

## 事務局説明資料

---

2023年10月18日



金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

# 目次

---

I.	資産運用会社の新規参入の促進等	P2
1.	投資運用業の登録要件の緩和、事務の外部委託	P8
2.	運用の外部委託	P14
3.	新興運用業者プログラム(EMP)	P16
4.	マテリアリティポリシーの設定	P22
5.	投信法における特定資産の対象拡大等	P24
II.	成長資金の供給等	
1.	ベンチャーキャピタルに対する資金供給の促進	P28
2.	非上場有価証券の取引活性化	P41
3.	株式報酬に係る開示規制の整備	P52
III.	その他の論点	
1.	外貨建国内債発行の円滑化のための環境整備	P57

## I. 資産運用会社の新規参入の促進等

1. 投資運用業の登録要件の緩和、事務の外部委託
2. 運用の外部委託
3. 新興運用業者プログラム(EMP)
4. マテリアリティポリシーの設定
5. 投信法における特定資産の対象拡大等

## II. 成長資金の供給等

1. ベンチャーキャピタルに対する資金供給の促進
2. 非上場有価証券の取引活性化
3. 株式報酬に係る開示規制の整備

## III. その他の論点

1. 外貨建国内債発行の円滑化のための環境整備

# 資産運用業の新規参入の促進(背景・全体像)①

## 【新規参入促進の趣旨】

- 資産運用会社の新規参入を促進することによって、
    - 特色ある運用商品・手法の多様化につながり得る資産運用会社が増え、**多様な運用商品が開発・提供され得る、**
    - **家計・アセットオーナーによる運用商品の選別を通じた、資産運用会社間の競争促進により、運用業界全体の運用力の向上につながり得る、**
- ことが期待される。

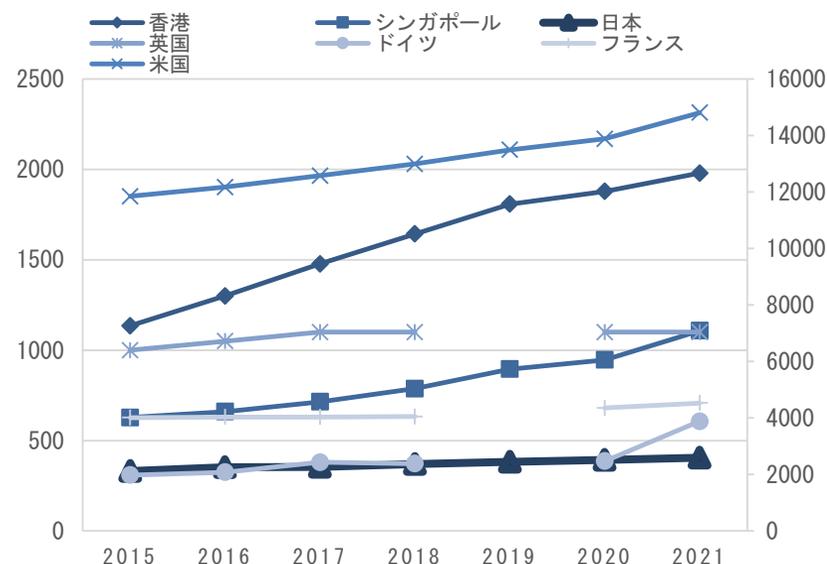
## 【これまでの取組み】

- 新規参入促進については、これまでも参入要件の緩和等に取り組んできたところ。具体的には、プロ向けファンド[届出制]、プロ向け投資運用業[資本金要件の緩和等]、海外投資家等特例業務[届出制]の創設といった、対象投資家を限定する形で参入要件の緩和を行ってきた。

## 【現状】

- 一方、資産運用会社数の近年の推移を見ると、プロ向けは一定の増加がみられるものの、それ以外は大きく伸びておらず、**運用商品・手法の多様化や資産運用会社間の競争促進を進めていく必要があることが指摘されている。**
- ▼
- **資産運用会社の新規参入を通じて、資産運用会社の競争を促し、一般投資家にも裨益する形で、運用力強化に向けた環境を整備することが重要ではないか。**

各国の資産運用会社数の推移(米国のみ右目盛り)



(出所) 金融庁、香港証券先物委員会 (SFC)、シンガポール金融管理局 (MAS)、

欧州ファンド・アセットマネジメント協会 (EFAMA)

(注) 日本は投資運用業 (適格投資家向け投資運用業、適格機関投資家等特例業務、海外投資家等特例業務は除く)、香港はType 9 (Asset Management)、星は registered/licensed fund managers、フランス・ドイツはそれぞれの国で登録されている事業者数。英国はEFAMAによる推計値。

## [参考]投資運用業の参入要件緩和の例

- 適格投資家向け投資運用業(いわゆる「プロ向け投資運用業」)においては、出資者を「適格投資家」に限定し、運用財産総額を一定規模(200億円)以下とすることで、最低資本金など登録要件の一部を緩和。
- 1名以上の「適格機関投資家」及び49名以内の「特例業務対象投資家」により構成される「適格機関投資家等特例業務」(いわゆる「プロ向けファンド」)については、当局への「届出」により行うことが可能。
- 外国法人や一定の資産を有する外国居住の個人等(海外投資家等)から出資された金銭の運用等を行う「海外投資家等特例業務」については、当局への「届出」により行うことが可能。

	投資運用業 (法29条)	適格投資家向け投資運用業 (プロ向け投資運用業) (法29条の5)	適格機関投資家等特例業務 (プロ向けファンド) (法63条)	海外投資家等特例業務 (法63条の8)
登録・届出	登録制	登録制	届出制	届出制
最低資本金	5,000万円	1,000万円	要件なし	要件なし ※非居住者による出資額:出資総額の50%超
人的構成	<ul style="list-style-type: none"> <li>・経営者:経歴・能力等に照らし業務を公正かつ確実に遂行する資質</li> <li>・常務役員:経営管理の着眼点を理解・実行する知識・経験、業務遂行に必要なコンプラの知識・経験</li> <li>・資産運用者:運用資産の知識・経験</li> </ul>	(原則として通常の投資運用業に準ずる) <ul style="list-style-type: none"> <li>・資産運用者以外の体制整備要員:1名又は2名以上</li> <li>・資産運用者:1名又は2名以上、1年以上運用等を行う業務に従事等の知識・経験</li> </ul>	要件なし	<ul style="list-style-type: none"> <li>・海外投資家等特例業務に関する十分な知識・経験を有する役員又は使用人の確保の状況等に照らし、当該業務を適正に遂行することができること</li> </ul>
コンプラ	<ul style="list-style-type: none"> <li>・コンプラ部門:資産運用部門から独立して設置され、十分な知識・経験を有する担当者が十分に確保</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・コンプラ部門担当者:1名又は2名以上、1年以上金商業のコンプラ指導業務に従事</li> <li>・コンプラ業務の外部委託をすることが可能</li> </ul>	—	<ul style="list-style-type: none"> <li>・コンプラ部門担当者:1名又は2名以上、1年以上金商業のコンプラ指導業務に従事</li> <li>・コンプラ業務の外部委託をすることが可能</li> </ul>
その他の主な参入規制	<ul style="list-style-type: none"> <li>・取締役会及び監査役設置会社又は委員会設置会社で取締役3名以上及び監査役1名以上</li> <li>・国内に営業所又は事務所の設置</li> <li>・外国法人の場合は国内における代表者が必要</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・監査役設置会社又は委員会設置会社で取締役1名以上及び監査役1名以上</li> <li>・国内に営業所又は事務所の設置</li> <li>・外国法人の場合は国内における代表者が必要</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・外国法人の場合は国内における代表者、外国に住所のある個人の場合は国内における代理人が必要</li> <li>※株式会社要件、国内の営業所・事務所要件なし</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・(法人)国内に営業所又は事務所の設置</li> <li>・(個人)国内に住所が必要</li> <li>・(外国法人)国内における代表者が必要</li> <li>※株式会社要件なし</li> </ul>

# [参考]金融商品取引法上のプロ概念

適格機関投資家	特定投資家	適格投資家	適格機関投資家等特例業務対象投資家
開示義務を免除(プロ私募)	説明用書面の交付を免除	適格投資家向け投資運用業(いわゆる「プロ向け投資運用業」)の対象	適格機関投資家等特例業務(いわゆる「プロ向けファンド」)の対象(49名以内)
金商法2条3項1号 定義府令10条	金商法2条31項、34条の3第1項、 34条の4第1項、 定義府令23条、業府令61条、62条	金商法29条の5第3項 施行令15条の10の7、業府令16条の6	金商法63条 施行令17条の12、業府令233条の2
一種業者・投資運用業者 投資法人・外国投資法人 銀行その他預金等取扱機関(信組は【届出】) 保険会社・外国保険会社等 地域経済活性化支援機構 東日本大震災事業者再生支援機構 財政融資資金の管理・運用者 GPIF 国際協力銀行等 日本政策投資銀行 短資業者 銀行法施行規則17条の3第2項12号に掲げる業務を目的とする株式会社(資本金5億円以上)【届出】 投資事業有限責任組合 民間都市開発推進機構 信託会社・外国信託会社【届出】 法人【届出】(保有有価証券残高10億円以上) 一定の特定目的会社【届出】 個人【届出】(保有有価証券残高10億円以上、証券口座開設後1年経過) 組合、匿名組合又は有限責任事業組合の業務執行組合員等(保有有価証券残高10億円以上)【届出】 外国金融機関等【届出】 外国政府等【届出】 年金基金・外国年金基金【届出】(資産(流動負債等を除く)100億円以上)、企業年金連合会	適格機関投資家は特定投資家に該当 国 日銀 投資者保護基金 特殊法人・独立行政法人等、 預金保険機構・貯金保険機構 保険契約者保護機構 特定目的会社 上場会社 株式会社(資本金5億円以上) 外国法人 金融商品取引業者(法人のみ) (一種業者・投資運用業者以外) 適格機関投資家等特例業務届出者(法人のみ)	適格機関投資家は適格投資家に該当 国 日銀 投資者保護基金 特殊法人・独立行政法人等 預金保険機構・貯金保険機構 保険契約者保護機構 特定目的会社 上場会社 法人(資本金又は純資産5千万円以上) 外国法人 金融商品取引業者 (一種業者・投資運用業者以外) 適格機関投資家等特例業務届出者 年金基金(投資性金融資産100億円以上) 法人(投資性金融資産1億円以上) 個人(投資性金融資産1億円以上、証券口座開設後1年経過) 組合、匿名組合、有限責任事業組合又は外国の組合等の業務執行組合員等(投資性金融資産1億円以上) 当該金商業者の役員、使用人 当該金商業者の親会社・子会社等 当該金商業者の運用委託先 当該金商業者の投資助言委託先 当該金商業者の親会社・子会社等、運用委託先、投資助言委託先の役員、使用人 金商業者、上場会社等の子会社等・関連会社等 外国の組合型ファンド等 当該金商業者等の3親等以内の親族	(適格機関投資家は人数制限なし) 国 日銀 地方公共団体 特殊法人・独立行政法人等 一定の公益社団法人等 一定の資産管理会社 特定目的会社 上場会社 法人(資本金又は純資産5千万円以上) 外国法人 金融商品取引業者 (一種業者・投資運用業者以外) 適格機関投資家等特例業務届出者等 年金基金(投資性金融資産100億円以上) 法人(投資性金融資産1億円以上) 個人(投資性金融資産1億円以上、証券口座開設後1年経過) 組合、匿名組合、有限責任事業組合又は外国の組合等の業務執行組合員等(投資性金融資産1億円以上) 当該特例業者の役員、使用人 当該特例業者の親会社・子会社等 当該特例業者の運用委託先 当該特例業者の投資助言委託先 当該特例業者の親会社・子会社等、運用委託先、投資助言委託先の役員、使用人 金商業者、上場会社等の子会社等・関連会社等 外国の組合型ファンド等 当該特例業者等の3親等以内の親族
【届出】は、金融庁に届出を行うことにより適格機関投資家となることのできる者	特定投資家以外の法人 個人(以下の①～④のいずれかに該当する者) ①次の全てに該当 i 純資産3億円以上、ii 投資性金融資産3億円以上、 iii 取引経験1年以上 ②次のいずれかに該当し、かつ、①iiiに該当 i 純資産5億円以上、ii 投資性金融資産5億円以上、 iii 前年の収入が1億円以上 ③過去1年間の1か月あたりの平均的な取引件数が4件以上である場合において、① i 又は ii に該当し、 かつ、①iiiに該当 ④特定の知識経験を有する者で、次のいずれかに 該当し、かつ、①iiiに該当 i 純資産1億円以上、ii 投資性金融資産1億円以上、 iii 前年の収入が1,000万円以上 組合、匿名組合又は有限責任事業組合の 業務執行組合員等(出資合計額3億円以上)	特 定 投 資 家 へ の 移 行 可	特 定 投 資 家 へ の 移 行 可
	(注) 東証プロ向け市場の参加者になることが可能な者として、「特定投資家等」(特定投資家又は非居住者)の分類がある。 (金商法2条3項2号口(2)、117条の2)		

## [参考]資産運用会社数の推移等

- 日本における資産運用会社数は長期的には増加傾向にあるものの、特に投資信託委託業への新規参入は限定的。
- その他、適格投資家向け投資運用業(プロ向け投資運用業)は26社、海外投資家等特例業務届出者は1社。

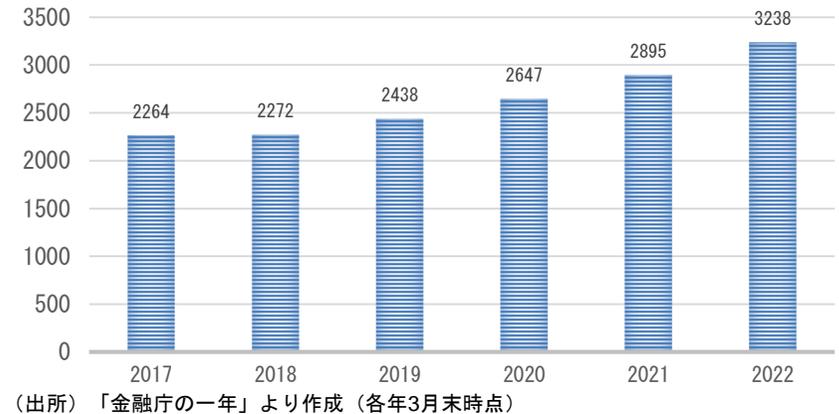
### 資産運用会社数の推移



(出所)「金融庁の一年」より作成(各年6月末時点)

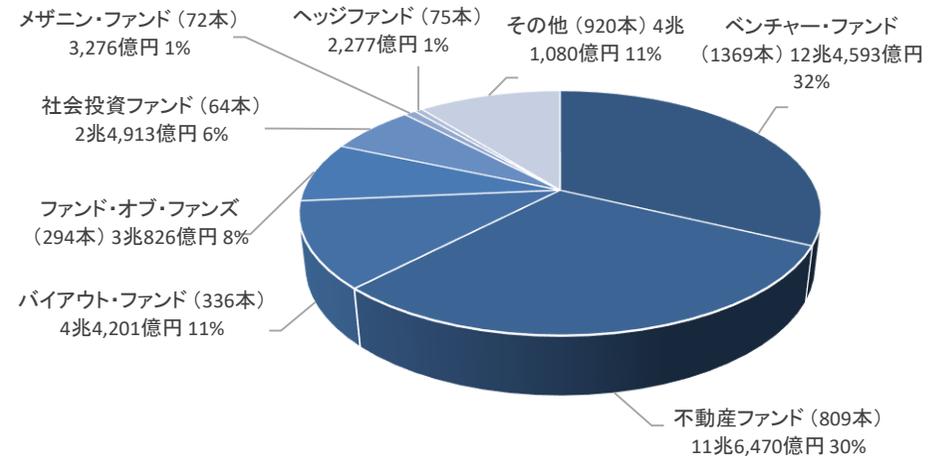
(注) 投資運用業は、投資信託委託業、投資法人資産運用業、投資一任業及び自己運用業の4類型に分類される。重複して業務を行っている者がいるため、その内訳である投資信託委託業者数、投資法人資産運用業者数、投資一任業者数及び自己運用業者数を合計した数値は、投資運用業者数と同一にはならない。

### 適格機関投資家等特例業務(プロ向けファンド)届出数の推移



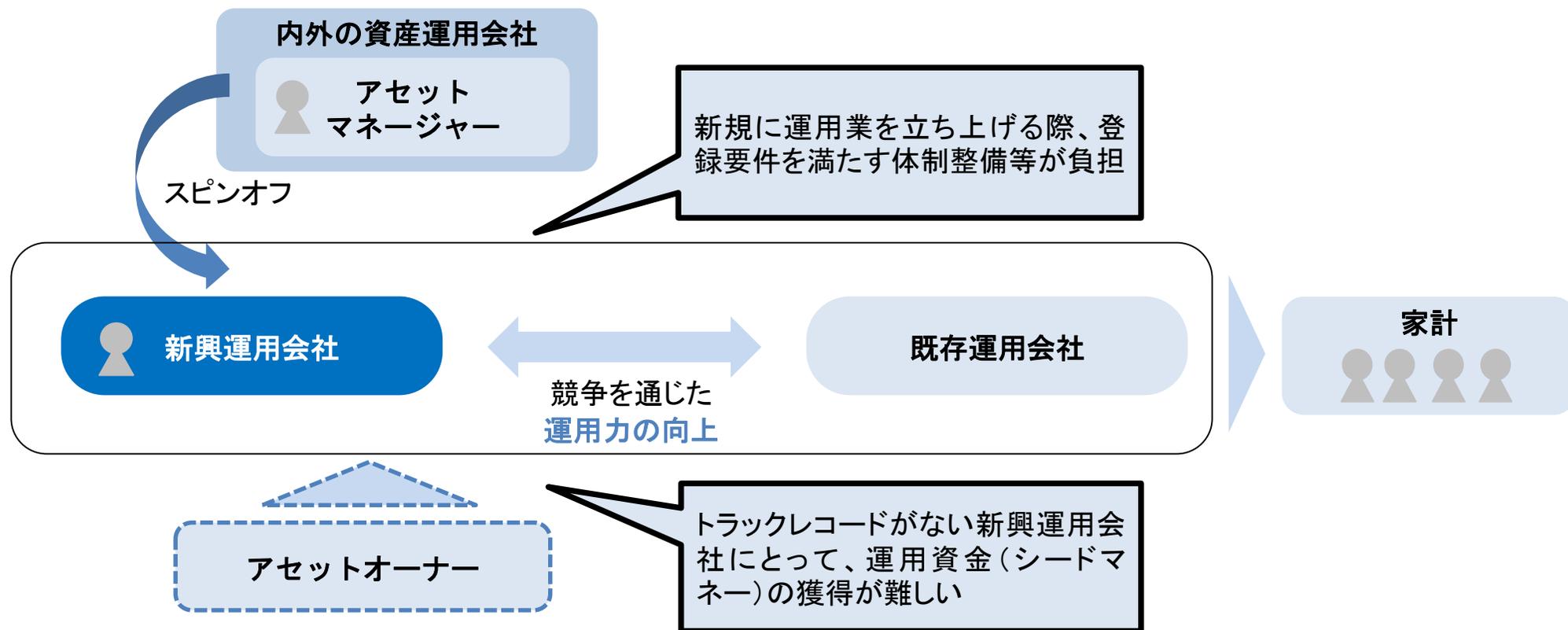
(出所)「金融庁の一年」より作成(各年3月末時点)

### プロ向けファンドの商品分類別の運用財産額等



## 資産運用会社の新規参入の促進(背景・全体像)②

- 資産運用会社の新規参入の促進にあたっては、投資運用業の参入要件を満たすための体制整備等と運用資金(シードマネー)の確保が大きな課題。



[参考1: 新興運用会社の規模等]

- 近年、新規に投資運用業の登録を行っている者の人員体制(例)については、投資信託委託業は10~17名程度、投資一任業は7~10名程度、プロ向け投資運用業は2~5名程度。

[参考2: 外部委託(コンプライアンス)の状況]

- プロ向け投資運用業においてコンプライアンス業務の外部委託をしている者は26社中8社(2023年9月末現在)。法令等遵守状況の検証・確認や社内規則の整備、コンプライアンス研修の実施といった内容を弁護士事務所や監査法人等に委託している。

## I. 資産運用会社の新規参入の促進等

### 1. 投資運用業の登録要件の緩和、事務の外部委託

#### 2. 運用の外部委託

#### 3. 新興運用業者プログラム(EMP)

#### 4. マテリアリティポリシーの設定

#### 5. 投信法における特定資産の対象拡大等

## II. 成長資金の供給等

### 1. ベンチャーキャピタルに対する資金供給の促進

### 2. 非上場有価証券の取引活性化

### 3. 株式報酬に係る開示規制の整備

## III. その他の論点

### 1. 外貨建国内債発行の円滑化のための環境整備

## これまで指摘された課題

□ 資産運用会社の体制整備等に関し、以下の課題が指摘されている。

### 運用へ専念 したいニーズ

- シンガポールや欧州では、資産運用会社のコンプライアンス業務についての外注を受ける大手業者が存在。加えて、トレーディング業務の外注も可能であり、ファンドマネージャーはファンドの投資方針の策定に集中できる。
- 日本の販売会社と運用会社との事務の役割分担について、通常、販売会社が投資家の口座管理や勧誘・販売等を行い、運用会社が運用やNAV計算等を行っているが、アドミニストレーターが存在すると口座管理や計理等に関する事務負担が軽減され、販売会社は販売や投資家向けサービスに、運用会社は運用に専念できるようになる。

### 体制整備等の 負担

- ミドル・バックオフィス業務は、大手運用会社にとっても非常に負担が重い。
- 外資系の運用会社からは、コンプライアンス業務の知識・経験を有し、かつ、英語でやり取りできる人材が日本に少ないため、コンプライアンス担当者確保することが難しいとの声を聞く。
- 投資運用業の登録を受けるにあたり、コンプライアンス（登録要件である人的構成・体制整備の審査の項目）のハードルが高い。
- ファンド立ち上げに際して、運用開始まで収益がない一方、ミドル・バックオフィス業務を含めた体制整備のための人員確保などで赤字続き。ファンド立ち上げの負担は大きい。

### ミドル・バック オフィス業務の 外部委託

- 規制・監督上、どのような場合にどの範囲でコンプライアンス業務を外部に委託できるのかという点が分かりにくい。
- 運用会社からミドル・バックオフィス業務の外部委託を受けるような業種を導入してもよいのではないか。

## 委託を前提とした参入要件の緩和について

- 適切な品質が確保された業者へのミドル・バックオフィス業務の外部委託を可能とし、投資運用業の参入要件を緩和することが考えられるのではないか。

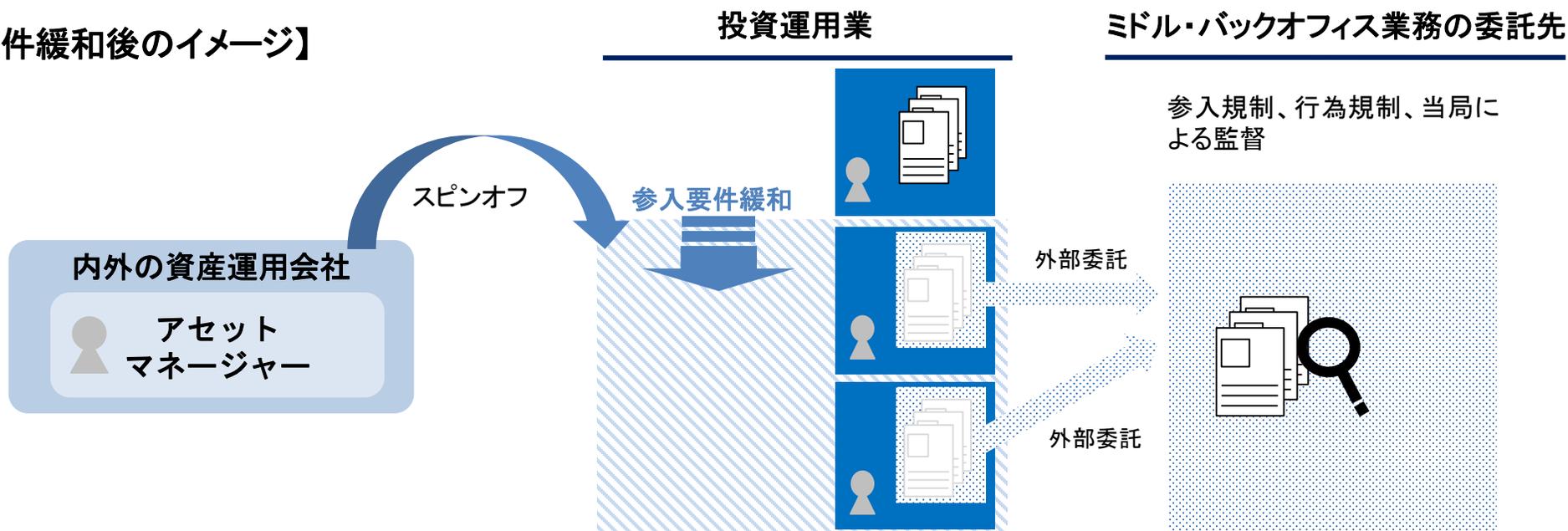
### 【検討の方向性】

次のような具体的な対応が考えられるのではないか。

- 品質が確保された外部委託先へミドル・バックオフィス業務(コンプライアンス・計理事務等)を委託し、原則として自らが金銭等の預託を受けない場合には、投資運用業の参入要件(資本金・体制整備等)の一部を緩和。
- 上記ミドル・バックオフィス業務の委託先については、参入規制、行為規制(善管注意義務等)、当局による監督の対象とする。

(注)なお、業務を外部委託した場合は、委託先の管理等を行うことが必要であるが、専任の担当者等を確保することが不要となり負担が軽減される。

### 【要件緩和後のイメージ】



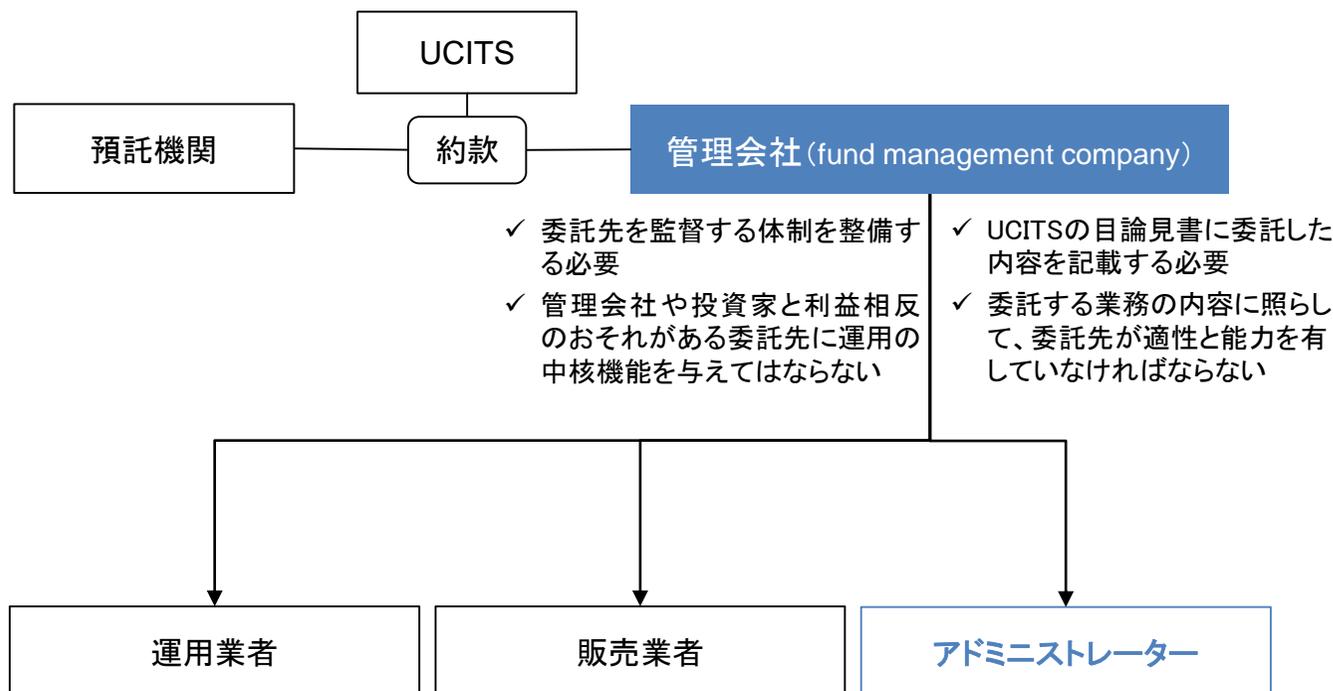
# ミドル・バックオフィス業務の外部委託の例(欧州)

- 欧州では、UCITS<sup>(※1)</sup>に基づき運営されるファンドについて、EU母国当局の認可<sup>(※2)</sup>を受けた管理会社(fund management company)を中心にファンドが運営されている。
- 管理会社は、UCITSの集団ポートフォリオ管理機能(投資運用、管理、販売等)を有し、また、**外部委託できる業務やルールが法律に定められている**。一般に、資産運用機能を運用会社へ、販売機能を販売会社へ、アドミニストレーション機能をアドミニストレーターへ、外部委託している。
- 管理会社が業務を外部委託したとしても、管理会社の責任は軽減されない。

※1 UCITS : undertakings for collective investment in transferable securities。不動産のような現物資産を直接保有するファンドは対象外。

※2 EU加盟国の当局によるUCITS指令に基づく認可は、全ての加盟国において有効となる。

## UCITSに係る主要なプレイヤー



## UCITS指令IV ANNEX II

- 集団ポートフォリオ管理に含まれる機能
  - ・ 投資運用 (Investment management)
  - ・ 管理 (Administration)
    - ・ 法務およびファンド計理業務
    - ・ 顧客の照会対応
    - ・ 価額評価等
    - ・ 規制遵守のモニタリング
    - ・ 投資口保有者の管理
    - ・ 利益の分配
    - ・ 投資口の発行・償還
    - ・ 契約の決済
    - ・ 記録管理
  - ・ 販売 (Marketing)

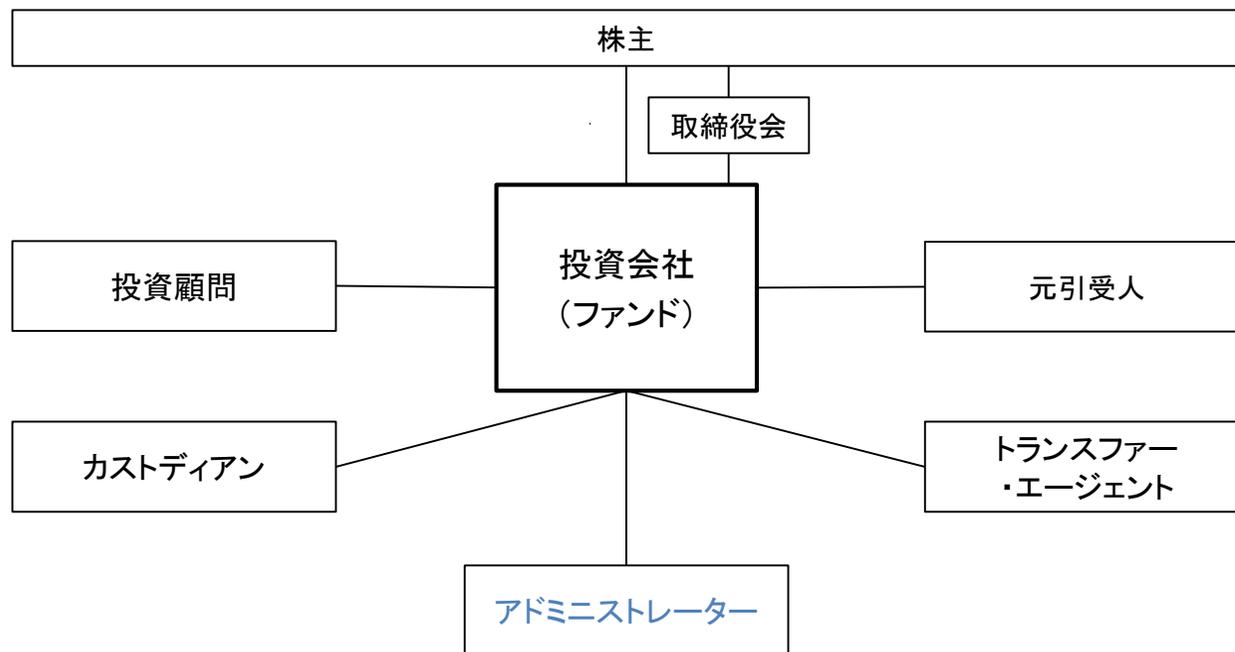
(注) UCITSは契約型(コモンファンド、ユニットトラスト)と会社型が存在する。上図は契約型の例であるが、会社型の場合もファンドの運営は管理会社が行う。

(出所) 野村亜紀子「海外の投資信託・投資法人制度」(金融庁金融研究センター、2012年1月)より金融庁作成

## ミドル・バックオフィス業務の外部委託の例(米国)

- 米国では「投資会社」(investment company)が投資信託として存在。投資会社の運営は関係会社や独立の業者に外部委託され、投資会社自身は従業員を持たない。投資会社は、一般に投資顧問、元引受人、アドミニストレーター、トランスファー・エージェント、カストディアンといった業者からサービスの提供を受ける。

### 投資会社に係る主要なプレーヤー(ミューチュアルファンド<sup>(※1)</sup>(株式会社型)の場合)



#### ○ アドミニストレーター

- ・ 投資会社のバックオフィス業務を提供
  - ・ ファンド計理業務
  - ・ データ処理
  - ・ 簿記
  - ・ 内部監査
  - ・ SEC 向け報告書の作成及び提出
  - ・ 税務処理
  - ・ 株主向け報告の作成及び提出等
  - ・ コンプライアンス手続の支援
  - ・ 内部統制の維持の支援

#### ※ 基準価額(NAV)の計算

- ・ 基準価額の計算は、投資顧問、アドミニストレーター、カストディアンなどのうち、ファンド計理を担う者が行う。

※1 ミューチュアルファンド(Mutual Fund)：米国のオープンエンド型投資信託の一種。株式会社型と事業信託型がある。

(出所)野村亜紀子「海外の投資信託・投資法人制度」(金融庁金融研究センター、2012年1月)より金融庁作成

# 資産運用会社のミドル・バックオフィス業務の例

- 資産運用会社は、運用手法や商品の企画・立案、実際の運用といったコアとなる業務以外に、ミドル・バックオフィス業務の負荷が大きいことが指摘されている。

## 投資信託委託業

- 口座開設、デリバティブ取引に係る証拠金管理等
- 運用パフォーマンスの測定・分析(データ整備、要因分析等)
- リスク管理(各種リスク指標の算出、分析等)
- 運用ガイドラインチェック
- 投資信託計理および周辺業務
  - ✓ 基準価額の算出・受託照合・基準公表・配信業務
  - ✓ 対販社業務
  - ✓ 決算・償還に係る計理業務
  - ✓ ファンド監査対応 等
- コンプライアンス(各種チェックリストやマニュアルの策定・研修、広告審査)
- 法定ディスクロージャー(目論見書、有価証券届出書、有価証券報告書、運用報告書作成)
- 契約書等(商品概要書、投資信託約款作成)
- 任意レポート(重要情報シート、週月報、評価機関等向け資料、カスタマイズレポート作成等)
- 情報提供(販社宛メール送付、HPデータ更新)

## 投資一任業

- 口座開設、デリバティブ取引に係る証拠金管理等
- 運用パフォーマンスの測定・分析(データ整備、要因分析等)
- リスク管理(各種リスク指標の算出、分析等)
- 運用ガイドラインチェック
- 投資一任契約に係る計理業務
  - ✓ 投資顧問料の計算 等
- コンプライアンス(各種チェックリストやマニュアルの策定・研修、広告審査)
- 法定ディスクロージャー(運用報告書作成)
- 契約書等(投資一任契約作成)
- 任意レポート(カスタマイズレポート作成等)
- 情報提供(投資家宛メール送付)

(参考)「金融商品取引業者向けの総合的な監督指針」において、資産運用業務やコンプライアンス業務に係る体制整備のほか、以下に関する体制整備が求められている。

帳簿書類(投信計理に関する帳簿書類を含む)・報告書等の作成や管理、ディスクロージャー、運用財産の分別管理、リスク管理、電算システム管理、管理部門による運用状況管理・顧客管理、法人関係情報管理、広告審査、顧客情報管理、苦情・トラブル処理、運用部門による資産運用業務の執行、内部監査、投資信託財産の運用を行う場合にあっては投資信託財産に係る計算及びその審査。

## I. 資産運用会社の新規参入の促進等

1. 投資運用業の登録要件の緩和、事務の外部委託

2. 運用の外部委託

3. 新興運用業者プログラム(EMP)

4. マテリアリティポリシーの設定

5. 投信法における特定資産の対象拡大等

## II. 成長資金の供給等

1. ベンチャーキャピタルに対する資金供給の促進

2. 非上場有価証券の取引活性化

3. 株式報酬に係る開示規制の整備

## III. その他の論点

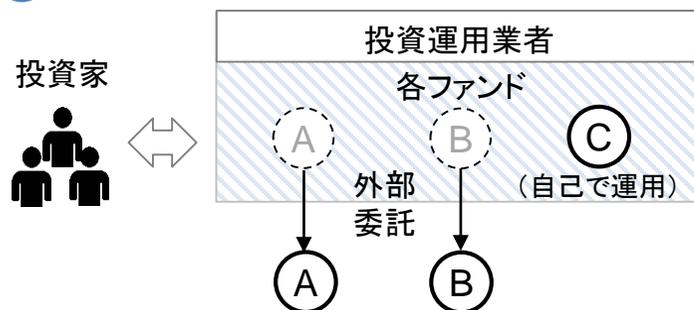
1. 外貨建国内債発行の円滑化のための環境整備

# 投資信託の運用の指図に係る権限の全部委託について

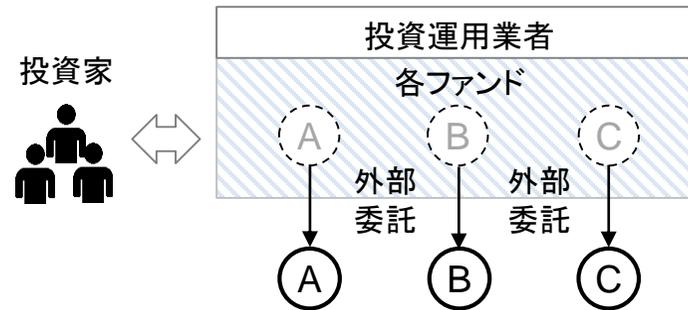
- 欧州では、投資信託の運営において、運営会社がファンドマネジメントカンパニーとしてファンド運営機能に特化し、投資運用や計理等の事務機能は全て外部へ委託することが一般的。
- 一方で、我が国では、平成10年の法改正により、投資運用業者の運用の指図に係る権限の外部委託に関する根拠規定を新設し、外部委託が可能である旨が明確化されるも、その全てを外部委託することはできないこととされた<sup>(注)</sup>ため、ファンド運営機能に特化できない、との指摘がある。

## 現行規制 (イメージ)

○ ファンドの運用権限の**大宗**を外部委託



✕ ファンドの運用権限の**全部**を外部委託



## 現行規制 の趣旨

- 運用の指図を全く行わない者は投資運用業者として適当ではないという考え方によるもの。

## 論点

- 運用の指図権限の全部を委託したとしても、投資運用業者は、投資家に対する義務や外部委託先の運用に対する責任を負っており、その運用状況について必要なモニタリングを行うことになるため、ファンド運営機能に特化することは許容されるのではないか。
- 我が国においてもファンド運営機能に特化する業者が増加すれば、そうした機能を利用した新規の特色あるアセットマネージャーの増加に繋がるのではないか。
- このため、運用指図権限の全部委託を禁止する規定を見直ししてはどうか。

(注) 投信法第12条第1項において、「投資信託委託会社は、その運用の指図を行うすべての委託者指図型投資信託につき、当該指図に係る権限の全部を、(中略)委託してはならない。」と規定されている。また、金商法第42条の3第2項にも投資運用業者について同様の規定あり。

## I. 資産運用会社の新規参入の促進等

1. 投資運用業の登録要件の緩和、事務の外部委託
2. 運用の外部委託
3. 新興運用業者プログラム(EMP)
4. マテリアリティポリシーの設定
5. 投信法における特定資産の対象拡大等

## II. 成長資金の供給等

1. ベンチャーキャピタルに対する資金供給の促進
2. 非上場有価証券の取引活性化
3. 株式報酬に係る開示規制の整備

## III. その他の論点

1. 外貨建国内債発行の円滑化のための環境整備

## 資産運用会社の新規立ち上げの課題

### 【現状の課題】

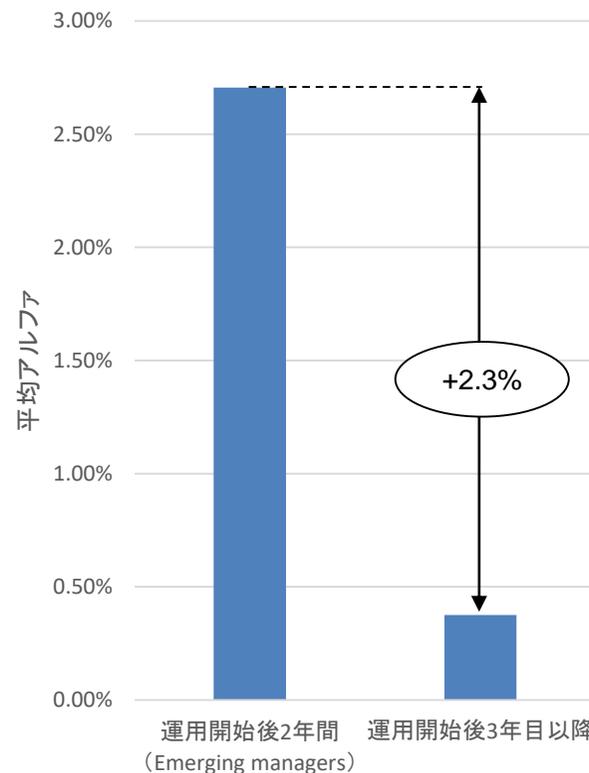
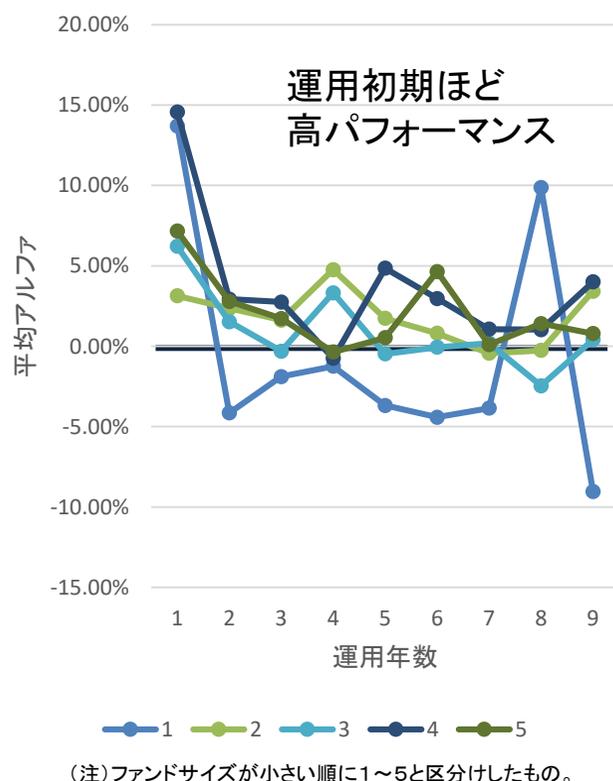
- 資産運用会社の新規立ち上げにあたっては、以下のような課題が指摘されている。
  - 運用会社の立ち上げは、国内外の運用会社からのスピンオフ等が想定されているところ、運用担当者は従前の運用会社での業歴はあるものの、“新規の運用会社としての”トラックレコードがないと、運用資金（シードマネー）を確保するハードルが高い。
  - 創業期における赤字をカバーするための資金を確保するハードルが高い。

### 【検討の方向性】

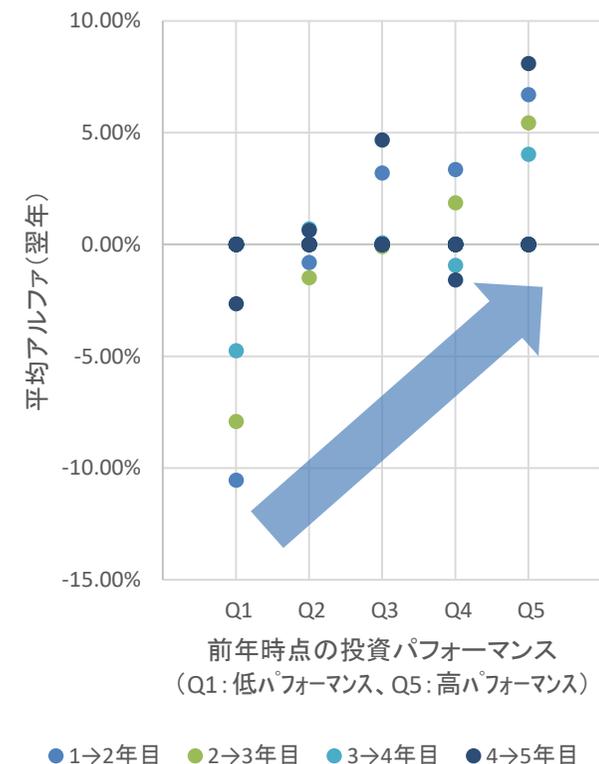
- 実績のある運用会社への投資が安心だと思える機関投資家（アセットオーナー）が多いことが指摘される中、運用資金（シードマネー）が集まりにくいという立ち上げ時の課題へ対応するとともに、新興の資産運用会社が持つ潜在的な運用力を投資家がより享受できるようにし、競争の促進を通じて運用業界の運用力の向上につなげていくことが重要。
- こうした観点から、東京都や諸外国におけるEMPの例も参考にしつつ、機関投資家から新興の資産運用会社へのシードマネーの供給を円滑にし、運用業界全体の運用力の向上を図るためのプログラムを作るべきではないか。

- 実証研究の中には、新興運用業者は、運用初期ほど投資パフォーマンスが高く、特に運用初期の2年間は、その後と比較して、顕著にアウトパフォーマンスしているとするものもある。
- また、運用開始後5年目までの間は、前年の投資パフォーマンスが高いほど、翌年の投資パフォーマンスも高くなる傾向がみられるとの指摘もある。

## 運用年数と投資パフォーマンス



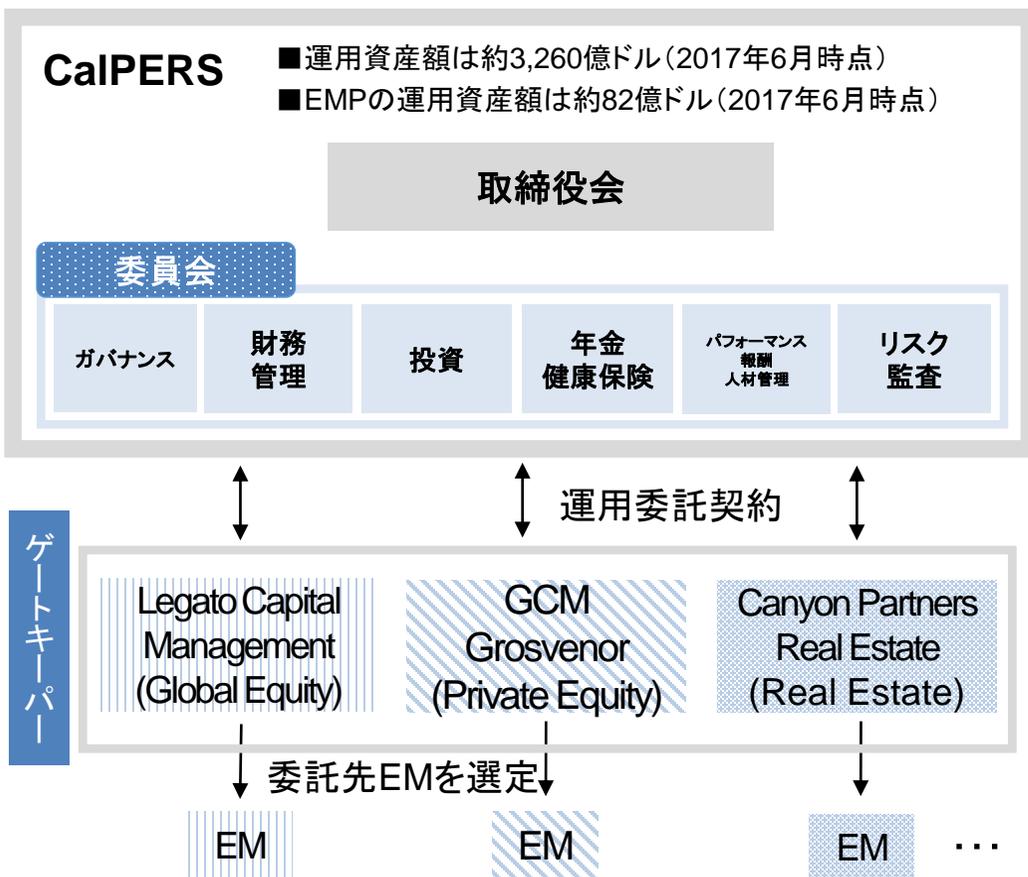
## 投資パフォーマンスの継続性



# アメリカにおけるEMPの取組み(CalPERSの例)

- アセットクラス毎にゲートキーパー<sup>(注)</sup>を採用。カリフォルニア州職員退職年金基金(CalPERS)と各ゲートキーパーが運用委託契約を行う。各ゲートキーパーはファンドを通じてEMに出資する場合や、直接運用委託契約を締結する場合がある。新興運用業者(EM)の選定要件は、アセットクラス毎に異なる(詳細は次頁)。

(注)SEC(証券取引委員会)のInvestment Adviser(投資顧問業)に登録されている業者。



## 取締役会・委員会の機能

- 取締役会に各案件等を提言するために6つの委員会が設けられており、取締役会のメンバーは少なくとも1つの委員会に所属する。
- 投資に係る最終意思決定

## I. ゲートキーパーの機能

- EMの発掘やデューデリジェンス
- EMの選定
- EMの運用がCalPERSの投資理念に合致しているか否かの判断 等

## II. 主なゲートキーパーの概要

### ① Legato Capital Management (Global Equity)

- 2004年創業、運用総額14億ドル

### ② GCM Grosvenor (PE)

- 1971年創業、運用総額750億ドル
- 積極的に新興運用業者にも投資をしており、180億ドルを小規模新興運用業者に委託している。(プログラム以外も含む)

### ③ Canyon Partners Real Estate (Real Estate)

- 1990年創業、運用総額240億ドル以上
- 次世代の不動産運用業者の支援も行っており、新興運用業者をパートナーとして運用を委託する。

## アメリカにおけるEMPの取組み(CalPERSの例)

- FinCity.Tokyoによると、CalPERSは優秀なEMを囲い込むためにEMPの要件に適合しなくなったEMのためにTMP(Transition Manager Program)を導入。

### (1)EMPの要件等

アセットクラス	EMの運用実績要件	EM全体の運用資産残高要件
Global Equity	制限なし	20億ドル未満
Private Equity	運用第1~3号の機関投資家向けファンド	制限なし
Real Estate	運用第1~3号のラップ口座を通じた投資一任又は機関投資家向けファンド	10億ドル未満

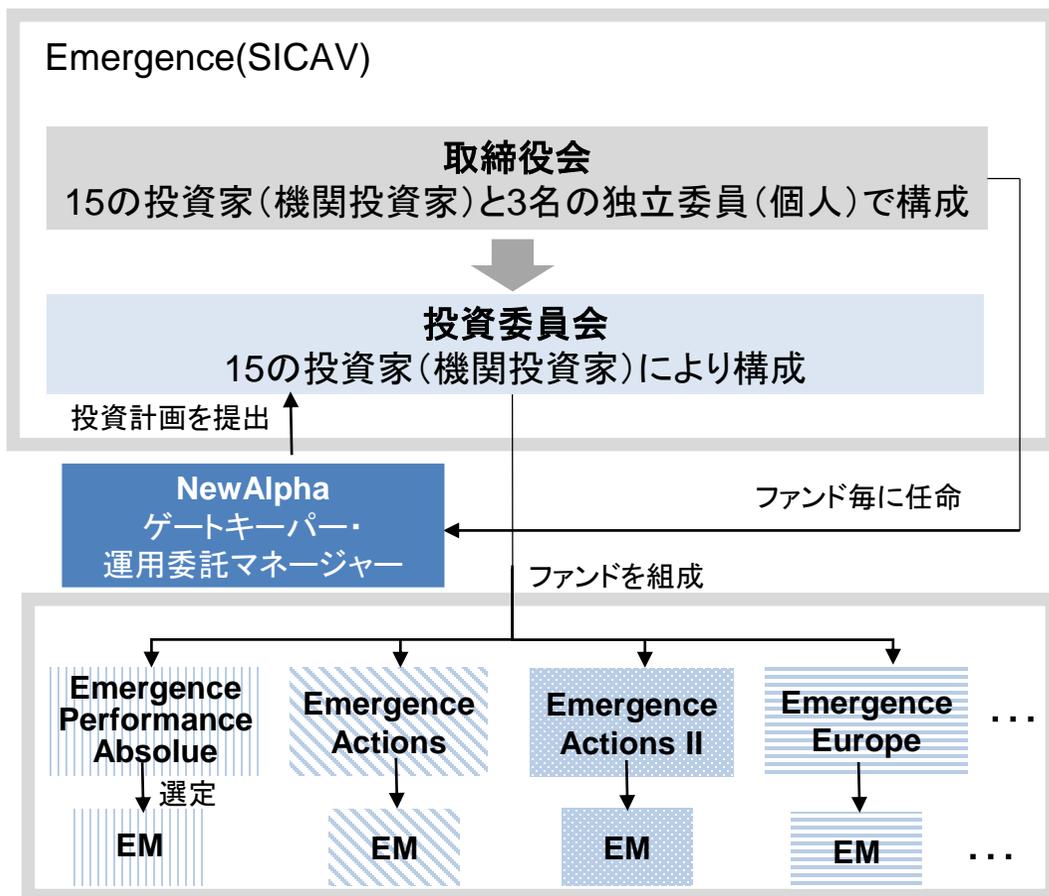
### (2)TMP(Transition Manager Program)の要件等

アセットクラス	EMの運用実績要件	EM全体の運用資産残高要件
Global Equity	制限なし	20億ドル以上
Private Equity	運用第4~6号の機関投資家向けファンド	制限なし
Real Estate	運用第4~6号のラップ口座を通じた投資一任又は機関投資家向けファンド	制限なし

# フランスにおけるEMPの取組み

- フランスでは、Emergenceと呼ばれるEMPが、パリの金融市場活性化のために1993年に設立された金融プロモーション組織 Paris Europlaceの下で運営されている。EmergenceはSICAV<sup>(注)</sup>と呼ばれるオープンエンド型の会社型ファンドであり、拠出されたファンドを組成し、ゲートキーパーを介して投資を行う。

(注)“Société d’investissement à capital variable”の略で、ルクセンブルク、スイス、フランス、イタリアなどで一般的な共同投資スキーム。



## 取締役会

- 各ファンドのゲートキーパー(運用委託マネージャー)を任命
- ファンドの投資方針及び戦略を決定

## 投資委員会

- ゲートキーパーの作成する投資計画の承認

## I. ゲートキーパーの機能

- EM発掘、デューデリジェンス、投資実行、及びEMのリスク管理・モニタリング、投資の引き上げ(投資期間の終了時その他一定の事由ある場合)

## II. New Alpha の概要

- 2009年創業、運用総額29億ドル(2023年6月末時点)
- La Francaiseグループ(銀行・保険)傘下の機関投資家向け資産運用会社。

## ファンドの概要

- 3年又は4年のロックアップ(解約不可)期間
- 投資家へのインセンティブとして、シード対象ファンドに係るAuM増加の一定割合を投資家へ還元(Revenue Sharing Fee)。なお、ロックアップ期間終了後も継続するケースあり。

## I. 資産運用会社の新規参入の促進等

1. 投資運用業の登録要件の緩和、事務の外部委託
2. 運用の外部委託
3. 新興運用業者プログラム(EMP)
4. マテリアリティポリシーの設定
5. 投信法における特定資産の対象拡大等

## II. 成長資金の供給等

1. ベンチャーキャピタルに対する資金供給の促進
2. 非上場有価証券の取引活性化
3. 株式報酬に係る開示規制の整備

## III. その他の論点

1. 外貨建国内債発行の円滑化のための環境整備

# 投資信託のマテリアリティポリシーの明確化について

- 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。これにより、軽微な計算過誤であっても遡及的に基準価額の訂正等を行うことによるコストが投資家全体に生じることを回避し、また、過誤を訂正する適正な水準を確保することに繋がるものと考えられている。
- これまで、投資信託協会の検討会報告書で示された考え方も踏まえ、各社の社内規定によりマテリアリティポリシーが定められてきた。現状では、基準価額の訂正を行う水準は、概ね0.5%(50bp)であるが、各社によってバラツキがあり、当該ポリシーの投資家への周知も行われていない状況。
- このため、各社においてマテリアリティポリシーを定める場合には、適正な水準とする必要があること、及び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適当ではないか。

## 投資信託協会「基準価額算出に係る実務者検討報告書」 (令和元年9月)(抜粋)

現行の投信法第21条に照らせば、任務懈怠の範囲等は、個々の状況及び事象に応じて判断されるものであることに鑑み、個別の検討によってマテリアリティポリシーを利用する運営は、一概に否定されるものではないと考えられる。

※投信法第21条: 投資信託委託会社(略)がその任務を怠つたことにより運用の指図を行う投資信託財産の受益者に損害を生じさせたときは、その投資信託委託会社は、当該受益者に対して連帯して損害を賠償する責任を負う。

## 海外のマテリアリティポリシーの事例

米国



法令上の規定はないものの、基準価額の計算過誤の閾値はファンド一口当たり\$0.01または基準価額の0.5%とするとの業界慣行を証券当局(SEC)が追認する旨を公表している。

英国



Collective Investment Schemes (COLL)ハンドブックにおいて、発生した基準価額の過誤が0.5%未満の場合は、過誤が重大ではないと考えることができるとされており、重大ではないと考える場合を除き、ファンドマネージャーによる投資家への返済義務を課している。

ルクセンブルク



当局が、通達において、ファンドタイプ別に定められた閾値以上の基準価額の計算過誤に対する方針を定めている。

MMF: 0.25%、債券型及びバランス型: 0.5%、株式・その他型: 1.0%

## I. 資産運用会社の新規参入の促進等

1. 投資運用業の登録要件の緩和、事務の外部委託
2. 運用の外部委託
3. 新興運用業者プログラム(EMP)
4. マテリアリティポリシーの設定

## 5. 投信法における特定資産の対象拡大等

## II. 成長資金の供給等

1. ベンチャーキャピタルに対する資金供給の促進
2. 非上場有価証券の取引活性化
3. 株式報酬に係る開示規制の整備

## III. その他の論点

1. 外貨建国内債発行の円滑化のための環境整備

# 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

## 現行規制

- 投信法上、投資信託は「主として特定資産に対する投資として運用する」とされている。この特定資産は、「投資を容易にすることが必要であるものとして政令で定めるもの」とされている。

## 排出権に関する動き

- 欧米では、排出権の現物・先物取引のほか、これらを投資対象とする投資信託の組成が進んでいる。我が国においても、東証にJ-クレジットを対象としたカーボン・クレジット市場が開設(2023年10月11日～)されるなどの動きがある。

## 論点

- 地球温暖化に課題意識を有する投資家が、投資信託を通じて排出権に投資を行い、企業側の取組みを後押しすることは、我が国産業の地球温暖化対策の促進にも繋がるとの政策的意義があるのではないか。一方で、我が国においては、東証などにカーボン・クレジット市場が開設されたところであり、価格形成や取引量等の状況を精査したうえで、将来的に特定資産への追加の是非を検討することが適切ではないか。

### 規制の趣旨

- 特定資産は、資産の取引形態や市場の状況、投資者のニーズ等の要因を総合的に勘案し、投信法上の投資信託、投資法人という仕組みを用いた集団的な投資を容易にする必要があると認められる資産が定められている。
- その範囲を限定しているのは、投資適格性を有する資産である必要があるためとされているところ、平成26年投信法施行令改正の際は、下記2点を考慮。
  - ① 専門家による客観的な価格評価が可能である資産であること(価値評価可能性)
  - ② 継続的にキャッシュフローを生み、投資家に継続的に収益の還元を行うことができる資産であること(キャッシュフロー創出の可能性)

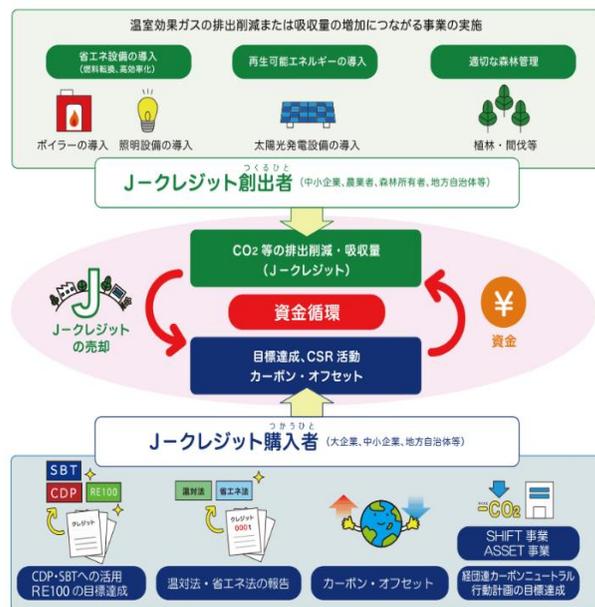
### 特定資産の例

- ・ 有価証券
- ・ デリバティブ取引に係る権利
- ・ 不動産
- ・ 不動産の賃貸借権
- ・ 金銭債権
- ・ 匿名組合出資持分
- ・ 再生可能エネルギー発電設備
- ・ 公共施設等運営権 等

## [参考]国内のカーボン・クレジットに関する現状

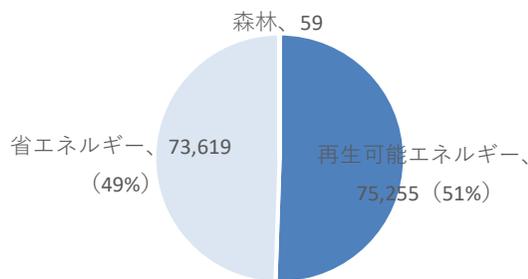
- いわゆるカーボン・クレジットの一つである「J-クレジット」は、2013年度より、経済産業省・環境省・農林水産省が運営しているJ-クレジット制度において、省エネ・再エネ設備の導入や森林管理等による温室効果ガスの排出削減・吸収量として国の認証を受けたもの、とされている。
- このJ-クレジットは、「(地球温暖化対策推進法上の)算定割当量その他これに類似するもの」と整理され、金融庁「カーボン・クレジットの取扱いに関するQ&A」において、金融機関が売買や媒介業務で取り扱うことができる旨が明確化されてきた経緯。
- 東証のカーボン・クレジット市場では、まずはJ-クレジットを売買の対象とし、法人・政府等で、業務を安定的に行う体制が整っている者が参加者登録を行ったうえで取引可能とされている。

### J-クレジット制度の概要



### 取引所取引の実証実験における J-クレジットの売買状況

#### J-クレジットの売買高の内訳 (t-CO<sub>2</sub>)



#### J-クレジットの加重平均取引価格

	加重平均価格
省エネルギー	1,431円
再生可能エネルギー	2,953円
森林	14,571円

### 東証カーボン・クレジット市場の 制度概要

売買の対象	J-クレジット
参加者	カーボン・クレジット市場参加者
約定の方法	午前1回11:30 午後1回15:00 価格優先
注文の種類	指値注文のみ
売買の区分	J-クレジットについては、省エネ、再エネ(電力)、再エネ(熱)などクレジット活用用途に応じた6分類
注文受付時間	9:00 - 11:29、12:30 - 14:59
呼値の単位	1円単位
売買単位	1t - CO <sub>2</sub>
決済方法	代金(買方)及びクレジット(売方)の授受

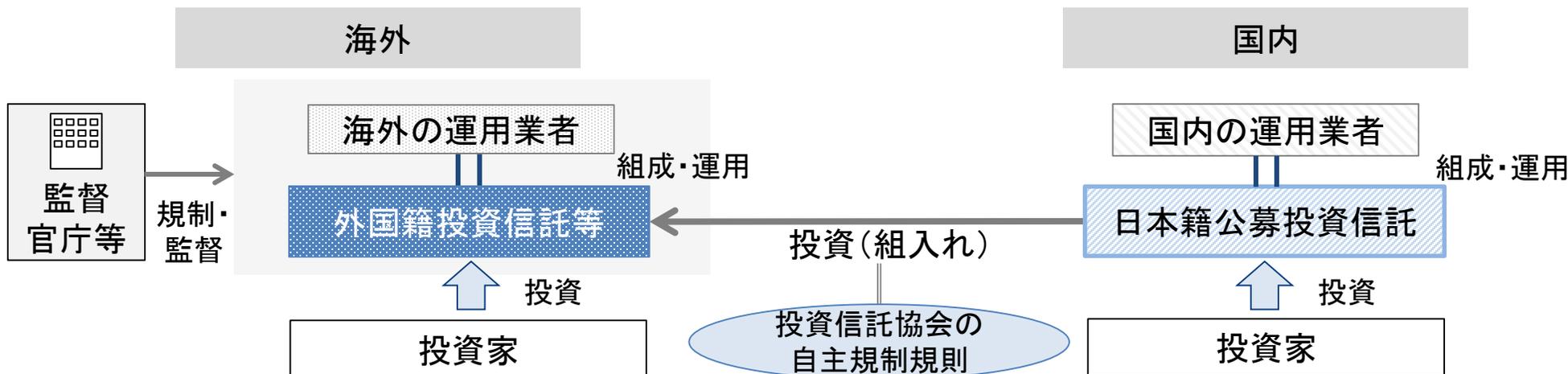
# オルタナティブ投資を行う外国籍投資信託の国内籍投資信託への組入れ

[現行の投資信託協会の自主規制規則]

- 国内籍公募投資信託に外国籍投資信託を組み入れる場合には、投資信託協会の自主規制規則において、借入制限等に関する規制<sup>(注1)</sup>が適用される(その外国籍投資信託が取引所に上場されている場合には、適用が除外される)。また、国内籍公募ファンド・オブ・ファンズ<sup>(注2)</sup>が不動産投資信託を組み入れる場合には、投資信託協会の自主規制規則において、上場され、常時売却可能であること等の規制<sup>(注3)</sup>が適用される。

[課題]

- 海外にて公募で販売されている、オルタナティブ投資等を行う非上場の外国籍投資信託について、国内籍公募投資信託に組み入れられない場合があることが指摘されている。
- ⇒ 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が可能となるよう、適切な枠組みの検討が開始されているところであり、投資対象の多様化の観点から、投資者保護に留意しつつ、こうした取組みが促進されていくことも重要ではないか。



(注1)「投資信託等の運用に関する規則細則」第3条(外国投資信託証券の要件)第1項(2)において、外国投資信託証券が満たす必要がある15項目の要件が定められており、そのうち、借入制限として、純資産総額の10%を超える借入れが制限されている。

(注2)投資信託証券への投資を目的とする投資信託と定義され、公募のファンド・オブ・ファンズは、原則として投資信託証券以外への投資が禁止されている。

(注3)「投資信託等の運用に関する規則」第22条(公募のファンド・オブ・ファンズの要件等)第2項

- I. 資産運用会社の新規参入の促進等
  1. 投資運用業の登録要件の緩和、事務の外部委託
  2. 運用の外部委託
  3. 新興運用業者プログラム(EMP)
  4. マテリアリティポリシーの設定
  5. 投信法における特定資産の対象拡大等

## II. 成長資金の供給等

1. ベンチャーキャピタルに対する資金供給の促進
2. 非上場有価証券の取引活性化
3. 株式報酬に係る開示規制の整備

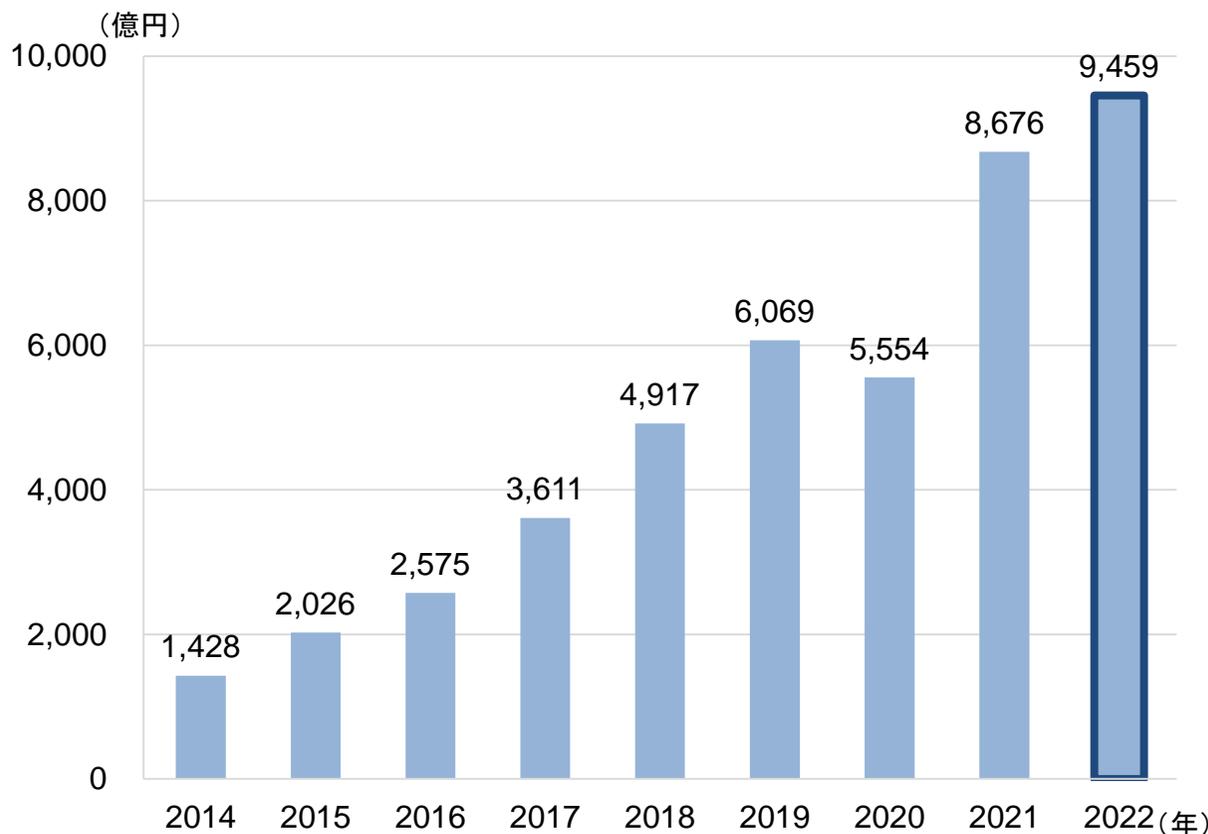
## III. その他の論点

1. 外貨建国内債発行の円滑化のための環境整備

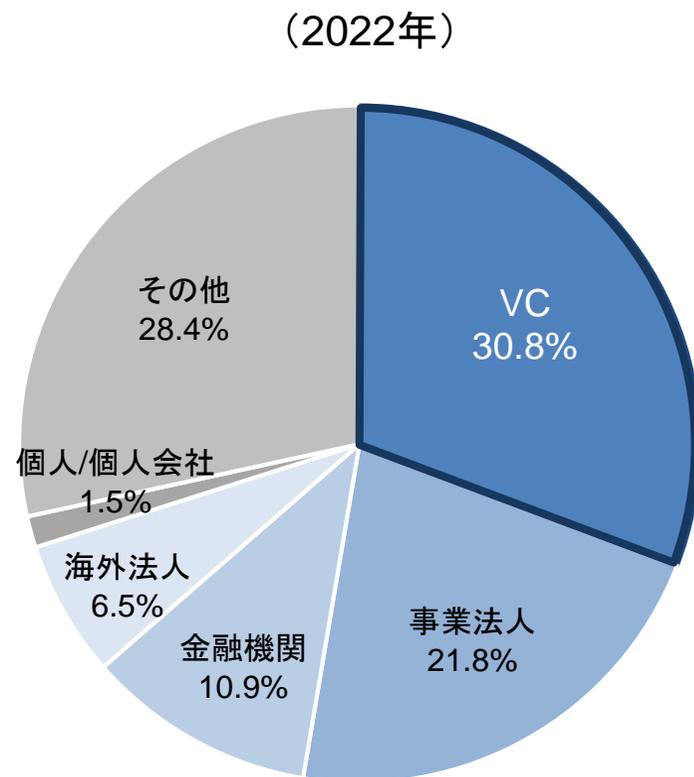
## スタートアップへの資金供給の状況

- 国内スタートアップの資金調達額は、年々増加しており、2022年は1兆円に迫る水準。
- また、国内スタートアップに投資を行う主体のうち、ベンチャーキャピタル(VC)ファンドによる投資額は全体の3割程度を占め、スタートアップへの資金供給において、重要な役割を果たしている。

国内スタートアップの資金調達額の推移(注1)



国内スタートアップへの資金供給主体(注2)



(注1)「国内スタートアップの資金調達額の推移」は、各スタートアップによる「資金調達額」をもとに算出されており、「資金調達額」には買収・子会社化や株式の移動、事業証券化、債券発行、負債による調達額は含まれない。

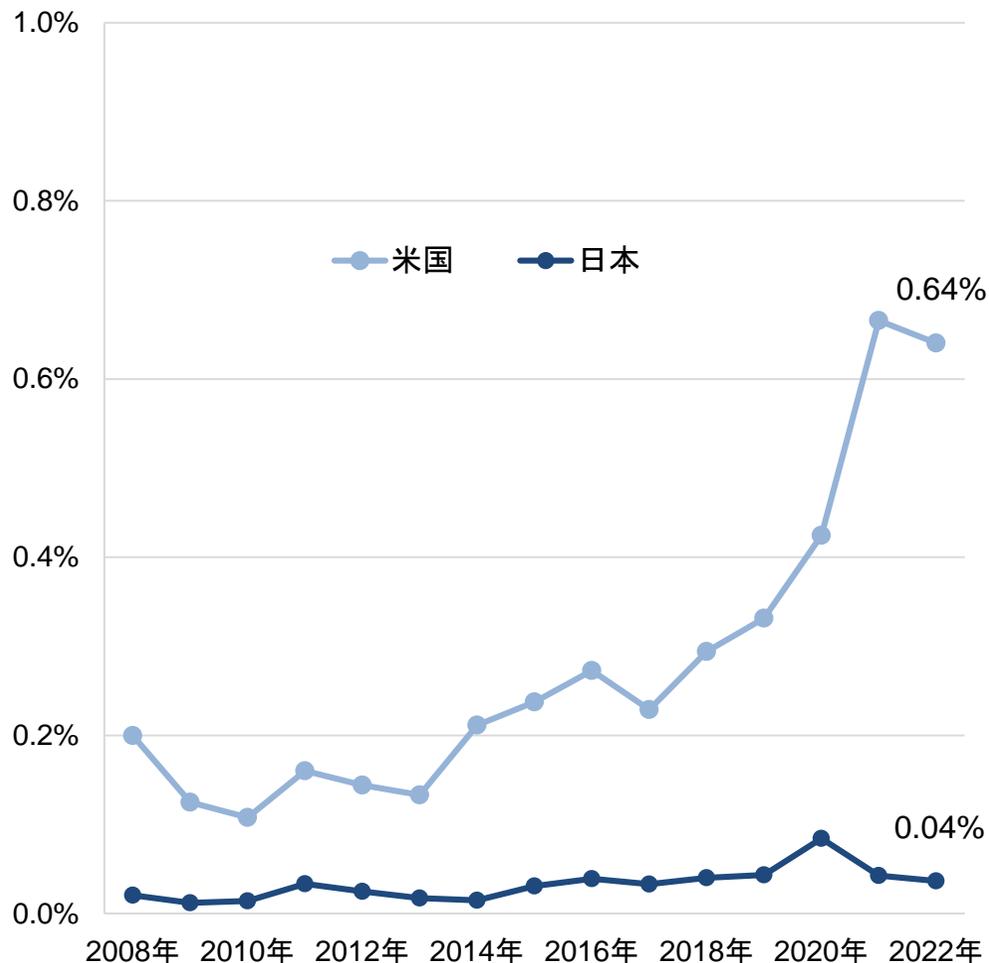
(注2)「国内スタートアップへの資金供給主体」は、前記の「資金調達額」と異なり、各資金供給主体からのスタートアップへの「投資額」(推計を含む)をもとに算出されており、「投資額」には、株式の移動や買収・子会社化、その後のEXITまでの投資などが含まれる。

(出所)INITIAL「2023年上半期 Japan Startup Finance」

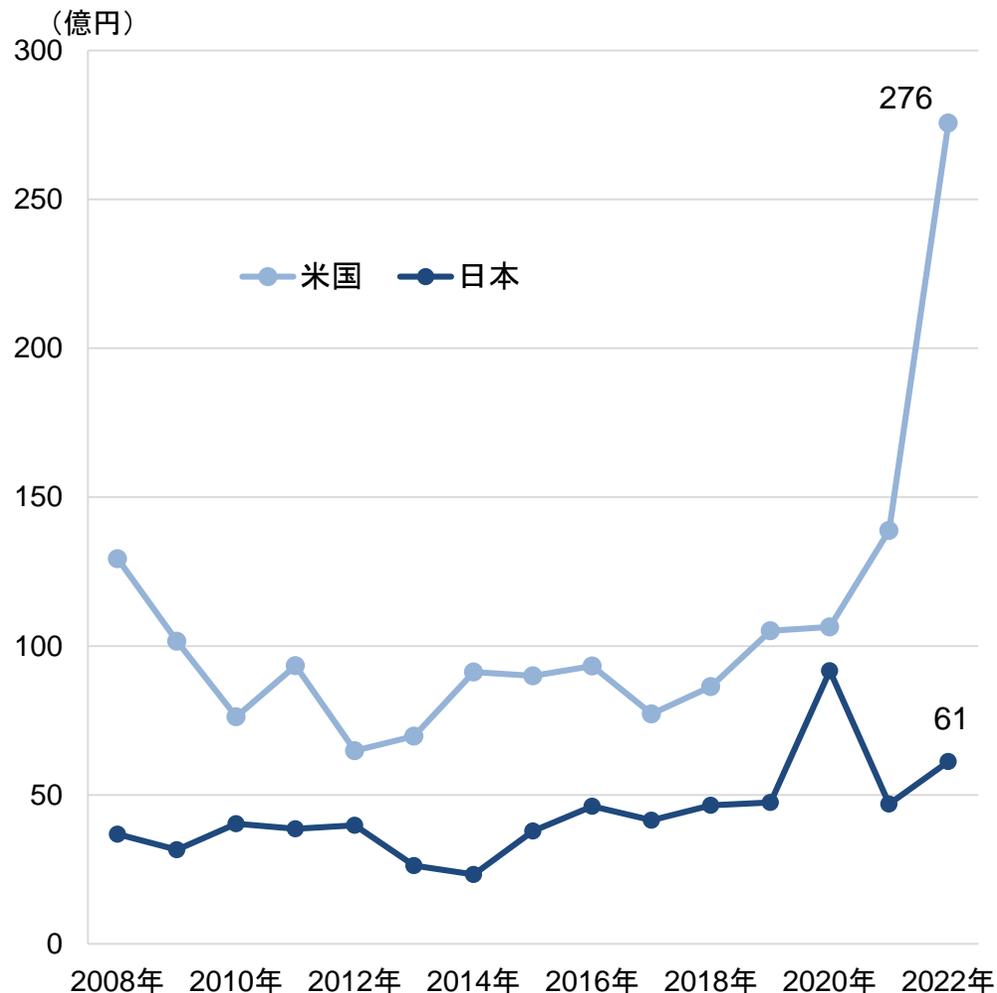
# VCファンド規模の日米比較

□ 日本のVCファンドの組成金額(対GDP比)と平均サイズともに、米国と比較すると低水準にとどまっている。

## VCファンド組成金額(対GDP比)



## VCファンド平均サイズ



(注) 日本の各年のデータは年度末時点

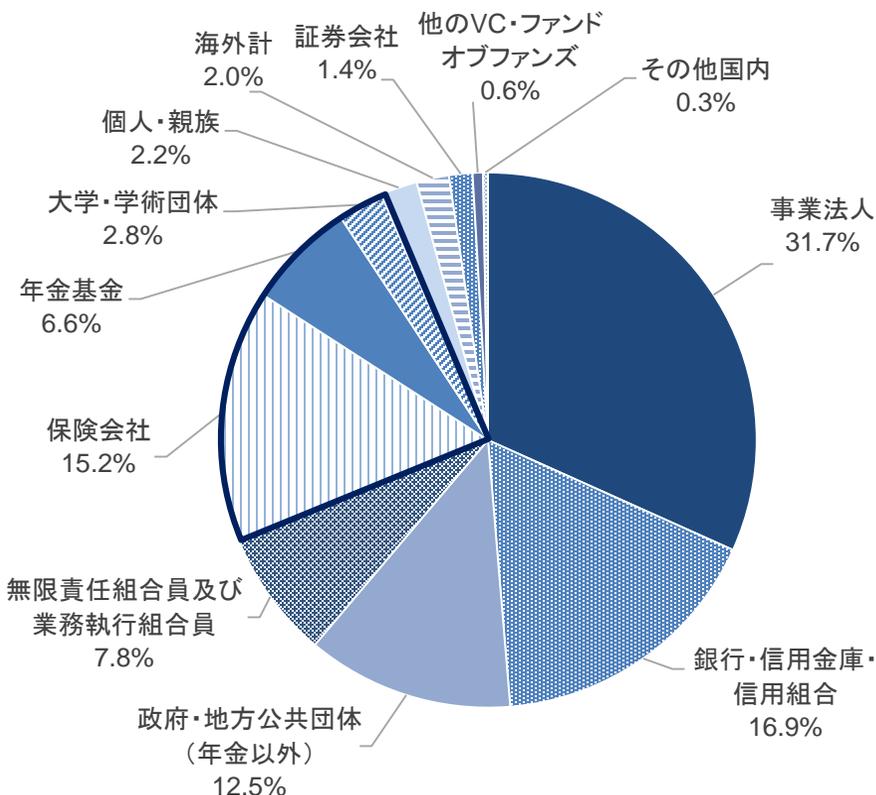
(出所) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「2022年度ベンチャーキャピタル等投資動向速報」(日本)、National Venture Capital Association(米国)のデータより  
金融庁作成

# 機関投資家からVCファンドに対する投資

- VCファンドへの資金供給者を日米で比較すると、日本では事業法人や銀行等の預金取扱金融機関が約半数を占めている。一方、米国では年金基金や財団、寄付基金、保険会社が6割程度を占めている。

## VCファンドへの資金供給主体

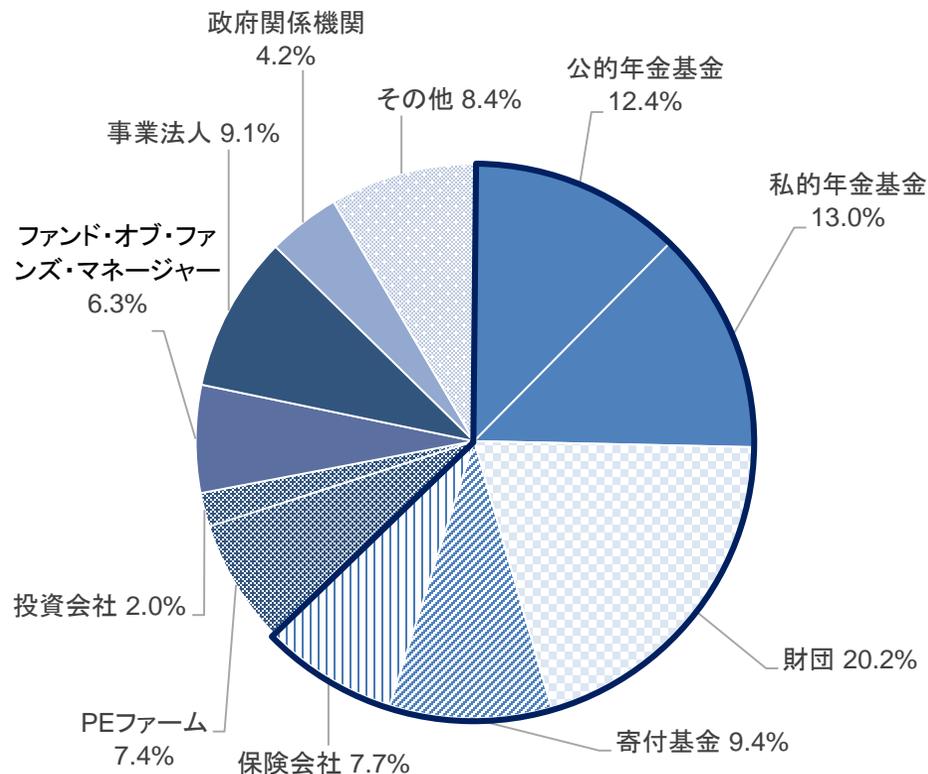
日本(2022年)



(出所)一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャーキャピタル等投資動向調査」より四半期ごとの各主体による資金供給額を加算して金融庁算出

(注)非開示分を除く割合

米国(2020年)



(出所)Preqin (2020) 「Preqin and First Republic Update: US Venture Capital in Q1 2020」

(注)集計対象は2010年～2020年ビンテージの米国VCファンド

# 非上場株式等の公正価値評価（経緯とこれまでの進捗状況）

## 金融審議会市場制度ワーキング・グループ第二次中間整理（2022年12月21日）

### Ⅲ スタートアップ企業等への円滑な資金供給

#### 2. 公正価値評価の促進

（前略）日本においては、VC ファンドの評価や監査の実務の蓄積が少なく、出資する上場企業等も会計基準に沿って取得原価に減損等を勘案した評価を求めるといった実態があることから、まずは公正価値評価を推進するための環境整備を進めるべきであると考えられる。こうした中、より多くの監査法人・公認会計士が公正価値評価を行う VC ファンドの監査を円滑に行えるよう、監査手続のポイント等を共有する観点から、日本公認会計士協会において、VC ファンドの監査に関する実務指針を改正すべきである。また、上場企業等が保有する VC ファンドの出資持分に関して、関係者が連携した上で公正価値評価を含む会計処理の実務上の取扱いのあり方を検討することが期待される。

## スタートアップ育成5か年計画（2022年11月28日）

### （25）海外の投資家やベンチャーキャピタルを呼び込むための環境整備

○（前略）日本のベンチャーキャピタルのパフォーマンスについても、国際間比較を可能にし、海外投資家の呼び込みを進めるため、ベンチャーキャピタルの監査上の留意点や会計処理の実務的な取扱いを明確化し、我が国における公正価値評価の導入を促進する。（後略）

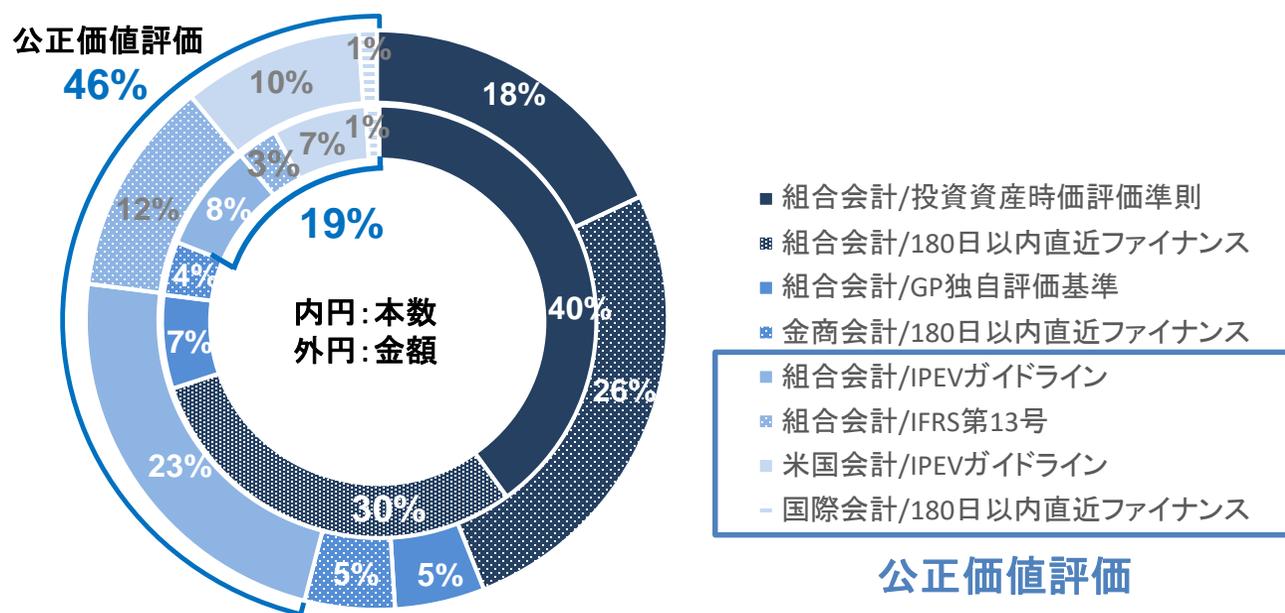
## 現時点までの進捗

- 2023年5月24日、日本公認会計士協会は、業種別委員会実務指針第38号「投資事業有限責任組合における会計上及び監査上の取扱い」を改正し、VCファンドの投資資産時価評価準則に国際的に公正価値評価の指針として普及しているIPEVガイドラインを採用する場合における監査上の留意点等を追加した。
- 2023年7月3日、財務会計基準機構の企業会計基準諮問会議において、上場企業等が保有するVCファンドの出資持分に係る会計上の取扱いを見直すことについて日本ベンチャーキャピタル協会（JVCA）が提案を行った。

## 非上場株式等の公正価値評価(実態)

- JVCAは、公正価値評価の普及のための取組みを実施している。公正価値評価を実施している国内VCファンドは、2022年末時点では、本数ベースで19%(前年末17%)、金額ベースで46%(前年末35%)となっており、前年末と比較して導入が拡大している。
- 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、有価証券の評価の透明性を向上させる等の利点を指摘する声がある。他方、主にファンドサイズや一部ゼネラル・パートナー(GP)における内部管理体制の不十分さを起因とした費用対効果の観点から公正価値評価導入が困難なファンドも存在。

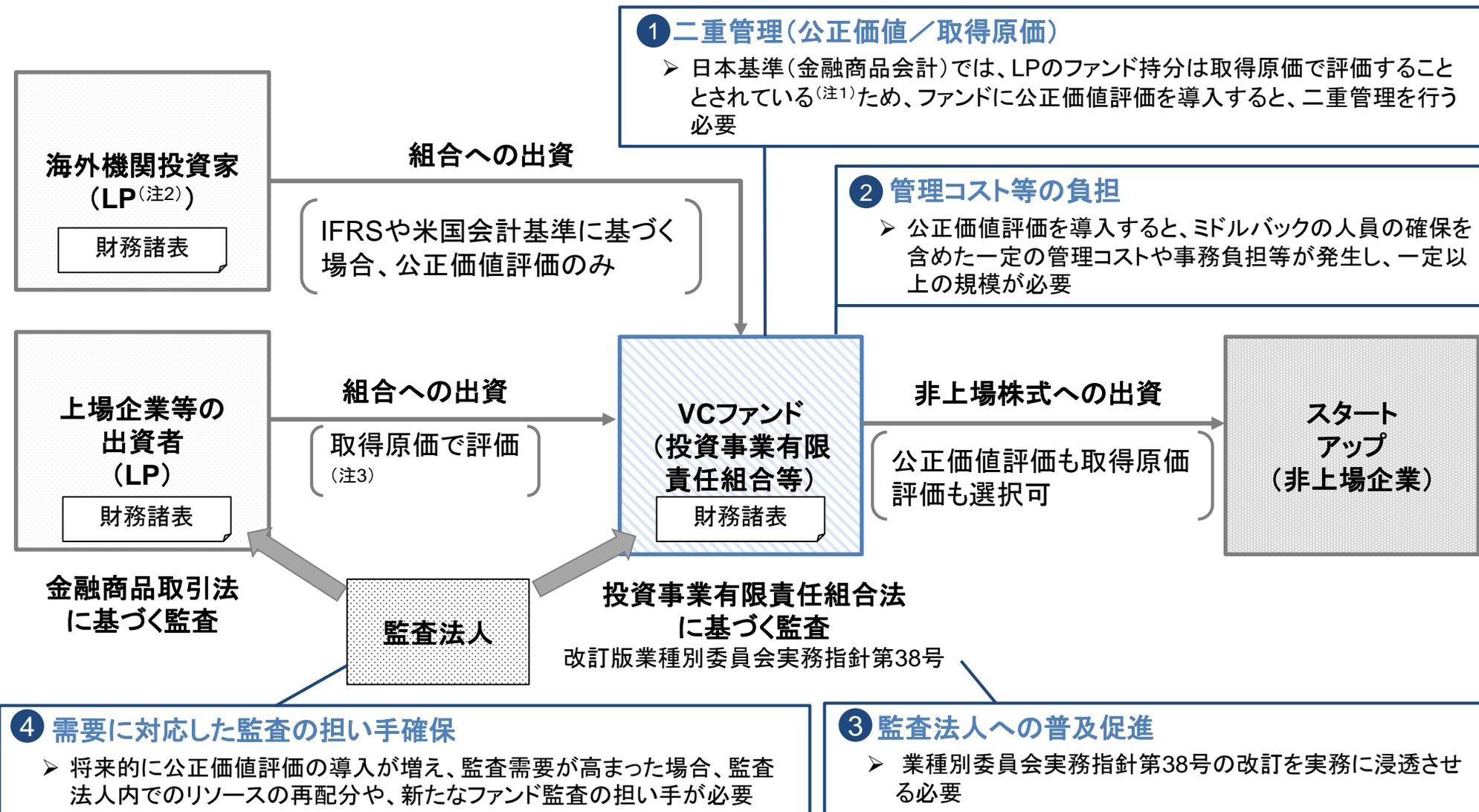
### 公正価値評価を実施する国内VCファンドの割合(2022年末時点)



(出所) 日本ベンチャーキャピタル協会・Preqin「PREQIN日本特集:国内VCパフォーマンスベンチマーク第5回調査アップデート(2022年版)」(注)より金融庁作成  
(注) 母集団はJVCA会員54社、計177本分のファンドデータであり、本数ベースで国内VC市場全体の36%、金額ベースで71%を占める。

# 非上場株式等の公正価値評価(課題)

□ ヒアリングにおいて、下記①～④の課題を指摘する声があった。



(注1) 発行会社の財政状態の悪化により実質価額が著しく低下したときは、減損処理が求められる。

(注2) リミテッド・パートナー

(注3) IFRS・米国会計基準適用企業は、同会計基準において公正価値評価を行うこととされている。

## スタートアップ・非上場企業への成長・事業再生資金の円滑な供給

## (機関投資家(アセットオーナー等)による資金供給の拡大)

- 欧米ではスタートアップ投資を行うベンチャー・キャピタル(VC)への資金供給に、年金基金や大学基金等の長期運用のアセットオーナーが中心的な役割を果たしている。これは、年金基金のような長期資金は、適切なポートフォリオ構成の下、スタートアップ投資のような長期にわたるリスク性の高い資産にも投資を行うことにより、リスクに応じた高いリターンを得ることで、全体としての運用利回りを向上させることができるとの考えに基づくものと指摘されている。他方、国内の年金基金等のアセットオーナー等による資金供給は限定的である。これが、国内スタートアップへの資金供給の規模が欧米に比べて小さい要因となっているとの指摘がある。
- 近年、運用資産規模の大きい国内のアセットオーナー等において、ポートフォリオの分散や長期のリスクプレミアム獲得等の観点から、VCへの投資など、オルタナティブ投資を拡大する動きがあるが、専門人材の不足や運用ノウハウが課題として指摘されている。こうしたアセットオーナー等による国内VC等への投資の拡大に向け、専門人材の育成や運用ノウハウに関するベストプラクティスの共有などが有効と考えられる。
- また、国内VCでは、国内外の機関投資家からの資金調達拡大に向け、国際標準である公正価値で投資先のバリュエーションを行うことが推進されており、こうした取組の進展が期待される。

## ベンチャーキャピタルを取り巻く課題①

- 機関投資家(アセットオーナー)の資金がVCを通じてスタートアップに円滑に供給されていくためには、国内のVC運営について、海外VCと同等のガバナンスや情報提供等が確保されていく必要があることが指摘されている。

### 機関投資家・ゲートキーパー・VC等からの指摘

#### 情報提供

- 海外ではLPに提供される情報が日本では提供されないことがある。ILPA原則にあるような考え方が、日本のGPにも広まっていけば、LPが不利になる状況が減らせるのではないかと指摘されている。 [機関投資家]
- VCの情報の透明性に問題があると考えられる。日本のVCファンドはレポーティングの情報量が少ない。レポーティングを含めて、機関投資家の資金を受け入れられる体制が整っているVCに限られているため、裾野を拡大することが重要。 [機関投資家]

#### ガバナンス

- VCのGPとして、利益相反管理を行うことが重要。投資価値最大化に向け、有限のリソースを分散させないよう、他のファンド運営や他の事業との兼業を行うべきではない。 [VC]

#### 公正価値

- VCファンドが海外投資家から投資を受けるには、公正価値評価の導入が必要。加えて、日本では公正価値評価のプラクティス蓄積が不十分であり、公正価値評価をどの水準で行う必要があるかについても検討していく必要がある。 [VC]

#### 経済条件

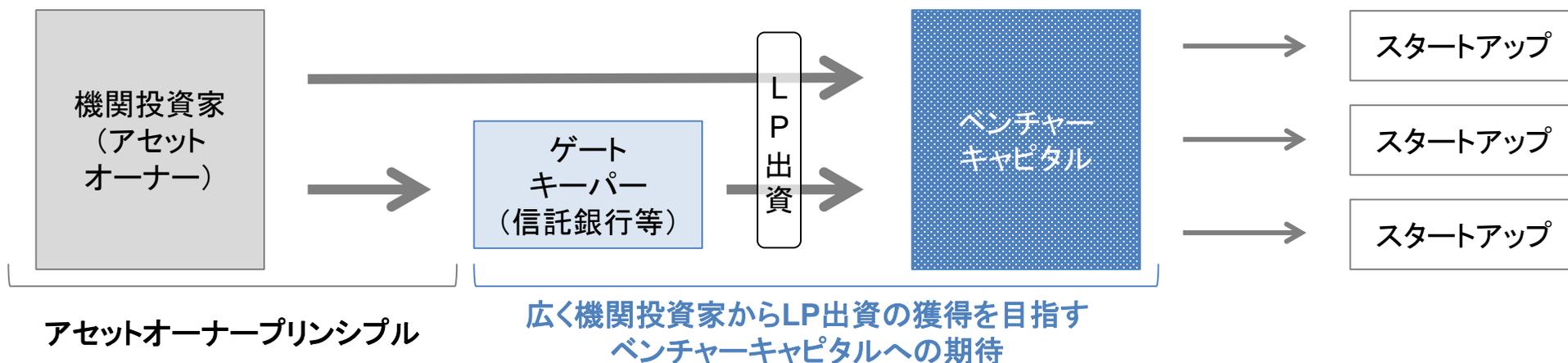
- 投資契約において国際的には一般的な規定が、国内VCでは無いことがある。国内VCについて、規律を持たせつつ発展させるには、海外機関投資家の資金を取り込むことが重要だが、契約や報告様式を標準化してグローバル・スタンダードに近づけていくことが重要。 [機関投資家]

#### その他

- 海外の機関投資家等から話を聞くと、投資アセットクラスとして日本のVC投資の認知度は低いという実情があると認識。今後継続的に日本のVC投資の魅力国内外のアセットオーナーに発信する必要があると考えている。 [VC]

## ベンチャーキャピタルを取り巻く課題②

- 長期運用に資するアセットクラスとしてのVCの魅力を高め、VC業界の発展を後押しすることが重要であり、例えば、VC向けのプリンシプルを示すことで、VCの属性等に応じ、広く機関投資家から調達を行うVC全体のガバナンス等の水準を向上させることが考えられるのではないか。
- 一方、機関投資家を含む多数の投資家からLP出資の獲得を企図していない態様のVC<sup>(注)</sup>もスタートアップへの重要な資金供給主体となっており、これらのVCはその性質に応じた運用体制をとることが考えられる。



[参考]  
 受益者に適切な運用の成果をもたらすよう、アセットオーナーに求められる役割を明確化したプリンシプルを策定することとされている。

広く機関投資家からLP出資を獲得することを目指すVCについて、例えば以下の課題の改善に向けた取組みを後押しするプリンシプルを示すことが考えられるか。

- 情報提供: 投資先企業の財務・非財務情報の粒度および公正価値ではない評価の実施
- ガバナンス: 複数ファンドや他事業運営といった兼業
- 投資先支援: 日本独自の投資条件による資本提供(例: 上場を実質的な投資の与件として設定) 等

(注) 例えば、多数の機関投資家から資金を集めることを目的としないコーポレート・ベンチャー・キャピタル(CVC)等が考えられる。

# ILPA Private Equity Principlesの概要

- ILPA (Institutional Limited Partners Association) Private Equity Principlesは非上場株式投資におけるベスト・プラクティスとして策定。具体的には、運用主体たるGPと出資主体たるLPの双方が本プリンシプルの考え方を理解し、対話および議論を促すことが目的とされている。2009年9月に公表(2011年・2019年に改訂、現在は第3版)。

## ILPA Private Equity Principlesの主要項目

Transparency(透明性)	Governance(ガバナンス)	Alignment of Interests(利害の一致)
<p><b>Financial Disclosures</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>管理報酬や費用等、四半期財務情報、年次財務報告、ポートフォリオ情報、パフォーマンス報告等の開示</li> <li>キャピタル・コールと分配通知</li> </ul> <p><b>Notification and Policy Disclosures</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ESG方針、法的・ビジネスリスク等の開示</li> </ul> <p><b>LP Disclosures</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>他のLPに関する情報提供、GPから提供される情報保護</li> </ul>	<p><b>Fund Governance</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>GPの受託者責任(Fiduciary Duty)</li> <li>業種分散や時間分散など投資戦略</li> <li>ファンド間で重複する投資の制限</li> <li>LPACs(注1)のベストプラクティス</li> <li>監査人の独立性</li> </ul> <p><b>Key Person</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>主要人物の特定およびコミット等による投資チームのコミットメント</li> </ul>	<p><b>GP and Fund Economics</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Waterfall構成(注2)、成功報酬、クローバック(注3)、管理報酬等の経済条件</li> </ul> <p><b>Fund Term and Structure</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>GPによる出資コミットメント、ファンド運用期間の延長</li> </ul>

(注1)リミテッド・パートナー・アドバイザー・コミッティー。必要とされる場合にGPにLPの意見を示す委員会。

(注2)PEファンドにおける、収益分配の順序(誰に・いつ・いくら分配されるか)を定めたルール。

(注3)支給済み報酬等の返還条項。

## [参考]ILPAの概要

- ILPAは、非上場株式投資を行う機関投資家(LP)のために設立された国際的な非営利団体であり、LP間の情報共有の場となっている。
- 現時点において、約50か国の約600の会員機関が所属しており、世界の機関投資家のプライベート・エクイティ向けAUMの50%を占める。日本では、GPIF、企業年金連合会、ゆうちょ銀行、産業革新投資機構(JIC)等が所属している。

### 会員機関リスト[一部]

公的年金・ 退職年金 等	基金・財団	保険・銀行	ファミリーオフィス	開発金融機関・ ソブリン・ウェルス・ファンド
<ul style="list-style-type: none"> <li>・GPIF</li> <li>・CalPERS</li> <li>・PGGM</li> <li>・Australian Retirement Trust</li> <li>・AFP ProVida</li> <li>・Danica Pension</li> <li>・Pension Protection Fund</li> <li>・企業年金連合会</li> <li>...</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・Robert Wood Johnson Foundation</li> <li>・The Kresge Foundation</li> <li>・Harvard Management Company</li> <li>・National University of Singapore Investment Office</li> <li>...</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ゆうちょ銀行</li> <li>・MetLife</li> <li>・Voya Investment Management</li> <li>・Aegon Asset</li> <li>・Genworth Financial Management</li> <li>・Daido Life Insurance Company</li> <li>...</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・CH Investments</li> <li>・Casa Grande de Cartagena S.A.U.</li> <li>・Duchossois Capital Management</li> <li>・Landon Investments SCR</li> <li>...</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・Kuwait Investment Authority</li> <li>・Qatar Investment Authority</li> <li>・The World Bank</li> <li>・ADB</li> <li>・European Investment Bank</li> <li>・JIC</li> <li>...</li> </ul>

# 「我が国のベンチャー・エコシステムの高度化に向けた提言」(2023年4月25日)

- 日本取締役協会スタートアップ委員会により、ユニコーン企業の輩出を目指して、国内ベンチャー・エコシステムの環境整備を図るための提言書が公表されている。
- 提言書において、投資家等を名宛人として、グローバルマーケットでの勝負を目指す日本のスタートアップ(「G型スタートアップ」)の育成を支援する投資家の関与の在り方や、グローバルな投資家からの投資を呼び込むために、国内ベンチャー・キャピタルにおいて必要なガバナンス等について、提言がなされている。

## 第1 G型スタートアップにおけるコーポレートガバナンスの在り方

[G型スタートアップ宛の提言]

## 第2 投資家その他ステークホルダーに求められる規律

- 1 総論
- 2 ベンチャー・キャピタル

[事業会社やCVC等宛の提言]

## 第3 資金調達に係る取引条件その他取引実務に関する規律

- 1 総論
- 2 投資契約条件の標準化のための工夫

## 主な内容

- 株式の上場を投資の与件とせず、株式の上場を検討する場合でも、最適なタイミングを計画すべき
- GPとしての受託者責任を果たすべく、正しい情報開示を行い、保有する投資資産について公正価値評価を行うべき
- 投資価値最大化に向け、他のファンド運営等との兼業を行うべきではない 等
- 後続の資金調達においてグローバルVCの招聘を念頭にグローバル・スタンダードに準拠した投資契約を利用すべき
  - ・ 創業者による会社との連帯責任を負わせる条項を設定しない
  - ・ 投資家による拒否権の対象事項を合理的範囲に限定する 等

- I. 資産運用会社の新規参入の促進等
  1. 投資運用業の登録要件の緩和、事務の外部委託
  2. 運用の外部委託
  3. 新興運用業者プログラム(EMP)
  4. マテリアリティポリシーの設定
  5. 投信法における特定資産の対象拡大等

## II. 成長資金の供給等

1. ベンチャーキャピタルに対する資金供給
2. 非上場有価証券の取引活性化
3. 株式報酬に係る開示規制の整備

## III. その他の論点

1. 外貨建国内債発行の円滑化のための環境整備

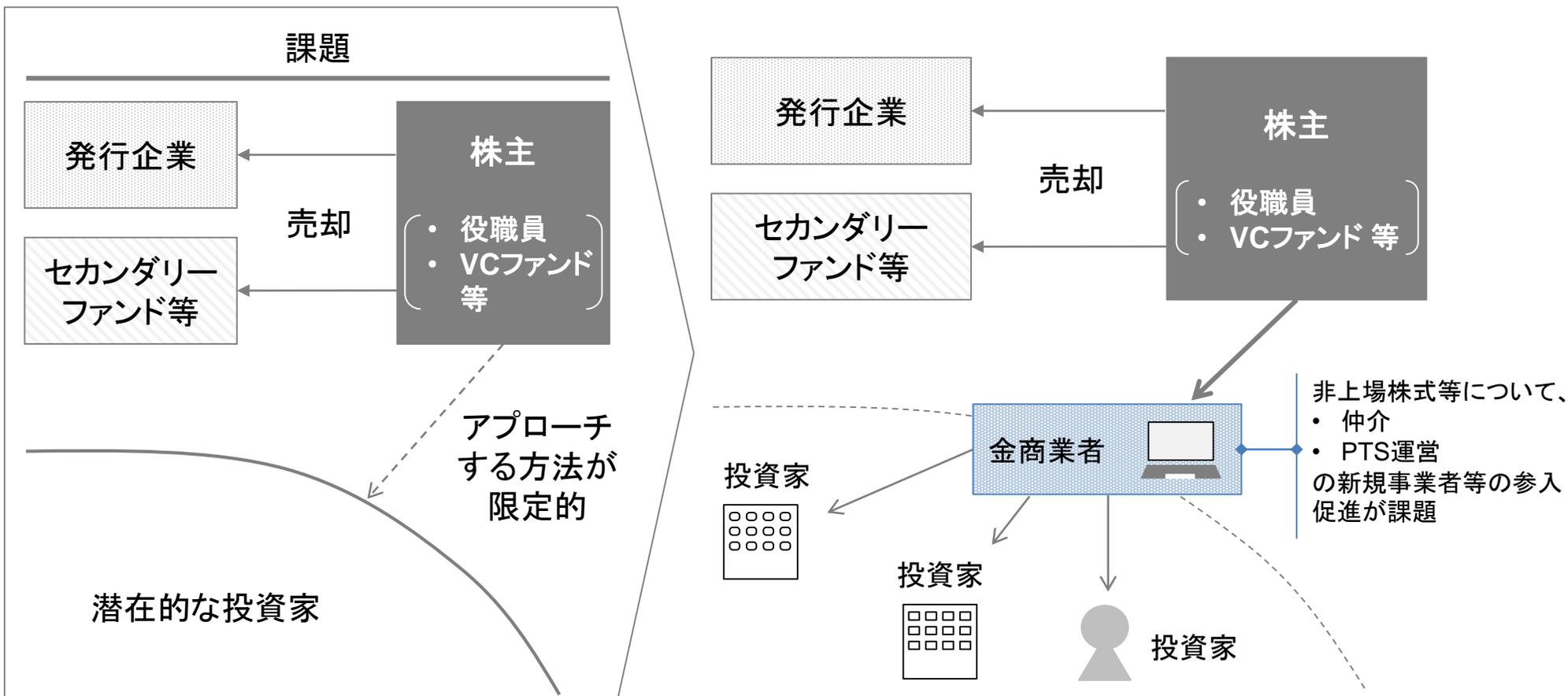
## スタートアップ企業等への円滑な資金供給

### (機関投資家等による非上場株式の取引活性化)

- 非上場株式のセカンダリー市場の整備は、スタートアップ企業の創業者や従業員、投資家等による上場前の保有株式の換金ニーズを充足する観点から重要であり、セカンダリー市場の充実はプライマリー市場の利用活性化にも繋がるとの指摘がある。
- 投資家保護を図りつつ、このような利用者のニーズに応じていくため、「特定投資家向け有価証券」をPTSで取扱い可能とする制度整備や、日本証券業協会及び日本STO協会において PTS に係る 自主規制の制度整備に向けた検討が進められている。
- こうした制度整備により、非上場株式のセカンダリー市場が機能するためには、より多くの機関投資家・特定投資家の市場への参加とともに、スタートアップ企業の株主の取引ニーズを踏まえた仲介が重要であり、広く経済界・金融界も参加しての特定投資家制度の普及、非上場株式取引促進への取組みとともに、新規参入も含めたより多くの証券会社の仲介事業への参入が期待される。また、このような観点から、例えば「特定投資家向け有価証券」の売買の媒介のみを行う証券会社やPTS の参入要件の緩和等について、引き続き検討を行っていくことが考えられる。

## 非上場有価証券の取引の活性化①(セカンダリーの課題)

- 非上場株式については、発行会社やセカンダリーファンド等による非上場株式の買取りが行われるものの、広く潜在的な投資家にアプローチすることが難しく、株主の換金ニーズや投資家の投資ニーズに十分に答えられていない。
- 本年6月の制度改正により、第一種金融商品取引業者がPTS<sup>(注)</sup>でプロ投資家向けの非上場株式を取り扱うことを可能としたが、非上場株式の流通市場の発展に向け、新規事業者等の参入促進が課題となっている。

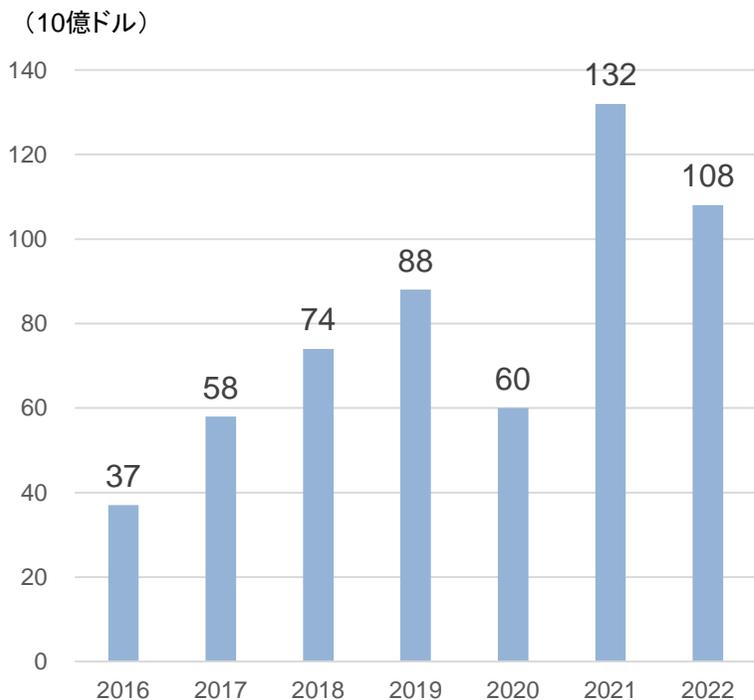


(注)PTS(Proprietary Trading System: 私設取引システム)とは、電子情報処理組織を利用して、同時に多数の者を相手に、有価証券の売買等を集団的・組織的に行うもので、金融商品取引所と類似の機能を有するもの。

## 非上場有価証券の取引の活性化②(米国のセカンダリー取引)

- グローバルでは、非上場株式のセカンダリー取引の市場規模は増加傾向。
- 米国には、Forge Global、NASDAQ Private Market、CartaXなど、インターネット上でプロ投資家(自衛力認定投資家)が非上場株式のセカンダリー取引を行うことができるプラットフォームが存在している。

### グローバルのPE、VCの非上場株式 セカンダリー市場規模(年間取引量)



### 米国のセカンダリー取引プラットフォームの例

	Forge Global <sup>(注1)</sup>	NASDAQ Private Market <sup>(注2)</sup>	CartaX <sup>(注3)</sup>
設立年	2014年	2013年	2021年
取引規模	120億ドル	450億ドル	—
投資家要件	自衛力認定投資家	自衛力認定投資家	自衛力認定投資家
投資家数	40万人以上	15万人以上	—
銘柄数	500以上	650以上	—
(時点)	(2022年3月)	(2023年9月)	
代表的な銘柄	<ul style="list-style-type: none"> <li>• OpenAI</li> <li>• Discord</li> <li>• Ripple</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Niantic</li> <li>• Snyk</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wattpad</li> <li>• PandaDoc</li> <li>• M13</li> </ul>

(注1) Forge Globalは、2020年にSharesPost(2009年発足)を買収。

(注2) Nasdaqは、2015年にSecondMarket(2004年発足)を買収。

(注3) CartaXの運営主体であるCarta社は2012年に設立。2021年にCartaXを設立。

(出所) 世界のセカンダリー市場規模: Jefferies「Global Secondary Market Review (JANUARY 2023)」より金融庁作成

米国セカンダリー取引プラットフォームの概要: 各社公表情報より金融庁作成

## [参考]米国のATSの概要

- 米国のRegulation ATS<sup>(注1)</sup>では、ATSの運営にあたって、ブローカーディーラーの登録とForm ATSの事前届出を行い、以下の事項を遵守する必要がある。

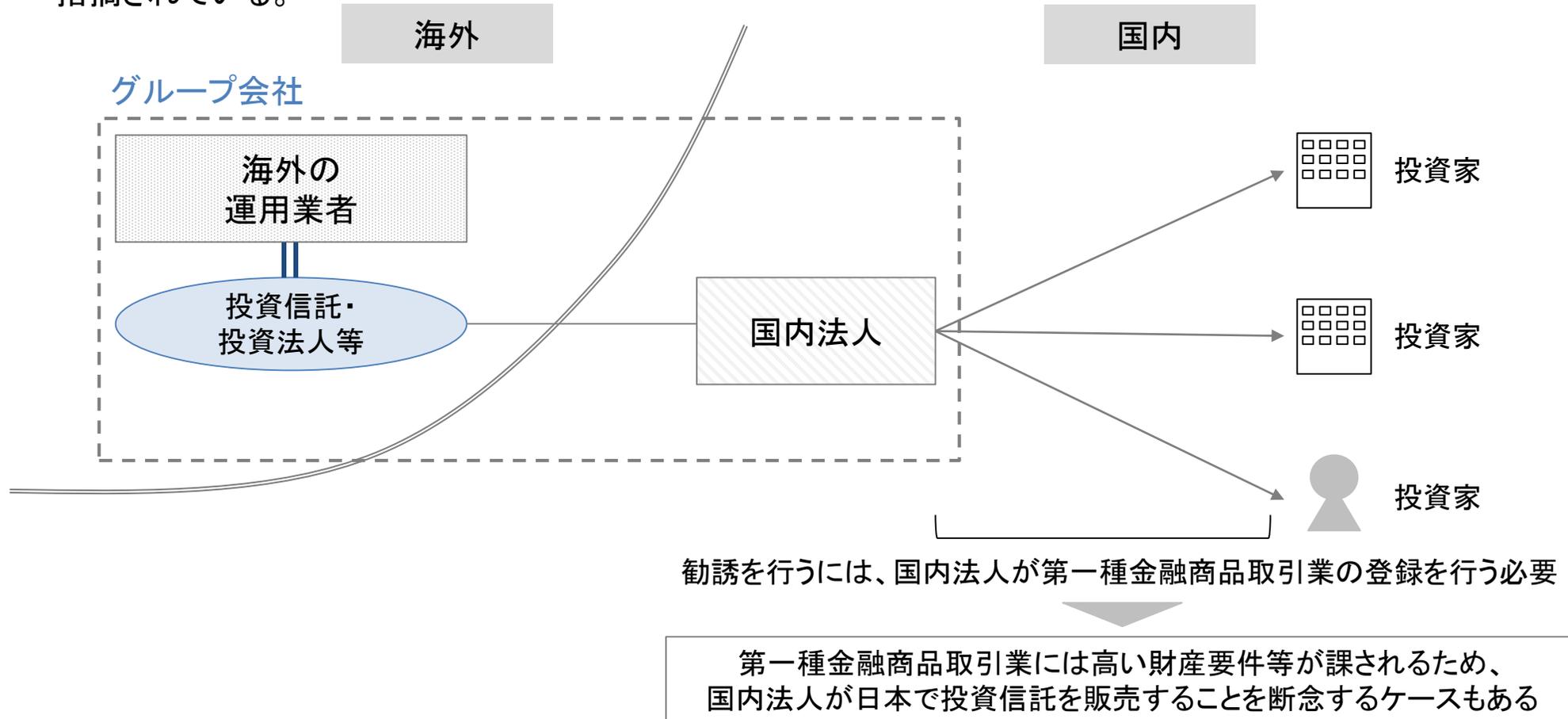
ブローカー・ディーラーの登録	<ul style="list-style-type: none"> <li>必要</li> </ul>
届出	<ul style="list-style-type: none"> <li>Form ATSの届出が必要(公衆縦覧されない)</li> <li>※ NMS<sup>(注2)</sup> 銘柄を取り扱う場合は、Form ATS-Nの届出が必要(公衆縦覧される)。</li> </ul>
	<p>業務開始前の届出</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>業務開始20日前までの届出が必要</li> <li>運営方法等について記載。</li> <li>※ NMS 銘柄を取り扱う場合は、SECによるレビュープロセス(120日以内とされるが所定の場合は延長可能)が完了後に業務を開始可能。</li> </ul>
	<p>変更届出</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>重要な変更: 実行の20日前</li> <li>上記以外の変更: 四半期末から30日以内</li> <li>記載した時点で誤っていた記載の変更: 速やかに</li> </ul>
業務終了後の届出	<ul style="list-style-type: none"> <li>業務終了後速やかに</li> <li>※ NMS 銘柄を取り扱う場合は、業務終了10日前までに届け出る必要。</li> </ul>
公正なアクセス	<ul style="list-style-type: none"> <li>NMS 銘柄の一日平均取引量が全体の5%以上となる等のATSの場合、システム上の取引にアクセスを付与する水準を確立し、ATSによるサービスへのアクセスを不合理に禁止・制限しない等を行う。</li> </ul>
システムの容量、完全性、セキュリティについての一定の水準の維持	<ul style="list-style-type: none"> <li>NMS 銘柄の一日平均取引量が全体の20%以上となる等のATSの場合、システム容量の確保、定期的なストレステスト、見直し手続の構築、システム等の脆弱性を見直し、適切な緊急時の回復計画の確立、年次の独立した見直しの実行等を行う。</li> </ul>
その他の要件	<ul style="list-style-type: none"> <li>最良気配情報の表示</li> <li>SECや自主規制機関による調査・検査への協力</li> <li>取引記録の保管、取引状況の報告(FormATS-R)、取引情報の秘密の保護</li> </ul> <p style="text-align: right;">等</p>

(注1)ATS(Alternative Trading System)は、日本のPTSIに相当。

(注2)米国内の取引所・ATSで売買される証券の気配情報等を集中化して公表するシステム(全米市場システム)。

## 海外グループ会社の投資信託の国内販売(プライマリーの課題)

- 金融商品取引法上、投資信託や投資法人の募集・私募の取扱いについては、第一種金融商品取引業の登録が必要。
- 第一種金融商品取引業には高い財産要件等が課されるため、例えば、海外のグループ会社が設定・運用する非上場投資信託を、国内拠点の法人が日本国内において販売することを断念するケースもあることが指摘されている。

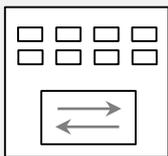


## 非上場有価証券の取引の活性化③(規制緩和の方向性)

- 非上場有価証券取引の仲介業務への新規参入を促し、セカンダリー市場の活性化や多様な投信等が国内で販売されるようにする観点から、以下の規制緩和を行うことが考えられるか。

1

### プロを対象とした 非上場有価証券の 仲介を行う金商業者 の登録の特例



- 非上場有価証券(プライマリー・セカンダリー)の仲介業務に特化し、原則として有価証券や金銭の預託を受けない場合には、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)を緩和することが考えられるか。
- ただし、一般投資家も参加する流動性の高い有価証券については、十分に投資家保護を図る必要があるため、プロを対象(※)とした非上場有価証券の仲介業務に限定すべきではないか。  
(※)非上場有価証券の発行会社の創業者等による売却は可能とする必要。  
(注1)第二種金融商品取引業については、既に登録要件等が限定的であることから、更に登録要件等を緩和する類型を創設する必要性は低いと考えられる。

2

### 非上場有価証券のみ を扱うPTS業務の 参入要件の緩和



- 非上場有価証券のみを扱うPTSであって、流動性や取引規模などが限定的なものについては、想定される取引量等に応じた体制整備等を求める観点から、現行法で上場有価証券等を扱うことを想定して定められている資本金・純資産要件(3億円以上)やシステム要件(システムの二重化、第三者評価書の添付)等を緩和してはどうか。
- また、上記のPTSは、取引所類似の取引が行われる場ではないことを踏まえ、取引の管理等に関する必要な規制を適用する前提で、認可制を緩和し、第一種金融商品取引業の登録制の下で、電子的なマッチングを行うことができるものとしてはどうか。  
(注2)非上場株式やセキュリティトークンについて、(複数の証券会社と接続し広くマッチング機能を提供するもののほかに、)小規模な取引プラットフォーム(例:自社顧客のみやプロ投資家のみを対象)で電子的にセカンダリー取引を仲介するようなユースケースが考えられる。  
(注3)現行の第一種金融商品取引業者のほか、上記①の緩和類型でもPTSを運営可能とする。

## 現行の第一種金融商品取引業者の登録要件等を緩和している例

- 株式投資型クラウドファンディングを行う「第一種少額電子募集取扱業」については、募集・私募の取扱いに特化し、決済を除き原則として預託を受けないことで、第一種金融商品取引業の登録要件等を緩和している。

	第一種金融商品取引業者	第一種少額電子募集取扱業者
第1項有価証券の仲介業務の範囲	[プライマリー] 募集・私募の取扱い等	[プライマリー] 募集・私募の取扱い(非上場株式等のみ)
	[セカンダリー] 売買の媒介・取次・代理	—
PTS業務	可	—
仲介業務に関する預託	可	金銭のみ可
最低資本金・純資産額	5,000万円以上	1,000万円以上
自己資本規制比率	120%以上	—
金融商品責任準備金	あり	—
投資者保護基金への加入義務	あり	—
兼業規制	あり	—
その他	—	—

## [参考]第一種金融商品取引業者の主な要件

□ 第一種金融商品取引業者の登録にあたっては以下を満たす必要がある。

財産的基礎	資本金額・純財産額	<ul style="list-style-type: none"> <li>5,000万円以上であること</li> </ul>
	自己資本規制比率	<ul style="list-style-type: none"> <li>自己資本比率が120%を下回っていないこと</li> </ul>
	金融商品取引責任準備金	<ul style="list-style-type: none"> <li>有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等の取引量に応じ、金融商品取引責任準備金を積み立てる必要。</li> </ul>
人的構成要件		<ul style="list-style-type: none"> <li>あり(金融商品取引業を適確に遂行するに足りる人的構成を有すること)</li> </ul>
法人要件		<ul style="list-style-type: none"> <li>あり(株式会社であり、取締役会及び監査役、監査等委員会又は指名委員会等を置くものに限る)</li> </ul>
国内営業所・事務所設置要件		<ul style="list-style-type: none"> <li>あり(国内に営業所又は事務所を有すること)</li> </ul>
主要株主要件		<ul style="list-style-type: none"> <li>あり(個人:心身の故障により株主の権利を適切に行使できない者でない 法人:5年以内の登録取消処分・罰金刑がない、他業が公益に反しない等)</li> </ul>
兼業要件		<ul style="list-style-type: none"> <li>あり(当該事業に係る損失の管理が困難であるために投資者保護に支障を生ずると認められない)</li> </ul>
商号要件		<ul style="list-style-type: none"> <li>あり(他の金商業者の商号と同一でない、誤認されるおそれがない)</li> </ul>
金商業に共通の登録拒否要件		<ul style="list-style-type: none"> <li>5年以内の登録取消処分・罰金刑がない</li> <li>他業が公益に反することがない等</li> </ul>
投資者保護基金への加入義務		<ul style="list-style-type: none"> <li>加入義務あり</li> </ul>

## 非上場有価証券の取引の活性化④(株式の電子的な取引)

- 非上場有価証券のみを扱うPTSであって、流動性や取引規模などが限定的なものについては、想定される取引量等に応じた参入要件とすることが考えられる。

		取引の場の開設行為		金商業の一部	
流動性 高	取引所類似  (多数の者により継続的に取引が行われる場であり、取引の公正性の観点から、法令上インサイダー規制が課せられている)	上場有価証券	(免許制) 取引所有価証券市場	(認可制)	PTS
		店頭売買有価証券	(認可制) 店頭有価証券市場 (日証協・ジャスダック)	(認可制)	PTS
		取扱有価証券 (旧グリーンシート・フェニックス銘柄)		(認可制)	PTS
流動性 低	店頭取引類似	その他 非上場有価証券 (非上場株式・セキュリティトークン等)	取引所類似の取引が行われる場ではないが、電子的なマッチングを行うことで、PTSに該当し得る。 (非上場有価証券のみを扱うPTSであって、流動性や取引規模など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、認可制を緩和し、第一種金融商品取引業の登録制の下で業務を行うことを可能としてはどうか)		
			(登録制) 単発的な売買の媒介		

## [参考]PTSの主な認可要件

財産的基礎	資本金額・純財産額	<ul style="list-style-type: none"> <li>3億円以上であること</li> </ul>
	自己資本規制比率	<ul style="list-style-type: none"> <li>自己資本比率が120%を下回っていないこと</li> </ul>
損失の危険の管理(内部管理体制)		<ul style="list-style-type: none"> <li>損失の危険の管理に関し、適切な体制及び規則の整備を行っていること (具体的には以下の諸点を確認) <ul style="list-style-type: none"> <li>PTS運営業務を管理する責任者、部署の設置と組織体制</li> <li>PTS運営業務の管理責任者が有価証券関連業務の経験を原則5年以上有し、当該業務を行う部署が業務遂行に必要な組織等となっていること 等</li> </ul> </li> </ul>
受渡し・決済の 安定性、 取引の公正性、 システムの 安全性・確実性	売買価格の決定方法	<ul style="list-style-type: none"> <li>公益又は投資者保護のため必要かつ適当であること</li> </ul>
	受渡し・決済の方法	<ul style="list-style-type: none"> <li>公益又は投資者保護のため必要かつ適当であること</li> </ul>
	その他府令で定められている業務の内容及び方法	<ul style="list-style-type: none"> <li>以下の業務の内容及び方法が公益又は投資者保護のため必要かつ適当であること <ul style="list-style-type: none"> <li>顧客との取引開始基準及び顧客の管理方法</li> <li>電子情報処理組織の概要、設置場所、容量及び保守の方法、並びに、当該電子情報処理組織に異常が発生した場合の対処方法 (システムの二重化(バックアップ)が求められており、また、外部機関によるシステム評価により、システムの安全性・確実性の確認が必要)</li> <li>顧客である金商業者における有価証券の売買の受託についての信用の供与に関する事項</li> <li>取引記録の作成及び保存の方法</li> <li>その他PTS運営業務に係る取引の公正の確保に関する重要な事項 <ul style="list-style-type: none"> <li>顧客の取引情報の機密保持につき十分な方策がとられていること (例:他の部門との間で業務従事者を明確に区別) 等</li> </ul> </li> </ul> </li> </ul>

- I. 資産運用会社の新規参入の促進等
  1. 投資運用業の登録要件の緩和、事務の外部委託
  2. 運用の外部委託
  3. 新興運用業者プログラム(EMP)
  4. マテリアリティポリシーの設定
  5. 投信法における特定資産の対象拡大等

## II. 成長資金の供給等

1. ベンチャーキャピタルに対する資金供給の促進
2. 非上場有価証券の取引活性化
3. 株式報酬に係る開示規制の整備

## III. その他の論点

1. 外貨建国内債発行の円滑化のための環境整備

### 企業の参入・退出の円滑化とスタートアップ育成5か年計画の推進

(RSU (Restricted Stock Unit: 事後交付型譲渡制限付株式)の活用に向けた環境整備)

- RSUは、一定の在籍期間後に株式を付与される権利であり、米国では、手元資金に乏しいスタートアップから従業員への報酬・インセンティブとして一般的に活用されている。他方、我が国では、金融商品取引法の定める年1億円以上の新株発行に対する開示義務にRSUが該当するかが不明確となっていることから、RSUの導入に対する障害になっているとの指摘がある。その取扱いを明確化する。

# 株式報酬の種類

- 株式報酬は、それを受け取る者に対し、会社の中長期的な業績向上に向けたインセンティブを付与する効果がある。米国では、手元資金に乏しいスタートアップにおいて、人材確保のための重要な手段ともなっている。
- 株式報酬の種類として、事後交付型株式報酬(RSU、PSU、株式交付信託)が存在。これらは、あらかじめ付与されるユニット等に応じて株式の交付を受けることができるという点で、報酬の前払いとしての経済的性質を有するストック・オプション及びRSと類似している。なお、ユニット等は流通が想定されず、有価証券と位置づけられていないため、ストック・オプション及びRSと法的性質は異なる。

株式を事後に交付				株式を事前に交付
RSU (譲渡制限付株式ユニット)	PSU (注1) (業績連動型株式ユニット)	株式交付信託	ストック・オプション (譲渡制限付新株予約権)	RS (譲渡制限付株式)
<ul style="list-style-type: none"> <li>株式報酬規程等に基づき、<b>ユニット</b>を付与</li> </ul> <p>※ ユニットは、発行会社が対象者に付与するものであり、<b>譲渡は想定されない。</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>株式報酬規程等に基づき、<b>業績に連動するユニット</b>を付与</li> </ul> <p>※ ユニットは、発行会社が対象者に付与するものであり、<b>譲渡は想定されない。</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>株式報酬規程等に基づき、<b>ポイント</b>を付与(注2)</li> </ul> <p>※ <b>ポイント</b>は、発行会社が対象者に付与するものであり、<b>譲渡は想定されない。</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>株式報酬規程等に基づき、<b>譲渡制限付新株予約権</b>を交付</li> <li>交付される新株予約権は<b>有価証券に該当</b>(注3)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>株式報酬規程等に基づき、<b>譲渡制限付株式</b>を交付</li> <li>交付される株式は<b>有価証券に該当</b>(注3)</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>会社が設定する一定期間経過後に<b>ユニット</b>に応じた株式を交付</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>会社が設定する一定期間経過後に<b>ユニット</b>に応じた株式を交付</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>会社が設定する一定期間経過後に<b>ポイント</b>に応じた株式を信託を通じて交付</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>会社が設定する一定期間経過後に、<b>権利行使</b>により株式を交付</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>会社が設定する一定期間経過後に、<b>譲渡制限を解除</b></li> </ul>
<p>① 株式報酬規程等に基づきユニット付与</p> <p>↓ 一定期間 (譲渡は想定されない)</p> <p>② 権利確定 ③ 株式交付(注4)</p>	<p>① 信託の設定 ② 株式報酬規程等に基づきポイント付与</p> <p>↓ 一定期間 (譲渡は想定されない)</p> <p>③ 権利確定 ④ 株式交付</p>	<p>① 新株予約権付与</p> <p>↓ 譲渡制限期間</p> <p>② 権利行使 ③ 株式交付</p>	<p>① 株式交付(注4)</p> <p>↓ 譲渡制限期間</p> <p>② 譲渡制限解除</p>	

(注1) PSU(Performance Share Unit)

(注2) 業績連動型と業績非連動型の両方がある。

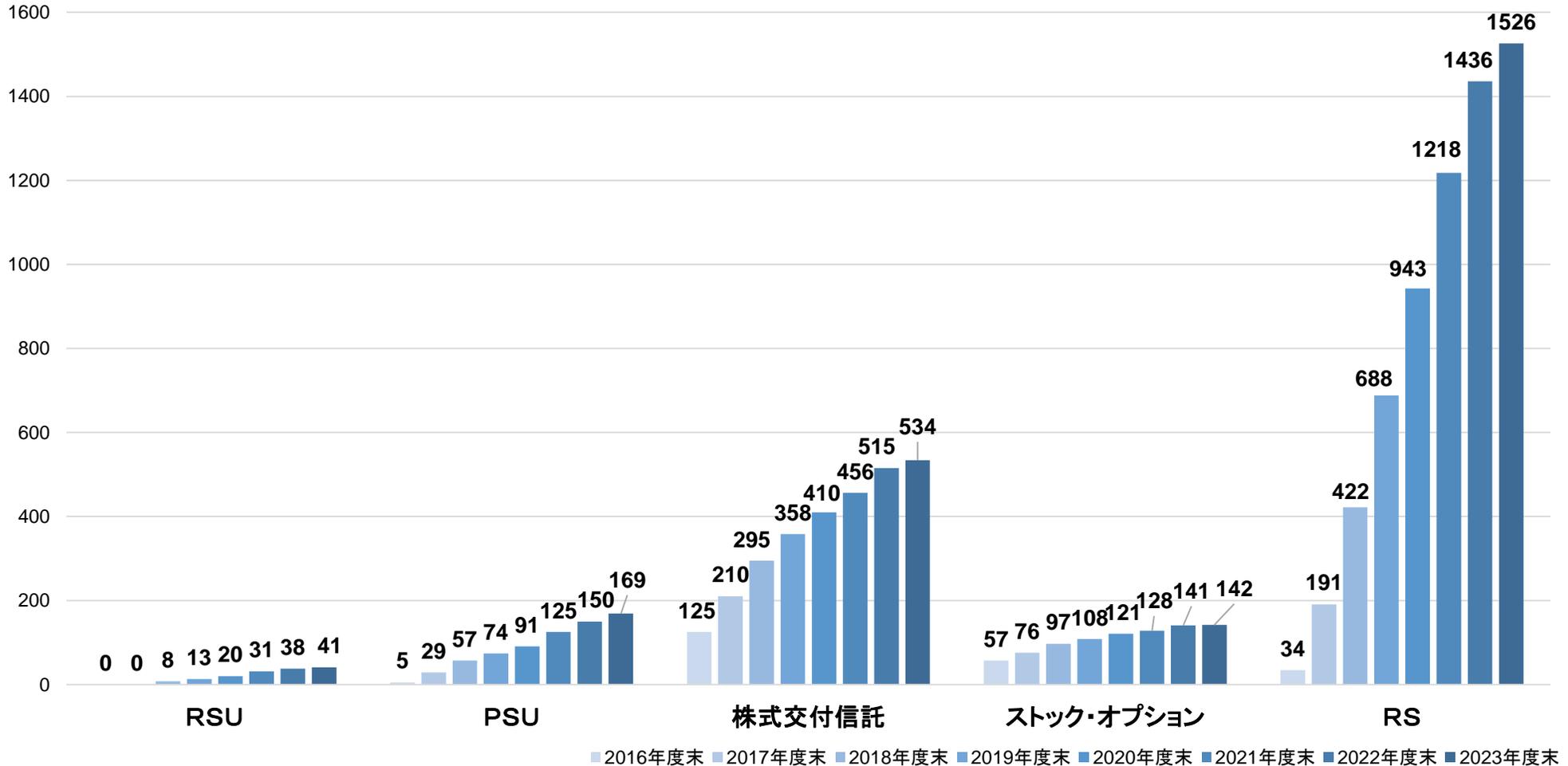
(注3) 1億円以上の場合には有価証券届出書の提出が必要となるが、これに代えて臨時報告書の提出を認める特例がある(金融商品取引法施行令第2条の12)。

(注4) 実務上は、ユニット等に応じて金銭報酬債権を付与し、当該債権を現物出資させて株式を交付する場合が多い。

## [参考]株式報酬制度の導入状況

- 我が国において、株式報酬を導入する企業は増加傾向にあるところ、RSを採用する企業数が最も多い。他方、事後交付型株式報酬を導入する企業も相当数に上っている。

(導入企業累計)



(注1) 各報酬制度を導入した企業を各年度末時点で累計したもの(2023年8月31日時点) (出所)適時開示に基づき金融庁作成

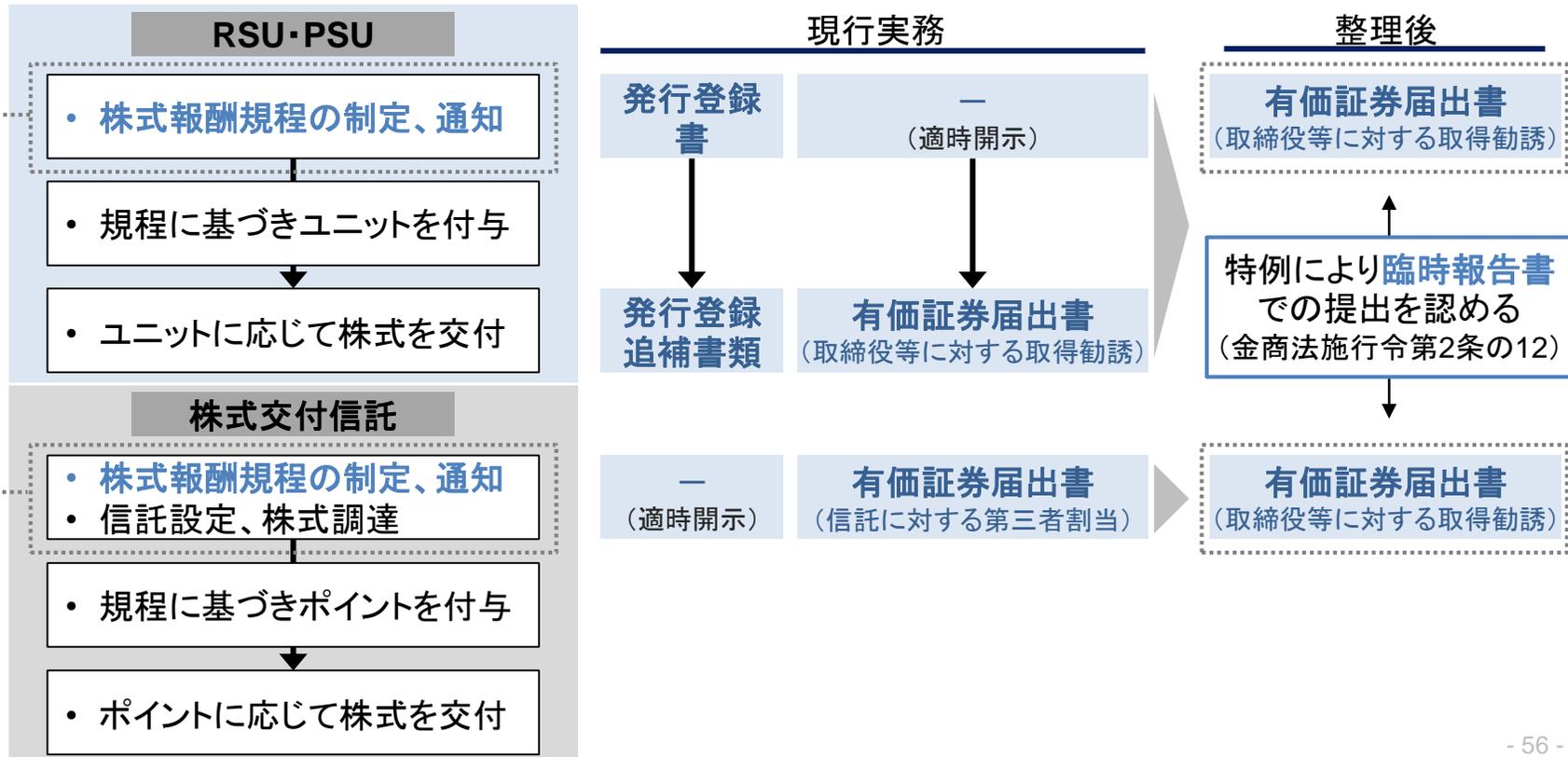
導入累計のため、報酬制度の改廃があった企業を含む。また、複数の報酬制度を導入している企業はそれぞれでカウントしている。

(注2) 東京証券取引所の上場企業数は3,899社(2023年8月31日時点) (出所)東京証券取引所HP

## 開示規制の適用について

- 現行実務上、事後交付型株式報酬により交付される株式についての情報開示には差異がみられる。もっとも、株式報酬規程等に基づき、取締役等<sup>(※)</sup>を対象として、譲渡が想定されないユニット等を付与し、一定の期間後に株式を交付する仕組みは共通する。

※「取締役等」とは、取締役、会計参与、監査役、執行役又は使用人をいう。
- そこで、事後交付型株式報酬に係る開示規制を明確化する観点から、譲渡が想定されないインセンティブ報酬について、株式報酬規程等を定めて取締役等に通知を行う行為を、将来交付される株式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」に該当すると整理してはどうか。
- また、事後交付型株式報酬は、あらかじめ付与されるユニット等に応じて株式の交付を受けることができるという点で、報酬の前払いとしての経済的性質を有するストック・オプション及びRSに類似していることを踏まえ、これについても、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は考えられないか。



- I. 資産運用会社の新規参入の促進等
  1. 投資運用業の登録要件の緩和、事務の外部委託
  2. 運用の外部委託
  3. 新興運用業者プログラム(EMP)
  4. マテリアリティポリシーの設定
  5. 投信法における特定資産の対象拡大等
- II. 成長資金の供給等
  1. ベンチャーキャピタルに対する資金供給の促進
  2. 非上場有価証券の取引活性化
  3. 株式報酬に係る開示規制の整備
- III. その他の論点
  1. 外貨建国内債発行の円滑化のための環境整備

## 外貨建国内債発行の円滑化のための制度整備 ①

- 本邦発行体が発行する債券には、円建債券と外貨建債券があるが、国内の円建公社債(国債除く)の発行額は、毎年30兆円前後で推移している。また、海外市場で取引される本邦発行体が発行する外貨建外債の発行額は、海外金利が低下して発行体の調達コストが低下した2012年頃から増加し、2017年以降は毎年10兆円前後で推移している。
- 一方、本邦発行体が発行する外貨建国内債は、外貨によるDVP決済<sup>(注1)</sup>可能な環境がないことから、非DVP決済による発行・取引がなされており、流動性は低く、取引する投資家層は限られている。なお、外国口座管理機関が運用するプラットフォームを利用すれば、外貨のDVP決済による発行・取引ができるものの、振替法<sup>(注2)</sup>の規制上、広く国内投資家が参加することは難しい状況にある<sup>(注3)</sup>。
- こうした中、国内でも外貨建国内債の取引にDVP決済を可能とする制度整備を行うことにより、社債市場の活性化や資産運用の多様化につながるのではないかと指摘がある。

### 【本邦発行体が発行する債券の比較】

区分	円建国内債	外貨建外債	外貨建国内債 (非DVP決済)	外貨建国内債 (DVP決済)
通貨(元本・利払い)	円	外貨	外貨	外貨
募集資料 契約書類	引受契約書、発行要領 募集委託契約証書など	投資家への開示資料を含め、 100頁以上にわたる英字での 契約書等が必要	円建国内債と同様	円建国内債と同様
決済方法(決済機関)	DVP(ほふり)	DVP(ユーロクリア等)	非DVP	DVP(ユーロクリア)
主な投資家層 (制度整備前)	国内投資家 (幅広い投資家層)	海外投資家	生保、損保、地方銀行 信託銀行、投信投資顧問 (非DVP決済による取引可能 な金融機関等)	ユーロクリアに口座開設可能な 大手金融機関等に限定
流動性	高い	高い	低い	低い
発行コストの一例	約5,000万円程度	約1億～1億3,000万円程度	約5,000万円程度	約5,000～7,000万円程度

(出所)金融庁によるヒアリングに基づき作成

(注1) 証券引渡しと代金支払いが紐づく決済の仕組み。Delivery Versus Payment の略。

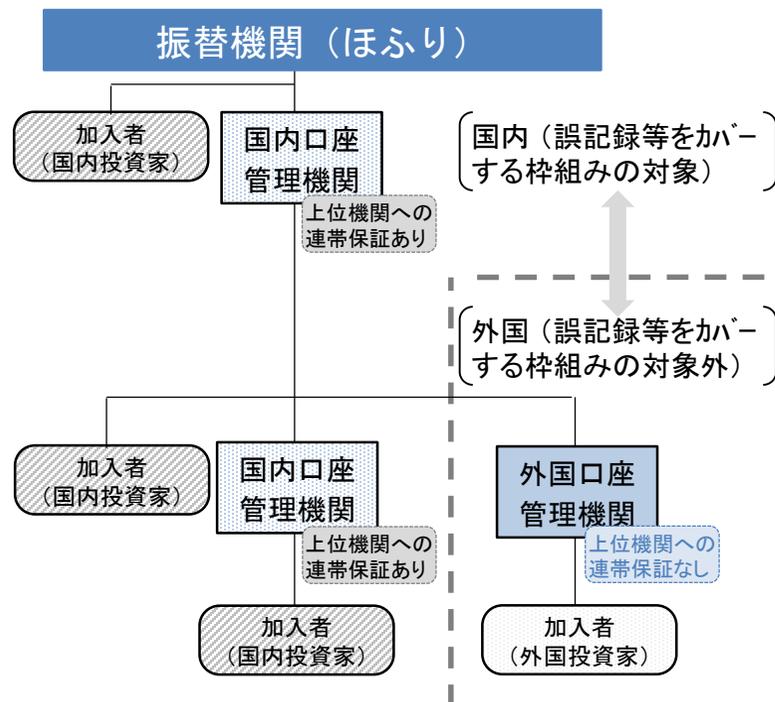
(注2) 社債、株式等の振替に関する法律

(注3) 本邦発行体が発行する外貨建国内債の発行額について、非DVP決済・DVP決済いずれも、近年は毎年数百億円～1,000億円程度で推移。

## 外貨建国内債発行の円滑化のための制度整備 ②

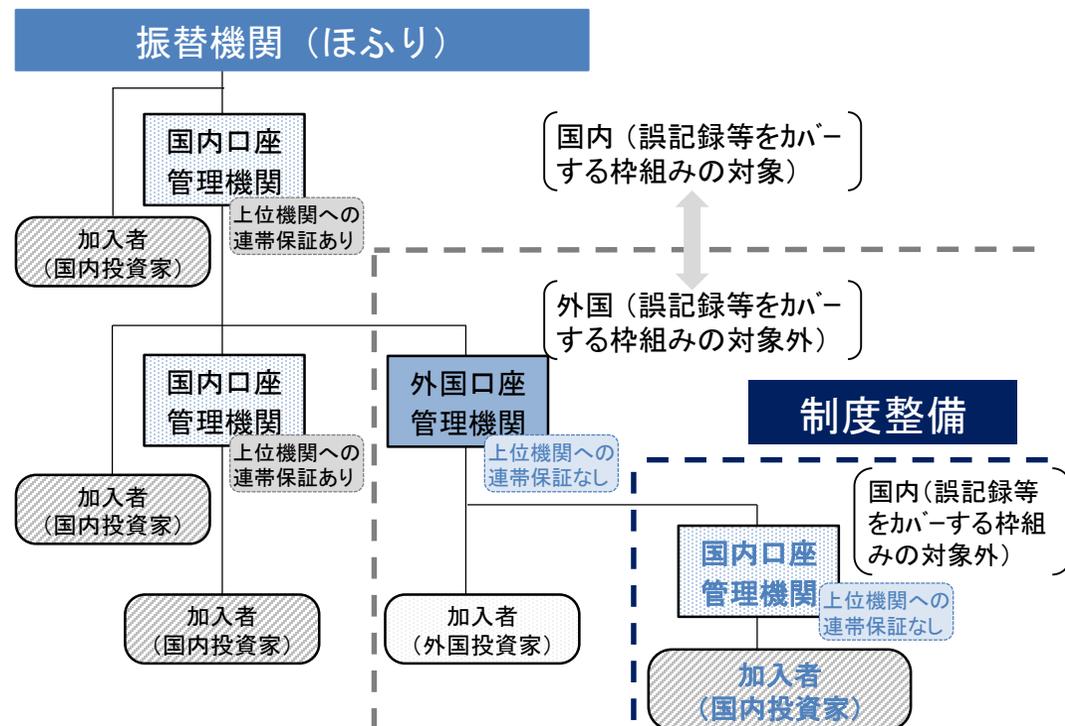
### 現状・課題

- 振替法上、口座管理機関の誤記録等をカバーする枠組みとして、「加入者保護信託」と「連帯保証義務」<sup>(注)</sup>が設けられている。
- 現状、外国口座管理機関はこうした枠組みの対象外とされており、その下位に、国内口座管理機関を設置することができないこととしている。



### 制度整備の考え方

- 外国口座管理機関の下位に国内口座管理機関を設置することを可能とする場合、外国口座管理機関は誤記録等をカバーする枠組みの対象外であることから、その下位の国内口座管理機関も対象外とすべきと考えられる。
- その場合、その国内口座管理機関の加入者は、誤記録等をカバーする枠組みの対象外となることから、加入者はリスク判断能力の高い投資家に限定しつつ、国内口座管理機関等に加入者に対する一定の説明を求めることが考えられるか。



(注) 加入者保護信託：口座管理機関が誤記録等による損害を加入者に補償することなく破綻した際、加入者へ補償(1人1000万円まで)を行う仕組み。

連帯保証義務：上位機関が誤記録等による損害を加入者に補償することなく破綻した際、損害賠償責任を下位機関が連帯保証する義務。