

2024年1月26日

金融審議会「市場制度ワーキング・グループ・ 資産運用に関するタスクフォース」報告書の概要

弁護士 戸塚 貴晴 / 弁護士 村井 恵悟 / 弁護士 船岡 諒

Contents

- I. 資産運用 TF 報告の概要
- II. 資産運用 TF 報告における提言内容
 - 1. 資産運用業の高度化
 - 2. アセットオーナーに関する機能強化
 - 3. スチュワードシップ活動の実質化に向けた取組み
 - 4. 成長資金の供給と運用対象の多様化の実現
 - 5. 家計の投資環境の改善

I. 資産運用 TF 報告¹の概要

資産運用に関する制度的な枠組み等の専門的な検討を行うため、金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」(以下「市場制度 WG」という。))において、「資産運用に関するタスクフォース」(以下「資産運用 TF」という。))が設置され、2023年10月から計4回の討議を経て、2023年12月12日に、これまでの審議内容を整理した報告(以下「資産運用 TF 報告」という。))が公表された²。資産運用 TF 報告は、制度整備が予定されている事項から、必ずしも制度整備を伴うものではなく関係者における取組みが期待されているにとどまる事項まで、多岐にわたる内容だが、資産運用 TF 報告の概要の説明資料³によれば、以下の5本柱で構成されている⁴。

¹ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20231212.html

² 家計金融資産等の運用を担う資産運用業とアセットオーナーシップの改革等を図っていく必要があるとして、資産運用 TF 報告の公表後、内閣官房「新しい資本主義実現会議」資産運用立国分科会の下、2023年12月14日付で「資産運用立国実現プラン」(以下「本プラン」という。)(<https://www.fsa.go.jp/policy/pjlamc/20231214.html>)も発表された。

³ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20231212/02.pdf

⁴ 資産運用 TF 報告の概要の説明資料と異なり、資産運用 TF 報告の本文では、「家計の投資環境の改善」に対応する独立の

- ① 資産運用業の高度化
- ② アセットオーナーに関する機能強化
- ③ スチュワードシップ活動の実質化に向けた取組み
- ④ 成長資金の供給と運用対象の多様化の実現
- ⑤ 家計の投資環境の改善

これは、「家計の安定的な資産形成を進めていくためには、家計の投資資金の運用を担う資産運用会社による投資とスチュワードシップ活動を通じて、地方も含めた成長企業への資金供給や、我が国企業の価値向上がもたらされる必要がある。そうした我が国経済の活性化による成長の果実が資産所得として広く家計に還元され、それが更なる投資や消費につながっていくというインベストメント・チェーンの流れが極めて重要である」（資産運用 TF 報告 1 頁）との問題意識を踏まえたものであると考えられる。

資産運用 TF 報告のうち、「具体的な対応策を示した事項については、関係者において、制度整備も含め、早期に、かつ積極的な取組みが進められる」ことが期待されている（資産運用 TF 報告 25 頁）。

資産運用 TF で検討されている事項には、2022 年 6 月 22 日に市場制度 WG により公表された、それまでの審議内容を中間的に整理した報告⁵（以下「市場制度 WG 中間整理」という。）や、同年 12 月 9 日及び同月 21 日に公表された「顧客本位タスクフォース」中間報告⁶（以下「顧客本位 TF 中間報告」という。）及び第二次中間整理⁷（以下「市場制度 WG 第二次中間整理」という。）においても取り扱われていたものが含まれている。以下本稿では、市場制度 WG 中間整理や顧客本位 TF 中間報告、市場制度 WG 第二次中間整理、参考となる事務局説明資料等にも言及しつつ、資産運用 TF 報告のうち主に制度整備が期待されている事項について、資産運用 TF 報告の概要の説明資料の項目分けに沿って解説する。

II. 資産運用 TF 報告における提言内容

1. 資産運用業の高度化

資産運用 TF 報告の 5 本柱の 1 つ目である「資産運用業の高度化」については、以下が提言されている。

(1) 大手金融グループにおける運用力向上やガバナンス改善・体制強化

我が国の資産運用において、大手金融グループにより顧客利益よりも販売促進を優先した金融商品の組成・管理が行われているのではないかと懸念⁸を払拭し、資産運用力の向上を図るべく、「大手金融機関グループにおいて、グループ内での資産運用ビジネスの経営戦略上の位置付けを明確にし、運用力向

項目は立てられていない。

⁵ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20220622.html

市場制度 WG 中間整理の概要については、以前のニュースレターも参照されたい。

⁶ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20221209.html

顧客本位 TF 中間報告の概要については、以前のニュースレターも参照されたい。

⁷ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20221221.html

市場制度 WG 第二次中間整理の概要については、以前のニュースレターも参照されたい。

⁸ 「資産運用業高度化プログ्रेसレポート 2023」1 頁及び 5 頁などを参照。

(https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230421/20230421_1.pdf)

上や顧客の最善の利益を考えた業務運営のためのガバナンス改善・体制強化を図るためのプランの策定・公表を行うことが重要である」旨が提言された(資産運用 TF 報告 4 頁)⁹。

(2) 資産運用会社におけるプロダクトガバナンスの確保等

金融庁が公表する「資産運用業高度化プログ्रेसレポート」¹⁰において、国内の資産運用会社等における顧客の最善の利益を重視した取組み及び課題について指摘されてきたところであるが、資産運用 TF 報告においても、資産運用会社のプロダクトガバナンス¹¹について、改めて以下の課題が指摘されている¹²。

- 商品組成時に、適切な想定顧客属性の設定や、運用コストに見合った適切な信託報酬等の設定等が十分検証されていない点
- 商品組成後、想定どおりの運用が行われているか、商品性に合致した運用が継続可能か、販売会社において想定顧客属性に合致した販売が行われているか等が十分検証されていない点
- 顧客への情報提供に関し、投資家の適切な商品選択に資する想定顧客属性や費用等の商品性に関する情報提供のあり方に改善の余地があるほか、個人向けの投資信託等において責任を持った運用を行う意識の醸成のための運用担当者の氏名開示等の運用体制の透明性確保が進んでいない点、顧客による適切な商品選択のために運用状況等について他社と比較できる見える化(情報開示)に取り組むべきである点
- ガバナンス体制に関し、資産運用会社自体について経営レベルを含むガバナンスの向上が必要である点、投資対象・投資手法のリスク等に応じたスキームの選択や販売対象の検討等の適切なガバナンス体制が必要である点

上記を踏まえ、資産運用 TF 報告では、「顧客本位の業務運営に関する原則に資産運用会社のプロダクトガバナンスを中心とした記載を追加し、資産運用会社における個別商品ごとに品質管理を行うガバナンス体制の確立を図っていくことが適当である」旨が提言された(資産運用 TF 報告 5 頁)¹³。

⁹ 2024 年 1 月 24 日に「大手金融機関グループ等の取組み(運用力向上・ガバナンス強化等)」が公表された。

(<https://www.fsa.go.jp/policy/pjlamc/initiativesbythefinancialindustry/20240124.html>)

¹⁰ 「資産運用業高度化プログ्रेसレポート 2023」10～18 頁などを参照。

(https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230421/20230421_1.pdf)

¹¹ 「プロダクトガバナンス」は、資産運用 TF 報告では定義されていないが、市場制度 WG 中間整理 17 頁では「資産運用会社等の金融商品の組成者において、顧客の最善の利益に適った商品提供を確保するための枠組み」と定義されている。

¹² 市場制度 WG 中間整理 17～18 頁では、「資産運用会社等に対して、プロダクトガバナンスの確保を促す観点から、諸外国の制度を踏まえつつ、顧客の最善の利益に適った金融商品組成や手数料等の設定、適切な商品選択に資する想定顧客属性や費用といった商品性の情報提供、独立社外取締役等によるこれらの評価及び検証のほか、こうした枠組みを確保するための資産運用会社等自身のガバナンスの強化を図っていくため、『顧客本位の業務運営に関する原則』の見直しを検討すべきである。また、取組によっては制度化を検討していくことが適当なものもあると考えられることから、引き続き制度化についても検討を進めていく必要がある。」との指摘がなされていた。

また、顧客本位 TF 中間報告 8 頁でも、「引き続き、資産運用会社等の金融商品の組成者・管理者について、金融グループ内における位置づけを明確にした上でのガバナンスや独立性の確保、顧客の最善の利益に適った商品組成・提供・管理を確保する枠組みであるプロダクトガバナンスの実践、組成会社・販売会社それぞれについて求められるべき機能及び役割の明確化を実現していくために必要な、『原則』の見直しやルール化に向けて、検討を深めていくべきである。」との指摘がなされていた。

¹³ 現行の顧客本位の業務運営に関する原則との対比については、資産運用 TF 第 3 回(2023 年 11 月 6 日)事務局説明資料「資料 3」6 頁参照。

(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231106/03.pdf)

(3) 投資運用業の参入要件の緩和等

我が国の投資運用業への新規参入が伸びていない¹⁴要因として、以下の点が指摘されている(資産運用 TF 報告 6 頁及び 7 頁)。

- ミドル・バックオフィス業務¹⁵に関する体制整備の負担が重い点¹⁶
- 運用指図権限のすべてを外部委託することができず(投資信託及び投資法人に関する法律(以下「投信法」という。)第 12 条第 1 項、金融商品取引法第 42 条の 3 第 2 項参照)¹⁷、欧州におけるファンド・マネジメント・カンパニーのようなファンド運営機能に特化した業務ができない点

上記を踏まえ、資産運用 TF 報告では、前者につき、「(1)適切な業務の質が確保された外部委託先へミドル・バックオフィス業務を委託し、原則として自らが金銭等の預託を受けない場合には、投資運用業の登録要件(資本金・体制整備¹⁸等)を緩和する」とともに、「(2)上記ミドル・バックオフィス業務の全部又は一部を受託する事業者について、参入規制、行為規制(善管注意義務等)を課すとともに、当局による監督の対象とすることによって、業務の質を確保することすることが適当である」旨が提言された¹⁹。

また、後者につき、「運用指図権限の全部委託を禁止する規定の見直しを行うことが適当である」一方「委託先の管理について必要な制度等の整備を行うことも必要である」旨が提言された(資産運用 TF 報告 6 頁)²⁰。

¹⁴ 資産運用会社数の推移については、資産運用 TF 第 1 回(2023 年 10 月 3 日)事務局説明資料「資料 2-1」15~16 頁及び資産運用 TF 第 2 回(2023 年 10 月 18 日)事務局説明資料「資料 2-1」6 頁参照。

(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231003/02-1.pdf)

(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231018/02-1.pdf)

「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」41~42 頁も参照。

(https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230421/20230421_1.pdf)

¹⁵ ミドル・バックオフィス業務は、資産運用 TF 報告では「計理や法令遵守等に関する業務」と総称されている。その例は、資産運用 TF 第 2 回(2023 年 10 月 18 日)事務局説明資料「資料 2-1」13 頁参照。

(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231018/02-1.pdf)

¹⁶ なお、適格投資家向け投資運用業については、一定の要件の下に既にコンプライアンス業務の外部委託が認められている(金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針 VI-3-1-2(5))、コンプライアンス業務の外部委託をしている者は 26 社中 8 社(2023 年 9 月末現在)とのことである(資産運用 TF 第 2 回(2023 年 10 月 18 日)事務局説明資料「資料 2-1」7 頁参照)。

(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231018/02-1.pdf)

また、投資助言・代理業者及び第二種金融商品取引業者についても、当局や当該外部委託業者への連絡体制などが構築できる場合等には、コンプライアンス業務を外部委託することが認められる場合もあるとされている(2012 年 2 月 15 日「『金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針』の一部改正(案)に対するパブリックコメントの結果等について」(<https://www.fsa.go.jp/news/23/syouken/20120215-2.html>)別紙 1 の 39 番及び 40 番回答)。

¹⁷ なお、ファンドの自己運用(金融商品取引法第 2 条第 8 項第 15 号)については、一定の要件の下にファンドの運用権限の全部を委託する場合には、そもそも金融商品取引業の定義から除かれている(金融商品取引法第 2 条第 8 項柱書括弧書・同法施行令第 1 条の 8 の 6 第 1 項第 4 号・金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令第 16 条第 1 項第 10 号)。

¹⁸ 資産運用 TF 報告 6 頁によれば、「委託先の管理を行うためのガバナンスは必要であるものの、専任の担当者等を確保することが不要となり負担が軽減されることとなる」とのことである。

¹⁹ なお、「現状、ミドル・バックオフィス業務に関し様々な受託サービスの提供が行われており、こうしたサービスを提供する事業者に対して一律の参入規制を課すことは過度な規制となりえ、サービスの担い手がなくなるおそれもある。したがって、ミドル・バックオフィス業務の受託サービスを提供する事業者を一律に参入規制の対象とするのではなく、当局の登録を受けた事業者にごこうしたサービスを委託すれば、投資運用業の参入要件を緩和する構成とすることが考えられる」とされている(資産運用 TF 報告 6 頁)。

²⁰ なお、市場制度 WG 中間整理 19 頁における提言を踏まえて、一般社団法人投資信託協会において、投資信託の委託会社による運用指図に係る外部委託先の管理のあり方について自主規制規則の改正が行われており(<https://www.toushin.or.jp/static/publiccomment/ichiran/22454/>)、資産運用 TF 報告 6 頁における提言を踏まえた制度改正の内容を予想するにあたって、一定程度参考になるとと思われる。

(4) 新興運用業者促進プログラム(日本版 EMP(Emerging Managers Program))

我が国で新たに資産運用ビジネスを始めるにあたっての課題として、投資運用業の登録要件を満たすための体制整備に係る負担が重い²¹ことに加え、新規参入業者としてのトラックレコードがないため、運用資金を獲得することが難しい点が指摘されている(資産運用 TF 報告 7 頁)。

上記課題を踏まえ、「金融機関やアセットオーナーが、新興運用業者による運用成果を通じて、受益者の最善の利益を実現できる環境を整備するため、官民が連携した新興運用業者に対する資金供給の円滑化に関するプログラムを策定すること」²² ²³や、「取組みの『見える化』を進めるため、政府等において、新興運用業者への資金供給に向けた様々な取組みを公表することや、新興運用業者のリストを金融機関及びアセットオーナー向けに提供するといった取組みを行うことも適当であり、「その他、金融庁等において既に行っている取組みとして、特に海外の資産運用会社向けの取組みである金融創業支援ネットワークや、拠点開設サポートオフィス等の一元的窓口についても、関係者と積極的に連携の上、拡充すべきである」旨が提言された(資産運用 TF 報告 7～8 頁)。

(5) 一者計算の促進・マテリアリティポリシーの明確化²⁴

現状、投資信託の基準価額について、日々、委託会社(資産運用会社)と受託会社(信託銀行)の双方で計算、照合するという二重計算が行われているが、我が国独自のビジネス慣行として、投資家への追加的なコストや参入障壁の要因となっているとの指摘がある。他方、一者計算を行うための課題として、資産運用会社における業務フロー・システム変更等の対応が必要であるほか、基準価額の計算過誤に関していわゆる投資信託のマテリアリティポリシーの明確化も挙げられている(資産運用 TF 報告 8～9 頁)。

上記を踏まえ、「一者計算の実現・浸透に向けては、業界における業務処理の標準化・統一化等の対応が必要であり、「投資信託協会が設置した『基準価額算出に係る実務者検討会』²⁵を中心として、一者計算の実現と普及に向け、業界一丸となって環境整備等に取り組んでいくことが期待される」旨が提言された(資産運用 TF 報告 9 頁)。

また、「マテリアリティポリシーの明確化に向けては、当該ポリシーを各社において定める場合、適正な水準とする必要があることや、当該ポリシーを投資家へ周知することが重要であることについて、当局の監督指針等で明記することが適当である」こと、及び「マテリアリティポリシーの策定に当たっては、各社において、

²¹ 投資運用業に関する参入規制その他の規制は、資産運用 TF 第 1 回(2023 年 10 月 3 日)事務局説明資料「資料 2-1」11～12 頁参照。(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryoku/20231003/02-1.pdf)

なお、近年、新規に投資運用業の登録を行っている者の人員体制(人数)の例については、投資信託委託業は 10～17 名程度、投資一任業は 7～10 名程度、適格機関投資家向け投資運用業は 2～5 名程度であるとのことである(資産運用 TF 第 2 回(2023 年 10 月 18 日)事務局説明資料「資料 2-1」7 頁参照)。(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryoku/20231018/02-1.pdf)

²² アメリカやフランスにおける EMP の取組みについては、資産運用 TF 第 2 回(2023 年 10 月 18 日)事務局説明資料「資料 2-1」19～21 頁参照。(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryoku/20231018/02-1.pdf)

²³ 東京都では、従前から「東京版 EMP ファンド創設」に係る運営事業者の募集が行われている。(https://www.startupandglobalfinancialcity.metro.tokyo.lg.jp/gfot/initiatives/nurturing-players/asset-management/post)

²⁴ 投資信託協会における従前の議論も含め、「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」38～40 頁も参照。(https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230421/20230421_1.pdf)

²⁵ 同検討会は、「基準価額算出に係る実務者検討報告書」(2019 年 9 月 19 日)及び「『基準価額算出に係る実務者検討報告書』に係る一者計算の実施報告書」(2020 年 7 月 16 日)を公表していた。

(https://www.toushin.or.jp/topics/2019/20499/)

(https://www.toushin.or.jp/topics/2020/22202)

経営陣の関与の下、水準等についての考え方を定め、これを投資家に示すことが望ましい」旨が提言された(資産運用 TF 報告 8～9 頁)²⁶。

2. アセットオーナー²⁷に関する機能強化²⁸

資産運用 TF 報告の 5 本柱の 2 つ目である「アセットオーナーに関する機能強化」については、家計金融資産等の運用を担うアセットオーナーは、受益者の最善の利益を確保すべく²⁹、運用する目的や財政状況等に基つき目標を定め、その目標の達成のために委託先を見極める、といった運用力の高度化を図ることが求められていることを踏まえて、上記1と併せてアセットオーナーの機能強化を進めるとともに³⁰、「アセットオーナーから資産運用の委託を受ける資産運用会社等は、アセットオーナーのリスク許容度等を考慮した上で、最善の利益を確保するための運用を行っていく必要がある」旨が提言された(資産運用 TF 報告 10 頁)。

また、アセットオーナーの一つである企業型確定拠出年金(DC)に関して³¹、「運営管理機関は、加入者の最善の利益を確保する観点から、適切な運用商品の選定・提示や情報提供の充実等を行うことが求められる」ところ、現状、「他の金融グループの投資信託を含めた、最善の商品が選定されていないのではないか」との課題が指摘されている³²。そこで、「運用管理機関は、加入者本位の下で、適切な業務運営や創意工夫」が期待されるとともに、「アセットオーナーを支える金融機関について、当局が適切にモニタリングを行い、必要に応じて改善を求めていくことも不可欠である」旨が提言された(資産運用 TF 報告 10 頁)。

3. スチュワードシップ活動の実質化に向けた取組み

資産運用 TF 報告の 5 本柱の 3 つ目は、「スチュワードシップ活動の実質化に向けた取組み」である。現状、中長期的な視点に立った企業と投資家との建設的な対話を促す観点から、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの策定・改訂を通じ、コーポレートガバナンス・コード改革が進められてきた³³。特に、

²⁶ 投資信託約款の中にマテリアリティポリシーについて記載することについて、監督指針で明確化することが望ましいとの意見があった旨記載されている点(資産運用 TF 報告 9 頁脚注 21)は注目される。

²⁷ 資産運用 TF 報告では「アセットオーナー」は定義されていないが、資産運用 TF 第 1 回(2023 年 10 月 3 日)事務局説明資料「資料 2-1」21～22 頁において、「アセットオーナー」の定義の例及び範囲が示されている。
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231003/02-1.pdf)

²⁸ アセットオーナーに係る課題については、内閣官房「新しい資本主義実現会議」資産運用立国分科会においても議論が行われている。
(https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/index.html)

²⁹ なお、最善利益義務に関する金商法の改正については、資産運用 TF 第 3 回(2023 年 11 月 6 日)事務局説明資料「資料 3」22 頁参照。
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231106/03.pdf)

³⁰ このほか、本プラン 4 頁では、「アクティブ運用やエンゲージメントにより生じる付加価値に見合った運用報酬が支払われることが、資産運用業の高度化のインセンティブをもたらすこと」や「アセットオーナーの範囲がそれぞれの運用目的・目標を達成し、受益者等に適切な運用の成果をもたらす等の責任を果たす観点から、アセットオーナーに共通して求められる役割がある」ことを踏まえて、「アセットオーナーの運用・ガバナンス・リスク管理に係る共通の原則(アセットオーナー・プリンシプル)を 2024 年度夏目途に策定する」旨が提言された。今後の動向に引き続き注視する必要があると考えられる。

³¹ 「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」59～65 頁も参照。
(https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230421/20230421_1.pdf)

³² 企業型確定拠出年金における運営管理機関の役割について、資産運用 TF 第 3 回(2023 年 11 月 6 日)参考資料「資料 5」15 頁参照。
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231106/05.pdf)

³³ 2023 年 4 月 26 日に公表されたコーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム
(https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_6.pdf)及び概要
(<https://www.fsa.go.jp/news/r4/singi/20230426/01.pdf>)も参照。

機関投資家には、投資先企業との対話(エンゲージメント)を行い、中長期的な視点から企業価値の向上を促すスチュワードシップ責任を果たすことが求められている(資産運用 TF 報告 10~11 頁)。

そこで、エンゲージメントを通じたスチュワードシップ活動の実質化に向けて、機関投資家がスチュワードシップ活動を行うことで得ることのできるベネフィットの増加及びコストの削減のために、「協働エンゲージメントの取組みを積極的に活用することも有用である」と提言された³⁴(資産運用 TF 報告 10~11 頁)。

他方、制度面の課題として、「大量保有報告制度における『重要提案行為』や『共同保有者』の範囲が不明確であること」が指摘されている³⁵ことを踏まえ、金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」報告が、別途公表されている³⁶。

4. 成長資金の供給と運用対象の多様化の実現

資産運用 TF 報告の 5 本柱の 4 つ目は、「成長資金の供給と運用対象の多様化の実現」である。現状、我が国では経済規模の割にスタートアップ企業の資金調達額が少なく、スタートアップ企業への主な投資主体であるベンチャーキャピタルも、ファンドサイズは低水準にとどまっている点や、特にレイターステージのスタートアップ企業に対する資金供給が十分ではない点が課題として指摘されている(資産運用 TF 報告 12 頁)。上記を踏まえ、以下が提言されている。

(1) 機関投資家からベンチャーキャピタルへの資金の流れの拡大

ア 公正価値評価の促進

ベンチャーキャピタルファンドの公正価値評価については、以下の課題が指摘されている(資産運用 TF 報告 14 頁)。

- 「VC ファンドに対する出資持分の保有者は取得原価での評価が求められるため、公正価値と取得原価の二重管理が必要」
- 「GP(ゼネラルパートナー、ファンド運営管理者)において、ミドル・バックオフィス業務の人員の確保、内部統制の整備・運用、システムの導入が必要となるため、一定以上のファンド規模が必要」
- 2023 年 5 月、日本公認会計士協会によって改訂されたベンチャーキャピタルファンドの公正価値評価に関する実務指針である「投資事業有限責任組合における会計上及び監査上の取扱い」³⁷を「監査法人の実務に浸透させる必要」
- 「将来的に公正価値評価の導入が増え、監査需要が高まった場合、監査法人内でのリソースの再配分や、新たなファンド監査の担い手が必要」

ベンチャーキャピタルファンドの公正価値評価については、市場制度 WG 中間整理や市場制度 WG 第二次中間整理では引き続き検討を進めるべき事項とされていたところ³⁸、資産運用 TF 報告では、「公正価値

³⁴ 協働エンゲージメントや協働モニタリングの取組みにつき、資産運用 TF 第 3 回(2023 年 11 月 6 日)事務局説明資料「資料 3」36~37 頁参照。(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231106/03.pdf)

³⁵ 資産運用 TF 第 3 回(2023 年 11 月 6 日)事務局説明資料「資料 3」40~42 頁も参照。

(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231106/03.pdf)

³⁶ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20231225.html

³⁷ https://jicpa.or.jp/specialized_field/20230524eig.html

³⁸ 市場制度 WG 中間整理 4 頁及び市場制度 WG 第二次中間整理 6 頁。なお、非上場株式等の公正価値評価の実態及び課題については、資産運用 TF 第 2 回(2023 年 10 月 18 日)事務局説明資料「資料 2-1」33~34 頁参照。

評価の導入については、海外投資家からの資金を得るなどしてファンド規模を拡大することや、有価証券の評価の透明性を向上させること等の利点もあり、引き続き推進するための環境整備を早急に進めるべきである。同時に、今後、関係と協力して上記課題を解決していくことが必要である」旨が提言されている。具体的には、以下の3点が指摘されている(資産運用 TF 報告 14 頁)。

- 上記課題のうち二重管理の問題について、日本ベンチャーキャピタル協会が上場企業等が保有する VC ファンドの出資持分に係る会計上の取り扱いを見直すことを提案しており、議論の動向を注視すべきであること³⁹
- 公正価値評価の導入に向けたコスト負担を軽減する観点から、VC ファンド間で同業他社が公正価値評価を導入した際の留意点を共有すること等も有用であること
- 今後日本公認会計士協会において上記実務指針を監査法人の実務に浸透させていく活動を進めることが期待されること

イ ベンチャーキャピタル向けのプリンシプル

スタートアップ企業への資金供給の円滑化にあたっては、以下の課題が指摘されている(資産運用 TF 報告 14 頁)。

- 「国内の VC の運営について、海外 VC と同等のガバナンスや情報提供等が確保されていく必要があること」
- 「VC の投資のエグジットがスタートアップ企業の上場(IPO)に偏っており、いわゆる小粒上場の要因になっている」こと
- 「上場後に VC の経営サポート等がなくなることによりスタートアップ企業の持続的成長に向けた支援が途絶えてしまうこと」

上記を踏まえ、資産運用 TF 報告では、「我が国スタートアップ企業を取り巻く状況やグローバルな実務等を踏まえたベンチャーキャピタル・プリンシプル(仮称)を策定し、広く機関投資家から調達を行う VC 全体のガバナンス等の水準の向上を図ることが適当」である旨が提言された(資産運用 TF 報告 14~15 頁)⁴⁰。ただし、「多数の投資家からの LP 出資を予定していない VC として、例えばコーポレート・ベンチャーキャピタル(CVC)等もあるため、そうした VC があることも踏まえながら、プリンシプルの範囲や内容等を検討していくことが適当と考えられる」とされている(資産運用 TF 報告 15 頁)。

(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-uno/siryou/20231018/02-1.pdf)

³⁹ 第 48 回企業会計基準諮問会議 一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会提案参照。

(https://www.asb.or.jp/jp/wp-content/uploads/asac_20230703_04.pdf)

⁴⁰ なお、参考として「ILPA Private Equity Principles」及び「我が国のベンチャー・エコシステムの高度化に向けた提言」(2023 年 4 月 25 日)の概要について、資産運用 TF 第 2 回(2023 年 10 月 18 日)事務局説明資料「資料 2-1」38~40 頁参照。

(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-uno/siryou/20231018/02-1.pdf)

(2) スタートアップへの資金提供主体の多様化⁴¹

ア 投資信託への非上場株式の組入れ

現行法令上、非上場株式の評価方法等が明確になっておらず⁴²、非上場株式の組入れが行われてこなかったことから、投資信託に非上場株式の組入れが実務上可能となるよう、投資信託協会において適切な枠組みが検討されている(資産運用 TF 報告 15 頁)⁴³。

他方、価格透明性が高い上場株式と非上場株式が同じ公募投資信託の中に混在することは投資家にとって商品性やリスクが分かりにくくなる面があることを踏まえ、「既存の公募投資信託の枠組みや実務とは別に、解約制限等の流動性確保のための措置が適切に講じられた上で、流動性の低い資産を中心に運用するといった商品類型を設計することも望まし」く、販売時には「投資家保護の観点から、投資家の投資資金の性格やリスク許容度等に応じて、投資家の適合性が適切に判断される必要があるとともに、非上場株式への投資に関するリスクについて投資家に対し十分な説明がなされることが求められる」旨が提言された(資産運用 TF 報告 15 頁)。

イ 少額募集・開示の簡素化

現状、50 名以上の一般投資家に勧誘する調達金額 1 億円以上 5 億円未満の有価証券の募集(少額募集)に係る有価証券届出書(企業内容等の開示に関する内閣府令第 2 号の 5 様式)において、スタートアップ企業にとっては開示負担が大きい項目が存在していることもあり、利用実績が限られている(資産運用 TF 報告 16 頁)⁴⁴。

上記を踏まえ、「スタートアップ企業の資金調達に係る情報開示の負担軽減・合理化の観点から、当該届出書に係る開示内容等をより簡素化することが適当である」として、以下のような見直し提言されている(資産運用 TF 報告 16~17 頁)。

- 「『サステナビリティ情報』の記載欄について、開示を任意化する」
- 「最近 5 事業年度の財務諸表の記載を不要とし、最近 2 事業年度の財務諸表のみとする」
- 「非財務情報部分についても、例えば『コーポレート・ガバナンスの概要』等の項目について会社法上の事業報告における記載と同程度とする」

また、「特定投資家私募制度については、実際のニーズや投資家保護の観点も踏まえ、利用促進や必要に応じた見直しに向けた検討を行うことが適当である」旨も提言された(資産運用 TF 報告 17 頁)。

⁴¹ このほか、上場ベンチャーファンドについても提言されており(資産運用 TF 報告 16 頁)、株式会社東京証券取引所において、上場ベンチャーファンドの運用資産等に関する開示基準の見直しについてパブリックコメントが開始されている。
(<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d6/20231214-01.html>)

⁴² 市場制度 WG 第 15 回(2022 年 2 月 17 日)事務局説明資料「資料 1」14 頁では、「投信協規則において、組入資産の評価は原則時価で行うことが求められており、非上場株式は『気配相場』で基本的に評価することとされている。現状、『気配相場』で評価可能な非上場株式は存在せず、非上場株式を組み入れることが事実上困難」と指摘されていた。
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20220217/01.pdf)

⁴³ 投資信託協会において、2023 年 9 月 15 日に投資信託への非上場株式組入れのための自主規制規則の改正案(<https://www.toushin.or.jp/static/publiccomment/ichiran/22457/>)が公表され、同年 12 月 21 日にパブリックコメントの結果(<https://www.toushin.or.jp/static/publiccomment/ichiran/22460/>)が公表されている(2024 年 2 月 15 日から実施予定)。

⁴⁴ 資産運用 TF 第 1 回(2023 年 10 月 3 日)事務局説明資料「資料 3」7 頁によれば、「直近 10 年間で 5 件(2012、2016、2018、2022 年、2023 年に各 1 件)」とのことである。
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231003/03.pdf)

他方で、少人数私募の人数制限(勧誘対象者 49 名以下)や届出免除基準(調達金額1億円未満)の引上げについては、「現時点では慎重な検討を要すると考えられる」とされている(資産運用 TF 報告 17 頁)。

ウ 投資型クラウドファンディングの発行上限等⁴⁵

現行法令上、企業が投資型クラウドファンディングにより発行可能な有価証券の総額は年間 1 億円未満とされているが、スタートアップ企業における資金調達需要は年々増加していることから⁴⁶、市場制度 WG 第二次中間整理では発行総額上限の見直しについて引き続き検討を進めるべき事項とされていた⁴⁷。資産運用 TF 報告では、「資金調達ニーズの動向を踏まえ、1 億円以上の資金調達をする企業が必要な開示を行うことを前提に発行総額上限を引き上げ、5 億円未満とすることが適当である」旨が提言された(資産運用 TF 報告 17 頁)。

なお、「個人株主が多数いることを嫌う機関投資家もいることや多数の個人株主が生じることにより円滑な業務運営が困難となり得ることが指摘されており、スタートアップ企業において、後々に機関投資家からの資金調達が難しくなり得る」との課題がある。この点については、「基本的には、スタートアップ企業がそうした可能性も含めて資金調達手段を検討すべきであるが、CF 事業者においても、そうした可能性をスタートアップ企業が適切に理解しているか確認するなどの対応を行い、また、当局においても CF 業者が適切な業務運営を行っているか等をモニタリングすることが適当である」旨が提言された(資産運用 TF 報告 18 頁)。この点に関連して、「現行法でも、投資運用業と第二種金融商品取引業に登録し、ファンドを介在させることによって株主の一元化を図ることは可能であり、上述の投資運用業の参入要件の緩和に関する枠組みも活用して、個人株主が多数いることに伴う課題に対応することも考えられる」(資産運用 TF 報告 18 頁)と指摘されている点も注目される。

また、「特定投資家私募を少額電子募集取扱業務として実施する場合は、一般投資家も含めた勧誘と合算して 5 億円未満とする発行総額上限を設定する必要はないものと考えられる。ただし、私募を行う場合であっても、非上場株式というリスクが高いものであることを踏まえると、少額電子募集取扱業務として扱える範囲に一定の上限を設定することが適当である」旨が提言されている(資産運用 TF 報告 18 頁)。

エ 投資型クラウドファンディングの投資家の投資上限、投資家への勧誘方法⁴⁸

現状、我が国における投資型クラウドファンディングにおいて、以下の課題が指摘されている(資産運用

⁴⁵ 資産運用 TF 第 1 回(2023 年 10 月 3 日)事務局説明資料「資料 3」13 頁及び 14 頁の脚注では、「株式投資型、ファンド投資型 CF いずれも同様の取扱いとすることが考えられる」とされていたが(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231003/03.pdf)、資産運用 TF 報告 17 頁脚注 49 では、「ファンド型のうち貸付型クラウドファンディングについては、これまで投資家保護上の問題事例が生じているため、こうした支障が生じる可能性が低いと判断できるまで、本節で記載している少額電子募集取扱業務の規制の見直しは行わないこととすることが適当である。」と軌道修正されている。

⁴⁶ スタートアップの資金調達規模別の調達者の割合推移については、資産運用 TF 第 1 回(2023 年 10 月 3 日)事務局説明資料「資料 3」12 頁参照。(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231003/03.pdf)

⁴⁷ 市場制度 WG 第二次中間整理 5 頁では、「プライマリー市場についても、特定投資家私募制度を活用したスタートアップ企業の資金調達の円滑化について検討していくことが考えられる。例えば、電子募集取扱業務に当たる株式投資型クラウドファンディングでは、一定の企業情報の提供等を要件に、非上場企業がインターネットを用いて 1 億円を超えない範囲で資金調達を行うことを可能としているが、特定投資家私募制度を併用することで、1 億円を超える資金調達を行うようにできることを検討することも考えられる」とされていた。

⁴⁸ 資産運用 TF 第 1 回(2023 年 10 月 3 日)事務局説明資料「資料 3」15 頁及び 16 頁の脚注では、「株式投資型、ファンド投資型 CF いずれも同様の取扱いとすることが考えられる」とされていたが(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231003/03.pdf)、資産運用 TF 報告脚注 49 では、「ファンド型のうち貸付型クラウドファンディングについては、

TF 報告 18～19 頁)。

- 「投資家(特定投資家を除く)の投資上限額は投資先毎に年間 50 万円としているが、すべての投資家に一律の限度額を設定する仕組みはリスク許容度や投資余力に応じた投資といった観点から改善の余地がある」
- 投資勧誘の方法が、ウェブサイトによる表示と当該表示に合わせて電子メールを送付する方法に限定されているため、「投資家がより詳細に投資案件の内容を知りたい場合であっても、CF 事業者による口頭での説明ができない」

上記課題については、それぞれ以下のとおり提言された(資産運用 TF 報告 19 頁)。

- 「CF 事業者が顧客の年収や純資産を把握し、投資家の年収や純資産に応じて、CF の投資上限を定めること」「一定金額以内の少額であれば、年収や純資産の確認をしなくても投資ができる仕組みとすること」
- 「投資家からの要請がある場合に限り、音声通話による商品説明を可能とすること」「CF 事業者において、例えば音声通話のやり取りを録音するなど、顧客対応の適切性について事後検証できる方策を講じること」「音声通話での商品説明時に提供できる情報については、ウェブサイトや電子メールに掲載される内容に基づくものとし、投資家間の情報格差が生じないようにしなければならないものとする」とのこと

(3) 役職員へのインセンティブ付与円滑化

現行実務上、株式報酬⁴⁹のうち、RSU(譲渡制限付株式ユニット)、PSU(業績連動型株式ユニット)、株式交付信託といった事後交付型株式報酬については、「情報開示のタイミングや開示書類に差異が見られ、開示規制の解釈をめぐる企業の実務が安定していないことから導入しづらい」との課題が指摘されている(資産運用 TF 報告 21 頁)⁵⁰。

上記を踏まえ、「事後交付型株式報酬に係る開示規制を明確化する観点から、株式報酬導入の開始時点である『株式報酬規程等を定めて取締役等に通知を行う行為』を有価証券の取得勧誘の端緒と捉え、当該行為が、有価証券の募集又は売出しに該当すると整理することが適当であり、「事後交付型株式報酬は、会社から取締役等に対して他者へ譲渡できない形で報酬を前払いするという点でストック・オプション及び RS⁵¹と同様、有価証券届出書の提出に代えて臨時報告書の提出を認める特例を設けることが適当である」旨が提言された(資産運用 TF 報告 21 頁)。

(4) 非上場有価証券のセカンダリー取引の活性化

ア プロを対象とした非上場有価証券の仲介を行う金融商品取引業者の参入要件の緩和

現状、非上場有価証券の取引については、以下の課題が指摘されている(資産運用 TF 報告 19～20 頁)。

これまで投資家保護上の問題事例が生じているため、こうした支障が生じる可能性が低いと判断できるまで、本節で記載している少額電子募集取扱業務の規制の見直しは行わないこととすることが適当である。」と軌道修正されている。

⁴⁹ 株式報酬の種類については、資産運用 TF 第 2 回(2023 年 10 月 18 日)事務局説明資料「資料 2-1」54 頁参照。(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231018/02-1.pdf)

⁵⁰ 株式報酬制度の導入状況については、資産運用 TF 第 2 回(2023 年 10 月 18 日)事務局説明資料「資料 2-1」55 頁参照。(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231018/02-1.pdf)

⁵¹ 譲渡制限付株式

- 「スタートアップ企業等の非上場企業の株式の換金については、現状、発行会社やセカンダリーファン
ド等による相対での買取りが中心であり、買い手となり得る投資家に広くアプローチすることが難しく、株
主の換金ニーズや投資家の投資ニーズに十分応えられていない」
- 「上場以外にこうした換金ニーズを満たす方策が限られていることから、国内のスタートアップ企業が諸
外国と比較しても規模の小さいまま上場を行う結果につながっている」
- 「第一種金融商品取引業には高い財産要件等が課されるなど登録のためのハードルが高く、結果的
に販売を断念するケースがある」⁵²

プロを対象とした非上場有価証券の仲介を行う金融商品取引業者等の参入要件の緩和については、市
場制度 WG 第二次中間整理においても引き続き検討を進めるべき事項とされていたところ⁵³、上記を踏ま
え、資産運用 TF 報告では、「原則として、プロ投資家(特定投資家)を相手方とした非上場有価証券の仲
介業務に限定」し、「非上場有価証券の取引の仲介業務への新規参入を促すため、非上場有価証券のプ
ライマリー取引やセカンダリー取引の仲介業務に特化し、原則として有価証券や金銭の預託を受けない場
合には、第一種金融商品取引業の登録要件等(資本規制、自己資本規制比率、兼業規制等)を緩和する
ことが適当である」旨が提言された(資産運用 TF 報告 19～20 頁)^{54 55 56}。

イ 非上場有価証券のみを扱うPTS業務の参入要件の緩和

現行法令上、私設取引システム(PTS)業務については、認可制の下、資本金・純資産要件(3 億円以
上)やシステム要件(第三者評価書の添付)⁵⁷等が求められるなど、主に上場有価証券等を扱うことを想定
した規制となっており、「小規模な取引プラットフォームで電子的に非上場有価証券のセカンダリー取引を仲
介しようとする事業者にとってはハードルが高く、取引の場を提供する事業者がいないため、非上場有価証
券のセカンダリー取引が活性化しない一因となっている」という課題が指摘されている(資産運用 TF 報告
20 頁)^{58 59}。

⁵² 販売を断念するケースとして、海外の資産運用会社が設定・運用する外国籍投資信託や外国投資法人の発行する外国投
資証券が挙げられている(資産運用 TF 報告 20 頁)。資産運用 TF 第 2 回(2023 年 10 月 18 日)事務局説明資料「資料 2-
1」46 頁も参照。(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231018/02-1.pdf)

⁵³ 市場制度 WG 第二次中間整理 5 頁。(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20221221/houkoku.pdf)

⁵⁴ 現行の第一種金融商品取引業者の登録要件等を緩和している例として、第一種少額電子募集取扱業者が挙げられており
(資産運用 TF 第 2 回(2023 年 10 月 18 日)事務局説明資料「資料 2-1」48 頁)、資産運用 TF 報告 20 頁における提言を
踏まえた制度改正の内容を予想するにあたって参考になるとと思われる。

(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231018/02-1.pdf)

⁵⁵ 他方で、「第二種金融商品取引業については、既に登録要件等が限定的であることから、更に登録要件等を緩和する類型
を創設する必要性は低いと考えられる」とされている(資産運用 TF 第 2 回(2023 年 10 月 18 日)事務局説明資料「資料 2-
1」47 頁)(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231018/02-1.pdf)

⁵⁶ 海外の資産運用会社が設定・運用する外国籍投資信託等の国内販売についても同様の枠組みの適用が示唆されているこ
とも注目に値する。

⁵⁷ 資産運用 TF 第 2 回(2023 年 10 月 18 日)事務局説明資料「資料 2-1」47 頁
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231018/02-1.pdf)では、「システムの二重化」も挙げられ
ていたが、資産運用 TF 報告では挙げられていない。

⁵⁸ 内閣府・スタートアップ・イノベーションワーキング・グループ第 3 回(2022 年 3 月 18 日)においても、日本 STO 協会から、一
定の範囲で認可を不要とするよう要望が提出されていた。

(https://www8.cao.go.jp/kisei-kaikaku/kisei/meeting/wg/2201_01startup/220318/startup03_01.pdf)

⁵⁹ アメリカにおける非上場株式のセカンダリー取引については、資産運用 TF 第 2 回(2023 年 10 月 18 日)事務局説明資料
「資料 2-1」44 頁参照。

(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231018/02-1.pdf)

非上場有価証券のみを扱うPTS業務の参入要件の緩和については、市場制度WG第二次中間整理でも引き続き検討を進めるべき事項とされていたところ⁶⁰、上記を踏まえ、「非上場有価証券のみを取り扱うPTS⁶¹であって、流動性や取引規模等が限定的なもの⁶²については、取引の管理等に関する必要な規制を適用する前提で、認可を要さず第一種金融商品取引業の登録制の下で参入可能とし、資本金や純資産要件等の財産規制やシステムに関する要件等を緩和する」など、「PTS業務の規制について、想定される取引量等に応じた参入要件とすることが適当である」旨が提言された(資産運用TF報告20~21頁)⁶³。

(5) 運用商品の多様化

ア 排出権を対象とする投資信託の組成

欧米では、排出権を投資対象とする投資信託の組成が進んでいる一方、我が国においては、投信法上、投資信託の対象である「特定資産」(同法第2条第1項)に排出権は含まれていない。この点について、「投資信託の主たる投資対象資産に排出権を追加することが考えられるものの、個人投資家等も参加した形で設定・解約が行われる投資信託の投資対象として、十分な流動性や円滑で適正な価格形成が確保されるかなど⁶⁴、まずはカーボン・クレジット市場の状況⁶⁵を精査することが必要であると考えられることから、将来的に投資信託の主たる投資対象への追加を検討することが適当である」旨が提言された(資産運用TF報告21~22頁)。

⁶⁰ 市場制度WG第二次中間整理5頁。(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20221221/houkoku.pdf)

⁶¹ 従来は、PTSは「取引所に類似するような有価証券の集団的な取引の場」と説明されてきた。例えば、2008年6月19日付「金融庁における法令適用事前確認手続(回答書)」。(https://www.fsa.go.jp/common/noact/kaitou/032/032_05b.pdf)

しかし、資産運用TF第2回(2023年10月18日)事務局説明資料「資料2-1」50頁(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231018/02-1.pdf)では、非上場有価証券のみを取り扱うPTSについて、「取引所類似の取引が行われる場ではないが、電子的なマッチングを行うことで、PTSに該当し得る」と説明されており、PTSの概念が変容しているように思われる。

⁶² 資産運用TF第2回(2023年10月18日)事務局説明資料「資料2-1」47頁(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231018/02-1.pdf)では、ユースケースとして「自社顧客のみやプロ投資家のみを対象」とするものが挙げられている。なお、市場制度WG中間整理23~24頁では、対象の有価証券として、株主コミュニティ銘柄をはじめとする「非上場株式、証券トークン、外国株式」が挙げられていた。ただし、市場制度WG中間整理では、あくまで認可は必要であること前提に、認可審査の柔軟化・迅速化が提言されていた。

⁶³ 資産運用TF第2回(2023年10月18日)事務局説明資料「資料2-1」47頁(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231018/02-1.pdf)では、現行の第一種金融商品取引業者のほか、資産運用TF報告で提言された緩和類型である、プロを対象とした非上場有価証券の仲介を行う金融商品取引業者でもPTSを運営可能とする、とされている。

⁶⁴ 2014年8月29日「投資信託及び投資法人に関する法律施行令の一部を改正する政令等に対するパブリックコメントの結果等について」(https://www.fsa.go.jp/news/26/syouken/20140829-4.html)別紙の1~4番回答によれば、「投資信託及び投資法人が主たる投資対象とすることができる特定資産については、①資産としての個別性・独立性がある資産のうち、②投資適格性(価格評価可能性及びキャッシュフロー創出の可能性)を有するものを、政策的意義、投資ニーズも勘案してその対象として追加する」とされているところ、②に関して、資産運用TF第2回(2023年10月18日)事務局説明資料「資料2-1」25頁では、「専門家による客観的な価格評価が可能である資産であること(価値評価可能性)」及び「継続的にキャッシュフローを生み、投資家に継続的に収益の還元を行うことができる資産であること(キャッシュフロー創出の可能性)」と説明されている。(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231018/02-1.pdf)

⁶⁵ 国内のカーボン・クレジットに関する現状については、資産運用TF第2回(2023年10月18日)事務局説明資料「資料2-1」26頁参照。(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231018/02-1.pdf)

イ 外国籍投資信託の国内籍公募投資信託への組入れ

国内籍公募投資信託に外国籍投資信託を組み入れる場合、投資信託協会「投資信託等の運用に関する規則」による規制が設けられており、例えば、同規則第 22 条第 2 項第(1)号により、国内籍公募ファンド・オブ・ファンズが不動産投資信託を組み入れるには投資先ファンドが上場されていることが求められているところ、「海外において、非上場ではあるが、公募で販売されているオルタナティブ投資等を行う投資信託について、国内籍公募投資信託に組み入れられない場合があること」や、「国内籍公募投資信託に組み入れるのではなく、外国籍投資信託の形態で国内で販売することも可能であることとの整合性」が課題として指摘されている(資産運用 TF 報告 22 頁)。

この点について、投資信託協会において自主規制規則の見直しについて検討が開始されているところであるが⁶⁶、上記を踏まえ、資産運用 TF 報告では、「こうした取組みが促進されていくことが重要である」とされている一方、非上場の「外国籍投資信託を組み入れようとする国内籍投資信託の組成者は、投資家保護に支障がないかより一層適切にデューデリジェンスを行い、投資対象となる外国籍投資信託の価格の算出頻度や売買頻度等を踏まえて、投資家保護や投資家間の公平の観点から適切な国内籍投資信託の設定を行う必要がある」⁶⁷、「既存の公募投資信託とは別に商品類型を設計することも考えられる」と提言された。また、「投資家に販売を行う際には、リスクを十分に説明するなど、十分な投資家保護のための措置が講じられるべきである」旨が提言された(資産運用 TF 報告 22 頁)。

ウ 外貨建国内債(いわゆるオリガミ債)の発行の円滑化

本邦発行体が発行する外貨建国内債は、外貨による DVP 決済が可能な環境にないことから、非 DVP による発行・取引が行われており、流動性は低く、取引する投資家層は限られている。また、外国口座管理機関が運用するプラットフォームを利用すれば、外貨の DVP 決済により外貨建国内債の発行・取引ができるものの、現行制度上、外国口座管理機関の下位に国内証券会社等の国内口座管理機関を設置することができないため(口座管理機関に関する命令第 1 条)、広く国内投資家が取引することは難しい状況となっているとの課題が指摘されている(資産運用 TF 報告 23 頁)^{67 68}。

上記を踏まえ、資産運用 TF 報告では、「外国口座管理機関が運用する外貨の DVP 決済プラットフォームを国内投資家がより広く利用できるようにするため、外国口座管理機関の下位に国内口座管理機関を設置できるようにする」など、「DVP 決済を可能とするための環境整備を早期に行うべきである」一方、「投資家保護の観点から、DVP 決済による取引を可能とする投資家は、リスク判断能力の高い投資家に限定することが適当であり、また、投資家の口座開設を行う国内口座管理機関等においては、投資家の属性等に応じ、投資家に対し誤記録等をカバーする枠組みの対象外であることについて適切に説明することが必要である」旨が提言された(資産運用 TF 報告 23 頁)。

⁶⁶ 投資信託協会・アドバイザー委員会「『資産運用立国』の実現に向けた 資産運用業等の抜本的な改革への対応に係る投資信託協会としての基本的な考え方(中間報告)」(2023 年 10 月)参照。(https://www.toushin.or.jp/topics/2023/22749)

⁶⁷ 「『日本再興戦略』改訂 2015—未来への投資・生産性革命—」(2015 年 6 月 30 日)第二部 128 頁においても、「外貨建債券の発行・流通の促進などの取組についても、市場関係者の検討を促す」とされていたが、これまで制度改正には至っていなかった。(https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/seicho/pdf/dai2_3jp.pdf)

⁶⁸ 本邦発行体が発行する債券の比較については、資産運用 TF 第 2 回(2023 年 10 月 18 日)事務局説明資料「資料 2-1」58 頁参照。(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231018/02-1.pdf)

エ 投資信託における種類受益権

欧米では、受益権について複数の種類が発行される種類受益権の活用が一般的である一方、我が国においては、投信法上、投資信託の「受益権は、均等に分割し」なければならないと規定され(投信法第 6 条第 1 項)、種類受益権の発行は認められておらず^{69 70}、実務上、ファミリーファンド方式を採用し、報酬体系等の異なる複数のベビーファンドがマザーファンドに投資することにより、実質的に同一投資信託内において信託報酬や為替ヘッジ等が異なる状況を創り出すといった対応がとられている(資産運用 TF 報告 23 頁)。

種類受益権の発行が認められれば、ファンドごとにかかる監査費用等を下げられるのではないかと指摘があるところ、種類受益権については、種類受益者ごとの利害対立調整や利益相反防止等、投資家保護の仕組みのあり方に関して種類受益権の内容に応じた検討等が必要であり、また、種類受益権が生じることを前提とした計理システム等の整備等、実務面の検討も必要であることから、「投資信託協会等において、まずは海外の事例・状況の把握を含め、具体的なニーズや実務面・投資家保護上の課題を整理するための検討を行うことが適当」である旨が提言された(資産運用 TF 報告 24 頁)。

オ 投資信託約款の重大な変更に関する基準の明確化

投信法上、投資信託約款の変更について、投資家保護や顧客本位の観点から望ましいと思われる場合であっても、「重大な変更」に該当すると受益者の 3 分の 2 以上の多数決で可決する書面決議を要するなど(同法第 17 条第 1 項及び第 8 項)、変更手続に大きな負担が生じるため、約款の変更に踏み込みにくく、「重大な変更」の基準を明確化すべきとの指摘がある(資産運用 TF 報告 24 頁)。

投資信託に関する Q&A⁷¹ 問 1 において「重大な変更」に該当しないと考えられる場合が類型ごとに具体例として示されているが、上記を踏まえ、「顧客の利益に資する変更等、投資家保護に支障のない約款変更について、投資家の負担につながる過重な手続きを回避する観点から」、投資信託に関する Q&A の「更なる明確化を図ることが適当」である旨が提言された(資産運用 TF 報告 24 頁)。

5. 家計の投資環境の改善

資産運用 TF 報告の 5 本柱の最後は、「家計の投資環境の改善」である。家計の安定的な資産形成の観点からは、「既存の金融商品への投資も含め、自らのライフプランに応じて適切な商品を選択できるよう、より投資しやすい環境づくりや制度の見直しを行っていくこと」が重要であり、「金融経済教育推進機構を中心に官

⁶⁹ かかる趣旨は、「同一の投資信託内で投資者間の利害対立が生じたり、あるカテゴリーの投資者には有利だが他のカテゴリーの投資者には不利益をもたらすような運用が行われる事態を未然に防止するため」と説明されている(乙部辰良「詳解投資信託法」57 頁(2001 年、第一法規))。資産運用 TF 報告 24 頁も同旨。

⁷⁰ なお、金融審議会「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」最終報告(2012 年 12 月 7 日)最終報告(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121212-1/01.pdf)5 頁では、「現時点においては、直ちに制度化を図るのではなく、引き続き、具体的なニーズを確認した上で、…論点等に関する検討を行うことが求められる」とされていた。整理が必要な法制上の論点として、①種類受益権の発行を許容する場合を限定すべきか、②種類受益者ごとの新たな利害調整の仕組みをどのような場合に義務付けるか、③受益者への影響が大きい場合(例:運用方針や分配方針に差異を認める場合)に、上乘せの義務(例えば、種類受益者ごとに勘定を分別して管理する義務)を課す必要があるか、④利益相反防止の観点について、金商法上、投資運用業者に課されている一般的な利益相反防止の義務で十分か、それとも、種類受益権を念頭に置いた特別な利益相反防止の義務を設けるべきか、などが挙げられている(資産運用 TF 第 3 回(2023 年 11 月 6 日)事務局説明資料「資料 3」14 頁参照)。(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231106/03.pdf)

⁷¹ <https://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20140627-13/07.pdf>

民一体となって、家計の金融リテラシーを高めるための学校教育や職域・地域での金融経済教育に関する取組みを行っていくことが不可欠である」旨が提言された⁷²(資産運用 TF 報告 13 頁)。

これに関連して、累積投資契約のクレジットカード決済上限額の引上げも提言されている。クレジットカード決済による有価証券の購入に関して、信用供与の上限額は 10 万円とされているが(金融商品取引業者等に関する内閣府令第 148 条第 2 号)、クレジットカード会社の決済サイクル等を踏まえて、現行実務では、毎月の投資上限額は基本的に 5 万円に制限されている。2024 年からの新しい NISA 制度⁷³において毎月の累積投資契約による場合には、つみたて投資枠が月 10 万円に引き上げられることに伴い、「翌月一括払いであること、累積投資契約であることの要件を維持しつつ、信用供与の上限額について、現行実務が法令の上限額よりも制限されている状況が解消されるよう、必要な制度見直しを行うことが適当である」旨が提言された⁷⁴(資産運用 TF 報告 24～25 頁)。

以上

⁷² このほか、市場制度 WG 第 24 回(2023 年 9 月 15 日)事務局説明資料(資料 2-1)5 頁では、金融経済教育推進機構における取組みの概要が説明されている。

(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryoku/20230915/02.pdf)

⁷³ <https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/nisa2024/index.html>

⁷⁴ 本提言を踏まえ、2023 年 12 月 19 日に、金融商品取引業等に関する内閣府令等の改正案が公表されている。
(<https://www.fsa.go.jp/news/r5/shouken/20231219/20231219.html#bessi1%EF%BD%9E2>)

-
-
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
 - 本ニュースレターの執筆者は、以下のとおりです。
弁護士 戸塚 貴晴 (takaharu.totsuka@amt-law.com)
弁護士 村井 恵悟 (keigo.murai@amt-law.com)
弁護士 船岡 諒 (ryo.funaoka@amt-law.com)
 - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。
 - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。

アンダーソン・毛利・友常 法律事務所

www.amt-law.com