

証券取引における「公正」と「損失補てん等の禁止」(一)

——証券取引法四二条の二の再検討——

芝 園 子

はじめに

第一章 「損失補填」に関する事実関係

第一節 一九九一年「証券不祥事」における事実関係

第二節 損失補填の禁止に関する一連の経緯

第三節 平成三年改正前証券取引法と大蔵省の対応

第四節 平成三年改正における損失補てん等の禁止

第五節 「損失補填」発生の背景とその禁止趣旨を検討する必要性(以上一七七号)

第二章 証券取引法における損失補てん等の禁止

第一節 証券会社に対する損失補てん等の禁止

一 証券取引法四二条の二第一項

二 若干の説明

第二節 証券事故の場合の証券会社に対する損失補てん等の禁止の例外

- 一 証券取引法四二条の二第三項、五項
- 二 若干の説明

第三節

証券会社の顧客に対する損失補てん等の要求の禁止

- 一 証券取引法四二条の二第二項、四項
- 二 若干の説明

第四節

法の実現の手段（罰則、利益没収）

- 一 証券会社またはその役員に対する刑罰（証券取引法一九八条の三、二〇七条第一項二号）
- 二 確認申請書に関する罰則（証券取引法二〇〇条一四号、二〇七条第一項四号）
- 三 顧客に対する刑罰（証券取引法二〇〇条一三号、二〇七条第一項四号）
- 四 「利益没収」規定（証券取引法二〇〇条の二）

第五節 行政処分

第三章 立法趣旨の検討 —証券市場における価格形成機能—

第一節 証券取引法四二条の二第一項「損失補てん等の禁止」の立法趣旨

第二節 証券市場における価格形成機能の歪曲—学説および立法担当者の見解とその整理

- 一 平成三年改正前における学説の議論
- 二 平成三年改正における立法担当者の説明
- 三 平成三年改正後における学説の理解
- 四 立法担当者の見解の分析

第三節

安易な投資判断と証券市場における価格形成機能

- 一 証券市場の価格形成機能の意義を明らかにする必要性
- 二 「証券市場の機能」からみた証券市場の価格形成機能
- 三 「安易な投資判断」と証券市場の価格形成機能
- 四 「安易な投資判断」を排除する必要性

五 まとめ

第四節

自己責任原則と安易な投資判断

- 一 学説における自己責任原則
- 二 私的自治の原則と自己責任原則
- 三 自己責任原則と投資の判断
- 四 自己責任原則と投資の責任
- 五 わが国における自己責任原則の強調とその問題点

第五節

まとめ

(以上本号)

第二章 証券取引法における損失補てん等の禁止

平成三年の証券取引法の改正(法九六号)は、損失補填の温床となった一任勘定取引を原則として禁止した⁽¹⁾ほか、証券会社による保証約束、補てん約束、および、補てん行為を禁止し、それに加えて、証券会社の顧客がこれらの行為を要求することをも禁止した。平成三年の証券取引法改正において新設された五〇条の二は、平成四年改正(法八七号)により五〇条の三と変更され、さらに平成一〇年改正(法一〇七号)によって、現行証券取引法四二条の二となった⁽²⁾。本章においては、現行証券取引法四二条の二を概観する。

注

(1) 平成三年によって、四二条一項五号・六号(平成一〇年改正前五〇条一項三号・四号)が新設され、一任勘定取引は原則として禁止された。三号は証券会社と顧客の直接の一任勘定取引、四号は特定金銭信託における一任勘定取引を禁止する。四二条一項五号六号の例外は、証券会社の行為規制等に関する命令第一条で定められている。

(2) 以下本稿においては、証券取引法四二条の二第一項一号、二号、三号の行為は、それぞれ、保証約束、補てん約束、補てん行為と表す。また、保証約束、補てん約束、補てん行為をあわせて「損失補てん等」と表す場合もある。

(3) 平成三年以降、平成四年法七三号、平成九年法一〇二号、平成一〇年法一〇七号、および、平成一〇年法一三一号により、改正がなされ、現在に至っている。

第一節 証券会社に対する損失補てん等の禁止

一 証券取引法四二条の二第一項

「第一項 証券会社は、次に掲げる行為をしてはならない。

一 有価証券の売買その他の取引（買戻価格があらかじめ定められている買戻条件付売買その他の政令で定める取引を除く。）又は有価証券指数等先物取引、有価証券オプション取引、外国市場証券先物取引若しくは有価証券店頭デリバティブ取引（以下この条において「有価証券の売買その他の取引等」という。）につき、当該有価証券又は有価証券指数等先物取引、オプション、外国市場証券先物取引若しくは有価証券店頭デリバティブ取引（以下この条において「有価証券等」という。）について顧客（信託会社等が、信託契約に基づいて信託をする者の計算において、有価証券の売買等、外国市場証券先物取引又は有価証券店頭デリバティブ取引を行う場合にあつては、当該信託をする者を含む。以下この条及び第六五条の二第六項において同じ。）に損失が生ずることとなり、又はあらかじめ定めた額の利益が生じないこととなった場合には自己又は第三者がその全部又は一部を補てんし、又は補足するため当該顧客又は第三者に財産上の利益を提供する旨を、当該顧客又はその指定した者に対し、申し込み、若しくは約束し、又は第三者をして申し込ませ、若しくは約束させる行為

二 有価証券の売買その他の取引等につき、自己又は第三者が当該有価証券等について生じた顧客の損失の全部若しくは一部を補てんし、又はこれらについて生じた顧客の利益に追加するため当該顧客又は第三者に財産上の利益を提供する旨を、当該顧客又はその指定した者に対し、申し込み、若しくは約束し、又は第三者をして申し込ませ、

若しくは約束させる行為

三 有価証券等の売買その他の取引等につき、当該有価証券等について生じた顧客の損失の全部若しくは一部を補てんし、又はこれらについて生じた顧客の利益に追加するため、当該顧客又は第三者に対し、財産上の利益を提供し、又は第三者をして提供させる行為」

二 若干の説明

四二条の二第一項の要件の認定について、政省令や立法担当者は、以下のように述べる。

① 「財産上の利益」は、経済的な価値を有するもの全てを意味する。現金や物品の贈与はもちろんのこと、債権の贈与、債務の免除、信用供与のほか、物品を通常の価格より安値で売却することや値上がりの蓋然性の高い商品の割当なども含まれる。⁽¹⁾

② 財産上の利益の「提供」と提供の「申し込み」は、いずれも証券会社側の一方的行為である⁽²⁾。一方、財産上の利益提供の「約束」は、財産上の利益提供が、補てんまたは利回りの追加のために行われるものであるとの限度において相互の認識の一致が必要である⁽³⁾。

③ 「損失の補てん等のため」とは、証券会社側の事情によりその有無が判断される⁽⁴⁾。また、「損失」には、売買による実現損のみならず有価証券の評価損も含まれる⁽⁵⁾。

「利益追加のため」とは、たとえば、利回り約束を行った場合の約束利回り不足分に対する補足のために、または、証券会社側の勧めによって株式を長期にわたり保有していた結果として、最終的な売却によって何らかの利益

を得たものの、中間最高価格時点における売り抜け機会を逸したとして、現実には得た利益と当該中間最高価格時点において得べかりし利益との差額を補てんするために、利益の上乗せを行うことがこれにあたる。⁽⁶⁾

「損失補てん」や「利益追加」のための「財産上の利益の提供」は、行為類型の定義としては曖昧であり、包括的な表現である。禁止される取引とそうでない取引を区別できなければ通常業務に支障が生じるから、この事実認定を容易に行なうために、証券取引所や証券業協会の自主規制が設けられた。⁽⁶⁾ これらの自主規制は、四二条の二第一項における正当業務行為（刑法三五条）の内容を定めるガイドラインになるが、犯罪としての損失補てん等の構成要件や違法性阻却事由を定めるものではない。⁽⁹⁾

④ 政令において「有価証券の売買その他の取引等」から除外されるのは、債権等の買戻条件付売買で、専ら自己の資金調達のために行われるものである（証券取引法施行令一六条）。証券会社は、価格変動のリスクヘッジや短期資金の調達のためにこれらの取引を行う。⁽¹¹⁾

⑤ 証券会社側の「第三者」については、共謀があれば共犯として犯罪が成立する。⁽¹²⁾

⑥ 一号の「有価証券等」に含まれる「有価証券」および「オプション」に「取引」という文言がつかないのは、これらは取引を行わなくとも評価損の補てんを行うことが想定されるからである。⁽¹³⁾

⑦ 四二条の二第一項は、「証券会社」が損失補てん等を行うことを禁止する。「証券会社」に犯罪が成立しないと、証券会社の役員に犯罪が成立しない（証券取引法二〇七条一項二号）。「証券会社」の行為は通常証券会社の役員である証券外務員によって行われる。外務員が証券会社の名において、または、証券会社の計算で損失補てん等を行った場合には、「証券会社」の行為と解するべきである。⁽¹⁵⁾

注

- (1) 中村明雄・証券取引法等の一部を改正する法律の解説・商事法務一三六四号二、五頁(一九九一・一〇・二五)、松田広光・証券取引法等の改正について―証券不祥事の再発防止に向けて・ジュリスト九九二号六一、六三頁(一九九一・一二・一五)。
- (2) 高崎秀雄・証券取引法等の一部を改正する法律について・法律のひろば一九九一・一一号二六、二七頁。松田・前掲注(1) 六三頁。
- (3) 松田・前掲注(1)六三頁、高崎・前掲注(2)二七頁。
- (4) 松田・前掲注(1)六三頁、高崎・前掲注(2)二七頁。
- (5) 中村・前掲注(1)四頁、松田・前掲注(1)六三頁、高崎・前掲注(2)二七頁。
- (6) 高崎・前掲注(2)二七頁。
- (7) 中村・前掲注(1)五頁(種々多様な行為類型を全て網羅することはできず、行為類型を定めると法律の受け穴を利用した行為が行われるようになるから、包括的な表現となったとする)、松田・前掲注(1)六三頁。
- (8) 中村・前掲注(1)五頁、松田・前掲注(1)六三頁。自主規制規則については本稿第四章を参照。
- (9) 中村・前掲注(1)五頁、松田・前掲注(1)六三頁、高崎・前掲注(2)二八頁。
- (10) 高崎・前掲注(2)二八頁、中村・前掲注(1)五頁、松田・前掲注(1)六三頁。
- (11) 債権等の買戻条件付売買とは、買戻価格が当初売買価格に利息相当分を上乗せした価格でなされる債権等の取引である(上柳・龍田等・〈座談会〉損失補てん等の禁止に関する証券取引法の改正について(上)・インベストメント四五卷三号三三、三七頁(前田報告)(一九九二・六))。この例外は、市場における価格形成機能を阻害するものではないので禁止することは相当でないとされた。高崎・前掲注(2)二七頁。この取引については、日本証券業協会・平四年七月三〇日理事会決議「証券の条件付売買取引の取扱いについて」が詳しく定める。これによると、株式等エクイティ商品の現物先物は債権等の買戻条件付

売買には含まれない。

(12) 高崎・前掲注(2)二八頁〔「預け損」のような手法に対応しようとするものであると説明される。なお証券会社側の第三者には共謀があれば共犯となる〕。

(13) 高崎・前掲注(2)二八頁。

(14) 高崎・前掲注(2)二九頁(二〇〇〇条の柱書きの規定振りからして、顧客の従業員等が違反行為をした場合には、行為者たる従業員等も、顧客と同様に、両罰規定により初めて処罰されることになる)。

(15) 価格形成機能の保持が四二条の二の立法趣旨である以上、証券会社の行為である限り、誰の計算でなされても、四二条の二第一項に該当するとする見解がある(座談会インベストメント・前掲注(11)四四頁(前田発言))。これについては、河本||森本等・〈座談会〉改正証券取引法をめぐる諸問題・民商法雑誌一〇六巻二号一四三、一六二―一六八頁(二九九二)。

第二節 証券事故の場合の証券会社に対する損失補てん等禁止の例外

一 証券取引法四二条の二第三項、五項

「第三項 第一項の規定は、同項各号の申込み、約束又は提供が事故(証券会社又はその役員若しくは使用人の違法又は不当な行為であつて当該証券会社とその顧客との間において争いの原因となるものとして総理府令・大蔵省令で定めるものをいう。以下この条及び五一第二条第二項において同じ)による損失の全部又は一部を補てんする

ために行うものである場合については、適用しない。ただし、第一項第二号の申込み又は約束及び同項第三号の提供にあつては、その補てんに係る損失が事故に起因するものであることにつき、当該証券会社があらかじめ金融再生委員会の確認を受けている場合その他総理府令・大蔵省令で定める場合に限る。

第五項 第三項ただし書の確認を受けようとする者は、総理府令・大蔵省令で定めるところにより、その確認を受けようとする事実その他の総理府令・大蔵省令で定める事項を記載した申請書に当該事実を証するために必要な書類として総理府令・大蔵省令で定めるものを添えて金融再生委員会に提出しなければならない。」

二 若干の説明

ここでは、証券会社に対する保証約束・補てん約束・補てん行為の禁止の例外が定められている。

① 「事故」とは、証券取引法四二条の二第三項本文の括弧内において、証券会社、その役員、もしくは職員の違法行為で、その証券会社とその顧客との間に争いとなるものであると定められる。「証券会社の行為規則等に関する命令」⁽⁴⁾ 五条はこれを五つの場合に分類する。無断売買、顧客の注文内容を誤り取引を行うこと、投資内容について誤認させるような勧誘を行うこと、顧客の注文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の五つである。

② 金融再生委員会の確認は、財産上の利益の提供が、事故を原因とするものか否かと、事故処理の範囲内か否かの両方について行われる。⁽⁵⁾

③ 第三項の確認が必要とされないのは、補てん行為の行われる損失が事故に起因するものであることを総理府

令・大蔵省令が定めている場合である。これに基づき「証券会社の行為規則等に関する命令」六条が定めるのは、(a)裁判上の確定判決を得ている場合、(b)裁判上の和解が成立している場合、(c)民事調停が成立して一定期間内に異議の申立がない場合、(d)証券業協会のおつせんによる和解が成立している場合、(e)証券会社が、顧客の注文において過失により事務処理を誤った場合に、一日の取引において顧客に生じた損失に対して、申込み、約束し、または提供する財産上の利益の額が一〇万円相当額を上回らない場合である。ただし、(e)の場合に、財務局長等の確認を得ずに顧客に対して損失補てん等をしたときには、損失補てん等をした日の属する月の翌月末までに、確認申請書に記載すべき事項について、財務局長等に報告しなければならない(同命令六条二項)。

④ 四二条の二第三項但書の確認を得るために、証券会社が提出しなければならないのは、確認申請書とその記載事項を証明するために必要な書類である(同命令七条)。これらの記載内容は「証券会社の行為規則等に関する命令」によって定められる(同命令八条、九条)。確認申請書の記載事項は、証券会社、事故に関係した証券会社の使用人・顧客の氏名・商号・住所等、事故の概要、提供しようとする財産上の利益の額、その他内閣総理大臣が定める事項である。

注

- (1) 四二条の二第三項、第五項を詳しく取り扱ったものとしては、上柳 河本等・〈座談会〉損失補てん等の禁止に関する証券取引法の改正について(下)・インベストメント四五巻三号(一九九二・六)五六、五七頁以降。
- (2) 平成一〇年総理府・大蔵省令三三三号。大蔵省「証券会社の健全性の準則等に関する省令」が改称・改正された。
- (3) 座談会インベストメント・前掲注(1)七四頁(龍田発言)。確認を受ける義務が課されたのは、事故を理由とする「損失補て

ん等の禁止」の潜脱を防止するためである（高崎秀雄・証券取引法等の一部を改正する法律について・法律のひろば一九九一・一一号二六、三〇頁）。

第三節 証券会社の顧客による損失補てん等の要求の禁止

一 証券取引法四二条の二第二項、四項

「第二項 証券会社の顧客は、次に掲げる行為をしてはならない。

一 有価証券の売買その他の取引等につき、証券会社又は第三者との間で、前項第一号の約束をし、又は第三者をして当該約束をさせる行為（当該約束が自己がした、又は第三者をしてさせた要求による場合に限る。）

二 有価証券の売買その他の取引等につき、証券会社又は第三者との間で、前項第二号の約束をし、又は第三者をして当該約束をさせる行為（当該約束が自己がした、又は第三者をしてさせた要求による場合に限る。）

三 有価証券の売買その他の取引等につき、証券会社又は第三者から、前項第三号の提供に係る財産上の利益を受け、又は第三者をして当該財産上の利益を受けさせる行為（前二号の約束による場合であつて当該約束が自己がした、又は第三者をしてさせた要求による場合に限る。）

第四項 第二項の規定は、同項第一号又は第二号の約束が事故による損失の全部又は一部を補てんする旨のもの

である場合及び同項第三号の財産上の利益が事故による損失の全部又は一部を補てんするため提供されたものである場合については、適用しない。」

二 若干の説明

① 「要求」とは、相手方に一定の行為を求めるものであり、文書でも口頭でもよいが、文言上、証券会社が第一項に定める保証約束・補てん約束・補てん行為を行わないかぎり、この禁止規定に違反したとはいえないから、「要求」と保証約束・補てん約束・補てん行為の間には因果関係が必要である。⁽¹⁾顧客は要求しなければ、損失補てん等であることを知りながらそれを受けても違反とはならないし、要求しても、証券会社がそれに応じず、約束等に至らない場合には罰せられない。⁽²⁾

② 証券会社に比べ犯罪成立の条件も量刑も緩和した立法趣旨からすれば、教唆犯の適用は難しい。⁽³⁾なお、四二条の第二項と刑法二四九条恐喝罪との関係は、別の犯罪類型なので、観念的競合となる。⁽⁴⁾

注

(1) 松田広光・証券取引法等の改正について—証券不祥事の再発防止に向けて—ジュリスト九九二号六一、六四頁（一九九一年二・一五）、高崎秀雄・証券取引法等の一部を改正する法律について・法律のひろば一九九一・一一号二六、二九頁（顧客の行為が証券会社の違法行為への助長という性格を実質的に有する限度で禁止するとの立法政策がとられた」とする）。

(2) 松田・前掲注(1)六四頁、高崎・前掲注(1)二九頁。

- (3) 高崎・前掲注(1)二九頁(証券取引法の禁止する態様以外の方法による教唆犯も成立し難い)等。
- (4) 高崎・前掲注(1)二九頁等。仮に、四二条の二の教唆犯が成立するとすれば、四二条の二第二項と四二条の二第一項の教唆犯は観念的競合になるが、観念的競合の場合には、その最も重い刑だけで処断される(刑法五四条一項)。教唆犯の適用があるとしたら、四二条の二第二項の存在意義はなくなることになる(河本||森本等・(座談会)改正証券取引法をめぐる問題点・民商法雑誌一〇六卷二号一四三、一五六―一五八頁(佐伯発言)(一九九二))。

第四節 法の実現の手段(罰則⁽¹⁾、利益没収)

一 証券会社またはその役員に対する刑罰(証券取引法一九八条の三、二〇七条第一項二号)

証券取引法四二条の二第一項の規定に違反して証券会社が保証約束・補てん約束・補てん行為を行った場合、その証券会社は三億円以下の罰金刑に処せられる。また、証券会社の代表者、代理人、使用人その他の従業員は三年以下の懲役もしくは三〇〇万円以下の罰金刑に処せられるか、またはこれらが併科される。

二 確認申請書に関する罰則(証券取引法二〇〇条一四号、二〇七条第一項四号)⁽²⁾

証券会社が証券取引法四二条の二第五項の確認申請書または書類に虚偽の記載をした場合は、その証券会社は一

億円以下の罰金に処せられる。また、証券会社の代表者、代理人、使用人その他の従業員は一年以下の懲役もしくは一〇〇万円以下の罰金刑に処せられ、またはこれらが併科される。

三 顧客に対する刑罰（証券取引法二〇〇条一三号、二〇七条第一項四号）

証券会社が、証券取引法四二条の二第一項に該当する保証約束・補てん約束・補てん行為を行った場合に顧客がそれらの行為を要求して四二条の二第二項に違反した場合、法人である顧客は一億円以下の罰金刑に処せられ、また、個人である顧客は、一年以下の懲役もしくは一〇〇万円以下の罰金刑に処せられ、またはこれらが併科される。

四 「利益没収」規定（証券取引法二〇〇条の二）

証券取引法四二条の二第二項の禁止規定に違反した顧客または情を知って財産上の利益を取得した第三者からは財産上の利益が没収され、没収できないときは、その価額を追徴される（証券取引法二〇〇条の二）。

刑法上の没収・追徴は、財産上の利益の没収・追徴そのものが目的であり、顧客が受領した財産上の利益をそのまま証券会社に返却したような場合には、証券会社から没収・追徴が行われる。⁽³⁾ 補てん行為が有価証券の取引の形態で行われた場合は、没収額はその取引で生じた顧客の「利益」から手数料を引いたものである。⁽⁴⁾

注

- (1) 罰則の強化が、平成九年証券取引法改正（法一一七号）でなされ、現行法に至っている。
- (2) 確認申請書等に虚偽記載があっても確認は当然には無効にならない（高崎秀雄・証券取引法等の一部を改正する法律について・法律のひろば一九九一・一一号二六、三〇頁）。
- (3) 高崎・前掲注(2)三〇頁。
- (4) 高崎・前掲注(2)三〇頁。

第五節 行政処分

証券会社が、証券取引法四二条の二第一項・第三項・第五項に違反して、損失補てん等や確認申請書等への虚偽記載を行うことは、法令違反となる。そのような場合、金融再生委員会は、その証券会社の登録の取消、認可の取消、六月以内の業務の全部または一部の停止、業務の方法の変更、その他監督上必要な事項を命じることができる（五六条一項三号）。また、金融再生委員会は、その取締役または監査役の解任を当該証券会社に対して命じることができる（五六条二項）。さらに、違反行為を行った登録外務員については、登録を取消、二年以内の職務停止を命じることができる（六四条の五）。外務員の登録事務を証券業協会が行い、かつ、法令違反をした外務員に対してこれらの処分がなされない場合にも、金融再生委員会はこれらの処分を命じることができる（六四条の七第五項）。

行政処分が刑事罰で、法的処分の結果は異なってもよく、証券会社の役員が四二条の二第一項の禁止行為をした場合には、刑事罰が科されない場合でも、行政処分その他の制裁は受けるべきである。⁽¹⁾

注

- (1) 上柳 龍田等・〈座談会〉損失補てん等の禁止に関する証券取引法の改正について(上)・インベストメント四五巻三号(一九九二・六)三三三、四九〇頁(龍田発言)。

第三章 立法趣旨の検討 — 証券市場における価格形成機能 —

第一節 証券取引法四二条の二第一項「損失補てん等の禁止」の立法趣旨

平成三年改正時の国会における議論および改正後の立法担当者による解説等においては、証券会社による保証約束・補てん約束・補てん行為を禁止する趣旨⁽¹⁾は、以下の実現をはかるためであるとされている。「証券市場への信頼」、「証券会社の市場仲介者としての社会的責務」、「証券市場の価格形成機能」、「証券会社の市場仲介者としての中立性・公正性」、さらに、「証券会社の経営の健全性」である。

「証券市場への信頼」と「証券会社の市場仲介者としての中立性・公正性」は常にともに論じられており、両者の意味するところは同一のものと捉えることができるであろう。⁽²⁾

「証券会社の社会的責務」⁽³⁾は、その内容が、証券市場の価格形成機能を保持する責務と、市場仲介者としての中立性・公正性を維持する責務⁽⁴⁾であるとされているところから、損失補てん等を禁止する別個の立法趣旨と解する意義は乏しい。また、「社会的責務」という文言は漠然としており、近代私法制度の原則である私的自治に制限を加える禁止規定の根拠としては、適切ではない。しかも、倫理的道德的色彩が強い「社会的責務」は、法的効果を伴う禁止規定を設置する理由としては十分ではない。証券会社は、様々な法的規則または同業者で作り上げた自主ルールに従うが、それは証券会社の「社会的責務」のためではない。ルールそのものに、証券会社の営業上の必要性や、それを超える何らかの存在意義があるからである。これらの事情を考えあわせれば、「証券会社の社会的責務」は、損失補てん等の禁止の根拠としては、適切とは言えないであろう。

「証券会社の経営の健全性」もまた⁽⁵⁾、損失補てん等の禁止の趣旨とは言えないであろう。禁止の趣旨が、証券会社の経営の健全性の確保にあるとすれば、経営に影響を与えない範囲では、損失補てん等が許容されてしまうことになりかねない⁽⁶⁾。証券会社間の競争の促進を目的として、証券会社が免許制から登録制に移行した現在、その経営の健全性を確保するために、法に期待されているのは、証券会社の営業行為にいちいち干渉することではない。

以上のように考えると、損失補てん等の禁止の趣旨として検討すべきものとして残るのは、「証券市場の価格形成機能」と「証券会社の市場仲介者としての中立性・公正性」である⁽⁷⁾。本章においては、「証券市場の価格形成機能」を、次章においては、「証券会社の市場仲介者としての中立性・公正性」を詳しく検討することにする。

注

- (1) 立法担当者は、顧客に対する損失補てん等の要求の禁止は、証券会社による損失補てん犯罪の助長犯であると考えている。

- 中村明雄・証券取引法等の一部を改正する法律の解説―証券不祥事の再発防止に向けて―・商事法務一二六四号二、四、六頁（一九九一・一〇・二五）、松田広光・証券取引法等の改正について―証券不祥事の再発防止に向けて・ジュリスト九九二号六一、六二、六四頁（一九九一・一二・一五）等。したがって、本稿では、本章および四章において証券会社に対する損失補てん等の禁止の立法趣旨を検討した後に、五章において顧客に対する損失補てん等の禁止を検討する。
- (2) 中村・前掲注(1)四頁等、松田・前掲(1)六二頁、大蔵省・法務省内証券取引法令研究会編・『損失補てん規制Q&A』一四頁（財経詳報社、一九九四）。
- (3) 国会への改正の提案理由のなかには、「今回の証券会社による大口の法人顧客等に対する損失補てんは、免許会社としての規範に著しく反するものであり、こうした行為により一般投資者の証券市場に対する信頼が大きく失われ」たことが挙げられている。また、中村・前掲注(1)四頁（証券会社は「有価証券の取引を公正ならしめ、その流通を円滑ならしめる」という証券取引法の目的の実現を図るべく、①証券市場における正常な価格形成機能の保持、および、②市場仲介者としての公正性の保持、という責任を負っている。」）、松田・前掲注(1)六二頁（免許会社である証券会社は、有価証券の取引を公正ならしめ、その流通を円滑ならしめるという証券取引法の目的の実現を図るべき責務を有しているが、損失保証・補てんは、……、こうした責務に背く）、『損失補てん規制Q&A』・前掲注(2)一四頁。また、証券法制研究会・逐条解説証券取引法四二六頁（商事法務研究会、一九九五・七・二七）（損失保証および補填は「証券会社の重い社会的責務に背反する行為である」としたうえで、社会的責務とは、証券市場における正常な価格形成機能を保持する責務と市場仲介者としての中立性・公正性を保持する責務であるとする）。学説においても、上村達男・損失保証・損失補填の法律問題・商事法務一二五七号九、一〇頁（一九九一・七・二五）（証券会社としてはそうした公正な価格形成を歪める投資判断を排除する責務を積極的に負っている）、上村達男・証券会社の法的地位（下）・一三一四号一三、一五頁（一九九三・二・二五）（証券会社の「私企業としての営利性は証券取引法が証券会社に求める公益的役割を果たす限りにおいて認められる」）。

これらの学説には、「証券会社の社会的責務」を「免許会社としての責務」として、捉えるものもあるが、証券業が登録制に移行した現在後者は成立しえない。

(4) 中村・前掲注(1)四頁(前掲注(3)の引用部分を参照)、松田前掲注(1)六二頁、『損失補てん規制Q&A』・前掲注(2)一四頁、逐条解説証券取引法・前掲注(3)四二六頁。

(5) 提案理由は「市場の公正性と健全性に対する投資者の信頼を確保するため」禁止する必要があるという。河本Ⅱ森本等・(座談会)改正証券取引法をめぐる諸問題・民商法雑誌一〇六号一四三、一六八頁(森本発言)(一九九二)(損失補てん等を禁止する四二条の二が証券会社の章に置かれていることに着目し、証券会社の経営の健全性が保護法益であると考える)、黒沼悦郎・損失補填の禁止・落合誠一等編『現代企業立法の軌跡と展望』三六〇、三七二頁(一九九五)、上柳Ⅱ龍田等・(座談会)損失補てん等の禁止に関する証券取引法の改正について(上)インベストメント四五巻三三三、三五〇三六頁(前田報告)(一九九二・六)(もつとも、「証券会社の財務の健全性を害するという面」等が「なくなってしまうわけではないが、刑事罰を科すほどに悪いことの根拠にはならない」、近藤Ⅱ吉原Ⅱ黒沼・証券取引法入門二四〇頁(一九九五、商事法務研究会)。

証券会社の経営の健全性は、平成三年改正前五〇条一項三号・四号において、損失保証を禁止する趣旨であると解されていた(鈴木竹雄Ⅱ河本一郎・証券取引法(新版)(法律学全集五三三の一)三二九頁(有斐閣、一九八四)(なお、この概説書は五〇条一項三号・四号の禁止の趣旨としては、証券会社の経営の健全性のほかに、紛争が生じ易くなることを挙げる)等。

(6) 上村(一九九一・七・二五)・前掲注(3)一〇頁等。

(7) 荒井達夫・損失保証・損失補填禁止の保護法益・法学セミナー四五〇号五二、五四頁(一九九二・六)(今日において、証券会社の経営のあり方に従来通りとやかく口を出すことは疑問である)。

(8) 損失補てん等を禁止する法律は、外国の制定法においては存在しない。もつとも、ニューヨーク証券取引所規則三五二および全米証券業協会公正慣習規則第三章第一九号は、証券会社が損失保証をなすことを禁止している。英国においても、補てん

行為の禁止は、法律にも自主規制団体の規則にも明記されていないが、その理由は、「政府、自主規制団体が、自己責任原則が当然の前提となっていると認識している」に基づいている」からであるとされている（『損失補てん規制Q & A』・前掲注(2)一〇頁）。

(9) このような保護法益については、抽象的・観念的であるとの指摘がある（座談会民商法雑誌・前掲注(5)一四五頁（森田発言））。また、刑罰を使って、個人的法益と遠い経済システム自体を保護すると言うようなことは望ましくないと、作っても、あまりうまく働かないのではないかとという指摘もある（同一四六頁佐伯発言）。

第二節 証券市場における価格形成機能の歪曲

— 学説および立法担当者の見解とその整理

一 平成三年改正前における学説の議論

1 損失補てん等が禁止されるのは、これらの行為が証券市場の価格形成機能を歪めるからである、という立法趣旨の考え方は、損失補填事件が起こってから平成三年改正が行われるまでの間に主張された学説に影響されている。そこで、改正前の学説を見てから、立法担当者の見解やその後の学説について触れることにする。

損失補填事件が社会問題になる前には、学説において補てん行為に関する議論がなされてこなかったのは、本稿第一章第三節一で述べたとおりである。しかし、一九八九年の大和証券による損失補填が明るくなった後に、「事

後の補填」「特別な利益の提供」を禁止行為とすることが主張された。これらの行為を禁止すべき根拠は、損失保証を禁ずる平成三年改正前証券取引法五〇条一項三号・四号の延長上に求められた。ちなみに、平成三年改正前証券取引法五〇条一項三号・四号においては、保証約束がなされると自己責任原則の下での投資判断が行われなくなり、そのような安易な投資判断により損害を被るのは投資者であるから、投資者を保護するために保証約束による勧誘を禁止しなければならないとされていた。⁽¹⁾

この段階で新たに主張された見解によれば、「事後的な」損失補填または特別利益の提供は、問題の証券取引との関係では投資家の安易な投資判断を惹起させるものではなかったとしても、投資家のその後の証券取引について安易な投資判断を惹起させる危険がある。「したがって、……事後的な損失の補填や特別利益の提供は、……禁止されることが必要である」⁽²⁾。なお、この主唱者自身は、改正以前には、安易な投資判断が価格形成機能の歪曲につながるという見解を主張していない。

2 次に、同じく補てん行為を禁止するべきであるという見解が、別の根拠に基づいて、一九九一年の証券不祥事の最中に主張された。この見解は、投資家保護を理由として損失保証を禁止することを批判する。「損失保証による勧誘を受けて形成された投資判断は、市場の価格形成に参画してはならない安易な、むしろ市場阻害的投資判断である」⁽³⁾ため、証券会社は、そのような「公正な価格形成を歪める投資判断を排除する責務を積極的に負っている」。

「事後の補填」は、「投資家の投資判断形成を安易に行わせるという効果はなく、したがってそうした市場阻害的な投資判断が市場価格に反映して公正な価格形成を歪めるということもない」⁽⁴⁾。しかし、「市場が決定した最終的な結論を、市場機構の担い手たる証券会社が勝手に左右し、そのことにより資金配分ひいては資源配分を歪曲した」と⁽⁴⁾が反公益的であり、禁止されるべき根拠である、と主張した。

二 平成三年改正における立法担当者の説明

一 現行証券取引法四二条の二第一項を新設した平成三年証券取引法改正は、一で述べた学説が主張された後に起草され、成立した。立法担当者は、損失補てん等を禁止する趣旨として、これらの行為が価格形成機能を歪曲することを挙げた⁽⁵⁾。もつとも、「証券会社による保証約束・補てんは、投資者に自己責任原則の下での投資判断を行わなくさせ、市場の価格形成機能が歪められる」と説明されたが、しかし、自己責任の下で行われない投資判断が市場の価格形成機能をどのように歪めるかについては説明されていない。また、事後の補填は当該取引と直接の関係がないが、その場合に、価格形成機能がどのように歪められるかについても触れられていない。

三 平成三年改正後における学説の理解

自己責任原則に基づかない投資判断が価格形成機能を歪めるといふ立法担当者の見解は、損失保証に関する限りは、学説において、広く受け容れられた⁽⁶⁾。ある学説は保証約束の違法性を以下のように説明する。「事前の保証ないし利回り保証の場合には、保証があるために形成された顧客の投資判断は取引客体に対する評価と関わりのない投資判断であり、こうした投資判断が公道相場の形成に参画することにより市場の公正な価格形成は阻害される。したがって、こうした歪められた価格を公正と信じて取引をした多くの被害者も存在しうる⁽⁷⁾」。また、別の学説は、損失保証がなされると、投資家は自己責任を放棄し、証券会社の言いなりに売買をすることになり、証券会社の判断だけで市場が動くことになって価格形成が歪められるなどと説明する⁽⁸⁾。

一方、投資判断がなされた後に行われる「事後の補填」（改正法における補てん約束・補てん行為に当たる）がいかにして価格形成機能の歪めるのか、については立法担当者からも説明がなされなかった。そこで、これを説明しようとするのが、以下に述べる1、2、3の学説である。

1 上記1-1の学説には、修正が加えられた。それによれば、「事後の補填」は、一度補填がなされると次回からも補填がされるのではないかという期待を投資家に抱かせるので、投資家は自己責任原則に基づかない安易な投資判断をするようになり、そのような投資判断は市場の価格形成機能を歪めるので禁止される必要がある。

この考え方には、様々な疑問点が提示された。事後の補填をしてもらった投資家は、次の取引で補填をしてもらえるかについては半信半疑であるから、事後の補填による価格形成機能の歪曲は間接的であり、刑事罰を科すような行為ではないのではないか、という指摘がなされた。これに対しては、事後の補填と価格形成機能は大きな目でみるとつながりがあり、広く行われると投資家は補填を前提とした投資判断をするという反論⁹⁴、あるいは、間接的ではあるが、証券会社が将来の取引の見込みもないのに損失を負担することはないので、これが実体であるという反論⁹⁵がなされている。しかし、事後の補填とその後の取引における価格形成との関係が希薄であることは打ち消しがたい。

上記の考え方によれば、一回限りの補填が許容されてしまう点も批判されている。証券会社とその顧客の取引関係は必ずしも継続的なものではないから、この批判は正当なものである。また、この考え方は、すでになされた損失補填の違法性を明らかにしないし、その後の取引が安易でなければよいことになるとも指摘されている。

これらの批判や指摘は適切である。しかし、このような欠点があるにもかかわらず、補てん行為が価格形成機能を歪めるという理解は学説において多数を占め続けている。

2 上記一2の学説には、改正後に変更が加えられることはなかった。すなわち、「市場の決定した最終的な結論を、市場機構の担い手たる証券会社が勝手に左右し、そのことにより資金配分ひいては資源配分を歪曲したこと」を、事後の補填を禁止する理由であるとす。しかし、この見解に対しては、次のような批判がある。

まず、なぜ、証券会社は市場で形成された価格を変更してはならないのかの根拠が示されていないと指摘された。また、経済学上、証券市場の機能とは証券に対する需給を通じて資金過剰と資金不足を調整し資金配分を決定することであるとされている。流通市場における証券の価格がシグナルとなり、発行市場における発行価額が決定され、証券の発行がなされて初めて資金配分が行われる。したがって、「市場の価格形成が公正であることを前提にして資金配分を歪める」という行為はありえない。損失補填は、証券会社とその顧客の間で資金をどう分配するかという点で問題になるのに過ぎず、事後の補填が価格形成機能を害すると考えられない。

これに対して、上記一2の学説は、改正後も同じく、事後の補填は公正な価格形成を損なわないが、「市場の担い手である証券会社が、……市場の命ずる通りに顧客を扱わず、……投資家の真摯な投資判断に見合う投資成果を市場メカニズムに従って配分しない」ことが違法であると理解する。なぜ、証券会社は市場で形成された価格を変更してはならないのかについては、「流通市場での資金配分は個々の投資家の取引客体に対する真摯な投資判断に見合う投資成果が獲得されること」であり、証券会社はこれを実現すべき責任を負っていると主張している。

3 なお、以上の理解のほかにも、新たな考え方が提示されている。ひとつは、証券市場において損失補填がなされると、資本市場と金融市場の間に歪みが生じ、それにより、価格形成機能が害されるという主張である。

しかし、約束のない事後の補填の場合は、投資家は投資判断の時に補填がなされることに確信が持てない。資本市場と金融市場の間の歪みの発生を指摘する論者は、1で述べた学説の批判に対して、説得的な反論を提示してい

るわけでもない。したがって、資本市場と金融市場の歪みが生じるとの論証もまた成り立たない。資本市場と金融市場との間の資源配分の問題は、証券市場を通じた資源配分の問題とは別物であるし、かりに、損失保証がなされることによって資本市場に資金があるべき量より多量に流入したとしても、多量の資金が流入することによって、価格形成が歪められることはない。²⁴したがって、損失補てん等の違法性は十分には説明されていない。

4 もう一つ提示された新たな考え方は、以上の学説のように、損失補てん等が証券市場の価格形成機能を歪めることを認めたくえてその違法性を説明しようとするのではなく、これらの行為が証券市場の価格形成機能を歪めることを否定する見解である。²⁵この見解によれば、「そのような取引（投資者が投資判断を行ない、損失は証券会社が負担するというかたちの損失保証・補填）は、証券会社にとって危険が大きすぎ、証券会社は……引き受けないであろう」。「損失保証・補填は、実質的な投資判断が証券会社に委ねられているときにのみ、実行可能なのである」。その場合には、「証券会社は売買手数料という利益を享受し損失補填のリスクを負担しつつ投資判断を行うのであるから、真摯な投資判断が市場に反映する」。したがって、「安易な投資判断」がなされて、価格形成機能が歪められることはないとするのである。²⁶

この学説は、一九九一年の証券不祥事の「損失補填」が、証券会社に投資判断の裁量を与えた事実上の一任勘定取引である営業特金でなされた実態をふまえて主張されたものであり、この主張の内容に誤りはない。

もっとも、この見解は、実質的な投資判断が証券会社に委ねられている点を重視するが、損失補てん等が行われるのは、そのような場合に必ずしも限定されない。実際にも、一九九一年の証券不祥事の際の補てん先は、営業特金の顧客に限られなかった。²⁷一任勘定取引以外の取引においては、この見解によっても、損失補てん等の禁止の根拠は、それが安易な投資判断につながり、価格形成機能を歪めることに求められるのである。

四 立法担当者の見解の分析

1 二で述べたように、自己責任原則の下で行われない投資判断は証券市場の価格形成機能を歪める、という立法担当者の見解は、「事後の補填」の違法性を十分に説明していない。また、この点を説明しようとする三二、三の学説の説明も不十分である。さらに、立法担当者の見解を説明しようとする三一の学説の説明によっても、事後の補填が価格形成機能に与える影響は間接的なものに過ぎない。事後の補填の違法性を、価格形成機能の歪曲として捉える、その考え方自体を再検討する必要がある。

さらに、この考え方は「損失保証」が価格形成機能を歪めることを当然の前提としている。しかし、「損失保証」は真実、価格形成機能を歪めるといえるのか。

前述のように、損失保証がなされると、投資家は自己責任を放棄し、証券会社の言いなりに売買をすることになり、証券会社の判断だけで市場が動くことになって価格形成を歪めるなど説明がなされている。しかし、三四の学説が指摘するように、証券会社が真摯な投資判断を行うこともあり、そのような場合に、価格形成が歪められることはない。また、保証約束が行われた場合に、投資家が常に安易な投資判断を行うとも限らない。

三一の見解によれば、自己責任原則に基づかない投資判断は「安易な投資判断」であり、「安易な投資判断」は価格形成機能を歪める。しかし、この見解は「安易な投資判断」が何を意味するかについて説明しない。

別の学説は、事前の損失保証ないし利回り保証が行われた場合には、顧客の投資判断は取引客体に対する評価と関わりのない投資判断となり、公正な価格形成が阻害されるとする。しかし、果たして、顧客による投資判断は、価格形成を歪めるほどまでに、取引客体に対する評価と関わりのないものであろうか。

結局のところ、立法担当者も学説も、自己責任原則の下で行われたい投資判断がいかなるメカニズムで市場の価格形成機能を歪めるのかについては、明らかにしていないように思われる。事後の補填ばかりではなく、保証約束が価格形成機能を歪めるか否かについても、慎重な検討が必要である。

2 二で述べたように、立法担当者は十分な説明を行っていないが、損失補てん等が価格形成機能を歪めるという結論に至るまでには、さまざまな命題の積み重ねが存在している。平成三年改正前五〇条一項三号・四号、平成三年改正前の学説を参考にして、これを明確にし、検討を加えたい。

まず、立法担当者および学説（上村説の事後の補填に関する主張を除く）はともに、次のような命題を積み重ねる。① a 保証約束・補てん約束・補てん行為が行われた場合の投資判断は自己責任原則の下で行れたとはいえない、b 自己責任原則に基づかない投資判断は安易な投資判断である、c 保証約束がなされた取引においては投資判断が安易であり、また、補てん約束・補てん行為がなされた以後の取引においても同様である。また、安易な投資判断は、②その判断を行った投資家に、不利に働く。

さらに、③安易な投資判断は、証券市場の価格形成機能を歪める（保証約束がなされた取引および補てんがなされた以後の取引は価格形成機能を歪める）ので、市場の価格形成に参加するべきではない。したがって、安易な投資判断を誘発する保証約束・補てん約束・補てん行為は禁止されるべきことになる。

立法担当者は、① b c および ③ について言及することはない。自己責任に基づかない投資判断が価格形成に参加するべきではないということについて、立法担当者が新たな見解を提示していない以上、それ以前の学説等に従っているものと推定される。平成三年改正前五〇条一項三号・四号が損失保証による投資勧誘を禁止していたのは、①②に基づいていた。平成三年改正により新設された現行四二条の二第一項においても、立法担当者および通説はと

もにこれに従うと考えるのが自然である。

3 これらの命題のうち、① b c および③は、これらが成り立たなければ損失補てん等を禁止する根拠がなくなる。したがって、慎重な検討を要する。なかでも、③の部分は平成三年改正法において新たに加えられた部分であり、損失補てん等を禁止するべきであるとする理由の中心である。③については、第三節において、証券市場における価格形成機能とは何なのかを述べたうえで、自己責任原則によらない安易な投資判断が市場の価格形成機能を歪曲するかどうかを検討するものとする。さらに、① b c については、第四節において、自己責任原則によらない投資判断が必ずしも安易な投資判断であるとはいえないことを論じたうえで、自己責任原則を強調することの問題点について述べることにする。

注

- (1) 神崎克郎・証券取引法(新版)(現代法律学全集四二) 三六五頁(青林書院、一九八九)、神崎克郎・証券会社の営業姿勢の適性化―大口顧客の特別取扱いの是正―・商事法務二二〇六号二、三頁(一九九〇・二・五)(保証約束や特別利益提供の約束があると、投資者は安易にその勧誘に応じて取引をするので、投資家の自己責任の貫徹が曖昧になり、投資家の利益を損なう危険がある)。
- (2) 神崎・前掲注(1)四頁。
- (3) 上村達男・損失保証・損失補填の法律問題・商事法務一二五七号九、一〇頁(一九九一・七・二五)。
- (4) 上村・前掲注(3)一二頁。
- (5) 第一二二回国会衆議院証券及び金融問題に関する特別委員会における大蔵大臣、証券局長、法務省刑事局長の答弁(衆九号)

- 二七、三四、三五頁、參七号六頁)。また、中村明雄・証券取引法等の一部を改正する法律の解説―証券不祥事の再発防止に向けて―・商事法務一二六四号二、三、四頁(一九九一・一〇・二五)、高崎秀雄・証券取引法等の一部を改正する法律について・法律のひろば一九九一・一一号二六頁、松田広光・証券取引法等の改正について―証券不祥事の再発防止に向けて・ジュリスト九九二号六一、六二頁(一九九一・一二・一五)、大蔵省・法務省内証券取引法令研究会編・『損失補てん規制Q&A』一四頁(財経詳報社、一九九四)等。
- (6) 損失保証が価格形成機能を歪めることについて疑問を提示する学説は見あたらない。
- (7) 上村達男・証券会社の損失補填・ジュリスト一〇三〇号二三、二六頁(一九九三・九・一五)。
- (8) 神崎江頭江原竹居(座談会)損失補填問題と証券取引法・ジュリスト九八九号一四、二〇頁(江頭発言)。
- (9) 座談会ジュリスト・前掲注(8)二〇頁(神崎発言)、河本神崎根岸森本(座談会)損失保証・損失補填の経済的・法的位置づけをめぐる・資本市場七五号五頁、二八頁(神崎発言)(一九九一・一一)。
- (10) 座談会ジュリスト・前掲注(8)二〇頁(江頭発言)。
- (11) 座談会ジュリスト・前掲注(8)・二〇頁(神崎発言)。
- (12) 座談会ジュリスト・前掲注(8)・二一頁(芝原発言)。
- (13) 上柳龍田等(座談会)損失補てん等の禁止に関する証券取引法の改正について(上)インベストメント四五卷三号三三、三六頁(前田報告)(一九九二・六)。
- (14) 上村・前掲注(3)一二頁、上村・前掲注(7)二六頁。
- (15) 上村・前掲注(3)一二頁。
- (16) 上村・前掲注(7)二六頁。
- (17) 座談会インベストメント・前掲注(13)・三六頁(前田報告)(損失補てんがなされると「投資者は次もまた損失を補てんして

ももらえると期待をし、次回の投資判断を安易に行い、その投資判断が市場価格に反映して公正な価格形成を歪める」、また、保証と補てんの保護法益は共通のものであることが望ましく、禁止の理由も同じく価格形成機能を歪めるとするのが望ましい)、河本一郎・損失補てんの禁止・法学教室一六〇号八四、八七頁(一九九四・一)、近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎・証券取引法入門二三九〜二四〇頁(商事法務研究会、一九九五・六・一六)。神田秀樹監修・野村証券法務部川村和夫・注解証券取引法六一〇〜六一一頁(一九九七・一・一〇)等。

なお、立法趣旨と同様に事後の補填と損失保証とを区別せず、両者はともに自己責任原則の下で行なわれぬ安易な投資判断であるから、価格形成機能を害すると説明する見解も存在する(河本一郎・大武泰南・証券取引法読本〔第三版〕二六七頁(一九九八)等)。

(18) 座談会インベストメント・前掲注(13)三六頁(前田報告)(市場により資金配分が決定された後に別の取引で資金を移動させることは非難されることではない)。

(19) 丸淳子・証券市場(第二版)七頁(新世社、一九九八)。

(20) 座談会インベストメント(上)・前掲注(13)四六〜四八頁(川浜発言)(一九九二・六)、荒井達夫・損失保証・損失補填禁止の保護法益・法学セミナー四五〇号五二、五五〜五六頁(一九九三)、黒沼悦郎・損失補填の禁止・落合誠一等編『現代企業立法の軌跡と展望』三六〇、三六七頁(一九九五)。

(21) 上村・前掲注(7)二六頁。また、近藤・吉原・黒沼・前掲注(7)二四〇頁(大口顧客に対する優遇のために「証券市場で公正に形成された株価を歪めるような手段を用いることは」「決して正当化することはできない」)。

(22) 上村達男・証券会社の法的地位(下)・商事法務一三二四号一三、一八頁(一九九三・三・五)。

(23) 近藤・吉原・黒沼・前掲注(7)二四〇頁(損失保証が行われると、「本来は市場取引に参加するべきでない者が取引に参加する」ので、「株式の需要が歪められ、証券市場の株価が公正に形成されることが妨げられる」と説明する)。注解証券取引法・

前掲注(7)六一〇頁。なお、最初に指摘したのは、黒沼・前掲注(20)三六八―三六九頁(「資本市場と金融市場との資金配分に歪みが生じる危険性がある」)。

(24) 黒沼・前掲注(20)三六八―三六九頁。

(25) 荒井・前掲注(20)五四頁(ただし、証券会社または顧客のどちらがリスクを負うかが不明確なトラブルの生じるような場合は価格が歪められることがあるとする)、黒沼・前掲注(20)三六七―三六九頁。

(26) 黒沼・前掲注(20)三六七―三六八頁。なお、「損失保証・補填が市場の価格形成機能を歪めるといふ論拠には理由がなく、この論拠は改正法を正当化するために無理に考え出されたフィクションのように思われる」と指摘する(同三六九頁)。価格形成機能の歪曲という論拠がなければ、顧客に対する刑罰規定を置くことはできないので、価格形成機能の歪曲は、顧客に対する刑罰規定ためのものであるともいえる。平成三年改正時の感情的な雰囲気は、顧客に対する刑事罰規定を求めていた。

(27) 本稿第一章第一節注(6)およびその関連する本文を参照。

(28) 前掲注(8)を参照。

(29) 前掲注(7)を参照。

(30) 上村・前掲注(3)一〇頁(「証券会社としてはそうした公正な価格形成を歪める投資判断(自己責任の下で行われない安易な投資判断)を排除する責務を積極的に負っている」、座談会インベストメント(上)・前掲注(13)三五頁(前田報告)(「損失保証がなされて形成される投資判断は、市場の価格形成に参加してはならない安易な投資判断であって、これ(安易な投資判断)が入ると、市場の公正な価格形成を歪める」)等。

第三節 安易な投資判断と証券市場における価格形成機能

一 証券市場の価格形成機能の意義を明らかにする必要性

第二節で述べたように、損失補てん等が証券市場の価格形成機能を歪めるとする見解は、安易な投資判断が市場の価格形成機能を歪めることを前提としている。

「証券市場の価格形成機能」が何を意味するかについては、平成三年改正において説明がなされないだけではないばかりか、経済学上もこれに対応する言葉はない。「証券市場の価格形成機能」を歪めるが故に禁止されると説明される保証約束・補てん約束・補てん行為は、その事実が立証されれば、違反者に対しては、刑事罰、行政処分、不法行為責任といった様々な法的制裁が加えられる行為である。⁴⁾そこで、「証券市場の価格形成機能」の内容をまづ明らかにする必要がある。

二 「証券市場の機能」からみた証券市場の価格形成機能

「証券市場の価格形成機能」とは、その文言から、証券市場の機能について述べる言葉であることが明らかである。経済学においては、証券市場の機能とは、証券に対する需給を通じて資金過剰と資金不足を調整し資金配分を決定することであると説明されている。⁵⁾これによれば、証券市場とは「取引の場」であり、証券市場において「証券の価格が決定されること」が「証券市場の価格形成機能」である。市場で、決定される価格は、多様な投資判断

による多量の取引が集積されることよつて、より真実に近い（公正である）とみなされるようになる。

言い換えれば、証券市場は、価格を媒介として証券を売りたい人と買いたい人とを結びつける場所であり、「証券市場の価格形成機能」とは売手と買手を結びつけることである。証券取引法も第一条において有価証券の流通の円滑を目的として挙げている。多様な思惑を持つ多量な投資家が存在することよつて、価格形成は成り立つている。

三 「安易な投資判断」と証券市場の価格形成機能

それでは、安易な投資判断は価格形成機能を歪めるのか。証券の売手と買手を媒介するのはその証券の価格のみであるから、安易な投資判断は「適切でない価格」で取引をすることを意味している。取引客体に対する評価と関わりのない投資判断も、結果的には、「適切ではない価格」に帰結する。

損失保証をされていたり、再び補てんがなされることを期待する投資者は、証券投資のリスク判断を誤る可能性が、そうでない投資者に比べて高くなるかもしれない。また、市場における不適切な価格を適切であると信じて取引を行った投資家は損害を被るかもしれない。⁽³⁾ これらが、安易な投資判断が価格形成機能を歪めると考える見解の理由となっている。

しかし、証券市場においては個々の投資家はその投資判断に従い、自由に価格を選択することができる。投資家は様々な基準で価格を決定しており、時には誤つて不適切な価格を選択するかもしれない。したがつて、市場における個々の取引価格が真実正しいことを、常に期待することはできない。投資家もこの事実を十分に予測しうる。

元来、市場は、不適切な価格での取引の原因となる安易な投資判断を排除するものではない。将来の完全な予測は不可能であるから、証券の価値も正確に測ることができない。しかも、人間はしばしば誤る。この二つの条件を前提としつつ、なおも、価格ができるかぎり適切に形成されるように設計されているのが市場である。多数の売手と買手が存在し、取引が大量になされる証券市場においては、ある取引における不適切な価格は即座にそれより後の取引において修正されてしまう。したがって、安易な投資判断による不適切な価格が市場の価格に影響を与えるのはほんの一瞬である。安易な投資判断の結果であるその取引における証券の価格は、その市場におけるその証券の他の取引における価格には、最終的にはほとんど意味を持たない。取引客体に対する評価と関わりのない安易な投資判断が多く発生したとしても、価格形成を阻害するとはまではいえない。

以上のように、証券の売手と買手を結び付けるという意味での価格形成機能は、安易な投資判断があろうとも、歪められることはない。かりに、安易な投資判断により不適切な価格で取引をした者がいたとしても、その安易な投資判断をした投資家以外の投資家は、その取引によって何の損害も受けない。取引の一方の当事者にとって不適切な価格は他方の当事者にとっては有利な価格だからである。

四 「安易な投資判断」を排除する必要性

価格形成機能を歪める行為は証券市場に参加するべきではないというのが、立法担当者および通説の理解であり、かつ、安易な投資判断が価格形成機能を歪めるとすれば、安易な投資判断は証券市場に参加するべきではないということになる。ところが、安易な投資判断は、証券会社による損失補てん等が行われたときだけでなく、これ

以外の場合にもなされる。損失補てん等以外の理由で「安易な投資判断」がなされた場合にその投資判断は市場から排除されることがないのに、損失補てん等が行われた場合にはそうされるのはなぜなのかについて、説明はなされていない。合理的理由なくして、損失補てん等が行われた場合の安易な投資判断のみを禁止することは不合理である。「安易な投資判断」の原因となることを理由として、損失補てん等を禁止しようとするのが改正法の禁止の趣旨であるとすれば、それは適切ではない。

この点については、本章第二節四②①②を理由にして、安易な投資判断を行った投資者を保護するために、保証約束による投資勧誘を禁止していた平成三年証券取引法改正前五〇条一項三号・四号や、保証約束の私法上の効力を有効としていた学説にも問題があったと考える。安易な投資判断が生ずるのは、保証約束がなされたときに限られないことを前提とすれば、保証約束をきっかけとして安易な投資判断をしてしまった投資家を保護するために、保証約束による勧誘を禁止することはできない。通常のブローカー業務において保証約束をすることが、実現不能であることに着目し、有価証券等の取引について虚偽または誤解を招く表示であることを理由として禁止する方が、適切であり投資家の保護にもつながる。

五 まとめ

立法担当者や学説が考えるのとは異なり、安易な投資判断は必ずしも市場から排除されるべきものではない。安易な投資判断を排除することは事実上不可能である。市場は安易な投資判断が存在しうることを前提として存在している。また、どのような投資判断が「安易な投資判断」なのかも必ずしも明らかではない。したがって、安易な

投資判断が存在したからといって、証券市場の価格形成機能を歪めることはない。ある投資者の安易な投資判断は、その者にとつては不適切な価格かもしれないが、他の投資家や市場全体の取引に積極的に何らかの悪影響を与えることはない。自己責任の下で行われない「安易な投資判断」の原因となることを理由として損失補てん等を禁止しようとする改正法の禁止の仕方は、適切とはいえない。

注

- (1) 本稿第二章を参照。
- (2) 丸淳子・証券市場(第二版)七頁(新世社、一九九八)。
- (3) 上村達男・証券会社の損失補填・ジュリスト一〇三〇号二三、二六頁(一九九三・九・一五)。
- (4) 損失補てん等が「直接的に株価等の上下の変動をもたらすという現実的事実はない」とする見解もある(神山敏雄・損失補てん犯罪に関する考察(上)・判例時報一六一〇号二三、一九頁(一九九七・一一・一))。
- (5) 神山・前掲注(4)一九頁(他の顧客が損害を受けるといふことはない)。

第四節 自己責任原則と安易な投資判断

第二節で述べたように、立法担当者も学説も、自己責任原則の下に行なわれない投資判断は安易な投資判断であり、価格形成機能を歪めると解する。しかし、安易な投資判断が、証券市場における取引の成立に影響を与えるこ

とはなく、価格形成機能を歪めることもないことは、第三節において明らかにした。本節においては、自己責任原則がいかなるものであるかを説明し、その上で、さらに、自己責任原則の下で行われたい投資判断であっても必ずしも安易な投資判断であるとはいえないことを論じる。自己責任原則を強調しすぎることにによる弊害も生じているように思われるからである。

一 学説における自己責任原則

「自己責任原則」という文言は、証券取引および証券取引法に関して、頻繁に使われているが、証券取引法に明記される法律用語ではなく、⁽¹⁾その他の法律においても見出すことはできない。この文言は、昭和四〇年（一九六五年）証券取引法改正でつけ加えられた平成三年改正前証券取引法五〇条三項の立法趣旨の中で、すでに使われている。⁽²⁾しかし、この文言が頻繁に使われ、強調されるようになったのは一九八〇年代中ごろである。⁽³⁾

証券取引法に関する学説においては、「自己責任原則」という言葉が常に取り上げられてきたわけではないが、「投資者は自らの判断と責任において投資を行うべきである」とするのが、一致した見解である。⁽⁴⁾もともと、これらの見解は、投資家に自己責任原則を要求する前提として、情報開示が十分になされていること等自己責任を要求できる環境が整っていることが必要であるとする。⁽⁵⁾

たしかに、「自己責任原則」が実現するように市場を整備することは、証券取引法および監督機関の使命である。投資家は、「自己責任原則」が実現されていない市場環境について、非難されることはない。

証券不祥事のときに、補てん行為の手段ともなった様々な取引においては、市場の整備が十分ではなかった。ま

た、そのように取引の制度が整っていない商品において補てん行為が行われた。たとえば、補てん行為の手段ともなった外貨建てワラント取引に関しては、投資家に対して自己責任を要求するのは酷な状況にであったことが窺われる。⁽⁴⁾

市場の整備が十分にされたときに初めて「自己責任原則」を投資家に要求することができると考えると、市場の整備が不十分なままで、「自己責任原則」に違反するという理由により、一定の取引を禁止し、そのような取引をしたことを理由に証券会社の顧客を非難し、刑事罰までをも科す改正法の論理は、筋違いということになる。

二 私的自治の原則と自己責任原則

証券会社が主張するところの「自己責任原則」とは、単に、投資者自らが個々の投資判断を行ない、投資の責任を取るということである。⁽⁵⁾ この原則は、私的自治の原則の下では当然のことであり、とくに強調されるべきものではない。それと同時に、私的自治の原則の下では、同じく、投資判断も、投資の責任も、投資者自身の判断に基づき、他の者に委任・委託することが可能であることを思い起こす必要がある。投資の判断は必ずしも投資者自らが行なう必要はなく、投資の責任（投資のリスクを負担すること）も必ずしも投資者自身が行なう必要はない。

本章第三節で述べたように、証券市場の機能は、証券の売手と買手を結びつけることである。そして、証券市場の価格形成は、証券の価格を介して、多量の取引が実行され集積することによって達成される。誰が投資判断をし、誰が投資の責任を負うかということとは、証券市場の価格形成機能とは関係ない。

三 自己責任原則と投資の判断

投資の判断を他者に委ねることは一般的に行われている。他者の金銭・財産等を預かって運用を行うという側面からみた広い意味での金融においては、金銭を委ねる側からいえば、形式は何であろうと、資金を預けることは金融仲介者に自らの資金を運用してもらうことにはかならない⁽⁹⁾。現実には、金銭信託、投資信託、一任勘定取引においては、資金の運用を専門家に任せており、これは、銀行預金においても異なるところはない。

金融仲介者に預けられた資金に関しては、實際上個々の運用取引の判断は、資金の所有者以外の者が行う。証券会社のブローカー業務はこの限りではない。しかし、証券会社の業務はブローカー業務ばかりではない。投資家が資金を運用する知識や時間を有していない場合にそれを専門家に委ね、個々の投資の判断を自ら行わないことがあったとしても、そのような投資の方法は投資家にとって合理的な投資判断であつて、必ずしも、安易な投資判断とはならない。

四 自己責任原則と投資の責任

投資の責任を誰が取るかも、私的自治の原則に基づき、当事者間又は金融機関が投資契約や金融商品のスキームにおいて自由に決定できる。現実には、投資の責任の決定には、投資先商品の性質が大きく影響するが、金融仲介者が投資の責任を自らが引き受ける場合も存在する。実際にも、株式等値動きのある証券で資金が運用される場合であつても、資金を委ねられた者が元本を保証することがある。

たとえば、銀行業を営む者は、預金者に対しては確定金利で元本保証をしているが、その資産の一部を長期資金で運用すべき株式で保有する場合には、投資先商品の性質からは利回り・元本保証は不可能なはずなのに、それを行なっていることになる。

また、わが国において信託銀行が行なっている金銭信託のうちの「運用ノ特定セサル金銭信託」であれば、元本補填と利益補足は、法律上許容されている（信託業法九条）。金銭信託の運用先には有価証券が含まれているにもかかわらず、元本保証は許容されているのである。もつとも、利益補足は、戦前の大蔵省告示によって事実上禁止された後は、例外的な場合を除き全く行われていない。しかし、理論的には「運用ノ特定セサル金銭信託」においては、元本補填と利益補足が可能であると考えられる。

さらに、保険業においては、保険会社は、集めた保険金を様々な金融商品に投資しているが、価格変動のある株式でも運用している。それにもかかわらず、保険契約者に対して積立金の元本が保証され、契約時に支払い保険金額があらかじめ決定されている。

最後に、投資信託においては、現在では元本保証型ファンドが存在しており、商品設計の段階において、元本保証を指向することは可能である。安全な運用が可能であるならば、保険会社等が一定限度内で元本を保証する商品設計も不可能ではない。実際、わが国においては、戦時体制中の一時期ではあるが、損失補填を行なうファンドも存在していた。

以上のように、資金を株式等値動きのある証券で運用しながら、一方では、資金提供者に元本や利回りを保証することは、一般的に行なわれているといつてよい。つまり、元本や利回りを保証するか否かは、相対的なものにならず、本来は、私的自治の原則の下にあるべきものである。

もつとも、元本・利回りの保証は投資先商品の性質に左右されるものであるから、通常、株式等リスクの大きな商品で資金を運用をする者は元本や利回りを保証することはない。実際にも、有価証券のブローカー業務においては、元本・利回りの保証は本来的には不可能である。

しかし、本来金融商品の内容は私的自治の原則の下にあるべきであり、投資者が格別の不利益を被らない限り、法律その他によつて制約をかす必要はない。金融仲介者が保証の約束をなしたのであれば、その約束は、金融仲介者が倒産しようが、その履行をあくまでも請求できるものとすればよい。金融仲介者に破産する可能性があれば、金融仲介者も、そして、金融商品を選ぶ投資家も慎重になるであらう。

五 わが国における自己責任原則の強調とその問題点

以上みてきたように、証券取引において当事者自らが個々の投資の判断を行ない、投資の責任もとるという意味での自己責任原則の考え方は、金融商品における資金運用の実態とは乖離するものであり、証券取引や金融取引における法の役割を考える際においては、強調されるべき事柄ではない。それは、わが国私法秩序においては、私的自治の原則という当然の原則なのである。

わが国において現在、自己責任原則が強調されるのは、他者に財産を委ねることが普及してこなかった歴史的経緯ゆえに生じた現象である。それは、金融政策にも大きく関わっている。

後進資本主義国で資本の蓄積が不十分であったわが国においては、戦前戦後を通じて、間接金融が優勢で、直接金融が劣性の時代が長らく続いた。また、投資信託や投資顧問も普及しなかった。

イギリス、アメリカにおいては、投資顧問業が、財産管理のアドバイザーとして発生し定着した後に、投資家のニーズや経済環境の発展に応じて、集団投資の仕組みが形成され、投資信託業などを行うようになった。⁶⁴一方、わが国においては、投資信託が導入された三〇数年後に、有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律が制定され、業種として定着した。このような歴史的経緯の違いも、わが国において、専門家である他者に資金の財産管理を任せるといふ習慣が一般に普及していなかったことを窺わせる。

投資信託は、昭和二六年（一九五一年）に制定された証券投資信託法によって、わが国に導入された。しかし、個人の金融資産の運用先として発生したのではなく、財閥解体により生じた「株式の供給過剰対策」として立法された。⁶⁵投資信託においては、過剰な規制により、運用が自由に行なわれず、また、運用成績は芳しくなかった。

さらに、投資信託法が採用した「集団投資の仕組み」は、わが国独特のものである。投資者が委託者になり、投資信託会社が受託者になる諸外国の制度とは異なり、わが国においては、投資者が受益者に、投資信託会社が委託者に、資産の分別管理をする信託会社が受託者となっている。⁶⁶信託制度を利用しているにもかかわらず、投資信託会社は投資者に対して、昭和四二年証券投資信託法が改正されるまで直接的な忠実義務を負わなかった。さらに、投資信託法は当初、戦前の制度を受け継いで、証券会社が投資信託の委託会社を兼業することを許容した。兼業が禁止された後も、証券会社の関連会社が、委託会社の免許を独占的に付与されてきた。以上のように、投資信託の仕組みそれ自体が、本来の資金の所有者である投資家の立場の弱さを表している。実際にも、わが国における投資信託の運用実績は芳しくなく、委託会社の証券会社からの独立性が常に問題とされてきた。⁶⁷例えば、委託会社による運用の指図においては、売買回転率が高く、これは証券会社の手数料を稼ぐためになされたのではないかとされている。⁶⁸

投資顧問は、投資信託制度が導入された後に利用されるようになったが、実際に投資顧問制度が利用されるようになった後も、問題ある業者があらわれると、事実上個人投資家が投資顧問を利用できないような法制が採用された^四。

以上のように、個人が金融仲介者を介してその資金を株式市場で運用するための制度やルールの整備・運用は十分なものとどまっていた。個人投資家の株式市場への参加は、証券会社を通じて自らの手持ち資金の範囲で自らが判断をし、自らが責任をとるという投資方法に、異常に傾斜していた。このために、「投資者自らが、個々の取引に関して、投資判断を行い、投資の責任も負わなければならない」というドグマが発達したのである。

しかし、わが国では現在金融制度の大々的な改革が行なわれている。改革が達成されれば、投資者は、金融機関が自由競争の結果生み出した様々な金融商品を購入し、自らの資金の運用を他者に委ねることになる。他者に財産を委ねることに伴う弊害の除去のための法的な手当てとしては、信託法理や証券取引法における規制がその役割を果たすであろう。なかでも、信託法理においては他の者に財産の管理を委託し、受益者がその結果を引き受けることが広く受け容れられている。

投資家が資金を運用する知識や時間を有していない場合にそれを専門家に委ね、個々の投資の判断を自ら行わないことがあったとしても、そのような投資の方法は投資家にとって合理的な投資判断であって、必ずしも、安易な投資判断とはならない。平成三年証券取引法改正が、自己責任原則によらない投資判断は、安易な投資判断であり、価格形成機能を歪めるといふ論理を採用し、損失補てん等を禁止したとすれば、それは、時代錯誤であり、様々な金融サービスの発展を阻害することにもなりかねない。

注

- (1) もっとも、平成三年改正の草案は、証券会社の顧客が損失補てん等を受ける行為を禁止しようとした(本稿第一章第二節三を参照)。草案におけるこの規定は、自己責任原則の下で行われたい投資判断が、排除されるべきものであることを前提としている。この点で、自己責任原則を証券取引法に取り入れようとしたといえる。投資家の自己責任原則が後退・財經詳報一八五四号二頁(一九九一・一〇・一五)。
- (2) 平成三年改正前証券取引法五〇条一項の証券会社の不当勧誘の禁止の説明において、これに触れるものがある。鈴木竹雄「河本一郎・証券取引法(新版)三二八頁(有斐閣、一九八四)、神崎克郎・証券取引法(新版)六、三六頁(青林書院、一九八九)。
- (3) 昭和五七年一月五日証券取引審議会「時価発行公募増資の諸問題とその改善策」、上村達男・投資家保護概念の再検討―自己責任原則の成立根拠―・専修法学論集四二卷一、二頁(一九八五・一〇)。
- (4) 「自己責任原則」という言葉を取り上げ説明するものとしては、近藤光男「吉原和志」黒沼悦郎・証券取引法入門五〇六、二二九頁(商事法務研究会、一九九五)、証券法制研究会編・逐条解説証券取引法四〇七頁(商事法務研究会、一九九五)、河本一郎「大武泰南・証券取引法読本(第三版)五頁(有斐閣、一九九八)、神崎・前掲注(2)六、三六頁、神田秀樹監修」(野村証券株式会社法務部「川村和夫」編・注解証券取引法四〇五頁(有斐閣、一九九七)。
- (5) 近藤「吉原」黒沼・前掲注(4)七〇〇七頁、河本「大武・前掲注(4)五頁、神崎・前掲注(2)六、三六頁、上村・前掲注(3)八頁。
- (6) 本稿第三章第三節を参照。
- (7) 森田章・新株引受権証券と投資者保護・同志社法学四五卷一・二号一六九頁(一九九三)。
- (8) 日本証券業協会・公正慣習規則九号「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」第三条。その内容は、「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せるものとする」である。

- (9) 蠟山昌一・資産管理サービス業としての証券投資信託・フィナンシャル・レビュー三六号六一、六四頁（一九九五・一一）（各種の金融機関は業態の差を超えて共通に、個人のアセット・マネジメントの代理人として大きな役割を付託されている）。
- (10) 金銭信託における有価証券運用の程度は、業務分野調整という行政指導によって、九五年当時信託財産の四割まで（株式は二割りまで）というルールが採用されていた（神田秀樹・証券投資信託の法的側面・フィナンシャル・レビュー三六号一四七、一五九頁（一九九五・一一））。
- (11) 田中実〓山田昭・信託法一四〇〜一四二頁（一九八九年、学陽書房）（この告示は信託業から銀行業を保護するためになされた政策的なものであり、一九八二年に廃止された）。
- (12) 岡田豊基・保険からみた変額保険・保険学雑誌五五七号三七頁、四二〜四八頁（一九九七・六）。
- (13) 岩村充・市場機能の活用と投信の未来・フィナンシャル・レビュー三六号八三、八四頁（一九九五・一一）（この戦時体制中の投信は、特定金銭信託の一類型として構成された。証券会社による利益参加および損失補填条項が存在するとともに、組み入れ株式の売却に制限が加えられていた）。
- (14) 田辺昇・投資信託制度の本質・フィナンシャル・レビュー三六号六、一六〜一七頁（一九九五・一一）。第二次大戦前には形成されつつあった富裕な階層はその資産の運用を信託で行うこともあったが、第二次大戦終了後の財産税により、富裕層は解体し、それに伴い、他者に資産の運用を委ねることがなくなつたほか、株式で資金運用を行うことのできる者も減少した。
- (15) 蠟山・前掲注(9)七三頁。
- (16) 岩村・前掲注(13)八五頁。

(17) 投資信託においては、個別承認制を採用していたため(平成一〇年改正前投資信託法一三条)、投資での新たな金融手段の導入が遅れがちであった。これも、投資信託の運用成績の低さにつながっているのかも知れない。

(18) 平成一〇年証券投資信託法改正により、会社型投資信託が利用できるようになったが、従来からの投資信託制度はそのままである。信託法における忠実義務とは、本来受託者の委託者に対する義務である。

(19) わが国における投資信託の運用成績は、一九九〇年以降多少改善されたものの、一貫して、証券市場のそれに及ばない(岩村・前掲注(13)九五〜九六頁。また、家計の金融資産収益率と金融機関の金融資産収益率を比較すると、後者の方が際立って大きい。このことから、日本の金融機関は必ずしも家計部門の忠実な代理人ではなかったといわれる(蠟山・前掲注(9)六八頁)。

(20) 委託会社の関連証券会社からの独立性については、田辺・前掲注(14)一六頁。

(21) 蠟山・前掲注(9)七八頁。

(22) 龍田・証券の一任勘定取引・法学論叢(京都)一三八巻一・二・三号・一頁(一九九五)。

第五節 まとめ

損失補てん等が市場の価格形成機能を歪めるのは、それが自己責任原則に基づかない投資判断を誘発し、その投資判断が「安易な投資判断」であるからといわれる。しかし、「安易な投資判断」は市場の価格形成機能を歪めることはないから、損失補てん等が証券市場の価格形成機能を歪めるといふこともない。また、自己責任原則に基づかない投資判断は必ずしも「安易な投資判断」ではなく、自己責任原則の強調は金融サービスの発展が進む現状と

矛盾が生じる。したがって、損失補てん等が市場の価格形成を歪めることを理由として、これらの行為を禁止するのは適切とはいえない。