

資料 1

※本文左端に行番号を記載しています

金融審議会  
市場制度ワーキング・グループ  
報告（案）

2025 年 12 月 ● 日

## 目 次

I	はじめに.....	1
II	インサイダー取引規制の対象者の範囲拡大等.....	1
1.	公開買付者等関係者の範囲拡大.....	1
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.....	3
III	課徴金制度の見直し.....	4
1.	課徴金の算定方法の見直し.....	4
(1)	公開買付者等関係者によるインサイダー取引等に係る課徴金の算定方法の見直し .....	4
(2)	大量保有・変更報告書の不提出・虚偽記載に係る課徴金の算定方法等の見直し .....	6
(3)	高速取引行為による相場操縦等に係る課徴金の算定方法等の見直し .....	8
2.	他人名義口座の提供を受けるなどして不公正取引を行う事案への対応.....	9
(1)	他人名義口座の提供を受けるなどして不公正取引を行う者に対する課徴金の水準の引上げ .....	9
(2)	口座の提供等の協力行為を行った者に対する課徴金の創設 .....	9
3.	課徴金減算制度の見直し.....	10
IV	調査権限等の拡充.....	10
1.	出頭を求める権限の追加.....	10
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.....	11
3.	市場監視の態勢整備・啓発活動等の強化.....	12
V	その他の論点.....	12
1.	犯則調査手続のデジタル化.....	12
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.....	13
VI	おわりに.....	14

「市場制度ワーキング・グループ」 メンバーネーム簿

2025年12月●日現在

座長	神作 裕之	学習院大学法学部教授
委員	飯田 秀総 上田 亮子 亀坂安紀子 後藤 元 齊藤 真紀 佐伯 仁志 坂 勇一郎 鈴木 健嗣 鈴木 謙輔 武田 洋子 野村亜紀子 松岡 直美 萬澤 陽子	東京大学大学院法学政治学研究科教授 京都大学経営管理大学院客員教授 青山学院大学経営学部教授 東京大学大学院法学政治学研究科教授 京都大学公共政策連携研究部教授 中央大学法務研究科教授 弁護士（東京合同法律事務所） /東京経済大学現代法学部教授 学習院大学経済学部教授 弁護士（長島・大野・常松法律事務所） 三菱総合研究所常務研究理事 野村資本市場研究所主席研究員 ソニー銀行（株）代表取締役副社長 (日本経済団体連合会 金融・資本市場委員会 資本市場部会長) 筑波大学ビジネスサイエンス系准教授

(敬称略・五十音順)

オブザーバー 全国銀行協会 国際銀行協会 日本証券業協会 投資信託協会  
日本投資顧問業協会 金融先物取引業協会 第二種金融商品取引業協会  
日本STO協会 信託協会 生命保険協会 日本暗号資産等取引業協会  
日本投資者保護基金 日本取引所グループ  
警察庁 法務省 財務省

1 I はじめに

2  
3 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、  
4 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、  
5 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  
6 等がみられている。

7 「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2025 年改訂版」(2025 年  
8 6 月 13 日閣議決定) では、「不公正取引等の違反事案に対し、抑止力をより一層  
9 高めていく観点から、違反行為に対する課徴金の在り方等も含め、十分な抑止効  
10 果が発揮されるよう検討していく」とことされ、また、証券取引等監視委員会か  
11 らは「市場監視機能強化に向けた建議」(同月 20 日) が行われた<sup>1</sup>。

12 このような背景を踏まえ、同月 25 日に開催された第 55 回金融審議会総会・  
13 第 43 回金融分科会合同会合において、金融担当大臣から「昨今の資本市場を巡  
14 る諸問題を踏まえ、我が国市場の公正性・透明性に対する投資家の信頼を確保し、  
15 利用者保護を図るとともに、市場機能が十全に発揮されるよう、不公正取引規制  
16 の強化等について検討を行うこと」との諮問がなされた。これを受け、金融審議  
17 会に「市場制度ワーキング・グループ」(以下「当ワーキング・グループ」とい  
18 う。) が設置され、当ワーキング・グループでは、同年 9 月以降●回にわたり、  
19 不公正取引規制の強化等について審議を行った。本報告は、当ワーキング・グル  
20 ープにおける審議の結果をまとめたものである。

21 II インサイダー取引規制の対象者の範囲拡大等

24 1. 公開買付者等関係者の範囲拡大

25 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  
26 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  
27 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  
28 資者の信頼を確保することにある。

29 現行の公開買付け等に係るインサイダー取引規制においては、公開買付者等  
30 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  
31 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  
32 関係者(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、  
33 法令に基づく権限を有する者、契約締結者・交渉者)及び公開買付け等の対象企  
34 業(発行者)・その役員等が規定されている。

35 この点、発行者のアドバイザー等が公開買付者等関係者として規制対象にな  
36 っておらず、その範囲が不十分ではないかとの指摘がある<sup>2</sup>。

---

1 その他、「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム 2025」(2025 年 6 月 30 日) では、「違反行為への抑止力を高める観点から、当局の対応を強化するとともに、大量保有報告制度違反の課徴金額の水準引き上げを検討すること」とされた。

2 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。

37　　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  
38　　大な作業が必要となり、発行者側においても、内部の者以外にも多くの者が関与  
39　　することが一般的であるため、実際にそのように関与する関係者がいる場合には、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  
40　　と考えられる。

42　　そのため、発行者の役員等以外の一定の関係者についても、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適当である。

46　　具体的には、公開買付者等の一定の関係者と同様に、発行者の役員等以外の一定の関係者（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、契約締結者・交渉者<sup>3</sup>）についても公開買付者等関係者に追加することが適当である<sup>4</sup>。

50　　その他、近年、投資法人の発行する投資証券に係る公開買付け等の事例も見られるところである。公開買付者等又は発行者が投資法人である場合のその資産運用会社は、当該投資法人の資産運用権限を有する実質的な運営主体であって未公表の公開買付け等事実を把握する蓋然性が高いことを踏まえ、資産運用会社及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が適当である。

56　　なお、現行法では、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（会社関係者・公開買付者等関係者）から内部情報の伝達を受けた者（第一次情報受領者）については規制対象とされているが、第二次以降の情報受領者は規制対象とされていない。

60　　この点について、情報伝達・拡散の手段が変化していく中で上述のような規制対象を隨時拡大することでは規制が後追いになりかねないため、第一次情報受領者に限らず、第二次以降の情報受領者も含め、内部情報であることを知った者について規制対象とすべきとの意見があった<sup>5</sup>。

64　　一方で、第二次以降の情報受領者を規制対象とすることについては、情報源と直接の関係がない場合も規制対象となるため、噂や推測による情報との峻別が難しくなり、情報受領者が不安定な立場に置かれることになり得るとの懸念も指摘される<sup>6</sup>ことを踏まえると、第二次以降の情報受領者を規制対象とすること

<sup>3</sup> 発行者の子会社・関連会社の一定の関係者、人事異動した者、出向者まで範囲を拡大すべきという意見もあった。

<sup>4</sup> 公開買付け等事実は対象会社である発行者側からすれば、主要株主の異動等のいわゆる発生事実と極めて類似の性格を有するものであり、このような範囲拡大は実質的には金融商品取引法第166条の発生事実を拡張するという性質を持っているため、同条の会社関係者としての観点から同法第167条の発行者の関係者を拡張しても特段問題ないという意見もあった。

<sup>5</sup> 第一次情報受領者が、積極的に働きかけて内部情報を聞き出した上で、SNS等を用いて多数の者に情報を提供して利益を得ることも考えられるため、こうした意図的・積極的に行動するような場合に要件を限定して第二次以降の情報受領者を規制対象とすることも選択肢の一つではないかとの意見もあった。また、第一次情報受領者による情報伝達・取引推奨行為を規制の対象に加えるべきという意見もあった。

<sup>6</sup> 第二次以降の情報受領者については、相手方の情報ソースがどこにあるのか、どの程度確度の高い情報なのかということを検証しようがないため、一般的に第二次以降の情報受領者を規制の対象とすると、投

68 は、現時点では慎重に考える必要がある。現行法において、会社関係者・公開買  
69 付者等関係者が内部情報を伝達する意思をもって当該情報の伝達を行った相手  
70 方については、他者を介在させた伝達であっても第一次情報受領者として捉え  
71 る解釈がなされていることを前提としつつ、実務を踏まえながら内部情報を知  
72 り得る特別の立場にある者と一般的に考えられる者をできるだけ広く規制対象  
73 者に加えていくことが適当と考えられる。

74

## 75 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

76 インサイダー取引規制上、上場会社・公開買付者等の「親会社」の関係者は会  
77 社関係者・公開買付者等関係者として規制の対象とされているところであるが、  
78 この「親会社」は直近の有価証券報告書等に「親会社」として記載された会社と  
79 定義されており、また、有価証券報告書等に記載されるべき「親会社」は「他の  
80 会社の意思決定機関を支配している会社」とされている。

81 この点、有価証券報告書等の記載に依拠して「親会社」を定義することにより  
82 以下の問題が生じている。

- 83 ・有価証券報告書等の提出後の支配の獲得が反映されないため、直近に上場会  
84 社・公開買付者等の支配を獲得した会社の関係者が次回の有価証券報告書等  
85 の提出まで会社関係者・公開買付者等関係者（規制の対象）とならない。
- 86 ・インサイダー取引規制が解除される公開買付け等事実の公表方法は法定され  
87 ており、その一つとして、公開買付者等がその「親会社」である上場会社に要  
88 請して金融商品取引所での適時開示を行わせる方法が規定されている。しかし、  
89 公開買付者等が有価証券報告書等の提出会社でなければ、有価証券報告書  
90 等に記載された「親会社」は基本的になくなる<sup>7</sup>。この場合、当該公開  
91 買付者等を支配する会社が上場会社であったとしても、「親会社」ではないた  
92 め、その会社を通じた適時開示は当該公表方法に該当しないこととなる。

93 このため、インサイダー取引規制上の「親会社」を（有価証券報告書等の記載  
94 に依拠せず）「他の会社の意思決定機関を支配している会社」とすることが適當  
95 である<sup>89</sup>。

96

97

98

---

資者が自己の責任で情報収集して、それに基づいて投資判断をする自由を過度に制約することになるとの意見もあった。

<sup>7</sup> この場合、当該公開買付者等を支配する会社の関係者が、当該公開買付者等の「親会社」の関係者とならず、公開買付者等関係者（規制の対象）とならないおそれもある。

<sup>8</sup> 有価証券報告書等の記載に依拠した定義には適用範囲の明確性を確保するというメリットもあるが、支配力基準は一定の支配関係を加味するものの、あくまで高い持株比率を有するという客観的要件を基礎として判断がなされるものであり、支配力基準が広く認知された現在においては、本文記載の見直しの必要性をより重視すべきものと考えられる。他方で、インサイダー取引規制における「子会社」の定義も有価証券報告書等の記載に依拠した定義になっているが、子会社は親会社と異なり多数存在し得ること等を踏まえると、明確性の確保の観点から、現行の定義を維持することが適當と考えられる。

<sup>9</sup> このほか、インサイダー取引規制の「売買等」の概念に関して、自己株式の処分は規制対象となる一方、新株の発行は規制対象から外れており、その取扱いを統一化するべきであるとの意見もあった。

99 III 課徴金制度の見直し

100

101 1. 課徴金の算定方法の見直し

102 金融商品取引法における課徴金制度は、金融・資本市場における違反行為を的  
103 確に抑止し、規制の実効性を確保する観点から、金銭的な負担を課す行政上の措  
104 置として導入されたものであり（2004年証券取引法改正）、行政上の制裁として  
105 の性質を有するものである。

106 現行法では、課徴金制度の目的が違反行為の抑止であることを踏まえ、課徴金  
107 額について、違反行為から得られた利得に着目しつつ、現実の利得額から切り離  
108 された、一般的・抽象的に想定し得る経済的利得相当額を基準としている。

109

110 （1）公開買付者等関係者によるインサイダー取引等に係る課徴金の算定方法  
111 の見直し

112 インサイダー取引規制においては、実際の譲渡益等（現実の利得額）ではなく、  
113 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、  
114 公表後の一定の期間における価格の差額を（自己の計算での）違反行為により得  
115 た経済的利得相当額と擬制して課徴金の額としている。

116 重要事実・公開買付け等事実の公表後の価格は、課徴金制度の導入当初は当該  
117 事実の公表日翌日の終値であったが、2008年金融商品取引法改正により、当該  
118 事実の公表後2週間における最大の価格<sup>10</sup>とされ、課徴金の水準が実質的に引き  
119 上げられた。

120 しかしながら、その後も公開買付者等関係者によるインサイダー取引の事案  
121 は多く発生している状況である<sup>11</sup>。特に公開買付け等の実施に関する事実はその  
122 公表後から市場価格が急騰する傾向にあるため、当該事実を未公表の段階で知  
123 った者は対象となる株券等の取引を行うことで利益を容易に得られることとなり、  
124 インサイダー取引を行うことへの誘因が強く働くことから、違反行為の抑止  
125 力を高める必要がある。

126 この点、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  
127 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  
128 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更に上昇す  
129 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見られるため、  
130 当該事象を課徴金の算定方法に織り込むことで課徴金の水準を引き上げる余地  
131 がある。

132 すなわち、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った  
133 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  
134 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

---

<sup>10</sup> インサイダー取引として売付け等を行った場合は公表後2週間における最安値、買付け等を行った場合は公表後2週間における最高値。

<sup>11</sup> 2020年度から2024年度までの公開買付者等関係者によるインサイダー取引等の課徴金勧告件数は20件、刑事告発件数は7件。

135 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  
136 を加味したものとすることが適當と考えられる。

137 なお、公開買付け等の実施に関する事実の公表後の最大の価格について、公表  
138 後2週間ではなく公開買付け等の終了日までとすることも考えられるが、その  
139 場合、公開買付け等が終了しない限り課徴金の額が算定できず、迅速な執行を阻  
140 害することとなり得る<sup>12</sup>。

141 そこで、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  
142 ついて、上述の考え方に基づく過去の事例分析により平均的な上昇割合を算出  
143 し<sup>13</sup>、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  
144 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考えられる<sup>14</sup>。

145 この場合、例えば、当該平均的な上昇割合を上回る上乗せをした公開買付価格  
146 による公開買付けの実施が公表される場合には、現行の課徴金の算定方法によ  
147 る課徴金の額の方が高くなり得るため、違反行為の抑止の観点から、現行の課徴  
148 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方とすることが適當で  
149 ある<sup>15</sup>。

150 なお、課徴金の水準については、違反行為が発覚しない可能性の指摘も含めれ  
151 ば違反行為により得た経済的利得相当額を課すだけでは抑止効果が十分でなく、  
152 利得にこだわらずに課徴金額の算定方法を定めるべきとの意見がある。一方、違  
153 反行為に対する抑止効果については、単に課徴金による期待損失だけではなく、  
154 刑事罰を受ける可能性や所属する会社から懲戒解雇される可能性など、様々な  
155 社会的不利益があり得ることも総合的に勘案されるべきとの指摘もある。また、  
156 近年の不公正取引に係る課徴金勧告事案を見ると、経済的利得相当額を基準と  
157 しつつ、課徴金額が現実の利得額を大幅に上回る水準となっている違反行為類  
158 型もあり<sup>16</sup>、他法令における課徴金制度でも経済的利得相当額を基準に課徴金の  
159 水準が算定されていること等を踏まえれば、課徴金の算定方法の抜本的な見直  
160 しは将来的な課題としつつ、まずは、現状において違反行為の抑止力を高めるこ

---

<sup>12</sup> 公開買付け等の実施に関する事実の公表から公開買付け等の終了までの期間については、国内外の競争法に基づく必要な手続及び対応等により長期化することがあり、当該期間が1年半以上となる事例も存在する。

<sup>13</sup> 例えば、2024年7月から2025年6月までに全部の買付け等が成立した公開買付け（95件）における市場価格の上昇率を調査した結果、平均約50%であった。なお、全部の買付け等が成立する事例においては、市場価格はその成立した時点における公開買付価格に収斂するものと考えられるため、この市場価格の上昇率については、公開買付け等の実施に関する事実の公表日の前営業日の終値（市場価格）と、全部の買付け等が成立した時点における公開買付価格（最終的な引上げ後の価格）を比較して算出している。

<sup>14</sup> なお、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は平均的な上昇割合より高い水準を基準すべきという意見もあった。また、公開買付け等の実施に関する事実の公表後2週間経過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更に上昇する可能性について過去データを利用して検証し、これによって推定された水準をこれまでの課徴金の水準に加えるべきという意見もあった。

<sup>15</sup> 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）についても同様の改正を行うことが想定される。

<sup>16</sup> 近年の課徴金勧告事案のデータ（2022年7月～2025年6月の課徴金勧告事案のうち現実の利得額が算出可能なものの）を分析すると、相場操縦等や会社関係者によるインサイダー取引の課徴金額は、現実の利得額の1.5倍～2倍程度の水準となっている。一方、公開買付者等関係者によるインサイダー取引の課徴金の水準は現実の利得額を僅かに上回る水準にすぎない状況（分析した事案における中央値は約1.04倍）となっている。

161 とが必要と考えられるものについて、経済的利得相当額に関する算定方法を見  
162 直すことが適当と考えられる<sup>17</sup>。

163

164 (2) 大量保有・変更報告書の不提出・虚偽記載に係る課徴金の算定方法等の見  
165 直し

166 大量保有報告制度における課徴金の対象となる違反行為は①大量保有・変更  
167 報告書の不提出及び②重要な事項につき虚偽記載のある大量保有・変更報告書  
168 の提出であり、課徴金は時価総額（提出期限（日）の翌日の株券等の最終の価格  
169 （終値）に発行済株式総数を乗じて得た額）の 10 万分の 1 により算定される。

170 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  
171 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  
172 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擬  
173 制して規定したものであり、具体的には、以下の①に②を乗じた水準としたもの  
174 である。

175 ①市場価格の変動の抑制額：導入当時の事例分析における大量保有・変更報告書  
176 （東証一部上場会社株式に係るもの）の提出直後の市場価格への影響が平均  
177 約 0.1% であったため、市場価格の変動の抑制額は提出期限（日）の最終の価  
178 格（終値）の 1,000 分の 1 と仮定

179 ②取引可能数量：株券等保有割合の 1 %以上の増減ごとに新たな変更報告書の  
180 提出義務が発生することを踏まえ、一の大量保有・変更報告書の不提出により  
181 市場価格の変動を抑制して取引可能となる数量を発行済株式総数 × 100 分の  
182 1 と仮定

183 現行の大量保有・変更報告書の不提出・虚偽記載に係る課徴金の水準は、これ  
184 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  
185 な抑止力が働かない一方、提出を失念した場合に、その重大性の如何を問わず、  
186 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  
187 ているという指摘もある。このため、

- 188 ・大量保有・変更報告書の不提出については、課徴金の抑止力をより高めるべ  
189 き違反行為に課徴金の対象を限定した上で、
  - 190 ・大量保有・変更報告書の不提出・虚偽記載に係る課徴金について抑止力を高  
191 める
- 192 ことが適当である。

193

#### 194 ア. 大量保有・変更報告書の不提出に係る課徴金の対象の限定

195 大量保有・変更報告書の不提出については、その不提出が課徴金の対象となる  
196 変更報告書を、株券等の取引に追随者が生じて市場価格が変動する可能性が類  
197 型的に高い変更、例えば、株券等保有割合の 1 %以上の増減に係るものやこれに

---

<sup>17</sup> なお、課徴金制度の見直しの基礎としたデータについては時代とともに様々な要因で状況が変化するた  
め、一定のタイミングで妥当性をレビューすることが考えられるという意見もあった。

198 準する変更に限定すること<sup>18</sup>が適当であり、また、それらの中でも投資判断への  
199 影響が軽微と考えられる事由があるもの<sup>19</sup>については、その対象の明確性を確保  
200 しつつ、課徴金の対象から除外することも適当である<sup>20</sup>。

201 具体的な大量保有・変更報告書の不提出に係る課徴金の対象の限定について  
202 は、課徴金の対象から除外された不提出の類型を意図的に利用すること等による  
203 潜脱行為のおそれに留意しつつ、悪質性が高いとまではいえない事案に殊更  
204 に高額の課徴金を課すことにならないよう、市場関係者の意見も踏まえながら  
205 検討していくべきである。

206

207 イ. 大量保有・変更報告書の不提出・虚偽記載に係る課徴金の水準の引上げ

208 現行の大量保有・変更報告書の不提出・虚偽記載に係る課徴金の水準は、導入  
209 当時の事例分析における大量保有・変更報告書（調査対象期間において提出され  
210 た東証一部上場会社株式に係るもの全て）の提出直後の市場価格への影響が平  
211 均約 0.1%であったことを踏まえて規定されたものである。

212 この点、例えば、

- 213 ・調査対象となる変更報告書を市場価格の変動が想定される類型に限定するこ  
214 と
  - 215 ・時価総額が低い発行者は企業支配が争われやすく、こうした発行者に係る不提  
216 出・虚偽記載の抑止も重要であるため、時価総額が低い発行者の株券等の大量  
217 保有・変更報告書を調査対象に含めること
  - 218 ・大量保有・変更報告書の提出による影響が市場価格に反映されるまで一定期間  
219 要する（提出直後に反映しきれない）場合もあり得ること
- 220 を踏まえて、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、  
221 課徴金の水準を引き上げる<sup>21</sup>ことが考えられる<sup>22</sup>。

222

---

<sup>18</sup> 株券等保有割合の 1 %以上の増減に係るものに準ずる変更としては、単体株券等保有割合が 1 %以上である保有者が新たに共同保有者となったことや、単体株券等保有割合が 1 %以上であった保有者が共同保有者でなくなったことが想定される。他方、氏名・名称又は住所・所在地の変更、担保契約等の締結・変更、株券等の内訳変更等は、その変更に係る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可能性は一般的には想定されない。

<sup>19</sup> 例えば、資本業務提携や資金調達のために発行者から第三者割当が行われる場合、発行者が提出した有価証券届出書や適時開示において第三者割当を受ける者の株券等保有割合が記載されている一方、当該第三者自身が大量保有・変更報告書の提出を失念した場合における不提出等が想定される。

<sup>20</sup> 課徴金の対象から完全に除外する以外に、現在よりも軽い課徴金額を定めるという仕組みも考えられるという意見もあった。

<sup>21</sup> 例えば、2025 年 1 月から 3 月までに提出された大量保有・変更報告書（株券等保有割合の 1 %以上の増加）（953 件）及び変更報告書（株券等保有割合の 1 %以上の減少）（948 件）について提出後 2 週間における市場価格への影響を算出すると、平均約 7.0 %となる。なお、2024 年 1 月から 3 月までに提出された変更報告書（株券等保有割合の 1 %以上の増加）について提出後 2 週間における市場価格への影響についても調査したところ概ね 7.0 %に近似する数値であった（約 7.77 %（2024 年 1 月）、約 6.93 %（2024 年 2 月）、約 7.34 %（2024 年 3 月））。

<sup>22</sup> 持分の変動の幅に応じて負担額が増加する段階的な算定方式の導入を検討すべきとの意見もあった。また、買収等を目的としながら報告を意図的に遅延するような事案に対するより厳しい課徴金の適用を検討することについては課徴金額の算定のみから議論するのではなく買収制度全体の中で議論する必要があるとの意見もあった。

223 (3) 高速取引行為による相場操縦等に係る課徴金の算定方法等の見直し  
224 高速取引行為（有価証券の売買等であって、電子的かつ自動的な投資判断に基づいて行われ、かつ、金融商品取引所等に対する電子的伝達が短縮されるもの）  
225 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、これ  
226 による不正行為については、例えば、偽計の禁止、仮装取引・馴合取引による相  
227 場操縦の禁止、現実取引による相場操縦の禁止といった不公正取引規制の対象  
228 となり得る。

230 これらの（自己の計算による）相場操縦等に係る課徴金は、他の相場操縦等と  
231 同様、以下の⑦及び⑧の合計額（偽計及び仮装取引・馴合取引による相場操縦は  
232 ⑧のみ）により算定される。

233 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

234 ⑧違反行為終了時点のポジションについて、違反行為終了後1か月間の最大値<sup>23</sup>  
235 で反対売買（取引）すると仮定して算出した差益

236 また、このように算定された額の1万円未満の端数は切捨処理となる。

237 現行の（自己の計算による）相場操縦等に係る課徴金の算定方法は違反行為の  
238 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、  
239 高速・高頻度で大量の発注・取消しを伴うことから、違反行為の開始時・終了時  
240 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  
241 れかねないことが指摘されている。

242 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、⑦違反行為、  
243 及び、⑧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  
244 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  
245 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  
246 させることが想定される。

247 そのため、違反行為を個々に特定するのではなく、違反行為が一定期間継続す  
248 るとみなすことが可能であり、高速取引行為を行う者はポジションを当日中で  
249 解消する傾向があることに鑑みて、違反行為に係る銘柄の取引について違反行  
250 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）<sup>24</sup>  
251 ことが考えられる。

252 また、高速取引行為による相場操縦等においては、各違反行為日における銘柄  
253 每の課徴金の算定額が1万円未満になる場合が想定されるが<sup>25</sup>、1万円未満の端  
254 数として切捨処理されて課徴金を課すことができないこととならないよう、端  
255 数の切捨処理の基準値を1円未満に引き下げることが適当である。

256

---

<sup>23</sup> 売りポジションの場合は違反行為終了後1か月間の最安値、買いポジションの場合は違反行為終了後1か月間の最高値。

<sup>24</sup> 仮にポジションが当日中に解消されなかつた場合には、一般的の相場操縦等に係る課徴金と同様に、当該ポジションを違反行為日終了後1か月間の最大値で反対売買（取引）すると仮定して算出した差益を課徴金の額に加算することとする。

<sup>25</sup> 2019年6月～2023年3月までの高速取引行為者の利益を銘柄毎／日毎に集計した結果、1銘柄・1日当たりの利益額は1万円未満が大半（約80%）を占めているというデータが存在する（証券取引等監視委員会市場分析審査課HFT班「HFT業者の収益分析等から見た損益額と、不公正取引が認められた場合に想定しうる課徴金額について」（2024年7月9日）3頁）。

257 2. 他人名義口座の提供を受けるなどして不公正取引を行う事案への対応

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

260 現行法上、不公正取引に係る課徴金の算定方法においては自己名義口座を利用  
261 した場合と他人名義口座を利用した場合を特段区別せず、いずれも不公正取  
262 引によって得られる経済的利得相当額を課徴金の額としている。

263 この点、不公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  
264 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  
265 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  
266 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  
267 くなるため、通常の事案よりも高い抑止力が必要となる。

268 課徴金の水準については、違反行為により得た経済的利得相当額を基準とし  
269 つつも抑止効果との兼ね合いで決定されるべきであり、他人の名義をもって不  
270 公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  
271 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 倍としていること等  
272 も参考にしつつ、課徴金の水準を引き上げることが適当である<sup>26</sup>。

273 (2) 口座の提供等の協力行為を行った者に対する課徴金の創設

274 不公正取引を行う者に対して口座の提供等の協力行為を行った者は、刑事罰  
275 においては不公正取引の幇助犯が成立し得る一方で、現行法上は課徴金の対象  
277 となっていない。

278 この点、不公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  
279 への心理的障壁を低くし、又は違反行為を助長するものであり、不公正取引を抑  
280 止する上では、不公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  
281 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、不公正取引を行う  
282 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  
283 と考えられる。このため、例えば、インサイダー取引規制に関する情報伝達規制  
284 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  
285 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しつつ、こうした協力  
286 行為を行う者に対する課徴金を創設することが適当である。

287 ただし、例えば、口座等の用途を明確には知らされずに従属的な立場で提供す  
288 る場合もあれば、口座等の用途を十分に理解した上で積極的な意図をもって協  
289 力する場合もある等、協力行為の態様は様々であることに留意しつつ課徴金の  
290 対象を検討すべきと考えられる<sup>27</sup>。

291 なお、本課徴金制度については、正犯行為である不公正取引の早期発見につな  
292 がるよう、課徴金減算制度の対象とすることが適当である。

26 行為の悪質性に鑑みて、課徴金は通常の 2 倍の水準にすべきとの意見もあった。

27 なお、証券取引口座の開設時には厳正な本人確認手続が求められているほか、自主規制規則において、証券会社は仮名取引であることを知りながら顧客からの注文を受託することが禁止されている。

294 **3. 課徴金減算制度の見直し**

295 現行法における課徴金減算制度は、継続的・反復的に行われる可能性が高く、  
296 かつ、外部から容易に発見しづらい違反行為について、早期発見されることの公  
297 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、  
298 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  
299 度であり、以下の違反行為が対象となっている。

- 300 ・発行開示書類・継続開示書類の虚偽記載（直近の違反行為のみ対象）
- 301 ・大量保有・変更報告書の不提出（直近の違反行為のみ対象）
- 302 ・虚偽開示書類等の提出等に加担する行為
- 303 ・法人による自己株式の取得に係るインサイダー取引（直近の違反行為のみ対  
304 象）

305 実際の課徴金減算制度の運用においては、調査開始前に違反行為を報告した  
306 違反者が課徴金の額の 50%の減額を受けつつ、自ら申告した違反を否認する事  
307 案が発生しており、当該制度の趣旨が貫徹されるよう、調査開始後においても当  
308 局の調査に協力するインセンティブがあるものとすることが適当と考えられる。

309 この点、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  
310 応じて減算する制度が導入されていることを参考に<sup>28</sup>、金融商品取引法の課徴金  
311 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  
312 入すべきである。

313 その場合、違反行為の抑止の観点からは課徴金の水準が現行よりも引き下が  
314 らないようにするため、①調査開始前に報告した場合の減算率と②調査開始後  
315 に協力した場合の減算率の合計の上限は、現行制度における減算率と同水準と  
316 することが適当である<sup>29</sup>。

317

318 **IV 調査権限等の拡充**

320 **1. 出頭を求める権限の追加**

321 現行法上、不公正取引規制違反等に係る課徴金に関する調査権限や金融商品  
322 取引法の法令違反行為に対する緊急差止命令の申立て<sup>30</sup>等に関する調査権限に  
323 おいては、報告徴取の権限とともに出頭を求める権限が設けられているが、外国  
324 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の権限や開示  
325 検査・証券検査の権限においては、報告徴取の権限は規定されている一方、出頭  
326 を求める権限は設けられていない。

---

<sup>28</sup> 独占禁止法に基づく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た減算率の合意に関する協議への弁護士の関与等が設けられている。

<sup>29</sup> このほか、エンフォースメントの強化とともに、課徴金の調査手続において自己に不利益な供述を強要されないことや弁護士に相談することが妨げられないことを明確化する等、手続保障についても見直すべき点がないかを検討すべきであるとの意見もあった。

<sup>30</sup> 裁判所は、緊急の必要があり、公益及び投資者保護のため必要かつ適当であるときは、当局の申立てにより、法令違反行為（金融商品取引法又は同法に基づく命令に違反する行為）を行い、又は行おうとする者に対し、その行為の禁止・停止を命ずることができる。

327 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  
328 協議・協力及び情報交換に関する多国間覚書（IOSCO MMoU）に署名し、これまで  
329 も IOSCO MMoUに基づく協力等を実施してきた。

330 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  
331 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  
332 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  
333 頭強制の権限を有していることが求められている。金融庁は上述のとおり出頭  
334 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。

335 この点、外国規制当局との法執行協力においては相互主義が原則であるため、  
336 金融庁から外国規制当局に対する協力要請に応じてもらうためには、金融庁が  
337 外国規制当局に対する協力要請に対応できるような権限を整備する必要がある。

338 そこで、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  
339 査の権限に関し出頭を求める権限を追加することが適当である。

340 また、開示検査・証券検査においても、以下のような事案への対応として出頭  
341 を求める権限を追加すること等が考えられる。

- 342 ・関係者への面談要請に対し、面談約束日時の直前にキャンセル等を繰り返し応  
343 じない事案や当局からの連絡に対し不通になる事案
- 344 ・検査対象会社の役員に任意的な出頭を要請したが、拒否されるとともに、捜査  
345 令状のような強制力を持つ文書を求められた事案
- 346 ・代表取締役に面談を要請したが、海外滞在中を理由に長期にわたり面談を断ら  
347 れた事案

## 349 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

350 金融商品取引法における犯則調査権限は1992年証券取引法改正により証券取  
351 引等監視委員会の設置とともに創設されたものであり、この犯則調査権限によ  
352 り、証券取引等監視委員会の職員は、犯則事件を調査するため必要があるときは、  
353 犯則嫌疑者等に対して出頭を求め、質問し、その物件を検査・領置することができ  
354 き、また、裁判官が発する許可状により、臨検・捜索・差押えをすることが可能  
355 となる。

356 証券取引等監視委員会に犯則調査権限を付与した趣旨は、取引の公正の確保  
357 という行政目的の実現や証券取引等監視委員会の職員が事件の解明に必要な専  
358 門的知識・能力を有すること等にある。こうした趣旨を踏まえ、犯則調査の対象  
359 は、市場の機能を損なう行為かどうか、事案の解明に専門的知識・経験を要する  
360 ものかどうか等を考慮して規定されており、現行制度上は不公正取引等の罪に  
361 係る事件が犯則事件とされている。

362 1992年当時は、証券業の無免許営業等（現行は金融商品取引業の無登録業等）  
363 はそれ自体で市場の機能を損なう行為ではなく、また、免許（現行の登録）の有  
364 無という明瞭に判別できるものであって専門的知識・経験を要するものではな  
365 いと考えられたため、犯則事件とされなかった。

366 しかしながら、実態としては、無登録業等において投資者保護上問題のある事  
367 案が認められる状態であったことから順次罰則の強化が行われ、また、民事効規

368 定<sup>31</sup>の創設や、証券取引等監視委員会に対し裁判所による緊急差止命令の申立て  
369 権限<sup>32</sup>を付与する等の制度的対応が行われてきた。今日においては、金融商品取  
370 引業の無登録業等は有価証券の売買等の公正を害する蓋然性があり、それ自体  
371 で市場の機能を損なう行為と考えられる。

372 その上で、複雑化する金融商品取引業の無登録業等の事案の解明には専門的  
373 知識・能力が必要となっており、近年の事案においては、金融商品取引業の無登  
374 録業と複雑化・巧妙化する不公正取引（偽計・相場操縦等）が同時に行われるな  
375 ど、より一層の専門的知識・能力が必要とされている状況になっている。

376 これらの点を踏まえると、金融商品取引業の無登録業等の罪に係る事件を証  
377 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適  
378 当である<sup>33</sup>。

379

### 380 3. 市場監視の態勢整備・啓発活動等の強化

381 不公正取引等の抑止の観点からは、規制を強化するのみならず、その実効性を  
382 確保するために、証券取引等監視委員会や日本取引所自主規制法人において必  
383 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  
384 することが考えられる。

385 それと同時に、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  
386 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（更  
387 には損失が生じ得る）ことにとどまらず、課徴金以外の様々な社会的不利益（刑  
388 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  
389 認識させることも重要である。こうした観点から、実際の違反事例や見直し後の  
390 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  
391 的な取組を行うことが期待される<sup>34</sup>。

392

## 393 V その他の論点

394

### 395 1. 犯則調査手続のデジタル化

396 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  
397 等の一部を改正する法律」により、刑事訴訟手続のデジタル化が行われることと  
398 なった（一部の規定を除き、2027年3月31日までに施行予定）。

399 犯則調査手続は、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  
400 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、以下のような規  
401 定の整備を行うことが適当である。

---

<sup>31</sup> 無登録業者による未公開株式等の販売は暴利行為に該当するものと推定して売買契約を原則として無効とする旨の規定。

<sup>32</sup> 裁判所による緊急差止命令の申立ては2010年以降32件（2025年11月現在）にのぼり、そのうち28件は金融商品取引業の無登録業に関するものである。その中では海外関連の事案も生じており、また、投資額や投資者数が相当規模となる事案も生じている。

<sup>33</sup> その他、金融商品取引業の無登録業等に対する刑事罰を貸金業法と同等の水準（10年以下の拘禁刑若しくは3,000万円以下の罰金又は併科）まで引き上げるべきという意見もあった。

<sup>34</sup> このような取組においては、金融業界等とも連携するとともに、SNSを活用する等の工夫を行うべきとの意見もあった。

- 402 ・質問調書等の犯則調査過程で作成する書類の電子化  
403 ・裁判官が発する許可状の電子化  
404 ・電磁的記録提供命令の規定の整備<sup>35</sup>

405

## 406 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

407 一般に、投資者が有価証券の取引等を行うためには金融商品取引業者を介す  
408 る必要があり、金融商品取引業者の適切な業務運営を確保することが、市場に対  
409 する信頼を維持する上で不可欠である。仮に金融商品取引業者が経営上の問題  
410 等により退出する場合でも、その過程で投資者が不測の損害を被ることのない  
411 よう、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  
412 規制が整備されている。

413 しかしながら、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  
414 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つた事案が  
415 発生している。このような事案では、仮に分別管理されていたとしても、顧客財  
416 産は依然として業者の管理下にあるため、顧客に返還されずに放置され続ける  
417 おそれがあることから、顧客財産の返還に係る執行体制を確保する仕組みを検  
418 討する必要があるとの指摘がある。

419 この点、銀行や保険会社等については、その業務の運営が著しく不適切である  
420 こと等の要件に該当する場合、金融整理管財人や保険管理人による業務及び財  
421 産の管理を命ずる処分をすることができる制度が整備されているのに対し、金  
422 融商品取引業者については、そのような制度が設けられていない。

423 そのため、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  
424 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  
425 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、当該経営陣に代わつ  
426 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  
427 することが適当である。具体的には、以下のような仕組みを整備することが考  
428 られる。

- 429 ・顧客財産の預託等を受ける金融商品取引業者全般を管理人制度の対象とする。
- 430 ・管理人の扱い手としては、例えば、対象となる金融商品取引業者が投資者保護  
431 基金の会員である場合には投資者保護基金、金融商品取引業の実務に精通し  
432 ている金融商品取引業者やその自主規制機関である金融商品取引業協会（認  
433 可金融商品取引業協会、認定金融商品取引業協会）、弁護士・公認会計士など  
434 が考えられる。
- 435 ・管理人について、対象となる金融商品取引業者の業務及び財産の状況等を適切  
436 に把握し、顧客財産の返還に関する業務を適確に遂行するために必要な権限・  
437 義務等の規定を整備する。

438

---

<sup>35</sup> 現行では、電磁的記録を保管する者等に対し、必要な電磁的記録を記録媒体に記録・印刷させ、当該記録媒体（有体物）を差し押さえる「記録命令付差押え」が規定されている。これについて「記録命令付差押え」に代えて、必要な電磁的記録そのものを提供させる新たな強制処分である「電磁的記録提供命令」を新設するもの。

439 VI おわりに

440

441 以上が、2025 年 9 月以降、当ワーキング・グループにおいて行ってきた審議  
442 の内容を整理したものである。今後、関係者において、本報告の内容を踏まえて  
443 必要な対応が進められることが期待される。

444 今後においても、今般の見直し後の不公正取引等の発生状況等について適切  
445 にフォローアップするとともに、当ワーキング・グループにおいて示された意見  
446 も参考しつつ、規制の過不足があることが認められた場合は、不断の見直しを行  
447 っていくべきである。