

事務局説明資料

2023年11月6日



金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

目次

I.	資産運用業のガバナンスの向上等	
1.	プロダクトガバナンスの確保等	P2
2.	資産運用業のガバナンスの確保・運用力の向上	P9
3.	投資信託における種類受益権	P12
4.	投資信託約款の重大な変更	P15
II.	アセットオーナーと金融機関の関わり等	P17
III.	スチュワードシップ活動の実質化	
1.	スチュワードシップ活動の実質化に向けたこれまでの対応	P24
2.	資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応	P30
3.	エンゲージメントについて	P34
4.	公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループにおける検討	P38

I. 資産運用業のガバナンスの向上等

1. プロダクトガバナンスの確保等

2. 資産運用業のガバナンスの確保・運用力の向上
3. 投資信託における種類受益権
4. 投資信託約款の重大な変更

II. アセットオーナーと金融機関の関わり等

III. スチュワードシップ活動の実質化

1. スチュワードシップ活動の実質化に向けたこれまでの対応
2. 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応
3. エンゲージメントについて
4. 公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループにおける検討

プロダクトガバナンスの確保等に向けたこれまでの議論①

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)

1. 顧客本位の業務運営の確保と金融サービスの向上

(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。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
- 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
- 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、費用の比較を行いきにくい
- 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

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品組成や手数料等の設定、適切な商品選択に資する想定顧客属性や費用といった商品性の情報提供、独立社外取締役等によるこれらの評価及び検証のほか、こうした枠組みを確保するための資産運用会社等自身のガバナンスの強化を図っていくため、「顧客本位の業務運営に関する原則」の見直しを検討すべきである。また、取組によっては制度化を検討していくことが適当なものもあると考えられることから、引き続き制度化についても検討を進めていく必要がある。

プロダクトガバナンスの確保等に向けたこれまでの議論②

金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 顧客本位タスクフォース中間報告(2022年12月9日)

II 家計の資産形成を支えるインベストメント・チェーンの機能発揮

3. 資産運用業

資産運用会社においては、想定顧客を明確にし、顧客利益を最優先して個別商品ごとに品質管理を行うプロダクトガバナンス体制を確立することが重要である。

商品組成の課題としては、組成する商品が想定している顧客層の設定、そして実際に販売した顧客が当該商品について適合性を有していたかの検証が重要である。諸外国では、投資家の最善の利益を確保するため、資産運用会社と販売会社の相互連携による金融商品の適合性を検証する仕組みとして、両者に対してそれぞれの機能及び役割に応じた販売前及び販売後の商品の検証を求めるとともに、当該検証に必要な情報を相互に提供することを求めている。また、例えば商品組成時におけるコスト水準の設定に当たって、他社の同種商品のコスト水準を比較するのみで判断するなど、個別ファンドの運用方針の違いや自社の運用実績も踏まえた判断がなされていないといった点が指摘されている。

さらに、商品の管理・検証の課題としては、資産運用会社が自ら組成した商品について、コスト控除後のパフォーマンス検証が十分に行われていないケースや、長期にわたって運用成績が低迷するファンドについて、短期的なパフォーマンスの改善を受けて抜本的見直しの対象から外してしまうなど、長期視点での検証が行われていないケースも見られる。加えて、こうした検証結果に基づいた信託報酬水準の見直しが行われていない可能性も指摘されている。

以上のような、これまでの取組みの進展や指摘される課題も踏まえ、引き続き、資産運用会社等の金融商品の組成者・管理者について、金融グループ内における位置づけを明確化した上でのガバナンスや独立性の確保、顧客の最善の利益に適った商品組成・提供・管理を確保する枠組みであるプロダクトガバナンスの実践、組成会社・販売会社それぞれについて求められるべき機能及び役割の明確化を実現していくために必要な、「原則」の見直しやルール化に向けて、検討を深めていくべきである。

資産運用会社におけるプロダクトガバナンスの確保等に向けた課題

- 資産運用会社における顧客本位の業務運営については、プロダクトガバナンスの確保や顧客にとってわかりやすい情報提供といった観点から、以下のような課題が指摘されている。

商品組成時

- 適切な想定顧客属性の設定や期待リターンに見合った適切なコスト水準設定などの観点から、十分な検証が行われないうまま、販売会社に商品提供されているのではないか。

商品組成後

- 想定した運用が行われ、コストに見合うリターンが提供できているか、商品性に合致した運用が継続可能かなどの観点から、十分な検証が行われていないのではないか。
- (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ず、)販売会社において想定顧客に見合った販売が行われているかなどの観点からの既存商品の検証が行われず、より良い商品組成のための検討がなされていないのではないか。

情報の提供

- 顧客に対し、適切な商品選択に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。また、氏名開示が進むことで、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。

ガバナンスの確保

- 運用部門が運用方針どおりの運用ができているかといった、資産運用会社内部における監督のあり方など、投資信託のガバナンスをより一層確保する必要がある。
- プロダクトガバナンスが機能するためには、資産運用会社自体のガバナンスが向上する必要がある。
- 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。

資産運用会社におけるプロダクトガバナンスの確保等に向けた課題

- わが国の顧客本位の業務運営に関する原則(「FD原則」)は、「金融事業者」を幅広く対象としているが、資産運用会社のプロダクトガバナンス体制について、包括的に示す記載は設けられていない。
- 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、FD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、資産運用会社において、想定顧客を明確にするとともに、顧客の利益を最優先して、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べきではないか。

FD原則を巡る経緯

- 国民の安定的な資産形成の実現に向けて、金融事業者が本原則を採択し、その取組みを「見える化」することにより、顧客がより良い金融商品・サービスを選択するメカニズムの実現を図るもの(「プリンシプルベースのアプローチ」)(2017年3月策定・公表)。
- その後、FD原則の実効性をより高めていくため、2021年1月に改訂。FD原則の注記に新たに具体的な取組として想定顧客属性の特定・公表や重要情報シートの活用等を記載。

FD原則が定める7つの原則

1. 顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等	顧客本位の業務運営を実現するための方針を策定・公表、その取組状況の公表、定期的な見直し
2. 顧客の最善の利益の追求	顧客に対して誠実・公正に業務を遂行(良質なサービスの提供)、顧客本位の業務運営を企業文化として定着
3. 利益相反の適切な管理	利益相反の適切な管理のための対応方針の策定、業横断的な商品の提案
4. 手数料等の明確化	手数料とサービスの対価性の明示、顧客が詳細を理解できるよう情報提供(手数料等に関するもの)
5. 重要な情報の分かりやすい提供	個々の顧客のリテラシー等を考慮した金融商品・サービスに関するわかりやすい情報提供(重要情報シートの活用)
6. 顧客にふさわしいサービスの提供	顧客の意向・属性等の把握、業横断的な商品の提案、想定顧客属性の特定・公表及び当該属性に沿った販売、商品提供後の適切なフォローアップ
7. 従業員に対する適切な動機づけの枠組み等	顧客本位の業務運営を促進する報酬・業績評価体系、従業員研修等の整備、適切なガバナンス体制

[参考]プロダクトガバナンスに関連するEU制度

- EUでは、2014年に採択された第二次金融商品市場指令(MiFID 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により、金融商品の適合性を検証する仕組みを導入。
 - 資産運用会社に対する主な義務
取締役会の監督の下、金融商品組成時に販売対象とする顧客層を特定するほか、販売後においても、販売会社に対するモニタリングを通じて、当該商品が特定された顧客層に適合しているか否かを定期的に検証すること等が求められている。
 - 販売会社に対する主な義務
取締役会の監督の下、金融商品が販売対象とされた顧客層に適合しているか否かを販売時及び販売後に定期的に検証するとともに、資産運用会社に対し、定期的な検証時に必要となる情報を提供すること等が求められている。

資産運用会社(商品組成者)の主な義務 〈コンプライアンス部門がモニタリングし、取締役会が監督〉

販売会社の主な義務 〈コンプライアンス部門がモニタリングし、取締役会が監督〉

商品組成・販売におけるガバナンス

事前対応

- ① 商品に適合した潜在的な市場を、顧客の類型、知識と経験、資産状況、リスク許容度、目的とニーズの観点から、特定(商品に適合しない投資家層も特定)
- ② 商品を組成することで投資家の不利益となるような利益相反が生じないかを分析
- ③ 商品が市場に対して悪影響を与えることがないかを検討
- ④ 市場環境が悪化した場合等のシナリオ分析を実施
- ⑤ 対象となる投資家のニーズ、目的、特徴との関係で、商品の費用体系やその開示が適切かを検討

定期レビュー

- 販売会社から得た情報をもとに、組成した商品が対象となる市場のニーズ、特性、目的に沿うかを定期的に検証
- 当初想定していなかった事象が発生した場合には、販売会社へ関連情報の提供、商品の承認プロセスの変更、商品の追加発行の停止、商品の不公平な条件の見直し、販売チャネルの見直し、販売プロセスに関する販売会社との協議、販売会社との関係解消、当局報告を検討

資産運用会社と販売会社間の情報連携

商品に関する情報(適切な販売チャネルの情報、商品承認プロセス、対象となる市場の分析結果を含む)を販売会社に提供

事前対応

資産運用会社から得た情報をもとに、ニーズ、特性、目的の面で商品に適合した実際の投資家層を特定(適合しない投資家層がないかも特定)し、それに合わせた販売戦略を立案。

定期レビュー

- 推奨・販売した商品が対象となる市場のニーズ、特性、目的に沿うかを定期的に検証
- 当初想定していなかった事象により、商品が対象となる市場に適しなくなった場合は、対象となる市場の再考等を実施

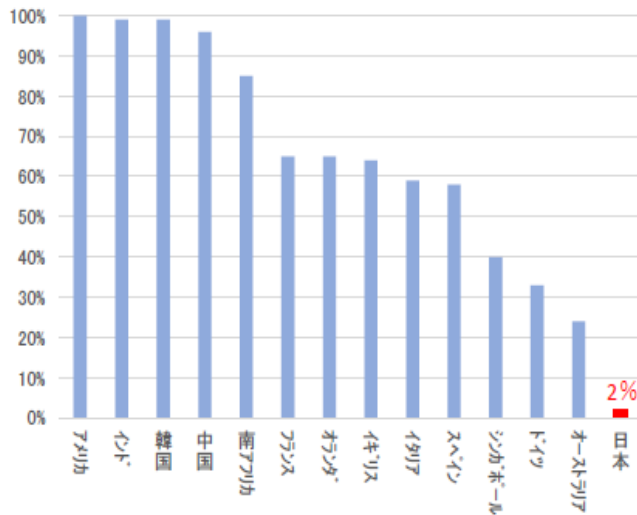
資産運用会社での定期レビューに必要な情報を、資産運用会社に提供

[参考]運用体制の透明性の確保

「資産運用業高度化プログ्रेसレポート2023」(2023年4月)抜粋
(「日本における運用担当者の氏名等の開示事例」を除く)

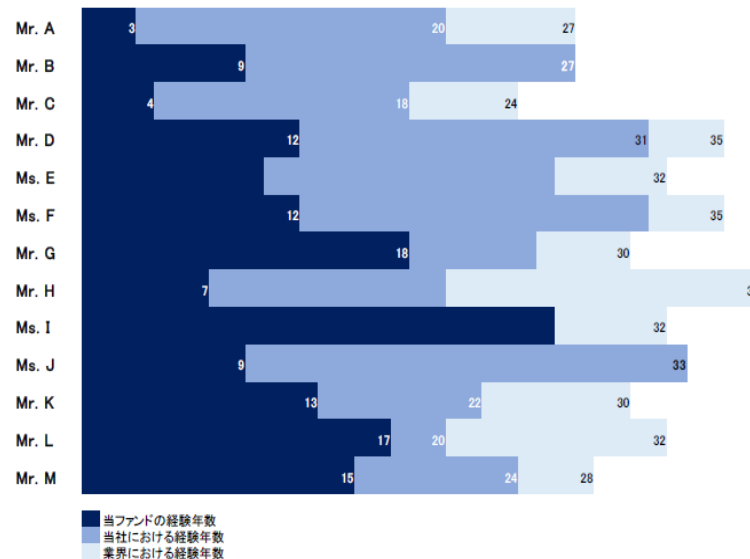
- わが国では、通常、法人顧客向けには運用体制(氏名、経歴、担当等)を開示しているが、個人投資家向けには、投資信託の運用担当者の氏名開示が進んでおらず、ファンドの本数に占める開示割合は、世界各国の中でも最低水準。
- 海外の資産運用会社の事例も参考に、個々の投資信託の運用体制の実態が顧客に理解されるよう、旗艦ファンドから情報開示の充実を図るなど、可能な限り、自主的な開示を進めることが望ましい。

世界各国のファンドの運用担当者の氏名開示状況(本数割合)



米国資産運用会社の運用体制開示例

ポートフォリオマネジメント担当



日本における運用担当者の氏名等の開示事例

- 自社の運用部門について、その構成や担当業務、人数、責任者の職名・運用経験年数等を開示しているほか、一部の社では責任者の氏名も公表している。
- 一方、ファンド別に開示している情報については、その大半が以下のような限定的な内容に留まっている。
 - ファンド名
 - 運用担当部署・チーム
 - 運用責任者等の運用業務開始年(又は経験年数)
- 一方で、資産運用会社の中には、代表的なファンド等について、運用担当者の情報をウェブサイト上で公表する事例も見られる。

I. 資産運用業のガバナンスの向上等

1. プロダクトガバナンスの確保等

2. 資産運用業のガバナンスの確保・運用力の向上

3. 投資信託における種類受益権

4. 投資信託約款の重大な変更

II. アセットオーナーと金融機関の関わり等

III. スチュワードシップ活動の実質化

1. スチュワードシップ活動の実質化に向けたこれまでの対応

2. 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応

3. エンゲージメントについて

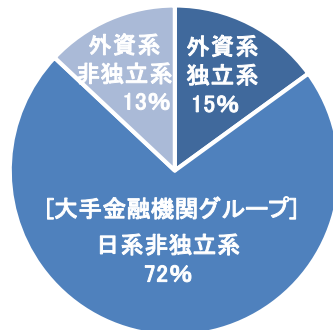
4. 公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループにおける検討

資産運用力の向上やガバナンス改善・体制強化

- 「成長と分配の好循環」を実現していくためには、我が国の資産運用業が国民から信頼される存在になるとともに、その運用力向上が不可欠。現状では、特に、大手金融機関グループが果たすべき役割が大きく、顧客利益よりも販売促進を優先した金融商品の組成・管理が行われているのではないかと懸念を払拭し、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。
- また、運用力向上に向け、自家運用の強化や、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・確保に向けた取組みが重要になっていくと考えられる。

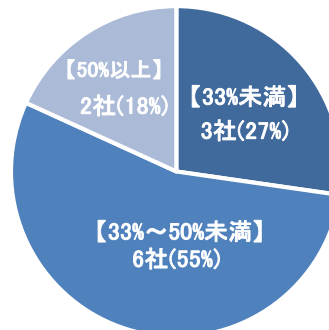
● 大手金融機関グループにおいて、グループ内での資産運用ビジネスの経営戦略上の位置付けのほか、専門性の向上や運用人材の育成・確保などの観点から、運用力向上やガバナンス改善・体制強化のためのプランの策定・公表を行うことが重要ではないか。

国内資産運用会社の運用資産残高上位20社の独立系・非独立系比率



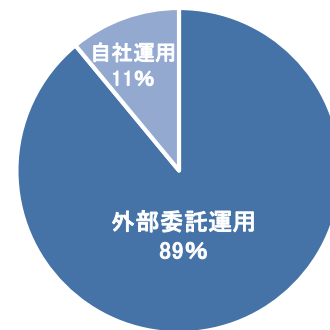
(出所) 2022年3月末時点の各社提供データを基に金融庁作成。
国内の公募投資信託、私募投資信託、投資一任契約の合計受託資産額で上位20社を対象。独立系・非独立系の区分は金融庁の判断によるもの。

日系大手資産運用会社(11社)の取締役
役に占める独立社外取締役比率の状況



(出所) 2023年7月末時点の各社提供データを基に金融庁作成。

公募外国株式アクティブファンドの自社
運用・外部委託運用比率(残高ベース)

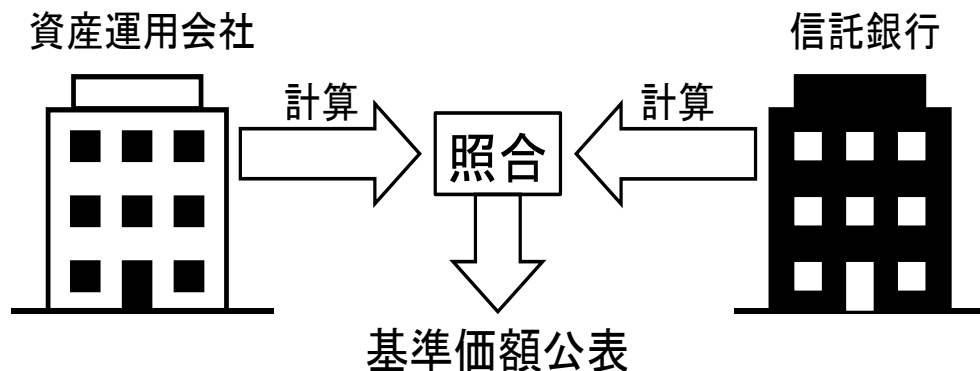


(出所) QUICKのデータより金融庁作成。ETF、DC・SMA専用ファンドを除く。
2022年12月末時点の日系資産運用会社が運用する海外株式(内外株式を含む)アクティブファンドのうち、残高上位100ファンドを金融庁の判断で、自社運用/外部委託運用に区分し集計。

日本独自のビジネス慣行や参入障壁(二重計算問題)

- 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(二重計算)。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など、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のではないかとの指摘も存在。
- 一者計算の実現・浸透に向けては、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。また、計算エラー極小化や業務効率化などの観点から、業界として、計理処理の標準化・データ連携フォーマット統一などの対応も重要。このほか、基準価額の計算過誤に係る「マテリアリティポリシーの明確化」も課題。

- 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も存在。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必要(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」を中心とした今後の対応に期待)。
- 金融庁としても、「マテリアリティポリシーの明確化」など、必要な対応に取り組んでいく。



I. 資産運用業のガバナンスの向上等

1. プロダクトガバナンスの確保等
2. 資産運用業のガバナンスの確保・運用力の向上
3. 投資信託における種類受益権

4. 投資信託約款の重大な変更

II. アセットオーナーと金融機関の関わり等

III. スチュワードシップ活動の実質化

1. スチュワードシップ活動の実質化に向けたこれまでの対応
2. 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応
3. エンゲージメントについて
4. 公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループにおける検討

投資信託における種類受益権について

[問題の所在]

- 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のが一般的。我が国でも種類受益権を発行できないか、とのニーズがある。

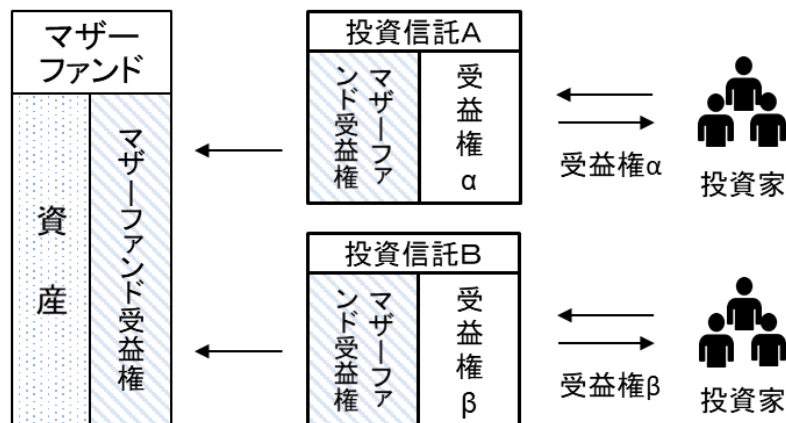
[現行規制・趣旨] 投信法第6条第1項、第3項

- 同一の投資信託内で投資者間の利害対立が生じたり、あるカテゴリーの投資者には有利であるが他のカテゴリーの投資者には不利益をもたらすような運用が行われる事態を未然に防止するもの。

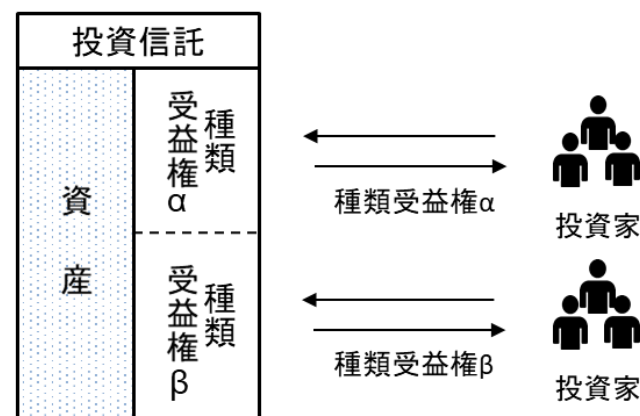
種類受益権における差異のイメージ

- 信託報酬の差異
- 為替ヘッジの有無
- 販売手数料の前取り、後取り
- 分配方針の差異

[現行法制上可能な方式]



[種類受益権の発行が認められた場合のイメージ]



[論点]

- 種類受益権の発行が認められれば、ファンドごとにかかる監査費用等を下げられるのではないかと指摘がある。
- 一方で、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て検討が必要。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、実務面の検討も必要。そのため、まずは投資信託協会等において海外の事例・状況の把握を含め、具体的なニーズや実務面・投資家保護の課題を整理するための検討を行うことが適当ではないか。

[参考]金融審議会におけるこれまでの検討等

- 種類受益権については、平成24年に開催された金融審議会「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」(「見直しWG」)でも議論されたが、「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うえで、(中略)論点等に関する検討を行うことが求められる。」との結論。

見直しWGで 挙げられた 論点

- 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、種類受益者ごとの書面決議制度などの新たな利害調整の仕組みの導入を併せて考える必要がある。
- 複数の信託報酬体系に基づく信託報酬の算定・徴収、為替ヘッジの有無といった相違がある運用を行うためには、クラス化された信託財産の計算方法の新たな制度化、内部管理や計理についても新たに検討を要する。

整理が必要な法制上の 論点(例示)

- ① 種類受益権の発行を許容する場合を限定すべきか。
- ② 種類受益者ごとの新たな利害調整の仕組みをどのような場合に義務付けるか。
- ③ 受益者への影響が大きい場合(例:運用方針や分配方針に差異を認める場合)に、上乘せの義務(例えば、種類受益者ごとに勘定を分別して管理する義務)を課す必要があるか。
- ④ 利益相反防止の観点について、金商法上、投資運用業者に課されている一般的な利益相反防止の義務で十分か。それとも、種類受益権を念頭に置いた特別な利益相反防止の義務を設けるべきか。

I. 資産運用業のガバナンスの向上等

1. プロダクトガバナンスの確保等
2. 資産運用業のガバナンスの確保・運用力の向上
3. 投資信託における種類受益権
4. 投資信託約款の重大な変更

II. アセットオーナーと金融機関の関わり等

III. スチュワードシップ活動の実質化

1. スチュワードシップ活動の実質化に向けたこれまでの対応
2. 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応
3. エンゲージメントについて
4. 公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループにおける検討

投資信託約款の重大な変更に関する基準の明確化について

[課題]

- 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き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』の基準を明確化して欲しい、との指摘がある。

[現行制度]

- 現行の投信法上、『重大な変更』については、法定の手続きが定められているところ、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」と規定されている。平成26年に金融庁において、「投資信託に関するQ&A」を公表し、商品としての基本的性格を変更させるものではないと考えられる場合として下記(1)～(3)の類型ごとに具体例を示している。

[対応]

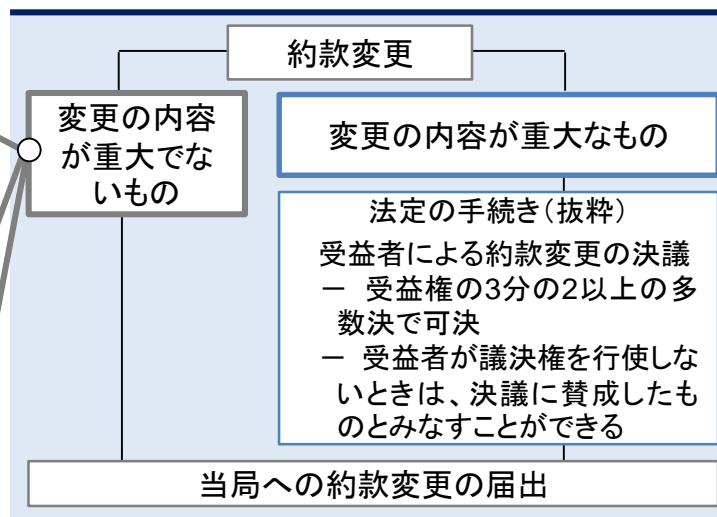
- 顧客の利益に資する変更など、投資家保護に支障のない約款変更について、投資者の負担に繋がる過重な手続きを回避する観点から、当該Q&Aの更なる明確化を図ることとしてはどうか。

投資信託に関するQ&A (平成26年6月公表)

『重大な変更』にあたらぬ約款変更

- 受益者の利益に資するもの
ー受益者の負担する信託報酬率・費用の引下げ
- 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
ー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)
- 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
ー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

約款変更の手続き



投資信託協会から示された例

単一指数から複数指数への変更による
プロバイダーフィーの低減

一者計算の導入による
オペレーションコストの低下

投資家保護強化のための
新たな措置の導入

不芳ファンドの繰上げ償還

(出所)金融審議会「資産運用に関するタスクフォース(第1回)」(2023年10月3日)一般社団法人投資信託協会提出資料

I. 資産運用業のガバナンスの向上等

1. プロダクトガバナンスの確保等
2. 資産運用業のガバナンスの確保・運用力の向上
3. 投資信託における種類受益権
4. 投資信託約款の重大な変更

II. アセットオーナーと金融機関の関わり等

III. スチュワードシップ活動の実質化

1. スチュワードシップ活動の実質化に向けたこれまでの対応
2. 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応
3. エンゲージメントについて
4. 公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループにおける検討

1. 企業年金の改革の方向性(確定給付企業年金(DB))

- ❑ 老後に向けた家計の資産形成を促進していくうえで、加入者の資産等を預かるアセットオーナーの1つである確定給付企業年金(DB)の役割は重要。一方で、リソース等の課題も指摘されている。
- ❑ 加入者に対する受託者責任を果たすため、確定給付企業年金(DB)について、以下などの取組について検討していく。

(取組項目)

(考えられる施策案の例)

運用力の向上

※

① 受益者の最善の利益を達成するため、規模・特性に応じた運用受託機関の適切な選択や定期的な点検・見直し、より適切な運用に向けた専門性の向上のための取組

共同運用の選択肢の拡大

※

② 企業年金連合会が実施する共同運用事業の発展及び、総合型基金の利用促進による高度化

加入者のための
運用の見える化の充実

※

③ 海外の例も参考にしつつ、加入者が他社と比較できるよう、資産運用状況に関する情報開示

※ 全ての論点について、社会保障審議会企業年金・個人年金部会等において、次期制度改正に向けた議論とあわせて検討が進められているところ。特に①②③については本分科会でも議論をお願いしたい。

2. 企業年金の改革の方向性(企業型確定拠出年金(DC))

- ❑ 企業型確定拠出年金(DC)を活用する企業が増加している。老後に向けた家計の資産形成を促進していくうえで、適切な商品選択が重要である。
- ❑ 企業型確定拠出年金(DC)の改革に向け、以下などの取組について検討していく。

(取組項目)

適切な商品選択に向けた
制度改善

(考えられる施策案の例)

※

- ① 運営管理機関・DC実施企業・加入者本人の各段階における適切な運用の方法の選択を支援するための取組(特に元本確保型商品のみでの運用のままとなっている場合など)

加入者のための
運用の見える化の充実

※

- ② 運営管理機関・DC実施企業が選定した運用の方法のラインナップも含めた加入者の資産形成促進に向けた開示の促進

※ 全ての論点について、社会保障審議会企業年金・個人年金部会等において、次期制度改正に向けた議論とあわせて検討が進められているところ。特に①、②については本分科会でも議論をお願いしたい。

- 成長と分配の好循環を実現するためには、企業年金を含む私的年金に取り組んでいないものへの働きかけが重要。更なる普及促進に向けて、以下の取組について検討していく。

(取組項目)

(考えられる施策案の例)

私的年金の更なる普及促進

※

① 関係省庁等と連携しつつ、私的年金の広報

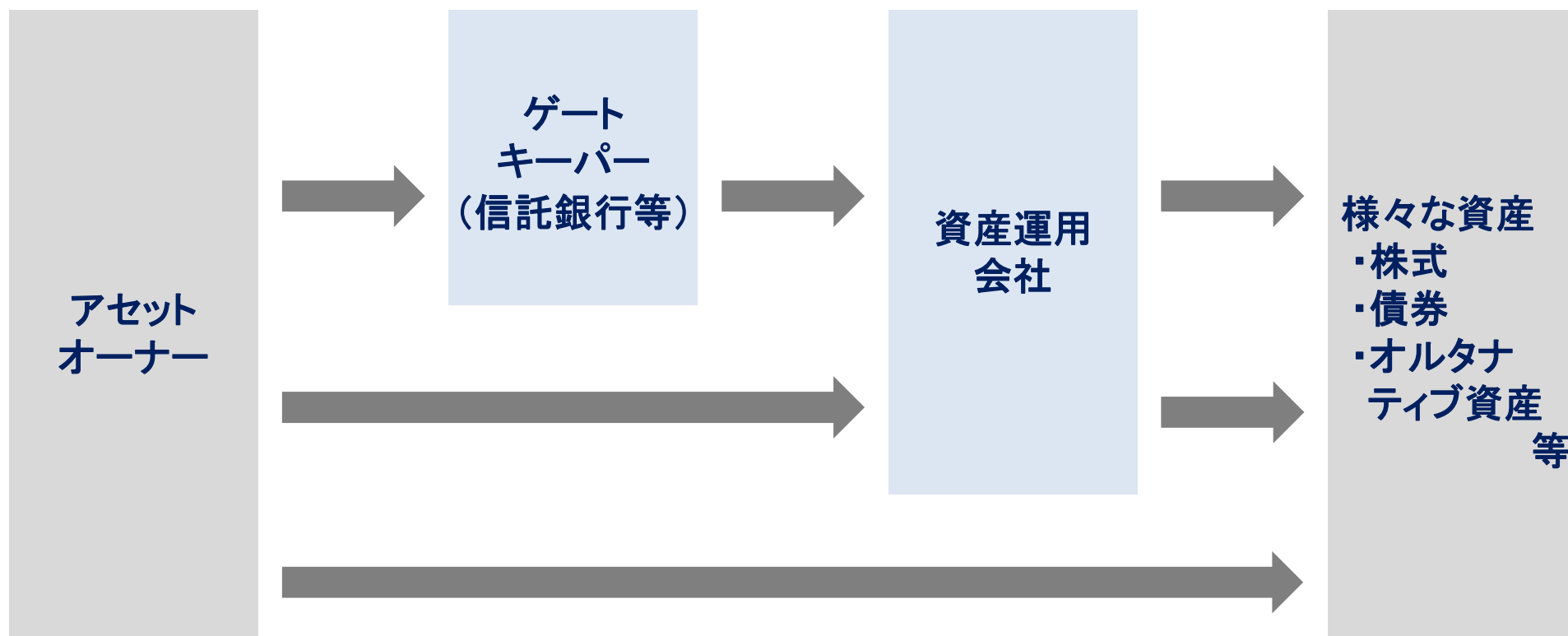
※ 関連法案が国会で成立・施行された場合には、新たな認可法人となる「金融経済教育推進機構」が設立される見込みであり、機構への協力。

② 私的年金の拠出限度額の拡充や手続きの簡素化について、資産所得倍増プラン等を踏まえ、2024年の公的年金の財政検証に併せ検討。

※ 全ての論点について、社会保障審議会企業年金・個人年金部会等において、次期制度改正に向けた議論とあわせて検討が進められているところ。特に①については本分科会でも議論をお願いしたい。

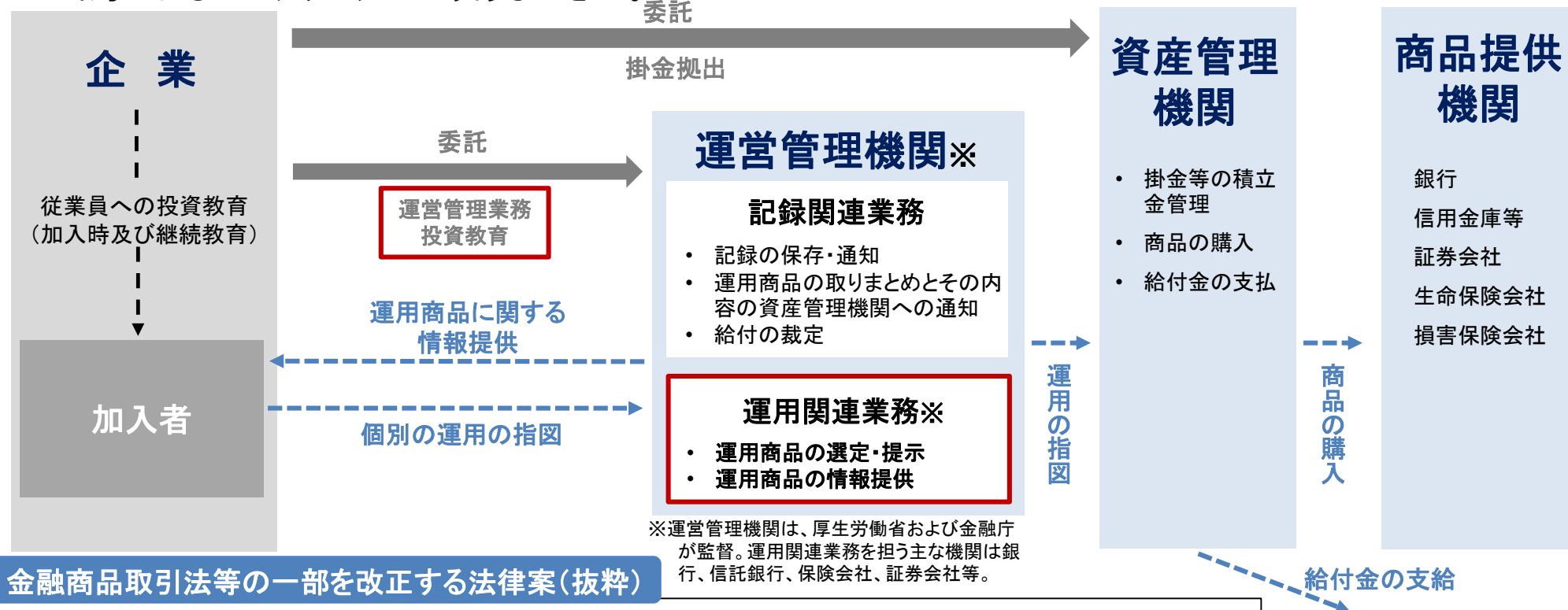
アセットオーナーと金融機関の関わり

- 公的年金や企業年金、学校法人や大学ファンドといった各アセットオーナーは、ゲートキーパーや資産運用会社などの金融機関を通じて様々な資産へ投資している。
- アセットオーナーの運用に関わる金融機関において、顧客であるアセットオーナーの最善の利益が確保されるよう、どのような取組みが期待されるか。運用力の向上・運用成果の還元に努めようとするアセットオーナーに対して、どのように貢献していくことが考えられるか（例えば、金融機関が情報提供をはじめとするサポートを行うなど）。



企業型確定拠出年金(DC)における金融機関の役割

- 企業の多くは運用管理業務や投資教育を金融機関(運営管理機関)へ委託。加入者の最善の利益を確保する観点から、運用商品の選定・提示等を行うこれら金融機関に対してどのような取組みが期待されるか。当局によるモニタリングはどうあるべきか。



金融商品取引法等の一部を改正する法律案(抜粋)

第二章 顧客等に対する誠実義務

第二条 金融サービスの提供等に係る業務を行う者は、次項各号に掲げる業務又はこれに付随し、若しくは関連する業務であって顧客(中略)の保護を確保することが必要と認められるものとして政令で定めるものを行うときは、顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない。

2 前項の「金融サービスの提供等に係る業務を行う者」とは、次の各号に掲げる業務の区分に応じ、当該各号に定める者をいう。
一～十六 (略)

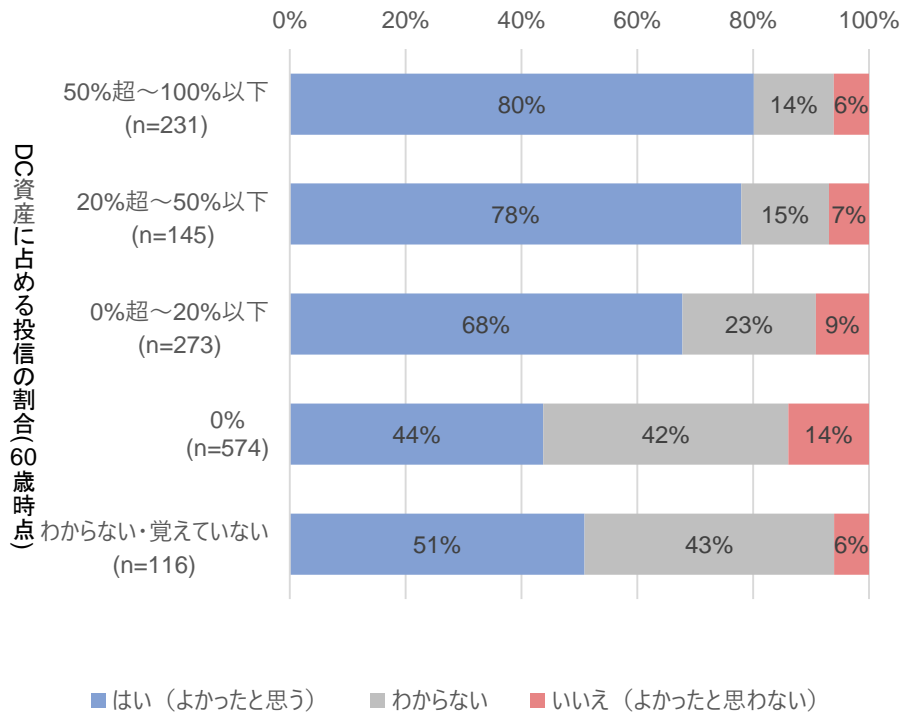
十七 確定拠出年金法第二条第十二項に規定する個人別管理資産の運用及び同法第八条第一項に規定する積立金の管理に関する業務
同法第二条第五項に規定する連合会、同条第七項第一号ロに規定する資産管理機関、同法第三条第三項第一号に規定する事業主、同項第四号に規定する確定拠出年金運営管理機関及び同法第六十一条第一項の規定による同項第三号又は第四号に掲げる事務の委託を受けた者

(出所)厚生労働省HPより金融庁作成
(注)運営管理機関は、資産管理機関と商品提供機関とを兼ねることが可能。また、事業主は運営管理業務を行うことが可能。

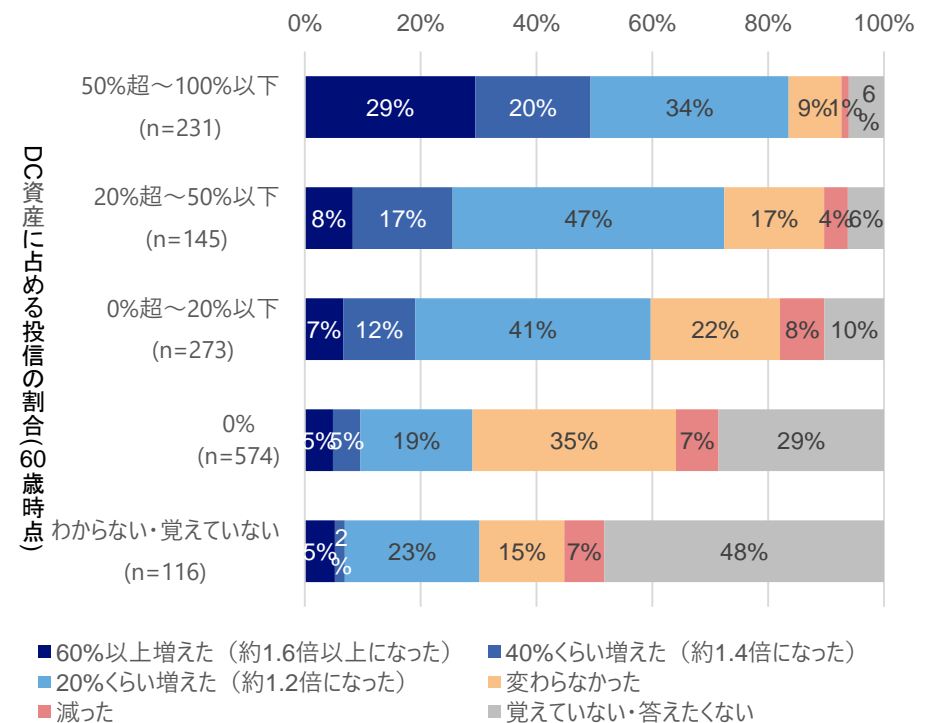
[参考]DC運営管理機関による運用商品の選定・提示の重要性の例

- 60~64歳の人を対象にアンケートを実施し、そこから50~59歳までの10年間にフルタイムで働いた期間が8年以上の企業型DC経験者を抽出。
- DC資産に占める投信割合(60歳時点)が高かった人ほど、DC制度を利用してよかったと回答した人の割合が多く、60歳時点の投資収益率も高い人の割合が多い。

DC資産に占める投信割合(60歳時点)と
DC制度に対する満足度



DC資産に占める投信割合(60歳時点)と
60歳時点の投資収益率(掛金に対する評価益の割合)



I. 資産運用業のガバナンスの向上等

1. プロダクトガバナンスの確保等
2. 資産運用業のガバナンスの確保・運用力の向上
3. 投資信託における種類受益権
4. 投資信託約款の重大な変更

II. アセットオーナーと金融機関の関わり等

III. スチュワードシップ活動の実質化

1. スチュワードシップ活動の実質化に向けたこれまでの対応
2. 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応
3. エンゲージメントについて
4. 公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループにおける検討

- 新しい資本主義の下、(家計の資金を成長投資に繋げ、その恩恵を家計に及ぼす)成長と分配の好循環を実現していくことが重要。
- このため、NISAの抜本拡充・恒久化、コーポレートガバナンス改革に続き、資産運用業とアセットオーナーシップの改革、資産運用業への国内外からの新規参入と競争の促進等を内容とする資産運用立国に関する政策プランを年内に策定する。

資産運用立国に関する政策プラン

資産運用業の高度化や
アセットオーナーの機能強化

資産所得倍増プラン

販売会社(銀行・証券)、アドバイザーによる
顧客本位の業務運営

コーポレートガバナンス改革アクションプログラム

金融・資本市場の機能の向上、
企業の持続的な成長

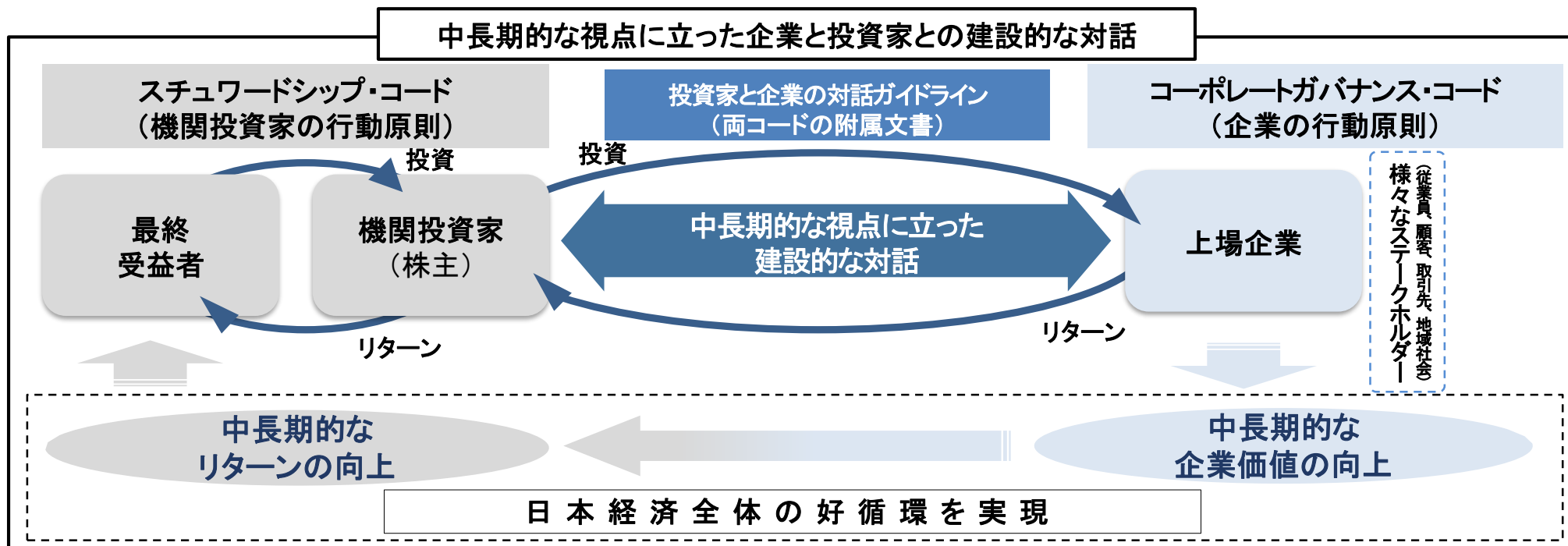
家計におけるNISAの抜本的拡充・恒久化、
金融リテラシーの向上

コーポレートガバナンス改革の深化に向けた取組み

コーポレートガバナンス改革の深化に向けたこれまでの取組み

□ 成長戦略の一環として、

- 「**スチュワードシップ・コード**」を策定（2014年2月策定・2017年5月改訂・2020年3月再改訂）
 - ⇒ **機関投資家（年金基金やその委託を受けた運用機関等）**に対して、企業との対話を行い、**中長期的視点から投資先企業の持続的成長を促すこと**を求める行動原則。
- 「**コーポレートガバナンス・コード**」を策定（2015年6月適用開始・2018年6月改訂、2021年6月再改訂）
 - ⇒ **上場企業**に対して、幅広いステークホルダー（**株主、従業員、顧客、取引先、地域社会等**）と適切に協働しつつ、**実効的な経営戦略の下、中長期的な収益力の改善を図ること**を求める行動原則。



- 機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか、運用戦略に応じたサステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮に基づく「建設的な対話」を通じて、企業の持続的成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大という責任(スチュワードシップ責任)を果たすための行動原則

枠組み

- 機関投資家がコードを受け入れるかどうかは任意。ただし、金融庁がコードの受入れを表明した「機関投資家のリスト」を公表する仕組みを通じて、コードの受入れを促す。
- プリンシプルベース・アプローチ及びコンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用。

概要

機関投資家は、

1. スチュワードシップ責任を果たすための「基本方針」を策定し、これを公表すべき。
2. 顧客・受益者の利益を第一として行動するため、「利益相反」を適切に管理すべき。
3. 投資先企業のガバナンス、企業戦略等の状況を的確に把握すべき。
4. 建設的な対話を通じて投資先企業と認識を共有し、問題の改善に努めるべき。
5. 「議決権行使」の方針と行使結果を公表すべき。
6. 顧客・受益者に対して、自らの活動について定期的に報告を行うべき。
7. 投資先企業に関する深い理解に基づき、適切な対話と判断を行うための実力を備えるべき。

機関投資家向けサービス提供者は、

8. 機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすにあたり、適切にサービスを提供するように努めるべき。

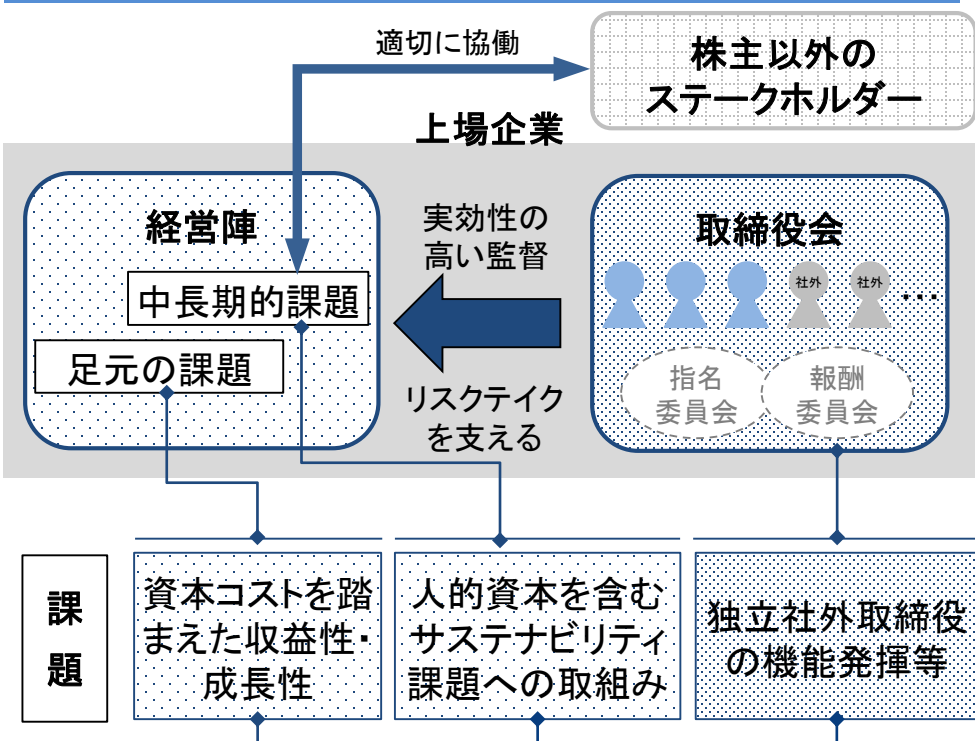
コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム 概要①

- スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議において、コーポレートガバナンス改革の実質化という観点から、今後の取組みに向けた考え方や具体的な取組み内容について、アクション・プログラムとして取りまとめ(2023年4月26日公表)。

今後の取組みに向けた考え方

- コーポレートガバナンス改革の趣旨に沿った実質的な対応をより一層進展させるため、形式的な体制の整備ではなく、企業と投資家の建設的な対話の促進や、企業と投資家の自律的な意識改革の促進を主眼とする
- 各コードの改訂時期については、必ずしも従前の見直しサイクルにとらわれることなく、コーポレートガバナンス改革の実質化という観点から、その進捗状況を踏まえて適時に検討する

1. 企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向けた課題



具体的な取組み内容

A) 収益性と成長性を意識した経営

資本コストの的確な把握やそれを踏まえた収益性・成長性を意識した経営(事業ポートフォリオの見直しや、人的資本や知的財産への投資・設備投資等、適切なリスクテイクに基づく経営資源の配分等を含む。)を促進する。

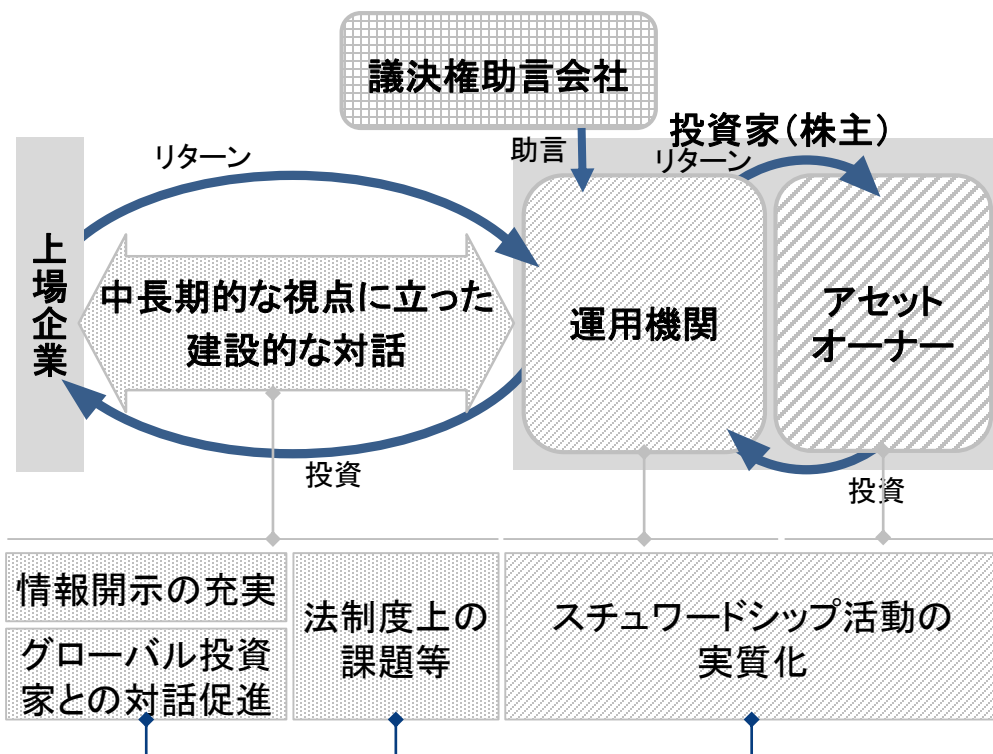
B) サステナビリティを意識した経営

サステナビリティ開示の好事例集の公表等を通じて、サステナビリティ課題への取組みを促進する。女性役員比率の向上(2030年までに30%以上を目標)等、取締役会や中核人材の多様性向上に向けて、企業の取組状況に応じて追加的な施策の検討を進める。

C) 独立社外取締役の機能発揮等

取締役会や指名委員会・報酬委員会等の活動状況に関する実態調査・公表や、独立社外取締役への啓発活動等を通じて、更なる機能発揮を促進する。

2. 企業と投資家との対話に係る課題



具体的な取り組み内容

A) スチュワードシップ活動の実質化

スチュワードシップ活動における課題(リソース、インセンティブ、アセットオーナーの体制等)の解決に向けて、運用機関・アセットオーナー等の取組みを促進する。

B) 対話の基礎となる情報開示の充実

対話状況の開示や、エクスプレインの好事例・不十分な事例の明示に取り組む。
投資家が必要とする情報を株主総会前に提供する方策や、投資家との対話の基礎となるよう企業のタイムリーな情報開示を促進する方策について検討を進める。

C) グローバル投資家との対話促進

グローバル投資家の期待に自律的・積極的に応える企業群の見える化や、英文開示の更なる拡充を通じて、グローバル投資家との対話を促進する。

D) 法制度上の課題の解決

大量保有報告制度における「重要提案行為等」「共同保有者」の範囲・実質株主の透明性・部分買付けに伴う少数株主保護のあり方について検討を進める。

E) 市場環境上の課題の解決

従属上場会社に関する情報開示・ガバナンスのあり方について検討を進めるとともに、政策保有株式の縮減の進捗をフォローアップし、必要に応じて更なる検討を進める。

I. 資産運用業のガバナンスの向上等

1. プロダクトガバナンスの確保等
2. 資産運用業のガバナンスの確保・運用力の向上
3. 投資信託における種類受益権
4. 投資信託約款の重大な変更

II. アセットオーナーと金融機関の関わり等

III. スチュワードシップ活動の実質化

1. スチュワードシップ活動の実質化に向けたこれまでの対応
2. 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応
3. エンゲージメントについて
4. 公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループにおける検討

「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

- 東証は、本年3月にプライム・スタンダード市場上場企業に対して、以下の対応を要請。

対応

- 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて、以下の一連の対応について、継続的な実施をお願いいたします。

現状分析

- 自社の資本コストや資本収益性を的確に把握
- その内容や市場評価に関して、取締役会で現状を分析・評価

計画策定・開示

- 改善に向けた方針や目標・計画期間、具体的な取組みを取締役会で検討・策定
- その内容について、現状評価とあわせて、投資者にわかりやすく開示

取組みの実行

- 計画に基づき、資本コストや株価を意識した経営を推進
- 開示をベースとして、投資者との積極的な対話を実施

毎年(年1回以上)、進捗状況に関する分析を行い、開示をアップデート

開始時期

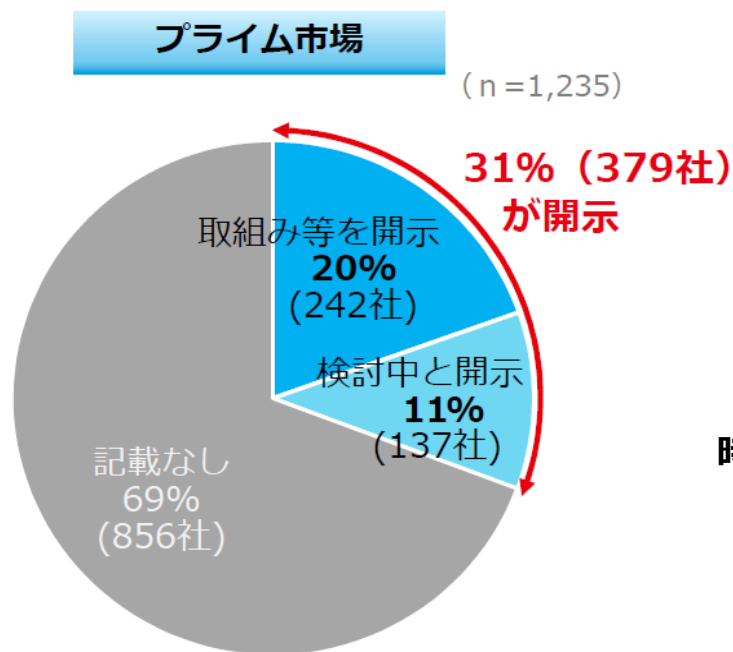
- 計画策定・開示の前提として十分な現状分析や検討を行っていただくことが肝要であることから、開示について具体的な開始時期の定めはありませんが、できる限り速やかな対応をお願いいたします。

※ 現状分析や検討に一定の期間を要する場合には、まずは計画策定・開示に向けた検討状況や開示の見込み時期を示したうえで、計画策定が完了した時点で改めて具体的な内容について開示するなど、段階的に開示を拡充していくことも考えられます。

「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する開示状況

- 今般の要請では、計画策定・開示の前提として十分な現状分析や検討が求められるため、開示時期に関して具体的な期限を定めていないものの、7月中旬時点で、既に、プライム市場の31% (379社) が開示済。
- PBRが低い企業/時価総額が大きい企業ほど、開示が進展。

「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を踏まえた開示状況



PBR/時価総額水準別の開示状況 (プライム市場)

	PBR	
	1倍未満	1倍以上
時価総額 1,000億円以上	45%が開示 取組み等を開示：31% 検討中と開示：14% (n=240)	26% 取組み等を開示：21% 検討中と開示：5% (n=301)
250~1,000億円	39% 取組み等を開示：22% 検討中と開示：17% (n=319)	15% 取組み等を開示：9% 検討中と開示：6% (n=165)
250億円未満	25% 取組み等を開示：12.5% 検討中と開示：12.5% (n=136)	15% 取組み等を開示：8% 検討中と開示：7% (n=74)

(注) 3月期決算企業を対象に、2023年7月14日時点のコーポレート・ガバナンス報告書等の内容に基づき東証において集計。
 (出所) 金融審議会「市場制度ワーキング・グループ(第24回)」(2023年9月15日) 日本取引所グループ提出資料より金融庁作成

今後の取組み

- 10月26日、東証より、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する今後の取組みが公表され、趣旨・留意点が再周知されるとともに、来年1月15日から、要請に基づき開示している企業の一覧表を公表する方針が示された。
- 金融庁としても、収益性と成長性を意識した経営に向けた企業の取組みを一層促す観点から、東証と連携しフォローアップしていくことが考えられる。

「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する今後の取組み

<p>開示企業一覧表の公表、 趣旨・留意点の再周知</p>	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 対応を進めている企業の状況を投資家に周知し、企業の取組みを後押しする観点から、要請に基づき開示している企業の一覧表を公表 【2024年1月15日に公表開始、毎月更新予定】 ◆ 公表開始前に、一覧表の公表を開始する旨とあわせて、要請の趣旨・留意点について上場会社に改めて周知 【2023年10月26日、上場会社に通知】
<p>対応のポイント・ 取組事例の公表</p>	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 投資者の視点を踏まえた対応のポイントや、投資者の高い支持が得られた取組みの事例について、企業の規模や状況に応じていくつかのパターンを取りまとめ、公表 【2024年1月を目途】
<p>対応状況の 集計・周知</p>	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 企業の開示状況や投資家等からのフィードバック等を概ね半年に1回程度集計 【次回は2024年1月を目途】

I. 資産運用業のガバナンスの向上等

1. プロダクトガバナンスの確保等
2. 資産運用業のガバナンスの確保・運用力の向上
3. 投資信託における種類受益権
4. 投資信託約款の重大な変更

II. アセットオーナーと金融機関の関わり等

III. スチュワードシップ活動の実質化

1. スチュワードシップ活動の実質化に向けたこれまでの対応
2. 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応
3. エンゲージメントについて
4. 公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループにおける検討

GPIFが採用する「エンゲージメント強化型パッシブ」ファンドについて

- GPIFは、スチュワードシップ活動を通じた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・強化を目的として、スチュワードシップを重視したパッシブ運用モデル（「エンゲージメント強化型パッシブ」）を採用（通常のパッシブ運用とは異なる報酬体系）。採用された各社は、インデックスへのインパクトが大きい企業の絞り込みによる効率的なβの上昇や、トップマネジメントによる積極的な関与など、各社の状況に応じたエンゲージメントを実施。
- エンゲージメントの実質化に向けては、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）に応じた対応の促進が重要ではないか。

「エンゲージメント強化型パッシブ」ファンドによるエンゲージメントの特徴

アセットマネジメント One	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2018年開始。 ✓ 20年以上の運用実務経験を擁するESGアナリスト、議決権担当者が運用部門のファンドマネージャー、アナリストと協働して18のESG課題についてエンゲージメントを実施。企業の問題意識を顕在化させ、投資先の企業価値向上に貢献する。
フィデリティ投信	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2018年開始。 ✓ アクティブ運用のアナリストの知見を活かし、インデックスへのインパクトが大きい企業に変革を促すことで効率的にβを上昇させることを目指す。企業価値創造の観点からエンゲージメント議題を特定、企業の競争力強化による収益性、成長性向上を目指す。
三井住友トラスト・ アセットマネジメント	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2021年開始。 ✓ トップマネジメント（会長、社長）もエンゲージメントに積極的に参画するマルチエンゲージメントモデル。ESGマテリアリティをベースにしたトップダウンアプローチと事業目線のボトムアップアプローチの融合によりエンゲージメント効果を最大限に引き出し企業価値増大に繋げる。
りそなアセット マネジメント	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2021年開始。 ✓ AIを活用した統合報告分析を起点にエンゲージメント。統合報告書の開示促進、質的向上を中間目標・トリガーとして投資先の企業価値向上を目指す。現在は分析対象を有価証券報告書等にも拡大し、TCFD分析などにも展開。

協働エンゲージメントの取組み

- 協働エンゲージメントに関する取組みとして、国内における機関投資家協働対話フォーラムや生命保険協会による取組みや、英国におけるInvestor Forumによる取組みが存在。
- 各社の状況に応じた**実効的なスチュワードシップ活動を行うために、こうした協働エンゲージメントの取組みを活用することも有用ではないか。**

● 国内における取組み

機関投資家協働対話フォーラム (IICEF)

組織概要

- 機関投資家の適切なスチュワードシップ活動に資するよう、機関投資家が協働で行う企業との建設的な「目的を持った対話」(協働エンゲージメント)を支援する目的で2017年に設立

活動内容

- 協働エンゲージメントを行うための**機関投資家協働対話プログラム**を運営
 - ・ 参加投資家間で日本企業に共通する課題を議論しアジェンダを設定
 - ・ 事務局が対象企業との対話を主宰し、ファシリテートしながら、**企業と参加投資家の間の建設的な対話を支援**
 - ・ 主なアジェンダは以下の通り
 - ✓ 資本コストや株価を意識した経営の実現
 - ✓ マテリアリティの特定と非財務情報開示
 - ✓ 株主総会の高反対率議案への対応 等

参加者

- 企業年金連合会、第一生命保険、三井住友DSアセットマネジメント、三井住友トラスト・アセットマネジメント、三菱UFJ信託銀行、明治安田アセットマネジメント、りそなアセットマネジメント(7社)

生命保険協会

- 生命保険業の健全な発達及び信頼性の維持を図り、もって国民生活の向上に寄与することを目的として設立
- 株式市場の活性化と持続可能な社会の実現に貢献するため、**スチュワードシップ活動ワーキング・グループ**を運営

- **スチュワードシップ活動ワーキング・グループ参加会社による協働エンゲージメントの実施**(2017年度より開始)
 - ・ 主なアジェンダは以下の通り
 - ✓ 株主還元の充実
 - ✓ ESG情報の開示充実
 - ✓ 気候変動の情報開示充実 等

- 朝日生命、かんぽ生命、ジブラルタ生命、住友生命、第一生命、大樹生命、大同生命、太陽生命、日本生命、富国生命、明治安田生命(11社)

🇬🇧 英国における取組み

Investor Forum

- 対話を促進し、長期的な解決策を創出し、価値を高めることにより、スチュワードシップを投資の意思決定の中心に位置づけることを目的として2014年に発足

- 法的リスク等を整理した**Collective Engagement Framework**を策定し、**参加投資家の意見を代表する形式で協働エンゲージメントを実施**
- 投資家と企業の対話のためのイベントの開催
- ベストプラクティスの共有

- 54社(英国内外のアセットオーナー・アセットマネジャーで構成)

協働モニタリングの取組み及び個社による取組み

- アセットオーナーによる運用機関に対するモニタリングに関する取組みとして、企業年金連合会が協働モニタリングを実施予定。また、個社によるエンゲージメント支援の取組みも存在。

アセットオーナーによる協働モニタリングの取組み

企業年金連合会

- 厚生年金保険法に基づき厚生年金基金の連合体として設立され、法律改正により2005年に企業年金連合会に改組
- 主に以下の事業を実施
- ・ 年金通算事業
 - ・ 会員支援事業
 - ・ 国からの受託事務
 - ・ 年金給付等積立金の管理及び運用

スチュワードシップ活動の実質化に向け以下の取組みを実施予定

- **協働モニタリングの実施**
- ・ 運用受託機関のスチュワードシップ活動を、各企業年金が協働してモニタリングする活動を実施（合同説明会や協働対話の実施等）
- **企業年金スチュワードシップ推進協議会の設置**
- ・ 協働モニタリングの継続的かつ実質的な取組を目的として設置
 - ・ 協議会としてスチュワードシップ・コードの受入れを表明

- 2023年8月1日現在の総会員数は1,216（上記取組みの参加者は調整中）

個社による取組み

MFA株式会社

- 資本市場と企業との間での本来あるべき生産的・創造的対話の成立を支援する媒介（エージェント）となることを企図して2022年に設立
- 以下をミッションとする
- ① 「責任ある株主」のあり方の確立
 - ② 「エンゲージメント」モデルの確立
 - ③ 「実りある対話」の場の創造

- **機関投資家等から、株式保有先企業に対する「エンゲージメント」の代行・支援の受託を受け、実施**
- 代行・支援にあたり、以下を実施
- ① 経営者・経営陣との対話
 - ② 課題解決に向けたプロフェッショナルサービスの提供
 - ③ 他の外部ステークホルダー（金融機関等）との対話

- 株主：三井住友信託銀行、CDIヒューマンキャピタル、経営共創基盤、みさきフェデレーション、コーポレートディレクション、京都銀行、きらぼし銀行

参加者

I. 資産運用業のガバナンスの向上等

1. プロダクトガバナンスの確保等
2. 資産運用業のガバナンスの確保・運用力の向上
3. 投資信託における種類受益権
4. 投資信託約款の重大な変更

II. アセットオーナーと金融機関の関わり等

III. スチュワードシップ活動の実質化

1. スチュワードシップ活動の実質化に向けたこれまでの対応
2. 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応
3. エンゲージメントについて

4. 公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループにおける検討

検討の背景と諮問事項

- 2023年3月2日開催の金融審議会総会・金融分科会において、近時の資本市場における環境変化を踏まえ、公開買付制度・大量保有報告制度等のあり方について検討を行うことが諮問された。
- これを受けて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・グループが設置され、2023年6月以降これまでに計5回開催し、各検討課題について議論。

公開買付制度等の沿革

- 日本の公開買付制度は1971年に、大量保有報告制度は1990年にそれぞれ導入。
- その後、資本市場における環境変化等を踏まえ、米国や英国の制度等を参考に改正されてきたが、2006年以降、大きな改正はなされていない。

検討の背景

- 近時、以下のような資本市場における環境変化を踏まえ、公開買付制度・大量保有報告制度・実質株主の透明性のあり方について様々な課題が指摘されている。
 - ✓ 市場内取引等を通じた非友好的買収事例の増加
 - ✓ M&Aの多様化
 - ✓ パッシブ投資の増加
 - ✓ 協働エンゲージメントの広がり
 - ✓ 企業と投資家の建設的な対話の重要性の高まり

諮問事項

○ 公開買付制度・大量保有報告制度等のあり方に関する検討

近時の資本市場における環境変化を踏まえ、市場の透明性・公正性の確保や、企業と投資家との間の建設的な対話の促進等の観点から、公開買付制度・大量保有報告制度等のあり方について検討を行うこと

大量保有報告制度の概要・趣旨

- 日本の大量保有報告制度は、株券等の大量保有に係る情報が「経営に対する影響力」や「市場における需給」の観点から重要な情報であることから、当該情報を投資者に迅速に提供することにより、市場の透明性・公正性を高め、投資者保護を図ることを目的とするもの。

一般原則

大量保有者の義務

- ① 株券等の大量保有者(保有割合5%超)となった場合
： 5%超の保有者となった日から、5営業日以内に「大量保有報告書」を提出
- ② その後、保有割合が1%以上増減するなど重要な変更があった場合
： 変更があった日から、5営業日以内に「変更報告書」を提出

共同保有者

共同保有者の取扱い

株券等の保有者は、その「保有割合」の算出において、以下のいずれかに該当する者(「共同保有者」)がいる場合、当該「共同保有者」の保有割合も合算しなければならない。

- ① 保有者との間で、共同して株券等を取得し、又は譲渡することを合意している者
- ② 保有者との間で、共同して株主としての議決権その他の権利を行使することを合意している者
- ③ 保有者との間で、一定の資本関係、親族関係その他特別の関係がある者

特例報告制度

特例報告制度の概要

日常の営業活動等において反復継続的に株券等の売買を行っている金融商品取引業者等については、取引の都度、詳細な情報開示を求めると、事務負担が過大になるとの観点から、以下のとおり緩和。

<緩和内容> 事前に届け出た「月2回の基準日」において、「大量保有報告書」・「変更報告書」の提出義務を判断し、当該基準日から5営業日以内に報告書を提出すれば足りる。

<特例報告制度の利用要件> ①保有割合が10%を超えないこと、②「重要提案行為」を行わないこと

主な検討課題①: 重要提案行為の範囲

- 「重要提案行為」の範囲が不明確であることが企業と投資家との実効的なエンゲージメントの支障になっているとの指摘がある。

現行制度に対する指摘

- 大量保有報告制度上、金融商品取引業者等に対しては、提出頻度や期限等を緩和する特例報告制度が設けられているが、その適用を受けるためには、投資先企業に対して「重要提案行為」を行わないことが必要とされている。
- スチュワードシップ・コード策定時に「重要提案行為」の解釈の明確化が図られたものの、実効的なエンゲージメントの促進のため、重要提案行為の範囲の更なる明確化等が必要との指摘がある。

日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた
法的論点に係る考え方の整理(2014年)

① 経営方針等の説明を求める	「重要提案行為」に 該当しない可能性が高い
② 議決権行使予定等の説明	
③ ②へのスタンスの説明を求める	
④ 株主総会で質問を行う	
⑤ 具体的事項の総会決議を求める	該当する可能性が高い 但し、⑥については態様によっては 該当する可能性が低い場合もある
⑥ 経営方針等の変更を求める	

左記整理の主な課題

左記整理は一定の解釈指針となっているものの、例えば以下のような指摘がある。

- 重要提案行為の対象が網羅的で、**資本政策や営業戦略について提案した場合、重要提案行為とされるおそれがある**
- 企業への質問を通じて間接的に課題意識を伝えることしかできず、**提案を直接的に伝えられないため、企業に意図が伝わらない**

WGにおける検討状況

- ◆ 企業と投資家との実効的な対話を促進するため「重要提案行為」の範囲を限定又は明確化することについて、どう考えるか。
→ 提案の態様のみ又は提案の態様及び内容に注目して限定・明確化することに賛同する意見が多い。

主な検討課題②: 共同保有者の範囲

- 「共同保有者」の範囲が不明確であることが協働エンゲージメントの支障となっているとの指摘がある。

現行制度に対する指摘

- 大量保有報告制度においては、保有割合を算出するに際して、共同して株主としての議決権その他の権利を行使することを合意している者(「共同保有者」)の保有分を合算する必要がある。
- スチュワードシップ・コード策定時に「共同保有者」の解釈の明確化が図られたが、近時の協働エンゲージメントの増加を踏まえ、「共同保有者」の範囲の更なる明確化等が必要との指摘がある。

日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた
法的論点に係る考え方の整理(2014年)

以下のような場合は、基本的に、「共同保有者」に該当しないと考えられる。

- ✓ 法令上の権利の行使以外の株主としての一般的な行動についての合意にすぎない場合
- ✓ 「他の投資家」との話合い等において、各々の議決権行使の予定を伝え合い、それがたまたま一致したに過ぎないような状態

左記整理の主な課題

左記整理は一定の解釈指針となっているものの、例えば以下のような指摘がある。

- 協働エンゲージメントに参加した他の投資家が株主提案を行った場合に、当該株主提案に賛成すると当該他の投資家が「共同保有者」に該当する懸念がある
- 「共同の株主権行使」という概念が、経営支配を目的にするといった限定がなく、極めて包括的に規制しているように読める

WGにおける検討状況

- ◆ 協働エンゲージメントを行う際に、「共同保有者」の解釈の不明確さが支障となっているとの指摘を踏まえ、**共同保有者の範囲の限定又は明確化すること**について、どう考えるか。
- 規制の潜脱とまらない範囲で共同保有者の範囲を明確化することに賛同する意見が多い。

実質株主の透明性

- 「実質株主」を把握することができるようにする制度について検討すべきとの指摘がある。

現行制度に対する指摘

- 現行制度上、名義株主については、会社法上の株主名簿や有価証券報告書等の大株主の状況に関する開示を通じて、企業や他の株主がこれを把握する制度が整備されている一方、当該株式について議決権指図権限や投資権限を有する者（「実質株主」）については、大量保有報告制度の適用対象（5%超）となる場合を除き、企業や他の株主がこれを把握する制度が存在しない。
- 企業と株主・投資家の対話や相互の信頼関係の醸成を促進する観点から、実質株主とその持株数について、企業や他の株主が効率的に把握できるよう、諸外国の制度も参考に実務的な検討がなされるべきとの指摘がある。

諸外国における実質株主の透明性を図る制度



米国証券取引所の上場株式に係る一任運用資産が1億ドル以上の機関投資家は、四半期ごとに、保有銘柄の名称・株式数・市場価格等を記載した保有明細をSECに提出し、開示しなければならない（Form 13F）。



英国の公開会社は、議決権付株式について実質的利害関係を有している（と信じるに足りる合理的理由がある）者に対して、事実確認のための通知をすることができる。通知を受けた者は、実質的利害関係の有無等の必要な情報を公開会社に対して提供しなければならない。

欧州



欧州は、EU指令により、その加盟国に対して「会社が株主を特定する権利」を持つよう確保することを求めている。

WGにおける検討状況

- ◆ 企業や他の株主が実質株主を効率的に把握するための方策の要否及びその内容について、どう考えるか。
→ 米国制度を参考にした制度を（併せて）導入すべきという意見も見られた一方、欧州制度を参考にした制度を導入すべきという意見が多い。