

# 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 中間論点整理（案）

## 1. はじめに

### （1）これまでの沿革

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

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

さらに、本年 1 月、金融担当大臣より金融審議会に対し、国民が資産を安心して有効に活用できる環境整備を図るため、以下の観点からの投資信託・投資法人法制の見直しにつき諮問が行われた。

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

### （2）ワーキング・グループにおける議論の経緯と今後の進め方

上記諮問を受け、金融審議会は、当「投資信託及び投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」を設置し、本年 3 月から 8 回にわたり審議を行ってきたところである。今般、これまでの議論を整理するとともに、今後の方針を確認する位置付けで本中間論点整理を作成した。

今後、年末までにとりまとめる予定の最終報告に向け、

- ・引き続き検討を行うべき事項については、本年後半の会合において具体的な議論を行い、
- ・事務的に検討すべき事項については、本中間論点整理で示された方向性に基づき事務局において検討を行い、本年後半の会合においてその検討結果の報告を受ける

こととする。検討に当たっては、必要に応じ、関係当局との調整を進めるべきである。

規制の横断化（投資信託・投資法人に対して包括的に設けるべき規制の整理等）や規制の柔軟化（商品類型に応じた規制の整理等）についても整理することが望まれる。

## 2. 投資信託制度

### （1）我が国投資信託の現状と対応の方向性

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

#### 現在の投資信託市場を巡る環境とその下での経済活動等

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

さらに、株価低迷・低金利環境が長期化し、伝統的な投資手法を用いて高いリターンを得ることが困難になってきている。こうした中、リターン追求に敏感な投資家のニーズに応える形で、海外資産を中心に運用する商品や複数の収益源を組み合わせた商品の開発や、預金利息等のような定期的収入を重視する投資家に働きかけやすい高頻度・高分配金商品の開発が活発化している。

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

#### 上記の結果もたらされた影響と対応の方向性

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

また、運用会社・販売会社のインセンティブが一層顧客本位なものとなるような取組みとして、運用担当者の経歴や報酬体系等の顧客への提示や、報酬体系の取引ベースから残高ベースへの移行が指摘された。これらについては様々な意見があったが、いずれにせよ、一律に法令化する性格の施策というよりもむしろ、競合会社との差別化といった観点から、各運用会社・販売会社が自主的に取り組むよう促すことが望ましい。

第二に、次々と新商品が投入されることで、投資信託の累増・小規模化を招き、運営コストが報酬を上回っている投資信託が多い。投資信託運営に係る業務効率の向上に係る取組みを検討することが必要である。その際、業界慣行の見直しについても必要に応じて検討が行われるべきである。

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

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

以上の指摘については、基本的には、投資家・市場関係者の意見も聴きながら、関係業界の業態を超えた自主的な努力によって対応すべき領域が多い。また、必要に応じて、適切な制度整備を行うことを検討すべきである。いずれにせよ、金融審議会においてフォローアップを行うことが考えられる。

## (2) 国際的な規制の動向や経済社会の変化に応じた規制の柔軟化

### 効率的な投資信託運営のための受益者書面決議制度の見直し

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

#### (a) 書面決議を要する約款変更範囲の見直し

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

後の約款変更を回避する傾向があると指摘されている。

これについては、「重大な内容の変更」に該当するか否かの基準を、「商品としての基本的な性格の変更」とした上で、受益者保護に配慮しつつ、その具体的な内容を事務的に検討すべきである。

また、信託報酬の引下げ等受益者の利益に資する変更は、「商品としての基本的な性格」に変更があっても書面決議を不要とすることが適当である。

#### (b) 書面決議を要する併合手続の見直し

現在、投資信託間の併合に当たっては常に双方の投資信託において書面決議を要することとされている。これが、非効率な小規模投資信託を存続させ、ひいては経費率の上昇を通じて受益者の利益を害しているおそれがあると指摘されている。投資信託の併合を促進する観点から、併合の前後で「商品としての基本的な性格」に変更がない投資信託については書面決議を不要とすることとし、(a)と同様に、併合の場合の考慮要素として何が適切か事務的に検討すべきである。

#### (c) 受益者数要件の撤廃

現在、書面決議においては、信託法の規定を踏まえ、議決権を行使することができる受益者の半数以上であって（受益者数要件）、当該受益者の議決権の3分の2以上の賛成を要することと規定されている。事業支配の性格の薄い投資信託において受益者数要件は必ずしも要しないと考えられるが、撤廃に当たってはどのような問題が生じるか事務的に検討すべきである。

#### (d) 反対受益者の受益権買取請求制度の見直し

現在、書面決議に反対した受益者は、受託者に対し自己の受益権の買取請求ができることと規定されている。しかし、基準価額が毎日算出され、当該価格による償還が随時可能なオープンエンド型投資信託において、当該制度が必要か再検証の必要があるとの指摘がある。書面決議の効力発生前の基準価額での償還が可能であれば必ずしも受益者の不利益にはならないことから、どのような要件の下で当該制度の適用除外とするか事務的に検討すべきである。

なお、以上のような取組みを通じ、約款の記載が具体的になったか、小規模投資信託の併合が促進されたか、といった点につき制度施行後一定の時期に点検すべきである。

#### 同一投資信託における複数の報酬体系等の容認

現在、投資信託の受益権は均等に分割されていなければならない、運用方針だけでなく信託報酬体系等も受益権間で同一である必要がある。その結果、例えば、同一の運用方針の下で信託報酬体系だけが異なる商品を組成する場合であっても複数の投資信託を組成する必要があり、必ずしも効率的ではない。そのため、同一投資信託において「均等」ではない受益権の設定を認めることとし、受益者保護や利益

相反防止の観点から差異を認めたとしても問題が少ないと考えられる要素とは何であるか事務的に検討すべきである。例えば、信託報酬体系、為替ヘッジの有無、分配頻度については差異を認めることが考えられるが、運用方針や分配方針の差異については慎重であるべきと考えられる。

#### 外部委託に関する規制の明確化

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

なお、現在、受託者が運用指図権限の委託先になることは禁止されている。一定の有価証券貸借取引等に係る運用指図権限につき、受託者が委託先となることができるようにすべきではないかとの意見があるため、この点につき事務的に検討することが考えられる。

#### 運用財産相互間取引の容認範囲の明確化

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

こうした状態を改善するため、運用財産相互間取引の容認範囲をより明確化することとした上で、投資者保護上問題の少ない取引としてどのようなものを追加的に例示することができるか事務的に検討すべきである。その際には、利益相反取引を適切に規律する観点から、取引内容や理由の事後的な開示等の義務付けにつき併せて検討すべきである。

#### 金銭設定・金銭償還の例外範囲の拡大

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

##### (a) 金銭と現物を混合した設定・償還の容認

現在、金銭と現物を混合した設定・償還は認められていない。そのため、現物設定・現物償還であるETFの場合、例えば、権利落ちの構成銘柄についても現物を用いて設定することとなり、現物を保有していた者は権利分の経済的損失を被るおそ

れがある。このような理由により、事実上、ETF を設定・償還できない期間が発生する。そのため、現物設定・現物償還である ETF では、権利落ち等の構成銘柄に限り金銭での代替を認めることが適当である。

#### (b)現物設定・現物償還の容認範囲の拡大

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

#### その他の施策

上記のほか、ア) 定型的に価格が確定する取引に対する価格調査制度の見直し、イ) 利益相反のおそれがある場合の受益者への開示方法の見直し、ウ) MRF<sup>注</sup> 等により安定的な運営に資する措置について、事務的に検討すべきである。

### (3) 一般投資家を念頭に置いた適切な商品供給の確保

#### 運用報告書の改善等

運用報告書は、受益者の投資判断に当たって重要な情報を掲載していることから、運用状況を適切に把握するための情報が受益者にとって理解しやすい形で提供されることは重要である。そのため、以下の点につき見直しを行うことが考えられる。

#### (a)運用報告書の二段階化

現在、運用報告書に記載すべき事項は、一の運用報告書として受益者に交付することとされている。その結果、大部となることが多い上、書面での交付が原則となるため、受益者は情報を取捨選択することが困難であり、運用会社には多大なコストが発生している。こういった問題を改善するため、運用状況に関する極めて重要な事項を記載した交付運用報告書と、より詳細な運用状況等を記載した縦覧運用報告書に二段階化することが適当である。その際、交付運用報告書は、原則として受益者に書面または電子的な方法により交付すべきである。他方、縦覧運用報告書は、原則として電子的手段の活用で足りることとする一方、受益者から請求があった場合にのみ書面による交付を義務付けることが適当である。なお、請求の有無にかかわらず一律に書面を交付するといった、見直しの趣旨に沿わない対応が行われることのないよう留意すべきである。

#### (b)運用報告書記載事項等の見直し

運用報告書の二段階化を前提とした上で、受益者が運用状況等を正しく把握する

---

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

ために必要な情報を提供する観点から、これらの記載事項等の見直しにつき事務的に検討すべきである。その際、投資家・市場関係者の意見も聴きながら検討を行うべきであり、また、交付運用報告書の記載は、知識・経験に乏しい受益者がいることを踏まえ、わかりやすい表示とすることが重要である。

#### (c)有価証券報告書等との関係

投資信託の公募を行う者は、金融商品取引法上、有価証券届出書の提出が義務付けられ、その後、運用報告書の他に、有価証券報告書の提出が義務付けられる。

運用報告書と有価証券報告書は、その目的及び性格等の違いが存在すること等から、単純に統合することは困難ではないかと考えられるが、投資信託の継続募集を行う場合に一年ごとに提出することとされている有価証券届出書と有価証券報告書については、基本的に重複となっていることから、現状のまま両方の書類を継続的に提出する必要があるかどうかについて検討することが考えられる。

#### トータルリターン把握のための定期的通知制度の導入

現在、受益者は、各期の投資信託に係る分配金等が記載された取引残高報告書を証券会社等から交付されているが、投資信託購入時点から現在までの投資期間全体における分配金の額は自ら計算する必要がある。また、実際に負担した信託報酬の総額はそもそも通知されていない。適切な投資判断のための環境を整える観点から、受益者が自分の保有する投資信託に係る投資期間全体の累積分配金や累積費用を把握しやすくすることは重要である。そのため、一定期間の累積損益（トータルリターン）が受益者に通知される仕組みにつき、引き続き検討を行うべきである。

また、検討に先立ち、事務局において、当該仕組みを制度として位置付けるのか、どのようなシステム上の対応が必要か等について実務家と議論すべきである。

#### 販売手数料・信託報酬等に関する説明の充実

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

#### 販売・勧誘時等におけるリスク等についての情報提供の充実

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

商品の複雑化・リスクの複合化（2.（1）②参照）が進行する中で適切に投資判断を行うためには、個々の商品の元本割れの可能性についての理解だけでなく、リスクの相対的な度合いの理解も重要と考えられる。こういった点を踏まえ、商品

のリスクを投資家により分かりやすく情報提供する取組みを検討する必要がある。

例えば、欧州においては投資信託の収益額（分配金込み）の過去5年の平均値からの変動率（標準偏差）を7段階に階級表示する取組みが開始されており、こういった海外の取組み等を参考にすることも考えられる。他方、当ワーキング・グループの議論においては、

- ・ 段階や階級を用いた表示は、簡便であるがゆえに誤解を招きやすく、また、却って投資家自身がいかなる性質のリスクを保有しているか認識するという面でのリテラシーの向上を阻害するおそれがあること
- ・ 過去の変動率を基準に何らかの表示を行う場合、その計測期間によって表示が大きく変わることから、計測期間の定め方や投資家への説明方法につき慎重な検討が必要であること

等が指摘されている。今後、当該取組みの海外における動向や我が国の実務慣行等も踏まえ、引き続き検討を行うべきである。

#### 運用財産の内容についての制限（一定の種類のリスクに対する規制）

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

商品の複雑化・リスクの複合化（2.（1）②参照）が進行する中では、適合性の原則を踏まえた説明義務に係る負担が重くなっており、また、その説明内容も必ずしも十分でないとの懸念が指摘されている。一方、投資信託商品が多様なニーズに応えるとの観点からは、商品組成の自由度が過度に拘束されることは適当ではないとの意見もあった。また、特定の投資信託商品の類型やスキームそのものに着目した規制も必ずしも適当ではない。

こうしたことを踏まえ、適合性の原則の下で説明が尽くされても、突発的・不連続に発現する可能性があり予測しにくいリスクが内包されている場合等、説明義務に依存するだけでは投資者保護が不十分であると考えられる場合につき、運用財産の内容についての規制により当該リスクを一定限度にとどめることが考えられる。米国や欧州において、信用リスクの集中回避のための投資制限やデリバティブ取引に起因するリスク量の規制といった一定の種類のリスクに対する規制が導入されている事例も研究し、引き続き検討を行うべきである。

また、上記の規制は、あらゆる投資信託に適用することを念頭に置くのは適当ではなく、どのような受益者が投資する投資信託を規制の対象とすべきか、その受益者の範囲についても併せて検討を行うべきである。

### 3. 投資法人制度

#### （1）我が国投資法人の現状と対応の方向性

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



他方、J-REITの投資口は、安定的にキャッシュフローを生み出す不動産という原資産に裏付けられた商品であるものの、実際には、金融・資本市場の影響を大きく受けている。リーマンショック時には、資金調達手段の制約等の財務上の課題が顕在化し、金融・資本市場の影響を受けた金融機関の貸出姿勢の変化が投資法人の資金繰りに大きく影響した。また、ミドルリスク・ミドルリターンの商品として想定されていたにも拘わらず、市場の影響を受け投資口価格のボラティリティは拡大し、投資家の投資姿勢の萎縮を招いている。こうした中、諸外国のREIT制度や税制との関係も踏まえつつ、投資法人の財務基盤の安定性を向上させる取組みにつき検討する必要があると考えられる。

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

なお、本中間論点整理においては、不動産投資法人に係る見直しが念頭に置かれている。それ以外の投資法人一般について同様の見直しを行うことが適切か否か、規制の横断化（1.（2）参照）の観点から整理することが望まれる。

## （2）資金調達手段の多様化を含めた財務基盤の安定性の向上

### 資金調達・資本政策手段の多様化

#### （a）基本的な考え方

投資法人は、投資者の資金を主として一定の資産に対する投資として集合して運用し、その成果を投資者に分配するための仕組みである。また、原則として業務の外部委託が義務付けられており、そのガバナンス構造は簡素なものとなっている。投資法人の資金調達・資本政策手段は、これらの性質を踏まえて設けられているものと考えられる。他方、特に金融危機が発生した場合には、リファイナンスリスクが顕在化しやすいという問題を抱えている。この問題への対応策として、上記の性質は維持しつつ、資金調達・資本政策手段の弾力化を図ることが望ましい。

また、投資法人について、主としてリターンに関心を有し、投資法人の運営が滞りなく行われている限り、運営全般について基本的・包括的な了承を与えるのが一般的という投資主像を前提にみなし賛成制度が導入されている。そのため、上記の性質を維持するという観点から、みなし賛成制度の維持を前提に考えるべきである。

#### （b）具体的な手段の検討

資金調達・資本政策手段の多様化の具体策として、ライツ・オファリング、転換投資法人債、種類投資口、無償減資及び自己投資口取得等の導入が挙げられている。このうち、転換投資法人債及び種類投資口については、投資主間の利益相反の可能性がより高く、利益相反防止のための強固なガバナンスが構築されない限り導入に

慎重であるべきである。他方で、投資法人のガバナンス構造が徒に複雑化することも回避する必要がある。その他の手段については、投資法人にとって適切かつ有効な資金調達・資本政策手段とは何かとの観点から、導入に向けて事務的に検討すべきである。

#### 簡易合併要件の見直し

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

### （３）投資家からより信頼されるための運営や取引の透明性の確保

#### 投資家の信頼を高める意思決定確保のための仕組みの導入

現在、投資法人の資産運用業務は外部の資産運用会社に委託することとされている。委託先は原則として運用資産の取引について裁量を有し、委託先の利害関係者との取引を行う場合、投資法人等への報告義務を負う。しかし、当該報告は事後報告のため、投資主の利益を害する取引を必ずしも抑止できていないとの指摘もある。こうした中、例えば、利害関係者との一定規模以上の物件に係る取引を投資法人の役員会または投資主総会や外部者を含めた資産運用会社のコンプライアンス委員会の監視にかからしめる等の取組みが考えられるところ、実務を踏まえつつ、ガバナンス強化の具体的方策につき引き続き検討を行うべきである。

また、現在、上場投資法人は、金融商品取引所の実務指針等により、取得した物件の鑑定評価書の概要を公表することとされている。市場関係者の事後的なチェック機能の向上に向け、鑑定評価書の概要に加え、例えば、鑑定評価額の算出根拠に係る詳細な情報を公表する取組みを併せて検討すべきである。

#### インサイダー取引規制の導入

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

諸外国では、一般に、上場投資法人に係る投資証券に相当するものはインサイダー取引規制の対象とされている。また、我が国の多数の上場投資法人は、投資証券

がインサイダー取引規制の対象外であることをリスクとして投資家に説明している。

これらの事情に鑑み、上場投資法人に係る投資証券の取引をインサイダー取引規制の対象とする方向で、引き続き検討を行うべきである。

その際、一般の上場会社に係るインサイダー取引規制の規定を参考にし、投資法人特有の事情を考慮する方向が考えられる。例えば、投資法人では、資産運用業務を外部に委託することとされており、主として業務委託先である資産運用会社で取得物件に関する重要情報の取得・保有・管理が行われている。従って、資産運用会社を「投資法人の契約締結先」との位置付けではなく、投資法人自体と同様に取り扱うことが考えられる。この場合においては、資産運用会社以外の業務委託先の取扱いを業務の性格に応じて検討すべきである。また、重要事実及び軽微基準についても、現行の投資法人実務も考慮し適切に検討すべきである。

そのほか、公開買付者等関係者のインサイダー取引規制に関する規定等についても、投資法人特有の事情を考慮した規制の整備につき更に議論を行うことを検討すべきである。

#### (4) その他の施策

##### 海外不動産取得促進のための過半議決権保有制限の見直し

現在、投資法人が、海外不動産を取得すること自体は禁止されていない。他方、事業支配を制限する趣旨から、投資対象会社株式の議決権の過半保有が投信法上禁止されている。そのため、外資による不動産投資につき規制がある国において事実上不動産の取得が困難となっている例がある。こういった場合、上記の趣旨を踏まえつつ、どのような規制が適切か事務的に検討すべきである。

##### 投資口発行差止請求制度の導入

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

このほか、ア) 役員任期の合理化、イ) 投資主総会開催に係る公告規制の緩和、ウ) 一般事務委託契約変更の投資主への通知方法の見直し、について事務的に検討すべきである。

以上