

金融商品取引事件の基礎

—金サ法・金商法の改正を踏まえて—(後編)



2024年12月3日(火)



Sakurai Takeo
桜井 健夫 (32期)
当会会員

【略歴】

1980年～現在 弁護士
2012年～2024年 東京経済大学教授
(金融法、消費者法)

CONTENTS

第4 金融商品取引法

- 1 概要と対象範囲
- 2 企業内容開示制度
- 3 業規制
- 4 行為規制
- 5 有価証券取引規制

第5 投資被害救済の法理論

- 1 2つの道
- 2 契約の拘束からの解放
- 3 損害賠償請求

第6 投資被害救済の実務

〈前号掲載〉

第1 金融商品と投資

- 1 金融と金融商品取引
- 2 投資に対する考え方
- 3 投資の基礎と投資被害

第2 金融商品関連法の概要

- 1 金融取引の概要
- 2 金融法の全体構造

第3 金融サービス提供・**利用環境整備法(金サ法)**

- 1 金サ法の全体像
- 2 誠実義務
- 3 民事責任
- 4 金融サービス仲介業
- 5 利用環境整備

第4

金融商品取引法

1 概要と対象範囲**1 改正経緯**

金融商品取引法(金商法)の改正の概要は **図13** のとおりです。

2023年の法改正のうち2024年11月に施行されたものとしてソーシャルレンディング(貸付事業等権利)に関する規定の整備とトークン化される不動産特定共同事業契約への対応が挙げられます **図14**。ソーシャルレンディングとは、インターネットを用いてファンド形態で出資を募り、投資家からの出資を企業等に貸し付ける仕組みです(金商法29条の2第1項10号)。

ソーシャルレンディング等の運用行為を行う第二種金融商品取引業者について、運用報告書の交付が担保されていないファンドの募集をすることが禁止されています(金商法40条の3の3、3の4)。これは、お金を集めてそれを融資に回したなどという、自分の関連会社にお金を貸したことにして、最終的にはそこから回収できないことになり、投資者が大きな損害を被るといった問題が発生したことに由来します。

不動産特定共同事業とは、出資を募って不動産を売買・賃貸等し、収益を分配する仕組みです(不動産特定共同事業法2条4項)。不動産特定共同事業については、基本的には金商法の対象から除外されており(金商法2条2項5号)、不動産特定共同事業法で金商法を準用する建付けになっています(不動産特定共同事業法21条の2)。しかし、

その中で、不動産特定共同事業に基づく権利を分散台帳技術(ブロックチェーン)を活用してトークン化したものは、有価証券の性質を有するものです。この不動産特定共同事業契約に基づく権利のトークンについては規定が未整備な状況であることから、金商法の販売勧誘規制等が直接適用されることになりました(金商法2条2項5号ハ)。

金商法の対象となる取引の概要については 図6 (『NIBEN Frontier』2025年5月号7頁掲載)を参照してください。

図13

1 概要と対象範囲 (1)改正経緯

- 証券取引法 1948年4月成立 (2007年に金融商品取引法に改称)
 金融商品取引法 2007年9月30日施行 (この後、毎年のように改正)
- ・最近の改正① 2023年11月
- 2024年4月1日 施行 四半期開示の廃止
 - 2024年11月1日 施行 ソーシャルレンディング(貸付事業権利)の情報開示規制(40条の3の3、3の4)
 不動産特定共同事業契約に基づく権利のトークンを規制対象に(2条2項5号)
 - 2025年4月1日 施行 情報提供義務、リスク等以外の説明義務
- ・最近の改正② 2024年5月
- 1年以内施行 私設市場の規制緩和
 株券等の公開買付規制に関する規定の見直し
 株券等の大量保有報告制度に関する規定の見直し
 投資運用関係業務受託業に係る制度の導入
 投資運用業に関する規定の整備
- ・共通改正 2025年6月1日施行 金商法違反の懲役刑 ⇒ 拘禁刑に

図14

2023年改正のうち2024年11月施行部分 (金融庁資料抜粋)

その他の顧客等の利便向上・保護に係る施策

ソーシャルレンディング等に関する規定の整備

ソーシャルレンディング

インターネットを用いてファンド形態で出資を募り、投資家からの出資を企業等に貸し付ける仕組み



現在は、運用報告書を交付する法令上のルールなし
 (注)ファンド業者が有価証券に投資する場合は、法令上のルールが存在

課題

- ソーシャルレンディング等の運用行為を行う第二種金融商品取引業者が運営するファンドを巡って、投資家への情報提供等に関する問題が認められる事案が発生

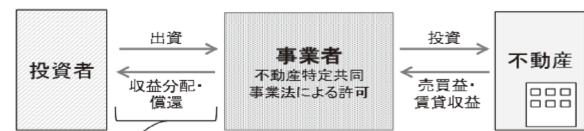
対応

- ソーシャルレンディング等の運用を行うファンドを販売する第二種金融商品取引業者に対して、運用報告書の交付が担保されていないファンドの募集等を禁止

トークン化される不動産特定共同事業契約への対応

不動産特定共同事業

出資を募って不動産を売買・賃貸等し、収益を分配する仕組み



不動産特定共同事業法による監督等が行われており、金融商品取引法の規制は不適用

課題

- 不動産特定共同事業契約に基づく権利を分散台帳技術(ブロックチェーン)を活用してトークン化し、流通させようとする動き
- 他の有価証券の性質を有するトークンは、金融商品取引法の対象とする規定が整備されているが、不動産特定共同事業契約に基づくトークンは規定が未整備

対応

- 不動産特定共同事業契約に基づく権利のトークンについて、金融商品取引法の販売勧誘規制等を適用

2 法の概要と共同規制の形

図15 は共同規制の形を示しています。

まず①規制対象者として、上場会社などを規制するものが開示規制であり、証券会社、投資運用業者、投資助言業者、金融商品仲介業者などの業者を規制するものが業規制と行為規制です。さらに、全ての投資参加者を規制する取引規制があります。インサイダー取引禁止とかそういったものですね。対象に応じて、大きくこの3つの規制が行われています。

①の対象者による②の行為に対して③④の規制があり、その違反に対し⑤⑥の行政制裁、⑦の刑事罰⑧の損害賠償責任があつて、さらにイには⑨自主規制があつてその違反に対する制裁があります。このように、監督官庁、刑事司法機関の他、民間の自主規制機関も共同して規制する形となっています。

(1) 開示規制

まず、上場会社などを対象とした開示規制に関してです。その規制対象行為は有価証券の募集・売出しや、上場した後の上場維持、あるいは大勢の株主を抱えている状態を維持するという場合で

す。

入口規制として、有価証券届出書を提出しなければならないと募集や売出しができないとされています。また、これは「入口」ではないですが、上場会社等は、毎年、有価証券報告書を提出する義務があります。

さらに募集や売出しをする場合、取得させようとする者に対しては、目論見書を交付しなければならないという規制を設けています。目論見書交付義務に違反して損をさせたら損害賠償責任があるという規定もあります。

入口規制や行為規制に関する書類に虚偽記載があれば課徴金の制裁のほかに、拘禁や罰金といった刑事罰もあります。そして、金商法上の損害賠償義務も発生します。さらに、民法上の不法行為として損害賠償義務が発生するという理屈も成り立ちます。

上場企業などの開示規制においては、このように、行政規制、刑事規制、民事規制といったいろいろな形の規制が共同して規制することになっています。

(2) 業者規制(業規制・行為規制)

規制対象者は証券会社などの業者であり、規制

図15 1 概要と対象範囲 (2) 共同規制の形

規制の分類	ア 開示規制	イ 業者規制(業規制・行為規制)	ウ 取引規制
①規制対象者	上場会社など (証券会社等も)	証券会社、投資運用業者、投資助言業者、 金融商品仲介業者等	全ての投資参加者
②規制対象行為	募集・売出し 上場維持	販売 運用、助言、仲介	相場操縦 インサイダー取引等
③入口規制	有価証券届出書提出 有価証券報告書提出(維持規制)	登録義務	なし
④行為規制	目論見書交付	広告規制、販売勧誘規制 その他の規制	相場操縦禁止 インサイダー取引禁止
⑤行政規制1 (監督処分)		④の違反 ⇒業務改善命令、業務停止命令、登録取消	
⑥行政規制2 (課徴金)	③④の虚偽記載 ⇒課徴金		相場操縦 インサイダー取引 ⇒課徴金
⑦刑事規制 (罰金・拘禁)	③④の虚偽記載 ⇒拘禁、罰金	③の違反(無登録営業) ⇒拘禁、罰金 ④のうち虚偽告知 ⇒拘禁、罰金	相場操縦 インサイダー取引 ⇒拘禁、罰金
⑧民事規制 (損害賠償)	③④の虚偽記載 ⇒損害賠償 ⇒不法行為 ⇒損害賠償	金サ法4条~6条 ⇒損害賠償 ④の違反等 ⇒不法行為 ⇒損害賠償	相場操縦 ※インサイダー取引 ⇒不法行為?因果関係
⑨自主規制		日本証券業協会規則、投資信託協会規則、 東京証券取引所規則等	

対象行為は販売、運用、助言、仲介です。入口規制は登録義務ですが、これは登録をしないと規制対象行為をしてはいけないとして、入口を狭めているわけです。行為規制としては、広告においてリスクは大きな文字で書かなければならないといった広告規制や販売勧誘の規制などがあります。

これらの行為規制に違反すると業務改善命令、業務停止命令、登録取消しという行政処分がされます。それから刑事的には、まず入口規制の登録義務に違反すると、無登録営業による拘禁、罰金という刑罰があります。また、広告や販売勧誘の際の虚偽告知に対する刑罰があります。

民事規制については、金融サービス提供・利用環境整備法（金サ法）の4条から6条に説明義務違反、断定的判断提供等に対する損害賠償責任が規定されています。それから、行為規制違反が不法行為に当たり損害賠償責任を負うという形で、民事上の規制もなされています。

さらに、自主規制として、日本証券業協会規則、投資信託協会規則、東京証券取引所規則等、それぞれが会員となっている組織の規則があり、その規則を守らないと、制裁金を科されたりします。

(3) 取引規制

これは、全ての取引参加者に対する規制で、規制対象行為は、相場操縦行為やインサイダー取引等です。入口規制はありませんが、行為規制として相場操縦禁止、インサイダー取引禁止などがあります。

行政規制としては、相場操縦、インサイダー取引について課徴金の制裁があります。それから、相場操縦やインサイダー取引に対する刑罰もあります。課徴金は処罰ではないから同時に刑罰を科しても二重処罰の禁止には当たらないという解釈が定説となっています。ただし、実際は証券取引等監視委員会の方で調べて、その上で金融庁、あるいは司法部門が動くわけです。証券取引等監視委員会が1つの相場操縦行為について、課徴金が相当と判断すれば金融庁に対して「課徴金を課す

べきだ」と言い、刑事罰が相当だと思えば検察庁に告発をするということで、証券取引等監視委員会が罪状の悪さに応じて使い分けているというのが今の実情です。それから、相場操縦については損害賠償責任が金商法に規定されています。

インサイダー取引については、それが不法行為となり損害賠償責任が発生することもあります。が、なかなか因果関係の立証ができません。「あなたがインサイダー取引をしたから、その後、その会社の株を買った私がこんな損害を被った。」などと言っても、なかなか因果関係は証明できないということで、今までに不法行為を理由に損害賠償を命じた判決はありません。ただし、因果関係の立証が無理だということで「〇〇に寄付する」という和解をした裁判はあります。米国のように立法的な手当てをして因果関係の壁を乗り越える道もあります。

(4) 金商法の対象範囲

金商法は、有価証券を1項有価証券と2項有価証券に分けています（同法2条1項、2項）。

不動産特定共同事業契約に基づく権利のうちのトークン化したものが、2項有価証券である集団投資スキーム持分に追加されました。ただし、電子記録移転権利の要件も満たすものであれば、1項有価証券にもなるということです。

デリバティブ取引については、原資産が法令で決められています。金商法では金融商品と金融指標を原資産とすると規定しており（同法2条21項）、さらに政令では非常に細かく規定されています。

2

企業内容開示制度

開示は発行開示と継続開示があり、有価証券届出書と有価証券報告書がそれぞれ求められています。

す。開示方法はEDINET (Electronic Disclosure for Investors' NETwork) に提出するというものです。EDINETは政府が運営しており、誰でもそのサイトで様々な会社の有価証券報告書を見ることができます。

3 業規制

業規制の全体像は 図16 でご確認ください。

4 行為規制

1 行為規制の概要

金商法は、金融商品取引業一般に共通する行為規制として、標識の掲示 (同法36条の2)、名義貸しの禁止 (同法36条の3)、社債の管理の禁止 (同

法36条の4) を規定しています。

また、金融商品取引業のうち、販売・勧誘に関する共通規則として、広告等の規制 (同法37条)、取引態様の事前明示義務 (同法37条の2)、契約締結前の情報提供義務 (同法37条の3第1項)、説明義務 (同法37条の3第2項)、断定的判断提供・確実性誤解告知の禁止 (同法38条2号)、不招請の勧誘禁止 (同法38条8号)、適合性の原則 (同法40条1項) などがあります。

2 広告規制

規制対象は広告とこれに類するものです。

表示しなければならない事項及び表示方法は、図17のとおりです。

広告等に、利益の見込み等について著しく事実に相違する表示や著しく誤認させる表示を禁止しており、これに違反すると刑事罰が科されることになっています (金商法37条2項、同法205条11号)。

3 勧誘禁止

金商法は、デリバティブ取引の一部について、勧誘の要請をしていない顧客に対し、訪問し、又

は電話をかけて、勧誘をする行為 (不招請の勧誘、同法38条4号)、勧誘に先立って顧客に対し、その勧誘を受ける意思の有無を確認することをしないで勧誘をする行為 (勧誘受諾意思不確認勧誘、同法38条5号) 及び、勧誘を受けた顧客が契約を締結しない旨の意思や勧誘を引き続き受けることを希望しない旨の意思を表示したにもかかわらず、当該勧誘を継続する行為 (再勧誘、同法38条6号) を禁止しています。

図16

業規制の全体像

業規制の考え方

営業の自由は職業選択の自由 (憲法22条1項) に含まれ、公共の福祉に反しない限り基本的人権として保障。投資取引営業が公共の福祉に反せず行われることを担保するため、金商法で顧客保護、市場の公正確保に必要なルールを定める。業者については、参入要件、行為ルールを規定し、国家に登録させて行為ルール順守を監視・監督する仕組み。区分は下図。

- 金融商品取引業 (2条8項)
 - 第一種金融商品取引業 (28条1項, 29条 (登録義務), 30条 (認可), 35条)
(有価証券等管理業務も含む)
※第一種少額電子募集取扱業
 - 第二種金融商品取引業 (28条2項, 29条 (登録義務), 35条の2)
※第二種少額電子募集取扱業
 - 投資助言・代理業 (28条3項, 29条 (登録義務))
 - 投資運用業 (28条4項, 29条 (登録義務))
- 金融商品仲介業 (2条11項, 66条 (登録義務))
- 登録金融機関業務 (33条、33条の2 (登録義務))
- 信用格付業 (2条35項、66条の27 (登録可)) ※義務でない。無登録⇒38条3項。
- 金融サービス仲介業 (金融サービス提供法11条1項) (登録義務)

図 17

広告規制

規制対象

広告とこれに類するもの(郵便、ファックス、メール、ビラ・パンフレット配布(金商業等府令72条)。広告等。

表示しなければならない事項は、金融商品取引業者の商号等、登録番号、政令事項である。政令事項としては、①手数料、報酬、費用、その他顧客が支払う対価(有価証券の価格や保証金等の額を除く)の種類ごとの金額若しくはその上限又は計算方法の概要及び当該金額の合計額若しくはその上限又は計算方法、②預託する証拠金・保証金等の額又は計算方法、③デリバティブ取引・信用取引の取引額が証拠金・保証金等の額を上回る可能性があるときはその旨と倍率、④指標の変動により元本欠損のおそれがあるときはその旨とその指標、理由、⑤指標の変動により保証金等の額を上回る損失(元本超過損)のおそれがあるときはその旨とその原因、理由、⑥店頭デリバティブ取引における売値と買値の差額(スプレッド)の存在、⑦顧客の判断に影響を及ぼす重要な事項(顧客に不利益な事実、金融商品取引業協会に加入している場合はその名称)(施行令16条、金商業等府令74条~76条)。

表示方法

明瞭かつ正確に(金商業等府令73条1項)。元本欠損のおそれとその原因、保証金等の額を上回る損失のおそれとその原因については大きな文字で表示(金商業等府令73条2項「最も大きな文字と著しく異ならない大きさ」)。表示すべき事項につき表示しないか虚偽の表示をした場合、監督上の処分対象。犯罪にも(金商法205条10号、6月以下の懲役等)。広告等に、利益の見込み・府令事項(解除、損失負担・利益保証、侵害賠償額の予定、金融商品市場、業者の實力・信用、業者の実績、手数料の額・計算方法・支払い方法・時期・支払先等)について、著しく事実に相違する表示、著しく誤認させる表示を禁止(金商法37条2項)。違反は犯罪(金商法205条11号、6月以下の懲役等)。

それに加えて、適合する顧客が想定できない商品の販売を禁止する商品適合性があります。これは顧客が誰であるという方向ではなくて、商品について、そもそも市場で売のようなものでない不合理なものは売ってはいけないという原則です。

さらに、量的適合性があります。これは、この取引を勧誘すること自体はよいが、度を超えてたくさん勧誘してはならないという適合性原則です。過当取引を含み、過大なりスクという観点から、適合性原則の一種と

4 適合性の原則

適合性の原則とは、金融商品取引業者等は、「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締結する目的に照らして不適当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとなっており、又は欠けるおそれがあること」のないように業務を行わなければならない(金商法40条1号)という原則です。

適合性原則の違反は、民法の不法行為の一類型として損害賠償責任の根拠となります。すなわち、「金融商品取引業者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金融商品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法上も違法となる」とされています(最判平成17年7月14日民集59巻6号1323頁)。

さらに、近年、適合性原則に広がりが見られ、現在の適合性原則は、合理的根拠適合性(商品適合性)、顧客適合性、量的適合性の3つに分けられます。

従来の適合性原則は、この3つのうち顧客適合性にあたります。その顧客の意向と実情に合わないものを勧誘してはいけないというものです。

ということで、判例が多数あります。

判断の枠組みとしては、3段階適用となります。まずは、商品適合性がなければそもそも売ってはいけないので適合性原則違反となります。また、商品適合性があったとしても、顧客適合性がなければやはり売ってはいけないので適合性原則違反となります。さらに、顧客適合性があったとしても、量的に過剰な勧誘をした場合は、量的適合性がないということになって、この場合も適合性原則違反になります。

特にこの顧客適合性と量的適合性について違反したら不法行為になるという判決はたくさんあります。それに対して、商品適合性がないから適合性原則違反で不法行為になるということを端的に認定した判決というのはあまり見当たらないのですが、これからはあり得るかなと思います。

5 情報提供義務

情報提供は契約締結前書面の交付又は同内容のデータ提供で行うと規定されています(金商業等府令79条1項)。このうち、データ提供の場合は、情報提供方法(顧客にメール送信、業者ファイルに記録など)を事前に顧客に伝えて承諾を得るか、所定の通知をすることが必要です(同条2項)。

ただし、上場有価証券等や公社債の情報は、原則としてサイトに掲載することや、その閲覧方法を事前に説明した上、サイト上の見やすい箇所に表示して閲覧に供すれば足りるということになっています（同条6項）。

6 説明義務

説明義務としては、金商法の説明義務、金サ法の説明義務、及び、民法の説明義務（判例）という3種類があります。従前は、金商法の書面交付義務の下位規範である府令にその記載内容の説明

義務が規定されていましたが、2023年の改正により、金商法と金サ法で説明義務を分担するようになりました。 **図18**

金商法や金サ法上の説明義務とは別に、民法の信義則に基づく説明義務というのが裁判例によって作られていて、違反したら不法行為となり損害賠償責任があるとされています。これについては2つの判決が重要です。

まず、東京高裁平成8年11月27日（判タ 926号 263頁）では、「投資家の職業、年齢、証券取引に関する知識、経験、資力等に照らして、当該証券取引による利益やリスクに関する的確な情報の提供や説明を行い、投資家がこれについての正しい理解を形成した上で、その自主的な判断に基づいて当該の証券取引を行うか否かを決めることができるように配慮すべき信義則上の義務（以下、単に「説明義務」という。）を負う。」という一般論が判示され、説明義務違反に基づく損害賠償が命じられました。この判決の後にも説明義務違反が不法行為と認定され、損害賠償を命じられるという判決が多数出ています。

最高裁でも、傍論としてこの点に言及したものがあり、最高裁平成23年4月22日（民集65巻3号1405頁）は、「信義則上の説明義務に違反して、当該契約を締結するか否かに関する判断に影響を及ぼすべき情報を相手方に提供しなかった場合」は不法行為となるとしました。

金商法では例外的に説明不要となる場合があります。同法37条の3第2項但書は、「顧客情報に照らして、当該情報の提供のみで当該顧客が当該事項の内容を理解したことを適切な方法により確認した場合その他の内閣府令で定める場合」と規定しています。そして、金商業等府令96条

図18

説明義務

●金商法と金サ法で提供情報全体の説明義務をカバー

・金商法37条の3第1項 情報提供義務（事前に①～⑦の情報を提供する義務）

- ①商号、名称 or 氏名・住所
- ②金融商品取引業者等である旨、登録番号
- ③金融商品取引契約の概要
- ④手数料、報酬等
- ⑤金利、通貨価格、相場等の指標に係る変動による損失リスク
- ⑥上記損失額が預託する証拠金・保証金等の額を上回るリスク
- ⑦その他顧客の判断に影響を及ぼす重要事項（内閣府令で定める⇒金商業等府令82条）
 - ・ア 情報をよく確認すること、税金、終了事由、業務概要、連絡方法…
 - ・イ 指標変動リスクとその指標・損失発生理由、信用リスクとその主体・損失発生

・金商法37条の3第2項+金商業等府令96条の2第1項：①～④、⑦アの説明義務、
金サ法4条：⑤、⑥、⑦イの説明義務

図19

説明義務

●例外的に説明不要となる場合（金商法37条の3第2項但書）

「顧客情報に照らして、当該情報の提供のみで当該顧客が当該事項の内容を理解したことを適切な方法により確認した場合その他の内閣府令で定める場合」

金商業等府令96条の2第2項は次の3つを規定

- ①情報提供のみで当該顧客がその内容を理解したことを適切な方法により確認した場合
- ②顧客が説明不要の意思を表明した場合
- ③上場有価証券等や公社債の売買で、サイトに掲載することやその閲覧方法を事前に説明した上サイトの見やすい箇所に情報を表示して閲覧に供する場合

この「適切な方法」について監督指針は、「例えば、金融商品取引をインターネットを通じて行う場合においては、顧客がその操作する電子計算機の画面上に表示される情報提供事項を読み、その内容を理解した上で画面上のボタンをクリックする等の方法が考えられる。この場合においても、当該情報提供事項が一般的に分かりやすく表示されている必要があり、顧客が希望するときは適切な説明がなされる態勢を整備する必要があることに留意する。また、顧客属性や取引の内容等によっては、単にかかる方法によって顧客の理解を確認しただけでは「適切な方法」による確認が行われたといえない場合があることに留意する。」（Ⅲ-2-3-4（2）③）としている。双方向によるやり取りが必要な場合もあると考えられる。

の2第2項は3つの例外を規定しています。 図 19

7 不当勧誘の禁止

金商法は虚偽告知や断定的判断の提供・確実性誤解告知を伴う勧誘を禁止しています（同法38条1号、2号）。民事上は、損害賠償請求の根拠となり、取消原因にもなります（民法709条、金サ法5条、6条、消費者契約法4条）。

5 有価証券取引規制

風説の流布、偽計、暴行・脅迫の禁止、相場操縦行為等の禁止・賠償責任、インサイダー取引規制などが規定されています。 図 20

図 20

有価証券取引規制の概要

不正の手段・計画・技巧の禁止（157条1号）、虚偽の表示・誤解表示による財産取得禁止（157条2号）、風説の流布、偽計、暴行・脅迫の禁止（158条）、相場操縦行為等の禁止・賠償責任（159条、160条、162条の2）、業者の自己計算取引等の制限（161条）、信用取引等における金銭の預託（161条の2）、空売り及び逆指値注文の禁止（162条）、インサイダー取引規制（163条～167条の2）、無免許市場における取引の禁止（167条の3）、虚偽相場の公示の禁止（168条）、対価を受けて行う新聞等への意見表示の制限（169条）、有利買付け・一定の配当等の表示の禁止（170条）、一定の配当等の表示の禁止（171条）、無登録業者による未公開有価証券の売付け等の効果（原則無効）（171条の2）である。

刑事責任

これらの多くは、違反すると犯罪（157～159条につき197条、166条、167条につき197条の2、167条の3、168条、170条、171条につき200条など）。懲役刑 ⇒ 拘禁刑（2025年6月1日～）

課徴金

このうち風説の流布により相場を変動させた者、相場操縦をした者、インサイダー取引をした者について課徴金が課せられる（173条～175条の2）。

民事責任

さらに相場操縦行為については、それにより損害を被った投資者に対する特別の損害賠償責任が規定されている（160条）。

第 5

投資被害救済の法理論

1 2つの道

投資被害救済の法理論には①「契約の拘束からの解放型」と②「損害賠償請求型」があります。

①は、契約がない状態にすることで、支出済みの金銭について支出の法的根拠がないことに着目して返還を請求するという方向であり、不当利得返還請求権や預託金返還請求権となります。

②は、契約の拘束力があることを前提に、あるいは契約の拘束力を無視して、契約をしたこと又は資金を支出させたことに関して違法な行為があったことに着目し、資金を支出したことによる損害の賠償を請求するものであり、不法行為等に

よる損害賠償請求権となります。

相手が銀行、証券会社、保険会社などの普通の業者の場合は、まず①の道（不当利得返還請求型）を検討し、事実関係によって進めるところがあればそこを進むとともに予備的・追加的に②の道（損害賠償請求型）も検討することとし、①の道に見込みがない場合は、②の道に集中することになります。裁判で①②の両方の道を主張する場合は、仮に契約の拘束から解放できないとしても、不法行為だから損害賠償請求をするとして、①は主位的請求、②は予備的請求という関係になります。

他方、相手が詐欺的業者の場合は、支払能力の問題や関係者を放置することが相当でないことなどから、業者である会社だけでなくその役員や勧誘した従業員も請求対象とすることが適切なの

で、業者に対しては①の道もありますが、全体としては②の道のうち共同不法行為による損害賠償請求が中心となります。

詐欺的業者による被害の救済の場合、このような権利義務に関する局面の法理論のほか、資産のある加害者・関係者の搜索・特定のための法技術、資産の確保（預金口座凍結、預金仮差押など）や判決の強制執行に関する工夫（差押さえる預貯金の特定の程度、執行文数通付与のタイミング）も重要です。

2 契約の拘束からの解放 図21

1 不存在

無断売買のような、本人の意思表示が全くない場合は、契約の外形すらないので、その売買はないものとして無視し、売買前に預けていた資金等について、不当利得返還請求又は口座設定契約に基づく預託金（又は預託証券）返還請求をすることができます。

最高裁平成4年2月28日（判タ783号78頁）は、証券会社の担当者が顧客口座を利用して無断で株式等を売買し、その手数料・売買差損などに相当する金額を顧客口座から引き落とす会計処理がさ

れたため顧客が損害賠償請求をした事件です。判決は、損害はないとして損害賠償請求は認めず、顧客はその取引がないものとして計算した額の預託金等の返還を求めることができました。これにより、顧客から委託を受けたことの立証責任は証券会社にあるということが明確になったので、「無断売買である。したがって預けたお金を返せ。」というような裁判がこの後たくさん行われるようになりました。

2 不成立

外形的には契約が存在しても不成立ということがあり得ます。その場合、やはり契約の拘束から解放されることになります。

例えば、契約に関する意思内容があいまいな場合、申し込みの意思と承諾の意思の内容が一致しただけで、契約が不成立と判断されることがあります。この場合は、支出した金銭が不当利得となるので返還を求めることができます。原野商法や投資詐欺取引で検討される論点になります。

3 無効

契約成立の場合でも、効果を否定できる場合は、それを前提にして不当利得の返還を請求することになります。公序良俗違反（民法90条）、強行法規違反（民法91条）、錯誤（改正前民法95条）のほか、高齢者名義口座での無断売買が絡む事件

図21

解放の形

「契約の拘束からの解放型」(不当利得返還請求型)

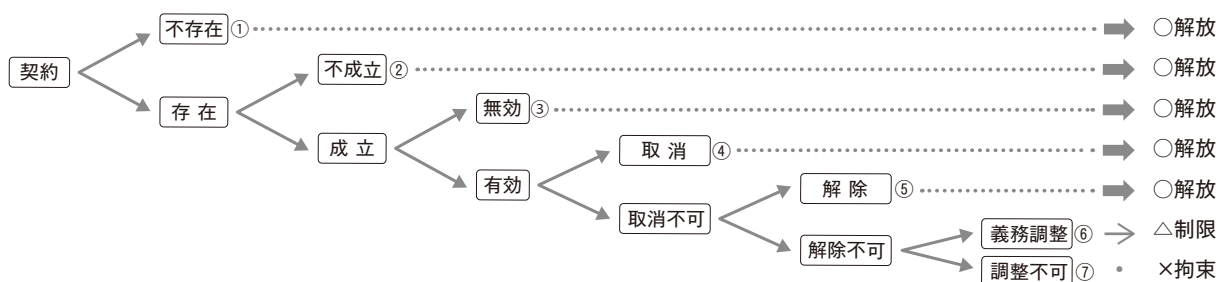


図 22

拘束からの解放と裁判例

無効

契約成立の場合でも、効果を否定できる場合はそれを前提にして不当利得の返還を請求する。公序良俗違反(民法90条)、強行法規違反(民法91条)、錯誤(改正前民法95条)など。高齢者名義口座での無断売買が絡む事件では意思能力なし(民法3条の2)ということもある。

証券取引(成年後見人選任直前の投資信託の取引につき意思能力がなく無効であるとした東京地判平成15年7月17日判例セレクト22巻222頁)、**海外商品先物取引**(公序良俗違反で無効とした東京地判平成4年11月10日判時1479号32頁)、変額保険と融資(変額保険契約と銀行融資契約の双方とも錯誤無効とした、①大阪高判平成15年3月26日金商判1183号42頁、②東京高判平成16年2月25日金商判1197号45頁、③東京高判平成17年3月31日金商判1218号35頁。)、**簡易保険**(受取り年金額が払込み保険料を下回る危険性の存否、程度の認識を欠いていたので錯誤により無効であるとした岡山地判平18.11.30判例セレクト29巻325頁)、**仕組債**(大阪地判平22・3・30判例セレクト37巻96頁)について判決がある。

取消し

契約が有効でも取り消すことで契約の拘束から解放。錯誤取消し、消灭法4条による取消し等。国内商品先物取引(断定的判断提供⇒消灭4条の取消し。名古屋高判平成17年1月26日)で判決あり。未成年者取消権、特商法の取消権(海外商品デリバティブ取引の仲介の場合)も検討されるべき。詐欺・脅迫による取消し(民法96条)は主観面の立証が困難なためほとんど使われない。

では意思能力なし(民法3条の2)ということもあります。

成年後見人選任直前の投資信託の取引について意思能力がなく無効であるとした裁判例があります(東京地判平成15年7月17日証券取引被害判例セレクト 22巻222頁)。

ほかに公序良俗違反による無効や錯誤無効の判決などもあります。 図 22

4 取消し

図 22 のとおり、契約が有効でも取り消すことができれば契約の拘束から解放することができます。

5 解除・信義則

取消しできなくても解除できればよいとか、解除できなくても信義則によって履行義務の調整ができればある程度被害が救済されるということがあります。 図 23

3

損害賠償請求

投資被害救済の事件で圧倒的に多いのは、不法行為として損害賠償請求をするパターンです。

これまでに、適合性原則違反、説明義務違反、不当勧誘(断定的判断提供等)、過当取引、指導助言義務違反といったものが不法行為の種類の裁判例となってきました。

適合性原則は、金商法40条1号に規定され、その違反は、金商

法においては行政処分の根拠となりうるに過ぎませんが、既に説明した最高裁判決(最判平成17年7月14日民集59巻6号1323頁)によって民事責任と結び付けられています。

投資取引訴訟の裁判例として一番多いのが、説明義務違反(不法行為)に基づく損害賠償請求を認容した判決です。 図 24 図 25

価格の変動等について断定的判断提供を伴う勧誘をすることは禁止されています(金商法38条2号)。断定的判断の提供を伴う勧誘が不法行為となることがあること示した最初の最高裁判決(最判平成9年9月4日民集51巻8号3619頁)のほかに、多数の裁判例があります。

図 23

拘束からの解放と裁判例

解除

契約が有効で、取消しができなくても、契約解除や、クーリング・オフ(投資顧問契約(金融商品取引法37条の6)、海外商品デリバティブ取引の仲介(特定商取引法9条)、保険契約(保険業法309条)の場合)ができれば、契約の拘束から解放される。

信義則による請求権の否定・制限

契約の拘束から解放されなくても、信義則を根拠に履行請求を制限する道がある。その趣旨の判決は、消費者信用の分野では多数あるが(ゴルフ会員権ローンの返還請求を半額に制限した東京地判平成3年4月17日(判時1406号38頁)、過剰と信を前提として貸金請求を減額した釧路簡判平成6年3月16日(消費者取引判例百選No81・164頁)など)、金融商品取引分野では、損害を被った顧客が原告となるのが普通であるため、少ない。ただし、商品先物取引で、証拠金を超える損害が発生したとして業者が顧客に帳尻差損金を請求したケースでは、信義則を理由に業者の請求を棄却したり減額したりした判決が相当数ある(信義則を理由に業者の請求を半分に制限した東京地判平成5年3月17日(判時1489号122頁・消費者取引判例百選35頁)など)。

なお、断定的判断提供による勧誘については、金サ法5条、6条による損害賠償請求ができますし、消費者契約法4条により取り消すこともできます。

過当取引については、東京高判平成10年9月30日（証券取引被害判例セレクト11巻55頁）など、たくさんの判決があります。

それから、大きなリスクを負担する可能性がある複雑な取引を多数回、多額に及んで勧誘した場合、勧誘する側に、顧客に過大なリスクを負担させないように配慮した一定の行為をする指導助言義務が発生し、その義務違反は不法行為になるとされています。仮に適合性原則や説明義務に違反したと言えないとしても、指導助言義務には違反したという、予備的な位置付けとしての不法行為を認めるとした判決もそれなりにあります。

金サ法に基づく損害賠償請求というのも、把握されているだけで4件ありますが、法律が施行されて23年たつのに4件しかないというのは、少ないといえ少ないかと思います。 図 26

図 24

説明義務違反による不法行為

投資取引訴訟の多くは不法行為に基づく損害賠償請求事件。中でも説明義務違反を理由とするものが多い。

東京高判平成8年11月27日（判例時報1587号72頁）は「証券会社及びその使用人は、投資家に対し証券取引の勧誘をするに当たっては、投資家の職業、年齢、証券取引に関する知識、経験、資力等に照らして、当該証券取引による利益やリスクに関する的確な情報の提供や説明を行い、投資家がこれについての正しい理解を形成した上で、その自主的な判断に基づいて当該の証券取引を行うか否かを決することができるように配慮すべき信義則上の義務（以下、単に「説明義務」という。）を負う」「証券会社及びその使用人が、右義務に違反して取引勧誘を行ったために投資家が損害を被ったときは、不法行為を構成し、損害賠償責任を免れない」とした。

最高裁も「当該契約を締結するか否かに関する判断に影響を及ぼすべき情報を相手方に提供しなかった場合に不法行為による賠償責任を負うことがある（最判平23年4月22日（民集第65巻3号1405頁））」とした。

図 25

説明義務違反による不法行為

デリバティブ取引を組込んだ金融商品の取引を想定して表現すると、「いかなる性質のリスクがいかなる仕組みで組み込まれている金融商品であるかということを理解し、当該リスクを引き受ける投資判断を自律的に行うことを可能とするに足りる情報提供こそが説明義務の核心ということになる（司法研究報告書68-1・123頁）。

説明義務の対象は、当事者や取引に応じて様々なものがありうる。状況により、株式信用取引における逆日歩のような特殊な事項についても説明義務があるとされる（東京地判平17.7.25判時1900号126頁とその控訴審である東京高判平18・3・15判例セレクト27巻6頁）。

証券取引事件だけではなく、変額保険事件においても、説明義務違反による損害賠償を命じた判決が多数ある。判決が設定する説明義務の対象には変遷があり、当初は変額保険単体の仕組みとリスクが対象とされていたが、途中から、融資と変額保険のセットを相続税対策として勧誘したという全体像を的確に捉えての説明義務が設定されるようになった。例えば東京地判平成17年10月31日（裁判所サイト判例データベース、評釈：金融商事判例1240号2頁）など。説明の程度は、当該顧客に理解できるような説明であることが求められている。

図 26

金サ法に基づく損害賠償請求

金サ法における説明義務（4条）、断定的判断提供等禁止（5条）の違反を理由とする損害賠償請求権（6条）が、不法行為等に基づく損害賠償請求権と並存する。改正前の金融商品販売法3条（現4条）違反を根拠に損害賠償を命じた判決としては下記の4件がある。

- ① マイカル債事件（東京地判平成15年4月9日）
- ② 酒販年金事件（東京地判平22年11月30日）
- ③ 高木証券事件（大阪高判平成23年11月2日）
- ④ みずほEB事件（大阪高判平成27年12月10日）

商品先物取引法では、金サ法の適用がない商品先物取引について、説明義務違反や断定的判断提供を理由とする損害賠償規定が設けられており（商品先物取引法218条4項、214条1号、217条1項1号～3号）、金サ法の適用があるのと同じ状況が作られている。

第 6

投資被害救済の実務

ADRと訴訟について、 図 27 と 図 28 を確認しておいてください。

質問 民事訴訟ではこれまで金サ法の説明義務がほとんど使われず、金商法の規定等を前提とし

た信義則上の説明義務が使われてきたという状況だったと思います。これまで金サ法が使われてこなかった理由について、桜井先生のお考えをお聞かせください。また、2023年の改正で金サ法が使われるようになることはあるか、民事訴訟が変わってくることはあるでしょうか。

回答 使われてこなかった理由は、弁護士が使わなかったからというわけではないです。多くの弁護士が裁判を起こす際の訴状に、金サ法の説明義務違反と不法行為の両方を挙げたりしていますが、裁判所の方が不法行為の方を選んでいるという面があるかなと思います。

あと、具体的な事実の問題として、金サ法の説明すべき事項に当たらない部分で、投資判断に影響を与える事項がきちんと説明されていないというケースもたくさんあって、その場合、金サ法だと使えないということがあります。例えば株式信用取引における逆日歩の存在、及び、それがそれ

なりの高い率になっていることを説明せよということになると、金サ法だとちょっとそれは難しいかなということです。金サ法の説明義務が、説明すべき事項を多くの場合に共通する重要な部分に絞っているものだから、事件によってはなかなか当てはまらないという、そういう点があると思います。

説明義務が金商法で規定されましたが、金サ法と分担していることから、リスクの説明を担当する金サ法の説明義務というのもよりクローズアップされることにはなると思いますので、これからの使われ方、あるいは裁判例による広げられ方にもよるかなとは思っています。

質問 講義の中で金サ法における説明義務違反と不法行為等に基づく損害賠償請求権とは併存するという説明があったと思います。ということは、金サ法における説明義務といたら、訴訟物としては不法行為に基づく損害賠償請求権とは違って、何か特別な法定責任のようなイメージということなんでしょうか。

回答 一応、不法行為の特則という解説がされているんですが、法律の条文にそう書いてあるわけでもありません。勧誘がない場合でも、とにかく説明しないで販売したら損害賠償責任があるというすっきりした条文になっていますので、これと不法行為とは要件が相当違うとは思っています。

不法行為の特則ですが、不法行為による請求を排除する趣旨でないことは、立法時から明示されています。このような関係は、製造物責任法、自動車賠償責任法等でも同様です。

図 27

1 金融ADR〔指定紛争解決機関〕

金融ADR (FINMAC (フィンマック)、全銀協など)

- 時効完成猶予効
- 長所：本人でできる・短期間(数か月)・低コスト
- 短所：解決しない場合がある。解決水準が低い。
- ※特異な事件発生後に急に活発に利用される傾向。

○特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター (FINMAC) 証券会社

- ・ VICS インバース事件 2018~2019年 年数百件
- ・ 仕組債事件 2022~2024年 年数十件から百数十件(2023年終結140件)

○一般社団法人全国銀行協会(全銀協) 銀行

- ・ 為替デリバティブ事件 2010~2015年

図 28

2 訴訟

1 証券会社、銀行等を相手とする場合

- ・ 属性の把握：投資経験、資産状況等
- ・ 証拠の収集：受け取った書類、顧客勘定元帳(入手)、備忘録(日記、手帳など)
- ・ 録音の確認：証券会社は電話を常時録音、銀行は録音しない傾向
- ・ 尋問の工夫：原告側が勧誘者も証人申請

2 投資詐欺業者を相手とする場合

- ・ 被告の選択：業者のほか、役員、担当者、口座提供者、アフィリエイト(監督指針Ⅱ-1-4 2024.11.22)
- ・ 財産の調査：関与した個人の財産も
- ・ 財産の確保：振込め詐欺救済法(預金口座凍結、移転先口座凍結、権利行使届出等(保全+執行))
- ・ 執行の工夫：差押ええる預金の特定の程度、執行文数通付与のタイミング