

# 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



金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

# 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の概要

我が国資本市場の活性化に向けて、資産運用の高度化・多様化及び企業と投資家の対話の促進を図りつつ、市場の透明性・公正性を確保するため、「投資運用業」、「大量保有報告」、「公開買付」等に関する制度を整備

## 資産運用の高度化・多様化

新規参入促進を通じた資産運用の高度化・多様化によって、家計を含む投資家へのリターンや企業価値の向上、スタートアップの活性化を図るため、以下の取組を実施

### 投資運用業者の参入促進

- 投資運用業者からミドル・バックオフィス業務(法令遵守、計理等)を受託する事業者の任意の登録制度を創設。当該登録業者に業務を委託する投資運用業者の登録要件(人的構成)を緩和
- 分業化が進む欧米と同様に、投資運用業者がファンド運営機能(企画・立案)に特化し、様々な運用業者へ運用(投資実行)を委託できるよう、運用(投資実行)権限の全部委託を可能とする

### 非上場有価証券の流通活性化

- スタートアップ等が発行する非上場有価証券の仲介業務への新規参入を促進し、その流通を活性化させるため、非上場有価証券について、
  - プロ投資家(特定投資家)を対象とし、原則として金銭等の預託を受けない場合は、第一種金融商品取引業の登録要件を緩和
  - 私設取引システム(PTS) (注) について、取引規模が限定的な場合は、認可を要せず、第一種金融商品取引業の登録により運営可能とする(注)PTS(Proprietary Trading System)とは、電子的技術を活用して取引の仲介サービスを提供する取引システム

## 企業と投資家の建設的な対話の促進

企業と投資家の建設的な対話の促進によって、中長期的な企業価値の向上を促すため、以下の取組を実施

### 大量保有報告制度の対象明確化

大量保有報告制度:発行済株式数の5%を超えて上場株式等を保有する場合に開示を求めるもの

- 保有割合の合算対象となる「共同保有者」の範囲を明確化(企業支配権等に関しない機関投資家間の継続的でない合意を適用除外として明記)

## 資本市場の透明性・公正性の確保

資本市場の一層の透明性・公正性を確保すべく、以下の取組を実施

### 公開買付制度の対象取引の拡大

公開買付制度:一定割合を超える上場株式等の買付けに対し、事前の買付目的等の開示を求め、全株主に平等な売却機会を与えるもの

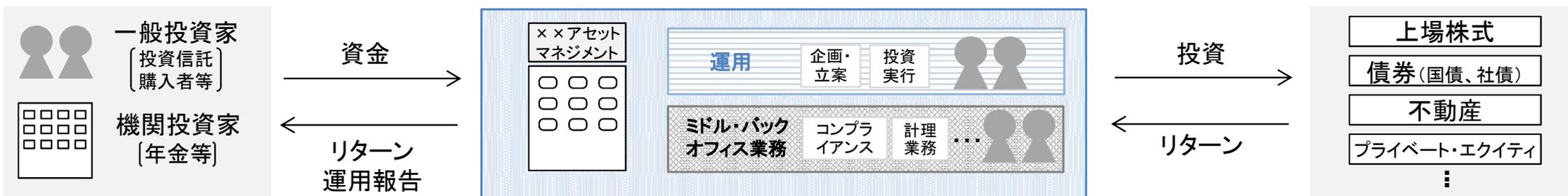
- 市場外取引だけでなく、市場内取引(立会内)も適用対象とする
- 公開買付を要する所有割合を議決権の3分の1から30%に引下げ

# 投資運用業に関する現状と課題

- 投資運用業(〇〇アセットマネジメント、□□インベストメント等)は、顧客の資金について、株や債券等への投資運用を行う業務  
※例えば、投資信託の運用や投資一任(年金等からの委託)を受けて運用を行う
- 日本では、新規の特色ある資産運用会社の参入が少なく、諸外国と比べてみても資産運用残高(対GDP比)や会社数が少ないのが現状

⇒我が国経済の成長と国民の資産所得の増加に繋げていく観点から、投資運用業者の参入を促進し、運用業に関する人材の蓄積と競争を通じて、運用業の高度化を図る必要

## 投資運用業の概要



## 各法域の資産運用残高と資産運用会社数 [2021年末]

	日本	アメリカ	イギリス	フランス	シンガポール	香港
資産運用残高(注1)	7.2兆ドル	50.0兆ドル	13.5兆ドル	5.7兆ドル	4.0兆ドル	4.6兆ドル
(対GDP比)	(1.4倍)	(2.1倍)	(4.3倍)	(1.9倍)	(9.4倍)	(12.5倍)
資産運用会社数(注2)	405社	14,806社	1,100社	708社	1,108社	1,979社

(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)、米国投資顧問業協会(IAA)、欧州ファンド・アセットマネジメント協会(EFAMA)、IMFの公表データより金融庁作成

(注1)投資信託と投資一任を合算した残高(2021年12月末時点の数値(為替レートも2021年12月末時点))

(注2)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)、シンガポールはregistered/licensed fund managers、フランスは登録されている事業者数。英国はEFAMAによる推計値

# 投資運用業者の参入促進

課題と対応

## 課題

- 登録に当たり、運用人材の確保に加え、ミドル・バックオフィス業務の人材も確保する負担大



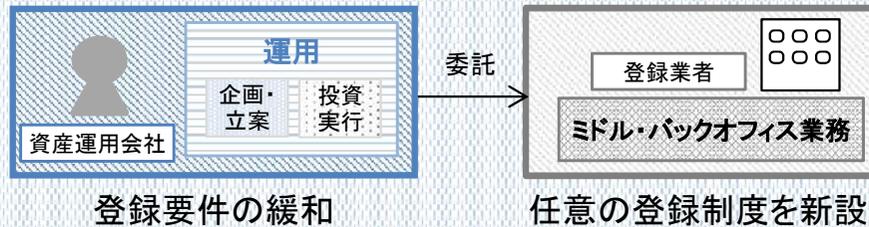
- 分業化が進展する欧米では、更に、運用の企画・立案をする業者がファンドの運営機能に特化し、運用(投資実行)を全部委託する形態が一般的

日本の現行法

ファンドの運営機能(企画・立案)に特化することは不可

「ミドル・バックオフィス業務」の委託に係る制度整備

## 対応



登録要件の緩和

任意の登録制度を新設

ファンドの運営機能(企画・立案)への特化を可能とする



## ミドル・バックオフィス業務に係る業の創設と投資運用業の登録要件緩和

- 投資運用業者から**ミドル・バックオフィス業務**(法令遵守、計理等)を受託する事業者の**任意の登録制度を創設**。行為規制(善管注意義務等)等を適用し、当局により直接モニタリング【改正金商法第66条の71等】
- 当該登録業者に委託した場合には、**投資運用業の登録要件を緩和**(人的な体制の整備)【改正金商法第29条の4第1項第1号の2等】
- 投資運用業者が金銭等の**預託を受けない場合は、資本金要件を引下げ**(5000万円→例えば1000万円)【政令改正事項】。そのため、投資運用業の登録時に**預託の有無の記載**を義務付け【改正金商法第29条の2第1項第5号の2】

## 運用(投資実行)権限の全部委託を可能とする

- 投資運用業者が、ファンドの運営機能(企画・立案)に特化し、様々な運用業者へ運用(投資実行)を委託できるよう、**運用(投資実行)権限の全部委託を可能とする**【改正金商法第42条の3第2項、改正投信法第12条等】
- 運用(投資実行)権限を委託する場合には、委託元(ファンドの企画・立案をする投資運用業者)が運用の対象や方針を決定し、委託先を管理することを義務付け【改正金商法第42条の3第2項】

改正事項

# 非上場株式に関する現状と課題

- 非上場株式の取引を行う場がないため、保有者の換金ニーズや投資家の投資ニーズに応えられていない
  - ※ 米国には取引プラットフォームが存在。こうした場の取引活性化は、スタートアップ企業の資金調達の円滑化にも資する
- このため、日本では、時価総額が小さいまま上場(小粒上場)することも多い。その場合、機関投資家の投資対象とならず、機関投資家によるスチュワードシップ活動の対象ともならないため、上場後の成長が停滞する原因となっているとの指摘もある

## 非上場株式の流通の状況

## IPO時の時価総額(2022年) (注3)

日本



下記の通り、非上場株式の保有が進んでいるものの、取引プラットフォームのような保有者と投資家のマッチングの場はない。そのため、保有者は上場以外で非上場株式を換金することは難しく、投資家も投資機会を得づらい

- スタートアップ企業の役職員へのインセンティブ付与のための非上場株式(ストックオプション含む)の活用
- ベンチャーキャピタル(VC)によるスタートアップ投資の拡大(注1)

2013年 534億円

2018年 1,819億円

2023年 3,039億円

米国



プロ投資家を対象とした非上場株式の取引プラットフォームがあり、インターネット上で取引されている

[非上場株式の取引プラットフォームの例(注2)]

- Forge Global 2014年設立、取引規模: 累計120億ドル
- NASDAQ Private Market 2013年設立、取引規模: 累計450億ドル

2,305 億円

126 億円



(注1) 各年の値は集計時点までに観測されたものが対象で、投資額には推測が含まれる

(注2) 取引規模は、Forge Globalは2022年3月時点、NASDAQ Private Marketは2023年9月時点のものを表す

(注3) 公開価格ベースで計算した平均を表す。日本は東京証券取引所のプライム、スタンダード、グロース市場におけるIPO銘柄、米国はNASDAQ、NYSEにおけるIPO銘柄から作成。当時の為替レートを参考に1ドル=120円で換算

(出所)【VCによるスタートアップ企業への投資額】INITIAL、【米国の非上場株式の取引プラットフォームの例】各社公表情報、【IPO時の時価総額】日本: 東京証券取引所、米国: Jay R. Ritter "Initial Public Offerings: Underpricing"

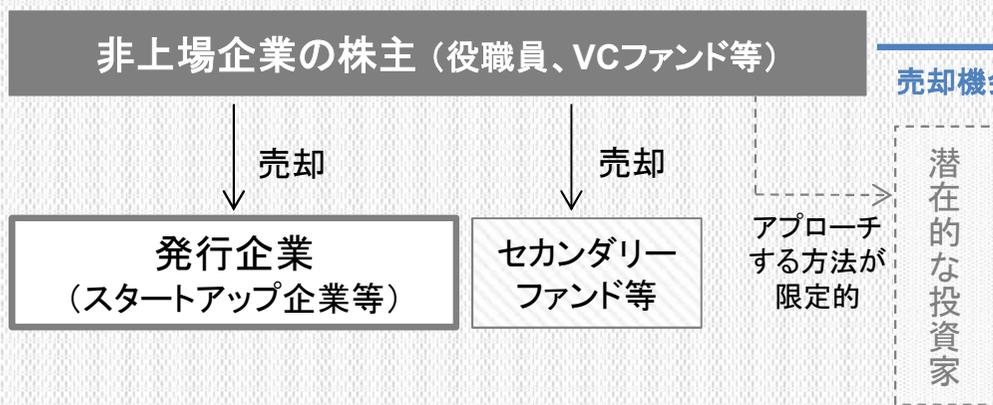
# 非上場有価証券の流通活性化

## □ 非上場有価証券の仲介業務の参入要件を緩和し、非上場有価証券の流通を活性化

課題と対応

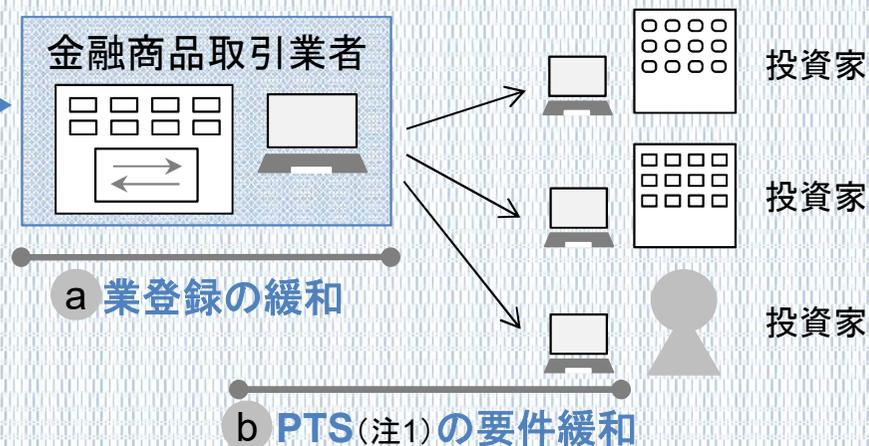
### 課題

- 現状、非上場株式の売却は限定的  
(潜在的な投資家にアプローチできず、換金が容易でない)  
⇒ 換金のために小粒上場を行い、その後の成長停滞の原因となっているとの指摘



### 対応

- 非上場株式の仲介業務を行う事業者の参入を促進し、株主に売却・換金の機会を提供



改正事項

#### a 非上場有価証券の仲介業者の登録要件緩和

- **プロ投資家(特定投資家)を対象**(注2)として、**非上場有価証券の仲介業務に特化**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を緩和**(資本金要件の引下げ(5000万円→例えば1000万円)[政令改正事項]、自己資本規制比率等)(注3)【改正金商法第29条の4の4等】  
(注2)換金ニーズに応えるため、一般投資家も「売却」は可能  
(注3)外国投資信託等を日本のプロ投資家に仲介する場合も対象とする

#### b 非上場有価証券の電子的な取引の仲介業務(PTS)の参入要件緩和

- 非上場有価証券の電子的な取引の場を提供する場合、取引規模が限定的なときは、**PTSの認可を要せず、第一種金融商品取引業の登録により運営可能とする**
- 現在の認可で求めている追加的な**資本金要件(3億円)を課さないこと**とするとともに、**システム要件**(システムの二重化[監督指針改正事項])等を**緩和**(注4)【改正金商法第30条第1項等】  
(注4)取引の管理等に関する必要な規制は適用

(注1)PTS(Proprietary Trading System(私設取引システム))とは、電子的技術を活用して取引の仲介サービスを提供する取引システム

# 大量保有報告制度・公開買付制度の概要

## 大量保有報告制度・公開買付制度とは

上場株式市場の透明性・公正性を確保するため、以下の株式の保有状況や取引について、

(1)保有状況の開示や、

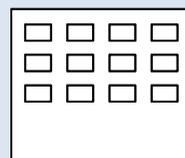
(2)公開買付(①あらかじめ買付目的を開示し、②全株主に平等な売却機会を与える買付け)を求めるもの

### (1)大量保有報告制度

#### 大量保有報告書

5%超の保有者となった場合  
(及びその後1%以上の  
変動があった場合)  
に保有状況を開示

買収者/  
投資家



上場会社に対する  
出資割合

3分の1

5%

### (2)公開買付制度

#### 3分の1ルール

3分の1超取得するには  
公開買付が必要

#### 5%ルール

多数の者から5%超取得する  
には公開買付が必要

# 大量保有報告制度における「共同保有者」の範囲の明確化

□ 企業と投資家の建設的な対話の促進により、中長期的な企業価値向上を促すため、「共同保有者」の範囲を明確化

課題と対応

## 課題

- 投資家には、個別企業に対する深い理解に基づき、企業と対話（エンゲージメント）することが求められる中、協働エンゲージメント<sup>(※)</sup>の積極的活用により、質的・量的なリソース不足を補い、対話の実効性を高めることが重要

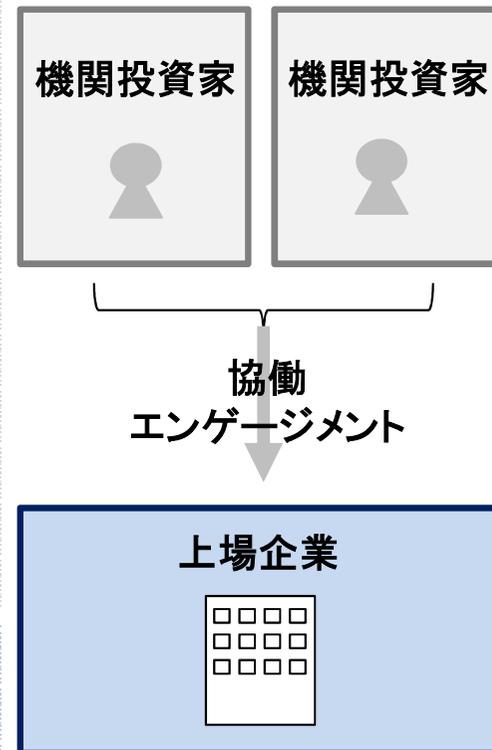
※ 複数の投資家が協調して個別の投資先企業に対し特定のテーマについて対話を行うこと

- しかし、大量保有報告制度における「共同保有者」<sup>(※)</sup>の範囲が法令上不明確であることが、協働エンゲージメントの支障となっているとの指摘がある

※ 複数の投資家（投資家A■%、投資家B□%）が「共同保有者」（＝共同して株主としての議決権その他の権利を行使することを合意している者）に該当すると、合算した保有割合（■%＋□%）が5%超となれば、大量保有報告書の提出が求められる

## 対応

- 中長期的な企業価値向上に資する協働エンゲージメントを促進する観点から、法令により「共同保有者」の範囲を明確化する



## 「共同保有者」の範囲の明確化

- 複数の投資家が「経営に重大な影響を与えるような合意」を行わない<sup>(※)</sup>限り、「共同保有者」に該当しないことを明確化  
【改正金商法第27条の23第5項】

※ 配当方針や資本政策の変更といった、企業支配権に直接関係しない提案を共同して行う場合等を想定

（参考）他方、複数の投資家による潜脱的な報告書不提出など、市場の公正性を脅かしかねない事例に適切に対応すべく、役員兼任関係や資金提供関係など、一定の外形的事実がある場合に「共同保有者」とみなす規定を整備する予定[政令改正事項]

改正事項

# 公開買付制度の対象取引の拡大

## □ 資本市場の一層の透明性・公正性を確保するため、対象取引を市場内取引に拡大

### 課題

- 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、取引の透明性・公正性の向上を図る必要

※ 東京機械製作所事件判決(東京高裁令和3年11月9日)では、アジア開発キャピタルが市場内取引(立会内)を通じて、短期間で3分の1超の株式を取得した事案について、投資判断に必要な情報・時間が一般株主に十分に与えられていなかった等と指摘

### 対応

- 取引の透明性・公正性の向上を図る観点から、規制対象取引を拡大する

課題と対応

	5%超	b 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 (立会外)				
市場内取引 (立会内)		a	原則として規制対象外	

## 規制対象取引の拡大

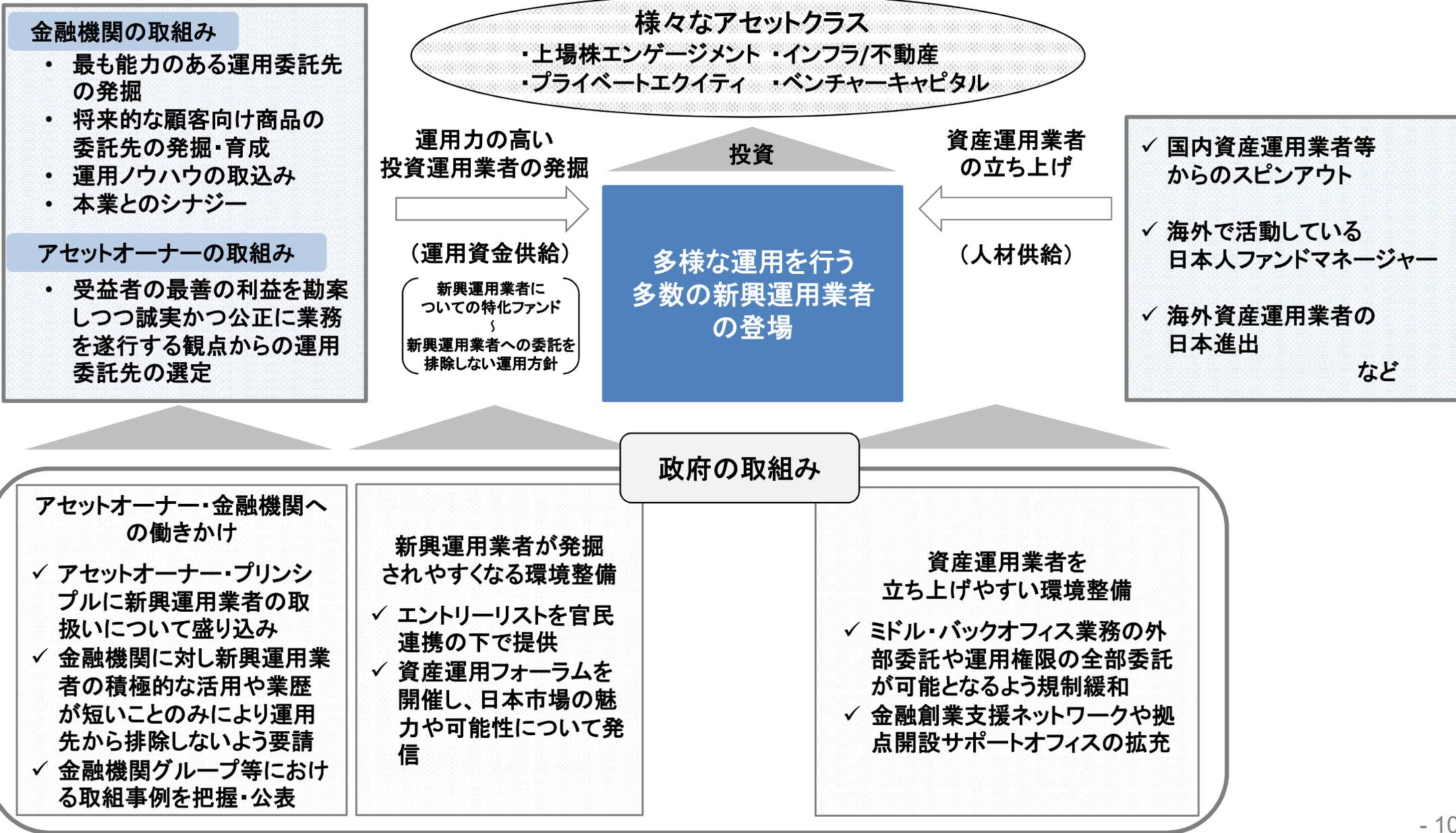
改正事項

- a 取引の透明性・公正性を確保するため、**市場内取引(立会内)**も「**3分の1ルール**」の適用対象にする  
【改正金商法第27条の2第1項第1号】
- b 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%**」に引下げ【改正金商法第27条の2第1項第1号】

# 參考資料

# 新興運用業者促進プログラムの全体像(EMP)

- 我が国金融業界及び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、より顧客(加入者)の最善の利益を実現できる環境を整備するため、官民挙げて以下のような取組みを総合的に実施する



# 投資運用業の主な登録要件

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>
人的構成要件		<ul style="list-style-type: none"> <li>あり               <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的確に遂行する資質</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、業務遂行に必要な知識・経験</li> <li>資産運用者: 運用資産の知識・経験</li> </ul> </li> </ul>
	コンプライアンス	<ul style="list-style-type: none"> <li>コンプライアンス部門: 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 ※ 外部委託は不可</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>
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>
その他の規制		<ul style="list-style-type: none"> <li>忠実義務・善管注意義務、運用財産の分別管理義務、帳簿書類等の作成義務、運用権限の全部委託禁止</li> <li>禁止行為(虚偽説明、損失補填、利益相反行為等)</li> <li>書面交付義務(運用報告書等)</li> </ul>

# 第一種金融商品取引業者の主な登録要件

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危険の管理が困難であるために投資者の保護に支障を生ずるとは認められない)</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>

# 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>

# 東京機械製作所事件について

- アジア開発キャピタル(※)による、市場内取引(立会内)を通じた、東京機械製作所の株式の取得について、裁判所は以下のとおり決定。

※ 日本及びアジア地域においてグループで投資事業を行う株式会社

## 事案概要

- アジア開発キャピタルらが、市場内取引(立会内)を通じ、約2か月という短期間で、東京機械製作所の株式の3分の1超を取得。

【参考】保有割合と市場株価の推移

日付	保有割合	市場株価	備考
2021/6/9	0.29%	703円	買い集めの開始時点
2021/7/13	8.08%	732円	5%超となった時点
2021/7/20	26.50%	813円	初回の大量保有報告書提出
2021/8/2	34.06%	1,139円	3分の1超となった時点
2021/10/22	39.94%	1,636円	株主意思確認総会時点

## 裁判所の決定

- 東京機械製作所は買収防衛策を発動。アジア開発キャピタルらが買収防衛策の差止めを裁判所に申し立てたが、裁判所は以下のとおり指摘して差止めを認めなかった。

…抗告人らは、TOBの適用対象外である市場内取引における株式取得を通じて、株券等所有割合が3分の1を超える株式を短期間のうちに買収しており、このような買収行為は、一般株主からすると、投資判断に必要な情報と時間が十分に与えられず、買収者による経営支配権の取得によって会社の企業価値がき損される可能性があると考えれば、そのリスクを回避する行動をとりがちであり、それだけ一般株主に対する売却への動機付けないし売却へ向けた圧力(強圧性)を持つものと認められる。…

- ✓ 公開買付制度の対象取引を市場内取引(立会内)に拡大することで、上記のような株式の取得は公開買付により行うことが求められることになる。