

「投資信託等の運用に関する規則」等の一部改正に係る意見募集の結果について  
未上場株式等の組入比率の制限を超えた場合の対応に関する整備

2026年4月15日  
一般社団法人 資産運用業協会

(ご意見等の状況) 法人6社・12件

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
<b>投資信託等の運用に関する規則</b>			
1	19条の2	当該規定の新設に賛成します。未上場株式等の組入比率が上限を超過しないよう過度に保守的な運用となる可能性を抑えつつ、組入比率適正化に取り組む主旨がより明確になるものと考えます。なお、既に未上場株式等を組入れた公募ファンドが提供されていることから、当検討を踏まえた改正は投資家利益保護のため早期の実施が望ましいと考えます。	本案にご賛同いただき、ありがとうございます。いただいたご意見（ご賛同）については、今後の施策推進の参考とさせていただきます。
2	19条の2	未上場株式等の組入比率は、当該投資信託に組み入れている資産の時価の変動や受益権の解約等によって上限の15%を超過するケースも想定されます。未上場株式等の組入れを15%以内とする投資信託において第11条第3項の措置を講じていない場合、15%を超過した時点で直ちに組入比率の上限に抵触することになるため、そのようなケースに備え、今般の改正で第19条の2を新設し、未上場株式等の組入比率の制限を超えた場合の対応を規定することに賛同します。	本案にご賛同いただき、ありがとうございます。いただいたご意見（ご賛同）については、今後の施策推進の参考とさせていただきます。
3	第19条の2 第1項第1号	第11条第2項で組入比率の上限を15%と定めていることから、上限を超えている状態で新たに未上場株式等を組み入れることは想定しがたいと思われま。す。 (1)の禁止規定は自明であり、あえて明文化する必	ご指摘のとおり、規定の15%の上限を超えている状態で新たな未上場株式の組入れができないことは自明ではあるものの、あえて第1号において明文化した考え方の一つとしては、第2号他に定める「組

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		要はないのではないかと考えます。	<p>入比率適正化計画」の開示要件を満たしさえすれば、未上場株式等の投資枠自体が拡大する趣旨ではないことを示すものです。</p> <p>原則として、投資信託等の運用に関する規則（以下「運用規則」といいます。）第 11 条第 3 項の措置を講じない公募投資信託については、同条第 2 項に定める未上場株式等の組入比率 15%を超えないよう運用することが前提です。</p> <p>他方で、実務上の課題として、一時的な組入比率上限の超過を避けるべく抑制的な運用となっている等の指摘があったことから、今回の改正では、超過した場合に柔軟に対応できるよう手当てするものです。</p> <p>よって、原案のとおり第 1 号を存置させていただきます。</p>
4	19 条の 2 第 1 項第 2 号	組入比率適正化計画に基づき上限内に調整することに取り組んだ結果、計画で予定していた期間内に対象の株式の売却が実現しなかった場合、当初の計画を修正する等の対応は許容され得るとの理解でよいか。	<p>投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則（以下「運用報告書規則」といいます。）第 19 条の 3 第 2 項において、「委託会社は、組入比率適正化計画の内容を精査したうえで、」再度開示するものとし、さらに同条第 3 号において 30 日ごとにその対応を継続することを定めております。</p> <p>つまり、委託会社は最低でも 30 日ごとに計画の内容を精査する必要があるため、当初の計画から変更があった場合には、その旨を適切に開示するものと考えます。</p>
5	19 条の 2 第 1 項第 2 号	未上場株式においては、売却可能な手段が限られる中で、組入比率適正化計画を開示することによって処分を余儀なくされていることを公表することにもなり、	組入資産の性質や個別銘柄の状況によって、様々な事情があることから、超過解消時期の期限について、一律に開示を求めることは困難であると理解し

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>適切な価格での売却が困難になる恐れがあると考えます。</p> <p>適正化計画においては、処分時期の明示を避けるとともに、適正価格で処分するために上限超過期間が相応に長期化する可能性に言及するなど、個社の事情に即した内容とすることを許容いただきたいです。</p>	<p>ております。</p> <p>一方、規定の組入上限を超過している状態は通常よりもリスクが高まっている状況ともいえることから、フィデューシャリーデューティの観点から委託会社において適切な開示内容を検討いただきたいと考えます。</p>
6	第 19 の 2 第 2 項	<p>「投資信託等の運用に関する規則」の一部改正(案)の第 19 の 2 第 2 項で、「前項の規定は、未上場株式等並びに委員会決議 4 及び 5 に定める投資信託証券が、第 17 条の 2 第 1 項に定める組入比率の上限を超える事態が発生した場合に準用することができるものとする。」との定めがある。</p> <p>上場直前に組み入れ上場後も一定期間保有を継続しなければならない、いわゆるロックアップの対象となっている銘柄について、ロックアップ期間中も第 19 条の 2 第 1 項の規定を準用することができるものと理解してよいか？</p>	<p>制度ロックアップ期間中の上場株式は、未上場の段階から継続して組み入れられている銘柄であると考えられますことから、本規定の対象と考えて差し支えないと考えます。</p>
<b>投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則</b>			
7	第 19 条の 3	<p>当該規定の新設に賛成します。未上場株式等の組入比率の制限を超えた場合の開示については速やかに開示し、販社と連携の上で適切な情報提供が行われることが望ましいと考えます。なお、既に未上場株式等を組み入れた公募ファンドが提供されていることから、当検討を踏まえた改正は投資家利益保護のため早期の実施が望ましいと考えます。</p>	<p>本案にご賛同いただき、ありがとうございます。</p> <p>いただいたご意見（ご賛同）については、今後の施策推進の参考とさせていただきます。</p>

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
8	第 19 条の 3	<p>時価の変動や設定・解約に伴う純資産総額の増減によっては、未上場株式等の組入比率が継続的に 15% の上限近辺で推移することも考えられます。</p> <p>たとえば、組入比率の上限を超える事態が発生した日から 30 日以内に一旦解消し、その後また上限を超えるようなケースも想定されますが、この場合、組入比率適正化計画は、解消に合わせて一旦取り下げ、再び上限を超えた際に改めて開示するのでしょうか。</p>	<p>ご理解のとおり、一度取り下げられた後に再度上限を超えた場合には、新たに開示することが必要になるものと考えます。</p>
9	第 19 条の 3 第 4 項	<p>第 4 項において「・・・その内容を委託会社の判断により、第 18 条に定める適時開示において適切に開示するものとする。」とあり、内容について委託会社に裁量の余地を残していただいた規定ぶりと思料します。一方、「第 18 条に定める適時開示において」とありますが、第 18 条が適時開示項目を具体的に列挙しているところ、組入適正化計画については株式投資信託にかかる「へ 資産の組入れ状況」に該当するものと理解すればよろしいでしょうか。仮にイ～トのいずれにも該当しない場合、「第 18 条に定める適時開示に準じて」などの表現の方が、より適切ではないでしょうか。</p>	<p>「その内容を委託会社の判断により」とは、投資信託の商品性や組入れの状況に合わせて、必要な記載内容（具体的な内容を記載する、超過した旨などを簡便に記載する、該当資料の URL を記載するなど）を委託会社において検討いただくものと考えます。</p> <p>運用報告書規則第 18 条第 1 項第 1 号への項目に記載いただくことも十分考えられるとともに、記載内容に合わせて投資家にとって分かりやすいと考えられる箇所に掲載するものと考えます。</p> <p>本項の趣旨は、投資家に届きやすく、更新頻度も月次ベースで開示される所謂月次レポートの中に掲載されることを意図しておりますので、原案のとおりとさせていただきます。</p>
10	第 19 条の 3 第 5 項	<p>「目論見書は、改定作業の開始から実際の使用開始までに一定のタイムラグがあるため、未上場株式等の組入比率の上限を超過している状態が継続しているか否かを、目論見書において厳密かつタイムリーに反映することは実務上困難であると考えております。</p> <p>また、目論見書は通常、改定後一定期間（一般的には約</p>	<p>ご指摘のとおり、運用の状況変化を目論見書に反映させることには、実務上の困難があると理解しております。</p> <p>そこで、第 19 条の 3 第 5 項は、「組入比率適正化計画が委託会社のホームページその他の方法により開示されている旨を目論見書に記載するものとす</p>

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>半年間) 使用されることから、その使用期間中に当該組入比率が上限を下回った場合であっても、目論見書上に超過状態に関する記載が残ることになります。この場合、実際には超過状態が解消しているにもかかわらず、投資者に誤解を与えるおそれがあると考えております。</p> <p>以上を踏まえますと、目論見書に当該事項を記載する場合には、個別の超過状況に応じて記載内容を都度変更するのではなく、組入比率適正化計画が公表されている場合の一般的な取扱いとして、恒常的な記載（「当ファンドの未上場株式の組入比率が投資信託財産の純資産総額の15%を超過した場合には、新たな組入れ停止し是正措置を講じるとともに、「組入比率適正化計画」を策定し公表します。当該計画が公表されている場合には、その内容は当社ホームページ（URL）にてご確認いただけます。」等）とすることが適切ではないかと考えております。</p>	<p>る」としており、貴見のとおり、目論見書には、組入比率適正化計画の内容まで詳細に記載することは求めておらず、”委託会社のホームページに計画が掲載されている旨”を記載する趣旨の規定であると理解しております。</p> <p>また、目論見書の改版段階での記載が間に合わない場合には、第19条の3第1項にありますように、新たに購入する投資者に対する周知を図る観点から、目論見書改版前に販売を実施していた取扱い金融機関（販売会社）との連携をより一層密に行っていただくようお願いいたします。</p>
11	第19条の3第5項	<p><b>【意見】</b>  （「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則」の一部改正（案）第19条の3）の目論見書での記載については適さないのではないかと。</p> <p><b>【理由】</b>  ・そもそも運用報告書の規則に、目論見書に記載すべき事項を規定すること自体に違和感がある。規定するならば、「交付目論見書の作成に関する規則」が適切ではないかと。（運用報告書規則に、目論見書記載事項を引用して運用報告書に記載する旨の規定はあるが、その逆はない。）  ・目論見書への開示基準が「計画の開示後最初の目論見</p>	<p>本項は、運用報告書規則の第5章【適時開示】に位置しております。元々は15%の上限内で運用される想定の上場株式等の組入れが、一時的に超過した場合の対応として、機動的な開示を定めるものです。</p> <p>一方で、組入資産の性質上、超過状態の解消までに一定の時間がかかると考えられ、その間に新たに購入する投資家に説明する必要があると考えます。</p> <p>そこで、第19条の3第1項で「販売会社と連携のうえ、顧客への勧誘時に適切な周知が行われるよう対応するもの」とし、さらに、次の目論見書改定時まで超過状態にある場合には、目論見書にも記載す</p>

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>書改定時まで上限を超えた状態が継続」であり、作成時点ではなく効力発生日を指しているため。 仮に作成日時点に変更されたとしても、効力発生日までに解消していることもあるため、情報の更新が効かない目論見書は、リアルタイムに則した情報についてフォローするようなその対象にふさわしくないと考える。</p> <p>➡ 目論見書に記載するとすれば、例えば、 「組み入れている未上場株式等の組入比率が規定の上限を超え、その状態が継続している場合には、当社 HP の該当するファンドにつき掲載しているページにてお知らせします。」 という主旨の普遍的・抽象的な周知文を載せる程度の対応に限られるのではないか。</p>	<p>ることで投資家への説明を担保する一連の流れを規定していることから、原案のとおり本項を存置したいと考えます。</p> <p>また、ご指摘のとおり、目論見書の作成から効力発生日までに状況が変化することはあり得ることから、前述（項番 10）のとおり、目論見書には、組入比率適正化計画の内容まで詳細に記載することは求めておらず、” 委託会社のホームページに計画が掲載されている旨” を記載する趣旨から、第 19 条の 3 第 5 項は、「組入比率適正化計画が委託会社のホームページその他の方法により開示されている旨を目論見書に記載するものとする」としております。</p> <p>例えば、将来的に、目論見書への記載事項をさらに規定する必要が出てくるなどの議論があった際には、「交付目論見書の作成に関する規則」における手当を含めて検討するなど、今後の検討課題とさせていただきます。</p>
12	第 19 条の 3 第 5 項	<p>第 5 項で「組入比率適正化計画の開示後<u>最初の</u>目論見書改定時」とありますが、開示後 2 度目の目論見書改定時まで上限を超えた状態が継続する可能性もあります。</p> <p>上限超過の状態が長期化することを良しとするものではありませんが、「最初の」と限定することで 2 度目以降の目論見書には記載しなくても良いという解釈にもなり得ます。</p> <p>「組入比率適正化計画の開示以降の目論見書改定時において・・・上限を超えた状態が継続している場合には」としてはいかがでしょうか。</p>	<p>ご理解のとおり、「最初の」の意味は、2 度目以降の目論見書には記載しなくても良いとの解釈ではありません。</p> <p>修正案をいただき恐縮ですが、本回答をもって解釈を明示することにより、原案のとおりとさせていただきます。</p>

貴重なご意見をいただき、ありがとうございました。