

2024 年 5 月 23 日 全 8 頁

令和 6 年金商法等改正法、成立

公開買付け、大量保有報告、資産運用業、非上場有価証券など

金融調査部 主任研究員 横山 淳
研究員 森 駿介
研究員 矢田 歌菜絵

[要約]

- 2024 年 5 月 15 日、「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律」が参議院本会議で可決され、成立した。5 月 22 日に公布されている。
- この法律は、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、資産運用に関するタスクフォースの提言などを実現するものである。
- 具体的には、①公開買付制度（市場内取引（立会内）の取扱い、3 分の 1 ルールの閾値の引下げ）、②大量保有報告制度（共同保有者の範囲の明確化）、③資産運用業の高度化（ミドル・バックオフィス業務の委託、運用指図権限の全部委託）、④成長資金の供給と運用対象の多様化の実現（非上場有価証券の仲介業務の参入要件を緩和）など、多岐にわたる改正が盛り込まれている。
- 公布日から起算して 1 年以内（公開買付制度・大量保有報告制度については 2 年以内、PTS 関連については 6 カ月以内）の政令指定日から施行される。

金商法等改正法の成立

2024 年 5 月 15 日、「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律」（以下、金商法等改正法）¹が、参議院本会議で可決され、成立した（衆議院本会議は 5 月 7 日に可決されている）。5 月 22 日に公布されている（2024 年 5 月 22 日官報号外第 121 号）。

金商法等改正法は、2023 年 12 月に取りまとめられた[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」報告](#)（以下、TOB 等 WG 報告）、[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）などを受けて、その提言のうち法改正を要する事項について手当てを行うものである²。

¹ 提出時の法律案は、金融庁の[ウェブサイト](#)に掲載されている。

² 下記レポートも参照。

矢田歌菜絵・横山淳「[公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループの報告](#)」（2024 年 1 月 5 日付大和総研レポート）

横山淳・森駿介・矢田歌菜絵「[資産運用タスクフォースの報告書](#)」（2023 年 12 月 15 日付大和総研レポート）

図表 1 TOB 等 WG 報告の概要（公開買付制度）

- 公開買付制度について、市場内取引等を通じた非友好的買収事例の増加、M&Aの多様化といった環境変化を踏まえ、主な事項として以下のとおり提言。

現行の公開買付制度の概要

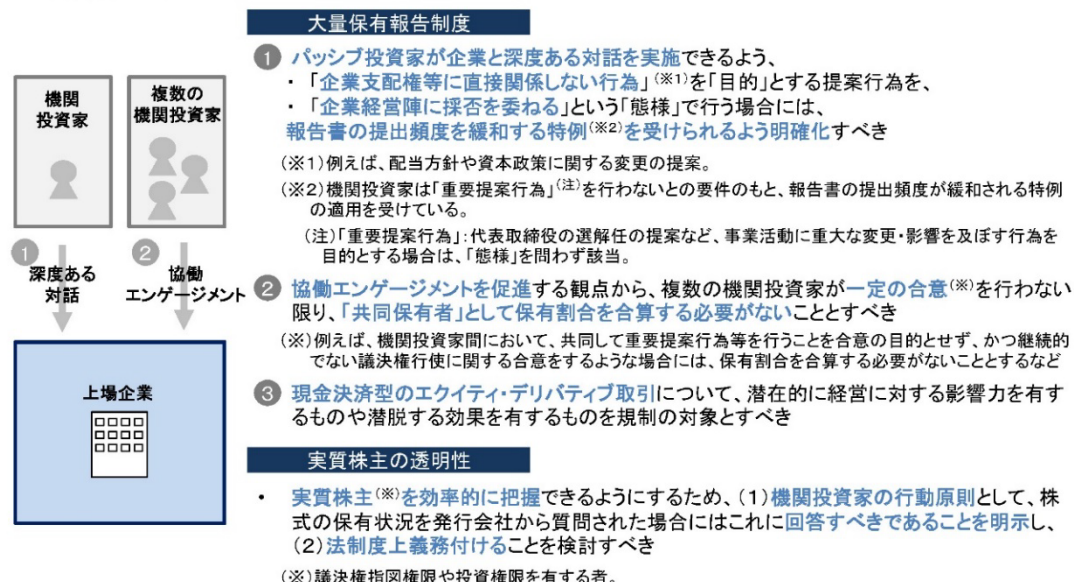
	5%超	② 3分の1超	過半数	3分の2以上
市場外取引	5%ルール (TOBが必要。ただし、上限を設定するTOBも可。)	③ 3分の1ルール		全部買付義務 (上限の設定は不可。)
市場内取引 (立会内)		①	原則として規制対象外	

- ① 資本市場の透明性・公正性を確保するため、市場内取引を通じて企業支配権に重大な影響を与える場合にも、公開買付けの実施を義務付けるべき
- ② 企業支配権に重大な影響を与えるか否かの閾値を、議決権行使割合や諸外国の水準を踏まえ、「議決権の3分の1」から「議決権の30%」に引き下げるべき
- ③ 買付予定数に上限を設定した公開買付けを実施する場合、公開買付け後の少数株主との利益相反構造に対する対応等について説明責任を果たさせるべき
(※)加えて、上限を付さない公開買付けを含め、公開買付者が任意に、公開買付けの成立後に追加応募期間を設けることができるようにすべき
- ④ 実態に即しない画一的な運用を避けるため、個別事案ごとに例外的な取扱いを許容する制度を設けるとともに、それを可能とするために当局の体制を強化すべき

(出所) TOB 等 WG 報告（概要）（2023 年 12 月 25 日）p. 1

図表 2 TOB 等 WG 報告の概要（大量保有報告制度、実質株主の透明性）

- 大量保有報告制度や実質株主の透明性について、パッシブ投資の増加、企業と投資家の建設的な対話の重要性の高まり、協働エンゲージメント^(※)の広がりといった環境変化を踏まえ、主な事項として以下のとおり提言。(※)複数の投資家が協調して、個別の投資先企業に対して特定のテーマについて対話を行うなどの行動を起こすこと。

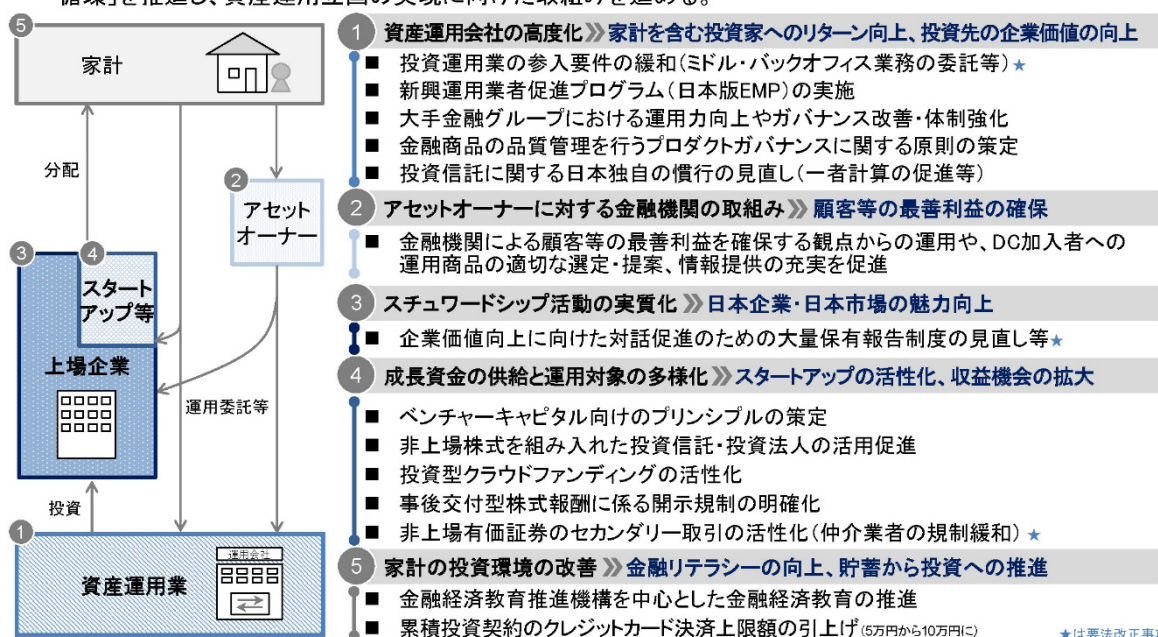


(注) 実質株主の透明性については、当面は機関投資家の行動原則（スチュワードシップ・コード）、将来的には法制度（会社法）の整備に向けた議論が進められることが見込まれている。

(出所) TOB 等 WG 報告（概要）（2023 年 12 月 25 日）p. 2

図表 3 資産運用 TF 報告書の概要

□ 家計からの投資の運用を担い、リターンを生み出す資産運用会社の高度化を図るとともに、企業への成長資金の供給を促し、その成果を家計に還元することで、インベストメント・チェーンを通じた「成長と分配の好循環」を推進し、資産運用立国の実現に向けた取組みを進める。



（出所）資産運用 TF 報告書（概要）（2023 年 12 月 12 日）p. 1

なお、これらの提言事項のうち、金商法等改正法に盛り込まれていない事項については、政令、内閣府令、監督指針、スチュワードシップ・コード、自主規制機関の自主規制規則などを通じて対応が進められるものと思われる（一部、すでに実施されているものもある）。

TOB 等 WG 報告関連の改正のポイント

金商法等改正法のうち TOB 等 WG 報告関連の改正の主なポイントをまとめると図表 4 のようになる。これらは、最近の敵対的買収事案やコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードを受けた企業と投資者の「対話」、特に協働エンゲージメントの広がりを受けて、18 年ぶりとなる公開買付制度・大量保有報告制度の大規模な見直しを行うものである。TOB 等 WG 報告の提言のうち、主に市場内取引（立会内）の取扱い、3 分の 1 ルールの閾値（以上、公開買付制度関連）、共同保有者の範囲、デリバティブの取扱い（以上、大量保有報告書関連）などに対応するものといえよう。

図表 4 金商法等改正法（TOB 等 WG 報告関連）の主なポイント（次ページへ続く）

事項	概要	関連する主な法律
【公開買付制度関連】		
市場内取引（立会内）の取扱い	○取引の透明性・公正性の確保の観点から、市場内取引（立会内）を原則「3 分の 1 ルール」（下記により閾値は 30%に引下げ）の適用対象とする（注 2）。	金商法 27 条の 2

事項	概要	関連する主な法律
「3 分の 1 ルール」の 閾値	○企業支配権に重大な影響を与えるか否かの閾値を、議決権行使割合や諸外国の水準を踏まえ、議決権の「3 分の 1」から「30%」に引き下げる。	金商法 27 条の 2
公開買付説明書の内 容を簡素化	○公開買付説明書に記載すべき事項の簡素化を図るため、公開買付届出書を参照すべき旨等に記載した場合には、公開買付説明書に記載したものとみなすこととする。	金商法 27 条の 9
【大量保有報告制度関連】		
共同保有者の範囲	○協働エンゲージメントの促進の観点から、大量保有報告制度上の共同保有者の範囲を明確化する。 ○具体的には、金融商品取引業者等が重要提案行為等を行うことを保有の目的とせずに株主としての議決権その他の権利を共同して行使する場合（注 3）については、共同保有者に該当しないこととする。	金商法 27 条の 23
デリバティブの取扱い	○現金による決済が予定されているデリバティブ取引のうち一定の要件を満たすものを、大量保有報告書の提出義務の対象とする（注 4）。	金商法 27 条の 23

（注 1）図表中の法令名の略称は次の通り。

金商法：金融商品取引法

（注 2）市場内取引（立会内）の取扱いが変更されることに伴い、公開買付規制の適用対象取引や適用除外取引についても条文の整理や政令委任が行われている。

（注 3）株主としての議決権その他の権利を共同して行使することの合意については、個別の権利の行使ごとの合意として政令で定めるものに限る。

（注 4）現金決済型エクイティ・デリバティブ取引のロングポジションの保有について、実質的に「経営に対する影響力」を有するものとして一定の要件を満たすものが想定されていると思われる。

（出所）金商法等改正法、金融庁「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律案 説明資料」（2024 年 3 月）などを基に大和総研金融調査部制度調査課作成

資産運用 TF 報告書関連の改正のポイント

金商法等改正法のうち資産運用 TF 報告書関連の改正の主なポイントをまとめると図表 5 のようになる。資産運用 TF 報告書の提言のうち、主に投資運用業者の参入要件の緩和、スチュワードシップ活動の実質化、非上場有価証券のセカンダリー取引の活性化に対応するものといえよう。これらは、成長と分配の好循環の実現に向け、資産運用業の高度化やアセットオーナーの機能強化などを通じて、政府の進める資産運用立国を実現するために求められる取組みの一環である。

図表 5 金商法等改正法（資産運用 TF 報告書関連）の主なポイント（次ページへ続く）

事項	概要	関連する主な法律
【資産運用業の高度化】		
投資運用関係業務受託業者の任意的登録制度の創設（ミドル・バックオフィス業務の委託）	○投資運用業者から投資運用関係業務を受託する事業者（投資運用関係業務受託業者（注 2））について、任意の登録制度を創設する。 ○投資運用業者が、登録を受けた投資運用関係業	金商法 2 条、29 条の 2、29 条の 4、66 条の 71 等

事項	概要	関連する主な法律
	務受託業者に投資運用関係業務を委託する場合には、当該投資運用関係業務に係る人的構成要件を緩和する。	
投資運用業者等の運用権限に係る規制の見直し(運用指図権限の全部委託)	○投資運用業者等が、運用に係る権限の全部委託を可能とする。 ○投資運用業者等が運用を行う権限の委託を行う場合に、委託先に対して、運用の対象・方針を示し、委託先の運用状況の管理等を義務付ける。	金商法 42 条の 3、投信法 12 条、202 条等
【スチュワードシップ活動の実質化】		
共同保有者の範囲	○前掲図表 4 参照。	金商法 27 条の 23
【成長資金の供給と運用対象の多様化の実現】		
特定投資家等を対象とした非上場有価証券の仲介等の業務のみを行う金融商品取引業者に係る規制の見直し	○プロ投資家を対象とした非上場有価証券の売付けの媒介、買付けの媒介など仲介業務に特化し、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(自己資本規制比率、兼業規制等)を緩和する(注 3)。	金商法 2 条、29 条の 4 の 4
私設取引システム(PTS)運営業務に係る規制の見直し(非上場有価証券のみを取り扱う PTS)	○流動性の低い非上場有価証券のみを取り扱い、かつ、取引規模が限定的であるものについては、PTS 運営業務の認可を要さないこととし、第一種金融商品取引業の登録により行えることとする(注 4)。 ○登録制の下で行う PTS 運営業務にかかる業務の内容及び方法を記載した書類のうち、公益又は投資者保護のため特に必要なものを変更する場合は、その変更の 30 日前までに内閣総理大臣に届出を行うことを求めることとする。	金商法 30 条、31 条
【その他】		
競売買の方法による PTS	○競売買の方法による PTS の要件を「有価証券の売買高が政令で定める基準を満たす場合」(改正前は「基準を超えない場合」とする(注 5))とする(注 5)。	金商法 2 条

(注 1) 図表中の法令名の略称は次の通り。

金商法：金融商品取引法

投信法：投資信託及び投資法人に関する法律

(注 2) 投資運用業務受託業者は、委託者である投資運用業者に対して誠実公正義務、忠実義務、および善管注意義務を負うこととされている。

(注 3) 特定投資家等を対象とした非上場有価証券の仲介等の業務のみを行う第一種金融商品取引業の登録要件のうち、資本金要件の引下げ(現行 5,000 万円→例えば 1,000 万円)が政令改正を通じてなされる予定。

(注 4) PTS 運営業務に求められるシステム要件の一つであるシステムの二重化については、監督指針改正を通じて緩和される予定。

(注 5) [「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) p.2 を受けた見直しと思われる。

(出所) 金商法等改正法、金融庁「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律案 説明資料」(2024 年 3 月)などを基に大和総研金融調査部制度調査課作成

附帯決議

金商法等改正法の審査に際して、衆議院財務金融委員会、参議院財政金融委員会では、政府に対して、法律の施行に当たって、一定の事項について十分な配慮を求めるとする、次のような附帯決議がそれぞれ行われている。

図表 6 衆議院財務金融委員会附帯決議（2024 年 4 月 26 日）

政府は、次の事項について、十分配慮すべきである。

- 一 投資運用業者によるコンプライアンスなどミドル・バックオフィス業務の投資運用関係業務受託業者への委託により、当該業務の執行について必要となる十分な知識及び経験を有する役員又は使用人が不要となる結果、コンプライアンス管理等の態勢が弱体化して顧客に不利益が及ぶことのないよう、当該業務の監督を適切に行う能力を有する役員又は使用人が備えるべき資質を監督指針などで明確に定めること。
- 二 投資運用関係業務受託業者の業務品質の向上を図るため、受託業務量が過大となることや委託元である投資運用業者から不当な圧力を受けることを防ぐとともに、委託元に対し業務上必要な情報提供を随時求めることができるよう必要な措置を講じること。
- 三 投資運用業への参入促進策の実施においては、競争環境が激化した場合であっても「顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対して誠実かつ公正に業務を遂行する義務」の徹底が図られ、他者を上回る投資収益を上げることを目指して投資先に関わる多様なステークホルダーの利益を犠牲にすることがないように、投資運用業者に対して適切な監督を行うこと。
- 四 非上場株式の流通活性化策の実施においては、一般投資家が売り手の場合、買い手の特定投資家等との間の情報や知識の格差によって不利益を被ることを防ぐとともに、いわゆる小粒上場がその後の成長停滞の原因となっている現在の株式市場を改革し、上場を果たした企業に更なる成長資金を供給するという本来の株式市場の機能を向上させるため、必要な措置を検討すること。
- 五 「資産運用立国」に係る政策を進めるに当たり、短期的な株主利益を重視するのではなく、企業を取り巻く多様なステークホルダーの利益を重視することで長期的持続的な株主利益の実現を目指していくという考え方が我が国に定着するよう努めること。
- 六 本法に基づく制度の運用に当たっては、国民の財産を保護し健全な投資環境を守るため、金融経済教育や国民からの相談体制の拡充等を通じて、詐欺的な投資勧誘等に基づく被害を防止し、実効性のある検査及び監督が円滑に実施されるよう、金融庁及び財務局において必要な機構・定員を確保し、引き続き投資者保護に万全を期すこと。

（出所）[衆議院ウェブサイト（委員会ニュース、第 213 回国会閣法第 56 号 附帯決議）](#)

図表 7 参議院財政金融委員会附帯決議（2024 年 5 月 14 日）

政府は、次の事項について、十分配慮すべきである。

- 一 投資運用業者によるコンプライアンスなどミドル・バックオフィス業務の投資運用関係業務受託業者への委託により、当該業務の執行について必要となる十分な知識及び経験を有する役員又は使用人が不要となる結果、コンプライアンス管理等の態勢が弱体化して顧客に不利益が及ぶことのないよう、当該業務の監督を適切に行う能力を有する役員又は使用人が備えるべき資質を監督指針などで明確に定めること。
- 二 投資運用関係業務受託業者の業務品質の向上を図るため、受託業務量が過大となることや委託元である投資運用業者から不当な圧力を受けることを防ぐとともに、委託元に対し業務上必要な情報提供を随時求めることができるよう必要な措置を講じること。
- 三 投資運用業への参入促進策の実施においては、競争環境が激化した場合であっても「顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対して誠実かつ公正に業務を遂行する義務」の徹底が図られ、他者を上回る投資収益を上げることを目指して投資先に関わる多様なステークホルダーの利益を犠牲にすることがないように、投資運用業者に対して適切な監督を行うこと。
- 四 非上場株式の流通活性化策の実施においては、一般投資家が売り手の場合、買い手の特定投資家等との間の情報や知識の格差によって不利益を被ることを防ぐとともに、いわゆる小粒上場がその後の成長停滞の原因となっている現在の株式市場を改革し、上場を果たした企業に更なる成長資金を供給するという本来の株式市場の機能を向上させるため、必要な措置を検討すること。
- 五 「資産運用立国」に係る政策を進めるに当たり、短期的な株主利益を重視するのではなく、企業を取り巻く多様なステークホルダーの利益を重視することで長期的持続的な株主利益の実現を目指していくという考え方が我が国に定着するよう努めるとともに、有価証券報告書の株主総会前開示の促進のための環境整備に向けて、必要な検討を行うこと。
- 六 公開買付制度及び大量保有報告制度については、本法による改正が、市場の透明性・公正性の確保や、企業と投資家の建設的な対話の促進にもたらす効果を検証するとともに、市場環境の変化等を踏まえ、必要に応じて適時適切に制度の見直しを行うこと。
- 七 本法に基づく制度の運用に当たっては、国民の財産を保護し健全な投資環境を守るため、金融経済教育や国民からの相談体制の拡充等を通じて、詐欺的な投資勧誘等に基づく被害を防止し、実効性のある検査及び監督が円滑に実施されるよう、金融庁及び財務局において必要な機構・定員を確保し、引き続き投資者保護に万全を期すこと。

（出所）[参議院ウェブサイト（議案情報、第 213 回国会附帯決議一覧）](#)

国会では、政府が進める「資産運用立国」の一環である、投資運用業への参入促進策に対する関心が高いことが伺われる。特に、ミドル・バック業務を受託する投資運用関係業務受託業者を巡って、その業務運営や委託した投資運用業者のコンプライアンス、「顧客等の最善利益義務」

などについて懸念が表明されている点は重要であろう。

加えて、非上場株式の流通活性化策に関連して、情報の非対称性の問題や、いわゆる小粒上場の問題などについて指摘があることにも留意する必要があるだろう。

さらに、今回の金商法等改正法よりも、昨年秋の法改正³に関連が深いと考えられるが、「金融経済教育や国民からの相談体制の拡充等」に対する関心の高さも伺うことができる。

参議院財政金融委員会の附帯決議では、「有価証券報告書の株主総会前開示の促進のための環境整備に向けて、必要な検討を行うこと」や、公開買付制度・大量保有報告制度について「必要に応じて適時適切に制度の見直し」を求めている。今後の動きが注目される。

今回の金商法等改正法を受けた、政府令などの整備に当たっては、これらの附帯決議も踏まえて進められるものと思われる。

施行日など

金商法等改正法は、原則、公布日（2024年5月22日）から起算して1年以内の政令指定日から施行される。なお、PTSに係る規制の見直し（前掲図表5）については、原則として公布日から起算して6カ月以内、公開買付制度および大量保有報告制度（前掲図表4）については、原則として公布日から起算して2年以内の政令指定日から施行される。加えて、所要の経過措置も講じられている。

【関連レポート】

横山淳・矢田歌菜絵 [「市場内取引も公開買付規制の適用対象に」](#)（2024年4月5日付大和総研レポート）

矢田歌菜絵・横山淳 [「大量保有報告制度の見直し」](#)（2024年4月10日付大和総研レポート）

矢田歌菜絵 [「参入促進のための投資運用業の見直し」](#)（2024年4月17日付大和総研レポート）

³ 下記レポートを参照。

横山淳 [「令和5年金商法等改正法、成立」](#)（2023年11月24日付大和総研レポート）

森駿介 [「金融リテラシーに係る制度の今後の見直し」](#)（2023年5月8日付大和総研レポート）