

# 集 広がる監視委の責務

# 特

## 市場の公正性・透明性の向上を目指した 規制見直しの方向性

### 不公正取引規制を強化し、 資本市場に対する投資家の信頼を確保

近年の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あった。こうしたことを踏まえ、金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」において、有価証券の不公正取引規制の強化等について議論がなされ、昨年12月26日に報告として取りまとめられた。本稿では、その主要な点について解説する。

#### インサイダー取引規制の 対象者範囲を拡大へ

インサイダー取引規制は、上場会社・公開買い付け者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より著しく有利な立

場で取引を行うことを規制するものである。その趣旨は、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。公開買い付けに係るインサイダー取引規制においては、公開買い付け者の内部情報（公開買い付けに関する事実）を知り得

る特別の立場にある者を列挙して規制している。現行の規制では、公開買い付けに関する事実への近接性を踏まえ、公開買い付け者の一定の関係者ならびに公開買い付けの対象となる発行者およびその役員等とされている。前者の「一定の関係者」は

具体的には、公開買い付け者の役員等、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・交渉者等である。公開買い付けにおいては、そのプロセスや企業評価等に関する専門的知識や膨大な作業が必要となる。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である。そのため、それらの者にも未公表の公開買い付けに関する事実を把握し得る蓋然性があると思われる。

金融庁  
企画市場局 市場課  
専門官 福原 亮輔

この点、発行者の役員等以外の「一定の関係者」（発行者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・交渉者等）についても、当該役員等と同程度に、公開買付けに関する事実への近接性があると考えられる。本報告では、これらの者についても、規制の対象とすることが提言された。

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。

### インサイダー取引の課徴金の引き上げ

インサイダー取引規制においては、（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を基準として、課徴金額を算定することとしている。

具体的には、重要事実・公開買付けに関する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との差額が、課徴金額とされている。

しかし、公開買付け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ない。その後の発行者との交渉による公開買付け価格の引き上げや、対抗する別の公開買付けの発生による市場価格のさらなる上昇はよく見られる現象である。

そのため、公開買付けの実施に関する事実を知って株券等の買い付けを行う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、このような現象を加味したものとすることが考えられる。

本報告では、この点を踏まえ、公開買付け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、新たな枠組みが提言された。具体的には、過去の事例分析により平均的な上昇割合（例えば平均約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ものである。

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

### 大量保有報告制度違反の課徴金の引き上げ

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。

この水準は、大量保有・変更報告書の不提出・虚偽記載を通じて市場価格の変動を抑制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。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が前提となる。

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、その重大性いかんを問わず、前述の算定方法による課徴金が一律に課されることとなり、過剰な規制となつていくという指摘もある。

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、見直しの方向性が示された。例えば、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とされた。

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、これに基づくと課徴金額の水準は70倍の引き上げ）と示されている。

## 高速取引での相場操縦への課徴金算定方法を適正化

高速取引行為は、その性質上、高速・高頻度での大量の発注・取り消しを伴うものである。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かかわらず、同一の定めとなっている。具体的には、⑦違反行為中（違反行為を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られるはずだった利益の合計額により算定されることとなっている（現実取引による相場操縦の場合は④のみ）。

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。だが、高速取引行為による場合、その性質上、違反行為の開始時・終了時の特定に極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違反行為と、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ていると想定される。

その上で、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ていると考えられる。

そこで、本報告では、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。これは、違反行為が一定期間継続すると見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に解消する傾向があることに鑑みたものである。

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り捨て処理となるが、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。そのため、本報告では、銘柄ごとの利益が1万円未満でも切り捨て処理と

ならないよう、端数の切り捨て処理の基準値を1万円未満に引き下げることも示された。

## 他人名義の口座での不正取引への対応

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る。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、通常的事案よりも高い抑止力が必要となる。

本報告では、他人の名義をもつ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、課徴金の水準を引き上げることが提言された。違反行為を繰り返した場合に課徴金の額を1・5倍としていること等も参考にすることとされている。

また、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る。不正取引を抑止する上では、不正取引を行う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、抑止を図っていくべきである。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、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。この点、例えば、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等も参考にするにとされている。加えて、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の対象とすることも示された。

## 課徴金減算制度の見直し

現行の課徴金減算制度は、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。これは、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（注）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性があるためである。

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、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。これは、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同様の制度を導入するものである。

### 国際協力の枠組みで 調査権限等の拡充

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については、報告徴取の権限は規定されていない

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）が策定した枠組みである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）に署名している。これまでも、それに基づく協力等が実施されてきた。

しかし、金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）が策定されている。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。

前述のとおり金融庁は、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。

また、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。しかしながら、今日において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、その事案の解明にはよりいっそうの専門的知識・能力が求められる。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。

### 監視の態勢整備と 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、

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効果的な取り組みを行うことが期待されることも提言された。厳格な市場監視が行われているため、不正取引等は見逃さ

れず摘発される。また、違反行為に対する制裁は課徴金により利得が失われる（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。こうした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、そうした観点で提言されたものといえる。

\* \* \*

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たい。（本稿において意見に係る部分は筆者の個人的見解であり、所属組織の見解を示すものではない）

（注）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。

ふくはら りょうすけ  
16年弁護士登録、長島・大野・常松法律事務所入所。22年から現職。