



インサイダー取引規制の改正動向

—金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 報告を踏まえて—

令和 8 年 2 月 25 日

弁護士 鍛冶 雄一

E-mail : kaji_y@clo.gr.jp

第 1 はじめに

2025 年 12 月 26 日、金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 報告（以下「本報告書」といいます）が公表されました¹。本報告書は、金融担当大臣からの諮問²を受けて金融審議会に設置された「市場制度ワーキング・グループ」（以下「市場制度 WG」といいます）における審議の結果をまとめたものです。

本稿では、本報告書が提言を行っている事項のうち、現行のインサイダー取引規制に関して見直しが見込まれている事項、特に、「インサイダー取引規制の対象者の範囲拡大等」、「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」、「他人名義口座の提供を受けるなどして不正取引を行う事案への対応」に関して、その提言内容等を解説します³。

第 2 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

現行のインサイダー取引規制は、（1）会社関係者などのインサイダー取引規制（金融商品取引法（以下「金商法」といいます）166 条）、（2）公開買付者等関係者などのインサイダー取引規制（金商法 167 条）、（3）情報伝達・取引推奨

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

² 2025 年 6 月 25 日付けの「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、不正取引規制の強化等について検討を行うこと」との諮問を指します。この諮問は、「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）や証券取引等監視委員会からの「市場監視機能強化に向けた建議」（同月 20 日）（以下「建議」といいます）を踏まえたものです（本報告書 1 頁）。

³ 本報告書では、「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」や「課徴金減算制度の見直し」、「調査権限等の拡充」などに関する提言も行われていますが、本稿では割愛します。なお、暗号資産のインサイダー取引規制についても本稿の対象外となりますので、ご注意ください。

規制（金商法 167 条の 2）に大別することができます⁴。このうち、（2）においては、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、以下の①から⑥の類型が規定されています（金商法 167 条 1 項 1 号～6 号）⁵。

公開買付者等関係者の類型	
①	公開買付者等（親会社を含む。以下本表において同じ。）の役員等 ⁶ （法人以外の場合は代理人・使用人）
②	公開買付者等の会計帳簿閲覧請求権者（法人の場合は役員等、法人以外の場合は代理人・使用人を含む。）
③	公開買付者等に対する法令に基づく権限を有する者
④	公開買付者等との契約締結者・交渉者（法人の場合は役員等、法人以外の場合は代理人・使用人を含む。）
⑤	発行者（役員等を含む。）
⑥	（②・④・⑤が法人の場合）その役員等（法人の他の役員等が所定の方法で公開買付け等事実を知った場合）

以上のとおり、公開買付者等関係者の範囲については、金商法 167 条 1 項に規定されており、4 号では公開買付者等との契約締結者・交渉者が、また、5 号では発行者が公開買付者等関係者に含まれていますが、発行者の契約締結者・交渉者は、4 号・5 号のいずれにも含まれていません。本報告書においても、「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」とされています⁷。もちろん、発行者のアドバイザーが、公開買付者等関係者から公開買付け等事実の伝達を受けた者、いわゆる第一次情報受領者として規制対象になる場合はあります（金商法 167 条 3 項）。しかし、情報伝達・取引推奨規制は、第一次情報受領者を規制対象としていないため、当該アドバイザーは、第一次情報受領者に該当したとしても、情報伝達・取引推奨規制に服するわけではありません。また、仮に、当該アドバイザーが公開買付け等事実を知人に伝達したとすると、当該知人は、いわゆる第二次情報受領者であるとしてインサイダー取引規制の対象外となりかねません（後述

⁴ 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～不正取引編～」（令和 7 年 6 月）（<https://www.fsa.go.jp/sesc/jirei/torichou/20250624/01.pdf>）21 頁。

⁵ 類型ごとに情報入手経路も規定されています。市場制度 WG（第 1 回）資料 4「事務局説明資料」（2025 年 9 月 18 日）（https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/shijoseido_wg/gijishidai/20250918/04.pdf）11 頁参照。

⁶ 「役員等」は、役員、代理人、使用人、その他の従業者をいいます（金商法 166 条 1 項 1 号）。

⁷ 本報告書 1 頁。

のとおり、第二次以降の情報受領者は規制対象とされていません⁸。

そもそも、本報告書でも指摘されているとおり、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すので、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ます。そのため、発行者の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、「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け等関係者に追加することが提言されました⁹。

2 第二次以降の情報受領者について

現行のインサイダー取引規制においては、第一次情報受領者（会社関係者から重要事実の伝達を受けた者・公開買付け等関係者から公開買付け等事実の伝達を受けた者）は規制対象とされていますが、第二次以降の情報受領者は規制対象とされていません。

この点に関して、市場制度 WG においては、第二次以降の情報受領者についても規制対象とすることに肯定的な意見もあったようですが、本報告書では、「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は、現時点では慎重に考える必要がある」とされており、第二次以降の情報受領者を規制対象とすることは想定されていません¹⁰。

なお、本報告書は、「現行法において、会社関係者・公開買付け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

⁸ 市場制度 WG（第 1 回）資料 3「市場監視機能強化に向けた建議について」（2025 年 9 月 18 日）（https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/shijoseido_wg/gijishidai/20250918/03.pdf）1～2 頁参照。

⁹ 本報告書 2 頁。また、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、「公開買付け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け等関係者に含めることが適当である」とされました（同頁）。

¹⁰ 本報告書 2～3 頁。

当と考えられる」としています¹¹。これは、会社関係者や公開買付者等関係者の範囲を拡大することで規制対象者を広げていくという考え方を示したものと理解できます。前述の「発行者の役員等以外の一定の関係者」のように、今後も、実務を踏まえながら重要事実・公開買付け等事実への近接性を考慮して会社関係者・公開買付者等関係者の範囲を拡大する見直しがあり得ると思われま

す。会社関係者・公開買付者等関係者の範囲が拡大した場合、現行法では、第一次情報受領者に該当していた者が、会社関係者・公開買付者等関係者に該当するケースや、第二次情報受領者に該当していた者が、第一次情報受領者に該当するケースも起こり得ます。その意味で、第一次情報受領者に該当する者も拡大することになりますので、留意が必要です¹²。

3 インサイダー取引規制における「親会社」の定義の見直し

本報告書では、インサイダー取引規制における「親会社」の定義の見直しも提言されています¹³。

現行のインサイダー取引規制における「親会社」の定義については、金商法 166 条 5 項が、「第一項及び次条において「親会社」とは、他の会社（……）を支配する会社として政令で定めるもの」と規定しており、これを受けた金商法施行令 29 条の 3 第 1 項が、「法第百六十六条第五項に規定する他の会社を支配する会社として政令で定める会社は、他の会社（……）が提出した……有価証券報告書……で……公衆の縦覧に供されたもの……のうち、直近のものにおいて親会社として記載され、又は記録された会社とする。」と規定しています。以上の定義によれば、この「親会社」に該当するか否かは、直近の有価証券報告書等を確認することによって判断することができます。

しかし、本報告書は、有価証券報告書等の記載に依拠して「親会社」が定義されていることにより、以下の問題が生じていることを指摘し、インサイダー取引規制における「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」とすることを提言しました¹⁴。

- ① 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。

¹¹ 本報告書 3 頁。

¹² そもそも、重要事実・公開買付け等事実を認識した者が、第一次情報受領者と第二次情報受領者のいずれに該当するかについては、判断が容易でない場合も少なくありません。一見すると、第二次情報受領者に見える者であっても、第一次情報受領者に該当すると判断される場合もありえますので、安易に、第二次情報受領者でありインサイダー取引規制の対象外であると判断することがないよう留意が必要です。

¹³ なお、会社関係者の範囲を規定する金商法 166 条 1 項各号や公開買付者等関係者の範囲を規定する金商法 167 条 1 項各号においては、「上場会社等」や「公開買付者等」に、その「親会社」が含まれます。

¹⁴ 本報告書 3 頁。

② 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。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。

上記の定義の見直しに関しては、本報告書を踏まえて、2025年12月26日に金融商品取引法施行令の一部を改正する政令（案）等が公表されており¹⁵、先行して改正が行われる見込みです。

第3 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

本報告書では、課徴金の算定方法の見直しとして、いくつかの類型に関する見直しの提言が行われていますが、ここでは、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について、その概要を紹介します。

金商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、現行法では、そ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」を基準としています¹⁶。

そして、現行のインサイダー取引規制においては、実際の譲渡益等ではなく、「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」（公表後2週間における最大の価格）の差額が、（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されていますが（金商法175条1項・2項）、このような制度下においても、公開買付者等関係者によるインサイダー取引の事案が数多く発生していました¹⁷。

この点に関して、本報告書は、「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

¹⁵ <https://www.fsa.go.jp/news/r7/shouken/20251226/20251226.html#besshi>

¹⁶ 本報告書4頁。

¹⁷ 本報告書4頁。現行法におけるインサイダー取引規制違反に対する課徴金等につき、市場制度WG（第1回）資料4「事務局説明資料」（2025年9月18日）4頁、12頁参照。

高める必要がある」と指摘して、「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こと」を提言しました¹⁸。

上記の平均的な上昇割合の内容については、今後提出される改正案などを確認する必要がありますが¹⁹、本報告書では、「例えば、当該平均的な上昇割合を上回る上乘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」とされています²⁰。そのため、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に課される課徴金額については、現行の課徴金の算定方法による課徴金の額が下限となる見込みと言えます²¹。

第4 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

証券取引等監視委員会は、従前から、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を数多く摘発していますが、他人名義口座を用いた不公正取引の発生が後を絶ちません。

例えば、令和2年度から令和6年度までのインサイダー取引等に係る課徴金勧告事案の件数を見ますと、他人名義口座の提供を受けるなどした事案が全体の半数に上っている年度もあります²²。また、証券取引等監視委員会の建議では、「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悪質な事案が多く発生しており、なかには提供先の不公正取引を認識した上で口座提供をしている課徴金対象とならない協力者も存在する」ことが指摘されていたところです。

¹⁸ 本報告書4～5頁。この提言は、「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」こと、「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」ことを踏まえたものです（同4～5頁）。

¹⁹ 本報告書5頁（注13）では、「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」とされています。

²⁰ 本報告書5頁。また、情報伝達・取引推奨規制違反の課徴金の算定方法につき、同頁（注15）参照。

²¹ なお、公開買付者等関係者によるインサイダー取引としては、公開買付け等の中止に関する事実を知って株券等の売付け等を行う場合もあります。しかし、この場合における課徴金の算定方法の見直しが行われるかについては、本報告書からは必ずしも明らかではなく、今後の改正動向を注視する必要があります。

²² 刑事告発事案の件数も含め、市場制度WG（第2回）資料3「事務局説明資料」（2025年10月15日）（https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/shijoseido_wg/gijishidai/20251015/03.pdf）24頁参照。

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しておらず、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が課徴金の額とされています。本報告書は、この点を指摘した上で、「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」を提言しました²³。

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

口座の提供等の協力行為を行った者については、前述の建議における指摘や「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」との指摘がなされ、今般、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提言されました²⁴。

具体的には、「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」とされています。一方で、本報告書においては、「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」として、規制対象を適切に限定する必要があることも示されています²⁵。

口座の提供等の協力行為が、どのような要件の下で課徴金の対象とされるかに関しては、本報告書上は判然とせず、今後提出される改正案等を待つ必要があります。いずれにせよ、証券取引等監視委員会が、従前から、他人名義口座を用いた不公正取引を問題視し、課徴金事例集等において、他人名義の口座を用いたと

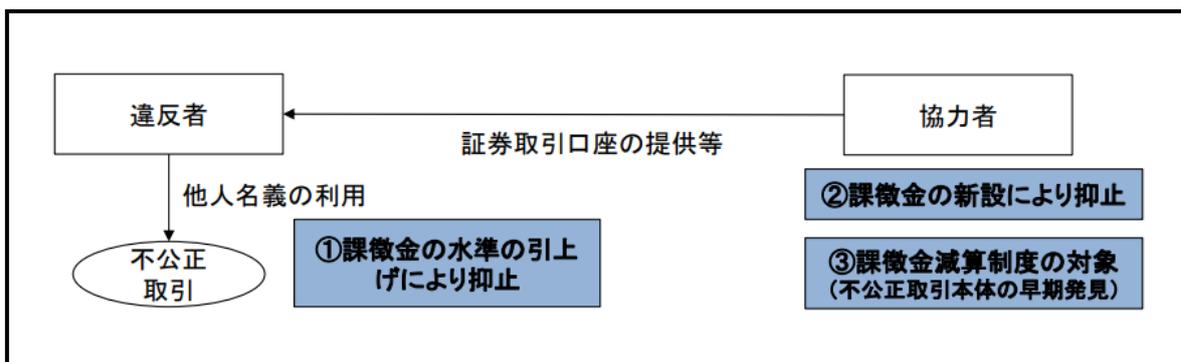
²³ 本報告書9頁。同頁では、不公正取引事案においては、知人等から口座の提供を受けるなどして他人名義の口座を利用する事案が多く発生している状況にあることのほか、こうした行為を行う者は違反行為の発覚を免れる目的で他人名義口座を利用すると考えられることなどが指摘されています。

²⁴ 本報告書9頁。

²⁵ 本報告書9頁。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とされています(同頁)。

しても違反行為が見逃されることはない旨を繰り返し注意喚起してきた経緯も踏まえ、改正後においては、このような新たな違反行為類型についても、証券取引等監視委員会による厳しい調査等が行われることが想定されます。その意味でも、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実務に与える影響は大きいでしょう。

<イメージ図>



出典：市場制度WG（第2回）資料3「事務局説明資料」（2025年10月15日）25頁

第5 おわりに

今後は、本報告書の提言内容を踏まえた金商法の改正案が国会に提出されることが見込まれますが、現時点では、改正法の成立・施行の時期を含め今後の見通しが判然としない状況にあります。今後の改正動向についても、引き続き注視していく必要があります。

以上

当事務所では、主として名刺交換をさせていただいた方を対象とし、有用な法律情報等をお知らせすべく定期的にメールマガジンを発行させていただいております。また、バックナンバーは[こちら](#)に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本稿は一般的な情報を提供するもので、リーガルアドバイスを目的とするものではありません。本稿記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所の見解ではありません。個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、弁護士の適切なアドバイスを求めていただく必要がございます。お問い合わせ等ございましたら、執筆担当者までご遠慮なくご連絡くださいますよう、お願いいたします。

【配信停止・お問い合わせについて】

今後、本メールマガジンの配信又は配信停止をご希望の方、メールアドレスの変更その他お問い合わせがございましたら、大変お手数ではございますが、下記メールアドレスまでご連絡ください。

clo_mlstop@clo.gr.jp