

二つの報告書が示す市場制度改革とその課題

金融審議会ワーキング・グループの二つの報告書が公表された。政府が目指す「資産運用立国」の実現へ向けての制度改革やTOB・大量保有報告書制度見直しの姿が明らかにされ、2024年の通常国会で法改正が審議される見通しである。

二つの報告書の公表

2023年12月、金融庁の諮問機関である金融審議会のワーキング・グループが作成した二つの報告書が相次いで公表された。

一つは、政府の重要な政策目標の一つとされる「資産運用立国」の実現へ向けた議論を行ってきた市場制度改革ワーキング・グループの資産運用に関するタスクフォースの検討結果を取りまとめた報告書（以下、タスクフォース報告書）である。もう一つは、金融商品取引法（以下、金商法）に規定される株式公開買付（TOB）制度と大量保有報告制度のあり方について検討してきた公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループの報告書（以下、WG報告書）である。

二つの報告書には、金商法をはじめとする資本市場に関連する諸法令等の規定の見直しにつながる様々な提言が盛り込まれており、2024年の通常国会では金商法等の改正案が審議される見通しである。

タスクフォース報告書の注目点

政府が資産運用立国という考え方を打ち出した背景には、国内の2,115兆円（2023年6月末時点）にのぼる家計金融資産の過半が預貯金に留まり、国民の安定的な資産形成が進んでいないとともに、上場企業の企業価値向上や成長企業への資金供給にもつなげていないという問題意識がある。

この問題を解決するためには、投資家の投資対象となる企業が企業価値の向上によって利益を拡大し、それに

伴う配当や賃金の上昇が家計にまで還元されるというインベストメント・チェーン（投資の連鎖）を通じた成長と分配の好循環を実現することが求められる。

インベストメント・チェーンに着目する制度改革は、これまでもスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードを車の両輪としながら進められてきた。また、金融事業者による顧客のためのより良い取り組みを促すために「顧客本位の業務運営に関する原則」が策定され、2024年1月には少額投資非課税制度（NISA）の拡充と恒久化が実現した。

タスクフォース報告書の提言は、資産運用業の高度化と新規参入の促進を通じて資産運用立国の実現を図るというもので、これまで進められてきたインベストメント・チェーン改革の「残されたピース」を埋めるものと位置付けられる。報告書は、資産運用業の高度化を進めるためには、年金資金の運用を受託する投資運用会社などアセットマネジャーだけでなく、年金基金などアセットオーナーの機能強化も重要だと指摘する。

同時にタスクフォース報告書は、スタートアップ企業への成長資金供給の促進という観点から、資本市場制度の見直しについても提言を行っている。

具体的には、投資型クラウドファンディングを通じた株式等の発行金額上限や投資家の投資上限の引き上げ、勧誘方法の規制緩和、上場ベンチャーファンド市場の制度改革、非上場株式の投資信託への組み入れ促進や非上場株式等の取引の活性化へ向けた規制緩和といった提言が盛り込まれている。

もっとも、若い世代を中心に米国など外国市場への投資意欲も強く、国内での資金循環だけを前提にしたかのような改革が所期の成果をもたらす保証はない。

WG報告書の概要

WG報告書は、2023年3月の金融担当大臣による諮問を受けて取りまとめられたが、この検討の背景については、既に『金融ITフォーカス』誌上でも紹介した(2023年7月号「企業買収ルールのあるべき姿」)。

TOB制度をめぐるWG報告書の提言の最大の眼目は、原則として取引所市場外の取引だけに適用されてきたTOB強制規制「3分の1ルール」の適用を取引所市場内の取引にも拡大し、規制発動の閾値を議決権の3分の1から30%に引き下げるものだ。これまでTOBを経ずに行えた株式の買い集めがTOB規制の対象となる。

この結果、日本のTOB制度は、英国やEU諸国のTOB制度に一步近づく。もっとも欧州型のTOB制度は、義務的TOBの実施に際する全部買付けの義務付け(部分買付けの禁止)、時価より低い価格や過去一定期間内に買収者が買付けた価格よりも低い価格でのTOBを禁止する価格規制など少数株主保護のための規制も含む。

これらの点についてWG報告書は、直ちに欧州型の規制に移行すべきとの結論には至らなかったとして、部分買付けの実施に際して株主の理解を得るような取組みを促すための方策を検討するといった提言を行う一方、価格規制の導入は見送ることとした。

また、WG報告書は、一見硬直的とも見える欧州型のTOB制度の下では個別の事案に即して一部の規制を免除するなど柔軟な制度運用を可能にする体制が整えられていると指摘する。WG報告書が欧州型のTOB制度への全面的な移行にまで踏み込まなかった理由の一つは、日本にはそうした柔軟な制度運用の仕組みが存在しない

ことに求められる。

そこでWG報告書は、日本においても、別途買付けの禁止、形式的特別関係者に関する規制、TOB期間の規制、買付条件変更の規制、TOBの撤回の規制、全部買付義務等に関する規制については、個別の事案ごとに当局の承認を得て規制の適用を免除する仕組みを設け、規制を緩和する方向での個別対応を可能にするよう提言する。

WG報告書は、大量保有報告制度についても、金融商品取引業者等に適用される緩和措置である特例報告制度の利用要件の明確化を図ることや機関投資家による協働エンゲージメントに与える萎縮効果を低減させるよう共同保有概念を明確化すること、著しい提出遅延など法令違反に対する摘発を強化することなどを提言している。

筆者は、前述の旧稿において、TOB・大量保有報告制度は、上場企業による買収防衛策への規制とともに、総体としての企業買収ルールを形成しており、制度見直しにあたっては、「攻守のバランスをさらに防衛側に有利な方向に傾けることのないよう期待したい」と述べた。しかし、WG報告書の提言内容は、買収者、とりわけ敵対的買収者による株式の買い集めを現状よりも難しくするような内容が多いように感じられる。他方、友好的買収にしばしば用いられる部分買付けには寛容である。今後は、法令改正の具体的な詳細や買収防衛策をめぐる議論の展開が注目されよう。

Writer's Profile



大崎 貞和 Sadakazu Osaki

未来創発センター
主席研究員
専門は資本市場法
focus@nri.co.jp