

資産運用会社の規制の検討（1）

2025年5月23日

JPX 金融商品取引法研究会

報告者：関西学院大学 石田眞得

- I. 近年の資産運用業への規制の動向
- II. 投資運用業者の規制の概要 ～金商法・投信法の行為規制を中心に～
- III. 運用権限の委託
- IV. 投資運用関係業務受託業にかかる制度の導入
- V. 金銭等の預託の受入れと参入要件の緩和

I. 近年の資産運用業への規制の動向

1. 政府が策定した「資産運用立国実現プラン」（資料①）を発表（2023年12月13日）

資産運用立国実現プラン（2023年12月13日）



（金融庁ウェブサイト <https://www.fsa.go.jp/policy/pjlamc/20231214.html>）

令和5年12月14日、令和6年11月8日更新「資産運用立国について」掲載の図を転載）

「…我が国の家計金融資産 2,115兆円（2023年6月末時点）の半分以上を占める現預金が投資に向かい、企業価値向上の恩恵が家計に還元されることで、更なる投資や消費につなげ、家計の勤労所得に加え金融資産所得も増やしていく資金の流れを創出し、『成長と分配の好循環』を実現していくことが重要である。」

「インベストメントチェーンの残されたピースとして、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。

アセットオーナーは、受益者の最善の利益を勘案しつつ誠実かつ公正に業務を遂行する観点から運用力の高い資産運用会社へ運用委託し、資産運用会社は、運用に関する分析能力を高め、専門的な運用能力を発揮して、良質でより良いリターンをもたらす運用戦略や金融商品を開発・提供していくことが求められる。併せて、アセットオーナーや資産運用会社が主体的にスチュワードシップ活動に取り組むことにより、既に述べた我が国企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に繋げていくことが期待される。

また、アセットオーナーや資産運用会社が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）を行うことにより、受益者や顧客等からの評価を通じ、その運用力の向上に繋げていくことも重要である。」

「このため、①資産運用業の改革、②アセットオーナーシップの改革、③成長資金の供給と運用対象の多様化、④スチュワードシップ活動の実質化、⑤対外情報発信・コミュニケーションの強化を進める。」

2. 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 (2023年12月12日) (資料②)【以下、「市場制度WG・資産運用TF報告書」という】

「家計の投資資金が、アセットオーナー等の機関投資家経由で、または金融商品の購入を通じて、資産運用会社に委託され、その投資判断の下で企業等に投資されていくインベストメント・チェーンの流れを踏まえると、アセットオーナーや資産運用会社の役割は極めて重要である。両者が受託者責任を適切に果たし、受益者の最善の利益を確保する観点から、アセットオーナーは、運用力の高い資産運用会社を見極めて運用委託し、資産運用会社は、運用に関する分析能力を高め、専門的な運用力を発揮して、顧客のリスク許容度に見合った良質であり良いリターンをもたらす運用戦略や金融商品を開発・提供していくことが求められる。」(同報告書2頁)

→ TFにおいて、資産運用会社等のガバナンス改善・体制強化やステュワードシップ活動（企業との対話）の実質化、国内外の資産運用会社の新規参入の支援拡充・競争促進、資産運用力の向上及び成長資金の供給と運用対象の多様化に向けた環境整備等について審議された。

■ 金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律(令和6年法律第32号)【令和6年5月15日成立、同月22日公布、令和7年5月1日施行】

■ 政令・内閣府令等【令和7年3月25日公布、同年5月1日施行】

* 金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律の施行に伴う関係政令の整備等に関する政令

* 金融商品取引業者等に関する内閣府令の一部改正

* 投資信託及び投資法人に関する法律施行規則の一部改正

* 金融庁「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

* 金融庁「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（別冊）投資運用関係業務受託業者向けの監督指針」など

3. プロダクトガバナンスおよびアセットオーナー・プリンシブル

○ 市場制度WG・資産運用TF報告書

「資産運用会社による適切な商品組成と管理、透明性の確保等を後押しするため、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。」と提言

○ 金融審議会市場制度ワーキング・グループ報告書—プロダクトガバナンスの確立等に向けて—（2024年7月2日）

「顧客本位の業務運営に関する原則」（2017年3月策定、2021年1月改訂）に盛り込まれるべき資産運用会社を含む金融商品の組成に携わる金融事業者（組成会社）のプロダクトガバナンス確保に関する具体的な内容を提言した。この提言を受けて金融庁は、2024年9月26日、同原則に補充原則を追加する形での改訂を行った。

→ 次回の報告「資産運用会社の規制の検討（2）」で検討

○ 「アセットオーナー・プリンシブル」（内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局）の策定（2024年8月28日）。

アセットオーナーに関する機能強化は、市場制度WG・資産運用TF報告書においても提言されていた。

- 以下III～Vでは、市場制度 WG・資産運用 TF 報告書 5 頁以下「3. 資産運用業の新規参入促進」の「①投資運用業の参入要件の緩和等」に述べられた提言を受けた改正部分を検討¹

II. 投資運用業者の規制の概要 ～金商法・投信法の行為規制を中心に～

1. 概要

(1) 投資運用業の定義 (28条4項)

- (i) 投資法人の資産運用業務、(ii) 投資一任業務、(iii) 投資信託委託業務、
(iv) 集団投資スキーム等の自己運用業務をいう。

(2) 投資運用業の登録要件

投資運用業務を行う者の内閣総理大臣への登録には、金融商品取引業を適確に遂行するに足りる人的構成 (29条の4第1項1号ホ(2))、業務体制 (同号ヘ) が整備されていること、投資運用業務の執行について必要となる十分な知識・経験を有する役員または使用人を確保していること (同項1号の2)、取締役会および監査役、監査等委員会または指名委員会等を設置する株式会社であり (同項5号イ)、最低資本金の額は 5000 万円以上であること (同項4号イ、金商法施行令 15 条の 7 第1項4号) などの要件を満たす必要がある。

(3) 投資法人の資産運用業務

- 1998 年投信法改正により導入された会社型投資信託形態
- 投資法人は、資産を主として (50%超と解されている) 特定資産に対する投資として運用することを目的とする (投信法 2 条 12 項)。2000 年投信法改正により、投資信託および投資法人の投資対象資産は、「主として有価証券」から「主として特定資産」に拡大された (投信法 2 条 1 項・2 項・12 項)。特定資産は、有価証券、不動産、不動産の賃借権、金銭債権、再生可能エネルギー発電設備など (同法 2 条 1 項、投信法施行令 3 条)。
- 有価証券またはデリバティブ取引に係る権利以外の資産 (不動産等) に対する投資として財産を運用する場合であっても、その運用は投資法人の資産運用行為に該当するとみなされる (投信法 223 条の 3 第 1 項)。
- 投資証券の投資者は、投資法人の投資主となる。投資主総会は、役員の選任、規約の変更 (投信法 96 条 1 項、140 条) などの基礎的事項を決定し、投資法人の運営は執行役員が行う (同法 109 条 1 項)。
- 投資主はその有する投資口の数に応じて投資主総会での議決権を有する (投信法 77 条 2 項 3 号)。
- 規約には、資産運用の対象および方針、金銭の分配の方針、資産運用会社に対する報酬の額等、資産運用会社の名称および資産運用契約の概要などが必要的記載事項として記載される (投信法 67 条 1 項・5 項、投信法施行規則 105 条)。
- 業務の外部委託をしなければならない特徴。登録投資法人は、資産運用に係る業務は

¹ 金融商品取引法研究会編「資産運用業規制－業務委託に係る規制の見直し－」金融商品取引法研究会研究記録 84 号 (2024 年) [神作裕之報告] において詳細な検討がなされている。

資産運用会社に（投信法 198 条 1 項）、資産の保管に係る業務は資産保管会社に（同法 208 条 1 項）、資産の運用・保管に係る業務以外の一定の業務は一般事務受託者に（同法 117 条）、それぞれ委託しなければならない。

- 投資法人の資産運用会社の業務は、投資運用業に該当するため（28 条 4 項、2 条 8 号 12 号イ）、内閣総理大臣の登録を受けなければ、行うことができない（29 条）。
- 投資対象とする資産に不動産が含まれる場合（REIT の場合）は、資産運用会社は宅建業免許（宅地建物取引業法 3 条 1 項）を有することが必要（投信法 199 条 1 号）。

(4) 投資信託委託業務（委託者指図型投資信託）

- 投資信託委託会社を委託者、資産の保管を行う信託会社等を受託者、受益権を取得する投資者を受益者とする形態（投信法 3 条柱書）。
- 信託財産を委託者の指図に基づいて主として（50%超と解されている）特定資産に対する投資として運用することを目的とする（投信法 2 条 1 項）。
- 投資信託の当事者の権利義務は、投資信託約款に基づく投資信託契約によることとされる（投信法 4 条 1 項）。
- 投資信託約款は、内閣総理大臣に届け出なければならない（投信法 4 条 1 項、投信法施行規則 6 条）、受益証券を取得しようとする者に対して投資信託約款の内容を記載した書面を交付しなければならない（投信法 5 条 1 項、投信法施行規則 9 条）。
- 投資信託約款には、委託者および受託者の名称、信託の元本および収益の管理、投資対象資産の種類を含む運用に関する事項、信託の元本償還および収益分配に関する事項、受託者および委託者の受けける信託報酬その他の手数料の計算方法等などが必要的記載事項として記載される（投信法 4 条 2 項・4 項、投信法施行規則 7 条・8 条）。
- 投資信託約款の変更は、その変更内容が重大なものであるときは、書面決議を要する（投信法 17 条 1 項、投信法施行規則 29 条）。受益者は、その有する受益権の口数に応じた議決権を有する（投信法 17 条 6 項）。
- 有価証券またはデリバティブ取引に係る権利以外の資産（不動産等）に対する投資として財産を運用する場合であっても、その運用は投資信託運用行為に該当するとみなされる（投信法 223 条の 3 第 2 項）。
- 投資対象とする資産に不動産が含まれる場合は、投資信託委託会社は宅建業免許（宅地建物取引業法 3 条 1 項）を有することが必要（投信法 3 条 1 号）。

(5) 投資一任業務

- 顧客との間で投資一任契約を締結する。
- 投資一任契約とは、当事者の一方が、相手方から、金融商品の価値等の分析に基づいて行う投資判断の全部または一部を一任され、有価証券またはデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、財産の運用を約することをいう（2 条 8 項 12 号ロ）。
- 証券会社への発注は、代理方式（顧客の名義・計算で）または取次方式（業者の名義・

顧客の計算で) 行われる²。

(6) 集団投資スキーム等の自己運用業務

- 金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に基づいて主として有価証券またはデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、集団投資スキーム持分等を有する者から出資または拠出を受けた財産の運用を行うことをいう（2条8項15号）。
- いわゆる投資型ファンドの自己運用業務がこれに該当する。

2. 金商法の行為規制³

(1) 通則（35条以下）に定められている金融商品取引業者等の主な行為規制

- 標識の掲示等（36条の2）、名義貸しの禁止（36条の3）、社債の管理の禁止等（36条の4）
- 業務管理体制の整備（35条の3）、利益相反管理体制の整備（36条）、広告等の規制（37条）、取引様の事前明示義務（37条の2）、契約締結前の情報提供義務（37条の3）、契約締結時等の情報提供義務（37条の4）、保証金の受領に係る書面交付義務（37条の5）、書面等による解除（37条の6）、指定期間解決機関との契約締結義務等（37条の7）、金融商品取引業者等・その役員・使用人の禁止行為（38条、業府令117条）、投資助言・代理業または投資運用業の禁止行為（38条の2）、損失補填等の禁止（39条）、適合性の原則等（40条）、最良執行方針等の定め・公表・執行（40条の2）、分別管理が確保されていない場合の売買等の禁止（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（40条の3の2）、出資対象事業の状況に係る情報の提供が確保されていない場合の売買等の禁止（40条の3の3）、出資対象事業の状況に係る情報が提供されていない場合の募集等の禁止（40条の3の4）、特定投資家向け有価証券の売買等の制限（40条の4）、特定投資家向け有価証券に関する告知義務（40条の5）、のみ行為の禁止（40条の6）、店頭デリバティブ取引に関する電子情報処理組織の使用義務等（40条の7）

◆誠実公正義務を定めていた令和5年改正前金商法36条1項の規定を削除

cf. 金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律

令和5年法律第79号による改正【令和6年11月1日施行】

2条1項…金融サービスの提供等に係る業務を行う者（金商法2条8項に規定する業務（同項9号の業務を除く）およびその役員・使用人（2条2項2号）に対し、顧客等の最善の利益を勘案しつつ、誠実・公正に業務を遂行する義務を課す。

→ 次回の報告「資産運用会社の規制の検討（2）」で検討

(2) 投資運用業に関する特則（42条以下）

投資運用業を行う者が負うべき受託者責任を明確化する等の観点から特則を置く⁴。

² 神田秀樹=黒沼悦郎=松尾直彦編著『金融商品取引法コンメンタール1（改訂版）』（商事法務、2018年）163頁〔松尾直彦〕。

³ 適格機関投資家等特例業務を行う特例業務届出者は、金融商品取引業者とみなして、下記の金商法上の行為規制の多くが適用される（63条11項）。また海外投資家等特例業務を行う海外投資家等特例業務届出者は、金融商品取引業者とみなして、下記の金商法上の行為規制の多くが適用される（63条の9第8項）。

⁴ 三井秀範=池田唯一監修・松尾直彦編著『一問一答金融商品取引法（改訂版）』（商事法務、2008年）314頁。

※「権利者」とは、資産運用を委託された投資法人、投資一任契約の相手方、投資信託の受益者、自己運用を行う集団投資スキームの持分等を有する者が権利者とされる(42条1項各号)。

権利者に対する忠実義務(42条1項)、善管注意義務(同条2項)
◆ 私法上の義務も含むか?強行法規的な規定として意義がある?
自己またはその取締役・執行役との取引を行う運用(42条の2第1号)
運用財産相互間の取引を行う運用(2号)
取引価格等の変動を利用して自己または第三者の利益を図る目的をもって、正当な根拠を有しない取引を行う運用(3号)
通常の取引条件と異なる条件で、かつ、当該条件での取引が権利者の利益を害することとなる条件での取引を行う運用(4号)
運用として行う取引に関する情報を利用して、自己の計算において有価証券の売買等の取引を行うこと(5号)
権利者の損失を補填し、または権利者の利益に追加するため、当該権利者または第三者に対し、財産上の利益を提供し、または第三者に提供されること(6号)
監査役・使用人等との取引を行う運用(7号、業府令130条1項1号)
自己または第三者の利益を図るため、権利者の利益を害することとなる取引を行う運用(2号)
第三者の利益を図るため、運用方針等に照らして不必要的取引を行う運用(3号)
他人から不当な取引の制限を受けた運用(4号)
不当に取引高を増加させ、または作為的な値付けをすることを目的とした取引を行う運用(5号)
第三者の代理人となって当該第三者との取引を行う運用(6号)
取引申込後の運用財産の特定(7号)
公募投資信託のデリバティブ取引による運用の制限(8号)
公募投資信託の運用財産に関し、信用リスクの適正管理の方法として自己が定めた方法に反する取引を行う運用(8号の2)
公募投資信託の保有有価証券等の流動性の管理について権利者の解約申入れに応ずることができなくなることを防止するための措置を講じないで運用すること(8号の3)
関係外国法人等の引受有価証券等の取得申込額が予定額に達しないと見込まれる状況下での当該有価証券の取得(9号)
運用権限の再委託に関する措置を講じないで行う委託(10号)
取引決済以外の目的での口座利用等(11号)
厚生年金基金の分散投資義務違反のおそれがあることを知った場合の通知義務(12号)
存続厚生年金基金からの個別指図に応じることの禁止(13号)
存続厚生年金基金に対する断定的判断等の提供(14号)
運用財産の管理について権利者が信託する場合において講ずべき措置(15号)
運用権限の委託(42条の3)
集団投資スキーム等の自己運用業務に関する分別管理(42条の4)
投資法人の資産運用業務・投資一任業務に関する金銭等の預託の受け入れ等の禁止(42条の5)
投資法人の資産運用業務・投資一任業務に関する金銭等の貸付け等の禁止(42条の6)
運用状況に係る情報の提供(42条の7)

◆通則に置かれた規定との適用関係が分かりにくいものがある。その1つが損失補填の規制。販売勧誘ルールの38条の2第2号は、投資運用業者が、顧客勧誘に際し、顧客に

対して損失の全部または一部を補填する旨を約束する行為を禁止する。42条の2第6号は、投資運用業者が損失補填を行うことを禁止する。これは、投資助言業者に関する特則を定めた41条の2第5号等についても同じ。39条の規制との重複が見られる部分は特則に置かれた規定が適用されると解される。

一方、42条の2第6号では、事故による損失であることの当局による事故確認手続(39条3項ただし書)を求めておらず、損失補填の事後の申込み(39条1項2号)や損失補填を要求する顧客の行為(39条2項)も禁止していない。学説上は、投資運用業に39条は適用されないとする見解⁵と同条の適用を肯定する見解⁶に分かれている。

3. 投信法の行為規制

投資信託委託会社 (運用指図権限の委託を受けた者も含む)による 信託財産の運用指図の制限 〔同一法人の株式の議決権50%超の取得の禁止〕(投信法9条、12条、投信法施行規則20条) → 投資信託委託会社が信託財産を利用して他の法人を支配することを禁止 ⁷
投資信託委託会社 (運用指図権限の委託を受けた者も含む)による 議決権の指図 〔投資信託財産として有する有価証券に係る議決権 ⁸ の行使は投資信託委託会社が受託会社にその指図を行う。〕(投信法10条1項、12条) → 投資信託協会「正会員の業務運営等に関する規則」2条(各議案に対し受託会社に意思を明示すること、議決権行使の基本的考え方および意思決定に係る権限に関する規定を各社が設けること等)
特定資産の価格等の調査 〔土地・建物等の特定資産の取得または譲渡が行われたときは、投資信託委託会社は利害関係なき不動産鑑定士に当該特定資産に係る不動産の鑑定評価を行わせなければならない。土地・建物等以外の特定資産の取得または譲渡が行われたときは、投資信託委託会社は利害関係なき弁護士・公認会計士等にその価格等の調査を行わせなければならない。〕(投信法11条、投信法施行令16条の2~18条、投信法施行規則21条の2・22条)〔運用指図権限の委託を受けた者も同じく価格調査義務を負う。〕(投信法12条)
利益相反のおそれがある場合の受益者等への書面交付 〔自己の計算で行った不動産等の特定資産の取引が行われたときは、当該取引に係る事項を記載した書面を当該特定資産と同種の資産を投資の対象とする委託者指図型投資信託に係る投資信託財産に係るすべての受益者に交付する義務を負うなど。〕(投信法13条1項、投信法施行令19条、投信法施行規則23条・24条)
運用の状況に係る情報の提供等 〔投資信託委託会社は、その運用指図を行う投資信託財産について、当該投資信託財産の計算期間の末日ごとに、受益者に対し、当該投資信託財産に関する運用の状況等に係る情報(当該投資信託の仕組み・運用の方針、資産の運用の経過、運用状況の推移、投資信託委託会社・受託会社に対する報酬等、受益者が負担するその他の費用等、各資産の総額の投資信託財産の総額に対する比率など)を提供しなければならない。金商法42条の7の規定の適用除外〕(投信法14条1項本文・4項、投信法施行規則24条の2~25条の3)

⁵ 松尾直彦『金融商品取引法(第7版)』(商事法務、2023年)513頁、飯田秀総監修=金商法・実務研究会編『実務問答金商法』(商事法務、2022年)252頁-254頁〔酒井敦史=鈴木謙輔〕。

⁶ 河本一郎=大武泰南『金融商品取引法読本(第2版)』(有斐閣、2011年)316頁。

⁷ 乙部辰良『詳解投資信託法』(第一法規、2001年)38頁-39頁。

⁸ 議決権のみならず、たとえば、取得請求権付株式の取得請求権(会166条1項)、株主の募集株式の割当てを受ける権利(会202条2項)、事業譲渡等に係る反対株主の株式買取請求権(会469条1項)、株式の発行・自己株式の処分に係る無効の訴えを提起する権利(会828条1項2号・3号)などの行使についても、投資信託委託会社がその指図を行うものとされている(投信法10条1項)。

<p>→ 従来の運用報告書交付。平成 25 年改正で、「運用状況に係る情報等」(全体版)と「運用状況に係る情報のうち重要な事項に係る情報等」(重要事項版)に分けた(投信法 14 条 1 項・2 項、投信計算規則 58 条・58 条の 2)⁹。</p>
<p>** 9 条、11 条、13 条、14 条は委託者非指図型投資信託の信託会社等に準用(投信法 54 条 1 項)</p>
<p>投資信託委託会社の受益者に対する損害賠償責任〔投資信託委託会社(運用指図権限の委託を受けた者を含む)がその任務を怠ったことにより運用の指図を行う投資信託財産の受益者に損害を生じさせたときは、その投資信託委託会社は、当該受益者に対して連帶して損害を賠償する責任を負う〕(投信法 21 条。委託者非指図型投資信託の信託会社等についても同旨の規定。投信法 56 条)</p> <p>→ 投資信託委託会社が任務を怠ったことにより受益者に損害を与えた場合、債務不履行責任(民 415 条)や不法行為責任(民 709 条)を負う可能性があるが、投信法 21 条は投資信託委託会社の任務懈怠責任を法定する。特別の法定責任であり強行規定であるとすると、契約で投資信託委託会社の損害賠償責任を減免することは許されないと解される¹⁰。また運用指図権限の委託をしている場合、委託元と委託先が連帶して責任を負うこととなるため¹¹、委託元の委託先に対する監視・監督の実効性を高める意義も認められる。</p>
<p>登録投資法人の資産の運用の制限〔同一法人の株式の議決権 50% 超の取得の禁止〕(投信法 194 条 1 項、投信法施行規則 221 条。例外として投信法 194 条 2 項、投信法施行令 116 条の 2)</p>
<p>登録投資法人とその役員・監督役員、その資産運用会社等との利益相反取引の禁止〔有価証券・不動産の取得・譲渡などの取引〕(195 条、投信法施行令 118 条。例外取引として投信法施行令 117 条)</p>
<p>特定資産の価格等の調査〔土地・建物等の特定資産の取得または譲渡が行われたときは、資産運用会社は利害関係なき不動産鑑定士に当該特定資産に係る不動産の鑑定評価を行わせなければならない。土地・建物等以外の特定資産の取得または譲渡が行われたときは、資産運用会社は利害関係なき弁護士・公認会計士等にその価格等の調査を行わせなければならない。〕(投信法 201 条、投信法施行令 122 条の 2~124 条、投信法施行規則 244 条の 2~245 条)〔運用権限の再委託を受けた者も同じく価格調査義務を負う。〕(投信法 202 条)</p>
<p>登録投資法人とその資産運用会社の利害関係人との取引の制限〔資産運用会社は、登録投資法人と当該資産運用会社の利害関係人との間で取引が行われることとなるときは、当該登録投資法人の資産に及ぼす影響が軽微なものを除き、あらかじめ当該登録投資法人の同意(役員会の承認)を得なければならない。〕(投信法 201 条の 2、投信法施行規則 245 条の 2)</p> <p>→ 平成 25 年改正で、投資主保護のため、事後報告から事前報告に変更。役員会は、資産運用会社から独立した監督役員が過半数を占めるため(投信法 95 条 2 号・112 条、200 条)、役員会に監視をさせる(同意権を与える)こととした¹²。</p>
<p>投資法人に対する書面交付〔資産運用会社は、投資法人に対し、3 か月に 1 回以上、自己の計算で行った取引のうち、当該投資法人の資産の運用を行ったものと同一銘柄の取引の有無等を明らかにした書面交付義務を負う。〕(投信法 203 条、投信法施行令 125 条・126 条、投信法施行規則 246 条~248 条)</p>
<p>資産運用会社の投資法人に対する損害賠償責任〔資産運用会社(再委託先も含む)がその任務を怠ったことに</p>

⁹ 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(平成 24 年 12 月 7 日) 7 頁-8 頁(資料③)、古澤知之ほか監修『逐条解説 2013 年金融商品取引法改正』(商事法務、2015 年) 313 頁-316 頁。

¹⁰ 乙部・前掲注(7) 86 頁。

¹¹ 澤飯敦=大越有人=滝琢磨編著『投資信託・投資法人法コンメンタール』(商事法務、2019 年) 99 頁、148 頁。投資法人の運用権限の再委託先の任務懈怠について委託元が連帶責任を負うことについて、黒沼悦郎『金融商品取引法(第 2 版)』(有斐閣、2020 年) 728 頁。

¹² 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・前掲注(9) 11 頁-12 頁、古澤ほか・前掲注(9) 382 頁-383 頁。

より投資法人に損害を生じさせたときは、その資産運用会社は、当該投資法人に対し連帶して損害を賠償する責任を負う。) (投信法 204 条 1 項)

◆投信法 21 条、56 条、204 条 1 項の損害賠償責任規定

金融審議会 市場制度ワーキング・グループ中間整理 (2022 年 6 月 22 日) (資料④) 19 頁

「投資信託については、投資信託及び投資法人に関する法律において、善管注意義務・忠実義務を負う投資信託委託会社（金融商品取引業者）が、受益者に対して任務懈怠により損害を生じさせた際に、その損害を賠償する責任を負う旨を明確化する確認的な規定が置かれている。

投資信託委託会社以外の金融商品取引業に関しても、顧客に対する義務違反に対して民事法上の責任を負う旨を明確化する規定を整備する必要性について、引き続き検討する必要がある。」

→ 検討課題とされたが、市場制度 WG・資産運用 TF 報告書では言及されていないようである。

III. 運用権限の委託

1. 2024 年（令和 6 年）金商法改正前の規制の概要

(1) 42 条の 3 の規定の沿革

○平成 18 年証取法改正に伴う廃止前の投資顧問業法 (2 条 4 項 2 号、30 条の 3~30 条の 5)

平成 10 年証取法改正により、政令で定める者への権限の全部または一部の再委任を許容。締結する投資一任契約の全部の再委任は禁止。再委任を受けた者に忠実義務、行為準則の適用

○平成 18 年改正前の投信法 (17 条 1 項 2 項、14 条、15 条、34 条の 5 第 1 項 2 項)

平成 10 年証取法改正により、投資信託委託業者は、運用の指図を行う特定の投資信託財産について、指図権限の全部または一部を政令で定める者へ委託できる。すべての投資信託財産についての指図権限の全部の委託は禁止。委託を受けた者に忠実義務・善管注意義務、行為準則等の適用。投資法人の資産運用会社についても、投資法人から委託された資産運用に係る権限の一部を政令で定める者へ再委託することを許容。資産運用会社から委託を受けた者に忠実義務・善管注意義務、行為準則等の適用

→ 金商法 42 条の 3 はこれら従前の規制を引き継いだ規定¹³。運用対象のグローバル化・複雑化に伴い、運用手法に高度な専門性が求められるようになった。運用者の設定に柔軟性をもたせ、多様な商品設計を可能にする狙い¹⁴。

(2) 42 条の 3 の規定の概要

a) 「運用」を行う権限

「運用の指図」は「運用」に含まれるとされている (2 条 8 項 12 号かっこ書)。

◆「運用を行う権限」に該当するものは、政令で定める者以外に外部委託できないから(下記 c 参照)、何が「運用を行う権限」か明確であることが望ましいが、定義規定は

¹³ 松本圭介=堀弘=太田昌男「金融商品取引法制の解説 (8) 投資運用業の規制」商事法務 1779 号 (2006 年) 78 頁。

¹⁴ 森本滋「証券投資信託の将来—商品ファンド法も視野に入れて」落合誠一=江頭憲治郎=山下友信編『鴻常夫先生古稀記念 現代企業立法の軌跡と展望』(商事法務研究会、1995 年) 422 頁・426 頁。

置かれておらず、解釈に委ねられている。〔後述2.(2)c]も参照〕

- 典型的には、有価証券の取得、処分、保持に係る投資決定
- 保有有価証券に係る議決権行使の指図も含まれると解されている¹⁵。運用財産の価値に影響を与える行為であり、専門家による適切な判断が求められるもの。
- 投資先候補の発掘や投資先候補との投資にかかる交渉も「運用」に含まれる可能性が高いとの金融庁の解釈¹⁶
- 運用報告書の作成事務、議決権代理行使の実施事務、その他の事務作業等は、「運用を行う権限」に該当しないとの金融庁の解釈¹⁷

b) 契約等（投資一任契約、投資信託契約など）に委託に関する定め（42条の3第1項、業府令131条）

- ・権利者のため運用権限の全部または一部を委託する旨
- ・委託先の商号または名称
- ・委託の概要
- ・委託に係る報酬を運用財産から支払う場合には当該報酬の額または計算方法

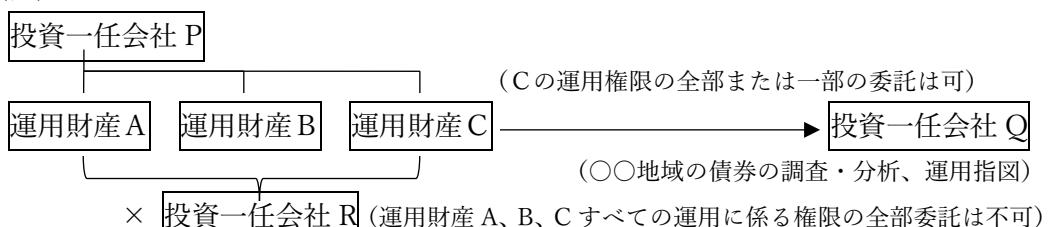
c) 委託を受けることができる者（42条の3第1項、金商法施行令16条の12）

- ①他の金融商品取引業者等（投資運用業を行う者に限る）
- ②外国の法令に準拠して設立された法人で外国において投資運用業を行う者
→ 投資運用の専門家への委託による投資者保護

d) すべての運用財産の全部委託の禁止（42条の3第2項）

投資運用業を行う金融商品取引業者等は、すべての運用財産につき、その運用に係る権限の全部を上記cに掲げる者に委託してはならない。

(例)



- すべての運用財産に係る運用権限の全部委託は、自己執行義務の表れとして禁止されると説明された¹⁸。

¹⁵ パブコメに対する金融庁の考え方（平成19年7月31日）440頁4番。

¹⁶ パブコメに対する金融庁の考え方（平成19年7月31日）84頁208番。

¹⁷ パブコメに対する金融庁の考え方（平成19年7月31日）439頁3番、岸田雅雄監修＝神作裕之＝弥永真生＝大崎貞和編『注釈金融商品取引法（改訂版）[第2巻] 業者規制』（きんざい、2022年）705頁〔堀弘〕。

¹⁸ 三井＝池田監修＝松尾編著・前掲注（4）317頁。

e) 運用権限の一部の再委託の許容（業府令 131 条 1 号から書）

- 金商法 42 条の 3 の規定からは再委託の可否は明らかでないが、業府令 131 条 1 号はつぎのように規定している。

「法第 42 条の 3 第 1 項に規定する内閣府令で定める事項は、次に掲げる事項とする。

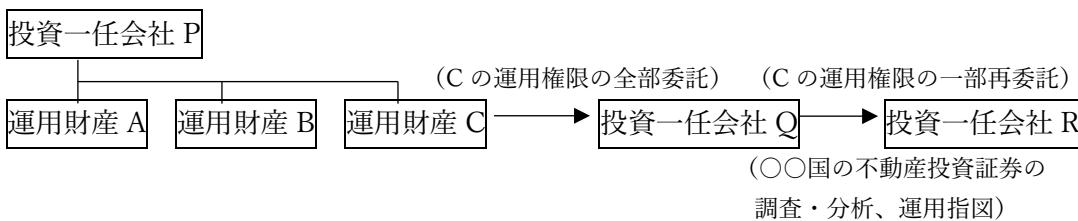
一 権利者のため運用を行う権限の全部又は一部の委託（当該委託に係る権限の一部を更に委託するものを含む。以下この条において同じ。）をする旨及びその委託先の商号又は名称（当該委託先が適格投資家向け投資運用業を行うことにつき法第 29 条の登録を受けた金融商品取引業者であるときは、その旨を含む。）」

- 金商法 42 条の 2 第 7 号（禁止行為）を受けた業府令 130 条 1 項 10 号

「法第 42 条の 3 第 1 項の規定により権利者のため運用を行う権限の全部又は一部の委託を行う場合において、当該委託を受けた者が当該委託に係る権限の再委託（当該権限の一部を同項に規定する政令で定める者に更に委託するもの（更に委託を受けた者が当該委託に係る権限を更に委託しないことを確保するための措置を講じている場合に限る。）を除く。）をしないことを確保するための措置を講ずることなく、当該委託を行うこと。」

→ 上記の両規定から、運用権限の一部の再委託は許容されると解されるが、運用権限の全部の再委託および運用権限の一部の再々委託は禁止されると解される¹⁹。

（例）



f) 委託先の業務の適正の確保

① 委託先に、権利者に対する忠実義務・善管注意義務（42 条）、行為準則（42 条の 2）の規定の適用がある（42 条の 3 第 3 項による読み替え）。

◆42 条および 42 条の 2 の規定が直接適用されるのは委託先までであり（42 条の 3 第 3 項）、委託元である金融商品取引業者等および委託先は、権利者に対する忠実義務および善管注意義務（42 条）に基づき、「再委託先」の選任・監督について責任を負うと解する金融庁の見解²⁰

② 委託元の金融商品取引業者等において、委託先の選定基準や事務連絡方法が適切に定められているか、委託先の業務遂行能力や契約条項の遵守状況について継続的に確認できる態勢が整備されているか、委託先の業務遂行能力に問題がある場合における対応策（業務の改善の指導、再委任の解消等）を明確に定めているか、検証される。当該委託先に委託された権限の一部を再委託する場合も同じ（金商業者等監督指針 VI-2-2-1 (1) ④等）。

¹⁹ パブコメに対する金融庁の考え方（平成 19 年 7 月 31 日）439 頁 69 番。

²⁰ パブコメに対する金融庁の考え方（平成 19 年 7 月 31 日）439 頁 69 番。

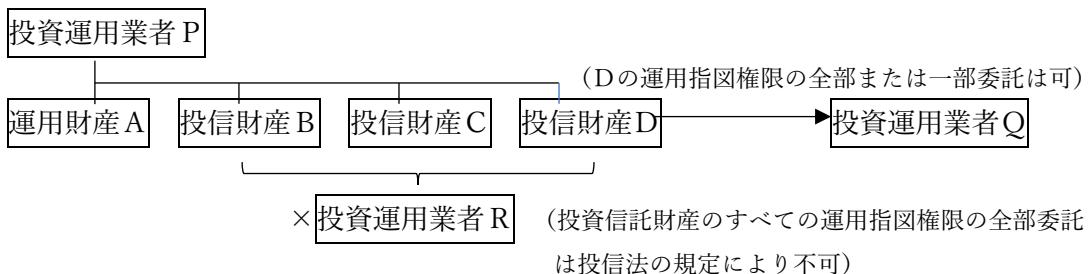
(3) 投資信託・投資法人の運用指図権限の委託

a) 委託者指図型投資信託

投資信託財産の運用指図権限の全部または一部を上記(2)c①②、信託会社等、商品投資顧問業者等に委託できる（投信法2条1項から書、12条2項、投信法施行令2条）。ただし、運用指図を行うすべての投資信託財産に係る運用指図権限の全部を第三者に委託することは禁止される（投信法12条1項）。

→ 全部委託すれば投資信託委託業者は運用指図業務をまったく行わないこととなり、このような者に投資信託委託業者としての認可（当時）を与えておくのは適当とは考えられないからと説明されていた²¹。

（例）



b) 委託者非指図型投資信託

投資信託財産の運用権限の一部を上記(2)c①②、信託会社等、商品投資顧問業者等に委託できるとされ、全部委託は禁止される（投信法2条2項から書、55条1項、投信法施行令4条）。

→ 運用権限の全部の外部委託を認めると、委託者指図型投資信託と形態が類似する。委託者指図型投資信託と委託者非指図型投資信託の適用関係を明確にするため、全部委託を禁止している²²。

c) 投資法人

資産運用会社は、資産運用に係る権限の全部再委託は認められず（投信法202条1項）、運用権限の一部の再委託のみ認められている（同条2項）。再委託先は、上記(2)c①②のみである（42条の3第1項）。

→ 投資信託委託業者の業務は、投資の仕組みの設計、受益証券の発行、資産の運用指図など広範であるから委託先との分業を認めることに合理性がある。一方、投資法人の資産運用会社は資産運用を行うだけであり全部の権限を再委託する理由に乏しく、全部再委託する必要があるなら、投資法人は最初から当該再委託先と資産運用委託契約を締結すればよい、という理由による²³。

²¹ 乙部・前掲注(7)62頁。

²² 乙部・前掲注(7)97頁。

²³ 証券取引法研究会「証券取引法研究会 金融システム改革法について(3)証券投資信託法の改正(続)及び投資顧問業法の改正」インベストメント51巻6号(1998年)45頁〔黒沼悦郎報告〕、乙部・前掲注(7)199頁、額田雄一郎編著『逐条解説投資法人法』(きんざい、2012年)416頁。

d) 投資信託約款・規約への記載

委託者指図型投資信託では、委託内容、委託先の名称・委託に係る費用等は、投資信託約款の記載事項（投信法4条2項14号・15号・18号、投信法施行規則7条5号・6号）。委託者非指図型投資信託でも、委託に関する内容は投資信託約款の記載事項（投信法49条2項15号・16号・19号、投信法施行規則78条4号・5号）。投資法人では、運用権限の一部再委託に関する内容は規約の記載事項（投信法67条1項5項、投信法施行規則105条6号ロ）。

e) 投資信託における再委託・投資法人における再々委託の可否

i) 委託者指図型投資信託では、投資信託約款の記載事項について、委託者が運用の指図に係る権限を委託する場合として、運用の指図に係る権限の一部を更に委託するものも含めていることから（投信法4条2項18号、投信法施行規則7条5号・6号）、運用の指図に係る権限の一部の再委託は可能であると解される。

ii) 委託者非指図型投資信託も同様に、投資信託約款の記載事項について、信託会社等が運用に係る権限を委託する場合として、当該委託に係る権限の一部を更に委託するものも含めていることから（投信法49条2項19号、投信法施行規則78条4号・5号）、運用に係る権限の一部の再委託が可能であると解される。

iii) 投資法人では、規約の記載事項について、資産運用会社からの資産の運用に係る権限の一部の再委託に関する事項が定められているが（投信法67条1項・5項、投信法施行規則105条6号ロ）、当該再委託先からの再々委託を想定する規定は設けられていないので、投資法人において運用権限の再々委託は許容されていないと解される。

2. 改正法の概要

(1) 改正の背景

○欧州の状況

- ・ 欧州の投資信託の約7割がEUのUCITS（Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities）指令に基づくUCITSファンド。管理会社、約款または定款、預託機関（資産保管）の設置が必要
- ・ ファンドの運営業務 ⇒ 管理会社（ファンド・マネジメント・カンパニー）が行う
- ・ 運用業務 ⇒ 資産運用会社に外部委託
- ・ 管理会社は自ら運用することを禁止されていないが、運用業務を外部委託するのが一般的である²⁴。
- ・ ミドル・バックオフィス業務 ⇒ アドミニストレーターに外部委託

○日本の状況

- ・ 上記1.(2)d)のとおり、すべての運用財産に係る運用権限・運用指図権限の全部委託が禁じられていることから、欧州の管理会社のように、投資運用業者がファンド

²⁴ 一般社団法人投資信託協会 資産運用業に係る海外動向等の調査部会「投資信託のガバナンスについて中間報告」（2017年5月18日）15頁。

運営機能に業務を特化することはできない。

- ⇒ 資産運用と資産管理の機能分化が可能となり、ファンド運営機能に特化する業者が増加すれば、
- ✓ 新規の特色あるアセットマネジャーの増加につながる。
 - ✓ 専門性の高い業者に資産運用業務を委ねることで全体の効率性が高まる。

(2) 金商法 42 条の 3 第 2 項の改正

a) 改正の概要

【改正前】

「金融商品取引業者等は、前項の規定にかかわらず、すべての運用財産につき、その運用に係る権限の全部を同項に規定する政令で定める者に委託してはならない。」

【改正後】

「金融商品取引業者等は、前項の規定により委託をする場合においては、当該委託を受ける者に対し、運用の対象及び方針を示し、かつ、内閣府令で定めるところにより、運用状況の管理その他の当該委託に係る業務の適正な実施を確保するための措置を講じなければならない。」

改正前 すべての運用財産の運用に係る権限の全部の外部委託を禁じていた。

改正後 上記の禁止が廃止された。

b) 委託元の投資運用業者の義務

- ①委託を受ける者に対し、運用の対象および方針を示すこと（運用の対象および方針を決定するという企画・立案の権限・機能は委託元が保持すること）
- ②内閣府令で定めるところにより、運用状況の管理その他の当該委託に係る業務の適正な実施を確保するための措置を講ずること を義務づけた。

b -1) ①の「運用の対象および方針」

- ⇒ 投資運用業の中核的な業務として、委託してはならないことを明確化したもの。たとえば、運用に当たりどのような考え方に基づきどのようなアセットクラスに投資するか、短期的な売買による投資か長期的な保有による投資か、どのくらいリスクを取って運用するかといった内容は、「運用の方針」の構成要素となり得る²⁵。

◆たとえば、投資法人では規約に「資産運用の対象及び方針」が記載される（投信法 67 条 1 項 7 号・5 項、投信法施行規則 105 条 1 号）。規約は設立企画人（投信法 66 条 3 項）により作成され（投信法 66 条 1 項）、成立後は投資主総会の決議により変更される（同法 140 条、93 条の 2 第 2 項 3 号）。設立企画人は、投資法人設立後の資産運用会社となる者がなることが実務上は通例といわれる²⁶。資産運用会社が示す「運用の対象及び方針」はこれと（ほぼ）同じものとなるのかもしれない。

²⁵ パブコメに対する金融庁の考え方（令和 7 年 3 月 28 日）26 番。

²⁶ 森・濱田松本法律事務所編『投資信託・投資法人の法務』（商事法務、2016 年）327 頁。

委託者指図型投資信託の投資信託約款の記載事項（投信法4条2項6号・4項、投信法施行規則8条2号）、委託者非指図型投資信託の投資信託約款（投信法49条2項5号・4項、投信法施行規則79条2号）にも、資産運用の基本方針や投資の対象とする資産の種類などが記載される。約款を内閣総理大臣に届け出るのは運用会社（委託者指図型では投資信託委託会社、委託者非指図型では信託会社等）とされている。ただし、変更の場合、受益者による書面決議が必要（投信法17条1項、16条1号、54条1項）。

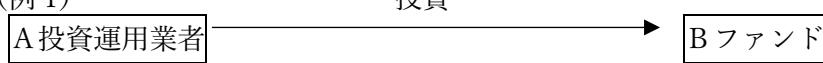
b-2) ②の「内閣府令で定めるところ」（業府令131条2項）²⁷

委託（当該委託に係る権限の一部を更に委託するものを含む）に係る業務の適正な実施を確保するための措置

- (i) 委託先の選定の基準および委託先との連絡体制の整備
- (ii) 委託先の業務遂行能力および委託契約の遵守の状況を継続的に確認するための体制の整備
- (iii) 委託先が当該委託に係る業務を適正に遂行することができないと認められる場合の対応策（業務の改善の指導、委託の解消等²⁸）の整備

c) 再び運用委託の定義について

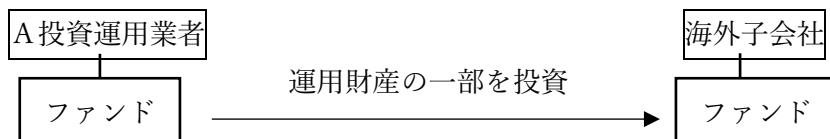
(例1)



[コメントの概要] 運用委託の定義について、いわゆるファンド（外国籍私募投信等）購入による運用は運用委託にあたらないと考えてよいか。

[金融庁の考え方] ……例えば、金融商品取引業者が投資運用業として自らの投資判断に基づきファンドへの投資を行う場合、当該ファンドへの投資を行う行為は、一般的には金融商品取引業者から当該ファンドの運用者に対する運用権限の委託には該当しないものと考えられます²⁹。

(例2)



[コメントの概要] 当社が運営するファンドは、運用財産の一部を海外子会社が運営するファンドに投資することとしており、当該ファンドとの出資契約締結を予定しているが、これは投資行為であって運用権限の委託には該当しないとの理解でよいか。

[金融庁の考え方] 個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものではありますが、基本的には、貴見のとおりと考えられます³⁰。

²⁷ 改正前の金商業者等監督指針VI-2-2-1(1)④等に定められていた内容を業府令131条2項として規定した。

²⁸ 金商業者等監督指針VI-2-2-1(1)④、VI-2-3-1(1)④、VI-2-5-1(1)④等。

²⁹ パブコメに対する金融庁の考え方（令和7年3月28日）27番。

³⁰ パブコメに対する金融庁の考え方（平成19年7月31日）439頁1番。

◆投資行為と運用権限の委託は違うか？両者は、対象ファンドの投資運用業者の技能に対して依存・信頼している点では似ているといえる。投資運用業の定義「金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に基づいて有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、金銭その他の財産の運用を行うこと」(2条8項12号・14号・15号)によれば、対象ファンド持分への投資は、投資判断（有価証券等の価値等の分析）に基づいてなされる投資運用行為であると解される。一方、運用委託の場合は、有価証券等の価値の分析等を行うわけではなく³¹、委託先の投資運用業者の専門性を信頼して運用権限を委託するものと考えらる。

(3) 委託先の業務の適正確保

- ①委託先に、権利者に対する忠実義務・善管注意義務(42条)、行為準則(42条の2)の規定の適用がある(42条の3第3項による読み替え)。
- ②委託元には、上記3.(2)b-2の業府令131条2項で規定する措置がとられていることを要求。運用権限の全部を外部委託した場合であっても、委託元の投資運用業者は、投資者に対し善管注意義務や忠実義務を負っており、外部委託先の運用状況について必要なモニタリングを行わなければならない³²。
- ③業務を適正に遂行するための十分な知識および経験を有する役員または使用人の確保の状況および組織体制(29条の4第1項1号ホ・ヘ、1号の2)として、「運用権限を委託する場合にあっては、当該委託に係る業務の監督を行う部門を統括する者として、運用を行う資産に関する知識及び経験を有する者が確保されていること」が求められることが新たに明記された(金商業等監督指針VI-3-1-1(1)①ハ)。

(4) 投信法の改正

a) 投信法12条

【改正前】

(運用の指図に係る権限の委託)

第12条 投資信託委託会社は、その運用の指図を行うすべての委託者指図型投資信託につき、当該指図に係る権限の全部を、第2条第1項に規定する政令で定める者その他の者に対し、委託してはならない。

2 投資信託委託会社がその運用の指図を行う特定の投資信託財産について、当該指図に係る権限の全部又は一部を委託した場合における前二条の規定の適用については、これらの規定中「投資信託委託会社」とあるのは、「投資信託委託会社(当該投資信託委託会社からその運用の指図に係る権限の全部又は一部の委託を受けた第2条第1項に規定する政令で定める者を含む。)」とする。

³¹ 黒沼・前掲注(11)739頁。

³² 齊藤将彦ほか「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律の解説－資産運用の高度化、多様化に向けた見直し」商事法務2363号(2024年)6頁。

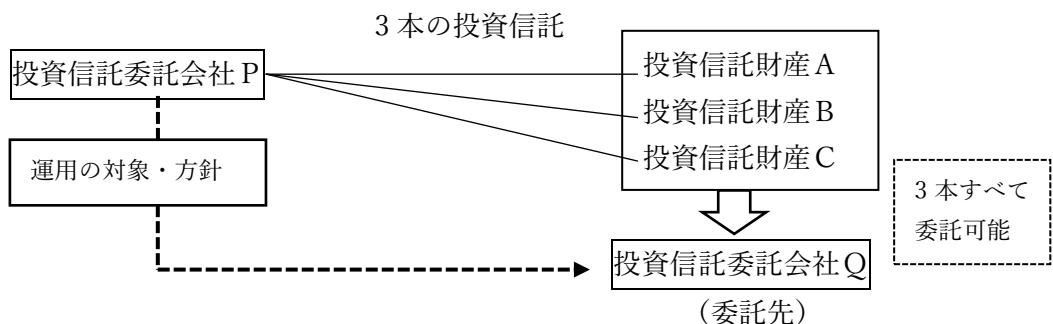
【改正後】

(運用の指図に係る権限を委託した場合の読み替え)

第12条 投資信託委託会社がその運用の指図を行う特定の投資信託財産について、当該指図に係る権限の全部又は一部を委託した場合における前三条の規定の適用については、これらの規定中「投資信託委託会社」とあるのは、「投資信託委託会社（当該投資信託委託会社からその運用の指図に係る権限の全部又は一部の委託を受けた第2条第1項に規定する政令で定める者を含む。）」とする。

◆改正前の第1項の規定を削除。これにより、投資信託委託会社は、従来少なくとも1つのファンドを自家運用する必要があったが、すべての投資信託財産に係る運用指図権限の全部委託が可能となった。

(例)



b) 投信法 202条³³

【改正後】

(投資法人から委託された権限を再委託した場合の読み替え)

第202条 資産運用会社が投資法人から委託された資産の運用に係る権限の全部又は一部を再委託した場合における第201条の規定の適用については、同条中「資産運用会社」とあるのは、「資産運用会社（当該資産運用会社から資産の運用に係る権限の全部又は一部の再委託を受けた者を含む。）」とする。

【改正前】

(投資法人から委託された権限の再委託等)

第202条 資産運用会社は、投資法人の委託を受けてその資産の運用を行う場合において、当該投資法人から委託された資産の運用に係る権限の全部を他の者に対し、再委託してはならない。

2 資産運用会社が投資法人から委託された資産の運用に係る権限の一部を再委託した場合における第201条の規定の適用については、同条中「資産運用会社」とあるのは、「資産運用会社（当該資産運用会社から資産の運用に係る権限の一部の再委託を受けた者を含む。）」とする。

◆改正前の第1項の規定を削除して、第2項の規定において権限の全部再委託も可能であることを明記した。

³³ 併せて、投資法人の規約の記載事項も、「資産の運用に係る権限の一部の再委託」が「資産の運用に係る権限の全部又は一部の再委託」に改められている（投信法施行規則105条6号ロ）。

IV. 投資運用関係業務受託業にかかる制度の導入

1. 2024年（平成6年）金商法改正前の規制の概要

（1）運用を行う権限とそれ以外の権限

➢ 運用を行う権限以外の業務

○ 金融庁の見解

「『権利者のため運用を行う権限の全部又は一部』（金商法第42条の3第1項）に該当しないものについては、金商法施行令第16条の12に規定する者以外の者に委託することも可能であると考えられます。」³⁴

○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（平成24年12月7日）5頁～6頁

「③ 外部委託に関する規制の明確化

現在、投資信託委託会社の運用指図権限の外部委託については、委託先の範囲等に係る規定がある。他方、運用指図以外の業務については明文の規定がないため、委託の可否が不明との指摘がある。業務効率の向上を図る外部委託を妨げることのないよう、運用指図権限以外の権限の外部委託が可能である旨を何らかの形で明確化することが適当である。」

→ 今回の改正は、投資運用関係業務の外部委託が可能であることを明確にするとともに、一定の要件を満たす業務の外部委託を行う場合に登録要件を緩和するもの

（2）人的構成・体制整備の要件（29条の4第1項1号ホ・ヘ）

- a) 金融商品取引業を適確に遂行するに足る人的構成を有しない者（29条の4第1項第1号ホ）、金融商品取引業を適確に遂行するための必要な体制を整備していないと認められるもの（同号ヘ）を登録拒否要件に挙げている。
- b) 資産運用部門とは独立してコンプライアンス部門（担当者）が設置され、その担当者として十分な知識および経験を有する者が十分に確保されていること（金商業者等監督指針VI-3-1-1（1）①ニ）。
- c) 運用対象財産に係る計算およびその審査を行う体制整備が可能な要員の確保が図られていること（金商業者等監督指針VI-3-1-1（1）①ヘm）。

2. 導入の背景

（1）投資運用業務を行う上で必要となる主な機能

- ファンド等の運営業務
- 運用業務
- 経理や法令遵守等に関する業務（ミドル・バックオフィス業務）

投資運用業の新規参入が伸びていない原因の1つとして、登録要件を満たすためのミドル・バックオフィス業務に関する体制整備の負担が重いとの指摘がある³⁵。

→ 「新規算入の促進による健全な競争環境を確保する観点から、適切な品質が確保された事業者へのミドル・バックオフィス業務の外部委託を可能とし、投資運用業の参入

³⁴ パブコメに対する金融庁の考え方（平成19年7月31日）439頁3番。

³⁵ 資産運用業強化委員会「資産運用業強化委員会報告書」（2017年6月29日）6頁も同旨の指摘。

要件の一部緩和を検討することが適当である。」（市場制度 WG・資産運用 TF 報告書 6 頁）

(2) 外部委託のメリット（市場制度 WG・資産運用 TF 報告書 6 頁）

- 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。
- 新規参入業者が最小限の人員を自前で整えてミドル・バックオフィス業務を行うよりも、専門業者に外部委託することで、業務の質が高まる効果も期待される。
- ミドル・バックオフィス業務を担う人材の育成にもつながる。

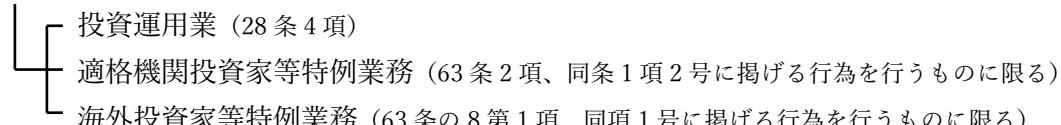
(3) どういう形で法制度に組み込むか（市場制度 WG・資産運用 TF 報告書 6 頁）

- 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いる。
- そのような事業者に一律の参入規制を課すことは過剰規制となり、サービスの担い手がいなくなるおそれがある。
- よって、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ミドル・バックオフィス業務の提供を委託すれば、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。

3. 改正法令の概要

(1) 投資運用関係業務（2条 43 項）

投資運用業等（2条 43 項柱書）



- 「投資運用関係業務」とは、投資運用業務に関して行う、次の①②の業務をいう。
- 「投資運用関係業務受託業」とは、投資運用業等を行う者の委託を受けて、投資運用関係業務（下記（1）の①②業務のいずれか）を業として行うこと（2条 44 項）。

① 経理業務（2条 43 項 1 号）

投資運用財産（権利者のため運用を行う金銭その他の財産）を構成する有価証券その他の資産および当該資産から生ずる利息または配当金ならびに当該運用対象財産の運用に係る報酬その他の手数料を基礎とする当該運用対象財産の評価額の計算移管する業務

【業務の具体的な内容】（金商業者等監督指針VI-3-1-1 (7) ①イ、投資運用関係業務受託業者向けの監督指針III-3-1-1 (2) イ）

（i）投資信託財産に係る計算およびその審査（投資信託財産の基準価額の算出および当該算出に向けた投資信託の設定・解約の集計、資産の約定照合、利金・配当金等の計上等を含む）

（ii）上記（i）のほか、運用対象財産の評価額の計算およびその審査

② コンプライアンス業務（2条 43 項 2 号）

法令等を遵守させるための指導に関する業務

【業務の具体的な内容】(金商業者等監督指針VI-3-1-1 (7) ①ロ、投資運用関係業務受託業者向けの監督指針III-3-1-1 (2) ロ)

- (i) 法令等遵守の観点から定期的な業務実態の把握、課題の指摘および対応策の検討その他これに関連する業務
- (ii) コンプライアンスに関する社内規則その他マニュアル等の案文作成・管理
- (iii) コンプライアンス研修の定期的な企画・実施その他コンプライアンスに関する情報の提供

Cf. 金商業者等監督指針VI-3-1-1 (7) 「投資運用関係業務を委託する業者に関する留意事項」において、「投資運用関係業務は、委託する業者における投資運用業の質を左右し得る一定の継続性・能動性を有するものであり、そのような性質を有しない業務は投資運用関係業務には該当しない。」と述べられている。

(2) 投資運用関係業務受託業 (2条 44 項) と登録制度

投資運用関係業務受託業を行う者は、内閣総理大臣の登録を受けることができる(66条の71)。 → 任意的な登録制が採用されている。

この登録を受けた者を「投資運用関係業務受託業者」という(2条 45 項)。法人または自然人が投資運用関係業務受託業者となる(66条の72第1項1号・3号、66条の74第8号参照)。登録拒否事由(66条の74)に該当しない限り、内閣総理大臣は登録簿に登録しなければならない(66条の73)。登録申請書の記載事項・添付書類(66条の72、業府令347条～351条)

(3) 投資運用関係業務受託業者に課される義務

➢適切な品質を確保するため

①誠実義務 [投資運用関係業務受託業者ならびにその役員および使用人は、委託者のため誠実かつ公正にその業務を遂行] (66条の76)

②委託者に対する忠実義務・善管注意義務 (66条の77)

③業務管理体制の整備 (66条の78、業府令358条) [業務を適確に遂行するための社内規則等の整備、従業員に対する研修その他の措置；業務の適正を確保するための措置；投資運用関係業務に係る行為のうち、委託者と利益相反となる行為を適切な方法で特定し、適正な業務遂行を害しないようにするための措置；投資運用関係業務受託業に係る業務以外の業務に係る行為が投資運用関係業務に不当な影響を及ぼさないための措置；投資運用関係業務に関して知り得た情報の管理および秘密の保持を適切に行うための措置]³⁶⁾

④名義貸しの禁止 (66条の79)

⑤再委託の禁止 (66条の80第1項本文)。ただし、内閣総理大臣の承認を受けたときは再委託が可能とされている(同項ただし書。承認申請書の記載事項・添付書類につき、業府令359条)。内閣総理大臣は、この承認申請があった場合には、投資運用関係業務の委託(2以上の段階にわたる委託を含む)を行うことが、承認申請者に当該投資運用関係業務を委託した者における投資運用業等の適確な遂行に支障を及ぼすおそれがあると認められると

³⁶ さらに、金融庁「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針(別冊)投資運用関係業務受託業者向けの監督指針」(令和7年5月) III-2-1において、業府令358条各号の監督上の留意点を定めている。

きに限り、承認しないものとする（同条2項³⁷）。

- ⑥投資運用関係業務受託業に関する記録の作成・保存（66条の81、業府令360条）
- ⑦事業年度ごとに事業報告書を作成し、内閣総理大臣に提出（66条の82、業府令361条・362条）
 - エンフォースメントとして、投資運用関係業務委託業者に対する当局の監督（業務改善命令、登録取消し・業務停止の命令（66条の84、66条の85）。

（4）委託元である金融商品取引業者等の登録拒否要件との関係

a) 人的構成要件（29条の4第1項1号の2）・体制整備要件（同項1号へ）の緩和

（i）申請の対象となる金融商品取引業に係る業務のそれぞれにつき、その執行について必要となる十分な知識および経験を有する役員または使用人を確保していること（同項1号の2本文）

→ 投資運用関係業務を投資運用関係業務受託業者に委託する場合、その投資運用関係業務の監督を適切に行う能力を有する役員または使用人を確保していれば足りる（同号ただし書）。上記「監督を適切に行う能力を有する」者とは、投資運用関係業務受託業者に委託する投資運用関係業務の内容を理解し把握するとともに、当該投資運用業務受託業者に対して適確に指示を行う能力がある者をいい、当該投資運用関係業務を直接遂行するにあたって必要な知識および経験ならびに過去に投資運用業に関する業務に従事していた経験は問わない、とされる（金商業者等監督指針VI-3-1-1（1）①ニ。下記ii・iiiにおいても同じ）³⁸。

（ii）資産運用部門とは独立してコンプライアンス部門（担当者）が設置され、その担当者として十分な知識および経験を有する者が十分に確保されていること（金商業者等監督指針VI-3-1-1（1）①ニ本文）。

→ 投資運用関係業務（法令遵守等に関する業務）を投資運用関係業務受託業者に委託する場合、その投資運用関係業務の監督を適切に行う能力を有する者を確保していれば足りる（同号ただし書）。

（iii）運用対象財産に係る計算およびその審査の体制整備が可能な要員の確保が図られて

³⁷ さらに、金融庁「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（別冊）投資運用関係業務受託業者向けの監督指針」（令和7年5月）III-2-2において、「承認申請者に当該投資運用関係業務を委託した者における投資運用業等の適確な遂行に支障を及ぼすおそれがあると認められるとき」に該当し得る場合として、①投資運用関係業務受託業者以外の者にその受託する投資運用関係業務の全部を再委託する場合、②その受託する投資運用関係業務の再委託につき、委託者に説明し承諾を得るための体制を整備していない場合が挙げられている。

³⁸ 金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律案に対する附帯決議の「一 投資運用業によるコンプライアンスなどミドル・バックオフィス業務の投資運用関係業務受託業者への委託により、当該業務の執行について必要となる十分な知識および経験を有する役員又は使用人が不要となる結果、コンプライアンス管理等の態勢が弱体化して顧客に不利益が及ぶことのないよう、当該業務の監督を適切に行う能力を有する役員又は使用人が備えるべき資質を監督指針などで明確に定めること。」への対応と考えられる。

いること（金商業者等監督指針VI-3-1-1 (1) ①～m）。

→ 投資運用関係業務（経理に関する業務）を投資運用関係業務受託業者に委託する場合、その投資運用関係業務の監督を適切に行う能力を有する者を確保していなければ足りる（同ただし書）。

b) 投資運用業者に求められる体制整備（金商業者等監督指針VI-3-1-1 (7) ②）³⁹

- 委託先の投資運用関係業務受託業者に対し、委託した投資運用関係業務の遂行に関して必要な情報を適時に提供する体制の整備
- 委託先の投資運用関係業務受託業者から受けた指摘等を適切に反映する体制の整備
- 投資運用関係業務受託業者に委託した投資運用関係業務を適切に監督し、委託先の投資運用関係業務受託業者に必要に応じて適切な指示等を行うことができる体制の整備
- 投資運用業者は、投資家に対する忠実義務に基づき、委託先の監督管理を適切に行う必要がある⁴⁰。

V. 金銭等の預託の受入れと参入要件の緩和

1. 金銭等の預託の受入れに関する規制（金商法42条の5）の概要

金融商品取引業者等は、有価証券等管理業務として行う場合その他政令で定める場合⁴¹を除くほか、その行う投資運用業（投資一任業務、投資法人資産運用業務に限る）に関して、いかなる名目によるかを問わず、①顧客から金銭もしくは有価証券の預託を受けること、または、②当該金融商品取引業者等と密接な関係を有する者として政令で定める者⁴²に顧客の金銭もしくは有価証券を預託させること、が禁止される（42条の5）⁴³。投資一

³⁹ 金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律案に対する附帯決議の「二 投資運用関係業務受託業者の業務品質の向上を図るために、受託業務量が過大となることや委託元である投資運用業者から不当な圧力を受けることを防ぐとともに、委託元に対し業務上必要な情報提供を隨時求めることができるよう必要な措置を講じること。」への対応と考えられる。

⁴⁰ 齊藤ほか・前掲注（32）6頁。

⁴¹ 適用除外となる場合（42条の5本文、金商法施行令16条の9、業府令126条の2）として、①有価証券等管理業務（28条5項、同条1項5号）として行う場合、②信託業務を営む金融機関である登録金融機関が信託業務として行う場合、③預金、貯金または定期積金等の受入れを行う場合等。

⁴² 金融商品取引業者（有価証券等管理業務を行う者に限る）、銀行、協同組織金融機関、保険会社、信託会社、株式会社商工組合中央金庫以外の者であって、①当該金融商品取引業者等（個人である者）の親族（配偶者ならびに三親等以内の血族および姻族）、②当該金融商品取引業者等（法人である者）の役員または使用人、③当該金融商品取引業者等の親法人等または子法人等、④当該金融商品取引業者等の議決権の過半数を有する個人株主等である（金商法施行令16条の10、業府令127条）。

⁴³ 金融商品取引業者が、投資運用業に関し、顧客のために有価証券の売買やデリバティブ取引の決済のために金銭等の預託を受けることが必要なときは除かれる（42条の5ただし書）。預託が一時的なものであるから許容されている（黒沼・前掲注（11）741頁）。ただし、金融商品取引業者が投資運用業に関し一時的に金銭等の預託を自己の口座に受ける場合、当該取引の決済以外の目的で当該口座を利用し、または当該金銭もしくは有価証券を当該取引の決済のため必要な期間を超えて当該口座に滞留させることが禁止される（42条の2第7号、業府令130条1項11号）。

任契約の相手方が特定投資家である場合は除く（45条4号。ただし業府令156条3号で分別管理態勢の整備が要求される。）。

→かつて多くみられた投資者被害（顧客資産の流用事例）を未然に防ぐため⁴⁴設けられた平成18年廃止前の投資顧問業法19条・33条の規定を平成18年改正において金商法に引き継いだもの⁴⁵。

2. 改正の背景と改正後の法令

（1）改正の背景

○「…新規参入の促進による健全な競争環境を確保する観点から、適切な品質が確保された事業者へのミドル・バックオフィス業務の外部委託を可能とし、投資運用業の参入要件の一部緩和を検討することが適当である。

具体的には、「(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・体制整備等）を緩和することが適当である。」（市場制度WG・資産運用TF報告書6頁）

○「投資運用業務の人的な側面からの負担軽減を目指す規制緩和と併せ、財務的な側面からの負担軽減として、今後、投資運用業に関して顧客から金銭等の預託を受けない場合等には投資運用業の資本金・純財産額要件を引き下げるなどを検討している。⁴⁶」（立案担当者）

（2）改正の内容

a) 金融商品取引業者の登録申請書の記載事項（29条の2第1項5号の2新設）

投資運用業を行おうとする場合において、その行おうとする投資運用業に関して、顧客から金銭又は有価証券の預託を受けず、かつ、自己と密接な関係を有する者として政令で定める者に顧客の金銭又は有価証券を預託させないときには、その旨

→預託の有無の把握のため⁴⁷

※「自己と密接な関係を有する者」金商法施行令15条の4の2新設⁴⁸

⁴⁴ 証券取引審議会答申「証券投資顧問業の在り方について」（昭和60年11月25日）第5章7.イ。

⁴⁵ 松本ほか・前掲注（13）78頁。

⁴⁶ 齊藤ほか・前掲注（32）6頁。

⁴⁷ 齊藤ほか・前掲注（32）10頁。

⁴⁸ 金融商品取引業者（有価証券等管理業務を行う者に限る）、銀行、協同組織金融機関、保険会社、信託会社、株式会社商工組合中央金庫以外の者であって、①登録申請者の役員または使用人、②登録申請者の親法人等または子法人等、③登録申請者の50%超の議決権を保有する個人、等である（金商法施行令15条の4の2、業府令6条の2）。

b) 金融商品取引業者の最低資本金の額 (29条の4第1項4号イの規定を受けて金額を定める
商法施行令15条の7第1項4号の改正)

投資運用業（適格投資家向け投資運用業（法第29条の5第1項に規定する適格投資家向け投資運用業をいう。以下同じ。）を除く。）を行おうとする場合（前各号に掲げる場合を除く。） 5,000万円 （その行おうとする投資運用業に関して、顧客から金銭又は有価証券の預託を受けず、かつ、第15条の4の2に規定する者に顧客の金銭又は有価証券を預託させない場合には、1,000万円） （下線部分を追加）

※純財産の額（資産の合計金額から負債の合計金額を控除して得た額。29条の4第1項5号ロ、業府令14条）は、金商法施行令15条の7第1項各号に規定する資本金の額と同額（金商法施行令15条の9）

→ 資本金の額を5,000万円から1,000万円に下げることにより参入要件を緩和。投資運用業者の新規参入を促す狙い。

以上

資産運用立国実現プラン

1. 基本的考え方

- 岸田政権は、官民の連携により、社会課題を成長のエンジンに転換する「新しい資本主義」を進めている。その重要なピースとして、我が国の家計金融資産 2,115 兆円（2023 年 6 月末時点）の半分以上を占める現預金が投資に向かい、企業価値向上の恩恵が家計に還元されることで、更なる投資や消費につなげ、家計の勤労所得に加え金融資産所得も増やしていく資金の流れを創出し、「成長と分配の好循環」を実現していくことが重要である。
- こうした中、これまで、「資産所得倍増プラン」（2022 年 11 月策定）やコーポレートガバナンス改革等を通じ、インベストメントチェーンを構成する各主体に対する働きかけを行ってきた。具体的には、
 - ・ 家計に向けては、NISA の抜本的拡充・恒久化、顧客の立場に立ったアドバイザーの普及・促進に向けた検討、金融経済教育の充実など、家計の安定的な資産形成を支援するための取組を推進するとともに、
 - ・ 金融商品の販売会社等に対しては、顧客本位の業務運営の確保に向け、モニタリング等を通じ、顧客の最善の利益に資する金融商品の組成・販売・管理等に関する態勢整備を促してきた。また、こうした取組の一層の定着・底上げを図るため、金融事業者に対して、顧客の最善の利益を勘案しつつ誠実かつ公正に業務を遂行する義務を設けるとともに、家計の資産形成において重要な役割を担う企業年金等もその対象に加えることを内容とする関連法案が国会において成立した。
 - ・ 加えて、我が国企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向け、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、「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」の策定等の取組を行うとともに、金融・資本市場の機能の向上にも取り組んできた。
- 引き続き、こうした取組を推進していく。これらの取組に続き、インベストメントチェーンの残されたピースとして、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。

アセットオーナーは、受益者の最善の利益を勘案しつつ誠実かつ公正に業務を遂行する観点から運用力の高い資産運用会社へ運用委託し、資産運用会社は、運用に関する分析能力を高め、専門的な運用能力を発揮して、良質でより良いリターンをもたらす運用戦略や金融商品を開発・提供していくことが求められる。併せて、アセットオーナーや資産運用会社が主体的にスチュワードシップ活動に取り組むことにより、既に述べた我が国企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に繋げていくことが期待される。

また、アセットオーナーや資産運用会社が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）を行うことにより、受益者や顧客等からの評価を通じ、その運用力の向上に繋げていくことも重要である。

なお、地域経済を含めた我が国経済・社会の持続的成長のための成長資金の供給拡大や分散投資の観点から、オルタナティブ投資やサステナブル投資等の運用対象の多様化も重要である。

- このため、①資産運用業の改革、②アセットオーナーシップの改革、③成長資金の供給と運用対象の多様化、④スチュワードシップ活動の実質化、⑤対外情報発信・コミュニケーションの強化を進める。
- これにより、残されたピースをはめ、資産運用立国を実現し、我が国経済の成長と国民の資産所得の増加につなげていく。

2. 進捗状況の確認

- 内閣官房等において、下記施策の進捗状況を、2024年6月目途に確認する。

3. 資産運用業の改革

(1) 資産運用力の向上やガバナンス改善・体制強化

<課題等>

- ・ 成長と分配の好循環の実現のためには、家計金融資産等の運用を担う資産運用業が国民から信頼される存在になるとともに、その運用力の向上が不可欠となっている。
- ・ 特に、大手金融機関グループが果たすべき役割は大きく、グループ全体で顧客の最善の利益を勘案した運営体制やガバナンス体制の構築及びその実効性確保にコミットしていく必要がある。
- ・ 資産運用業の競争力の源泉は人材にあることに鑑み、多様かつ専門性の高い運用人材の育成・確保に向けても、グループとして戦略的に取り組んでいくことが求められる。

<施策>

- ・ 大手金融機関グループに対して、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のほか、専門性の向上、運用人材の育成・確保等の観点から、運用力向上やガバナンス改善・体制強化のためのプランの策定・公表を要請する。
- ・ 金融商品を組成するにあたって、顧客の最善の利益に適う商品選択を確保するため、運用者の氏名開示を含め、金融商品の品質管理を行うプロダクトガバナンスに関する原則を策定する。また、金融商品の販売においては、適合性の原則の徹底を含めた顧客本位の業務運営の確保を図る。

(2) 資産運用業への国内外からの新規参入と競争の促進

<課題等>

- ・ 現状、日本において資産運用業の新規参入は限定的であり、日本独自のビジネス慣行や参入障壁の存在も指摘されている。これらのは正や新規参入促進策を通じ、国内外の優れた事業者や人材が日本に集まり、互いに競い合うことで、より良い、多様な商品やサービスが家計をはじめとする投資家に提供される環境を築いていく必要がある。
- ・ また、新規参入の促進による競争を通じて運用力の向上や投資対象の多様化を図

ることができれば、これまで十分な資金供給が行われてこなかったスタートアップ企業や上場後のグロース企業等への成長資金の供給にもつながる。

＜施策＞

① 日本独自のビジネス慣行や参入障壁の是正

投資信託の基準価額に係る二重計算¹について、業界における計理処理の標準化等の取組や、監督指針等において各社が基準価額の訂正ルール（マテリアリティポリシー）²を定める場合の留意点を規定すること等を通じ、一者計算の普及に向けた環境整備を行う。

また、投資信託に関するシステムの寡占化等による非効率性を是正するため、システムの利用料に関する課題を含め、関係者と改善を進める。

② 金融・資産運用特区の創設

金融庁と意欲ある自治体が協働して、関係省庁と連携しつつ、特定の地域において金融・資産運用サービスを集積し、高度化と競争力強化を促進する。加えて、これとあわせて当該地域が金融・資産運用の対象として一体的に推進する重点分野を支援する。こうした地域の先導的取組と、資産運用立国の実現に向けた（規制緩和等の）国全体の施策との一体的な推進を図る。

こうした観点から、「金融・資産運用特区」の創設に向け、①地域の主体的な取組（ビジネス・生活環境の整備、税財政面その他の支援、英語対応等の行政サービスの充実、重点分野の支援など）、②国の支援（金融分野、ビジネス・生活環境、重点分野等に関する規制改革、英語対応等の行政サービスの充実など）について、検討を進める。

今後、2023年末に「金融・資産運用特区」の概要を金融庁が発表した上で、関心を有する自治体を募り、関係省庁と連携し検討した上で、2024年夏目途に特区のパッケージを策定・公表する。

③ 新興運用業者促進プログラム（日本版ＥＭＰ）

官民連携して新興運用業者に対する資金供給の円滑化を図るためのプログラムを策定し、以下の取組を行う。

- ・ アセットオーナー・プリンシブル（後述）において、受益者の最善の利益を勘案しつつ誠実かつ公正に業務を遂行する観点からの運用委託先の選定における新興運用業者の取扱いについて盛り込む。
- ・ 銀行、保険会社等の金融機関に対して、新興運用業者を積極的に活用した運用を行うことや、新興運用業者について単に業歴が短いということのみによって排除しないことを要請する。また、アセットオーナーに対して、新興運用業者について単に業歴が短いということのみによって排除することなく、アセットオーナーに要請

¹ 投資信託の基準価額は、日々、委託会社（資産運用会社）と受託会社（信託銀行）の双方で計算し、これを照合（二重計算）。日本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新規参入障壁の要因となっているとの指摘が存在。欧米では、信託銀行や専門業者が担うケースが多い。

² 投資信託の基準価額の計算過誤に関して、過誤が一定の水準を超える重大な（マテリアルな）場合に、基準価額の訂正を行うこととするもの。

されている受益者の最善の利益を勘案しつつ誠実かつ公正に業務を遂行する観点から、新興運用業者も含めて幅広く委託先候補とし、例えば、運用担当者の能力等も踏まえて、適切な運用先の選定を行うことを促す。加えて、金融機関グループ等における取組事例を把握・公表し、更なる取組を後押しする。

- ・ 新興運用業者の積極的な活用を望む金融機関及びアセットオーナーのために、新興運用業者について、業歴等のデータを含め一覧化したリスト（エントリーリスト）を官民連携の下で提供する。また、資産運用フォーラム（後述）において、新興運用業者の発掘・活用等も含め日本市場の魅力や可能性について、発信し共有を図る。
- ・ 新規参入を促進するため、適切な品質が確保された事業者へのミドル・バックオフィス業務の外部委託や運用権限の全部委託を可能とすることにより、資産運用業における運用と業務管理を分離し、運用に専念できるよう規制緩和を行う。
- ・ また、海外からの参入を支援す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を拡充する。

4. アセットオーナーシップの改革

(1) アセットオーナー・プリンシブルの策定

<課題等>

- ・ アセットオーナーは、受益者の最善の利益を勘案しつつ誠実かつ公正に業務を遂行する観点から、運用する目的に基づき目標を定め、その運用を実現するための委託先を厳しい眼で見極める、といった運用力を高度化していくことが求められている。また、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となる。
- ・ アセットオーナーの範囲は、公的年金、共済組合、企業年金、保険会社、大学ファンドなど幅広く、課題もそれぞれであるが、アセットオーナー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と考えられる。

<施策>

- ・ 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・プリンシブル）を2024年夏目途に策定する。その際、以下の企業年金の改革に記載された項目のうち、資産運用立国分科会において議論されてこなかった公的年金や共済組合等の他のアセットオーナーに共通する課題についても検討し、その結果をアセットオーナー・プリンシブルに盛り込む。

(2) 企業年金の改革

- アセットオーナーには様々な主体が存在するが、そのうち、企業年金は、確定給付企業年金（DB）と企業型確定拠出年金（DC）の大きく2種類があり、公的年金の上乗せの給付を保障し、高齢期により豊かな生活を送るための制度として重要な役割を果たして

いる。また、「人への投資」の一環としても、企業年金の役割は重要である。

- こうした役割を最大限發揮し、企業年金の加入者等の利益を最大化するためには、企業年金の運用力の向上に向けた取組を進めていくことが重要である。
- 確定給付企業年金（DB）では、長期的に運用実績が好調であれば掛金の減額・停止に繋がり得るほか、高水準の積立状況が続ければ、給付水準の改善の見直しも行われ得る。他方、運用実績が不調で不足金が一定範囲を超えるれば、事業主が追加で掛金を拠出しなければならない。
- こうした観点から、企業年金については、資産運用立国分科会にて、その課題や対応施策について関係省庁や委員において積極的に議論がなされ、その結果を以下の企業年金の改革として記載する。なお、そのことをもって企業年金が他のアセットオーナーと比して課題が多いということを示すものではない。また、企業年金は、退職給付制度の1つであり、その内容は、企業ごとに労使で決定されており、最適解は企業毎に異なる点に十分留意する必要がある。

① 確定給付企業年金（DB）の改革³

（ア） 資産運用力の向上

＜課題等＞

- ・ 確定給付企業年金（DB）が加入者の最善の利益を勘案しつつ誠実かつ公正に業務を遂行するためには、母体企業の財務戦略・人事戦略ならびに年金財政運営状況等を踏まえ、確定給付企業年金（DB）ごとに最適な運用方針を策定し、それに応じて適切に運用受託機関を選択するとともに⁴、企業の置かれた状況や環境の変化に応じて、定期的にその見直しを行うことが重要である。これに引き続き取り組むことに加え、経済・市場環境に新たな変化が生まれてきている中にあっては、その動向をみながら、期待收益率を検証し、必要に応じて資産配分の見直しを行うことが特に重要である。
- ・ これに関し、全体の9割以上を100億円未満の確定給付企業年金（DB）が占めており、こうした小規模な確定給付企業年金（DB）における受託者責任の徹底や専門性の向上について、課題が指摘されている。また、確定給付企業年金（DB）が1つの金融機関（総幹事会社⁵）に運用業務を委託することは、効率性の観点から否定されるものではないが、他の運用受託機関との比較を行い必要に応じて見直しを行うことも重要である⁶。

³ 確定給付企業年金（DB）は、従業員が将来受け取る給付の内容が予め決まっており、事業主等が必要な掛金を負担する制度であり、資産運用は事業主等が行っている。日本の確定給付企業年金（DB）の資産額は約66兆円で、企業年金全体の約7割を占めている。

⁴ 運用受託機関の選択が、母体企業との取引関係を背景に歪められることがないよう、運用受託機関及びその金融グループにおいても、顧客等の最善の利益を勘案しつつ誠実かつ公正に業務を遂行することが重要である。

⁵ 確定給付企業年金（DB）の方針にしたがい、複数の金融機関をとりまとめ、各金融機関のシェアに応じた拠出金の受入れと配分、給付の支払いとその取りまとめ等を行う者。

⁶ 確定給付企業年金（DB）が総幹事会社に運用業務を委託している場合の課題として、総幹事会社の乗り換えコストが高いことや、運用受託機関も固定化されているのではないか等も指摘されている。

<施策>

- ・ 加入者の最善の利益を勘案しつつ誠実かつ公正に業務を遂行するため、確定給付企業年金（DB）に対して、運用力の向上や受託者責任の普及啓発に向けて、資産運用に関する研修・情報提供を通じた人材育成等の取組を推進することや、確定給付企業年金（DB）が契約の形態如何に関わらず、定期的に総幹事会社を含めた運用委託先を評価し、必要に応じて運用力次第で委託先を変えるなどの見直しを促進することについて、ガイドラインを改定するなど、必要な方策を講じる。

(イ) 共同運用の選択肢の拡大

<課題等>

- ・ 小規模な確定給付企業年金（DB）が効率的な運用を行うにあたっては、既に民間金融機関において合同運用のスキームが整備されているところであるが、同じアセットオーナーの立場にある企業年金連合会による共同運用事業等に参画することは、受託者責任・専門性の観点からも、有用と考えられる。
- ・ 一方で、複数事業主から構成される総合型企業年金基金については、事業主が運営の実施主体であるという意識が低くなりやすい等の課題が指摘されていることから、ガバナンスの強化が図られてきた。

<施策>

- ・ より多くの小規模な確定給付企業年金（DB）が適切な形で共同運用事業等を活用できるよう、信託銀行を含む金融機関等と適切な連携を行った上で、ガバナンスのあり方を考慮しつつ、選択肢の拡大を含めて、企業年金連合会による共同運用事業の発展等に向けた取組を促す。

(ウ) 加入者のための運用の見える化の充実

<課題等>

- ・ 確定給付企業年金（DB）の情報については、既に加入者に対して周知されているが、運用受託機関・事業主・加入者間における情報の非対称性について指摘がなされており、加入者の最善の利益のために、事業主と加入者等が、運用の方針等を含め確定給付企業年金（DB）制度の必要な見直しを行うにあたって、他社と比較できるよう、見える化を進めていくことが有用である。その際、運用受託機関においても、事業主に対する円滑な情報提供を行うことが重要である。

<施策>

- ・ 確定給付企業年金（DB）について、前述の運用成果の意味の周知や、運用状況や専門人材の活用に係る取組状況を含む情報の他社と比較できる見える化（情報開示）を行う。その具体的な方策については、規模等の状況にも配慮し、厚生労働省が情報を集約し公表することも含めて、次期年金制度改革に関する結論と併せて（2024年末）、結論を得る。実施は次期年金制度改革時に行う。なお、可能な対応については、これを待たずに、順次実施していく。

② 企業型確定拠出年金（DC）の改革⁷

（ア）適切な商品選択に向けた制度改善

＜課題等＞

- ・ 企業型確定拠出年金（DC）では、従業員個人が運用を行うところ、事業主から企業型確定拠出年金（DC）の運営を受託している運営管理機関、事業主、加入者本人の各段階における適切な運用の方法の選定が重要である。
- ・ 適切な運用の方法の選定にあたっては、物価や賃金が上昇している経済環境を踏まえると、インフレリスク（将来の実質的な購買力を確保できない可能性）を十分考慮する必要があるが、現状では元本確保型のみで運用している加入者が約3割である。
- ・ また、企業型確定拠出年金（DC）の運営の効率化や運用コストの削減に向けて、企業型確定拠出年金（DC）業務の一部を共通化するなどの取組を進めるべきとの指摘もある。

＜施策＞

- ・ 労使合意に基づき指定運用方法の投資性商品への変更や運用商品の商品構成の改善など運営管理機関・事業主・加入者本人の各段階において運用の方法の適切な選択がなされるよう、関係者と連携し、指定運用方法や運用商品の構成等に係る情報の見える化（情報開示）、継続投資教育、取組事例の横展開等の取組を促進するなどの方策を講じる。その際、例えば、物価が上昇する市場環境下において元本確保型商品を指定運用方法として採用する際のリスクをより丁寧に説明するとともに、必要に応じて運用商品の構成の見直しを行うよう、事業主に促すことが考えられる。

（イ）加入者のための運用の見える化の充実

＜課題等＞

- ・ 企業型確定拠出年金（DC）の運用の方法等については、既に加入者に対して通知されているが、運用の方法を比較しにくい等の指摘がある。加入者の最善の利益のために、他社や他の運営管理機関との比較の視点も含めて、事業主と加入者等が、適切に運用の方法を比較・選定できるよう見える化を進めていくことが有用である。

＜施策＞

- ・ 事業主ごとの運用の方法のラインナップや運用状況等を含む情報の他社と比較できる見える化（情報開示）を行う。その具体的な方策については、厚生労働省が情報を集約し公表することも含めて、次期年金制度改革に関する結論と併せて（2024年末）、結論を得る。実施は次期年金制度改革時に実施。なお、可能な対応については、これを待たずに、順次実施していく。

⁷ 企業型確定拠出年金（DC）は、事業主等が拠出する掛金の額が予め決まっており、従業員は運用結果に基づく給付を受ける制度であり、資産運用は従業員個人が行っている。日本の企業型確定拠出年金（DC）の資産額は約18兆円で、企業年金全体の約2割を占めており、企業型確定拠出年金（DC）を活用する企業は増加している。

③ 企業年金を含む私的年金の更なる普及促進

<課題等>

- ・ 企業年金を含む私的年金に取り組んでいるものは、厚生年金の被保険者全体の約3割であり、高齢期のより豊かな生活を送るために、私的年金の更なる普及促進やそのための支援について、取り組むことが必要である。

<施策>

- ・ 新たな認可法人となる「金融経済教育推進機構」が設立される見込みであるところ、本機構は関係省庁と連携し、政府横断的に私的年金の広報を行うこととする。具体的には、企業型確定拠出年金（DC）実施企業を含む職域での従業員向け教育の支援（講師派遣事業）のほか、企業年金や個人型確定拠出年金（iDeCo）⁸を含む私的年金に関する広報活動を展開していく。

5. 成長資金の供給と運用対象の多様化

(1) スタートアップ企業等への成長資金の供給の促進

<課題等>

- ・ 日本経済の持続的成長に向けて、スタートアップ企業への資金供給を促進させるための環境整備や非上場株式の流通促進等を行う必要がある。

<施策>

- ・ ベンチャー投資の促進に向けた環境整備を図るため、ベンチャーキャピタル向けのプリンシップルを策定するほか、非上場株式の公正価値評価を促進するとともに、投資型クラウドファンディングに係る規制緩和を行う。
- ・ 非上場有価証券の発行・流通を促進するため、プロ投資家を対象とした非上場有価証券の仲介業務や非上場有価証券のみを扱う私設取引システム（PTS）業務の参入要件、上場ベンチャーファンドに係る規制を緩和するほか、少額募集における開示を見直し、スタートアップ企業の負担軽減等を図る。

(2) オルタナティブ投資やサステナブル投資などを含めた運用対象の多様化⁹

<課題等>

- ・ 投資家のリスク負担能力に応じた多様な投資商品の提供を促進し、リスク分散や投資環境の充実を図る必要がある。

<施策>

- ・ 投資信託を通じた運用の多様化の観点から、投資信託への非上場株式の組入れを可能とするため、投資信託協会において自主規制規則の改正を進める。

⁸ 資産所得倍増プラン等を踏まえ、次期年金制度改革と併せて、iDeCo制度の改革についても実施していく。

⁹ 運用対象の多様化に関しては、インパクト投資等も含め推進していく。また、運用対象の多様化の前提として、運用先である地域の事業やインフラの整備は、地域経済の発展に重要であり、そうした分野に資金が供給されることも重要である。

- ・ また、オルタナティブ投資等を行う非上場の外国籍投資信託の国内籍公募投資信託への組入れについても、投資信託協会において自主規制規則の改正を進める。
- ・ 資産運用会社や販売会社、有識者等の多様な関係者による対話の場である、「サステナビリティ投資商品の充実に向けたダイアログ」を2023年内に開催する。
- ・ 外貨建国内債の発行の活発化に向けて、外貨によるDVP(Delivery Versus Payment)決済を行うプラットフォームを利用可能とするための制度整備を行う。

6. スチュワードシップ活動の実質化

<課題等>

- ・ 国内市場の拡大を図るにあたっては、資産運用業改革とともに、日本市場の魅力を高めることが重要である。中長期的な企業価値向上のため、投資家と企業との実効的なエンゲージメントを促進する必要がある。

<施策>

- ・ 東証による「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を踏まえた企業による計画策定・開示・実行の取組について、東証と連携しフォローアップする。
- ・ 大量保有報告制度等の制度の見直しの検討を含め、機関投資家による実質的なエンゲージメントの取組を促進する。

7. 対外情報発信・コミュニケーションの強化

<課題等>

- ・ 上述の施策を内外の関係事業者や投資家のニーズに沿った形で進めるための関係者との対話や、日本市場の魅力等に関する情報発信を行っていくことが重要である。

<施策>

- ・ 内外の資産運用会社を中心に、関係事業者や投資家等と連携しつつ、資産運用フォーラムを立ち上げることとし、そのための準備委員会を2023年内に設立する。また、自治体や関係事業者、投資家等との対話の機会を通じ、資産運用立国に関する施策について意見交換を行い、必要に応じて、施策の深掘りや更なる施策の実施についても検討していく。

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

2023年12月12日

目 次

I	はじめに	1
II	資産運用立国実現に向けて - 基本的な考え方 -	1
III	資産運用業の高度化	3
1.	大手金融グループにおける運用力の向上やガバナンス改善・体制強化	4
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	4
3.	資産運用業の新規参入促進	5
①	投資運用業の参入要件の緩和等	5
②	新興運用業者促進プログラム（日本版EMP（Emerging Managers Program））	7
③	一者計算の促進・マテリアリティポリシーの明確化	8
IV	アセットオーナーに関する機能強化	9
V	スチュワードシップ活動の実質化に向けた取組み	10
VI	成長資金の供給と運用対象の多様化の実現	12
1.	ベンチャーキャピタルを巡る課題	13
①	公正価値評価の促進	13
②	ベンチャーキャピタル向けのプリンシブル	14
2.	非上場株式を組み入れた投資信託・投資法人の活用促進	15
①	投資信託への非上場株式の組入れ	15
②	上場ベンチャーファンド	16
3.	募集・私募制度、投資型クラウドファンディングの制度整備	16
①	少額募集・開示の簡素化	16
②	投資型クラウドファンディングの活性化	17
4.	非上場有価証券の取引の活性化	19
①	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	19
②	非上場有価証券のみを扱うPTS業務の参入要件の緩和	20
5.	株式報酬に係る開示規制の整備	21
6.	運用商品の多様化	21
①	排出権を対象とする投資信託の組成	21
②	外国籍投資信託の国内籍公募投資信託への組入れ	22
③	外貨建国内債（いわゆるオリガミ債）の発行の円滑化	23
④	投資信託における種類受益権	23

⑤投資信託約款の重大な変更に関する基準の明確化	24
⑥累積投資契約のクレジットカード決済上限額の引上げ	24
VII おわりに	25

「市場制度ワーキング・グループ」 メンバーネーム簿

2023年12月12日現在

座長	神田 秀樹	学習院大学大学院法務研究科教授
委員	有吉 尚哉	弁護士（西村あさひ法律事務所・外国法共同事業）
	亀坂安紀子	青山学院大学経営学部経営学科教授
	神作 裕之	学習院大学大学院法務研究科教授
	小枝 淳子	早稲田大学政治経済学術院政治経済学部教授
	坂 勇一郎	弁護士（東京合同法律事務所）
	佐々木百合	明治学院大学経済学部教授
	武田 洋子	三菱総合研究所 執行役員（兼）研究理事 シンクタンク部門長
	野村亜紀子	野村資本市場研究所研究部長
	松尾 健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
	松岡 直美	ソニーグループ（株）執行役員 (日本経済団体連合会 金融・資本市場委員会 資本市場部会)
	森下 哲朗	上智大学法学部教授

（敬称略・五十音順）

オブザーバー	全国銀行協会	国際銀行協会	日本証券業協会
	投資信託協会	日本投資顧問業協会	第二種金融商品取引業協会
	日本STO協会	証券・金融商品あっせん相談センター	信託協会
	生命保険協会	日本プライベート・エクイティ協会	
	日本ベンチャーキャピタル協会	日本取引所グループ	
	財務省	経済産業省	国土交通省
			日本銀行

「資産運用に関するタスクフォース」 メンバーネーム簿

2023年12月12日現在

座長	加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
委員	有田 浩之	ブラックロック・ジャパン株式会社代表取締役社長 CEO
	有吉 尚哉	弁護士（西村あさひ法律事務所・外国法共同事業）
	上田 亮子	京都大学経営管理大学院客員教授
	大槻 奈那	名古屋商科大学大学院教授
	片山 銘人	日本労働組合総連合会総合政策推進局経済・社会政策局長
	幸田 博人	京都大学経営管理大学院特別教授
	白須 洋子	青山学院大学経済学部教授
	滝澤 美帆	学習院大学経済学部教授
	玉木 伸介	大妻女子大学短期大学部教授
	永沢裕美子	Foster Forum 良質な金融商品を育てる会世話人
	野尻 哲史	合同会社フィンウェル研究所代表
	長谷川知子	日本経済団体連合会常務理事
	山下 徹哉	京都大学大学院法学研究科教授

（敬称略・五十音順）

オブザーバー	全国銀行協会	国際銀行協会	日本証券業協会
	投資信託協会	日本投資顧問業協会	第二種金融商品取引業協会
	信託協会	生命保険協会	日本プライベート・エクイティ協会
	日本ベンチャーキャピタル協会	日本取引所グループ	
	財務省	文部科学省	厚生労働省
			経済産業省
			日本銀行

I はじめに

「経済財政運営と改革の基本方針 2023」及び「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023 改訂版」等では、成長と分配の好循環の実現に向け、「機関投資家として家計金融資産等の運用を行う、資産運用業の高度化やアセットオーナーの機能強化を強力に推進すべく、資産運用立国の実現に向けた取組を行う」とこととされた。これを踏まえ、家計の安定的な資産形成の実現等に関する幅広い検討を行っている市場制度ワーキング・グループにおいて、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、「資産運用に関するタスクフォース」（以下、当タスクフォース）が設置された。

当タスクフォースにおいては、資産運用会社等のガバナンス改善・体制強化やスチュワードシップ活動（企業との対話）の実質化、国内外の資産運用会社の新規参入の支援拡充・競争促進、資産運用力の向上及び成長資金の供給と運用対象の多様化に向けた環境整備等について、計 4 回にわたり精力的に審議を行った。

本報告書は、市場制度ワーキング・グループ及び当タスクフォースの合同により、その結果を取りまとめたものである。

II 資産運用立国の実現に向けて - 基本的な考え方 -

我が国には 2,115 兆円¹にのぼる家計金融資産の蓄積がある。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。

これまで政府等においては、金融事業者による顧客のためのより良い取組みを促すため、「顧客本位の業務運営に関する原則」を策定し、また、企業の持続的成長を促す観点から、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードを策定するなど、家計の安定的な資産形成と企業の価値創造のための様々な取組みを行ってきた。さらに、昨年 11 月 28 日、政府は、家計の現預金を投資につなげ、家計の勤労所得に加え金融資産所得も増やすことが重要であるとの考えの下、「資産所得倍増プラン」を策定した。それに基づき、2024 年 1 月から抜本的拡充・恒久化が図られた新しい NISA が始まるとともに、金融商品の販売会社等に対して顧客の最善の利益を勘案することを義務付けることや、家計の金融リテラシー向上に向けて金融経済教育推進機構を設立すること等を盛り込んだ「金融商品取引法等の一部を改正する法律」が 2023 年の臨時国会で成立した。

さらに、成長と分配の好循環を実現していくためには、NISA の抜本的拡充・恒久化、コーポレートガバナンス改革等の取組みに続き、インベストメント・チェーンの残さ

¹ 日本銀行「資金循環統計」（2023 年 6 月末時点）

れたピースとして、我が国における資産運用業とアセットオーナーシップの改革等を行っていく必要がある。

我が国経済は、四半世紀にわたるデフレとの闘いが続いてきた。世界的な経済構造変化が生じる中でも、国内ではデフレによる需要停滞と新興国とのコスト競争を背景に企業はコスト削減を優先せざるを得ず、国内市場よりも海外市場を求めて海外生産比率を高め、国内投資は抑制されてきた。結果として、イノベーションの停滞等の課題に直面してきたことが指摘されている。こうした状況に対し、政府における、人への投資や国内投資を促進する政策展開もあいまって、企業部門の投資意欲は高まっており、こうした前向きな動きを更に加速させることが重要となっている。

また、日本経済はコロナ、ウクライナ危機による世界的な物価高騰も契機として40年ぶりの物価上昇となっており、政府においても物価高への対策に取り組んでいるが、家計がインフレ環境下においても資産形成を安定的に行っていくために、資産運用の重要性はより一層高まっている。

このような環境変化が生じている中では、投資家保護の下で資産運用の高度化や多様化等が図られることが必要な状況になってきており、資産運用会社による投資やスチュワードシップ活動の活性化を促すとともに、企業の生産性や価値創造力等を高める取組みをスピード感持って進め、日本企業の収益力向上を通じて、日本経済の持続的成長につながっていくことが期待される。

家計の投資資金が、アセットオーナー等の機関投資家経由で、または金融商品の購入を通じて、資産運用会社に委託され、その投資判断の下で企業等に投資されていくインベストメント・チェーンの流れを踏まえると、アセットオーナーや資産運用会社の役割は極めて重要である。両者が受託者責任を適切に果たし、受益者の最善の利益を確保する観点から、アセットオーナーは、運用力の高い資産運用会社を見極めて運用委託し、資産運用会社は、運用に関する分析能力を高め、専門的な運用力を発揮して、顧客のリスク許容度に見合った良質でより良いリターンをもたらす運用戦略や金融商品を開発・提供していくことが求められる。

あわせて、資産運用の改革が、インベストメント・チェーンを通じて家計の資産形成へ真に貢献していくためには、資産運用会社や金融商品を適切に選択するための家計の金融リテラシーを高めていくことが不可欠である。また、次世代の資産運用業を担う高度な専門人材を育成していく土台としても、金融経済教育の果たす役割は極めて重要である。こうした観点から、金融経済教育推進機構を中心に官民一体となって、金融経済教育の取組みを広く浸透させていくことが重要である。

以上のような基本的な考え方の下、資産運用に関する総合的、体系的な対応として、以下に記載する取組みが推進されていくことが期待される²。

III 資産運用業の高度化

資産運用会社は、国民の将来のための資金を託されるプロフェッショナルとして、明確な投資哲学の下、それぞれの特徴や個性を活かしながら創意工夫を重ね、国民の安定的な資産形成を果たしていくことが求められる。こうした役割を遺憾なく発揮するためには、資産運用業の高度化が不可欠であり、運用に携わる優秀な人材の集積を通じて、運用に関する分析能力の向上や、特色ある運用商品・手法の多様化、顧客の最善の利益を図るためのガバナンス改善・体制強化を図っていくことが重要である。

また、資産運用業の高度化を図る上では資産運用会社の競争環境を整えていくことが重要であり、資産運用業への参入障壁を取り除いていく必要がある。こうした国内外からの新規参入の活発化や既存の資産運用会社の運用力向上を通じて資産運用会社間の競争が促進すれば、サービスの高度化や、人材の育成・厚みの向上、デジタル技術等を活用した画期的な取組みを促す土壌となり得る。それらは、業界全体としての運用力の向上、ひいては家計のリターン増大に寄与するとともに、成長企業への資金供給の活性化にもつながるものと考えられる。同時に、資産運用会社の運用体制や運用成果等に関する比較可能な分かりやすい情報開示・透明性が確保されることも競争環境を整えていく上で重要である。

なお、資産運用会社による競争の促進によって運用力が高まり³、また、特色のあるアクティブ運用商品・手法等が開発されることになれば、こうしたサービスに見合った報酬の獲得につながり、資産運用会社自身の収益力を高めていく余地が拡大していくものと考えられる。さらに、中長期的な視点からの企業価値向上を促すスチュワードシップ活動が行われることを通じ、市場全体の価値が向上すれば、日本経済の持続的な成長につながっていくものと考えられる。

こうした観点から資産運用業の高度化を図ることは極めて重要であり、そのための環境を整備すべきである。

² 資産運用に関する改革に当たっては、アセットオーナーに係る課題も重要であるが、当タスクフォースでは、資産運用に関する金融面の課題を中心に検討を行っている。アセットオーナーに係る課題については、新しい資本主義実現会議の下に設置された資産運用立国分科会において議論が行われている。

³ 米国では、ファンドマネージャーが職業として社会的に認知され、優秀な人材がビジネススクール等を経て、資産運用分野に人材供給されているのではないか、日本でもそういう資産運用分野への人材供給が促進される環境の実現が期待されるとの意見があった。また、専門人材の育成に関しては、専門性に対して報酬を支払うという文化が日本には根付いておらず、こうした社会にしていくための働きかけを地道に取り組んでいく必要があるとの意見もあった。

1. 大手金融グループにおける運用力の向上やガバナンス改善・体制強化

現状、資産運用においては、大手金融グループが果たす役割は大きい。その一方で、大手金融グループにおいては、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の懸念がある。

そこで、大手金融グループが、かかる懸念を払拭し、その役割をより適切に果たすようになるためには、顧客の最善の利益を考えた運営のために求められる体制を、傘下資産運用会社・販売会社も含めて構築していく必要がある。

また、運用力向上に向け、資産運用会社自身で行う運用を強化し、あるいはサステナブル投資やオルタナティブ運用等の新たな領域におけるビジネス展開を実現していくためには、グループとしてのオーガニック及びインオーガニック戦略を活用した運用人材の育成・確保⁴に向けた取組みが重要になっていくと考えられる。

そのため、大手金融機関グループにおいて、グループ内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と考えられる。

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

家計の安定的な資産形成の実現のため、資産運用会社等の金融商品の組成者においては、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であるプロダクトガバナンスを実践していくことが重要である⁵。

資産運用会社においては、社内にプロダクトガバナンス委員会を設けるなどの取組みが行われており、投資信託協会においても、投資信託の改革の一つとしてプロダクトガバナンスの推進を掲げるなどの改善に向けた動きもある⁶が、引き続き、資産運用会社のプロダクトガバナンスについては、顧客にとって分かりやすい情報提供といった観点も含め、以下のような課題が指摘されている⁷。

- ・商品組成の課題として、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について十分な検証が行われていないのではないか。

⁴ 自社の営業資源の活用（オーガニック戦略）という観点からは、人事評価・報酬体系の改善や人材育成計画の策定等が考えられる。また、他社との連携や買収（インオーガニック戦略）という観点からは、社外からの人材確保が考えられる。

⁵ 2023 年の臨時国会で成立した「金融商品取引法等の一部を改正する法律」に基づいて、投資運用業者にも、顧客の最善の利益を勘案しつつ、誠実かつ公正に業務を遂行することが義務付けられたことに関し、資産運用の現場において、顧客の最善の利益について、客観的・社会科学的な経験則や知見に基づいた議論と実践が蓄積されることが期待されるとの意見があった。

⁶ 国内の資産運用会社及びその親会社におけるプロダクトガバナンスの体制整備について、プロダクトガバナンス専門の会議体や外部の目線を取り入れるため独立社外取締役を構成員とする会議体が設置される、不芳ファンドを適切に抽出し検証するため、短期のパフォーマンスだけでなく、長期の検証も採用されているといった改善点が見られる（「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」）。

⁷ その他、インデックスプロバイダーに支払われるライセンスフィーが一部のインデックスで上昇しており、資産運用会社の負担は最終的に顧客へ信託報酬により転化されるものであることを踏まえると、顧客への情報提供が重要ではないかといった意見がある。また、投資信託について、商品の数が多く、その差異が不明瞭で投資家が理解しづらいため、基幹となる投資信託及びそれに派生する商品のラインナップとしていくことが望ましいとの意見もあった。

- ・商品組成後の課題として、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などについて、十分な検証が行われていないのではないか。また、販売会社から販売状況に関する十分な情報提供を受けられないこともあり、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などの検証が行われていないのではないか。
- ・顧客への分かりやすい情報提供に関する課題として、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⁸に改善の余地があるのではないか。個人向けの投資信託等において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ため、顧客は運用体制の実態が分からず、安心して投資できないのではないか⁹。また、氏名開示等の運用体制の透明性確保が進むことで、投資家に対する責任を持った運用を行う意識が醸成されるのではないか。さらに、投資家が、ファンダリストや投資助言業者等の評価を通じて適切に商品選択できるよう、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）に取り組むべきではないか¹⁰。
- ・ガバナンス体制の課題として、プロダクトガバナンスが機能するためには、その前提として資産運用会社自体について経営レベルも含めたガバナンスが向上する必要があるのではないか。また、オルタナティブ投資は、伝統的な証券運用よりも、高度な管理が必要であるなど、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求められるのではないか。

こうした指摘を踏まえ、資産運用会社による適切な商品組成と管理、透明性の確保等を後押しするため、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¹¹、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。

3. 資産運用業の新規参入促進

①投資運用業の参入要件の緩和等

ア. 投資運用業の参入要件の緩和、ミドル・バックオフィス業務の外部委託

投資運用業については、これまでに適格投資家向け投資運用業（いわゆる「プロ向け投資運用業」）や適格機関投資家等特例業務（いわゆる「プロ向けファンダム」）といった枠組みを設けることにより、参入要件の緩和等が行われてきたところである。こうしたプロ向けの枠組みにより参入した業者については、業容の拡大に

⁸ 想定顧客属性に関しては、画一的な表現にならないようにすることが重要で、当局もそのための方策を検討すべきであるとの意見があった。

⁹ ファンドマネージャーに関する情報開示については、役職名と経験等に偏ると、顧客は業歴が長い者によるファンドばかりを選んでしまい、結果的に業歴が浅いファンドマネージャーの発掘・育成逆行してしまう可能性があるため、選択の偏りが生じないよう留意すべきとの意見があった。また、我が国の資産運用会社の現状を踏まえると、あわせて経営陣や取締役会に関する情報開示についても、もっと工夫されるべきとの意見もあった。

¹⁰ 投資家による適切な商品選択のためには、投資信託の分析を行うファンダリストや投資助言業者の役割が重要であり、資産運用会社の「見える化」（情報開示）が進むことで、こうした者の活躍の場が広がることが期待されるとの意見があった。

¹¹ 投資信託に限らず、証券化商品や仕組債等の仕組商品等についても、商品類型ごとの違いに留意しつつ、プロダクトガバナンスの確保に向けた検討を進めてほしいとの意見があった。

応じて一般の投資運用業への移行も期待されてきたが、我が国の投資運用業者数は大きく伸びていない状況にある。

投資運用業務を行う上で必要となる主な機能として、1) ファンド等の運営業務、2) 運用業務、3) 計理や法令遵守等に関する業務（いわゆる「ミドル・バックオフィス業務」）があるが、投資運用業の新規参入が伸びていない要因の一つとして、登録要件を満たすためのミドル・バックオフィス業務に関する体制整備の負担が重いことが指摘されている。

このため、新規参入の促進による健全な競争環境を確保する観点から、適切な品質が確保された事業者へのミドル・バックオフィス業務の外部委託を可能とし、投資運用業の参入要件の一部緩和を検討することが適当である。

具体的には、(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・体制整備等）を緩和することが適当である。あわせて、投資家保護を軽視する質の低い事業者がこうした委託を受けることのないよう、(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が適当である。

これにより、委託元である投資運用業者においては、投資家に対する忠実義務等を果たすために、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¹²。また、新規参入業者が最小限の人員を自前で整えてミドル・バックオフィス業務を行うよりも、専門の委託先にアウトソースすることで、むしろ業務の質が高まる効果も期待される。ミドル・バックオフィス業務を専門に行う事業者が普及すれば、そうした業務を担う人材の育成にもつながるものと考えられる。

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い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。

イ. 運用指図権限の全部委託

上記アに記載した投資運用業の主な機能について、欧州では、ファンドの運営業務を担う管理会社（ファンド・マネジメント・カンパニー）が存在し、運用業務は資産運用会社へ、ミドル・バックオフィス業務はアドミニストレーターへ外

¹² 業務を外部委託する場合、二重の管理コスト等が生じることを避けるために、投資運用業者と外部委託先との役割分担を明確にすると共に、各々が責任を負う範囲を認識できる枠組みが必要であるとの意見があった。

部委託することが一般的である。これによって、管理会社はファンドの運営機能に集中できる環境が整っている。

我が国では、1998年の法改正によって、投資信託委託会社の運用指図権限の外部委託に関する根拠規定を新設し、外部委託が可能である旨が明確化されている。一方、それまでの投資信託委託会社による自己執行の考え方を踏まえて、運用指図権限の全てを外部委託することはできないこととされたため¹³、上記ファンド・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、との指摘がある。

我が国においてもファンド運営機能に特化する業者が増加すれば、そうした機能を利用した新規の特色あるアセットマネージャーの増加につながることが考えられる。さらに、資産運用と資産管理といった機能を分別して、専門性の高い業者に資産運用機能を委ねることは、委託先についての必要なモニタリングとガバナンスが機能することを前提に、全体の効率性が高まることが期待される。

また、運用指図に係る権限を全て外部委託した場合でも、投資運用業者は、投資家に対して善管注意義務や忠実義務、外部委託先の運用に関する責任を負っており、その運用状況について必要なモニタリングを行わなければならない。これに加え、投資運用業者は、投資家に対し運用を外部委託することについて委託先の運用業者名も含め、あらかじめ契約や信託約款を通じて周知することが求められている。これらの規定を踏まえれば、投資運用業としてファンド運営機能に特化した業務を行うことは許容されるものと考えられる。したがって、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¹⁴。

一方、こうした運用の外部委託を行う場合には、委託先の品質管理を適切に行なうことが重要となるため、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と考えられる。

②新興運用業者促進プログラム（日本版EMP（Emerging Managers Program））

新たに資産運用ビジネスを始めるに当たっては、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ことに加えて、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（シードマネー）を獲得することが難しいとの課題が指摘されている。一方、海外では、アセットオーナー等がEMPとして新興運用業者へ積極的・専門的に投資し、より良い収益を実現しようとしている例もある。

このため、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が適当であ

¹³ 投資信託及び投資法人に関する法律（以下、投信法）第12条第1項において、「投資信託委託会社は、その運用の指図を行うすべての委託者指図型投資信託につき、当該指図に係る権限の全部を、（中略）委託してはならない。」と規定されている。また、金融商品取引法第42条の3第2項にも投資運用業者について同様の規定がある。

¹⁴ III 3. ①ア及びイの制度整備によって、欧州では一般的となっている管理会社を中心としたファンド運営の仕組みも可能になっていくものと考えられる。

る¹⁵。新興運用業者の範囲や運用対象とするアセットクラス等は、様々な運用商品・手法が多様化し、投資運用業者間で競争が促進されていくことが重要であるため、幅広く考えるべきである。例えば、アセットクラスについては、上場株式についてのエンゲージメント・ファンド（グロース市場上場後のグロースキャピタリストを含む）、債券ファンド等のほか、プライベート・エクイティ（PE）ファンド、ベンチャーキャピタル（VC）ファンド、インフラファンド等の多様な運用対象¹⁶が考えられる。

金融機関やアセットオーナーにおいては、受益者の最善の利益を確保する観点から、運用力の高い投資運用業者を発掘し、また、将来的な顧客向け商品の委託先を発掘する等の観点から、新興運用業者を積極的に活用した運用を行うことや、新興運用業者について単に業歴が短いことのみを理由に排除せず、幅広く資金運用の委託先の選択肢に加えることが考えられる。加えて、政府においても、前述の新規参入要件の緩和によって新興運用業者の参入を後押しすべきである。そして、こうした取組みの「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る¹⁷。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。

官民連携した、こうした取組みの下、我が国において新たに投資運用業者が多く立ち上がることで、競争促進を通じた資産運用業の高度化が図られ、新興運用業者を目利きするゲートキーパーの育成につながるとともに、スキルや経験が次世代に引き継がれることにもなる。新興運用業者促進プログラムの実施を通じて、資産運用に関連する人材の裾野を将来にわたって広げていくことが重要である¹⁸。

③一者計算の促進・マテリアリティポリシーの明確化

現状、投資信託の基準価額は、日々、委託会社（資産運用会社）と受託会社（信託銀行）の双方で計算し、これを照合するといふいわゆる二重計算を行っている。

二重計算は、相互牽制機能を通じ、基準価額の評価に関する公正性を高めることで、受益者保護に寄与してきた。他方、情報技術の進歩やグローバル競争の進展等、投資信託を巡る環境が大きく変化する中、二重計算は、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のではないかとの指摘も存在している。

¹⁵ 新興運用業者の資金供給の円滑化においては、それが将来世代も含めた長期的視点で顧客や加入者に対して裨益するとの視点も重要との意見があった。

¹⁶ この他、セキュリティトークン等も考えられるとの意見があった。

¹⁷ 多面的な視点での投資を促すという観点から、資産運用会社における投資判断に関わる人材の多様化を進めていくべきではないかとの意見があった。

¹⁸ アセットマネージャーが独立・起業する際、前職の個人としてのトラックレコードを持ち出すことを可能とすることが望ましいとの意見がある。

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なほか、基準価額の計算過誤に関し、投資信託のマテリアリティポリシーの明確化も課題である。投資信託のマテリアリティポリシーとは、投資信託の基準価額の計算過誤に関して、過誤が一定の水準を超える重大な（マテリアルな）場合に、基準価額の訂正を行うこととするものである。これにより、軽微な計算過誤の場合に遡及的に基準価額の訂正等を行うことによるコストが投資家全体に生じることを抑制し、また、過誤を訂正する適正な水準を確保することにつながるものと考えられている。諸外国の例でも、資産運用会社においてマテリアリティポリシーが定められているところである¹⁹。

現状では、各資産運用会社の社内規定によってマテリアリティポリシーが定められており、基準価額の訂正を行う水準は、概ね 0.5% (50bp) であるが、各社によってバラツキがあり、また、当該ポリシーの投資家への周知も図られていない状況にある。

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ると考えられる。既に一者計算を導入した先や導入に向けて検討している先が存在していることも踏まえ、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」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²⁰。

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。なお、基準価額の訂正の有無は投資家に影響を与えるものであるため、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、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²¹。

これにより、一定の投資家保護が図られると同時に、新規参入業者はマテリアリティポリシーとして定めるべき水準感を把握でき、参入障壁の引下げにも資するため、投資運用業の参入促進につながり得るものと考えられる。

IV アセットオーナーに関する機能強化

成長と分配の好循環を実現していく上で、機関投資家として家計金融資産等の運用を担うアセットオーナーに期待される役割は大きい。

アセットオーナーについては、受益者の最善の利益を確保する観点から、運用する目的や財政状況等に基づき目標を定め、その目標を達成するために委託先を厳しい眼

¹⁹ 例えば、米国では基準価額の計算過誤の閾値はファンド一口当たり \$0.01 または基準価額の 0.5% (50bp) とするとの業界慣行を証券当局 (SEC) が追認する旨を公表している。

²⁰ 一者計算の導入は個社の経営判断であるとの意見があった。

²¹ 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も、監督指針等で明確化することが投資家保護の観点から望ましいとの意見があった。

で見極める、といった運用力の高度化を図っていくことが求められている²²。また、2023年の臨時国会で成立した「金融商品取引法等の一部を改正する法律」においては、最終的な受益者たる金融サービスの顧客や年金加入者の最善の利益を勘案しつつ、誠実かつ公正に業務を遂行すべきである旨の義務が、金融事業者や企業年金等関係者に対して幅広く規定されている。

こうした観点から、新しい資本主義実現会議の下に設置された資産運用立国分科会において議論されているアセットオーナーシップの改革が具体的に進展していくことが期待される²³。なお、アセットオーナーの機能強化は、資産運用業の機能強化と車の両輪であるとの観点から検討が進められるべきであり、本報告書で提示する資産運用業に関する様々な取組みについては、アセットオーナーの機能向上にも資するものと考えられる。

また、アセットオーナーの機能強化に合わせ、アセットオーナーの運用を支える金融機関においても、顧客であるアセットオーナーや、最終受益者である家計の最善の利益を図るために取組みが求められる²⁴。アセットオーナーから資金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。

DCにおいては、企業の多くは運営管理業務や投資教育を金融機関等（運営管理機関）へ委託しており、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²⁵。この点、運営管理機関については、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、といった懸念も指摘されており、運営管理機関は、加入者本位の下で、適切な業務運営や創意工夫をしていくことが期待される。こうした点も含め、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と考えられる。

V スチュワードシップ活動の実質化に向けた取組み

企業の持続的な成長を後押しするコーポレートガバナンス改革の推進は、資産運用立国に関する政策プランの実現を通じて、成長の果実を最終的に家計に還元する「成長と分配の好循環」を実現するための大前提となるものである。

これまで、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改革が進められてきた。また、形式的な体制整備ではなく、両コードの趣旨に沿った企業と投資家の自律的な意識改革といった実質面

²² アセットオーナーの運用力の高度化に向けては、アセットオーナー間の情報交換の機会等が与えられることが重要であり、こうした取組みについても省庁横断的に取り組むべきであるとの意見があつた。

²³ 日本では、大規模な公的年金を除く、多くの中小の企業年金において、運用担当者の専門性の確保や人材育成が課題であるとの意見があつた。

²⁴ 顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対して誠実公正に業務を遂行する義務について、本義務の相手方は、金融サービスの提供等に係る業務を行う場合にあっての顧客を指し、アセットオーナーについても顧客に含まれ得るものと考えられる。

²⁵ ナッジその他の行動科学の知見を効果的に活用することが有益との意見があつた。

での取組みが重要であるとの考え方に基づき、本年4月、「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」を策定するなど、金融庁や東京証券取引所等の関係者において、取組みの実質化に向けた対応が進められてきたところである。

インベストメント・チェーンの中核的な役割を担う機関投資家には、投資先企業と対話（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。その際、画一的な数値基準や議決権行使助言会社の助言等に基づく形式的・一律の対応ではなく、個別の企業の事情に対する深い理解に基づくエンゲージメントが行われる必要があり、そうした活動に対して適切なインセンティブが働くよう、インベストメント・チェーンを通じてスチュワードシップ活動に係るコストシェアリングを行い、政策的な後押しを含めた環境を整備していくことが重要である²⁶。

こうした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は、機関投資家がスチュワードシップ・コードの趣旨を踏まえ、自らの置かれた状況（規模・運用方針等）に応じた対応を促進することが重要である。機関投資家がそのような対応をより積極的に行うようになるためには、一方で、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が有用であり、他方で、こうした活動に要するコストの削減も有益である²⁷。こうしたことを踏まえ、質的・量的なリソースを補い、コストを低減する観点から、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²⁸。

こうした方向に向けた具体的な取組みの事例として、一部のアセットオーナーにおいては、スチュワードシップを重視したパッシブ運用モデル（通常のパッシブ運用とは異なる報酬体系）を採用し、市場全体の底上げとスチュワードシップ活動のアプローチ方法の多様化・強化を目指す動きも見られる。また、複数の投資家が協働して企業に対して対話をを行う協働エンゲージメントの取組みや、複数のアセットオーナーが協働して運用機関をモニタリングする取組みが見られる²⁹。こうした様々な取組みを行う投資家の厚みが増すことにより、スチュワードシップ活動の実質化がより一層進展していくことが期待される³⁰。

²⁶ 実質的なエンゲージメント活動を促進できるよう、企業の実情に対する深い理解に基づくエンゲージメントを実現するための具体策についても検討が進められるべきであるとの意見があった。

²⁷ スチュワードシップ活動にかかる報告業務等を含めたコスト負担について、過度とならないことや、そのコストについて適切に報酬に含まれることも必要ではないかとの意見があった。

²⁸ 議決権行使助言会社にも、スチュワードシップ・コードに基づく体制整備等を求めるとともに、何らかの規律の導入についても検討すべきであるとの意見があった。

²⁹ パッシブ投資家のエンゲージメントについては、パッシブ特有の特定の数値の一貫基準ではなく、アクティブのように、個別の企業の特性をよく見て、判断した上で行うことがベースであることは忘れてならないとの意見があった。

³⁰ スチュワードシップ活動には、人材育成も急務であるとの意見があった。

また、企業が投資家をはじめとするステークホルダーの期待に応え、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するためには、資本コストを把握した上で、収益力に関する目標を提示し、経営資源の配分等に関し何を実行するかについて説明を行うことが重要である³¹。こうした中、本年3月、東京証券取引所は、プライム市場・スタンダード市場上場企業に対し、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて、①現状分析、②計画の策定・開示、③取組みの実行を行うよう要請するとともに、要請に基づき対応を進めている企業の公表を来年1月から開始する旨を公表している。当局においても、収益性と成長性を意識した経営に向けた企業の取組み及びそれに基づく投資家との対話を一層促す観点から、こうした取組みをフォローアップしていくことが重要である³²。

制度面の課題としては、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、エンゲージメントの支障となっているとの指摘があり、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・グループにおいて検討が進められている。ニーズや実態も踏まえつつ、実効的なエンゲージメントを促す観点から、制度の見直しに向けた検討を進めるべきである³³。

VI 成長資金の供給と運用対象の多様化の実現³⁴

我が国経済の持続的成長のために不可欠なスタートアップ企業等への成長資金の供給が株式投資等を通じて活性化していくことは重要である。我が国では、国内スタートアップ企業の資金調達額は年々増加しており、足元では1兆円に迫る状況であるものの、米国と比較すると、経済規模の割に少なく、また、スタートアップ企業への代表的な投資主体であるVCについても、そのファンドサイズは低水準にとどまっている。また、米国では成長ステージに応じ、多様で充実した資金供給が行われている一方、我が国においては、例えば、レイターステージにおける資金供給が不足しているなど、スタートアップ企業に対する資金供給が十分ではないとの指摘がある。このため、スタートアップ企業の成長ステージに応じた資金供給についてボトルネックが生じないよう支援することが重要であり、また、エクイティのみならずデットを含む多様な資金供給が必要であると考えられる。こうした中、2022年11月に政府が策

³¹ コーポレートガバナンス・コード原則5－2

³² PBR1倍以上というのは指標の一例に過ぎず、1倍を超えていても、業界属性に応じた付加価値を追求していくべきとの意見や、一律・硬直的な対応ではなく、企業や業態ごとに様々な事情があることを勘案すべきとの意見もあった。

³³ 「共同保有者」の検討に当たっては、潜脱的な態様への対応と協働エンゲージメントの促進の双方のバランスをとった検討が必要との意見があった。

³⁴ 成長資金の供給については、これまで市場制度ワーキング・グループにおいて議論を行ってきたところであるが、家計の安定的な資産形成を進めていくには、家計の資金が資産運用会社による投資を通じて、成長企業への資金供給や我が国企業の価値向上につながり、その成長の果実が家計に還元されるといったインベストメント・チェーンの流れが重要であるため、当タスクフォースで取り上げている。

定した「スタートアップ育成5か年計画」では、「5年後の2027年度に10倍を超える規模（10兆円規模）とする」目標が掲げられたところである。

スタートアップ企業への資金供給を活性化し、本目標を達成する上で、機関投資家においては、各々の期待収益率やリスク許容度等に応じて、分散投資等に資する長期運用に見合ったVCファンドに資金供給が行われ、VCファンドを通じたスタートアップ企業向けの投資が拡大されることが期待される。また、我が国のVCにおいても、内外の機関投資家から求められる水準のガバナンス等を備えていくことが、機関投資家から広く資金調達を行っていく上で重要であると考えられる。こうした取組みを通じて、VCの競争環境が活性化し、VCファンドの裾野が広がっていくことも期待される。

家計においても、資産運用会社の専門的な投資判断等に基づいた、いわゆるオルタナティブ投資の選択肢が拡大することは、そのリスクを正しく理解し、個々のリスク許容度の範囲内で適合性の原則に基づいた投資であることが前提であるものの、更なる収益機会や分散投資の機会にもなり得ると考えられる。

以上のような観点から、これまで市場制度ワーキング・グループの提言等に基づき、特定投資家制度の活用や非上場株式の公正価値評価を推進するための環境整備に取り組んできたところであるが、さらにスタートアップ企業等への成長資金の供給と運用対象の多様化を実現していくための取組みを進めていくことが求められる。

あわせて、家計の安定的な資産形成を進めていくためには、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も重要である³⁵。こうした観点から、金融経済教育推進機構を中心に官民一体となって、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。その際、個々人が自立的で安心かつ豊かな生活を実現するためには、資産形成・管理にかかるリテラシーを含めて、幅広い金融リテラシーを身に付けることが必要である。このため、金融経済教育においては、家計管理、生活設計、適切な金融商品の利用選択のほか、消費生活の基礎や社会保障・税制度、金融トラブルの内容も含めて、広範な観点から取り組むことが重要である。

1. ベンチャーキャピタルを巡る課題

①公正価値評価の促進

VCファンドの公正価値評価については、本年5月、日本公認会計士協会によって関連する実務指針³⁶が改訂され、VCファンドの監査に関する監査上の留意点が整理されるなど、一定の進捗が見られている。

³⁵ 投資信託の会計・計理、投資家間の公平性の確保、外国籍投資信託の届出制度等の実務面の課題について関係者において議論すべきとの意見があった。例えば、投資信託に適用される会計・計理の諸規則について上場・非上場の別に応じた条件とすべき等の意見があった。また、外国籍投資信託等を国内で販売する場合には、あらかじめ投信法上の届出を行う必要があるところ（投信法第58条1項、第220条1項）、いったん届出を行うと国内で需要がなくなった場合であっても届出を廃止できないため、新規の投資信託の届出がしづらいとの意見があり、当該制度のあり方について引き続き検討することが望ましいとの意見があった。

³⁶ 業種別委員会実務指針第38号「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」

他方で、例えば、以下のような課題が指摘されている。

- ・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
- ・上記実務指針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³⁷

公正価値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、関係者と協力して上記課題を解決していくことが必要である。具体的には、上記二重管理の問題について、本年 7 月、日本ベンチャーキャピタル協会が、財務会計基準機構の企業会計基準諮問会議において、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扱いを見直すことを提案しており、議論の動向を注視していくべきである。また、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。さらに、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³⁸。

②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を円滑化するためには、国内外の機関投資家の資金が VC を通じて国内のスタートアップ企業に供給される流れを拡大することが重要である。そのためには、上記の VC ファンドの公正価値評価の促進に加え、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が指摘されている。例えば、GP の利益相反管理を含むガバナンス、GP が LP（リミテッド・パートナー。ファンドへの投資者）に提供する情報等に関する課題が挙げられる。また、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との指摘や、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も課題として指摘されている。

広く機関投資家から LP 出資を獲得することを目指す VC については、海外での実務も参考にしつつ、適切なガバナンスや規律が確保されていることが重要である。

³⁷ 会計士試験・養成の段階から検討する必要があるのではないかとの意見があった。

³⁸ 公正価値評価を推進する方向性自体には賛成するものの、公正価値評価の基準に杓子定規に当てはめたり、過度に保守的な評価を行ったりすることで、かえって企業実態を表さなくなってしまう可能性がある点に留意が必要であるとともに、公正価値評価導入に係るコストが大きくなりすぎないように配慮すべきである、との意見があった。

長期運用に資するアセットクラスとしてのVCの魅力を高め、VC業界の発展を後押しし、ひいてはスタートアップ企業への資金供給を活性化するため、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・プリンシブル（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³⁹。なお、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、プリンシブ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。

また、海外機関投資家による国内VCへの投資が促進されるよう、国内VCと海外機関投資家とのマッチングの場が設けられるような取組みが広がっていくことも期待される。

2. 非上場株式を組み入れた投資信託・投資法人の活用促進

①投資信託への非上場株式の組入れ

我が国では法令上、投資信託に非上場株式を組み入れることは禁止されていないが、非上場株式の評価方法等が明確になっておらず、非上場株式の組入れが行われてこなかった。現在、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ところである⁴⁰。

家計が投資信託を通じて非上場株式への投資が可能となることは、非上場株式へ直接投資することと比べると、運用のプロフェッショナルである資産運用会社の目利きが活用され、また、分散投資の機能が働くものであり、今後、投資信託の枠組みを通じた、成長資金の供給及び投資対象の多様化が促進されていくことが期待される。

なお、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⁴¹。各資産運用会社において、その運用方針・内容等に応じ、適切にスキームの選択が検討されるべきものであるが、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いと考えられる。こうした投資信託が販売される際には、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。

³⁹ ベンチャーキャピタル・プリンシブル（仮称）の過度に厳格な運用は、VCのなり手がいなくなるので避けるべきとの意見があった。

⁴⁰ 投資信託協会において、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に関し、2023年9月15日から10月16日までパブリックコメント手続が実施された。

⁴¹ この他、非上場株式の価格の透明性や流動性が低いことに起因した、設定・解約を行う投資家間の公平性をどのように担保するかなどについて、投資信託協会において適切に議論される必要があるとの意見があった。

②上場ベンチャーファンド

東京証券取引所のベンチャーファンド市場は、スタートアップ企業への新たな資金供給スキームを確立するとともに、個人投資家に非上場企業への投資機会を提供するなどの観点から、2001年12月に開設された。現在、上場銘柄は存在しないが、リスク許容度のある投資家がベンチャーファンドを通じてスタートアップ企業へ投資できるようになることは、上記①と同様に運用のプロフェッショナルの目利きが活用され、また分散投資の機能が働くものと考えられる。このため、ベンチャーファンド市場の利用活性化に向け、ベンチャーファンドの柔軟な運営を可能とする観点等から、必要な規制等の見直しを検討していくことが重要である。

上場ベンチャーファンドの情報開示については、有価証券報告書等の法定開示に加え、東京証券取引所の有価証券上場規程等において開示内容が定められている。東京証券取引所においては、上場企業とは異なる非上場企業の性質を踏まえ、情報開示の内容や開示頻度について検討が行われていくことが重要である。

また、上場ベンチャーファンドにおいては、株式売却等による余剰資金について、財務戦略の多様化や再投資の実行が困難である場合等の使途として自己投資口の取得も選択肢となり得るものと考えられる。このため、自己投資口の取得についてインサイダー取引規制の対象とした上で、自己投資口の取得を可能とすることが考えられる。

3. 募集・私募制度、投資型クラウドファンディングの制度整備

①少額募集・開示の簡素化

50名以上的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）は、有価証券届出書の提出が必要であるものの、連結情報を記載する必要がなく記載内容が簡素化されている。ただし、少額募集に係る有価証券届出書の利用状況は、直近10年間で5件程度と、利用実績が限られている状況である。

近時、上場会社を念頭に非財務情報の開示の充実が図られてきたことを踏まえると、現状、少額募集に係る有価証券届出書⁴²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ものと考えられる。そこで、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。

具体的には、投資家保護を図りつつ、少額募集に対する実際のニーズを踏まえ、投資家への情報提供と企業負担のバランスの観点から、例えば、以下の見直しを行う方向で検討を進める必要がある。

⁴² 企業内容等の開示に関する内閣府令（以下、開示府令）第2号の5様式

- ・「サステナビリティ情報」の記載欄⁴³について、開示を任意化する⁴⁴
- ・最近5事業年度の財務諸表の記載⁴⁵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⁴⁶についても、例えば「コーポレート・ガバナンスの概要」⁴⁷等の項目について会社法上の事業報告における記載内容と同程度とする

なお、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⁴⁸。さらに、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）の引上げを行うことも考えられるが、情報開示の規制がない中で一般投資家への勧誘を拡大することにつながることや、近時も合同会社社員権に関する不適切な取得勧誘が行われていることを踏まえ、我が国資本市場において比較的大きな割合を占める個人の一般投資家保護の観点から、現時点では慎重な検討を要すると考えられる。

②投資型クラウドファンディング⁴⁹の活性化

ア. 投資型クラウドファンディングの発行上限等

クラウドファンディング（CF）は、スタートアップ企業がインターネットを通じて多くの人から少額ずつ資金調達する仕組みであり、2015年に投資型CF制度（少額電子募集取扱業務に関する規制枠組み）が導入された。

我が国においては、企業が投資型CF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ところ、諸外国においては、開示等の投資家保護上必要な措置を講じた上で、より高い金額の資金調達を可能としており、米国では500万ドル（約7.5億円）⁵⁰、欧州では500万ユーロ（約8億円）を上限としている。

我が国において、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おり、年間1億円を超える資金調達、特に、足元では1億円以上5億円未満の資金調達を行うスタートアップ企業が多く存在している。こうした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。この場合、1

⁴³ 開示府令第2号の5様式第三部【企業情報】第2【事業の状況】2【サステナビリティに関する考え方及び取組】

⁴⁴ なお、開示府令第2号の5様式第三部【企業情報】第1【企業の概況】6【従業員の状況】に記載される、女性活躍推進法又は育児・介護休業法に基づく指標（すなわち「女性管理職比率」、「男性育児休業取得率」及び「男女間賃金格差」）については、引き続き記載を求めることが考えられる。

⁴⁵ 開示府令第2号の5様式第六部【特別情報】

⁴⁶ 開示府令第2号の5様式第三部【企業情報】

⁴⁷ 開示府令第2号の5様式第三部【企業情報】第1【企業の概況】7【コーポレート・ガバナンスの状況等】(1)【コーポレート・ガバナンスの概要】

⁴⁸ 現時点では特定投資家の数が多くないことを踏まえ、特定投資家に移行可能な一般投資家に対して特定投資家への移行を促す際の情報提供の緩和に向けた検討が望まれるとの意見があった。

⁴⁹ いわゆる投資型クラウドファンディングについては、一般に株式型・ファンド型がある。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。

⁵⁰ 米国におけるクラウドファンディングによる発行体の資金調達限度額は、2021年に107万ドルから500万ドルへ引き上げられた。

億円以上5億円未満の資金調達を行う企業については、簡素化された有価証券届出書等の開示書類の様式が利用可能となる（前述のとおり、当該届出書に係る開示内容がさらに簡素化された場合には、その利用が促進されるものと考えられる）。こうした制度整備により、スタートアップ企業の資金調達環境が改善されることが期待される一方、その適正確保のためには、仲介業務を行うCF事業者の役割もより重要になってくる。こうした観点から、CF事業者による発行者や事業計画の審査に関する項目が開示され、項目に沿った審査が適切に実施することが重要である。加えて、引き続き、投資家保護を勘案しつつ、前項「3. ①少額募集・開示の簡素化」にて記載の内容に加え、スタートアップ企業のニーズを踏まえた一層の簡素化についても検討をしていくことが考えられる。

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のではないかとの指摘もある。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、こ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。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。

また、発行総額上限については、一般投資家も含めた勧誘がなされる前提で投資家保護の観点から定めているものであり、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⁵¹。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⁵²。

イ. 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

我が国では、投資型CFにおける投資家（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と考えられる。この点、諸外国では、株式投資型CFにおける投資家の年間の投資上限が、年収や純資産額に応じて設定されている⁵³。

⁵¹ 有価証券報告書を提出する会社等の場合、引き続き、募集を行った有価証券と同一種類の有価証券の私募を行うことはできない。

⁵² 投資型CFを地方活性化のためにも、より一層活用してほしいとの意見があった。

⁵³ 例えば、米国では、株式投資型CFにおける投資家の年間投資額の上限は、①年収または純資産が12.4万ドルを下回る場合はi) 2,500ドル、ii) 年収の5%、iii) 純資産の5%、のうち大きい額、②年収及び純資産が12.4万ドル以上の場合は、i) 年収の10%、ii) 純資産の10%、のうち大きい額、とされている。

また、投資勧誘の方法については、投資家がスタートアップ企業のリスクを十分に把握しないまま、不測の損害を被ることを防止するため、現行制度ではウェブサイトによる表示と当該表示にあわせて電子メールを送付する方法に限定されている。このため、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ことについて、投資家保護の観点から改善すべきであるとの指摘がある。

投資家のリスク許容度や投資余力に応じた限度額を設定することは、投資家の保護と利便向上の双方に資すると考えられるため、我が国においても、諸外国の例も参考にしつつ、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が適当である⁵⁴。その際、投資家全員の年収や純資産を適時に把握するには一定の事務負担がかかることから、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が考えられる。

また、投資勧誘の方法について、訪問・対面での勧誘については、投資家に対する強圧性が生じるリスクが類型的に高いため、引き続き慎重に対応すべきであると考えられる一方、投資家からの求めに応じて、口頭で丁寧な説明を行うことは、投資家のより適切な投資判断につながると考えられる。このため、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が適当と考えられる。その場合には、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が適当である⁵⁵。また、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ことが考えられる。

4. 非上場有価証券の取引の活性化

①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

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に応えられていない。また、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で上場を行う結果につながっているとの指摘がある。非上場株式のセカンダリ取引の活性化は、スタートアップ企業等による資金調達（プライマリー取引）

⁵⁴ 投資家保護の観点から、日本証券業協会の自主規制規則にて、非上場株式への投資の特性に関する情報（換金性が著しく乏しく、価値が大きく失われるリスクがあることや、発行体及び事業に対する共感・支援が主な旨とされるべきであること等）がCF事業者から投資家へ提供されることが求められているが、こうした情報提供や注意喚起が適切に行われることが重要であるとの意見があった。

⁵⁵ このほか、顧客が音声通話でのやり取りの録音等の開示を容易に受けられるようにすべきとの意見があつた。

の円滑化に資することに加え、上場に偏っているスタートアップ企業の出口戦略がM&A（合併・買収）も含めて多様化され⁵⁶、成長段階に応じた適切な規模の継続的資金供給を実現するためにも重要である。このため、非上場株式のセカンダリー取引に係る制度整備を進めていくべきであると考えられる。

さらに、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について、国内の投資家に販売する場合には、日本国内に拠点の法人を設け、第一種金融商品取引業の登録を受けることが必要になる。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ことが指摘されている。国内の投資家の投資対象の多様化の観点から、こうした課題への対応を行っていくことも必要である。

そこで、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（資本金規制、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。ただし、一般投資家も参加する流動性の高い有価証券については、十分に投資家保護を図る必要があるため、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すべきである⁵⁷。なお、非上場有価証券の保有者がセカンダリー取引として売却を行う場合は、非上場有価証券の保有リスクを切り離すものであるため、例えば、非上場有価証券の発行会社の創業者等、一般投資家による売却も可能とすることが適当である。

②非上場有価証券のみを扱うPTS業務の参入要件の緩和

現在、第一種金融商品取引業者が運営する私設取引システム（PTS）業務⁵⁸については、実際に取り扱う有価証券の流動性の高低にかかわらず、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、認可制の下、資本金・純財産要件（3億円以上）やシステム要件（第三者評価書の添付）等が求められている。こうした規制は、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の指摘がある。

そこで、非上場有価証券のセカンダリー取引の場を提供する事業者の参入を促進するため、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

⁵⁶ 日本のスタートアップ企業のエグジットはIPOが76%、M&Aが24%であるのに対して、アメリカはIPOが10%、M&Aが90%との調査結果がある（一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書2021」）。

⁵⁷ 前提として、日本証券業協会の自主規制規則において、一般投資家に対して、例外を除き、非上場株式等の店頭有価証券の投資勧誘を行うことは禁止されている。

⁵⁸ 日本証券業協会の自主規制規則では、前掲脚注57の制限に加え、一般投資家からのPTSにおける特定投資家向け有価証券の買付けの受託を行うことは禁止されている。

ことが適当である。具体的には、非上場有価証券のみを扱う PTS であって、流動性や取引規模等が限定的なもの⁵⁹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、資本金や純財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ことが考えられる⁶⁰。

5. 株式報酬に係る開示規制の整備

株式報酬は、それを受け取る者に対し、会社の中長期的な業績向上に向けたインセンティブを付与する効果があり、米国では、手元資金に乏しいスタートアップ企業において、人材確保のための重要な手段ともなっている⁶¹。

株式報酬のうち、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、現行実務上、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指摘がある。

このため、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る。

また、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・オプションや RS(譲渡制限付株式)の経済的性質と類似していることを踏まえ、ストック・オプション及び RS 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。

なお、特例の検討に当たっては、産業界を含めた関係者にも意見聴取を行いつつ、上記以外の実務上の論点についても検討を進めていく必要がある。

6. 運用商品の多様化

①排出権を対象とする投資信託の組成

欧米では、排出権の現物・先物取引が行われているほか、これらを投資対象とする投資信託の組成が進んでいる。我が国においても、2023 年 10 月に東京証券取引所にカーボン・クレジット市場が開設されるなどの動きが見られたところである。地球温暖化に課題意識を有する投資家が、投資信託を通じて排出権に投資を行い、

⁵⁹ 非上場株式やセキュリティトークン等の非上場有価証券のセカンダリー市場の活性化を図る観点からは、一定程度の流通量があることが望ましく、流動性や取引規模等に上限を設ける場合には、上限が低くなりすぎるのは望ましくない、との意見があった。

⁶⁰ 非上場有価証券のセカンダリー取引の場においては、不公正取引の防止措置を講じる必要があるとの意見があった。現行でも日本証券業協会の自主規制規則において、非上場有価証券を取り扱う PTS に対し、売買審査の実施や不公正取引を認識した際の注意喚起等の措置を講じることとしているが、それに加え、上記の取引の管理等に関する必要な規制を適用することによって、投資家保護が適切に図られることが重要である。

⁶¹ 株主と投資家との間の対話を意識した経営を可能にするという観点から、我が国の上場企業経営者においても株式報酬の導入をさらに増やすべきとの意見があった。

企業側の温暖化対策に関する取組みを後押しすることは、我が国産業における地球温暖化対策の促進にも資する面があるものと考えられる。

そのため、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、まずはカーボン・クレジット市場の状況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。

②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には、投資信託協会の自主規制で規則が設けられている。例えば、その外国籍投資信託が取引所に上場されている場合等を除き、借入制限に関する規制等が適用されることとなっており、また、国内籍公募ファンド・オブ・ファンズ（投資信託証券への投資を目的とする投資信託）が不動産投資信託を組み入れる場合には、上場されていること等が求められている。このため、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が指摘されている。なお、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についても指摘されている。

この点、投資信託協会において、オルタナティブ投資等を行う非上場の外国籍投資信託の組入れに関する枠組みの見直しについて検討が開始されているところである。

我が国の家計においても、リスクを理解した投資家層にとっては、良質な外国籍投資信託に対する分散投資が可能となることは資産形成を進める上で有意義であり、こうした取組みが促進されていくことが重要である。ただし、価格透明性に乏しい、あるいは流動性に欠けた資産を主として組み入れる非上場の外国籍投資信託に投資することは、投資家がリスクを負うことになるため、そうした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性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。これらのオルタナティブ投資等を行う非上場の外国籍投資信託を主に組み入れる商品については、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。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。

③外貨建国内債⁶²（いわゆるオリガミ債⁶³）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(Delivery Versus Payment)決済が可能な環境がない⁶⁴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。

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、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。

外貨建国内債の効率的かつ安全な発行・流通の環境整備が進めば、国内投資家の運用対象の多様化に寄与し、本邦発行体においても外貨調達の安定にもつながるものと考えられる。また、外貨建国内債の発行が活発化することを通じて、我が国社債市場の活性化にも資するものと考えられる。このため、GX分野等、外貨建債券の発行の需要も期待できる中、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。具体的には、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に、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ことが考えられる。その際、外国口座管理機関は口座管理機関の誤記録等をカバーする枠組みの対象外であるため、その下位の国内口座管理機関も対象外になるものと考えられる。そうした前提を踏まえ、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と考えられる。

④投資信託における種類受益権

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されるが、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。

我が国においては、同一の運用方針で、例えば信託報酬や為替ヘッジといったカテゴリが異なる商品を組成する場合、実務上、ファミリーファンド方式が採用され、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。

⁶² 国内発行体が国内で発行する外貨建ての債券。外貨建国内債は外債に比べて発行するためのコスト及び事務負担が少なく、起債規模が小さく外債発行のノウハウがない発行体においても外貨調達が可能。また、国内投資家にとって、身近な国内発行体が発行する債券で外貨による運用が可能となる。

⁶³ 「オリガミ債」は、外国口座管理機関であるユーロクリア・バンクが提供する、外貨建国内債に係るサービスの呼称。外貨建国内債には、非DVP決済として扱われている「サクラ債」と呼称されるものもある。

⁶⁴ 証券と資金の授受を紐づけた決済。

現行の投信法の規定は、同一の投資信託内で投資家間の利害対立が生じたり、あるカテゴリーの投資家には有利であるが他のカテゴリーの投資家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ものである。一方、我が国においても、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の指摘がある。

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ついて、種類受益権の内容に応じた検討が必要であり、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と考えられる。そのため、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と考えられる。

⑤投資信託約款の重大な変更に関する基準の明確化

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。

現行の投信法上、投資信託約款の「重大な変更」を行う場合には法定の手続き⁶⁵が定められており、その基準として「商品としての基本的な性格を変更させることとなるもの」と定められている。これに関し当局において「投資信託に関するQ&A」(平成26年6月)が公表されており、その中で「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⁶⁶。

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、当該Q&Aの更なる明確化を図ることが適当と考えられる。

⑥累積投資契約のクレジットカード決済上限額の引上げ

クレジットカード決済による有価証券の購入は、顧客の資力を上回る有価証券の購入を可能とし、過当取引による投資家保護上の問題が生じるおそれがある一方、支払いの選択肢を増やすことにより投資家の利便性向上に資する面もあることから、法令上、一定の要件⁶⁷の下で認められている。この法令上の要件を満たすため、現行実務では、クレジットカード会社の決済サイクル等を踏まえ、毎月の投資上限額は基本的に5万円に制限されている。

⁶⁵ 受益者による約款変更の決議（書面決議）が必要であり、受益者の3分の2以上の多数決で可決。なお、受益者が議決権を行使しないときは、決議に賛成したものとみなすことができる（投信法第17条）。

⁶⁶ （1）受益者の利益に資するもの（例：受益者の負担する信託報酬率・費用の引下げ）、（2）事務的事項に係る約款変更であって受益者の利益には中立的なもの（例：運用権限の委託先変更（変更の前後で委託先に実質的な変更が生じない場合等に限定））、（3）法令改正に伴い、法令適合性を維持するために行わざるを得ないもの（消費税率の引上げに伴う、信託報酬に係る記載事項の変更）。

⁶⁷ クレジットカード決済による投資が認められるには、①翌月一括払いであること、②信用の供与が10万円を超えないこと、③累積投資契約であること、の3つの全てを満たす必要。

2024 年から新しい NISA 制度がスタートし、その中で、つみたて投資枠については毎月の累積投資契約による場合、月 10 万円に引き上げられることになる。これを踏まえ、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。

VII おわりに

以上が、2023 年 10 月以降、当タスクフォースにおいて行ってきた検討の内容を整理したものである。本報告書において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を期待する。また、講じた施策についての効果をフォローアップし、追加の対策の要否を継続的に検討していくことも重要である。

最後に、資産運用立国の実現は、一朝一夕に実現できるものではない。本報告書において講じるべきとされた施策を着実に実施するとともに、各省庁が連携し、また、民間事業者も含め、関係者による不断の取組みが継続されることが重要である。また、資産運用に関する人材育成も中長期的な課題である。こうした観点から、今回指摘された課題も含め、幅広い分野に目を配りながら、関係者による検討と改善の努力が今後も継続されることを期待する。

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

1. はじめに

(1) これまでの沿革

投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」という。）は、昭和 26 年に多数の投資家の資金を集めて有価証券に投資する仕組みを定めた「証券投資信託法」として制定された。その後、委託者の受益者に対する忠実義務の創設（昭和 42 年）、ファンド設定における個別約款承認制から届出制への変更や投資法人制度の創設（平成 10 年）といった改正が行われた。現行の法律名となった平成 12 年改正では、主たる投資対象を不動産等にも拡大し、不動産投資法人（J-REIT）を創設することが可能とされた。

その後、抜本的な改正は行われていなかったが、平成 22 年 6 月に閣議決定された「新成長戦略」、同年 12 月に公表された「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」、本年 7 月に閣議決定された「日本再生戦略」において、投資信託・投資法人法制を見直し、平成 25 年度までに制度整備の実施を行うこととされている。

様々な主体に対して適切な投資機会を提供するため、それぞれの資産規模や知識に応じ、国民が資産を安心して有効に活用できる環境整備を図ることが重要である。また、資産運用業は、今後の金融・資本市場の発展や個人金融資産の拡大を担う中核的な業務の一つとして位置付けられるものであり、運用会社には、その運用力を強化し、顧客に適切な運用サービスを提供していくことが強く求められる。

このようなことから、本年 1 月、金融審議会に対し、以下のような観点から投資信託・投資法人法制の見直しについての検討を行うように諮問がなされた。

- 投資信託については、国際的な規制の動向や経済社会情勢の変化に応じた規制の柔軟化や一般投資家を念頭に置いた適切な商品供給の確保等
- 投資法人については、資金調達手段の多様化を含めた財務基盤の安定性の向上や投資家からより信頼されるための運営や取引の透明性の確保等

(2) ワーキング・グループにおける議論の経緯等

上記の諮問を受けて、金融審議会は、投資信託及び投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ（以下「ワーキング・グループ」という。）を設置し、本年 3 月から審議を行ってきた。

本年 7 月には、これまでの 8 回に及ぶ審議における議論を整理するとともに、その後の方針を確認する位置付けで中間論点整理を作成し、本年 9 月以降の会合では、中間論点整理に基づき、

- 引き続き検討を行うべきとされた事項について、具体的な議論を行うとともに、
- 事務的に検討すべきとされた事項について、中間論点整理で示された方向性に従って事務局において検討を行い、主としてその検討結果の報告を受ける
という方向で審議が進められたところである。

今回の最終報告については、これまでの計13回にわたる審議を踏まえ、投資信託・投資法人法制の見直しの際の基本的な考え方を提示するものとして、取りまとめられたものである。

2. 投資信託制度

(1) 我が国投資信託の現状と対応の方向性

我が国投資信託の現状につき、ワーキング・グループにおいては、以下の点が指摘された。

① 現在の投資信託市場を巡る環境とその下での経済活動等

投資信託の量的拡大は途上にあり、現在の規模では経費を投資信託の残高に連動した信託報酬で賄い切れず、販売手数料が重視されているとの指摘がある。投資信託の手数料は、株式売買手数料や利ざやといった従来の収益源が不振となっている金融機関にとって重要となっている。また、販売会社が顧客との関係をほぼ掌握している。こうした中で、投資家の投資意欲に働きかけやすいよう、市場の動向に応じた新しいテーマに基づく新商品が次々と設定・販売されてきた。

さらに、株価低迷・低金利環境が長期化し、伝統的な投資手法を用いて高いリターンを得ることが困難になってきている。こうした中、リターン追求に敏感な投資家のニーズに応える形で、海外資産を中心に運用する商品や複数の収益源を組み合わせた商品の開発や、預金利息等のような定期的収入を重視する投資家に働きかけやすい高頻度・高分配金商品の開発が活発化している。また、近年、投資割合が上昇しつつある外国資産による運用については、外国運用業者の運用力や当該国での投資信託の運営に関するインフラ基盤等を利用するため、外国運用業者への外部委託又は外国運用業者が運用するファンドへの投資（いわゆるファンド・オブ・ファンズ）がなされることが多く、投資対象の多様化が進む一方で、商品性の複雑化の一因にもなっているとの指摘がある。

なお、こうした商品が投入される投資信託市場の主要顧客層は、退職前後の世代により形成されている。これは、我が国においては退職前後の世代に余裕資金が偏在する一方、退職後の生活への漠たる不安が広がっていることが一因と考えられる。

② 上記の結果もたらされた影響と対応の方向性

まず、第一に、販売手数料収入が重要な収益源である販売会社が商品供給に大きな影響力を有している実態により、投資期間の短期化等の問題を招きかねず、投資信託商品の開発・販売において必ずしも投資家の資産運用ニーズが反映されていないとの指摘がある。そのため、投資信託商品の開発・販売に当たっては、顧客（投資家）本位の目線が一層必要である。例えば、顧客の生活設計やマネープランを踏まえた資産形成という

観点に基づくコンサルティング機能を発揮していくことが重要と考えられる。

また、運用会社・販売会社のインセンティブが一層顧客本位なものとなるような取組として、運用担当者の経歴や報酬体系等の顧客への提示や、報酬体系の取引ベースから残高ベースへの移行が指摘された。これらについては様々な意見があつたが、いずれにせよ、一律に法令化する性格の施策というよりもむしろ、競合会社との差別化といった観点から、各運用会社・販売会社が自主的に取り組むよう促すことが望ましい。さらに、運用会社が、商品開発能力のみならず、国内外資産に対する運用力を強化することにより、投資家のニーズに応じていくことが求められる。

第二に、次々と新商品が投入されることで、投資信託の累増・小規模化を招き、運営コストが報酬を上回っている投資信託が多い。投資信託運営に係る業務効率の向上に係る取組を検討することが必要である。その際、諸外国における状況も踏まえつつ、小規模な投資信託の増加につながっているような業界慣行等があれば、その見直しについても必要に応じて検討が行われるべきである。

第三に、海外資産への投資割合が上昇する一方、商品の複雑化・リスクの複合化が進行している。これらに伴い、投資信託に係る手数料率が上昇傾向にある。また、元本の払戻しを伴う多頻度の分配を行う商品の普及により、全体的な得失の把握が難しくなってきている。商品性やリスクに関する購入時の説明の一層の工夫や、投資開始後には全体的な得失を瞭然と理解できるための仕組みを検討することが必要である。また、こうした説明を尽くしても、突発的・不連続に発現するリスクに対しては、あらかじめ一定の制約を設けておくことの是非も検討に値すると考えられる。

第四に、投資信託市場の主要顧客層である退職前後の世代は今後減少することが予測され、同市場の拡大を持続させるためには、余資運用に限らず資産形成という視点も必要と考えられる。少子高齢化が進む中、現役世代の老後の備えとして、小口投資が可能な投資信託の商品性は一層重要になる。こういった課題に対しては、現役世代への投資信託の普及に向け、例えば、業界において、目的意識を明確にした積立投資の促進といった取組やETFの更なる活用が加速されることが望ましい。併せて、投資信託市場における確定拠出年金の役割について議論が行われていくことが望ましい。

以上の指摘については、基本的には、投資家・市場関係者の意見も聴きながら、関係業界の業態を超えた自主的な努力によって対応すべき領域が多い。特に、運用会社による投資信託の運営の適切性の確保について、投資家や受益者によるモニタリングを通じたガバナンスのみに期待することが難しい中、運用会社と受託会社は投資家や受益者に対する受託者責任を負う者として、適切な運営を行う必要がある。また、当局による規制や適切な検査・監督が求められる。さらに、関係業界を中心とした自主的なモニタリングを行うことも効果的である。具体的には、例えば投資信託協会が投資信託の運営につき、一層、幅広く投資家の声を集め、適切に運用会社間での共有を図るなど、多様な経路を通じて適切な投資信託運営が確保されることが望ましい。

(2) 国際的な規制の動向や経済社会情勢の変化に応じた規制の柔軟化

① 効率的な投資信託運営のための受益者書面決議制度の見直し

現在、投資信託約款の重大な内容の変更や投資信託の併合を行う場合、当該投資信託の受益者による書面決議が必要と規定されている。しかし、受益者が多数の公募投資信託における同制度の実施には実務的な困難もあることから、併合等の阻害となっているとの指摘がある。そのため、以下の点につき見直しを行うことが考えられる。

(a) 書面決議を要する約款変更範囲の見直し

現在、書面決議を要する約款の「重大な内容の変更」として、「商品としての同一性を失わせる」ことが規定されている。当該規定については、実務上、形式的な変更ではない限り商品としての同一性が失われるものと慎重に解釈され、書面決議を要する範囲が広く捉えられている。これにより、投資信託の運営の機動性が阻害されている、あるいは、当初から運用方針等について幅広な記載にしておくことで後の約款変更を回避する傾向があると指摘されている。

これについては、「重大な内容の変更」に該当するか否かの基準を、「商品としての基本的な性格の変更」と規定し、形式的な変更に留まらないが書面決議を要しない約款変更があり得ることを法令上も明確化した上で、受益者保護にも配慮しつつ、

- 受益者の利益に資する約款変更
- 事務的事項に係る約款変更であって受益者の利益には中立的なもの
- 法令改正に伴い、法令適合性を維持するために行わざるを得ない約款変更

については商品としての基本的な性格が変更しないものとして、約款変更に際し、書面決議を要しないこととするのが適当である。こうした観点から、書面決議が不要となるこれらの変更と解される具体的な事例を、今後、明確化していくことが適当である。

(b) 書面決議を要する併合手続の見直し

現在、投資信託間の併合に当たっては常に双方の投資信託において書面決議を要することとされている。これが、非効率な小規模投資信託を存続させ、ひいては経費率の上昇を通じて受益者の利益を害しているおそれがあると指摘されている。投資信託の併合を促進する観点から、併合の前後で「商品としての基本的な性格」に相違がない投資信託については書面決議を不要とすることが適当である。

その際、受益者保護に配慮し、具体的には、

- 併合後の投資信託に属すこととなる財産が併合前の投資信託約款に記載された投資方針に反しないと認められること
- 投資信託の純資産額が併合対象である他の投資信託の総純資産額に比して、一定倍率以上であること（ただし、同一の指数に連動する投資信託どうしでの併合の場合など信託財産の内容が実質的に同じである場合には一定倍率以上であることは求められない）
- 併合前後の投資信託約款を比較して、実質的な相違が「受益者の利益に資するもの」、「事務的事項に係る相違であって受益者の利益には中立的なもの」又は「法令適合性を維持するために生じざるを得ないもの」に限られること

といった要件を全て充足する場合には「商品としての基本的な性格」に相違がないものとし、書面決議を不要とすることが適当である。

(c) 受益者数要件の撤廃

現在、書面決議においては、信託法の規定を踏まえ、議決権行使することができる受益者の半数以上であって（受益者数要件）、当該受益者の議決権の3分の2以上の賛成を要することと規定されている。この点については、投資信託においては受益者の個性による影響が極めて限定的であることに加え、受益権の内容の均等性が担保されていることにも鑑み、約款変更や併合手続の見直しを促進する観点を踏まえ、受益者数要件を撤廃することが適当である。

(d) 反対受益者の受益権買取請求制度の見直し

現在、書面決議に反対した受益者は、受託者に対し自己の受益権の買取請求ができると規定されている。しかし、基準価額が毎日算出され、当該価格による償還が隨時可能なオープンエンド型投資信託においては、解約請求を行えば、解約時の基準価額に準じた価額によって償還金を受領することができる。よって、そのような投資信託については、反対受益者の受益権買取請求権を付与して投下資本の回収機会を追加的に設定しなくとも反対受益者に与える不利益は乏しいことから、同制度を適用しないこととするのが適当である。

② 同一投資信託における複数の報酬体系等の容認

現在、投資信託の受益権は均等に分割されていなければならず、運用方針だけでなく信託報酬体系等も受益権間で同一である必要がある。その結果、例えば、同一の運用方針の下で信託報酬体系だけが異なる商品を組成する場合であっても複数の投資信託を組成する必要があり、必ずしも効率的ではないとの指摘がある。

他方、同一の投資信託において、仮に信託報酬体系や為替ヘッジの有無等について「均等」ではない複数のクラスの受益権の設定を行う場合、受益者保護を担保する観点からは、差異を認める事項に応じて、種類受益者ごとに実施する書面決議制度等の新たな利害調整の仕組みの導入も併せて考える必要がある。

こうした仕組みを導入する場合には、かえって投資信託の運営のためのコストが大きくなるとの指摘もあることから、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、上記の論点等に関する検討を行うことが求められる。

③ 外部委託に関する規制の明確化

現在、投資信託委託会社の運用指図権限の外部委託については、委託先の範囲等に係る規定がある。他方、運用指図以外の業務については明文の規定がないため、委託の可否が不明との指摘がある。業務効率の向上を図る外部委託を妨げることのないよう、運用指図権限以外の権限の外部委託が可能である旨を何らかの形で明確化することが適当

である。

④ 運用財産相互間取引の容認範囲の明確化

現在、運用財産相互間取引は、原則として禁止されているが、双方の運用財産にとつて必要かつ合理的と認められる場合等に限り、公正な価額に基づく上場有価証券等の取引であることを担保した上で、例外的に認められている。この「必要かつ合理的」の範囲は、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針において例示が列挙されているが、当該例示に必ずしも限られるものではない。しかし、例示された取引以外は行わない、また、結果として運用財産相互間取引になることを避けるため売買の発注時刻を意図的にずらす、といった慎重な対応を行っている例もある。

こうした状況を踏まえ、「必要かつ合理的」と認められるものとして、社内のリスク管理等の観点から投資制限を設定している場合にこれを超過することを避けるために行う取引などの例示を加えることが適当である。

また、現在は上記の例外的な取引の対象とはなっていない外国金融商品市場に上場されている有価証券についても、一定の外国金融商品市場に上場されている場合には、運用財産相互間取引を容認することが適当である。

⑤ 金銭設定・金銭償還の例外範囲の拡大

現在、投資信託は金銭設定・金銭償還が原則とされ、受益者保護に欠けるおそれのない場合に限り、現物設定・現物償還が例外的に認められているが、以下も例外とすることが適当である。

(a) 金銭と現物を混合した設定・償還の容認

現在、金銭と現物を混合した設定・償還は認められていない。そのため、現物設定・現物償還であるＥＴＦの場合、例えば、権利落ちの構成銘柄についても現物を用いて設定することとなり、現物を保有していた者は権利分の経済的損失を被るおそれがある。このような理由により、事実上、ＥＴＦを設定・償還できない期間が発生する。そのため、現物設定・現物償還であるＥＴＦでは、権利落ち等の構成銘柄について金銭での代替を認めることが適当である。

(b) 現物設定・現物償還の容認範囲の拡大

現在、機関投資家が一定の条件の下でＥＴＦを設定・償還する場合等を除き、現物設定・現物償還は認められていない。投資に高い知識・理解力を有する機関投資家向けの投資信託の設定・償還につき、有価証券等のうち時価評価が容易なもの用いる場合には、受益者保護に欠けるおそれが少ないとから、現物設定・現物償還を認めることが適当である。

⑥ その他の施策

このほか、

- 価格調査制度に関し、金融商品取引所又は金融商品取引清算機関のルールや商慣行などに基づき、取引条件及び経済的価値の算出方法が一定程度標準化され、価格調査によらずとも価格の公正性を確保することが可能であると考えられる類型の店頭デリバティブ取引について、制度の適用を除外すること
- 利益相反のおそれがある行為が行われた場合の受益者等への書面交付の時期及び手法に関し、例えば、利益相反のおそれがある行為をする度の電子的方法等による公告及び運用報告書への記載等により受益者等に報告することを認めることなどについて、適切な措置を講じることが求められる。

また、MRF^注等については、現在、基準価額が1口1円で固定されている。保有債券の突発的な価値の下落等により基準価額が1口1円を割り込んだ場合、追加設定・一部解約等に係る適切な対応に支障が生じるおそれがある。国際的な規制改革の動向も踏まえつつ、受益者の円滑な追加設定・一部解約等を目的とした運用会社等による劣化運用財産の買取り等を損失補填の禁止の適用除外とすることを含め、MRF等の安定的な運営に資する措置の検討を進めることが適当である。

(3) 一般投資家を念頭に置いた適切な商品供給の確保

① 運用報告書の改善等

運用報告書は、受益者の投資判断に当たって重要な情報を掲載していることから、運用状況を適切に把握するための情報が受益者にとって理解しやすい形で提供されることは重要である。

また、オープンエンド型投資信託の継続募集を行う場合に、一年ごとに提出することとされている有価証券届出書と、継続開示として提出が求められる有価証券報告書については、基本的に開示項目が重複していることを踏まえて、可能な限り両書面の統合を図っていくことが適当である。そのため、以下の点につき見直しを行うことが考えられる。

(a) 運用報告書の二段階化

現在、運用報告書に記載すべき事項は、一の運用報告書として受益者に交付することとされている。その結果、大部となることが多い上、書面での交付が原則となるため、受益者は情報を取捨選択することが困難であり、運用会社には多大なコストが発生している。こういった問題を改善するため、運用状況に関する極めて重要な事項を記載した交付運用報告書と、より詳細な運用状況等も含めて記載した運用報告書（全体版）に二段階化することが適当である。その際、交付運用報告書は、原則として受益者に書面または電子的な方法により交付すべきである。他方、運用報告書（全体版）は運用会社のホームページでの掲載など投資家にとってアクセスしやすい電子的方法による提供を原則としつつ、受益者から請求があった場合にのみ書面による交付を義務付けることが適

^注 証券会社に入金された証券決済用資金を運用することを目的とした公社債投資信託。信用度の高い債券を投資対象とする等、投資信託協会の規則により安定運用のための投資制限が定められている。

当である。なお、請求の有無にかかわらず一律に書面を交付するといった、見直しの趣旨に沿わない対応が行われることのないよう留意すべきである。

(b) 運用報告書記載事項等の見直し

運用報告書の二段階化を前提とした上で、受益者が運用状況等を正しく把握するために必要な情報を提供する観点から、交付運用報告書においては、他の投資信託と比較可能な方式で当該投資信託の現在及び過去の状況を記載する。また、グラフや図を活用し、平易かつ簡素な表現で文章による解説を行うなどわかりやすい表示を行う。他方、運用報告書（全体版）においては、引き続き、必要な情報を詳しく記載する。なお、見直しの具体化に当たっては、交付運用報告書が既存顧客に運用状況に関する重要な事項を説明する大切な「コミュニケーション・ツール」であることを踏まえ、実務家を中心に、投資家の意見も交え、さらなる記載方法の検討を行うことが適当である。

(c) 有価証券報告書等との関係

有価証券届出書と有価証券報告書のそれぞれの役割に留意しつつ、近年の情報通信技術の進展も踏まえ、法定開示のコストを適正化するとともに、一般投資家にも理解しやすい開示とする観点から、有価証券届出書と有価証券報告書の双方について見直しを行うことが適当である。

有価証券届出書の見直しについては、有価証券届出書と有価証券報告書の記載事項の重複を解消する観点から、

- 有価証券届出書について組込方式または参照方式を導入する
または
- 有価証券届出書「第一部 証券情報」に相当する情報を記載した書面を、有価証券報告書と併せて提出した場合には、これらの書類を有価証券届出書とみなす制度を導入する

との方向で対応することが考えられる。なお、各案の検討においては、制度導入に要する費用等とその効果を比較検証することとし、その内容が合理的であり、かつ法制化が可能なものである場合には、後者の案により進めることが適当である。

有価証券報告書の見直しについては、その提出により有価証券報告書の一部とみなすことができる報告書代替書面制度を柔軟に活用することにより、一般投資家にも理解しやすい方法で、他の投資信託の有価証券報告書との間で見られる委託会社の情報に関する記載重複を解消することが考えられる。例えば、認定金融商品取引業協会である投資信託協会の規則に基づき作成され、ホームページ上で公表される委託会社の情報に関する書面については、報告書代替書面として利用できるようにするといった方向で対応することが適当である。

② トータルリターン把握のための定期的通知制度の導入

現在、投資家は、各期の投資信託に係る分配金等が記載された取引残高報告書を証券会社等から交付されているが、投資信託購入時点から現在までの投資期間全体における

分配金の額は自ら計算する必要がある。適切な投資判断のための環境を整える観点から、受益者が自分の保有する投資信託に係る投資期間全体の累積分配金を含む累積損益を把握しやすくすることは重要である。

現在の状況としては、既に自社基準に基づくトータルリターン（一定期間の累積損益）を計算している販売会社も多いが、他方で当該計算に必要なシステムを備えていない販売会社もある。また、計算結果について定期的に定型の様式で顧客に通知している販売会社もあるが、問合せの都度、個別に回答を行っている販売会社もある。

上記の状況を踏まえ、別紙の方向で業界において制度の実施を図ることが求められる。この際、制度化されたレベルを超える事項の通知を販売会社が個別に行うことには妨げられないと取り扱うことが適当である。

③ 販売手数料・信託報酬等に関する説明の充実

現在、投資信託の購入・保有に関する費用については、目論見書等において、販売手数料の料率の上限、信託報酬の料率と運用会社、販売会社及び受託会社への配分率を表示することとされている。しかし、こうした費用を含めた投資家の負担の対価として享受するサービスについての説明は、必ずしも投資家の理解に資する形で充実しているとは言えない。投資家のコスト意識を醸成し競争の促進を期待する観点から、当該説明の充実を図ることが適当である。

④ 販売・勧誘時等におけるリスク等についての情報提供の充実

現在、法令において、交付目論見書にファンドの目的・特色、投資リスク等を記載することとされており、投資信託協会の規則において、その具体的な記載内容や記載方法等が定められている。

商品の複雑化・リスクの複合化（2.（1）②参照）が進行する中で適切に投資判断を行うためには、個々の商品の元本割れの可能性についての理解だけでなく、リスクの相対的な度合いの理解も重要と考えられる。こういった点を踏まえ、商品のリスクを投資家によりわかりやすく情報提供する取組を構築する必要がある。

これまでと同様に個々の投資信託における商品のリスクを定性的に説明することに加え、リスクの定量的な把握や比較が可能となるように、わかりやすく表示することが適当である。

なお、具体的な記載内容については、投資信託における商品のリスクを投資家によりわかりやすく情報提供する観点から、実務的な検討を通じ、引き続き整理を行うことが望ましい。その際、記載事項や方法については、各運用会社の工夫の余地を残しつつも、ファンド相互間の客観的な比較が容易になるように、当局及び業界においてある程度の統一化を行うことが求められる。

⑤ 運用財産の内容についての制限（一定の類型のリスクに対する規制）

現在、運用財産の内容についての制限としては、内閣府令におけるデリバティブ取引に係るリスクの制限、投資信託協会の規則における投資対象等への一定の制限に限られ

ている。

この点について、一般論としては、金融のイノベーションや商品組成の自由度は最大限尊重し、投資信託が内包するリスクについて十分な説明・開示を行うことを通じて、市場による競争を通じた商品の適切な選択が投資家によって行われることが望ましい。

しかし、ファンド・オブ・ファンズの普及等を通じて、商品の複雑化・リスクの複合化（2.（1）②参照）が進行しており、さらに、大きな信用リスクを抱えたいわゆる仕組債型の投資信託も存在している。

このような、複合化したリスクや信用リスクは、説明・開示によりあらかじめ投資家に認識させることは困難であり、そうしたリスクの軽減・分散が不十分な場合には、投資家にとって突発的・不連続な損失が発生し得ることになる。そのため、そうしたリスク量をあらかじめ制限するような仕組みを構築することが考えられる。具体的には、

- 信用リスクの分散については、一定の定量的な規制の枠組みを整備する
 - デリバティブ取引を行う場合のリスク量制限については、リスク量に係る計算方法を一定程度規格化し、その概要の情報を提供する
 - 我が国に持ち込まれる又は我が国の投資信託に組み込まれる外国籍投資信託についても、各国の法制の相違を踏まえつつ、原則として同様の取扱いとする
- という仕組みが考えられる。この点に関しては、投資信託の内包するリスクを一意的な定量的水準で規制することにより、投資信託の商品組成の自由度を阻害しないようにすべきであるとの指摘に留意しつつ、適切なルールの整備を行うことが求められる。

3. 投資法人制度

（1）我が国投資法人の現状と対応の方向性

平成10年に創設された投資法人制度は、その後投資対象に不動産等が追加されたことにより、主としてJ-REITとして活用され、その後の約10年間で金融商品としての位置付けを高めてきた。

他方、J-REITの投資口は、安定的にキャッシュフローを生み出す不動産という原資産に裏付けられた商品であるものの、実際には、金融・資本市場の影響を大きく受けている。リーマンショック時には、資金調達手段の制約等の財務上の課題が顕在化し、金融・資本市場の影響を受けた金融機関の貸出姿勢の変化が投資法人の資金繰りに大きく影響した。また、ミドルリスク・ミドルリターンの商品として想定されていたにも拘わらず、市場の影響を受け投資口価格のボラティリティは拡大し、投資家の投資姿勢の萎縮を招いた。こうしたことから、諸外国のREITに比べて資金調達・資本政策手段の面において制約が多いと指摘されることも踏まえつつ、その多様化を図る取組を講じる必要があると考えられる。

また、投資法人の運営を見ると、人員・ノウハウ、投資対象物件の提供等の面で、資産運用会社の親会社等（以下「スポンサー企業」という。）が大きな役割を果たしている。他方、スポンサー企業への依存については、信用補完といったメリットがあるものの、スポンサー企業と投資主との利益が必ずしも一致しないとの懸念も指摘されている。投資法人制度に対する投資家の信頼性を更に向上させるため、こういった利益相反に対する適切な

規律を含め、投資法人の運営や取引の透明性を確保する取組を講じる必要がある。

（2）資金調達手段の多様化を含めた財務基盤の安定性の向上

① 資金調達・資本政策手段の多様化

資金調達・資本政策手段の多様化の具体策として、ライツ・オファリング、転換投資法人債、種類投資口、無償減資及び自己投資口取得等の導入が挙げられている。このうち、転換投資法人債及び種類投資口に関しては、他の手段に比して、より高度な投資家間の利害の調整が必要になり得ると考えられる。

他方、投資法人は、投資家の資金を主として一定の資産に集合して運用し、その成果を投資家に分配する仕組みであり、原則として業務の外部委託が義務付けられ、そのガバナンス構造は簡素なものとなっている。また、主としてリターンに関心を有し、投資法人の運営が滞りなく行われている限り、運営全般について基本的・包括的な了承を与えるのが一般的という投資主像を踏まえてみなし賛成制度が導入されている。

こうした、現行のみなし賛成制度等を前提とする簡素なガバナンスの仕組みのままでは、上記のような利害の調整を行うことが難しいとの問題が残されており、転換投資法人債及び種類投資口については、今般の投資法人法制の見直しにおける導入は時期尚早であると考えられる。

他方、ライツ・オファリング、無償減資及び自己投資口取得に関しては、投資家間の公平性を害するものではないことからその利害の調整の必要性は低く、かつ投資法人の運営の安定に資するものであり、投資法人の性質を踏まえつつ、その導入に向けた制度整備を進めることが適当である。

② 簡易合併要件の見直し

現在、投資法人間の合併においては、消滅投資法人の投資主へ投資口を割り当てた後の投資口の数が存続投資法人の発行可能投資口総数以下であれば、存続投資法人の投資主総会の決議は不要とされている（簡易合併）。これについては、存続投資法人の財務内容に対する影響が大きい場合にも簡易合併が認められ、投資主利益が害されるおそれがあるとの指摘がある。そのため、簡易合併を、消滅投資法人の投資主に割り当てられる存続投資法人の投資口数が合併前の存続投資法人の発行済投資口の総口数に対して一定比率以下の場合とするなど、要件の見直しを行うことが適当である。

（3）投資家からより信頼されるための運営や取引の透明性の確保

① 投資家の信頼を高める意思決定確保のための仕組みの導入

現在、投資法人の資産運用業務は外部の資産運用会社に委託することとされている。委託先は原則として運用資産の取引について裁量を有し、委託先の利害関係者との取引を行う場合、投資法人等への報告義務を負う。しかし、当該報告は事後報告のため、投資主の利益を害する取引を必ずしも抑止できていないとの指摘もある。

こうした中、例えば、利害関係者との取引を投資法人の役員会または投資主総会や外部者を含めた資産運用会社のコンプライアンス委員会の監視にからしめるなどのガバナ

ンスの改善に向けた取組が考えられるところ、投資法人の役員会においては資産運用会社から独立した第三者（監督役員）が過半を構成しており、まずは、投資法人の役員会の権限を強化・活用することで利害関係者との取引に対する監視機能の向上が期待される。具体的には、投資法人と資産運用会社の利害関係者との間の一定の重要な取引については、投資法人の役員会の事前同意の取得を義務づけることが適当である。この場合、監督役員については、現行の資産運用会社の利害関係者でないこととの要件に加え、スポンサー企業の利害関係者でないことを要件とすることが適当である。

また、現在、上場投資法人は、金融商品取引所の実務指針等により、取得した物件の鑑定評価書の概要を公表することとされている。市場関係者の事後的なチェック機能の向上に向け、資産運用会社の利害関係者との取引については、鑑定評価書の概要の開示項目の拡充を図るとともに、競争上の理由等により公表がかえって投資家の利益を損ねるような場合の取扱いにも留意しつつ、鑑定評価額の算出根拠に係るより詳細な情報を公表することが求められる。

② インサイダー取引規制の導入

現在、上場投資法人に係る投資証券の取引は、原則としてインサイダー取引規制の対象外とされている。このことの背景としては、投資口について運用資産の純資産価額に基づく価格形成が行われ、インサイダー取引の余地が比較的小さいため対象外とされていたことが考えられる。しかし、実際の価格動向を見ると、例えばスポンサー企業の変更等によっても相当程度変動しており、こうした情報が公になる前に知り得る立場の人が当該情報を知って取引を行えば、証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼を害するおそれがある。

諸外国では、一般に、上場投資法人に係る投資証券に相当するものはインサイダー取引規制の対象とされている。また、我が国の多数の上場投資法人は、投資証券がインサイダー取引規制の対象外であることをリスクとして投資家に説明している。

これらの事情を踏まえ、投資法人特有の事情を考慮しつつ、上場投資法人に係る投資証券の取引をインサイダー取引規制の対象とすることが適当である。

具体的には、投資法人では、主として業務委託先である資産運用会社で取得物件に関する重要情報の取得・保有・管理が行われており、規制対象とする取引主体の範囲を定めるにあたり、資産運用会社を「投資法人の契約締結先」との位置付けではなく、投資法人自体と同様に取り扱うことが適当である。また、スポンサー企業については、上記のような価格の変動が見られることに加え、人員・ノウハウや投資対象物件の提供等の面で大きな役割を果たしていることも踏まえ、規制の対象とすべきである。これにより、投資法人及び資産運用会社に加え、スポンサー企業の関係者がその職務等に関し、重要事実を知った場合及びこれら関係者からの情報受領者を規制対象とすることが適当である。

また、重要事実については、

- 投資口の内容及び条件の変化（例：公募増資の発表）
- 投資法人の財産の変化（例：大口テナントの退去の発表、業績予想の修正の発表）

- 投資法人の運営や業務の変化（例：倒産手続の申立ての発表）
 - 資産運用会社の運営や業務の変化及びスポンサー企業の交代等（例：スポンサー企業の異動の発表）
- といった情報が投資家の投資判断に影響を与えていていることを踏まえ、具体的な制度化を進めることが適当である。

（4）その他の施策

① 海外不動産取得促進のための過半議決権保有制限の見直し

現在、投資法人が、海外不動産を取得すること自体は禁止されていない。他方、事業支配を制限する趣旨から、投資対象会社の株式の議決権の過半保有が投信法上禁止されている。そのため、外資による不動産投資につき規制がある国において事実上不動産の取得が困難となっている例がある。こういった場合、投資法人制度の信頼性が確保されることを前提に、投資法人の性質及び事業支配を制限する趣旨などを踏まえつつ、実質的に投資法人が海外不動産を取得することと同視できるような場合について、当該海外不動産を取得するためのビークル（ＳＰＣ）の株式に係る過半以上の議決権保有を認めしていくことが適当である。

なお、投資法人における不動産運用方式の柔軟化や投資効率の向上を目指すべきとの考え方の下、国内不動産への適用やビークルの階層化を認めるべきとの意見もあったが、投資法人の簡素なガバナンス構造や導管体としての性格も踏まえ、投資法人の投資対象の過度な複雑化を避けることも重要であり、引き続き検討が必要である。

② 投資口発行差止請求制度の導入

現在、投資主が投資法人に対し直接的に投資口の発行の差止めを請求できる制度は設けられていないが、上述のような資金調達・資本政策手段の多様化を認める上で、投資家保護の観点から、差止請求制度の整備を行うことが適当である。

このほか、

- 投資法人の役員任期（執行役員は2年を超えることができない、監督役員は4年）に関し、投資主総会開催時期の前倒しや役員の先日付けでの選任がなされている現状を踏まえ、あらかじめ投資主総会の開催時期を投資法人規約で定めた場合（例えば、2年ごとの決算期末から一定の期間内に開催）には、投資主総会の終結の時までとすること
- 投資主総会の招集に際し、開催日の2か月前までの公告を要することに関し、上記のように、あらかじめ投資主総会の開催時期を投資法人規約で定めた場合、会社法における株式会社の株主総会の取扱いに準じて、当該投資法人の投資主総会について公告を省略できることにする
- 一定の一般事務委託契約の内容変更は投資主への個別の通知事項とされていることに関し、事務委託の内容に影響を及ぼさない軽微な変更については、計算期間ごとにまとめて資産運用報告に記載することで代替できることにする
について、適切な措置を講じることが求められる。

4. おわりに

以上の審議結果を踏まえ、本報告に示された考え方に基づき、適切な制度整備等を進めるとともに、その制度整備等を踏まえた関係業界の取組状況について、当局等において適切なフォローアップを行うことが期待される。

(以 上)

2. 投資信託制度

(3) 一般投資家を念頭に置いた適切な商品供給の確保

② トータルリターン把握のための定期的通知制度の導入

計算方法、対象範囲、通知方法といった具体的な通知事項について、

- 計算方法は、「(計算時点の評価金額+累計受取分配金額+累計換資金額)-累計買付金額」を基本とする
- 全ての公募投資信託（公募外国投資信託も含む）を対象としつつ、一定の商品（MRFなどの日々決算型の投資信託、ETF）については例外も認め得る
- 個人投資家を対象とする
- 過去のどの時点まで遡ってトータルリターンを計算するかについて、実行可能性を検証する
- 具体的な通知方法としては、書面の交付（郵送による送付等）、電子メールによる送信、ホームページの顧客専用画面上での表示（この場合、当該方法で行うことについて事前に顧客に対し、確実に周知を図ることとする）のいずれかとする。なお、販売量が少なく、システムの整備等が困難な販売会社の場合においても、トータルリターン通知の取組を迅速に開始可能とする観点から、事前に顧客に対して確実に周知することを条件にした上で、顧客からの個別照会に対する回答による対応を容認することも例外的にあり得る。

という方向が考えられる。また、販売会社のシステム対応等に必要となる準備期間も踏まえ、制度内容の公表後、実施までには一定の期間を設けるとともに、制度の実施後に販売された投資信託を対象としつつ、実施時点で既に販売済みの投資信託についても可能な範囲で対象とすることが考えられる。

金融審議会
市場制度ワーキング・グループ
中間整理

2022年6月22日

目 次

はじめに	1
I. 成長・事業再生資金の円滑な供給	3
1. スタートアップ・非上場企業への成長・事業再生資金の円滑な供給	3
(1) 機関投資家による資金供給の拡大	3
① アセットオーナー等による資金供給の拡大	3
② 投資信託への非上場株式の組み入れ	4
(2) 非上場株式のセカンダリー取引の円滑化（私設取引システム（PTS）による「特定投資家向け有価証券」の取扱い）	4
(3) 金融サービスの高度化に向けた個別課題	5
① 地域企業の事業再生・事業承継の円滑化に向けた非上場株式の取引	5
② デットファイナンスの拡充（事業全体に対する担保制度）	6
③ 銀証ファイアーウォール規制	6
2. 企業の成長に資する上場等のあり方	7
(1) 新規公開（IPO）プロセスの見直し	7
(2) 企業特性に合わせた上場審査のあり方	7
(3) 上場手法等の多様化	8
① ダイレクトリストティング	8
② 合併・買収（M&A）	8
③ SPAC（特別買収目的会社）	9
II. 経済成長の成果の家計への還元促進	10
1. 顧客本位の業務運営の確保と金融サービスの向上	11
(1) 販売・助言サービスの態様に応じた適切な制度の設計	11
① 投資助言業の兼業に係る環境整備	11
② 勧誘・助言に関する制度的枠組みの検討	14
(2) 金融機関によるデジタルツールも活用した顧客への情報提供の充実	15
① 深度ある、より分かりやすい情報提供	15
② 情報提供のデジタル化	16
(3) プロダクトガバナンスと資産運用業の高度化	17
① 資産運用会社等におけるプロダクトガバナンスの確保	17
② 二種ファンドの募集・運用の適切性の確保のためのルールの見直し	18
③ 投資運用業者等の受託者責任の明確化	19
(4) その他	19
2. 家計の資産形成に向けた金融リテラシーの向上	19
(1) 学校における取組の支援	20

（2）職域における取組の支援.....	21
（3）関係機関・団体の連携.....	21
III. 市場インフラの機能向上.....	22
1. 上場株式等の取引プラットフォーム.....	22
（1）PTSの売買高上限等のあり方	23
（2）その他.....	23
2. 非上場有価証券等の取引プラットフォーム.....	23
（1）認可審査の柔軟化・迅速化等.....	24
（2）非上場有価証券等の取扱いに関する留意点.....	24
IV. 社債市場の活性化	26
おわりに	28

「市場制度ワーキング・グループ」 メンバーネーム簿

2022年6月22日現在

座長	神田 秀樹	学習院大学大学院法務研究科教授
委員	有吉 尚哉	弁護士（西村あさひ法律事務所）
	井口 謙二	ニッセイアセットマネジメント株式会社 レポートガバナンス・オフィcer 執行役員 統括部長
	上柳 敏郎	弁護士（東京駿河台法律事務所）
	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	佐々木百合	明治学院大学経済学部教授
	武田 洋子	三菱総合研究所 研究理事 シンクタンク部門副部門長兼政策・経済センター長
	野村亜紀子	野村資本市場研究所研究部長
	原田喜美枝	中央大学商学部教授
	福田 慎一	東京大学大学院経済学研究科教授
	松尾 健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
	松岡 直美	ソニークリエイティブソリューションズ（株）執行役員 (日本経済団体連合会 金融・資本市場委員会 資本市場部会長)
	松本 勝	VISITS Technologies（株）代表取締役 (日本経済団体連合会 スタートアップ委員会 スタートアップ 政策タスクフォース座長代理)
	森下 哲朗	上智大学法科大学院教授

オブザーバー	全国銀行協会	国際銀行協会	日本証券業協会
	投資信託協会	日本投資顧問業協会	第二種金融商品取引業協会
	日本STO協会	証券・金融商品あっせん相談センター	信託協会
	生命保険協会	日本プライベート・エクイティ協会	
	日本ベンチャーキャピタル協会	日本取引所グループ	
	財務省	経済産業省	日本銀行

(敬称略・五十音順)

はじめに

1990 年代以降、金融システム改革、証券市場の構造改革プログラム¹、金融商品取引法の施行、金融・資本市場競争力強化プラン²等、継続的に、金融・資本市場の機能を強化し、成長資金を供給するとともに、家計が多様な金融商品・サービスを利用し、資産を形成していくための環境整備が進められてきた³。この結果、例えば、スタートアップの新規上場や上場企業の時価総額は増加してきており、金融商品販売の担い手や金融商品の多様化は進んできた⁴。

他方、金融・資本市場が持続的でより力強い経済成長を後押しし、家計が経済成長のもたらす大きな果実を、ニーズに沿った金融商品を選択し、適切なポートフォリオを構築することを通じて享受するための環境整備に向けた取組は道半ばと考えられる。

例えば、今後の我が国の経済成長の原動力となる国内スタートアップへの資金供給は増加しているものの、欧米と比べてその規模は小さい⁵。スタートアップに成長資金をしっかりと供給していくためには、機関投資家、特に非上場段階での成長を可能とする長期資金を提供できるアセットオーナーやエンジェル投資家による資金提供の拡大が必要であるとの指摘がある。

また、家計の金融資産を見ると、リスク資産の保有額はやや増加しているものの、資産構成の変化は小さく、現預金が引き続きほぼ半分を占めている。こうした資産構成を理由の一つとして、家計の金融資産の伸びは欧米諸国に比べ相対的に低いものとなっている^{6,7}。家計がそのライフプラン等に応じ、必要とする資金フローやリスク許容度に応じてニーズに沿った金融商品を選択し、適切なポートフォリオを構築することによって経済成長の果実を享受するためには、金融機関による勧誘・助言や金融商品組成における顧客本位の業務運営の確保、家計自体のリテラシーの向上のための環境整備が必要であるとの指摘がある。

スタートアップ、非上場企業、上場企業等への円滑な成長資金の供給を通じて持続

¹ 2001 年 8 月 8 日金融庁『「証券市場の構造改革プログラム」～個人投資家が主役の証券市場の構築に向けて～』<https://www.fsa.go.jp/news/news_j/13/kinyu/f-20010808-2b.pdf>

² 2007 年 12 月 21 日金融庁『金融・資本市場競争力強化プラン』<<https://www.fsa.go.jp/policy/competitiveness/index.html>>

³ 第 12 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 3-4

⁴ 第 12 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 15

⁵ 第 12 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 17

⁶ 第 12 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 7

⁷ 保険料控除、NISA、iDeCo に係る所得控除等の税制が家計の資産構成に与える影響が大きいのではないかとの意見があった。

的で力強い経済成長を実現するとともに、家計による適切な金融商品の選択やポートフォリオの構築を通じて経済成長の成果を家計に還元し、資産所得を増加させていく、すなわち、「成長と分配の好循環の実現」が必要であり、その観点から、金融・資本市場に関する諸施策を進めることが求められている。

以上のような問題意識に基づき、当ワーキング・グループは、2021年6月の『第二次報告』⁸の公表後、2021年10月から8回にわたり、審議を行ってきた。本報告書は、当ワーキング・グループにおける2021年10月以降の審議の内容を中間的に整理したものである。

⁸ 2021年6月18日市場制度ワーキング・グループ『「市場制度ワーキング・グループ」第二次報告—コロナ後を見据えた魅力ある資本市場の構築に向けて』<https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20210618.html>

I. 成長・事業再生資金の円滑な供給

今後の我が国の持続的な経済成長を牽引する新たなビジネス・産業を創出するとともに、既存のビジネスの更なる成長や事業再生・承継を円滑に進めていくためには、非上場・上場を問わず、企業の成長を支えながら、必要な資金を円滑に供給できる資本市場を整備する必要がある。このうち、上場企業については、資本市場におけるより高度なガバナンス・透明性の確保等の重要性に鑑み、コーポレートガバナンス改革やディスクロージャーの充実等を通じた企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上の取組が進められている。スタートアップ・非上場企業についても、起業をより円滑に行えるようにするとともに、企業価値を高めていけるよう、成長資金供給の円滑化や投資家による経営支援の強化を進めていく必要がある。

このため、長年我が国の課題として指摘されている機関投資家による資金供給の拡大を促すとともに、様々なステージの資金需要への対応力強化⁹、企業の持続的な成長に資する上場前後を跨いだ資金供給の拡大や上場等によるエグジット¹⁰に関する取組を行っていくことが考えられる。

また、少子高齢化が進展し、新型コロナウイルス感染症の社会経済への影響が長期化する中、地域企業の事業再生や事業承継も課題となっている。こうした課題に応え、地域企業の生産性を高めていくための金融サービス・支援の高度化も求められている。

1. スタートアップ・非上場企業への成長・事業再生資金の円滑な供給

(1) 機関投資家による資金供給の拡大

① アセットオーナー等による資金供給の拡大

欧米ではスタートアップ投資を行うベンチャー・キャピタル（VC）への資金供給に、年金基金や大学基金等の長期運用のアセットオーナーが中心的な役割を果たしている。これは、年金基金のような長期資金は、適切なポートフォリオ構成の下、スタートアップ投資のような長期にわたるリスク性の高い資産にも投資を行うことにより、リスクに応じた高いリターンを得ることで、全体としての運用利回りを向上させることができるとの考えに基づくものと指摘されている。他方、国内の年金基金等のアセットオーナー等による資金供給は限定的である。これが、

⁹ 製品・サービスの開発段階のシード・アーリーステージからレイターステージまでそれぞれの資金需要に切れ目なく対応していく必要があるが、特に最先端の研究開発や革新的な技術に基づくディープテック分野のシード・アーリーステージの資金需要や、レイターステージの大規模な資金需要への対応に課題があると指摘されている。

¹⁰ スタートアップの創業者やスタートアップに出資した投資家が、IPO や M&A を通じて保有株式を売却し、投資資金を回収すること。

国内スタートアップへの資金供給の規模が欧米に比べて小さい要因となっているとの指摘がある¹¹。

近年、運用資産規模の大きい国内のアセットオーナー等において、ポートフォリオの分散や長期のリスクプレミアム獲得等の観点から、VCへの投資など、オルタナティブ投資を拡大する動きがあるが、専門人材の不足や運用ノウハウが課題として指摘されている¹²。こうしたアセットオーナー等による国内VC等への投資の拡大に向け¹³、専門人材の育成や運用ノウハウに関するベストプラクティスの共有などが有効と考えられる¹⁴。

また、国内VCでは、国内外の機関投資家からの資金調達拡大に向け、国際標準である公正価値で投資先のバリュエーションを行うことが推進されており、こうした取組の進展が期待される¹⁵。

② 投資信託への非上場株式の組み入れ

米国では、上場前に大きく成長する企業の増加に伴い、ミューチュアルファンド等による上場前後を跨いだクロスオーバー投資¹⁶が増加している¹⁷。こうした投資は、レイターステージのスタートアップの大規模な資金需要を満たすとともに、スタートアップが上場前後の市場の分断を乗り越えて持続的に成長することに資するものとされている。

我が国では現行法令上、投資信託への非上場株式の組み入れは禁止されていないが、投資信託の健全な運用を確保する観点から必要な枠組みを整備する必要がある。具体的には、投資信託協会において、非流動性資産である非上場株式の組入れ比率のあり方や、基準価額の算定における非上場株式の評価のあり方（評価を更新すべき場合や頻度を含む評価方法のあり方、評価体制の整備・検証等）について、適切な枠組みを整備するべきである。

（2）非上場株式のセカンダリー取引の円滑化（私設取引システム（PTS）による「特

¹¹ 第15回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p.10

¹² 第15回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p.11

¹³ 足元でインフレ率の上昇等によりスタートアップの資金調達環境が悪化する中で一刻も早く大手年金基金等による資金供給が強化されることが重要との意見もあった。

¹⁴ 運用者の受託者責任との関係で、長期資金運用におけるVC投資の合理性を確認することが重要との意見や、国内のアセットオーナーの目標リターンやリスク選好等、投資性向のあり方の検討が必要との意見もあった。

¹⁵ 公正価値評価に対応できる監査法人の不足も課題であり、専門人材の育成等、具体的な解決策につなげていくことが重要との意見があった。

¹⁶ ここでは、上場前の段階から投資していた機関投資家が投資対象企業の上場後も投資を継続することをいう。

¹⁷ 第15回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p.14

レイターステージで更なる成長投資を計画するスタートアップ等には、上場前に思い切った投資を行い、企業価値を高めてから上場を目指す企業が存在する。しかし、創業者やスタートアップへの投資家等による換金ニーズが存在するため、早期に上場せざるを得ないケースがあると指摘されている。非上場株式のセカンダリー取引の円滑化により、プライマリー取引も促進されるとともに、このような早期上場の必要性が弱まることにより上場前に時間をかけて大きく成長できるとの指摘がある¹⁹。米国では非上場株式のセカンダリー取引のプラットフォームが存在し、創業者やスタートアップへの投資家の取引ニーズに対応している。

我が国では現行制度上、有価証券のプラットフォームとして証券会社が運営する私設取引システム（PTS）があるが、「特定投資家向け有価証券」を取り扱うことが認められていない。これは、プロ向け市場制度として、「特定投資家向け有価証券」に係る情報提供・勧誘・市場等の枠組みが一体的に整備された2008年当時、①取引所がその情報（特定証券情報）の内容及び公表方法を定め、②一般投資家が取引に参加することのないよう、取引所が取引参加証券会社を管理することが専ら想定されていたためと考えられる。

現在では、取引所取引を前提としない非上場株式の特定投資家向けの適切な流通に向けて、日本証券業協会において特定証券情報の内容等を定める自主規制の制度整備²⁰が行われている²¹。こうした制度整備も踏まえ、非上場株式のセカンダリー取引の円滑化に向けて、PTSが協会と連携し、一般投資家が取引に参加することのないよう参加証券会社を管理する枠組みなどを構築²²した上で、PTSにおける「特定投資家向け有価証券」の取扱いを可能とするための具体的な制度改正について検討を進めるべきである。

（3）金融サービスの高度化に向けた個別課題

① 地域企業の事業再生・事業承継の円滑化に向けた非上場株式の取引

地域企業の事業再生・事業承継等のニーズが高まる中、地域の金融機関等が積極的に対応し、地域企業の生産性の向上や地域経済の活性化につなげていくこと

¹⁸ PTS規制の見直しに関する提言については、p.22（「III. 市場インフラの機能向上」）も参照。

¹⁹ 第15回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p.16

²⁰ 日本証券業協会『「店頭有価証券等の特定投資家に対する投資勧誘等に関する規則」等の制定（案）等について』<https://www.jsda.or.jp/about/public/bosyu/files/220216_hijojo_sankou.pdf>

²¹ 市場参加者の拡大の観点からは個人による特定投資家への移行が重要であり、個人の特定投資家の要件や移行手続等の弾力化に伴う移行の状況や、施策が実効的となっているかについてフォローアップが必要であるとの意見があった。

²² なお、枠組みの構築にあたっては、投資家保護の確保を前提としつつも、発行体企業の負担にも配意すべきとの意見があった。

が期待される。

日本証券業協会の自主規制では原則として、証券会社等による非上場株式の投資勧誘は禁止されているが、例外として、経営権の移転等を目的とした非上場株式の取引に係る投資勧誘が認められている。当該取引は、非上場株式の買付者が発行会社の総株主の議決権の過半数を取得するとともに、買付者又は当該買付者が指名する者が発行会社の代表者に就任することが要件とされており、これまで取引実績はない。

このため、地域企業の事業再生・事業承継の円滑化の観点から、投資家保護に配意しつつ、勧誘可能な非上場株式の取引の範囲を拡大するよう自主規制の見直しを行うべきである。

② デットファイナンスの拡充（事業全体に対する担保制度）

スタートアップ等の経営者が描く望ましい規模拡大の程度やスピードは様々であり、IPOの要否やタイミングを含め、経営者の意向に応じ、デットも含めて、成長資金を最適な方法で調達できる環境を整備することが重要である。

特に、産業構造の変化により、工場等の有形資産を持たない産業の重要性が一層拡大する中、無形資産も含む事業が生み出すキャッシュフローに着目し、担保となる有形資産を持たないスタートアップ等が円滑にデットでも成長資金を調達できることが求められる。

このため、金融機関の実務慣行等を十分に踏まえつつ、「事業成長担保権（仮称）」について検討を行うべきである。

③ 銀証ファイアーウォール規制

第二次報告において、上場企業等に対する規制の抜本的な見直し及び弊害防止措置の実効性強化等が取りまとめられ、関係する内閣府令及び監督指針が改正されるなど、着実に制度整備が行われている²³。

その他、銀証ファイアーウォール規制に関連し、外務員の二重登録禁止規制について見直しの検討を行う場合には、責任の所在が不明確になることの問題点や、そのような誤認防止措置が考えられるか等の論点について検討を行う必要があり、その見直しの必要性を含め、今後更に議論を行う必要があるとされた。また、中堅・中小企業や個人顧客に関する規制の取扱いについては、仮に見直した場合における銀行の優越的地位の濫用等に係る懸念が指摘された一方、コロナ後の經

²³ 第二次報告を踏まえた制度整備について、本年6月22日に改正内閣府令・監督指針が施行された。
<https://www.fsa.go.jp/news/r3/shouken/20220422/20220422.html>
同日、金融庁に「優越的地位の濫用防止に係る情報収集窓口」が設置された。

済社会を見据え、重要な課題となることが見込まれる事業承継の円滑化の観点から取扱いを検討すべきとの指摘もあり、引き続き検討していく課題であると考えられるとされた。こうした課題等については、スタートアップを含む中堅・中小企業の資金調達の円滑化等に資するかといった観点も踏まえつつ、引き続き検討を行っていくことが考えられる²⁴。

2. 企業の成長に資する上場等のあり方

スタートアップの創業者や出資者がより初期投資を行いやすい環境を整備する観点から、これらの者が投資資金を回収するに当たり、多様な選択肢が利用できることが重要である。また、上場等によるエグジットはスタートアップにとって成長のための一つの通過点であり、企業価値の向上に資する形で行うことにより、更なる成長につなげていくことが重要である。

(1) 新規公開（IPO）プロセスの見直し

新規公開（IPO）の公開価格設定プロセス等については、日本証券業協会のワーキング・グループにおいて、公正な価格発見機能や新規上場企業及び投資家の納得感の向上に向けた改善策が取りまとめられた²⁵。今後、新規上場企業への説明や情報提供の充実、より実需を反映した柔軟な公開価格設定、上場日程の短縮等の改善策が、順次実施される予定である²⁶。この公開価格設定プロセス等の見直しを、必要な制度的対応を行いつつ、着実に進展させる必要がある。

(2) 企業特性に合わせた上場審査のあり方

上場に当たって取引所及び主幹事証券会社が行う審査については、新たなビジネスモデルにも対応した審査の考え方やポイントを例示するなどの取組等が行われてきたが、IPOを目指す企業のビジネスモデルには、これまでの取組を超えた更な

²⁴ 課題等の検討に当たっては、上場会社等の非公開情報に関する取扱いや弊害防止措置に係る制度改革を踏まえた状況や、その効果・影響について、まずはフォローアップを行うべきとの意見があつたほか、規制（顧客の同意が必要）がどのように障壁となっているのかの内容、情報の保護の考え方における国内外の動向、外務員二重登録禁止規制において責任の所在が曖昧になりかねない懸念に留意した議論が必要との意見があつた。

一方、コロナ後の経済社会を見据えた社会課題の解決や顧客へのサービスの充実に向け、グループ一体での個人・法人顧客に対するソリューションの提供の促進を図る観点や、スタートアップを含む中堅・中小企業に対する円滑な資金供給等の促進の観点から検討を進める必要があるとの意見もあつた。

²⁵ 2022年2月28日日本証券業協会「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ『「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ』報告書」<https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/jisyukisei/koukai_kakaku_houkokusho.pdf>

²⁶ 新規上場企業への説明や情報提供の充実等の一部の改善策については、2022年7月1日施行予定。<https://www.jsda.or.jp/about/public/kekka/files/20220610_PCsankou_hikiuke.pdf>

る多様化が見られる。

取引所においては、先端的な領域で新技術を活用して事業を行う企業等の上場審査について、第三者の企業価値評価の活用や投資家への企業特性に応じたリスク情報の開示を含め、企業特性に合わせた上場審査を実現し、先端的な領域で事業を行うため、ビジネスモデルの評価についての見解が分かれうるような、より多様な企業が円滑に上場できるようにすべきである。

（3）上場手法等の多様化

① ダイレクトリストティング

ダイレクトリストティングは、証券会社による引受けを伴わずに新規上場する方式であり、米国では知名度の高い大型スタートアップ等により利用されている。一方、我が国では、ダイレクトリストティングの利用は1例にとどまっている²⁷。また、東京証券取引所のグロース市場では、上場にあたり新株発行による資金調達が求められているため、ダイレクトリストティングを用いて上場することができない。

スタートアップによる上場手法の多様化に向け、投資家に対する適切な情報開示の確保など、投資家保護に配意しつつ、グロース市場を含めて、ダイレクトリストティングを利用しやすい環境を取引所において整備する必要がある。

② 合併・買収（M&A）

我が国では欧米と比べ、上場企業とのM&Aによるエグジットは少ない。

上場企業がM&Aを目的として公募増資を行う場合、M&Aは設備投資等と比べ実行の不確実性が高いことから、調達した資金が適切に活用され、公表内容を信頼した投資家が不測の損害を被ることのないよう、原則1年以内にM&Aを実行することや、実行されなかった場合の代替使途を公表することが日本証券業協会の自主規制において求められている。

他方、近時、この自主規制が、機動的なM&Aを実行するための公募増資を制限することになってしまっているとの指摘²⁸があり、日本証券業協会において、M&Aを目的とする公募増資の円滑化に向けた見直しの検討が行われている。投資家へ適切な情報が提供されるとともに、公表内容への投資家の信頼が裏切られることのないよう配意しつつ、上場企業の実務やニーズを踏まえ、原則1年以内とされている資金の充当期限の緩和等を行うべきである。

²⁷ 創業から数十年経った非上場企業による利用。

²⁸ 第15回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p.27

③ SPAC（特別買収目的会社）

SPAC は未上場企業を買収することのみを目的として上場される会社であり、米国では 2020 年に SPAC を通じた上場が急増した²⁹。その後、米国では、不正事例や訴訟の増加等を踏まえ、当局は、SPAC に対する規制³⁰・監視を強化している。また、米国以外の諸外国においても SPAC が利用可能な法域があるが、近年公表された枠組みでは、SPAC への投資について一般の個人投資家の参加が制限・禁止される傾向にある³¹。また、個人投資家の参加が認められている法域においても実態上、機関投資家中心に取引が行われており、プロ投資家を中心に取引を行うことがグローバル・スタンダードとなりつつある³²。

また、SPAC 制度の設計については、SPAC 運営者の資質・開示・報酬等のあり方や買収対象会社（未上場企業）に関する情報開示（買収価格の妥当性などの確保）、合併後の企業の上場適格性の確保といった投資家保護上の論点が指摘されている^{33, 34}。

SPAC 制度について、こうした海外の動向などについて継続して情報収集を行うとともに、我が国の市場の特性³⁵や投資家保護上の論点を踏まえながら、我が国における導入の意義や必要性³⁶を引き続き検証することが適當と考えられる。また、導入する場合の制度整備については、グローバル・スタンダードを踏まえ、参加可能な投資家を限定する等、投資家保護に十分に配慮しつつ検討を行う必要がある³⁷。

²⁹ 第 15 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 29

³⁰ 2022 年 3 月 30 日、米国証券取引委員会（SEC）は SPAC について、情報開示や開示責任の強化等に関する規制改正案を公表。

³¹ 第 15 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 31

³² 第 15 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 33

³³ 2022 年 2 月 16 日東京証券取引所 SPAC 制度の在り方等に関する研究会『SPAC 上場制度の投資者保護上の論点整理』<<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/spac/nlsgeu000005s68v-att/nlsgeu0000066ga8.pdf>>

³⁴ 第 15 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 32-33

³⁵ 我が国の市場の特性として、目利きとしての役割を果たすべき機関投資家が少ない点や、米国とは民事・刑事制度等が異なり、投資家が救済が受けられる場面が異なるといった点が指摘されている。

³⁶ スタートアップにとってエグジットの選択肢が増えることはプラスであるほか、SPAC は従来の IPO プロセスよりも価格について透明性が高い仕組みであり、SPAC 制度の導入により従来の IPO の公開価格設定に対する一定の牽制効果を期待できるとの意見があった。一方、日本において既に多くの企業の上場が可能である中、投資家保護上の課題等があることを踏まえ、SPAC 制度の導入の意義について明確化する必要があるとの意見があった。

³⁷ SPAC は従来の金融商品と比較してリスクの性質が異なり複雑な評価が必要であり、SPAC 運営者と SPAC 株主の間の利益相反や買収対象会社（未上場企業）に関する情報開示など様々な投資家保護上の懸念があるため、SPAC を導入する場合も、対象投資家層はプロ投資家（特定投資家）に限定すべきとの意見があった。

II. 経済成長の成果の家計への還元促進

「はじめに」において述べたとおり、これまでの家計による資産形成を促進するための継続的な環境整備や関係者の努力にもかかわらず、結果として、我が国の家計全体の資産構成の変化は小幅にとどまっている。このため、我が国の家計は、米国の家計等と比較すると、この間の世界経済の成長の果実を享受できてこなかったのではないかと指摘されている。

その要因として、母国の株式市場のパフォーマンスなどと並んで、金融商品の販売者・組成者の目線が顧客と揃っておらず、家計が投資による成功体験をあまり得られなかつたためではないかとの意見もある。具体的には、いわゆる回転売買や、運用内容やコストが家計の資産形成ニーズに適合しない金融商品の組成・販売、手数料やリスクに関する不十分な情報提供、金融商品の運用実態やその内容の把握に問題がある事例、等が指摘されている^{38, 39}。

経済成長の成果を家計に還元し、その安定的な資産形成につなげていくためには、I. に掲げた金融面での取組を含め、政府全体としての経済成長に向けた取組を通じて、経済成長の果実をより大きなものとしていくとともに、金融商品の組成・販売・管理等の各段階における金融事業者が顧客の最善の利益のために行動するための顧客本位の業務運営の確保と、家計の金融リテラシーの向上に向けた取組を総合的に進めていくことが不可欠である。

具体的には、顧客がそれぞれのライフプランやリスク許容度に応じ、適切なポートフォリオを構築し、資産所得を増加させるためには、投資判断に資する重要な情報が分かりやすく提供されることをはじめ、販売にあたる金融事業者から、顧客ニーズに沿った適切な勧誘、助言を受けることが重要である。商品の組成に携わる金融事業者においては、「想定する顧客を明確にし、その利益に適う商品を組成するとともに、そうした商品が想定した顧客に必要な情報とともに提供されるよう、販売にあたる金融事業者に必要な情報提供や、これらの評価・検証等をすること」（以下、「プロダクトガバナンス」という。）が重要であり、既に提供されている商品の検証・見直しを含め、プロダクトガバナンスの十分な確保が求められる。

また、家計の金融リテラシーの向上については、金融経済教育が広く国民に行き届くよう、関係団体が連携して、学校や職域における金融経済教育の取組の支援を進めていくことが重要である。

³⁸ 2020年8月5日市場ワーキング・グループ『市場ワーキング・グループ報告書－顧客本位の業務運営の進展に向けて－』<https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20200805/houkoku.pdf> p. 3, 10

³⁹ 2022年5月27日金融庁『資産運用業高度化プログレスレポート2022』<https://www.fsa.go.jp/news/r3/sonota/20220527/20220527_1.pdf> p. 10-12, 37-45

1. 顧客本位の業務運営の確保と金融サービスの向上

「顧客本位の業務運営に関する原則」⁴⁰が2017年に策定されて以降、金融事業者において顧客本位の商品・サービスを提供する取組が広がりつつある。また、オンライン取引等が拡大するなか、顧客サービスの充実を通じた差別化を図る観点から、顧客の資産形成に向けたコンサルティングやアドバイスを重視する動きも出てきている。他方、資産形成目的の顧客に対してデリバティブ商品を組み合わせた複雑でコストの高い仕組債⁴¹を販売するなど、顧客のニーズに適さない商品の組成や販売が行われているのではないかとの懸念が未だに指摘されている。

家計のニーズに沿ったコンサルティングやアドバイスの提供を促進するとともに、勧誘の適切性や情報提供の充実、プロダクトガバナンスを確保することにより、家計によるライフプランに応じた適切なポートフォリオの実現を後押しし、貯蓄から資産形成への動きを確実なものとしていくことが重要である。こうした観点から制度的枠組みの見直しも含めて、金融商品取引業者等による「顧客本位の業務運営の確保」に向けた取組をより一層進めていく必要がある。

(1) 販売・助言サービスの態様に応じた適切な制度の設計

① 投資助言業の兼業に係る環境整備

顧客の資産形成に向けたコンサルティングやアドバイスを重視する動きの一つとして、証券会社等が、株式・投資信託の売買等に関し、取引の都度徴収する従来型の手数料方式に代えて、顧客の預かり資産残高に連動した包括的な手数料（残高連動手数料）方式を導入する動きがある。

現行制度上、第一種金融商品取引業者である証券会社等の付随業務には「無償」の助言が含まれているが、証券会社等が金融商品に関して「有償」の助言を提供

⁴⁰ 2017年3月に策定され、その後、2021年1月に改訂された。<<https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210115-1/02.pdf>>

⁴¹ 『資産運用業高度化プログレスレポート 2022』（注 39 参照）仕組債のうち一定の販売規模を占める他社株転換可能債について、「「株式の値上がり益を放棄する代わり、クーポンは高い」との営業話法が用いられることが多いが、放棄した値上がり益の価値に見合うほどの高いクーポンが設定されているとは言えない」、「実質コスト（元本と公正価値の差）を年率換算すると 8～10% 程度に達すると考えられる」、「短期間で収益を上げやすいため、償還済み顧客に繰り返し販売する回転売買類似の行動に対する誘因が働きやすい商品性となっている」との指摘がなされている。

する場合には投資助言業の兼業が必要となる⁴²。証券会社等において、コンサルティングやアドバイスを重視する動きがある中で、今後、「有償」の助言ビジネスが進展し、このようなビジネスに関して投資助言業を兼業する場面が増えることも想定される⁴³。

現行の投資助言業に係る制度は、投資助言業務のみを行う事業者は比較的小規模の事業者が多いと想定される中で運用されてきた。一方、現状、大手金融機関や事業会社も多数参入しており、規模の大きい第一種金融商品取引業者が投資助言業を兼業し、残高連動手数料を收受して助言サービスを提供しようとする動きもある。こうした中で、証券会社等からは、投資助言業務に係る現行制度の一部がビジネスの実態に合っておらず、兼業にあたって不都合が生じる⁴⁴との指摘がある。

こうした指摘等を踏まえ、証券会社等が、提供する助言サービスの態様に応じ、投資助言業を兼業して、適切に「有償」の助言を行えるよう、業務の実態を点検し、これに応じた環境整備を行うことが適切である⁴⁵。具体的には、以下のア～エについて検討を進め、適切な措置を講じるべきである。

ア 投資助言業に係る登録申請・届出

重要な使用人の適格性審査のため、投資助言業に係る登録申請書に「金融商品の価値等の分析に基づく投資判断を行う者」(分析者等)の氏名を記載し、変更があった場合には都度届出を行うことが求められている。

事業者からは、規模が大きい第一種金融商品取引業者の場合等では、多数の職員が分析者等に該当し、重要な使用人としての登録及び変更の届出を求められることが、事務上負担となるとの意見が寄せられている。

そこで、例えば、組織内部で助言業務に従事する者の状況が適切に管理され

⁴² 当事者的一方が相手方に対して有価証券の価値等又は金融商品の価値等の分析に基づく投資判断について助言を行うことを約し、相手方がそれに対し報酬を支払うことを約する投資顧問契約を締結し、これに基づき助言を行う行為（金融商品取引法第2条第8項第11号）が、投資助言業務に該当し、投資助言業の兼業が必要となる。助言に対する報酬の有無（助言が「有償」、「無償」のいずれにあたるか）は、顧客から收受する手数料等の名目によらず、その実質で判断される。

⁴³ 現在でも、例えば、第一種金融商品取引業者が、顧客が支払う残高連動手数料を、助言に対する報酬として受領し、投資助言業を兼業して「有償」の助言を提供するビジネスの例がある。

⁴⁴ なお、現行制度においても、投資助言業務に関する有価証券の売買等の禁止が、第一種金融商品取引業として行う場合には適用されない等、第一種金融商品取引業者による投資助言業の兼業を可能にするために必要な措置が講じられている。

⁴⁵ このような環境整備にあたっては、例えば、第一種金融商品取引業に係る既存の制度との間の調整を行うことは合理的としつつも、過去の問題事例を踏まえて、制度の柔軟化にはならないよう留意すべきとの意見があった。

ている場合には、重要な使用人と同等の適格性が確保されている者（当該事業者の外務員として登録されている者など）について、その氏名の記載を省略することを可能とすることが考えられる。

イ 投資顧問契約等の契約締結前交付書面・契約締結時交付書面

顧客に対する情報提供の観点から、投資顧問契約やその代理・媒介に係る契約締結前交付書面・契約締結時交付書面において「金融商品の価値等の分析又は当該分析に基づく投資判断を行う者」（分析者等）及び「助言の業務を行う者」（助言者）の氏名を記載することが求められている。

事業者からは、顧客に対して組織的に助言サービスを行う場合を含め、書面を交付する時点で個々の助言に係る分析者等や助言者を特定し、その氏名を記載することが困難な場合があるとの意見が寄せられている。

そこで、このような場合、個々の助言に係る分析者等や助言者が事業者の記録上特定されており、かつ、顧客が必要とすればその情報が提供されることを前提に、分析等や助言を行う部署の名称等の記載で代替可能とすることが考えられる。

ウ 投資顧問契約に基づく助言の内容を記載した書面

投資助言業者は、「投資顧問契約に基づく助言の内容を記載した書面」を、帳簿書類として作成・保存することが求められている。

事業者からは、(i)記載すべき事項やその内容等が明確でない、(ii)幅広い顧客に「有償」の助言を提供することを想定すると、個々の助言の内容を記録することは事務的な負担が大きく、かえって顧客とのコミュニケーションが不十分になるとの意見が寄せられている。

そこで、(i)記載にあたっての留意点等を明確化することや、(ii)実務上用いられている記録方法を活用して負担を軽減できるよう、録音データ等の保存による代替を可能とすることが考えられる。

エ 投資助言業務に関する貸付け等の禁止

悪質な事業者等による無断売買や資金流用の防止、貸付け等による被害額拡大の防止といった投資者保護の観点から、投資助言業者は、その行う投資助言業務に関して、顧客への貸付け、貸付けの媒介・取次ぎ・代理が禁止されている。

事業者からは、第一種金融商品取引業者が届出業務として行っている貸付け

等（証券担保ローンや、その媒介など）が、投資助言業を兼業した場合に提供できなくなるとの意見が寄せられている。

そこで、第一種金融商品取引業者等が現在行っている貸付け等の実態について十分に把握したうえで、必要に応じ、利益相反管理や内部管理体制の充実等を求め、これと同等の体制整備を前提に投資助言業務を行う場合についても、第一種金融商品取引業者等による貸付け等を認めることが考えられる⁴⁶。

② 勧誘・助言に関する制度的枠組みの検討

ア 現状の課題

金融商品取引法上、例えば、第一種金融商品取引業者である証券会社等が金融商品に関する助言を「有償」で提供する場合は、投資助言業務に該当し、投資助言業務に関する特則として忠実義務・善管注意義務等⁴⁷が適用される。

他方、証券会社等が金融商品の販売・勧誘に伴って「無償」で提供する助言は、第一種金融商品取引業の付随業務とされ、投資助言業務に関する特則は適用されない。この場合は、金融商品取引業者全般に係る誠実公正義務や、勧誘に係る適合性原則等が適用される。また、販売・勧誘に関しては、顧客本位の業務運営の確保に向けたプリンシップル・ベースでの取組が進められている。

このように、現行の制度的枠組みでは、助言の「有償」、「無償」によって適用されるルールが異なる。このため、証券会社等が残高連動手数料を收受して助言を行う場合、同様の助言行為であっても、当該残高連動手数料が助言の報酬と解されるか否かによって、証券会社等にかかる義務が異なりうる。

このような制度は、有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律の導入時に、その内容と当時の証券会社のビジネスモデルや取引慣行に配慮しつつ設計されたものと考えられる。しかしながら、証券会社等のビジネスモデルや取引慣行、業界の構造が大きく変化しつつある中で、このような制度が証券会社等によるコンサルティングやアドバイスに係る柔軟なビジネスや手数料の設

⁴⁶ 投資助言業務に関する貸付け等の禁止については、兼業していない場合に特に問題なく行われていた貸付け等のサービスが、兼業した場合に当然に行えなくなるのは望ましくないとの意見があった。また、例えば、第一種金融商品取引業者が投資助言業務を行う場合において、適切なリスク管理や利益相反管理が行われていることを前提に、貸付け等を一律に禁止する必要ではないとの意見もあった。

⁴⁷ 投資助言業務を行う場合は、顧客に対する忠実義務・善管注意義務がかかるほか、利益相反行為等に係る行為規制や、その他の投資助言業務に関する個別規定を遵守する必要がある。

計を妨げている可能性が指摘されている⁴⁸。また、投資者保護の観点からも、同様の助言行為について、事業者に求められるルールが異なりうることは好ましくないとの指摘がある⁴⁹。

イ 勧誘・助言に関する制度的枠組みの今後の検討

国民の安定的な資産形成を進める上では、コンサルティング・アドバイスに係るビジネスを健全に発展させるとともに、助言の対価の有無にかかわらず顧客本位の適切な助言⁵⁰が提供されることが重要である。諸外国では、勧誘・助言に適用されるルールに大きな違いが生じないよう、その内容や態様に応じた制度設計がなされている⁵¹。

諸外国の制度も参考にしつつ、我が国におけるビジネスの実態や、金融商品の販売・勧誘に係るこれまでの実務の積み重ねにも十分配慮した上で、勧誘・助言に関する制度的枠組みについて更に検討を深めるべきである^{52, 53}。

(2) 金融機関によるデジタルツールも活用した顧客への情報提供の充実

① 深度ある、より分かりやすい情報提供

適切なポートフォリオ形成を通じて、家計が資産所得を安定的に増加させていくためには、金融商品取引において、顧客にとって必要な情報が分かりやすく提供される必要がある。

⁴⁸ 証券会社のサービスや手数料体系が多様化し、サービスと手数料の対価関係が不明確となる場合が増えている中で、「無償」の助言と整理されていたものが「有償」の助言にあたると評価された際に規制の適用関係が大きく変わることは適当でないとの意見があった。

⁴⁹ 「無償」の助言にも、利益相反管理や注意義務といった規律は課すべきとの意見があった。

⁵⁰ 個人投資家の資産運用においては、個人投資家が適切な助言やコンサルティングを受けられることが、リテラシーの向上と同様に非常に重要だが、助言に見せかけた投資詐欺のような例もあるため、個人投資家にとって安心して利用できる助言サービスが必要であるとの意見があった。

⁵¹ 第16回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 10-11

⁵² 消費者、国民の信頼を確保するため、「無償」も含めた助言について、プリンシピル・ベースでの取組に加えて、制度の見直しを進めることが期待されているとの意見があった。また、制度の見直しにあたっては、第一種金融商品取引業者、第二種金融商品取引業者等の主体ごとに、これらの者が行う助言をどのように規律することが適切か整理することがよいとの意見や、販売と一体的に・連動して行われる助言については、その特殊性や、販売・勧誘に係る制度に配慮すべき、販売と助言について同一の自主規制機関が規律すべき、との意見があった。

⁵³ 検討にあたっては、民事法と結びつきうる業者の対顧客関係に係る行為規範が重要であり、取締的な観点の規制はこれを補充するものと考えるべきとの意見があった。また、助言サービスの担い手の裾野が広がっていることも踏まえ、投資家保護の観点から、誰がサービスを提供するかにかかわらず、同じサービスには等しい規律を課す方向での見直しが望ましいとの意見があった。さらに、金融商品取引における助言・推奨の重要性に鑑み、将来的には、助言・推奨を行う事業者について助言の対価の有無を問わず投資家保護の観点から望ましい規律を課し、さらに、顧客からのみ報酬を收受するタイプの投資助言業者について上乗せ規制を課すといった規制が望ましいとの意見があった。

2021年に改訂された「顧客本位の業務運営に関する原則」⁵⁴においては、分かりやすく簡潔に重要な情報を提供し、多様な商品の比較を行いやすくするという趣旨の下、「重要情報シート」が導入された。その際、重要情報シート等を用いて契約締結前交付書面の主な内容を顧客に説明した場合には、デジタル化の進展を考慮し、必要な措置⁵⁵を講じつつ、法定書類を紙で交付することを要しないこととされた。現在、販売にあたる金融事業者において重要情報シートの導入が進みつつあるが、定型的な記載が多く比較しにくい、文字ばかりで分かりにくい等の指摘もあり、重要な情報を簡潔に分かりやすく提供するという趣旨に照らし、更なる改善が期待される。また、社会経済全体のデジタル化が進展する中にあって、こうした趣旨を引き続き徹底し、デジタルツールを効果的に活用し、書面や、書面を単に電子化した電子ドキュメントよりも、充実した情報が分かりやすく提供されるように工夫していく⁵⁶ことが、「顧客本位の業務運営」の実現、ひいては経済成長の成果の家計への還元の観点から重要であると考えられる。

② 情報提供のデジタル化

情報提供のデジタル化を、幅広い顧客に対する、より分かりやすく深度ある情報提供の実現などを通じ、金融サービスへの信頼確保に繋げていくことが重要である。加えてデジタル化は、金融事業者のコスト削減に止まらず、紙資源の節減等も含め、社会全体の利益に繋がるよう行われることが重要である。

金融商品取引に関する情報提供について、デジタル・リテラシー等の顧客属性に応じた保護を図りつつ、デジタルによる情報提供を原則とする枠組みへ移行していくことについての検討が求められている⁵⁷中、新規契約・既存契約のそれぞれに関して、①顧客同意の要否や意思確認の方法、②書面が選択可能であることの周知方法、③書面交付に要するコスト負担のあり方⁵⁸、④その他顧客保護措置

⁵⁴ 注40 参照。

⁵⁵ 法定書類をインターネット上で掲載し、そのURL・QRコードを明示することや、顧客の求めがある場合には紙での交付を行うことが必要とされた。

⁵⁶ 今後、金融事業者と金融庁との間の対話において、現行制度上の制約により、より分かりやすい情報提供を行おうとする事業者の取組が行いにくくなっているといった事例が確認された場合には、対応を柔軟に検討すべきとの意見があった。

⁵⁷ デジタル化のあり方について、金融商品取引に関する情報提供は「デジタルが原則（書面は例外）」である旨を明確に示すべきという意見があつた一方、事業者のビジネスモデルの差異や顧客層ごとの差異などにも配意し、書面での情報提供の余地を十分に残す観点から、見直しは「書面原則の撤廃」（デジタルでの情報提供に必要な顧客同意の不要化）に止めるべきという意見もあつた。

⁵⁸ 書面での情報提供に要するコストは、書面での提供を希望する顧客自身が負担すべき、という意見もあつた。

⁵⁹の必要性、⑤（個々の事業者に加え）業界全体としての情報提供のデジタル化に関する周知のあり方、などについて引き続き検討していくことが考えられる。

（3）プロダクトガバナンスと資産運用業の高度化

① 資産運用会社等におけるプロダクトガバナンスの確保

家計の安定的な資産形成の実現のため、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であるプロダクトガバナンスを実践していくことが重要である⁶⁰。

こうした中、国内の資産運用会社等においては、顧客の最善の利益を重視した取組を始める動きがみられるところであるが、

- ・一部の投資信託やファンドラップ等において、顧客への付加価値に見合った手数料等の設定がなされておらず、顧客が高い費用を負担している⁶¹
 - ・重要情報シートにおいて、金融商品の想定顧客属性が定型的な記載にとどまり十分に特定されていない。また、商品の選択に必要な、公正価値との差額などの商品価格に内包されている費用に関する情報が提供されていない⁶²
 - ・投資信託の費用のうち、「信託報酬」に分類される費用がファンドによって異なり、費用の比較を行いにくい^{63, 64}
 - ・コストを踏まえたパフォーマンスの評価が徹底されていない⁶⁵
- など、引き続き様々な課題が指摘されている。

こうした課題に関し、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

⁵⁹ 金融事業者においては、デジタル化のメリットを活かし、例えば、提供した情報を顧客が実際に確認した頻度を細かく把握し、必要な場合には注意喚起を行うなど、より高度なサービスを提供していくことが求められるという意見もあった。

⁶⁰ EUでは、プロダクトガバナンスに関する取組として、2014年に第二次金融商品市場指令（MiFID II : Markets in Financial Instruments Directive II）において、顧客に適合した金融商品の提供を確保する観点から、資産運用会社と販売会社の相互連携を通じて金融商品の適合性を検証する仕組みを導入した。また、2014年にパッケージ型投資金融商品規制（PRIIPs(Packaged Retail and Insurance-based Investment Products) Regulation)において、パッケージ型商品の比較可能性及び透明性を確保する観点から、投資信託、仕組商品、投資性保険等のパッケージ商品について、組成会社が商品特性（想定顧客属性も含む）、リスク・リターンや顧客が負担するコスト等を簡易な資料で開示する仕組みを導入した。

⁶¹ 『資産運用業高度化プログレスレポート 2022』（注 39 参照）p. 36-38, p. 40-43

⁶² 仕組債のようなリスクや仕組みが分かりにくい商品においては、特に、重要情報シートを活用し、組成に係るコストと販売に係るコストも含めて顧客に情報提供することが望ましい、との意見があつた。

⁶³ 第 13 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 16

⁶⁴ これについて、投資信託協会において、投資信託の交付目論見書に、原則として、直近に作成された運用報告書に記載されているファンドの総経費率に係るデータを記載するものとする規則改正を行っており、2024 年 4 月施行予定。

⁶⁵ 『資産運用業高度化プログレスレポート 2022』（注 39 参照）p. 9-11

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⁶⁶、独立社外取締役等によるこれらの評価及び検証⁶⁷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當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。

② 二種ファンドの募集・運用の適切性の確保のためのルールの見直し

第二種金融商品取引業者が運営するファンド（二種ファンド）に関し、いわゆるソーシャルレンディングにおいて、ファンドの運用内容や運用財産の管理状況の確認、運用先に対するモニタリング等が不適切な事例が発生した。

主として有価証券に投資する有価証券投資型ファンドに対しては、投資運用業に関するルールが整備されているが、実態として同様の投資・運用行為を行っているソーシャルレンディングを含むいわゆる事業型ファンドにはこうしたルールは適用されていない。また、顧客への勧誘及び顧客からの申込みがインターネットで完結する募集の取扱業務にのみ、業務管理体制に関するルールが適用されているが、ソーシャルレンディングや自己募集業務には適用されていない。

投資家被害を抑止するため、ソーシャルレンディングを含む投資・運用行為を行っている事業者等に対して、同様の行為を行うファンドと同様のルールを適用するなど、二種ファンドの業務の適切性を確保するために必要な措置を講じるべきである⁶⁸。

ア こうした運用行為を行っているファンドについて、有価証券投資型ファン
ドと同様に、善管注意義務や忠実義務、投資家に対する追加的な情報提供を
含めた運用行為に係る制度等⁶⁹を整備することが適當である。また、その他
の二種ファンドについても、投資家の属性に応じた情報提供のあり方につい

⁶⁶ 販売会社から組成会社に対し、組成した金融商品が想定する顧客のニーズに合っているかや、投資家のニーズなどの情報を上手く還元されることで、より顧客のニーズに沿った商品設計がなされるといった好循環が期待されるとの意見があった。

⁶⁷ 米英の制度のように、きめ細かく独立社外取締役の責任を設定するということは日本では時期尚早だが、資産運用会社においても今後独立社外取締役の活用は重要であるとの意見があった。

⁶⁸ 二種ファンドに関し、フィンテックの活用により新たな問題やリスクが発生する可能性があるため、監督やモニタリングの在り方などの検討が重要との意見があった。

⁶⁹ 投資運用業には、善管注意義務・忠実義務等の運用行為に係る制度のほか、主要株主規制などの制度が適用されている。なお、主要株主規制とは、第一種金融商品取引業者または投資運用業者を対象として定められている規制。具体的には、当該金融商品取引業者の議決権の20%以上を保有する株主（主要株主）に対して、欠格要件に該当した場合に主要株主でなくなるための措置を、議決権の50%超を保有する株主（特定主要株主）に対して、当該金融商品取引業者の業務の運営または財産の状況の改善に必要な措置をとることを命ずることができるほか、それらの株主に対する報告の徵取及び立入検査を行うことができる等の規定が定められている。

て引き続き検討すべきである。

イ 二種ファンドのうち、インターネットで完結する募集の取扱業務にのみ適用されている事前の適切な審査や投資家に対する事業の状況の定期的な情報提供等といった業務管理体制に関する制度を、ソーシャルレンディングやインターネットで完結する自己募集についても整備することが適当である。なお、ソーシャルレンディングにおいては、実質的な貸付先に対する審査や、審査結果等の投資判断に必要な情報の投資家への提供が確保されるよう制度の検討を行う必要がある。

③ 投資運用業者等の受託者責任の明確化

海外ファンドへの投資を通じたファンド・オブ・ファンズ形式の投資信託等において、投資先の海外ファンドにおける運用財産の運用・管理状況を適切に把握していない等の事案が発生した。

こうした事案の再発を防ぐため、運用財産の運用・管理状況について、投資先のファンドのリスクの高さに応じて、受託者責任を負う投資運用業者や信託銀行が必要な資料（例：残高証明書・約定記録）入手・確認するよう、制度面を含め必要な見直しを行うべきである。

（4）その他

投資信託については、投資信託及び投資法人に関する法律において、善管注意義務・忠実義務を負う投資信託委託会社（金融商品取引業者）が、受益者に対して任務懈怠により損害を生じさせた際に、その損害を賠償する責任を負う旨を明確化する確認的な規定が置かれている。

投資信託委託会社以外の金融商品取引業者に関しても、顧客に対する義務違反に対して民事法上の責任を負う旨を明確化する規定を整備する必要性⁷⁰について、引き続き検討する必要がある。

2. 家計の資産形成に向けた金融リテラシーの向上

個々人がそれぞれのライフプランにあった金融商品・サービスをより適切に選択し、安定的な資産形成を行っていくうえで、金融リテラシーを向上させていくことが重要

⁷⁰ 民事法上の効力を持つ行為規範のあり方が重要かつ中心となるものであって、行政法上の取締規定は、あくまでそれを補充するものとして位置づけるべき、との意見があった。

である。2000 年以降、金融審議会等において、継続的に金融経済教育の重要性について指摘がなされてきた。現在は、金融経済教育研究会が 2013 年にとりまとめた報告書⁷¹を踏まえて設置された金融経済教育推進会議が 2014 年に策定した金融リテラシー・マップ⁷²に基づき、政府、金融関係団体、金融広報中央委員会において、セミナーや教材作成等の取組が進められている⁷³。

しかしながら、依然として金融に関する教育を受けた経験のある者は一部にとどまっており⁷⁴、国際的にみても我が国の金融リテラシーの水準は高い水準とは言えず⁷⁵、金融経済教育が広く国民に行き届いているとはいえない。また、金融経済教育においても、限られたリソースを、お金の役割や家計管理・金融トラブルの防止についての啓発といった基礎的な内容に優先的に配分していくことから、投資や資産形成といった内容については十分に対応しきれていない状況にある。最近では、中学や高校の新学習指導要領が実施される⁷⁶など、取組は着実に進展しているが、家計の安定的な資産形成を後押しするために、金融経済教育を一層推進していく必要がある⁷⁷。

(1) 学校における取組の支援

本年 4 月から、成年年齢の引下げが実施されるなど、特に若年層の金融経済教育の重要性が高まっている。このため、金融庁や関係団体において、引き続き、学校現場における資産形成を含めた金融経済教育の定着・質の向上に向けて支援を行ってい

⁷¹ 2013 年 4 月金融経済教育研究会『金融経済教育研究会報告書』<<https://www.fsa.go.jp/frtc/kenkyu/20130430.html>>

なお、本報告書は、「金融教育プログラム」（金融広報中央委員会）と共に、我が国金融経済教育の国家戦略として位置づけられている。Russia's G20 Presidency - OECD (2013), Advancing national strategies for financial education p. 173<https://www.oecd.org/finance/financial-education/G20_OECD_NationalFinancialEducation.pdf>

⁷² 2014 年 6 月の策定後、2015 年 6 月に改訂がなされており、金融広報中央委員会のウェブサイト (<https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy/>) において公表されている。

⁷³ 第 13 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 32・p. 34

⁷⁴ 「個人投資家の証券投資に関する意識調査」（日本証券業協会、令和 3 年 10 月 20 日公表）によれば、金融に関する教育を受けた経験について、「受けたことがある」との回答が 9.5%、「受けたと思うが、あまり覚えていない」との回答が 5.4%、「受けていない」との回答が 85.1% となっている。これについて、金融経済教育に関心のない層の金融リテラシーを高めていくことが重要であるとの意見があつた。

⁷⁵ 「金融リテラシー調査 2019」（金融広報中央委員会、令和元年 7 月 3 日公表）によれば、金融知識に関する設問（金利、複利、インフレの定義、リスクリターン、分散投資）に関する正答率は、日本は 60%、英国は 63%、ドイツは 67%、フランスは 72% となっている。特に、「複利」、「インフレ」、「分散投資」について、他国と比べ、低い正答率となっている（第 13 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 31）。

⁷⁶ 第 13 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 33。新学習指導要領（中学校：2021 年度から実施、高校：2022 年度から実施）では、社会科・公民科と家庭科において、金融教育に関する記載が拡充されている。

⁷⁷ 金融経済教育は、国家的な課題と位置付けて取り組むべき重要な課題であるとの意見があった。また、学校や職域における取組の支援に加えて、学校や職域のいずれにも含まれない層の金融リテラシー向上に向けた取組も重要であるとの意見があった。

くべきである⁷⁸。

（2）職域における取組の支援

資産形成を本格的に行う者が多い社会人層に対して金融経済教育の機会を提供することは、家計の安定的な資産形成を後押しするうえで重要である。こうした社会人層に対して、金融経済教育を受けたことのない者や資産形成について関心が低い者も含めて機会を提供していく観点から、職域において社員向けの教育を継続的に行うための支援を進めていく必要がある。

（3）関係機関・団体の連携

金融経済教育は幅広い年齢層を対象としたものであるため、効率的・効果的に進めていくことが重要である。金融リテラシーの向上に向けて、関係団体が一体となって取り組んでいくため、制度上の手当を行うことの要否も検討しつつ、関係団体の連携を進めていくべきである。

こうした取組を行うにあたり、家計による資産形成を促進していく観点からは、

- ① 詐欺的な投資商品や購入時に注意を要する投資商品への注意喚起
- ② 安定的な資産形成の重要性、投資のリスク、リターンといった基本的事項の理解の促進や、つみたてNISA等の優遇措置等の紹介
- ③ ポートフォリオを考えた投資の重要性

に重点を置いていくことが有効と考えられる。

⁷⁸ 若年層に対しては、投資詐欺等に対する注意喚起のみならず、資産形成の重要性をはじめとした投資の意義について教育していくことが重要であるとの意見があった。

III. 市場インフラ⁷⁹の機能向上

1998年の金融システム改革においては、国内各市場間において、利用者の多様なニーズに応え、魅力あるサービスをいかに効率的に提供し得るか、という競争が行われることを企図して、上場株式の取引所集中義務が廃止された。その後も市場間競争の重要性については繰り返し議論が行われ、制度が整備され、市場全体としての機能向上が図られてきた。本年5月にも、金融審議会「最良執行のあり方等に関するタスクフォース」⁸⁰での議論を受けて、個人投資家の注文に係る最良執行方針等について、価格重視の方向に見直す関係政令等の整備が行われたところである。

また、この間、決済リスクを低減するため、紙媒体（券面）であった有価証券をデジタル化し、口座振替とともに決済を短期化するための証券決済制度の整備も進められてきた。さらに、近年では、我が国においても「証券トークン」の発行がはじまっており、こうした非上場有価証券等についても、PTSの機能を活用した流通の円滑化が期待される。

利用者ニーズに応えるとともに、我が国市場の国際金融センターとしての機能を向上させていくため、取引所・PTS・証券会社（店頭）が、取扱商品の特性に応じて安定的・効率的で公正な取引手段を提供し、価格発見機能を適切に発揮するよう、必要な取組を行うことが重要である。

1. 上場株式等の取引プラットフォーム

現行制度上、有価証券の取引市場として、大きく、取引所が開設する「取引所金融商品市場」と、証券会社が運営するPTSの枠組みがある。市場インフラの機能を向上させていく上で、上場株式等に関する取引所とPTS、PTS同士による適切な市場間競争は、引き続き重要である。

諸外国では、取引プラットフォームそれぞれが一般投資家・バイサイド投資家のニーズを踏まえて多様な売買方式を試行・導入し、一定のシェアを獲得している例がある⁸¹。我が国においても投資家ニーズ主導の下、多様性のある取組が行われていくことが期待される。

⁷⁹ 有価証券の取引の場（取引所、PTS、店頭）やそれを支える清算機関・振替機関等を指す。

⁸⁰ 金融審議会「最良執行のあり方等に関するタスクフォース」報告書 <https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20210602/01.pdf>

⁸¹ 例えば、HFTなどの高速取引については、市場に流動性を供給するものであると指摘する声がある一方、バイサイド投資家の中には、HFTによる注文の狙い撃ち（Pick off）を警戒する声もある。諸外国では、こうした投資家の意向にも配意し、HFTなどの高速取引の優位性を低減する枠組みを導入している市場がある。

(1) PTS の売買高上限等のあり方

上場株式等については、（上場株式等にとっての主市場ではない）PTS が取り扱う場合に関して、制度上、売買高に上限が設けられている。近年、PTS のシェアは 1 割弱に達しつつある一方、PTS を運営する事業者数は少数に止まるほか、競売買方式（オークション方式）の活用が進んでいない。

これについて、上場株式等に関する市場間競争を促す観点から、日本市場の構造のあり方についても議論しつつ⁸²、競売買方式に係る売買高上限の緩和を引き続き検討することが考えられる。

なお、売買高上限の緩和の検討にあたっては、PTS における取引が現在よりも増加することが想定されることから、不公正取引への対応の実効性を強化する必要がある。このため、例えば、PTS が、自主規制機関と連携して売買審査等にあたる枠組みを検討していくことが考えられる。

(2) その他

現行法令上、PTS に対しては、取引所とは異なり自ら取引情報を公表することは義務付けられておらず、PTS から報告を受けた日本証券業協会が取引情報を公表する枠組みがとられている⁸³。しかしながら、協会のシステムではリアルタイム性が十分に確保されておらず、PTS が自ら公表する取引情報を市場参加者が参照する方が、より価格の透明性が高いとの指摘がある。

こうした指摘を踏まえ、法令上も PTS に対し、取引情報の公表を義務付けることについて引き続き検討すべきである。

2. 非上場有価証券等の取引プラットフォーム

現行法令上、PTS は「特定投資家向け有価証券」を除く⁸⁴有価証券を取扱可能とされており、非上場有価証券も幅広く取扱対象に含まれる。他方、実態として PTS が取り扱っている有価証券は、上場株式等以外は一部の債券に止まっており、非上場株式、証券トークン、外国株式といったより多様な有価証券の流通に PTS を活用するため、

⁸² 中長期的に、レジリエンス向上の観点も踏まえて、日本市場全体としてどのような構造を目指すのかについての議論も必要との意見があった。具体的には、例えば、①PTS の位置付けについて、取引所を「補完」する存在と位置付けるのか、取引所と「並び立つ」存在と位置付けるのか、②上場審査や市場監視の機能はどのような主体が担うのが適切か、といった論点がある。

⁸³ なお、監督指針では別途、PTS に対し、（自ら）取引情報を公表することを求めている。

⁸⁴ 非上場有価証券のうち「特定投資家向け有価証券」の取扱いに関する提言については、p. 4 (I. 1. (2) 「非上場株式のセカンダリー取引の円滑化（私設取引システム（PTS）による「特定投資家向け有価証券」の取扱い）」) 参照。

投資家保護に配意しつつ、取扱商品に応じた PTS 認可審査の柔軟化・迅速化等の環境整備を進めていくべきとの指摘がある。

(1) 認可審査の柔軟化・迅速化等

PTS の枠組みは認可制だが、認可審査にあたっての監督上の目線等を明らかにした監督指針においては、現状、上場株式等の取扱いを念頭においた記載が中心である。非上場有価証券の流動性等は上場有価証券と大きく異なっており、また、公正な市場運営や投資家保護の観点から PTS 運営主体に求められる対応も異なる⁸⁵と考えられる。

近年、デジタル技術を用いて、新しい形態の取引マッチング・サービスを提供しようとする動きが見られる一方、PTS に該当することを避けるため、プロセスのデジタル化を避けざるを得ないと指摘がある。

今後、こうした点も踏まえて、株主コミュニティ銘柄をはじめとする非上場株式や証券トークン等の流通における PTS 制度の積極的な活用に向けて、非上場有価証券を取り扱う PTS の認可審査について、審査内容・手続の明確化、取扱商品や取扱高に応じて認可基準を適切に設定していくことや、それに伴う認可手続の迅速化に取り組むべき⁸⁶である。

(2) 非上場有価証券等の取扱いに関する留意点

非上場有価証券等の PTS における適切な流通を確保する観点からは、取引を行う投資家層に応じ、PTS や取引参加証券会社において、有価証券の適切性の確認や公正な取引の確保等、投資家保護のために必要な措置を講じることが求められる。

このため、PTS 制度の活用に向けた認可審査の柔軟化・迅速化等と並行して、その取扱いの対象となる、広く一般利用者の投資対象となり得る非上場株式や証券トークン、外国株式等について、自主規制機関が関与するかたちで適切性を確認するなどの枠組みを構築することが考えられる。

また、現行制度上、証券会社が有価証券取引についてマッチング・プラットフォーム (PTS) を運営する場合には認可取得が求められるが、デリバティブ取引については相当する規定は置かれていない。これに関し、今後、投資家保護を確保しつつ、

⁸⁵ 非上場有価証券のうち特に非上場株式について、取引の流動性欠如による適正価格の不透明性が課題であり、この点、例えばマーケットメーカーが基準価格を算定して提供するなど、価格透明性の向上に向けた取組が重要との意見もあった。

⁸⁶ 今後、現行制度が PTS に対し、認可制の下で上乗せ規制を課している趣旨等を改めて整理した上で、PTS に該当しないとしても問題がない類型については、認可取得を不要とする方向で取り組むべきという意見もあった。

その実現に向けた対応を引き続き検討すべきである。

IV. 社債市場の活性化

我が国社債市場では、2009年7月、日本証券業協会に「社債市場の活性化に関する懇談会」が設置されて以降、市場関係者等において市場の活性化に向けて様々な課題について検討・取組が進められてきている⁸⁷。こうした取組等もあり、我が国社債市場の発行額は増加しており、また、近年ではSDGs債⁸⁸と呼ばれる債券の発行等も大きく増加が見られるが⁸⁹、諸外国との比較において我が国社債市場の活性化という点ではまだ道半ばという状況である。

社債市場が有効にその機能を更に發揮するためには、以下のような点から総合的(holistic)に進められることが重要である。

- ・ 「社債発行」から「信用モニタリング」、さらには「償還、あるいは破綻時の対応」に至る一連のプロセス全体における適切な社債権者保護
- ・ 社債の現物市場のみならず、社債レポ市場やデリバティブ市場(CDS)全体としての機能発揮
- ・ 社債市場のみならず、銀行融資やシンジケート・ローンを含む、クレジット市場全体としての機能発揮
- ・ 国債をはじめとする金利市場、さらには海外クレジット市場、為替市場などの円滑な裁定機能の発揮

こうしたなか、低格付債市場の拡大も含め更なる社債市場の活性化を図るために引き続き、他の債務との優先劣後関係を踏まえつつ、社債評価にあたって必要な情報の提供、十分な社債権者保護、発行・流通市場インフラの整備を図っていくことが重要と考えられる。例えば、社債権者保護については、2019年の会社法改正により社債管理者不設置債を対象に「社債管理補助者制度」が創設されており、今後、同制度の利用例が広がっていくことが期待される⁹⁰。

⁸⁷ 第17回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p.14

⁸⁸ 日本証券業協会は、グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド、サステナビリティ・リンク・ボンド及びトランジションボンド等の債券を「SDGs債」と定義。<https://www.jsda.or.jp/sdgs/sdgbonds.html>

⁸⁹ 第17回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p.16 及び参考資料 p.3
カーボンニュートラルの実現に向けた取組が進む中、SDGs債の発行も大きく増加しており、社債による資金調達の重要性は増しているとの意見があった。

⁹⁰ 「社債管理補助者制度」の普及や市場関係者における円滑な導入に資する観点から、日本証券業協会は、2021年6月、『社債管理補助者制度に係る実務上の対応について』を公表している。https://www.jsda.or.jp/about/content/hojosha_honbun.pdf

このような観点から、今後も、他債務のコベナンツ等に関する情報開示⁹¹や必要なコベナンツの付与⁹²、社債管理者や社債管理補助者による社債権者保護や利益相反管理の高度化、発行・流通市場におけるより透明性の高い仕組みの定着⁹³やレポ市場の育成⁹⁴等に向けた、関係者による適切な対応⁹⁵が行われるべきである。

⁹¹ 金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループではローンと社債に付される財務上の特約の開示について検討が行われている。2022年6月に公表した『金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告』では、財務上の特約の開示について、例えば、ローンの契約額や社債の発行額が、自社の純資産額の一定比率以上である場合に臨時報告書において開示、また、ローンの残高や社債の残高が、自社の純資産額の一定比率以上である場合に有価証券報告書において開示することとし、この「一定比率」等については、投資家の声を反映しながら、実務を踏まえた具体的な検討を行うことが求められるとされている。<https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/2022_0613.html>

⁹² 2012年、日本証券業協会は、米国の事例等を参考に、企業の資本・財政政策及び投資家のニーズに応じてコベナンツが柔軟・適切に設定されるよう、「コベナンツモデル（参考モデル）」を策定。<https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shasai_kon/files/covenant120918.pdf>

一方、現在、我が国の社債に付される担保提供制限条項の範囲は「社債間限定同順位」とすることが一般的で、ローンを含む債務間同順位の担保提供制限条項を付しているケースは極めて少ない。また、米国では多くの低格付債にチェンジ・オブ・コントロール条項が付されているが、我が国の社債には同条項は付されていない。チェンジ・オブ・コントロール条項については、多くの社債でこの条項が付されるべきとの意見とともに、発行会社のM&Aへの影響にも留意すべきとの意見があった。

⁹³ 日本証券業協会は、より透明性の高い発行条件の決定手続きに向け、2020年11月、発行者への「需要情報」、「販売先情報」の提供に係る自主規制規則を制定（トランスペアレンシー方式を導入）（2021年1月施行）。<https://www.jsda.or.jp/about/kisoku/files/201117_shasaihakkokisoku.pdf>

また、流通市場における価格の透明性については、2015年11月、社債の取引情報の報告発表制度を開始。現在、発表対象がA格相当で発行額500億円以上の銘柄（A一相当、劣後特約付きのもの及び残存年数20年以上のものを除く）まで拡大。発表の範囲については、定期的に（少なくとも1年に一度）検証を行い、見直しの検討が行われている。

⁹⁴ 日本証券業協会は、2021年11月以降、社債の流動性向上に向けた施策の一つとして社債レポ市場の整備に向けた具体的な検討を進めている。2022年4月、検討経緯及びマイルストーンの各工程における課題対応方針等を取りまとめた、『社債レポ市場の整備に向けた課題対応工程（マイルストーン）』を公表している。<https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shasai_kon/files/milestone1.pdf>

⁹⁵ 投資家、発行会社、市場仲介者等の様々なステークホルダーが意見交換し、コンセンサスを得ることのできる場を設け、実務的な検討・対応を更に進めるとともに、金融庁においてもその後押しをしてほしいとの意見があった。

おわりに

以上が、2021年10月以降、当ワーキング・グループにおいて行ってきた審議の内容を中間的に整理したものである。本報告において、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、かつ積極的な取組が進められることを期待する。また、講じた施策については、今後、学術的な研究やそのレビューも含め、効果の検証等を行っていくことも重要であると考えられる。

その他の事項については、本報告の内容を踏まえ、引き続き、当ワーキング・グループにおいて、検討を進めていく。

以上