

## 投資信託への非上場株式の組入れに関する検討の方向性について

一般社団法人 投資信託協会

### 1. 検討の目的

令和4年6月7日に閣議決定された、新しい資本主義実行計画に基づく「フォローアップ」の中で、「スタートアップ等の非上場企業への円滑な資金供給や投資家への多様な投資機会の提供に資するよう、投資信託協会において投資信託のスタートアップの株式を含む非上場株式の組入れに係る評価方法等の検討を進め、2022年度中に結論を得る」との記載がなされた。<sup>1</sup>

さらに、令和4年6月22日に公表された、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」という。）中間整理において、投資信託への非上場株式の組入れに関して、投資信託の健全な運用を確保する観点から、必要な枠組みを整備する必要があるとの考え方が示された。<sup>2</sup>

具体的には、「投資信託協会において、非流動性資産である非上場株式の組入れ比率のあり方や、基準価額の算定における非上場株式の評価のあり方（評価を更新すべき場合や頻度を含む評価方法のあり方、評価体制の整備・検証等）について、適切な枠組みを整備すべきである」との考え方が示された。

その上で、令和4年9月12日に開催された第20回市場制度WGにおいて、「2023年3月までに結論を得た後、投資信託協会規則等の改正に向けた手続きを進める」との考え方が示された。<sup>3</sup>

投資信託協会（以下「本会」という。）では、これらを踏まえて、自主規制委員会傘下の常設専門委員会である運用専門委員会（投資信託委託会社18社で構成）において議論を重ねてきた。

### 2. 論点

投資信託委託会社（以下「委託会社」という。）として、日本の成長企業への投資による収益機会を捉え、投資家に魅力ある商品を提供することができることから、非上場株式の組入れへのニーズはあるものと考えられる。また、長期投資の観点からも期待感は決して小さくない。

ただし、委託会社としての社内態勢の整備の難しさ等の問題も指摘されており、実現に向けたハードルは高く、次のように不特定多数の個人投資家を

<sup>1</sup> 新しい資本主義実現本部／新しい資本主義実現会議「フォローアップ」（2022/6/7）21頁

<sup>2</sup> 金融審議会市場制度ワーキング・グループ中間整理（2022/6/22）4頁

<sup>3</sup> 第20回 金融審議会市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料（2022/9/12）28頁

受益者とする公募のオープン・エンド型投資信託に非上場株式を組入れるに当たっては、様々な課題が存在する。

### (1) 非流動性資産の組入れ比率に関する考え方

米国ミューチュアルファンドにおいて、組入資産のうち非流動性資産の比率を15%以内に収めることが米国証券取引委員会（SEC）の規則で求められていること<sup>4</sup>、及び、過去、「証券投資信託の委託会社の行為準則に関する省令（昭和四十二年大蔵省令第六十号）」において、純資産総額の15%を超える非流動性資産の指図が禁止されていたこと等を背景に、本会規則「投資信託等の運用に関する規則」において、新たに15%の組入上限比率を設けることを検討しているが、以下の論点が引続き今後の検討課題として考えられる。

- ・ 非上場株式そのものの直接組入れ分、VCや外国籍投資信託などを通じた非上場株式への間接組入れ分、及び同規則第2条の4第1号ロに基づき委託会社等が定める「IV非流動性資産」の分類に該当するものを含め、これらを合算した組入制限を設けることについては、概ね異論はない。ただし、規定の詳細に係る技術的な考え方は、更なる議論を要する。
- ・ また、非上場株式への投資に期待する投資家のニーズに応えるため、より柔軟な商品設計を可能にする観点から、解約制限、開示、流動性リスク管理など投資者保護の観点から必要な制限を設けた上で、組入上限比率を設けずに、公募投資信託を組成できる方向性を模索していくことについても、概ね賛同を得た。
- ・ なお、一般的に、受益者からの解約請求を日々受け付けるオープン・エンド型の投資信託においては、投資信託財産の内、流動性のある資産から先に売却されていくと、換金が進むにつれて、非流動性資産割合が増していく事態が想定されることから、上限値の設定そのものに意味がないのではないかとの意見も一部の委託会社から挙げられた。

### (2) 非流動性資産の評価に関する考え方

「投資信託財産の評価及び計理等に関する規則」において、組入資産の評価は原則時価で行うことが求められており、非上場株式については、同規則第14条により、基本的に気配相場で評価することとされているところ、現状、気配相場で評価可能な非上場株式は存在しないため、同規則第

---

<sup>4</sup> SEC, Revisions of Guidelines to Form N-1A, Investment Company Act Release No. 18612 (Mar. 20, 1992)

3条第4号の規定により、「本規則各条で定める規定に拠り難いと委託会社が判断した場合には、時価の算定に関する会計基準に則り、委託会社が適切と判断した価格で評価すること」とされている。

この考え方をより明確にするため、同規則第14条に「未上場株式の評価については本規則第3条第4号の規定を準用する」旨を追記することを検討しているが、以下の論点が引続き今後の検討課題として考えられる。

- ・ 海外で取引されている非上場株式の組入れを前提とした場合には、国際会計基準（IFRS）、米国会計基準（US-GAAP）等の公正価値測定を参考とする時価の算定に関する会計基準<sup>5</sup>を引用する方向性に概ね賛同を得た（公正価値測定などにより一定の評価価格が算定され、会計上の問題もないと判断できれば、それを基準にした、評価（頻度を含む）やそれに基づく基準価額算定及び当該基準価額に基づく換金も可能との整理が可能と考えられる）。
- ・ 一方、国内の非上場株式の評価については、更なる具体的な基準の検討など、会計の専門家も含めた検討が引続き必要であると考ええる。特に、国内の非上場株式組入れに係る規則・ガイドライン等については、現在の基準に追加して何らかの一定の考え方の整理が引続き必要であり、どのような形態にするかも含めて、継続した検討が必要である。
- イ. まず、「投資信託等の運用に関する規則に関する細則」第2条において、非上場株式を組入れる際には、当該非上場株式の発行会社において、金融商品取引法又は会社法に基づく監査が行われ、無限定適正意見を付した監査報告書が添付された財務諸表等が原則必要となる。国内の非上場株式組入れの際には、当該発行会社において、適宜情報提供を行い、それを監査人にも確認してもらった上で委託会社に提出してもらうなど、継続的な評価のために必要な施策の検討が必要ではないかと考える。
- ロ. また、委託会社においては、投資信託の監査人との間において、基準価額算定にあたっての非上場株式の評価方法やそれに必要な情報の入手方法について、あらかじめ合意しておくことが重要であると考ええる。
- ・ 上述のような対応を実施することにより、例えば、会計上のれんを含んだ非上場株式銘柄が多くあると想定される中、期末の決算処理により修正後発事象の認定を受けてしまうリスクに対応できると考えられる。仮に修正後発事象認定の場合には、後日遡及による基準価額訂正を求めら

---

<sup>5</sup> 企業会計基準委員会,企業会計基準第30号時価の算定に関する会計基準(2019/7/4)  
企業会計基準委員会,企業会計基準適用指針第31号時価の算定に関する会計基準の適用指針(2019/7/4)

れることが考えられるため、これらの点も含めて、会計の専門家との確認は、引続き必要であると考えられる（仮に修正後発事象と認定された場合には、非上場株式の評価そのものや評価頻度などの問題に留まらず、オープン・エンド型投資信託の運営に支障を来す可能性があり、影響が大きいものと考えられる）。

### (3) その他

- ・譲渡制限に係る要件について

流動性確保の観点から、非上場株式に譲渡制限が付されていないことを組入れの要件とすることも考えられたが、非上場株式には譲渡制限が付されていることが一般的であり、当該要件を課すことで、実質的に投資対象が限定されることが懸念されるため、投資信託の商品性を維持するための体制整備を前提に、譲渡制限に係る要件は課さないこととした。

- ・既存投資信託への組入れについて

既存の投資信託へ非上場株式を組入れるためには、投資信託約款の重大な内容の変更による手続きが必要ではないかとの意見があり、引続きの検討を要する。

- ・既存投資信託への影響について

非上場株式を組入れることで、非上場株式を組入れない既存の投資信託の実務について影響がないか検討する必要がある。例えば、投資信託財産に係るレベル別開示については、非上場株式を組入れた場合でも不要と考えられるものの、少なくとも組入れない既存の投資信託については不要であるものとする。

- ・その他

利益相反取引における不正防止対応、インサイダー取引防止に係る留意すべき事項、AML/CFT のリスク管理体制（非上場株式を組入れる際の審査やその後の継続的なモニタリング等）などが必要との意見があり、これらについても引続きの検討を要する。

### 3. まとめ

本会は、非上場株式を組入れた公募投資信託の組成を可能とするため、「当該非上場株式を公正価値で評価とすること」、「流動性管理のための組入上限比率を設定すること」等を盛り込んだ規則改正等に向けて、今後、具体的な検討に取り組む。

流動性管理については、原則として15%を組入上限とするが、より柔軟な商品設計を可能にする観点から、解約制限等の必要な投資家保護策を設ける

ことを前提に当該組入上限比率を超過する取扱いについても引き続き検討し、出来る限り早期に結論を得る。

こうした基本的考え方の下、まずは早期に対応可能な規則改正に向けた検討を進め、遅くとも本年7月の意見募集実施を目指す。

以 上