

## 研究ノート

## 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 (第一回)

荒井 俊行

### (はじめに)

宅地建物取引業法(以下「宅建業法」という。)は金融商品取引法(以下「金商法」という。)とは規律対象がそれぞれ不動産と有価証券という違いはあるものの、同じく取引規制法及び消費者保護法としての性格をもつ。金商法は、旧証券取引法を母体に、近時の金融商品取引業務におけるオンライン化、IT化への対応、市場機能の十全な活用などの社会的な要請を広く取り入れ、2006年(平成18年)に制定された法律であり、1952年(昭和27年)に制定され、何度かの改正を経ているものの、対面主義・書面主義など比較的古い業務形態を保持している宅建業法とは好対照をなしている。現在、不動産テック化の流れが進展する中で、変革のマグマを溜めている宅建業法の今後の在り方を考える際には、規制対象をデリバティブを含む有価証券としている金商法が、その取引が円滑に行われるためには市場参加者が主体的に意思決定を行える健全な市場機能及び情報開示機能の強化が必要であるとの立場に立っていることは、不動産取引を扱う宅建業法も同様の立場であると考えられ、また、ICT(情報通信技術)の進展を逐次、法規制に取り込んでいる金商法は、ある種、時代の流れを先取りしている取引法であることから、宅建業法のあるべき姿を考える上でも絶好のヒントを提供してくれていると見る事が出来る。そこで、今回、3回に分けて、宅建業法の立場から

(1)金商法の沿革と同法が必要とされた社会的な背景、(2)宅建業法改正を考える際に参考になるとと思われる金商法の法規制の概要、(3)(1)、(2)を受けて、宅建業法が金商法から学ぶべき課題について考えてみたい。

日本における家計の保有金融資産残高が1,800兆円を超えて増加する中、その5割以上が現金・預金で占められ、債券、投資信託、株式等は合計しても米国の半分程度の15%に過ぎない。若年世帯を中心に可処分所得が伸び悩むとともに、高齢者世帯においても、社会保障給付費の構造的な拡大が見込まれる中で、現役世代の所得に対する公的年金等の支給額の割合であるいわゆる公的年金の所得代替率の低下が進行し、加えて年金の支給開始年齢の引き上げ議論が俎上に上ってくるなど、今後、年金収入に依存するだけでは、人生100年の時代を迎え、老後の生活の困難化が進むと予想されている。こうした中で、実際に活用するかどうかは別にして、高齢世代の金融リタラシーの灌養は、より豊かな老後生活の実現の一助となる基礎的素養としても欠かすことができないものになってきている。

債券の利回りがほぼゼロ近辺にまで低下している現在の経済環境の下で、資産運用上、株式および株式投資信託等のリスク資産を実際にどの程度運用・活用するかは個人のリスク許容度に依存しており、一般論としては何とも言えないが、個人

投資者が資産の運用を考え、資金を提供しようとする際に、金商法は、資本市場の基本的な仕組みがどうなっているかや投資者をどのように保護しようとしているのかを示してくれるものであり、また、資金需要者である企業にとっても、顧客の立場に立って、仲介する証券会社等とともに、家計の資産形成・資産選択行動を支援し、個人投資者が金融商品投資の成果を実感し得る健全な資本市場<sup>1</sup>を形成するにはどのような対応を取るべきかを示唆するものである。

本稿では、先ず第一に、フェアな金融商品の取引市場の整備を通じて投資者の保護を図り、2006年（平成18年）に公布され、2007（平成19年）9月30日に本格施行され、昨年（2017年）の9月末に施行から10年を迎えた金商法の制定の経緯を、前身の証券取引法に遡って概観するとともに、第二にその概要を宅建業法への適用可能性を念頭に置きながら整理し、第三に、この機会に、不動産について購入者保護を一つの目的とし、ある意味で金商法の不動産版としてパラレルな位置にあると見ることもできる宅建業法が、金商法からどのような示唆を受け得るのかを考えてみたい。ただし金商法は法律だけで1,200条に及ぶ膨大な法律であり、条文も難解で、しかも原則に対する例外規定が多く、概説書を通じて本法の基本的な考え方を理解しようとするだけでも膨大な労力を要するため、十分な理解に達することは、筆者のレベルでは到底不可能であった。ここでの記述は、金商法の規定のうち、上記のような問題意識の下で記憶にとどめておきたと考えるいくつかの代表

<sup>1</sup> 本論において企業が資金調達を多くの投資家から直接行う市場を資本市場と呼び、資本市場に対して、企業の資金調達が銀行等からの借入れにより行われる市場を金融市場と呼ぶ。金商法の規制対象は、主として資本市場の取引に係るものであり、これにデリバティブ取引が加わる。デリバティブとは、派生する(derive)という英語からの表現であり、デリバティブ取引とは、金融商品の先物取引、オプション取引、スワップ取引のことを言う。本論では有価証券を議論の念頭に置き、デリバティブについては立ち入らない。なお、金商法が定義する金融商品とはデリバティブを定義するための技術的概念であり、金商法は金融商品の取引に適用されるわけではない。

的な規律についての不完全な紹介にとどまることを最初に付言しておきたい。

### （金商法の目的と法体系）

資金調達主体の中核を形成している公募株式を発行する上場会社が、日本には2018年1月末現在で、2,587社（内、第一部上場会社2,065、第二部上場会社522）存在するが、引受主体たる投資者<sup>2</sup>の保護を図るためには、取引が行われる資本市場の健全性が確保されている必要がある。そのためには、価格の形成・調整機能が有効に作用し、かつ、相場操縦などによる人為的な障害がなく、多くの投資者が参加する公正な市場価格が形成されて初めて市場は投資者のニーズに応えることが可能になる。市場が有効に機能するには、第一に、企業や証券の価値が情報に基づいて正しく評価されること、第二に、市場が投資者に信頼されアクセスが容易であることが必要である（宅建業の扱う指定流通機構（レインズ）市場はいずれの面でもこれらが不十分にしか実現していないと考えられる）。

これに対応するため、金商法は、適用範囲を画する有価証券、デリバティブ（以下、これらをまとめて「有価証券等」という。）の取引市場が効率的な資源配分機能を発揮し、公正な取引が行われるよう、投資者保護に資するため、①情報の開示（ディスクロージャー）<sup>3</sup>—金商法2章一、②金融商品取引業者（以下「金業者」という。）や市場運営者（金融商品取引所、金融商品取引業協会など）の参入規制、行為規制—金商法3章一、③金融商品取引が集中的、競争的に行われる市場の整備—金商法5章一、④不正取引の規制—金商法6章一等を定めている。

<sup>2</sup> 金商法上、投資者という用語と投資家という用語の両方が登場するが、本論においては、原則として、金商法1条が使用している投資者を使用し、「機関投資家」、「特定投資家」等固有名詞的に使用される場合は投資家を用いる。

<sup>3</sup> 以下、本論では、ディスクロージャーとは「投資判断に必要な情報を有価証券等の発行者その他の者に強制的に開示させること」を言う。

(米国において連邦証券取引法についての定評のある教科書と言われるThomas Lee Hazen「THE LAW OF SECURITIES REGULATION ( Sixth Edition)」(ウエスト/グループ社発行)に示されている米国の連邦証券取引法が必要とされる理由についての記述)

上記、米国における金融商品取引に関する定評のある連邦証券取引法の代表的な教科書には以下のような記述がある。

The foregoing characteristics of securities give a distinctive coloration to the regulation of transactions in securities, in contrast to the regulation of transactions in goods or commodities. Most goods are produced, distributed, and used or consumed. Governmental regulation of goods generally focuses on protecting the ultimate consumer against dangerous articles, misleading advertising, and unfair or non-competitive pricing practices. Securities are different.

The first difference is that securities are created rather than produced. Securities can be issued in unlimited amounts and virtually without any costs since securities are noting in themselves but rather represent only an interest in something else. Therefore, an important focus of securities regulation is assuring that when securities are created and offered to the public, investors have an accurate idea of what that “something else” is and how much of an interest in that “something else” the security in question represents.

The second difference is that unlike goods, securities are not used or consumed by their purchasers. Securities become a kind of currency, traded in the so-called “secondary markets” at fluctuating prices. These “secondary” transactions far outweigh, in number and volume, the offerings

of newly created securities (frequently referred to as initial public offerings or IPOs). A second important focus of securities regulation, therefore, is to ensure that there is a continuous flow of information about the corporation or other entity that is represented by the securities being actively traded in the secondary markets.

The third difference between securities and goods involves the intangible and complex nature of securities. Since the complexity of securities invites unscrupulous people to attempt to cheat or mislead investors and traders, the securities laws contain provisions prohibiting a wide variety of fraudulent, manipulative, or deceptive practices. These provisions have been applied to a wide range of activities, including trading on inside information, misleading corporate publicity, and improper dealings by corporate management.

Fourth, and finally, since a large industry has grown up to buy and sell securities for investors and traders, securities regulation is concerned with the regulation of people and firms engaged in the business, in order to assure that they do not take advantage of their superior experience and access to overreach their nonprofessional customers.

上記では、証券に関する以下のような特性が通常の財との間で、必要となる規制に大きな差異を生じさせるとし、その差異の背景として、第一に、証券はそれ自体に価値がある訳ではないので、一般の投資者が有価証券はいかなる価値を表しているのかについて正確な知識をもてるようにすることが重要なこと、第二に、有価証券は消費されるのではなく、流通市場で流通し、流通市場での取引回数や取引量は、発行市場での取引よりもはるかに多いので、発行体に対し、証券発行後も継続

的に日々変化していく情報開示を求める必要があること、第三に、証券取引は、相場操縦や詐欺的行為の対象になりやすいので法律により広範な禁止規定が必要なこと、第四に、証券を扱う業者と一般の投資家との間には、取引経験、情報へのアクセスの容易性等に大きな格差が存在し、力の強い証券業者の勧誘が行きすぎないようにすることが重要なこと、などが指摘されている。ここで「証券」という用語を「不動産」に置き換えれば、①不動産の最有効使用に基づく適正な価格が市場で形成・評価されにくいこと、②不動産のうち土地は消費されるものではなく、加えて建物については、公正な取引のために、新設市場と既存流通市場との取引情報の関連性が重要なこと、③不動産のうち、特に住宅・宅地は、住生活の充足のために必需性を持ち、価額・賃料等の取引価額が生活設計に与える影響が大きいこと、相場操縦や詐欺的な行為からの隔離が望まれること④一般の購入者等と業者をはじめとしたそれ以外の関係者との間に存在するいわゆる情報の非対称性を解消する必要があること等から、上記証券に対する法規制の必要性は、不動産取引に対する法規制の必要性に通ずるものがあると思われることができるであろう。

#### （金融商品取引法の沿革と概要）<sup>4</sup>

2007年（平成18年）に証券取引法を改正して施行された日本における現行の金融商品取引法の起源を遡ると1947年～1948年（昭和22～23年）に施行された証券取引法に辿り着くが、その起源をさらに遡ると1929年のアメリカの大恐慌を契機に1933年に制定された発行市場を規制する「連邦証券法」（Securities Act）、1934年に制定された流通市場を規制する「連邦証券取引所法」（Securities Exchange Act）及び証券業・銀行業の分離を定めた「グラス・スティーガル法」（Glass Steagall Act）の3法を範として、企業内容を開示させるという考え方を基本として、連合国総司令部の指導の下で、これらをまとめて日本に導入さ

れたものであることが判明する<sup>5 6</sup>。

#### （証券取引法の制定・改正経緯）

栗原脩「金融商品取引法入門（一般社団法人金融財政事情研究会、2013）」に引用されるフランクリン・ルーズベルト大統領の1933年の連邦証券法案の議会への提案理由説明（1933年3月29日）によれば、「この提案は古くからの「買主注意せよ」（CAVEAT EMPTOR（ラテン語）⇒英語ではLet the buyer beware）のルールに、「売主もまた注意せよ」という原則を付加し、売主に完全な真実を語る義務を課する取引ルールの変更を意味する新しいルールであり、正直な証券取引を促し、それによって公衆の信頼を取り戻すものである」と述べられており、連邦証券法のディスクロージャー思想を端的に表現するものとして、しばしば引用されるところとなっている。

このような由来を持った米国の連邦証券法を継受して施行された日本の証券取引法が、施行後にどのような改正経過を辿ったのかを大雑把に年代順に整理すると図表1のような項目がリストアップでき、頻繁に改正が繰り返されてきたことが判明する。これは、証券取引の分野において、予め網羅的な予防法を完備することがいかに困難であるかを示すものであろう。具体的な事件の発生を教訓に再発防止策としての法改正が行われている。

<sup>5</sup> 米国において1930年代に矢継ぎ早に上記のような証券規制法が施行されることになったのは、言うまでもなく、1929年の大恐慌（Great Depression）が社会経済に甚大かつ深刻な影響を与え、各種の法規制の一刻も早い実施が急務であったことに加え、18世紀の産業資本勃興期にイギリスを中心に長い時間を掛けて育まれた証券規制法の施行の歴史的な経験・蓄積が、1911年のカンザス州をはじめとする米国における州法に継受されていたことの影響が大きい。

<sup>6</sup> 証券会社は放置しておく、実体のない空中まで区画を分けて売りつけかねない存在であったことから、青空商人（blue sky merchant）と揶揄されていたと言われていた。これを受けて「青空の区画の売り付け」に過ぎないような投機的な策略を防止することが証券法制規制の目的であるという意味で、米国証券取引法は「Blue Sky Law」と呼ばれることがある。

<sup>4</sup> この項は、黒沼悦郎「アメリカ証券取引法（第二版）」（弘文堂、2009）を参考に記述した。

(図表 1) 日本における証券取引法(平成 19 年以降は金商法)の主な改正内容

昭和 22 年	証券取引法施行(但し、連合国軍総司令部(GHQ)の指示により、第 5 章証券取引委員会のみ施行)
昭和 23 年	GHQ の指示により 65 条(銀行の証券業務の禁止) 193 条、財務諸表、194 条、議決権代理行使の勧誘禁止などの施行が追加される。
昭和 27 年	独立行政委員会であった証券取引委員会を証券取引審議会とし、証券行政を大蔵省理財局証券課の所管に移行(占領行政の行き過ぎ是正)
昭和 28 年	ディスクロージャー制度の簡素化(占領行政下での行き過ぎ是正の一環)
昭和 40 年	証券会社の開業に係る免許制度の採用
昭和 46 年	企業内容開示制度の改善(半期報告書、臨時報告書の導入)
昭和 56 年	金融機関の国債等に係る証券業務解禁
昭和 63 年	インサイダー取引規制の整備
平成 2 年	株式公開買付制度の見直し、大量保有報告制度(いわゆる 5%ルール)の導入
平成 3 年	損失補てんの禁止(刑事罰の導入)
平成 4 年	証券取引等監視委員会(注 1)の設置、適合性原則の法定、金融機関による証券子会社設立の容認
平成 9 年	金融監督庁(平成 11 年に金融庁に組織替え)の設置に伴う主務大臣の大蔵大臣から内閣総理大臣への所管替え、インサイダー取引に係る罰則強化
平成 10 年	バブル崩壊後の株価の低迷等による資本市場での資金調達行き詰まりに対処するため、金融ビッグバン(金融システム改革)による規制緩和として、証券業の参入規制を免許制から登録制へ移行、銀行の投信窓販の許容、金商法制定に繋がる金融サービス法構想提起(注 2)
平成 12 年	金融サービス法の部分的先行立法と言われる金融商品販売法(金融商品販売業者に重要事項説明義務を課し顧客からの損害賠償の請求を容易にするもの。業者に対する行政的規制ではなく、民法の不法行為責任の特別法)制定。
平成 15 年	証券仲介制度の創設
平成 16 年	金融機関の証券仲介業務への参入容認、不実開示その他の不正取引に課徴金制度の導入
平成 18 年	証券取引法から金融商品取引法に題名変更。特例報告制度の規制強化(適用対象の限定)
平成 19 年	金融商品取引法施行(9 月 30 日)
平成 21 年	信用格付業者の任意登録制度・監督規定新設、金融分野における裁判外紛争解決制度(金融 ADR)の導入
平成 25 年	インサイダー取引規制の強化
平成 26 年	新規成長企業と資金供給者をインターネット経由で結びつけ、多数の資金提供者から少額(発行価額総額 1 億円、投資者一人当たり投資額 50 万円以下)づつ資金を集めるクラウドファンディングを可能とする制度を整備

(注) 1. 証券監視委員会の権限は、①日常的な市場監視・検査、②課徴金調査、③犯則事件の調査・告発、④裁判所に対する禁止・停止命令の申立、⑤課徴金などの行政処分を金融庁長官に勧告、⑥検査結果に基づく行政上の施策の建議等である。

2. 1998 年(平成 10 年)6 月に金融サービス法構想の出発点となった「新しい金融の流れに関する懇談会論点整理」(嶺山委員会)が下敷きとなり、平成 12 年 6 月には、金融審議会「21 世紀を支える金融の新しい枠組みについて」が提示され、平成 17 年 12 月に、金融商品取引を横断的にとらえる構想が、金融審議会金融分科会第一部会報告として取りまとめられ、2007 年 9 月 30 日施行の金融商品取引法に結実した。

### (金商法の施行)

2006 年(平成 18 年)に証券取引法から金融商品取引法へと法律の題名の変更を伴う法律改正がなされたが、形式的には証券取引法の一部改正として行われたため、現在の金商法の公布日は、「昭和 23 年法律第 25 号」という旧証券取引法の公布日そのまま引き継がれている。それまでの信託法(一部)、証券業法、投資顧問業法、抵当証券法、投資信託に関する法律、金融先物取引法などの縦割りに施行されていた業法規制が相互にアンバランスとなり、その間隙を縫う形で悪質業者の出現

を許していた。金商法の施行は、これによる投資家保護が不十分となる弊害を防ぐとともに、経済効果が同じサービスについては、同じ仕組みの下で投資者保護がなされるべきであるという考え方の下で、株式、債券だけでなく、信託受益権、投資信託、集団投資スキーム、ファンド、運用助言、投資一任契約、デリバティブ等投資元本にリスクを生む金融商品の取引のすべてを法規制の対象とする横断的な規制法の性格を持つ金商法に一本化が目指されたのである。しかし、本来一本化されるべきであったにもかかわらず、あまりにも存在

感の大きかった銀行法、保険業法等は従来のまま存続されたため、これらの法律が規制している一部商品については、金商法の規制を準用する改正（同じ経済的性質を有する商品には同じ規制をする考え方）が行われ、横断的な規制のルールを創設・適用するという金商法の規制の枠組みは維持されたとされている。

#### （金商法の目的の中心はディスクロージャー）

金商法の目的については、どこに重点を置いて見るかにより、投資家の保護と国民経済の健全な発展とする説、資本市場の機能の発揮とする説、投資家保護と資本市場の機能の発揮とする説などがあるが、黒沼悦郎教授は「金融商品取引法入門（第6版）」（日本経済新聞出版社、2015年）において、「資源を効率的に配分するという資本市場の機能の発揮を通じて、投資家の保護と国民経済の健全な発展とを同時に達成すること」が金商法の目的であると総括している。有価証券等が円滑に取引されるためには、市場機構が有効に機能することが大前提であり、そのためには正しい情報に基づいて、市場参加者が主体的な意思決定が行える環境を作る情報開示の強化策にこそ、この法律の存在価値であると考えられる。

#### （ディスクロージャーが必要となる理由）

証券の新規発行により資金調達を行う企業は、必要な資金を確実に得るために、投資者に盛んに勧誘を行う。実際には証券会社が発行者と投資者の間に入り、投資者に販売勧誘を行い、発行者に資金を供給し、証券の売れ残りリスクを自らが負担するサービス（引き受け）を提供するのが通例である。こうした中で、証券会社から投資者に販売圧力がかかり、情報に基づいた投資者の主体的な意思決定が害される恐れが強いことから、金商法は、発行者に企業内容等に関する十分な情報開示を要求し、勧誘から売り出しまでの間に投資者が投資の是非を検討する熟慮期間を設けて、証券会社の性急な販売を抑止し、投資者を保護することが必要であるとしている。

#### （金商法の投資者保護とは）

金商法は、投資判断の結果を投資者に帰属させる自己責任の原則を取り、商品の価値は保証しない。金商法の投資者保護とは、本来的な投資のリスク（信用リスク、価格変リスク等）は投資者自らが負うべきものであることを前提に、投資市場の基盤の整備として、informed market（開かれた市場）、level playing field（投資競争条件が均等な市場）の確保を目指し、ディスクロージャー（企業内容の開示）、不公正取引の規制、金商取引業者の業規制、金商取引業者の行為規制、市場におけるプレーヤー（業者、格付機関、協会、取引所、投資家保護基金等）に関する規制（自主規制及びそのあり方に関する規制を含む）を設けている。このように、金商法の投資者保護とは、品質保証が与えられ、欠陥商品から消費者が守られる消費者契約法の消費者保護とは大きく異なっている。

#### （投資者の区分）

旧証券取引法、旧信託業法では、業者が取り扱う商品に対する説明義務が免除されるプロ投資家は、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適格機関投資者に限定され、大口投資者に対しても、個人投資者向けに行われる説明が同じく必要だったため、時間の浪費であるとの不評が強かった。そこで2007年の金商法の改正では、金商業者と投資者との情報格差の大小により、情報格差の小さいプロ投資家を「特定投資家」として金商業者による説明義務を緩和する一方、情報格差の大きいアマ投資家を「一般投資家」とし、金商業者の説明義務を厳格化することとされた。更に「特定投資家」、「一般投資家」間での移行・再移行の可否により4区分が設けられた(図表2)。金商法は、投資者本来の位置は一般投資者であるとの考え方に立って、「一般投資家」と「特定投資家」間の移行・再移行は制度上は可能（有効期間は原則として1年間）であるとしつつ、投資家区分の移行・再移行は投資者自身が判断し、金商業者はこれを主導しないものとしている。

(図表 2) 特定投資家と一般投資家の4区分

I 特定投資家		II 一般投資家	
(1) IIへの移行不可	(2) IIへの移行可	(3) Iへの移行可	(4) Iへの移行不可
①国 ②日本銀行 ③銀行・信金・生保・証券会社等の他、有価証券残高10億円以上保有の法人 ④個人（有価証券残高10億円以上、かつ、1年以上の取引経験のある者）	⑤内閣府令で定める法人 ・上場企業 ・取引の状況その他の事情から合理的に判断して資本金の額が5億円以上であると見込まれる株式会社 ・特別の法律により特別の設立行為をもって設立された法人 ・金融商品取引業や特例業務届出者である法人 ・資産流動化法に規定する特定目的会社 ・投資者保護基金 ・預金保険機構等	⑥地方公共団体 ⑦中小法人等（①～③及び⑤に該当しない法人） ⑧一定の要件を満たす個人 ・匿名組合の営業者 ・委託者等の指図により信託財産の管理・処分が行われる信託の委託者等 ・純資産3億円以上リスク性金融資産3億円以上があると合理的に見込まれ、金融商品取引口座開設から1年以上経過した個人	⑨一般の個人（④、⑧に該当しない個人）

### (金商法の基礎概念)

金商法の規制する取引対象行為、取引方法、取引市場、取引市場のプレーヤー、情報の開示内容・方法はいずれも今後宅建業法が市場機能の活用を強化する上で重要な基礎情報になると考えられるので、以下に参考となる事項を示しておくことにする。

#### (1) 金商法の適用範囲を画する有価証券概念

金商法の規制対象は有価証券の取引を巡って組み立てられている。金商法は規制の対象とされる有価証券を2条1項の1号から21号までに列挙している（具体的には、国債証券、地方債証券、社債権、株券、新株引受権証券、投資信託証券など）。

また、2条2項では、有価証券に表示されるべき権利について、当該権利を表示する有価証券が発行されていない場合でも有価証券とみなす（同項柱書前段）とし、有価証券に含める旨が明記されている。例えば、社債株式等振替法に基づいて、ペーパーレスの振替制度の対象となっている株券や社債等がそれに該当する。

さらに、「次の各号に列挙された権利は、証券又は証券に表示されるべき権利以外のものであって民商法上は有価証券ではなくとも有価証券とみなす」（2条2項柱書後段）として、信託受益権、合名会社・合資会社（政令で定めるものに限る）又

は、合同会社の社員権、いわゆる集団投資スキーム持分（2条2項5号）などが挙げられている。

#### (2) 金融商品市場

金商法は有価証券の売買取引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。金融商品市場は原則として内閣総理大臣の免許を受けた者でなければ開設してはならない。一般に商品等の売買・需給を一定の場所に集約し、取引の円滑な成立と公正な価格の形成を図るための施設を取引所と呼ぶが、金融商品の取引所は、金商法上の免許を受けて開設される。現在開設されている金融商品取引所としては、東京証券取引所、名古屋証券取引所、大阪証券取引所、東京金融取引所（金融商品先物市場専門の取引所）（以上の5つは株式会社組織）、札幌証券取引所、福岡商品取引所（以上の2つは会員制組織）がある。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、大量な取引が集中され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。このように金融商品市場の開設は、公益の観点から重要な意義があるため開設に免許制が採られている。

有価証券の売買は金融商品市場以外の場でも行われる。いわゆる取引所外取引である。取引所外

取引は投資者間の相対交渉で行われる場合もあるが、取引の仲介者として証券会社が介在することも多い。後者は店頭取引といわれる。金商法には取引ルールが整備された店頭取引が行われる場としての店頭売買有価証券市場の制度が設けられており、店頭売買取引有価証券市場は認可を受けた金融商品取引業協会が開設する（現在、日本証券業協会がこれに該当する）。

金融商品取引所における有価証券の取引には証券会社等の参加資格を認められた者（会員）しか参加ができないため、顧客は自己の計算で会員に取引を行うよう注文を出し、会員は顧客の計算（取引の経済的効果が顧客に帰属すること）で自己の名で（取引の主体が証券会社であること）取引を執行する。会員が取引所における売買取引を顧客から受託する際には、内閣総理大臣の監督が及ぶ取引所が定める受託契約準則に依らなければならない。

金融商品取引所は取引所開設という高度の公益性を有する業務を営むので厳格な専門義務を課せられている。専門義務がないと、金融商品市場の開設と関わりのない業務を営むことで、市場運営の公正さや中立性がゆがめられる恐れがあり、これを防止する趣旨である。しかし、世界的に取引所の営利企業化が進んでおり、あまり厳しい専門規制は取引所の自由な展開を妨げ、企業の成長を難しくするので、避けなければならないとされている<sup>7</sup>。

宅建業法の定める指定流通機構（通称レイズ）は、国土交通大臣が定める地域ごとに、一般社団法人又は一般財団法人のうち、業務を確実に実行する者を、国土交通大臣が定める地域ごとに一を限り指定される。現在東日本、中部圏、近畿圏、西

日本の4機関が指定されている。レイズにどこまでの機能を付与すべきかについては今後の大きな課題である。

### （3）金融商品市場のプレーヤー

資本市場のプレーヤーとしては、発行者、投資者、仲介者（証券会社、銀行など）、運用業者、投資助言者などの他、証券アナリスト、投資アドバイザー、信用格付業者等が挙げられる。このうち、有価証券の取引に大きな存在感を持つ証券会社が果す機能・役割が重要である。証券会社の機能・役割の第一は、自らが売買の相手方となって、取引主体となる場合である。この業務を自己売買（ディーラー）業務という。第二はブローカー機能である。ブローカーとは、有価証券の売買の取次や媒介、あるいは代理を業として行う者である。この業務は受託売買業務と呼ばれる。第三は引受機能である。ここでの引受けは、新たに発行される有価証券の募集に応募し取得することではなく、売りさばく（転売）目的を持って取得することである。第四は有価証券の新規発行プロセスにおける募集を取り扱う機能である。

### （4）発行市場と流通市場

発行市場は、新たに有価証券が、多くの場合は、証券会社を通じて発行される場であり、発行者が投資家から資金を調達する場である。広く一般の投資者を対象として発行される場合を公募、限られた投資者を対象とする場合を私募という。流通市場は取引所を通じて既に発行された有価証券が取引される場であり、流通市場における取引は有価証券の保有主体が変わるのみであり、新たに発行者による資金調達が行われるわけではない。しかし、流通市場で決定される有価証券の価格は、発行市場での資金調達にも影響を与えるため、両者は密接に結びついている。

### （5）取引所市場と店頭市場

流通市場は、取引の行われる場に注目して取引所市場と店頭市場に区分される。取引所では通常、競争売買の方式で需給が突合され、売買が成立する。取引に参加できるのは一定の資格を持った会員に限られる。取引所取引の中にも立会外取引と

<sup>7</sup> 平成20年に金融商品取引所は内閣総理大臣の認可を受けて地球温暖化の推進に関する法律に基づく排出権の取引等に関する市場を開設することができることとされ、最近では、平成28年に取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の融合させたフィンテック企業等への出資等も、取引所の円滑な業務運営に資すると見込まれる場合には関連業務として認可できるものとする事が提案されている。

いわれ、大口取引やバスケット取引など競争売買でない方法で行われるものもある。取引所取引でない場合は、古くから、証券会社の店頭で顧客と証券会社との間で取引が行われてきたことから店頭市場という名前で呼ばれている。

#### (6) 企業内容等の開示制度

企業内容等の開示制度は大きく発行市場向けの発行開示と流通市場向けの継続開示とに区分される。発行開示では、発行者に有価証券の募集・売出しに際して有価証券届出書の提出を義務付けるとともに、また、投資者への勧誘の際に、投資者に直接の目論見書の交付義務を課すことを骨格とするものである。

次に、継続開示では、発行者に有価証券報告書、四半期報告書、臨時報告書の提出を義務付ける。更に、発行者以外の者に開示義務を求めるものとして、公開買付者、大量保有者への開示規制などがある。

資本市場には、事業に対し危険資本を提供する機能がある。企業は、仮に業績が悪くなっても事業を継続できるよう、出資者に払い戻されなくともすむ資本を必要としており、払い戻さなくともすむ資金調達の典型が株式の発行である。株式のようにリスクが高い有価証券の発行条件は、正確かつ十分な企業の財政状態や経営成績に関する多くの情報に基づいて投資家の主体的な判断を集約した市場で決定されることが望ましい。これが金商法が金融商品の取引に際して企業情報開示を厳しく義務づける理由である。

#### (7) 発行市場における規制

発行市場において発行者の企業内容等に関する情報の開示を強制する理由としては、企業対投資者の力関係が対等ではない中で、取引量のノルマを達成しようとする証券会社を含め、発行者側から、勧誘により短期間の間に売り込みが集中する販売圧力が働くほか、IPO（新規株式の発行）の際には、儲かるという期待から投資者が安易に株式に飛びつきやすいことから、原則、総額1億円以上の新規発行証券を取得させるために、50名以上の者に対し勧誘を行う場合には発行者は有価証券

届出書を内閣総理大臣に提出する義務を負う。

#### (8) 流通市場における規制

流通市場における開示を継続開示と言い、一定の流通性を有する有価証券の発行者に対して、事業年度ごとの有価証券報告書の提出を義務づけるとともに、四半期報告書、半期報告書、臨時報告書のほか、投資判断に影響を及ぼす重要な事由が発生した場合には直ちに適時開示書の提出を義務付ける。これは、有価証券には流通性があり、発行市場のみならず、流通市場で大量に取引されるので、①証券発行者と直接の取引関係のない投資者にとって、発行者に関する情報を取得することが容易ではないこと、②発行会社に対して継続的な開示義務を課さなければ、投資者は投資判断を行うために会社の状況を個々に調査する必要が生じ、社会的に生じる情報収集コストが膨大になることを回避する必要があるからである。

なお、これらに合わせて、上場会社は、開示資料の記載内容が金商法に基づく適正なものである旨の確認書及び内部統制報告書<sup>8</sup>を内閣総理大臣に提出することが義務づけられている。加えて、内部統制報告書に対しては、公認会計士又は監査

<sup>8</sup> 内部統制報告書とは、開示情報の提出会社に係る「財務計算に関する書類等の情報の適正性を確保するための体制」について、経営者が評価した報告書（平成18年改正で義務化）であり、内部統制報告書の監査対象は、企業の内部統制の体制そのものではなく、経営者が作成する内部統制報告書であることに留意が必要である。そして、この内部統制手続の有効性を、公認会計士、監査法人が評価したものが内部統制監査報告書である。これは内部統制報告の作成過程が適正かどうかを見るものであり、内部統制そのものについての公認会計士、監査法人の意見ではない。

なお、会社法では、「業務の適正を確保するための体制」（会社法施行規則100条）、いわゆる内部統制システムについて規定されており、大会社、委員会設置会社の場合はその構築が義務づけられている。金商法が求めるのは、財務計算の適正を確保するための内部統制システムに係る報告及び監査であり、取締役の善管注意義務及び忠実義務の履行を求める会社法が規定する内部統制システムの整備とは異なる。

内部統制報告書を提出しなかった者（代表取締役等）や内部統制報告書に虚偽記載がある場合、5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金又はそれらが併科され、両罰規定として法人に5億円以下の罰金がある（課徴金はない）。

法人が監査証明を行い、これを内部統制監査報告書として内閣総理大臣に提出することが求められている。これらは、開示書類における虚偽記載が後を絶たないことに対処するため、企業内容の開示の信頼性を高めることを狙いとして、2006年（平成18年）改正で義務化された措置である。

現在、情報の継続開示義務を負うのは①上場会社、②店頭登録会社、③発行開示規制の適用を受ける50人以上に勧誘を行った公募証券発行会社、④外形基準（過去5年の事業年度末日における株主数がいずれかの年においても1000人以上の会社。ただし発行会社の資本金が5億円未満のとき、又は当該事業年度の所有者数がいずれの年にも300名未満であるときは提出義務を免れる。）を満たす会社である。

### （9）ディスクロージャーの方法

企業情報の開示方法には、直接開示と間接開示がある。直接開示は、発行者から直接投資家に投資勧誘の際に情報提供されるもので、代表例は発行開示における目論見書である。ただし交付を受ける者からあらかじめ承諾があれば、電子的な交付も可能である。

他方、間接開示の代表例は、公衆縦覧による有価証券届出書の投資家への開示がある。

### （10）情報の開示規制制度への批判

開示規制制度に対しては、発行者の負担が大きいこと、複雑な財務諸表情報を開示しても一般の個人投資者には理解が困難であることなどの批判が絶えず、強制的な開示規制制度とすることの是非をめぐる議論が現在も活発に行われている。しかし、開示情報に基づく専門家の分析、評価は情報として広く一般に伝播し得るとともに、当該企業の証券の市場価格にも反映されるであろう。これも開示規制制度の効果であり、一般の個人投資者はこのような経路を通じて間接的に情報開示のメリットを享受することができると考えられる。また、開示規制を強制しないと、良い情報は積極的に開示される一方、悪い情報が開示されなくなり、有価証券の正直な発行者の資金調達コストが高くなり、健全な資本市場が成り立たなくなると

いう有力な批判がある。今日、企業側にも bad news の公表は企業のコンプライアンスへの姿勢を示すものとして肯定的に受け止める評価が広がっている。

### （エンフォースメント組織について）

金商法における規制・監督の主体は内閣総理大臣であるが、実際には、特に重要な権限（金融商品市場の開設免許とその取消など）を除いて、権限は金融庁長官に委任されている。金融庁長官への委任は法律によって行われ、金融庁長官は委任された権限のうち、取引・行為の公正の確保に係るものについては証券取引等監視委員会に再委任される。また各種の報告検査に係る権限は同委員会に再委任することができるほか、金融庁長官は委任された権限の一部をさらに財務局長に再委任することができる。

### （エンフォースメント手段とその内容について）

規制の適正執行を担保するため、金商法は行政処分、課徴金制度、緊急差止め命令とともに、広範囲に刑罰規定、民事責任規定を置くほか、自主規制措置等について定め、しかもそれらが複線化し、それらの併用を可能とする規定が少なくないという特徴が指摘できよう（図表3-1、3-2）。

金商法は、一定の行為を行うには業としての登録・認可等を要するとしうえで、その者が法令等に違反した場合、登録・認可等の取消しといった不利益処分を課すほか、内閣総理大臣が課徴金が適用される違反事実があると認めた場合には、審判手続が開始され、3人の審判官からなる行政審判が公開の場で行われ、審判官が作成した決定案に基づく課徴金納付命令が出される。課徴金は会社に課せられ、違反者自身には課されないことから、違反者の取引相手の注意を喚起するため、内閣総理大臣が違反者の氏名を公表することができることとされている。

また、公正な金融商品取引を確保する特別の手段として、内閣総理大臣、財務大臣には、裁判所に対し違反行為の差止め命令を発するよう申立てを

する権限が与えられている。

さらに、悪性が強い違法行為に対しては刑事罰を科すほか、被害者救済に資するため広く民法の不法行為責任の特例規定が設けられている。

(図表3-1) エンフォースメントの手段とその内容(例)

行政処分	金業者など行政的監督のもとに置かれている者に対する業務改善命令、業務停止命令、登録取消処分など。
課徴金	平成16年(2004年)に導入され、違法行為を行った者がそれにより得た利益の額を基準として、それをはく奪するための納付義務。違法行為への制裁は刑事罰によるのが原則であるが、立証上の困難性や時間的な制約に対処するため導入。審判手続を経て内閣総理大臣による納付命令が出される。
裁判所の禁止・停止命令	裁判所は、届出なしに有価証券を多数の者に販売している場合のように、投資者に生ずる被害の拡大を防ぐため、緊急に必要があり、かつ、公益及び投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、内閣総理大臣又は内閣財務大臣の申立てにより、法律又は命令に違反する行為の禁止・停止を命ずることができる(命令違反者は、3年以下の懲役もしくは300万円以下の罰金又はそれらの併科、法人は3億円以下の罰金が科される)。
刑事責任	重要な違法行為が対象。最も重い刑罰は10年以下の懲役もしくは1,000万円以下の罰金、又はその併科である。開示義務のある資料の虚偽記載などがこれに当たる。法人については両罰規定の適用があり、最も重い場合においては7億円以下の罰金が科される。 インサイダー取引規制違反は制定当時(1988年)は「6か月以下の懲役又は50万円以下の罰金」であったが、その後の改正により現在では「5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金、又はその併科、法人は5億円以下の罰金」に強化されている。
民事責任	無過失責任、説明責任が転換された過失責任、損害賠償責任額の推定規定等民法の不法行為責任の特例が規定されている。
自主規制等	金融商品取引所や金融商品取引業協会は自主規制機関の役割を有し、取引所の取引参加者への処分や協会の協会員に対する処分を通じて、自主規制機関の定めるルールへの遵守の徹底を図っている。また、金融分野における裁判外紛争解決制度(金融ADR)を活用し、金業者は指定紛争解決機関との間で手続実施基本契約を締結しなければならない。

- (注) 1. 2015年度(平成27年度)における行政処分は30件、課徴金納付命令は38件、裁判所の禁止・停止命令申立ては3件である。
2. 刑事罰は処罰者に与える影響が極めて大きいため抑制的に運用される必要があり、また起訴便宜主義に従い検察官が起訴するか否かを裁量的に決定するため、起訴されずに終わることが少なくない。また、民事責任はそれを追及するかどうかは、被害を受けた投資者の判断にゆだねられているので十分な抑止力が働かない。そこで違反行為に対する抑止力を働かせるため、独占禁止法等で活用されてきた、違反行為の程度や態様に応じて金銭的負担を課す課徴金制度が平成16年改正で金商法に導入された。平成20年度には、課徴金の違法行為抑止効果が一定の効果を上げているという認識に基づいて、その適用範囲を広げるとともに、課徴金額もその上限が引き上げられた。課徴金制度の対象は当初、①発行開示違反、②継続開示違反、③風説の流布・偽計取引、④相場操縦、⑤インサイダー取引だったが、平成20年改正で適用対象を⑥公開買付規制違反、⑦各種書類の不提出、⑧仮装取引・馴合い取引などに拡大した。
3. 裁判所の禁止・停止命令は、発動例がなかったが、2010年(平成22年)無登録で新株予約権の勧誘を行った者に対して、初めて違反行為の停止の申立がなされ、差止命令が発せられた。

(図表3-2) 金商法が届出者に要求する発行開示資料の開示義務違反行為に対する責任追及手段の併用(例)

	重要な事項についての虚偽記載	記載すべき重要な事項の不記載	誤解を生じさせないために必要な重要な事実の不記載	法定開示書類の不提出
民事責任(18条)	○	○	○	○
課徴金(172条)	○	○	×	○
刑事責任(207条)	○	×	×	○

(注) ○=適用あり、×=適用なし。

(参考) エンフォースメントの手段と内容についての補足説明)

(課徴金)

法に対する違法行為が刑事罰の対象である場合には、その制裁は刑事罰に依るのが基本であるが、刑事罰の発動は起訴便宜主義に従い検察官が起訴の是非を裁量的に決定するため、罪状があまり重くない場合は起訴されない場合も少なくない。このため、制裁が加えられず、また、故意者が違法な行為による利益を得たままに終わることにもなり得る。このような刑事罰によるエンフォースメントの限界を克服する手段として、課徴金制度が位置づけられている。課徴金は、法定の賦課事由に該当すれば「納付を命じなければならない」(185条の7第1項)とされ、行政機関は機械的に納付命令を発出することとなるとともに、賦課される金額も裁量の余地があまりなく、違法な行為により得た利益の剥奪という考え方に立って、羈束的な運用が可能である。

平成16年の金商法改正で導入され、平成17年には発行開示に加え、継続開示の場合に課徴金の適

(図表4) 開示書類に係る違法行為に対する課徴金の例

行為類型	課徴金額
有価証券届出書の虚偽記載・不記載・不提出	発行価額総額の4.5% (社債等株式以外の場合は2.25%)
有価証券報告書の虚偽記載・不記載	600万円と時価総額の0.006%の大きい方
四半期報告書・半期報告書・臨時報告書の虚偽記載・不記載、臨時報告書の不提出	300万円と時価総額の0.003%大きい方
有価証券報告書・四半期報告書・半期報告書の不提出	監査報酬相当額

(注) 1. 金商法上の課徴金と刑事罰との関係について、課徴金は、憲法37条及び39条が定める二重処罰の禁止の観点から一部には憲法違反ではないかとの疑問も出されていたが、現在では、追徴税に係る最高裁判決(最大判昭和33.4.30民集12・6・938)もあり、追徴税に準ずる性格を持つ課徴金は制裁ではなく、違反者の利得相当額のはく奪であり、刑事罰との二重処罰の禁止には当たらないと考えられている(山下友信・神田秀樹「金融商品取引法概説」(有斐閣、2010))。

2. 課徴金の2.25%(株券等は4.5%)という数値基準は虚偽記載等のある発行開示書類を用いて有利な条件で証券を発行したことに伴い、発行者が得る利得額を実態調査を基に算出され、設定された。

用対象が拡大された。また、平成20年改正では課徴金の上限額が増額された。課徴金は、刑事罰における故意の立証の困難性を克服し、結果として違法行為がやり得になることを防ぐ上で大きな役割を果たしている。具体的手段としては、証券等監視委員会による勧告に基づいて、金融庁の行政審判手続による課徴金納付命令により、迅速な執行が目指されている。

(刑事罰)

金商法は重要な違法行為について刑事罰の対象としており、最も重い刑罰は10年以下の懲役もしくは1,000万円以下の罰金又はその併科であり、法人に対する両罰規定がある場合には7億円以下の罰金となっている。金商法の刑罰は厳罰化の方向にあり、このことは経済基本法としての独占禁止法の規定する刑罰が最高で5年以下の懲役または500万円以下の罰金、両罰規定のかかる法人の罰金が最高額で5億円であることと比較しても明らかである。なお、元々、我が国の法律では、行為者である個人と両罰規定のかかる法人との罰金は同額とされていたが、刑事法の理論としての必然性がないこと、同額としたのでは法人への制裁効果が十分ではないことから、平成3年の法制審

(図表5) 開示書類に係る違法行為に対する刑罰(例)

行為類型	法定刑
有価証券届出書・有価証券報告書の虚偽記載	10年以下の懲役又は1,000万円以下の罰金(法人は7億円以下の罰金)
有価証券届出書・有価証券報告書、内部統制報告者の不提出	5年以下の懲役又は500万円以下の罰金(法人は5億円以下の罰金)
内部統制報告書・半期報告書・四半期報告書・臨時報告書等の虚偽記載	5年以下の懲役又は500万円以下の罰金(法人は5億円以下の罰金)
半期報告書・四半期報告書・臨時報告書等の不提出	1年以下の懲役又は100万円以下の罰金(法人は1億円以下の罰金)

(注) 経済基本法としての独占禁止法の刑罰と比較すると、独占禁止法は、最も重い不当な取引制限(カルテル)に対する刑罰が行為者で5年以下の懲役または500万円以下の罰金、両罰規定に係る法人が5億円以下の罰金であるから金商法の厳罰化が著しく進んでいることがわかる。

議会刑事法部会財産刑検討小委員会により両者の額を異なるものとするのが可能であるとされたものである。各種法定開示書類に係る重要事項の虚偽記載とその不提出に対する故意犯として刑事罰が規定されている。責任主体は、書類を提示した者又は提示しない者であり、具体的には発行会社の代表取締役が該当する。発行者である会社自身には両罰規定が適用され、担当従業員、公認会計士・監査法人にも共犯者として処分が及ぶ可能性もある。

#### (民事責任)

民法 709 条は、原告に対し、不法行為による損害賠償の追及の際には、故意・過失、損害額、違法行為と損害との間の因果関係の証明責任を課している。しかし被害を被った投資者が、会社の経営事情、社長の故意・過失の有無、虚偽表示等と損害との間の因果関係及びその損害額等を証明するのは極めて大きな困難を伴うのが実情である。このため、投資者が民事責任を追及する事例はほぼ皆無であった。

そこで、違法性の程度に応じて原告側の説明責任を軽減する必要性が認識され、例えば、有価証券を発行する際に開示が義務付けられる発行開示書類に虚偽記載がある場合、発行会社に無過失責任を課するとともに、損害賠償額について、原告側による損害賠償額の算定の困難性を軽減するため、「(取得額) — (請求時の時価)」に法定するほか、発行会社役員、売出人のほか、監視役としての公認会計士・監査法人にも、要件を定めて、証明責任の転換された過失責任(被告側が自分は悪くないという証明を自身で行わない限り責任を問われる)を課している。また、上場していればその期間、継続して開示が求められる継続開示書類の虚偽記載についても、発行会社に対し、説明責任の転換された過失責任が、損害額についても、「(虚偽記載の公表前 1 カ月間の平均価格) — (公表後 1 か月間の平均価格)」が損害額の推定額(異論があるなら会社側が反証する必要がある)になるとされ、原告側の立証責任の軽減が図られている。こ

うした中で、個々の投資者レベルでは損害額が小さくとも、弁護士らが被害者の会を立ち上げて、被害者の訴訟参加を呼びかけ、集団的な民事訴訟が提起される事例が出てきている。

(図表 6) 開示書類に係る民事責任(発行者(届出者)の場合)の例

行為類型	不法行為責任の特則
有価証券届出書の虚偽記載	・無過失責任、因果関係の立証は不要、賠償額 = (支払額 - 損害賠償請求時の市場価格) (注) 賠償額の算出根拠は、不実の届出により有価証券を発行して投資者から資金を得ている以上、その取引を取消して投資者を取引前の状態に置くのと同等の効果を生じさせるのが公平に叶うとの考え方に基いている。
有価証券報告書の虚偽記載	・立証責任の転換された過失責任、因果関係の推定、推定損害額 = (公表日前 1 月間の当該有価証券の市場価格の平均額 - 公表日後 1 月間の当該有価証券市場価格の平均額)

(注) 発行者の他、提出会社の役員、公認会計士・監査法人、元引受契約をした金業者等も責任主体となる場合がある。

#### (参考文献)

- (1) 「THE LAW OF SECURITIES REGULATION・Sixth Edition」(Thomas Lee Hazen) (2009, WEST: A Thomson Reuters business)
- (2) アメリカ証券取引法(第二版)(黒沼悦郎)(2010、弘文堂)
- (3) 金融商品取引法概説(山下友信、神田秀樹)(2010、有斐閣)
- (4) 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)
- (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]