

金融商品取引法研究会
研究記録第 37 号

金商法第 6 章の 不公正取引規制の体系

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

ま え が き

日本証券経済研究所の金融商品取引法研究会は、その時々々の証券市場、資本市場をめぐる様々な法律問題について、ご専門の研究者や法律実務家の先生方を中心に、また、金融庁のご担当者や実務関係の方々にもオブザーバーとして参加していただき、ご報告、ご討論をしていただく場である。研究会の都度、出来るだけ早く研究記録を刊行し、皆様のお役に立ちたいと考えている。

今回の研究記録は、平成 24 年 5 月 23 日開催の研究会における松尾直彦委員（東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・西村あさひ法律事務所弁護士）による「金商法第 6 章の不正取引規制の体系」と題するご報告と、それについての討論の議事録をお届けするものである。

松尾先生からは、現行の不正取引規制の体系に関して、その沿革と松尾先生の体系整理、主な学説上の体系整理などについて、詳細なご報告をいただいた。また、不正取引規制の体系のあり方に関して、体系上の課題や主要国の現状、体系上の整理の原則についてのご報告の後、不正取引規制の体系上の整理の試案をご提示いただいた。

このご報告を巡り、いつものように委員やオブザーバーの先生方から活発なご議論があり、大変有意義な研究記録となっている。

ご報告をいただき、議事録の整理にご協力いただいた松尾委員に厚くお礼を申し上げ、また研究会にご参加いただき、熱心にご討論いただいた委員やオブザーバーの先生方に心から感謝申し上げる次第である。

平成 24 年 7 月

公益財団法人 日本証券経済研究所
理事長 東 英 治

金商法第6章の不公正取引規制の体系

(平成24年5月23日開催)

報告者 松 尾 直 彦

(東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・
西村あさひ法律事務所弁護士)

目 次

I. はじめに	1
II. 現行の不公正取引規制の体系	2
1. 不公正取引規制の沿革	
2. 筆者の整理	
3. 主な学説上の整理	
4. 学説上の整理まとめ	
III. 不公正取引規制の体系のあり方	9
1. 不公正取引規定の体系上の課題	
2. 主要国・地域の不公正取引規制の体系	
3. 不公正取引規制の体系上の整理の原則	
4. 不公正取引規制の体系上の整理の試案	
IV. おわりに	15
討 議	16
報告者レジュメ	34
資 料	41

金融商品取引法研究会出席者(平成 24 年 5 月 23 日)

報告者	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・ 西村あさひ法律事務所弁護士
会 長	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
委 員	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	近 藤 光 男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
オブザーバー	永 井 智 亮	野村證券常務執行役員 兼チーフ・リーガル・オフィサー
〃	荻 野 明 彦	大和証券グループ本社経営企画部長
〃	藤 瀬 裕 司	S M B C 日興証券法務部長
〃	金 井 仁 雄	みずほ証券法務部長
〃	伊地知 日出海	日本証券業協会常務執行役
〃	三 森 肇	日本証券業協会自主規制本部自主規制企画部長
〃	廣 瀬 康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研 究 所	東 英 治	日本証券経済研究所理事長
〃	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	萬 澤 陽 子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	安 田 賢 治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

金商法第6章の不公正取引規制の体系

神田会長 遅刻して来られるという連絡をいただいている先生もいらっしゃるかもしれませんが、予定の時間になりましたので、始めさせていただきたいと思います。

本日は、金融商品取引法研究会の第7回会合ということになります。

本日は、私が司会進行を務めさせていただきます。

既にご案内のとおり、本日は、松尾先生から「金商法における不公正取引規制の体系」ということでご報告をいただきます。

いつものように進めたいと思いますので、まず、ご報告をよろしく願いいたします。

I. はじめに

松尾報告者 私は、この研究会の前身である証券取引法研究会から参加させていただいていましたが、オブザーバーが長くて、報告させていただくのは実は今回が初めてということで、恐悦至極でございます。しかも、「金商法における不公正取引規制の体系」という大胆なテーマで、準備していて多少後悔したのですが、恥を忍んで先生方のご指導を仰ぎたいということで、あえてそのまま用意させていただきました。

では、レジュメに沿って、順を追ってご説明させていただきたいと思います。

まず、このテーマを挙げた発想でございますけれども、ご承知のとおり、金商法は、法律の名前は変わりましたが、証券取引法の改正という形で、従来の証券取引法の体系をそのまま引き継いでおります。私は平成18年金融商品取引法制整備を担当していましたが、その際の発想として、理想としては、会社法のように新法にするほうがいいということも思いましたが、新法には恐らく3年かかるということを想定いたしまして、平成18年の次期通常国会への法案提出ということが目標でありましたので、新法は当初から直

ちに断念したという経緯がございます。

したがいまして、証券取引法の体系を引き継いで、逆に言いますと、従来の体系になじんだ方にとってはわかりやすいというメリットはありますけれども、条文をどんどん追加した結果、枝番が多くて、体系的整理は一体どうなっているのだという問題は引き続き残っております。

本来であれば、大胆にも金商法全体の体系について議論すればよかったと思いますが、不公正取引規制の体系に絞って論じたいと思います。なぜかという、注2の黒沼先生の「金融商品取引法の将来像」ではいろいろな課題が書かれているわけですが、その中に不公正取引というものもありました。平成24年改正法案の中にインサイダー取引規制の改正案が含まれていますけれども、不公平取引規制についてはそれ以外にとりたてて大きな改正もないので、ちょっとこれを取り上げてみようということでございます。

先生方には釈迦に説法ですが、順を追って説明させていただきますと、2の「現行の不公正取引規制の体系」でございます。

Ⅱ. 現行の不公正取引規制の体系

1. 不公正取引規制の沿革

ご存じのことばかりで恐縮ですが、表1は「金商法不公正取引規定（第6章）の沿革（未定稿）」ということで、いろんな先生方の参考文献を見ながら書いたもので、ちょっと正確性に欠けるところもあるかもしれませんが、その辺はご教示いただければと思います。

表2は「金商法（証取法）不公正取引規定（第6章）の推移」です。条文の改正は取り上げておりませんで、新しく規定が置かれたか、規定を動かしただけか、全部改正かだけを取り上げています。昭和22年証取法から推移を調べて書いたということでございます。

これから言えることは、レジュメの1ページに書いていますが、第1に、戦前の取引所法に係る大正3年改正により追加された規定が、昭和22年証取法を経て、昭和23年証取法に引き継がれた諸規定であるということです。

表2をごらんいただきますと、158条と167条の2と168条1項ということで、これは主に取引所法から昭和22年証取法の罰則規定に引き継がれています。

第2に、表1からもわかるとおり、米国1934年証券取引所法を参考にして昭和23年証取法に盛り込まれた多くの規定があります。157条から、158条と162条の2を除いた165条までと、168条2項・3項です。

第3に、昭和25年改正と昭和29年改正で追加になりました169条、170条と171条という規定がございます。

そのほかメジャーなものとして、昭和63年改正により追加されたインサイダー取引規制に関連する諸規定がございます。平成4年は公正確保法と金融制度・証券取引制度改革法の2本の証取法改正法がありましたが、公正確保法で不公正取引規定の整理が行われまして、おおむね今の条文の位置になったということであります。

その後、平成9年改正で161条の2が移されてきてまして、平成10年改正で167条の2が移されてきてまして、平成13年改正で162条の2が新設されてきて、私が担当した平成18年改正で165条の2が新設されてきて、つい最近、平成23年改正で171条の2が追加されたという経緯がございます。

2. 筆者の整理

平成4年改正については、森本先生の「商事法務」の解説が非常にすぐれています。お手元にお配りしていますが、私の「金融商品取引法」ではこれを参考にして金融商品取引法の不公正取引規制の体系を整理しています。

最初に、何人（なんびと）に対する禁止規定ということで、第1に、157条と158条で、これは発行市場と流通市場の両方が対象になっているということでもあります。

第2に、流通市場を対象とする規制として相場操縦関連の諸規制があるということで、159条と民事責任規定の160条と、後で追加になりました自己取引の規制（162条の2）がこのグループです。

第3に、私は投機的行為の制限に関連する諸規制というものを挙げていまして、ここの整理はいろいろ議論があると思いますけれども、金融商品取引業者等の自己計算取引の制限（161条）と信用取引等の規制（161条の2）と何人に対する空売り等の規制（162条）です。

上場会社等の役員等の禁止行為（165条）については、お恥ずかしいですが、私の本に不手際が見つかりました。私は投機的行為の制限と位置づけているのに、本文中は「インサイダー取引の未然防止規制」と書いてあるので、直そうと思っています。ただ、それをきっかけに、投機的行為の制限に関連する諸規制としても位置づけることができるのかなと思うようになりました。

第4に、インサイダー取引規制に関連する諸規制、具体的には、売買報告書提出義務及び短期売買利益返還義務（163条、164条、165条の2）、上場会社等の役員等の禁止行為（165条）、本体のインサイダー取引規制（166条、167条）があるということです。

注6でございますけれども、ここで流通市場を対象とする規制というふうに整理したのですが、今、国会に提出されて成立が危ぶまれている平成24年金商法改正法案では、166条1項の「売買等」の中に合併・分割による承継が追加されて、これは厳密に言うと、発行市場に対する規制の趣旨も一部含まれる案になっています。その上で適用除外規定で除いているという形をとってまして、理論的には注目される案です。

この点に関連しまして、一部の先生方がご参加になっている金融審議会インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ報告書（平成23年12月15日）でも、あくまで組織再編の局面に限定してということで、一般に新株発行と自己株式交付の部分を適用除外にすることについて、自己株式交付に係るものを一般的に適用除外するものではないという説明が書かれています。一度適用対象となると整理した上で適用除外とすることと、最初から適用対象とならないと整理することとは全然違うので、そういう意味では、発行市場が部分的に適用対象に入り込んでいるということで大変注目されています。改正法案が成立しないと私の本も改訂できないので、ぜひ成立して、

本を改訂したいと思っております。

第5に、不特定多数の投資者に対して虚偽または誤解を生じさせる情報を表示するなどにより投資者の投資判断がゆがめられることを防止するための何人に対する諸規制が定められています。発行市場と流通市場の両方が対象であるということで、168条から171条までということを書いています。

第6に、先ほど申し上げた171条の2です。

あと、はたと気づいたのは、私の本では167条の2について言及していません。初版ということでお許しいただきたいと思います。その意味でも、今回、非常にいろいろ考えるきっかけになったということでもあります。

3. 主な学説上の整理

先生方の前で大変お恥ずかしいのですが、レジュメの3ページで、「主な学説上の整理」ということを大胆にもさせていただいています。さらに、表3をごらんいただきたいのですが、「金商法の不公正取引規定（第6章）の学説上の整理（未定稿）」ということで先生方の教えを請いたいと思います。（未定稿）としているのは、私の整理が間違っているかもしれないので、ぜひご教示いただきたいということです。

第1に、神崎・志谷・川口先生です。川口先生はおられますので、ぜひコメントをお願いしたいのですが、最新の「金融商品取引法」によりますと、①詐欺的行為の禁止として157条1号を挙げておられます。表示規制として、不実表示の禁止（157条2号）と詐欺的表示の禁止（168条～171条）というふうに詐欺的行為の禁止の中が分けられておりますので、大くくりだと、表3にあるように詐欺的行為の禁止ということがまず挙げられております。②内部者取引規制として、166条、167条と163条から165条の2ということでもあります。③相場操縦規制として、159条1項・2項と160条、158条、安定操作規制（159条3項）、空売り規制等（162条）が位置づけられております。

私の見落としかもしれませんが、161条、161条の2、167条の2、171条

の2についてはちょっとよくわからなかったもので、ぜひ教えていただければと思います。

第2に、近藤・吉原・黒沼先生の「金融商品取引法入門（第2版）」ですと、先生方の整理の順番で書いているのですが、①内部者取引規制として、166条、167条と、短期売買差益返還（163条、164条、165条の2）とされています。②として相場操縦規制を挙げておりまして、狭義の相場操縦規制だと159条1項・2項と160条、その他の相場操縦規制で162条の2と157条の一部と158条ということになります。③一般規定として、157条と、その他の詐欺的行為の禁止（168条、169条）ということで、170条と171条は挙げられていませんが、私のほうで勝手に詐欺的行為の禁止というふうに整理させていただいております。

第3に、山下・神田先生編の「金融商品取引法概説」では、①インサイダー取引規制として、166条と167条、163条から165条の2ということで、インサイダー取引規制は皆さん条文の範囲は一致しております。②相場操縦行為等の禁止として159条、162条、相場操縦に用いられる取引の規制として162条と162条の2、③その他の不公正取引規制として、157条、158条と、その他（168条～171条）という分類をされています。

第4に、一橋大学名誉教授の川村先生編の「金融商品取引法（第4版）」では、①不公正取引等の禁止として、157条、158条と、その他の不公正取引規制として161条から162条の2、167条の2から171条まで、②相場操縦規制として159条と160条、③内部者取引規制（166条、167条、163条～165条の2）という整理であります。

4. 学説上の整理まとめ

最後に私の整理をつけております。

学説上の整理をまとめてみますと、第1に、私の整理を除くと、いずれの整理も、不公正取引規制については3つの類型に区分されている点が共通していると言えます。3つの類型とは、第1にインサイダー取引規制ないし内

部者取引規制、第2に相場操縦規制、第3に詐欺的行為の禁止ないしその他の不公正取引規制ということでございます。

第2に、表3をごらんいただくとわかるのですが、内部者取引規制ないしインサイダー取引規制の範囲は皆さん共通しています。ただ、先ほど申し上げました金商法165条の上場会社等の役員等の禁止行為の位置づけについては、4ページの注8で取り上げているのですけれども、神田先生監修の「注解証券取引法」では、インサイダー取引規制を補完する規定として理解するのではなく、当該行為が当該上場会社等の発行に係る有価証券の価格を低下させる効果を有し、ひいては、その資金調達力を阻害する結果を招く可能性が高いという特別背任的形態の不当な行為を規制する趣旨で設けられた規定であると理解する見解も見られるということで、インサイダー取引の未然防止規定としての整理ではないという見解もあるところでございます。

また、注9で引用させていただいていますが、藤田先生の「竹内昭夫先生追悼論文集」におけるご見解によりますと、役員・主要株主のように発行会社の意思決定を行う立場にある者がこの種の行為によって利益を上げ得る可能性がある、発行会社の株主（全体）から見て極めて望ましくないインセンティブを生ぜしめるため、通常の内外部取引とは別に特に禁止しているとする見解も見られます。さらに、私は、インサイダー取引規制の未然防止規制という通説的見解だけではなく、投機的行為の制限の趣旨もあるのかなと思っております。投機的行為という類型をまとめ上げる意味があるかどうかというのは異論があるかもしれませんが、そういう趣旨であると整理をしております。

第3に、大変興味深いところなのですけれども、相場操縦規制の範囲については整理が分かれております。表3をごらんいただければわかりやすいのですが、特に風説流布（158条）については、神崎・志谷・川口先生と近藤・吉原・黒沼先生の本では相場操縦規制と位置づけられています一方、山下・神田先生と川村先生の本ではその他の不公正取引規制として位置づけられているという点が注目されるということでもあります。また、空売り等の規制（162

条)についても、最初の3つの基本書では相場操縦規制というふうに整理をされている一方、川村先生の本では、その他の不公正取引規制ということで相場操縦規制としては位置づけていません。私も、投機的行為の制限と位置づけています。

第4に、必ずしも整理が明らかでないものとして、金融商品取引業者に対する規制である自己計算取引等の制限(161条)と信用取引等の規制(161条の2)のほか、「何人」に対する規制である無免許市場における取引禁止(167条の2)と新たに追加になりました171条の2があります。川村先生の本では、これらはすべてその他の不公正取引規制として整理されておりまして、自己計算取引等の制限(161条)は市場秩序を害すると認められるものを制限するのが目的であり、無免許市場における取引禁止(167条の2)は、適正な監督の及ばない市場での取引により価格形成がゆがめられることを防ぐのが目的であると整理されております。

この167条の2の川村先生の見解に関連して注目されるのが注11です。この条文は、平成10年金融システム改革法までは証取法87条の2ということで取引所のところに条文があったのを、わざわざ不公正取引規制のところに移した経緯があるわけですが、岸田雅雄先生監修の金融財政事情研究会の「注解金融商品取引法」では、167条の2について、平成10年以前には、①取引所への取引集中の確保、②取引所への行政規制・監督の確保のために、当時の証取法87条の2において市場類似施設の禁止を設けていたが、平成16年証取法改正で最良執行方針の開示義務が入ったときに、のみ行為の禁止など禁止規定が削除され、取引所への取引集中義務が完全になくなった後は、類似市場創設禁止ということの意味が失われ、むしろ証券市場に対する監督行政の実効性を担保するという②の意義に絞られたことを端的に示すものであるとされています。こういう整理からすると、果たして不公正取引規制で置くのがいいのかどうか。要は、昔の87条の2のほうがよかったとも言えるのではないかということでもあります。

第5に、近藤・吉原・黒沼先生では「損失補てんの禁止」が、山下・神田

先生では「損失補てんその他の金融商品取引業者による不公正取引の禁止」が、それぞれ不公正取引規制の一環として位置づけられていることが特徴的です。私の本でも、例えば法人関係情報に係る禁止行為や管理規定、あるいは作為的相場形成についての金融商品取引業者等の禁止行為については、それぞれインサイダー取引の禁止と相場操縦の禁止に関連づけて解説しているので、ご指摘のとおりだと思いますが、一応これらは金融商品取引業者等の行為規制のところに条文上の整理がありましたので、どう整理するかという問題があります。考え方としてはいろいろあるかと思いますが、不公正取引規制のところに持ってくるという考え方もあり得るのかもしれませんが。

Ⅲ. 不公正取引規制の体系のあり方

1. 不公正取引規定の体系上の課題

次に、4 ページの3の「不公正取引規制の体系のあり方」ですけれども、1. は「不公正取引規定の体系上の課題」です。

第1に、最初に申し上げましたように、異なる沿革の諸規定が設けられていることから、規制内容の部分的な重複が見られるということでもあります。これは諸先生方の本にも書かれておりますけれども、要件は違うのですが、虚偽等表示による財産取得禁止（157条2号）、虚偽相場利用禁止（同条3号）、有価証券売買等についての虚偽等表示禁止（159条2項3号）や虚偽相場公示等禁止（168条）の間には部分的な重複が見られるということが言えるわけでございます。また、風説流布禁止（158条）と変動操作に関する情報流布の禁止（159条2項2号）の間にも部分的な重複があるということで、これは注12にございますように、近藤・吉原・黒沼先生の本で指摘されているところです。近藤先生のコンメンタールの解説でも、158条と虚偽相場公示等禁止（168条）の間にも部分的な重複が見られるということで、やはりどうもうまく整理できていないということがございます。

第2に、これはもう皆様方ご承知のとおりなのですが、157条は一般的・

包括的な不正行為禁止規定でありますけれども、構成要件が不明確であるとの指摘があり、実際にはほとんど適用されていない一方、近時は 158 条の偽計の禁止が包括的な不公正取引禁止規定としての役割を果たしつつあり、159 条を含め、これらの規定の関係を整理する必要があると指摘されています。これは、黒沼先生の「金融商品取引法入門」や「金融商品取引法の将来像」などでご指摘いただいているところでございます。

注 15 をごらんいただきますと、川村先生の本では、「158 条は旧取引所法の規定に沿革を有し、159 条はアメリカ法を参考に導入されたという、沿革の違いが存するのみで、158 条と 159 条を分けて規制する合理性がほとんど考えられないとすれば、二つの条文を統一的・一体的に理解することも検討に値しよう」とされています。しかし、158 条と 159 条には一部重複はあるのですけれども、本体の相場操縦規制は随分違う規定なので、どうかと思うところがございます。

注 17 では近藤先生の見解を引いております。157 条は意義があるのではないかということで、私もそう思うわけでございます。

第 3 に、金商法のエンフォースメント、神田先生の言葉で言うと「法の実現」として適用事例が見られず、ほとんど死文化している規定が多く存在するということです。具体的には、157 条や 159 条 2 項 2 号・3 号、161 条や 162 条 1 項 2 号の逆指値注文の禁止、先ほどの 165 条や無免許市場における取引禁止（167 条の 2）及び一連の情報表示規制（168 条～171 条）です。

中身は申し上げられませんが、最近、弁護士業務で 171 条についてご相談にあずかったことがありました。このように実務上は影響があり得る規定と言えるのですけれども、エンフォースメントはされていないということです。また、169 条の対価を受けて行う新聞等への意見表示の制限について、私はなぜかこの規定が個人的に気になっていまして、私の本では大胆にもいろいろな見解を出しているのですけれども、169 条を厳格に適用すると、実はかなり影響があり得る規定だと思っています。

例えば講演料です。私もよく講演をするのですが、話をしたときに 169 条

に当たるかどうかという論点があります。私は、一般の講演は 169 条に違反しないと言って自己を正当化しているわけです。講演するときに、明示的に対価に関して表示するわけではないものの黙示的に表示しているのだとか、いろんな新しい解釈を打ち出して自分のためにいろいろ書いています。余り注目されていない規定ですが、厳格に解すると、よく考えたほうがいい場合もあるのではないかと思います。エンフォースすると大変なので、エンフォースしていないのかもしれないと思わないでもないですが、現実的にはそういうふうになっております。

2. 主要国・地域の不公正取引規制の体系

次に、また大胆なのですが、2. で「主要国・地域の不公正取引規制の体系」です。

英語圏のところはまだいいのですけれども、ドイツについては、私はドイツ語がわからないので、日本証券経済研究所のすぐれた翻訳を利用させていただきました。後ほど神作先生に教えていただきたいと思います。

表 4 の 1 枚目はイギリスとドイツ、2 枚目が E U と香港です。アジアは、香港、シンガポール、オーストラリアあたりかなと思ったのですけれども、とりあえず香港を取り上げております。アメリカは、皆様方ご存じのように複雑過ぎるので割愛しております。

この辺も先生方にむしろ教えていただきたいのですが、これを見ますと、不公正取引規制の柱としては、まずインサイダー取引関連の規制があります。ただ、これは既にいろいろご指摘があるところですが、いずれも情報伝達者の行為の規制も含まれているというところが日本と違うところです。また、もう一つの柱として相場操縦の禁止が定められ、これらに加えて詐欺的行為の禁止が定められています。一方、米国 1934 年証券取引所法 10 条 (b) 項や金商法 157 条 1 号のような包括的な不正行為規制は定められていないように思われます。

具体的には表 4 をごらんください。イギリスの 2000 年金融サービス・市

場法では、①インサイダー取引（insider dealing）関連の規制、②相場操縦取引（manipulating transactions）の禁止、③操作的手段（manipulating devices）、これは偽計に当たるものだと考えていいと思っているのですけれども、この禁止、④誤解を生じさせ（misleading behavior）及びゆがめる行為（distortion）の禁止などが定められております。また、日本に似ていますが、適用除外取引ということで自己株式取得プログラムや安定操作があります。さらに、これはイギリス的で、テイクオーバー・コードの明示する規定に従った行為は当たらないということになっております。

次に、ドイツです。ドイツもインサイダー取引関連の規制と市場操作の禁止が大きな柱ですが、注目すべきものは市場操作の禁止です。資料の中に日本証券経済研究所発行のドイツの有価証券取引法がありますので、その 35 ページをごらんください。20 a 条の（1）で「①次の各号に掲げる行為は、禁止される」とあって、非常に幅広い禁止規定になっております。

例えば 1 ですと、「ある金融商品の評価に重要な事情に関し不実な若しくは誤解を生ぜしめる表示をし、又は、そうした事情を法令に違反して秘匿すること」。2 として、「取引又は売付委託若しくは買付委託であって、金融商品の需要、供給又は取引所価格若しくは市場価格に関する虚偽の若しくは誤解を生ぜしめるシグナルとなるような又は人為的な価格水準を作り出す性質を持ったもの」。3 として、「その他の詐欺的行為であって、ある金融商品のドイツ国内取引所価格若しくは市場価格又はある金融商品のドイツ以外の EU 加盟国若しくは欧州経済圏条約締約国の組織市場における価格に影響を及ぼす性質を持つもの」。

先ほど包括的な不正行為規定はないと申し上げたのですが、20 a 条（1）の①の 3 は、その他の詐欺的行為であって、組織市場における価格に影響を及ぼす性質を持つものということで、かなり広い、包括的な禁止規定のようにも思われます。市場操作の中に情報に関するものや詐欺的行為の禁止が入っているということは、例えば偽計を相場操縦規制の一部として整理されている先生方の考え方とも整合的かなと思われるわけですが、

この点、神作先生やほかの先生方にご教示いただきたいと思います。

次に、EUです。表4のEU市場濫用指令（Market Abuse Directive）をごらんください。主に、インサイダー取引関連の規制と相場操縦の禁止がその柱として定められていると思われます。興味深いのは、発行者の経営責任者による当局への取引の通知義務や、リサーチ・投資戦略推奨者による情報公正表示といったアナリストに関する規制もここに入っているという点です。

香港も3つに分類できるのではないかと考えています。①インサイダー取引関連の規制、②相場操縦関連の規制、③詐欺的取引が定められております。インサイダー取引規制では情報伝達者の規制などが手厚くなっていて、日本法を考えるに当たっても参考になると思うわけですが、注目していただきたいのは、禁止取引に関する情報開示（276条）です。資料の中の「Hong Kong Ordinances」をごらんください。276 Disclosure of information about prohibited transactions の（1）を見ると、これ自体は相場操縦的規制と理解するほうがいいのではないかと後で思い直したのですが、とりあえずこのレジュメでは③詐欺的取引として整理しています。

ちなみに、香港の条文の順番を見ますと、Price rigging が275条、株式市場操縦が278条で、276条と277条が相場操縦の規定の間に入っているものですから、類型的には、275条から278条を相場操縦規定として全体を整理したほうがいいのかも说不定とレジュメを書いた後で思いました。

3. 不公正取引規制の体系上の整理の原則

ということで、3. は「不公正取引規制の体系上の整理の原則」です。

私見ですが、第1に、金商法の目的は投資者保護と資本市場の健全性の確保であり、金融商品取引業者等の行為規制についても、不公正取引規制の性質を有するもの、例えば法人関係情報や作為的相場形成の禁止がもともと含まれていますので、金商法6章の不公正取引規制については、金融商品取引業者等でない何人に対する規制として純化したほうがいいのではないかと原

則的に考えています。

第2に、現行の体系をできるだけ生かす観点から、主要国・地域（特にイギリス）の不正取引規制の体系を参考にしつつ整理すると、①現行の日本の一般的な不正行為禁止規定、②相場操縦関連の規制、③インサイダー取引関連の規制、④詐欺的行為の禁止、⑤その他の規制に区分することが適当であると考えます。

第3に、一般的な規制から具体的な規制の順序で規定することが適当であると考えます。

4. 不正取引規制の体系上の整理の試案

以上を踏まえて整理した試案を提示してみますと、第1に、一般的な不正行為禁止規定として157条1号及び158条を規定する。私自身は、158条は、広い意味での相場操縦関連規制としてドイツ的な整理をするのではなくて、157条1号とあわせて一般的な不正行為禁止規定として整理するのがいいのではないかと思っています。

第2に、相場操縦関連の規制を規定する。私は投機的行為の制限を別にしたのですが、投機的行為の制限規定も相場操縦関連規制でいいのではないかと思います。165条は、通説的見解には反しますが、余り使われないので、インサイダー取引関連の規制としてではなく、投機的行為の制限に係る規定として整理していいのではないかと考えます。具体的には、157条3号、159条、160条、162条、162条の2及び165条、これらは相場操縦関連の規制として位置づけます。

第3に、金融商品取引業者の自己計算取引等の制限（161条）と信用取引等の規制（161条の2）は、業者規制として位置づけて3章に移せばいいのではないかと思います。適用対象が限定されているので、業者の行為規制として整理するわけです。

第4に、インサイダー取引関連の規制として、165条はインサイダー取引関連の規制としては整理せず、163条、164条、165条を飛ばして165条の2、

166条、167条を規定する。もちろん、インサイダー取引規制の内容に関する立法論はあるわけですが、それはまた大変なので、原稿を書くときにちょっとつけ加えるかもしれません。要は、情報伝達行為とか発行者の役員が取引した場合の通知義務とか、諸外国の規制を参考にすると日本の規制も足りないところがいろいろあるわけですが、ここでは単に順番の問題として、それは書いておりません。

第5に、詐欺的行為関連の規制として、157条2号の重要事項についての虚偽表示・誤解表示の禁止はむしろ後ろに持ってきて、168条、169条、170条、171条と一緒に規定するということです。

第6に、167条の2は、趣旨からすると、昔のように取引所に係る規制として戻してもいいとは思ったのですが、何人に対する禁止規定なので、ちょっと座りが悪いのですが、やはり不公正取引規制として位置づけるのかなと思います。171条の2も、登録義務の担保のための規制なので、登録の規定に置いてもいいのですが、無登録業者という意味では何人に対する規定でもあるので、不公正取引規制として残してもいいかなと思います。第6章の不公正取引規制は何人に対する禁止規定であるという位置づけですが、171条の2は業者のところでいいのではないかという整理もあるかもしれません。

Ⅳ. おわりに

最後に、「おわりに」です。

金商法には残されている課題が多々あって、理想を言うと新法なのですが、なかなか大変だということです。また、最近の金融庁の法改正は、若輩OBの私が言うとはよくないかもしれませんが、平成21年改正による売出し規制の見直しや金融ADR制度の創設などの考え抜かれた改正もみられますが、必要に迫られた状況対応型の改正が多く、体系上はおもしろくないところがあります。もうちょっと理論的に楽しい改正をしてほしい、奥の深い改正をしてほしいと思っています。私ごときが体系的思考と言うと僭越で

すので整理と言ってみたのですけれども、これを1つの参考に、今後、体系的整理の議論がなされることを期待して、大胆なご報告をさせていただきます。ぜひともご教示のほど、よろしくお願いいたします。

討 議

神田会長 大変刺激的なご報告を、どうもありがとうございました。

残りの時間は自由討議でございますので、どなたからでも、ご質問、ご意見、どんどん出していただければと思います。いかがでしょうか。

川口委員 先ほどご指名でしたので・・・(笑い)。

158条について、我々の本では、相場操縦のところに分類されているが、そうではないのではないかというご指摘がありました。158条では、「相場の変動を図る目的をもつて、風説を流布し、偽計を用い、又は暴行若しくは脅迫をしてはならない」と書いてありますので、この条文を念頭に置く限りは、相場操縦的な意味合いが強い条文で、私はそのままで良いのではないかと考えております。私自身は、157条1項1号の「不正の手段、計画又は技巧」を詐欺的な行為を禁止する包括的な規定としておき、158条以下は各論として置いておくというのでよいのではないかと考えております。

つぎに、162条の空売り規制ですが、確かに条文だけ見ると相場変動というのは出てこないのですが、現在の運用といいますか、政令では、相場が下落する場面において空売りを禁止するものとなっています。その目的は、相場が下落傾向にあるなか、さらに、相場を引き下げようとする取引を禁止するものとなっていますので、やはり、相場操縦的なものという位置づけで良いのではないのでしょうか。

そのほか、松尾先生の作成された表の空欄についてで、条文の分類ができていないんじゃないかというご指摘をいただきました。もともと、松尾先生のように、最初に分類を明確にして、各条文をそれに当てはめていくという方法ではなく、典型的な類型のみ取り上げております。また、171条の2などは恐らく分類は不可能でして、置くところがここしかなかったので、最後

につけ加えたというだけの話なのかなと思っております。

松尾報告者 私が質問してもいけないのですが、この場で例えば 161 条とか 161 条の 2 とか 167 条の 2 を整理されるとどんな感じになるのでしょうか。

川口委員 161 条の 2 などなかなか分類が難しいような気がします。その他の不公正取引の規制という分類ではだめなんでしょうか。

松尾報告者 今、川口先生がおっしゃったことで、158 条の要件の中に、「相場の変動を図る目的」というのは確かにあります。確かに、相場操縦の禁止という類型に、広くとらえれば入り得るというのは、ご指摘のとおりだと思います。

一方で、158 条は、要件として「相場の変動を図る目的をもつて」のほかに、「取引等のため」というのがあって、どちらかというと、エンフォースではこちらのほうが使われているように思われます。そうとらえると、相場操縦規制の範囲をドイツみたいに広くとらえれば、ほとんど全部入ってきてしまうわけでございます。158 条の「取引等のため」はエンフォースを見ると何でもかんでも入れているので、非常に広く解されていて、読みやすいのかなということです。

ただ、余談になりますが、A I J 事件で、報道を見ていると、158 条の適用が想定されていないようですが、なぜなのかなと私は不思議に思っていました。158 条の偽計でいけるではないかと思うわけです。「取引等のため」と読みにくいと思ったからなのかなと推察しています。しかし、「取引等のため」を広く考えますと、投資一任業務等を通じた取引等のためと読めないこともないので、別にいけるではないかと思わないでもありません。余談ですが、このように要件を広く解しているのが実態のように思います。そうすると、どちらかというと、やはり 157 条に近いほうに引きつけて理解するほうがいいのかと私は思った次第でございます。

空売り規制のところは、確かに下落局面における相場に影響を与える行為を禁止しているので、確かにそこはご指摘のとおり側面は間違いなくある

と思っています。私は、そこは投機的行為の制限と整理していて、先ほど申し上げたように、ここは広く解せば相場操縦行為等の禁止に入ります。この点については、川村先生に、むしろ相場操縦規制とは分けてその他の不公正取引規制として整理されている趣旨をお伺いしたいところですが、ちょっとおられないので、私のコメントとさせていただきます。

近藤委員 6ページから7ページにかけてご提案されているところです。157条について、要するに1号、2号、3号は、全部3つに分けてしまうという発想かと思います。これは、157条が一般的に不公正取引を禁止するという趣旨からすると、それを分断することによってマイナスの影響は出ないのでしょうか。つまり、包括的に不公正取引を157条全体で押さえている。それを別々の所に整理してしまうと、規制の対象が変わってくるとかいう問題は起こらないのでしょうか。

松尾報告者 この点については、学説上は、157条の中でも10条（b）項に由来する1号が最も一般的な不正行為の包括的な禁止規定だという整理が多くて、2号と3号は、むしろ1号に比べると具体的な規制になっているということで、ここで落差があるのではないかと思います。この157条の2号・3号と、例えば158条を比べますと、むしろ158条のほうがより一般的な要件になっているのではないかと思います。

157条1号と158条を一般的な不正行為禁止規定に位置づけて、2号と3号はそれぞれのグループにおける一般的な詐欺的表示の禁止とか、一般的な相場操縦の禁止規定と位置づけられないかと思います。ただし、157条3号は、「虚偽の相場を利用する」と規定されており、1号よりも要件が具体的に定められています。3号の内容をみると、相場操縦規制の一般規定にもなっていないくて、むしろ159条の相場操縦規定の2項3号に近いような気がします。例えば、157条3号と159条2項2号・3号をどう整理するのか、条文を書けと言われてもなかなか難しいところがあります。ですから、相場操縦規制グループとして、一段と具体的な規定として整理したほうがいいのかと思った次第でございます。

神田会長 関連して、私も一言だけご質問させていただきたいと思います。

そもそも、これを整理されるときに整理の視点というか、整理の原則と呼んでおられましたが、私はこれがちょっとまだちゃんと理解できていないようです。具体的な例を1つ挙げると、一般的な不正行為と詐欺的行為というのはどう違うのですか。

松尾報告者 確かに、一般的な不正行為を詐欺的行為の禁止ととらえると、同じではないかということです。言葉の問題かもしれませんが、私としては、詐欺的行為の禁止と言っているのは、一般的な不正行為禁止規定にも詐欺的行為の禁止の趣旨は当然入っているわけですが、それよりも、より具体的な構成要件類型になっているものがあり、より一般から具体へということで、ひとまとめにしたという程度のものでございます。

ご指摘のとおり、157条という使われない条文があるので、かつ後ろのほうの168条、169条、170条と171条も、使われない条文シリーズみたいな感じで、実態としては詐欺的行為の禁止というのは業者規制で対応しているのが中心で、何人に対する規制がエンフォースされていないというのが実態です。そもそもこのように使われないような禁止規定が要するのかという議論にもなり得るところです。ここでの詐欺的行為の禁止というのは、先ほども157条2号・3号について申し上げましたが、157条1号よりは構成要件が具体的な規定だと整理しております。

黒沼委員 幾つかコメントみたいになります。

まず、158条は、沿革的には相場操縦の禁止から始まりました。当初は、有価証券の募集、売り出しのためというのは、発行市場における相場操縦を念頭に置いていたようです。それが、昭和22年の証券取引法制定のときに、「有価証券の売買その他の取引等のため」も入ったために、より一般的な規定になった。そういう意味からすると、現在の158条は、一般的な不公正取引の禁止規定の側面と、相場操縦行為の防止のための規定の側面があって、前者は157条と一緒にしてしまえばいいし、後者は、本体が禁止されたのだから、要らないといえれば要らない。

そういった一般的な詐欺的行為の禁止規定と、168 条以下の具体的な禁止規定の関係ですが、要件が少しずつ違うので、個別規定になっているというのはそのとおりですが、これも 157 条や 158 条を幅広い事例に適用できるのであれば、要らない部分がかなりあるのではないかと思います。

それから、整理をするときに、少なくとも私は、感覚的には、一般的な詐欺禁止規定の上に相場操縦とインサイダー取引と、それ以外の幾つかの典型的な不公正な取引規制が置かれているというイメージを持っています。そういう意味で言うと、少し違和感があるのは、松尾先生が投機的行為の制限と整理されているものですが、これは投機的行為を制限する目的は何かという観点から分類したほうがいいのではないかと思います。それが相場操縦の防止であれば相場操縦規制だし、それ以外の目的があるのであれば、そうじゃないかと思います。

その点からいうと、161 条以下の規定は、やはり少し性質の違う規定であります。161 条は業者の過当取引の規制、161 条の 2 は信用取引の規制で、これはいずれも業者を通じての規制という整理になるので、理論的には、ここに置くのがいいのかというのはちょっと問題があるし、だからこそ整理が難しくなっているのではないかと感じました。

藤田委員 これまでの質問とも重なるところが非常に多いんですが、現行の条文の内容をそのままにして並べかえて体系をつくるのかという疑問です。今、黒沼先生が指摘されたように、条文の内容、中身も多少は整理することを同時に考えるとするなら、位置づけがわからなくなる規定はもっと少なくなるかなという印象を持ちました。先ほどの 158 条などもその例かもしれないと思います。

これも黒沼先生の指摘と全く同じですが、投機的行為それ自体が禁止の対象とか類型になるわけではないのは、私もそのとおりだと思います。その典型例が 165 条です。この条文については、何のために一般的な投機の禁止、例えば空売り禁止などに加えてこれが置かれているのかということから説明しないと、体系的に位置づけられない。

ちなみにこの条文との関係で私の書いたものを引用されていたので、誤解のないように申し上げておきますと、私は、これが内部者取引に関する規制ではないと言っているのではないのです。あの論文の主張は、内部者取引規制は、一般に市場の公正確保の目的の規制と言っているが、それで説明し切れない部分もあるのではないか、例えば短期売買差益の返還とか、この条文(165条)とかは、受任者である取締役等が会社のためにならないことをする、あるいは会社の利益と離れて個人的利益を得るようなことを禁止しているという視点がないと、説明できないのではないかということを行ったものです。市場の公正という側面と、会社財産である情報の利用の制限という両面が内部者規制にあるのではないかという趣旨なので、165条だけを取り出して別の分類軸に持っていくような体系化とは相容れない考え方です。

いずれにせよ、この規定だけではありませんが、投機行為の規制という独立のグループではなくて、何のための投機を規制しているのかという機能的な観点から、再分類し直したほうがいいと思います。

松尾報告者 投機的行為の制限のところは、確かに私自身も相場操縦規制の一環ではないかと整理していきまして、独立して分類するのがいいのかどうかというのは、ご指摘のとおりだと思います。

ちょっと力不足で、そこまでするのも大変なので、中身の整理はしてなくて申し訳ないのですが、確かに重複している部分をそのまま整理しても、順番をいじっただけで問題の解決にならないので、中身の整理をすると、重複した部分を1本に絞るとか、本当はそのほうがいいのかと思います。

結局、その問題を突き詰めて考えますと、インサイダー取引規制の構成要件の論点ともつながりますが、なぜ具体的な禁止規定があるかということ、一般的な規定はエンフォースしにくいので、できるだけ具体的な規定を使ってエンフォースをするということでしょう。そうした具体的な規定からこぼれ落ちたものを一般的な規定で拾い上げるという考え方があります。

ただ、昨今の158条をめぐる議論があるように、偽計というのが虚偽性があれば使いやすい。風説の流布も、エンフォース事例は結局ほとんど虚偽の

事案です。合理的根拠のないいうわさであって、虚偽ではなくても風説に当たると解されていますが、実際には虚偽の事案に使われて、偽計も、虚偽の手段を使った場合で、虚偽であることは立証しやすく、虚偽であればこれに当たるということで、158条は使いやすいとの指摘が可能です。行政当局や司法当局にとっては、虚偽性ということで、詐欺とも共通するので、使いやすい規定になっていて、よく使われるのかなと思います。

逆に言うと、158条がよく使われるので、虚偽の相場の禁止規定とかは使う必要はないことになります。まさにご指摘のとおり、一般的規定で対応できるなら、具体的規定をエンフォースする必要はないことになります。そうすると、こういう具体的規定の存在意義が問われますが、一方では、今あるものをなくすのもどうか、何か使い道があるのではないかという気がしています。要は、プリンシプル禁止規定に一本化するという影響も指摘したほうがよかったのかもしれませんが。そういうこともあって、理論的には廃止したほうがすっきりする規定も多い。168条、170条や171条もそうです。

レジュメには書いていませんが、先ほど申し上げたように、私は最近171条についていろいろ調べる機会がありました。川村先生の本では、170条というのはキャピタルゲインに関する規定で、171条が一定の配当等の表示ということで、インカムゲインの禁止の規制だと書かれていて、非常に興味深い見解だなと思いました。ただ、170条というのはキャピタルゲイン云々というより元本はそのまま維持できますよとか、そういうことで、171条自体も、配当というのはあくまでも例示であって、構成要件として「利益の配当、収益の分配その他いかなる名称をもつてするを問わず」ということで、収益の分配の中に、実はキャピタルゲインの分配も入り得ますから、171条をインカムゲインの問題に限定するという解釈はちょっと難しいのではないかと思います次第です。

このあたりの条文は、昔のインベストメントにおける座談会以来、特に余り研究も進んでいない分野で、私の本でも、昭和29年の昔の「ジュリスト」の2けたの号に載っていた立案担当者の見解に依拠しているだけで、研究が

余り進んでいなかったのですが、先ほど申し上げましたように、現状の実務でも問題になり得る規定であります。

ですから、個別の規定を整理するというのはそうですが、今あるのをなくして穴があかないか大丈夫かなというの也有ります。もちろん、頭の体操にすぎないので、そんなことを気にする必要はないのかもしれませんが、元立案担当者としては、立案担当者はそういうことを考えるだろうと、なくして大丈夫かな、穴があかないかなとかいうことで、なかなか整理しづらいというところはあるかもしれません。ただ、法制上、本当に大胆に整理するときは、重複があると整理がつかないので、重複がないようにうまく体系的に整理するしかないと思います。特に、虚偽の相場絡みの規定とか、1本にまとめるほうがいいのかなどは思います。

藤田委員 たびたびの質問で申しわけありません。もうちょっと一般的な話を伺いたいと思います。

たしか報告でイギリスの体系を参考にされたと言われたと思います。そこでイギリスの体系とこの分類がどう対応しているのかということと、イギリスの体系がどうなのかという2点の質問です。

レジュメによると、イギリスの規制は、「①インサイダー取引（insider dealing）関連の規制、②相場操縦取引（manipulating transactions）の禁止、③操作的手段（manipulating devices（偽計））の禁止及び風説流布（dissemination）の禁止、並びに④誤解を生じさせ（misleading behavior）及び歪める行為（distortion）の禁止」となっています。松尾先生の体系のうち、インサイダー取引と相場操縦については、確かにイギリスの体系に対応物がありますが、それ以外が直接的な対応物がありません。おそらくイギリスの規制にいう「③操作的手段」というのが、松尾先生の「一般的不正行為」におおむね該当し、イギリスの規制にいう「④誤解を生じさせ及び歪める行為」が先ほどから議論になっている「詐欺的行為関連」とおおむね対応するという理解でよろしいですか。詐欺的行為として拾われている行為というのは、だいたい誤解を生じさせたりする表示なので、そういうふうに対応

しているのではないかと思ったのですが。

次に仮にそうだとすると、イギリスの①から④というのはどんな関係なのか、そして松尾先生の体系と同じなのかということが気になります。というのもイギリスの規制は、「③操作的手段」が総則で、残りの①インサイダー取引規制、②相場操縦規制、④誤解を生じさせ及び歪める行為の禁止が各則という関係ではないようにも見えます。そうすると、松尾先生の体系は、分類項目はイギリスから受け継いだものの、イギリスの規制とは位置づけが大幅に変更されたということになります。そういう理解でよろしいでしょうか。

松尾報告者 イギリスを参考にした趣旨は、先生のご指摘のとおりです。確かに、私はイギリス法の専門ではないので、法律だけを見ていてもわかりにくいので、お配りしていませんが、F S Aのハンドブックとかを見ていると、例えば④の誤解を生じさせるとかゆがめる行為の、いろいろな具体例が書いてあります。法律だけを見ると非常に一般的な禁止規定ですが、具体例が書いてあります。ハンドブックも一応日本と違って法律上の根拠があります。金融サービス・市場法に、F S Aはガイドラインを定めることができるという規定がありますので、ガイドラインは法的根拠があって、府令に近いような性格です。ご指摘のとおり、④は、それが正しいかどうかは別ですが、一般的な詐欺禁止規定よりも具体化された禁止行為のイメージで整理しています。

神田会長 もう1点、黒沼さんや藤田さんがおっしゃったことと関連すると思いますので。

規定を一般的に書くか、具体的に書くかという、一般か、具体かという話と類型とは、やはり別の次元だと思います。例えば、インサイダー取引規制について、一般的な規定を置くのがいいのか、具体的な規定が必要なのかというのは、確かに多くの場合、エンフォースメント・コストの問題だと私は思っています。しかし、それは、各類型について問題になることです。これに対して、類型をどうつくるかという話、すなわちジェネリックな類型は何かということは別次元の問題だと思います。それは恐らく機能的にという問

題になる。例えば内部情報を使うという分類でインサイダー取引規制とそれ以外の規制も含めると、それで1つの類型。もう1つは、相場を人為的に動かす、あるいは動かそうとして何らかの行為をする。そのほかの類型としては何でしょうか。例えば、虚偽の表示をするとか。だますとか。そういった違法な行為の類型の話が、一般か具体かという話は別の次元としてあるように思いますが、どうでしょうか。

松尾報告者 確かにご指摘のとおり、各国の不公正取引規制を見ますと、大きな柱として、インサイダー取引規制と相場操縦規制というのは必ずあって、それに、ドイツなどは、私の理解が正しいかどうかわかりませんが、市場操作の中に、今ご指摘の不実表示禁止とかの規定を入れて、2大柱として後者の相場操縦規制の中に虚偽表示禁止を入れるという整理をしています。イギリスは、もちろん明示的にはそうなっていませんが、イギリスや香港、香港もイギリス系ですが、どちらかというと、ドイツでは広く相場操縦規制の中に入れられている虚偽・誤解の情報開示禁止を独立させて、3本柱にしているというイメージです。

私の本で書いていた投機的行為の制限については、確かに何のための禁止なのかということとはご指摘のとおりでございまして、整理をすると、相場操縦規制グループの類型に入るのかなと思います。ですから、ご指摘のとおり、それぞれの類型があって、それぞれの類型の中で一般的な規定から具体的な規定ということで、私の整理は、157条2号・3号については、むしろ一般的な禁止規定というよりは相場操縦規制絡みとか、詐欺禁止絡みで整理するほうがいいかなと思っています。

結局、香港もイギリス系なので、主としてヨーロッパですが、ヨーロッパと違うのは、やはり157条1号、アメリカの10条（b）項的なものが、日本とアメリカではあるということが特徴的かなと思っています。それに関連して158条があるので、158条をどう整理するかが問題となります。より一般的なものとして整理するのか、あるいは相場操縦規制グループに入れてしまうという整理があるかなと思っています。

結局、大きな整理の仕方として、インサイダー取引規制グループと、相場操縦規制グループの2本柱にしてしまうことも考えられます。これに対して、3本柱にすると、インサイダー取引規制グループと、相場操縦規制グループと、虚偽情報表示規制グループに分かれるという類型にして、その中に各規定を置くということかなと思います。私の投機的行為の制限規制は、相場操縦規制グループだということかなと思います。

中東委員 壮大なご報告、ありがとうございました。

黒沼先生や神田先生のご発言にもありましたように、概念の整理がいま一つわからないという問題意識から、質問させていただきます。不公正取引についてもそうですが、開示規制との関係をどのように理解したらいいのかも考えなければならないのかなと思いました。発行市場、流通市場、それぞれに関する規制があり、不公正取引として分類されているものについても、その規範の名宛人が発行者であるものもあれば、会社関係者であるものもあり、何人でもあるものも存在しています。また、先ほど興味深いお話を聞かせていただいた169条にいたしましても、もともとは米国でも1933年の証券法で規制されたものが由来になっているということでもあります。そうしますと、発行市場や流通市場の規制との関係を整理することが有意義なのかもしれないと思うのですが、先生がどのようなご見解でいらっしゃるかお教えいただければ幸いです。

松尾報告者 発行市場、流通市場の問題は、私は以前、公開会社法制絡みで「商事法務」にちょっと書いたことがあります（松尾直彦「公開会社法制と金融商品取引法」商事1898号46頁（2010））。どちらかというと金商法は流通市場規制の色合いが強いところがあります。例えば、インサイダー取引規制などがそうです。結果として、発行市場が規制対象に入っていないくて、先ほど申し上げたように、今回、平成24年金商法改正法案によりインサイダー取引規制の対象に発行市場の行為をちょっと入ろうとしているというのが非常に注目されるわけです。

公開買付規制もそうです。発行市場の行為は、平成18年改正により「新

規発行取得」の概念が入りましたが、依然として原則として入ってこないといえます。このように金商法全体の体系にかかわる問題で、余り理屈になっていないような議論として、開示規制は別として、発行は会社法で規制しているからいいのだという議論がありました。その論点はここでは取り上げていませんが、それもあわせ考えると、どんどん論点が広がって書けなくなってしまうのですが、確かにその論点はあります。

不公正取引規制の禁止も、現状の整理としては、より一般的な規定は、発行市場の行為も入っています。森本先生の整理を参考にすると、そういうことになります。インサイダー取引規制は、基本的には流通市場の規制です。159条も流通市場の規制です。信用取引や空売りの規制もそうですが、大体、有価証券の売買、流通市場の行為を禁止しているものが多くて、発行市場の行為を規制しているものは少ないわけです。でも、後ろのほうはそうでもないわけです。後ろの170条とかは、発行市場も入ってくるということで、この辺が整合的ではないようにみえます。確かに、そういう視点で整理すると、ますます今の体系を理解しにくくなってしまうので、今後、原稿を考えるに当たっては、先生の大変ありがたいご指摘を考慮して、うまく整理できないと思いますけれども、考えたいと思います。

中村委員 中東先生がおっしゃったように、壮大なご報告で、素直にいろいろ質問すべきでしょうけれども、いろいろ思いついたことを雑感めいてお話ししたいと思います。

まず、神田先生もおっしゃいましたように、不公正取引なのか、詐欺的行為なのかがよくわからないねと言っているところにもつながりますが、そもそも広い意味の不公正取引禁止規制を考えた場合、何が対象になるか。何ををもって不公正かという禅問答的なところもありますが、一応、市場の公正あるいは取引の公正というものを前提に考えると、金商法のもとで、不公正取引あるいは不公正行為として禁止すべきものは、実は体系全体にわたっていて、情報開示のところでも、既にご指摘いただいたように、虚偽の目論見書を使って有価証券を売りつけてお金を巻き上げるというのも、やってはいけ

ない不公正行為だと思います。

損失補てんは業者が名あて人ですけれども、これも取引の公正という観点からはやってはいけないことなんでしょうと思います。そういう意味で、松尾先生がご指摘されたように、今、不公正取引の章に入っている 161 条、161 条の 2、これがなぜここに入っているのかは、ちょっと不可解な面もありますが、大昔にさかのぼってみると、不公正取引の章は罰則の対象になっていたけれども、業者規制のほうは、損失補てん規制が入るまでは、基本的には行政処分の対象だったということで、より悪質性の高いものだからこちらのほうに、こちらのほうというのは不公正取引の章に、整理されていたのかなと。ただ、損失補てんの規制が、場合によっては不公正取引の章に整理することも可能だったにもかかわらず、要求している顧客も対象なので、さらに位置づけがあいまいになっていますが、業者の章に入っています。

全体を通じて、取引の公正、市場の公正を害する行為は分かれていて、情報開示規制、業者規制に関連するものを除いたものが、不公正取引の章に実はまとめて入っているのではないかと。そういう意味で、類型化はできるかと思いますが、体系化していくというのは結構難しいのかなという感想を持っています。

例えば、不公正取引の章に入っている 170 条、171 条がブルースカイローに由来するのではないかとというご報告がありましたが、これは、出資法 1 条と同時立法された規定だったかと思いますが、匿名組合に対する出資勧誘を規制する出資法 1 条の立法目的は、今や金商法のもとで匿名組合を初めとする出資が金商法の保護対象になってきた以上は、金商法の対象とする不公正取引と実際には同じになってきているので、これとの統合というのも、本来は問題になってくるのではないかと思います。

あと、落ち穂拾いの的に申し上げると、罰則のところにある 202 条の取引市場によらない差金決済の禁止も、やはり不公正行為になってくると思います。そういう意味では、今、ごった煮的な性格があると言ってしまうえば身もふたもありますが、やってはいけないものが、きちんとやってはいけないもの

として決まっている限りにおいては、どう体系的に整理しても、実務家としてはいいのかなと。

ただ、1点だけ、松尾先生がおっしゃった中で気になったのが、金商法のもとで「取引等のため」とかいう文言を広く考えるならばとおっしゃいましたが、金商法はやってはいけないことを明確に禁止するとともに、他方で取引を萎縮させることは避けるべきだと思いますので、不用意に拡張解釈をすることについては、私はちゅうちょを覚えます。

以上、長々となりましたが、感想めいた雑感でございます。

松尾報告者 まさにご指摘のとおりで、私は、金商法6章の不正取引規制の体系ということで、まず自分で意図的にこの報告の土俵を設定しています。理由は、ご指摘のとおり、金商法の行為規制のところには若干触れましたが、金商法のあちこちに不正取引の規制に類するような規定があって、なぜここにそうした規制が置かれているのだという問題があります。確かにご指摘のとおり、損失補てん等の要求禁止の適用対象とされている「顧客」というのは、これは何人に近い存在ともいえます。「金融商品取引業者等の顧客」という限定があるにしても、なぜ業者規制を定める金商法3章に置かれているのかという問題があるかもしれません。

確かに、土俵を設定する前の段階で、なぜこれらの規定だけが第6章に置かれていて、なぜほかの規定はそれぞれの今のところに置かれていて、かつその第6章以外の章に置かれている不正取引規制の性格を有する規定がそのままの位置でいいのかどうかも検討しないと、本当は包括的な検討にならないというのは、ご指摘のとおりです。原稿を書くときは問題提起だけして、ただ、本報告では6章に限定して検討させていただいたということです。先ほどの発行市場と流通市場に関するご指摘も、金商法全体にかかわる問題だと思いますので、そういう意味で大変貴重なご指摘をいただきまして、本当にありがとうございます。これからさらに考えていきたいと思っています。

神作委員 ドイツの不正取引規制は、基本的にはEU指令に基づき国内法されたものでありまして、EU指令は、業者のルールについてはM i F I D

のほうで規制し、それに対して市場濫用規制は、－市場の機能を確保するという観点からインサイダー取引と、相場操縦という言葉は使わなくて、マーケット・マニピュレーション（市場操作）という言葉はEUでは使っていますがこの市場操作の2つが柱となります、－市場濫用指令という別の指令で対応しています。そういう意味では、体系的には、EUは割合きちんと分かれていて、保護法益と申しますか、何を保護するのかという観点から区別されていると思います。したがって、単なる契約の締結、一任契約等の締結が市場操作に当たるということは、EU法の下ではないのではないかと思います。市場濫用指令は、市場の機能を保護するという立場を前面に出していると思います。もっとも、基本的には、ヨーロッパの市場濫用規制、とりわけ市場操作の規律などは、むしろ後進国と申しますか、最近になって導入したものですから、その分、理論的には割合体系立って作られているのかもしれませんが、しかし、現実の規制やエンフォースメントが理論・体系どおりにスムーズに行われているのかは、必ずしも保障されているところではないかと思っています。

松尾報告者 EU指令の入れ方が国によって違うというのは非常に興味深くて、表4をごらんいただければと思います。例えば、イギリスでは、金融サービス・市場法の118条の各項でいろんな行為が禁止されていますが、相場操縦（manipulating transactions）と、それぞれ項を分けて書いています。manipulating devices、disseminationと、あと誤解を生じさせる行為とゆがめる行為というのは、実は同じ118条（8）項の（a）、（b）に分けて書いてあります。（8）項ですから、共通するものとして書かれているわけです。先ほど申し上げましたが、ドイツで注目すべきは20a条ということで、いろんなものがまとめて書かれています。ドイツが内部者取引規制と相場操縦規制の2本柱が明確に出ていて、相場操縦規制の中で、先ほど申し上げました虚偽情報開示禁止が入っていて、そこがドイツ的な整理なのかなと思います。イギリスのように、単にばらばらと並列させているのではなくて、ドイツ的な理論的な根拠に基づく整理なのかなという推察をしています。

神作委員 恐らく、概念としては、20a 条というのは、まさに市場の機能を害するような行為を規制するという観点から、(1) の 3 号は一般条項として虚偽情報も拾っているものと思われます。

内部者取引規制の趣旨も、ドイツ法の場合はアメリカ法とは随分違っていて、市場の機能を回復し、市場の機能を十全に発揮させることに規制目的があるということです。アメリカのようにディスクローズ・オア・アプステインではなくて、少なくとも発行会社は市場の価格に影響を与え得る重要な情報はむしろ積極的に開示しなければならないという規律が採用されています。そういう意味でも、体系が単なる不公正な行為を禁止するというより、より積極的な開示義務を含め、資本市場の機能をいかに促進するかという観点から規制がまとめられているのではないかと思います。

川口委員 松尾先生は、不公正取引の部分で 6 つに分類されていまして、第 6 の分類について、171 条の 2 を、金融商品取引業の登録義務を担保する規制として整理できると言われました。171 条の 2 というのはそういう整理でよろしいのでしょうか。

これは、要するに、被害者を保護するために未公開株の取引を無効しますよという規定ですね。これにより、立証責任も要らないし、被害者救済に役立ちます。ただ、これは、登録義務を担保するための規制として整理できるのでしょうか。すなわち、これがあるから登録しなければならないと無登録業者が思うかということ、多分そうは思わないでしょう（笑い）。登録義務を担保するための規制という意味が、もう 1 つよくわかりませんでした。

松尾報告者 確かに、金融庁の解説ですと、これは暴利行為の趣旨で、公序良俗違反なので無効だという整理のようで、確かに登録義務云々ということではないので、ご指摘のとおり、私は意識していなかったんですが、実務的思考に引きずられてしまいました。

どういうことかということ、実務で、登録を要するかどうかというのは、前にこの場でも中村先生がいろいろご指摘され、私も実務に携わっていて、中村先生の言われるとおりだなと思うのですが、つまり、万が一、本来は

登録すべきなのに登録しなかったら取引が無効になるという非常に恐ろしい実務的効果が生じるので、登録が必要かどうかは非常に慎重に判断しないといけないという実務家的思考があって、それに引きずられてしまったわけです。確かに、この条文がねらっているのはそういうケースではなくて、むしろ意図的に無登録で未公開株を勧誘する場合なので、登録義務の担保だという整理は、理論的には、確かにご指摘のとおり変だなと思います。これは無登録だと取引が無効になり得るのでえらいことだというのが実務的思考ですが、中村先生、どうですかね。

中村委員 ここは流します。別に、振ることはないんじゃないですか。(笑)

松尾報告者 確かに、理論的にはご指摘のとおりだと思います。

神田会長 ほかにいかがでしょうか。オブザーバーの皆様方も、もしお気づきの点があれば。よろしゅうございますか。もし特にご指摘がないようでしたら、いつもより多少早いかなとは思いますが、このあたりにさせていただきたいと思います。

松尾さんから、もし追加で何かあれば。

松尾報告者 大胆不遜な報告にもかかわらず、先生方からコメントいただきましてありがとうございます。重要なお指摘をいただきまして、私の整理もさらに深めていきたいと思っています。本当にありがとうございました。

神田会長 学界にとっても、余り考えていなかった部分を鋭く突かれたので、今後の課題を多々ご指摘いただいたことになると思います。これはひとつ完成させて、論文として公表していただければ、大変ありがたいと思います。どうもありがとうございました。

それでは、最後に次回以降の研究会のアナウンスメントと確認をさせていただきます。

次回、第8回会合は、7月25日の水曜日の同じ時間に、中東先生から、キャッシュアウト法制ということでご報告をお願いします。その後、8月はお休みで、9月は12日の水曜日の同じ時間に、恐縮ですが、私がデリバティブに関する規制ということで報告をさせていただきます。その後、今、大体

2カ月に一回のペースということだと思いますと、11月、1月、3月、5月、7月と、来年の7月まで、あと5人の委員の方々にお願いします。現時点での順番では、11月が中村先生、1月が近藤先生、3月が黒沼先生、5月が藤田先生、最後、来年7月が川口先生ということで、おおむね予定しております。具体的な日程調整は、11月の中村先生以降の分につきましては、別途行わせていただきたいと思います。

それでは、本日は以上とさせていただきます。どうもありがとうございました。

平成 24 年 5 月 23 日

金商法第 6 章の不正取引規制の体系
(日本証券経済研究所金融商品取引法研究会報告)

東京大学大学院法学政治学研究科客員教授
西村あさひ法律事務所弁護士
松 尾 直 彦

1 はじめに

金融商品取引法（以下「金商法」ないし単に「法」という。）は、その法律番号が未だに昭和 23 年法律第 25 号であることを示されるように、筆者が金融庁における立案担当者として従事した平成 18 年金融商品取引法制整備（平成 18 年法律第 65 号及び第 66 号。以下「平成 18 年金商法制整備」という。）によって、その題名が従前の昭和 23 年制定の証券取引法（以下「証取法」という。）から変更されたものの、その体系は証取法の体系を引き継いでいる。この点は、その後の金商法の改正（平成 20 年改正・21 年改正・22 年改正・23 年改正・24 年改正案）を通じて変わらない。

筆者は、平成 18 年金商法制整備の立案に際しては、当初、平成 17 年制定の会社法のように、新法が望ましいとも考えたが、平成 18 年通常国会における法案提出という時間的制約から、新法は現実的な選択肢とはならなかった経緯がある¹。このような経緯からすると、筆者の責務として、金商法全体の体系のあり方を論じるべきであろうが²、明らかに力不足であるので、本報告では、（やはり明らかに力不足であるが）金商法第 6 章の不正取引規制の体系に絞って、論じることとする。

2 現行の不正取引規制の体系

(1) 不正取引規制の沿革

金商法第 6 章における現行の不正取引規制の沿革及び推移を整理すると、【表 1】及び【表 2】に示されるとおりである。

主な沿革・推移をみると、第 1 に、戦前の取引所法（明治 26 年法律第 5 号）に係る大正 3 年改正により追加された規定が、昭和 22 年証取法（昭和 22 年法律第 22 号）を経て、昭和 23 年証取法に引き継がれた諸規定である（法 158 条、167 条の 2、168 条 1 項）。

第 2 に、米国 1934 年証券取引所法を参考にして昭和 23 年証取法に盛り込まれた多くの規定である（法 157 条、159 条～162 条、163 条～165 条、168 条 2 項・3 項）。

第 3 に、昭和 25 年証取法改正及び昭和 29 年証取法改正により追加された諸規定である（法 168 条～171 条）。

第 4 に、昭和 63 年証取法改正により追加されたインサイダー取引規制に関連する諸規定である（法 163 条、166 条、167 条）。

第 5 に、平成 4 年証取法改正（いわゆる公正確保法（平成 4 年法律第 73 号））により、従前から証取法に定められていた不正取引規制に係る諸規定が証取法第 6 章「有価証券の取引等に関する規制」にまとめられたものである。

第 6 に、その後の証取法改正により追加された諸規定である。平成 9 年改正（法 161 条の 2）、平成 13 年改正（法 162 条の 2）、平成 18 年改正（法 165 条の 2）及び平成 23 年改

¹ 松尾直彦「金融商品取引法制の制定過程における主要論点と今後の課題〔Ⅱ〕」商事 1824 号（2008 年）22 頁。

² 黒沼悦郎「金融商品取引法の将来像」上村達男編著『企業法制の現状と課題』（日本評論社、2009）215 頁参照。

正（法 171 条の 2）である。

(2)筆者の整理

筆者は、森本滋教授の論稿³を参考にして、金商法第 6 章における現行の不公正取引規制の体系について、適用対象主体、適用対象取引及び適用対象市場（発行市場と流通市場）を踏まえて、体系的に整理されていると捉えている⁴。

第 1 に、「何人」に対して「有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等」について広く適用される一般的な禁止規定が定められている。発行市場と流通市場の両方が対象である。具体的には、不正行為の禁止（法 157 条）および風説流布・偽計・暴行脅迫の禁止（法 158 条）が定められている。

第 2 に、流通市場を対象とする規制として、相場操縦行為等の禁止に関連する諸規制・措置が定められている。具体的には、「何人」に対する規制・措置として、相場操縦行為等の禁止（法 159 条）および相場操縦行為等による損害賠償責任の特例（法 160 条）が定められている。また、上場等株券の発行者に対する規制として、自己取引の規制（法 162 条の 2）が定められている。

第 3 に、流通市場を対象とする規制として、投機的行為の制限に関連する諸規制が定められている。具体的には、金融商品取引業者等などの自己計算・過当数量取引の制限（法 161 条）、金融商品取引業者等の信用取引等の規制（法 161 条の 2）及び「何人」に対する空売り・逆指値注文の規制（法 162 条）である。上場会社等の役員等の禁止行為（法 165 条）は、この類型に含めることもできる⁵。

第 4 に、流通市場を対象とする規制として、インサイダー取引規制に関連する諸規制が定められている。具体的には、上場会社等の役員・主要株主などの売買報告書提出義務および短期売買利益返還義務（法 163 条、164 条、165 条の 2）、上場会社等の役員等の禁止行為（法 165 条）およびインサイダー取引の禁止（法 166 条、167 条）である⁶。

第 5 に、不特定多数の投資者に対して虚偽または誤解を生じさせる情報を表示するなどにより投資者の投資判断が歪められることを防止するための「何人」に対する諸規制が定められている。発行市場と流通市場の両方が対象である。具体的には、虚偽の相場の公示等の禁止（法 168 条）、対価を受けて行う新聞等への意見表示の制限（法 169 条）、有利買付け等の表示の禁止（法 170 条）および一定の配当等の表示の禁止（法 171 条）が定められている。

第 6 に、平成 23 年金商法改正により、無登録業者による未公開有価証券の売付け等を

³ 森本滋「不公正取引の規制」商事 1294 号（1992 年）10 頁（1992）。

⁴ 松尾直彦『金融商品取引法』（商事法務、2011。以下「松尾」という。）485 頁・486 頁の記述を若干修正している。

⁵ 上場会社等の役員等の禁止行為（法 165 条）について、松尾 485 頁では投機的行為の制限として位置づけている一方、松尾 569 頁ではインサイダー取引の未然防止規制として位置づけており、整合的でないという問題があることから、本報告では両方の側面があると整理している。

⁶ 「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」（平成 24 年 3 月 9 日国会提出）では、金商法 166 条 1 項に規制する「売買等」に合併・分割による承継（合併・分割により承継させ又は承継すること）が追加されることにより、厳密には発行市場に対する規制の趣旨も一部含まれる案となっている。この点に関連して、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「企業のグループ化に対応したインサイダー取引規制の見直しについて」（平成 23 年 12 月 15 日）9 頁では、「なお、当ワーキング・グループでは、組織再編の局面に限定してその特性等に着目した検討を行ったものであり、組織再編以外も含め、一般に新株発行と自己株式の交付に係るインサイダー取引規制の適用関係をどのように整理するかについては、その性質や利用実態の異動、他の規制との関係等を踏まえながら引き続き検討されるべき課題である。」とされている。

原則として無効とする民事効規定（法 171 条の 2）が新設されている。

(3) 主な学説上の整理

金商法第 6 章における現行の不正取引規制の体系に係る主な学説上の整理をみると、第 1 に、神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『金融商品取引法』（青林書院、2012。以下「神崎・志谷・川口」という。）では、①詐欺的行為の禁止として、一般規定（法 157 条 1 号）並びに表示規制として不実表示の禁止（法 157 条 2 号）及び詐欺的表示の禁止（168 条～171 条）、②内部者取引規制として、内部者取引規制（法 166 条、167 条）及び内部者取引の未然防止規制（法 163 条～165 条の 2）、③相場操縦規制として、表示・偽装取引・現実取引・相場操縦の禁止（法 159 条 1 項・2 項、160 条）並びに風説流布・偽計・暴行脅迫の禁止（法 158 条）、安定操作規制（法 159 条 3 項）並びに空売り規制等（162 条）と整理されている。

第 2 に、近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第 2 版〕』（商事法務、2011。以下「近藤・吉原・黒沼」という。）では、①内部者取引規制として、内部者取引規制（法 166 条、167 条）及び短期売買差益返還（163 条、164 条、165 条の 2）、②相場操縦規制として、相場操縦規制（法 159 条 1 項・2 項、160 条）、その他の相場操縦規制（162 条の 2、157 条、158 条）、安定操作規制（法 159 条 3 項）及び空売り規制（法 162 条 1 項 1 号）、並びに③一般規定として、法 157 条及びその他の詐欺的行為の禁止（法 168 条、169 条）と整理されている。

第 3 に、山下友信/神田秀樹『金融商品取引法概説』（有斐閣、2010。以下「山下・神田」という。）⁷では、①インサイダー取引規制として、禁止行為（法 166 条、167 条）及び未然防止規制（法 163 条～165 条の 2）、②相場操縦行為等の禁止として、相場操縦規制（法 159 条 1 項・2 項、160 条）、安定操作規制（法 159 条 3 項）及び相場操縦に用いられる取引の規制（162 条の 2、162 条）、並びに③その他の不正取引規制として、不正行為の禁止（法 157 条）、風説流布・偽計・暴行脅迫の禁止（法 158 条）及びその他（法 161 条、168 条～171 条）と整理されている。

第 4 に、川村正幸編『金融商品取引法（第 4 版）』（中央経済社、2011。以下「川村」という。）では、①不正取引等の禁止として、不正行為禁止（法 157 条）、風説流布・偽計・暴行脅迫の禁止（法 158 条）及びその他の不正取引規制（法 161 条～162 条の 2、167 条の 2～171 条）、②相場操縦規制（法 159 条、160 条）、並びに③内部者取引規制（法 166 条、167 条、163 条～165 条）と整理されている。

(4) 学説上の整理まとめ

現行の不正取引規制の体系に係る学説上の整理をまとめると、【表 3】に示されるとおりである。

第 1 に、筆者の整理を除くと、いずれの整理も、不正取引規制について、①インサイダー取引規制、②相場操縦規制、及び③詐欺的行為の禁止又はその他不正取引規制という 3 つの類型に区分している点で共通している。

第 2 に、インサイダー取引規制という類型に区分される規制の範囲については、すべて共通している。ただし、上場会社等の役員等の禁止行為（法 165 条）については、インサイダー取引規制を補完する規定として理解するのではなく、当該行為が当該上場会社等の発行に係る有価証券の価格を低下させる効果を有し、ひいてはその資金調達能力を阻害する結果を招く可能性が高いという、特別背任の形態の不当な行為を規制する趣旨で設けら

⁷ 同書第 3 章「不正取引の規制」の執筆者は、松井秀征教授及び後藤元准教授である。

れた規定であると理解する見解もみられる⁸。また、役員・主要株主のように発行会社の意思決定を行う立場にある者がこの種の行為によって利益をあげうる可能性があるため、発行会社の株主（全体）からみて極めて望ましくないインセンティブを生ぜしめるため、通常の内部者取引とは別に特に禁止していると見る見解もみられる⁹。さらに、筆者は、インサイダー取引規制の未然防止規制と投機的行為の制限の両方の趣旨があると整理している。

第3に、相場操縦規制の範囲については、整理が分かれている。例えば、神崎・志谷・川口及び近藤・吉原・黒沼では、風説流布・偽計・暴行脅迫の禁止（法 158 条）及び空売り等の規制（法 162 条）が相場操縦規制として整理されているが、他の見解ではこれらの規制について相場操縦規制としては整理されていない。

第4に、金融商品取引業者に対する規制である自己計算取引等の制限（法 161 条）及び信用取引等の規制（法 161 条の2）、無免許市場における取引禁止（法 167 条の2）や無登録業者による未公開有価証券の売付け等の民事効（法 171 条の2）については、必ずしも整理が明らかではないように思われる。ただし、川村では、これらはすべて、その他の不公正取引規制として整理されており、自己計算取引等の制限（法 161 条）は市場秩序を害すると認められるものを制限するのが目的であり、無免許市場における取引禁止（法 167 条の2）は適正な監督の及ばない市場での取引により価格形成が歪められることを防ぐのが目的であると整理されている¹⁰。

第5に、近藤・吉原・黒沼では「損失補てんの禁止」が、山下・神田では「損失補てんその他の金融商品取引業者による不公正取引の禁止」が、それぞれ不公正取引規制の一環として位置づけられていることが特徴的である。

3 不公正取引規制の体系のあり方

(1) 不公正取引規定の体系上の課題

金商法における不公正取引規定には、以下のようないくつかの課題があり、現行の体系は分かりにくいものになっているように思われる。

第1に、異なる沿革の諸規定が設けられていることから、規制内容の部分的な重複がみられることである。例えば、虚偽等表示による財産取得禁止（法 157 条2号）、虚偽相場利用禁止（同条3号）、有価証券売買等についての虚偽等表示禁止（法 159 条2項3号）や虚偽相場公示等禁止（法 168 条）の間には、部分的な重複がみられる。また、風説流布禁止（法 158 条）と変動操作に関する情報流布禁止（159 条2項2号）の間にも、部分的

⁸ 神田秀樹監修・野村證券株式会社法務部・川村和夫編著『注解証券取引法』（有斐閣、1997）1189 頁。これに対して、川村 586 頁では、「やましき・後ろめたさが法的にどのように説明できるか。自己が利益を得る点に着目すれば役員等の忠実義務が推論されそうだが、主要株主の会社に対する忠実義務を想定するのは、少なくとも日本法では容易でない。また役員が利益を得ても会社に損失が生ずるわけではない以上、会社との間に利益相反を認定するのも日本法では難しからう。目的と手段の不整合のゆえに条文の基本的性格が見えづらいのは、164 条と同様である。」とされている。

⁹ 藤田友敬「未公開情報を利用した株式取引と法」岩原紳作＝神田秀樹編著『竹内昭夫先生追悼論文集・商事法の展望—新しい企業法を求めて』（商事法務研究会、1998）606 頁。

¹⁰ 川村 553 頁・555 頁。

¹¹ 岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法【第3巻】行為規制』（金融財政事情研究会、2010）177 頁～180 頁〔行澤一夫〕では、無免許市場における取引禁止（法 167 条の2）について、平成10年以前には、①取引所への取引集中の確保、②取引所への行政規制・監督の確保のために、当時の証取法 87 条の2において市場類似施設の禁止を設けていたが、平成16年証取法改正により取引所集中原則が完全に撤廃された後は、類似市場創設禁止ということの意味が失われ、むしろ証券市場に対する監督行政の実効性を担保するという②の意義に絞られたことを端的に示すものであるとされている。

な重複がみられる¹²。さらに、風説流布禁止（法 158 条）と虚偽相場公示等禁止（法 168 条）の間にも、部分的な重複がみられる¹³。

第 2 に、法 157 条が一般的・包括的な不正行為禁止規定であるが、構成要件が不明確であるとの批判があり、実際にはほとんど適用されていない一方、近時は法 158 条の偽計の禁止が包括的な不正取引禁止規定としての役割を果たしつつあり¹⁴、法 159 条を含め、これらの規定の関係を整理する必要があると指摘されている¹⁵¹⁶¹⁷。

第 3 に、金商法のエンフォースメント（法の実現）として適用事例がみられず、ほとんど死文化している規定が多く存在する。具体的には、不正行為禁止（法 157 条）、変動操作に関する情報流布禁止（法 159 条 2 項 2 号）、有価証券売買等についての虚偽等表示（同項 3 号）¹⁸、金融商品取引業者の自己計算取引等制限（法 161 条）、逆指値取引規制（法 162 条 1 項 2 号）、上場会社等の役員等の禁止行為（法 165 条）、無免許市場における取引禁止（法 167 条の 2）及び一連の情報表示規制（法 168 条～171 条）である。

（2）主要国・地域の不正取引規制の体系

昭和 23 年証取法の参考とされた米国証券法制以外の主要国・地域（イギリス・ドイツ・EU（欧州連合）・香港）の不正取引規制の体系は、【表 4】に示されるとおりであ

¹² 近藤・吉原・黒沼 335 頁。

¹³ 神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦編著『金融商品取引法コンメンタール 4—不正取引規制・課徴金・罰則』（商事法務、2011）19 頁〔近藤光男〕参照。

¹⁴ 武井一浩＝石井輝久「日本版 10b-5 としての金商法 158 条〔上〕〔中〕〔下〕」商事 1904 号 16 頁、1905 号 44 頁、1906 号 104 頁（2010）及び黒沼悦郎『金融商品取引法入門（第 4 版）』（日本経済新聞出版社、2011）163 頁。

¹⁵ 黒沼・前掲注 2)222 頁。また、川村 553 頁では、「158 条は旧取引法の規定に沿革を有し、159 条はアメリカ法を参考に導入されたという、沿革の違いが存するのみで、158 条と 159 条を分けて規制する合理性がほとんど考えられないとすれば、二つの条文を統一的・一体的に理解することも検討に値しよう。」とされている。

¹⁶ 法 157 条が非組織的な流通市場を想定するのに対し、法 158 条は発行市場を念頭に置き、法 159 条は組織化された取引所市場あるいはこれに準ずる店頭市場を主たる規制対象とすると解して、法 157 条～159 条の適用対象の重複を回避する見解がみられる（神田監修・前掲注 7）1136 頁）が、一般的には支持されていない（岸田監修・前掲注 11）3 頁・4 頁〔久保田安彦〕）。

¹⁷ 法 157 条は包括規定であり、個別的不公正取引を規制する規定とも重なる部分が認められるところ、法 157 条の機能と個別規定の機能との棲み分けを考えると、個別規定にも該当するけれども、より悪質性が高い行為を観念的競合として重く処罰するもの、個別規定に具体化されていないけれども、具体化されている類型の行為と同程度の悪質性を持っている不正行為を処罰するもの、個別規定に具体化されていないけれども、具体化されている類型の行為のうち、相対的に見ると悪質性が低い行為と同程度の悪質性を有するような不正行為を処罰するものとに整理することが可能である（太田洋「村上ファンド事件の検討—大量買集めに関するインサイダー取引規制と金商法 157 条 1 号の適用可能性—」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の現代的課題』（日本証券経済研究所、2010）296 頁～299 頁）として、法 157 条について、広く不正行為を包括的に禁止する一般規定として、また新たなタイプの不正な取引を規制するものとして理解することができる（神田ほか・前掲注 13）11 頁・12 頁〔近藤光男〕）。

¹⁸ 法 157 条及び 159 条 2 項 2 号・3 号違反については、課徴金納付命令の対象にもされていない。法 157 条違反の課徴金対象化の論点については、「我が国における課徴金制度は、課徴金の対象となる違反行為を明確にした上で、金額の算定方法を法定している。また、相場操縦、風説の流布・偽計が既に課徴金の対象となっており、その活用がまずは重要である。これらの点を踏まえると、金融商品取引法 157 条違反を課徴金の対象とすることについては、なお慎重な検討が必要と考えられる。」と説明されている（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」（平成 19 年 12 月 18 日）5 頁）。

る。総じて、不正取引規制の柱として、インサイダー取引関連の規制（いずれも情報伝達者の行為の規制が含まれている¹⁹）及び相場操縦の禁止が定められ、これらに加えて詐欺的行為の禁止が定められている。一方、米国 1934 年証券取引所法 10 条(b)項や金商法 157 条 1 号のような包括的な不正行為規定は定められていないように思われる。

具体的には、第 1 に、イギリスの 2000 年金融サービス・市場法（Financial Services and Markets Act of 2000）では、①インサイダー取引（insider dealing）関連の規制、②相場操縦取引（manipulating transactions）の禁止、③操作的手段（manipulating devices（偽計））の禁止及び風説流布（dissemination）の禁止、並びに④誤解を生じさせ（misleading behavior）及び歪める行為（distortion）の禁止などが定められている。

第 2 に、ドイツの有価証券取引法では、①インサイダー取引関連の規制及び②市場操作の禁止がその柱として定められている。そして、②の市場操作の禁止として、不実・誤解表示等の禁止、虚偽・誤解シグナル等の禁止及びその他詐欺的行為の禁止が定められている。

第 3 に、EU の市場濫用指令（Directive on Insider Dealing and Market Manipulation（Market Abuse））では、①インサイダー取引関連の規制及び②相場操縦の禁止がその柱として定められている。

第 4 に、香港の証券先物令（Securities and Futures Ordinance）では、①インサイダー取引関連の規制、②相場操縦関連の規制（価格操作及び株式市場操縦）、及び③詐欺的取引（虚偽取引及び虚偽・誤解情報開示）が定められている。

(3) 不正取引規制の体系上の整理の原則

以上を踏まえて、立法論として、金商法の不正取引規制の体系を整理するに当たっての前提として、整理の原則を示すこととする。

第 1 に、金商法の目的は投資者保護及び資本市場の健全性の確保であり、金融商品取引業者等の行為規制についても、不正取引規制の性質を有するものが含まれていることを考慮すると、金商法第 6 章の不正取引規制については、金融商品取引業者等でない「何人」に対する規制として純化することが適当であると考えられる。

第 2 に、現行の体系をできるだけ活かす観点から、主要国・地域（特にイギリス）の不正取引規制の体系を参考にしつつ整理すると、不正取引規制の類型として、①一般的な不正行為禁止規定、②相場操縦関連の規制、③インサイダー取引関連の規制、④詐欺的行為の規制、及び⑤その他の規制に区分することが適当であると考えられる。

第 3 に、各類型の中でも、一般的な規制から具体的な規制の順序で規定することが適当であると考えられる。

(4) 不正取引規制の体系上の整理の試案

上記の原則を踏まえて、金商法第 6 章の不正取引規制の体系を整理する試案を提示してみると、以下のとおりである。

第 1 に、一般的な不正行為禁止規定として、157 条 1 号及び 158 条を規定する。

第 2 に、相場操縦関連の規制を規定する。投機的行為の制限に係る規定も相場操縦関連の規制として整理する。165 条は、インサイダー取引関連の規制ではなく、投機的行為の制限に係る規定として整理する。具体的には、157 条 3 号、159 条、160 条、162 条、162 条の 2 及び 165 条が相場操縦関連の規制として位置づけられる。

第 3 に、161 条及び 161 条の 2 は、金融商品取引業者等などの行為規制として、金商法第 3 章（金融商品取引業者等）に位置づける。

第 4 に、インサイダー取引関連の規制として、163 条、164 条、165 条の 2、166 条及び

¹⁹ 例えば、イギリスの 2000 年金融サービス・市場法では、インサイド情報の不適切開示（improper misuse of inside information）が禁止されている。

167 条を規定する。

第5に、詐欺的行為関連の規制として、157 条 2 号、168 条、169 条、170 条及び 171 条を規定する。

第6に、その他として、167 条の 2 及び 171 条の 2 を規定する。これらは、他の規制を担保するための規制として整理できる。具体的には、167 条の 2 は金融商品取引所の規制監督を担保するための規制、171 条の 2 は金融商品取引業の登録義務を担保するための規制として、それぞれ整理できる。

4 おわりに

本稿では、未熟な研究にとどまることを承知の上であえて、現行の金商法第 6 章の不正取引規制の体系のあり方を論じ、体系上の整理の試案を提示してみた。本稿が、金商法の不正取引規制の体系のあり方に関する議論の契機となることを期待したい。

【表 1】金商法不公正取引規定(第 6 章)の沿革(未定稿)

金商法規定	主な沿革
157 条	米国 1934 年証券取引所法 10 条(b)項
158 条	取引所法(明治 26 年制定)32 条ノ 4(大正 3 年追加)
159 条	米国 1934 年法 9 条(a)項
160 条	米国 1934 年法 9 条(e)項(当時)
161 条	米国 1934 年法 15 条(c)項・SEC 規則 15c1-7 (?)
161 条の 2	
162 条	米国 1934 年法 10 条(a)項
162 条の 2	米国 1934 年法 SEC 規則 10b-18
163 条	米国 1934 年法 16 条(a)項
164 条	米国 1934 年法 16 条(b)項
165 条	米国 1934 年法 16 条(c)項
165 条の 2	米国 1934 年法 16 条(a)項(b)項
166 条	(米国 1934 年法 10 条(b)項)
167 条	(米国 1934 年法 14 条(e)項)
167 条の 2	取引所法(明治 26 年制定)26 条ノ 2(大正 3 年追加)
168 条	(1 項)取引所法(明治 26 年制定)32 条ノ 3(大正 3 年追加) (2 項)米国 1933 年証券法 12 条(a)項(2)号 (?)
169 条	米国 1933 年法 17 条(b)項
170 条	米国ニューヨーク州ブルー・スカイ・ロー (?)
171 条	米国ニューヨーク州ブルー・スカイ・ロー (?)
171 条の 2	

〔参考文献〕 岸田雅雄＝森田章＝近藤光男編『神崎克郎先生還暦記念・逐条・証券取引法—判例と学説』（商事法務研究会、1999）

黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第 2 版〕』（弘文堂、2004）

神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦編著『金融商品取引法コンメンタール 4』（商事法務、2011）

証券取引法研究会インベストメント 22 巻 2 号

【表 2】 金商法 (証取法) 不正取引規定 (第 6 章) の推移

	22 年証取法	23 年証取法	25 年改正	28 年改正	29 年改正	63 年改正	4 年改正 (公正確保法)	9 年改正	10 年改正	13 年改正	18 年改正	23 年改正
157 条		58 条					157 条					
158 条	86 条 1 号	197 条 1 号					158 条					
159 条		125 条					159 条		全部改正			
160 条		126 条					160 条					
161 条		127 条					161 条					
161 条の 2		49 条・50 条		50 条削除				161 条の 2				
162 条		133 条					162 条					
162 条の 2										162 条の 2		
163 条		188 条		削除		188 条	163 条					
164 条		189 条					164 条					
165 条		190 条					165 条					
165 条の 2											165 条の 2	
166 条						190 条の 2	166 条					
167 条						190 条の 3	167 条					
167 条の 2	85 条	191 条					87 条の 2		167 条の 2			
168 条	87 条 9 号・10 号	200 条 5 号～8 号					168 条					
169 条			191 条の 2				169 条					
170 条					191 条の 3		170 条					
171 条					191 条の 4		171 条					
171 条の 2												171 条の 2

【表 3】金商法の不正取引規定(第 6 章)の学説上の整理(未定稿)

	神崎・志谷・川口	近藤・吉原・黒沼	山下・神田	川村	松尾
157 条	詐欺的行為禁止	詐欺的行為の禁止	その他不正取引規制	不正取引等禁止	一般的禁止規定
158 条					
159 条	相場操縦規制	相場操縦規制	相場操縦規制	相場操縦規制	相場操縦等禁止
160 条					
161 条			その他不正取引規制		
161 条の 2				不正取引等禁止	投機的行為制限
162 条			相場操縦規制		
162 条の 2	相場操縦規制	相場操縦規制			相場操縦等禁止
163 条					
164 条					
165 条	内部者取引規制	内部者取引規制	インサイダー取引規制	内部者取引規制	インサイダー取引規制
165 条の 2					
166 条					
167 条					
167 条の 2					
168 条					
169 条	詐欺的行為禁止	詐欺的行為の禁止	その他不正取引規制	不正取引等禁止	情報表示規制
170 条					
171 条					
171 条の 2					民事効

【表 4】 主要国・地域の不正取引規制 (1) (未定稿)

英国金融サービス市場法 (Financial Services and Markets Act of 2000)	ドイツ有価証券取引法
● インサイダー取引 (insider dealing) (118 条 (2) 項) ● インサイド情報の不適切開示 (improper disclosure of inside information) (118 条 (3) 項) ● 情報の不当利用 (misuse of information) (118 条 (4) 項) ● 相場操縦取引 (manipulating transactions) (118 条 (5) 項) ● 操作的手段 (manipulating devices) (偽計) (118 条 (6) 項) ● 風説流布 (dissemination) (118 条 (7) 項) ● 誤解を生じさせる行為 (misleading behavior) (118 条 (8) 項 (a)) ● 歪める行為 (distortion) (118 条 (8) 項 (b)) ● 法定適用除外 (statutory exemptions) (119 条 (1) 項)・(2) 項 (b)、120 条 (1) 項) ・ 自己株式取得プログラム (buy-back programme) ・ 安定操作 (stabilization) ・ テイクオーバー・コードの特定明示規定に従った行為 (注) The Code of Market Conduct of the FSA Handbook	● 内部者取引の禁止 (14 条) ● 発行者による内部者情報の報告・公表 (15 条) ● 発行者の業務執行担当者による取引の報告・公表 (15a 条) ● 発行者による内部者名簿の作成 (15b 条) ● 証券業者の記録業務 (16 条) ● BaFin の職務従事者が行う取引の監視 (16a 条) ● BaFin による接続記録保存請求 (16b 条) ● 市場操作の禁止 (20a 条) ・ 不実・誤解表示等の禁止 ・ 虚偽・誤解のシグナル等の禁止 ・ その他詐欺的行為の禁止 ● 内部者情報を遅滞なく公表しなかったことによる発行者の損害賠償 (37b 条) ● 不実の内部者情報を公表したことによる発行者の損害賠償 (37c 条) (出典) 日本証券経済研究所「新外国証券関係法全集」(2009)

主要国・地域の不正取引規制(未定稿)(2)

EU 市場濫用指令 (Directive on insider dealing and market manipulation (market abuse))	香港証券先物令 (Securities and Futures Ordinance)
● インサイダー取引(2 条、4 条) ● インサイド情報の開示(3 条(a)、4 条) ● インサイダー取引の誘引(3 条(b)、4 条) ● 相場操縦(5 条) ● 発行者によるインサイド情報開示(6 条 1 項～3 項) ● 発行者の経営責任者による当局への取引通知(6 条 4 項) ● リサーチ・投資戦略推奨者による情報公正表示・利益相反開示(6 条 5 項) ● 公的機関による統計情報の公正透明公表(6 条 8 項) ● 取引アレンジ専門家(投資会社・信用機関)によるインサイダー取引・相場操縦の疑いの通知(6 条 9 項) ● 加盟国・ECB・中銀等による金融・為替・公的債務管理政策への不適用(7 条) ● 自己株式取得プログラム・安定操作への不適用(8 条)	● インサイダー取引(inside dealing) (270 条) ・ 会社関係者(同条(1)項(a)) ・ 公開買付関係者(同条(1)項(b)) ・ 情報伝達者(同条(1)項(c)(d)) ・ 情報受領者(同条(1)項(e)(f)) ・ 香港外取引助言者・情報伝達者(同条(2)項) ● インサイダー取引による市場不正行為の否定(271 条～273 条) ● 虚偽取引(false trading) (274 条) ● 価格操作(price rigging) (275 条) ● 禁止取引に関する情報開示(disclosure of information about prohibited transactions) (276 条) ● 取引誘引虚偽・誤解情報の開示(disclosure of false or misleading information inducing transactions) (277 条) ● 株式市場相縦(stock market manipulation) (278 条) ● 会社役員の義務(duty of officers of corporations) (279 条) ● 市場不正行為の民事責任(civil liability for market misconduct) (281 条) ● 市場不正行為への非該当行為(282 条)

証券・金融改正法セミナー

不公正取引の規制

森本 滋 京都大学教授

I 序

証取法上の投資者保護規制は開示規制を中心とするが、不公正な証券取引を禁止するため特別の規定も設けられている。また、証取法は、証券取引の仲介業者である証券業者の業務および財務の健全性を維持する規制を設け、投資者を保護し証券市場の健全性を確保することを企図している。

わが国の証券市場の発展と国際化に対応して、その健全性と透明性を確保し投資者保護の向上と企業の資金調達の円滑化を図ることが要請されるが、とりわけ最近の証券・金融不祥事を契機として、不公正な証券取引を防止し、証券取引にかかる不透明な慣行を是正する必要性が強調されている。平成四年の証券取引等の公正を確保することを目的とする証取法改正法

(以下、改正証取法と略称する)は、証取審不公正取引特別部会の報告を基礎に、いわゆる証券不祥事に関連して種々議論された事項も配慮して、証取法上の不公正取引規制と業者の行為規制の改正を行っている。

本稿において、これらの事項について簡単に概説する。なお、業者の行為規制ないし健全な業務遂行に関して自主規制機関の役割が重要となる。これについては基本的に河本教授の論稿に委ねるが、不公正取引との関連において若干自主規制について言及する。

II 証取審不公正取引特別部会の活動

証取審不公正取引特別部会は、昭和六二年秋に設置されて以来、証券市場の健全性と透明性を高めるため精力的に活動を続けている。昭和六三年二月、「内部者取引の規制の在り方につ

目次

- I 序
- II 証取審不公正取引特別部会の活動
- III 改正証取法の不公正取引規制の概要
- IV 改正証取法の業者規制の概要
- V 結語

いて」と題する報告書がとりまとめられ、これを基礎に同年五月、内部者取引に刑罰を科すこと等を目的とする証取法の改正がなされた。同年一二月には、「株式公開制度の在り方について」と題する報告書がとりまとめられ、これに基づいて、株式公開制度にかかる自主規制が改善された。平成元年五月には、いわゆる五％ルールの採用を提言する「株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について」と題する報告書が公表され、平成二年五月、公開買付規制の改正と併せて、五％ルールを導入する証取法の改正がなされた。

さらに平成三年、証取審不公正取引特別部会は、「証券監督者国際機構（IOSCO）の行為規範原則の我が国への適用について」および「店頭市場に対する行為規制の適用について」と題する二つの報告書をとりまとめた。前者は、IOSCOの提言を基礎に証取法上の業者規制の見直しを求めるものであり、誠実・公平義務と適合性原則について法令において明確な

規定を設けることのほか、自主規制の適切な見直しを提言する。店頭市場に対する行為規制の適用に関する報告書は、最近活況を呈している店頭市場における取引の公正を確保するため、上場証券ないしその発行者の発行する証券に適用される証券取引の公正確保のための法的規制（相場操縦の禁止、内部者取引関連規制等）を店頭登録銘柄等ないし店頭登録銘柄等の発行会社の発行する証券に対しても適用すべき旨、提言する。

平成三年一〇月の証取法の改正において、損失補填等が刑罰をもって禁止され、取引一任勘定取引も法律上原則として禁止されることとなった。これは、いわゆる証券不祥事に対応する証取法の緊急改正であるが、さらに、平成四年五月に成立した本改正法において証取審不正取引特別部会の二つの報告書の提言を基礎に、不正取引規制が改正されている。

なお、平成三年一〇月になされた参議院の「証券及び金融問題に関する特別委員会」決議において、「公正かつ透明な価格形成を確保する観点から、相場操縦的行為についても実態解明に努めるとともに、その禁止規定について見直すべき点がないか検討を行うこと」が要請された。このような動きも配慮して、証取審不正取引特別部会は、平成四年一月、相場操縦的行為禁止規定等のあり方に関する中間報告書を公表した。この報告書は、行き過ぎた大量推奨

販売に対する規制の見直しを提言するとともに、今後、大蔵省証券局、証券取引所等において調査した事例を素材に、諸外国の例も踏まえ、公正な価格形成を損なうおそれのある行為全般にわたり、こうした行為を規制する規定の運用にあたっての基本的な考え方および規定の整備の必要性の有無等について、引き続き検討を進めていくことを明らかにしている。

III 改正証取法の不正取引規制の概要

(一) 序 改正証取法は、新たに第六章に「有価証券の取引等に関する規制」と題する章を設けて（一五七条―一七一条、不正取引にかかると規定を体系化している。この改正により不正取引規制の実質的内容（規制原理）が変更されたわけではない。従来から証取法に散在していた不正取引に関する規定がこの章にまとめられ、整序されたにすぎない。

もっとも、若干の規定について店頭市場における取引ないし店頭登録銘柄にも適用範囲が拡大されている（これについては、(三)でまとめて解説する）。これは適用範囲の量的拡大であり、規制の質的変更ではない。なお、平成四年六月の金融制度・証券取引制度改革法により、証取法上の有価証券概念や公募・私募概念等が変更され、これにともない証取法二六六条五項

六号および一七〇条、一七一条が改正されているが、これについても内容の実質的な変更というわけではない。

(二) 改正法の概要 (イ)改正証取法一五七条は、従来五八条が定めていた、一般的な不正取引禁止規定（詐欺的行為禁止規定）である。

改正証取法一五九条と一六〇条は相場操縦に関する規定であり、従来二二五条と二二六条において定められていた。改正証取法一六一条は自己計算・過当数量取引を制限する従来の一二七条に対応する。なお、この規定について、平成三年一〇月の改正に際して、いわゆる取引一任勘定にかかる定めが削除された（取引一任勘定については、IV(三)参照）。改正証取法一二二条は従来の一二三条に相当し、空売り、逆指値注文を禁止する。

改正証取法一六三条ないし一六七条は内部者取引に関連する規定であって、従来の一八八条ないし一九〇条の三に対応する。なお、従来、内部者の取引報告書の提出や不当利益の返還等に関する証取法一八八条ないし一九〇条の適用対象証券の範囲は一九〇条の二のそれよりも若干狭かったが、今回同一のものとなされ、いずれについても普通社債が適用対象証券となっただけでなく、新たに公開会社が発行する、公開されていない銘柄にもこれが適用されることとなった。改正証取法一六九条ないし一七一条は従来の一九一条の二ないし一九一条の四に対応

し、証券記事の制限、および、有価証券の募集・売出しの際の有利買付等の表示・一定額配当等の表示の禁止に関する。

(四) 改正証取法一五八条は形式的には新設規定といえることができる。これは、「何人も、有価証券の募集、売出し若しくは売買その他の取引若しくは有価証券指数等先物取引等、有価証券オプション取引等若しくは外国市場先物取引等のため、又は有価証券等の相場の変動を図る目的をもつて、風説を流布し、偽計を用い、又は暴行若しくは脅迫をしてはならない」と定める。従来、証取法上の刑罰規定の構成要件として同法一九七条一号においてこれらの行為が具体的に定められていた(商品取引所法一五二条一号)。今回、明確性を期するため、証取法一五八条においてこれらの行為が禁止されたのであって、実質的な規制の変更がなされたわけではない。なお、従来の一九七条一号は削除され、同法九号において同法一五八条の規定に違反した者に刑罰を科す旨、定められている。

改正証取法一六八条もこれと同様の意味における新設規定であって、「何人も、有価証券等の相場を偽つて公示し、又は公示し若しくは頒布する目的をもつて有価証券等の相場を偽つて記載した文書を作成し、若しくは頒布してはならない。何人も、発行者、引受人又は証券会社の請託を受けて、公示し、又は頒布する目的をもつてこれらの者の発行、分担又は取扱いに係

る有価証券に関し重要な事項について虚偽の記載をした文書を作成し、又は頒布してはならない。発行者、引受人又は証券会社は、前項の請託をしてはならない」と規定する。従来は、二〇〇条六号ないし八号において、これらの行為に刑罰を科す旨定められていたが(商品取引所法一五九条四号参照)、改正証取法は、二〇〇条六号において、内部者取引禁止規定(二六六条一項三項、一六七条一項四項)の違反とともに一六八条の規定違反について刑罰を科す旨、定めている。

一五八条と一六八条の立法趣旨は、禁止行為の明確化である。刑罰規定において違法行為の具体的な構成要件が規定されている場合には、それが等閑視されるおそれがある。このため、公正取引を確保する章において明確に禁止行為として規定し、禁止の実効性を確保することが期待されているのである。

なお、改正証取法は、証取法上もっとも重い刑罰を科す同法一九七条の構成を変更している。従来、改正証取法一五八条違反に相当する罪が一号に規定されていたが、今回これが九号に規定され、八号には一五七条と一五九条違反があげられている。そして、一号から七号までは有価証券届出書その他の開示制度の違反に関する罪が規定されている。このことから開示制度を重視し、一五七条を不正取引に関する基本規定とする趣旨が明らかになる。また、一五

九条は、社会的法益を保護する一五七条と同趣旨の規定とされている。これに対して、一五八条は次に述べる両罰規定の形式等から、個人的法益に関する規定とされているようである。

不正取引禁止規定違反の多くには刑罰が科せられ、原則として両罰規定として構成されている(証取法一九七条以下、二〇七条参照)。改正証取法は、法人の業務活動の一環として行われる犯罪で、その社会的影響が重大である等と考えられるものについて、法人の罰金刑の上限を抜本的に引き上げた。改正証取法は、不正取引の実効性を確保するために、刑罰規定の果たす機能を高く評価するのであって、具体的には、不正取引の一般的禁止規定(同法一五七条)や相場操縦的行為禁止規定(同法一五九条)のほか、有価証券届出書や公開買付に関連する開示書類中の重要事項の虚偽記載について法人の罰金刑の上限が三〇〇万円から三億円に引き上げられ(同法二〇七条一項一号)、届出義務違反等の証取法一九八条違反(同法八号を除く)および損失補填行為(同法一九九条一号の六)については一〇〇万円が一億円に引き上げられている(同法二〇七条二項二号)。

(三) 店頭市場における取引と不正取引規制 証取審不正取引特別部会の「店頭市場に対する行為規制の適用について」と題する報告書は、取引所市場および店頭市場の両市場が、企業および投資者のニーズに応え、国民経済の活

性化と個人投資の増大に資するようにするためには、市場の公正性、透明性を向上させることが必要であって、上場有価証券の売買取引等または上場有価証券の発行者である会社の発行する有価証券等に限定されている、相場操縦的行為(當時の二二五条、内部者取引関連規定(當時の一八八条ないし一九〇条の三)といった行為規制の適用範囲を、店頭登録銘柄および店頭管理銘柄の売買、および、これらの銘柄の発行者である会社の発行する有価証券にも適用すべきである旨、提言していた。

これを受けて、改正証取法は、その七五条から七九条の四において、店頭売買有価証券制度について詳細な規定を設けている(証券業協会の定款記載事項について、同法七四条一項一、二号参照)。なお、従来証取法一九一条(第八章 雑則)において有価証券市場類似施設の開設等が禁止されていたが、改正証取法は、これを第五章証券取引所の八七条の二に移動させている。このことから、店頭売買有価証券制度がこの規定に矛盾するものではないことが間接的に推認される。

店頭売買有価証券について、証取審不正取引特別部会の報告書は、証券業協会が管理し、相場を一元的に公表する有価証券としていた。改正証取法は、「有価証券(証券取引所に上場されていないものに限る。以下この項において同じ。)の流通を円滑ならしめ、売買その他の取引の公正を確保し、かつ、投資者の保護に資

するため、協会が行う有価証券の売買の価格を公表することが必要かつ適当であると認め」て、「当該協会に備える店頭売買有価証券登録原簿に登録」された有価証券をいうと定義している(同法七五条一項)。

証券取引一般について適用される改正証取法一五七条(一般的な不正取引禁止規定)や一五八条(風説の流布、暴行脅迫等の禁止)、さらには、一六八条の規定(虚偽記載文書の作成・頒布禁止)は、従来と同様に、これらの売買その他の取引に適用される。証券記事の制限や有利買付・一定額の配当表示を禁止する規定についても同様である(一六九条―一七一条)。

改正証取法は、相場操縦的行為を禁止する一五九条に新たに四項の規定を追加して、店頭売買有価証券にも適用することとし、必要な読み替え規定等を設ける(損害賠償に関する一六〇条。さらに、施行令二〇条ないし二六条参照)。自己計算・過当数量取引に関する改正証取法一六一条(同条二項参照)や内部者取引関連規定(内部者の禁止行為規定を含む)についても同様である(一六三条ないし一六七条。施行令二七条、二七条の二参照)。なお、内部者取引禁止規定にかかる重要事実概念や公表措置等について、店頭売買有価証券にも適用するため所要の改正がなされている(施行令二八条六号、三〇条ないし三二条参照)。

空売り逆指値注文の禁止規定である改正証取法一六二条は、上場証券等に適用範囲を限定す

る旨明示していないが、その趣旨より公開市場に関する規定であり、この規定を具体化する政令(施行令)は、空売りについて、取引所の開設する有価証券市場および店頭売買有価証券の店頭売買取引に限定している(施行令二六条の二ないし二六条の四)。

(四) 不正取引禁止規定の体系的整序の意義
改正証取法が第六章において不正取引禁止規定を体系的に整序したことは、該当規定を明確化しその実効性を高め、個々の不正取引禁止規定の趣旨の理解を容易にする。

一般的な不正取引禁止規定(詐欺的行為禁止規定)は従来証券会社規制の中に設けられていた。これは他に適当な場所がなかったことを理由とするのではないかと推測されるが、改正証取法のもとにおいては、これが不正取引にかかる原則規定ないし総則的規定であることが明らかとなる。これに続く、改正証取法一五八条も、適用主体、適用対象証券および適用対象市場(発行市場と流通市場)のいずれについても限定されない、その意味で一般的規定である。改正証取法一五九条ないし一六二条は公開市場(流通市場)における不正取引にかかわるものであって、特に、同法一六一条は取引所の会員(協会員)を適用主体とする。

改正証取法一六三条ないし一六七条は内部者取引関連規定であって、公開会社の証券および内部者にかかる特別規制である。不正取引の観点からは(理論上)、これは改正証取法一五

九条と並べて定めることにも合理性がある。しかし、現行の内部者取引規制、とりわけ、刑罰規定としての内部者取引禁止規定は、改正証取法一五七条違反とは断定しえない内部者取引をいわば形式的基準により禁止することを目的とし、相場操縦に比べて軽い刑罰が科せられている。このため、一六〇条以下ではなく、一六三条以下において規定されているのであろう。広義の不実表示禁止規定として整理することができる改正証取法一六八条ないし一七一条についても、改正証取法一五七条違反とは断定しえない不実表示を禁止するものであって、刑罰も一五七条の場合に比して軽くされている。

ともかく、このような体系的秩序により、内部者取引の違法性、さらには、不実ないし誤解を生じさせるおそれのある広告の違法性について、今後さらに検討すべきことが間接的に明らかになる。

IV 改正証取法の業者規制の概要

(一) 序 改正証取法は、証券会社規制として、証券業協会を自主規制機関として純化し、その自主規制を通じて業者の業務内容の適正化を図るとともに、IOSCOの行為規範原則のうち、誠実・公平の原則を法定し、さらに、これまで通達を基礎とする自主規制等により要請されていた適合性原則その他の勧誘行為の適正化についても、法律、さらには省令により明確

に規定することとした。

なお、証券不祥事との関連においてなされた平成三年一〇月の証取法緊急改正において証取法五〇条が本格的に改正され、五〇条の二の規定が追加されている。

(二) IOSCOの行為規範原則と証取法改正 一九九〇年一月に開催されたIOSCOの年次総会において、証券業者にかかる七つの行為規範原則が採択された。証券業者の国際的活動、投資者の投資活動の国際化に対応して、証券市場および証券業者の健全性を確保し、投資家の信頼を高めるため、国際的レベルにおける証券業者の行為規範の形成が重要であると考えられたのである。

行為規範原則として、①業者は、顧客の最大の利益および市場の健全性を確保すべく、誠実かつ公平（ないし公正）に行動しなければならない（誠実・公平）、②業者は、顧客の最大の利益および市場の健全性を確保すべく、適切な技能、配慮および注意をもって行動しなければならない（注意義務）、③業者は、営業活動の適切な遂行のために、必要な人材を雇用し、手続を整備しなければならない（能力）、④業者はサービスの提供にあたり、顧客の資産状況、投資経験および投資目的について、顧客から説明を求めなければならない（適合性原則）、⑤業者は、顧客との取引にあたり、当該取引に関する重要な情報を十分に開示しなければならない（顧客に対する情報開示）、⑥業者は、利益

相反を回避すべく努力しなければならない（利益相反の回避）、⑦業者は、営業活動の遂行に適用される規則を遵守しなければならない（規則遵守義務）、の七つの原則があげられている。

IOSCOの行為規範原則に関連する証取審不正取引特別部会の報告書は、わが国において、法令ないし自主規制等によってこれらの原則について何らかの手当がなされているが、業者規制の国際的調和を図るといふ観点や投資者保護、市場の健全性・透明性を一層推進するため、これらの原則について体系的な検討を加え、法令等に明示的に規定することが適当なものについては所要の立法措置をとるべき旨、提言していた。とりわけ、誠実・公平義務について、この義務を証取法に明定するとともに、その前提として投資者の自己責任原則の徹底を図ること、さらに、この原則の具体的現れである個別的な禁止規定（特に、証取法五〇条関連事項）の見直しを行うこと、および、投資者保護のための基本的な行為原則である適合性原則を法令に明記し（健全性省令等）、罰則や行政処分の対象とすることが適当である旨指摘し、さらに、取引一任勘定を原則として禁止することも提言している。

(三) 証券不祥事と緊急改正 平成三年一〇月の証取法の緊急改正において、新たに、いわゆる損失保証・損失補填を刑罰をもって禁止する規定が設けられた。なお、当初この規定は証取

法五〇条の二として規定されていたが、平成四年六月に成立したいわゆる金融制度・証券取引制度改革法により、この規定は証取法五〇条の三になり、五〇条の二の規定はいわゆる業態別子会社制度との関連における不正取引禁止規定となった。

この規定の立法趣旨として、一般に、証券市場における価格形成機能の公正確保があげられるが、大口顧客に対する過度の優遇に対する一般投資者の不公平感ないし反発から生ずる証券市場の公正さに対する信頼を確保することを主要な立法趣旨と解して、適用範囲を合理的に制約すべきであろう。ともかく、これは個々の投資者を保護するというより証券市場の健全性を確保することを目的とする。

証券会社による損失保証の申込み・約束、損失補填の申込み・約束、または、生じた損失を補填するため現実に財産上の利益を提供することが刑罰をもって禁止される（証取法五〇条の三第一項。罰則は、証取法一九九条一号の六、二〇七条一項三号）。平成四年の証取法改正により、この規定違反にかかる法人の罰金の最高限度額が抜本的に引き上げられたことはすでに述べた。

顧客については、証券会社との間で損失保証または損失補填の約束をすること、または、証券会社が損失を補填するために提供する財産上の利益を受け取ることが禁止される（証取法五〇条の三第二項）。第三者との間で約束をする

か、第三者をして約束させる場合、つまり、実質的当事者が証券会社と顧客の場合も含まれる。もっとも、顧客に刑罰が科せられるのは、顧客が自らそれを要求するか、第三者をして要求させた場合に限定される。罰則は同法二〇〇条三号の三が規定し（なお、両罰規定として、二〇七条一項三号）、特に没収にかかる特別規定も定められている（同法二〇〇条の二）。

損失補填と債務不履行や不法行為に基づく損害賠償責任との区別は曖昧であり、改正証取法は規定の実効性を確保するため、証券会社が任意に損害賠償責任を履行することを許さない。これも一般的に損失補填のための提供の中に含め、法定の実質的要件と形式的要件の両者を充足する場合に例外的に損害賠償をすることを認めるにすぎない。

実質的要件は、証券会社またはその従業員の違法・不当な行為として当該証券会社と顧客の間の争いの原因となるものとして大蔵省令で定められる、いわゆる「事故」による損失の全部または一部を補填するために行う場合ということである（証取法五〇条の三第三項、四項。健全性省令は、この「事故」について、顧客の同意を得ずになされた取引、顧客の注文内容を確認せずに顧客の計算で取引を行うこと、有価証券等の性格や取引の条件等について顧客を誤認させるような勧誘をすること、顧客の注文の執行において過失により事務処理を誤ること、その他法令に違反する行為を行うこと、をあげてい

る（省令三条）。

「事故」を理由にこの規定が形骸化してはならない。このため、形式的要件として、証券会社による損失補填の申込み・約束および財産上の利益の提供は、その補填にかかる損失が事故に起因することを、当該証券会社があらかじめ大蔵大臣の確認を受けているか、または、その他大蔵省令により定められている場合でなければならぬものとされている（同条三項但書、五項参照）。健全性省令四条は、大蔵省令が定める場合として、顧客の注文の執行について過失により事務処理を誤った場合において、一日の取引において顧客に生じた損失について顧客に対して申込み・約束・提供する財産上の利益が一〇万円相当額を上回らない場合（少額免除）のほか、裁判所の確定判決を得ている場合、裁判上の和解が成立している場合や民事調停法一六条所定の調停が成立している場合等をあげている。

なお、取引一任勘定について、従来、証取法一二七条が規定していたが、平成三年七月三十一日付証券局長通達、および、平成三年一〇月の証取法改正において、取引一任勘定取引が原則として禁止された。これまで損失保証について規定していた証取法五〇条一項三号・四号において取引一任勘定の原則的禁止規定が設けられ、証取法一二七条の該当規定が削除された（損失保証に関する規定は同法五〇条の二に移動した）。なお、取引一任勘定が一切禁止され

るわけではない。投資者保護に欠け、取引の公正を害し、または、証券業の信用を失墜させるおそれのないものとして大蔵省令で定める場合には、このような取引も許され、健全性省令一条が詳細に例外的場合を規定する。

証取法二七条の規定違反には罰金の刑罰が科せられるが(同法二〇五条二号)、証取法五〇条の場合には刑罰は科せられない。公開市場の健全性維持という社会的法益を守るために証取法二七条違反の行為には刑罰が科されるのであるが、証取法五〇条と五〇条の三の規定とのバランスも考慮して、五〇条違反に刑罰を科す余地がないか、将来的には検討を要するのではなからうか。

(四) 誠実・公平義務 改正証取法は、四九条の二の規定を新設し、「証券会社並びにその役員及び使用人は、顧客に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない。」旨の規定を設けた。これはIOSCOの第一原則の明文化である。「業者はその営業活動の遂行に当たり、顧客の最大の利益及び市場の健全性を図るべく、誠実かつ公正に行動しなければならない。これには、偽もつないし詐欺的行為や不実表示の禁止原則も含まれる」というのがIOSCOの第一原則であるが、改正証取法は、証券会社の誠実公正義務をもっぱら顧客保護の観点から規制する。しかし、証券会社は証券市場の仲介者として重要な社会的機能を担っている。証取法においても「市場の健全性」を促進

する義務を明らかにすべきであったのではなからうか。とりわけ、証取法五〇条の三の規定は個々の投資者保護というより、相場操縦等と同様社会的法益を守るためのものである。

会社法上、注意義務と忠実義務との関連が議論されている。証券投資信託委託会社、証券投資顧問業者や商品投資顧問業者について、忠実義務が課されている(投信法一七条一項、証券投資顧問業法二条、商品投資事業法四一条)。担保付社債信託法の六八条は受託会社に対して公平かつ誠実に信託事務を処理すべき旨定め、その六九条は善管注意義務を定めている。このため、担信法六八条は忠実義務を定めるものとする見解もあるが、この中には社債権者の平等取扱等も含まれており、狭義の忠実義務よりも義務の範囲は広いように思われる。宅地建物取引業法三一条は、業者は、取引関係者に対して信義を旨とし、誠実にその業務を行わなければならない旨定める。改正証取法四九条の二の誠実公正義務についても、広く、業者の高度の誠実性と顧客の公平取扱いを要求する一般規定として理解することが妥当である。

この規定とこの規定を具体化する個別規定を基礎に、さらには、自主規制も併せて、証券会社が営業活動を行うにあたり、誠実に、かつ、すべての顧客に対して公正・公平に対応することが期待される。この関連において、投資者の自己責任原則の徹底を図ることが要請されている。証券市場の健全性を確保し、その価格形成

機能を十全に發揮させるために、投資者の自己責任原則は強く要請されるべきであり、証券会社は、勧誘に際して、投資者に対して自己責任原則の意義とその重要性について十分に説明し、熟慮の上取引するよう要請する必要がある。これは誠実公正義務の具体的内容ともなる。なお、平成三年七月二十九日の公正慣習規則第九号の改正により、同規則の三条において、「協会員は、投資勧誘にあたっては、顧客に対し、証券投資は投資者自身の判断と責任において行うべきものであることを理解されるものとする。」旨の自己責任原則の徹底に関する規定が設けられた。

(五) 適合性原則 改正証取法は、従来の五四条一項の規定を証券会社の財産状況に関する是正命令制度に純化してこれを二項とし、従来の二項の規定を削除した。そして、新たに一項において、適合性の原則を定める。新設の規定は業務に関する是正命令制度であって、有価証券の買付けもしくは売付けまたはその委託について、顧客の知識、経験および財産の状況に照らして、不適当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとなっており、または、欠けることとなるおそれがある場合、その他大蔵省令で定める場合に、監督命令を発することが出来るものとする。

健全性省令が改正され、省令の八条において、従来の省令九条の五号、六号、九号および一〇号のほか(一号ないし四号)、新たに、

「有価証券指数等先物取引、有価証券オプション取引又は外国市場証券先物取引の委託について、顧客の知識、経験及び状況に照らして不適当と認められる勧誘を行つて投資者保護に欠けることとなつており、又は欠けることとなるおそれがある場合」(省令八条五号)が規定されている。

適合性原則は、IOSCOの第四原則であり、「業者は、サービスの提供に当たっては、顧客の資産状況、投資経験及び投資目的について顧客から説明を求めなければならない」とされている。これは顧客を知る義務であり、適合性原則を遵守する前提となる。適合性原則は投資者の利益を無視して過大な勧誘を行うことを防止して、証券市場の健全性を維持し投資者の信頼を確保するための基本的な原則である。顧客にとり適切であると考えられる取引を勧誘し、顧客にとり不適切と信ずるときは、原則として取引に応じないことが要請される。これは誠実原則の具体的現れである。これまでも昭和四九年の大蔵省証券局長通達「投資者本意の営業姿勢の徹底について」を基礎とする公正慣習規則第九号(投資勧誘規則)において適合性原則が明らかにされていたが、今回、これが法令に根拠をおくものとされ、自主規制によりさらに徹底することが期待されているのである。

なお、前述の取引一任勘定の禁止は投資者の自己責任原則とともに、適合性原則とも関係する。

(六) 大量推奨販売の禁止 平成四年一月の証取審不正取引特別部会の中間報告書は、平成三年の夏に表面化した特定の株式にかかる行き過ぎた大量推奨販売について検討し、これは公正な価格形成を損なう行為であるので、相場操縦に該当しない場合であっても、証取法五〇条の禁止行為とすべきことが指摘された。これを受けて、改正証取法は五〇条に一項五号の規定を追加し、「特定かつ少数の銘柄の有価証券について、不特定かつ多数の顧客に対し、買付け若しくは売付け又はその委託を一定期間継続して一斉にかつ過度に勧誘する行為で、公正な価格形成を損なうおそれがある」行為をすることを禁止する。そして、健全性省令二条一一号において、「専ら現に保有している特定の銘柄の有価証券の売付けを目的として、不特定かつ多数の顧客に対し、当該有価証券の買付け又はその委託を一定期間継続して一斉にかつ過度に勧誘する行為」が禁止されている。

従来、証取法五四条一項三号所定的是正命令を発することができた場合として、健全性省令九条七号と八号は、営業の方針として、特定かつ少数の銘柄の株式について、不特定かつ多数の顧客に対し、その買付けを一定期間継続して一斉にかつ過度に勧誘し、公正な価格形成を損なうおそれがある行為をしている場合、および、営業の方針として、現に保有している株式のうち特定の銘柄のものについて、不特定かつ多数の顧客に対し、その買付けを一定期間継続

して一斉にかつ過度に勧誘している場合をあげていた。しかし、そのような行為がそれ自体は明示的には禁止されず、そのような行為をしたことを理由に刑罰はもちろん行政罰も当然には科すことができなかった。このため、このような行為がそれ自体を一般的に禁止することを目的として、証取法五〇条に規定されることとなった。

(七) 市場取引の公正円滑化 不正取引規制と直接の関係はないが、改正証取法一〇六条の二は、「有価証券市場は、有価証券の売買取引等を公正かつ円滑ならしめ、かつ、投資者の保護に資するよう運営されなければならない。」旨規定された(店頭市場について、同法七五条一項参照)。証券取引所ないし証券業協会が市場における取引の公正・円滑化を図り、投資者保護に資するために、積極的に活動することが期待されているのである。

V 結語

改正証取法(および平成三年一〇月の緊急改正法)の不正取引規制の概要は以上のとおりである。このような法令の規定を基礎に、自主規制により補完され、証券取引の公正と透明性が確保されることが期待される。個別的な規定の解釈論や立法論について述べるべき事項も少なくないが、誌面の関係上それらについては他日を期すこととする。

(もりもと・しげる)

金融商品取引法研究会名簿

(平成 24 年 5 月 23 日現在)

会 長	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副 会 長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委 員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	近 藤 光 男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科 客員教授・弁護士
〃	山 田 剛 志	成城大学法学部教授
オブザーバー	古 澤 知 之	金融庁総務企画局市場課長
〃	永 井 智 亮	野村證券常務執行役員 兼チーフ・リーガル・オフィサー
〃	荻 野 明 彦	大和証券グループ本社経営企画部長
〃	藤 瀬 裕 司	S M B C 日興証券法務部長
〃	金 井 仁 雄	みずほ証券法務部長
〃	伊地知 日出海	日本証券業協会常務執行役
〃	平 田 公 一	日本証券業協会常務執行役
〃	三 森 肇	日本証券業協会自主規制本部自主規制企画部長
〃	廣 瀬 康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研 究 所	東 英 治	日本証券経済研究所理事長
〃	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	萬 澤 陽 子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	安 田 賢 治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」 報告者 森田章同志社大学教授	2003年11月
第2号「システム障害と損失補償問題」 報告者 山下友信東京大学教授	2004年1月
第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」 報告者 前田雅弘京都大学教授	2004年3月
第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」 報告者 浜田道代名古屋大学教授	2004年6月
第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向 —投資商品、証券業務の範囲を中心として—」 報告者 神作裕之東京大学教授	2005年7月
第6号「近時の企業情報開示を巡る課題 —実効性確保の観点を中心に—」 報告者 山田剛志新潟大学助教授	2005年7月
第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・ 販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」 報告者 青木浩子千葉大学助教授	2005年9月
第8号「目論見書制度の改革」 報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授	2005年11月
第9号「投資サービス法(仮称)について」 報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長 松尾直彦金融庁総務企画局 投資サービス法(仮称)法令準備室長	2005年11月
第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題 —委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」 報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士	2005年11月
第11号「集団投資スキームに関する規制について —組合型ファンドを中心に—」 報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士	2005年12月
第12号「証券仲介業」 報告者 川口恭弘同志社大学教授	2006年3月

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について－村上ファンド事件を中心に－」 2008 年 1 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）－企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度－」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）－確認書、内部統制報告書、四半期報告書－」 2008 年 7 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本譲治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/> にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第 37 号

金商法第 6 章の不正取引規制の体系

平成 24 年 7 月 15 日

定価（本体 500 円＋税）

編 者 金 融 商 品 取 引 法 研 究 会
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町 1-5-8
東京証券会館内 〒103-0025
電話 03（3669）0737 代表
URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-653-2 C3032 ¥500E