

## 金融商品取引法から宅地建物取引業法の在り方を考える (第二回) 金商法の規制対象とその内容

—宅建業法への適用可能性を考慮しながら—

荒井 俊行

### (はじめに)

金融商品取引法(以下「金商法」という。)は、多岐にわたる法律であるが、本論では宅地建物取引業法(以下「宅建業法」という。)に対応する関連規定の有無を考慮して、Ⅰ 企業内容等の開示、Ⅱ 不公正取引の規制、Ⅲ 金融商品取引業者(以下「金商業者」という。)の参入規制、Ⅳ 金商業者の行為規制、Ⅴ 金融ADR(裁判外紛争解決制度)を取り上げる。

### Ⅰ 企業内容等の開示

#### (企業内容等の開示制度の必要性)

金商法では、不公正取引の規制、金商業者に関する規制とともに、「企業内容等の開示の制度を整備する」ことが金商法の目的達成のために重視されている。金商業者の企業内容等の開示制度の必要性については、それが投資者の投資判断を左右する上で必須の要素だからであるが、これに加え、投資者に対して十分な時間が与えられないまま販売攻勢がかけられ、金商業者が短期間のうちに大量の有価証券を売りさばこうとする結果、投資者は投資判断に必要な情報を得られないまま意思決定を強いられるケースも多いため、事前に十分な投資判断が可能になるような投資環境を整備する必要があることが挙げられる。

### (金商法の適用範囲を画する有価証券概念)

金商法の適用範囲を画する最も基本的な概念は有価証券である。金商法の定める有価証券概念はⅠで述べる企業内容等の開示の適用範囲を画するだけでなく、Ⅱ 不公正取引の規制、Ⅲ 金融商品取引業者の参入規制、Ⅳ 金商業者の行為規制、の範囲を定めるに際しても、多くの場合有価証券概念に依拠して決められている。

### (有価証券の募集・売出しの規制)

金商法の主たる取引の規制対象はリスク性のある有価証券の多数の投資者に対する募集・売出しである。募集とは、新たに発行される有価証券の取得を多数の一般投資者に向けて勧誘する行為をいい、売出しとは既に発行された有価証券の購入を多数の一般投資者に向かって勧誘する行為である。金商法は、一定の要件を満たす有価証券の募集・売出しについて、発行者は内閣総理大臣(権限委任により財務局長)に届出をしている者でなければすることができないと規定する(4条)<sup>1</sup>。このように有価証券の募集・売出しの概念は企業内容等の情報の開示規制制度の基礎をなしている。多数の投資者に向けて、有価証券の募集・売出し

<sup>1</sup> 企業内容等の開示制度(ディスクロージャー制度ともいわれる)の適用除外となる有価証券は①国債証券、②地方債証券、③特殊債、④特殊法人に対する出資証券、⑤貸付信託受益証券、⑥集団投資スキーム持分、⑦政府保証債である。

の要件に該当する行為をする発行者は、発行市場における有価証券の発行の際のみならず、流通市場において有価証券の売買が継続して行われている限り、開示規制の規制対象者となる。投資者は流通市場で流通する有価証券への投資判断を行うにあたり、時間の経過とともに刻々と変わる発行者の財政状況や経営成績に関する情報が必要だからである。

有価証券の募集については金商法2条3項に、また、有価証券の売出しについては2条4項に、それらの定義規定がある。ここで、募集に係る新たに発行される有価証券には、①会社が保有する自己株式は既発であり、新規発行ではないが、市場との関係では募集の概念に含め、開示の対象にする必要があること、②ある会社が自己の完全子会社の株式を上場し、それに伴い子会社株式を広く一般に販売する場合も、市場から見れば、当該子会社の株式はこれまで売買された実績のない有価証券であること、③もし、既発有価証券を募集の対象外としてしまうと、ダミー会社をさしはさむことで容易に新発有価証券が既発有価証券となってしまう、開示規制の対象から潜脱できてしまうことから、一定の既発の有価証券が含まれることになっている。

### （募集・売出しの対象となる第一項有価証券（2条3項））（図表1）

#### （1）第一項有価証券の募集・売出し

金商法は、有価証券を2条3項第2括弧書が規定する第一項有価証券と第二項有価証券に区別する。

2条3項が規定する第一項有価証券とは、2条1項に規定する株券や社債など一般になじみのある証券のほか、2条2項のみなし有価証券のうち、有価証券に表示されるべき権利（有価証券表示権利）を表示する有価証券が発行されていないもの

（いわゆるペーパーレス証券）、さらに、電子記録債権のうち政令で定めるもの（特定電子記録債権）が含まれる。第一項有価証券においては、基本的に50人以上（脚注の適格機関投資家はその人数から除く）の多数に対する取得の勧誘を行う場合を

募集という<sup>2</sup>。なお、第一項有価証券の売出しについても、募集の場合と同様の要件が規定されている。

#### （2）第一項有価証券の私募

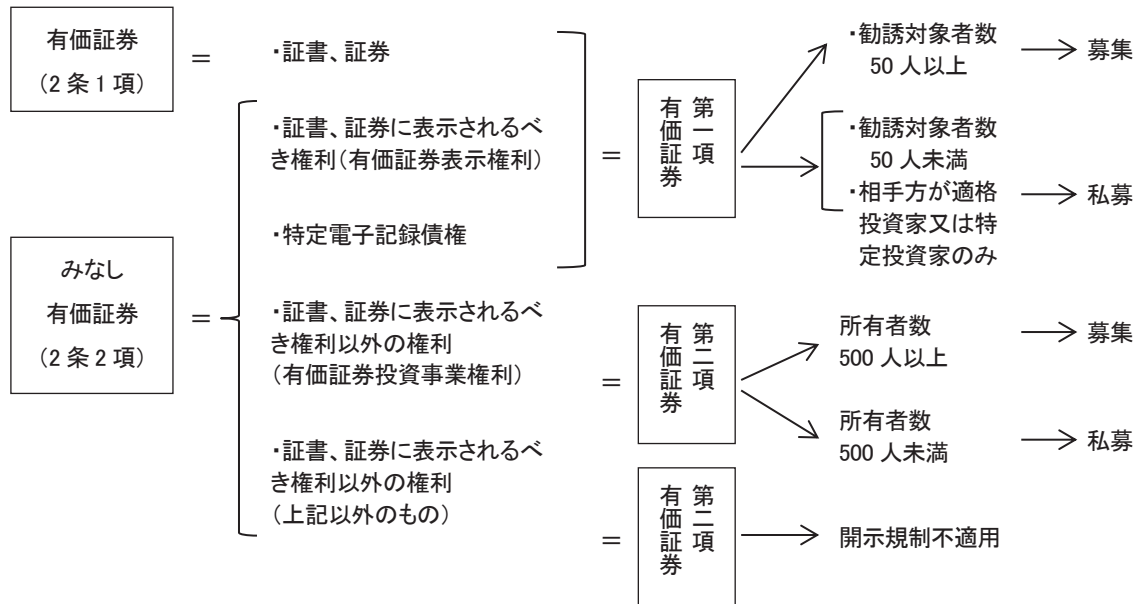
有価証券の取得勧誘の申込みであって上記の要件の募集に該当しないものを有価証券の私募という。私募は有価証券の取得勧誘対象者の属性や人数に着目して①適格機関投資家私募（いわゆるプロ私募）、②特定投資家私募、③少人数私募に分けられる。以下の①、②、③の私募に該当する有価証券の取得勧誘以外が募集に該当する。

第一の私募の類型は、適格機関投資家（一定の金商業者、投資法人、銀行、保険会社等）から適格機関投資家以外に有価証券が譲渡される怖れが少ない適格機関投資家のみを相手とする勧誘であり、勧誘対象者の属性に鑑み、人数要件を適用する必要がないという考え方に基づく。

第二の私募の類型は、特定投資家のみを取得の相手方として取得勧誘を行う場合である。これも一定の者以外に譲渡される怖れのない取得勧誘対象者の属性によるものである。ここで特定投資家とは、適格機関投資家の他に、国、日本銀行、上場企業等が含まれる。特定投資家のみを相手方とする私募を適格機関投資家のみを相手方とする私募とは別に規定するのは、特定投資家のみを参加者として発行される有価証券があるためである。

<sup>2</sup> 50人以上の多数者に対する取得の勧誘の場合は、投資者に対して販売圧力がかかりやすく、発行者に対して情報提供を求める個々の投資者の交渉力も乏しいため、規制対象とされている。ここでの50人という基準人数は取得の勧誘の対象となった者の人数であり、当該有価証券を取得した者の人数ではない。取得勧誘対象者の数は過去6か月に遡って計算する。取得勧誘の対象に適格機関投資家が含まれる場合は、その数を勧誘対象者数から除いて計算する。この場合に除外計算ができるのは、当該有価証券が適格機関投資家からそれ以外の者に譲渡される怖れが少ない場合に限られる。適格機関投資家とは、有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有する者として内閣府令で定める者（注、金融機関、法人（有価証券残高10億円以上）、個人（有価証券残高10億円以上、かつ、1年以上の取引経験がある者）とされており、金商法はこのような属性を有する投資者は、企業内容等の情報開示規制によって保護を図るまでもないという考え方に立っている。

(図表 1) 金商法第2条第3項第2括弧書の定める第一項有価証券及び第二項有価証券の募集・私募の区分



- (注) 1. 有価証券表示権利とは、権利を表示する有価証券が発行されなくとも有価証券とみなされる有価証券である。
2. 有価証券投資事業権利とは、組合出資持分等のうち、出資対象が主として有価証券に対する投資である事業を言う。
3. 募集・売出しに係る第一項有価証券、第二項有価証券の区分は金商法2条3項(第二括弧書)に規定されている。すなわち、金商法2条3項が定める募集に該当する有価証券とは、①金商法2条1項に規定する有価証券、同法2条2項に規定する有価証券のうち、②有価証券表示権利及び電子記録債権とを合わせた意味で用いられる第一項有価証券、③同法2条2項各号により列举された有価証券投資事業権利の意味で用いられる第二項有価証券とからなる(2条3項)
4. 既発の有価証券の売出しについても、募集の場合と同等の判断の枠組みにより、開示規制の有無が定められる。
5. 不動産証券化に関係の深い金商法上の有価証券及びみなし有価証券の事例

金 商 法	有価証券	資産流動化法に基づくもの	特定社債券、優先出資証券、特定目的信託 受益証券
		投資信託及び投資法人に関する法律に基づくもの	投資信託、投資証券、投資法人債券、外国 投資証券
	みなし有価証券		信託受益権、集団投資スキーム持分、合同 会社の社員権等(証券が発行されて第一項 有価証券に該当するものを除く。)
(参考) 金商法と同様な規制適用			不動産特定共同事業

第三の私募の類型は、少人数私募である。取得勧誘の相手方が 50 人未満を対象とする勧誘であり、かつ、多数の者に譲渡・所有されるおそれの少ないものが該当する。ただし、6 か月以内に同一有価証券の少人数私募を繰り返して取得勧誘者数が合計 50 名以上となると募集に該当する。

### (3) 第二項有価証券の募集・売出し

次に金商法 2 条 3 項が定める第二項有価証券とは、証券又は証書に表示されるべき権利以外の権利であっても有価証券とみなされるものである。第二項有価証券は、流通性のある第一項有価証券とは性格が異なるため、金商業者に対し、その契約の相手方に対して契約締結前書面交付義務などの行為規制を課することにより企業内容等の開示目的を達成できることから、原則として内閣総理大臣への有価証券届出書の提出という公衆縦覧型のディスクロージャーの義務は課されないが、例外的に、民法上の組合契約、商法上の匿名組契約に基づく権利などで、出資事業から生ずる収益の配当やその事業に係る財産の分配を受ける権利（多数の投資者からの資金の預託を受けて、資金運用の専門的知識を持ったプロが投資者のために運用する持分権）のうち、出資総額の 50% 超を有価証券に投資し、しかも、実際に有価証券を取得した者の数（所有者数）が 500 名以上となる場合については、過去において、多くの投資者に不測の損害をもたらされたケースがあったという経緯を踏まえ、金商法が第一項有価証券に準じて公衆縦覧型のディスクロージャーの規律を及ぼすため、募集に該当するものとして、開示規制の対象としているものである<sup>3 4</sup>。

<sup>3</sup> 流通性が高くない集団投資スキーム持分については、一般に券面が発行されることがなく、流動性も低いため、公衆縦覧による情報開示は過大規制になることから、金商業者による販売勧誘行為の規制は契約締結前の書面交付による手法が適切であると考えられる。ただし、当該スキームの出資対象事業が主として有価証券に対する投資事業を行うものとして政令に定める場合に該当するときは、開示規制の対象となる。政令では出資金額の 50% 超を有価証券に対する投資に充てている場合を指定している。有価証券投資事業を行う集団投資スキ-

一般に、このように多数の投資家から資金の提供を受けて、資産運用の専門的知識を持ったプロが投資者のために資金を運用して事業を行い、その事業から生ずる収益の配当又は事業に係る財産の分配を受けることのできる仕組みが集団投資スキームと呼ばれるものである（図表 2）。我が国で広く普及している証券投資信託がその一つの典型である。

なお、第二項有価証券の売出しについても、第一項有価証券の売出しの場合と同様に、所有者数基準（500 名）により売出しかどうかが決まる。

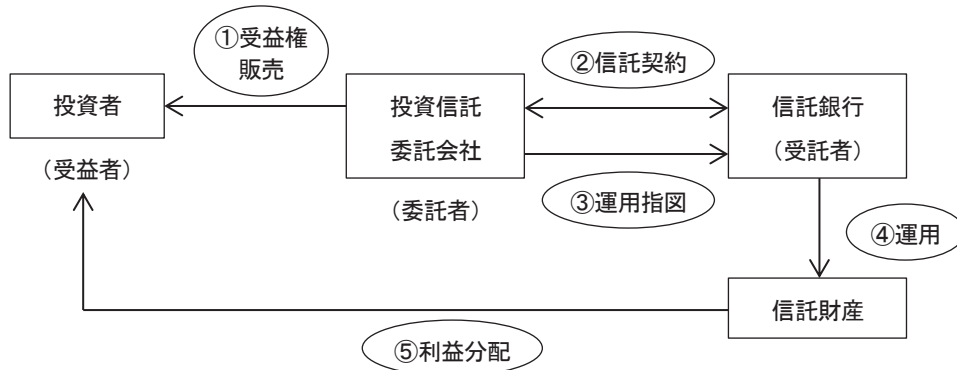
### (参考) (資産流動化について)

資産流動化とは、保有する優良な資産のみを切り離してそれを裏付けとして有利な条件で証券を発行することである。図表 3 は、指名債権を流動化した証券発行事例を示しているが、流動化する資産に制限はなく、不動産を証券化する場合もある。概念の整理としては、資産流動化のスキームも SPC の発行する証券を複数の投資者が取得し、SPC の譲り受けた資産に対して集団的に投資が行われるという意味では、集団投資スキームの持分の一種であるということが出来る。金商法は、企業内容等の開示制度の扱いについては、資産流動化証券を集団投資スキーム持分に係る証券同様に開示対象としている。

ムによる事業はその投資家だけでなく、他の多数の投資参加者に対しても影響を与えることから、公衆縦覧による情報開示が必要であると説明される。

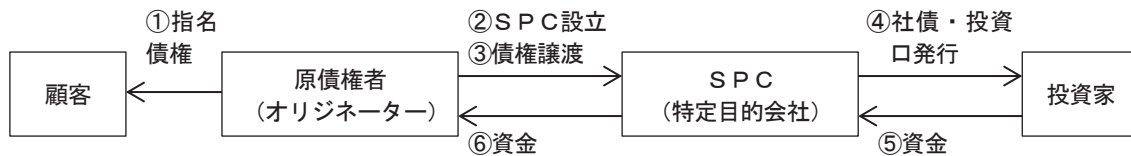
<sup>4</sup> 不動産関連では、不動産信託受益権の募集・売出しは有価証券の売買であり、また、匿名組合出資持分を通じた資金調達をすれば、これも有価証券の募集・売出しに該当するので、当該取引にも金商法の登録が必要になる。特定目的会社や投資法人が発行する優先出資証券、特定社債、投資証券、投資法人社債などは第一項有価証券に該当するので、これらの業務を行う体制にはない特定目的会社や投資法人は、投資者にこれらの証券の募集・売出しを行う場合には、第一種金融商品取引業者に取引を委託する必要がある。また証券発行を伴わない匿名組合出資持分などを投資者に募集・売出しをしたり、不動産信託受益権の募集・売出しを行ったりするには第二種金融商品取引業の登録をするか第二種金融商品取引業者に委託することが必要になる。

(図表 2) 集団投資スキームイメージ



- (注) ① 投資者は投資信託委託会社の発行する受益証券を購入し、信託受益者となる。  
 ② 投資信託委託会社は集めた資金を信託銀行に信託し、信託の委託者となる。  
 ③ 投資信託委託会社は、信託財産の運用について、委託者として信託銀行に指図する。  
 ④ 信託銀行は指図に従い信託財産を運用する。  
 ⑤ 信託受託者である信託銀行は、信託財産の運用により得られた利益を受益者としての投資者に分配する。

(図表 3) 資産流動化のスキーム



- (注) ① 原債権者 (オリジネータ) は特定の事業について顧客に対する多数の指名債権を持つ。  
 ② 原債権者は特別目的会社 (SPC) を設立する。  
 ③ 原債権者は保有する当該事業に係る指名債権を一括して SPC に譲渡する。  
 ④ SPC は投資者に対し、社債・投資口を発行する。  
 ⑤ SPC は社債・投資口の発行により調達した資金の中から債権譲渡の対価を原債権者に交付する。  
 ⑥ なお、原債権者が委託者兼受益者になって、信託銀行を受託者として信託を設定し、その受益権を特定目的会社に譲渡する場合は、オリジネーターが信託受益権という有価証券を発行し、オリジネーターが発行した信託受益権を SPC に購入してもらうことになるが、信託受益権の募集は金商法の規制対象ではないことから、この点で原債権者は第二種金融商品取引業の登録をする必要はないとされている。

### （金商法が適用される有価証券の募集・売出しの 手続等）

発行者は、当該有価証券の募集、売出しにあたって、事前に内閣総理大臣に有価証券届出書を提出しなければならない。有価証券届出書は、①証券情報、②企業情報、③提出会社の保証会社に関する情報④特別情報（最近5年分の連結財務諸表等）からなる。なお、総額が5億円未満の少額の有価証券の募集・売出しの場合は、そのうち②の企業情報、④の特別情報についての記載を原則として省略した簡易なものでよい。発行価額又は売価額の総額が1億円未満の場合はそもそも発行開示が免除されるので、有価証券届出書の提出は必要ない。

### （有価証券届出書の効力）

有価証券届出書の届出の効力発生には一定の期間の経過を必要とする。これは投資者に熟慮の期間を与えるとともに、行政当局が有価証券届出書の内容が真実かつ正確であることを確認するための審査期間が必要なためである。有価証券届出書が提出されてから、原則として15日後に届出書の効力が発生する。それまでの間、証券会社等は投資者に対し、有価証券の取得勧誘を行うことは許されるものの、取得契約をすることはできない（図表4）。

### （企業内容等の開示制度）

株式会社が新たに株式や社債といった証券を発行して資金を調達しようとする場合、有価証券の取得勧誘の相手方が多数に及ぶときには有価証券

届出書という書類により、発行する有価証券の表わす権利内容や当該会社の財務状況などの企業内容等に関する情報を開示することが必要になるが、これだけでは不十分であり、発行する証券を投資者に最終的に取得させるためには、有価証券届出書と同じ内容を記載した目論見書を投資者に交付しなければならない。これは有価証券届出書があっても、これと異なる情報を基に、募集、売出しが行われたのでは、企業内容を開示する意味がなくなるからである。そこで、金商法は有価証券届出書の情報を基にした目論見書を発行者に作成させ、この目論見書を投資者に直接配布して取得勧誘、売出しを行わせる趣旨である。目論見書を交付せずに有価証券を売りつけると、発行者は行政処分を受けるだけでなく、取得者に対し、無過失の賠償責任を負う（16条）。

また、上場の株式会社であって、発行する株式が投資者の間で流通している場合には、発行時の有価証券届出書に留まらず、事業年度ごとに有価証券報告書という書類により、当該会社の財務状況などの企業に関する情報を継続的に開示することが必要になる。これは、企業の状況は時間の経過により変化し、有価証券届出書が陳腐化するため、適時に更新が必要なためである。また、そのほかに四半期ごとに四半期報告書や大きな損失など会社に重大な事実が発生した場合には臨時報告書によりその内容を開示することも必要になる。

このように企業内容等の開示制度は、有価証券が金融商品取引市場に提供され、乃至は流通している場面において、当該有価証券やその発行主体に関する情報を多段階かつ継続的に開示させるも

（図表4）有価証券届出書の提出時期と取得勧誘の可否との関係

時期	有価証券届出書提出前の時期	有価証券届出書の公衆縦覧中の時期	目論見書の公布後、有価証券届出書の効力が発生する時期
取得勧誘の可否	取得勧誘不可	<ul style="list-style-type: none"> <li>取得勧誘可能（原則的な審査期間；15日間）</li> <li>取得不可</li> </ul>	取得、買付け可能

（注）26年度の開示ガイドラインの改正により、「特に周知性の高い」企業情報は有価証券届出書の届出により直ちにその効力が発生することとされた。

のであり、発行開示制度と継続開示制度の2本柱で構成され、投資者が投資判断に必要な情報を適時に入手できるようにすることを目的として、厳格に情報開示を強制する。

もし、この義務に違反して情報の開示を怠り、不実の情報を開示した場合は、企業内容等の情報開示を通じて市場の資源配分機能を強化し、これを投資者の保護につなげるという金商法の目的に反することになるので、関係者に行政法、民事法、刑事法上の厳しい制裁的な効果が及ぶ強力な措置

を定めている。このうち行政法上の規制は、金融庁の判断が重要な意味を持つ場面が多く、金融庁が作成している各種のガイドラインが監督指針としての機能を果している。

**（発行開示の実効性確保の手段とその内容（代表的な事例））**

発行開示の実効性確保の手段とその内容について代表的なものを記す（図表5）。

**（図表5）発行開示の実効性確保の手段とその内容**

<p>行政手続 9条10条、192条、193条の2</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・内閣総理大臣は、提出された有価証券届出書・添付書類に不備があり、又は、重要事項の記載が不十分であると認めるときは、届出者に対し訂正届出書の提出を命ずることができる。（この場合には、届出の効力発生が遅くなるという不利益が課される可能性があるため、聴聞を行わなければならない）。</li> <li>・内閣総理大臣は有価証券届出書・添付書類に虚偽記載などがあると認めるときは（届出の効力が発生した後であっても）、届出者に訂正届出書の提出を命ずることができ、必要があると認めるときは、届出の効力の停止を命ずることができる。（この場合には、不利益が生ずる場合があるため、聴聞を行わなければならない）。</li> <li>・金商法や同法に基づく命令に違反して有価証券の募集・売出しが行われようとする場合において、内閣総理大臣又は財務大臣の申し立てにより、裁判所による法令違反行為の緊急停止命令の制度がある。</li> <li>・公認会計士又は監査法人が上場会社などの監査証明を行うに当たり法令違反事実を発見したときは、先ず、当該有価証券届出書の発行者の監査役などへの書面通知の義務があり、それでも改められないときは、内閣総理大臣への意見具申義務が定められている。この場合には、意見申出をする旨を事前に当該発行者に書面で通知する必要がある。</li> </ul>
<p>課徴金 172条、公認会計士法31条の2、34条の2</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・有価証券届出書が受理されていないのに、有価証券の募集・売出しなどを行った場合には、その行為を行った者は、それによって取得させ、又は売りつけた有価証券の発行総額・売出総額の2.25%（株券の場合は4.5%）の額を課徴金として国庫に納付しなければならない。</li> <li>・虚偽記載がある財務諸表を虚偽記載がないものとして監査証明をした公認会計士・監査法人に対しては、公認会計士・監査法人が相当の注意を怠ったことによりこのような監査証明をした場合には、当該財務書類の会計期間に係る報酬等の対価の額を課徴金として課し、故意にこのような監査証明をした場合には、監査報酬相当額の1.5倍の課徴金が課される（注）。</li> </ul>
<p>民事責任 12条、19条</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・有価証券届出書のうちに、重要な事項について虚偽記載があるときは、当該有価証券届出書の届出者は、当該有価証券の募集・売出しに応じて有価証券を取得した者に対し、その損害を賠償する責任を負う。届出者の上記責任は無過失責任となり、損害賠償の請求者は届出者の故意・過失を立証する必要はなく、届出者は、故意・過失がなかったことを立証しても責任を免れない。損害賠償の請求者は、（有価証券の虚偽記載に基づく価格形成がある以上、当該取得者が有価証券届出書を見ていなかったとしても、虚偽記載と損害との因果関係は存在すると言えるので）、虚偽記載と自らの損害との間の因果関係を立証する必要はない。賠償すべき額は、当該有価証券を取得するために支払った額から、損害賠償請求時の市場価格を控除した額と法定されている。ただし、届出者は、請求額の全部又は一部が虚偽記載と無関係の原因による価格下落分を含んでいることを証明すれば、その額については責任を負わない。</li> </ul>

刑事責任 197 条、197 条 の 2、207 条	<ul style="list-style-type: none"> <li>・有価証券届出書が受理されていないのに有価証券の募集・売出しなどを行った者は 5 年以下の懲役もしくは 500 万円以下の罰金に処せられ、又は併科される。法人に対する両罰規定（5 億円以下の罰金）がある。</li> <li>・有価証券届出書について重要事項の虚偽記載があるものを提出した者は 10 年以下の懲役もしくは 1000 万円以下の罰金に処せられ、又は併科される。法人に対する両罰規定（7 億円以下の罰金）がある。</li> <li>・裁判所による緊急停止命令に違反した者は 3 年以下の懲役もしくは 300 万円以下の罰金に処せられ、又は併科される。法人に対する両罰規定（3 億円以下の罰金）がある。</li> </ul>
----------------------------------	---

（注）故意により虚偽の証明をした監査人には、監査報酬相当額の 1.5 倍の課徴金が課されることは、課徴金が経済的利得の剥奪であるという考え方が一部では変質してきていることを示している。

### （継続開示の実効性確保の手段とその内容（代表的な事例））

基本的な継続開示の実効性確保の手段とその内容について代表的なものを以下の図表に示す（図表 6）。

### （企業内容等の情報開示制度の一環としての株式の公開買付制度）

#### （1）概要

公開買付制度とは、決められた期間に、決められた株数を、一定の価格で買い取ると宣言することで不特定多数の株主から株を買い集める企業の行動をいい、有価証券報告書の提出義務を負っている上場会社等の支配権に影響を及ぼすような取引が行われる場合に、株主・投資者に対しあらかじめその情報を開示するとともに、議決権のある株式を持つ株主等に平等に株式売却の機会を与えるために設けられた金商法の情報開示制度の一つの類型である。金商法に株式公開買付の定義があり「不特定かつ多数の者に対して公告により株券等の買付の申込みの勧誘を行い、取引所外で株券等の買い付け等を行うこと」（27 条の 2 第 6 項）とされている。取引所市場内の取引は、だれでも参加できる公開の取引であること（公開性）、取引の数量や価格が公表されている透明な取引であること（透明性）、競争売買による公正な取引であること（公正性）から、取引を規制する必要はないが、取引所外取引は相対で行われ、公開性、透明性、公正性が高いとは言えないため、取引所外で株式が取引される場合は、投資者の利益が害されることが起こり得る。

そこで、金商法は投資者が取引所外で取引を行う場合に、金商法令が定める手続に従い、公開買付を強制する。これは、取引市場外で取引に参加する売主が限定されることになるので、市場外で株式が取引される際に売手として選ばれない場合には、売主は株式を売る機会を失うため、これを防止する必要があること、また、仮に取引所外取引で売主に選ばれた当該売主は、他者がどのような取扱いを受けているのかわからないために、取引条件に不満があっても取引に応じてしまうという強圧性を受ける怖れがあるので、売主のために公開買付に応じるかどうかの適切な判断期間を確保する必要があるからである。そればかりではなく、公開買付は大量の株式の取得が一挙に行われ、会社支配に影響が及ぶことになるので、そのような会社支配の変動過程を透明にさせる目的もある。このように、株式会社の支配権に影響が及ぶような株式売買に関して、公開買付制度は株主に持分に応じた持株売却を行うかどうかの判断をさせる公平な機会を与えようとするものである。

#### （2）公開買付制度の趣旨・沿革

株式買収の方法としては、①市場で多くの投資家から株式を購入する、②市場外で少数の大株主から株式を購入する、③市場外で多くの投資者から株式を購入する方法が考えられるが、③の方法が採られるのは、①、②の買収費用より③が安い金額になる可能性が高いからである。ところが③では、短期間に多くの投資者を勧誘して市場価格より若干高い価格で大量の株式を取得することになるため、投資者が企業に関する情報を十分考慮



せずに買付者に株式を提供してしまう可能性がある。

そこで、金商法は買付者に、内閣総理大臣に対する公開買付届出書をはじめとする情報提供を強制するとともに、最短期間の 20 営業日を投資者が情報について熟慮をする期間として与える一方、最長期間を 60 営業日として投資者が長期間にわたり不安定な状況に置かれないようにするための上限期間を法定し、この期間の範囲内で買付者が定める期間内に公開買付を行わなければならないこととした。

公開買付制度は、市場外で企業買収に直面している投資者の保護を目的に、アメリカに倣い、日

本では 1971 年に導入された。公開買付けが強制される取引は、有価証券報告書の提出義務を負う発行者が発行する議決権のある株式の買付等、発行者の支配関係に影響するものに限定されている。発行者の支配関係に影響する取引については、取引所市場外の取引について投資者間の平等取扱いの要請が強いからである。

(3) 公開買付制度の内容

株式公開買付に付される取引の代表例としては、第一に、株式を 60 日以内に 11 名以上の者から取得し、買付後の議決権所有割合が 5%超になる株券等の買付が市場外で行われる場合、第二に、著

(図表 6) 継続開示の実効性確保の手段とその内容

<p>行政手続 9 条、10 条、 24 条の 2</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・内閣総理大臣は、有価証券報告書に形式上の不備があり、又は重要な事項の記載が不十分であると認めるときは、有価証券報告書の提出者に対し訂正報告書の提出を命ずることができる（この場合は、届出の効力発生が遅くなるという不利益が課される可能性があるため、聴聞を行わなければならない）。</li> <li>・有価証券報告書の重要事項について虚偽記載などがあることを発見したときは、内閣総理大臣は、有価証券報告書の提出者に対し、訂正報告書の提出を命ずることができる。（この場合は、届出の効力発生が遅くなるという不利益が課される可能性があるため、聴聞を行わなければならない）。</li> </ul>
<p>課徴金 172 条の 3、 172 条の 4</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・有価証券報告書、半期報告書及び四半期報告書を提出しない発行者に対しては、課徴金が課せられる。その額は、有価証券報告書の不提出については原則として直前事業年度の監査報酬額に相当する額（これがない場合には 400 万円）、半期報告書及び四半期報告書の不提出についてはその 2 分の 1 である。</li> <li>・有価証券報告書、四半期報告書、半期報告書及び臨時報告書の重要な事項についての虚偽記載、又は重要な事項について記載の欠落があるものを提出した場合、提出者に対し、有価証券報告書又はその訂正報告書については 600 万円又は当該有価証券市場総額の 10 万分の 6 のいずれか多い額の課徴金が課され、その他の報告書についてはその半額である。</li> </ul>
<p>民事責任 21 条の 2</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・開示書類に虚偽記載があるときの提出者（発行者）に、当該書類が公衆の縦覧に供されている間の取得者に対して生ずる損害を賠償する、損害賠償額の推定規定等がある。</li> </ul>
<p>刑事責任 197 条の 2、 207 条</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・有価証券報告書・内部統制報告書の不提出に対しては提出すべき者は 5 年以下の懲役若しくは 500 万円以下の罰金に処せられ、又は併科される。法人に対する両罰規定（5 億円以下の罰金）がある。</li> <li>・有価証券報告書の訂正報告書、四半期報告書、臨時報告書等を提出しなかった者は、1 年以下の懲役、もしくは 100 万円以下の罰金に処せられ、又は併科される。法人に対する両罰規定（1 億円以下の罰金）がある。</li> <li>・有価証券報告書又はその訂正報告書について重要な事項につき、虚偽の記載があるものを提出した者は、10 年以下の懲役もしくは 1000 万円以下の罰金に処せられ又は併科される。法人に対する両罰規定（7 億円以下の罰金）がある</li> <li>・有価証券報告書の添付書類、四半期報告書、半期報告書、臨時報告書などのついて重要な事項につき、虚偽の記載をした者は、5 年以下の懲役若しくは 500 万円以下の罰金に処せられ、または併科される。法人に対しては両罰規定（5 億円以下の罰金）がある。</li> </ul>

(注) 継続開示を義務付けられる者は①上場有価証券の発行者、②店頭売買の有価証券発行者、③過去に募集・売出しを行った有価証券の発行者、④資本金 5 億円以上・株主 1000 名以上の株式会社等である。

しく少数の者、即ち取得の60日間以内に、10名以内の者から株券の買付を行う場合で、買付後に議決権所有割合が3分の1を超えることになる場合、第三に、会社が株主との合意の下で株主総会または取締役会の決定を受けて自己株式を市場外で買付ける場合(未公開の重要事実がある場合は、公開買付届出書を提出する日前に当該事実を公表しなければならない)等があり、いずれも株主の平等取扱いを実現する必要があるため、当該株券の買付は公開買付に依らなければならない。公開買付開始公告を行わないで株券等の買付等をした場合や公開買付届出書不提出の場合には課徴金が課され、その金額は買付総額の25%と定められている。また、公開買付規制の違反に対しては、開示公告において重要な事項につき虚偽の表示をした場合や公開買付届出書・公開買付撤回届出書などの開示書類の重要な事項に虚偽記載のあるものを提出した場合は、10年以下の懲役若しくは1000万円以下の罰金に処せられ、又は併科され、法人に対する両罰規定(7億円以下の罰金)がある。

#### (金融商品取引所等)

金商法は有価証券の売買を行うための、明確な取引ルールと取引に対する監視の仕組みを整えた組織的な市場を金融商品市場と呼んでいる。金融商品市場は内閣総理大臣の免許を受けた者でなければ開設できない(80条)。金融商品市場においては、取引の公正が確保されることで投資者の保護が図られるとともに、大量の取引を集中させることで効率的な価格形成と有価証券の円滑な流通が実現することになるため、金融商品取引所は公益上重要な意義があり、金融商品市場の開設には免許制が採られ、金融商品取引所は、取引所の開設という高度の公益性に係わる業務を営むので、事業リスクを引き受けたり、市場運営の公正さが歪められたりすることのないよう、内閣総理大臣の認可を受けた場合を除き、厳格な専門義務が課せられている。しかし最近では、2016年にとりまとめられた金融審議会市場ワーキング・グループの報告書において、金融と情報通信技術(ICT)を

融合させたフィンテックを活用する革新的な金融サービス事業の拡大や国際的な取引所間競争の活発化等近年の環境変化に対応するため、従来の業務規制範囲をより柔軟なものに改めるよう提言がなされ、平成29年の金商法改正では、取引所グループに属する複数の会社に共通する業務であって取引所で行うことがグループの業務の一体的かつ効率的な運営に特に資するものを取引所の業務とすることが可能になっている(87条の2)。

金融商品取引所では一定の基準を満たすものとして上場された有価証券の売買だけが行われる。取引所は定款に基づき有価証券の売買等に関して必要な業務規程及び業務に基づいて定められる有価証券上場規程において、証券の発行者の財務状態や経営体制、証券の流通性など、広く一般の投資者が参加するにふさわしい投資物件としての適格性を判断する上で必要な基準を定め、上場後も、廃止基準等に抵触しないよう監視を行っている。

#### (金商法の情報開示制度は厳格)

以上のように、金商法は、第1条の目的規定に明記されている「有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図る」ため、多数の投資者の投資対象になる上場会社の有価証券などについて、詳細な情報の開示を義務付け、もし、この義務に違反して情報開示を怠り、不実の情報を開示した場合には、関係者に行政法、民法及び刑事法の厳しい制裁的効果が及ぶ規律を設けている。

宅建業法においては、既存住宅市場における流通の円滑化のために指定流通機構制度が法定され、専属専任媒介契約及び専任媒介契約に係る物件情報の同機構への登録が義務づけられているが、本制度がスタートしてから20年以上が経過し、これが所期の目的通りの機能を果してしているのかどうかを検証し、徹底した情報開示を求める金商法から学ぶべき事項があれば参考とすべきである。

## II 不公正取引の規制

### (金商法の不公正取引の規制)

金商法は、資本市場の機能を損なう行為、金融商品の公正な価格形成を損なう行為が金商法の目的とする国民経済の健全な発達あるいは投資者保護の面からは決して是認されないため、そのような行為を不公正なものとして規制する。具体的には、何人も有価証券の売買その他の取引等について、157条<sup>5</sup>が①不正の手段、計画又は技巧をすること(1号)、重要な事項について虚偽表示などのある文書の使用により財産の取得をすること(2号)、これらの取引を誘因する目的をもって虚偽の相場を利用すること(3号)などの詐欺的な行為を禁止するほか、②風説の流布・偽計等の禁止(158条)、③上場している有価証券などの相場操縦行為(自由競争原理により、正常な需要と供給の関係に基づき、形成されるべき証券市場に人為的な操作を加え、これを変動させる行為)等の禁止(159条)などを上げている。いずれも、行政処分の対象となるほか、懲役10年以下もしくは1000万円以下の罰金または併科、法人に対する両罰規定(7億円以下の罰金)の適用があり、さらに、②のうちの偽計等の行為及び③においては、違反中に確定した損益に、違反行為終了時までの売りつけ等の価額と違反行為後1か月間の買い付け等の最安

値の差額を加えた課徴金が課せられ、その上、③では、行為の悪質性を考慮し、特に明文で民事責任を負わせる旨の規定<sup>7</sup>が置かれている。これらは、金商法1条の目的規定「資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成」を妨げる行為にほかならず、明確に投資者保護に悖るからである。なお、金商業者が業務上、不公正取引を行う場合は、金商業者の不公正取引は、別途、行為規制として取締りの対象となる。不公正取引の禁止行為は、金商業者の行為に限らず、投資者自身の行為も規制対象である。

このほか、金商業者の不公正取引の禁止行為として、証券会社の役職員の断定的な判断による勧誘及び事前の損失保証による勧誘(38条)、大口取引先に対する事後の損失補てんの禁止(39条)が明文化されている。これらに違反すると行政処分のほか、刑事罰として3年以下の懲役もしくは300万円以下の罰金または併科がなされ、法人には両罰規定(3億円以下の罰金)が科される。損失保証契約や損失補てん契約は、私法上、公序良俗に反し無効であると解されているが、判例等によれば、金商業者がこれらの事後の履行を強制され得ないことを奇貨として損失保証等を餌に顧客を勧誘した場合は不法行為の成立を認めつつ<sup>8</sup>、顧客が積極的に損失保証等を要求する等顧客側の違法性が金商業者の違法性より強いと言えるような場合には、民法708条の類推適用により不法行為の成立を否定している<sup>9</sup>。

<sup>5</sup> 不公正行為の一般規定である157条は非常に広汎な内容を持つ禁止規定であるが、有価証券は多種多様であり、その取引形態も日々進歩するため、それを利用して行われる不公正取引の規制として禁止すべき行為をあらかじめ限定列挙するのは不可能である。このため、包括的な本条の禁止規定が設けられた。本条違反は課徴金の対象とされていないが、それは課徴金制度が違反行為を明確にした上で金額を算定することから、本条のような包括的な規定に適用することは慎重であるべきだと考えられたことによるとされている。

<sup>6</sup> 不公正行為の一般規定である金商法157条の適用例がほとんど見られない理由について、龍田節元京大教授は「証券取引法58条1号に言う不正の手段の意義」において、「証券をめぐる取引は複雑で変化が激しく、立法当時予想しなかった不正行為の手口が新しく考案されるのに対し、157条(旧証券法58条)特に1号が抽象的な内容で、しかも翻訳調の表現であることが多分に影響していると思われる」と指摘している(新証券・商品取引判例百選、別冊ジュリストNo.100、1989年)。

<sup>7</sup> 「有価証券の売買等又は委託につき受けた損害」について賠償するとされ、「違法行為により受けた損害」という文言がないため、投資者が受けた相場操縦による損害との因果関係の立証が要求されていないと理解されている(大阪高判平成6年2月18日)。なお、一般論として業務上の規制に違反した行為の私法上の効果については、いわゆる取締規定であるからこれに違反しても私法上の効果には影響を及ぼさないという単純な理解は不適切であり、違反が問題となる個々の規定について、その規定の趣旨に鑑み私法上の効果が検討されるべきであるとされる。

<sup>8</sup> 最判平成15.4.8民集57・4・366)

<sup>9</sup> 最判平成9.4.24判時1618・48)

(図表 7) 金商法が定める投資判断に影響を与える情報の表示の禁止等行為

①虚偽の相場の公示等の禁止 (168 条)	投資判断にとって最も基本的な情報である有価証券等の相場について、虚偽の相場を公示することやそのための文書を作成・頒布することを禁止 (取引誘引目的等の主観的要件は要求されない)。違反行為は 1 年以下の懲役若しくは 100 万円以下の罰金または併科。
②対価を受けて行う新聞等への意見表示の制限 (169 条)	有価証券、発行者または公開買付者に関する投資についての判断を提供すべき意見を新聞等で公表しようとする者は、(有価証券の発行者、売出し人、特定投資家向けに売付け勧誘等をする者、引受人、金業者等または公開買付者等から対価を受けること自体を禁止するのではなく)、対価を受け又は受けるべき約束をしていることを当該意見と併せて表示しなければならないとしている。違反行為は 6 か月以下の懲役若しくは 50 万円以下の罰金、又は併科。
③有利買付け等の表示の禁止 (170 条)	不特定多数の者に対し、自己又は他人が当該有価証券をあらかじめ特定した価格若しくはそれ以上の価格で買付けるか、その売付けをあっせんする旨を表示すること及びその旨の表示と誤認される恐れのある表示をすることが禁止される。違反行為は 1 年以下の懲役若しくは 100 万円以下の罰金、又は併科。(この規定は損失保証の禁止と類似しているが、損失保証の禁止は金業者のみに適用され、不特定多数に対する勧誘のみならず特定の者に対してなされる場合も適用される点で、ここでの規制と異なる)
④一定の配当等の表示の禁止 (171 条)	不特定多数の者に対し、有価証券の取得等を勧誘する場合に、勧誘者やその役員・従業員等が、当該有価証券に関し、一定の期間につき一定の額若しくはそれ以上の額の金銭の供与が行われる旨の表示及びそれと誤認させる恐れのある旨の表示を、それが予想に基づくものであることを明示せずに行うことが禁止される。違反行為は 1 年以下の懲役若しくは 100 万円以下の罰金を科され、又はそれらが併科される。

## (情報の表示に関する不公正取引の規制)

金商法は、投資判断に影響を与える不公正取引となる情報の表示について、上記以外にも罰則付きの規制を設けている。その主なものは、①虚偽の相場の公示等の禁止、②対価を得て行う新聞等への意見表示の制限、③有利買付け等の表示の禁止、④一定の配当等の表示の禁止である (図表 7)。

## (参考) 不公正取引規制の沿革

金商法の不公正取引規制にはその母法を異にする規定や、個別の不祥事に対応すべく導入された規定などが雑多に含まれ、諸規定を理論的な観点から分類することは難しいとされている。ここでは参考のため、個々の規定の出自を挙げておくこととする。

## (参考) 金商法の定める不公正取引規定の起源

取引所法 (明治 26 年法律 5 号)	虚偽相場の公示禁止 (158 条)、対価を受けて行う新聞等への意見表示の制限 (169 条)、風説の流布等の禁止 (168 条)
証券取引法 (昭和 23 年法律 25 号)	詐欺的行為の禁止 (157 条)、相場操縦行為の禁止 (159 条)
証券取引法 (昭和 23 年法律 25 号) 改正 (昭和 29 年)	有利買付け等の表示の禁止 (170 条)、一定の配当等の表示の禁止 (171 条)
証券取引法 (昭和 23 年法律 25 号) 改正 (昭和 40 年)	断定的判断の提供による勧誘、事前の損失保証による勧誘の禁止 (38 条)
証券取引法 (昭和 23 年法律 25 号) 改正 (昭和 63 年)	インサイダー取引 <sup>10</sup> の禁止 (163 条～167 条の 2)
証券取引法 (昭和 23 年法律 25 号) 改正 (平成 3 年)	事後の損失補てんの禁止 (39 条)

<sup>10</sup> インサイダー取引については、上場会社の役員、従業員などの会社関係者が上場会社の重要事実を知った者は重要事実が公表された後でなければ当該上場会社の有価証券等に係る売買等をしてはならず (166 条)、罰則は 5 年以内の懲役若しくは 500 万円以下の罰金またはその併科であり、法人に対する 5 億円以下の両罰規定がある。また、課徴金も課される。

**(金商法の不公正取引規制は厳格)**

典型的な不公正取引である金商法 157 条から 159 条までの違反行為は、いずれも、行政処分の対象となるほか、金商法中最も重い懲役 10 年以下もしくは 1000 万円以下の罰金または併科、法人に対する両罰規定（7 億円以下の罰金）の適用があり、また必要に応じ、課徴金や民事責任の特例が置かれるなど、厳しいルールベースの規制が敷かれている。宅建業の不公正取引に対する規制は、例えば法人に対して科される両罰規定の上限額が最高額で 1 億円以下と低く、抑止効果が小さいように思われる。また 1 億円以下の両罰規定が科される不公正取引が①不正手による免許取得、②無免許営業禁止違反、③免許の名義貸し禁止違反、④業務停止義務違反、⑤一定事項に付き、故意に事実を告げず、又は不実の告知をした行為の 5 つに限定されており、既存住宅市場が有効に機能するための情報開示関係の不公正取引には罰則規定が存在しないなど、金商法と対照すると、情報開示の扱いが軽視されているきらいがある。宅建業

法の目的に照らし、これをどう理解するのかを検討してみる必要がある。

**Ⅲ 金商業者の参入規制**

**(金融商品取引業者の参入規制)**

金商法においては、金商業者は登録制の規制の下にあり、①有価証券の引受け・売買・取次等を行う業務、投資者が行うそれらの取引を仲介する業務（第一種金商業、第二種金商業）、②他人の資金について委託を受けて運用する業務、③他人に対して投資助言を行う業務から構成され、金商業を第一種と第二種の 2 つに区分した上で以下の 4 つの業態に応じ、参入要件や規制・監督の度合いに差が設けられている。証券取引法の下では営利性が業への参入条件とされていたが、金商法では、営利性は要求されていない。これは、営利性の要件を外して無登録業者を取締まることを可能とすることが適切であると考えられるためである（図表 8）。

**(図表 8) 金融商品取引業等の規制の概要**

	金融商品取引業				(参考) 金融商品 仲介業
	①第 1 種金融商品取引業 ←流通性のある有価証券 の売買・仲介	②投資運用業←他人 の資産を委託を受け て運用	③第二種金融商品 取引業←流通性の 低い有価証券の売 買・仲介	④投資助言・ 代理業←他人 に対する投資 助言・相談	
参入規制（平成 28/6 現在の業者 数）	登録制（PTS＝私設取引シ ステムは認可制） (279)	登録制 (352)	登録制 (1155)	登録制 (994)	登録制 (863)
財産規制	・最低資本金 元引受幹事社→30 億円、 元引受主幹事社以外→5 億円、 上記以外→0.5 億円 ・純財産額 最低資本金と同上 ・自己資本比率（120%以 上） ・総資産額が 1 兆円を超 えると特別金商業者とし て、グループ企業の連結 ベースの規制がかかる。	・最低資本金 5000 万円	・最低資本金（法人） 1000 万円 ・営業保証金（個人） 1000 万円	・営業保証金 500 万円	×

ガバナンス規制	株式会社組織(取締役会、監査役必置)	株式会社組織(取締役会、監査役必置)	×	×	×
人的構成	的確に遂行し得る人的構成	的確に遂行し得る人的構成	的確に遂行し得る人的構成	的確に遂行し得る人的構成	知識・経験
業務管理体制の整備	○	○	○	○	×
主要株主(総議決権の20%以上の数の議決権を持つ株主)規制	対象議決権保有届出書の提出義務あり	対象議決権保有届出書の提出義務あり	×	×	×
兼業規制	付随業務、届出業務、承認業務の規制有り	付随業務、届出業務、承認業務の規制有り	×	×	×
不動産証券化が関係する主な分野	証券会社が営む、優先出資証券、特定社債券、投資証券、投資法人証券の販売、勧誘、引受	投資家から集めた資金の有価証券での運用(ファンド自身が行う場合とファンドから委託された他社が行う場合の両方に必要)	不動産信託受益権の売買や売買の媒介、匿名組合出資持分の販売・勧誘(ファンド自身が行う場合とファンドから委託された他社が行う場合の両方に必要)	他者が有価証券に投資する際の助言、投資助言契約の代理・媒介	×

- (注) 1. 無登録で金商業を行った者は刑事罰の適用があり、5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金に処せられ、又は併科される。法人に対する罰則規定(5億円以下の罰金)がある。
2. 規制なしは×印。
3. 金融商品仲介業者は、第一種金商業者、投資運用業者、登録金融機関(下記の注8参照)の委託を受けて委託者のために顧客との取引を媒介する業者である。
4. 第一種金融商品取引業又は投資運用業を行う者は、登録を受けた金融商品取引業の他、金商法35条1項及び35条2項に定める付随業務、届出業務、承認業務を行うことができる。(いわゆるプロ向けファンドに係る一般投資者への欺瞞的投資勧誘による投資被害の増加を踏まえ、平成27年度金商法改正により、適格機関投資家等特別業務については届出制を維持しつつ、実質的に登録業者並みの規制監督が強化された)。
5. 証券会社が運営する私設取引システム(PTS: Proprietary Trading System)はコンピュータネットワークを用いて売買注文をマッチングする仕組みであり、金融商品取引所類似の機能を有するため、これを業として行えば金商業に該当し、金商法上、登録制よりも厳しい内閣総理大臣の認可が必要である。
6. 不動産特定共同事業は金商法には統合されていない。これは、不動産特定共同事業において不動産固有の規制が多く課されていることが勘案されたものであるが、平成18年の金商法改正時に不動産特定共同事業法も改正され、金商法と同等の行為規制が定められた。
7. 自己資本規制比率はリスク相当額を織り込んで算出される比率であり、一般の財務分析で用いられる自己資本比率とは異なる。120%未満となると内閣総理大臣が業務方法の変更、財産の供託などを命じ、100%未満となると業務の全部または一部の停止(3か月以内)、業務停止命令後3か月を経過しても自己資本比率が100%を下回り、かつ、回復の見込みがないと見込まれるときは、登録の取消しができる。
8. 平成18年の金商法制定前は、金融機関の証券業務を禁止する証券取引法65条があったが、金商法は有価証券関連業務のうち、一定のものについては金商法33条但し書きに基づき、金融機関が登録金融機関として登録を受けることにより、金融機関も行うことができるものとした。公共債の窓口販売・ディーリング、銀行の証券子会社設立、投資信託の窓販、金融機関の証券仲介業(金融商品仲介業を行うことができる)などである。
9. 業務管理規制に関連して事業者のコーポレートガバナンスについては、平成27年6月から施行された「コーポレートガバナンスコード」(東京証券取引所決定)に見られるように、金商法に基づくルールベースの直接的な規制ではなく、コンプライ・オア・エクスプレイン(comply or explain)(遵守するか、遵守しないならその理由を説明する)というソフトローベースの原理により、画一的な規制をしないものの、一定の方向に誘導する方策が取り入れられている。

### （きめ細かい金商法の登録制度）

金商法は、業者の包括的横断的な登録制を基本としつつ、業種による柔軟な規制を通じて隙間のない投資者保護を目指しているが、宅建業法はいわゆる不動産業の内、宅地建物の①売買、交換、②売買、交換、貸借の代理、媒介に限定して規制対象にしており、賃貸、管理、コンサル等の漏れている業種があり、金商法のように業種横断的な規制という考え方が採られていない。ここに規制の隙間が生ずる余地があるが、いまのままで良いのか、その規制のレベルは妥当かといった課題がある。また、事業者の財務的な健全性の確保、人的構成の確保、業務管理体制の整備等の参入規制に過不足はないか。今後増加する海外との不動産取引に対応して、宅建業法の免許制度や業務の適用範囲をどうするのかなどの課題がある。

## IV 金商法の行為規制

### （金商法の行為規制）

金商法における金商業者に対する行為規制に関しては、法律レベルのみならず政令・内閣府令レベルで重要なルールが定められ、また、日本証券業協会の自主規制ルールなども定められている。違反行為に対しては行政処分のほかに法の罰則の適用があるが、課徴金制度は適用されない。

金商業者並びにその役員および使用人は、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という誠実公正義務（36条）のほか、顧客と業者との間に存在する情報格差を是正するため、一定事項を積極的に表示する広告義務（37条）<sup>11</sup>がある。また、有価証券の売買の注文を受けた場合に、金商業者が相手方となって自己勘定で売買を行う立場にあるのか又は媒介・取次・代理を行う立場にあるのかで、投資者との間の利害対立の程度や業者の側における利潤動機の働き方

が異なるので、金商業者には相手方に対する取引態様の事前明示義務（39条の2）が課せられている。このほか、契約締結前交付書面（37条の3）及び契約締結時交付書面（37条の4）による情報提供義務<sup>12</sup>、クーリング・オフ制度（書面による解除：現在は投資顧問契約のみに適用）等、38条では、虚偽告知の禁止（1号）<sup>13</sup>、断定的判断の提供の禁止（2号）不招請勧誘等の禁止（3号）、勧誘受諾意思確認義務（4号）、再勧誘の禁止（5号）が定められている。また重要な行為規制として次に説明する40条が規定する適合性原則がある。

### （行為規制における適合性原則をめぐる問題）

#### （1）規定の概要

適合性原則とは「金融商品取引行為について、顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約をする目的に照らして不相当と認められる勧誘」を行うような業務運営をしてはならないというルールを言う（40条1号）。これは契約締結前に、商品性やリスクの存在・程度などについて、必要な方法、程度により説明しなければならないという顧客への誠実義務を具体化した規定と考えられ、類似の規定である金商業者の説明義務を定めた金商法38条8号に基づく金商業等府令117条1項1号の規定「あらかじめ顧客に対して・・・顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度による説明をすることなく、金融商品取引契約を締結する行為をしてはならない」とは別に規定されていることに留意が必要である。

金商法40条1号の適合性原則を定める規定は、金商業者の守るべき顧客への誠実義務を具体化し

<sup>11</sup> 金商法は業者が広告をする際に一定の行為を禁止するだけでなく、一定の事項を積極的に表示する義務を設けている。具体的には①金商業者等の商号、名称、氏名、②金商業者である旨および金商業者の登録番号、③金商業者の行う金商取引の内容に関する事項であって、顧客の判断に影響を及ぼすものなどである。

<sup>12</sup> 法律上は書面交付として規定されているが、法定事項を記載した書類を交付しさえすればよいというものではなく、顧客ごとに金融商品について当該顧客にふさわしい説明をしなければ、当該金融商品の勧誘をしてはならないという意味が含意されている。

<sup>13</sup> 38条違反については虚偽の告知のみ1年以下の懲役もしくは300万円以下の罰金、又は併科。法人両罰規定（2億円以下の罰金）がある。

た規定であり、金商業者の中心的な行為規制の一つとされる。その趣旨は消費者保護であり、具体的には、投資不適格者が市場に参入する危険を排除し保護することが目的である。山下友信・神田秀樹「金融商品取引法概説(第二版、有斐閣、2017)」によれば「要するに(金商法40条1号の)適合性原則というのは、例えば投資経験のない高齢者にリスクの高い金融商品を勧誘するなど、ふさわしくない顧客にふさわしくない金融商品を勧誘してはならないとするルールである」(P404)のに対し、金商法38条8号に基づく内閣府令の規定は、以下に述べる金商業者が利用者の知識、経験、財産力、投資目的に適合した形で勧誘を行わなければならないという説明義務の実質化を図ったものと考えられている。

## (2) 適合性原則の制定経緯

適合性原則の考え方は、米国において発展してきたものであり、日本においては、1974年大蔵省証券局長通達「投資者本位の営業姿勢の徹底について」によって初めて通知された。その趣旨は「投資者に対する投資勧誘に際しては、投資家の意向、投資経験及び資力等に最も適合した投資が行われるよう十分配慮すること、特に証券投資に関する知識、経験が不十分な投資者及び資力の乏しい投資者に対する投資勧誘については、より一層慎重を期すること」であり、これを受けて日本証券業協会の自主規制ルール「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」が設けられた。1992年(平成4年)には証券取引法の改正により、上記適合性原則の趣旨が54条1項に明文化され、1998年(平成10年)の証券取引法の改正により、「顧客の知識、経験及び財産の状況に照らして不相当と認められる勧誘を行い投資家の保護に欠けることがないようにしなければならない」として、適合性原則違反は、証券取引法43条により、行政処分の対象となる業務禁止行為の一つと位置付けられ、金商法40条1号に引き継がれている。この規定は投資対象に適合性を有しない顧客に対しては、抑々勧誘を行ってはならない義務を金商業者に課

したものであり、これを狭義の適合性原則と言う。

他方、金商業者が利用者の知識、経験、財産力、投資目的に適合した形で必要な説明を行えば、説明により不適合性を治癒することができる場面での説明義務を具体化したのが金商法38条8号に基づく規定であり、これを広義の適合性原則と呼ぶ。

なお、「金融商品取引契約を締結する目的」という文言を40条の適合性原則の考慮要素に加える改正は、次に述べる2005年(平成17年)7月14日の最高裁判決を受けて、平成18年の金商法改正において追加されたものである。

投資者保護を図るうえで重要な意味を持つ適合性原則に違反した場合の効果としては、罰則規定や課徴金納付命令はなく業務改善命令等の行政処分があるのみである。金融庁へその理由について電話により事務的に照会したところ、適合性原則違反行為について、罰則、課徴金がない理由については、それを論じた文書がなく、公式の説明を差し控えたいとの回答が示されている。

## (3) 適合性原則違反行為への対応

適合性違反行為は金商法の業務改善命令、業務停止などの行政処分の対象である。問題は、民事上の効果として、金商業者の誠実義務違反が不法行為責任を生じさせるかどうかであるが、2005年(平成17年)7月14日の適合性原則を巡る最高裁判決は、

「適合性原則違反により不法行為責任を問えるかどうかは、当該商品を類型として捉えて、一般的抽象的なリスクだけでなく、具体的な商品性に着目し、顧客間でのリスク管理の実情を考慮し、当該ケースにおける適切な勧誘レベルと考えられるものから実際の勧誘行為がどの程度乖離したものであるかを評価し、当該勧誘行為が不法行為に当たるかどうかを判断する」

という考え方が示されている。本判決の核心は、証券会社の担当者が、顧客の意向と実情に反して明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をして取引を行わせたときは、当該金商



法上の行為規制である適合性原則違反行為は不法行為による損害賠償義務を生じさせる違法行為となることを示した点にあらう<sup>14</sup>。

#### (4) 損失補てんの禁止

損失補てんの禁止は金商法の行為規制を定める一連の条文の中に置かれている。証券取引法に損失補てんに関する規定が設けられたのは昭和40年改正であるが、当時の規定は証券会社又はその役員が顧客に対し、損失が発生する前に損失が生じたら穴埋めを約束する行為を禁止し、その違法行為を行政処分の対象とするものであって、刑事罰の対象ではなかった。1990年代に入りバブル崩壊の過程で多くの証券会社が損失を生じた後でその穴埋めをする損失補てんを行っていたことが明らかになり、平成3年改正で損失補てんの禁止行為の範囲を損失発生後の穴埋めにも広げる改正が行われ、刑事罰も設けられた。金商法39条で禁止されている金商業者による損失補てんは、①顧客に損失が生じた場合にそれを補填する旨を申込み・約束、②顧客に損失が生じたときや利益が不足した場合における損失補てん・利益提供の申込み・約束、③顧客に損失が生じたときや利益が不

足した場合における損失補てん・利益提供である、①は損失発生前の行為、②、③は損失発生後の行為であり、③は①、②の実行行為である。①、②については約束だけでなく、申込みも禁止行為の対象であり、その場合における顧客の諾否は問わない。違反者は3年以下の懲役もしくは300万円以下の罰金に処せられ又は併科され、法人の両罰規定は3億円以下の罰金である。損失補てんを約束する契約は公序に反し無効とされている（最判平成9年9月4日、判例百選35事件）。

#### (金商法の行為規制は広汎)

金商法には事業者が個々の顧客に対する取引の過程で顧客の利益を実質的に害する行為をしないようにする行為規制遵守を目的とした広汎な規制がある。宅建業法も、もともと取締法規としてスタートしており、行為規制の分野では金商法と比して遜色はないように見える。しかし消費者の知識、経験、財産の状況、契約目的などその属性に応じた重要事項の説明等や勧誘を行わなければならないという、現在では投資者（消費者）保護の原則となっている適合性原則という重要な理念が宅建業法には存在しないことをどう考えるべきだろうか。また、宅建業法が定める買主保護のための重要事項説明事項に過不足はないかについても点検する必要がある。

さらに、最近増えていると言われる宅建業者を介在させないプラットフォームを通じたスマートコントラクトの宅建業法の適用関係を始めたインターネット取引のルールの整備やVR(バーチャルリアリティ)、AI(人工知能)、ロボアドバイザーの活用により生じたトラブルの際の責任の所在、国際的な不動産取引の増大に対応した宅建業法の規律の在り方についても、海外での規制の動向も踏まえつつ、スピード感をもって対処すべき課題であろう。

#### (参考) 国際的な金融商品取引への金商法の対応

例えば、日本国内と外国の金融商品取引所の双方に上場されている株式について国外でインサイ

<sup>14</sup> 具体の事案における最高裁判決の概要

「証券会社の担当者が、顧客の意向と実情に反して明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせたときは、当該行為は不法行為上も違法となると解するのが相当である。そして、証券会社の担当者によるオプションの売り取引の勧誘が適合性の原則から著しく逸脱していることを理由とする不法行為の成否を判断するについては、単にオプションの売り取引という取引類型における一般的抽象的なリスクのみを考慮するのではなく、当該オプションは上場商品とされているかなどの具体的な商品特性を踏まえて、これとの相関関係において顧客の投資経験、証券取引の知識、投資意向、財産状態等の諸要素を総合的に考慮する必要があり、本件具体の事案については、被告人Xがおよそ、オプションの売り取引を自己責任で行う適性を欠き、取引市場から排除されるべき者であったとは言えないというべきである。そうすると、被告人Yが、被告人Xにオプションの売り取引を勧誘してオプション取引を行わせた行為が、適合性の原則から著しく逸脱するものであったということはできず、この点について被告人Yの不法行為責任を認めることはできない。」とした。

ダー取引が行われた場合に、金商法の罰則の適用対象としてよいかという刑事法の国際的な適用の問題については、属地主義の原則があるとされ、行為の一部が日本国内で行われている場合には金商法を適用することは可能であると考えられている。

金商法の執行については、国家の主権の及ばない外国においては行使することができない。しかしそれでは国境を超えた違法行為に対処できないので、各国の裁判所や行政機関が執行について相互に協力し合う仕組みが作られている。

金商法では外国金融商品取引規制当局に対する大臣の調査協力が明文化されており、これを受けて、日本の所管当局である金融庁が外国所管当局との間で、覚書を取り交わすことにより調査協力を行うものである。

具体的な規定としては、金融庁長官は、金商法の相当する外国の法令を執行する当局から、その所掌に属する外国法例を執行するために行う行政上の調査に関し、協力の要請があった場合には、当該要請に応ずることが相当と認めるときは、当該要請に応ずるために必要かつ相当であると認められる範囲内において、当該外国にある者を相手方として有価証券の売買その他の取引を行う者等に対して、参考となるべき報告又は資料の提出を命ずることができる(189条)。この調査協力は相互主義の原則に従い、我が国が行う同種の要請に応ずる旨の当該外国規制当局の保証がないときは、金融庁長官は応ずることができないなどの規定がある。

## V 金融ADR（裁判外紛争解決制度）

### （紛争解決手段の法的枠組み）

ADR (Alternative Dispute Resolution) は、裁判外の紛争解決であり、訴訟手続に依らず第三者が関与して民事上の紛争の解決を図る手続でありあっせん・調停・仲裁などの方法が用いられる。当事者の負担が大きく時間もかかる訴訟よりも、①簡易・迅速、②費用が廉価、③非公開（日本の裁判は公開が原則）、④専門性と中立性、利用者の自主性を活かした解決、⑤権利義務の存否に留ま

らない実情に沿った紛争の解決等が期待できる。

2001年（平成13年）6月、司法制度改革審議会意見書により、ADRが国民にとって魅力的な選択肢となるよう、その拡充、活性化を図るべきであるとされ、2004年（平成16年）11月には、この意見書を受ける形で「裁判外紛争解決手続の利用の促進に関する法律」が成立し、本法が2007年（平成19年）4月から施行され、民間紛争解決手続の中に法務大臣が認証する裁判外紛争解決手続の仕組みが導入された。認証を受けた手続には、時効中断効が付与されるとともに、法律扶助・代理援助等の裁判の公的支援制度の利用が可能になり、認証事業者数は平成28年度末で152機関に達している。

金融分野における苦情処理や紛争の解決についても、上記法律の下で、金融商品取引業協会や認定投資者保護団体を通じた対応がなされていたが、2011年（平成21年）に、金融関係の分野においてはこの法律の利用に委ねるのではなく、金商法を含め、自前の銀行法、保険業法、金商法など金融関連の16本の法律改正によって、独自に金融関連の裁判外紛争解決制度（金融ADR）が整備された。これは金融商品取引の業態ごとに法律に位置づけのある自前の専門性を持った紛争解決機関が存在することが望ましいとの考え方の下で、中立性・公平性を持ったADRの実施主体を内閣総理大臣が指定するという仕組みであり、指定を受けた紛争解決機関として、全国銀行協会、生命保険協会、日本損害保険協会、信託協会、保険オンブズマン、日本少額短期保険協会、日本貸金業協会、証券・金融商品あっせん相談センターがある。

このうち第一種金融商品取引業や登録を受けた第二種金融商品取引業者は、金商法に基づき、指定紛争解決機関とされた「証券・金融商品あっせん相談センター」と手続実施基本協定を締結しなければならない。これにより、金商業者は「証券・金融商品あっせん相談センター」が行う相談、苦情処理、あっせん業務に対する手続応諾義務、資料提出義務が課され、手続実施基本契約の不履行及び業務規程の不遵守についてはその旨の公表が

なされることにより、一般の投資者保護が強化される仕組みになっている（図表9）。

この仕組みのもとで、金商業者又はその顧客は、「証券・金融商品あっせん相談センター」に対して紛争解決手続の申立てを行うと、これを受けて、同センターは非公開の手続で、当事者や参考人から意見を聴取して和解案を作成し、当事者に受諾を勧告する。紛争解決手続では、金商業者と顧客との間に情報の格差や交渉力の格差があることを考慮して金商業者に手続応諾義務、調査協力義務を課すほか、特別調停案<sup>15</sup>の尊重義務を課している。

業務分野に精通している中立性・公平性を有する指定紛争解決機関は、相談、苦情処理、あっせんに関与することにより、この制度がなかった場合に比して、現場でどのような問題が生じたかを格段に多くの事例を通じて克明かつ具体的に把握できるようになり、制度上の課題や個別業者の資質も明確になり、また、指定紛争解決機関の当局への報告等を通じ、法令改正、運用改善を図りやすい状況が生まれ、コンプライアンスの強化等にも寄与するであろう。

（図表9）証券・金融商品あっせん相談センターにおける最近の処理件数

	相談	苦情	あっせん
平成26年度	9 0 6 5	6 2 9	1 1 0
平成27年度	7 6 1 6	1 3 7 4	1 4 0
平成28年度	6 7 3 6	1 2 2 6	1 5 2

（注）証券・金融商品あっせん相談センター調べによる。

<sup>15</sup> 金融 ADR 法では、当事者間の和解の成立の見込みがない場合、事案の性質、当事者の意向、手続進行の状況その他の事情に照らして相当であると認めるときは、あっせんの申立ての趣旨に反しない限度において、紛争調停委員は、提示紛争解決のために必要な特別調停案を作成し理由を付して当事者に提示することができるという紛争解決を図るうえでの強力かつ異色の制度が特別調停案制度である。顧客がこれを受諾したときは、紛争の相手方の金商業者はこれを受諾し、速やかに特別調停案に基づく義務を履行しなければならない。ただし、金商業者は、顧客が特別調停案を受諾したことを知った日から 1 月を経過する日までに裁判を提起することにより、特別調停案を争うこともできる。

（検討すべき宅建業法のADR）

金商法の ADR のような仕組みが宅建業法には存在しない。しかし日々の不動産取引を巡る紛争は依然として多い。自前の ADR のような仕組みを持つことは、不動産に関する紛争が、現実にどのような状況や背景の下で発生し、どのような経過をたどり解決されているのかを、宅建業法の所管部局が、自らのイニシアチブの下で正確に把握し、過不足のない適切な政策をエビデンスに基づいて構築するうえで不可欠のプロセスのように思われる。宅建業法上このような機関を設ける必要はないだろうか。

（参考）

なお「住宅の品質確保の促進等に関する法律」（住宅品確法）に基づいて国土交通大臣が各都道府県の弁護士会を指定して設けられた民間型の裁判外紛争処理機関として住宅紛争審査会がある。当住宅紛争審査会は、売買契約が建設工事完了後 1 年以内の新築住宅のうち、①住宅品確法に基づく住宅性能表示制度を利用して建設住宅性能評価書が交付された評価住宅、②「特定住宅瑕疵担保責任の履行の確保等に関する法律」（住宅瑕疵担保履行法）による住宅瑕疵担保責任保険が付された保険付き住宅の紛争を扱うが、非住宅建築物にかかる紛争のほか、①売買契約が建設工事完了後 1 年超の住宅の紛争、②評価住宅または保険付き住宅の転売契約に関する紛争、③近隣住民との間の紛争、④評価住宅または保険付き住宅の賃貸人と借借人との間の紛争は対象外であり、その守備範囲はかなり限られたものである。住宅品確法が施行された 2000 年 4 月 1 日以降 2017 年度末までの 17 年間の取扱い実績件数は、あっせん 9 (5)、調停 400 (195)、仲裁 18 (1)（かっこ外は申請件数、うち、かっこ内は成立件数である）。

(参考文献)

- (1) 金融商品取引法概説 (山下友信、神田秀樹) (2010、有斐閣)
- (2) 金融商品取引法の国際的適用範囲 (松尾直彦) (2011. 9 月、東京大学法科大学院ローレビュー)
- (3) 金融商品取引法入門 (栗原脩) (2013、一般社団法人金融財政事情研究会)
- (4) 金融商品取引法上の適合性原則の意義 (荻野昭一) (2014. 6 月、月刊資本市場)
- (5) 金融商品取引法入門 (第 6 版) (黒沼悦郎) (2015、日本経済新聞出版社)
- (6) ジュリスト特集「金融商品取引法の 10 年」(2017. 11、有斐閣)
- (7) 金融商品取引法概説 (第二版) (山下友信、神田秀樹) (2017、有斐閣)

**荒井俊行 [あらい としゆき]**  
**[(一財)土地総合研究所 専務理事]**