

規制の事前評価書

法律又は政令の名称：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

規制の名称：公開買付制度及び大量保有報告制度の見直し

規制の区分：新設、改正（**拡充**、緩和）、廃止※いずれかに○印を付す。

担当部局：金融庁企画市場局企業開示課

評価実施時期：令和6年3月14日

1 規制の目的、内容及び必要性

①規制を実施しない場合の将来予測（ベースライン）

「規制の新設又は改廃を行わない場合に生じると予測される状況」について、明確かつ簡潔に記載する。なお、この「予測される状況」は5～10年後のことを想定しているが、課題によっては、現状をベースラインとすることもあり得るので、課題ごとに判断すること。
(現状をベースラインとする理由も明記)

近時、公開買付制度に関しては、市場内取引等を通じた非友好的買収事例の増加やM&Aの多様化といった市場環境の変化、大量保有報告制度に関しては、パッシブ投資の増加や協働エンゲージメント（他の機関投資家と協働して個別の企業に対して対話を行うこと）の広がり、企業と投資家の建設的な対話の重要性の高まりといった市場環境の変化に伴い、様々な課題が指摘されているところ。

我が国経済の成長に向けては資本市場の活性化が必要であり、このためには企業の中長期的な価値向上が前提となる。そのため、上記の課題に対応し、資本市場の透明性・公正性の確保や企業と投資家の建設的な対話の促進に係る諸施策を推進することで、中長期的な企業価値の向上を図っていくことが重要である。

これを実施しなければ、市場の透明性・公正性が確保されず、我が国資本市場の活性化を進めていく上で支障が出るおそれがある。

以上をベースラインとする。

②課題、課題発生の原因、課題解決手段の検討（新設にあつては、非規制手段との比較により規制手段を選択することの妥当性）

課題は何か。課題の原因は何か。課題を解決するため「規制」手段を選択した経緯（効果的、合理的な手段として、「規制」「非規制」の政策手段をそれぞれ比較検討した結果、「規制」手段を選択したこと）を明確かつ簡潔に記載する。

【課題・原因】

（１）公開買付制度の見直し

公開買付制度は、一定の証券取引について公開買付けの実施を義務付けているもので、その趣旨は、会社支配権等に影響を及ぼすような証券取引の透明性・公正性を確保する観点から、これらの証券取引に関する情報開示と株主の平等取扱いを求める点にある。

近時は市場内取引（立会内）を通じて議決権の3分の1超を短期間のうちに取得する事例も見受けられ、そのような取引については、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いといった問題が指摘されている。

また、その3分の1という閾値について、現行は株主総会の特別決議を阻止できる基本的な割合であること等に鑑み設定されているが、実際の議決権行使割合を勘案すると、3分の1より低い割合で株主総会の特別決議について拒否権を取得し得ることから、当該閾値を3分の1から引き下げるべきではないかとの指摘がある。

（２）大量保有報告制度の見直し

大量保有報告制度は、株券等の大量保有に係る情報が「経営に対する影響力」や「市場における需給」の観点から重要な情報であることから、当該情報を投資者に迅速に提供することにより、市場の透明性・公正性を高め、投資者保護を図ることを目的として、株券等の大量保有者に対して一定の開示を求める制度である。

近時、パッシブ投資の増加や協働エンゲージメントの広がり、企業と投資家の建設的な対話の重要性の高まりといった市場環境の変化に伴い、共同保有者の範囲として株主としての議決権その他の権利に関する合意がある場合に限って適用されることとされているため、協働エンゲージメントの局面に直ちに適用されるものではないと考えられるが、一方で上記合意に黙示の合意が含まれることとなる結果、機関投資家による協働エンゲージメントに萎縮効果をもたらしているとの指摘がある。

また、現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引であっても、現物決済型のエクイティ・デリバティブ取引に変更することを前提としている事例や、そのようなポジションを有することをもって発行会社にエンゲージメントを行う事例なども存在し、これらの事例については大量保有報告制度に基づく情報開示を求めるべきとの指摘がある。

【「規制」手段の選択経緯】

（１）について、公開買付制度はこれまでも法令において規定されているものであり、これらは制度的に担保する必要があることから、法令による規制手段の採用が妥当である。

（２）について、大量保有報告制度はこれまでも法令において規定されているものであり、これらは制度的に担保する必要があることから、法令による規制手段の採用が妥当である。

【課題解決手段】

(1) 公開買付制度の見直し

以下の措置を講ずる。

- ・ 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3分の1ルール適用の対象とする。
- ・ 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。
- ・ 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を記載した場合には、公開買付説明書に記載したものとみなすこととする。

(2) 大量保有報告制度の見直し

以下の措置を講ずる。

- ・ 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し、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権利を共同して行使する場合については、共同保有者に該当しないこととする。
- ・ 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を、大量保有報告書の提出義務の対象とする。

2 直接的な費用の把握

③ 「遵守費用」は金銭価値化（少なくとも定量化は必須）

「遵守費用」、「行政費用」について、それぞれ定量化又は金銭価値化した上で推計することが求められる。しかし、全てにおいて金銭価値化するなどは困難なことから、規制を導入した場合に、国民が当該規制を遵守するため負担することとなる「遵守費用」については、特別な理由がない限り金銭価値化を行い、少なくとも定量化して明示する。

(1) 公開買付制度の見直し

【遵守費用】

市場内取引（立会内）が公開買付けの対象取引に追加されること等により、上場株券等の買付者において公開買付けが義務付けられることから、これに対応するための費用（公開買付けの実施に伴う法定開示書類の作成等）が発生する。（金銭価値による定量化については買付けの内容等により異なり得るため困難。）

【行政費用】

国において、公開買付けの実施に伴う法定開示書類の受理手続きに伴う費用が発生するほか、公開買付制度には行政処分や刑事罰が規定されているため、国において、当該公開買付けに係る調査等の費用が発生する。

(2) 大量保有報告制度の見直し

【遵守費用】

一定の要件を満たす現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引が大量保有報告書の提出義務の対象とされることにより、大量保有報告書の提出者において、これに対応するための費用（大量保有報告書の作成等）が発生する。（金銭価値による定量化については取引の内容等により異なり得るため困難。）

【行政費用】

国において、大量保有報告書の受理手続に伴う費用が発生する。

また、大量保有報告書の提出義務の対象追加に伴って、行政サービスの整備のための費用（EDINET で開示している書類のフォーマット変更のための整備費用）が発生する。

④規制緩和の場合、モニタリングの必要性など、「行政費用」の増加の可能性に留意

規制緩和については、単に「緩和することで費用が発生しない」とするのではなく、緩和したことで悪影響が発生していないか等の観点から、行政としてモニタリングを行う必要が生じる場合があることから、当該規制緩和を検証し、必要に応じ「行政費用」として記載することが求められる。

—

3 直接的な効果（便益）の把握

⑤効果の項目の把握と主要な項目の定量化は可能な限り必要

規制の導入に伴い発生する費用を正当化するために効果を把握することは必須である。定量的に記載することは最低限であるが、可能な限り、規制により「何がどの程度どうなるのか」、つまり定量的に記載することが求められる。

(1) 公開買付制度の見直し

市場内取引（立会内）を公開買付けの対象取引に追加するなどの措置を講ずることで、会社支配権等に影響を及ぼすような証券取引について、市場の透明性・公正性を高め、これらの証券取引に関する情報開示と株主の平等取扱いが確保される。

(2) 大量保有報告制度の見直し

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権利を共同して行使する場合において、大量保有報告制度上の共同保有者に該当しないことを明確にすることにより、企業価値向上を目的とする投資先企業に対する協働エンゲージメントが促進される。また、一定の要件を満たす現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引を大量保有報告書の

提出義務の対象とすることで、市場の透明性・公正性を高め、投資者保護に資する。

⑥可能であれば便益（金銭価値化）を把握

把握（推定）された効果について、可能な場合は金銭価値化して「便益」を把握することが望ましい。

—

⑦規制緩和の場合は、それにより削減される遵守費用額を便益として推計

規制の導入に伴い要していた遵守費用は、緩和により消滅又は低減されると思われるが、これは緩和によりもたらされる結果（効果）であることから、緩和により削減される遵守費用額は便益として推計する必要がある。また、緩和の場合、規制が導入され事実が発生していることから、費用については定性的ではなく金銭価値化しての把握が強く求められている。

—

4 副次的な影響及び波及的な影響の把握

⑧当該規制による負の影響も含めた「副次的な影響及び波及的な影響」を把握することが必要

副次的な影響及び波及的な影響を把握し、記載する。
※波及的な影響のうち競争状況への影響については、「競争評価チェックリスト」の結果を活用して把握する。

（１）公開買付制度の見直し

会社支配権等に影響を及ぼすような証券取引について、市場の透明性・公正性を高め、これらの証券取引に関する情報開示と株主の平等取扱いが確保されることにより、我が国資本市場の活性化につながる。

（２）大量保有報告制度の見直し

投資先企業に対する協働エンゲージメントが促進されることにより、こうしたエンゲージメントを通じた機関投資家による投資先企業の価値向上及び、市場の透明性・公正性を高め、投資者保護に資することにより、我が国資本市場の活性化につながる。

5 費用と効果（便益）の関係

⑨明らかとなった費用と効果（便益）の関係を分析し、効果（便益）が費用を正当化できるか検証

上記2～4を踏まえ、費用と効果（便益）の関係を分析し、記載する。分析方法は以下のとおり。

- ①効果（便益）が複数案間でほぼ同一と予測される場合や、明らかに効果（便益）の方が費用より大きい場合等に、効果（便益）の詳細な分析を行わず、費用の大きさ及び負担先を中心に分析する費用分析
- ②一定の定量化された効果を達成するために必要な費用を推計して、費用と効果の関係を分析する費用効果分析
- ③金銭価値化した費用と便益を推計して、費用と便益の関係を分析する費用便益分析

（1）公開買付制度の見直し

市場の透明性・公正性を高め、証券取引に関する情報開示と株主の平等取扱いを確保するというプラスの効果は、遵守費用と行政費用の発生といったマイナスの効果を上回る。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・グループにおいても、市場の透明性・公正性を確保する観点から、市場内取引（立会内）を規制の対象とすべき旨等について提言されている。

（2）大量保有報告制度の見直し

協働エンゲージメントを促進し、投資先企業の価値向上を図るというプラスの効果は、遵守費用と行政費用の発生といったマイナスの効果を上回る。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・グループにおいても、協働エンゲージメントを促進する観点から、共同保有者の範囲を見直すべき旨等について提言されている。

6 代替案との比較

⑩代替案は規制のオプション比較であり、各規制案を費用・効果（便益）の観点から比較考量し、採用案の妥当性を説明

代替案とは、「非規制手段」や現状を指すものではなく、規制内容のオプション（度合い）を指し、そのオプションとの比較により導入しようとする規制案の妥当性を説明する。

（1）公開買付制度の見直し

【代替案】

市場内取引（立会内）を公開買付けの対象取引に追加せず、公開買付けを要する株券等所有割合を3分の1から100分の30に引き下げる措置のみ実施する。

【費用】

遵守費用：公開買付けを要する株券等所有割合を3分の1から100分の30に引き下げることに伴い、対象が追加となった分だけ遵守費用が発生するものの、本案と比べて遵守費用が減少する。

行政費用：公開買付けを要する株券等所有割合を3分の1から100分の30に引き下げることに伴い、対象が追加となった分だけ行政費用が発生するものの、本案と比べて行政費用が減少する。

【便益】

会社支配権等に影響を及ぼすような証券取引について、市場の透明性・公正性を高め、これらの証券取引に関する情報開示と株主の平等取扱いの確保に一定程度資すると考えられる。

【副次的な影響及び波及的な影響】

近時は市場内取引（立会内）を通じて議決権の3分の1超を短期間のうちに取得する事例も見受けられ、そのような取引については、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いといった問題に対して対応できず、公開買付制度の趣旨である会社支配権等に影響を及ぼすような証券取引の透明性・公正性を確保できないおそれがある。

【評価】

代替案の場合、本案に比べて、上場株券等の買付者において公開買付けの義務付け範囲が狭められることから、規制の遵守費用や行政費用の減少が見込まれるが、代替案の採用によって、市場内取引等を通じた非友好的買収事例の増加やM&Aの多様化といった市場環境の変化に対応できない懸念に対処できず、その結果として我が国市場の透明性・公平性が損なわれることにつながるという看過できない社会的費用が発生する。当該社会的費用は、代替案の採用によって生じる便益発生の効果を上回るものとする。

以上のことから、本案は妥当であると考えられる。

（2）大量保有報告制度の見直し

【代替案】

大量保有報告制度上の「共同保有者」の規制を廃止する。

【費用】

遵守費用：現行法の下では、「共同保有者」の基準に該当する場合には、大量保有報告書を提出しなければならないが、代替案の下では、大量保有報告書の提出が不要となるため、広く大量保有報告書の提出者にとって「共同保有者」の基準に該当するか否かの確認が不要となり、本案と比べて遵守費用が減少する。

行政費用：特段の費用は発生しない。

【便益】

遵守費用の減少の他、投資家が規制を考慮する必要なく協働エンゲージメントを行うことができることとなると考えられる。

【副次的な影響及び波及的な影響】

大量保有報告制度の目的となる、株券等の大量保有に係る情報が「経営に対する影響力」や「市場における需給」の観点から重要な情報であるところ、「共同保有者」に係る当該情報を投資者に提供することができず、市場の透明性・公正性を高め、もって投資者保護を図るという目的が達成できないという社会的費用が発生する。

また、投資者において「共同保有者」に該当すると考えられる者についての調査を行わなければならないこととなるため、調査に要する費用が増加するという社会的費用が発生する。

【評価】

代替案の場合、本案に比べて、大量保有報告書の提出者における遵守費用の減少や協働エンゲージメントの促進に資することが見込まれるが、代替案の採用によって、投資者への適切な情報開示を全うすることができないおそれが高まり、その結果として我が国市場の透明性・公平性が損なわれることにつながるという看過できない社会的費用が発生する。当該社会的費用は、代替案の採用によって生じる便益発生効果を上回るものとする。

以上のことから、本案は妥当であると考えられる。

7 その他の関連事項

⑪ 評価の活用状況等の明記

規制の検討段階やコンサルテーション段階で、事前評価を実施し、審議会や利害関係者からの情報収集などで当該評価を利用した場合は、その内容や結果について記載する。また、評価に用いたデータや文献等に関する情報について記載する。

—

8 事後評価の実施時期等

⑫ 事後評価の実施時期の明記

事後評価については、規制導入から一定期間経過後に、行われることが望ましい。導入した規制について、費用、効果（便益）及び間接的な影響の面から検証する時期を事前評価の時点で明確にしておくことが望ましい。

なお、実施時期については、規制改革実施計画（平成 26 年 6 月 24 日閣議決定）を踏まえることとする。

「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」施行後 5 年以内に、改正後の規定の実施状況について検討を加え、必要があると認めるときは、その結果

に基づいて所要の措置を講ずるものとする。

- ⑬事後評価の際、費用、効果（便益）及び間接的な影響を把握するための指標等をあらかじめ明確にする。

事後評価の際、どのように費用、効果（便益）及び間接的な影響を把握するのか、その把握に当たって必要となる指標を事前評価の時点で明確にしておくことが望ましい。規制内容によっては、事後評価までの間、モニタリングを行い、その結果を基に事後評価を行うことが必要となるものもあることに留意が必要

本件見直しにより拡充された規制に係る監督上の対応状況等について、総合的に判断して、費用、効果（便益）及び間接的な影響を把握していく。