
投資事業有限責任組合法（ファンド法）に関する説明会

経済産業省 経済産業政策局 産業組織課

課長補佐 篠原 倫太郎

日証協・平16.6.14

本稿は、6月14日に開催された「投資事業有限責任組合法（ファンド法）に関する説明会」における経済産業省経済産業政策局産業組織課課長補佐 篠原 倫太郎 氏の講演要旨を取りまとめたものである。

基本的な考え方

まず今回の改正の基本的考え方についてご説明したいと思います。そもそもこの法律がどうして制定されたということですが、元々は中小ベンチャー企業に投資をするための組合をつくるために制定された法律です。日本においてプライベート・エクイティ・ファンドが出てきたのは、1980年代頃と言われております。そのころはこのような法律はなかったため、主に民法に基づく任意組合を使ってファンドを組成していたようです。

民法の組合というのは、出資をする組合員の方々が無限責任を負ってしまうというデメリットがあります。そのため、非常にリスクが高く、なかなか多くの資金を調達しにくいという問題がありました。諸外国には有限責任の組合をつくるための法律がありますが、我が国においてはそのような法律がなかったために、中小ベンチャー企業に対する投資をする上で有限責任の組合をつくれるようにしようということで、最初に民法の特別法という位置づけで制定されたのが、当初の「中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律」という法律でございます。これが制定されたのが平成10年になります。

当初は、「出資という形で中小企業を育成し、後に当該会社が新規株式公開をすればリターンが返ってくる」というような投資の形が主流でありました。しかしながら、昨今において、中小ベンチャー企業を育てて新規株式公開をするというものに限らず、不振企業に対しても対して投資をしていくという、事業再生ファンドというものが非常に増えてまいりました。

このようなニーズに対応していこうというのが今回の法改正の主な目的ですが、今までの中小ベンチャーファンド法は、民法の特別法ということですので、中小ベンチャー企業に投資をするという限られた目的の範囲内ではかつくれない組合となっておりました。今回は目的を拡大して、株式公開企業などにも投資が可能になることに加え、事業再生などを行いやすくするよう、債権の取得やお金を貸したりといったことも可能にし

ていこうというものです。

それによって何を達成するかというのは、もちろん投資家の方々がそういったものを使って投資をしていけるということのも重要なことですが、投資をされる側、いわゆる事業者の方々に対するリスクマネーの供給を促していこうということです。今まで会社の資金調達というのは、その殆どが銀行からの融資に頼っていたというのが現状であったと思います。しかしながら、昨今のような経済状況になりますと、危ない企業ほど銀行からは資金が調達できないという不具合もあります。そういった状況下で、リスクは高いけれどもリターンも高いといった資金を供給できる人は誰でしょうといったときに、なかなか銀行だと難しいところもあって、そういったリスクマネーの供給主体になり得るものとしてこのファンドが成長していってくれたらと思っております。

欧米には従来からリミテッド・パートナーシップ、いわゆる有限責任組合といわれるようなものがありましたが、こういったものは日本では今までできませんでした。従って、多くの投資家はケイマン諸島などにわざわざリミテッド・パートナーシップをつくらせて、その組合員を日本なり海外なりで募集していくといった迂遠なことをやらざるを得なかったわけです。それを本改正によって国内でできるようにしようというのがもう一つの狙いということになります。

有限責任組合・投資ファンドの実態

次にこのファンド法に基づく有限責任組合数の推移についてですが、1998年に当初立法されたときには5件しかなかったのが、何度か改正を経まして、2004の3月末には、速報値ではありますが400件を突破しております。今後もどんどん増えていくのではないかと考えています。

では、400件というのが全体で一体どれぐらいの数なのかといいますと、匿名組合や民法上の任意組合などといった投資事業を営んでいる組合が全体で大体1,000件あり、そのうちの400件がこの法律に基づく有限責任組合ということになります。

ベンチャーファンドというのは、中小ベンチャー企業に投資してリターンを得ていくというファンドですが、これは約900件あります。それから、いわゆる買収を行うバイアウトファンドが大体100件になります。これらのファンドは、1ファンドあたりの規模が大きく違いますので、ファンド規模で比較すると金額的には近接してくるわけです。それらの投資ファンド全体で2.4兆円の規模になります。

この2.4兆円というのは、この金額がそのまま投資されているわけではございません。これはいわゆるコミットメントベースの金額です。すなわち、2.4兆円までの枠だったら、ファンドの運営者が「投資をしますのでお金を出してください」と言ったら、投資家が実際にお金を出しますということです。そういう約束をしている分が2.4兆円ということです。では、実際に使っているのはいくらぐらいかといいますと、年間で0.3兆円という

ことになっています。参考までに、アメリカでは年間投資額はおよそ6兆円に達していますし、イギリスでは0.7兆円ということで、これを経済規模も勘案して比較いたしますと、わが国のファンド投資規模はおよそアメリカの12分の1、イギリスと比較してもほぼ8分の1の規模しかありません。本改正を通じて、これを何とか欧米並みの水準にまで持っていきたいというのが我々の強い思いです。

主要な改正事項

(1) 四つの柱

次に今回の主要な改正事項ですが、主に4点あります。

まず一点目が、以前は中小ベンチャー企業等に投資するための組合という位置づけのため投資対象が限られておりましたが、最近の事業再生ファンドになってまいりますと、これは株式を上場しているか否か、或いは規模などはほとんど関係なく、非常に大きな企業であってもリスクマネーを必要としているところはあるということで、株式未公開会社でなければいけない、或いは中小企業でなければいけないといった要件はすべて撤廃して、どんな企業に対しても投資を可能にしようということになりました。

二点目ですが、従来、投資の手法というのは、いわゆるエクイティ投資、株式や新株予約権、そういった出資による投資がメインだったわけですが、本改正によって、金銭の貸し付けやその会社に対して銀行などが持っている債権を買い集めるなど、金銭債権を持つことが可能になりました。

それから三点目ですが、ファンド・オブ・ファンズ、つまり、組合から別の投資組合に対する出資というものが可能になりました。改正前においても、ファンドからファンドへの出資を一定の割合で認めておりましたが、ファンドを経由してであっても、最終的に事業者のところにお金が行くのであれば、出資割合について規制をしなくてもいいのではないかということで出資の割合制限を撤廃いたしました。

それから四点目ですが、これは人数の制限です。以前は組合員を100人以下ということにしていました。いわゆる中小ベンチャー企業に対する投資というのは、投資対象の規模が小さいこともあり、一般の方ですとなかなか手を出しにくい。いわゆる専門的な知見があって、未公開企業に一定の評価ができるというような方々が集まってやっていたというような実態もありましたし、なかなか大勢の人を巻き込むというトラブルも出てくるということで、ある程度、規模に制限をかけていたわけです。しかしながら、本改正によって、投資対象が株式公開企業にも広がることもあるので、今回はそういった制限を無くして、個人や事業会社の方にも範囲を拡げ、資金調達の幅を拡げようということで、こういった制限も撤廃しました。

以上が改正の要点、大きな四点の柱ということになります。

(2) 投資家保護ルールの導入

このように、株式公開会社に投資が可能になり、規模も制限がなく、個人の方々からお金を集められるということになると、ほとんど投資信託と変わらないということにもなってくるわけです。そうすると、投資信託には適時開示義務や投資家保護ルールが決まっているわけですし、やはり同じようにこういったファンドについても投資家保護を何らかの形で講じていく必要が生じてきます。

もう一つは、やはり上場株式に投資ができるということになると、詐欺的な行為を行う悪質な業者が出てこないとも限りません。そういった観点からも投資家保護ルールは必要だろうということです。そこで、証券取引法を改正して、このファンドの契約に基づく権利をあたかも有価証券のようにみなして、証券取引法第二条の「みなし有価証券」の定義にこのファンドの権利というものを追加し、証券取引法の開示ルール及び投資家保護ルールを適用させることになりました。

この改正証券取引法ですが、去る6月2日に国会で可決・成立しまして、このファンドに関する部分は、本年の12月1日が施行日になっております。しかしながら、この法律の第一段階目の改正自体は、すでに4月30日で施行になっていきますので、この4月30日から12月1日までの間は一体どうしようということになるわけですが、この半年間は、このファンド法に直接、暫定的な投資家保護ルールの規定を設けることによって、投資家保護を図っていかうということになっております。

法改正の内容

次に、今回の改正で具体的には何が一体どう変わったのかということ、ファンドの活用例を紹介しながらご説明していきたいと思います。

まず、いわゆる貸し付けが可能になったということで、運転資金のつなぎ融資が可能になりました。事業再生に限らず、ベンチャーファンドとして使っていたころから言われていたものでして、ベンチャー企業というのは基盤が安定していないところが多いので、すぐに運転資金がなくなってしまうわけです。そのたびに出資するのも面倒だというようなこともありまして、そこで貸し付けができると便利だということが言われていたわけです。そこで、本改正によって出資だけではなくて、貸し付けを行うことを可能にしました。

二点目はメザニン融資です。これは事業再生ファンドにも出てくるわけですが、弁済順位を下げ、劣後ローンのような形で融資を行うものです。あるいは、弁済順位を下げない代わりに、利率を高く設定することも可能です。銀行貸付はローリスク・ローリターンといいますか、利率は非常に低いものの、審査は厳しく行うというのですが、それでは対応できないミドルリスク・ミドルリターンの融資を可能とするものです。

それから三点目としてブリッジローン先行型の事業再生ですが、これは、すぐに出資

をしないと、明日にでも倒産してしまうというケースで、これから増資に伴う株主総会を開催する時間がない場合において、当座はつなぎ融資、ブリッジローンでしのいで、その後に出資をしていくということが今回の改正で可能になりました。

それから、つなぎ融資をもう少し複雑にした、いわゆるデット・エクイティ・スワップ（D E S）のようなことも可能になりました。つなぎ融資をした債権についてそのままD E Sを行ってもいいですし、あるいは、主要な債権者から債権を買い集め、取得した債権を現物出資してD E Sを行い株式に換えることが可能となりました。

それから、株式の公開買付け（T O B）によって公開株を買うことも可能になりました。本改正によって、未公開株式のみならず株式公開会社の株式についても買えるようになりましたので、T O Bをかけて支配権を握る、あるいは非上場化して再上場させるといったような買収手法も取ることが可能になったわけです。

それから、ファンドからファンドへの出資を自由に行うことができるようになり、いわゆるゲートキーパー・ファンドが可能になりました。改正前は投資事業有限責任組合が、他の投資組合に出資する際の上限が、組合員の既出資額の5割未満とする規制がありました。本改正によって、ファンドからファンドへの出資の際の上限規制がなくなり、ファンドが集めたお金をすべて別の投資組合に投資するということが可能になりました。

ゲートキーパー・ファンドというのはどういうことをやっているところなのかということですが、機関投資家などで、お金は余っているけれども自分で投資先のファンドを調査するのが面倒くさい、同じようなファンドが100個、200個あって、いったいどこへ投資したらいいのか分からないから、とりあえず出資はするのであとは適切にポートフォリオを組んでもらって、運用報告書等も取りまとめて欲しいということで、そういった仲介のような形でもう一つファンドが入って、いろいろなところから出資を受けても構わないわけですが、それによってこのファンドが投資家のためにポートフォリオも組みながら、パフォーマンスの査定をし、投資をしていくといったことが可能となったわけです。

(1) 投資対象の拡充

今度は、個別の改正点についてもう少し詳しく見ていきたいと思います。

最初は、投資対象の拡充ということで、株式公開株も持てるようになりました。従来は、未公開企業、中小企業でなければならないということで、資本金5億円以下、従業員1,000人以下、負債総額200億円以下などの要件がありましたが、これが撤廃されて、公開企業や大企業の株式も取得が可能になりました。もう少し正確に言いますと、投資対象は事業者と定義されていますが、その事業者というのは、国内法人及び個人事業者となっています。本改正になぜ外国企業がないのかという批判も多いと思いますが、この法律自体が経済政策目的の立法でして、日本の経済活力の向上のために特例をつくっ

たという位置づけであること等の理由で、外国株式は別の要件をかけて例外的に持てるという形にしています。

個人事業者というのは、医者など、自分で独立して事業を営んでおられる個人の方ということでして、いわゆる給料をもらっているサラリーマンの方などにお金を貸したり、そういうことは想定していません。

(2) 投資手法の拡充

それから二点目ですが、投資手法の拡充ということで、メインはやはり貸し付けができるようになったということです。ブリッジローンなどのつなぎ融資ができないと不便ということもありますし、やはり事業再生ではD E Sの需要が非常に大きいと思います。そういうときにD E Sのもとになる債権が持てないというのでは話にならないということで、債権の取得ができるようにしました。これは金銭債権だけではなく、金銭債権を表章する有価証券のうち社債券やC P等も取得の対象になっております。

これによって、例えばメザニン融資ファンドなどのように劣後ローンの形で融資をしたり、そのローンに新株予約権をつけたり、あるいは、D E Sやつなぎ融資をしていくといったことも可能になります。さらに、事業者にお金を貸す「貸し金ファンド」みたいなことも、やろうと思えばできないことはないということです。ただし、このファンドも通常の会社と同じで、各種の規制法が適用になってくるということで、貸金業者のようなことをやれば、当然、貸金業者の登録が必要になりますし、利息制限法などによる規制もかかってきます。

(3) ファンド・オブ・ファンズの拡充

それから三点目として、ファンド・オブ・ファンズの拡充ですが、これは分散投資の一手法であった組合から組合に対する出資を、メインの業務として位置づけようということです。先ほど申し上げましたゲートキーパー・ファンドのほか、地域再生ファンドのような形で、地域の老舗などに出資をして、再生していこうというファンドに対する資金の供給のために利用することも考えられます。

すなわち、このような地域のファンドというのはなかなか信用力がないというケースもあり、銀行から資金を調達できない場合があります。そういう場合に、都市の大手の有名なファンドがその信用力をバックにお金を調達し、その分の余剰資金があるときにそれを地方のファンドへ流していくと、そういった形で地域の方にお金が流れるということもあります。

逆に、地方で富裕層の方々がファンドを立ち上げたのはいいのですが、なかなか投資のリーダーシップを発揮できる人がいないケースや、あるいは、資金はあるが、投資先の企業が手近になくて見つからないといったケースにおいて、投資先はあるけれどもお金が必要になっているというようなファンドに出資をすることで、地域の方から逆に都

市の方へお金が移動するといったケースも想定されます。

なお、ファンド・オブ・ファンズですが、これを自由に行うと、組合がお金を集めてそのお金を全部他の組合に出資してということを何個もつなげていけますので、組合の数を増やすことでたくさんの人から出資を受けることもできるようになってしまいます。そうすると、これは何に関係してくるかという、今後、証券取引法に基づく募集の規制がかかった場合に、組合の人数を何人に数えたらいいのかというところに波及していくわけです。

ここはどう考えたらよいかということですが、実は、はっきりとした指針がありません。募集規制の潜脱をしようと思っているのではなくて、たまたま組合から組合へ出資してしまった場合のように普通にやるのであれば、それは組合を1名としてカウントするということでもいいのではないかと思います。また、形だけ少人数私募にするために組合を使っているようなケースであれば、それは実質をみれば違法ということになるでしょう。但し、それが違法行為か否かの判断が微妙なケースというのも出てこざるを得ないだろうということで、ここは証券取引法の解釈で対応していくことになると思います。

本当は何か指針が出ればいいのですが、今のところはそういったものが出るというようなことは聞いておりませんので、運用に委ねられることになるのかなと思っております。

(4) 組合員の人数制限の撤廃

それから四点目ですが、これは人数規制をなくしましょうということです。今後は、1ファンドで100人、200人ということになれば、証券取引法上の募集の話になるということです。

投資家保護ルールの導入

(1) 改正証券取引法（恒久措置）

引き続きまして、これだけいろいろ規制を撤廃すると投資家保護ルールを入れなければいけないということで、まず証券取引法に基づく投資家保護ルールについて説明したいと思います。具体的には、この組合契約に基づく権利を証券取引法上の「みなし有価証券」として定義し、証券取引法上は有価証券と同様に取り扱うということになります。なお、これは、組合の出資について有価証券が発行されるというわけではありません。あくまで証券取引法の規定の適用に関してのみ有価証券として扱うということです。

これを導入すると結果的にどういうことになるのかというと、少人数私募・プロ私募などに該当しない、いわゆる公募の場合には、有価証券届出書を提出し、目論見書を交付して説明をし、引き続いて有価証券報告書・半期報告書を出していくといった開示の

義務がかかってきます。

それから不公正な取引を行った者に対しては、今回の改正証券取引法で導入された課徴金制度によって、発行総額の数%の課徴金が科せられることになります。

次に組合の権利の募集、売買やその媒介等を業として行う場合には、これは証券業の登録が必要になります。なお、発行者が自分の株式等を自ら募集する場合は、それは当然証券業に該当しませんが、組合というのは法人格がありませんので、組合が募集するというのは法律上考えにくいので、それに対応するものとして、組合の業務執行者、いわゆる代表者のような人になりますが、その人が自分のファンドの権利を募集する行為は証券業の登録は不要ということで例外規定を設ける方針となっております。

ただ、ここは、政令を改正していくことになるわけですが、どの部分の政令を改正するのか、また、発行者の定義を変えるのか、募集の定義を変えるのかなどの細かい話はまだ未定とのこと。政令ができてくるのは秋頃ぐらいになるのではないかというふうに思っております。

それから、金融商品販売法の対象などにもなりますので、元本割れリスク等の重要事項は説明していかなければいけないということになります。それから、有限責任組合だけではなくて、投資事業を営む民法組合及び匿名組合並びにこれに似たような外国の組織の権利も、同じようにみなし有価証券となります。

では、実際に民法組合や匿名組合の持分のうち、どういうものがみなし有価証券になるのかということですが、投資事業を営むものとして政令で定めるもの、ということになっておりますので、正確なところはまだ決まっていません。考え方としては、有限責任組合と同じようなことを民法組合等でやるのであれば、同じように規制すべきではないかということですので、基本的には、この有限責任組合の事業範囲として法律で列挙されている事業を営むような民法組合や匿名組合などは規制の対象に入れるという方針で整備をされるのではないかというふうに考えられます。

あとは、適時開示についてどんな情報を開示するのかという問題もありまして、これについてまだ詳細は決まっていません。こちらのほうは、恐らく投資信託に近いものになるのではないかと考えていまして、現在の特定有価証券開示府令にあるような様式に近いものになっていくのかと思っております。

ただし、難しいのは、本法は従来、中小ベンチャーファンドのためにつくったものなので、未公開企業の株を持つのがメインになっているファンドが多いのが現状です。そうすると、一つは、出資先の情報がなかなか手に入らないケースが考えられます。また、出資を受けている側からしても、うちは未公開企業だからあまり情報を開示したくないという問題もあります。

加えて、運営者の側にしてみると、ノウハウとなる個別の会社名などは挙げたくないということもあって、現実的に載せることができるかというのは非常に難しいわけです。

他方で、年金などがなぜプライベート・エクイティ・ファンドに手を出しにくいのか

というと、情報がとにかく少ない、価値もよく分からないし、投資した会社がどうなっているのかさっぱり分からない、このあたりを開示してもらわないことにはリスクが大きくて手が出せないという意見があるわけですし、投資家側、運営者側、それから出資先の事業者、この三者の要望のバランスをどう取っていくのかというのがこれからの課題となっています。今後、この件については、金融庁とのワーキンググループなどで話し合いをしながら決定をしていくということになっています。

(2) 改正有限責任組合法（暫定措置）

次に、12月1日まではどのような暫定的投資家保護ルールを設けているのかについてですが、まず一点目として、特定組合というものに出資できる者を制限しております。投資家保護ルールを設けることが望ましいということになった背景には、今回の改正によって、公開株式及び金銭債権についても出資対象が広がったことが挙げられます。従来のように、中小ベンチャー企業のような限られた範囲でやっているものはそのままですが、今回の改正で拡大された事業を新たに営むこととした組合を特定組合と名前をつけまして、そもそも出資できる人を適格機関投資家、それから出資額がある程度大きい者、あるいは、資本金が大きい会社、私立学校法人などに制限するというのが一点目です。

もう一つ特定組合の制限がありまして、まず全体として、まだ投資家保護ルールが未整備のうちはあまり規模を大きくするのもよくないだろうということで、人数制限100人はそのままにしているのですが、加えて、特定組合については、いわゆる少人数私募を超えるような形での組合組成は待ってくださいということで、100名のうち適格機関投資家以外の組合員は49名までというような人数制限をつけています。強制的に少人数私募になるようにということです。これは少人数私募になるようにというのはあまり正確ではありません。当然、募集をするのは500人にしてもいいのですが、出来上がりの形を見て49人になっているということです。これが、12月1日を過ぎますと、公募の規制がかかりますので、届出をせずに声かけ500人は当然アウトということになりますが、今は不完全ではありますが、出来上がり49人というルールをつくっております。

それから金銭債権にかかる規制ですけれども、出資先以外の事業者への貸付け等を行うケースのうち、この6カ月間どうしても必要なのは何かといったときに、つなぎ融資と、D E Sによる出資かなということで、あとはもう少しルールが明確になってからにしてくださいということで、2つの要件を設けています。一つは、6カ月に保有期間を制限するということです。これは、6カ月あればD E Sの手続きも終わるだろうということで期間を6カ月に設定しております。もう一つは、この6カ月の保有期間を超えて債権を保有したときは、業務執行組合員がそれを買取るということを金銭債権の取得の前に約束をしてからでないと取得ができないという規制をつけて、例外的に金銭債権の取得を認めております。

なお、今の要件がついているのは、出資先ではないところだけです。つまり、自分が出資をしている会社に対しては自由に貸し付けをしていただいて結構ということです。株式を持っている企業に対して、途中で運転資金が足りなくなったというときに出していくというのは構わないですが、出資の手続きを取っていると間に合わなくてつぶれてしまうとか、D E Sで株式を持ちたいから金銭出資はしたくないという場合に、債権を株式に換えたいというようなニーズもありますので、出資をしていない事業者に対しても貸し付けは可能です。可能なのですが、6カ月の保有期限の要件と、6ヶ月を越えた場合の買取要件の二つを満たさないといけないという規制が課せられています。

信託受益権については、今は中小企業の事業の収益を配分を受ける権利が限定されていますが、12月1日の改正証券取引法後、信託受益権なら何でも可能になります。そうすると、アイドルファンドやラーメンファンドなどを信託受益権を使ってやっていくということも可能になっていくのではないかと思います。今のところはまだ移行期の過渡的な形態なので、12月1日までは待っていただくことになります。

それからファンド・オブ・ファンズです。これはもう100%どこでも自由に組合に出資していただいて結構ということにしようと思ったのですが、人数制限を残していることとの兼ね合いもありまして、100人の組合を何個もつなげられてしまうと、人数規制をかけても意味がなくなってくるわけです。そういうのも困るので、そういった悪用は人数規制の潜脱行為として処理すればいいではないかというご意見もあるかと思いますが、そこまで自由にできないように一定の要件を課していこうということです。

一つは、あるファンドが別のファンドに100%出資をするというのは、それはもう1個のファンドとほとんど同じだろうということで、1個のファンドに対する出資の限度を50%まで、これはコミットメント金額の50%ということになりますが、そこまでしか出せないようにという制限をつけております。

もう一つは、出資先のファンドの業務執行組合員と有限責任組合の業務執行組合員が同一の場合、あるいは出資先のファンドの業務執行組合員が、有限責任組合の業務執行組合員の親会社である場合のように、違法行為の危険性がより高いケースです。業務執行者が共通のファンドを二つ組成して、片方のファンドに全部のお金を出す行為は、実態としては自分の右手と左手で行っているのと同じであり、より厳しい量的制限をかけていくことになります。これは、実際に手元にある金額の半分未満までしかできませんという制約がかかっています。

以上のとおり、特定組合から始まりまして今のファンド・オブ・ファンズの規制というところまで六点ありますが、これは12月1日の改正証券取引法後になると全部削除されることになります。

その他の論点について

まず、有限責任組合を組成するにあたり、投資顧問業法の認可が必要なのかという話が出てまいりました。これは、いわゆる投資一任契約に当たるのではないかということですが、要は出資をする有限責任組合員がお金を預けっぱなしで、無限責任組合員が有価証券の価値を分析して投資をしていくということになると、投資一任契約とどこが違うのかということになってくるわけです。従来はどうなっていたかということですが、従来は民法組合の特別法ですから民法組合も一緒ですが、組合というのは、お金や労務を出資し合って共同で事業をする集まりです。共同で事業をする集まりであって、業務執行者も出資もするし事業もするということになり、そうすると、これは共同で事業をすることだから一任ということはないということになり、投資一任契約には当たらないという形式的な論理の組み立てをしていたわけです。

ところが、今般は投資クラブといった形を装った悪質業者が出てきており、有責組合が悪用される懸念が高まってきています。そこで、従来どおりの通常のファンド運営のように、契約書で投資方針をみんなで一緒に決め、投資委員会のようなものを設置し、同委員会で一定の監視監督も行い、運用結果をきちんとフィードバックして今後どうしていくかという話し合いをするという健全な共同事業をしているものであれば、当然投資顧問業は関係なしでいいのですが、実態に着目して、「100万円を預ければ増やしてきてあげるから、あとはもう何もしなくていいですよ。」という、実態は投資一任契約のものを組合という名前をつけて契約書をつくったということになると、それはやはり実態を見て投資一任契約になり、その場合には認可が必要になるというのが今の解釈となっています。

今後の課題

今、我が国のファンド規模はアメリカ、イギリスの10分の1ぐらいしかないわけですが、法改正によってファンドの事業内容が自由になったからといって、いきなりこれが10倍になるということは普通に考えるとあり得ません。いろいろこれから話をしていかなければいけませんので、投資家の方やファンドの運営者、専門家、あるいは証券のプロの方、商社の方々などにお集まりいただいて、フォーラムのようなものをつくって検討していくことも考えております。

一つ、我が国で言えるのは、年金基金からプライベート・エクイティ・ファンドにほとんど資金が流れていないのが現状ということです。恐らく1%未満程度ではないかと思います。アメリカは、逆にファンドへの投資額の30%~40%ぐらいは年金の資金が入ってきています。なぜこんなに違うのかということですが、風土が違うというのがありますが、ファンドに関する知識がなく、かつ、リスクも高いし投資ができないというの

が非常に大きいわけです。それから、あとは、公開企業はともかくとして、未公開企業に関係する投資をするときには法律上承認手続が必要だといった制限があったりするところもあって、そういったものが投資を阻害していたのではないかと思います。

規制が邪魔だというのであれば見直せばいいのですが、ファンドに関する情報が少ないなどの理由については、例えば一つにはゲートキーパー・ファンドのようなものを使って、まず資金をプロの投資運営者が集まっているファンドへ出して、そのファンドに適切なポートフォリオを組ませる方法があるかと思います。これはアメリカなどでは非常に活発に行われていまして、ファンド・オブ・ファンズからの出資というのも非常に高い割合を占めていると聞いています。

それから、年金に限らず個人の方、あるいは事業会社の方などの投資家層も増やしていかなければいけないと思っております。そこで問題になるのが募集の規制であります。公募になるなら目論見書を配ればいいのではないかと、なかなかそうはいかなくて、どうしてもそれは面倒くさいから私募でやろうということになるわけです。そうすると、今までせっかく自由にファンド組成ができていたのに、ますますこれでやりにくくなってしまうという問題も考えられまして、ここを何とかもう少しやりやすくなるように、例えば適格機関投資家の範囲を拡大してはどうかという意見もあります。

例えば、個人富裕層の方々にまで証券取引法の規制までかけなくても、もっと自由に投資をしていただいてもいいのではないかとという意見があります。アメリカではある程度のキャッシュフローがあって、ある程度のアセットがある方々というのは、個人であっても適格機関投資家のような形にしているわけですし、我が国においても、そのようなルールを設けることはできるのではないかとことです。或いは、事業会社においても、今は届出制がとられていますが、届出して名前を出されたりすると面倒くさいし、そういう手続きなしで適格機関投資家になればもう少し便利なのにという意見もありますので、そういうところを見直していけばいいのではないかと思います。或いは、エンジェル税制などの優遇措置がもっと活用されてもいいかとも思います。

それから、プライベート・エクイティ・ファンドが特にそうですが、投資家にとってよく分からないことの一つに、未公開株式は一体どれぐらいの価値があるのか見当がつかないという問題があります。今の企業会計原則ですと、金融商品会計基準などでは時価のない株式というのは取得価格で帳簿に載せ、減損の理由があれば、当該減損価格を帳簿に載せるというルールになっています。回復しても引当金ではなくて減損してしまうと元に戻らないということになるわけです。そうなりますと、非常に大規模な会社で保有している資産のうち、ポートフォリオのほとんどを未公開の企業の株式が占めるファンドになりますと、買ったときには帳簿価格で載せるわけですが、中小ベンチャー企業などは、大体、最初はあまり利益が計上されず、赤字状態が続くわけですので、そうした期間どうなっていくかという、最初の沈み込んだところで減損していき、ずっと簿価が下がっていき、その後に価値が上がっていても、これは未実現利益

なので簿価には全然反映されないということになってしまうわけです。そうすると、バランスシート上はどうなるかというと、取得価格よりも必ず下落した価格でしか記帳されないことになり、財務状況上は非常に成績が悪く見えてしまうわけです。本当にそれが実態を表しているのかというと、当然そういうわけではなくて、これをそのまま適用されると困るという問題があります。

では、未公開企業の株式の価値をどういうモデルでやったら正確に反映できるのかというと、公認会計士の方々ともお話しさせていただいておりますが、公正妥当な会計原則があるわけでもなくて、非常に頭の痛いところになっております。ちなみに本件については各所各様に工夫がされているところであります。

例えば、大阪証券取引所にはベンチャーファンド市場という、未公開企業に投資をする上場投資法人の市場がありますが、そこではどういうふうに評価しているかというと、企業会計原則どおりの評価とあわせて、公正中立な第三者機関が算定した評価価格を、適時開示規則に従って掲載するというような対応をしています。

それから、イギリスなどでは、類似会社比準方式に評価減を組み合わせるというような形で評価しております。我が国においても、実際にこのモデルを採用されているファンドがいくつかあります。これも広く定着をしているのかと思いますが、一義的に値段が出るものではなくて、やはり運営者側の方が信認義務に基づいてきちんと出すというのがベースにあって、あとは一定の手がかりとしてこういうものがあるだろうというレベルです。

アメリカにおいては、いろいろな団体がそれぞれに時価評価モデルを出していますけれども、一般的に統一的な方法が採用されるに至っていません。投資の先進国であるアメリカでこのような状況ということは、これという評価モデルはないのではないのかという気も何となくしなくもないのですが、それを言っているとなかなか進歩がないわけですし、各国とも、そうはいっても多少なりとも実態に近づけるような評価をこうやって頑張っているというような状況であります。

ちなみに現在の日本のファンド法の法制としては、組合契約で時価の算出方法を決めるというやり方になっておりまして、ファンドの会計規則もそれを時価として載せるということになっています。ですから、どういうものでなければいけないという規制が全くなくて、ファンドごとにばらばらに契約書で決めているということですし、極端なケースですと、金融商品会計基準と一緒にしているところもあります。われわれの方から出しているモデル契約書では直近のファイナンス価格というものを使っています。簿価よりは多少はいいのかということで載せておりますけれども、ここから先はなかなかいいアイデアがなくて、ここも知恵をお借りしながら検討をしているという状況でございます。

それから、悪質な運営者は厳しく取り締まっていかなければならないと思っております。多少の悪質な業者が出るのはやむを得ないことですが、これがひとたび大事件とし

て新聞に出ますと、ファンドというものは非常に怪しいものだ、こういうものは非常にけしからんし規制もしなければいけない、上場企業やそういった洗練された方々がお金を出すような対象ではないのではないかという世論にすぐなりがちでございまして、そういった不幸な事件を起こして、健全なファンドを運営されている方々に迷惑をかけてはいけないということがございます。投資顧問業法で取り締まるほかに、出資法上の規制でもって排除していくことも考えられます。

もう一つは、運営者もアメリカなどに比べると、非常に少ないので、専門人材の育成なども図っていかなければいけません。それから、出資をする側が理解できていないということになると、市場は拡大していかないので、適格機関投資家の年金基金の運営者といった投資家の側もますますプライベート・エクイティ・ファンドの知見を深めていかなければいけないと思っております。

最後に、税制上の問題です。これは、主に海外からの資金の調達ということになりますけれども、やはり大きいのは、P E（恒久的施設）課税に関して課税当局が運用基準を明確にしていないということです。その他、メザニン融資、新株予約権付ローンの新株予約権部分は課税上どのような取扱いになるのかといった問題もあり、このような税制上きちんと運用を明確化していかなければいけない課題というのはいくつかあるわけです。そこも解決すべき点については検討を進めていかなければいけないと思っています。

以 上



METI

Ministry of Economy
Trade and Industry

投資事業有限責任組合法（ファンド法）について

平成 16 年 6 月

経 済 産 業 省

産 業 組 織 課

【目 次】

1. 基本的考え方	1
(参考1) 過去の改正経緯	2
(参考2) 有限責任組合数の推移	3
(参考3) 投資ファンドの実態	4
(参考4) 本改正により組成可能となる有限責任組合の活用例	5
2. 主要な改正事項	9
3. 改正の全体図	10
4. 法改正の内容 (1) ～投資対象の拡充	11
法改正の内容 (2) ～投資手法の拡充	12
法改正の内容 (3) ～ファンド・オブ・ファンズの拡充	13
法改正の内容 (4) ～組合員の人数制限の撤廃	14
5. 投資家保護ルールを導入 (1) ～改正証券取引法 (恒久措置)	15
投資家保護ルールを導入 (2) ～改正有限責任組合法 (暫定措置)	16
6. その他の論点 (Q & A)	18
7. 今後の検討課題 ～投資家の裾野の拡充	20
(参考) 最適なファンドの評価手法の確立に向けた検討	21
(お問い合わせ先)	22

1. 基本的考え方

背景

- ◆ 現下の経済環境において、既存の経営資源を有効に活用した企業の事業拡大・事業再編を促進する必要性が高まる中、中小・ベンチャー企業の資金調達を促進するためのベンチャーファンドのみならず、不振企業の経営革新や事業再編という観点からリスクマネーの供給を行うバイアウトファンド、事業再生ファンドが急増し、投資件数、投資規模も拡大傾向。
- ◆ 金融機関による不良債権処理の加速化などにより、銀行融資を中心とした従来の間接金融機能が停滞する中、リスクマネー供給の担い手・手法の多様化を促進していくことが必要。



経済活性化に資する産業金融機能の抜本強化

法改正の趣旨

欧米で広く利用されているLPS（リミテッド・パートナーシップ）と同様の投資ビークルを組成することを可能とするため、中小・ベンチャー企業への投資促進策として位置付けられていた現行の「中小企業等投資事業有限責任組合法（中小ベンチャーファンド法）」を、事業者全般への資金供給を促進する産業金融機能強化策として、一般的な投資ファンド法制である「投資事業有限責任組合法（ファンド法）」に衣替えし、有限責任組合（ファンド）の投資対象及び投資事業を抜本的に拡充する。

(参考1) 過去の改正経緯

◆平成10年 (’98年)

中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律 施行（民法の特則）

【投資対象】 未公開の「中小企業等」（株式会社）

【事業範囲】 ・株式、転換社債、新株引受権付社債への投資
・工業所有権、著作権への投資
・経営・技術の指導
・一定の範囲での海外投資

◆平成14年 (’02年)

一部改正

【投資対象】 上記「中小企業等」に有限会社・企業組合等を追加

【事業範囲】 投資事業として以下の追加
・有限会社持分
・信託受益権
・協同組合、任意組合持分、
匿名組合契約に基づき投資事業を営む相手方への出資
(ファンド・オブ・ファンズ)

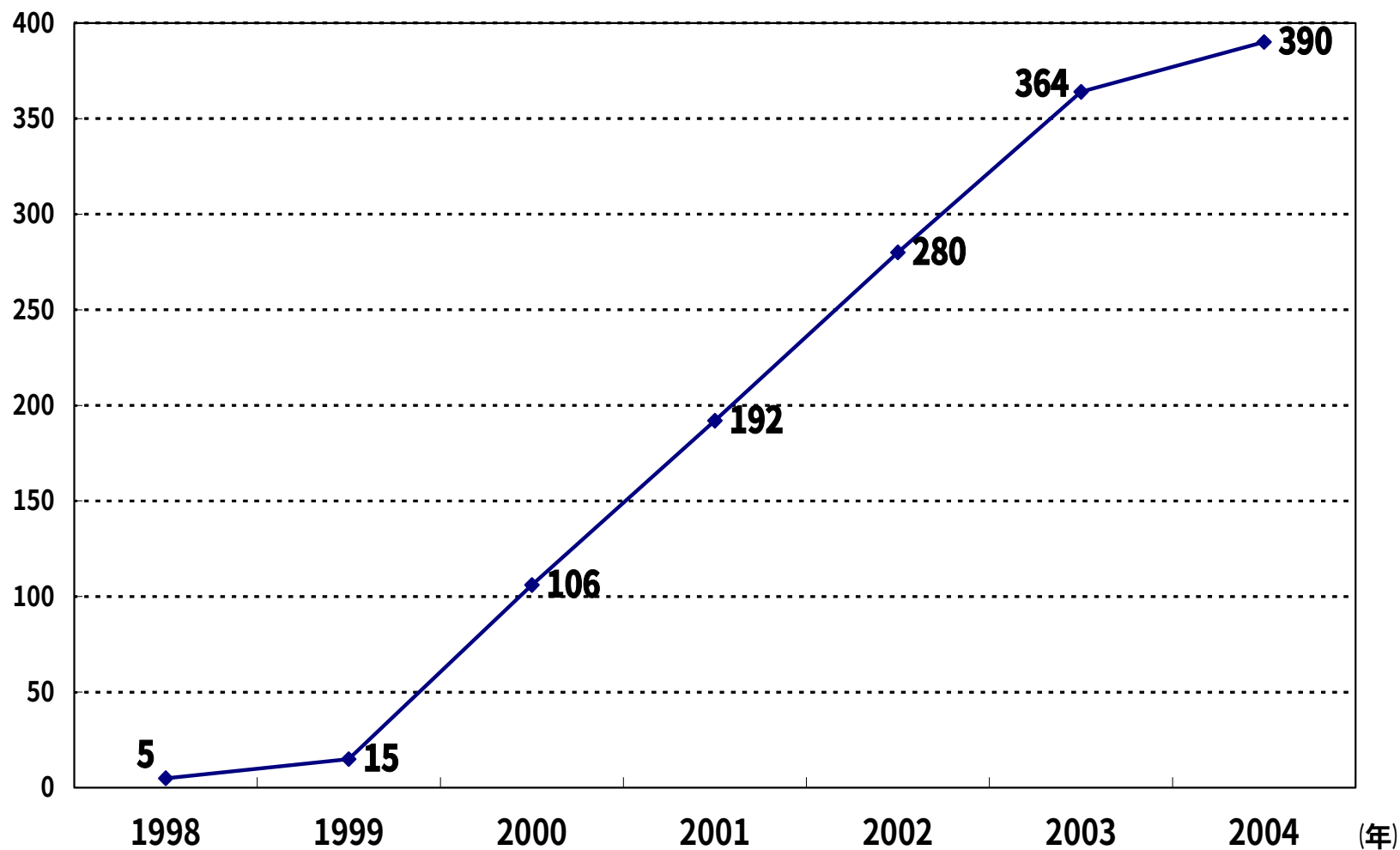
◆平成15年 (’03年)

改正産業再生法による特例措置

【投資対象】 一定の要件を満たす事業再生中の企業を対象に追加

【事業範囲】 投資事業として以下の追加（ただし、対象事業者は限定）
・金銭債権の取得
・（出資先企業に対する）貸付業務

(参考2) 有限責任組合数の推移



(注1) 上記は、設立登記件数ベースのデータ

(注2) 2004年(2月時点) 以外は各年末時点のデータ

(参考3) 投資ファンドの実態

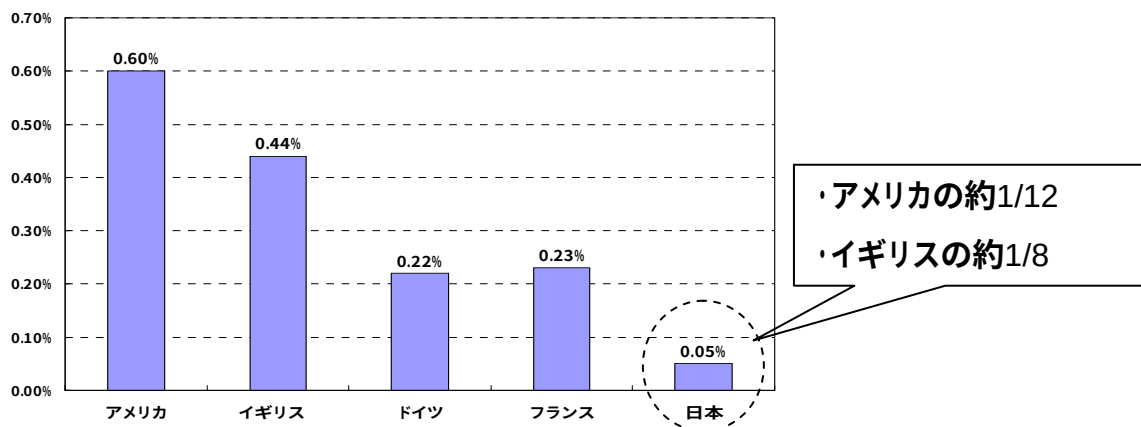
◆ 我が国の投資ファンド規模

	組成数	ファンド規模	年間投資額	投資残高
全体	1,000	2.4兆円	0.3兆円	0.8兆円
ベンチャー	900	1.4兆円	0.1兆円	0.6兆円
バイアウト	100	1兆円	0.2兆円	0.2兆円

[参考]
米国：6兆円弱
英国：0.7兆円

(出典) 日経調査、VEC調査、Global Private Equity(PwC/3i)、中小有限責任組合の登記などより推計

◆ ファンド投資の海外比較 - 2001年投資額(フロー)の対GDP比



(参考4) 本改正によって組成可能となるファンドの活用例

融資機能の追加

＜類型 1＞ 「ベンチャーファンドによる短期のつなぎ運転資金融資」

＜類型 2＞ 「事業再生ファンドによるメザニン融資」

＜類型 3＞ 「ブリッジローン先行型の事業再生」

債権取得機能の追加

＜類型 4＞ 「債権買い取りによる中小企業の再生」

＜類型 5＞ 「DES先行型事業再生」

＜類型 6＞ 「未公開中堅企業の事業再生」

＜類型 7＞ 「公開企業の事業再生」

中小要件の廃止

＜類型 8＞ 「公開型中堅企業の事業再生」

＜類型 9＞ 「TOB先行型の事業再生」

＜類型 10＞ 「上場維持型の事業再生」

未公開要件の廃止

＜類型 11＞ 「ゲートキーパーファンド」(ファンド・オブ・ファンズ特化型ファンド)

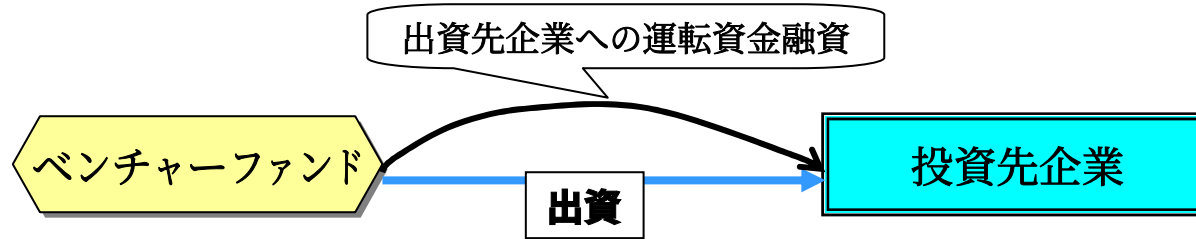
- ・ 地域ファンドの統合型ファンド

- ・ 業種特化型ファンドの統合型ファンド

ファンド・オブ・ファンズ規制撤廃

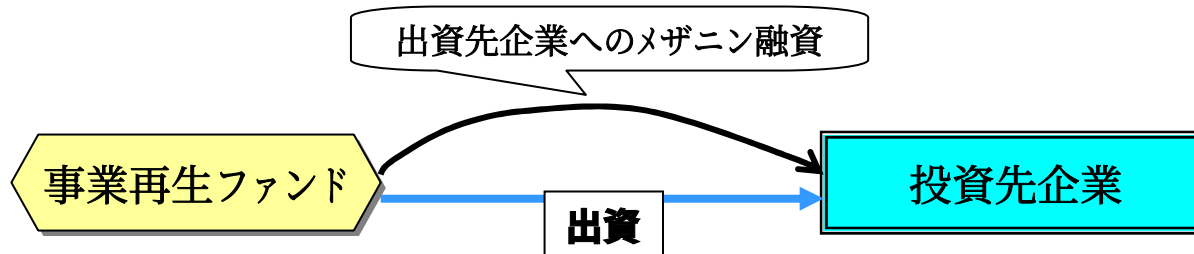
<類型1><類型2><類型3> 「投資先企業への融資等」の事案

◇ 類型1 : 「ベンチャーファンドによる短期のつなぎ運転資金融資」



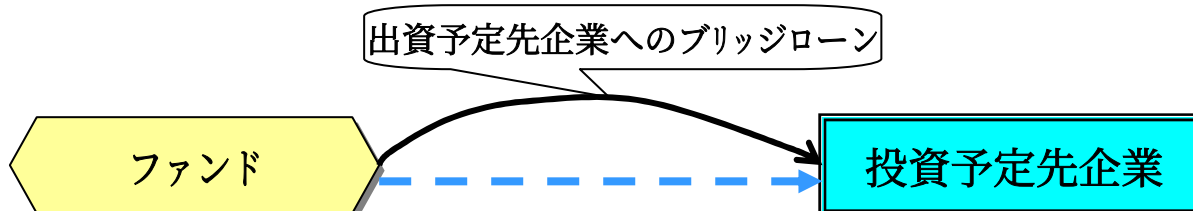
◇ 類型2 : 「事業再生ファンドによるメザニン融資」

※ メザニン融資 : 弁済順位は劣後するが、利率は高いミドルリスクミドルリターンの融資のこと。



◇ 類型3 : 「ブリッジローン先行型の事業再生」

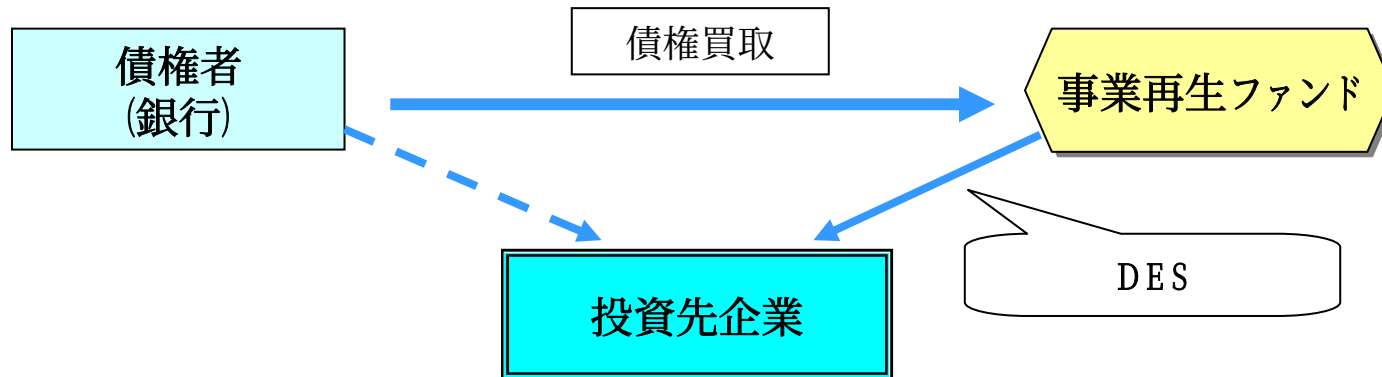
※ ブリッジローン : 事業再生ファンドが出資予定先の企業に対して出資前に行う、当面のつなぎ融資のこと。



<類型 5><類型9> 「DES・TOB先行型の事業再生」の事案

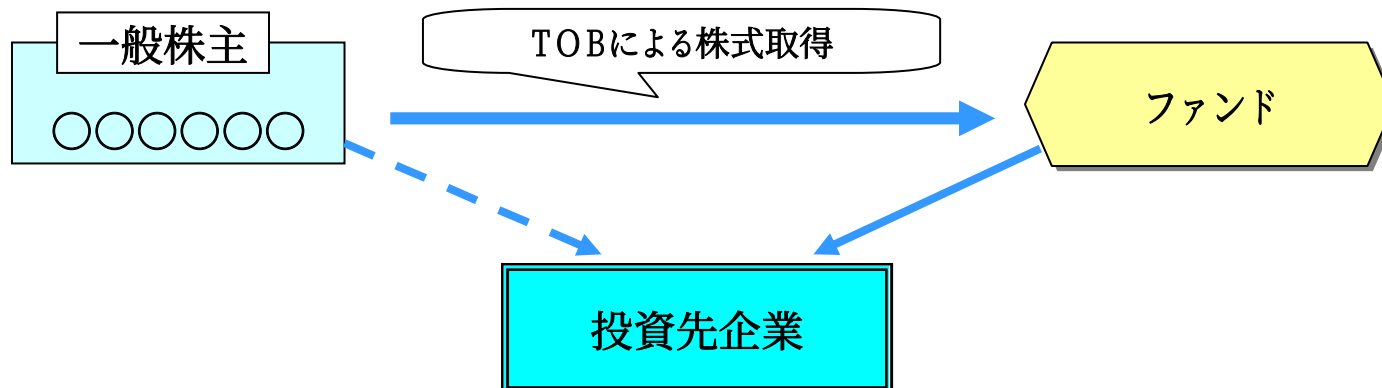
◇ 類型5 : 「DES先行型の事業再生」

※ DES (デット・エクイティ・スワップ) : 債務の株式化のこと。

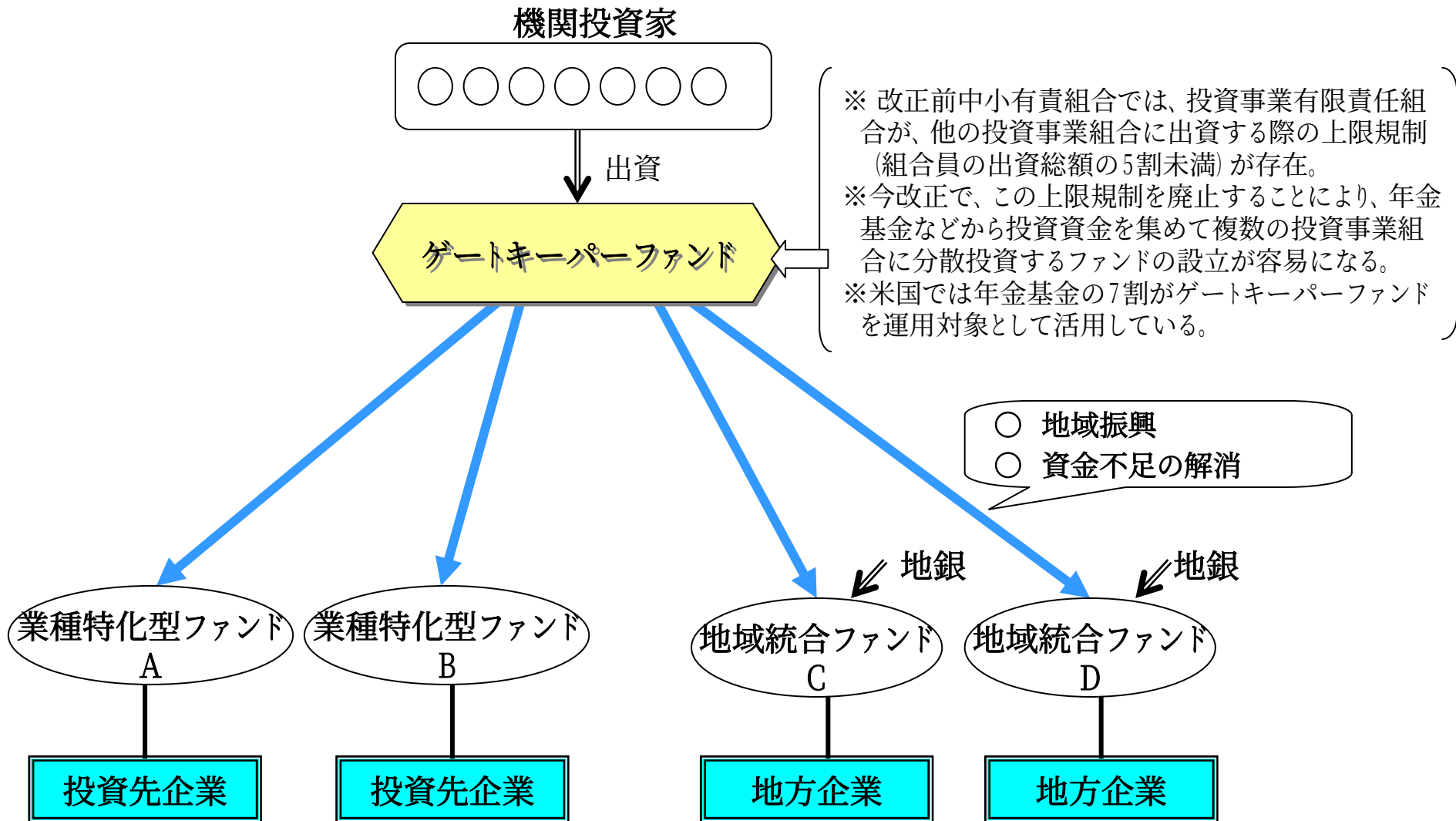


◇ 類型9 : 「TOB先行型の事業再生」

※ TOB : 上場株式等の公開買付け手続のこと。



<類型11> 「ゲートキーパーファンド」



2. 主要な改正事項

改正前

① 投資対象企業は、未公開の「中小企業等」に限定

② 投資事業はエクイティー投資などに限定

③ 他のファンド（有責組合、民法組合など）への出資額（ファンド・オブ・ファンズ）に上限が設定

④ 組合員の人数は、100人以下に制限

改正後

◆中小企業要件を撤廃し、規模にかかわらず投資対象とする。

◆未公開企業要件を撤廃し、公開の有無にかかわらず投資対象とする。

◆投資対象事業に、金銭債権の取得および金銭の貸付けなどを追加する。

◆ファンド・オブ・ファンズにかかる規制を撤廃する。

◆組合員の人数の上限規制（100人）を撤廃する。

【投資家保護ルールの導入】

- (1) 本年6月2日、改正証券取引法が成立。これを受けて、本年12月1日より、ファンド（有限責任組合、任意組合、匿名組合、海外LPS）の持分が証券取引法の対象となる予定。
- (2) それまでの間は、暫定的に、投資事業有限責任組合法に基づき、組合員の資格制限、組合員の人数制限を行うなど投資家の保護を図る。

3. 改正の全体図

<改正前>

	中小企業	中堅・大企業
エクイティ投資	可 投資家の資格制限なし	不可 産業再生法特例あり
デット投資	不可 産業再生法特例あり	不可 産業再生法特例あり

<改正後：本年4月30日～12月1日>

	中小企業	中堅・大企業
エクイティ投資	可 投資家の資格制限なし	可 投資家の資格制限あり
デット投資	出資先のみ可 投資家の資格制限あり	出資先のみ可 投資家の資格制限あり

<改正証券取引法施行後：本年12月1日～>

	中小企業	中堅・大企業
エクイティ投資	可 投資家の資格制限なし 証券取引法の投資家保護ルールの適用	可 投資家の資格制限なし 証券取引法の投資家保護ルールの適用
デット投資	可 投資家の資格制限なし 証券取引法の投資家保護ルールの適用	可 投資家の資格制限なし 証券取引法の投資家保護ルールの適用

4. 法改正の内容(1) ～投資対象の拡充

改正前

有限責任組合の投資対象は、未公開の「中小企業等」※1 及び一定の要件を満たす企業※2 に限定。

※1 「中小企業等」の定義：

- ・ 中小企業基本法上の中小企業者（以下同）に該当する株式会社であって①資本金5億円以下、②従業員1,000人以下、③負債総額200億円以下、④試験研究費・開発費の対収入金額の割合が3%超又は設立後1年未満であって、常勤の研究者の2人以上であり、かつ、当該研究者の数/常勤役員及び従業員の合計数が1/10以上であるもの
- ・ 中小企業者に該当する合名会社、合資会社、有限会社及び個人
- ・ 企業組合及び協業組合

※2 一定の要件を満たす企業：

- ・ 産業再生法の認定企業
- ・ 財務内容悪化企業（ROEが-2%以下、債務超過など）
- ・ 法的整理中の企業

【法目的】
中小・ベンチャー企業の
自己資本の充実を促進

ファンドの投資対象を抜本的に拡充

改正後

有限責任組合の投資対象は、公開の有無、企業の規模を問わず「事業者」全般とする。

【法目的】
事業者への円滑な資金
供給を促進

4. 法改正の内容(2) ～投資事業の拡充

改正前

有限責任組合の投資事業は、原則、エクイティー投資等に限定されている。

金銭債権の取得、金銭の貸付けについては、産業再生法の特例に基づき行うことが出来るが、一定の要件を満たす企業（産業再生法の認定企業、財務内容悪化企業（ROEが-2%以下、債務超過など）、法的整理中の企業）などに対してのみ認められているところ。



ファンドの投資事業を抜本的に拡充

改正後

有限責任組合の投資事業に、事業者に対する金銭の貸付け ※1、事業者に対する／事業者の保有する金銭債権の取得・保有および事業者の資金調達に資する有価証券 ※2への投資などを追加する。

※1 この場合、貸金業法、出資法、利息制限法など関連法規に服する可能性がある。（各関連法規の適用を受けるか否かについては、所管省庁にお問い合わせ下さい。）

※2 社債、約束手形（CP）など。（「指定有価証券」）

➡ ファンドを通じた機動的な資金供給の手法（新株予約権付メザニン融資、DES、ブリッジローンなど）が可能に。

4. 法改正の内容(3) ～ファンド・オブ・ファンズの拡充

改正前

有限責任組合から他の有限責任組合や民法組合などへの出資(ファンド・オブ・ファンズ)は、外国法人への投資額とあわせた合計投資額が投資家からの既出資総額の50%未満である範囲でのみ認められている。

【問題点】 ファンド・オブ・ファンズに特化するファンドを設立することが出来ない、十分なリスク分散が図れないなどの問題が存在。

ファンド・オブ・ファンズにかかる制限を撤廃

※ファンド・オブ・ファンズを用いた悪質な脱法行為(人数規制の潜脱など)については、証券取引法上の規制にて対応することとする。

改正後

ファンド・オブ・ファンズにかかる上記制限を撤廃する。

➡ 有限責任組合及びその組合員の幅広い投資ニーズに応えるとともに、投資の受け手側であるファンドの資金調達ニーズに柔軟に対応することが可能に。

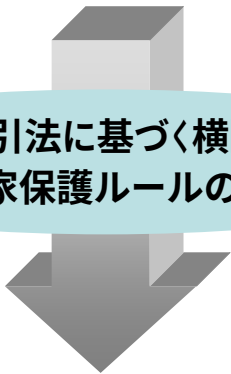
4. 法改正の内容(4) ～組合員の人数制限の撤廃

改正前

ファンドの組合員人数 ※ は、100人以下とする。

※1 無限／有限責任組合員の合計

【趣旨】 投資家保護の観点から、組合が不特定かつ多数の者の参加を予定しないことを法的に明らかにもの。



証券取引法に基づく横断的な
投資家保護ルールの導入 ※2

※2 P9に詳述

改正後

ファンドの組合員人数にかかる上記制限を撤廃する。

5. 投資家保護ルールの導入 (1) ～改正証券取引法 (恒久措置)

ポイント

改正証券取引法 (本年6月2日成立) に基づく、ファンドへの横断的な投資家保護ルールの概要 (予定) は以下の通り。

【内容】

- ①ファンド (有限責任組合の他、海外のリミテッド・パートナーシップ、投資事業を営む民法組合や匿名組合を含む。) の持分を、証取法の適用対象とする。(但し、「有価証券」ではなく、いわゆる「みなし有価証券」としての扱い。)
- ②ファンドへの出資を公募する場合 (適格機関投資家以外の一般投資家を50名以上募集する場合など) は、有価証券届出書等の提出によりファンドの財務内容などの重要情報を開示するとともに、有価証券報告書による継続開示を行う。(但し、私募によるファンドも有価証券通知書の提出が必要。)
- ③不公正な取引 (故意に虚偽の情報を利用して投資家を勧誘するなど) などを禁止。違反者に対しては罰金、課徴金が課せられる。
- ④ファンドの持分の売買、募集、媒介等を営業として行う場合は、証券業の登録を行う。(ただし、GPがその業務執行を行うファンドの持分について募集等を行う場合は不要となる。)

※この他、ファンドによる投資家に対する勧誘が、金融商品販売法の対象となり、ファンドが投資家を募る場合に、元本の欠損が生じるおそれがある旨など (投資リスク) を説明する義務が課せられる予定である。

【施行時期】

本年12月1日

なお、上記内容については今後、金融審議会第一部会・ディスクロージャーWGの場において議論された上で、詳細の制度設計 (例えば、公募の範囲や、公募の場合の情報開示の内容など) がなされる予定である。

5. 投資家保護ルールの導入 (2) ～改正有限責任組合法 (暫定措置)

ポイント

本年12/1に、改正証券取引法 (本年6月2日成立) に基づくファンドへの横断的な投資家保護ルール (9ページ参照) が導入されるまでの間は、改正有限責任組合法に基づく暫定的な投資家保護ルールを設けることとする。

趣旨

有責組合の投資対象が、「中小企業等」の未公開株式に加え、大企業などの公開株式や金銭債権にまで拡充されることにより、一般の個人投資家が投資に勧誘され、悪質な行為が行われる蓋然性が高まることから、不特定かつ多数の者の参加を排除し、投資家保護に資する観点から、暫定的に一定の制限条項を設ける。

内容

①**特定組合※に出資できる者 (有限責任組合員) を下記 (i) ～ (viii) に制限する。**

※「特定組合」：改正法第6条の2に規定する「中小企業未公開企業株式取得等事業」(旧法第3条第1項各号に規定されていた事業及びそれに付随する事業 (出資先中小企業に対する融資等)) の全部又は一部のみを営む組合以外の組合。
すなわち公開株式や金銭債権に投資を行う組合。

- (i) 証券取引法上の適格機関投資家
- (ii) 資本金又は出資総額が1億円以上の会社
- (iii) 民法上の任意組合 (その組合員の全てが (i)、(ii)、(iv) ～ (vii) に掲げる者に限る。) 及び匿名組合契約に係る営業者であって投資事業を営むもの (当該営業者を相手方として匿名組合契約に基づく出資をする者の全てが (i)、(ii)、(iv) ～ (vii) に掲げる者であるものに限る。)
- (iv) 私立学校法上の学校法人
- (v) 外国の法令上、上記 (i) ～ (iv) に相当する者
- (vi) 外国に所在する投資事業有限責任組合に類似する団体
- (vii) 中小企業総合事業団
- (viii) 当該特定組合の無限責任組合員が法人である場合におけるその役員及び使用人

5. 投資家保護ルールを導入(2) ～改正有限責任組合法(暫定措置)

ポイント

②組合員の人数を100人以下に制限する。(改正前と同様)

ただし、特定組合については、上記の人数制限に加え、証券取引法上の適格機関投資家以外の組合員の数が49人を超えてはならないものとする。

③特定指定有価証券(有限責任組合の出資先の事業者以外の事業者が発行する指定有価証券)について、その保有期間を6ヶ月以下に制限する。具体的には、6ヶ月を超えて保有した場合には当該指定有価証券を無限責任組合員に取得させることを約した場合に限り、出資先以外の事業者が発行する指定有価証券を取得できることとする。※出資先事業者が発行する指定有価証券は無制限に取得・保有が可能。これにより、DESなどにより事後的に出資先になったとしても無制限に取得できることとなる。

④有限責任組合の出資先の事業者以外の事業者に対する貸付け及び金銭債権の取得にかかる金銭債権について、その保有期間を6ヶ月以下とする。具体的には、6ヶ月を超えて保有した場合には当該指定有価証券を無限責任組合員に取得させることを約した場合に限り、出資先以外の事業者が発行する指定有価証券を取得できることとする。※③と同様に、出資先事業者に対する貸付け及び金銭債権の取得にかかる金銭債権は無制限に取得・保有が可能。

⑤匿名組合契約の相手方及び信託受益権の内容として分配の対象となる事業収益を上げる事業者については、旧法において可能とされていた出資先(「特定中小企業等」＝旧法上の「中小企業等」)に限定する。

⑥ファンド・オブ・ファンズについて、下記の場合はいずれも別の組合への出資を認めないこととする。

- (i) 1つのファンドに対する出資限度額の総組合員の出資(or出資約束)総額に対する割合が50%を超える場合。
- (ii) 出資先のファンドの業務執行組合員と、有限責任組合の業務執行組合員が同一の場合、又は、出資先のファンドの業務執行組合員が、有限責任組合の業務執行組合員の親会社である場合。

6. その他の論点 (Q & A) (1)

Q1. 旧法に基づき有限責任組合を組成しているが、本改正により拡充された業務を行うことは可能か？

A1. 旧法に基づき組成した有限責任組合について、改正後の法律は適用しないなどの規定はないので、組合契約の変更をして頂ければ可能。(組合契約の変更を行った場合は、2週間以内に変更登記を行う必要あり。)

ただし、この場合、特定組合の組合員の資格について注意が必要。つまり、現在組成している有限責任組合に組合員資格がない者(個人など)がいる場合、組合契約の変更にあたって、その組合員資格がない者は強制的に組合員から脱退させられることとなる。

Q2. 有限責任組合を組成するにあたって、投資顧問業法上の認可は必要か？

A2. 一般的に、本法に基づく有限責任組合契約は、無限責任組合員も出資を行い、無限／有限責任組合員が共同で投資事業を行うものであることから、投資顧問業法上の投資一任契約には該当しないものと考えられる。

ただし、実態として無限責任組合員の業務が投資一任業務に該当するような場合には、当然ながら投資顧問業法上の認可を要することとなる。

(個別のケースにおいて有限責任組合契約が投資一任契約に該当するか否かについては、金融庁にお問い合わせ下さい。)

Q3. 本改正に伴い、中小企業等投資事業有限責任組合会計規則も改正されるのか？

A3. 会計規則の改正については、現在内部にて検討中であるが、当面の間は現行のまま改正されない見込みであり、本改正後の有限責任組合についても、従来通り中小企業等投資事業有限責任組合会計規則が適用されることとなる。

6. その他の論点 (Q & A) (2)

Q4. 本改正により、産業再生法に基づく特例はどのような扱いになるのか？

A4. 本改正により、産業再生法に基づく特例により拡充されている事業範囲は、全て投資事業有限責任組合法の下で行うことが可能となる。

また、本特例の範囲で行われる事業については、特定組合以外の有限責任組合（つまり、組合員の資格制限がかからない組合）として扱われることとなる。

改正証券取引法の施行後においても、同様に、本特例の範囲で行われる事業は、投資事業有限責任組合法の下で、全てカバーすることになる。（改正証券取引法の施行に伴い、産業再生法の特例は撤廃される。）

Q5. 本改正により、特定組合の有限責任組合員に資格制限が設けられたが、無限責任組合に関する資格制限はかかるのか？

A5. 特定組合の無限責任組合員の資格には、特段の制限は設けないこととする。

Q6. 本改正により、有限責任組合にかかる税務上の取り扱いが変わることになるのか？

A6. 本法に基づく有限責任組合にかかる税務上の取り扱いについては、改正前と同様、民法上の任意組合に準じた取り扱い、すなわち構成員課税（組合段階では課税されず、投資家段階での課税）の適用を受けることとする。
（法人税基本通達14-1-1～2、所得税基本通達36・37共-19～20参照）

7. 今後の検討課題 ～投資家の裾野の拡充

我が国のファンド投資は、欧米各国に比べ低い水準にとどまっている。

本改正により、有限責任組合の投資対象・投資事業が抜本的に拡充したことで、ファンド投資が大幅に拡大することが期待されるものの、欧米並みのファンド投資が行われるためには、未だ解決すべき論点が多々あると考えられる。

今後、以下の事項についても検討を進めるため、投資家、ファンド運営者、弁護士、会計士などの専門家などのファンド関係者などが参加するフォーラムの開催を検討する。

個別投資家 毎の対応

- 年金基金による投資の促進
 - ・年金基金の投資対象資産の規制の見直し
 - ・ゲートキーパー（ファンド・オブ・ファンズ）組成の促進

- 個人、事業会社への投資家層の拡充
 - ・証券取引法上の適格機関投資家の範囲の見直し
 - ・エンジェル税制の活用

ファンド促進の ための一般的 な環境整備

- 最適なファンドの評価手法の確立
 - ・最適な未公開株式の評価手法の確立
- 悪質な運営者を排除し、健全かつ洗練された運営者を伸ばす環境の整備
 - ・投資顧問業法の運用の明確化
 - ・専門人材の育成・活用
- その他
 - ・税制（課税当局の運用基準を明確化（P E 問題、メザニン融資）

(参考) 最適なファンドの評価手法の確立に向けた検討

法律制定時以降、未公開株式の評価については、以下のとおり、状況の進展があったことを踏まえ、投資事業有限責任組合における未公開株式の評価についても、各ファンドで採用されている手法や欧米での取組を踏まえ、いくつかの手法をモデル化し、最適な手法のあり方について検討を進めることとする。

〔未公開株式の評価に係る最近の動向〕

○大証におけるベンチャー投資法人に対する上場基準の制定

大証でベンチャー投資法人を上場する際の基準が策定され、その中で、第三者機関による評価を開示することが定められた。この基準に基づいて、既に、2法人が上場し、その目論見書の中で投資先ベンチャー企業の株式の時価評価額を開示している。

○英国の現状

BVCA (英国ベンチャーキャピタル協会) が、類似会社批准方式に評価減方式を組み合わせた手法を、未公開株式のモデル評価手法として公表。

○米国の現状

- ・GP毎に時価評価を行うことをNVCA (米国ベンチャーキャピタル協会) が支持。
- ・ただし、ITバブル崩壊を踏まえ、PEIGG (GPとLPのフォーラム)、AIMR (機関投資家の集まり) などの関連機関が時価評価のモデル手法を相次いで発表している状況。

注) 現在、日本の投資事業有限責任組合における未公開株式の評価は「契約で定める時価」となっており、その手法については、経済産業省から平成10年の法律制定時にモデル的な手法として直近ファイナンス価格を活用する手法が示されている。

(お問い合わせ先)

- ◆ 法改正の内容の詳細につきましては、経済産業省ホームページにて関連資料を掲載しておりますので、下記URLにアクセスの上、御参照下さい。

【URL】 <http://www.meti.go.jp>

「投資事業有限責任組合契約に関する法律（ファンド法）の施行について」
(トップページ「注目情報」参照)

- ◆ その他、法改正の内容、本資料に関して、御不明な点等ございましたら下記あてにお問い合わせ下さい。

経済産業省 経済産業政策局 産業組織課

篠原 (shinohara-rintaro@meti.go.jp)

榎谷 (enokidani-makiko@meti.go.jp)

TEL: 03-3501-6521 (直通) FAX: 03-3501-6046