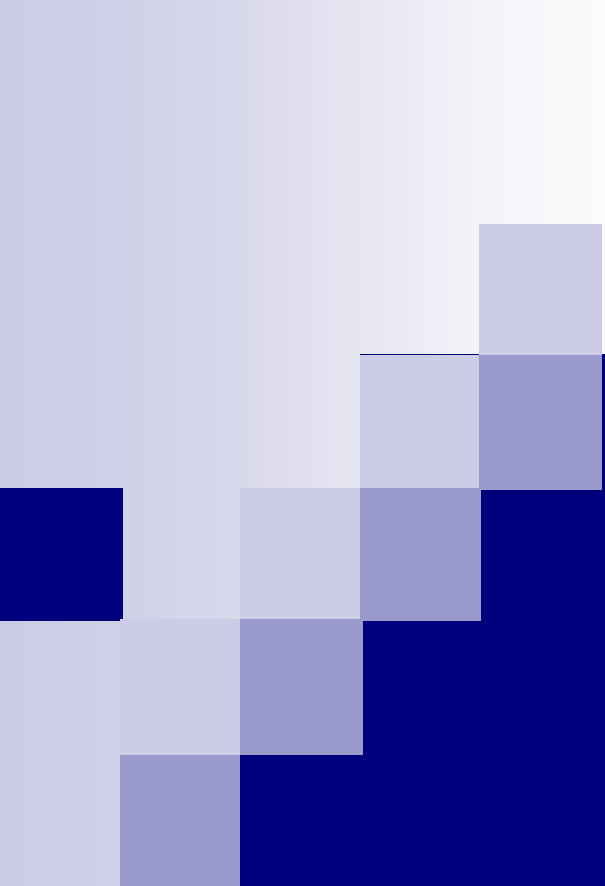




# 事務局説明資料

平成24年11月9日

# 1. 投資信託制度

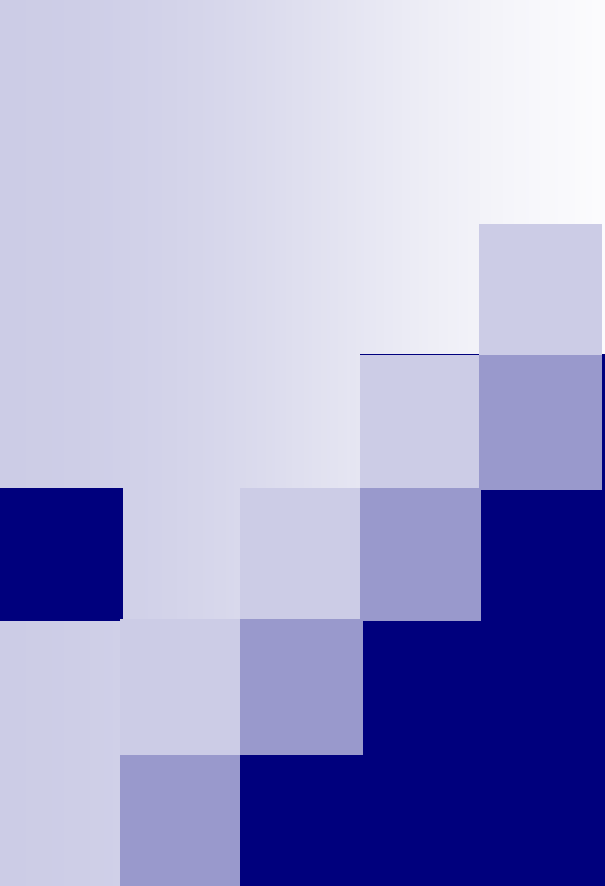
## (事務局検討事項)

- ★ 書面決議を要する約款変更範囲の見直し
- ★ 書面決議を要する併合手続の見直し
- ★ 受益者数要件の撤廃
- ★ 反対受益者の受益権買取請求制度の見直し
- ★ 同一投資信託における複数の報酬体系等の容認
- ★ 運用財産相互間取引の容認範囲の明確化
- ★ その他の施策

# 2. 投資法人制度

## (事務局検討事項)

- ★ 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
- ★ その他検討事項



# 1. 投資信託制度

# 書面決議を要する約款変更範囲の見直し

## 【中間論点整理】

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な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。

## <中間論点整理を踏まえた検討の方向性>

- 「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」等とし、書面決議を要しない実質的な約款変更があり得ることを法文上も明確化した上で、下記の実質的な変更については、書面決議を要しないものとする  
こととしてはどうか。
  - ① 受益者の利益に資する約款変更
  - ② 受益者の利益には中立的な事務的事項に係る約款変更
  - ③ 法令改正に伴い、法令適合性を維持するため機械的に行わざるを得ない約款変更
- ①②に該当する約款変更として、具体的には、例えば次頁に記載する事項に係る約款変更が考えられるか。他にも上記①～③に該当することが考えられる事項の詳細については、受益者保護の見地も踏まえ、さらに実務家による議論を経た上で具体化することとしてはどうか。
  - 例えば、②として、A格以上の新興国債券に直接投資していた投資信託を、同様のA格以上の新興国債券に投資することを目的とするファミリーファンド形式にストラクチャー変更する場合などは、（ファミリーファンド化により、受益者が実質的に負担する信託報酬に変更が生じるといった、他の点に関する変更がない場合には、）書面決議を不要とすることとしてはどうか。

| 約 款 変 更                                                                                                                |                          |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------|
| 商品としての基本的性格が変更しない場合⇒書面決議不要                                                                                             | 約款の「重大な内容の変更」<br>⇒書面決議必要 |
| 形式的な約款変更や、下記のような事項に係る実質的な約款変更<br>①受益者の利益に資する約款変更<br>②受益者の利益には中立的な事務的事項に係る約款変更<br>③法令改正に伴い、法令適合性を維持するため機械的に行わざるを得ない約款変更 |                          |

# 参考：書面決議を要する必要が乏しいと考えられる約款変更の例

| 約款記載事項のうち、重大な変更に関して書面決議が必要となる事項 |                                                                   | 書面決議を要する必要が乏しいと考えられる約款変更の例         |                                                          |
|---------------------------------|-------------------------------------------------------------------|------------------------------------|----------------------------------------------------------|
| 投信法第4条第2項                       |                                                                   | 受益者の利益に資する変更                       | 受益者の利益には中立的な事務的事項の変更                                     |
| 1                               | 委託者及び受託者の商号又は名称                                                   |                                    | 合併等の組織変更に伴う運用会社、受託者の商号変更、本店移転に伴う所在地変更                    |
| 2                               | 受益者に関する事項                                                         |                                    |                                                          |
| 5                               | 受益証券に関する事項                                                        |                                    |                                                          |
| 6                               | 信託の元本及び収益の管理及び運用に関する事項（投資の対象とする資産の種類を含む。）                         |                                    |                                                          |
| 7                               | 投資信託財産の評価の方法、基準及び基準日に関する事項                                        |                                    |                                                          |
| 8                               | 信託の元本の償還及び収益の分配に関する事項                                             | 解約申入後、償還金受渡日までの時間短縮                |                                                          |
| 9                               | 信託契約期間、その延長及び信託契約期間中の解約に関する事項                                     | 信託期間の延長（信託期間終了まで解約が制限されていない場合に限る。） |                                                          |
| 10                              | 信託の計算期間に関する事項                                                     |                                    | 決算日の変更（例えば、計算期間を変えず、決算日を〇月から〇月へ変更）                       |
| 11                              | 受託者及び委託者の受ける信託報酬その他の手数料の計算方法並びにその支払の方法及び時期に関する事項                  | 受益者の負担する信託報酬率・費用等の引下げ              | 受託者、委託者間の信託報酬の配分率の変動（受益者の負担する信託報酬率に変更がない場合に限る）           |
| 13                              | 受託者が信託に必要な資金の借入れをする場合においては、その借入金の限度額に関する事項                        |                                    |                                                          |
| 14                              | 委託者が運用の指図に係る権限を委託する場合においては、当該委託者がその運用の指図に係る権限を委託する者の商号又は名称及び所在の場所 |                                    | 運用権限を委託する範囲の削減<br>合併等の組織変更に伴う運用権限の委託先の商号変更・本店移転に伴う所在地の変更 |
| 15                              | 前号の場合における委託に係る費用                                                  |                                    | 運用権限の委託に係る費用の増減（当該費用は委託会社の受領する信託報酬から支払う場合に限る。）           |
| 投信法施行規則第7条                      |                                                                   |                                    |                                                          |
| 3                               | 信託の元本の追加に関する事項                                                    | 追加信託申込単位の小口化                       |                                                          |
|                                 |                                                                   | （オープンエンド型投資信託における）追加信託できる日の増加      |                                                          |
|                                 |                                                                   | 海外市場の休業日等による追加設定申込み不可日の削減          |                                                          |
| 4                               | 投資信託契約の一部解約に関する事項                                                 | 一部解約申込単位の小口化                       |                                                          |
|                                 |                                                                   | （オープンエンド型投資信託における）一部解約できる日の増加      |                                                          |
|                                 |                                                                   | 海外市場の休業日等による一部解約申込み不可日の削減          |                                                          |

※上記の他、「法令改正に伴い、法令適合性を維持するため機械的に行わざるを得ない約款変更」についても書面決議不要とすることが考えられる。

# 書面決議を要する併合手続の見直し①

## 【中間論点整理】

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、受益者に不利益が生じないよう、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。

## <中間論点整理を踏まえた検討の方向性>

- 併合する投資信託毎に下記(1)(2)(3)の要件を充足するか判断し、(1)(2)(3)のいずれも充足する投資信託については、併合の前後で「商品としての基本的性格の変更」がないものとして、併合の際に書面決議を不要とすることとしてはどうか。
  - (1) 併合前の投資信託約款に規定された投資方針(「信託の元本及び収益の管理及び運用に関する事項」)に基づいても、併合後の投資信託財産に属することになる資産に対して投資可能であること。
  - (2) 当該投資信託の純資産規模が併合対象である他の投資信託の総純資産規模に比べ一定倍率以上大きいこと(ただし、同じ指数連動型の投資信託の場合など信託財産の内容が実質的に同一である場合を除く。)
  - (3) 併合前後の投資信託約款を比較して、実質的な相違が下記に限られること。
    - ①受益者の利益に資する相違
    - ②受益者の利益には中立的な事務的事項に係る相違
    - ③法令改正に伴い、法令適合性を維持するため機械的に生じざるを得ない相違
- なお、ファミリーファンド形式やファンド・オブ・ファンズ形式の投資信託の併合については、受益者が直接投資する投資信託の約款だけではなく、実際に運用を行っている投資先のファンドの約款の内容を加味し、実体的な「併合前の投資信託約款」における投資方針に基づき、上記(1)の要件を充足できるか判断する必要があるのではないか。

# 書面決議を要する併合手続の見直し②

(1) 併合前の投資信託約款に規定された投資方針(「信託の元本及び収益の管理及び運用に関する事項」)に基づいても、併合後の投資信託財産に属することになる資産に対して投資可能であること。

投資可能

(2) 当該投資信託の純資産規模が併合対象である他の投資信託の総純資産規模に比べ一定倍率以上大きいこと(ただし、同じ指数連動型の投資信託の場合など信託財産の内容が実質的に同一である場合には、本(2)の要件を充足する必要がない)

投資不可能

充足する

充足しない

(3) 併合前後の約款を比較して相違がある場合

併合前後の約款を比較して相違がない場合

形式的な約款の相違や、下記のような事項に係る実質的な約款の相違に限られる場合  
①受益者の利益に資する約款の相違  
②受益者の利益には中立的な事務的事項に係る約款の相違  
③法令改正に伴い、法令適合性を維持するため機械的に生じざるを得ない相違

併合前後の約款を比較して左記以外の事項について実質的な約款の相違がある場合

併合前後の約款を比較して相違があるか否かにかかわらず

書面決議不要

「商品としての基本的性格の変更」あり⇒書面決議必要

例①

[資産内容]

併合

日経225連動

日経225連動

日経225連動

[約款内容]

日経225連動

日経225連動

日経225連動

- (1) 充足。
- (2) は充足不要。
- (3) を充足するなら書面決議不要

- (1) 充足。
- (2) は充足不要。
- (3) を充足するなら書面決議不要

例②

併合

日本高格付債券

日本高格付債券

日本高格付債券

日本高格付債券

日本高格付債券

日本高格付債券

- (1) は充足するが、
- (2) は充足せず。
- (3) を検討するまでもなく書面決議必要

- (1) (2) 充足。
- (3) を充足するなら書面決議不要

例③

併合

マザーファンド  
受益権

新興外国債券

マザーファンド  
受益権 +  
新興外国債券

新興外国債券投資を目的とするファミリーファンドのベビーファンド  
(1) は充足するが、  
(2) は充足せず。  
(3) を検討するまでもなく書面決議必要

新興外国債券への直接投資  
(1) (2) 共に充足。  
(3) を充足すれば書面決議不要

新興外国債券への直接投資

# 参考：書面決議・併合等に関する法令

## ○投資信託及び投資法人に関する法律（抄）

（投資信託約款の変更内容等の届出）

第十六条 投資信託委託会社は、次に掲げる場合には、あらかじめ、その旨及びその内容を内閣総理大臣に届け出なければならない。

一 投資信託約款を変更しようとする場合

二 委託者指図型投資信託の併合（受託者を同一とする二以上の委託者指図型投資信託の信託財産を一の新たな委託者指図型投資信託の信託財産とすることをいう。次条第一項第二号において同じ。）をしようとする場合

（投資信託約款の変更等）

第十七条 投資信託委託会社は、前条各号に掲げる場合（同条第一号に掲げる場合にあつては、その変更の内容が重大なものとして内閣府令で定めるものに該当する場合に限る。）には、次に掲げる事項を定め、書面による決議を行わなければならない。

一 書面による決議の日

二 投資信託約款の変更又は委託者指図型投資信託の併合（以下「重大な約款の変更等」という。）の内容及び理由

三 受益者が電磁的方法（電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法であつて内閣府令で定めるものをいう。第三項において同じ。）によつて議決権を行使することができることとするときは、その旨

四 前三号に掲げるもののほか、内閣府令で定める事項

2～10（略）

## ○投資信託及び投資法人に関する法律施行規則（抄）

（投資信託約款の重大な内容の変更）

第二十九条 法第十七条第一項に規定する投資信託約款の変更の内容が重大なものとして内閣府令で定めるものは、法第四条第二項第一号、第二号、第五号から第十一号まで及び第十三号から第十五号までに掲げる事項並びに第七条各号に掲げる事項（※）の変更であつて、当該投資信託約款に係る委託者指図型投資信託の商品としての同一性を失わせることとなるものとする。

（※）投資信託及び投資法人に関する法律第四条第二項（抄）

①委託者及び受託者の商号又は名称、②受益者に関する事項、⑤受益証券に関する事項、⑥信託の元本及び収益の管理及び運用に関する事項（投資の対象とする資産の種類を含む。）、⑦投資信託財産の評価の方法、基準及び基準日に関する事項、⑧信託の元本の償還及び収益の分配に関する事項、⑨信託契約期間、その延長及び信託契約期間中の解約に関する事項、⑩信託の計算期間に関する事項、⑪受託者及び委託者の受ける信託報酬その他の手数料の計算方法並びにその支払の方法及び時期に関する事項、⑬受託者が信託に必要な資金の借入れをする場合においては、その借入金の限度額に関する事項、⑭委託者が運用の指図に係る権限を委託する場合においては、当該委託者がその運用の指図に係る権限を委託する者の商号又は名称及び所在の場所、⑮前号の場合における委託に係る費用



# 受益者数要件の撤廃

## 【中間論点整理】

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。

## <中間論点整理を踏まえた検討の方向性>

- 撤廃した場合に問題が生じるとすれば、多数の議決権を有する少人数の大口投資家の利益が、その他大多数の小口投資家の利益と相反する場合であるが、現在、ひとつの投資信託において「均等」ではない受益権が認められておらず、受益者間において異なる取扱いが行われていないことから、利益の多寡・大小の違いはあっても、大口投資家と小口投資家の利益が相反することが基本的には考えにくいのではないかと。
- この点、信託法では受益者集会における決議にあたって受益者数要件(過半数)が定められているが、これは、
  - ✓ 信託契約において別段の定めを置けば、単位数量化された基準(たとえば、保有する受益権の価格や受益権が均等な場合の受益権口数)に依らないといった柔軟な保有議決権の算定方法を定めることも可能であることを前提としているものと考えられる。
- また、信託法に基づく信託については、一定の事項について、受益者に受託者への指図権が委ねられる場合があるなど、受益者の個性が信託において大きな影響を及ぼす場合なども考えられるが、投資信託については、運用の指図に係る権限は委託者である運用会社が担っており、その観点からは受益者の個性の影響は限定的。

投資信託の受益権の内容の均等性が担保されるのであれば<sup>(注)</sup>、約款変更、併合手続の見直しの観点からも、今般の見直しにおいて受益者数要件を撤廃することとしてはどうか。

(注)この点に関し、後述の「同一投資信託における複数の報酬体系等の容認」の論点の取扱いとも整合的な対応が必要。

# 参考：受益者数要件に関連する法令

## ○投資信託及び投資法人に関する法律（抄）

（投資信託約款の変更等）

### 第十七条

1～7（略）

8 書面による決議は、議決権を行使することができる受益者の半数以上であつて、当該受益者の議決権の三分の二以上に当たる多数をもつて行う。

## ○信託法（抄）

第二百五条 受益者が二人以上ある信託における受益者の意思決定（第九十二条各号に掲げる権利の行使に係るものを除く。）は、すべての受益者の一致によってこれを決する。ただし、信託行為に別段の定めがあるときは、その定めるところによる。

2 前項ただし書の場合において、信託行為に受益者集会における多数決による旨の定めがあるときは、次款の定めるところによる。ただし、信託行為に別段の定めがあるときは、その定めるところによる。

（受益者の議決権）

第一百十二条 受益者は、受益者集会において、次の各号に掲げる区分に従い、当該各号に定めるものに応じて、議決権を有する。

一 各受益権の内容が均等である場合 受益権の個数

二 前号に掲げる場合以外の場合 受益者集会の招集の決定の時ににおける受益権の価格

2（略）

（受益者集会の決議）

第一百十三条 受益者集会の決議は、議決権を行使することができる受益者の議決権の過半数を有する受益者が出席し、出席した当該受益者の議決権の過半数をもつて行う。

2 前項の規定にかかわらず、次に掲げる事項に係る受益者集会の決議は、当該受益者集会において議決権を行使することができる受益者の議決権の過半数を有する受益者が出席し、出席した当該受益者の議決権の三分の二以上に当たる多数をもつて行わなければならない。

一～八（略）

3 前二項の規定にかかわらず、第百三条第一項第二号から第四号までに掲げる事項（同号に掲げる事項にあつては、受益者間の権衡に変更を及ぼすものを除く。）に係る重要な信託の変更等に係る受益者集会の決議は、当該受益者集会において議決権を行使することができる受益者の半数以上であつて、当該受益者の議決権の三分の二以上に当たる多数をもつて行わなければならない。

4 前三項の規定にかかわらず、第百三条第一項第一号又は第四号に掲げる事項（同号に掲げる事項にあつては、受益者間の権衡に変更を及ぼすものに限る。）に係る重要な信託の変更等に係る受益者集会の決議は、総受益者の半数以上であつて、総受益者の議決権の四分の三以上に当たる多数をもつて行わなければならない。

5（略）

# 反対受益者の受益権買取請求制度の見直し

## 【中間論点整理の概要】

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。

(参考) 投資信託及び投資法人に関する法律 第18条第1項

重大な約款の変更等がされる場合には、書面による決議において当該重大な約款の変更等に反対した受益者は、受託者に対し、自己の有する受益権を公正な価格で当該受益権に係る投資信託財産をもつて買い取ることを請求することができる。

## <中間論点整理を踏まえた検討の方向性>

- 受益権買取請求制度は、多数決原理によって成立した書面決議の結果に拘束される少数受益者に対し、書面決議がなかった場合の価格で投下資本を回収する機会を保障するという意義を有していると考えられるが、オープンエンド型投資信託においては、受益者は随時解約請求を行うことが可能であるため、書面決議に際して改めて投下資本の回収機会を追加する必要性は乏しいとも考えられる。
- 実態的にも、現行制度の下において、書面決議に反対した受益者は、自己の受益権を「公正な価格」で買い取ることを受託者に請求することができるが、この場合の「公正な価格」とは、書面決議により成立した約款変更等が効力を発生し、これに基づき当該投資信託の実際の運用や管理・運営等が変更され、その変更等に起因した信託財産の変化が生じない限り、右請求を行った時点での基準価額と考えられる。
  - オープンエンド型投資信託においては、上記のように受益権買取請求権を行使せずに、販売会社に対して、通常の解約・買取請求を行った反対受益者について、当該請求日の基準価額に基づく解約・買取金額が計算される。

オープンエンド型投資信託の場合、解約請求を行えば、解約時の基準価格に準じた価額によって償還金を受領できることから、反対受益者に与える不利益は乏しく、反対受益者の受益権買取請求制度の適用を除外することとしてはどうか。

# 同一投資信託における複数の報酬体系等の容認

## 【中間論点整理】

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ず、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る、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。

(参考) 投資信託及び投資法人に関する法律 第6条第1項

委託者指図型投資信託の受益権は、均等に分割し、その分割された受益権は、受益証券をもって表示しなければならない

## ＜中間論点整理を踏まえた検討の方向性＞

- 1つの投資信託において、信託報酬体系・為替ヘッジの有無について「均等」ではない複数のクラスの受益権の設定を行う場合、いずれの項目についても、
  - 予め信託約款等での運営ルールが定められ、
  - その運営の相違の結果生じる報酬原資・ヘッジコストの差額が、他のクラスの受益権の基準価額に影響を与えないよう、該当する受益権の基準価額に適切に反映されるのであれば、利益相反防止の観点から問題が生じる場面は限定的と思われる。
- 但し、受益者保護を担保する観点からは、制度上、そのような限定的場面をも念頭においた新たな利益相反管理の仕組み<sup>(注)</sup>の導入も併せて考える必要。

(注) 具体的には、種類受益者ごとに実施する書面決議制度を新設することが考えられる。
- また、一つの投資信託において、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について新たに制度化、内部管理や計理に関して抜本的に新たなシステムの構築も要する。
- 運用方針を同一とするが信託報酬体系・為替ヘッジの有無等について相違のある投資信託であれば、現在活用されているマザー・ベビー・ファンド方式によっても構築することが可能。また、こうした制度を要望していた一部の実務者等においても、マザー・ベビー・ファンド方式によらず、敢えて本改正による新たな投資信託を採用して導入すべき具体的な商品設計のイメージが未確立の状況。

制度化の検討に当たって必要となる具体的な商品設計に応じた論点の抽出も十分に尽くせていないことから、直ちに制度化するのではなく、引き続き実務者と具体的な論点等について議論を継続することとしたい。



# 運用財産相互間取引の容認範囲の明確化

## 【中間論点整理】

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関し、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。

## ＜中間論点整理を踏まえた検討の方向性＞

- 現状、金商法上、「運用財産相互間において取引を行うことを内容とした運用」は、どちらかのファンドの投資者に不利益となるリスクがあることから、原則として禁じられている。
- 但し、取引対象が上場有価証券等で公正な価額により取引されることを条件に、例外的に以下の取引は適用除外とされている。
  - ① 一方の運用財産の運用を終了させるために行う取引など投資信託運営上やむを得ない取引類型の場合
  - ② 双方の運用財産について、当該取引を行うことが必要かつ合理的と認められる場合
- また、個別の運用財産相互間取引を行うことにつき全ての投資家の同意を得た場合も容認される。
- こうした中、実務者からは以下のような要望がある。
  - ✓ 取引対象に関して、我が国金融商品取引所の上場有価証券は適用除外の対象となりうるが、外国の金融商品取引所に上場されている有価証券は対象とされていない（デリバティブ取引については国内外の市場デリバティブ取引が適用除外の対象とされている）
  - ✓ 投資信託運営上やむを得ないため、運用財産相互間取引が容認される取引類型として、投資信託約款等に定める投資制限を越えることを避けるために行う取引は列挙されているが、リスク管理等の観点から、約款に記載がない投資制限を、運用者の社内の内部管理規定で定めているような場合については、適用除外事例として列挙されていない。

- ①（一定の）外国金融商品市場に上場されている有価証券については、我が国の金融商品取引所に上場されている有価証券について容認されている範囲に準じて、運用財産相互間取引を容認してはどうか。
- ②「必要かつ合理的と認められる」取引に該当する事項として、投資家保護上問題の少ない取引について、更に例示を追加してはどうか。例えば、投資信託約款上は規定されていないが、社内のリスク管理等の観点から投資制限を設定している場合に、これを超過することを避けるために行う取引などを例示することとしてはどうか。

# 参考：金融商品取引法における運用財産相互間取引にかかる規定

## ○金融商品取引法（抄）

（禁止行為）

第四十二条の二 金融商品取引業者等は、その行う投資運用業に関して、次に掲げる行為をしてはならない。ただし、第一号及び第二号に掲げる行為にあつては、投資者の保護に欠け、若しくは取引の公正を害し、又は金融商品取引業の信用を失墜させるおそれのないものとして内閣府令で定めるものを除く。

二 運用財産相互間において取引を行うことを内容とした運用を行うこと。

## ○金融商品取引業等に関する内閣府令（抄）

（運用財産相互間取引の禁止の適用除外）

第二百九条 法第四十二条の二に規定する内閣府令で定める同条第二号に掲げる行為は、次に掲げる行為とする。

一 次に掲げる要件のすべてを満たす取引を行うことを内容とした運用を行うこと。

イ 次のいずれかの場合に該当するものであること。

（１）一の運用財産の運用を終了させるために行うものである場合

（２）法第二条第一項第十号に掲げる有価証券に係る解約金又は同項第十一号に掲げる有価証券若しくは同条第八項第十五号イからハまでに掲げる権利に係る払戻金の支払に應ずるために行うものである場合

（３）法令又は法第四十二条の三第一項各号に掲げる契約その他の法律行為に定められている投資の対象とする資産の保有額又は保有割合に係る制限を超えるおそれがある場合において、当該制限を超えることを避けるために行うものであるとき。

（４）双方の運用財産について、運用の方針、運用財産の額及び市場の状況に照らして当該取引を行うことが必要かつ合理的と認められる場合

ロ 対象有価証券売買取引等であつて、第三項で定めるところにより公正な価額により行うものであること。

二 次に掲げる要件のすべてを満たす取引を行うことを内容とした運用を行うこと。

イ 個別の取引ごとに双方の運用財産のすべての権利者に当該取引の内容及び当該取引を行おうとする理由の説明（（２）において「取引説明」という。）を行い、当該すべての権利者の同意（双方の運用財産の法第二条第八項第十五号イからハまでに掲げる権利に係る契約その他の法律行為において次に掲げる事項のすべての定めがある場合において同号に掲げる行為として行う取引にあつては、双方の運用財産に係る（１）の同意を含む。）を得たものであること。

2 前項第一号ロの「対象有価証券売買取引等」とは、次に掲げる取引をいう。

一 次に掲げる有価証券（法第二条第一項第二十号に掲げる有価証券であつてこれらの有価証券に係る権利を表示するもの及び同条第二項の規定により有価証券とみなされる権利のうちこれらの有価証券に表示されるべきものを含む。）の売買

イ 金融商品取引所に上場されている有価証券

ロ 店頭売買有価証券

ハ イ及びロに掲げる有価証券以外の有価証券で、次に掲げるもの

（１）法第二条第一項第一号から第五号までに掲げる有価証券（同項第十七号に掲げる有価証券でこれらの有価証券の性質を有するものを含む。）

（２）法第二条第一項第九号に掲げる有価証券（同項第十七号に掲げる有価証券で当該有価証券の性質を有するものを含む。）のうち、その価格が認可金融商品取引業協会又は外国において設立されているこれと類似の性質を有する団体の定める規則に基づいて公表されるもの

（３）法第二条第一項第十号及び第十一号に掲げる有価証券

二 市場デリバティブ取引

三 外国市場デリバティブ取引

## 参考：金融商品取引法における運用財産相互間取引にかかる規定（続き）

3 第一項第一号ロの対象有価証券売買取引等は、次の各号に掲げる取引の区分に応じ、当該各号に定める方法によるものとする。

- 一 前項第一号イに掲げる有価証券の売買 取引所金融商品市場において行うもの又は前日の公表されている最終価格に基づき算出した価額若しくはこれに準ずるものとして合理的な方法により算出した価額により行うもの
- 二 前項第一号ロに掲げる有価証券の売買 店頭売買有価証券市場において行うもの又は前日の公表されている最終価格に基づき算出した価額若しくはこれに準ずるものとして合理的な方法により算出した価額により行うもの
- 三 前項第一号ハに掲げる有価証券の売買 前日の公表されている最終価格に基づき算出した価額又はこれに準ずるものとして合理的な方法により算出した価額により行うもの
- 四 前項第二号に掲げる取引 金融商品市場において行うもの
- 五 前項第三号に掲げる取引 外国金融商品市場において行うもの

### ○金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（抄）

Ⅵ. 監督上の評価項目と諸手続（投資運用業）

Ⅵ-2-5-1 業務執行態勢

(2) 取引の執行

#### ③ 運用財産相互間における取引

管理部門等が、金商業等府令第129条第1項第1号（運用財産相互間取引の禁止の適用除外）に掲げる取引について適切に検証できる態勢となっているか。金商業等府令第129条第1項第1号イ(4)に規定する「必要かつ合理的であると認められる場合」とは、ファンド運用会社が、顧客間における公平性の確保や、顧客に対する最良執行義務又は忠実義務上の要請から、例えば次に掲げる方法等により、ファンド間取引に係る恣意性の排除に留意するとともに、公正な価格形成を図る場合をいう。

- イ. 異なるファンドマネージャーの投資判断に基づく売りと買いの注文について、トレーダーが執行する取引（ただし、当該銘柄に係る流動性等を勘案して価格形成に影響を与えるおそれが無く、かつ、同一トレーダーによる取引の場合は、当該トレーダーに執行についての裁量を与えられていないものに限る。）
- ロ. 寄付前に、売りと買いの注文の双方を成行注文で発注する取引（ただし、当該銘柄に係る流動性等を勘案して、価格形成に影響を与えるおそれの無いものに限る。）
- ハ. ゼラ場における売りと買いの注文について、その発注時刻に相当程度の間隔がある取引（ただし、当該銘柄の流動性等を勘案して、価格形成に影響を与えるおそれの無いものに限る。）
- ニ. 契約又は信託約款等の規定に基づき系統的に運用するインデックスファンドに係る取引等（ただし、当該銘柄に係る流動性等を勘案して、価格形成に影響を与えるおそれの無いものに限る。）
- ホ. 個別の取引に係る発注のタイミング及び価格等が、ファンド運用会社以外の第三者に委ねられることとなる、VWAP取引や計らい取引等（ただし、当該銘柄に係る流動性等を勘案して、価格形成に影響を与えるおそれの無いものに限る。）
- ヘ. 銘柄数が少ないため、同一銘柄の注文を避けることが困難な先物取引等（ただし、当該銘柄に係る流動性等を勘案して、価格形成に影響を与えるおそれの無いものに限る。）

# その他の施策

## 【中間論点整理】

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等の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。

## ＜中間論点整理を踏まえた検討の方向性＞

### 【価格調査制度の見直し】

- 現在、一定範囲の特定資産の取得・譲渡に際して、一律に第三者による価格調査が必要とされているため、特に定型的に価格が決まるような類型の特定資産にまでこうした制度が適用され、結果として受益者が不要なコストを負っているとの指摘がある。
- 取引所上場有価証券や店頭売買有価証券、コールローン、市場デリバティブ取引、商品取引所上場商品等は既に本制度の対象から除外されているので、適用除外の規制緩和要望が高い特定資産は店頭デリバティブ取引である。
- 相対で行われる店頭デリバティブ取引は個別性が高いものもあるが、商慣行などに基づき、算定基準が一定程度標準化しているような取引類型にまで、一律に対象とすることは適当ではないのではないか。例えば、
  - ✓ デリバティブ取引のうち、市場デリバティブ取引は、取引所への上場に際しての標準物の設定を通じて個別性が捨象され、市場における価格形成が可能となっており、現行でも価格調査制度の対象外である
  - ✓ 金融商品取引清算機関が金融商品債務引受業の対象としている適格金利スワップ取引では、個別性が捨象されて取引条件がある程度標準化され、さらに、証拠金の算出方法の標準化を通じて一定の算式による時価評価額の算定が可能となっている
  - ✓ また、金利スワップのレートなど、商慣行に基づき、取引条件・経済的価値の算出方法について一定程度標準化が進んでいる取引類型なども存在する
  - ✓ これらの店頭デリバティブ取引については、市場価格や、金融商品取引清算機関の定める規則に従った時価評価額の算出方法等を参照することにより、第三者価格調査を行わずとも、実態的には、価格算定の透明性を確保し得る場合があるのではないか

金融商品取引所や金融商品取引清算機関のルール、商慣行などに基づき取引条件及び経済的価値の算出方法が一定程度標準化され、価格調査によらずとも価格の公正性を確保することが可能であると考えられる類型の店頭デリバティブ取引について、価格調査制度の適用を除外するための要件の検討を、実務家等の意見も聴きながら進めていくこととしてはどうか。



## 【利益相反のおそれがある場合の受益者等への書面交付の時期・手法の見直し】

- 現行法令では、利益相反のおそれのある行為を行う度に、運用会社がすべての受益者に対して遅滞なく当該取引の内容、理由等を記載した書面を交付する必要があるが、受益者が不特定多数である場合が多い公募投資信託において、すべての受益者に逐次で通知を行うのは実務上困難という指摘がある。
- 利益相反取引については金商法において一定の禁止行為が定められる等の規制がされているほか、投資信託を運営する運用業者に対しては受益者に対する善管注意義務や忠実義務が規定されている。

利益相反のおそれがある行為を行う度に電子的な公告を行うことに加え、運用報告書<sup>(注)</sup>に記載することを以って受益者に報告することで足りると考えることとしてはどうか。

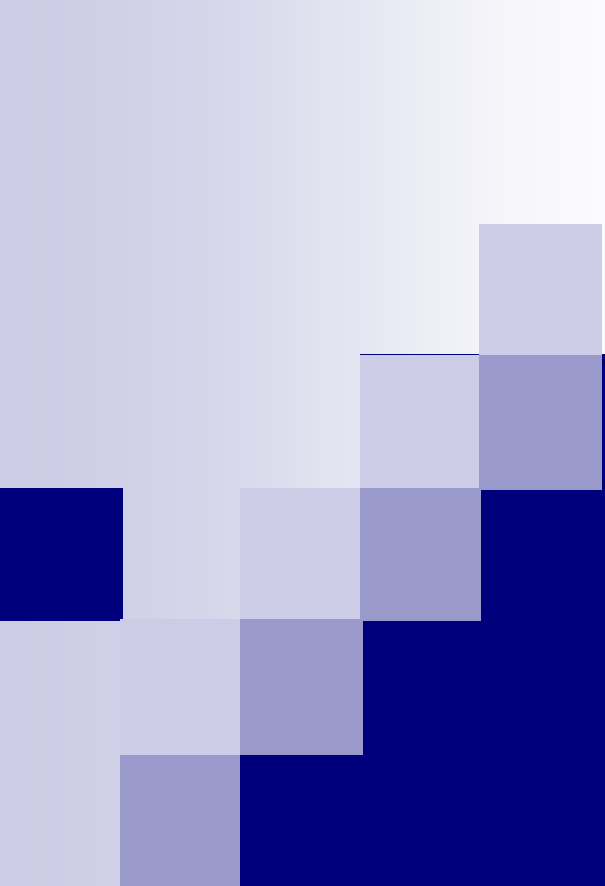
(注) 電子公告のみによるということも考えられるが、受益者がかかる不定期に発生する電子公告を都度発見し、利益相反取引の内容を認識するとは限らず、受益者によるモニタリングにつき実効性が失われる可能性がある。

## 【MRF等の安定的な運営に資する措置】

- MRF、MMFは日々決算を行い、上がった収益を当日中に分配又は再投資に回すことによって毎日基準価額が1口1円で固定されている。システムも基準価額が1口1円であることを前提としているため、保有債券の突発的な価値の毀損等により基準価額が1口1円を割り込んだ場合、MRF、MMFについてはシステムを通じた追加設定や一部解約が行えず、全て手作業による作業となる。
- また、特にMRFは証券決済口座用ファンドであり、個人投資家の証券投資の決済資金を運用するという役割を担っている。
- 国際的な規制改革の議論の中では、MMFが短期マーケットへの有力な資金供給源になっているといった点にも鑑みて、マネーマーケットを投資対象とする日々決算型のファンドに関して、適切な規制が提起されている<sup>(注)</sup>。

(注) Policy Recommendations for Money Market Funds published by IOSCO on October 9, 2012

国際的な規制改革の動向も踏まえつつ、受益者の円滑な解約手続等を目的とした運用会社等による毀損運用財産の買取り等を損失補填規定の適用除外とすることを含め、MRF等の安定的な運営に資する措置についての検討を進めることとしてはどうか。



## 2. 投資法人制度

# 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

## 【中間論点整理】

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。

## <中間論点整理を踏まえた検討の方向性>

投資法人の性質及び事業支配を制限する趣旨を踏まえつつ、実質的に投資法人が海外不動産を取得するのと同視できるような場合について、過半議決権保有制限の対象外としてはどうか。

具体的には、

- REITが株式を取得する海外SPCについては、海外不動産の取得、譲渡、賃貸及び管理の委託等のみを目的とし、現にこれらの業務のみを行っていること  
(⇒当該海外SPCが他の法人の株式等を取得して複層化することを含め、潜脱的に他の事業を営まないよう、実質的に海外不動産取得と同視できるような場合とする)
- 当該海外SPCが得た収益のうち配当可能な部分について、投資法人への配当を留保しないこと  
(⇒海外不動産を直接保有する場合と同じような経済効果が得られるよう、実質的に海外不動産取得と同視できるような場合とする)

などが確保できる場合について、投資法人による海外SPC株式の過半議決権保有を認める方向で検討してはどうか。

## その他検討事項

### 【中間論点整理】

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。

### <中間論点整理を踏まえた検討の方向性>

#### 【役員任期】

- 現行法における執行役員の任期は、旧商法の規定を踏まえ、2年を超えることができないとされている（投信法第99条）。毎回一定の曜日に開催しようとするれば、役員選任の投資主総会を経る毎に徐々に役員の任期末日ひいては投資主総会開催日が前倒しされていくこととなり、実務上支障があるとの指摘がある。

（注）任期満了日に先立って投資主総会で役員の選任決議を行い、任期満了日を新たな任期の起算日とすることで上記の問題に対応している事例もあるが、選任決議が行われる時点と役員の任期開始日の間の乖離が常態化する恐れがあるという問題がある。

開催毎の投資主総会開催時期の前倒しや役員の先日付での選任を招く現状を見直すため、役員任期（現行は執行役員：2年を超えることができない、監督役員：4年）を、あらかじめ投資主総会の開催時期を投資法人規約で定めた場合（例えば、2年毎の決算期末から一定の期間内に開催）には、投資主総会の終結の時までとすることができることとしてはどうか。

#### 【投資主総会開催日の2か月前公告規制】

- 投資主総会の招集には、2か月前までに公告を要する（投信法第91条）が、投資法人の迅速な意思決定を阻害しているとの指摘がある。

（注）上記公告制度は、投資主の議題追加権（行使する場合は投資主総会の8週間前まで）を行使し易くするためと説明されているが、同様の議題追加権が株主に認められている株式会社においては会社法上、上記公告制度は存在しない。

投資主の権利を保護しながら投資法人の意思決定を迅速化するため、投資主総会開催時期に関する投資法人規約の定めがあれば、投資主総会開催日の2か月前までの公告を省略することができることとしてはどうか。

### 【一般事務委託契約変更のうち軽微な変更の投資主への通知方法】

- 一般事務委託契約の内容変更は、投資主への通知事項とされている（投信法施行規則第169条第3項）が、全ての投資主に随時通知を行うのは実務上多大なるコストを要し、かえって投資主の利益とはならないとの指摘がある。

事務委託の内容に影響を及ぼさない軽微な変更（例：法改正に伴う形式的変更など）については、投資主への随時の通知ではなく計算期間毎にまとめて、例えば資産運用報告に記載することで代えることができることとしてはどうか。