AMT/NEWSLETTER

Banking & Finance

2025年2月4日

金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」報告の概要
― インサイダー取引規制の対象者の範囲拡大等及び課徴金制度の見直し ―

弁護士 渋谷 武宏 / 弁護士 宮本 浩河

Contents

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
1. 公開買付者等関係者の範囲拡大
2. 「親会社」の定義の見直し

Ⅲ. 課徴金制度の見直し
1. 課徴金の算定方法の見直し
2. 不公正取引を行う事案への対応
3. 課徴金減算制度の見直し

Ⅳ. おわりに

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。

このような背景を踏まえ、金融審議会に「市場制度ワーキング・グループ」（以下「市場制度 WG」という。）が設置された。そして、2025年9月18日から計3回の討議を経て、同年12月26日に、市場制度 WG の審議の結果をまとめた市場制度ワーキング・グループ報告（以下「市場制度 WG 報告」という。）[1]が公表された。

市場制度 WG 報告における提言内容は多岐にわたるが、以下のとおり構成されている。

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
1. 公開買付者等関係者の範囲拡大
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
Ⅲ 課徴金制度の見直し

1 https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20251226-2/01.pdf

1. 課徴金の算定方法の見直し
（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
（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
（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
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
（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
3. 課徴金減算制度の見直し
Ⅳ 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
Ⅴ 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
Ⅵ おわりに

本ニュースレターでは、市場制度 WG 報告のうち、実務への影響が大きいと思われる、上記Ⅱ及びⅢについて解説する。

II. インサイダー取引規制の対象者の範囲拡大等

市場制度 WG 報告では、インサイダー取引規制の対象者の範囲拡大等として、公開買付者等関係者の範囲拡大及びインサイダー取引規制における「親会社」の定義の見直しについて提言されている。以下、提言がなされた背景と提言の内容について解説する。

1. 公開買付者等関係者の範囲拡大

背景	提言の内容
■ 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	■ 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（市場制度 WG 報告 2 頁）[3]。 ● 公開買付者等の一定の関係者と同様に、

3 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（金商法 166 条 3 項・167 条 3 項）、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、第二次以降の情報受領者も規制対象とすべきとの意見もあったが、市場制度 WG 報告では、現時点では慎重に考える必要があるとし、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としている（市場制度 WG 報告 2,3 頁）。

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[2]。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。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(市場制度 WG 報告 1,2 頁)。	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)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。 ● 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。

2.「親会社」の定義の見直し

背景	提言の内容
■ 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[4]、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[5]、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[6]。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(市場制度 WG 報告 3 頁)。 ● 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(市場制度 WG 報告 3 頁)[8]。

2 金融商品取引法(以下「金商法」という。)167 条 1 項各号参照。
4 金商法 166 条 1 項 1 号・167 条 1 項 1 号参照。
5 金商法 166 条 5 項、金融商品取引法施行令 29 条の 3 第 1 項参照。
6 企業内容等の開示に関する内閣府令 1 条 26 号、財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則 8 条 3 項参照。
8 かかる提言の内容については、市場制度 WG 報告が公表された 2025 年 12 月 26 日に、金融庁より、「有価証券の取引等の規制に関する内閣府令の一部改正(案)」が公表され、パブリックコメントの手続に付されている(https://www.fsa.go.jp/news/r7/shouken/20251226/20251226.html)。

● 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。	

III. 課徴金制度の見直し

市場制度 WG 報告では、課徴金制度の見直しとして、課徴金の算定方法の見直し、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及び課徴金減算制度の見直しについて提言されている。以下、提言がなされた背景と提言の内容について解説する。

1. 課徴金の算定方法の見直し

課徴金の算定方法の見直しについては、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、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及び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が挙げられている。

背景	提言の内容
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[9]。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	■ 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（市場制度 WG 報告 4,5 頁）。 ■ 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

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（市場制度 WG 報告 3 頁注 7）。

9 金商法 175 条参照。

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[10]。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（市場制度 WG 報告 4 頁）。	づく過去の事例分析により平均的な上昇割合を算出し[11]、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。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（市場制度 WG 報告 5 頁）[12]。
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	
■ 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[13]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（市場制度 WG 報告 6 頁）。	■ 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類型的に高い変更、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準ずる変更に限定すること[14]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[15]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（市場制度 WG 報告 6,7 頁）[16]。 ■ 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

10 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 件であった（市場制度 WG 報告 4 頁注 11）。
11 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（市場制度 WG 報告 4 頁注 13）。
12 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（市場制度 WG 報告 4 頁注 15）。
13 金商法 172 条の 7・172 条の 8 参照。
14 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（市場制度 WG 報告 7 頁注 18）。
15 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（市場制度 WG 報告 7 頁注 19）。
16 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（市場制度 WG 報告 7 頁）。

<table>
<tr><td></td><td>● 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ことが考えられる（市場制度 WG 報告 7 頁）。</td></tr>
<tr><td colspan="2">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</td></tr>
<tr><td>■ 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[17]、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、①違反行為、及び、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（市場制度 WG 報告 8 頁）。</td><td>■ 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）[18]ことが考えられる（市場制度 WG 報告 8 頁）。
■ 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[19]、1 万円未満の端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[20]、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。</td></tr>
</table>

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については、「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、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

---

17 金商法 174 条・174 条の 2 参照。

18 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（市場制度 WG 報告 8 頁注 24）。

19 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 https://www.fsa.go.jp/frtc/report/honbun/2024/20240709_SR_Column_HFT.pdf）。

20 現行法上、課徴金の額が 1 万円未満である場合には、課徴金の納付を命ずることができず（金商法 176 条 1 項）、また、課徴金の額に 1 万円未満の端数があるときは、その端数は切り捨てる（同条 2 項）と規定されている。

の抑止力を高めるこ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直すことが適当と考えられる」（市場制度 WG 報告 5,6 頁）と指摘されている。

2. 不公正取引を行う事案への対応

　不公正取引を行う事案への対応については、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及び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が挙げられている。

背景	提言の内容
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（市場制度 WG 報告 9 頁）。	■ 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（市場制度 WG 報告 9 頁）。
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幇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（市場制度 WG 報告 9 頁）。	■ 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（市場制度 WG 報告 9 頁）。 ■ 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[21]。 ■ 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。

21 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（日本証券業協会「協会員の従業員に関する規則」7 条 9 号）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（市場制度 WG 報告 9 頁）。

3. 課徴金減算制度の見直し

背景	提言の内容
■ 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%減額する制度である[22]。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ことが適当と考えられる（市場制度 WG 報告 10 頁）。	■ 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が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（市場制度 WG 報告 10 頁）。

Ⅳ. おわりに

以上が、市場制度 WG 報告の概要である。法律改正の場合は、通常国会に法案が提出され審議・可決された後、下位法令のパブリックコメントの手続を経て施行されることから、施行日は、金融審議会における報告書が公表されてから 1 年以上先になることが多い。他方で、上述のとおり、「親会社」の定義の見直しについては、既に有価証券の取引等の規制に関する内閣府令の改正案が公表され、パブリックコメントの手続に付されていることから、当該事項については早期に施行される可能性も考えられる。そのため、引き続き今後の動向に注視する必要がある。

以上

22 金商法 185 条の 7 第 14 項参照。

- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。

- 本ニュースレターの執筆者は、以下のとおりです。
弁護士　渋谷 武宏（takehiro.shibuya@amt-law.com）
弁護士　宮本 浩河（kohga.miyamoto@amt-law.com）

- ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、お問い合わせにてお手続き下さいますようお願いいたします。

- ニュースレターのバックナンバーは、こちらにてご覧いただけます。