

金融審議会
市場制度ワーキング・グループ
報告

2025 年 12 月 26 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」 メンバー名簿

2025 年 12 月 26 日現在

座 長	神作 裕之	学習院大学法学部教授
	飯田 秀総	東京大学大学院法学政治学研究科教授
委 員	上田 亮子	京都大学経営管理大学院客員教授
	亀坂安紀子	青山学院大学経営学部教授
	後藤 元	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	齊藤 真紀	京都大学公共政策連携研究部教授
	佐伯 仁志	中央大学法務研究科教授
	坂 勇一郎	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
	鈴木 健嗣	学習院大学経済学部教授
	鈴木 謙輔	弁護士（長島・大野・常松法律事務所）
	武田 洋子	三菱総合研究所常務研究理事
	野村亜紀子	野村資本市場研究所主席研究員
	松岡 直美	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）
	萬澤 陽子	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

I はじめに

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。

「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 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、十分な抑止効果が発揮されるよう検討していく」こととされ、また、証券取引等監視委員会からは「市場監視機能強化に向けた建議」（同月 20 日）が行われた¹。

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・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、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」という。）が設置され、当ワーキング・グループでは、同年 9 月以降 3 回にわたり、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・グループにおける審議の結果をまとめたものである。

II インサイダー取引規制の対象者の範囲拡大等

1. 公開買付者等関係者の範囲拡大

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（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、契約締結者・交渉者）及び公開買付け等の対象企業（発行者）・その役員等が規定されている。

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²。

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。

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、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と考えられる。

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。

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³⁾）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⁴⁾。

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。

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。

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随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⁵⁾。

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⁶⁾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

³⁾ 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。

⁴⁾ 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。

⁵⁾ 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、そうした意図的・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。

⁶⁾ 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

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者に加えていくことが適当と考えられる。

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

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、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「他の会社の意思決定機関を支配している会社」とされている。

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以下の問題が生じている。

- ・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。
- ・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、公開買付者等有価証券報告書等の提出会社でなければ、有価証券報告書等に記載された「親会社」は基本的にないこととなる⁷。この場合、当該公開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。

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」とすることが適当である⁸⁹。

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。

⁷ 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。

⁸ 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当と考えられる。

⁹ 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べきであるとの意見もあった。

Ⅲ 課徴金制度の見直し

1. 課徴金の算定方法の見直し

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の性質を有するものである。

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。

（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

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、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、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）違反行為により得た経済的利得相当額としている。

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、当該事実の公表後 2 週間における最大の価格¹⁰とされ、課徴金の水準が実質的に引き上げられた。

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は多く発生している状況である¹¹。特に公開買付け等の実施に関する事実はその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、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、違反行為の抑止力を高める必要がある。

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 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け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、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がある。

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

¹⁰ 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。

¹¹ 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。

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。

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、迅速な執行を阻害することとなり得る¹²。

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し¹³、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考えられる¹⁴。

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当である¹⁵。

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、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、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等、様々な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、近年の不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型もあり¹⁶、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と

¹² 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。

¹³ 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。

¹⁴ 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と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。

¹⁵ 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。

¹⁶ 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）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。

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直すことが適当と考えられる¹⁷。

（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

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（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。

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擬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である。

- 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（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）の最終の価格（終値）の 1,000 分の 1 と仮定
- 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 1 と仮定

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。このため、

- ・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き違反行為に課徴金の対象を限定した上で、
- ・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める

ことが適当である。

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

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典型的に高い変更、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

¹⁷ 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。

準ずる変更に限定すること¹⁸が適当であり、また、それら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¹⁹については、その対象の明確性を確保しつつ、課徴金の対象から除外することも適当である²⁰。

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検討していくべきである。

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

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。

この点、例えば、

- ・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と
- ・時価総額が低い発行者は企業支配が争われやすく、そうした発行者に係る不提出・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保有・変更報告書を調査対象に含めること
- ・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要する（提出直後に反映しきれない）場合もあり得ること

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、課徴金の水準を引き上げる²¹ことが考えられる²²。

¹⁸ 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。

¹⁹ 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。

²⁰ 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。

²¹ 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））。

²² 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。なお、大量保有報告制度違反に対しては議決権を停止する制度を導入すべきとの意見もあった。

（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

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）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となり得る。

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

㊦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

㊧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²³で反対売買（取引）すると仮定して算出した差益

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。

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、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、㊧違反行為、及び、㊨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）²⁴ことが考えられる。

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毎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²⁵、１万円未満の端数として切捨処理されて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適当である。

²³ 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。

²⁴ 仮にポジションが当日中に解消されなかった場合には、一般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。

²⁵ 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）。

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

(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

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。

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。

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²⁶。

(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

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、刑事罰においては不公正取引の幫助犯が成立し得る一方で、現行法上は課徴金の対象となっていない。

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。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適当である。

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力する場合もあるなど、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対象を検討すべきと考えられる²⁷。

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。

3. 課徴金減算制度の見直し

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、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、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%減額する制度であり、以下の違反行為が対象となっている。

- ・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）
- ・大量保有・変更報告書の不提出（直近の違反行為のみ対象）
- ・虚偽開示書類等の提出等に加担する行為
- ・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象）

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局の調査に協力するインセンティブがあるものとするのが適当と考えられる。

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応じて減算する制度が導入されていることを参考に²⁸、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べきである。

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することが適当である²⁹。

IV 調査権限等の拡充

1. 出頭を求める権限の追加

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取引法の法令違反行為に対する緊急差止命令の申立て³⁰等に関する調査権限においては、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、出頭を求める権限は設けられていない。

²⁸ 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。

²⁹ 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など、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。

³⁰ 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。

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、これまでも IOSCO MMoU に基づく協力等を実施してきた。

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。金融庁は上述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。

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、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。

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。

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を求める権限を追加すること等が考えられる。

- ・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じない事案や当局からの連絡に対し不通になる事案
- ・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、捜査令状のような強制力を持つ文書を求められた事案
- ・代表取締役面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れた事案

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

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、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、また、裁判官が発する許可状により、臨検・搜索・差押えをすることが可能となる。

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・経験を要するものかどうかなど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係る事件が犯則事件とされている。

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）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いと考えられたため、犯則事件とされなかった。

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

定³¹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権限³²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、それ自体で市場の機能を損なう行為と考えられる。

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。

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当である³³。

3. 市場監視の態勢整備・啓発活動等の強化

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考えられる。

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る。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³⁴。

V その他の論点

1. 犯則調査手続のデジタル化

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、刑事訴訟手続のデジタル化が行われることとなった（一部の規定を除き、2027 年 3 月 31 日までに施行予定）。

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、以下のような規定の整備を行うことが適当である。

³¹ 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。

³² 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。

³³ 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。

³⁴ 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 を活用するなどの工夫を行うべきとの意見もあった。

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

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

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る必要がある、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規制が整備されている。

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討する必要があるとの指摘がある。

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。

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えられる。

- ・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。
- ・管理人の担い手としては、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・公認会計士等が考えられる。
- ・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・義務等の規定を整備する。

³⁵ 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。

Ⅵ おわりに

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必要な対応が進められることが期待される。

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も参照しつつ、規制の過不足があることが認められた場合は、不断の見直しを行っていくべきである。