



西村高等法務研究所座談会

「投資運用業への新規参入促進の課題と近時の制度改革」

(2025 年 7 月 2 日実施)

2025 年 10 月

西村高等法務研究所 Nishimura Institute of Advanced Legal Studies

西村高等法務研究所座談会

「投資運用業への新規参入促進の課題と近時の制度改正」(2025 年 7 月 2 日実施)

【出席者】

神作裕之(学習院大学法学部教授、西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 アドバイザー)

伊藤剛志(西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士)

本柳祐介(西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士)

下田顕寛(西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士)

司会：有吉尚哉(西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士)

【目次】

- 1 参加者の紹介
- 2 近年の政策的な取組み
- 3 外国の投資運用業者による参入の障害
- 4 政策的な取組みの効果
- 5 まとめー現状の評価と制度的に改善すべきポイント

1 参加者の紹介

有吉： ただ今より西村高等法務研究所座談会「投資運用業への新規参入促進の課題と近時の制度改正」を開催致します。私はこの座談会の司会を務めます西村あさひ法律事務所・外国法共同事業の弁護士の有吉尚哉です。この座談会では、学習院大学法学部教授の神作裕之先生と西村あさひ法律事務所・外国法共同事業のファンドや投資運用業の実務に詳しい弁護士 3 名を参加者として、投資運用業への新規参入の課題、特に外国の投資運用業者が日本で投資運用業を行うことの障壁と、近年の資産運用立国実現プランの一環として実施されている投資運用業への新規参入を促進するための施策の評価について、理論面と実務面からディスカッションを行いたいと思います。それではまず参加者の皆様から投資運用業への関わりを含めて自己紹介をお願いしたいと思います。最初に神作先生、お願いします。

神作： 学習院大学の神作裕之です。大学では、商法、金融法や金商法などを担当しています。2024 年 4 月よりご縁があって、西村あさひ法律事務所にお世話になっております。

私は、本日の座談会にご出席の先生方とは異なり、実務には全く通じておりません。投資運用業とは専ら投資運用業規制の見直し等に係る金融庁における議論に参加するという形で関わって参りました。最初に投資運用業規制に関わったのは、2012 年に報告書が公表された金融審議会「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」への参加でした。同ワーキング・グループの報告では、投資信託の変更や併合等に関する書面決議の見直し、あるいは現物と金銭の混合形態による ETF の設定や償還の解禁などが提言され、実際に制度の見直しに繋がりました。その後、2015 年の適格機関投資家等特例業務の規制強化を提言した「投資運用等に関するワーキング・グループ」、また顧客本位の業務運営に関する原則の策定について提案を行った 2016 年の「市場ワーキング・グループ」に参加しました。

2020 年以降は有吉先生とご一緒に「市場制度ワーキング・グループ」に参加し、本日のテーマの一つである海外投資家等特例業務と移行期間特例業務の新設、それから顧客の最善の利益を勘案した誠実公正義務の金融事業者等への横断的規制、J-FLEC(金融経済教育推進機構)の創設、プロダクトガバナンスの原則を定めた顧客本位の業務運営に関する原則の補充原則の策定等に関する議論に参加する機会を頂きました。

本日のテーマであるミドル・バックオフィス業務の外部委託による参入要件の緩和及び運用財産のすべてについてその運用権限を全部委託することを解禁した 2024 年の金商法及び投信法の改正も、2023 年末に公表された「市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース 報告書」に基づくものです。本日はこれらの制度の見直しが実務において実際に活用されているのか、あるいは実効的に運用されているのか、問題があるとしたらどこに問題があるのか、その

解決の方向性などについて実務に精通した先生方からお話を頂くことを楽しみにしています。どうぞ宜しくお願い致します。

有吉： ありがとうございます。それでは続いて伊藤先生、お願いします。

伊藤： 西村あさひ法律事務所・外国法共同事業の弁護士の伊藤剛志と申します。私は2000年に当事務所に入所しましたが、当事務所に入所した時の指導担当弁護士がまさにファンド・資産運用分野のパートナーでして、入所した頃から指導担当弁護士の下でファンド・資産運用分野の法務に関して携わらせて頂きました。他方、大学時代に、東京大学の中里実先生の下で租税法の勉強をしていたこともございまして、入所以後、租税法分野についても継続的に研鑽し、実務にも携わっておりまして、近年は租税法分野を中心に業務をしております。そのようなご縁もありまして、資産運用業務と日本の税制との関係については、従来から興味を持っている分野でございまして、租税法分野や租税実務からの小職の愚見なども共有させて頂ければと思っております。宜しくお願いします。

有吉： ありがとうございます。では続いて本柳先生、お願いします。

本柳： はい。西村あさひ法律事務所・外国法共同事業の本柳祐介です。宜しくお願いします。事務所に入所してからずっとアセットマネジメント関係の仕事をして頂いていまして、2000年代中盤以降 LPS に関する業務を多く取り扱っています。LPS については LP 側にも GP 側にもアドバイスしております。クロスボーダーの案件では、どちらかというと、国内 LP が海外の LPS に投資するような仕事が多くなっていますが、海外の業者が国内に出てくる関係では海外の資産運用業者のお手伝いも多く取り扱っています。海外の業者の場合は、LPS に限らず、信託形態や会社形態のファンドもお手伝いしています。投資信託について個人的にはずっと課題があると思っています。投信法の比較的大きな改正が 2014 年に施行され、それを機に投資信託に関する本を書いたのですが、業界内では比較的読んでもらえているのだらうと思っています。この本は、法律のことはあまり分からずに、投資信託協会の自主規制規則と社内規則で実務を回していらっしゃる人も多いなという印象ではあったので、法律の側面から、投信法というのはこういうものですよという形で整理したものです。投資信託委託会社のリーガルワークは内製化が進んでるので我々に対する大きなご依頼は少ないものの、継続して投資信託の分野でもお手伝いをしているところです。最近業界の方と勉強会をさせて頂き、神作先生にもご出席頂きながら、同世代よりも若い人たちと一緒にこれからどうしていくかというのを考えられたらなと思っているということです。宜しくお願いします。

有吉： ありがとうございます。それでは次に下田先生、お願いします。

下田： 西村あさひ法律事務所・外国法共同事業の下田顕寛でございます。宜しくお願い致します。私が本格的に資産運用業務に携わったきっかけは、2010年に経産省が公表した投資事業有限責任組合契約のモデル契約の改定に携わったところと思っ

ております。その時に LPS とはこういうものだということを、いろいろと学ばせて頂きまして、その後、ベンチャーファンドや PE ファンド、不動産ファンド、再エネファンドなど、様々なビークルを利用した、典型的には機関投資家向けの私募ファンドの組成、またそこからの投資実行などに携わってきました。また、詳細については後程お話させて頂きますが、2018 年から 2 年半にわたって金融庁で任期付公務員として業務をさせて頂きまして、そこでは、主に、FinTech の他、資産運用業の活性化・振興に係る各種施策を担当させて頂きました。私が所属したのが総合政策局総合政策課という官房部門で、どちらかというところでは日本の資産運用業を発展させていくかというような、現在の資産運用立国政策の走りのような施策をいろいろと企画・検討していくというところでございます。そこでは、弁護士として関与することの多かった私募ファンドに限らず、リテール向けの公募投資信託なども含めて、あらためて資産運用業ビジネスという世界を広く見させて頂きまして、そこからいろいろと私なりの問題意識や検討課題なども持たせて頂きましたので、そこら辺も含めて本日はお話させて頂きたいと思っております。どうぞ宜しくお願い致します。

有吉： ありがとうございます。最後に司会を務めます私有吉の紹介も簡単にさせて頂きたいと思います。日頃、投資運用業に関わるアセットマネージャーや、それから信託銀行などを含む金融機関の規制対応のサポートなどもしております。また先ほど神作先生からもご紹介がありましてとおり、金融審議会での資産運用業関連の制度改正の議論にもこの数年加わらせて頂いております。ただ本日私自身は聞き役ということで、専門の皆様のお話を聞かせて頂くことで進めていきたいと思っておりますのでどうぞ宜しくお願い致します。

2 近年の政策的な取組み

有吉： それではディスカッションの中身のほうに進めていきたいと思いますが、まず、近年の投資運用業への新規参入の促進ということに関連する政策的な取組の全体像を簡単に私から紹介、説明したいと思います。

資産運用に関する 2020 年以降の主な取組みとして時系列で見えていきますと、まず、金融庁は、2021 年 1 月 12 日に「拠点開設サポートオフィス」を庁内に開設しています。「拠点開設サポートオフィス」は、日本が国際金融センターとなることを実現するための取組みの一つであり、新規に日本に参入する海外の資産運用会社等の登録に関する事前相談、登録手続及び登録後の監督を英語で行うとともに、これらの業務をワンストップで行う窓口です。後ほど、企画立案に関わった下田先生に補足してもらえればと思います。

次いで、2021 年 11 月 22 日に施行された金商法の改正により、海外の金融機関や資金を取り込む観点から簡素な要件・手続により投資運用業への参入を認める海外投資家等特例業務制度と移行期間特例業務制度の 2 つの制度が創設されまし

た。前者の海外投資家等特例業務制度は、主として海外投資家を出資者とする集団投資スキームの自己運用について、届出により行うことを認めるものであり、後者の移行期間特例業務制度は、5 年間の時限措置として、外国において外国当局の監督を受けて海外投資家向けの投資運用業を行う業者について、届出により国内での業務を認めるものです。ただ、いずれの制度についても、これまでほとんど利用されていない状況にあります。

2023 年 12 月 13 日には、政府より資産運用立国実現プランが公表されています。資産運用立国実現プランの政策パッケージの中には、国内外からの投資運用業への新規参入の促進につながる施策も含まれており、例えば、投資信託の基準価額に関する一者計算の促進などの日本独自のビジネス慣行や参入障壁の是正や、新興運用業者促進プログラム(日本版 EMP)の実施などがあげられます。これらの施策は、順次取組みが進められています。

法令改正によるものとしては、2025 年 5 月 1 日施行の金商法・投信法改正により、投資運用関係業務受託業制度が創設されています。投資運用業者から経理業務又はコンプライアンス業務といったミドル・バックオフィス業務を受託する事業者任意の登録を認める制度で、この登録業者に投資運用業を行おうとする者が業務を委託すると金融商品取引業の登録要件が緩和されることになります。また、合わせて従来禁止されていた投資運用業者による運用権限の全部委託を認める旨の改正も行われており、ファンド運営機能に特化した投資運用業が認められることになりました。いずれも投資運用業を行うための体制整備の負担を軽減し、ビジネスモデルを多様化するものと評価できます。

さらに、2025 年 6 月 24 日施行の投信法施行規則の改正により、不芳ファンドの整理などを行いやすくするため、純資産総額が一定額を下回った投資信託契約の解約手続の緩和が図られています。この改正は、既存の投資信託の効率化というだけでなく、投資運用業への参入の促進にもつながる改正と評価できます。

金融庁監督局の組織としても、2024 年 7 月には、資産運用業の監督ポストを独立させて新たに「資産運用参事官室」を設置し、さらに 2025 年 7 月には課に昇格させて資産運用課が設置されることになりました。銀行、証券、保険と並ぶ金融業の第 4 の柱として資産運用業の育成を目指すための組織再編と評価されています。

下田先生は先ほどの自己紹介でもお話し頂きましたとおり、資産運用立国の走りという段階であったというご説明でしたが金融庁で任期付公務員として在職していた際に拠点開設サポートオフィスの設定にも関わっていたとお聞きしています。このサポートオフィスを設置した背景や制度の概要についてご説明をお願いしますでしょうか。

下田： はい。ありがとうございます。拠点開設サポートオフィスというのは、今説明頂きましたとおり 2021 年に設置されたものとなります。私が金融庁で業務を行っ

ていたのは 2018 年から 2020 年なので、厳密には私が当事務所に戻った後に設置されたものということにはなるのですが、拠点開設サポートオフィスにはその前身がございまして、それが、ほとんど同じような名前ではあるのですが、金融業の拠点開設サポートデスクでした。この拠点開設サポートデスクは 2017 年に設置されたもので、まさに私が金融庁において担当していたもので、金商業を主な対象とはしつつも、当時の仮想通貨交換業や資金移動業、信託会社など、各種の金融事業者も受け入れていました。ただ、やはりメインは資産運用業でございまして、資産運用業を海外から誘致する、もしくは海外で頑張られている日本のアセットマネージャーの日本への回帰を促すというようなことを目的として、一つの標語としてはファストエントリーという用語を使っておりましたが、できるだけ柔軟にかつ迅速に日本での事業の開始が可能となるようサポートさせて頂くということを目的にやらさせて頂いたものになります。具体的なサポートの方法としては、やはり、金融法令上の解釈や手続などの相談を中心としておりました。例えば、海外事業者から見ると、日本の第一種金商業、第二種金商業、投資運用業、投資助言・代理業という四業種の関係とか、適用除外の関係とかは、やはり分かりづらいようで、事業者が企図しているビジネスモデルを、この四業種をどうやって組み合わせれば実現できるだろうというのは、ちょっと海外の事業者から見ても…日本の事業者から見ても難しいかも知れないですが…、海外事業者から見るとより難しいというところもあります。そういうところでまず初期的なご相談を受けて、こういうビジネスモデルであればこういうライセンスを取ってやるというのがあるのではないかというような説明をしたり、また、そのためにはどのような要件、人的構成や社内体制を具備すれば良いのかなど、登録審査を開始する前の初期的なご相談を主に実施していたものになります。私が担当した 2017 年から 2021 年までの 3 年ちょっとで、サポートデスクを通じて金商業の登録が完了したというのが 20 数社ぐらいあったという記憶なんですけど、ご相談を受けたものの登録手続までいかなかったものや、そもそも許認可は不要というものなども多くありましたので、全体のご相談数としてはその何倍もありました。そのような流れがございまして、今の資産運用立国というような政策がより明確になってきた段階で、その機能をより強化していこうというような取組みの一環として、2021 年に、拠点開設サポートオフィスに昇華されたというところでございます。サポートオフィスについては、私が事務所に帰任した後に開始したものですので不正確な点もあるかも知れませんが、サポートデスクとの大きな違いで言うと、主に 2 点あるかなと思ってございまして、サポートデスクは、あくまで総合政策課というところでやっておりましたので、登録手続との関係で言えば、初期的かつ第三者的な立場でのサポートがメインになっておりましたが、サポートオフィスは、実際の登録手続や監督を行う財務局と合同で行うというような部署として改組されましたので、先ほどの初期的なサポートということに加えて、かつ

登録審査だけではなくて登録後の監督まで含めた、切れ目のない一貫したサポートを達成しようとするところが一つの大きな違いであるものと思います。もう 1 点は、この拠点開設サポートオフィスの設立日と同日に施行されました、先ほども触れられました改正法で英語での手続が可能になったということがございます。サポートデスクは、法的なバックグラウンドは全くないところでやっておりましたが、サポートオフィスは、そのような英語による手続の実施が可能となったこととセットで対応できるという意味で、一つ制度的な基礎ができたというところが大きな違いであると思っています。そのため、サポートオフィスには英語ができる当局の方々を中心に配置されて、特に海外事業者からのご相談をそこで集中的に対応できるような体制が整えられたと認識しております。あとは兜町にオフィスが設置されるとか、ネットで拝見すると、最近大阪とか北海道にも支部が設置されたらしいので、かなり積極的にアプローチされている印象です。また、登録手続の透明化とかいった観点で、投資運用業等登録手続ガイドブックという、登録手続や日本における資産運用関連のビジネスモデルの解説などをさせて頂いたものを公表させて頂いたり、これは 2019 年の施策になりますけど、当時の情勢などを背景として、海外で災害等により業務継続が困難になった金融事業者が日本国内で一時的に業務を行うための承認制度というものができまして、海外誘致の、特に最初のほうの施策の一つだったと理解しております。このように、私が金融庁に所属していたときには、諸々の資産運用関連の施策を担当させて頂いたというところでございます。

有吉： 詳細な説明ありがとうございます。2018 年くらいからということだと、今から 7 年くらい前からすでに金融庁の具体的な施策として海外の投資運用業者の参入促進の制度改正が進められていたというのは、改めて振り返ってみると長く続いているという印象を受けました。それでは神作先生、下田先生あるいは私のほうで紹介したものに限る必要はございませんが、近年の投資運用業関連の政策的な取組の意義について解説をお願いできますでしょうか。

神作： 本日の座談会の趣旨は、投資運用業への新規参入促進に係る法規制の変遷を前提に、その評価、課題の摘出及び課題解決の方向性を議論することにあると思います。新規参入を促進し、投資運用業に携わる人材の蓄積や競争等を通じて、投資運用業の高度化・多様化・効率化を実現する機会が得られると考えられます。そのような観点からすれば、新規参入の促進は、投資運用業にとって非常に重要な課題であり意義のあることだと思いますけれども、始めに投資運用業への新規参入を促進する背景事情ですとか、その際に考えるべき点について、私が理解しているところを若干お話しさせていただきます。

投資運用業への新規参入の促進は、それ自体重要な課題ではありますが、最終目的であるわけではなく、貯蓄から投資(資産形成)への流れの促進、更にはそれを通じた国民の安定的な資産形成と資本市場による効率的な資金配分を実現

し、リスクマネーの供給を通じて投資先企業の中長期的な向上を図るとともに、新興事業者を含むイノベーションを促進することを最終的な目標にしていると考えられます。2014年に導入されたNISAは2024年には抜本的に拡充されるとともに恒久化され、2025年3月末の時点でNISA口座は2647万口座、累積買付額は59兆円に達しました。NISA口座の残高は、2024年末時点で34.4兆円であり、着実に国民に浸透していると評価できると思います。特に、年代別の口座普及率は40代が最も多く、30.1%、次いで30代が33.8%と多く、20歳代も23.1%と若い世代にも投資の裾野が広がりつつあることは明るいデータだと思います。長期・分散・積立てという資産形成のための投資にふさわしい典型的な特徴をもつNISAに見られるように、貯蓄から投資(資産形成)へとようやく動き出しつつある現在、資産形成の中核的なプレーヤーである投資運用業者の参入及び競争が促進されることは、とりわけ望ましいと考えられます。

特に資産運用の高度化及び効率化という観点から、欧米の先進的な資産運用会社に比較すると、日本の資産運用業者にはまだまだ海外を参考にすべき部分が多く、更に海外資産の運用力を強化するためにも海外事業者及び新興の投資運用業者の適正な参入と公正な競争の促進が期待されます。

もともと、投資運用業者の参入促進と競争促進のために参入規制をいわずに緩和すればよいかというと、そのような単純な話ではないと理解しています。第1に、投資運用業者の行為規範、とりわけ顧客の最善の利益を勘案しつつ誠実公正に業務を遂行する義務及びプロダクトガバナンスに係る行為規範は、投資者の利益を保護し、投資者及び市場の真のニーズに合致した金融商品を組成し、又はそれに投資することを確保するためにとっても重要なことであると考えられます。投資運用業者には金商法上すでに忠実義務や善管注意義務が課されてはおりますけれども、2017年に法的拘束力のないプリンシプルベースとしての「顧客本位の業務運営に関する原則」が策定され、利益相反に対するコントロールとともに顧客の最善の利益を図るべきことなどが原則的な規範として謳われました。顧客の最善の利益を図る義務は、法的拘束力のある規範として、2023年の金融サービス提供法の改正により、金融事業者及び年金関係者に対して一般的、横断的に課されるに至っています。また、プロダクトガバナンスにつきましては、2024年の市場制度ワーキング・グループの報告を受け、「顧客本位の業務運営に関する原則」が改訂され、その補充原則において、投資運用業者を名宛人とする行為規範が定められました。一般論として言えば、投資運用業者の行為規制の充実及びその実効性確保とともに、参入規制について緩和を進めていくべきであると考えられ、そのような方向性が合理的であり、まさに日本はそのような方向性を辿ってきているのではないかと見ています。

第2は、投資家の側のリテラシーの向上です。こちらも参入規制のあり方と密接な関係があると思われます。2020年以降の重要な動向は、2023年の金融サービ

ス提供法の改正により一法律の題名も金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律に改められました一、政府は国民の安定的な資産形成の支援に関する施策の総合的な推進に関する基本方針を定めるべきものとされるとともに、金融経済教育推進機構、いわゆる J-FLEC が国民の金融リテラシーの向上を目指して創設されました。J-FLEC は 2024 年の 8 月から本格稼働しています。金融サービスの利用環境が整備され、とりわけ投資者の金融リテラシーが向上すれば、事前規制から事後規制へと更に重心を移していくことが可能になると思います。このように、投資運用業者の新規参入の促進というのは、投資運用業規制の全般的な見直しの一環としてバランスを取りながら行われているということを踏まえておくことが必要ではないかと考えています。

有吉：ありがとうございます。投資運用業者の参入や競争の促進、これ自体が目的ではない。何のために参入促進、あるいは競争の促進を図っていくのかという、この肝心なところを忘れてはいけないというのは非常に重要なご指摘と感じました。また、一般投資家のリテラシーの向上ということと金融規制のあり方というか制度設計を相関して考えていく必要があるというご指摘も非常に勉強になったところでございます。ありがとうございました。

伊藤：今のところについて、ご質問をさせて頂いて、よろしいですか。

有吉：伊藤先生どうぞ。

伊藤：近年の投資運用業の参入規制の改正というのが、結局、何を目的としているのか、いろいろな要素は確かにあると思うのですが、例えば、海外の資産運用業者が日本に来たとします。海外の資産運用業者に対して、日本の投資家の資金を日本で運用することを求めているのか。海外の資産運用業者が入ってくる以上、海外の資金を日本で運用するということをして欲しいのか。そうではなくて、今やグローバルな世界だから、海外の運用業者に日本の投資家の資金を海外で運用する際のゲートとなって欲しいのか。海外の投資運用業者の参入という側面を考えただけでも、いろいろなパターンがあるはずだと思っていて、そのような中で、近年の投資運用業の参入規制というのは、何を目的しているのでしょうか。総花的なお話はあるにしても、結局、どこを目指すのかによって考えるべき制度が異なってくるのではないかともし思っていて、具体的なところで何を目的しているのか、実はよく分からないように感じております。そのような点について、神作先生は、どのようにご覧になられておりますでしょうか。

神作：ご指摘ありがとうございます。今、先生がご指摘された 3 つのルートは、いずれも制度目的として含まれていると思います。それに加えて、おそらく当局が問題意識を持っているのは、日本の資産運用会社がグローバルな観点から見ると、人材の面でもノウハウ等の面でも、また規模の点でも発展の余地が大きいということです。

そのための解決策の 1 つとして、海外の資産運用業者が日本に入ってきて、3 つ

のルートのいずれであれ、日本の資金や海外の資金をめぐって、さらに日本の市場においても海外の市場においても伍して競争していくとともに、日本の事業者もそういった海外の事業者のビジネスモデル等を見て、そこから学ぶこと、あるいは、この業界は人材の交流が非常に活発なところだと思いますので、人材の異動などを通じて資産運用に携わる人材が高度化するということもあると思います。

ご指摘のように、日本のマネーを海外の資産に投資するということが大変重要な課題、まさに国民の資産形成に資するという意味において資産運用立国の最終的な目的の1つだと思いますけれども、その際には、まさに伊藤先生が先ほど仰ったように、海外の投資運用業者がゲートになるとともに、海外の資産に投資する際に、これまで日本の資産運用会社はあまりにも多くの資産運用を海外の資産運用会社にアウトソースしているのではないかと、という問題意識があると思います。日本の資産運用会社も、もう少し自前で海外の投資対象に投資をし、そのためのノウハウや経験を蓄積する必要があることが期待されているのだと思います。海外の資産運用会社に投資権限を外部委託するだけでなく、それらの業者と競争しあるいは協業しながら自分自身もそういった海外の資産運用のための様々なノウハウや知識や経験を積んでいくことのきっかけになることに期待している面があると思います。

伊藤： ありがとうございます。いつもそこがよく分からないなと思うところで、例えば海外への投資という点では、最近、NISA でオルカン¹が非常に売れていて、個人のリスクマネーが国内投資ではなくアメリカに流れていっているといった話もある中で、そのようなマネーの流れの中に海外の資産運用業者の国内参入が意味を有するのだろうか、と考えるとあまり意味があるように感じられないように思われます。国内へのリスクマネーの供給という話だと、むしろ海外の投資家を顧客に持っている海外の資産運用業者が日本に拠点を設けて、日本での資産運用をしてくださいという方向も考えられ、海外の資産運用業者の国内参入という、そちらの側面のほうが強いのではないかと、先ほど下田先生から解説のあった海外の資産運用業者の拠点開設サポートは、むしろそういう側面を考えていらっしゃるのかなとも思われるところです。実際には、業規制だけどう変えればよいか、という話だけではなくて、いろいろな目的がある中で、何を主な目的と考えるかによって、その目的に向かって他の関係する制度もデザインして揃えていかないと、実務は、その目的に向かって動かないし、促進されないんだろうと思うところがございます。そうすると、結局、日本として何を目的に業規制を緩和して海外の業者に入ってきて下さいと言っているのか、というところをもう少し明確に

¹ 三菱 UFJ アセットマネジメント株式会社が運用する投資信託である「eMAXIS Slim 全世界株式(オール・カントリー)」。

していかないと、関連する制度として何をどう修正すればよいのかという議論が進まないのではないかとこの気もしております。最近のいろいろなお話というのが、総花的に総論的には非常によく分かるのですが、でもその中で、何を目的にこの制度を実施するのかという点が、明確ではないのではないかと、思うところです。

有吉： ありがとうございます。金融審議会の議論でも総論は海外の業者を呼び込んで、日本の投資家は、そういった業者も利用して資産運用を進めて、一方で国内に海外の資金も入って来ることを期待し、循環すると究極的には1つの目的に繋がるのかもしれませんが、個別個別の制度の議論の中では、何か同床異夢だったり二兎追って一兎も得ないような結論になってるように感じたりするところも、無きにしも非ずだった気がします。そういった意味では本当はそれぞれの制度がどういう目的によるものか、精緻に議論する必要があるものの、それだと関係者のコンセンサスがなかなか得にくい。悩ましいジレンマを感じながら議論に参加していたことを記憶しております。

伊藤： 今やグローバルな世の中になっており、資産運用ビジネスにおいても、どこに拠点を設けてどこでどのように運用しますか、ということも、グローバルな競争の状況になっていると思います。他方で、タックスヘイブンと呼ばれている国・地域が世界のいろいろなところにあって、資産運用ビジネスは、まさにそういう国・地域を効率的に利用している状況があると思います。それぞれの主権国家が自国の制度は使い勝手がよいと競争をしている状況になっている中で、資産運用ビジネスを日本に引き寄せることを考えたときには、そのようなグローバルな競争の中で日本の資産運用ビジネスに係る制度をどのように設計して、魅力的なものにするのかという発想がないと、おそらく、海外の資産運用業者は日本に来ないと思うのです。そのときに総花的にあれもこれもと言っていたら、魅力的な制度設計はできないのではないかと、思うところではございます。

神作： 資産運用立国を実現するために、インベストメントチェーンの要に位置する日本の投資運用業者を質量ともに発展させていきたい、資産運用会社の提供するサービスを向上させるとともにその規模も大きくしていきたいという思いが、少なくとも当局には強いのではないかと思います。インベストメントチェーンについて、機関投資家を名宛人とするスチュワードシップ・コードの策定、上場会社を名宛人とするコーポレートガバナンス・コードの策定と東証の要請した資本コストや株価を意識した経営など、これまで様々な改革がなされてきました。資産運用立国実現プランにおいては、残された最後の1ピースとして、資産運用業とアセットオーナーの課題が取り上げられています。先ほど一例を挙げましたインベストメントチェーンを構成する各プレーヤーについての一連の施策や見直しが軌道に乗りつつある中、資産運用会社による資産運用ビジネスの高度化・効率化は残された大きな課題であるとともに、資産運用立国を実現するための最重要の要

素であるという問題意識があると思います。

具体的には、資産運用会社の販売会社やグループ内での独立性をどのように確保するか、顧客の最善の利益の実現という観点から資産運用会社のガバナンスの仕組みを構築し、それを実践していくことが、日本の投資運用業に関する見直しの重要な課題であると思います。

このような問題意識もおそらく日本の資産運用業は実力と環境からすればさらに発展の余地があるのに、必ずしも十分に発展していないもどかしさがあるのではないかと思います。そして、日本の資産運用業の育成発展を通じて、先ほど申し上げたインベストメントチェーンが中長期的な投資先の企業価値の増加と最終投資家のリターンの向上のために機能し、最終的には国民の安定的な資産形成に資するというあるべき姿を目指して、新興の投資運用業者や海外の資産運用会社の参入と公正な競争の促進が、その後押しになると考えているものと思われます。

伊藤： なるほど。ありがとうございます。

本柳： ちょっと質問させてください。立派な外資のアセットマネジメントの業者も日本でビジネスをしており、人材の流動化が高い業界であるため、人材の交流も図られています。そうすると、新規参入の問題ということもないと思うのですが。

神作： それは仰るとおりだと思います。確かに、すでに比較的規模の大きな外資の資産運用会社の中に日本に参入しているところもあります。他方、比較的小規模ながら特徴のある海外の資産運用会社が、日本の投資運用業の参入要件が厳しい等の理由から新規参入を躊躇しているという状況があれば、参入要件の緩和・簡素化によって、新規参入を促すことができるという実益があり得るかもしれません。もっとも、先ほど伊藤先生からご示唆頂いたように、税制上の障壁が大きく、参入要件の問題ではないということなのかもしれません。後ほど、実態についてお話をお聞かせ頂けるとありがたいと思います。

しかし、仮に新規参入の実績が少なくとしても、今般の法改正による参入要件の見直しが海外に周知されれば、日本は海外の資産運用会社の参入を望んでおり、また、日本の資産運用会社がそれらの会社と公正な競争や協業をしながら発展していくことを理想としているという姿勢を示すことには、一定の意義が認められないでしょうか。

下田： 私が言うのは本当におこがましい話ですが、制度面やシステム面などにも起因するところが多いとは思いますが、日本の金融商品が若干ガラパゴス化又は画一化している部分が存在することも否定はできないのではないかという気がしています。そういうところで日本のリテールに向けた金融商品としては、外の空気を入れて、全体的に切磋琢磨して、国民にとっての金融商品のオプション、選択肢を広げるとともに、全体を活性化させていくというような意味も含めて、最終的には国民の資産運用の方法、金融商品の高度化、選択肢の拡大化とかそういうようなところが目的にあると捉えている方が多いのではないかというような印象を

持っております。

本柳： 外資の業者やその経験者もいる中で、アセマネ会社の目線でいうと、下田先生の仰ったポイントについては、やりたいことがあるのに金融庁と協会のほうがチャレンジを許してないように見えるように思います。アセマネ会社が新しいものを出したいと言っても、選別基準がどうだ、適合性がどうだとか言われてしまう。投資信託に限っていうと、新規参入の問題ではないように思います。外資の業者が参入しても、新規性に厳しいルールの中でやって下さいとなるだけなので、何も変わらないのではないかと感じています。

下田： 参入規制だけでどうしようもないというのは、まさに同感です。

神作： 仰るとおりだと思います。私もやはりプロダクトガバナンスの徹底と、それから金融リテラシーの向上などとバランスを取りながら、運用規制や商品設計についての法令及び自主規制ルールの見直し、合理化が図られるとよいと思います。

伊藤： 欧州などの諸外国では、公募されるリテール向けのファンドに関しては運用規制も含めて厳しくする。他方、プロ向け商品に関しては、むしろ規制を緩やかにするといった制度になっていると理解しているのですが、日本の投資信託ではそれと同様にはできない形になっているという認識を持っております。協会ルールや投信法の規制などのあたりに、このような不自由さの問題が生じているように理解しており、そこを緩和するべきではないのだろうか、というったことは以前から感じておりました。

本柳： 私募関連についての緩和など、ヨーロッパに近い考えは含まれて来ているとは思いますが、神作先生が仰ったプロダクトガバナンスも同じですが、アセマネ会社目線で言うと、それに関して指導が入り、自由が少なかった時代よりもクリエイティビティが失われていくのではないかという懸念もあるように思います。

3 外国の投資運用業者による参入の障害

有吉： ありがとうございます。参入促進自体が目的ではなくて、何のための規制なのかという視点を踏まえることが重要という先ほどの指摘は理解しつつも、さはさりながら、少し技術的かつ手段的な議論にも進めればと思います。ここから主に外国の投資運用業者、ここで言う投資運用業者は、投資信託を組成する業者もあれば、それも公募によるものもあればプロ向けの投資信託を想定する場合もあると思いますし、投資信託ではないパートナーシップの形でのファンドの運用というところも含めてと思いますが、そういった投資運用業者が日本で投資運用ビジネスを開始しようという場面において参入の障害になっている事項について話を進めていきたいと思います。現場で実際に障害になっていることと、それから、これまで参入促進ということで政策的な取組みが進められてきているわけですが、これが本当にかみ合ってるのかどうかという問題意識もあるところです。これまでのご議論の中でも本来直すべきところは別のポイントにあるのではないかと

うご意見もすでにあったと理解しています。そういった中でまず課題というか、何が障害なのかというところを炙り出す意味で、それでは本柳先生、ファンドの実務、あるいは投資運用業規制という観点から、投資運用業の参入の障害となっている事項について、思うところを好きな観点で結構ですので、ご指摘頂けますでしょうか。

本柳： 分かりました。ありがとうございます。外国の業者の参入というと、算入しようという気になるメリットがあるか、それについてどれだけの労力を費やせるか、といった話だと理解しています。税金も高い中で、何のために日本に来るかという、日本の投資家の持っている資金を集めたいです、というのが主だと思います。運用を日本でやりたいかという、個人として日本に暮らしたいというニーズはあるかもしれませんが、日本に拠点を置いても税務上不利なので、運用は国外で、投資家関連は国内で、ということがそもそも多いように見受けられます。そのため、投資家の勧誘と既存投資家対応の機能、あとリサーチは日本でするものの、投資判断は外国でします、といったところが有力な選択肢となります。運用業そのものを日本で開設するニーズが高くないとすると、外国の業者を呼ぶためには、運用業に必要な法規制もそれに応じた軽いものにして欲しいということになります。あとは投資信託について具体的に言えば、国内で勧誘すると、選別基準は結構厳しいので、外国投資信託を国内で公衆向けに売ろうとすると、かなりメニューが限定されてしまいます。そして、選別基準を満たすものについては、証券会社に頼めば販売してもらえるので、日本の投資家から資金を集めるためにわざわざ自ら日本に参入する必要はありません。国内で勧誘したいというご相談はそれなりにあるものの、信託型か会社型のファンドだと第一種金融商品取引業が必要になり、重たい規制を受けるので、やりたいことと負担がバランスしてないのでちょっと難しいね、ということになりがちです。そういう意味では、ニーズの問題なので税金が安くなるといったことがあれば、多分どんどん入ってくると思うのですが、実務的な方面から見ると参入が進まないのはこういうところかなと思いました。

有吉： ありがとうございます。ニーズというのかインセンティブと比して、規制負担がやはり重過ぎるということですね。後ほど直近の規制緩和に意味があるのかについて改めてご意見を伺えればと思います。では、下田先生、特に金融庁に在籍されてたときの経験、先ほど何十、何百の外国の運用業者その他金融機関からの問い合わせがあったというお話もありましたけど、そのようなご経験も踏まえて、投資運用業の日本への新規参入の障害となっている事項について、所見というか感想をお願いします。

下田： はい。そうですね。私が金融庁に在籍している間、特に登録を完了した事業者からですが、いろいろヒアリングをさせて頂いて、参入するまでにいろいろあったご苦労とかお伺いして、ここはこういうふうに改善してほしい、というようなこ

とを吸い上げた上で、庁内に共有することもやっていました。そこでは、特に登録完了した直後に聞いたということもあると思うのですが、登録手續に関する不満はやはり多かったという記憶です。それは登録に要する期間が長いという話もありましたし、また、審査の中で、運用戦略とかそういう本質的なところではなくて、書類の重箱の隅をつつくようなところばかり指摘されて、なかなか手續が進まないとか、そういうようなところの不満を大分聞いた記憶がございます。ただ私も金融庁から事務所に帰ってきて投資助言、投資運用業、第二種金融商品取引業など諸々登録手續を、事業者側でサポートさせて頂いておりますが、正直ここはいろいろなことがあって、既に大分改善されたように感じております。これは制度がどうこうというより、多分財務局を中心とした当局の方々の意識的なところ、多大な努力を頂いた結果だとは思いますが、この点については、ポイントをついたところを中心に、メリハリをつけた審査をして頂いているイメージです。私が担当した事例ですと6か月未満、投資運用業でも5か月とか4か月とかで登録完了できたものもございますので、かなり改善してきているという認識ではあります。また、アウトソースの話はいろいろ伺います。今の本柳先生のお話もあったとおりで、やはり何よりも大変なのは人材を確保することです。ビジネスモデルによって日本語も英語も話せる日本の金商業に通じたコンプライアンスオフィサーを配置しないとイケないということになると、やはりそんなにそういう方の数が多くないので、それなりにコストがかかることになります。海外事業者としては、最初はマーケティングとかお試しで参入しようとしている方々もいるのに、そんなに多大なコストをかけて最初から、特に登録完了前からいろいろやっていかないとイケないというのは、結構負担となり、その他諸々のミドルバックの体制も含めて確保するのが非常に大変だというお話がありました。そういうところをアウトソースできるところがあればよいというお話はいろいろと聞いていて、そういったことを庁内で共有した結果、その結果というのはちょっとおこがましいのですが、今回の投資運用関係業務受託業制度の創設に繋がったところもあるのではないかと考えております。ただ、後ほどの話になるかもしれませんが、この制度が本当に実るのかどうかは多分今後の運用次第なのだろうなとは思いますが。細かいことで言うと、例えば適格投資家向け運用業では、元々アウトソースできるという規制になっていて、例えば本国の拠点にもアウトソースできるという形になっています。あと今回の法令改正のパブコメで投資助言・代理業についてもアウトソースできる、プロ向け運用業と同じような感じでアウトソースできるという内容の回答を拝見しました。特に海外事業者については、本国の拠点でできるかどうかということとか、必ずしも今回の投資運用関係業務受託業制度に限らずアウトソースできる環境が、少しずつ広がっているというのは、一つ後押しできるポイントなのではないかと考えております。あとは、金融庁とは関係ないですけど、先ほどの本柳先生のお話があったとお

り、日本に来て、日本で儲けられるようなマーケットがあるのであれば、いろいろな制約があっても頑張って乗り越えてこられる思うので、最終的にはマーケットが魅力的かどうか、お金が集まるかどうかだと思います。いろいろとサポートして日本に入ってきた、あるいは国内で事業を立ち上げられたアセットマネジメント会社で、撤退された方々とかもいっぱいいらっしやって、そういうところがなぜ撤退したかという、制度がどうこうというよりやはり日本でお金が集まらなくて、ペイしなかったので撤退してしまったという状況もいくつか見えました。それをどう改善するかと言われると、アセットマネージャーがどうこうというよりも、日本でのトラックレコードがないと投資できないとか、中長期的に見れば上がってくる蓋然性が高いものの、今年、来年はもしかしたら損が出るかもしれないというようなストラテジーが避けられるようなこともあるやに聞いております。もちろん委託先の選択は慎重であって当然というのは重々承知しておりますが、腕はあるはずなのにお金が集まらないアセットマネジメント会社もそれなりにいると思いますので、アセットオーナーサイドにおいても、もう少しいろいろなマネージャーさんや投資戦略などを受け入れる素地といったようなものも、重要になってくるのではないかと個人的には思っております。

有吉： ありがとうございます。コンプライアンスを中心とする人材は、投資運用業に限らないと思いますが、外国の金融機関が日本に参入しようとするときにどう確保するのかは、常に課題になっているという認識が私もあります。また、アセットオーナーの意識というのか、リテラシーというのか、ここも大きな課題なんだというのは、ご指摘のとおりという気がします。次に伊藤先生、税務上の観点から、場合によってはそれ以外の観点でも結構ですけど、海外の事業者が国内に参入する際に障害になっている事項について、いくら稼いでも税率が高いという課題があるというのは、すでに諸先生方からご指摘があったところではありますけど、それも含めてコメントを頂戴できればと思います。

伊藤： ありがとうございます。タックスを考える際には、まず、そもそも資産運用業者がどのようなビジネスモデルで日本でビジネスを行おうとしているのか、ということ抜きには分析ができないのではないかと思います。先ほども本柳先生からお話がありましたように、国内の投資家の資金を受託して海外で運用するサービスを提供したいというビジネスモデルなのであれば、日本国内にて投資運用業の登録を得る必要があるかという、あまり必要に思われないという点で私も本柳先生と同意見です。むしろ、海外 vehicle のエクイティを第一種金融商品取引業者・第二種金融商品取引業者が取り扱う有価証券の形に仕立てて、第一種金融商品取引業者・第二種金融商品取引業者の登録を受けた金融商品取引業者の仲介により投資家に有価証券を買ってもらって、海外 vehicle で直接に投資資金を受けて運用する方が、おそらく効率的なのではないかと思います。そうすると、外国の資産運用業者にとって、国内に投資運用業の登録を受けた会社を持つ意味

というのが、考えがたいように思うのです。そうすると外国の投資運用業者が日本で投資運用業登録をした会社を作ってビジネスをするモデルって何だろう、と考えると、例えば、海外にアセットオーナー・資産保有者の顧客がいて、そういった顧客から運用受託をしている、そして、日本で資産運用をするために、投資運用業登録をした会社を日本に作る、というものではないでしょうか。投資運用業というビジネスは、情報を収集して分析し、利益が出るのかどうかを分析・評価する点が根本のビジネスだろうと思います。そういった情報収集や分析は、やはり、投資対象のある国・地域に拠点を有した方が適切に実施できるという面が当然あるでしょうから、そうだとすると、日本で有望な企業や事業に投資をするために、日本に拠点を設けて情報収集と分析をするというのは十分にありそうな話であるし、それが合理的なモデルなのではないかと思います。そうすると、外国の資産運用業者が日本に参入する場面というのは、おそらく海外の投資家をすでに抱えていて、その資金の一部を日本で運用するというモデルが、本来、想定されるべきではないでしょうか。では、そういう形で入ってくる業者を想定したときに、租税との関係で何が問題になるかという、やはり「恒久的施設 (Permanent Establishment, PE)」の問題が出てくるだろうと思います。投資運用業という業態は、顧客から金融商品の価値等の分析に基づく投資判断を一任され、当該投資判断に基づいて顧客のために投資を行う権限を委任される、すなわち、金融商品を海外の顧客のために代理権を持って買う、売るという行為をするという業態ですので、国外の顧客のためにこのようなサービスを提供する場合には、いわゆる代理人 PE と呼ばれている類型が問題になります。所得税法・法人税法において、「非居住者又は外国法人が国内に置く自己のために契約を締結する権限のある者その他これに準ずる者」というのが「恒久的施設」の一つとして規定されており²、国外顧客にとって、日本における所得課税の課税ネクサスになる可能性が生じてきます。

有吉： アセットオーナーの恒久的施設になってしまうということですか。

伊藤： はい。国内の投資運用業者が、海外のアセットオーナーの恒久的施設になり得てしまうということです。業態的にですね。そうすると、日本で投資をして海外のアセットオーナーが得た利益について、国内の恒久的施設に帰属する所得として日本で所得税・法人税を納めてください、というのが原則的な法制度の建付けになってしまう。ただ、既に日本にも大手の資産運用会社はあり、大手の資産運用会社の中には海外のアセットオーナーから資産運用を受託しているケースもあるものと思われます。では、そのようなケースでは大丈夫なのかという、租税法上、代理人 PE については、いわゆる独立代理人であれば、恒久的施設に該当しないというルールになっております。その独立代理人というのは、法令上は、

² 所得税法 2 条 1 項 8 号の 4 八、法人税法 2 条 12 号の 19 八。

「その事業に係る業務を、〔当該非居住者又は当該外国法人に対し〕独立して行い、かつ、通常の方法により行う場合」と規定されております³。ここで言う「独立して行」うとか、「通常の方法により行う」というのは何なのか、事実認定による部分もあるところです。金融庁も、かかる問題を認識しており、恒久的施設に関する参考事例集を公表しています⁴。ただ、これを読むと、なかなかハードルが高いと思われるのではないのでしょうか。大手の資産運用業者だったら満たしそうとは思いますが、特に日本で資産運用業務をこれから提供していこうという小規模事業者を想定したときに、独立代理人に該当すると言えるのか。独立代理人の独立性については、従来、法的な独立性と経済的な独立性という点が議論されるところで、法的な独立性という点では、代理人の有する裁量の範囲、すなわち、いちいち指示受けて実施するものではなく、一定の裁量をもって代理権限を行使している、といった点が議論されたりします。この点は、一般的な投資運用業の概念とも整合的と思いますが、経済的な独立性という観点では、例えば、1社とか1つのグループのために投資運用業を提供しているときに、これが本当に独立性があるかという、独立性が認められないのではないかと、という問題が生じます。もし、独立代理人に該当せず、代理人 PE に該当するとなった場合、海外の顧客に日本での法人税や所得税の申告納税義務が生じる、といったことになると、運用業者としてはおそらく耐えられないのではないのでしょうか。その辺りの不確実性・不透明性という問題があるように思っており、このようなリスクを考えると、まともな外国の資産運用業者が、そのリスクを乗り越えて日本でビジネスをするということが出来るのだろうかと考えてしまいます。そういうリスクがあるのだったら、わざわざ日本に拠点を設けなくても日本と近いシンガポールとか、より問題の少ない国・地域に拠点を設けて、そこからオペレーションをするほうがよいのではないかという方向に流れるわけです。このように、制度全体を見ていると、片方では、外国の資産運用業者さん、日本に来てください、と言いながら、他方では、不確実性・不透明性の高い問題が放置され、お金を預ける投資家やそれを運用する業者からすれば、日本における資産運用ビジネス利用や展開を躊躇する原因になるのではないかと感じているところです。

有吉：ありがとうございます。それでは神作先生、ここまで外国の投資運用業者が国内に参入するにあたっての障害という問題意識で、各弁護士から課題を提起してもらいましたが、そのような実務上の課題であるとか、その他の点でも結構でございますが、研究者のお立場から、外国の業者の参入の障害という観点についてコメントを頂戴できますでしょうか。

³ 所得税法施行令1条の2第8項、法人税法施行令4条の4第8項。

⁴ 金融庁「恒久的施設(PE)に係る「参考事例集」の一部改訂について」(令和4年7月8日更新)金融庁Webページ《<https://www.fsa.go.jp/news/r2/20200722.html>》。

神作： 実務に精通した先生方からお話を伺って、そもそも日本に拠点を設ける必要性、ニーズがどれくらいあるのかという問題があり、かつ、もし仮にそのニーズがあるとしても、特に税制上の障害が非常に大きいことを理解しました。実務上の問題点を中心にご教示頂き、ありがとうございました。

本柳先生にお尋ねしたいのですが、先ほど伊藤先生から日本の有価証券の価値分析を行って投資判断を行う場合には、情報収集の必要性から日本に拠点を設ける必要性や実益があるということをご指摘頂きました。資産運用会社がアクティブ戦略をとっている場合などには、投資をした後にも、ス投資先企業と様々な対話をするのが推測され、また、少なくとも日本版スチュワードシップ・コードにサインアップしているような場合には、投資先企業の経営陣と建設的なエンゲージメントをすることが要請されているということがあります。そして、そのような対話やエンゲージメントによって実際に投資先企業の価値が高まればアセットマネージャーにとってもハッピーだと思うのですが、こういったエンゲージメント活動とかスチュワードシップ活動をするためにわざわざ日本に拠点を設けるニーズはあるのでしょうか。

本柳： 結局、投資運用業は規制負担が重たいので取りたくありませんとなると、投資判断をする人は外国にいるわけなので、そうするとエンゲージメントは投資判断をする人が行うことが効果的であることもあり、エンゲージメントも外からフライングなのか、電話かオンラインでやるということになります。

神作： スチュワードシップ活動やエンゲージメントをするために、わざわざ日本で投資運用業の登録をした上で日本国内に拠点を設ける必要はないということですね。

伊藤： 実際には、規制を受けることによる負担の問題があるので、海外をサポートするための出先として国内の拠点を作るけれども、投資運用業に該当する業務は、国内拠点では実施しない、というオペレーションを検討しますよね。

本柳： そのオペレーションだと、国内拠点の業務が投資運用業にはならないように、リエゾニックなことしかやりませんという構造になってしまいます。エンゲージメントをしているのに投資判断に関与していないという整理ができるか、そのようなエンゲージメントだけする人をわざわざ国内に置く必要があるかがポイントとなり、そうすると国内拠点を設置しようという話にはなりにくいと思われます。日本でお金を運用するのだったらやはり日本でも出先はあったほうがよいというのは、皆さんそうなのですが、ではそれを投資運用業という枠組みの中で負担を甘受してまではやりたくない方向になってしまうのですよね。

神作： それが合理的な行動だということ、よく分かりました。次に伊藤先生にお伺いします。先ほど有吉先生もご指摘されたのですが、ご説明頂きました、恒久的施設、特に独立的な恒久的施設がグローバルな基準だとすると、どこの国にも同じような問題がありそうなのですが、諸外国ですと、課税関係について、例えばガイドラインが存在したり、あるいは課税当局にあらかじめ相談したり照会したり

するということによってクリアしているのでしょうか。法的独立性は投資運用会社の場合にはまず問題ないと思うのですが、経済的独立性のほうはケースバイケースで独立的な恒久的施設に該当するかどうかの判断はなかなか容易ではない場合も少なくないと思うのですが、諸外国では、どのようにしてこの点がクリアされてるのか教えてくださいませんか。

伊藤： 恐縮ながら、私も諸外国で実際にこの点をどのようにオペレーションしているのか、あまり手元に情報はありません。ただ、神作先生が仰るように、何らかの安心材料が提供される中で進めることが一般的だろうとは思っております。もっとも、代理人 PE は、国内の法人が、国外のアセットオーナー(外国法人、非居住者)の代理人として金融商品を買ったり、売ったりするという行為の場合に問題となるものですので、例えば、国外のアセットオーナーが国内の法人に出資等の形で資金を入れ、国内の資産運用業者が、アセットオーナーが出資した内国法人のために、代理人として金融商品を買ったり、売ったりするような場合には、代理人 PE の問題は生じません。この場合、アセットオーナーが出資した内国法人に対する法人税等の所得課税の問題が生じますが、他の国・地域によっては、このような資産運用のための器(vehicle)として使う法人に所得課税をしない法制としていることもあります。そのような器(vehicle)を利用することによって、代理人 PE の問題を回避できているケースもあるように思われます。日本でも、投信法に基づき設立される投資法人などは、一定の要件を充足すれば、支払配当を損金算入することができ、その場合、実質的に法人税等の所得課税を回避できますが、投資法人にも様々な制約があり、金融商品への投資のための vehicle としては、あまり利用されていないように思われます。おそらく、資産運用ビジネスを引き寄せたければ、税制に関しても何らかの合理的な手当てをすることは必要だろうと思われ、そのような手当をしている国・地域だからこそ、資産運用業者がやってくるのだらうと思います。また、代理人 PE の問題については、少し毛色の異なる問題として、その国・地域の当局が、どこまで厳しく執行しているか、という側面もあると思います。日本の場合、やはり国税当局の方は真面目ですし、租税法の執行の原則として、合法性の原則(課税要件が充足されている限り、租税行政庁には減免の自由はなく、法律で定められたとおりの税額を徴収しなければならないとされる原則)もありますので、国税の裁量でこれは課税しなくてよいとは言えない法制度の建付けになっています。我々も具体的に課税されているというケースをよく聞くというわけではないのですが、他方で、大丈夫ですかと質問されると、いやこれだと危ないですよと言わざるを得ないこともあるところだと思います。

神作： 非常に法的に不安定なのですね。

伊藤： 不安定な状況だと思います。ですので、何かこのような要件を満たしていれば該当しない扱いにします、といった、セーフハーバーを設けるような形が望まれる

ところかと思えます。

神作：ありがとうございます。さらに私のほうからご質問させて頂いてよろしいでしょうか。有吉先生とご一緒した金融審議会の市場制度ワーキング・グループでは、グローバルスタンダードとは異なる日本特有の実務慣行に基づくハードルがあるとして、次の3点が指摘されていたと思います。それが実務で実際に海外のアセットマネジメント会社が日本に参入することに対する障害になっているのかどうかということについてお尋ねしたいと思います。

主として投資信託についての実務慣行ですけれども、第1が二重計算の問題、第2がマテリアリティポリシーの問題、それから第3が、システムベンダー各社の提供する公販ネットワークをまたいで投資信託委託会社と販売会社が情報連携を行おうとする場合、一部のデータの相互接続が確保されていないという問題です。このような日本特有の実務慣行が、海外から日本に進出しようとする場合に、法的な障害ではないのですが事実上の障壁になっているという指摘がありました。これらの点について実務では実際に大きな障害になっているのでしょうか。それとも、これらの問題はこれまでご議論頂いた問題に比べればさして大きくないのか、その辺りのご感触を教えてくださいませんか。

本柳：マテリアリティポリシーは監督指針で一応明確化されたことで、それ以前からおっかなびっくりやっていたものがある程度安心ということになったとの理解ですので、投信業界的に大きな問題だというほどの認識はありません。あと一者計算は、それがそんなに問題なのでしたっけというのが業界内の人の評価ではあるように感じています。投資信託の問題点としては販社の問題が大きいと思います。投資信託委託会社は、直販をやらない限りは投資家へのアクセスがそもそもありません。何かをやるにしても、販社の顔色を窺いながら進めなければいけない、何が売れるかも直接は見えないという問題があります。ただ、多少なりとも直販をやるところが出てきて、ネットの力で売れるようになってきているので、少しずつ変わっていると感じます。とはいえ、外国のアセットマネジメント業者がネットで売ることができるといっても、販社に販売してもらうのに比べると顧客の層が限定されるので売れにくいという状況は、ビジネス慣行による参入障壁として大きいと思います。

神作：日本の場合には、資産運用会社が販売業者に投資信託を販売してもらっており、投資者を把握していない点は、欧米の実務慣行とは大きく異なり重要なポイントだということですね。私も、投資信託で受益者の意思結集を図ろうとしても、投資信託委託会社は受益者がだれかを把握しておらず、実務上容易ではないというお話を伺ったことがあります。大変参考になりました。ありがとうございます。

有吉：マテリアリティポリシーについては市場制度ワーキング・グループ・資産運用タスクフォースの提言を受けて、投資信託約款に書くことの意義が監督指針に定め

られましたが、それがきっかけでスムーズになったのか、それとも監督指針の改正の影響は大きいものではなくて元々スムーズだったのか、その感覚はどちらなのですか。

本柳： マテリアリティポリシーの採用についてはそんなに問題があったわけではないと思います。特に外資系のアセットマネジメント会社がグローバル基準で採用していたものを日本でも安心して採用できることになったということだと思います。あと、最近の金融法務事情に書いたのですが、マテリアリティポリシーは、業規制上の問題以外にも権利義務の問題があるというところが本当は残っていて、そういう意味では監督指針が出たからといって、そちらは業規制の問題だから、まだ訴えられたらどうなるか分からないという意味では気持ち悪さが残っている状態です。

有吉： ありがとうございます。少し脱線するかもしれませんが、ここまで外国の投資運用業者ということを念頭に国内への参入という点をディスカッションしてきましたが、ここで国内の新興運用業者が新たにビジネスを立ち上げる、新規参入するという場合の困難さについて、もし何かコメントがある方がいればお話し頂きたいと思います。いかがでしょうか。

本柳： 投資信託はすごい難しいですね。結局計算のためのシステムをベンダーにお願いして、ということもあるし、コンプライアンス体制も厳しいものが求められます。組合型で投資運用業の登録を受けてファンドを運営するということと投資信託を組成するときとで作らなくてはいけないシステムの重たさが全然違って、それは根本的には公募と私募の違いがあるように思われますが、私募投信しか取り扱いませんといっても、結局は同じ仕組みでなきゃいけないので、商品タイプの違いで規制が違ってしまっています。

有吉： 私募投信でもオペレーションがどうしても重くなるのは自主規制の問題になるのですかね。

本柳： 投資信託の計理処理も独特だと聞いてます。

伊藤： 投資信託では、単独の法人の議決権の過半数を取得できないという規制はまだかかっていますよね。だから、支配権を取得するプライベートエクイティ投資だと、投資信託は使えないので、もっぱら投資事業有限責任組合などの組合型ビークルを使わざるを得ないという方向になると理解してます。

本柳： そうですね。日本だとファンドであっても組合と会社と信託とで別々に規制されていて、その厳しさのテンションが違いすぎるのが問題だと思います。投信会社が他のファンド関連業者と比べても真面目に一生懸命コンプライアンス重視で業務をしています、何か損をしてる気にもなります。原則として公募を念頭に置いた制度だからしょうがない面もあるものの、それを超えているのではないかと思いますし、長い歴史の中で関わっている人のメンタリティーにも影響し、それが違いを大きくしているようにも感じます。

4 政策的な取組みの効果

下田： 海外事業者はそれなりに海外でトラックレコードがあるので日本でも受け入れる基礎があると思うんですけど、日本で初めて新興としてアセットマネジメント会社を立ち上げると、本当に何のトラックレコードもないので、シードマネーを集めるのは海外事業者に比しても大変だと想像しています。それで立ち上げたけど撤退してしまう事業者もいらっしゃるところで、先ほど有吉先生からも紹介のあった EMP 制度、Emerging Managers Program については、個人的にはとても期待をしています。最近、政府と金融庁が音頭を取られてやられておりますけど、元々海外でやられていたもので、東京都が日本での走りとして 2018 年頃より始めたものだと理解してますが、付き合いのある運用会社の方でも、まだ何のトラックもないけれど EMP 制度のおかげで大手アセットオーナーが投資基準を柔軟化した形でお金を入れてくれたというようなところもあったりするので、こういったものが根付いて拡大していったら、シードマネーを集めやすくなるマーケットになると、もう少しいろいろな新興業者が育ちやすくなるのかなという期待をしているところでございます。

神作： ただ今の下田先生のご発言に関連して、2024 年 8 月末に策定されたアセットオーナー・プリンシプルにおいても、トラックレコードがない新興の投資運用業者であっても、例えば実際に運用しているファンドマネージャーが実績や経験のある人であるならば、会社自体は新しい会社であってもそれだけで排除することがないようにすべきとされています。GPIF などは、その規範を実践されているとうかがっています。アセットオーナーは、資産運用立国実現プランにおいても資産運用会社とともにインベストメントチェーン改革の残されたピースとして指摘されています。アセットオーナーの実態、アセットオーナーの中にはアセットオーナー・プリンシプルをサインアップするところがかかり出てきていますが、新興の投資運用業者に対して運用委託をするという例は、GPIF 以外にも出てきていますでしょうか。

下田： 当局や自治体が音頭を取ってるものの他にも、大手の金融系会社が自ら EMP 活動の取組みを開始したというようなリリースも出ています。アセットオーナー・プリンシプルについては、もちろん使い方次第ではありますが、例えば従来の社内の基準を画一的に当てはめても必ずしも上手く対応できなかったというような点について、柔軟な選択を可能にするためのきっかけとなるというような意味合いも含めて、良い影響があり得るのではないかと個人的には期待しております。

神作： 本柳先生のご感触を伺えれば幸いです。アセットオーナー・プリンシプルの影響というか、特にこのトラックレコードに関して実務に変化の兆しはありますでしょうか。

本柳： 業務の関係ではあまり見えていません。少し関連するコメントを申し上げますと、

善管注意義務やフィデューシャリー・デューティーがあることを踏まえると、旗は振られているものも結構難しい問題ではないでしょうか。また、アセットオーナーの中でも専門性に差があり、そこに EMP という旗を振ったとしても、適切に判断してもらえるかは疑問が残ります。トレンドだから新しいところにいくとなると、善管注意義務がないがしろにされるのではないかという懸念があります。公表するポリシーの中で、うちの負ってる善管注意義務は EMP の視点も入っており純粋な経済条件だけではないですよと定めて権利業務の世界のほうで調整するというのは一つ方法だと思いますが、フィデューシャリーの重たさからすると、それでよいのか、疑問はありますよね。

神作： アセットオーナー・プリンシプルは、導入されてまだ1年も経っていないので、試行錯誤の段階だと思います。スチュワードシップ・コードのようにアセットオーナー・プリンシプルについても、その運営の実態について調査し、必要に応じて見直す必要があると思います。ご指摘ありがとうございました。

有吉： 徐々に議論が次の項目に入ってきているかと思うのですが、今の EMP も含めて、それからアセットオーナー・プリンシプル、アセットオーナー側の意識改革ということも含めてだと思いますけど、資産運用立国実現プラン、あるいはそれ以前のここまでご紹介してきているような投資運用業の新規参入促進のための取組みが実際に機能しているかどうかということについてお話を伺っていききたいと思います。EMP について、下田先生、先ほどの今の日本での EMP の状況として、動きがあるとしたらこれからだろうということなのか、それとも、実際に外国から参入してくる業者、それから日本での新興の業者と両方を含めて、そういったアセットマネージャーを起用する動きというのが僅かながらでも出てきているのか、それとも施策として、EMP やアセットオーナー・プリンシプルの形はあり、期待はあるものの、実際に機能するかどうかは疑問視されているのか、実情をどう見ていらっしゃるのでしょうか。

下田： 2018年頃に東京都が、アセットオーナーを集めて新興運用会社の育成をやるということで EMP の企画を立ち上げましたが、当初は結構苦戦されていた印象でした。ただ、その後も、EMP 制度が有用だという見方は強く、資産運用立国政策などのバックグラウンドもあり、EMP 制度に関する取組みは続けられ、政府や金融庁もサポートし始めましたし、あとは東京都の金融プロモーション組織である FinCity.Tokyo による普及・促進活動として、新興アセットマネジメント業者で有力なところを紹介する EM Showcase といった取組みなどもされていたりします。そういう流れもあって、まさに成果が出始めてきたなという段階だと私は認識をしております。

有吉： ありがとうございます。その EMP の点も含めてでも結構ですけど、本柳先生、先ほども少しありました昨今の制度改正で、登録要件が緩和された種類の投資運用業も用意されてきたりしている状況だと思いますけど、これら近年の制度改正で

新たに導入された制度の中で実際に導入されたけれど全く使われていないもの、これからのもの、利用が進んでいるもの、いろいろあると思いますが、現状どう見ているのか、利用されているならどういった制度がどう利用されていて、あるいは、どういった利用され方が今後ありそうか。一方で利用されていないものがあるれば、なぜ利用されていないのか、そもそも制度としてあまり意味がないのか、この辺りの実務の状況とか感覚的なところをコメント頂ければと思います。宜しくお願いします。

本柳： 私の周りだと、プロ向け投資運用業、それから海外投資家等特例業務、移行期間特例業務辺りが期待されていたと思うのですがけれども、個人的には触ったことはなくて、チームとしてもないのではないかと。あるところにはあるのかもしれないですけど。

有吉： 直近で金融庁のウェブサイトの海外投資家等特例業務の届出のリストを見たところ1件だけで、移行期間特例業務のほうはリストがなかったのでおそらくゼロではないかと思います。公表していないだけかもしれませんが、海外投資家等特例業務も届出をして、もう廃止をしているものもあるのかもしれませんが、あくまでも現状の数値という意味では1件だったということです。ご参考まで。

本柳： 適格機関投資家等特例業務であまり困ることもなく、みんな慣れているということもあって、ファンドを作るときに、適格機関投資家等特例業務の投資家層を前提にスタートしているので、新たな投資家層でファンドを作ろうというのが組合型ファンドを作るときはあまり起きていないと思われます。プロ向け投資運用業は、業規制だけではなくて、開示のほうもあまり認知されていない規制があり、ものすごく軽くなるかということ、そういうことでもないのに、ニーズはあまり高くないように感じます。適格機関投資家等特例業務でファンドを作ったら規制が緩やかで、やりやすい、というところで終わってしまっているような気がします。これからということだと、ミドルバック業務の委託については期待はしています。誰が受けてくれるのかという問題は大きいと思うのですが、その重たさがなくなると、もっと投資信託で勝負をしたいという運用能力を持った人が投資運用業をできるようになるので、大いに期待をしています。今まではいろいろと全部整えなくてはいけなくて、すごく大変だったと思うのですが、そこが外注可能となる世界はあってほしいと思います。運用能力があった人が証券会社にデスクを借りて、業務委託か何かの方法で運用をしている事例はそれなりにあると理解しているのですが、そういう人が自前で投資運用業者としてやることができるようになるので、公募もできるようになるということかなと。運用の全部委託ができるようになったのもよかったと思います。あと、悪いファンドをどう畳むのかという問題が投資信託ではずっと問題になっていて、畳むことも併合することも、何でやらないんだと外の人は気軽に思うのですが、クレーム対応の負担が生じることなども考えると、文句を言われなければそのままゾンビの

ように置いておくほうが負担が少ないと考えられてしまいやすい面はあると思います。とくに販社に負担をかけなければならないとなると、放置しておくことが運用会社にとって最適であるということにつながりやすいように思います。手立てをどんどん整備してもらってはいるものの、まだまだリスクが気になるというところですね。どれだけ規制緩和をしてもらっても、いろいろ慎重にやってねという留保が必ずついていますので。そこをもうこれなら絶対文句言わせないというところまでいくと、一度に進むかもしれないですけど、基本的には触らないほうが正解みたいなところは課題だと思っています。別の話ですが、大手金融機関グループが資産運用ビジネス高度化に向けた取組みにを明示しているのは、法規制もないのに旗振りでこれだけ動くのはすごいことだと思いました。以上です。

有吉：ありがとうございます。政策的な取組みのほうで、一つ説明するのを忘れていましたが、プロ向け非上場有価証券の仲介を行う場合の第一種金融商品取引業の緩和も合わせて、金商法の改正に入っているのですが、これが外国投信を売るのに使えるのではないかという話をしばしば聞きます。そういった話を業界で聞くことはありますか。

本柳：聞いてないですね。

有吉：この特例の主たるターゲットは非上場株式のほうで、金融審議会でもそちらをもっぱら議論していたのですが、制度的には国内の私募投信や外国の私募投信が対象に含まれていて、実際のニーズがありそうだと聞いています。

本柳：ニーズはありそうですね。

有吉：ありがとうございます。下田先生、EMP の話は先ほど伺ったところですが、それ以外の施策的な動き含めて、制度改正と実務がかみ合っているかどうかということについてコメントがあればお願いします。

下田：いろいろかみ合っているところは多いなと思っております。本柳先生にいろいろ横断的にお話頂いたので、話に出てこなかったところとしては、英語手続のところですかね。金融庁のウェブページを見たら、英語手続が利用されたものかどうかは分からないのですが、サポートオフィスを通じて登録を完了した事業者が2021年からもうすでに50社近くになっているようなので、英語手続も結構利用されているのではないかなと推察しております。私もお付き合いのある事業者が使われていたりするので、やはり海外事業者については、本国とのやりとりが全部英語になるので、それを日本の会社の中で日本語に直して、また日本語を英語に直してとやっているという手間はすごくなるので、一貫してそういうやり取りを英語でできるというのは非常に便利だし、登録完了後の監督もそれでできるというのは、とてもよい制度だと思っています。ただ、これは資産運用立国というところに焦点を当てて作られた制度だと思うので仕方ないところもあるのかもしれないですけど、投資運用業と投資助言業はほぼほぼそのまま使えるのですが、第一種金融商品取引業と第二種金融商品取引業は使える範囲が結構

限定されていて、第一種金融商品取引業は日本の有価証券を扱う場合はほぼ使えない、第二種金融商品取引業は基本的に自社ないしグループ会社で運用しているファンドを取り扱う場合にしか使えないというような形になっているものです。資産運用立国という場合、先ほどもあった通り、必ずしもバイサイドだけの話ではないと思っておりますので、セルサイド、必ずしも自社ないしグループ会社で運用する場合に限らず、また、日本の有価証券も取り扱えるようなビジネスモデルをやられたい海外事業者も少なくないものと思いますので、そういう方々にも門戸を広げる、選択肢を広げるという意味では、もう少し適用範囲を広げてあげてもよいのではないかという気がしております。特に一種・二種だと、英語手続を利用するためには、顧客が特定投資家限定であることが基本的に求められるのですが、英語手続ができるかどうかと、顧客が特定投資家かどうかは、必ずしもマッチしていないのではないかという気もしています。顧客保護のほうは審査手続の中でその他の人的構成要件の充足性などからいろいろ担保できる場所でもあると思うのですが、英語手続はどちらかというと先ほどもあったとおり会社内部での諸々の雑務を減らし、便利にするというところがあるので、そこはまた別に考えてもよいのではないかという気がしているところではあります。と、少し要望を申し上げはしましたが、基本的にはニーズととてもマッチした制度ではあるものと思っています。あと海外投資家等特例業務は、組合型の集団投資スキームが対象ですので、どうしても機関投資家向けの私募ファンドみたいな方向に流れやすいのだろうなと思っていて、そうすると先ほど本柳先生が仰っていたように、多くの場合は、適格機関投資家等特例業務があればできてしまうことになります。海外投資家等特例業務のメリットは、適格機関投資家がいなくてもできるし、49名の人数制限もかからないというところだと思うのですが、そこが活かしきれないストラクチャーになっているかなという気がしています。それに対して移行期間特例業務はもうちょっとできる範囲が広いと思うので、そこをミックスしたようなものができるともう少し人気も出てくるかもしれないなと思ったりはしました。

有吉： ありがとうございます。外国語対応というのが実は政策的には一番ヒットした施策なのではないかという気が私もしていますし、一方で、第二種金融商品取引業はすべて対象としてもらいたいと思うことがしばしばありますので対象業種の幅を広げて欲しいというコメントも全く同感と思いました。それでは伊藤先生、もし直近の施策との関係で何かコメントがあれば、お願いできますでしょうか。

伊藤： 制度自体は皆さんと同感と思います。私自身はそれに税制対応が追いついているのかどうかという点がもっとも気になっています。プライベート・エクイティ・ファンド(未公開株式投資ファンド)では、適格機関投資家等特例業務が今も使われていて、投資事業有限責任組合を用いたファンド組成が多い中で、2009年の税制改正で、経産省が頑張られて外国組合員の特例という制度が措置されました。

かかる制度も、最近、利用されている旨を聞きますが、あわせて、手続要件が厳格で利用しづらい、といったお話も聞きます。外国組合員の特例制度では、海外の投資家である非居住者・外国法人が税務署に特例適用申告書を出すことが前提になっており、その手続きを履践したがゆえに免税にしますという建付けになっています。しかも、氏名・名称や住所など、特例適用申告書の記載内容に変更が生じたら変更申告書を出せという規定になっており、例えば、変更申告書の提出を失念するなど、その手続をミスすると免税規定が適用されないという、ある意味、ぞっとする制度というか、ミスを許さない制度になっています。実は、そのような制度は不安定性を高めるもので、日本に住んでる我々からすれば免税にしてあげるのだから、特例適用申告書などの書面はちゃんと提出してよ、という発想なのだと思うのですけれども、海外の投資家からすれば、いろいろな国々に投資をしている中の1つの国にすぎない日本について、そこまで注意を払えるかという問題になってしまいます。また、この分野に明るい税理士の先生とお話すると、このような書面の提出を求めているのは日本くらいなのだそうで、必ずしも、グローバル・スタンダードなものではないようです。そうすると、海外投資家と日本の投資先との間に入っている資産運用業者が、このような海外投資家が行うべき手続をケアできるのかということ、今度は資産運用業者がミスをしたら海外投資家に課税された日本の税金を資産運用業者が賠償・補填する責任が生じかねない、という問題も生じます。税制措置について、手当されたとは言っても、必ずしも、合理性が担保されていないものになっているのではないかと思われる点もあります。税制措置を講じるとしても、関係者が納得できるような合理的な制度設計をしないと実務的には様々なハードルができて、結局、日本を使わずに、海外を使った方が(リスクも含めた、経済学的にいうところの)コストが安いということになってしまう世界だと思っています。そのような点も検討する必要があるのではないかと思うところです。

有吉： ありがとうございます。ついでの質問で恐縮なのですが、直近で投資運用業に必ずしも限らないかもしれませんが、外国業者の参入との関係で、税法自体を改正するような動きはあったのでしょうか。

伊藤： 多分ないと思います。

有吉： まずそこからしてあまりかみ合っていないということなのですか。金融庁が恒久的施設(PE)に係る参考事例集を制定、更新しているようですが、資産運用立国には関連してるのでしょうか。

伊藤： 関連はしていると思います。2020年とか2022年とかに更新をしていると思いますので、資産運用立国プランと投資運用業の緩和の関係で、投資運用業で入ってくるとなると、この点が問題になることは、当局も認識されているのだと思います。おそらく、金融庁としても一定のガイダンスを出すために、特に国税当局・財務省側と検討を行ったという状況ではないかと推察しています。

有吉： ただ国税や財務省の側の独自の施策が何かあったわけではないということですね。

伊藤： ないのではないかと思います。

有吉： ありがとうございます。それでは神作先生、ここまで3名の先生から、大分幅広くコメントがあったと思いますが、このような実務の状況を踏まえて、改めて、近年の投資運用関連の制度改正について、振り返りというところとちょっと違うかもしれませんが、コメント頂けますでしょうか。

神作： ありがとうございます。2020年以降の投資運用業への新規参入促進について、様々な施策が講じられてきたわけですが、実務の最先端におられる先生方から実態についてお話を伺って、サポートオフィスや、英語による手続のように、かなり効果のある施策もあれば、移行期間特例業務制度あるいは海外投資家等特例業務制度のように、全くあるいはほとんど利用されていないものもあって、利用されているかどうかについてはばらつきが非常に大きいことを理解しました。

新規参入の促進を直接的な目的にした改正ではありませんが、投資運用業者がその運用するすべての投資財産について運用権限の全部を外部委託することが認められたことは、ファンド運営機能と資産運用機能の分離を可能にする改正であり、今後の実務の展開に注目しています。ファンド運営機能に特化した投資運用業者(投資信託委託業者)が誕生してくれば、それに伴い運用権限の委託を受ける新規の特色あるアセットマネージャーが増加したり、委託先が運用基準に即した運用をしているかどうかを委託元の投資信託委託業者が外部の目からチェックしたりすることができるようになり、資産運用サービスの向上につながり得るのではないかと期待しています。

本柳先生にご質問させて頂ければと思うのですが、今般、金商法の改正によって導入された投資運用関係業務受託業について任意の登録制が採用されました。投資運用業者が登録した受託業者に投資運用関係業務をアウトソースすれば参入要件が緩和されるということで、これは意味がある改正だと仰って頂いたと思います。投資運用関係業務受託業制度はこの5月に施行されたばかりですけれども、投資運用関係業務受託業について採用された任意の登録制は、利用の実績が出てきているのでしょうか、あるいはこちらはまだ実績はあまりないのでしょうか。投資運用関係業務すなわち計算関係業務とコンプライアンス指導業務のうち後者のほうは、法律事務所にも大きく関係していると思うのですが、例えば、計算の分野あるいはコンプライアンスの分野で、任意の登録制を利用しようという業者や法律事務所は、先生方のご相談の相手にいらっしゃったり、あるいはすでに登録をした実例があったりするということがあればぜひ教えて頂ければと思います。

本柳： 私のところで具体的に相談頂いて進んでいるものはなくて、やってもよいかなと

言ってる人がいたくらいですね。あとは現状見えていないのが、委託する側について監督上、どれだけ緩やかに見てもらえるか。委託先で何かあったときに、委託元の監督に欠けるところがあったと指摘される可能性は高いと予想されるので、そこら辺が業界の皆さんも同じような肌感をお持ちだとすると、受託する側がやってもよいと思っても委託する側は委託できるかは別の問題かなと思っています。そうすると、外部委託を受ける側は、十分に委託を受けられず儲からないかもしれないけど先行投資で登録してみようという覚悟がある程度求められてしまうのではないかと思います。

神作： ありがとうございます。ご指摘のとおり、委託元と委託先がそれぞれ投資家に対してどのような責任を負うか、また、その場合における内部的な責任分担に係る民事ルールは、必ずしも明確でない部分があり、その明確化は今後の重要な課題であると認識しています。

5 まとめー現状の評価と制度的に改善すべきポイント

有吉： それでは最後のまとめのほうに入っていきたいと思います。ここまでの議論を踏まえて、最後にご参加の皆さんから、日本の投資運用の現状の評価あるいは制度的に改善すべきポイント、何でも自由な観点で結構ですので、総括的なコメントをお願いできればと思います。今度は自己紹介のときの順番とは逆にしまして、まず下田先生からお願いします。

下田： 思いのほか言いたいことはもう言えた気がしておりますので、あまりないのですが、先ほど申し上げたとおり、少なくとも参入時の手続や規制についてはかなり緩和ないし改善が進んでいるところだと思いますので、今後はもっとマーケットに参入した後の行為規制やソフト面も諸々含めてマーケット全体での取組みなどが重要になっていくのではないかという気がしており、もし、私もそこに何か一助になれることがあれば嬉しいと思っております。あとは、物価の上昇が常態化してきていて、預金で持っているだけでは資産価値が徒に減っていくというような状況を背景に、今後金融商品が国民にとってより重要なものになっていくのだらうと思っております。そういう観点で、機関投資家向けはもちろんなのですが、広く国民に、今まで機関投資家に限定されていたような良い金融商品とかを広く提供できるような面白いイノベーティブなビジネスモデルやシステムなどが生まれてくることを個人的には期待をしています。本日は大変勉強なりましてありがとうございます。

有吉： ありがとうございます。次に本柳先生、お願いします。

本柳： はい。最初のほうにも話があったのですが、何のためにやるのかということがはっきりしていないので、それを明確にできれば、業者側のインセンティブを有む状況を作っていけるように思います。その明確化なしに緩和しましたというだけでは解決しないことのほうが多いと思われます。あとは投資信託などのそれぞ

れの市場がこのあと成長していくかというところだと思います。日本の経済力の問題もあるし、信託型なのかそれとも組合型でもよいのではないか、そういうところでのメニューの話もあるので、規制のイコールフットィングの問題は先ほども言いましたけども、あるのかなと思います。また制度論とは違うかもしれないのですが、日本人がミスに厳し過ぎることも問題と思っていて、たとえ真面目にやっけていても、事前相談で当局に相談していても、一度検査が入ってしまえば、法的に間違いではないのに許してもらえないこともあり、そうなるともう萎縮一方になります。明るい対話のもとで検査をして頂いて、前向きに改善するための検査を、本当に実現してほしいと思います。今は何か萎縮させることが望ましいというものを感じることもあるのですが、そうすると、既存の業者がイノベーションを起こすことはあり得なくなります。怒られないように保守的に振る舞うのが最善という環境ではなくすのが課題だなと思っています。それがどうしたら変わるかという、多少怒られてもすごく儲かるのであればやと思うので、そうすると結局日本の経済の問題に戻ってしまうのかなとグルグル思ったりしながら、難しいなと思っています。あとは、貯蓄から投資へとやっている中で、日本にお金にとどまてほしいというのをどれだけ考えるか。アメリカの株を買ってみんな儲かりました、というだけでよいのかということがあると思うのですが、最近の NISA はそれでよいことにしています。日本の産業の資金供給源としてみんなの持っている貯金を活用するということは、後ろに行っている気がするのですが、それでよいのかという思いがあります。税制によるものなのかもしれませんが、政治方面からの方向付けもあったらよいのにはと思います。以上です。

有吉： ありがとうございます。では伊藤先生、お願いします。

伊藤： 租税制度との関連では、資産運用や投資信託は、租税制度全体のなかでは、周辺という、特殊な世界・業界というところもあって、あまり議論が進まない、されていない、といった状況ではないかと思われ、それ故、基本的には、既存の制度の延長の中で何か不都合があれば手当をするという対応がとられてきたのではないかと感じるところです。ただ、まさに貯蓄から投資、資産運用へという大号令があって、その中で実際に NISA を含めて、投資信託などの投資商品が一般化してきている中で、それに対する租税制度や租税法令の解釈・適用について、実務的な問題も様々に出てきているだろうなと思っています。また、今日は触れられませんでした、クロスボーダーの投資になると、租税条約の適用の可否といった議論も出てきて、租税条約による減免規定がこういった資産運用ビジネスに対してどのように適用できるのか、適用されるべきなのかといった議論は、まだまだ十分にされていない面があるようにも思われます。検討すべき問題は様々にあるように思っておりまして、そういったところも含めて、いろいろなところに目配りをしてバランスのよい制度を作っていくことが必要ではないかと思

います。

有吉： ありがとうございます。では最後に神作先生、お願いします。

神作： 2点申し上げます。第1は、昨年行われた金商法と投信法の改正は、いずれも業務の委託に関するものを含んでいます。投資運用関係業務の委託によって、すなわち計算関係業務又はコンプライアンス指導業務を外部委託することによって、登録された業者に対してという限定が付きましますけれども、参入要件が緩和されるという制度改正です。また、投資運用業者のすべての運用財産に係る運用権限の全部をアウトソースすることもできるような改正がなされました。いずれも、投資運用業者の業務のアウトソースに関わる法改正です。

下田先生が先ほどアウトソースの問題が重要だとして指摘されましたが、私も同感です。今回の改正は、投資運用業に関するものですが、それだけではなく金融商品取引業全般、さらには、他の種類の金融業についても、以下に述べることはおおよそ妥当すると考えています。すなわち、業務のアウトソースについての監督法上の規制及び民事ルールが必ずしも明確でない点があり、むしろ、基本的に業者は補助的な業務などを除き自分自身で行わなければならないということを基本にしているように思われる点です。投資運用業については、コア業務をも委託することを認めたわけですが、機能分化・専門化が進む中で、金融商品取引業一般及び個別の種類ごとの特殊性を考慮した業務委託に係るルールを整備する必要性があると考えています。

2024年の金商法改正によって投資運用業者が運用財産のすべてについてその投資運用権限の全部をアウトソースすることが可能になりました。同様に、投信法も改正され、投資信託委託会社が運用指図を行うすべての委託者指図型投信についてその運用指図権限を全部委託すること、及び、投資法人から運用権限を委託された資産運用会社はその投資法人から委託された資産運用権限の全部を再委託することができるようになりました。

これらの改正がどのような趣旨から行われたかという点、有吉先生とご一緒した市場制度ワーキング・グループ・資産運用タスクフォースの報告書は、欧州のファンド運営会社をモデルとして次のように指摘していました。「分業化が進展する欧州ではファンドの運営業務を担う管理会社が存在し、運用業務は資産運用会社、ミドルバックオフィス業務はアドミニストレーターに外部委託し、管理会社はファンドの運営機能に集中する」ことが行われている欧州では、資産運用機能がファンド運営機能と投資財産管理機能に大きく分化しており、さらにファンド運営機能もその設定、計算業務を含む事務管理、投資判断・運用など、機能ごとに細かく分化してそれぞれ専門化が進んでいくというプロセスを経てきました。それに対し、日本では投資信託についてはファンド運営機能と投資財産管理機能は分化が強制されていますが、ファンド運営機能のさらなる分化は欧州のようには進んでいないと思われます。

むしろ原則として自前主義というのでしょうか、アウトソースすることが例外的なことであるという発想があり、そこに大きな問題があると考えています。機能に応じた分化が進めば、専門化・多様化が進みやすくなると思います。投資信託の分野でも、投資運用業務以外の業務の外部委託を適切に行う方向が志向されていると理解しています。また、日本証券業協会では現在、規制・事務対応が高度化・精緻化していく中で、少子高齢化等による人材確保の困難化が進行しているとして、証券業務のミドルバックオフィス業務、具体的には①サイバーセキュリティ、②相続、③外国株式コーポレートアクション、④口座開設、⑤売買審査、及び⑥株式公開買付の効率化を目指して、業界横断的にアウトソースする先を選択し監督する仕組みを業界レベルで作る検討が進められていると伺っています。資産運用の分野においても、今後ますます機能ごとの専門化、分業化が、少子高齢化などに伴う人材確保の困難化等とも相まって進んでいき、その場合の法的ルールの明確化が重要な課題になると思います。今回の投資運用業者の業務の外部委託についてのルールの見直しをきっかけに、金融商品取引業全般についてその事務のアウトソースについてのあり方について監督法及び民事法双方の観点から全面的に検討することが望ましいと思います。

外部委託するといっても限界や条件があります。投資運用業者は投資運用というコア業務ですらその運用財産のすべてについて運用権限の全部を委託することが認められることになりました。しかし、運用委託権限を委託する場合には政令で定める投資運用業者等の所定の者に限るという委託先の資格制限がなされているほか、当該委託に係る業務の監督を行う部門を統括する者を置かなければならず、委託先の監督を行うことが当然の前提にされています。さらに、運用権限の全部を委託する場合には、投資運用業者は委託先に対し「運用対象及び方針」を示すこと、及び内閣府令で定めるところにより運用状況の管理その他の委託した業務の適正な実施を確保するための措置を講じることが求められます。なお、投信法では委託先の権利者に対する責任等について民事ルールの特則が置かれています。業務委託をする場合であっても、委託元に何を残さなければいけないのかと、どこをアウトソースできるのか、アウトソースしたときの監督法上及び民事法上のルール等について議論を進めていくべきであり、必要に応じて立法論を展開することが1つの大きな課題なのではないかと感じます。投資運用業に関する昨年の法改正は、新規参入の促進を目的としていますが、参入規制そのものというより業務委託に係る規律の見直しを通じて参入要件の緩和がなされた点が重要であり、業務委託に係る規律が日本の独特の実務慣行の基礎になっている部分があるのではないかと考えています。

第2に、投資運用業への参入と競争の促進というのは、貯蓄から資産形成への流れによるリスクマネーの適切な供給によって資本市場の機能を最大限発揮して効率的な資源配分を実現することを究極の目的にしているということを冒頭に申し

上げました。投資及び市場の立場からしても、投資家の最善の利益に適った投資信託などの仕組み性商品などが提供されて、それらのパフォーマンスが上がるということが当然期待されています。

2025 年 6 月に金融庁から公表された「資産運用サービスの高度化に向けたプログレスレポート 2025」において、プロダクトガバナンスに関連して、①アクティブファンドにもかかわらず、運用目標や想定リスク等が設定されていない、②外部委託ファンドにおいて委託先との間で運用目標、想定リスク等が明確化されていない、③不芳ファンドの抽出基準だけに基づいてモニタリングを行っているため、コストに見合った十分な投資リターンを提供できているかというモニタリングを行っていない、④改善対応が必要な商品がそのまま放置されている、といった問題点が指摘されています。また、7 月 5 日に金融庁から公表された「リスク性金融商品の販売・組成会社による顧客本位の業務運営に関するモニタリング結果について」によると、資産形成を目的として組成されたファンドラップにおいて、総コスト控除後の期待リターンがマイナスのものがかなり存在すると指摘されています。

顧客の最善の利益という観点からすれば、参入規制よりもむしろ顧客本位の業務運営、とりわけ顧客の最善の利益のために、投資運用業者がプロダクトガバナンスをしっかりと行い、PDCA のサイクルをまわしていくということが重要だと思います。資産運用会社は、商品のライフサイクルを通じて提供する付加価値等が顧客の負担するコストに見合った十分なものとなっているかを常に意識し、商品組成時の商品設計や組成後の品質管理を行っていくことが期待されます。場合によっては、不芳ファンドを強制償還したり他のファンドと合併したりして整理することもプロダクトガバナンスの選択肢に入ります。2025 年 6 月 24 日施行の投信法施行規則の改正により、不芳ファンドの整理などを行いやすくするため、純資産総額が一定額を下回った投資信託契約の解約手続の緩和が図られ、法令改正による後押しもなされました。

日本の資産運用業にはまだまだ発展の余地が大きいと思っています。投資運用業の発展は、国民の資産形成、さらにはイノベーションの促進や社会課題の緩和・解決にも結び付き得るとても有用かつ重要なものです。資産運用業が発展していくことを心から期待しています。実務のことを存じ上げず、机上の空論ばかり述べてまいりましたけれども、本日は実務に精通された先生方から実態や真の課題等をお伺いする貴重な機会を頂戴し、大変多くのことを学ばせて頂きました。誠にありがとうございました。

有吉： 神作先生、先生方、ありがとうございました。本日、投資運用業への参入ということをして 1 つの切り口としてお話をしてきたわけですが、参入規制そのものでない、それ以外の規制のことも考慮しなければいけないし、また規制法だけではなくて、私法、それから税制ということも、この参入という観点に密接に関わって

いるのだということがお話にあったように思います。また、たびたびお話に出て
いるとおり、参入を促進する、競争を促進するということが目的ではないわけ
で、より大きな、そもそも投資運用業を日本においてどう発展させていくのか、
発展させる必要があるのかというところから考えなければいけないのかもしれま
せんけど、参入の促進が目的ではなく、何のための参入の促進なのかというこ
とをしっかりと考えていかなければいけないということが強くメッセージとして出
ていたと感じました。これで本日の座談会は終了させて頂きたいと思います。先生
方、どうもありがとうございました。

(了)