

金融審議会 資産運用に関するタスクフォース 報告書(2023年12月12日公表) の概要

金融ニュースレター

2023年12月13日号

執筆者:

有吉 尚哉

n.ariyoshi@nishimura.com

1. 資産運用 TF 報告書の公表

2023年12月12日、金融審議会 資産運用に関するタスクフォース(以下「資産運用 TF」)と金融審議会 市場制度ワーキング・グループ(以下「市場制度 WG」)は、合同で「金融審議会 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」(以下「資産運用 TF 報告書」)を取りまとめ、公表しました¹。資産運用 TF は、資産運用立国の実現が政府の主要政策課題となっている中、資産運用に関する制度的な枠組み等の専門的な検討を行うため、2023年10月3日に市場制度 WG の下に設置されたものです。新しい資本主義実現会議 資産運用立国分科会を中心に、年内に政府の資産運用立国の実現に向けた政策プランを取りまとめることが予定されており、そのうちの金融庁の所管事項について資産運用 TF で審議が行われました。そして、資産運用 TF 報告書は、2023年10月から11月にかけて全4回の資産運用 TF の会合(うち1回は市場制度 WG との合同会合)で審議された検討結果がまとめられたものです。

本稿では資産運用 TF 報告書について、金融分野の実務に影響を与えることが見込まれる提言を中心にその概要を解説をします。なお、筆者は市場制度 WG 及び資産運用 TF のメンバーを務めていますが、本稿の意見に亘る部分は筆者の私見であり、市場制度 WG 及び資産運用 TF やその他の組織の見解を示すものではないことを申し添えます。

2. 資産運用 TF 報告書の全体像

資産運用 TF 報告書の構成は以下のとおりです。

【資産運用 TF 報告書の構成】

| | |
|------------------------------------|--------------------------------|
| I はじめに | VI 成長資金の供給と運用対象の多様化の実現 |
| II 資産運用立国の実現に向けて-基本的な考え方- | 1. ベンチャーキャピタルを巡る課題 |
| III 資産運用業の高度化 | 2. 非上場株式を組み入れた投資信託・投資法人の活用促進 |
| 1. 大手金融グループにおける運用力の向上やガバナンス改善・体制強化 | 3. 募集・私募制度、投資型クラウドファンディングの制度整備 |
| 2. 資産運用会社におけるプロダクトガバナンスの確保等 | 4. 非上場有価証券の取引の活性化 |

¹ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20231212.html

| | |
|--------------------------|-------------------|
| 3. 資産運用業の新規参入促進 | 5. 株式報酬に係る開示規制の整備 |
| Ⅳ アセットオーナーに関する機能強化 | 6. 運用商品の多様化 |
| V スチュワードシップ活動の実質化に向けた取組み | Ⅶ おわりに |

このように、資産運用 TF 報告書では、資産運用立国の実現に向けた政策プランに関する基本的な考え方がまとめられた上で、①「資産運用業の高度化」、②「アセットオーナーに関する機能強化」、③「スチュワードシップ活動の実質化に向けた取組み」、④「成長資金の供給と運用対象の多様化の実現」という4つの項目に分けて、多岐に亘る政策課題の検討や提言がまとめられています。資産運用 TF 報告書の内容は資産運用の分野に関わるものが中心ですが、「成長資金の供給と運用対象の多様化の実現」の項目の中に成長資金の供給に関する提言も含まれていることに留意が必要です。

以下では、資産運用 TF 報告書の内容について、(a)法令・ソフトローの改正を伴う制度整備の提言、(b)市場関係者による取組みの提言、(c)継続検討とされている制度的課題に整理して、それぞれその概要を紹介します。

3. 法令・ソフトローの改正を伴う制度整備の提言

(1) 資産運用会社におけるプロダクトガバナンスの確保等

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、顧客本位の業務運営に関する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、資産運用会社における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ことが提言されています。

(2) 投資運用業の参入要件の緩和

投資運用業に参入しようとする業者が、下記(3)の登録を受けた外部委託先へミドル・バックオフィス業務を委託した場合や、原則として自らが金銭等の預託を受けない場合には、それぞれ投資運用業の登録要件(資本金・体制整備等)を緩和することが提言されています。

(3) ミドル・バックオフィス業務の受託サービス

投資運用業のミドル・バックオフィス業務の全部又は一部を受託する事業者について、任意の登録制度(登録「できる」規制)を導入し、登録を受けた事業者には行為規制(善管注意義務等)を課すとともに、当局による監督の対象とする一方で、上記(2)のとおり、この登録を受けた事業者にミドル・バックオフィス業務を委託した場合には、投資運用業の参入要件を緩和する制度を導入することが提言されています。

(4) 運用指図権限の全部委託

現行法では、投資運用業者の運用の指図に係る権限のすべてを外部委託することはできないとされていますが(金融商品取引法(以下「金商法」)42条の3第2項、投資信託及び投資法人に関する法律(以下「投信法」)12条1項)、委託先の管理について必要な制度等の整備を行った上で、運用指図権限の全部委託を禁止する規定の見直しを行うことが提言されています。

(5) ベンチャーキャピタル向けのプリンシプル

我が国スタートアップ企業を取り巻く状況やグローバルな実務等を踏まえて、広く機関投資家から調達を行うベンチャーキャピタル(VC)全体のガバナンス等の水準の向上を図ることを内容とするベンチャーキャピ

タル・プリンシプル(仮称)を策定することが提言されています。

(6) 上場ベンチャーファンドの活性化

東京証券取引所のベンチャーファンド市場の利用活性化に向けて、①東京証券取引所において、上場企業とは異なる非上場企業の性質を踏まえ、情報開示の内容や開示頻度について検討すること、②インサイダー取引規制の対象とした上で、投資法人による自己投資口の取得を可能とすることが提言されています。

(7) 少額募集・開示の簡素化

金商法上、50名以上の一般投資家に勧誘する調達金額1億円以上5億円未満の有価証券の募集(少額募集)については、有価証券届出書の記載内容が簡素化されていますが、さらなる簡素化²を進めることが提言されています。

(8) 投資型クラウドファンディングの活性化

金商法上、クラウドファンディング(CF)業者に対しては少額電子募集取扱業務に関する規制の枠組みが設けられていますが、投資型CFの活性化の観点から、①少額電子募集取扱業務の下で発行可能な有価証券の総額及び一般投資家の投資上限額の制限を緩和すること³、②投資型CFに関しては自主規制規則により電話、訪問等での勧誘が禁止されているものを投資家からの要請がある場合に限り一定の範囲での音声通話による商品説明を可能とすることが提言されています。

一方で、株式投資型CFについては、個人株主が多数いることを嫌う機関投資家もいることや多数の個人株主が生じることにより円滑な業務運営が困難となり得ることが指摘されており、スタートアップ企業において、後々に機関投資家からの資金調達が難しくなる可能性があることも指摘されています。そのため、そうした可能性をスタートアップ企業が適切に理解しているかCF業者が確認するなどの対応を行い、また、当局においてもCF業者が適切に業務運営を行っているかなどをモニタリングすることが適当であるとされています。

(9) プロを対象とした非上場有価証券の仲介を行う金融商品取引業者の参入要件の緩和

①非上場有価証券のプライマリー取引やセカンダリー取引の仲介業務に特化していること、②原則として相手方が特定投資家に限定されていること⁴、③原則として有価証券や金銭の預託を受けないことといった要件を満たす場合には、第一種金融商品取引業の登録要件等(資本金規制、自己資本規制比率、兼業規制等)を緩和することが提言されています。

² 具体的には、①サステナビリティ情報の記載の任意化、②財務諸表の記載を最近5事業年度から最近2事業年度に変更すること、③一定の非財務情報について会社法上の事業報告における記載内容と同程度とすることなどがあげられています。

³ 具体的には、(a)少額電子募集取扱業務の下で発行可能な有価証券の総額は年間1億円未満とされているものを年間5億円未満に引き上げること及び(b)少額電子募集取扱業務の下で一般投資家の投資上限額は投資先ごとに年間50万円とされているものを投資家の年収や純資産に応じて投資上限額を定めるものと改めることが提言されています。また、(c)特定投資家私募を少額電子募集取扱業務として実施する場合は、一般投資家も含めた勧誘と合算して5億円未満とする発行総額上限を設定せず、別途一定の上限を設定することも提言されています。

⁴ 非上場有価証券の発行会社の創業者等、一定の範囲の一般投資家による売却は可能とすることが適当とされています。

(10) 非上場有価証券のみを扱う PTS 業務の参入要件の緩和

現行法では、PTS 業務を行う場合には認可を受けることが必要とされていますが(金商法 30 条 1 項)、非上場有価証券のみを扱う PTS であって、流動性や取引規模等が限定的なものについては、取引の管理等に関する必要な規制を適用する前提で、認可を要さず第一種金融商品取引業の登録制の下で参入可能とし、資本金や純財産要件等の財産規制やシステムに関する要件等を緩和することが提言されています。

(11) 株式報酬に係る開示規制の整備

RSU(譲渡制限付株式ユニット)、PSU(業績連動型株式ユニット)、株式交付信託といった事後交付型株式報酬について、①株式報酬導入の開始時点である「株式報酬規程等を定めて取締役等に通知を行う行為」を有価証券の取得勧誘の端緒と捉え、当該行為が、有価証券の募集又は売出しに該当すると整理すること、②ストック・オプション及び RS(譲渡制限付株式)と同様、有価証券届出書の提出に代えて臨時報告書の提出を認める特例を設けることが提言されています。

(12) 外貨建国内債(いわゆるオリガミ債⁵)の発行の円滑化

外貨建国内債の効率的かつ安全な発行・流通の環境整備が進める観点から、利用できる範囲をリスク判断能力の高い投資家に限定し、かつ、投資家の口座開設を行う国内口座管理機関等において、投資家の属性等に応じ、投資家に対し誤記録等をカバーする枠組みの対象外であることについて適切に説明することを前提に、外国口座管理機関が運用する外貨の DVP 決済プラットフォームを国内投資家がより広く利用できるようにするため、外国口座管理機関の下位に国内口座管理機関を設置できるようにすることが提言されています。

(13) 投資信託約款の重大な変更に関する基準の明確化

投信法上、投資信託約款の「重大な変更」を行う場合には法定の手続きが定められており、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」と定められていますが(投信法 17 条 1 項、投資信託及び投資法人に関する法律施行規則 29 条)、これに関しては当局より「投資信託に関する Q&A」が公表されており、その中で「重大な変更」に該当しないと考えられる場合が類型ごとに具体例として示されています。この点について、顧客の利益に資する変更など、当該 Q&A の更なる明確化を図ることが提言されています。

(14) 累積投資契約のクレジットカード決済上限額の引上げ

金商法上、クレジットカード決済による有価証券の購入は、一定の要件⁶の下でのみ認められています。新しい NISA 制度がスタートし、つみたて投資枠については、毎月の累積投資契約による場合、月 10 万円に引き上げられることを踏まえて、クレジットカード決済の信用供与の上限額の要件について、実務上も月 10 万円の投資が可能となるように必要な見直しを行うことが提言されています。

⁵ 「オリガミ債」は、外国口座管理機関であるユーロクリア・バンクが提供する、外貨建国内債に係るサービスの呼称と説明されています。

⁶ ①翌月一括払いであること、②信用の供与が 10 万円を超えないこと、③累積投資契約であることのすべてを満たすことが必要とされています(金融商品取引業等に関する内閣府令 148 条等)。もっとも、②の信用の供与の上限額の要件について、現行実務では、クレジットカード会社の決済サイクルなどを踏まえ、毎月の投資上限額は基本的に 5 万円に制限されることになっています。

4. 市場関係者による取組みの提言

(1) 大手金融グループにおける運用力の向上やガバナンス改善・体制強化

資産運用において、大手金融グループが果たす役割は大きい一方で、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の懸念があることを指摘した上で、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を明確にし、運用力向上や顧客の最善の利益を考えた業務運営のためのガバナンス改善・体制強化を図るためのプランの策定・公表を行うことが重要であると述べられています。

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

新たに資産運用ビジネスを始めるに当たっては、新規参入業者としてのトラックレコードがないため、運用資金(シードマネー)を獲得することが難しいとの課題があることを指摘し、金融機関やアセットオーナーが、新興運用業者による運用成果を通じて、受益者の最善の利益を実現できる環境を整備するため、官民が連携した新興運用業者に対する資金供給の円滑化に関するプログラムを策定することが提言されています⁷。

(3) 投資信託の基準価額の一者計算の促進

実務上、投資信託の基準価額は、資産運用会社と受託会社の双方で計算し、これを照合するといういわゆる二重計算の運用が行われていますが、投資家への追加的なコストや参入障壁の要因となっているのではないかと指摘も存在していることを踏まえ、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」を中心として、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ことが期待されると述べられています。

(4) 投資信託のマテリアリティポリシー⁸の明確化

投資信託のマテリアリティポリシーを資産運用会社各社において定める場合、適正な水準とする必要があることや、当該ポリシーの投資家への周知が重要であることについて、監督指針等で明記することが提言されています。また、マテリアリティポリシーの策定に当たっては、各社において、経営陣の関与の下、水準等についての考え方を定め、これを投資家に示すことが望ましいと述べられています。

(5) アセットオーナーに関する機能強化

新しい資本主義実現会議の下に設置された資産運用立国分科会において議論されているアセットオーナーシップの改革が具体的に進展していくこと⁹が期待されると述べられた上で、アセットオーナーの機能強化に合わせ、アセットオーナーの運用を支える金融機関においても、顧客であるアセットオーナーや、最終受

⁷ 日本版 EMP として具体的には、①金融機関やアセットオーナーにおいて、新興運用業者を積極的に活用した運用を行うことや、新興運用業者について単に業歴が短いことのみを理由に排除せず、幅広く資金運用の委託先の選択肢に加えること、②政府等において、新興運用業者への資金供給に向けた様々な取組みを公表することや、新興運用業者のリストを金融機関及びアセットオーナー向けに提供するという取組みを行うことなどが提言されています。

⁸ 投資信託のマテリアリティポリシーとは、投資信託の基準価額の計算過誤に関して、過誤が一定の水準を超える重大な(マテリアルな)場合に、基準価額の訂正を行うこととするものと説明されています。

⁹ 岸田首相は、2023年10月2日の日経サステナブルフォーラムにおけるスピーチで、2024年夏を目処にアセットオーナーに求められる役割を明確化したアセットオーナー・プリンシプルを策定することを表明しています。

益者である家計の最善の利益を図るための取組みが求められることが述べられています¹⁰。

(6) スチュワードシップ活動の実質化に向けた取組み

機関投資家によるエンゲージメントを通じたスチュワードシップ活動の実質化に向けた取組みの事例として、スチュワードシップを重視したパッシブ運用モデル(通常のパッシブ運用とは異なる報酬体系)を採用し、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・強化を目指す動きや、複数の投資家が協働して企業に対して対話を行う協働エンゲージメントの取組み及び複数のアセットオーナーが協働して運用機関をモニタリングする取組みが見られることを紹介し、こうした様々な取組みを行う投資家の厚みが増すことにより、スチュワードシップ活動の実質化がより一層進展していくことが期待されると述べられています¹¹。

(7) ベンチャーキャピタルファンドの公正価値評価の促進

VCファンドの公正価値評価の導入については、海外投資家からの資金を得るなどしてファンド規模を拡大することや、有価証券の評価の透明性を向上させることなどの利点もあり、引き続き推進するための環境整備を早急に進めるべきと述べられています。

(8) 投資信託への非上場株式の組入れ

投資信託に非上場株式を組み入れることについて、投資信託の枠組みを通じた、成長資金の供給及び投資対象の多様化が促進されていくことが期待されると述べられています。また、既存の公募投資信託の枠組みや実務とは別に、解約制限などの流動性確保のための措置が適切に講じられた上で、流動性の低い資産を中心に運用するといった商品類型を設計することも望ましいという考え方が示されており、そうした投資信託が販売される際には、投資家保護の観点から、投資家の投資資金の性格やリスク許容度等に応じて、投資家の適合性が適切に判断される必要があるとともに、非上場株式への投資に関するリスクについて投資家に対し十分な説明がなされることが求められると述べられています。

5. 継続検討とされている制度的課題

(1) 排出権を対象とする投資信託の組成

投資信託の主たる投資対象資産に排出権を追加することについては、個人投資家等も参加した形で設定・解約が行われる投資信託の投資対象として、十分な流動性や円滑で適正な価格形成が確保されるかなど、カーボン・クレジット市場の状況を精査することが必要であると考えられることから、将来的に投資信託の主たる投資対象への追加を検討することが適当であると述べられています。

¹⁰ 特に DC(確定拠出年金)の運営管理機関については、他の金融グループの投資信託を含めた、最善の商品が選定されていないのではないかと、といった懸念も指摘されており、運営管理機関は、加入者本位の下で、適切な業務運営や創意工夫をしていくことが期待されると述べられています。

¹¹ なお、スチュワードシップ活動に関する制度面の課題として、大量保有報告制度における「重要提案行為」や「共同保有者」の範囲が不明確であることが、エンゲージメントの支障となっているとの指摘があり、この点は、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・グループにおいて検討が進められています。

(2) 外国籍投資信託の国内籍公募投資信託への組入れ

投資信託協会において、オルタナティブ投資等を行う非上場の外国籍投資信託の組入れに関する枠組みの見直しについて検討が開始されていることを踏まえ、非上場の外国籍投資信託を組み入れようとする国内籍投資信託の組成者は、投資家保護に支障がないかより一層適切にデューデリジェンスを行い、投資対象となる外国籍投資信託の価格の算出頻度や売買頻度等を踏まえて、投資家保護や投資家間の公平性の観点から適切な国内籍投資信託の設定を行う必要があることや、既存の公募投資信託とは別に、オルタナティブ投資等を行う非上場の外国籍投資信託を主に組み入れる商品類型を設計する場合には、投資家に販売を行う際に、リスクを十分に説明するなど、十分な投資家保護のための措置が講じられるべきことが述べられています。

(3) 投資信託における種類受益権

欧米で活用されている投資信託の種類受益権¹²について、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・投資家保護上の課題を整理するための検討を行うことが適当と考えられると述べられています。

当事務所では、クライアントの皆様のビジネスニーズに即応すべく、弁護士等が各分野で時宜にかなったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニュースレター購読をご希望の方は [N&A ニュースレター 配信申込・変更フォーム](#) よりお手続きをお願いいたします。

また、バックナンバーは [こちら](#) に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本ニュースレターはリーガルアドバイスを目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切なアドバイスを求めていただく必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 広報課 newsletter@nishimura.com

¹² 現行の投信法では、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ており(投信法6条1項)、種類受益権の発行は想定されていません。