

金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」報告の概要

齊藤将彦

金融庁企画市場局市場課長

吉澤匡登

金融庁企画市場局市場課課長補佐

坊野義孝

金融庁企画市場局市場課課長補佐

太田昌男

金融庁企画市場局市場課市場機能強化室長

福原亮輔

金融庁企画市場局市場課専門官

河野正幸

金融庁企画市場局市場課市場法制専門官

目次

- I はじめに
- II インサイダー取引規制の対象者の範囲拡大等
- III 課徴金制度の見直し(算定方法の見直し)
 - 1 公開買付け等に係るインサイダー取引等の課徴金の水準の引上げ
 - 2 大量保有報告制度違反に係る課徴金の水準の引上げ
 - 3 高速取引行為による相場操縦等に対する課徴金の算定方法の適正化
- IV 課徴金制度の見直し(対象の拡大等)
 - 1 他人名義口座の提供を受けるなどして不正取引を行う者に対する課徴金の水準の引上げ
 - 2 口座の提供等の協力的行為を行う者に対する課徴金の創設
 - 3 課徴金減算制度の見直し
- V 調査権限等の拡充
 - 1 出頭を求める権限の追加
 - 2 金融商品取引業の無登録業等に対する犯則調査権限の追加
 - 3 市場監視の態勢整備・啓発活動等の強化
- VI その他の論点
 - 1 犯則調査手続のデジタル化
 - 2 金融商品取引業者の退出時における顧客財産の返還に関する制度の創設
- VII 今後の対応

近年の証券取引等監視委員会による不公正取引等に関する調査においては、不正と考えられるものの既存の法令では違反行為として捕捉できない事例や、違反行為として捕捉できるが課徴金の額が低く、抑止効果として不十分な事例等がみられている。こうした事例を踏まえ、証券取引等監視委員会から「市場監視機能強化に向けた建議」(2025年6月20日)が行われた¹⁾。

このような課題等に対応すべく、金融審議会に「市場制度ワーキング・グループ」が設置され、不公正取引規制の強化等について審議が行われた。本報告は、その審議の結果をまとめたものである。

本稿では、本報告の内容について紹介する。なお、本稿において、意見にわたる部分については、いずれも筆者らの個人的見解であることをあらかじめ申し添えておく。

II インサイダー取引規制の対象者の範囲拡大等

インサイダー取引規制の趣旨は、上場会社・公開買付者等の内部情報を知り得る特別の立場にある者が当該情報を知り得ない一般の投資者と比べて著しく有利な立場で取引を行うことを規制することで、市場の公正性・健全性に対する投資者の信頼を確保することにある。

現行の公開買付け等に係るインサイダー取引

I はじめに

金融庁は、2025年12月26日、金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」報告(以下「本報告」という)を公表した。

1) その背景については、平岡泰幸「市場監視機能の強化へ、監視委が建議で示した網羅的な課題認識」(きんざい Online: 週刊金融財政事情、2025年)(<https://kinzai-online.jp/node/13359>) 参照。

規制においては、公開買付者等の内部情報（公開買付け等事実）を知り得る特別の立場にある者（公開買付者等関係者）として、公開買付け等事実への近接性を踏まえ、公開買付者等の一定の関係者²⁾ならびに公開買付け等の対象となる発行者およびその役員等が規定されている（金融商品取引法（以下「法」という）167条1項各号）。

公開買付け等においては、そのプロセスや企業評価等に関し専門的知識や膨大な作業が必要となり、発行者側においても、特に敵対的な企業買収等においては内部の者以外にも多くの者が関与することが一般的と考えられるため、それらの者にも未公表の公開買付け等事実を把握し得る蓋然性があるものと考えられる³⁾。

本報告では、発行者の役員等以外の一定の関係者⁴⁾についても、当該役員等と同程度に、公開買付け等事実への近接性があると考えられることから、公開買付け等事実を知り得る特別の立場にある者（公開買付者等関係者）として規制の対象とすることが提言された⁵⁾。

その他、本報告では、インサイダー取引規制上の「親会社」の定義（法166条5項、金融商品取引法施行令（以下「令」という）29条の3第1項）について、現行の有価証券報告書等の記載に依拠した規定から「他の会社の意思決定機関を支配している会社」とすることも示された。

Ⅲ 課徴金制度の見直し（算定方法の見直し）

1 公開買付け等に係るインサイダー取引等の課徴金の水準の引上げ

インサイダー取引規制においては、重要事

実・公開買付け等事実の公表前に行われた（規制違反の）取引の価格と、当該事実の公表後2週間における最大の価格の差額を（自己の計算での）違反行為により期待し得る経済的利得相当額として課徴金額を算定することとしている（法175条1項1号・2号、2項1号・2号）。

しかし、公開買付け等の実施に関する事実の公表による市場価格への影響は2週間程度で収束するとは限らず、その後の発行者との交渉による公開買付価格の引上げや対抗する別の公開買付け等の発生に伴って市場価格がさらに上昇する可能性があり、また、このような事象は公開買付け等ではよくみられるものである。

そのため、公開買付け等の実施に関する事実を知って株券等の買付けを行う公開買付者等関係者が違反行為の時点で期待し得る（最大の）経済的利得相当額は、公開買付け等の実施に関する事実の公表後の発行者との交渉による公開買付価格の引上げや対抗する別の公開買付け等の発生に伴う上昇後の市場価格を加味したものとすることが適当と考えられる。

本報告では、この点を踏まえ、公開買付け等の実施に関する事実の公表による市場価格への影響について過去の事例分析により平均的な上昇割合（たとえば平均約50%）を算出し、当該上昇割合を当該公表日前日の終値に乗じた額を公開買付者等関係者が期待し得る一般的な経済的利得相当額として用いることが提言された⁶⁾。

なお、現行の課徴金の算定方法による課徴金の額のほうが高くなる場合もあり得るため、現行の課徴金の算定方法による課徴金の額と比較していずれか高いほうとすることが適当であるとされている。

2) 公開買付者等（その親会社を含む）の役員等、会計帳簿閲覧請求権者、法令に基づく権限を有する者および契約締結者・交渉者。

3) 発行者のアドバイザーの従業員が公開買付けの実施に関する事実を知人に伝え、知人が取引を行う事案も現に発生している。なお、当該事案では発行者のアドバイザーは公開買付者の契約先（文書開示の契約の締結先）でもあり、当該知人は第一次情報受領者として摘発されている。

4) 発行者の親会社の役員等、発行者（その親会社を含む）の会計帳簿閲覧請求権者、法令に基づく権限を有する者および契約締結者・交渉者。

5) 公開買付者等または発行者が投資法人である場合のその資産運用会社およびその親会社の一定の関係者についても公開買付者等関係者に含めることも提言された。

6) 公開買付け等に係る情報伝達・取引推奨規制違反の課徴金の算定方法（情報受領者等による取引に係る利得相当額（インサイダー取引の課徴金と同様の算定方法）の半額）（法175条の2）についても同様の改正を行うことが想

2 大量保有報告制度違反に係る課徴金の水準の引上げ

大量保有・変更報告書の不提出および重要な事項につき虚偽記載のある大量保有・変更報告書の提出に対して課される課徴金は対象となる株券等の発行者の時価総額の10万分の1により算定される（法172条の7、172条の8）。

この水準は、大量保有・変更報告書の提出により株券等の取引に追随者が生じて市場価格が変動することを前提に、その不提出・虚偽記載により市場価格の変動を抑制して取引することによる取引コストの節減額を経済的利得相当額として規定したものである。

しかし、現行の水準は、これまでの事案を踏まえると、提出遅延等を意図的に行う悪質な事案に対する十分な抑止力が働かないとの指摘がある一方、提出を失念した場合に、その重大性の如何を問わず、上記の算定方法による課徴金が一律に課されることとなり、過剰な規制となっているという指摘もある。

本報告では、まず、抑止力をより高めるべき違反行為に課徴金の対象を限定する観点から、たとえば、その不提出が課徴金の対象となる変更報告書を株券等保有割合の1%以上の増減に係るもの等に限定することや、大量保有・変更報告書の中でも投資判断への影響が軽微と考えられる事由があるものを課徴金の対象から除外することが示された。

また、本報告では、抑止力を高める観点から、大量保有・変更報告書の市場価格への影響を再調査することにより、課徴金の水準を引き上げることが示された。なお、本報告で示された再調査の結果として、大量保有・変更報告書の提出による市場価格への影響が平均約7.0%（現行の水準の前提は0.1%であり、これに基づく課徴金額の水準は70倍の引上げ）となることが示されている。

3 高速取引行為による相場操縦等に対する課徴金の算定方法の適正化

高速取引行為（法2条41項）は、その性質上、高速・高頻度で大量の発注・取消しを伴うものであるが、現行の（自己の計算での）相場操縦等に係る課徴金は、高速取引行為であるか否かに関わらず、⑦違反行為中（違反行為開始時から終了時まで）に確定した利益および④違反行為終了時点のポジションの1カ月以内の反対売買により得べかりし利益の合計額⁷⁾により算定されることとなっている（法173条1項1号・2号、174条1項1号・2号、174条の2第1項1号、2号イ・ロ）。

この算定方法は違反行為の開始時・終了時の特定を前提とするが、高速取引行為による場合、その性質上、違反行為の開始時・終了時の特定にきわめて膨大な作業が必要となり、円滑なエンフォースメントが阻害されかねないことが指摘されている。

この点、高速取引行為による相場操縦等においては、違反者は、①違反行為、および、②当該違反行為により変動した相場における利益獲得のための取引を組み込んだ一連の取引戦略をプログラム化した上で、取引時間開始前にシステムを稼働させ、それ以降は一定期間自動で当該戦略に基づく取引行為を継続運用させることが想定される。

そこで、本報告では、違反行為が一定期間継続するとみなすことが可能であり、また、高速取引行為を行う者はポジションを当日中で解消する傾向があることにかんがみて、違反行為に係る銘柄の取引について違反行為日に確定した利益を課徴金の額とする（1日単位で課徴金の額を算定する）ことが提言された。

また、現行の課徴金の算定方法においては1万円未満の端数は切捨処理となるが（法176条1項・2項）、高速取引行為においては、一般に銘柄ごとの1日の取引利益が1万円未満になることが多いため、本報告では、銘柄ごとの利益が

定されている。

7) 現実取引による相場操縦（法159条2項1号）の場合。偽計（法158条）および仮装取引・馴合取引による相場操縦（法159条1項）の場合は④のみ。

1万円未満となって切捨処理されることにより課徴金を課することができないこととならないよう、端数の切捨処理の基準値を1円未満に引き下げることが示された。

Ⅳ 課徴金制度の見直し(対象の拡大等)

1 他人名義口座の提供を受けるなどして不正取引を行う者に対する課徴金の水準の引上げ

不正取引事案においては、知人等から口座の提供を受けるなどして他人名義の口座を利用する事案が多く発生している状況にある。こうした行為を行う者は、自らの違反行為の発覚を免れることを目的として他人名義口座を利用するものと考えられ、これにより、違反行為への心理的障壁が通常よりも低くなるため、通常の事案よりも高い抑止力が必要となる。

本報告では、他人の名義をもって不正取引を行う者に対しては、違反行為への心理的障壁・抑止力を通常よりも高めるべく、違反行為を繰り返した場合は課徴金の額を1.5倍としていること(法185条の7第15項)等も参考にしつつ、課徴金の水準を引き上げることが提言された。

2 口座の提供等の協力行為を行う者に対する課徴金の創設

不正取引を行う者に対する口座の提供は事案を複雑化し、違反行為への心理的障壁を低くし、または違反行為を助長するものであり、不正取引を抑止する上では、不正取引を行おうとしていることを知りながら協力行為を行うことに対しても抑止を図っていくべきである。これはまた、不正取引を行う者に対する資金の提供を行う者についても違反行為を助長する点で同様であると考えられる。

本報告では、たとえば、インサイダー取引規制に関する情報伝達規制においてはその違反者に対して情報受領者の行ったインサイダー取引に係る利得相当額の半額を課徴金の額としてい

ること(法175条の2第3項・第4項)等も参考にしつつ、そうした協力行為を行う者に対する課徴金を創設することが提言された。

また、本報告では、正犯行為である不正取引の早期発見につながるよう、口座の提供等の協力行為を課徴金減算制度(法185条の7第14項)の対象とすることも示された。

3 課徴金減算制度の見直し

現行の課徴金減算制度は、継続的・反復的に行われる可能性が高く、かつ、外部から容易に発見しづらい違反行為(発行開示書類・継続開示書類の虚偽記載や大量保有・変更報告書の不提出等)について、早期発見されることの公益性が強く、かつ、早期発見・是正のインセンティブを与える必要があるため、違反者が調査開始前に違反行為を報告した場合に課徴金の額を50%減額する制度である(法185条の7第14項)。

本報告では、調査開始後においても当局の調査に協力するインセンティブがあるものとするべく、独占禁止法の課徴金減免制度では調査開始後における協力度合いに応じて減算する制度(独占禁止法7条の5)が導入されていることを参考に、金融商品取引法の課徴金減算制度においても調査開始後における協力度合いに応じて減算する制度を導入することが提言された。

V 調査権限等の拡充

1 出頭を求める権限の追加

現行法上、外国規制当局からの行政上の調査に関する協力要請に応じて行う調査(法189条1項)⁸⁾については、報告徴取の権限は規定されている一方、出頭を求める権限は設けられていない。

金融庁は、証券監督者国際機構(IOSCO)が策定した、各国証券監督当局間の協議・協力および情報交換に関する多国間覚書(IOSCO MMoU)に署名し、これまでもIOSCO MMoUに基づく協力等が実施されてきた。しかし、金

8) 外国金融商品取引規制当局から、金融商品取引法に相当する外国の法令を執行するために行う行政上の調査に関する、協力の要請があった場合において、当該要請に応ずることが相当と認めるときは、当該要請に応ずるために必要かつ相当であると認められる範囲内において報告徴取を行う権限。

融市場のグローバル化と相互関連性の進展等を背景として、2017年に出頭強制の権限等が追加されるなど強化（Enhanced）された多国間覚書（IOSCO EMMoU）が策定されており、その署名のための要件の一つとして、申請当局が出頭強制の権限を有していることが求められている。金融庁は前記のとおり出頭強制の権限を有しておらず、署名のための要件を満たしていない状況にある。

本報告では、この点を踏まえ、外国規制当局からの行政上の調査に関する協力要請に応じて行う調査に関し出頭を求める権限を追加することが提言された。

2 金融商品取引業の無登録業等に対する犯則調査権限の追加

現行法上、証券取引等監視委員会の犯則調査権限の対象として、金融商品取引業の無登録業等は含まれていない（法210条1項、令45条）。しかしながら、今日においては、金融商品取引業の無登録業等はそれ自体で市場の機能を損なう行為と考えられ、また、その事案の解明にはより一層の専門的知識・能力が必要とされている。このため、本報告では、金融商品取引業の無登録業等の罪に係る事件を証券取引等監視委員会による犯則調査の対象となる犯則事件に追加することが提言された。

3 市場監視の態勢整備・啓発活動等の強化

本報告では、証券取引等監視委員会や日本取引所自主規制法人等において必要な人的・物的資源を確保し、テクノロジーの活用を含め、市場監視態勢を強化することが提言された。

また、厳格な市場監視が行われているため、不公正取引等は見逃されず摘発されることや、違反行為に対する制裁は課徴金により利得が失われる（さらには損失が生じ得る）ことにとどまらず、課徴金以外のさまざまな社会的不利益（刑事告発や懲戒解雇等の処分等）が想定されることを市場参加者に対して十分に認識させることも重要であり、そうした観点から、実際の違反事例や見直し後の制度の内容を周知していくとともに、幅広い層へアプローチされるような効果的な取組を行うことが期待されることも提

言された。

VI その他の論点

1 犯則調査手続のデジタル化

刑事訴訟手続については2025年5月に成立した「情報通信技術の進展等に対応するための刑事訴訟法等の一部を改正する法律」によりデジタル化が行われることとなった。犯則調査手続についても、告発により刑事手続に移行することが前提とされており、手続の円滑化・迅速化を図る観点から、刑事訴訟法改正と同様にデジタル化のための整備を行うことが提言された。

2 金融商品取引業者の退出時における顧客財産の返還に関する制度の創設

現行法上、顧客財産の分別管理義務や、退出時における顧客財産の返還義務といった規制が整備されているが、これまでに、退出した金融商品取引業者において、常勤役員が長期にわたり不在となるなど、顧客財産の返還を行う者がいなくなった事案が発生している。

このため、金融商品取引業者の退出時における顧客財産の適切かつ円滑な返還を確保する観点から、現在の経営陣には顧客財産の返還に関する適切な業務運営が期待できない場合に、行政において管理人を選任し、当該経営陣に代わって金融商品取引業者の業務及び財産を管理すること等を可能とする制度を創設することが提言された。

VII 今後の対応

本報告の内容を踏まえ、法改正が必要と考えられる施策については、改正法案の早期の国会提出を目指して、速やかに必要な制度整備等の検討を進めていきたい。

（さいとう・まさひこ）
（おおた・まさお）
（よしざわ・まさと）
（ふくはら・りょうすけ）
（ぼうの・よしたか）
（こうの・まさゆき）