

ポイント解説・金商法 #30

インサイダー取引規制の対象者の範囲拡大と公開買付け及び大量保有等の課徴金制度の見直し～金融審議会「市場制度ワーキング・グループ報告」より～（後編）

2026 年 1 月 13 日

弁護士 後藤 徹也

弁護士 新岡 美波

本稿では、「インサイダー取引規制の対象者の範囲拡大と公開買付け及び大量保有等の課徴金制度の見直し～金融審議会「市場制度ワーキング・グループ報告」より～（前編）」に引き続き、金融審議会・市場制度ワーキング・グループが 2025 年 12 月 26 日に公表した「市場制度ワーキング・グループ報告」（以下「本報告」といいます。）について解説いたします。改めて、本報告で提言された項目は以下のとおりです。

- ① インサイダー取引規制の対象者の範囲拡大
- ② 課徴金制度の見直し
- ③ 調査権限等の拡充
- ④ その他の論点

後編である本稿においては、②課徴金制度の見直しに関し、本報告の概要とポイントを解説いたします。①インサイダー取引規制の対象者の範囲拡大、③調査権限等の拡充、及び④その他の論点に関しては、前編である「[ポイント解説・金商法#29](#)」において解説しておりますので、ご参照ください。

1. 課徴金制度の見直し

金商法における課徴金制度は、市場における違反行為の抑止・規制の実効性確保の観点による、金銭的な負担を課す行政上の措置にあたります。現行法では、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ます。

直近の課徴金事案のデータによれば、相場操縦等・会社関係者によるインサイダー取引の課徴金額は、平均的に現実の利得額の 1.5 倍～2 倍程度である一方、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にあります。

	現実の利得額を100%とした場合の課徴金の水準（中央値）
①相場操縦等	約202%
②会社関係者によるインサイダー取引	約161%
③公開買付者等関係者によるインサイダー取引	約104%

（注）令和4年7月～令和7年6月の課徴金勧告事案のうち現実の利得額を算出可能な違反行為について調査したもの。

（出典：[金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」（第2回）資料3「事務局説明資料」12頁](#)）

(1) 課徴金の算定方法の見直し

(i) 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

【現行制度】

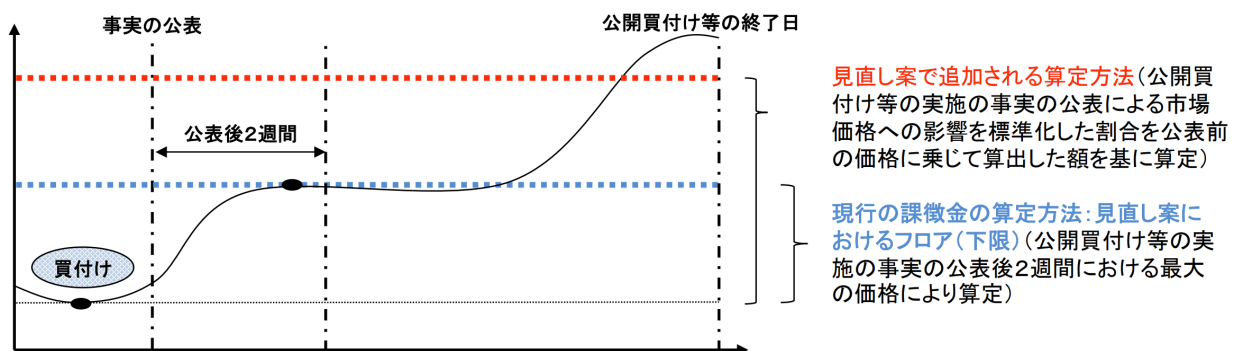
現行制度におけるインサイダー取引規制においては、実際の譲渡益等（現実の利得額）ではなく、①重要事実・公開買付け等事実の公表前に行われた（規制違反の）取引の価格と、②当該事実の公表後2週間における最大の価格¹との差額を、違反行為により得られた経済的利得相当額と擬制して課徴金の額としている。

【問題点】

- ・ 公開買付け等の実施に関する事実の場合、その公表後から市場価格が急騰しやすいため、未公表の当該事実を知った者は取引により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。
- ・ 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、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において多く発生するため、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。

【提言】

- ・ 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、過去の事例分析により平均的な上昇割合²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。
- ・ 現行の課徴金の算定方法による課徴金の額の方が高い場合（当該平均的な上昇割合を上回る上乘せをした公開買付け価格による公開買付けの実施が公表される場合等）、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。



（出典：金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」（第2回）資料3「事務局説明資料」15頁）

¹ 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（本報告注10）。

² 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%であったとのことである（本報告注13）。

(ii) 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

【現行制度】

大量保有報告書等の不提出・虚偽記載に係る課徴金は、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により算定する。

【問題点】

現行の水準は、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。

【提言】

(a) 大量保有報告書等の不提出に係る課徴金の対象の限定

- ・ 株券等の取引に追従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³に限定することが適当であり、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⁴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。
- ・ 具体的な大量保有報告書等の不提出に係る課徴金の対象の限定については、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る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。

(b) 大量保有報告書等の不提出・虚偽記載に係る課徴金の水準の引上げ

- ・ ①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、②企業支配が争われやすい時価総額が低い発行者の株券等の大量保有報告書等を調査対象に含めること、③大量保有報告書等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、大量保有報告書等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⁵ことが考えられる。

なお、企業支配が争われたとされる大量保有報告書に関する課徴金事例については、「[危機管理 INSIGHTS Vol.25：大量保有報告書に関する課徴金制度と事例](#)」を参照ください。

³ 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従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（本報告注18）。

⁴ 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（本報告注19）。

⁵ 2025年1月から3月までに提出された大量保有報告書等について提出後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（本報告注21）。

(iii) 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

【現行制度】

相場操縦等に係る課徴金は、以下の①及び②の合計額（偽計及び仮装取引・馴合取引による相場操縦は②のみ）により算定され、1万円未満の端数は切捨処理となる。

- ① 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
- ② 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⁶で反対売買（取引）すると仮定して算出した差益

【問題点】

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、課徴金算定の前提である違反行為の開始時・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。

【提言】

- ・ 高速取引行為は、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り、それによる相場操縦等においては、違反者が、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。
- ・ 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）⁷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、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。

(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

(i) 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

【現行制度】

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していない。

【問題点】

⁶ 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（本報告注23）。

⁷ 仮にポジションが当日中で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（本報告注24）。

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ため、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。

【提言】

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。

(ii) 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

【現行制度】

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。

【問題点】

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る。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。

【提言】

- ・ 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、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。
- ・ 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である。
- ・ 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。

(3) 課徴金減算制度の見直し

【現行制度】

課徴金減算制度は、以下の違反行為を対象とし、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。

- ・ 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）

【問題点】

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である。

【提言】

- ・ 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⁸、金商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。
- ・ 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。

2. 今後の課題

課徴金の水準については、課徴金における経済的利得相当額基準自体の見直しについても議論となりましたが⁹、最終的には、上記 1. のとおり、近年の不公正取引に係る課徴金勧告事案において、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するとされております。

前編にも記載のとおり、今回の本報告の提言を受けた金融商品取引法の改正案が国会に提出される見込みであり、その成立・施行時期・政府令案など、今後の改正の動向には引き続き注視する必要があります。

本ニュースレターは、法務等に関するアドバイスの提供を目的とするものではありません。
具体的な案件に関するご相談は、弁護士等の専門家へ必ずご相談いただきますよう、お願いいたします。
また、本ニュースレターの見解は執筆者個人の見解であり、当事務所の見解ではありません。

⁸ 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（本報告注 28）。

⁹ 本報告によれば、①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、一方で、②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など、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。