

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

足元の環境に合致したインサイダー規制や課徴金水準などの再検討を

証券取引等監視委員会事務局 総務課

市場監視戦略分析官 平岡 泰幸

金融商品や取引の多様化で法制度の見直しが必須に

監視委が行う建議は、検査・調査等の結果、把握した事項を総合分析した上で、法規制等についての見解を明らかにし、これを行政等が行う諸施策に反映させようとするものである。今回の建議の背景には、近年の金融商品市場を取り巻く環境の中で、いかに市場監視機能を向上させるかといった問題意識があった。

官民一体で取り組みが進展する資産運用立国の実現に向けては、誰もが投資者となり得る。故に、市場に対する幅広い監視、課徴金調査や証券検査、重大・悪質な事案に対する厳正な対処といった機能を強化し、誰もが安心して投資ができる公正・透明な市場を確立していくことが一層重要となっている。

加えて、金融商品取引の複雑化・高度化・国際化の進展などによって、市場における取引の形態や取引者も多様になってきた。それにつれて、市場の公正性を脅かしかねない不公正取引や開示規制違反も確認されている。

こうしたなか、証券取引等監視委員会ではこれまで、主に 2022 年 12 月の第 11 期の体制発足後における検査・調査で認識され、今後対応が必要になると想定される課題について洗い出しを行ってきた。その結果、法制度の見直しの検討が必要と考えられる事項も明らかとなった。

課題認識の契機となった事例において不正と考えられる行為は、三つの類型に整理できる。既存の法令では違反行為として捕捉できない事例（類型①）、課徴金の額が低く（あるいは直接の対象にならず）、違反行為に対する抑止効果が不十分な事例（類型②）、効果的・効率的な検査・調査の実施を困難にする恐れを生じさせている事例（類型③）である。それぞれの事例に適切に対応できる実効性のある措置等を整備すべく、今回はこの類型と対応する三つの建議事項を掲げた。

インサイダー取引規制の対象範囲を拡大

一つ目の建議事項は「インサイダー規制における関係者の範囲の見直し」である。これは、前記の事例の類型①に対応するものである。

現状、インサイダー取引の規制対象となる公開買い付け者等の関係者や会社関係者と実質的に同等の内部者と見なされるべきであるにもかかわらず、当該関係者に含まれない者がいる。それにより、インサイダー取引規制の趣旨に鑑みると不適切な行為でありながら、現行制度では規制対象とならない恐れがある事例が、監視委が実施した調査において確認された。これについて監視委は、次の 2 点の見直しを求める。

(1) 公開買い付け者等関係者の範囲の見直し

現行の公開買い付け等に関するインサイダー取引規制の対象となる者は、公開買い付け者等関係者に加え、これらの者から直接インサイダー情報の伝達を受けた者（第一次情報受領者）となる。この公開買い付け者等関係者の範囲は、公開買い付け者の契約締結者、帳簿閲覧権を有する者、公開買い付け者と法令に基づく権限を有する者（以下、契約締結者等）や被公開買い付け企業（発行者）自身である。

すなわち、第一次情報受領者からインサイダー情報の伝達を受けた者（第二次情報受領者）以降は、インサイダー取引規制の対象とならない。そのため、実質的にインサイダー情報を知り得る立場にある当該発行者との契約締結者等から情報伝達を受けた者は規制対象にならないという課題があった。

実際に証券監視委の調査においては、職務に関して公開買い付け等の事実を知った発行者の契約締結者を通じて、実質的に当該買い付け等の事実の伝達を受けていた者が、インサイダー取引規制の対象から外れ得た事例が認められている（20年9月11日に課徴金納付命令勧告を行った北川工業株式に係る事例）。

こうした状況に鑑み、公開買い付け者等の関係者の範囲を拡大する必要がある。具体的には、発行者の契約締結者等についても、公開買い付け者の契約締結者等と同様に、公開買い付け者等の関係者に含まれるようにすることが求められる。

（2）インサイダー取引規制における「親会社」の定義の見直し

現行のインサイダー取引規制において、会社関係者や公開買い付け者等の関係者に含まれる上場会社や公開買い付け者等の親会社は、直近の有価証券報告書等に記載された親会社と定義される。

一方で、直近の有価証券報告書等の提出日以後に親会社になった会社や、公開買い付け者等が有価証券報告書等を提出する会社ではない場合にこれを支配する会社は、インサイダー取引規制における会社関係者や公開買い付け者等関係者とはならない。こうした会社が重要事実等の情報を入手した場合は、第一次情報受領者となる。そのため、仮にこれらの会社からさらに重要事実等の伝達を受けた者がいた場合においても、その人物は第二次情報受領者とされ、インサイダー取引規制の対象から外れることになる。

また、上場会社は、会社情報の適時開示を行う場合に、適時開示情報伝達システム（TDネット、注）を利用することが上場規定により義務付けられている。しかし、調査において、上場会社が非公開会社である子会社による公開買い付けの開始に関する事実を、TDネットを通じて公表したものの、当該上場会社がインサイダー取引規制上の親会社に該当しなかったため、法令上の公表がされていない状態が続いたという事例が認められた（24年3月29日に課徴金納付命令勧告を行ったタツタ電線株式に係る事例）。

こうした状況に鑑みれば、インサイダー取引規制上の「親会社」の定義について、有価証券報告書等の記載に依拠せず、会社法と同様に単に支配力基準をもって規定するなどの適切な措置を講ずることが必要である。

現在の金融環境に合致した適切な課徴金水準を再検討

二つ目の建議事項は「課徴金の適用範囲と算定基準」である。これは、前記の事例の類型②を踏まえたものである。

現行の課徴金は、不当な経済的利得相当額を基準として設定されている。だが、これまで

の法令違反行為の発生状況などから、課徴金額が経済的利得相当額を適切に反映しきれておらず、法令違反行為の抑止力として十分ではないとも考えられる。また、新類型の取引形態である高速取引行為による不公正取引事案が認められるようになったが、その経済的利得相当額を適切に算定できない恐れも生じている。

このため、他の法令の課徴金制度の状況も踏まえつつ、その算定根拠・方法や課徴金水準の妥当性について検討を行った上で、制度を見直すよう求めている。具体的には、以下の4点の見直しを建議している。

(1) 他人名義口座を利用した不公正取引に関する課徴金の検討

課徴金納付命令勧告事案のうち、相場操縦とインサイダー取引に関しては、他人名義口座を利用した事例が多数認められている。こうした行為は、違法行為の発覚を妨げる「隠蔽目的」で行われるなど、悪質性が高いと考えられる。

また、不公正取引が行われることを認識した上で口座提供等を行う協力者もいる。共犯概念がある刑事罰と異なり、別途、自己の計算でインサイダー取引を行うなどの法令違反がない限り、当該協力者は課徴金の対象とならず、実効的な抑止措置がない状態にある。

こうした状況に鑑みれば、不公正取引の実効的な抑止の観点から、適切な措置を講ずることが必要である。具体的には、他人名義口座を利用した不公正取引を行った者に対する課徴金の加算や、口座の提供等により不公正取引に協力する者を課徴金の対象に追加するなどの対応が求められる。

(2) 大量保有報告制度に係る課徴金水準の引き上げ

大量保有報告制度では、保有する上場会社の株券の保有割合が5%を超えた場合には「大量保有報告書」を、その割合が1%以上増減した場合には「変更報告書」を提出することを義務付けており、違反者は課徴金の対象となっている。24年においては、この大量保有報告書の不提出等に対する課徴金納付命令の勧告が2事例、相次いで行われた。①三ッ星株式に係る大量保有報告書等の不提出および変更報告書の虚偽記載に係る課徴金納付命令勧告（24年6月28日）と、②サカイホールディングス株式に係る大量保有報告書等の不提出および変更報告書の虚偽記載等に係る課徴金納付命令勧告（24年9月10日）である。

課徴金額の水準については、報告書の不提出の場合は提出期限翌日の終値、虚偽記載等の場合は提出日翌日の終値と発行済株式総数を掛けて得られた時価総額に10万分の1を乗じた額と定められている。この金額の水準は、株券等の買い集めを行う投資者が、大量保有報告書等の提出をしなかった場合に、株価の上昇が抑えられることなどによって想定される経済的利得相当額と比較しても低い。そのため、大量保有報告書の不提出等の法令違反行為の抑止効果は限定的であるとみられる。なお、上記2事例における課徴金額は、①においては3者の対象者についてそれぞれ26万円、32万円、40万円、②においては2者の対象者について各10万円にとどまった。

こうした状況に鑑みれば、報告書の提出等の有無による株価への影響等も踏まえつつ、現行の課徴金水準の引き上げなどの適切な措置を講ずることが必要である。

(3) 高速取引による偽計・相場操縦の課徴金に関する検討

近年、金融商品に係る高速取引（HFT取引）を行う高速取引業者による取引が活発化している。こうしたなか、高速取引業者が、他者の計算において有価証券の売買のために偽計

を用い、当該偽計により有価証券の価格に影響を与えた事案が認められている。

24 年 3 月 26 日に課徴金納付命令の勧告を行った Quadeye Trading LLC の事例においては、他者の計算において行われた違反行為であったため、課徴金額は対象となる取引の行われた日の属する月の運用報酬額に基づき算出した。

今後、高速取引業者の自己の計算に基づく HFT 取引を通じて、相場操縦等が疑われる極めて大量かつ薄利の売買がなされることも予想される。しかし、それらの疑わしい取引のすべてについて、個別に把握して法令違反を認定し、適切な課徴金額の算定をすることは極めて困難である。また現行制度において、課徴金額が 1 万円未満のものは切り捨てることとされており、薄利かつ大量の HFT 取引に対する課徴金額は、合算しても大幅に減額される恐れがある。

従って、自己の計算による HFT 取引に対応した課徴金算定方法の見直しなど、適切な措置を講ずることが必要である。

(4) 公開買い付け等に関するインサイダー取引に対する課徴金算定方法

公開買い付け等の実施に関して行われたインサイダー取引に対する課徴金額も、想定される利得額と比較して、現行の水準では抑止効果が不十分とみられる。

当該課徴金額は、公開買い付け等の事実が公表された後 2 週間の最高・最低の価格に基づき算定される。だが、実際には、公表後 2 週間経過後もさらに価格が上昇し、課徴金額以上の利得が生じ得るケースも見られるとの指摘もあることから、算定方法の見直し等の適切な措置を講ずることが必要である。

検査や調査協力における出頭命令権限の付与を

最後の建議事項が「効果的・効率的な検査・調査のための措置」である。これは、前述した事例の類型③を踏まえたものである。

対象者が非協力的であることなどにより、調査・検査に困難が生じる恐れが高まる。しかし、そうした中でも、効果的・効率的な検査・調査を実施できるようにするための措置が必要である。従って、次の 3 項目の見直しを求める。

(1) 課徴金減算制度の見直し

現在、発行開示書類・継続開示書類の虚偽記載、大量保有・変更報告書の不提出等の法令違反の一部について、当局による検査等の開始前に違反者が証券監視委に対して違反事実に関する報告を行うことにより、課徴金額を減額する制度が設けられている。

これに加えて、検査等の開始後の報告も減額の対象とすることにより、検査等の対象者の自主的な協力が促され、検査等の円滑な実施につながるケースが考えられる。また、課徴金の水準引き上げや対象拡大が図られた場合においては、課徴金額の減額制度を利用するインセンティブが高まることも期待される。

こうした状況に鑑みれば、他の法令における課徴金の減算制度も参考にしながら、対象者の自発的な協力を促すよう、減算制度の拡大などの適切な措置を講ずることが必要である。

(2) 出頭命令の範囲拡大と強化された多国間情報交換枠組みの署名に向けた取り組み

監視委の検査対象となる金融商品取引業者・上場企業等の多様化等が進展するなか、任意

の出頭要請に対する協力が得られないケースも増えてくることが予想される。

また、不公正取引事案の国際化が進展する中において、海外諸国では、外国当局の要請に応じて出頭命令を行う権限を有する EMMoU（証券監督者国際機構（IOSCO）の強化された多国間情報交換枠組み）のネットワークが構築されている。

しかし、現在のところわが国当局にはこうした出頭命令を行う権限がないため、EMMoU に未署名である。そのため、署名済みの海外当局との相互主義に基づく調査協力に、大きな支障が生じる可能性がある。

こうした状況に鑑みれば、検査・調査を効果的・効率的に進めるための措置として、現行の検査や海外当局への調査協力において検査・調査対象者への出頭命令の権限を追加することや、早期に EMMoU の署名を実現するための取り組みを行うといった適切な措置を講ずることが必要である。

（3）無登録業者に対する犯則調査権限の創設

監視委による犯則調査は、有価証券の売買その他の取引、またはデリバティブ取引等の公正を害するものとして、有価証券届出書等の虚偽記載や不公正取引等に係る事件を対象とすることが政令で定められている。一方、無登録で金融商品取引業を行った者等については、犯則調査の対象に含まれていない。しかし近年、金融商品取引業の無登録業と不公正取引との複合型と疑われる事案が顕在化してきており、専門的知識・経験に基づく犯則調査を通じて資金の流れや複雑な商品の内容を把握し、一連の事件としての実態解明を進める必要性が増してきている。

こうした複合型事案等への対応を含め、検査・調査を効果的・効率的に進めるための措置として、無登録業者に対する犯則調査権限を創設するなどの適切な措置を講ずることが必要である。

* * *

監視委が建議した事項については、その後、金融庁における対応に委ねられることになる。今回の建議については、6 月 25 日に開催された金融審議会総会・金融分科会合同会合において、本件建議の内容も踏まえてワーキング・グループを設置し、検討を始めるとされたところである。監視委としても、建議事項の実現に向けてこれらの検討の進展に期待している。

（注）

東京証券取引所が運営するシステムで、公平・迅速かつ広範な適時開示を実現する目的で、上場会社が行う適時開示に係る一連のプロセス（①東証への開示資料の提出、②東証への事前説明（開示内容の説明）、③「適時開示情報閲覧サービス」への掲載、④「東証上場会社情報サービス」への掲載、⑤報道機関への情報配信、⑥ファイリング（開示資料のデータベース化））を総合的に電子化するもの。

ひらおか やすゆき

99 年金融監督庁入庁、証券取引等監視委員会事務局特別調査課総括課長補佐、同証券検査課特別検査官等を経て、21 年公認会計士・監査審査会事務局総務試験課長、22 年内閣官房郵政民営化推進室内閣参事官。24 年から現職。