

「証券会社の営業姿勢の整備改善」および「投資者保護の徹底」について（第4回中間報告）

証 取 審・昭51. 3. 18

証券取引審議会（会長・堀越禎三氏）では、さる3月18日、第147回総会を開催し、同特別委員会が取りまとめた第4回中間報告を了承した。

同特別委員会では、49年11月以来、「株主構成の変化と資本市場のあり方」について検討を続けてきたが、昨年3月17日、「第1部 株主構成の変化とその要因」および「第2部 株主構成の変化に対処する方策」のうち「(1) 法人による株式所有の行き過ぎ是正と流通市場の機能強化」について第1回中間報告を行い、次いで6月12日、「(2) 株式投資魅力の回復と発行会社の株主優遇策の確立」について第2回中間報告を取りまとめ、さらに、10月17日、「(3) 資本市場における機関投資家の役割の向上」について第3回目の中間報告を行った。

今回の第4回中間報告は、株主構成の変化に対処する5項目の基本的方策のうち4番目の審議項目である「証券会社の営業姿勢の整備改善」および最後の審議項目である「投資者保護の徹底」について、6回にわたる同特別委員会の審議内容を取りまとめたものである。

同報告では、まず、「証券会社の営業姿勢の整備改善」について、これまでの問題点として、証券会社の法人寄り、収益偏重の営業姿勢を指摘し、今後の整備改善の方向として、①引受審査機能の強化、②一般投資者重視の営業姿勢、③ディーラー業務の位置づけ、④公正な株価形成の確保を掲げている。

具体的方法としては、引受審査機能の強化について、①引受ルールの遵守、②審査内容の充実、③アンダーライター責任の自覚が必要であるとしている。また、一般投資者重視の営業姿勢として、①地道な営業努力の徹底、②投資勧誘態度の改善、③新しい投資者層の開拓を挙げている。証券会社のディーラー（自己売買）業務の位置づけについては、昭和39年12月の同審議会の報告「証券業者の免許制等の問題について」に基づき、ブローカー（委託売買）業務との併営を認めながら、他方でそれにとり兼ねる弊害の排除をはかっていくという考え方を今後とも引続き維持していくことが適当であろうとしている。さらに公正な株価形成の確保については、昭和48年に総合証券会社の間で、「株価形成に関する自主ルール」等が定められ、証券会社の営業を通じて公正な株価形成をはかるための努力が行われてきているので、今後ともこの方向を堅持していくのが適当であるとしている。

次に、「投資者保護の徹底」について、従来、国民一般の間に投資者保護の意味についての理解が必ずしも十分、浸透していなかったことに鑑み、同報告では、投資者保護の必要性、内容およびその限界について明らかにしている。開示主義を基本としている我が国の証券取引制度の下では、投資者保護の内容は、①事実を知らされないことによって被る損害からの保護と、②不公正な取引によって被る損害からの保護とからなるとし、そのため、投資者保護を強化するには、「ディスクロージャー制度の充実」および「不公正取引の防止」という二つの方向に沿った具体的かつ有効な諸制度の整備が必要になるとしている。

具体的には、ディスクロージャー制度の充実策として、①正確な情報提供、②情報の適時開示、③情報開示における公平性、④情報の有効な利用をあげ、同制度の充実を期するためには、まず自主規制によってよい慣行の習熟を待ち、ある程度進んだ段階で行政的措置を検討し、さら

に必要があれば法制化する方向で臨むのが現実的であるとしている。また、不公正取引に対する規制については、公正な価格形成と円滑な流通を保証するための制度として、①内部者取引（インサイダー・トレーディング）の規制、および②相場操縦等の規制をあげ、将来の方向として、民事責任、刑事責任等を加えた法制の整備を図ることも考えられるが、ただ、そのためには専門的立場から相当の期間にわたる検討が必要であり、同時に、行政当局、証券界および経済界が相協力して、そのような法制を受け入れる環境作りを進めていかなければならないとしている。

同特別委員会では、これまで4回に分けて提出した中間報告について今後改めて見直しを行い、4月下旬にまとめて最終報告する予定である。

証取審の第4回中間報告の全文は次のとおりである。

「株主構成の変化と資本市場のあり方について」

の審議内容取りまとめ（第4回中間報告）

昭和51年3月18日

証券取引審議会特別委員会

証券取引審議会特別委員会は、「株主構成の変化と資本市場のあり方」について審議を行うに当たり、この問題を次のように整理した。

第1部 株主構成の変化とその要因

第2部 株主構成の変化に対処する方策

(1) 法人による株式所有の行き過ぎ是正と流通市場の機能強化

(2) 株式投資魅力の回復と発行会社の株主優遇策の確立

(3) 資本市場における機関投資家の役割の向上

(4) 証券会社の営業姿勢の整備改善

(5) 投資者保護の徹底

特別委員会の審議は、昭和49年11月27日以降、上記項目の順序に沿って鋭意行われてきたが、すでに第1部及び第2部の(1)から(3)までの課題については、過去3回の中間報告（昭和50年3月17日、6月12日及び10月17日）によって、審議内容を報告してきたところである。特別委員会では、その後6回にわたり審議を重ねた結果、このほど「(4) 証券会社の営業姿勢の整備改善」及び「(5) 投資者保護の徹底」についてほぼ検討を終了したので、その審議内容を、第4回中間報告として、以下のように取りまとめた。

なお、これまで4回に分けて提出した中間報告については、今後改めて見直しを行った上、近くまとめて最終報告する予定である。

第2部 株主構成の変化に対処する方策

第4 証券会社の営業姿勢の整備改善

昭和43年の免許制移行以後、証券会社の財務内容及び経営体質は大幅に改善され、この面における証券会社の社会的な「信用」は著しく向上してきた。しかしながら、証券会社に対する一般投資者の「信頼感」は、必ずしも十分高まってきているとは言えないところがある。従来の証券会社の営業姿勢を見ると、ともすれば法人寄りないし収益偏重の色彩が強く、結果的には一般投資者に対する配慮が十分でなかったとの指摘がなされている。近年における株式保有の法人化現象とこれに伴う個人株主の減少傾向は、株式投資魅力の減退等の外に、このような証券会社の営業姿勢にも一因があると言えよう。

証券会社の営業姿勢の基本は、何よりも一般投資者の信頼を確保することにあるのは言うまでもなく、昭和49年12月の「投資者本位の営業姿勢の徹底について」の行政通達も、この趣旨を改めて具体的に要請したものである。個人株主の増大が証券業界全体の課題となっている今日、証券会社の営業姿勢についてさらに真剣な反省が求められるとともに、特に投資者本位の営業姿勢の一層の徹底が期待されている。

1 これまでの問題点

(1) 法人寄りの営業姿勢

昭和40年代初めの資本自由化を契機として、法人が安定株主工作、系列的企業集団の形成等のために株式の法人集中化を推進した際、証券会社は、これをむしろ助長するような面があった。

また、時価発行増資が本格的に行われるようになってから日が浅いため、証券会社の引受機能が十分に整わず、引受幹事となるための過当な競争もあって、証券会社は時価発行増資の引受けをやや安易に行ってきたきらいがある。さらに、時価発行増資プレミアムの還元についても、当初においては、株主に対して十分な配慮がなされていたと言いはない。

(2) 収益偏重の営業姿勢

証券会社は、営業効率面の制約からも、株式については大口投資者優先の営業姿勢に傾き、投資者層の底辺を広げるための地道な努力がおろそかになりがちであった。

また、一部では特定の顧客相手に手数料本位の過当な投資勧誘が行われたきらいもあり、長期的投資者を育てるよりもむしろ短期的投機的な投資者をふやす結果ともなっている。さらに、主として株式の売買委託手数料に依存する証券会社の収支構造が、このような営業姿勢を強めることになった点も否定できない。

このような証券会社の営業姿勢は、株式市場の投機的傾向と相まって、一般投資者を市場から離散させ、または、市場に近寄りにくくさせる一因となったと言えよう。

2 今後の整備改善の方向

(1) 引受審査機能の強化

イ 引受ルールの遵守

近年における時価発行増資等の増加に伴い、引受証券会社の社会的責任はとみに増大してきている。引受証券会社は、発行者と投資者双方の信頼に基づいてアンダーライターとしての役割を果たすべく、昭和48年2月以降数次にわたり自主申合せを行い、発行銘柄の資格基準及び増資後の株主への利益還元基準の強化、親引け割合の引下げ等引受ルール整備のための努力を払ってきた。

その結果、今日では、過去に見られたような安易な引受態度は、相当程度改善されてきていると言えよう。したがって、今後ともルールの趣旨を一層遵守し、投資者の期待にこたえていくことが要請される。

ロ 審査内容の充実

前記引受ルールの整備に加えて、次にこの基準を満たした発行銘柄の中から、真に時価発行増資に適したものをいかにして選別するかということが現実の問題となる。このため、引受証券会社は、昭和49年12月より、①事前審査内容の充実、②増資発表から払込みに至るまでの企業動向に対するフォローアップ、③公認会計士等による監査対象年度以降の財務状況報告（コンフォート・レター）の提出等の措置を講じてきている。

しかしながら、現実に証券会社の審査機能は、なお金融機関に比してぜい弱であるとの指摘がある。本来、証券会社の引受審査に

は、金融機関のように経常的に会社経理状況をは握する機会に乏しい等独特の難しさがあるが、審査の結果が投資者にもたらす影響の大きさを考えると、審査能力の充実は今後の緊要な課題である。

我が国に時価発行増資、時価転換社債が普及してなお日が浅いため、いまだ発行会社との相対的力関係に問題があり、証券会社間の過当競争も存在する時点において、早急にこの問題を解決することは困難であろうが、今後、発行会社の理解と協力を求めながら、望ましい引受審査体制を着実に築き上げていくことに最善の努力を払うべきであろう。

ハ アンダーライター責任の自覚

引受審査機能の強化に関しては、審査内容の充実に加えて、証券会社のアンダーライター責任の自覚が問題となっている。証券取引法は、アンダーライターの民事責任について厳格な規定を設けているが、我が国の場合、投資者がアンダーライターを相手に訴訟を提起することはこれまでほとんどなく、これがアンダーライター責任の自覚を希薄にしているという指摘がある。

法律上のアンダーライター責任は、引受け時点において、重要な開示事実の虚偽又は欠落に対し、相当な注意を払わなかった場合に限定される。しかし、道義的には、引受け後に生ずる事態についても、何らかの責任を負うような自覚を持つことが望ましい。さらに、金融機関の貸付けは自己のリスクにおいて行われるのに対し、証券会社の引受けに伴うリスクは売りさばき後は投資者の負担となることから、証券会社の引受審査は金融機関の貸付審査以上のものでなければならないという意見もある。

このような役割を引受証券会社に求めることは、ある意味では過大な要請とも言えようが、一般投資者の証券会社に対する期待を反

映したものとして受け取るべきであろう。

(2) 一般投資者重視の営業姿勢

イ 地道な営業努力の徹底

我が国の株式市場においては、個人投資者についても短期的取引を主体としている者が多いが、株式市場の健全な発展のためには、長期的視点に立った一般投資者の市場参加が不可欠である。証券会社は、手数料収入の増大を指向するあまり一般投資者を短期的取引に誘引することのないよう十分に配慮し、あくまでも投資者に納得のいく地道な営業姿勢を貫いて行く必要がある。

また、株式手数料収入を主体とする経営基盤はとかく収益偏重の営業姿勢を招きやすいので、今後、証券会社は、公社債等の業務にも一層力を注ぎ、収入構造が株式部門と債券部門とのバランスの上に成り立つよう配慮することが望ましい。

ロ 投資勧誘態度の改善

一般投資者の投資判断は、大口投資者や機関投資家と異なり、証券会社の勧誘態度に影響を受けやすいので、証券会社が投資を勧誘するに当っては、投資者の資力、知識及び経験に適応した態度をとることが要求される。

これは米国で「適合性の原則」と呼ばれており、我が国においても今日重要な課題として提起されている。昭和49年12月の前記通達もこの点を強調したものにほかならないが、このような原則が現実には厳しく励行されることが大切である。したがって、とくに証券会社の社内管理体制の確立や従業員の教育等の面において、これまで以上の充実が求められる。

ハ 新しい投資者層の開拓

国民の金融資産は着実に増加していく傾向にあるが、今後、証券

投資を広く国民貯蓄として定着させ、企業部門、公共部門の資金調達に結びつけていくことは、国民経済的見地からも大切な課題である。証券会社は、株式の外、公社債、投資信託等投資者のニーズに応じた各種の商品を取り扱っているが、さらに多様な投資勧誘をなしうるよう、株式累積投資制度等の導入についても検討を行い、新しい投資者層の開拓に努力を払う必要がある。また、将来の証券市場の基盤を拡充するという長期的展望に立てば、特に若年の投資者層を開拓することが重要である。

(3) ディーラー業務の位置づけ

証券会社のディーラー業務については、昭和39年12月の証券取引審議会の報告に基づき、ブローカー業務との併営を認めながら、他方でそれにとまらぬ弊害を排除する措置を講じてきたところである。証券会社の職能分離を図ることは、証券会社の資金力や採算面等に照らしてなお困難であると認められるので、今後とも引続きこのような考え方でこの問題に対処していくのが適当であろう。

(4) 公正な株価形成の確保

公正な株価形成の確保は、株式市場存立の基本であることは言うまでもないが、個人株主の増大を図るための重要な課題でもある。この点について、証券会社が果たすべき役割と責任はきわめて大きなものがあると考えられる。このため、昭和48年に総合証券会社11社の間で、「株価形成に関する自主ルール」、「株価監視機構の整備拡充についての申合せ」及び「法人関係社員服務規定の整備に関する申合せ」が定められ、証券会社の営業を通じて公正な株価形成を図るための努力が行われてきているので、今後ともこの方向を堅持していくのが適当である。

もっとも、規制やルールがあまりにも細かくなると、一方では流通

市場の円滑な取引に影響を及ぼすおそれもあるので、将来は、証券会社の審査機能の充実、投資者本位の営業姿勢の徹底等に伴って、証券会社の自主性が一層発揮されるような環境が整備されることが望ましい。

第5 投資者保護の徹底

投資者の保護は、証券取引法第1条（目的）において明記されているように、証券政策ないし証券行政における主要な目標である。しかし、投資者保護の意味についての理解が、必ずしも国民一般の間に浸透しているとは言い難い。また、そのために設けられている諸制度のあり方についても、いろいろな問題が提起されている。

今後、個人株主の増大を図っていく過程においても、また、個人株主が増大した後においても、投資者の株式市場に対する信頼を一層深めることが必要となるので、本委員会の最後の課題として、「投資者保護の徹底」の問題を取り上げた。

1 投資者保護の意味

(1) 投資者保護の必要性

証券取引の対象となる有価証券とくに株式は、普通の商品と異なり、その価値の測定が非常に困難であること及びその取引自体が技巧的操作の対象になりやすいこと等から、価値評価や取引に当って相当程度の専門知識が要求される。一方、資本市場が国民経済的に十分な機能を発揮するためには、多数の一般投資者の市場参加が不可欠であるが、これらの投資者は、必ずしも有価証券の評価や取引に当って専門的な知識を有しているわけではない。

我が国の証券取引法は、私人間の権利義務を一般的に規定している民法や商法に加えて、行政的手段を通じ市場の動きに即応しながら、

有価証券の公正な取引と円滑な流通の確保を図ることにより、一般投資者の保護を期している。

(2) 投資者保護の内容

開示主義を基本としている我が国証券取引制度の下では、投資者保護の内容は、①事実を知らされないことによって被る損害からの保護と、②不公正な取引によって被る損害からの保護とからなる。このための方策としては、「ディスクロージャー制度の充実」及び「不公正取引の防止」という二つの大きな手段が考えられるので、このような方向に沿った具体的かつ有効な諸制度の整備が必要となる。

なお、投資者保護の内容に関連して、証券取引所の上場制度をいかに考えるべきかという問題があるが、ディスクロージャー制度の充実及び不公正取引の防止は、何らかの組織的な管理を通じて一層徹底するわけであり、上場制度の意義もそこにあると言えよう。また、上場制度により一定の基準に基づいて有価証券を選別しているのが現状であるが、これは投資者のために選択の便宜を考慮したものと見て差し支えない。したがって、上場基準に達しない有価証券については、店頭市場の整備を通じて、その性格に応じた投資者保護を図っていくべきであろう。

(3) 投資者保護の限界

投資者保護とは有価証券の価値自体を保証するものであると解している向きもあるが、証券投資には妙味と同時にリスクが存在するものであり、証券価格の正常な騰落による負担は、あくまでも投資者自身の責任において処理されるべきものである。この点、元本の払いもどし及び利子の支払を保証する「預金者保護」とは本質的に性格を異にしている。

それだけに、一般投資者が証券投資とくに株式投資を行うに当って

は、その本質を十分理解し認識を深めることが必要であり、直接投資者と接する証券界が中心となって、証券投資知識の普及、啓もうに努力していくことが望ましい。

2 ディスクロージャー制度のあり方

投資者が合理的な判断に基づいて株式投資を行うためには、価値判断に必要な情報が、正確に、適時に、かつ、公平に開示され、さらに投資者に有効に利用されることが前提となっている。証券取引法は、①発行市場における開示として、有価証券の募集又は売出しのつど「有価証券届出書」を、また、②流通市場における開示として、事業年度ごとに「有価証券報告書」を、半期間経過後に「半期報告書」を、一定の事由が生じた場合に「臨時報告書」を、それぞれ大蔵大臣に提出させ一般の縦覧に供することとしている。この外、会社から投資者に直接開示されるものとしては、「目論見書」、「営業報告書」及び「委任状勧誘参考書類」がある。

我が国のディスクロージャー制度は、戦後米国の制度を取り入れその後逐次改善してきた結果、法制的にはかなり整備されているが、特に運用面や実態面においてはなお検討を要するところが多いと言われている。この背景には、企業側においてその重要性についての認識が低く、投資者側においても企業の財務内容を分析して投資判断を行う慣行が熟成していないこともあって、ディスクロージャー制度に対する関心が一般的に必ずしも高くなかった点があげられよう。しかし、一昨年の商法改正や最近の倒産事件等を契機として、ディスクロージャー制度をめぐる論議が活発となっており、その一層の充実を求める機運が高まっている。

ディスクロージャー制度の充実を期するためには、まず自主規制によってよい慣行の習熟を待ち、ある程度進んだ段階で行政的措置を検討し、

さらに必要があれば法制化する方向で臨むのが現実的であると考
えられる。

(1) 正確な情報提供

企業の提供する情報が正確かつ詳細でなければならないことは当然の要請であるとしても、厳密にその実効を期することには、制度的に難しい問題がある。証券取引法は、有価証券届出書、有価証券報告書の提出に当って、財務計算書類については第三者である公認会計士等の監査証明を付することにより、情報の正確性を担保している。

近年、監査内容の一層の向上が要請されているところであるが、当面の課題は、一年決算会社に適用される半期報告書制度の定着及びこれに対する監査証明の要否の問題である。

イ 半期報告書制度の定着

昭和46年から半期報告書制度が導入されたが、この制度をさらに四半期報告書制度へ発展させてはどうかという意見がある。これは、現行の臨時報告書制度のあり方とも関連するが、我が国の場合いま直ちに検討に着手することは時機尚早のきらいがあるので、当面は半期報告書制度の定着を図るのが適当であろう。

なお、一年決算会社の株主に対する直接開示として、事実上多くの会社が半期経過後中間営業報告書を株主に送付している。この中間営業報告書にどのような内容を盛り込むべきかという問題があるが、より正確な情報が直接開示される点に大きな意義が認められるので、少くとも半期報告書に記載される要約財務諸表と同一のものを記載することが望まれる。

ロ 半期報告書の監査証明

半期報告書に監査証明を付することは証券取引法上要求されていないが、証券取引所は上場会社に対して監査証明の添付を別途要望

しており、これに協力している会社は、現在のところ、上場会社全体の約半数にとどまっている。

改正商法の施行に伴い、今日ほとんどの上場会社が一年決算に移行してきたことにかんがみ、この際、半期報告書の内容の信頼性を担保するため、何らかの形で第三者である公認会計士等が関与することを制度化する必要があると考えられる。ただ、制度化に当たっての具体的な検討は、仮決算手続の確定や監査基準の制定等の技術的な問題が多いので、別途、企業会計審議会において専門的立場から行われるのが適当であろう。

(2) 情報の適時開示

イ 迅速な決算発表

商法による事前監査制度の実施に伴って、情報の正確性は前進したと考えられるが、改正前に比較して会社の決算発表時期は大幅に遅延する結果となっている。このような決算発表の遅れは、投資者に対する適時な情報提供という点で問題があるのみでなく、いわゆるインサイダー・トレーディングの介入するおそれもある。

ただ、實際上、会社が公認会計士等の監査に先だって決算発表を行うことは難しいので、事前監査制度の趣旨に即して正確かつ迅速な開示を求めるとすれば、会社の決算方針に対する公認会計士等の事前指導の徹底や期中監査の活用等により、監査意見の形成ができるだけ速やかに行われるよう運用面での改善を図ることが望ましい。

ロ 重要情報の適時な開示

ディスクロージャー制度の基本は、有価証券届出書、有価証券報告書の開示及びそれに対する監査証明の添付等の定型的なものからなっているが、一般投資者の関心度合から見れば、むしろ情報がそ

のつど提供されるというタイムリー・ディスクロージャーの強化が重要となる。

タイムリー・ディスクロージャーは法制化されたものではないが、昭和49年6月の上場会社に対する証券取引所の要請によって、次第に実行に移されてきている。しかし、何が投資判断に影響を及ぼす重要な情報であるか、また、これをいかなる時点で発表すべきかという点で、基準が必ずしも明確でないことが問題となっている。これを、いま直ちにルール化することは困難と考えられるが、事実の積重ねの中から慣行を作り上げていく過程で制度化する道も開けてこよう。

ただ、タイムリー・ディスクロージャーの遅れは内部者取引の発生につながりやすいので、内部者取引に対する規制の強化によって、タイムリー・ディスクロージャーの意義を実質的に確保していくことが好ましい。

(3) 情報開示における公平性

投資者に対する情報の開示は広く公平に行われるべきであるが、現実には問題が少なくないと言われている。たとえば、金融機関や大株主は企業の財務内容等について特別に知りうる機会が多いので、一般投資者から見ると不公平となっており、それが結果的に不公正取引に結びつくおそれがあるという指摘もある。

不公平な情報開示は、内容においても開示の時期においても極力是正していく必要があり、この点、情報の厳格な管理が重要となるが、実際問題としては、特別の関係で知りえた情報が不当に用いられることのないよう、関係者の自覚と協力に負うところが大きい。

(4) 情報の有効な利用

ディスクロージャー制度の確立は、制度的には、企業が正確、適

時、公平な情報開示を行うことに尽きるが、投資者が情報を有効に利用しなければ、その趣旨は生かされない。このため、目論見書、営業報告書等の直接開示については投資者にわかりやすくすることが望まれるとともに、有価証券届出書、有価証券報告書等の間接開示については、権威ある第三者により、投資者に理解されやすい形で情報が再提供される必要がある。

このためには、企業と一般投資者の間に立って、専門的立場から財務諸表等を分析する証券アナリスト制度の活用が期待される。我が国においては、いまだアナリスト制度が定着していないが、今後、資格認定制度の導入を含め、我が国の実情に即した制度のあり方を検討していくことが望ましい。

3 不公正取引に対する規制のあり方

投資者保護の徹底に当っては、ディスクロージャー制度の充実と並んで、内部者取引や相場操縦等の不公正な取引を排除し、公正な価格形成と円滑な流通を保証するための制度が必要である。不公正取引を防止するために必要な規制は、現在、行政通達及び証券界の諸規則を含めてかなり整備されているが、なお検討すべき課題が残されている。

(1) 内部者取引（インサイダー・トレーディング）の規制

会社の役員、主要株主等の内部者が、職務上知りえた情報を不当に利用して利益を図ることは、会社に対する忠実義務に反するばかりでなく、このような行為を放置すれば、株式市場に対する一般投資者の信頼を失うこととなる。内部者取引が悪であるという認識は、近年米国を中心として欧州各国にまで広まっており、我が国においてもこのような考え方を一般的に定着させる必要がある。

証券取引法は、第189条（役員又は主要株主の不当利益の返還請求）により、6か月以内の売買利益について会社による不当利益返還

請求と株主による代位訴訟とを規定している。この規定は、役員又は主要株主のみを対象としたものであり、現実には十分機能してきたとは言えない面がある。他方、米国においては、我が国の証券取引法第58条（不正取引の禁止）に相当する規定（米国証券取引所法第10条bに基づくSEC規則10b-5）を、その後の判例の積重ねにより、内部者取引の規制にまで拡大適用してこの問題に対処していることが注目される。

しかし、内部者の範囲を厳密に定めることは難しく、内部者からさらに情報をえた者に対して規制を及ぼすことは無理があると言わなければならない。また、証券取引法第58条の適用についても、詐欺的不正取引を一般的に禁止した立法趣旨から見て、これを直ちに内部者取引にまで拡げることには限界がある。

したがって、この問題に対処する方策としては、現行法令の適確な運用に加えて、内部者取引が何よりも道義に反する行為であることを関係者に十分認識させ、さらにその認識が実践にまで高められるように努めることが实际的である。現に、行政当局、取引所及び証券会社においては、監視体制の充実や売買注文受託段階での調査等を通じて、相当の成果をあげている。

(2) 相場操縦等の規制

相場操縦等の不正な株式取引を規制するため、証券取引法は、一般的には第58条、特に有価証券市場における取引については第125条（仮装売買、相場操縦等の禁止及び安定操作の制限）の規定を設けており、これらの違反行為には刑事罰が適用されている。さらに、証券会社及びその役職員に対しては、特に第50条（禁止行為）の規定が加重して設けられている。

しかしながら、第58条及び第125条の適用に当たっては、違反行為の

成立には売買取引の誘引等の「目的」の存在が必要とされており、これを事後的に立証することは非常に難しいので、これまで実際に適用されることはきわめてまれであった。したがって、相場操縦等の規制に当っては、情況証拠を有効に活用することにより「目的」の存在を推認するという解釈論を確立すれば、この問題に有効に対処することも可能ではないかと考えられる。もっとも、このような解釈論の妥当性が一般に容認されるためには、通常取引観念から考えて異常と思われるような要素を有する取引事例について、個別の検討を重ねながら、次第に固めていく外はない。

(3) 将来の方向

内部者取引、相場操縦等の不公正取引を法律により厳重に規制することは、立法技術的にもきわめて困難であるし、また、あまり細かく法律で規制すると取引の円滑性を阻害するおそれが生ずるので、慎重な取扱いが必要である。

しかし、不公正取引の存在は、たとえそれがわずかなものであっても、一般投資者の資本市場に対する信頼を失わせ、市場からの離散を招くこととなるので、将来は、民事責任、刑事責任等を加えた法制の整備を図ることも考えられる。ただ、そのためには専門的立場から相当の期間にわたる検討が必要であり、同時に、行政当局、証券界及び経済界が相協力して、そのような法制を受け入れる環境作りを進めていかなければならない。