

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（案）

2023 年●月●日

目次

I	はじめに	6
II	資産運用立国の実現に向けて - 基本的な考え方 -	6
III	資産運用業の高度化.....	8
	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...	8
	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.....	9
	3. 資産運用業の新規参入促進	10
	①投資運用業の参入要件の緩和等	10
	②新興運用業者促進プログラム（日本版 EMP（Emerging Managers Program））	12
	③一者計算の促進・マテリアリティポリシーの明確化	13
IV	アセットオーナーに関する機能強化.....	14
V	スチュワードシップ活動の実質化に向けた取組み	15
VI	成長資金の供給と運用対象の多様化の実現	17
	1. ベンチャーキャピタルを巡る課題	18
	①公正価値評価の促進.....	18
	②ベンチャーキャピタル向けのプリンシプル.....	19
	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	20
	①投資信託への非上場株式の組入れ.....	20
	②上場ベンチャーファンド	20
	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.....	21
	①少額募集・開示の簡素化	21
	②投資型クラウドファンディングの活性化	22
	4. 非上場有価証券の取引の活性化.....	24
	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.....	24
	②非上場有価証券のみを扱う PTS 業務の参入要件の緩和	25
	5. 株式報酬に係る開示規制の整備.....	25
	6. 運用商品の多様化	26
	①排出権を対象とする投資信託の組成.....	26
	②外国籍投資信託の国内籍公募投資信託への組入れ.....	26
	③外貨建国内債（いわゆるオリガミ債）の発行の円滑化	27
	④投資信託における種類受益権	28

⑤投資信託約款の重大な変更に関する基準の明確化.....	28
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	29
VII おわりに	29

「市場制度ワーキング・グループ」 メンバー名簿

2023年●月●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」メンバー名簿

2023年●月●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

1 I はじめに

2 「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
3 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
4 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
5 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」こととされた。
6 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
7 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
8 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）
9 が設置された。

10 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
11 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
12 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
13 けた環境整備等について、計●回にわたり精力的に審議を行った。

14 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、
15 その結果を取りまとめたものである。

16
17

18 II 資産運用立国の実現に向けて - 基本的な考え方 -

19 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
20 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
21 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
22 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
23 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
24 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。

25

26 これまでも政府等においては、金融事業者による顧客のためのより良い取組みを促
27 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
28 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
29 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
30 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
31 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
32 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
33 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
34 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
35 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
36 2023 年の臨時国会で成立した。

37 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、
38 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）

39 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
40 っていく必要がある。

41

42 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
43 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
44 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
45 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
46 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
47 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
48 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。

49 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
50 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、
51 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
52 重要性はより一層高まっている。

53 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
54 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
55 チュワードシップ活動の活性化を通じ、日本経済の持続的成長につながっていくこと
56 が期待される。

57

58 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
59 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
60 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
61 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
62 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
63 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
64 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
65 融商品を開発・提供していくことが求められる。

66

67 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
68 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
69 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
70 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
71 て重要である。そうした観点から、金融経済教育推進機構を中心に官民一体となって、
72 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。

73

74 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、
75 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。

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。

76

77

78 Ⅲ 資産運用業の高度化

79 資産運用会社は、国民の将来のための資金を託される運用のプロフェッショナルと
80 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、
81 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。そうした役割を遺憾なく
82 発揮するためには、資産運用業の高度化が不可欠であり、優秀な運用人材の集積によ
83 る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
84 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。

85 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
86 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。そうした国内外か
87 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
88 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
89 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
90 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
91 の活性化にもつながるものと考えられる。

92 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
93 アクティブ運用商品・手法等が開発されることになれば、そうしたサービスに見合っ
94 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
95 くものと考えられる。さらに派生的な効果として、アクティブ運用の拡大による企業
96 の選別や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
97 ば、市場ベンチマークのパフォーマンス改善にもつながると考えられ、インデックス
98 投資を行う家計のリターン向上にも資するものと考えられる⁴。

99 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
100 環境を整備すべきである。

101

102 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

103 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、
104 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・
105 管理が行われているのではないかと懸念がある。

106 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
107 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
108 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。

109 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
110 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

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と、日本でもそういった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。

⁴ スチュワードシップ活動の本質は、長期的な視点から各企業の価値向上を促すことであることからインデックス運用において一層その意義は大きいとの指摘があった。

111 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
112 運用人材の育成・確保⁵に向けた取組みが重要になっていくと考えられる。

113 そのため、大手金融機関グループにおいて、グループ内での資産運用ビジネスの経
114 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
115 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
116 であると考えられる。

117

118 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

119 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
120 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
121 ガバナンスを実践していくことが重要である。

122 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
123 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
124 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
125 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
126 た観点も含め、以下のような課題が指摘されている⁷。

127 ・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
128 な信託報酬等の設定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。

129 ・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
130 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、
131 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
132 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
133 いないのではないか。

134 ・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
135 資する想定顧客属性や費用などの商品性に関する情報提供のあり方⁸に改善の余
136 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
137 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、

⁵ 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などが考えられる。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。

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に独立社外取締役を構成員とする会議体の設置、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指摘がある。また、投資信託について、商品の数が多すぎ、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指摘もあった。

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、金融庁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。

138 安心して投資できないのではないが⁹。また、氏名開示等の運用体制の透明性確保
139 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
140 ないか。さらに、投資家が、ファンドアナリストや投資助言業者等の評価を通じ
141 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
142 報開示)に取り組むべきではないか¹⁰。

- 143 ・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
144 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
145 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、
146 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
147 選択や販売対象の検討などの適切なガバナンス体制が求められるのではないか。

148 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
149 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
150 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
151 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。

152 153 3. 資産運用業の新規参入促進

154 ①投資運用業の参入要件の緩和等

155 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

156 投資運用業については、これまでも適格投資家向け投資運用業（いわゆる「プ
157 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「プロ向けファンド」）
158 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
159 ある。そ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
160 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
161 は大きく伸びていない状況にある。

162 投資運用業務を行う上で必要となる主な機能として、1) ファンド等の運營業
163 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
164 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
165 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
166 の負担が重いことが指摘されている。

167 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
168 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、
169 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。

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・育成に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に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見ると、取締役会に関する情報についてもっと開示す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ドアナ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を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などについても、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。

170 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
171 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
172 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、
173 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、
174 (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、
175 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
176 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。

177 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
178 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、
179 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
180 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
181 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
182 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
183 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。

184 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
185 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
186 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
187 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
188 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
189 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
190 る。

191 192 イ. 運用指図権限の全部委託

193 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
194 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
195 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
196 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
197 に集中できる環境が整っている。

198 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
199 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。
200 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
201 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・
202 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、
203 との指摘がある。

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必要があるとの意見があった。

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。

204 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
205 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を考え
206 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
207 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
208 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。

209 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
210 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
211 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
212 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
213 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
214 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
215 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
216 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。

217 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
218 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
219 も必要と考えられる。

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

222 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
223 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
224 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
225 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
226 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。

227 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
228 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
229 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
230 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・
231 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、
232 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
233 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
234 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
235 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
236 る。

237 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
238 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
239 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

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。

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指摘があった。

¹⁶ この他、セキュリティトークンなども考えられるとの意見があった。

240 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
241 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
242 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
243 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
244 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
245 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
246 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
247 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
248 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。

249 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
250 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
251 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
252 引き継がれることにもなり、運用人材の裾野が将来にわたって広がることが望まれ
253 る¹⁸。

254

255 ③一者計算の促進・マテリアリティポリシーの明確化

256 現状、投資信託の基準価額は、日々、資産運用会社と受託会社の双方で計算し、
257 これを照合するといういわゆる二重計算を行っている。

258 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
259 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な
260 ど、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
261 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
262 かとの指摘も存在している。

263 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
264 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
265 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
266 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
267 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
268 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
269 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
270 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
271 ティポリシーが定められているところである¹⁹。

272 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
273 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

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 この他、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指摘があった。

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。

274 　　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
275 　　にある。

276 　　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
277 　　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
278 　　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
279 　　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
280 　　て環境整備等に取り組んでいくことが期待される²⁰。

281 　　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
282 　　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
283 　　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
284 　　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
285 　　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
286 　　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。

287 　　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
288 　　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
289 　　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。

290
291

292 IV アセットオーナーに関する機能強化

293 　　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
294 　　を担うアセットオーナーに期待される役割は大きい。

295 　　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
296 　　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
297 　　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。また、2023
298 　　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
299 　　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
300 　　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
301 　　して幅広く規定されている。

302 　　そうした観点から、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
303 　　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
304 　　とが期待される²²。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
305 　　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
306 　　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
307 　　のと考えられる。

308 　　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
309 　　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

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。

²² 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指摘があった。

310 利益を図るための取組みが求められる²³。アセットオーナーから資金運用の委託を受
311 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うえで、最善
312 の利益を確保するための運用を行っていく必要がある。

313 DCにおいては、企業の多くは運用管理業務や投資教育を金融機関等(運営管理機関)
314 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
315 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²⁴。この点、運営
316 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
317 ていないのではないかと、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
318 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
319 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、
320 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。

321

322

323 V スチュワードシップ活動の実質化に向けた取組み

324 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
325 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
326 「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。

327 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
328 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
329 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
330 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
331 った実質面での取組みが重要であるとの考え方にに基づき、本年4月、「コーポレート
332 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
333 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
334 てきたところである。

335

336 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
337 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
338 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
339 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
340 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
341 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
342 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
343 を含めた環境を整備していくことが重要である。

344

²³ 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つての顧客を指し、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。

²⁴ 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指摘があった。

345 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
346 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
347 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
348 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
349 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
350 あり、他方で、そうした活動に要するコストの削減も有益である²⁵。こうしたことを
351 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
352 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²⁶。

353

354 そ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
355 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
356 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
357 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
358 働して企業に対して対話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
359 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²⁷。こうした様々
360 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
361 がより一層進展していくことが期待される²⁸。

362

363 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
364 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
365 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
366 を行うことが重要である²⁹。こうした中、本年3月、東京証券取引所は、プライム市
367 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
368 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
369 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
370 表している。金融庁においても、収益性と成長性を意識した経営に向けた企業の取
371 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
372 ローアップしていくことが重要である³⁰。

373

²⁵ 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もあった。

²⁶ 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。

²⁷ 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律基準ではなく、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もあった。

²⁸ 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もあった。

²⁹ コーポレートガバナンス・コード原則5-2

³⁰ 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。

374 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
375 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
376 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
377 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
378 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³¹。

379
380

381 VI 成長資金の供給と運用対象の多様化の実現³²

382 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
383 供給が株式投資等を通じて活性化されていくことは重要である。我が国では、国内ス
384 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
385 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
386 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
387 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
388 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
389 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
390 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
391 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
392 む多様な資金供給が必要と考えられる。こうした中、2022年11月に政府が策定した
393 「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
394 (10兆円規模)とする」目標が掲げられたところである。

395 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
396 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
397 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
398 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、
399 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
400 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。

401 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
402 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
403 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
404 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。

405 以上のような観点から、これまでも市場制度ワーキング・グループの提言等に基づ
406 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

³¹ 「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もあった。

³² 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。

407 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
408 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。

409 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
410 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、より投資し易
411 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³³。そうした観点から、
412 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
413 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
414 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
415 形成にかかわ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
416 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
417 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
418 て、広範な観点から取り組むことが重要である。

419

420 1. ベンチャーキャピタルを巡る課題

421 ①公正価値評価の促進

422 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
423 関連する実務指針³⁴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
424 されるなど、一定の進捗が見られている。

425 他方で、例えば、以下のような課題が指摘されている。

- 426 ・ 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、
427 公正価値と取得原価の二重管理が必要
- 428 ・ 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
429 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
430 め、一定以上のファンド規模が必要
- 431 ・ 上記実務指針を監査法人の実務に浸透させる必要
- 432 ・ 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
433 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³⁵

434

435 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
436 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、
437 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
438 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

³³ 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などの実務面の課題
について関係者において議論すべきとの指摘があった。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 58 条 1 項、
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。

³⁴ 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」

³⁵ 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いう指摘があった。

439 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
440 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
441 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
442 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、
443 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
444 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
445 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³⁶。

446

447 ②ベンチャーキャピタル向けのプリンシプル

448 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
449 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
450 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
451 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
452 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、
453 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
454 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
455 (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
456 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
457 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。

458 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
459 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。
460 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
461 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
462 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
463 ル・プリンシプル(仮称)を策定し、広く機関投資家から調達を行う VC 全体のガバ
464 ナンス等の水準の向上を図ることが適当である³⁷。なお、多数の投資家からの LP 出
465 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)
466 などもあるため、そうした VC があることも踏まえながら、プリンシプルの範囲や
467 内容等を検討していくことが適当と考えられる。

468 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
469 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
470 期待される。

471

³⁶ 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。

³⁷ ベンチャーキャピタル・プリンシプル(仮称)の過度に厳格な運用は、VC のなり手がなくなるので避けるべきとの意見があった。

472 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

473 ①投資信託への非上場株式の組入れ

474 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
475 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
476 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
477 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³⁸。

478 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
479 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
480 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
481 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
482 れる。

483 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
484 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³⁹。各資産運
485 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
486 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、解約制限など
487 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
488 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。そうした投資信
489 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
490 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
491 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
492 が求められる。

493

494 ②上場ベンチャーファンド

495 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
496 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
497 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、
498 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
499 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
500 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
501 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
502 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。

503 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
504 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。
505 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
506 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。

³⁸ 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ている。

³⁹ 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指摘があった。

507 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、
508 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用途として自己投資口の
509 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
510 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
511 えられる。

512

513 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

514 ①少額募集・開示の簡素化

515 50名以上の一般投資家に勧誘する調達金額1億円以上5億円未満の有価証券の
516 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
517 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
518 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
519 る。

520 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
521 と、現状、少額募集に係る有価証券届出書⁴⁰において、スタートアップ企業にとって
522 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
523 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
524 係る開示内容等をより簡素化することが適当である。

525 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、
526 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
527 う方向で検討を進める必要がある。

- 528 ・「サステナビリティ情報」の記載欄⁴¹について、開示を任意化する⁴²
- 529 ・最近5事業年度の財務諸表の記載⁴³を不要とし、最近2事業年度の財務諸表のみ
530 とする
- 531 ・非財務情報部分⁴⁴についても、例えば「コーポレート・ガバナンスの概要」⁴⁵等の
532 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

533 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
534 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⁴⁶。さら
535 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
536 円未満）の引上げを行うことも考えられるが、情報開示の規制が無い中で一般投資

⁴⁰ 開示府令第2号の5様式

⁴¹ 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】

⁴² なお、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。

⁴³ 開示府令第2号の5様式第六部【特別情報】

⁴⁴ 開示府令第2号の5様式第三部【企業情報】

⁴⁵ 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】

⁴⁶ 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。

537 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
538 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
539 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
540 考えられる。

541

542 ②投資型クラウドファンディング⁴⁷の活性化

543 ア. 投資型クラウドファンディングの発行上限等

544 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
545 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
546 （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。

547 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
548 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
549 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
550 万ドル（約7.5億円）⁴⁸、欧州では500万ユーロ（約8億円）を上限としている。

551 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
552 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
553 調達を行うスタートアップ企業が多く存在している。そうした資金調達ニーズの
554 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
555 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
556 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
557 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
558 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）。
559 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
560 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
561 より重要になってくる。そうした観点から、CF事業者による発行者や事業計画の
562 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されることが重要
563 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・
564 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
565 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。

566 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
567 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
568 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
569 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
570 性も含めて資金調達手段を検討すべきであるが、CF事業者においても、そうした
571 可能性を事業者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
572 においてもCF業者が適切な業務運営を行っているかをモニタリングすることが
573 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

⁴⁷ 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。

⁴⁸ 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。

574 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
575 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
576 に伴う課題に対応することも考えられる。

577 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
578 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
579 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
580 発行総額上限を設定する必要はないものと考えられる⁴⁹。ただし、私募を行う場
581 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
582 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
583 ⁵⁰。

584
585 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
586 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
587 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
588 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
589 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
590 上限が、年収や純資産額に応じて設定されている⁵¹。

591 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
592 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
593 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
594 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、
595 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
596 改善すべきであるとの指摘がある。

597 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
598 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
599 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
600 資産に応じて、CF の投資上限を定めることが適当である⁵²。その際、投資家全員
601 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
602 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
603 することが考えられる。

⁴⁹ 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。

⁵⁰ 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。

⁵¹ 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。

⁵² 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。

604 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
605 する強圧性が生じるリスクが典型的に高いため、引き続き慎重に対応すべきと考
606 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
607 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
608 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
609 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
610 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
611 ⁵³。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
612 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
613 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。

614

615 4. 非上場有価証券の取引の活性化

616 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 617 緩和

618 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
619 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
620 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
621 に十分に答えられていない。また、上場以外にこうした換金ニーズを満たす方策が
622 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
623 さいまま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
624 リー取引の活性化は、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）
625 の円滑化に資することに加え、スタートアップ企業の出口が上場に偏っている⁵⁴こ
626 とを是正し、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
627 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
628 べきであると考えられる。

629

630 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
631 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
632 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
633 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、
634 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
635 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。

636 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
637 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
638 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

⁵³ 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った。

⁵⁴ 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」）。

639 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、
640 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
641 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
642 価証券の仲介業務に限定すべきである⁵⁵。なお、非上場有価証券の保有者がセカン
643 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
644 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
645 却も可能とすることが適当である。

646

647 ②非上場有価証券のみを扱うPTS業務の参入要件の緩和

648 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⁵⁶につい
649 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
650 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
651 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
652 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
653 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
654 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
655 ているとの指摘がある。

656 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
657 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
658 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
659 や取引規模等が限定的なもの⁵⁷については、取引の管理等に関する必要な規制を適
660 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、
661 資本金や純資産要件等の財産規制やシステムに関する要件等を緩和することが考
662 えられる⁵⁸。

663

664 5. 株式報酬に係る開示規制の整備

665 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
666 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
667 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⁵⁹。

⁵⁵ 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。

⁵⁶ 日本証券業協会の自主規制では、前掲脚注55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。

⁵⁷ 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、との意見もあった。

⁵⁸ 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。

⁵⁹ 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。

668 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)、
669 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
670 イミングや開示書類に差異がみられ、開示規制の解釈をめぐる企業の実務が安定し
671 ていないことから導入しづらいとの指摘がある。

672 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
673 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
674 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
675 ると整理することが適当である。

676 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
677 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
678 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
679 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
680 ある。

681 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、
682 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。

683 684 6. 運用商品の多様化

685 ①排出権を対象とする投資信託の組成

686 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
687 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
688 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みられたところである。
689 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、
690 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
691 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。

692 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
693 もの、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
694 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・
695 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
696 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。

697 698 ②外国籍投資信託の国内籍公募投資信託への組入れ

699 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
700 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
701 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
702 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
703 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
704 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
705 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
706 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

707 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
708 についても指摘されている。

709 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
710 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
711 ある。

712 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
713 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
714 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
715 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
716 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
717 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
718 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
719 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
720 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
721 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
722 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、
723 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
724 ある。

725

726 ③外貨建国内債⁶⁰（いわゆるオリガミ債⁶¹）の発行の円滑化

727 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)
728 決済が可能な環境にない⁶²ことから、非DVPによる発行・取引が行われており、流
729 動性は低く、取引する投資家層は限られている。

730 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
731 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
732 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
733 内投資家が取引することは難しい状況となっている。

734 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
735 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
736 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
737 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分野など、外貨建債券
738 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
739 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
740 ゾームを国内投資家がより広く利用できるようにするため、外国口座管理機関の下

⁶⁰ 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は、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。

⁶¹ 「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。

⁶² 証券と資金の授受を紐づけた決済。

741 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
742 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
743 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
744 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
745 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
746 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
747 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と考え
748 られる。

750 ④投資信託における種類受益権

751 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、
752 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
753 る。

754 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
755 テゴリー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
756 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
757 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
758 り出すといった対応がとられている。

759 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
760 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
761 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
762 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
763 げられるのではないかとの指摘がある。

764 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など、投
765 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、
766 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など、実務面の
767 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
768 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
769 するための検討を行うことが適当と考えられる。

771 ⑤投資信託約款の重大な変更に関する基準の明確化

772 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
773 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
774 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
775 ある。

776 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⁶³が
777 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
778 なるもの」と定められている。これに関し金融庁において「投資信託に関する Q&A」
779 (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
780 られる場合が類型ごとに具体例として示されている⁶⁴。

781 顧客の利益に資する変更など、投資家保護に支障のない約款変更について、投資
782 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
783 図ることが適当と考えられる。

784

785 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

786 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
787 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、
788 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
789 ら、法令上、一定の要件⁶⁵の下で認められている。この法令上の要件を満たすため、
790 現行実務では、クレジットカード会社の決済サイクルなどを踏まえ、毎月の投資上
791 限額は基本的に 5 万円に制限されている。

792 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
793 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
794 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、
795 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
796 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。

797

798

799 VII おわりに

800 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
801 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
802 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
803 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、必要に応じて追加の対
804 策の要否を継続的に検討していくことも重要である。

805 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
806 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、当局等の関係者による不
807 断の取組が継続されることが重要である。そうした観点から、今回指摘された課題も

⁶³ 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 17
条）。

⁶⁴ (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
的事項にかか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）。

⁶⁵ 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。

808 含め、幅広い観点から、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
809 待する。