

事務局説明資料(これまでの議論のまとめ)

2023年11月6日



金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

目次

I.	投資運用業への内外からの新規参入の促進	
1.	投資運用業の参入要件の緩和等	P2
2.	新興運用業者促進プログラム(日本版EMP(Emerging Managers Program))	P5
3.	マテリアリティポリシーの明確化	P7
II.	成長資金の供給と運用対象の多様化の実現	
1.	ベンチャーキャピタルを巡る課題	P9
2.	非上場株式を組み入れた投資法人・投資信託の活性化	P12
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	P15
4.	非上場有価証券の取引の活性化	P19
5.	株式報酬に係る開示規制の整備	P22
6.	運用商品の多様化等	P24

I. 投資運用業への内外からの新規参入の促進

1. 投資運用業の参入要件の緩和等

2. 新興運用業者促進プログラム(日本版EMP(Emerging Managers Program))
3. マテリアリティポリシーの明確化

II. 成長資金の供給と運用対象の多様化の実現

1. ベンチャーキャピタルを巡る課題
2. 非上場株式を組み入れた投資法人・投資信託の活性化
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
4. 非上場有価証券の取引の活性化
5. 株式報酬に係る開示規制の整備
6. 運用商品の多様化等

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

背景・課題

- 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」）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。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。投資運用業の新規参入が伸びていない要因の一つとして、コアとなる投資運用業務以外の業務（例えばコンプライアンス業務や投信計理事務等のいわゆるミドル・バックオフィス業務）について、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が指摘されている。

対応（案）

- 適切な品質が確保された業者へのミドル・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）の一部を緩和することが適当と考えられる。あわせて、投資家保護を軽視する質の低い企業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（例えば善管注意義務）を課すとともに、受託する事業者を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と考えられる。
- これによって、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が期待される。また、ミドル・バックオフィス業務を専門に行う業者が普及すれば、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。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。*
- 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、こうしたサービスを登録された業者に委託することで、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。

※ 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、資産運用会社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。

運用指図権限の全部委託

背景・課題

- 欧州では、ファンドの運営において、ファンド運営機能を担う管理会社（ファンド・マネジメント・カンパニー）が存在し、運用機能は資産運用会社へ、販売機能は販売会社へ、ミドル・バックオフィス業務等の事務はアドミニストレーターへ、それぞれ外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、平成10年の法改正によって、投資運用業者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、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、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。

対応(案)

- 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前提で、**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対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。このため、**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。
- 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**と考えられる。

I. 投資運用業への内外からの新規参入の促進

1. 投資運用業の参入要件の緩和等

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

3. マテリアリティポリシーの明確化

II. 成長資金の供給と運用対象の多様化の実現

1. ベンチャーキャピタルを巡る課題

2. 非上場株式を組み入れた投資法人・投資信託の活性化

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

4. 非上場有価証券の取引の活性化

5. 株式報酬に係る開示規制の整備

6. 運用商品の多様化等

背景・課題

- 新たに資産運用ビジネスを始めるにあたっては、投資運用業の参入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の高いリターンなどに目をつけて積極的・専門的に投資している例もある。

対応(案)

- **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、顧客・加入者の最善の利益を実現できる環境を整備するため、官民連携して新興運用業者に対する資金供給を円滑化するためのプログラムを策定することが適当である。**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、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、インフラファンドなど、多様な運用対象が考えられる。
- **金融機関やアセットオーナーにおいては、運用能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、幅広く新興運用業者も資金運用の委託先の選択肢に加えることが考えられる。**※1加えて、政府においても、前述の参入促進のための規制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。**※2その他、金融庁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といった取組みも拡充し、積極的に連携すべきである。
- **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資産運用会社が多く立ち上がることで、スキルや経験が次世代に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る。**

※1 新興運用業者を目利きするゲートキーパーの育成が重要との意見があった。

※2 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。

I. 投資運用業への内外からの新規参入の促進

1. 投資運用業の参入要件の緩和等
2. 新興運用業者促進プログラム(日本版EMP(Emerging Managers Program))
3. マテリアリティポリシーの明確化

II. 成長資金の供給と運用対象の多様化の実現

1. ベンチャーキャピタルを巡る課題
2. 非上場株式を組み入れた投資法人・投資信託の活性化
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
4. 非上場有価証券の取引の活性化
5. 株式報酬に係る開示規制の整備
6. 運用商品の多様化等

マテリアリティポリシーの明確化

背景・課題

- 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。*
- 現状では、各投資運用業者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。

対応(案)

- マテリアリティポリシーを各社においてを定める場合には、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。
- 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。

※ 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などの例がある。

I. 投資運用業への内外からの新規参入の促進

1. 投資運用業の参入要件の緩和等
2. 新興運用業者促進プログラム(日本版EMP(Emerging Managers Program))
3. マテリアリティポリシーの明確化

II. 成長資金の供給と運用対象の多様化の実現

1. ベンチャーキャピタルを巡る課題
2. 非上場株式を組み入れた投資法人・投資信託の活性化
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
4. 非上場有価証券の取引の活性化
5. 株式報酬に係る開示規制の整備
6. 運用商品の多様化等

公正価値評価の促進

背景・課題

- **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※¹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等、一定の進捗が見られている。
- 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**※²

対応(案)

- 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進めるべきであると考えられる。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。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**であると考えられる。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。

※¹ 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」

※² 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指摘があった。

背景・課題

- 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。

対応(案)

- 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。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、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・プリンシプル(仮称)を策定し、広く機関投資家から調達を行うVC全体のガバナンス等の水準の向上を図ることが適当である。*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)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。

※ VCプリンシプル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。

I. 投資運用業への内外からの新規参入の促進

1. 投資運用業の参入要件の緩和等
2. 新興運用業者促進プログラム(日本版EMP(Emerging Managers Program))
3. マテリアリティポリシーの明確化

II. 成長資金の供給と運用対象の多様化の実現

1. ベンチャーキャピタルを巡る課題
2. 非上場株式を組み入れた投資法人・投資信託の活性化
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
4. 非上場有価証券の取引の活性化
5. 株式報酬に係る開示規制の整備
6. 運用商品の多様化等

投資信託への非上場株式の組入れ

背景・課題

- 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。**

対応(案)

- **投資信託に非上場株式の組入れが可能となるよう、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ため、既存の公募投資信託の枠組みとは別に、解約制限などの流動性確保のための措置が適切に講じられた上で、流動性の低い資産に運用対象を絞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。

※ 2023年9月15日、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するパブリックコメントが開始されている。

上場ベンチャーファンド

背景・課題

- 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等の観点から、2001年12月に開設された。現在、上場銘柄は存在していないが、**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。

対応(案)

- 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用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**。さらに、上場ベンチャーファンドに関連する税制※についても検討されることが期待される。

※ 英国では、非上場企業の株式等に投資する上場ベンチャーファンドであるベンチャー・キャピタル・トラスト(VCT)において、一定の要件の下、個人からVCTに対して投資した際に、税優遇措置(投資時の税控除、運用益の非課税、法人税の非課税)が与えられている。

I. 投資運用業への内外からの新規参入の促進

1. 投資運用業の参入要件の緩和等
2. 新興運用業者促進プログラム(日本版EMP(Emerging Managers Program))
3. マテリアリティポリシーの明確化

II. 成長資金の供給と運用対象の多様化の実現

1. ベンチャーキャピタルを巡る課題
2. 非上場株式を組み入れた投資法人・投資信託の活性化
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
4. 非上場有価証券の取引の活性化
5. 株式報酬に係る開示規制の整備
6. 運用商品の多様化等

少額募集・開示の簡素化

背景・課題

- 50名以上の一般投資家に勧誘する調達金額1億円以上5億円未満の有価証券の募集(少額募集)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。

対応(案)

- 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^{※1}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、以下の見直しを行う方向で検討を進める必要がある。
 - 「サステナビリティ情報」の記載欄^{※2}について、開示を任意化する^{※3}
 - 最近5事業年度の財務諸表の記載^{※4}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^{※5}についても、例えば「コーポレート・ガバナンスの概要」^{※6}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。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、情報開示の規制が無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、我が国で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。

※1 開示府令第2号の5様式

※2 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】

※3 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ていることが考えられる。

※4 開示府令第2号の5様式第六部【特別情報】

※5 開示府令第2号の5様式第三部【企業情報】

※6 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】

Ⅱ 3 ② 投資型クラウドファンディングの活性化 (投資型クラウドファンディングの発行上限等)

背景・課題

- 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)^{※1}、欧州では500万ユーロ(約8億円)を上限としている。

対応(案)

- 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。そ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。なお、1億円以上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(なお、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)。
- また、個人株主が多数いることを嫌う機関投資家もい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業者においても、そうした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うことが適当である。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、特定投資家向け有価証券の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発行総額上限を設定する必要はないものと考えられる。ただし、私募を行う場合であっても、非上場株式というリスクが高いものであることを踏まえると、少額電子募集取扱業務として扱える範囲に一定の上限を設定することが適当である。^{※2}

※1 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。

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

投資型クラウドファンディングの活性化 (投資型クラウドファンディングの投資家の投資上限、投資家の勧誘方法)

背景・課題

- 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こと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、年収や純資産に応じて投資家毎に年間の投資上限が設定されている。*
- 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、投資家において、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業者による口頭での説明ができず、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。

対応(案)

- 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、CF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。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典型的に高いため、引き続き慎重に対応すべきと考えられる一方、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。また、投資家間の情報格差が生じないように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限定することが考えられる。

※ 例えば、米国では、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年収または純資産が12.4万ドルを下回る場合は、i) 年収の10%、ii) 純資産の10%、のうち大きい額、とされている。

I. 投資運用業への内外からの新規参入の促進

1. 投資運用業の参入要件の緩和等
2. 新興運用業者促進プログラム(日本版EMP(Emerging Managers Program))
3. マテリアリティポリシーの明確化

II. 成長資金の供給と運用対象の多様化の実現

1. ベンチャーキャピタルを巡る課題
2. 非上場株式を組み入れた投資法人・投資信託の活性化
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
4. 非上場有価証券の取引の活性化
5. 株式報酬に係る開示規制の整備
6. 運用商品の多様化等

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

背景・課題

- 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对应されていない。また、我が国のスタートアップ企業の出口が上場に偏っている※ことを是正し、企業の成長を促すためにも、非上場株式のセカンダリー取引の環境整備は重要である。上場以外にこうした換金ニーズを満たす方策が限られていることから、国内のスタートアップ企業が諸外国と比較しても規模の小さいまま上場を行う結果につながっているとの指摘がある。セカンダ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)の円滑化に資するものであり、セカンダリー市場の充実を図っていくことが課題である。
- 加えて、海外の投資運用業者が設定・運用する外国籍投資信託や投資法人について、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も行っていくことが適当である。

対応(案)

- 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、プロ投資家(特定投資家)を対象とした非上場有価証券の仲介業務に限定すべきである。なお、非上場有価証券の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。

※ 日本のスタートアップのエグジットは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((出所)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」より金融庁編集)。

非上場有価証券のみを扱うPTS業務の参入要件の緩和

背景・課題

- 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)業務については、実際に取り扱う有価証券の流動性の高低に関わらず、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。

対応(案)

- 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、現状の認可制から第一種金融商品取引業の登録制の下で参入可能とし、資本金や純資産要件等の財産規制やシステムに関する要件等を緩和することが考えられる。

I. 投資運用業への内外からの新規参入の促進

1. 投資運用業の参入要件の緩和等
2. 新興運用業者促進プログラム(日本版EMP(Emerging Managers Program))
3. マテリアリティポリシーの明確化

II. 成長資金の供給と運用対象の多様化の実現

1. ベンチャーキャピタルを巡る課題
2. 非上場株式を組み入れた投資法人・投資信託の活性化
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
4. 非上場有価証券の取引の活性化
5. 株式報酬に係る開示規制の整備
6. 運用商品の多様化等

株式報酬に係る開示規制の整備

背景・課題

- 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。*
- 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みられ、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。

対応(案)

- 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。

※ 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。

I. 投資運用業への内外からの新規参入の促進

1. 投資運用業の参入要件の緩和等
2. 新興運用業者促進プログラム(日本版EMP(Emerging Managers Program))
3. マテリアリティポリシーの明確化

II. 成長資金の供給と運用対象の多様化の実現

1. ベンチャーキャピタルを巡る課題
2. 非上場株式を組み入れた投資法人・投資信託の活性化
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
4. 非上場有価証券の取引の活性化
5. 株式報酬に係る開示規制の整備
6. 運用商品の多様化等

排出権を対象とする投資信託の組成

背景・課題

- 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み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、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、我が国産業の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。

対応(案)

- 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と考えられる。その上で将来的に投資信託の主たる投資対象に追加することの是非を検討することが適当である。

背景・課題

- 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。

対応（案）

- **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、取引所価格のない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適切にデューデリジェンスを行うことが必要であり、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。**

外貨建国内債(いわゆるオリガミ債^{※1})の発行の円滑化

背景・課題

- 本邦発行体が発行する外貨建国内債^{※2}は、外貨によるDVP(Delivery Versus Payment)決済が可能な環境にない^{※3}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。

対応(案)

- 外貨建国内債の発行が活発化することは、我が国社債市場の活性化に資することに加え、国内投資家の運用対象の多様化に寄与し、また、本邦発行体においても外貨調達に安定にもつなげるものであるため、DVP決済を可能とするための環境整備を行うべきである。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、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。

※1 「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。

※2 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。

※3 証券と資金の授受を紐づけた決済。

累積投資契約のクレジットカード決済上限額の引上げ

背景・課題

- 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※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などを踏まえ、毎月の投資上限額は基本的に5万円に制限されている。

対応(案)

- 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、投資家保護に留意しつつ、投資家の資産形成を促進するための利便性を高める観点から、**累積投資契約によるクレジットカード決済上限額について、つみたて投資枠をカバーできるよう規定を見直す**ことが適当である。

※ 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。