

コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
1	改正案のハ前段の「…を行うとすれば当該買付け等の後における当該募集に応じる者の所有（…）に係る株券等の株券等所有割合（同号に規定する株券等所有割合をいう。）が百分の三十を超えることとなる場合」の部分と、ハ後段の「当該募集に応じる者の所有に係る株券等の株券等所有割合（当該募集に応じる者を当該株券等の買付け等を行う者とみなして同条第八項の規定の例により計算した同号に規定する株券等所有割合をいう。）が既に百分の三十を超えている場合」の部分について、それぞれの「株券等所有割合」の定義は同じであると理解してよいか。その場合、文言が異なる（後段でのみ第八項に言及されている）理由は何か。 ETF を構成するある銘柄について、当該 ETF の募集に応じる者の「株券等所有割合」が、その特別関係者の所有分を加算することにより募集に応じる前から既に 30%を超えている場合には、その当該銘柄について金銭を拠出することにより当該 ETF を取得できるようになるという理解でよいか。	御質問の「株券等所有割合」の定義は、御理解のとおり、いずれも金融商品取引法第 27 条の 2 第 1 項第 1 号に規定する株券等所有割合をいいますが、後者については、ETF の募集に応じる者が株券等の買付け等を行う場合ではないことから、当該募集に応じる者を当該株券等の買付け等を行う者とみなして同条第 8 項の規定の例により計算したものとしております。 また、御質問の「既に 30%を超えている場合」については、御理解のとおりです。
2	改正の概要において「現物拠出型 ETF の構成銘柄のうち、ETF の設定を申し込む者の所有割合が 30%を超える銘柄に相当する部分について、金銭で設定することができるよう、規定の整備を行う」と記載がありますが、本改正において想定されている内容は、以下の 1、2 のいずれになりますでしょうか。 1. 「相当する部分」が「所有割合が 30%を超えた銘柄の中のうち、所有割合が 30%を超過する部分」を指す場合、対象の銘柄について、現物と金銭の両方で取得する場合がある 2. 「相当する部分」が「所有割合が 30%を超えた銘柄」を指す場合、対象の銘柄については金銭でのみ取得する 現状のシステム上、対象銘柄について一部を現物、一部を金銭で設定する取扱いは想定しておらず、実務運用上も、そのような場合における現物設定株数の個別連絡等の業務は現状行っていないものと認識しております。 このため、仮に 1 の解釈を想定されている場合には、システム対応および実務運用の両面において混乱が生じる可能性があると考えております。	30%を超える部分ではなく、30%を超える銘柄に相当する部分について、金銭のみで設定することができるようしております。
3	金銭拠出に伴う取引コスト・市場影響に関する既存投資家への不利益	30%を超える銘柄に相当する

	転嫁防止策の明確化 1. 現状の課題と懸念 現物拠出型 ETF では、現物株式の移管によって設定が行われるため、設定・解約に伴う市場売買コストが ETF の信託財産に直接発生しない構造となっています。しかし、本改正案に基づき 30%超の持分相当分が「金銭」で拠出された場合、委託会社（運用会社）は当該金銭を用いて市場で対象株式を買い付ける必要があります。 この際発生する「売買委託手数料」や「市場インパクトコスト（買い付けによる株価押し上げ）」、さらには拠出から買付完了までのタイムラグによる「価格変動リスク（スリッページ）」が信託財産から支払われることになると、設定を行っていない既存の一般投資家が間接的にその費用やパフォーマンス低下を負担させられることになります。 2. 具体的改善案 省令の解釈、または事務ガイドライン（監督指針・Q&A 等）において、以下の原則を明確に示してください。 (1) 金銭拠出により生じる株式買付コスト（売買手数料、スリッページ等）については、原則として設定申込者側が実質的に負担する（設定手数料への上乗せや、金銭拠出額への調整金の適用等）仕組みを設けることを推奨・確認すること。 (2) 運用会社が受託会社と協議の上、既存投資家の不利益にならないよう適切な売買執行（分注や VWAP 取引等の活用）を行う体制を整備すべき旨を留意事項として明記すること。	部分について金銭で設定する場合には、当該金銭を評価額により算出したものとするに加えて、当該銘柄を投資信託財産において取得するため必要な経費に相当する金銭も拠出することを明記しております。 また、売買執行を行う体制の整備については、投資信託委託会社等において、個別事例ごとに適切に判断されるべきものと考えられます。
4	「所有割合 30%」の判定基準・算出方法および申告プロセスの標準化 1. 現状の課題と懸念 改正案では「ETF の設定を申し込む者の所有割合が 30%を超える銘柄」と規定されていますが、実務において以下の点が不明確である場合、委託会社や指定参加者（AP）の事務負担や誤判定リスクが増大します。 (1) 所有割合の算定にあたり、申込者本人単体の所有割合のみを指すのか、グループ会社や実質保有者を含めた計算を要するのか。 (2) 判定の基準となる時点（設定申込日、約定日、直前の株主名簿確定日など）はいつか。 (3) 発行済株式総数の算出において、自己株式の扱いをどうするか。 2. 具体的改善案 省令の注釈または Q&A 等において、以下のような確認プロセスの標準的ルールを示してください。 (1) 所有割合の判定基準日は「設定申込日における直近の公表情報または判明している保有状況」とし、過剰に過去・未来の数値を追跡させない簡素な基準とすること。 (2) 委託会社および指定参加者が過度な確認義務・立証責任を負わずに済むよう、申込者からの「所有割合に関する自己申告書（誓約書）」	ETF の設定を申し込む者の所有割合については、ETF の募集に応じる者の金融商品取引法第 27 条の 2 第 1 項第 1 号に規定する「株券等所有割合」によること等を明記しております。

	の提出をもって、善意・無過失の確認を果たしたものとみなす実務プロセスを認めること。	
5	金銭拋出実績およびトラッキングエラーに関する適正な情報開示の促進 1. 現状の課題と懸念 金銭拋出による設定が行われた場合、一時的にキャッシュ比率が上昇したり、市場買付完了までの間に追隨する対象指数との間でトラッキングエラー（乖離）が生じる可能性があります。投資家がETFの運用品質を適切に評価・選択するためには、金銭拋出の実施状況についての透明性が求められます。 2. 具体的改善案 投資信託協会などの自主規制規則や、運用報告書に関するガイドラインにおいて、以下の開示姿勢を促してください。 (1) 交付運用報告書や法定開示書類、または月次レポート等において、金銭拋出による設定が行われた実績がある場合、その旨および運用への影響（トラッキングエラーへの寄与等）を分かりやすく注記すること。 (2) ただし、個別銘柄の売買動向が市場に先回りされる（フロントランニングされる）リスクを防ぐため、開示は事後的かつ集計された形で行うよう配慮すること。	貴重な御意見として参考にさせていただきます。
6	制度移行のための適切な準備期間の確保と自主規制団体との連携 1. 現状の課題と懸念 本改正の施行にあたり、運用会社や証券会社（指定参加者）、受託銀行等においては、設定・解約システムの改修、投資信託約束（約款）の変更、社内規程・コンプライアンス体制の整備が必要となります。十分な準備期間がないまま施行されると、実務上の不備や対応遅れが生じるおそれがあります。 2. 具体的改善案 (1) 公布から施行までに、システム改修および約款変更手続きに必要な適切な準備期間（例えば3か月から6か月程度）を設定すること。 (2) 一般社団法人投資信託協会等の自主規制団体に対し、業界共通の「金銭拋出型設定に係る実務ガイドライン」や標準約款の作成を促し、業界全体での円滑な移行を支援すること。	金銭で設定することができる場合を追加する規制緩和を行うものであり、御指摘のような準備期間等は不要と考えられます。
7	本改正案において、現物拋出型ETFの構成銘柄のうち設定申込者の所有割合が30%を超える銘柄について金銭による設定を認めることについては、以下の理由から強く反対する。 1. 特定の者に対する不当な優遇（不公平性の助長） 持株比率が30%を超えるような特定の大口投資家や創設者等の利便性を図るためだけに、本来あるべき現物拋出の原則を曲げることは、一部のプレイヤーのみに便宜を図る制度改悪と言わざるを得ない。	本改正は、現物拋出型ETFの円滑な設定・取引を確保する観点から、金銭で設定することが必要と認められる場合について規定の整備を行うものです。 また、金銭で設定する場合には、当該金銭を評価額により算

	金融市場の公正性・透明性を損ない、一般の小口投資家との間で不平等を生み出す規制緩和は容認できない。 2. 市場価格との乖離リスクと一般投資家へのコスト転嫁 特定銘柄の金銭設定の導入は、ベンチマーク指数とファンドの実際の資産構成との間に乖離を生じさせやすく、基準価額と市場価格の乖離を拡大させるリスクがある。 価格の歪みや追加的コストが生じた場合、その不利益やリスクは最終的に仕組みの恩恵を受けない一般投資家に転嫁される懸念が極めて高い。 3. 実体経済の立て直しへの逆行 現在、日本経済において最優先されるべきは、国民生活を直撃している物価高騰や疲弊した実体経済の立て直し、および構造的な経済の建て直しである。 金融セクターや特定の大口プレイヤーの利便性を優先する小手先の制度変更によりリソースや当局の関心が割かれることは、国民の感覚から著しく乖離しており、優先順位を根本から誤っている。 以上の理由から、本内閣府令案の撤回を求める。	出したものとするに加え、当該銘柄を投資信託財産において取得するため必要な経費に相当する金銭も拠出することを明記しております。 なお、本改正は、現物拠出型ETFについて金銭で設定することができる場合を追加するものであり、公開買付制度その他の制度の改正を行うものではありません。
8	現物拠出型ETFの円滑な設定を可能にする必要性は理解します。しかし、本改正案は、ETFの設定申込者の株券等所有割合が30%を超えることとなる場合、又は既に30%を超えている場合に、構成銘柄の現物に代えて金銭を拠出できるようにするものです。 公開買付制度の30%基準は、会社支配権に重大な影響を与える株式取得について、取引の透明性、公正性及び一般株主の平等な取扱いを確保するための重要な基準です。ETFの設定という形式であっても、その趣旨を実質的に損なうことがあってはなりません。 本改正案は国籍による区別を設けていませんが、実際には、大量の株式を保有・取引する外国系証券会社や海外機関投資家を含む大口の市場参加者が主な利益を受ける可能性があります。ところが、公表資料には、国内系・外国系のいずれの主体による利用を想定しているのか、外国系金融機関による利用件数・金額、我が国の上場会社への影響等が示されていません。 特に、既に日本企業の株式を30%超保有している外国投資家又はその関係者が、既存の株式及び議決権を維持したまま、金銭によってETFを設定できることについては、制度の必要性と濫用防止策を慎重に検証すべきです。 したがって、以下の措置を求めます。 第一に、本改正による利用見込みについて、国内系・外国系の別、申込者の所在地及び最終的な支配者、対象となるETF・構成銘柄、想定件数・金額等を可能な限り公表してください。 第二に、金銭による設定は、ETFの流動性確保やマーケットメイクな	

	ど、会社支配を目的としない場合に限定してください。設定申込者又はその関係者が、対象会社の経営支配、議決権行使への影響又は重要提案行為等を目的としている場合には、本特例を認めない仕組みとすべきです。 第三に、外国投資家及び外国系金融機関が関係する場合には、形式的な申込者だけでなく、親会社、子会社、共同保有者、資金提供者その他の関係者を含めて実質的な支配関係を確認してください。反復・分割申込みや関係会社を介した申込みについても合算して判断し、公開買付規制の潜脱を防止すべきです。 第四に、外為法上の対内直接投資審査、とりわけ安全保障上重要な事業を営む日本企業に関する審査を、本改正によって実質的に回避することがないように、金融庁、財務省及び事業所管省庁の連携、確認手続及び記録保存について明確な指針を定めてください。 第五に、金銭設定に伴う株式の取得価格、手数料、価格変動及び市場への影響による負担が、既存の ETF 受益者に転嫁されないようにしてください。実際の取得費用は設定申込者に負担させ、評価方法及び精算方法を明示すべきです。 第六に、施行後は、金銭設定の件数・金額、国内系・外国系別の利用状況、対象銘柄及び市場への影響を継続的に検証し、公表してください。外国系金融機関等への利益の偏在や、日本企業の支配権及び経済安全保障への悪影響が確認された場合には、対象範囲の縮小又は制度の停止を含め、速やかに見直すべきです。 以上の安全措置及び情報開示が整備されないまま、単に ETF 設定の利便性を理由として規制を緩和することには反対します。我が国の上場会社、一般株主及び国内投資家の利益を優先し、公開買付制度及び外為法の趣旨を損なわない制度設計とするよう求めます。	
9	本案は、現物拋出型 ETF の設定に関し、特定銘柄の保有割合が 30% を超える部分について金銭拋出を認めるなど、商品設計の柔軟性を高める技術的な改正であると理解しています。しかし、資料を拝見する限り、この改正によって「市場がどの程度良くなるのか」「副作用がないか」を検証するための成果目標や KPI（重要業績評価指標）が明示されていないように見受けられます。金融行政は国民の資産形成や市場の健全性に直結するため、EBPM（証拠に基づく政策立案）の観点からも、一定の KPI を設定していただくことが不可欠と考えます。 本案件において、少なくとも以下のような KPI を設定することを提案いたします。 ・改正後、新ルールを利用して設定された ETF の本数 ・現物拋出型 ETF の設定件数の推移 ・ETF 市場の売買代金・出来高の変化 ・特定銘柄の集中度（構成比率）の推移	今後の金融行政の参考とさせていただきます。

- ・ETF 設定に関する苦情件数・トラブル件数
- ・NAV（基準価額）との乖離率の推移

これらの KPI を算出するためのデータは、金融庁が把握する ETF 設定件数・苦情件数、証券取引所が保有する売買代金・出来高・乖離率データ、運用会社が保有する構成銘柄・現金拠出の利用状況、信託銀行が保有する受益権設定データなどから収集・統合することが可能と考えます。こうしたデータを用いて、改正後数年にわたり定期的に効果検証を行い、その結果を公表していただければ、国民や市場参加者にとっても安心材料になります。

次に、行政手続法 39 条 2 項が求める「公示する命令等の案は、具体的かつ明確な内容であり、題名および根拠法令の条項が明示されていること」について申し上げます。本案は、題名や根拠法令自体は示されているものの、一般の投資家や文系の方が初見で読んだときに「何をどう変えるのか」が直感的に分かるほど具体的・明確とはいえない部分があるように感じました。専門家には理解できても、広く国民に開かれたパブリックコメント制度の趣旨からすれば、もう一段階わかりやすい説明が必要ではないでしょうか。

行政官の皆様には、行政手続法の趣旨を「国民が内容を理解し、意見を述べられるようにするための最低限の約束事」として捉えていただき、今後は案文や概要資料の段階で、改正の狙い・メリット・留意点を平易な日本語で補足していただけるとありがたく存じます。これは決して批判ではなく、「せっかく良い改正をしても、伝わらなければもったいない」という意味でのお願いです。

また、本案件には成果目標および KPI が明示されていないように見受けられますので、以下の点を文系・法学系卒の職員の方にも分かりやすい形で整理していただきたいと思います。

政府は既に、全府省庁・原則全事業を対象として EBPM や行政事業レビューを進めています。その趣旨に照らせば、本案件についても「何をどこまで改善したいのか」という成果目標と、「それが達成されたかどうかを客観的に確認するための指標」を設定することが望ましいはずです。もし現時点で成果目標や効果検証指標を設定していないのであれば、その理由を簡潔に説明していただきたいと思います。そのうえで、政策効果を検証可能な成果指標、基準値、目標値および達成期限を設定し、その実績と予算への反映状況を、可能な範囲で公表していただければ幸いです。ここで挙げたような KPI は欧米では一般的に用いられていると聞いておりますので、必要であれば海外当局や市場関係者にもご確認いただければと思います。

なお、“客観的な成果目標や KPI” は、思いつくものを全て並べれば良いというものではありません。記録項目が増えすぎると、現場での勘違い・見逃し・誤記載が増え、結果として使えないデータになってしま

	います。限られた人員と時間の中で、最小限の負担で最大限の効果を得られるよう、記録項目を絞り込み、バランスの取れた制度設計を行っていただくことが重要です。 「客観的な成果目標と KPI」の設定と運用は、金融分野でも、間接的には人々の生活や安全に影響し得るものです。業務経験が長くなると「慣れ」によって緊張感が薄れ、確認不足や手順の省略が増える傾向があることは、多くの現場で指摘されています。そのような傾向があるかどうかを、KPI という数値データの増減で把握することで、危険性や課題に気づく機会を作ることができます。 最後に、KPI の設計は最初から 100%完璧なものを目指す必要はないと思います。未知のトラブルを事前にすべて想定することは不可能ですので、まずは「50%程度の完成度」を目安に始め、2 か月ごと、あるいは半年ごとに見直しを行う運用を提案いたします。特に法学系卒の方の中には「制度は完全でなければならない」と考えがちな方もいらっしゃるかもしれませんが、現実には「完全だと判断できる人」は存在しません。だからこそ、柔軟に改善していく前提で制度を設計していただければと思います。 以上の観点から、本改正案については、EBPM の趣旨に沿った成果目標と KPI の設定、行政手続法 39 条 2 項の趣旨に沿った分かりやすい説明の充実を、前向きにご検討いただけますと幸いです。	
10	本内閣府令案の公表および意見募集にあたり、現在日本社会を深刻に蝕む経済格差の拡大というすべての元凶、および実体経済の苦境を尻目に、投資信託や資産運用など金融取引のルール整備・優遇ばかりに終始している行政姿勢に対する重大な懸念から、以下の通り強く意見を述べさせていただきます。 第一に、物価高騰や生活苦が極限に達し、一般の労働者や生活者が日々の生計維持にすら苦しんでいる状況の下で、投資信託や金融商品に関する規制・手続の改定を通じて資産運用や投資を誘導・促進するようなアプローチは、実態の伴わない金儲け優遇にほかならないという点への強い批判です。一部の資本や富裕層が潤う一方で、格差と分断をさらに広げるような金融偏重の政策運営は断じて容認できません。 第二に、行政や金融庁が真に注力すべきは、金融市場の活性化や特定投資家のためのルール改定ではありません。最優先されるべきは、格差の拡大によって日々疲弊している勤労者や生活者の生活防衛であり、過度なマネーゲームや不条理な経済構造に頼らなくとも、誰もが安心して暮らせる公正で安定した社会経済基盤の構築です。金儲けや利益偏重の構造を改め、国民生活全体の公平性と納得感を担保する抜本的な政策運営へと直ちに舵を切ることを強く求めます。	