

旧商法下における証券市場法制の現代的意義に関する基礎研究

メタデータ	言語: ja 出版者: 静岡大学 公開日: 2014-02-04 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 西川, 義晃 メールアドレス: 所属:
URL	<a href="http://hdl.handle.net/10297/7506">http://hdl.handle.net/10297/7506</a>

## 科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成25年6月7日現在

機関番号：13801

研究種目：若手研究（B）

研究期間：2009～2012

課題番号：21730077

研究課題名（和文）旧商法下における証券市場法制の現代的意義に関する基礎研究

研究課題名（英文）A Fundamental Study of Japanese Securities Market Regulations in the Prewar Period (1868-1945)

研究代表者

西川 義晃（NISHIKAWA YOSHIAKI）

静岡大学・人文社会科学部・准教授

研究者番号：00366923

研究成果の概要（和文）：本研究では、戦前の取引所関係法令の下で重視されていた資本市場の機能について研究し、これを前提に、取引所法が規制した風説の流布・偽計取引、会社法上論じられていたインサイダー取引について研究した。また、戦前の業者規制に係る法令のほか、取引所が株式会社形態をとることの是非、さらにこれらとの関係で取引所法の下での「総合的な取引所」規制を研究し、いずれの研究についても一定の知見を得ることができた。

研究成果の概要（英文）：This study project has included four main themes. Firstly, I studied about market function in in the prewar period(1868-1945). Secondly, I studied about the articles that had prohibited the spreading of rumor, use fraudulent means, and insider trading in the period. Thirdly, I studied about securities firms regulations in the period. Fourthly, I studied about stock company-type financial instruments exchange and “Integrate Exchange” in the period.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2009年度	500,000	150,000	650,000
2010年度	500,000	150,000	650,000
2011年度	500,000	150,000	650,000
2012年度	500,000	150,000	650,000
年度			
総計	2,000,000	600,000	2,600,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：法学・民事法学

キーワード：①資本市場、②証券取引法、③金融商品取引法、④金融法、⑤株式会社法、⑥戦前会社法、⑦取引所法

### 1. 研究開始当初の背景

平成18年に証券取引法（以下「証取法」とする）は金融商品取引法（以下「金商法」とする）に改組され、今後、同法の下で資本市場規制が実施されていくこととなった。

従来の証取法理論は証取法を商法の特別

法とし、証券の取引法と位置付け、取引上弱者である投資家を保護する法と見る傾向が強くなり、必ずしも資本市場の機能を十分に強調していなかったように思われる。これに対して、金商法はその第1条において「資本市場の機能の十全な発揮」・「金融商品等の公正な

価格形成」を謳い、資本市場機能の確保を重視し、その中で投資家の保護も図っていくとするいわゆる「市場法」としての性格をも有することを明らかにしたとされている。

このように資本市場規制の目的が変化しつつあることに伴い、金商法が定める各規定・制度についてもその制度趣旨を改めて検討する必要があるように思われる。

この点、明治 23 年商法制定以来、昭和 25 年商法改正前（以下、「旧商法下」とする）においては、まず、株式会社は理念的に大規模で公開性の株式会社を意味しており、例えば、取締役の開示責任の事例に関して、商法の開示規制は現代的には金商法の情報開示に相当する機能を果たしていたことなど、商法（特に会社に関する規制）と資本市場には密接な関係が存在していた。旧商法下においては、主に明治 26 年制定の取引所法が株式取引所を規制していたところ、同法は株式の取引方法や取引所の組織を中心に定めており、情報開示・会計・監査を規定しておらず、これらは会社法に委ねられていたと思われるのである。また、旧商法下における取引所法研究者は一律に取引所の証券市場としての機能や国民経済的意義を強調し、特に価格形成機能を重視していた。金商法が市場の機能を重視している点に着目すると、戦後の証券取法理論よりも、むしろ旧商法下の会社法理論や取引所法理論との間に共通性が見られるように思われ、旧商法下と現代の理論面の比較考察には一定の意義があるように思われるのである。

そこで、まずは旧商法下における証券取引・取引所の実態、取引所類似施設の実態、そこでの価格形成の実態等を明らかにし、取引所法の下での証券市場が現在の資本市場と同視できるのか、そもそも「市場」と呼べるほど成熟したものであったのかといった点を検証すべきである。次に、これらの点も踏まえ、旧商法下の取引所法制を現代的に評価する際の視点を獲得し、さらに、現代的にも重要課題となっている不公正取引ないし市場阻害行為の規制、旧商法下における株式会社取引所に対する法規制について検証すべきであると考えたものである。

以上の問題意識が本研究の当初の背景である。

その後、本研究期間中、金商法平成 24 年改正は総合的な取引所に向けた法改正を行った。旧商法下における取引所法はまさに総合的な取引所であったことから、業者規制および取引所の組織規制に関して、どのように総合的な取引所を実現していたかについても留意することとした。

## 2. 研究の目的

(1) 研究の最終目的は、旧商法下の判例・学説を参考に、資本市場の存在を前提とした株式会社法理論および公正な価格形成を可能とする資本市場法理論を確立することにある。

このうち本研究では後者に重点を置き、「旧商法下における証券市場法制の現代的意義に関する基礎研究」に焦点を当てることを目的とし、旧商法下における証券取引の実態研究および証券取引規制の評価軸、旧商法下における市場阻害行為ないし不公正取引規制、旧商法下における証券業者規制、旧商法下における株式会社取引所に対する法規制の研究を行うことを目的とした。

(2) 旧商法下の取引所は投機的な市場であったという評価が一般的である。その理由として、現物取引よりも先物取引が中心であったことが挙げられている。また、数少ない上場銘柄で活発に取引するには投機的にならざるを得なかったと分析する見解もみられる。一方、取引所の場外に取引所類似施設が多数存在し、そこでも投機的な取引が行われていたとされている。そこで、法的な検討を行う前提として、旧商法下の取引所の実態を確認し、現代の金融商品取引所との相違を明らかにすることを目指した。

そうした実態を踏まえつつ、旧商法下の理論状況を調査・検討するうえで、そこでの議論を現代的にどのように評価すべきか、旧商法下の取引所法理論と現代の金商法理論をどのように接続すべきかについて、特に法規制の目的論に着目して検討を進めることとし、そうした比較可能性を探ることを第 1 の目的とした。

第 2 に、旧商法下の取引所法理論と現代の金商法理論の比較可能性に関する検討を前提に、旧商法下の不公正取引規制ないし市場阻害行為規制を検討することとした。風説の流布・偽計取引に係る規定は戦前の取引所法に由来する規定であり、旧商法下における学説や、適用事例を調査・検討することで、同規定の立法趣旨を再確認することとしたものである。特に現代において偽計取引の適用対象が拡大されつつあることから、旧商法下の適用事例がどのようなものであったのかについて留意しつつ研究を進めることとした。

第 3 に、旧商法下においては、業者規制に係る法令として、有価証券割賦販売業法、有価証券業取締法、有価証券引受業法などの業法が存在し、取引所内外における証券取引の規制を担っていた。そこで、それらの業法の立法目的、相互関係を明らかにするとともに、解釈上の争点や裁判例の分析を行うことを目的とした。

第 4 に旧商法下の取引所は株式会社組織であったことから、株式会社取引所がどのよう

な規制に服していたかを研究の目的とした。

### 3. 研究の方法

本研究は、旧商法下における取引所法制を研究するものであることから、旧商法下における取引所法制にかかわる立法資料・各種議事録の収集・調査、判例・論説の収集を行い、そこでの議論を整理・検討する方向で研究を進めた。

また、旧商法下においては法律学者のみではなく、商学者・経済学者が取引所を広く論じていたことから、取引所法に加えて、いわゆる取引所論の文献の収集も進めた。

文献の整理・収集を進めるうち、旧商法下の取引所をめぐる議論には、外国法の強い影響のあることが明らかになったことから、外国法の継受や、その後の日本法に対する外国法の影響にも留意し、特に、アメリカ法、ドイツ法の文献収集に努めた。

研究を効率的に進めるため、東京で開催される研究会に定期的に参加し、研究報告をし、商法および証券法を専門とする研究者や実務家と議論を行った。その際、関東の大学図書館、国立国会図書館等に赴き資料収集を行った。

その後、本研究期間中、金商法平成 24 年改正が総合的な取引所に向けた法改正を行った。旧商法下における取引所法はまさに総合的な取引所であったことにかんがみ、平成 24 年金商法改正の背景を研究するとともに、旧商法下の取引所規制が、どのように総合的な取引所を実現していたかについても考察することとし、それら資料の収集・分析も進めた。なお、この成果についても平成 24 年金商法改正の内容と併せて、研究会において報告した。

### 4. 研究成果

前掲の「2. 研究の目的」で述べたように、大きく 4 つの目的で研究を開始した。本研究の研究成果は以下のとおりである。

第一に、戦前の取引所および取引所類似施設の実態を踏まえつつ、旧商法下の取引所法理論と現在の資本市場法理論をどのように接続すべきかに関する研究である。

このうち取引所取引については、現代と同様の競争売買、すなわち多数の注文のうち、最高買値、最低売値を優先して取引を成立させるという売買形式のほか、一人の注文と多数人の注文の付け合せをする糶糶売買、相対売買の 3 種類によって価格形成がなされていた。ここでの取引は投機性を帯びたものであったようである。店頭市場も形成されており、少額の注文に適しているとされ、投機性が低いとされていた。投機性の低さから、必ずし

も流動性が高いものではなかったとされる。

一方、取引所外における取引所類似施設は旧商法下において、一貫して違法とされていた。しかし、実際には、東京実物代行株式会社、坂本市場、株式交換所と称する組織など、全国に 1000 箇所にも及ぶ取引所類似施設が存在したとされる。それらの施設では、上場されていない株式や上場廃止となった株式などを対象に、現物取引、先物取引が行われていた。施設によっては相場操縦が頻繁に行われていたともされる。

このように多数の取引所類似施設が存在した理由は、商取引を円滑に進め価格の変動による損失をヘッジするうえで先物取引の形式による投機市場を形成せざるを得なかったことによるとされていた。そのため学説には、場外市場の実質のいかに問わず、一律に禁止し違法とすることは立法として不当であると主張するものもあった。市場の機能が実際に発揮されていたことが背景にあったとみることもできよう。

そうした実態の下、戦前のわが国において、株式取引所を規制していた各種取引所法制はどのような法目的を有していたのかについて、すなわち、取引所の外に取引所類似施設が多数存在してはいたものの、取引所関連法令自体は理論的にどのように捉えられていたのかについて研究した。

その結果、現在、金融商品取引法は「公正な価格形成」をその目的規定に謳っているが(1条)、戦前の取引所法制の下でも上場物件の価格形成を重視した議論が展開され、かつ、そのような法制が採用されていたことが明らかとなった。

まず明治 20 年制定の取引所条例はその目的を、「取引所ハ商業上ノ取引ヲ便利ニシ市価ヲ平準ニシ商業上公正直実ノ風ヲ養成シ商業上ノ慣習ヲ統一維持シ須要ノ報道ヲ伝播…スルヲ以テ目的トシ…特許ヲ以テ設立スルモノトス」と定めており(1条)、これは市場の機能を強調した規定であった。同条例の草案はロエスレルが主にアメリカ法の影響を受けつつこれを作成したものと考えられ、これを元に当時の日本人研究者、立法担当官らが日本の事情を加味して立法したものであった。

明治 26 年に制定された取引所法の下では目的規定は設けられなかったものの、同法の下での学説は取引所の経済的機能を非常に重視しており、学説には取引所法を商法の特別法と位置づける主張のほか、取引所の機能を重視して私法ではなく公法・行政法と位置づける主張もみられた。

その後、昭和 18 年制定の日本証券取引所法はその第 1 条に目的規定を設け、「公正ナル価格ノ形成」を目的の一つとして定めた。戦前の取引所は投機性の高いものであった

ことから、なおさら市場の公正さが重視されたと思われるが、「公正ナル価格」とは具体的な金額ではなく、自由な投資による需給に統合によって形成される価格であると主張されており、取引所に関する諸制度には「公正ナル価格ノ形成」に資するべきという観点から論じられるものがあつた。

現在、わが国の資本市場は主に金融商品取引法の規律に服しているところ、同法は資本市場の機能の十全な発揮による公正な価格形成を謳っているように、市場の機能を重視している。戦前における議論、特に日本証券取引所法は戦時統制の一環という性格を帯びていたものの、そこでは公正な価格形成が強調され、価格形成を重視した立法および解釈が展開されていた。戦前においては市場の機能を重視する傾向があつたといえ、現行法に大きな示唆があるように思われる。すなわち、市場における価格形成の重視は戦前の取引所法制と現在の資本市場法制における判例・学説を比較・分析する上で重要な視点となるように思われるのである。

第二に、戦前の取引所法の下での、不公正取引に関する研究である。まず、風説の流布、偽計取引に関する規定は大正3年改正取引所法が設けた。すなわち、「取引所ニ於ケル相場ノ変動ヲ図ル目的ヲ以テ虚偽ノ風説ヲ流布シ偽計ヲ用ヒ又ハ暴行若ハ脅迫ヲ為シタル者ハ二年以下ノ懲役又ハ五千円以下ノ罰金ニ処ス」と規定された(32条ノ4)。この規定の保護法益は、学説によると、公定相場の真正、すなわち、価格に対する人為的な影響を防ぎ、真の受給による価格形成を保護することにあるとされた。ここでは取引所での価格形成を重視した構成がなされており、不公正取引が現代的にはいわば市場阻害行為として位置づけられているといえる。本規定に関する文献では、manipulation や washed sales などの用語が見受けられるなど、アメリカ法の影響が明治時代から既に大きかったことが明らかとなった。

そのような偽計取引規制の適用事例には、市場間相場操縦に係る例があり、当時より、不公正取引ないし市場阻害行為の一般規定としての意義を有していたと思われる。

一方、戦前においてはインサイダー取引に関する立法提言が複数回なされていた。これは必ずしも外国法を参照してなされたものではなく、わが国における企業不祥事を受けた日本独自の主張であつたと思われることが確認された。問題とされたのは、例えば、取締役が違法配当により株価をつり上げ、その事実が明らかになる前に所有株式を売り抜け、その後情報開示の修正を行うという計画性のある一連の行為であつた。これに対し、明治44年改正直前の時期に「取締役、監査役及び使用人はその会社の株式を取引

所で取引してはならない」旨の立法提案がなされ、罰則は千円以下の過料または一年以下の懲役とされたほか、昭和13年商法改正の際にも会社役員による自社株式の売買を禁止する旨の立法の必要性が主張されていた。ここでは、インサイダー取引が会社法の問題として、会社役員による自社株の売買禁止という形で論じられているところ、これらの行為は、会社の内情に精通し一般株主の知らない秘密を悪用した取引であると非難されていた。問題視されたのは情報格差を利用する点であり、こうした旧商法下における理論状況も現代的に高い意義を有するようと思われる。

第三に、旧商法下に業者を規制していた複数の法令について研究した。まず有価証券割賦販売法は第1次世界大戦前後の好景気の際に一般公衆が有価証券取引をするようになったことを契機として、当時は高額であつた国債、株式、社債等について、払込を複数回に分けて行う場合に業者を規制するものであつた。有価証券業取締法は取引所外取引を行う場合の業者規制であり、一般公衆の保護を図ることを目的としていた。有価証券引受業法ではその規制対象から株式が除外され、債券の引受業を規律するものであつた。いずれも証取法に承継される形で廃止された。

旧商法下の取引所法は証券と商品を同時に規制していたところ、そこでの業者規制についても研究した。この点、取引所法の下においては、取引員(業者)は免許制で、その資格は株式会社に限られず、また、証券と米とで別個に免許が与えられ、取引員は両免許を得ていわば総合的に上場物件を取扱うことができた。なお、米は米穀取引所において取引されたが、その安定的供給が重視され、大正10年制定の米穀法以降、政府が需給調整をしたため取引が衰退し、米穀取引所は廃止に至つた。米は国家の政策の影響を受けやすいように思われる。

第四に、戦前の取引所の組織について研究した。まず、旧商法下においては株式会社と会員制のいずれが望ましいかという議論が長らく続いており、ここでは株式会社の営利性が取引所にふさわしいか否かという問題意識が中心であつたことを確認した。もっとも戦前においては先物取引が中心であり、取引所の役割も現在とは異なることに留意が必要である。

また、旧商法下の取引所法は証券と商品を同時に規制する、いわゆる総合的な取引所であつたところ、戦前ではどのように株式会社取引所が規制されていたのかについても研究した。金商法平成24年改正には、総合的な取引所に向けた改正が含まれ、取引所法の規制内容が現代に示唆を有するよう思われたためである。旧商法下には株式取引所と

米穀取引所が合併した例があり、手続は合併契約書を作成するなど会社法の規定に従っていた。金商法の下でも合併により総合的な取引所となることが想定されており、旧商法下の取引所間の合併に係る実務は現代的に意義を有するようと思われる。

今後は本研究成果をさらに深めるとともに、公正な価格形成を重視する傾向が他の個別規定・個別制度の解釈にどのような影響を与えていたかについて整理していくことが、課題であり将来の展開に向けた道筋であると考えます。

## 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計 3 件)

①西川義晃「取締役の対第三者責任における『第三者』の意義-戦前会社法からの示唆-」『比較企業法の現在-その理論と課題(石山卓磨先生・上村達男先生還暦記念論文集)』95-114 頁 (成文堂、2011 年)、査読無

②西川義晃「従業員によるインサイダー取引と取締役のリスク管理体制構築義務 (日経株主代表訴訟)」7 号 135-138 頁 (2010 年)、査読無

③西川義晃「インターネット関連企業の経営者が、共犯者と共謀の上、(1)株式交換に関し虚偽の事実を公表し、(2)内容虚偽の有価証券報告書を提出したとして、証券取引法違反の罪に問われた事案の控訴審において、控訴理由はいずれも失当または理由がないなどとして、被告人の控訴を棄却した事例 (ライブドア事件控訴審判決)」速報判例解説 5 号 115-118 頁 (2009 年)、査読無

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

西川 義晃 (NISHIKAWA YOSHIKI)  
静岡大学・人文社会科学部・准教授  
研究者番号：00366923

### (2) 研究分担者

該当者なし

### (3) 連携研究者

該当者なし