

## 参議院常任委員会調査室・特別調査室

<b>論題</b>	金融商品取引法における課徴金制度 －公正・透明な市場の確立に向けて－
<b>著者 / 所属</b>	皆川 純子 / 財政金融委員会調査室
<b>雑誌名 / ISSN</b>	立法と調査 / 0915-1338
<b>編集・発行</b>	参議院事務局企画調整室
<b>通号</b>	480 号
<b>刊行日</b>	2025-12-2
<b>頁</b>	71-86
<b>URL</b>	<a href="https://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/ripou_chousa/backnumber/20251202.html">https://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/ripou_chousa/backnumber/20251202.html</a>

※ 本文中の意見にわたる部分は、執筆者個人の見解です。

※ 本稿を転載する場合には、事前に参議院事務局企画調整室までご連絡ください（TEL 03-3581-3111（内線 75020）／03-5521-7686（直通））。

# 金融商品取引法における課徴金制度

## — 公正・透明な市場の確立に向けて —

皆川 純子

(財政金融委員会調査室)

- 
1. はじめに
  2. 金商法における課徴金制度の概要
  3. 課徴金制度の沿革
  4. 課徴金制度の見直しに向けた動き
  5. 課徴金制度をめぐる論点
  6. おわりに

### 1. はじめに<sup>1</sup>

政府は、家計の資金を投資につなげ、企業価値向上の恩恵を家計に還元するため、資産運用立国の推進に向けた取組を進めてきた。令和6年度の上場会社の個人株主(延べ人数)は8,359万人と過去最高となり<sup>2</sup>、令和6年に新たなNISA制度（少額投資非課税制度）が開始されたことを受け、若い世代の個人株主が増加したとの指摘もある<sup>3</sup>。投資家の裾野が広がる中、幅広い投資家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課題となっている。

こうした中、近年、公開買付け（TOB）の増加に伴い、公開買付者等関係者に係るインサイダー取引規制の違反事例が多く発生していることなどを踏まえ、市場監視機能の強化が求められている。令和7年9月以降、金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」では、市場の公正性・透明性に対する投資家の信頼を確保するため、不正行為に対する抑止に向けて、不公正取引規制の強化等について検討が進められている。検討事項には、金融商品取引法（昭和23年法律第25号。以下「金商法」という。）における課徴金制度の見直しが含まれている。課徴金制度（金商法第6章の2）は、市場における違反行為を抑止し、

---

<sup>1</sup> 本稿は、令和7年11月4日時点の情報を基に執筆及びインターネット情報の確認を行っている。

<sup>2</sup> 東京証券取引所ほか「2024年度株式分布状況調査の調査結果について」（令7.7.4）1頁

<sup>3</sup> 『日本経済新聞』（令7.7.5）

規制の実効性を確保するため、行政上の措置として違反者に対して金銭的負担を課すものであり、平成17年4月に導入された。累次の制度改正を経て、課徴金の対象行為の拡大、水準の引上げが行われてきたものの、平成25年金商法改正<sup>4</sup>を最後に、対象行為や水準についての改正はなく10年以上が経過している。

本稿では、金商法における課徴金制度について、その概要、沿革を概観し、見直しに向けた動きを踏まえた上で、同制度をめぐる論点について整理することとしたい。

## 2. 金商法における課徴金制度の概要

### (1) 課徴金制度とは

金商法は、市場の公正性・健全性に対する投資者の信頼を確保するため、相場を人為的に変動させることで利益を得ようとする「相場操縦」や、会社関係者・公開買付者等関係者が重要事実・公開買付け等事実（以下「重要事実等」という。）の公表前に株券等の売買などを行う「インサイダー取引」等の不公正取引に対する規制を設けている（不公正取引規制）。また、投資者が投資判断を行うために必要な情報を適切に提供し、投資者保護を図るため、発行開示制度<sup>5</sup>、継続開示制度<sup>6</sup>を設けているほか、公開買付けや株券等の大量保有の状況に関する開示制度を設けている（開示規制）。

こうした規制の実効性を確保するための手段には、刑事罰（懲役、罰金等）があるが、刑事罰には謙抑性・補充性の原則<sup>7</sup>があるため、抑制的に運用される傾向にある。そこで、規制の実効性を確保する手段を多様化する観点から、行政上の措置として違反者に対して金銭的負担を課す課徴金制度がある（制度導入に至る経緯の詳細については、3. (1) 参照）。他法令に基づく課徴金制度としては、例えば、独占禁止法<sup>8</sup>における課徴金制度（昭和52年12月導入）があり、金商法における課徴金制度は、独占禁止法における制度を参考にしたものとされている<sup>9</sup>。また、金融庁が所管するものとしては、公認会計士法（昭和23年法律第103号）における課徴金制度<sup>10</sup>（平成20年4月導入）もある。

### (2) 課徴金の対象行為及び水準

金商法における課徴金の対象行為は、図表1のとおりである。

<sup>4</sup> 金融商品取引法等の一部を改正する法律（平成25年法律第45号）

<sup>5</sup> 有価証券の発行者等が有価証券の募集等を行う場合における情報開示制度（金商法第4条等）。例えば、有価証券の発行総額等が1億円以上で、50名以上に勧誘を行う場合、発行者には有価証券届出書の提出が義務付けられている。

<sup>6</sup> 有価証券の流通市場における有価証券の発行者等による情報開示制度（金商法第24条等）。例えば、上場会社等には事業年度ごとに有価証券報告書の提出が義務付けられている。

<sup>7</sup> 注25参照

<sup>8</sup> 私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律（昭和22年法律第54号）。独占禁止法における課徴金制度は、カルテル・入札談合等の違反行為防止という行政目的を達成するため、違反事業者等に対して金銭的不利益を課すものである。昭和52年6月の同法改正により同年12月に導入され、累次の改正を経て、対象行為の拡大や算定率の引上げ等が行われてきた。

<sup>9</sup> 川口恭弘「課徴金制度の見直し」『ジャーリスト』No.1390（平21.12）53頁

<sup>10</sup> 公認会計士法における課徴金制度は、公認会計士又は監査法人が故意に虚偽証明を行った場合や、相当の注意を怠ったことにより重大な虚偽証明を行った場合に、課徴金を納付させる制度であり、平成19年6月の同法改正により平成20年4月に導入された。

図表1 金商法における課徴金制度の対象行為及び課徴金の算定方法

【不公正取引規制】

違反行為	課徴金	【参考】刑事罰
風説の流布・偽計	違反行為終了時点のポジション(注1)の評価額 (違反行為終了後1か月間の最大値で反対取引すると仮定して算出した差益)	10年以下の拘禁刑若しくは1,000万円以下の罰金又は併科(両罰規定(注2)(7億円以下)あり) (必要的没収・追徴あり) ※財産上の利益を得る目的がある等の要件を満たす場合は10年以下の拘禁刑及び3,000万円以下の罰金に加重
相場操縦	例)①仮装・馴合売買の場合 違反行為終了時点のポジションの評価額 ②現実取引の場合 以下の合計額 ・違反行為中に確定した利益 ・違反行為終了時点のポジションの評価額	
インサイダー取引	重要事実等の公表前と公表後の価格の差額 (「重要事実等公表後2週間の最高値×買付等数量」－「重要事実等公表前に買付け等した株券等の価格×買付等数量」)	5年以下の拘禁刑若しくは500万円以下の罰金又は併科(両罰規定(5億円以下)あり) (必要的没収・追徴あり)
情報伝達・取引推奨	情報受領者等の利得相当額の半額	5年以下の拘禁刑若しくは500万円以下の罰金又は併科(両罰規定(5億円以下)あり)

【開示規制】

違反行為	課徴金	【参考】刑事罰
発行開示書類の不提出	募集等の総額の2.25%(株券等の場合は4.5%)	
発行開示書類の虚偽記載		・不提出・不実施:5年以下の拘禁刑若しくは500万円以下の罰金又は併科(両罰規定(5億円以下)あり)(有価証券届出書・有価証券報告書の不提出、公開買付開始公告の不実施の場合)
継続開示書類の不提出	有価証券報告書の場合、直前事業年度の監査報酬相当額(該当するものがない場合は400万円)(半期報告書の場合はその2分の1)	・虚偽記載・虚偽表示:10年以下の拘禁刑若しくは1,000万円以下の罰金又は併科(両罰規定(7億円以下)あり)(有価証券届出書・有価証券報告書の虚偽記載、公開買付開始公告の虚偽表示の場合)
継続開示書類の虚偽記載	有価証券報告書の場合、発行する株券等の市場価額の総額等の10万分の6又は600万円のいいずれか高い額(半期報告書、臨時報告書等の場合はその2分の1)	
公開買付開始公告の不実施・虚偽表示等	株券等の買付け等の価額等の25%	
大量保有報告書・変更報告書の不提出・虚偽記載	発行者の時価総額の10万分の1	5年以下の拘禁刑若しくは500万円以下の罰金又は併科(両罰規定(5億円以下)あり)
虚偽開示書類等の提出等を容易にすべき行為等	手数料、報酬その他の対価の額	開示書類等の虚偽記載の共同正犯、教唆犯又は帮助犯として処罰の可能性

(注1)ポジション:有価証券の持ち高のことであり、買い持ち高が多いことを買いポジション、売り持ち高が多いことを売りポジションという。

(注2)両罰規定:法人の従業者等が違反行為をした場合に、その行為者を罰するほか、その法人に対しても罰金刑を科す規定。

(注3)不公正取引(情報伝達・取引推奨を除く)の課徴金は、他人の計算で違反行為をした場合には運用報酬の3か月分等、情報伝達・取引推奨の課徴金は、金融商品取引業に関する業務(仲介関連業務・募集等業務)に関し違反行為をした場合には報酬の3か月分等。

(出所)「金融審議会市場制度ワーキング・グループ」(令7.9.18)事務局説明資料4頁等に基づき筆者作成

また、課徴金の水準については、基本的に違反行為によって違反者が得る経済的利得相当額を基準として、違反行為の類型ごとに算定方法が法律に定められている(図表1)。経済的利得相当額が基準とされた理由については、憲法第39条後段で定める二重処罰の禁止(「同一の犯罪について、重ねて刑事上の責任を問われない」)に配慮したためと考えられている。なお、金商法における課徴金の法的性格は、刑事罰と異なり、道徳的な非難の趣旨を含まないものとされている<sup>11</sup>。

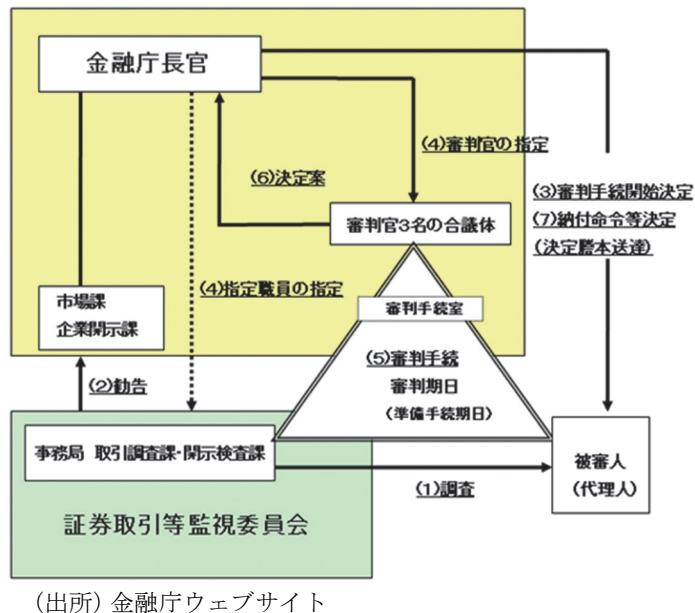
<sup>11</sup> 山下友信・神田秀樹編『金融商品取引法概説(第2版)』(有斐閣、平成29年)484~486頁。なお、法人税法における追徴税と罰金の併科を合憲とした判決(最大判昭33.4.30民集12巻6号938頁)や、独占禁止法における課徴金と罰金の併科を合憲とした判決(最判平10.10.13判時1662号83頁)がある。

### (3) 課徴金納付命令までの手続（図表2）

金商法における課徴金制度では、課徴金納付命令という行政処分の事前手続として、審判手続が定められている。この手続は、制度の運用に慎重を期する観点から、処分前に慎重な手続を経るために定められたものである<sup>12</sup>。

課徴金納付命令までの手続では、まず、証券取引等監視委員会<sup>13</sup>が調査を行い、課徴金の対象となる法令違反行為があると認める場合には、内閣総理大臣及び金融庁長官に対し勧告を行う。これを受け、内閣総理大臣から委任を受けた金融庁長官は審判手続開始決定を行う。審判手続は、原則として、審判官<sup>14</sup>3名から成る合議体が行う。審判手続開始決定書の送付を受けて、被審人（課徴金の対象者）が違反事実及び課徴金額を認める旨の答弁書を提出した場合には、審判期日を開くことを要しない。それ以外の場合は、審判期日を経た上で、審判官が課徴金納付命令等の決定案を作成し、金融庁長官に提出する。金融庁長官は当該決定案に基づき、課徴金納付命令等を決定する<sup>15</sup>。

図表2 課徴金納付命令までの流れ



### (4) 課徴金の額の調整（加算・減算制度等）

課徴金の加算・減算制度は、平成20年金商法改正<sup>16</sup>により導入された<sup>17</sup>。加算制度では、違反行為を繰り返す者に対する抑止効果を強めるため、過去5年内に課徴金の対象となった者が、再度違反した場合、課徴金の額を1.5倍とする。また、減算制度では、企業による自主的なコンプライアンス体制の構築の促進及び再発防止の観点から、課徴金の対象

<sup>12</sup> 三井秀範編著『課徴金制度と民事賠償責任一辺解 証券取引法』（金融財政事情研究会、平成17年）104頁

<sup>13</sup> 証券取引等監視委員会は、委員長及び委員2名（いずれも国会同意人事）で構成される合議制の機関として金融庁に設置されており、委員長及び委員は独立してその職権を行うこととされている。同委員会は、平成3年の証券不祥事（大口法人投資家等に対する証券会社による損失補てん問題等）を契機に平成4年に発足した。不公正取引に対する調査や上場会社等の開示規制違反に対する検査等を行い、その結果を踏まえ、金融庁長官等に対して行政処分・課徴金納付命令の勧告や必要な施策に関する建議を行う（同委員会自らに行政処分権限や規則制定権はない）。また、特に重大・悪質な事案については、検察官への告発を行う。

<sup>14</sup> 審判官は、裁判に類似した手続である行政審判を主宰し、その結果を踏まえて課徴金納付命令等の決定案を作成する業務を行う者であり、金融庁長官が指定する。

<sup>15</sup> 課徴金納付命令に関する勧告件数及び課徴金額は、平成17年度から令和6年度までの合計で、不公正取引について497件、約77.7億円、開示規制違反等について161件、約244.1億円である（証券取引等監視委員会『令和6（2024）年度証券取引等監視委員会の活動状況』（令7.6）172～173頁）。

<sup>16</sup> 金融商品取引法等の一部を改正する法律（平成20年法律第65号）

<sup>17</sup> 独占禁止法における課徴金制度では、平成17年の同法改正により、算定率の加減算（違反行為の繰り返しによる加算、違反行為の早期離脱による減算）及び課徴金減免制度が導入されていた。

行為のうち、①法人による自己株式の取得に係るインサイダー取引、②発行開示書類・継続開示書類の虚偽記載、③大量保有報告書・変更報告書（以下「大量保有報告書等」という。）の不提出、④虚偽開示書類等の提出に加担する行為について、違反者が当局の調査開始前に証券取引等監視委員会に対し報告を行った場合、課徴金の額を半額とする<sup>18</sup>。

また、不公正取引のうちインサイダー取引等については、課徴金額を算定するに当たって、同一の事案で確定した刑事裁判により必要的没収・追徴<sup>19</sup>が行われた場合には、当該没収・追徴の額を課徴金の額から控除することとなっている。

### 3. 課徴金制度の沿革

#### （1）制度の創設（平成16年証券取引法改正<sup>20</sup>）

我が国の金融システムは、企業等が銀行等を介して資金を調達する間接金融を中心に発展し、家計資産の過半を現預金が占める状況が続いていた。しかし、間接金融に偏る状況では、銀行等にリスクが集中し、増大するリスクを支えきれないおそれがあること<sup>21</sup>などから、我が国経済の発展のために、証券市場における直接金融の機能を高めることが課題とされてきた。

このような中、金融庁が平成13年8月に公表した「証券市場の構造改革プログラム」<sup>22</sup>や、平成14年8月に公表した「証券市場の改革促進プログラム」により、証券市場を幅広い投資家の参加する真に厚みのあるものとし、市場機能を中心とした金融システムの中心を担うものとするため、証券市場の改革が推進された。証券市場の活性化に向けては、市場の公正性・透明性が確保されることが重要であるところ<sup>23</sup>、当該改革の中で関連する取組（証券取引等監視委員会の体制・機能強化等）も進められた。

また、平成14年12月に総合規制改革会議が取りまとめた「規制改革の推進に関する第2次答申」では、証券取引分野における市場監視機能を強化するための施策の一つとして、

<sup>18</sup> 減算制度の導入の趣旨については、継続的・反復的に行われる可能性が高い違反行為については、早期発見がなされることの公益性が強く、早期発見のインセンティブを与えることが必要と考えられたことにあるとされている（池田唯一ほか『逐条解説 2008年金融商品取引法改正』（商事法務、平成20年）402頁）。

<sup>19</sup> 不公正取引のうちインサイダー取引等について、刑事手続で有罪とされた場合には、当該犯罪行為により得た財産は没収され、没収することができないときは、その価額を犯人から追徴する（金商法第198条の2）。

<sup>20</sup> 証券取引法等の一部を改正する法律（平成16年法律第97号）

<sup>21</sup> 金融審議会答申「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」（平14.9.30）では、産業金融モデル（貸出先企業との長期的なリレーションシップを前提とした銀行中心の預金・貸出による資金仲介）が主流である我が国金融システムにおいては、預金取扱金融機関にリスクが集中し、増大するリスクを支えきれなくなってきたとしている（同答申3頁）。

<sup>22</sup> 平成13年6月26日に閣議決定された「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」（いわゆる「骨太の方針」）で、証券市場の構造改革について「貯蓄優遇から投資優遇への金融のあり方の切り替え」などを踏まえ検討を行うとされたことを受け、金融庁は同年8月に同プログラムを取りまとめた。

<sup>23</sup> 平成13年7月に証券取引等監視委員会委員長に就任した高橋武生氏（元福岡高等検察庁検事長）は、委員長談話<[https://www.fsa.go.jp/sesc/gaiyou/g20010723\\_1a.html](https://www.fsa.go.jp/sesc/gaiyou/g20010723_1a.html)>において、我が国証券市場に「3つの不信」があるとした。具体的には、①市場仲介者に対する不信（証券会社やその役職員に対して、手数料稼ぎに利用されたり、複雑な商品を売り付けられて損をさせられたりするのではないかなどといった不信感）、②市場参加者に対する不信（我が国証券市場が、市場のプロ（いわゆる仕手筋等）に操られていて、自分が投資をしても損をするだけではないかなどといった不信感）、③監視当局への不信（監視当局の体制・ノウハウが不十分であり、不公正な取引が見逃されているのではないかなどといった不信感）を挙げた（証券取引等監視委員会「新体制の活動方針－ポイント－」<[https://www.fsa.go.jp/sesc/gaiyou/g20010723\\_1b.pdf](https://www.fsa.go.jp/sesc/gaiyou/g20010723_1b.pdf)>）。

民事・行政的な制裁的負担を賦課する制度の導入について検討すべき旨の提言がなされた。平成15年3月には同趣旨の内容が含まれた「規制改革推進3か年計画」が閣議決定された。

当時の証券取引法<sup>24</sup>では、不公正取引規制等について、刑事罰を中心として実効性を確保することとされていた。しかし、刑事罰は重大な結果を伴うことから、人権保障等の観点から、刑事罰を用いなくとも他の手段で法目的を達成することができる場合はその発動を控えるべきとの考え方があり<sup>25</sup>、刑事罰を科すに至らない程度の違反行為に対する規制の在り方が課題となっていた<sup>26</sup>。平成15年12月に金融審議会金融分科会第一部会が取りまとめた報告では、証券取引法における課徴金制度の導入が提言された<sup>27</sup>。これを受け、平成16年6月に、証券取引法が改正され、平成17年4月に課徴金制度が導入された。

導入時の課徴金制度において、対象行為は、①インサイダー取引、②相場操縦（現実取引<sup>28</sup>のみ）、③風説の流布・偽計、④発行開示書類の虚偽記載であった。いずれも証券市場の公正性と投資家による信頼を直接的に害するという意味で、証券取引法違反の中でも特に悪質であり、その抑止の必要性が特別に高いものとして対象となったとされる<sup>29</sup>。課徴金の水準は、新たな制度の導入であることから、違反行為抑止にとって必要最小限の水準として、経済的利得相当額を基準とし<sup>30</sup>、算出方法を違反行為の類型ごとに法定することとした。例えば、インサイダー取引については、重要事実等の公表前に行われた取引価格と、公表翌日の終値との差額とされた。また、発行開示書類への虚偽記載については、募集等の総額の1%（株券等の場合は2%）とされた。

## （2）平成17年<sup>31</sup>・平成18年証券取引法改正

証券取引法における課徴金制度の導入時には、同制度の対象に、有価証券報告書等の継続開示書類の虚偽記載は含まれなかつた。しかし、その後、継続開示に関する不適正な事例が相次いた<sup>32</sup>。これを受け、平成16年12月に金融審議会金融分科会第一部会が取りまとめ

<sup>24</sup> 昭和23年に制定され、平成18年証券取引法改正（証券取引法等の一部を改正する法律（平成18年法律第65号））により、投資者保護のための横断的な投資サービス法制として改組され、金商法となった。

<sup>25</sup> 第159回国会参議院財政金融委員会会議録第13号10頁（平16.5.27）。このような考え方を「謙抑性・補充性の原則」という。

<sup>26</sup> 証券会社等に対する業務停止などの行政処分については、違反行為に無関係な顧客の利便性を損なう面があり、行政処分に値する違反行為に限定すべきであるが、行政処分しかツールがないため、違反行為の実情に見合った抑止力として不十分と感じさせるケースも見られるとされていた（金融審議会金融分科会第一部会報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」（平15.12.24）14頁）。

<sup>27</sup> 同報告では、「違反行為に対する金銭的負担として、罰金額を大幅に引き上げるという考え方もあるが、他の刑事罰との均衡を考慮する必要性や、刑事罰そのものの謙抑主義的運用にかんがみれば、証券取引法の不公正取引規制違反、ディスクロージャー規制違反、証券会社などの行為規制違反を対象とした新たな課徴金制度を設けるべきである」とされた（金融審議会金融分科会第一部会報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」（平15.12.24）15～16頁）。

<sup>28</sup> 他人を有価証券の売買等に誘引する目的をもって、売買等が繁盛であると誤解させ、あるいは、相場を人為的に変動させるような一連の売買等（金商法第159条第2項第1号）。相場操縦は、①仮装・馴合売買（同法第159条第1項、注43参照）、②現実取引、③違法な安定操作取引（同法第159条第3項、注44参照）に大別される。

<sup>29</sup> 三井秀範編著『課徴金制度と民事賠償責任－一条解 証券取引法』（金融財政事情研究会、平成17年）15頁

<sup>30</sup> 第159回国会参議院財政金融委員会会議録第13号10～11頁（平16.5.27）

<sup>31</sup> 平成17年証券取引法改正は、証券取引法の一部を改正する法律（平成17年法律第76号）を指す。

<sup>32</sup> 例えば、平成16年10月には、有価証券報告書において、上場廃止基準に抵触するような虚偽記載が長期間に

た報告<sup>33</sup>では、継続開示義務違反を課徴金制度の対象とすべき旨が提言されたが、平成17年3月に国会に提出された証券取引法の一部を改正する法律案（第162回国会閣法第71号）には、当該提言に係る内容は盛り込まれなかつた<sup>34</sup>。同法案は、衆議院修正により、課徴金制度の対象に継続開示書類の虚偽記載が追加され<sup>35</sup>、同年6月に成立した（当該改正事項は同年12月施行）。

継続開示書類の虚偽記載に対する課徴金の考え方は、経済的利得をその水準設定の際の考慮要素の一つとして勘案しながら、基本的に違反行為の抑止のために必要かつ合理的と思われる額とされ、経済的利得の額そのものを課徴金の額とするものではないとされた<sup>36</sup>。課徴金の額は、有価証券報告書の場合、株券等の市場価額の総額等の10万分の3又は300万円のいずれか高い額とされた。

平成18年証券取引法改正では、平成17年11月の証券取引等監視委員会による建議<sup>37</sup>を受けて、課徴金制度の対象に、相場操縦行為の一つである「見せ玉（みせぎょく）」行為が追加された（当該改正事項は同年7月施行）<sup>38</sup>。見せ玉とは、売買が盛んなように見せかけるため、架空の注文を出し、約定が成立しそうになると取り消す行為である。

### （3）平成20年金商法改正

「経済財政改革の基本方針2007」（平成19年6月19日閣議決定）では、人口減少下でも持続できる新しい成長の実現を目指し、グローバル化改革の一環として、金融・資本市場の競争力強化のための総合的な改革プランを策定する方針が示された。重点的に取り組む施策には、課徴金制度の見直し等、準司法機能の強化による市場監視体制の整備も含まれた。

---

わたり行われていたことが明らかになった事例（西武鉄道事件）があった。本件について、関連するインサイダー取引事案と合わせて、平成17年3月に証券取引等監視委員会は犯則事件として告発を行い、同年10月の東京地方裁判所における判決によって刑事罰が確定した（証券取引等監視委員会『証券取引等監視委員会の活動状況』（平17.8）19～20頁、同（平18.8）197～198頁）。

<sup>33</sup> 金融審議会金融分科会第一部会報告「ディスクロージャー制度の信頼性確保に向けて」（平16.12.24）

<sup>34</sup> この理由について、伊藤金融担当大臣は、現行の証券取引法の体系の下で継続開示義務違反に対する課徴金制度を導入するには、同制度の導入の基礎となる、違反行為により得られた経済的利得の内容及び算定方法、課徴金と刑罰規定との関係など、引き続き慎重に検討をすべき課題が少なくないためである旨答弁している（第162回国会衆議院財務金融委員会議録第20号9頁（平17.4.20））。

<sup>35</sup> 衆議院修正では、改正法附則に課徴金制度に係る検討規定（「政府は、おおむね二年を目途として、この法律による改正後の課徴金に係る制度の実施状況、社会経済情勢の変化等を勘案し、課徴金の額の算定方法、その水準及び違反行為の監視のための方策を含め、課徴金に係る制度の在り方等について検討を加え、その結果に基づいて所要の措置を講ずるものとする。」）も追加された。

<sup>36</sup> 第162回国会参議院財政金融委員会会議録第15号16頁（平17.6.16）。なお、継続開示書類の虚偽記載に対する課徴金については、刑事罰との調整規定（同一の事案で罰金が科された場合、当該罰金の額を課徴金の額から控除する）が置かれた。その理由は、継続開示義務違反に対する課徴金は、違反行為の抑止という意味で刑事罰と同等の効果があるためであるとされた（同会議録17頁）。

<sup>37</sup> 建議とは、金融庁設置法（平成10年法律第130号）第21条に基づき、証券取引等監視委員会が、検査・調査等の結果把握した事項を総合分析した上で、法規制や自主規制ルールの在り方等について同委員会としての見解を明らかにし、これを行政や自主規制機関が行う諸施策に反映させようとするものである（証券取引等監視委員会事務局『令和6年度金融商品取引法における課徴金事例集～不公正取引編～』（令7.6）18頁）。平成4年度以降、合計で30件の建議が行われている（令和7年9月末現在）。

<sup>38</sup> 平成18年証券取引法改正に係る審議では、衆参両院の委員会の附帯決議に、課徴金制度について、機動的な執行に努めるとともに、現行制度の実施状況等を踏まえ、課徴金の水準の引上げも含め、制度全般の在り方について、今後、実効的な抑止効果をもたらすよう検討を進めることができた（第164回国会衆議院財務金融委員会議録第17号20頁（平18.5.12）、第164回国会参議院財政金融委員会会議録第20号34頁（平18.6.6））。

このような中、平成19年12月に金融審議会金融分科会第一部会が取りまとめた報告では、課徴金制度について、同制度導入後、2年余の期間において一定の実績が見られるとして、違反抑止の実効性を一層確保する観点から、課徴金の金額水準、対象範囲等について、所要の見直しを行うことが適当であるとされた<sup>39</sup>。また、金融庁は同月、「金融・資本市場競争力強化プラン」を公表し、同プランの4本柱の一つである「信頼と活力のある市場の構築」には、市場の公正性・透明性を確保する施策の一つとして、課徴金制度の見直しが盛り込まれた。これらを受け、平成20年6月に金商法が改正された。

同改正では、課徴金制度について、経済的利得相当額を基準とする考え方を維持しつつ、同制度の定着の状況や同制度に対する関係者の評価等を踏まえ、違反行為の抑止の実効性を一層確保する観点から、課徴金の水準を実質的に引き上げる方向での算定方法の見直し、課徴金の対象となる違反行為の拡大、加算・減算制度の導入（2.（4）参照）等の措置が講じられた<sup>40</sup>。具体的な内容は以下のとおりである（当該改正事項は平成20年12月施行）。

#### ア 課徴金の水準の引上げ

①インサイダー取引、②相場操縦（現実取引のみ）、③風説の流布・偽計、④発行開示書類・継続開示書類の虚偽記載について、課徴金の水準が引き上げられた。このうち、インサイダー取引については、改正前の制度において、重要事実等の公表前に行われた取引価格と、公表翌日の終値との差額を課徴金額としていた。しかし、実際に課徴金納付命令の対象となった事案では、重要事実等の公表による株価の影響が公表日の翌日より後に現れないと見られるものもあることなどから、インサイダー取引により違反者が実際に得た利得に対し、課徴金の額が少ない事例が見られた<sup>41</sup>。こうした事例等を踏まえ、課徴金額について、重要事実等の公表前に行われた取引価格と、公表後2週間における最大の価格との差額とすることとした。これを過去のインサイダー取引事案に当てはめると、課徴金額は2倍程度となるとされた。

また、発行開示書類、継続開示書類の虚偽記載については、算定の基礎となるデータをより実態に近似したものに改めることによって、課徴金額の引上げを行った<sup>42</sup>。課徴金額は、発行開示書類の虚偽記載については、募集等の総額の2.25%（株券等の場合は4.5%）、継続開示書類の虚偽記載については、有価証券報告書の場合、株券等の市場価額の総額等の10万分の6又は600万円のいずれか高い額とされた。

#### イ 課徴金の対象行為の拡大

課徴金の対象行為に、相場操縦のうち、仮装・馴合売買<sup>43</sup>、違法な安定操作取引<sup>44</sup>が追

<sup>39</sup> 金融審議会金融分科会第一部会報告「我が国金融・資本市場の競争力強化に向けて」（平19.12.18）16頁。なお、課徴金制度の見直しについては、同部会の下に設置された法制ワーキング・グループが具体的な検討を行い、同ワーキング・グループ報告「課徴金制度のあり方について」（平19.12.18）を取りまとめた。

<sup>40</sup> 池田唯一ほか、『逐条解説 2008年金融商品取引法改正』（商事法務、平成20年）100頁

<sup>41</sup> 池田唯一ほか、『逐条解説 2008年金融商品取引法改正』（商事法務、平成20年）101頁

<sup>42</sup> 第169回国会衆議院財務委員会議録第19号4頁（平20.5.13）

<sup>43</sup> 仮装売買は、同一人が売り注文と買い注文の双方を同時期に発注するなどして、実質的な権利の移転を伴わない有価証券の売買であり、馴合売買は、複数の者が通謀の上で行う同様の行為である（日本証券経済研究所編『図説 日本の証券市場 2024年版』（令6.3）292頁）。

<sup>44</sup> 安定操作は、相場をくぎ付けし、固定し、又は相場を安定させることを目的に有価証券の売買を行うことである。有価証券の募集等をする場合には、大量の有価証券が市場に放出されることにより価格が下落し、募

加された。また、発行開示書類・継続開示書類の不提出が追加された。さらに、企業の合併・買収等に係る事案の増大やその態様の多様化が進展する中、公開買付届出書や大量保有報告書等の開示書類が適正に提出されることの重要性が一層高まっていることから<sup>45</sup>、公開買付届出書・大量保有報告書等の虚偽記載・不提出が追加された。

その他、除斥期間（違反行為が行われた日から審判手続開始決定ができるまでの期間）を3年から5年に延長する改正が行われた。

#### （4）平成24年・平成25年金商法改正

平成24年金商法改正<sup>46</sup>では、課徴金の対象行為の追加等が行われた（当該改正事項は平成25年9月施行）。上場会社等の開示書類における虚偽記載の手口が、外部協力者の加担行為（不正スキームの提供等）により複雑化していたことから<sup>47</sup>、虚偽開示書類の提出に加担する行為が課徴金の対象行為に追加された。また、課徴金に係る一定の事件における出頭命令権限が新設された。さらに、平成23年12月の証券取引等監視委員会による建議を受けて、金融商品取引業者等以外の者が顧客等の「他人の計算」で行った不公正取引<sup>48</sup>についても、課徴金の対象行為に追加された。

平成24年3月以降、上場会社の公募増資に際し、引受け主幹事証券会社の職員からの情報漏洩に基づきインサイダー取引を行ったとして、資産運用業者等が課徴金納付命令の勧告を受ける事案が相次いだ。こうした事案では、顧客の計算で違反行為を行った資産運用業者に対する課徴金額が数万円のものもあるなど、課徴金額が違反抑止の観点から十分でないとの課題も明らかになった。こうした中、平成24年12月に金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」が取りまとめた報告<sup>49</sup>では、インサイダー取引における情報伝達・取引推奨行為に対する規制（違反行為の抑止策を含む）等に関する提言がなされた。平成25年金商法改正では、インサイダー取引における情報伝達・取引推奨行為に対する規制を導入し、同行為が刑事罰及び課徴金の対象に追加された。また、資産運用業者が他人の計算で不公正取引を行った場合の課徴金額を引き上げた（当該改正事項は平成26年4月施行）。

---

集等が困難になるおそれがある。そのため、この場合に限り、政令に従った安定操作をすることは許容されている（日本証券経済研究所編『図説　日本の証券市場　2024年版』（令6.3）292頁）。

<sup>45</sup> 金融審議会金融分科会第一部会法制ワーキング・グループ報告「課徴金制度のあり方について」（平19.12.18）4頁

<sup>46</sup> 金融商品取引法等の一部を改正する法律（平成24年法律第86号）

<sup>47</sup> オリンパスは、平成23年11月に長年にわたり損失計上の先送りを行っていたことを公表し、翌月には過去5年分の訂正有価証券報告書等を提出した。自見金融担当大臣は、当該事案が発生した要因の一つに、外部協力者としての金融関係者等の存在が指摘されているとし、このような者の行為の是正・予防に向けた対応を検討する旨述べた（金融庁『自見内閣府特命担当大臣閣議後記者会見の概要』（平23.12.16））。

<sup>48</sup> 平成16年証券取引法改正では、他人の計算による不公正取引については、上場会社等の役員等が上場会社等の計算でインサイダー取引を行った場合を除き、課徴金の対象とされていなかったが、平成20年金商法改正により、金融商品取引業者等が顧客等の計算で違反行為を行った場合について課徴金の対象に追加された（古澤知之ほか監修『逐条解説　2013年金融商品取引法改正』（商事法務、平成26年）33～34頁）。

<sup>49</sup> 金融審議会インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ「近年の違反事案及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について」（平24.12.25）

#### 4. 課徴金制度の見直しに向けた動き

近年、証券取引等監視委員会による調査等において、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、課徴金の額が低く、又は直接の対象とならず、違反行為に対する抑止効果が不十分な事例等が認められている。こうした背景から、令和7年6月に証券取引等監視委員会は建議<sup>50</sup>を行い、課徴金については、実効的な抑止力を発揮するための課徴金水準の引上げ及び対象の拡大（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、大量保有報告書の不提出等）、新しい取引形態（高速取引行為）に対応した算定方法の見直しなどが提言された。

また、「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」（令和7年6月13日閣議決定）では、資産運用立国の推進に当たっては資本市場への信頼が確保されていることが重要であるとした上で、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する旨が示された。

このような中、令和7年6月25日の金融審議会総会において、加藤金融担当大臣から、「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」との諮問が行われた。当該諮問を受け、同審議会に設置された「市場制度ワーキング・グループ」は、同年9月以降、課徴金制度の見直しを含め、不公正取引規制の強化等について検討を進めている。

#### 5. 課徴金制度をめぐる論点

##### （1）課徴金の水準（経済的利得相当額を基準とすることについて）

金商法における課徴金の水準については、3. で概観したように、制度創設以降、経済的利得相当額を基準とする考え方が維持されてきた。課徴金の水準の在り方については、国会でも度々議論になってきた。課徴金制度の創設に先立ち、平成15年12月に金融審議会金融分科会第一部会が取りまとめた報告では、「ルール破りは割に合わないという規律を確立し、規制の実効性を担保するため、少なくとも違反行為による利得の吐き出しは必要であるが、違反行為が市場への信頼を傷つけるという社会的損失をもたらしていることをも考慮し、抑止のために十分な水準となるよう検討すべきである」とされていた<sup>51</sup>。平成16年証券取引法改正に係る国会での議論においては、同報告を踏まえた上で、今回の法案は利得の吐き出しを求めるのみであり、抑止力として十分ではない旨を指摘する意見もあった<sup>52</sup>。

平成20年金商法改正では、違反抑止の実効性を図る観点から課徴金の水準が実質的に引き上げられたが、経済的利得相当額を基準とする考え方は維持された。国会での議論にお

<sup>50</sup> 証券取引等監視委員会『市場監視機能強化に向けた建議について』(令7.6.20) (以下「令和7年6月の建議」という。)。同建議では、インサイダー取引規制における関係者の範囲や、効果的・効率的な検査・調査の実施のための措置に係る提言もなされた。

<sup>51</sup> 金融審議会金融分科会第一部会報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」(平15.12.24) 16頁

<sup>52</sup> 第159回国会衆議院財務委員会議録第23号19頁 (平16.5.11)

いては、諸外国の例を踏まえ、不当利得の吐き出しに制裁金を加えたり、制裁金を利得額の何倍かにしないと、抑止力にはならないのではないかとの質疑に対し、渡辺金融担当大臣は、独占禁止法等、他の法律に基づく課徴金制度においても経済的利得相当額を基準とする考え方を取っており、他の法制度とのバランスがあるため、今回の法改正ではぎりぎりのところまで提案した旨答弁している<sup>53</sup>。また、課徴金の水準の更なる見直しの可能性に関する質疑に対し、同大臣は、課徴金の水準について、規制の実効性を一層確保する観点からは、利得に必ずしもとらわれる必要はないのではないかとの意見もある一方、課徴金が反社会性、反道徳性を問うものではない以上、利得から完全に離れるべきではないとの意見もあり、見直しには幅広い観点からの議論が必要である旨答弁している<sup>54</sup>。

課徴金の水準については、経済的利得相当額を基準とした背景（2.（2）参照）や、他の法制度<sup>55</sup>を考慮する必要がある一方で、市場における違反行為の抑止という目的にふさわしいものであるべきとも考えられる。その在り方については、課徴金制度の運用の現状や、規制の実効性を確保するための他の手段（刑事罰、金融商品取引業者等に対する行政処分（業務停止命令等）、民事責任等）も踏まえた上で、引き続き検討される必要がある。

## （2）課徴金の算定方法

課徴金の水準について、仮に経済的利得相当額を基準とする考え方を維持するとしても、課徴金の額が低すぎるなど、違反行為の抑止に十分でない事例が見受けられる場合には、算定方法を適宜見直していく必要があろう。市場制度ワーキング・グループでは、以下の事項について、課徴金の算定方法の見直しが検討されている。

### ア 公開買付者等関係者によるインサイダー取引

これまでの課徴金勧告事案の中で、最も件数の多い類型はインサイダー取引に係る事案である（図表3）。インサイダー取引規制には、会社関係者に対する規制（金商法第166条）と、公開買付者等関係者に対する規制（同法第167条）の2種類があるところ、近年、公開買付者等関係者に係るインサイダー取引規制の違反事例が多く発生している<sup>56</sup>、<sup>57</sup>。

<sup>53</sup> 第169回国会参議院財政金融委員会会議録第15号 4～5頁（平20.6.5）

<sup>54</sup> 第169回国会参議院財政金融委員会会議録第15号 2～3頁（平20.6.5）。金融審議会金融分科会第一部会法制ワーキング・グループ報告「課徴金制度のあり方について」（平19.12.18）にもほぼ同趣旨の記述がある（同報告2頁）。

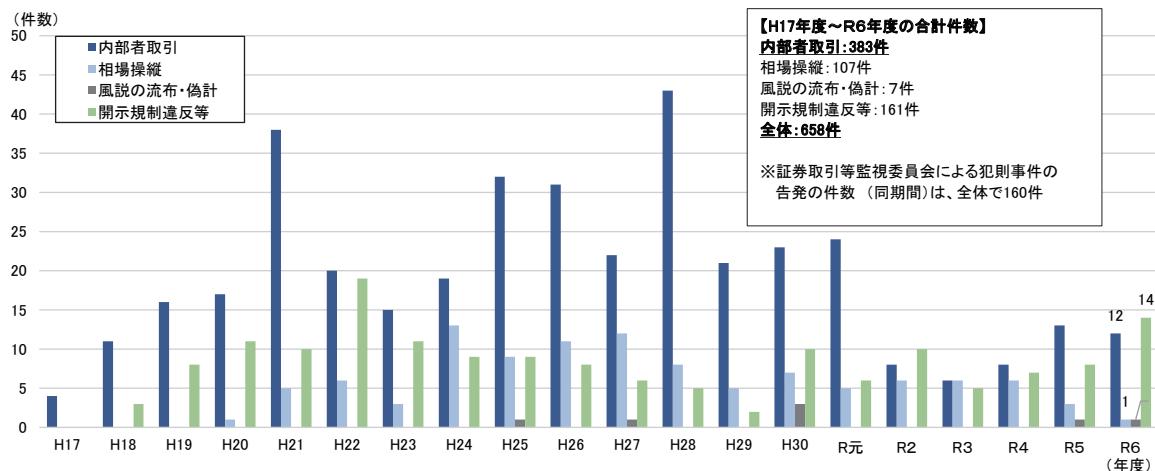
<sup>55</sup> 近年、他法令に基づき導入された課徴金制度においても（スマートフォンにおいて利用される特定ソフトウェアに係る競争の促進に関する法律（令和6年法律第58号）等）、課徴金の水準については経済的利得相当額を基準としている。

<sup>56</sup> インサイダー取引に係る課徴金勧告事案について、重要事実等の内容を見ると、令和4年度は10件のうち5件、令和5年度は14件のうち8件、令和6年度は11件のうち1件が公開買付け関係であった。平成17年度から令和6年度におけるインサイダー取引に係る課徴金勧告事案の重要事実等別の構成割合は、公開買付け等事実（25.5%（104件））が最も高く、業務提携・解消（16.2%（66件））、新株等発行（15.2%（62件））と続く（証券取引等監視委員会事務局『令和6年度金融商品取引法における課徴金事例集～不公正取引編～』（令7.6）27頁）。

<sup>57</sup> なお、証券取引等監視委員会は令和6年度に、公開買付者等関係者によるインサイダー取引について3件の刑事告発を行っているところ（①金融庁職員による内部者取引事件、②東京証券取引所社員が関与した内部者取引事件、③信託銀行社員による内部者取引事件）、いずれも公開買付けに係るインサイダー情報が集約される部署で、職務上の立場を利用して、複数銘柄の内部者取引を行ったものであった（証券取引等監視委員会『令和6（2024）年度証券取引等監視委員会の活動状況』（令7.6）8頁）。

公開買付けは、公表後に株価が公開買付価格付近まで上昇し、しばらく定着する傾向にあることから、利益を予想しやすいことが不正な取引を誘発するとの指摘もある<sup>58</sup>。

図表3 課徴金納付命令に関する勧告件数の推移



(出所) 証券取引等監視委員会『令和6（2024）年度証券取引等監視委員会の活動状況』（令7.6）172～173頁等に基づき筆者作成

インサイダー取引に対する課徴金の算定方法は、平成20年金商法改正により、重要事実等の公表前に行われた取引価格と、公表後2週間における最大の価格との差額に改められ、課徴金の水準が実質的に引き上げられた。違反行為により実際に得た利益というより、得られる可能性のあった利益を課徴金額とすることができるようになった<sup>59</sup>。しかし、公開買付け等の実施の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るとされる<sup>60</sup>。

コーポレートガバナンス改革の進展に伴って企業の資本効率の改善を目指す動きが活発になり、公開買付けが増加傾向にあるとの指摘もある<sup>61</sup>。公開買付けが増加すれば、関連する違反行為も増加するおそれがあるところ、公開買付者等関係者によるインサイダー取引については、違反行為により得られる可能性のあった最大の利益をより適切に捉える課徴金の算定方法を検討するなど、抑止効果を高めていくことが求められよう<sup>62</sup>。

#### イ 大量保有報告書等の不提出・虚偽記載

大量保有報告制度は、株券等の大量保有に係る情報が経営に及ぼす影響力等の観点から重要であることから、当該情報を投資者に迅速に提供することにより、市場の透明性・公正性を高め、投資者保護を図ることを目的として、株券等の大量保有者に一定の開示

58 『日本経済新聞』（令7.10.10）

59 第169回国会参議院財政金融委員会会議録第15号 4頁（平20.6.5）

60 「金融審議会市場制度ワーキング・グループ」（令7.10.15）事務局説明資料16頁

61 『日本経済新聞』（令7.6.17）

62 金融審議会市場制度ワーキング・グループでは、課徴金制度の見直しと併せて、公開買付者等関係者によるインサイダー取引規制において、公開買付者等関係者の範囲を拡大することなども検討されている。

を求める制度である（金商法第2章の3）。同制度では、上場会社の株券等の保有割合が5%を超えた場合に「大量保有報告書」を提出し、その後、その割合が1%以上増減するなどした場合に「変更報告書」を提出することを義務付けている。また、株券等の保有割合の計算に当たって、共同保有者<sup>63</sup>の保有株券等の数も加算することとなっている。

大量保有報告書等の不提出・虚偽記載については、平成20年金商法改正により、課徴金の対象とされた。課徴金の算定方法は、当該報告書に係る発行者の時価総額（当該報告書の提出期限（虚偽記載の場合は提出日）翌日の終値に発行済株式総数を乗じた額）の10万分の1となっている。しかし、大量保有報告書等については、課徴金の対象となつた後も、提出遅延等が相次いだ<sup>64</sup>。令和5年12月に金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」が取りまとめた報告では、提出遅延等が相次いでいる背景として、大量保有報告制度違反に対する摘発事例が少ないこともその一因となっていると推測され、まずは同制度違反に対する当局の対応を強化していくことが重要である旨の指摘がなされた<sup>65</sup>。

こうした中、令和6年に証券取引等監視委員会は、2つの事案で大量保有報告制度違反に対する課徴金納付命令勧告を行った<sup>66</sup>。同年6月の勧告事案は、大量保有報告制度違反を単独で摘発する初の事例とされ、画期的な動きとの評価もある<sup>67</sup>。他方で、2つの事案における課徴金額は10万円～40万円となり、抑止効果として十分な水準とは言い難い。アクティビストの活動が活発化する中、大量保有報告制度違反へのエンフォースメントが弱いことなどが、企業のアクティビスト対応を難しくし、実効的な対話を阻害している旨の指摘もある<sup>68</sup>。課徴金の算定方法の見直しと合わせて、膨大な数が提出される大量保有報告書等のうち、特に悪質な事案に確実に対応していくことも求められる。

#### ウ 高速取引行為

高速取引行為（HFT<sup>69</sup>）は、金融商品に係る取引の発注や変更、取消し等をコンピュータープログラム等においてあらかじめ定められたルール（アルゴリズム）を用いて高速かつ自動的に行う取引である。我が国においては、平成22年1月に、東京証券取引所に取引システム「アローヘッド」が導入されたことにより、注文処理時間が大幅に短縮されたことなどを受け、高速取引行為が広がりを見せた。高速取引行為については、市場

<sup>63</sup> 他の保有者と共同して当該株券等を取得し、若しくは譲渡し、又は議決権その他の権利を行使することに合意している者。令和6年金商法改正（金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律（令和6年法律第32号））では、企業と投資家の建設的な対話を促進する観点から、共同保有者の範囲が明確化された。

<sup>64</sup> 大量保有報告書等の提出件数が年間約14,000件であったところ、提出期限を過ぎて提出された件数は年間約1,500件であった（令和元年から令和4年までの平均値）。また、大量保有報告書等に関連する課徴金納付命令の発出件数は、平成20年から令和4年までの合計で8件であった（「金融審議会公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」（令5.11.1）事務局説明資料45頁）。

<sup>65</sup> 金融審議会公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ報告（令5.12.25）14頁

<sup>66</sup> 株式会社三ツ星株式に係る大量保有報告書等の不提出及び変更報告書の虚偽記載に係る課徴金納付命令勧告（令6.6.28勧告）、株式会社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及び変更報告書の虚偽記載等に係る課徴金納付命令勧告（令6.9.10勧告）

<sup>67</sup> 『日本経済新聞』（令6.9.2）

<sup>68</sup> 太田洋「財務の開示拡大と会社法の改革で企業価値を向上」『わたしの構想』No.76（令7.4）18～19頁

<sup>69</sup> High Frequency Trading

の安定性や効率性、投資家間の公平性等の観点からの懸念を指摘する声があったため、当局が実態等を確認できるよう、平成30年4月に高速取引行為者に登録制が導入された<sup>70</sup>。東京証券取引所の売買代金全体に占める高速取引行為の売買代金比率は、足元30%台で推移している<sup>71</sup>。

幅広い投資家が安心して取引ができる市場を実現するためには、高速取引行為のような新たな取引形態による不公正取引にも適切に対応していく必要がある。他方で、高速取引行為を用いた相場操縦行為等に対する課徴金の算定方法には課題がある<sup>72</sup>。現行制度では、違反行為による注文、取引を全て認定した上で、利益を算定して課徴金額を算定するところ、大量・少額の取引を行う高速取引行為の違反行為の認定は、実務上難しいとされる<sup>73</sup>。また、高速取引行為者による1銘柄・1日当たりの利益額は1万円未満が約80%を占めているところ<sup>74</sup>、現行制度においては、課徴金額が1万円未満のものは切り捨てことになるため、課徴金を課したとしても、経済的利得相当額と比べて低い金額となるおそれがある。切捨てとなる課徴金額の見直しなど、高速取引行為の性質を踏まえた課徴金の算定方法の適正化が求められる。

### (3) 課徴金の対象行為

課徴金の対象行為については、平成25年金商法改正以降、追加は行われていない。一方で、市場の実態に即した実効性のある規制を整備するためには、必要に応じて適時適切な見直しを行う必要があろう。

インサイダー取引や相場操縦に係る課徴金納付命令勧告事案において、他人名義口座を利用した事案が多く発生している<sup>75</sup>。違反行為の発覚を妨げる目的での他人名義口座の利用は、より悪質とも考えられるが、現行制度において、課徴金額は自己名義口座を利用した場合と変わらない。また、不公正取引を行う者に対して口座を提供する行為は、課徴金の対象行為ではない。令和7年6月の建議に、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が含まれたことを受け、市場制度ワーキング・グループでは、課徴金の引上げや、口座の提供等の協力行為を行った者への課徴金の新設が検討されている。

<sup>70</sup> 金融商品取引法の一部を改正する法律（平成29年法律第37号）による。令和7年10月23日現在、高速取引行為者数は53者で、1者を除き本店所在地はいずれも海外となっている。

<sup>71</sup> 金融庁『高速取引行為の動向について』（令7.9）5頁

<sup>72</sup> 令和6年3月、証券取引等監視委員会は、高速取引行為により、自らに有利な株式等の売買を企て、偽計を用いたとして、高速取引行為による不公正取引に対する初の課徴金勧告を行った（証券取引等監視委員会事務局『令和5年度金融商品取引法における課徴金事例集～不公正取引編～』（令6.6）3頁、70～72頁）。本件は、他人の計算において行われた違反行為であり、課徴金額は運用報酬額に基づき算出されたが、今後、自己の計算において違反行為が行われた場合に課徴金の算定方法が課題となる。

<sup>73</sup> 第55回金融審議会総会・第43回金融分科会合同会合議事録（令7.6.25）における金融庁企画市場局市場課長の発言

<sup>74</sup> 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』（令6.7.9）2～3頁。令和元年6月から令和5年3月までの高速取引行為者の利益を銘柄ごと／日ごとに集計したもの。

<sup>75</sup> 令和2年度から令和6年度の課徴金納付命令勧告事案において、他人名義口座を利用した割合は、インサイダー取引について40%、個人による相場操縦について32%である（証券取引等監視委員会事務局『令和6年度金融商品取引法における課徴金事例集～不公正取引編～』（令7.6）30頁、61頁）。

なお、暗号資産については、資金決済に関する法律（平成21年法律第59号）に位置付けられ、同法の規制を受けるが、令和元年の同法等改正<sup>76</sup>により、金商法における各種の不公正取引規制及び刑事罰が設けられた。一方で、課徴金制度の対象ではなく、インサイダー取引を直接規制する規定も設けられていない<sup>77</sup>。暗号資産が決済手段よりも投資対象として利用されることが多い現状を踏まえ、金融審議会「暗号資産制度に関するワーキング・グループ」では、金商法の仕組み等の活用も含めた暗号資産の規制の見直しが検討されている。検討事項には、インサイダー規制や課徴金制度の導入も含まれている。

#### （4）効果的・効率的な検査・調査

証券取引等監視委員会は、不公正取引の調査（取引調査）や、開示検査を実施し、課徴金の対象となる違反行為が認められた場合には、内閣総理大臣及び金融庁長官に対して課徴金納付命令を発出するよう勧告を行う。課徴金制度の見直しを含む市場監視機能の強化に対応するためには、同委員会による効果的・効率的な検査・調査も求められる。

##### ア 課徴金の減算制度

令和7年6月の建議では、効果的・効率的な検査・調査の実施に向けた取組として、対象者の自発的な協力を促すよう減算制度の拡大等の措置を講ずる必要性にも言及があった。課徴金の減算制度は、加算制度とともに平成20年金商法改正により導入されたものである。独占禁止法においても課徴金減免制度があり、事業者自らが関与したカルテル・入札談合について、減免申請の順位に応じた減免率に、事業者の実態解明への協力度合いに応じた減算率<sup>78</sup>を加えた減免率により課徴金の額が減免される。また、金商法における制度と異なり、調査開始後の違反行為の申告についても対象となる。

市場制度ワーキング・グループでは、金商法における課徴金の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ることが検討されている。現行制度における金商法の課徴金には、法律に基づき一義的、機械的に金額が決定されるという特徴がある。上記のような減算制度を導入する場合には、「協力度合い」の評価に当たって、どのように透明性や予見可能性を確保するかが課題となろう。

##### イ 海外当局との連携強化

世界経済のグローバル化が進展する中、海外居住者が日本の市場で不公正取引を行う事案も見られる。令和7年1月には、海外居住者によるインサイダー取引事案について、課徴金納付命令勧告1件、同命令1件があった。いずれも、日本企業の海外子会社社員が、本体の重要情報をを利用してインサイダー取引を行った事案であった<sup>79</sup>。日本企業の海

<sup>76</sup> 情報通信技術の進展に伴う金融取引の多様化に対応するための資金決済に関する法律等の一部を改正する法律（令和元年法律第28号）

<sup>77</sup> 金融庁「仮想通貨交換業等に関する研究会報告書」（平30.12.21）では、暗号資産の現物取引については、有価証券の取引とは経済活動上の意義や重要性が異なることや、有価証券の取引と同様の不公正取引規制を課した場合に費やされる行政コストを勘案すれば、現時点で、有価証券の取引と同様の規制を課し、同等の監督・監視体制を構築する必要性までは認められないとされた（同報告書11頁）。

<sup>78</sup> 事業者の実態解明への協力度合いに応じた減算率の付加は、公正取引委員会の調査に協力するインセンティブを高める仕組みとして、令和元年の独占禁止法改正により導入された。

<sup>79</sup> 『日本経済新聞』（令7.2.21）

外進出が進み、海外子会社と重要な情報を共有する機会が増加すれば、こうした不公正取引の増加にもつながりかねない。

海外居住者による不公正取引に関する調査については、MMoU<sup>80</sup>（多国間情報交換覚書）に基づき、海外当局と情報交換をしながら進めていくこととなる。一方で、こうした協力はあくまで国家間の条約ではなく、任意のものに過ぎず、各国の対応には濃淡があり、国内の事案と比べ、調査期間は長期化する傾向にあるとの指摘もある<sup>81</sup>。また、複数の国に跨ぐる複雑なスキームの場合には、調査はより困難になると考えられる。海外当局との連携強化に向けた更なる取組が求められよう<sup>82</sup>。

## 6. おわりに

金商法における課徴金制度については、平成17年の同制度の導入、平成20年金商法改正による課徴金の水準の引上げ及び対象行為の拡大、そして今回の見直しに向けた動きのいずれも、政府が市場活性化策を推進するに当たって、市場に対する投資家の信頼を確保する必要性が高まっていたことが背景にある。課徴金納付命令に関する勧告の件数は、制度導入以降、令和6年度までで合計658件となり、規制の実効性を確保する手段として課徴金制度は一定の活用がなされてきたと言えよう。

他方で、課徴金の事例を積み重ねる中で、市場の実態に照らして、違反行為の抑止効果が不十分である事例が見受けられる場合には、課徴金の算定方法等の見直しについて、時宜を得た検討が求められる。また、高速取引行為を利用した不正行為のように、課徴金制度導入時には想定されなかった不正行為へ適切に対応していくことは今後も課題となろう。課徴金制度の更なる活用等により、公正・透明な市場を確立するための取組が推進されることを期待したい。

(みながわ じゅんこ)

<sup>80</sup> Multilateral Memorandum of Understanding。証券監督者国際機構（IOSCO：International Organization of Securities Commissions）が策定した各国証券監督当局間の協議・協力及び情報交換の枠組み（2025（令和7）年3月末時点で130の当局が署名）（証券取引等監視委員会『証券取引等監視委員会パンフレット』（令7.6）12頁）。日本は2008（平成20）年2月に署名している。

<sup>81</sup> 「金融当局を悩ます海外居住者を巡る課徴金納付命令の実効性」『金融財政事情』（令7.3.4）6頁

<sup>82</sup> IOSCOでは、出頭強制の権限の追加等、MMoUを強化したEMMoU（Enhanced Multilateral Memorandum of Understanding）を2017（平成29）年に策定しているところ、令和7年6月の建議では、EMMoUへの早期署名に向けた取組の必要性にも言及がある。