない者（金商法63条7項）と定め、また、同廃止の日から5年を経過しない者を金融商品取引業の登録拒否要件に加えた（同29条の4第1項1号イ・ロ、2号ニ～ヘ）。適格機関投資家等特例業務を行ってはならない者としては、暴力団員の排除の徹底のため、暴力団員または暴力団員でなくなった日から5年間を経過しない者を定め（同63条7項1号ハ・2号ハ）、また、外国居住個人・外国法人に対しても、監督・検査を迅速に行うため、外国居住個人・外国法人に国内の代理人や代表者が定められていないこと、外国規制当局の調査協力や情報提供等の保証がないことを欠格事由として規定している（同63条7項1号ニ・ホ、2号ニ・ホ）。

## (3) 情報開示・帳簿作成・保存

情報開示・帳簿作成・保存に関しては、以下のとおり、金融商品取引業者に要請されているものと同様のものが義務付けられることとなった。

投資家のための情報開示として、金融商品取引業者に義務付けられている事業年度ごとに業務および財産の状況に関する説明書類の作成と、毎事業年度経過後4か月以内から1年間、営業所の備え置きによる公衆縦覧（金商法46条の4、同47条の3）を、届出業者にも義務付け（同63条の4第3項）、本改正に併せて自社のウェブサイトへの掲載等による公表も規定した（同46条の4、47条の3、57条の16、66条の18）。

金融商品取引業者に義務付けられている業務に関する帳簿書類（契約前交付書面、契約締結時交付書面、取引記録、顧客勘定元帳、運用報告書等）の作成・保存（同46条の2、47条）が、届出業者に対しても義務付けられる（同63条の4第1項）。

さらに、金融商品取引業者は、毎事業年度ごとに事業報告書を作成し、毎

事業年度経過後3か月以内に内閣総理大臣に提出義務があり（同46条の3第1項、47条の2）、届出業者にも、同様の作成・提出が義務付けられた（同63条の4第2項）。

#### （4）制裁等監督の強化

問題のある届出業者に対する監督等は、それまでは警告書の発出に留まっていたが、監督上の処分、検査権限・罰則等の強化、裁判所の禁止命令対象拡大が図られた。

まず、公益または投資者保護のため必要かつ適当な場合に、適格機関投資家等特例業務届出者に対する業務改善命令、業務停止命令、業務廃止命令を可能とし（金商法63条の5）、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、報告徴求・立入検査を行うことができることを明確化した（同63条の6）。

次に、罰則に関しては、適格機関投資家等特例業務の無届出、虚偽の届出等には、無登録の場合の罰則と同水準の5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金、またはこれを併科する罰則の引き上げ（同197条の2など）、業務停止命令違反には2年以下の懲役もしくは300万円以下の罰金、またはこれを併科する罰則の追加（同198条の5）、帳簿作成・事業報告書提出・説明書類等縦覧義務違反には、1年以下の懲役もしくは300万円以下の罰金、またはこれを併科する罰則の追加（同198条の6）、業務改善命令違反には30万円以下の過料の追加（同208条）がなされた。

裁判所の禁止・停止命令に関しては、販売・勧誘行為に対し、法令違反・命令違反があった場合以外でも、適格機関投資家等特例業務等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は対象とする拡大が図られた（同192条1項）。

## 2 平成28年1月政令・内閣府令改正閣議決定

上記の金商法改正を受けて関係政府令等の策定作業が進められ、パブリック・コメント手続きを経て、平成28年1月29日に政令が閣議決定され、関係政府令等と併せ、同年2月3日に公布された。改正法の施行日は同年3月1日、関係政府令等も、公布日から施行された部分以外、同日から施行とされるに至っている。政府令案は、④届出業者に対する規制強化に関する詳細と、金商法改正に含まれなかった①適格機関投資家以外の出資者の範囲、②ベンチャー・ファンドの特例および③適格機関投資家の制約について対応された。以下、それらの概要を記す。

### (1) 適格機関投資家以外の出資者の範囲

適格機関投資家以外の出資者に関し、金商法施行令17条の12第1項および金商業等府令233条の2により、49人以下の人数要件に加えて、次の属性要件が設けられた。①国・地方公共団体、②日本銀行、③金融商品取引業者・当該特例業者、④当該特例業者と密接な関係を有する者（具体的には、当該特例業者・その親会社または子会社・運用委託先・投資助言者と、それらの役員・使用人およびそれらの3親等内親族）、⑤上場会社、⑥純資産または資本金の額が5,000万円以上の法人、⑦金融商品取引業者・上場会社・⑥の法人の子会社・関連会社等、⑧特殊法人・独立法行政法人等、⑨特定目的会社、⑩投資性金融資産100億円以上の年金基金・外国年金基金、⑪外国法人、⑫投資性金融資産の合計額が1億円以上と見込まれる法人または金融商品取引業者等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、投資性金融資産の合計額が1億円以上と見込まれる個人、⑬資産管理会社、⑭組合、匿名組合、有限責任事業組合又は外国の組合等の業務執行組合員（投資性金融資産の合計額が1億円以上と見込まれる）である個人・法人、⑮公益社団法人・公益財団法人（国・地方公共団体が議決権総数・拠出金額の1/4以上を保有・拠出し、地域振興・

産業振興に関する事業を公益目的事業とするもの)、⑯外国の組合型ファンド等である。

上記は、大別すると、届出者と密接に関連する者と、投資判断能力を有する一定の投資家とに分類され、前者に該当するのは④、後者に該当するのはそれ以外である。後者は、金融商品取引業者・上場会社とその子会社等・特定目的会社・資産管理会社(③⑤⑦⑨⑬)、公的な法人(①②⑧⑮)、外国法人・ファンド(⑪⑯)の他、財産状況等事情を勘案したも<sup>(24)</sup>として、純資産または資本金5000万円以上の法人(⑥⑦)・投資性金融資産1億円以上の法人・組合等(⑫⑮)・投資性金融資産100億円以上の年金基金(⑩)、投資性金融資産1億円以上で証券口座開設から1年以上の個人(⑫)に分類できる。すなわち、資本市場関係者・公的法人と、それ以外の法人・基金と個人には財産基準(個人は投資経験基準も追加)が設けられる枠組みとなった。平成26年政令・内閣府令の改正案と大きく異なる点として、⑫⑭の投資性金融資産額が3億円から1億円に引き下げられ、特定投資家の財産基準である3億円よりも範囲が拡大されているほかは、概ねWG報告書の提言に沿ったものとなっている。

財産基準の判断については、「取引の状況その他の事情から合理的に判断して見込まれる」(金商業等府令233条の2第3項1号イ等)との規定ぶりとなっており、監督指針によれば、「適切に確認するための措置として、例えば、当該顧客からの自己申告の書面及び当該顧客が任意に提供した資料(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する」こととされている(監督指針Ⅸ-1-1(1)①ロ)。

なお、立案担当者によると、上記の出資者の要件は、「私募または私募の取り扱いの相手方となる時点」(金商法施行令17条の12第1項)であるので、その後要件が満たされていなくても、届出者は引き続き、預り資産の運用が可能と考えられるとされている。<sup>(25)</sup>

## (2) ベンチャー・ファンドの特例

ベンチャー・ファンドについては、「事業者への円滑な資金供給を行うことを目的とする特例業務を行うための要件」を充足する場合、(1)の出資者に加え、「投資に関する事項について知識及び経験を有するものとして内閣府令で定める者」による出資も認められることとなった。

### ①ベンチャー・ファンドの要件

ベンチャー・ファンドの要件は、「非上場会社への株式投資等が80%超であること」、「原則として資金の借入れ・債務保証を行わないこと」、「原則として途中償還がないこと」、「内閣府令で定める事項（ファンドの名称・内容、出資者全員及び運用者の商号・氏名又は名称及び住所、個別の出資者が出資する金額、出資者に対する財務諸表等及び監査報告書の提供、出資者総会の開催、投資を行う場合は出資者へ投資内容を書面により通知すること、出資者による運用者の解任権・契約変更権等）が出資契約において定められること」、「出資契約締結までに上記事項を記載した書面を交付して説明すること」である（金商法施行令17条の12第2項各号および金商業等府令233条の4各項）。

### ②「投資に関する事項について知識及び経験を有するものとして内閣府令で定める者」

出資者として加えられる投資に関する事項について知識及び経験を有する者としては、金商業等府令233条の3に、以下が列挙された。1号「金融商品取引所に上場されている株券の発行者である会社の役員」、2号「資本金の額又は純資産の額が5,000万円以上である法人であって有価証券報告書を提出しているものの役員」、3号「取引の状況その他の事情から合理的に判断して、その保有する資産の合計額が1億円以上であると見込まれる業務執行組合員等である法人の役員」、4号「私募又は私募の取扱いの相手方となる日前5年以内に前3号に掲げる要件のいずれかに該当していた者」、5号

「私募又は私募の取扱いの相手方となる日前5年以内に、前号又はこの号に該当する者として、当該出資対象事業持分と同一の発行者が発行する出資対象事業持分を取得した者」、6号「私募又は私募の取扱いの相手方となる日前5年以内に取引の状況その他の事情から合理的に判断して、その保有する資産の合計額が1億円以上であると見込まれる業務執行組合員等である法人であった者」、7号「会社の役員若しくは従業者（特に専門的な能力であって当該業務の継続の上で欠くことができないものを發揮して、以下イ～ニの業務に従事した者に限る）又は会社との間で当該業務の助言を行うことを約し、当該会社がそれに対し報酬を支払うことを約する契約を締結した者として従事したと認められる期間が通算1年以上であって、当該業務に最後に従事した日から当該私募又は私募の取扱いの相手方となる日までの期間が5年以内である者。イ 会社の設立、募集株式若しくは募集新株予約権を引き受ける者の募集又は新事業活動（会社が現に行っている事業と異なる種類の事業であって、新商品の開発又は生産、新役務の開発又は提供、商品の新たな生産又は販売の方式の導入、役務の新たな提供の方式の導入その他の新たな事業活動をいう）の実施に関する業務、ロ 合併、会社の分割、株式交換、株式移転、事業の譲受け若しくは譲渡又は他の会社の株式若しくは持分の取得に関する業務、ハ 発行株式の金融商品取引所への上場に関する業務、ニ 会社の経営戦略の作成、貸借対照表若しくは損益計算書の作成又は株主総会若しくは取締役会の運営に関する業務」、8号「私募又は私募の取扱いの相手方となる日前5年以内に提出された有価証券届出書（金融商品取引所に発行株式を上場しようとする会社が提出するものに限る）において、株式の所有数の上位50位までの株主として記載されている者」、9号「私募又は私募の取扱いの相手方となる日前5年以内に提出された有価証券届出書（前号に規定するものを除く）又は有価証券報告書において、株式の所有数の上位10位までの株主として記載されている者」、10号「中小企業等経営強化法21条

2項に規定する認定経営革新等支援機関」、11号「前各号（6号を除く）のいずれかに該当する個人に係る以下イ・ロのいずれかに該当する会社、組合その他これらに準ずる事業体。イ 当該個人が総株主等の議決権の百分の五十を超える議決権を保有する会社等（当該会社等の子会社等及び関連会社等を含む）、ロ 当該個人が総株主等の議決権の百分の二十以上百分の五十以下の議決権を保有する会社等」、12号「1号から10号までのいずれかに該当する会社等の子会社等又は関連会社等」である。

「特に専門的な能力であって当該業務の継続の上で欠くことができない」従業員の確認方法として、監督指針によれば、「当該要件に該当することが外形的に明らかな場合を除き、当該顧客が従事した業務の内容などの当該要件に関する事実を十分に確認（例えば、当該業務に従事したときに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）」することとしている（監督指針Ⅸ-1-1(1)①ロ）。

以上、WG報告書において提言されていたベンチャー・ファンド特例の内容に沿ったものであるといえるが、一般的にベンチャー・ファンドが「フロンティア領域や成長領域における創業・起業期の企業」と解され、成長資金の供給の役割が期待されているところ<sup>(26)</sup>、上記要件によれば、非上場株式を主たる投資対象とするファンドであればベンチャー企業への投資に限定されてはいない。また、出資者として追加された者の範囲は、WGでは、「個人投資家は一律に対象外とすべき」意見もあったところ、上場会社の役員（役員を辞めたその後5年以内も含む）（1・4号）、認定経営革新等支援機関として認定された税理士、公認会計士、弁護士等（10号）、会社事業の立ち上げ等の経験が1年以上ある役職員（経験後5年以内も含む）（7号）といった個人が追加されている。1～4号、10号は外形基準でほぼ明確であるが、7号は実質基準であり、相手方が従事した業務の内容などの当該要件に関する事実を届出業者が確認することとなっているため、届出業者に大きな裁量が

入り込む余地のあることが指摘されている<sup>(27)</sup>。また、「ベンチャー・ファンドに限らず、多くのファンドについて、ベンチャー・ファンド特例による特例業務対象投資家の範囲の拡張の制度の利用を検討する余地がある」旨の指摘もあり、この点、制度趣旨が徹底されない余地が残されており懸念される<sup>(28)</sup>ところである。

### (3) 適格機関投資家の制約

適格機関投資家の制約は、登録制の適用を逃れるために実態を伴わない適格機関投資家が形骸的な投資を行っている事例の多くで、とくに投資事業有限責任組合が多くみられたこと、プロ向けファンドの制度趣旨からは出資者の太宗を適格機関投資家以外が占めることは適当ではないことから、「投資者の保護に支障を生ずるおそれがあるもの」（金商法63条1項1・2号）として、以下に該当する場合にはプロ向けファンドとして認めず、ファンドの勧誘等には金融商品取引業の登録が必要とすることとし、実態を伴わない適格機関投資家を排除するものである。

「投資者の保護に支障を生ずるおそれがあるもの」に該当するものとしては、①適格機関投資家が投資事業有限責任組合のみであって、借入金を控除した運用資産残高5億円以上を有しない場合、②当該ファンドの出資総額の2分の1以上が当該特例業者と密接な関係を有する者等からのものである場合（金商業等府令234条の2第1項1・2号、2項1・2号）とされ、WG報告書の提言に概ね沿った規制が設けられた。

## Ⅶ 改正全般に対する評価

本改正の概要は、届出制を維持しつつ、投資者被害の再発を防止するため行為規制を登録業者並みに強化する一方で、非上場株式に投資する場合の特例を設け、投資可能な個人として、特定投資家より資産基準を3分の1に減額した1億円とする外形基準に加え、「投資判断能力」のある個人も対象に

含める実質基準を導入するものである。個別の改正点に対する評価については既述のとおりであるが、本改正は、プロ向けファンド制度を大きく改正するものであることから、最後に改正全般に対する評価について記す。

## 1 改正による規制強化を懸念する見解

### (1) 投資者保護に傾きすぎているとの見解

前出の松尾教授は、プロ向けファンドに係る投資者被害が増加したことは残念であって、対応策としてエンフォースメント措置の強化は必要性であるとされつつも、プロ向けファンドの適格投資者の範囲が限定され、運業者について実質的には登録業者並みに規制・監督されることは、実務で頻繁に利用されていたプロ向けファンドの利用度を低下させ、金融イノベーション<sup>(29)</sup>を阻害するおそれがあるとされる。本改正については、規制のバランスが投資者保護に傾きすぎ、「最適バランス」が確保されていないこと、金商法改正により整備された制度の中で頻繁に利用されていた制度であるが、規制監督強化のため利用度が低下する可能性があること、規制監督強化が過剰になっていないかについて定期的に検証を行って、必要に応じて制度を機動的に見直しすることが望まれることを指摘され、規制強化に懸念を呈されている<sup>(31)</sup>。

### (2) 行為規制ではなくディスクロージャーと事後救済で対応すべきとの見解

森田章教授は、ディスクロージャーを徹底させ、虚偽の場合は証券詐欺として規制することで、自由度が増し証券・金融活動が活発化することが望まれるのであって、行為規制の強化により、活動が阻害されるおそれを指摘されている。投資被害者については、行政からのバックアップにより事後救済<sup>(32)</sup>するような抜本的な規制構造の工夫が望ましいとの見解を示されている。

## 2 改正内容が十分ではないとする見解

### (1) 一般投資家は排除すべきであったとする見解

龍田節教授は、ベンチャー企業のような基礎が確立していない発行体について、素人に情報の理解を求めるのは難しい場合が非常に多く、ディスクロージャーだけでは対処ができず、業者規制も必要であるとされる。特にプロ以外の投資家には手厚い保護が必要であり、人数や割合が少ないことをもって規制が緩やかでよいという理由はないと指摘されている<sup>(33)</sup>。この見解によれば、今回の改正では、ベンチャー・ファンド特例において、行為規制強化が図られたことについて一定の評価が得られるものと考えられるが、同特例における個人の投資者の範囲を画する「投資判断能力を有する者」が、真のプロ投資家を定義するものとして十分なものであるか、検証を要する（ベンチャー・ファンド特例以外でも1億円の資産要件を満たせば、個人でも投資者となり得るため、同様に考えられる）。

### (2) エンフォースメントの実効性を懸念する見解

WG議事録によれば、平成26年度末の検査体制は、証券取引等監視委員会計354名で8千対象を検査するなかで、プロ向けファンド届出者（届出者数は約3千程度で推移。問題リスト掲載業者数は、全体の2割弱程度）の検査に割り当てられる人員は限られているうえ、届出者側の資料が不十分であるために実体解明に時間・人数を要している。監督体制は、金融庁・財務局で20名のところ、担当者1名当たり180先程度のプロ向けファンド届出者に対応しており、登録者数が最も多い第2種業者で担当者1名当たり50程度であることから、3～4倍の業者数を監督している<sup>(34)</sup>。

黒沼教授は、届出制度を採用したことにより、監督官庁が多数の運用者を監督することとなった現状から、特に届出業者に義務付けられたインターネットによる情報開示の意味に着目をされ、「届出制を採用し、数が多いために監督が十分にできない特例業務届出者だからこそ、行政監督の不足を補う

べく、投資者による規律手段を講じたのだと考えることができるかも知れない」とされる。もっとも、本改正では、「公衆縦覧事項に、適格機関投資家の出資額・出資割合が含まれていない」ことが懸念されると指摘されている<sup>(35)</sup>。

金商法にプロ向けファンドを届出制として導入した帰結として、監督対象者数が大幅増加したが、それらに対する監督体制は上記のとおり必ずしも十分ではない。また、ベンチャー・ビジネスは、取引所上場企業の事業内容とは大きく異なるもので、一般には、ビジネス内容の理解や投資の可否を判断することはかなり困難である。WGでは、ベンチャー・ビジネス業界から規制緩和の強い要請があったが、一般投資家にも投資が可能な健全な投資環境を整備するためには、証券業者や投資顧問・投資信託業者同様、自ら自主規制機関を設立し、自主ルールの創設と遵守状況のフォロー・アップや、指導・処分、苦情相談・あっせん業務の実施等に取り組み、ベンチャー・ファンド市場の育成に努めることも必要ではないかと思料する<sup>(36)</sup>。

以上

- (1) 金融審議会金融分科会第一部会報告「投資サービス法（仮称）に向けて」17～18頁。
- (2) 花水康「金融商品取引法制の解説（7）集団投資スキームの規制」商事1778号18頁（2006）。
- (3) 届出制を義務付けたのは、「市場の公正性・透明性を確保する等の観点から、その実態について把握を行うことを目的とするもの」と説明されている。花水・前掲注（2）18頁。
- (4) 金融審議会金融分科会第一部会報告・前掲注（1）18頁。
- (5) この説明に対し、黒沼悦郎教授は、「市場の公正性が取引の公正性という意味ならば、業者としての行為規制が課されないのに、なぜ公正性が確保されるのか、また、届出制だけで公衆縦覧がないのに、なぜ透明性が確保されるのかわかりにくいものである」と指摘されている。日本取引所グループ金融商品取引法研究会「平成27年金融商品取引法改正（1）—プロ向けファンドの見直

- し(1) — (2016年9月23日)」3頁〔黒沼発言〕。
- (6) 花水・前掲注(2)19頁。
- (7) 黒沼教授は、平成23年金商法改正で導入された「適格機関投資家向け運用業」では、適格投資家の範囲を「特定投資家に準ずる者として内閣府令で定める者」及び「金融商品取引業者と密接な関係を有する者として政令で定める者」とし(金商法29条の5第3項)、一般投資家は加えていないことを指摘し、このやり方が本来であって、理論的に49名以下の一般投資家を相手方にすれば登録不要とする考え方は正当化できない、ともされている。日本取引所グループ金融商品取引法研究会・前掲注(5)4~5、7頁〔黒沼発言〕。
- (8) 松尾教授によれば、2006年2月上旬、金融庁は「プロ向けファンドとして例外扱い(販売・勧誘及び運用を届出制とすること：筆者注)するのは真に投資家保護の必要のないプロ投資家に限定すべき」とする考え方でファンド関係者に制約するスタンスであったのに対し、経済産業省は「『プロ向けファンド』の範囲は十分に広いものとすべき(適格機関投資家+49人(現行開示規制の「私募」なみ))」とする考え方であり、調整が進められていた。そして、法案の閣議決定(2006年3月10日)に間に合うギリギリのタイミング(同年2月下旬)で、金融庁は、「商品ファンド販売業、商品先物取引の販売・勧誘規制及びデリバティブ取引の定義における商品先物取引の取り扱い(金商法整備以前、商品ファンド・商品先物・商品のデリバティブ取引の監督は経済産業省の管轄で、証券取引法の規制対象ではなかった：筆者注)とセット」で、「プロ向けファンドの範囲については、「適格機関投資家+49名」とすることで経済産業省と合意したということである。松尾直彦「金商法における「利用されない制度」と「利用される制度の制限」『金融商品取引法制に関する諸問題(上)』(日本証券経済研究所、2016)23頁。
- (9) [http://www.kokusen.go.jp/pdf/n-20110224\\_1.pdf](http://www.kokusen.go.jp/pdf/n-20110224_1.pdf)
- (10) 平成23年国民生活センター注意喚起3頁。
- (11) 平成23年国民生活センター注意喚起4頁。
- (12) 平成23年国民生活センター注意喚起8頁。
- (13) [http://www.kokusen.go.jp/pdf/n-20131219\\_2\\_1.pdf](http://www.kokusen.go.jp/pdf/n-20131219_2_1.pdf)
- (14) 平成25年国民生活センター注意喚起3~6頁。
- (15) 平成25年国民生活センター注意喚起8~9頁。
- (16) 改正案は、金商法施行令17条の12、金商業等府令233条の2に、以下の属性要件を設けるものである。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）、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、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（イ）かつ（ロ）の要件に該当すること（イ）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（ロ）金融商品取引業者等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、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、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。

- (17) WGでは、投資判断能力を有するとして追加する個人投資者の範囲について様々な案が出された。範囲の基準として、資産または年収基準、投資判断があるという自己申告およびその旨の弁護士による意見書、士業を営む者、会社設立や上場に携わった経験のある役職員等が想定される一方、個人投資家は一律に対象外とすべき（または対象とするのであれば、届出制ではなく登録制とする）と強く主張する複数の意見、既に特定投資家の枠組み（財産による外形

基準)があるのにプロ向けファンドについてのみ投資判断能力という実質基準を作ることによる制度間の不整合性の指摘もあった。平成26年11月6日開催第3回WG・同月21日開催第4回WG議事録および第4回資料1-1「事務局説明資料」9頁を参照。

- (18) ただし、適格機関投資家は金商法上の業規制の対象ではなく(その旨はWG報告書でも注記されている。WG報告書4頁)、適格機関投資家の関与によってファンドの運用状況等の適正性が図られる根拠は見出し難いように思われる。筆者が制度導入の際の金融審議会報告や立案担当者の解説を確認したところ、当初はこのような考え方はなかったようである。黒沼教授は、適格機関投資家は、一般投資家が被害を受けないように届出者と交渉する義務を負わず、一般投資家も適格機関投資家の名称を信頼して出資をするわけではないので(今回の改正で義務付けられたディスクロージャーにおいて、適格機関投資家の名称・出資金額等は公衆縦覧の対象ではない:筆者注)、あまり高い効果は期待できないと指摘されている。日本取引所グループ金融商品取引法研究会・前掲注(5)8頁〔黒沼発言〕。
- (19) 証券取引等監視委員会の検査により、「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みられる投資事業有限責任組合の比率が高い」ことが明らかになっている。平成26年10月24日開催WG(第2回)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」12頁。
- (20) 証券取引等監視委員会の検査により、「適格機関投資家等特例業務の届出者の要件を満たすために、事実上自らの支配下にある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、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ケースがある」旨が指摘されている。平成26年10月24日開催WG(第2回)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」4頁。
- (21) 問題のあるファンドでは、適格機関投資家からの出資が少ない傾向があるため。WG報告書4頁。
- (22) 黒沼教授は、届出者の支配下にある適格機関投資家しか出資していないファンドを一律に除外せず、体制整備義務の一要素として勘案することとどめたことにつき、疑問を呈されている。日本取引所グループ金融商品取引法研究会・前掲注(5)11頁〔黒沼発言〕。
- (23) 日本取引所グループ金融商品取引法研究会・前掲注(5)11頁〔黒沼発言〕。

- (24) 3億円から1億円の引き下げに関しては、WG報告書においては言及がなく、引き下げの理由は明らかにされていない。WGの検討過程からは、「消費者委員会提言」の内容との関連が推測される。同提言では、一般個人投資家の資産要件を、「少なくとも億単位の余剰資金をもって、投資性の金融取引を年単位で行っている投資家」とする提案がなされている（同提言5頁）。第2回WGにおいて、内閣府消費者委員会事務局企画官金児敦宏氏が同提言内容の説明を行っており、同氏によると、「億単位という表現は、「特定投資家の要件である投資性金融資産3億円というのは、ちょっと高いのではないか」という意見が委員から出されたことを受けたもの」であるとのことである。平成26年10月24日開催WG（第2回）議事録〔金児企画官発言〕。
- (25) 古角壽雄ほか「平成27年改正金融商品取引法に係る政府令等の改正の概要—適格機関投資家等特例業務の見直し等—」金法2040号46頁。
- (26) 古角・前掲注(25)44頁。
- (27) 日本取引所グループ金融商品取引法研究会「平成27年金融商品取引法改正（2）—プロ向けファンドの見直し（2）、インサイダー取引規制の適用除外の見直し—（2016年10月28日）」10頁〔黒沼発言〕。
- (28) 櫻井拓之「平成27年改正金融商品取引法がPEファンド・VCファンドに与える影響と実務対応」金法2044号17頁（2016）。なお、同論考によれば、ベンチャー・ファンドの要件を満たした場合、届出業者に適用される行為規制のうち、①運用財産相互間取引（金商法42条の2）の禁止（金商業等府令129条1項3・4号）、②運用報告書（金商法42条の7）の記載事項のうち、相手方の名称等の省略（金商業等府令134条1項3号ハ）、③運用財産報告書の対象期間を1年ごととすること（金商業等府令134条3項2号）に関して緩和が認められていることから、ベンチャー・ファンドの要件充足によって緩和を図ることが可能ともされている。櫻井・前掲18頁。
- (29) 松尾・前掲注(8)27～28頁。
- (30) 松尾・前掲注(8)28頁。
- (31) 松尾・前掲注(8)29頁。
- (32) 日本取引所グループ金融商品取引法研究会・前掲注(5)23頁〔森田発言〕。
- (33) 日本取引所グループ金融商品取引法研究会・前掲注(5)24頁〔龍田発言〕。
- (34) 平成26年11月6日開催WG（第3回）WG議事録〔井上証券課長発言〕。

- (35) 日本取引所グループ金融商品取引法研究会・前掲注(5) 7頁〔黒沼発言〕。
- (36) ベンチャー・キャピタルを中心とする組織としては、2002年11月に一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会が設立されている。同協会は、現行は金商法上の自主規制機関ではない。WGでは、金商法上の自主規制機関に何らかの形で加入した場合に、ベンチャー・ファンドの特例を認める考え方が提案されていたが、討議・採用には至らなかった。平成26年12月16日開催 WG(第4回) 議事録〔大崎貞和委員発言〕。