

不公正取引規制と情報開示制度の見直し

2025年12月、金融審議会WGの報告書が相次いで公表され、2026年に予想される金商法改正の内容が出揃った。暗号資産規制の金商法への移行のほか、インサイダー取引規制の拡充や情報開示制度の規制緩和やセーフハーバー規定新設などが盛り込まれている。

出揃った金融審WG報告書

証券市場規制の基本法である金融商品取引法（以下、金商法）は、市場環境の急速な変化や金融技術の発展を背景に、頻りに改正されている。2025年12月には、金融庁の金融審議会に設置された複数の作業部会（以下、WG）が報告書を公表した。それらのうち三つのWGの報告書に、金商法改正を念頭に置く制度見直しへの提言が盛り込まれた。2026年も金商法の大幅な改正が行われる年になりそうである。

三つのWGの第一の暗号資産WGは、現在は資金決済法で規制されているビットコインなどの暗号資産の規制を金商法に移行することなどを提言した。同WGの報告書の内容は、本誌2月号の拙稿でも簡単に触れたので、本稿では改めて取り上げない。

第二の市場制度WGは、証券市場における近年の不公正取引事案などを踏まえながら、不公正取引規制の強化に向けた検討を行った。同WGの報告書では、インサイダー取引規制の見直し、課徴金制度の見直し、証券取引等監視委員会（以下、監視委員会）の調査権限の拡充などについて、様々な提言がなされている。

第三のディスクロージャーWGは、スタートアップ企業等への資金供給の促進、虚偽記載に関する責任の範囲の明確化という二つの課題について検討した。後者は、もっぱら、近年制度化が進むサステナビリティ情報開示の場面を想定したものである。サステナビリティ情報開示をめぐるのは、2026年1月、サステナビリティ情報の開示と保証のあり方に関するWGも報告書を公表している。

不公正取引規制の強化

金商法は、インサイダー取引規制の対象者や規制対象となる情報入手の状況を詳細に規定している。こうした精緻な規制は、禁止行為の明確化という点では有意義だが、他方で不合理な結論につながることもある。

例えば、現在、甲社が乙社に株式公開買付（TOB）を実施する際、甲社のアドバイザーである証券会社等から未公表のTOB情報を取得して乙社の株式を買付けることは違法なインサイダー取引となる。ところが、同じ情報を乙社のアドバイザーから取得した者は、規制の対象とはなっていない。

日本市場で行われるTOBのほとんどは、対象会社の同意を得た友好的買収の一環である。対象会社のアドバイザーがTOBの公表前にTOB情報を得ている蓋然性が高いため、上記のような違いは正当化しにくい。

そこで市場制度WG報告書は、TOB対象会社のアドバイザーからTOBに関する未公表情報を伝達された者にもインサイダー取引規制を及ぼすよう提言している。

また、近年の具体的事案を踏まえつつ、TOB関係者によるインサイダー取引、大量保有報告書等の不提出や虚偽記載、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の見直しを提言した。いずれも課徴金額を引き上げる方向での見直しである。

更に、他人名義の口座を用いて不公正取引を行う者への課徴金額の引き上げや不公正取引を行う者に口座を提供する者に対して新たに課徴金を課すこと、監視委員会の調査権限を拡充することも提言した。いずれも不公正取引規制を強化する方向での提言である。

情報開示制度の見直し

ディスクロージャーWGは、前述の二つの観点からの検討を行った。スタートアップ企業等へ資金供給の促進という観点から提言したのは、資金調達にかかる有価証券届出書の提出免除基準を現行の1億円から5億円に引き上げる規制緩和である。併せて、10億円未満については、簡素化された開示を認めることも提言した。

スタートアップ企業による資金調達手段となる投資型クラウドファンディングについては、既に発行総額の上限が5億円に引き上げられている。しかし、有価証券届出書の提出義務が嫌気され、1億円以上のクラウドファンディングの実績はない。今回の提言に沿った法改正は、こうした実態を変化させる可能性がある。

また、金商法は、典型的に投資のプロとされる投資家を特定投資家と定義し、証券会社が特定投資家向けに投資勧誘を行う場合の規制を緩和している。しかし、法令上の要件を満たしても、特定投資家への移行には投資家側の申し出手続きが必要とされることもあり、特定投資家は顕著に増加していない。

そこでディスクロージャーWG報告書は、法令上の特定投資家要件に合致する潜在的特定投資家については、特定投資家向け商品の勧誘を容認するよう提言した。

一方、虚偽記載に関する責任の範囲の明確化という観点からは、一定の要件が満たされれば、有価証券報告書等の提出者の責任は問わないとするセーフハーバー・ルールの導入が検討された。

近年、上場会社は、ESG（環境、社会、ガバナンス）の観点から重要視されるサステナビリティ情報な

ど、非財務情報の開示の充実を求められている。2023年1月には有価証券報告書の記載項目として「サステナビリティに関する考え方及び取組」が追加された。

しかし、非財務情報、とりわけサステナビリティ情報は、定性情報、見積もり情報、将来情報などが多く含まれ、財務情報よりも不確実性が高い。そのため、事後的に虚偽記載責任を問われることを恐れる企業の開示姿勢が、委縮しやすいとの指摘がある。

そこでディスクロージャーWG報告書は、非財務情報のうちの将来情報等について、「合理性が確保されると認められる場合」には虚偽記載等の責任を負わないとするセーフハーバー・ルールを設けるよう提言した。

サステナビリティ情報の開示をめぐるのは、2027年3月期以降、東京証券取引所プライム市場上場企業のうち時価総額5,000億円以上の企業に対して、順次サステナビリティ基準委員会（SBBJ）が策定する開示基準に基づく有価証券報告書等での開示が義務づけられる。

これを踏まえ、2026年1月に公表されたサステナビリティ情報の開示と保証のあり方に関するWG報告書は、監査法人以外の者も含めたサステナビリティ情報に対する保証業務実施者の登録制度を設けるよう提言した。

金融審WGが提言した規制の緩和・柔軟化と不公正取引規制の強化という硬軟織り交ぜた改革は、日本市場の一層の発展と信頼性向上に資するものと期待される。

Writer's Profile



大崎 貞和 Sadakazu Osaki

未来創発センター
主席研究員
専門は証券市場制度
focus@nri.co.jp