

大証金融商品取引法研究会

「資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律」
の概要について

平成 23 年 7 月 22 日（金）15:00～17:00 大阪証券取引所 5 階取締役会会議室にて

出席者（五十音順）

石田 眞得	関西学院大学法学部教授
川口 恭弘	同志社大学法学部教授
河本 一郎	神戸大学名誉教授・弁護士
岸田 雅雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村 雅史	京都大学大学院法学研究科教授
黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
近藤 光男	神戸大学大学院法学研究科教授
龍田 節	京都大学名誉教授・弁護士
松尾 健一	同志社大学法学部准教授
森田 章	同志社大学大学院司法研究科教授
森本 滋	同志社大学大学院司法研究科教授
藤本 拓資	金融庁総務企画局市場課長

○森本 それでは、時間が参りましたので、大証金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、金融庁総務企画局市場課長の藤本さんから、「資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律」の概要についてご報告いただきます。それでは、藤本さん、よろしくお願いいたします。

~~~~~

【報   告】

## 「資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律」の概要について

金 融 庁 総 務 企 画 局 市 場 課  
課 長     藤 本 拓 資

金融庁の市場課長の藤本でございます。伝統ある研究会で説明をする機会を与えていただきまして、ありがとうございます。

お手元の資料の1枚目裏側になりますが、「資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律」の概要についてご説明したいと思います。

この法律は、3月11日の朝、法律案が閣議決定されました。普通はその日のうちに国会に提出するのが常ですが、3月11日の午後に地震がございまして、印刷等ができないという状況になり、しばらく提出は待てということになりました。それで、4月1日に参議院に提出いたしました。法案には、一部公認会計士法関係の改正規定があったのですが、参議院でご審議の上、削除するという修正が行われました。そして衆議院で審議され、5月17日に衆議院本会議で可決されて成立し、25日に公布されました。

金融商品取引法の改正は、最近毎年のようになされていまして、毎年のようにこのような1枚の紙をつくっているわけでございます。これは2つ意図がございまして、一つは改正内容を一目で見ることができるようにするということ。もう一つは、金融商品取引法等の一部を改正する法律となっております、金融商品取引法だけではなくて、それ以外の法律を何本か束ねて本則で改正するというのを毎年やっておりますので、なぜ一つの法律

で複数の法律改正を行うのかという趣旨を説明するために毎年つくっているものでもございます。

本年の改正でございますけれども、特徴としましては、昨年までは単に「金融商品取引法等の一部を改正する法律」という題名であったわけですが、今年は、我々の業界用語では冠法と呼んでいるのですが、「資本市場及び金融業の基盤強化のための」という冠がついております。この法律では、金商法のほか、銀行法、保険業法、資産流動化法、コミットメントライン法など十数本の法律を束ねて改正しております、「ための」という冠をつけることで改正の趣旨をはっきりさせることにしたところでございます。

その趣旨でございますが、2つの必要性というのが背後にございまして、「金融が実体経済を支える必要」があるということと、「金融自身が成長産業として経済をリードする必要」があるということです。そうした中で、我が国資本市場及び金融業の基盤強化が課題となっているということで、そこから3つに分かれて、「多様で円滑な資金供給の実現」「国民資産を有効活用できる資産運用機会の提供」「市場の信頼性の確保」という趣旨のものとなっております。

そうしますと、毎年このような趣旨のものではないのかなという気もするわけです。ただ、この前の平成22年の改正でも同じような一枚紙をつくったわけですが、そこでは趣が異なります。どういうものであったかといいますと、今日の世界的な金融危機を受けた国際的な議論や我が国金融資本市場において見られた問題等に対応するために、我が国金融システムの安定性、透明性の向上を図って投資家等の保護を確保するというように、金融危機の再発防止策に力点を置かれた改正がなされました。今年はそれから変わって、金融が実体経済を支えるとか、金融自身が成長産業として経済をリードする必要があるというふうになって、政府で進めている新成長戦略といったものを背景にして、より成長に向けた改正内容になっているということでございます。

この紙を見ていただきますと、先ほど申し上げたように、金融商品取引法以外の改正も並んでおります。どれが金融商品取引法関係の改正内容かといいますと、「多様で円滑な資金供給の実現」としては「ライツ・オフアリング（新株予約権無償割当てによる増資）に係る開示制度等の整備」，「国民資産を有効活用できる資産運用機会の提供」としては「プロ等に限定した投資運用業の規制緩和」・「英文開示の範囲拡大」，「市場の信頼性の確保」としては「無登録業者による未公開株等の取引に関する対応」・「投資助言・代理業の登録拒否事由の拡充」というものがございます。

きょうは広く概要をご説明しようかとも思ったのですが、例えばライツ・オファリングにつきましては野村証券の方がやられたとか、あるいは今後研究会でも取り上げられるというふうにお聞きしてしまして、また、ライツ・オファリングは開示課と市場課の共同作業でありますし、英文開示などは開示課のものでありますので、きょうは軽く説明しまして、あまり見たことがない規定であろう、「無登録業者による未公開株等の取引に関する対応」というものを中心に説明させていただきまして、時間がありましたら、あるいはご関心がありましたら、ほかのものについても質疑等で議論させていただこうかと思っております。

無登録業者による未公開株等の取引に関する対応というのはどういうものかといいますと、無登録業者による未公開株等の売付けを原則として無効にするという規定を置いているということです。あとの2つは、広告・勧誘行為の禁止、罰則の引上げといったものですが、無登録業者による未公開株の売付けなので無効にするというのは、ほかの法律ではあまりないものでございます。

それで、参考資料「資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律」をごらんいただきたいと思います。11ページに、「無登録業者による未公開株等の取引に関する対応①」とございますが、これにつきまして、まず背景をご説明しようかと思えます。

最近、金融商品取引法に基づく金融商品取引業の登録を受けていない業者、「無登録業者」と呼んでいる者ですが、そういう者が高齢者等に対して未公開株の販売を行うことによるトラブルが多数発生しているところでございます。2007年度が2,615件、2008年度が3,071件、2009年度が6,114件、2010年度は7,734件と、右肩上がりで増えてきております。

その内容は、資料にも書いてございますが、立派な株券が売られて、現実に存在する会社でもあるわけですが、これは上場間近で必ずもうかると勧誘されて未公開株を購入したけれども、上場予定はなかったという事例などがございます。

それから、最近は複数の業者が登場する、いわゆる劇場型の事例も多く発生しています。劇場型というのはどういうものかといいますと、A社が新たに新株を発行します、買ってくださいと言うわけです。それでどうしようかと思っていると、Bさんという人から電話があつて、もしあなたがA社の株を持っていたらこういう値段で引き取ってあげます、A社の株はものすごくいいので、いろんな人に聞いて探し回っているのですが、持ってい

ませんかというふうに言われる。そうしますと、もしかするとA社の株はものすごくいいもので、それを買うとBさんが引き取ってくれるので必ずもうかると思って買うわけです。それでBさんに電話をかけてみると、Bさんの電話はもはや通じない。その人の手元にはA社の株が残されて、ところが相場などもせずに、どこにも売れないというようなことが多く発生しているということでございます。

金商法は、有価証券の売買等を業として行う場合には、内閣総理大臣の登録を受けることを義務付けておりまして、登録を受けた業者に対しては種々の行為規制を課しております。そして、行政当局——金融庁、証券取引等監視委員会、財務局等がモニタリングを行って、必要に応じて監督上の対応を行うということで投資者保護を図っているわけです。

登録を受けていない人に対しては従来どういう考え方だったかといいますと、罰則の対象として抑止を図って、無登録業者に対する対応については、基本的には警察当局で行うということやってきたのが伝統的な考え方です。ただ、行政当局は何もしなくていいのかということに最近はなってきていまして、これまでも、無登録業者の未公開株の販売については気をつけてくださいということで広告をしたり、リーフレットを配ったり、あるいは無登録業者に対して、あなたには登録義務がありますよという警告書を発出して、その業者の名前を金融庁のホームページで公表したり、警察当局へ情報提供をしたりしてきておりました。

それから、証券取引法ができた当初から差止命令、裁判所による禁止または停止命令の申立てができることになっておりまして（金商法192条）、非常に期待はされていたのですが、ずっと使われていない規定だったわけです。それが、無登録業者の未公開株販売ということで、最近ようやく、当初想定されていた形とは違うのかもしれませんが、裁判所が幾つか差止命令を出しているということでございます。

そういうことで、行政当局としては一歩も二歩も踏み出してきたところではあるのですが、先ほど申し上げたように、トラブルが増加傾向にあり、何年か前に2,000件台だったものが7,000件台に増えている。それから、内閣府にある委員会で、消費者問題について消費者庁や各省に提言や建議を行う消費者委員会から、平成22年に、被害救済を迅速に行うための民事ルールを整備してはどうか、違法行為に対する抑止効果のある制裁措置の検討をしてはどうかという提言がなされました。そういうことを踏まえまして、もう一歩進んで投資者保護を一層充実させる観点から何か制度的にできないかということで、今回、無登録業者による未公開株の取引に対する対応についての内容を盛り込んだも

のでございます。

どういう内容かといいますと、まず、無登録業者だというのが一つの要件で、次にそれが非上場会社等の株式・社債等の売付けを行ったという、この形式的な2つの要件で、その売買契約を無効にするということになっています。

無登録業者がなぜ一つの要件かといいますと、金商法の規制に違反している者なので、不当な利益を得る行為を行うおそれが高いのではないかとということです。それから、非上場会社等の株式・社債等の売付けを行うというのがもう一つの要件になっているのは、そういうものと、証券の価値に関する情報が不十分で、投資者は適切な投資判断ができないおそれがあるということです。それでは、なぜ無効になるのかということですが、不当な利益を得る行為である蓋然性が高い、民法に引き直すと、公序良俗違反である蓋然性が高いということで、無効にしています。

この2つの形式的なもので無効にしまって本当にいいのだろうかという話があると思いますが、ただし書きで、無登録業者が不当な利益を得る行為でないことなどを立証した場合に限り、当該契約を有効にすることとしております。

それでは、どういうふうに書いているのかということですが、参考資料の新旧対照条文の57ページに、171条の2がございます。まず第1項ですが、「無登録業者が、未公開有価証券につき売付け等を行った場合には、対象契約は、無効とする。」と。「ただし、当該無登録業者又は……が、当該売付け等が当該顧客の知識、経験、財産の状況及び当該対象契約を締結する目的に照らして顧客の保護に欠けるものでないこと又は当該売付けが不当な利得行為に該当しないことを証明したときは、この限りでない。」、このような規定になっています。

2項は、4行目に出てきました未公開有価証券というのはどういうものかというのを規定しているところですが、これは後でご説明します。

有価証券の売買は自己責任が原則で、投資家が自らの自由な判断に基づいて適切と考える対価によって有価証券を取得したのであれば、その契約関係は当事者の自治にゆだねられるのが基本だと思います。しかしながら、無登録業者が行う未公開株等の販売については、一般的に上場間近で必ずもうかるといった勧誘を行うことによって、投資者の有価証券に関する価値判断を誤らせて不当に高額な対価によって売付けを行うものであって、次の2つに問題があるものと考えられるのではないかと思います。契約の意思決定過程と、契約の内容に問題がある蓋然性が高いのではないかとということです。

もちろん、未公開株などを取得した投資者が民法上の不法行為や金融商品販売法に基づく損害賠償請求をすることは考えられるわけですが、投資者のほうが無登録業者の権利侵害行為とか断定的判断の提供等があったことを立証しなければならない。例えば電話によるやりとりに基づいて契約をした投資者にとっては、そういうことを立証するのはなかなか容易ではないのではないかと。それから、民法や消費者契約法で無効や取消しを主張し、売買契約の効力を否定して、不当利得返還請求によって代金の返還を求めるということも考えられるのですが、ただ、その法律効果を基礎づける要件事実、例えば要素に関して錯誤があるとか、登録業者が欺罔行為を行ったとか、断定的判断の提供が行われたとかということを投資者が主張、立証する責任がありますが、これを証明することも容易ではない。そういう状況を踏まえると、原則として無効とする規定を設けることが適当ではないかということでこうした規定を創設することとしたものでございます。

条文に戻っていただきまして、「無登録業者が、未公開有価証券につき売付け等を行った場合には、対象契約は、無効とする。」というのは、どうして無効になるのだろうかということがあります。法律に書いたら無効になるのではないかという考え方もあるかもしれませんが、この規定の考え方は次のとおりです。

先ほど参考資料でご説明したように、無登録業者というのは、そもそも違法行為を行っている人なので、不当な行為を行うおそれがあると考えられる。それから、未公開有価証券というのは、証券や発行体に関する情報が乏しいので、販売者と投資者との間に著しい情報の非対称性がある。情報で優位に立つ販売業者が投資者の誤認等を誘って、不当な高値で未公開株などの売付けを行うことが容易になるため、不当な利益を得る行為の温床になりやすい側面を持っているということがあります。

それで、ここからは法律論ですが、無登録業者が未公開有価証券の販売を行う場合には、典型的に不当な利得を得る行為を行う蓋然性が高いと考えられるので、無登録業者がそういう行為を行っている場合は、未公開株の販売は公序良俗違反の一類型である暴利行為に当たる可能性が高いのではないかとということです。

暴利行為というのは、民法の分野でずっとそう呼ばれてはいるのですが、昭和9年の大審院の判例が代表的で、相手方の窮迫、軽率または無経験に乗じて著しく過当の利益を獲得する行為は、公序良俗に反するものとして無効であるとされています。この代表的な判例を受けて、貸金業法などいろんな法令にこの法理が組み込まれて、具体的な規定となってきたものもありますが、公序良俗違反の一類型として、こういう暴利行為に該当するも

のは無効であるという判決が積み重ねられてきている状況にあります。

先ほどの規定では、そういう考え方に基づいて投資者保護を図るという政策的な観点から、無登録業者による未公開有価証券の販売は暴利行為に該当するものと推定しまして、投資者が暴利行為である旨の具体的な立証を行うことによって、売買契約等を原則無効とするということにしたものであります。

金商法には、民事的な規定がほかにあるかといいますと、クーリングオフですとか、虚偽記載による目論見書を使用した者の賠償責任、相場操縦等による賠償責任、上場会社等の役員等の短期売買利益の返還といった民事ルールがあるので、全く民事ルールを置いてはいけなかつたかといったら、今までもそういうわけではなかったのですが、今回はちょっと趣の違ったものを置いているということでございます。

それで、無登録業者が未公開株について売付け等を行った場合、原則無効になるということですが、「無登録業者」というのは何かといいますと、未公開有価証券の種類に応じて、その売付け等を業とするためには登録を受ける必要があるのに、それを受けていない業者のことです。

「未公開有価証券」というのは何かといいますと、171条の2の2項にありまして、社債券、株券、新株予約権証券、その他政令で指定できることになっています。それだけではだめで、次に掲げる有価証券のいずれにも該当しないものをいうということになっています。1号は、上場されているものであればこの規定の対象にはならない。2号は、店頭とかグリーンシート銘柄ということで、3号は、その他類するもの、売買価格や発行者に関する情報を容易に取得することができる有価証券として政令で定めるものであれば、この対象にはならない。したがって、対象となるのは、典型的には、未公開株といったものでございます。

どうして未公開ということになっているかといいますと、上場有価証券など投資者が販売価格や発行者情報を容易に取得し得るものであれば、投資者が有価証券の適正な価値を判断し得るからということでございます。

次に、「売付け等」ですが、条文の5行目ぐらいにありますように、売付けまたはその媒介・代理、募集または売出しの取扱い、その他政令で定めるものが対象になります。これらの行為は、無登録業者に該当することを根拠として暴利行為であると推定するものであるもので、業として行うもののみが対象になると考えております。政令においては、私募の取扱い等を規定することが考えられるのではないかと考えております。

次に重要な概念の対象契約，原則無効となる契約はどういうものかということですが，投資者が未公開有価証券を取得することを内容とする契約というふうに書いていまして，既に発行された未公開有価証券の売買契約，こういうものが無効になる。それから，新たに未公開有価証券を発行する場合の出資契約等が対象となるということでございます。

無登録業者が媒介とか募集の取扱い等を行う場合はどうかということですが，無登録業者はポジションを持たないので，その場合は直接の契約関係には立たないのですが，無登録業者の不当な行為に基づいて締結された売買契約等によって投資者が対価を支払うことになるため，原則として無効になる契約は売買契約ということで，AさんとBさんの契約で，間に無登録業者が入っていると，その売買契約が無効になるということにしています。

次に，ただし書きのほうになります。この規定の意図というのは，無登録業者による未公開有価証券の売付け等が暴利行為に該当することを推定して，その売買契約を原則として無効にするけれども，暴利行為に該当しないことを無登録業者が立証した場合に限り，本規定によって無効とはならないとするものでございます。

先ほどの大審院の判例では，相手方の窮迫，軽率または無経験に乗じて著しく過当の利益を獲得する行為ということになっていまして，前半部分の相手方の窮迫，軽率または無経験に乗じてというのは主観的な要素，著しく過当の利益を獲得する行為は客観的な要素であるというふうに考えられているようでありまして，窮迫とか軽率，無経験という主観的な要素がなくて，自分で選んで，本当は客観的にはこんな価値はないけれども，自分はこれだけ高いお金を出そうという意思決定をしたものであれば，それによる合意は尊重されてしかるべきだということです。その契約の締結過程で窮迫とか軽率，無経験ということがあって，しかも著しく過当の利益を獲得する行為であるという主観的要素と客観的要素の2つがあれば暴利行為に当たるということが，基本的な枠組みになっております。

それでは，反証する側はどうするのかということですが，結局，主観的要素と客観的要素の両方があって暴利行為で無効になるので，どちらかが欠けていることを立証すれば，この規定では無効にならないことにしています。

具体的には，「当該売付け等が当該顧客の知識，経験，財産の状況及び当該対象契約を締結する目的に照らして顧客の保護に欠けるものでないこと」，これは主観的要素でございます。「又は」となっておりまして，「当該売付け等が不当な利得行為に該当しないこと」，これは客観的要素というふうに考えていまして，そのどちらかを証明したときは，本規定による無効とはならないということにしております。

反証を行うことができる者というのも限定していきまして、不当な行為を行った無登録業者に加えまして、その契約を締結した売り主ですとか、未公開有価証券の発行者ということにしています。ここに投資者というのは出てきません。無効とするというのは、結局はだれかが主張できるということなのですが、投資者だけが主張できると言ってしまいと言い過ぎかもしれませんが、無登録業者や売り主、発行者側から無効を主張することはできないものというふうに考えております。これは錯誤など言われているものと同じような考え方でありまして、相対的無効というふうにとらえております。

それは条文のどこに手がかりがあるかということを強いて申し上げますと、ただし書きで、反証ができる主体を一定の者に、無登録業者側に限っているということで、そういう相対的無効であるということを示しているつもりになっているということです。

まず、主観的要素に関する反証の内容ですが、売付け等が顧客の知識、経験、財産の状況及び当該対象契約の締結の目的に照らして顧客の保護に欠けるものでないことというのは、暴利行為が成立するための主観的要素、大審院の判例の主観的要素というのを金融商品の取引に即して具体化して、その反対事実の立証を求めるといったものでありまして、契約締結に係るプロセスに着目するものであります。

金商法は、登録している金融商品取引業者に対しては、適合性の原則ということで、顧客の知識、経験、財産の状況及び契約締結目的を確認することを前提に、それに適合しない場合には販売・勧誘を行うことを禁止していて、さらにそういう適合性が確認された場合でも、よく説明しなければならないという義務を行為規制として課しています。この趣旨というのは、登録を受けていない人が販売する場合も同じであると言うと語弊があるかもしれませんが、金融商品の販売・勧誘を業として行う場合に、その取引を正当化するためには、取引対象となる商品に照らした適合性があることを確認して、相手に説明をすることが求められると考えられます。

特に、販売業者と相手方との情報の非対称性が顕著な未公開株等の未公開有価証券の取引に関しては、そのリスクの理解とか経験等が一層必要になるということだと思われますので、その相手の適合性を確認した上で販売行為を行うことが求められる。そういうことをしていないのであれば、暴利行為の主観的要素を満たすものではないかというふうに考えたということでございます。

主体は無登録業者なのですが、仮に無登録業者がきちんとしたプロセスを経て、適合性も確認してちゃんと説明しているということであれば、暴利行為の主観的要件は満たさな

いので、そういうことを業者が立証した場合には、この規定では無効にはならないという建て付けにしています。

次に、客観的要素に関する反証の内容でございますが、ただし書きの「又は」の後ですが、「当該売付け等が不当な利得行為に該当しないこと」となっています。これは、その売買契約等に客観的な給付の不均衡、こんな価値のものなのに、こんな高いお金を払わされたといったことがない場合には、この規定によって無効にはならないこととするものでございます。

それでは、無登録業者が媒介や代理、募集の取扱い等を行う、いわばインターメディアリーとして働くときにはどうなのだろうということですが、その媒介等が不当な利得行為に当たるか否かというのは、無登録業者による媒介行為等によって締結された契約に着目して、対価の均衡が保たれているか否かを判断することになるのではないかと考えています。

以上、この規定の構造とか趣旨をご説明しましたが、じゃあ、無効にしてどういう効果があるのかということで、参考資料のほうに戻っていただきますと、国民生活センターの相談員などが、これは無効ですからということで、当該無登録業者に対する代金返還交渉の仲介が容易になるということが一点ございます。もう一つは、裁判の審理での被害者の立証責任が軽減されるというのもあるかもしれませんし、その手前で、裁判所による民事保全法上の保全命令の迅速な発出というのが可能になるのではないかと。さらに、こういう規定が設けられることによって、無登録業者に未公開有価証券を利用した不当な利得行為をやりにくくさせるという抑止効果も期待されるということでございます。

ほかには1件だけ、男女雇用機会均等法というのがありまして、被用者が妊娠中とか出産後1年以内に解雇を行ったときには、その解雇は無効となりますが、それもただし書きみたいなものがあって、その解雇の理由が妊娠とか出産ではない、ほかに普通の解雇理由があることを立証した場合にはこの限りでないという規定があります。私どもが調べた限りでは、それがかろうじて同じように形式的に何かを無効にする規定ということですが、こちらの場合は契約が無効になり、男女雇用機会均等法のほうは解雇が無効になるので、ちょっと違うような気もしますが、いろいろ探したところ、似ているのはそれぐらいでございました。

しかし、こういうあまり見たこともない規定のみで対応しようとしているというわけでもありませんで、売買を業として行っていれば無登録業者になるのですけれども、まだ広

告の段階とか勧誘行為の段階ということであれば、無登録業に当たらないのではないかと  
いう可能性もありますので、そういうものを別途禁止して、刑罰を科することにいたしました。  
これは、貸金業法に同じような規定がございます。

それから、無登録業者に対する罰則の引上げも行いまして、現行は3年以下の懲役、3  
00万円以下の罰金ということで、これが業規制の普通の相場的なものではあるのですけ  
れども、金融商品取引法は、不公正取引とか、有価証券届出書とか報告書の虚偽記載の罪  
がいろんな理由からどんどん重くなっていきまして、届出書の虚偽記載ですと10年とか、  
インサイダー取引でも5年とかで、そういうものに注力しているうちに、非常に重大な罪  
であるべき無登録業を行うという罪が追い抜かれてしまっていて取り残されていたものでは  
から、今回、5年以下の懲役、500万円以下の罰金ということにしております。それから、  
法人重課というものも5億円以下の罰金ということで、この刑罰という本来の建て付けで  
無登録業を抑止する、あるいはそういうことを行った者に対して非難する、制裁するとい  
う観点から刑罰も引き上げているところでございます。

無登録業者関係はこれくらいとし、もう一度、最初の資料の「資本市場及び金融業の基  
盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律の概要」のほうに戻っていただき  
まして、その他の改正事項についてでございます。まず、「市場の信頼性の確保」といっ  
た視点からの改正でございます。その下に、「投資助言・代理業の登録拒否事由の拡充」  
というのがございます。金商法になる前は投資顧問業法という法律がありまして、投資顧  
問業を行う人は、そういう業が行えると言うに足る体制が整っているかどうかを問わずに  
登録が認められていたわけですが、金融商品取引法にするとときに、それをそのまま受け入  
れたわけです。最近、投資助言・代理業で登録をしている登録業者だけでも、助言な  
どは行うつもりもなく、その登録ではできない未公開株を売っているという人が増えるな  
どの問題がでてきたものですから、登録をする前に、助言業をやることのできる体制にな  
っているかというのをきちんと確認するようにしています。

それから、「国民資産を有効活用できる資産運用機会の提供」としまして、「プロ等に  
限定した投資運用業の緩和」ですが、運用業は、投資信託の運用とか、投資一任で年金な  
どを運用する、一般国民の資産を預かって運用するということで、参入要件が非常に高い  
ものとなっております。ただ、例えば証券会社と一緒にやめた何人かで投資運用業を始め  
ようとしたときに、そのハードルが高過ぎるがために、例えばシンガポールで開業して、  
シンガポールで何をやっているかという、日本株の運用をしているという人があらわれ

るようになってきております。そこで、投資家がプロ等に限定されているのであれば、それほど高い参入要件を課す必要はないのではないかという観点で改正を行ったものでございます。ただ、この場合も、登録を受けた場合には、一般の投資運用業と同じように、行為規制はきちんと課される。参入だけがちょっと緩くて、入ったからにはきちんと法律を守ってもらうということになっております。

それから、「英文開示の範囲拡大」ですとか、「ライツ・オファリングに係る開示制度等の整備」ということで、昨年末から開示ワーキンググループを設置して、黒沼先生の座長のもとに考え方を取りまとめていただきまして、それに基づいて法令化したものでございます。

今後の話ですが、今、市場課でどういうものが特に法令マターで課題になっているかといいますと、金融審議会を3月から再開いたしまして、金商法との関係では2つほど検討していただいているところでございます。一つは、金融業の中長期的なあり方についての検討ということで、今回の法律と同じような視点で、どうやって金融が実体経済を支えることができるのか、金融がどうやって経済をリードすることができるのかといったことを中長期的な観点から考える。これは、金融商品取引、証券取引だけではなくて、銀行ですとか、保険ですとか、その他金融全般についてのことでございます。

もう一つはインサイダー取引規制の関係です。インサイダー規制をつくったときには、純粹持株会社というようなものはなかったのですが、そういうものはない前提で、いろいろ軽微基準とか適用除外の規定を設けていますので、会社のグループ経営というものが主流になってきているもとで、そもそも単体規制として出発したインサイダー規制をどのようにしていくのかという検討をいただいているところでございます。

また、大阪証券取引所とも関係があるかもしれないと思うのですが、総合的な取引所についてです。農水省、経産省、金融庁の副大臣、政務官で検討チームを設けておりまして、総合的な取引所、これは何かといいますと、証券、金融、商品を取り扱うことができる取引所の創設を推進するための検討をいただいております。次の通常国会に所要の法律案を出すことを目標に検討が進んでおりまして、地震で検討が中断しておりましたが、また再開したいと考えております。

それから、金商法自体ではありませんが、金商法の周辺分野で重要なことだと思うものに、投資信託及び投資法人に関する法律というのがございます。投資信託商品が多様化して、不動産投資法人（リート）をめぐる諸問題を踏まえていろんな論点が生じているので、

投資信託・投資法人法制に係る実態とか課題等を把握して、有識者等の意見を踏まえて幅広い観点から見直しの検討を行うことにしております。

投資信託・投資法人の制度、特に投資信託の制度というのは、昔にできた枠組みでございまして、継ぎ足し継ぎ足しで来ております。それから、金商法ができたときに業規制は全部金商法に持ってきたものになっておりまして、何か見直す必要がないのかというのを検討するということです。それから、リートは、我が国にリートを入れるにはこういう制度にすればいいということを頭の中でいろいろ考えてつくって来ていまして、実際にリートの商品が出て非常に伸びていたんですが、リーマンショック等で思ったようには伸びていないという中で、当初思っていたものと現実とを比べて、何か見直す点がないかというのを検討しようと考えております。

以上が、今取り組むことがわかっている、あるいは今取り組んでいるものでございまして、引き続き先生方のご指導をいただきながら検討していきたいと思いますので、よろしくお願いいたします。

私からの報告はとりあえず以上でございます。

~~~~~

【討 論】

○森本 ありがとうございます。今年の5月25日に公布された金商法等改正法の中で、とりわけ最近、投資者保護というか、むしろこれは消費者保護と言ったほうがいいのではないかと思いますけれども、無登録業者による未公開株等の取引に関する対応について、立法の背景と171条の2の条文の具体的な解釈論について丁寧にわかりやすくご説明いただきました。また、最後に最近の金商法の改正の動きなどについてもご説明いただき、ありがとうございます。いろいろ勉強させていただきました。

これから質問やご意見を承りたいと思います。この問題は、報告の中でもおっしゃいましたけれども、民法90条、あるいは詐欺、錯誤の問題についてどう考えるのかということとも関連します。この規定は公正取引の最後の条文としてこれが挙げられていますが、最初の条文の157条とどういう関係があるのかということも問題となるように思われます。まずは171条の2を中心にご議論いただいて、時間がありましたら、最後にご紹介いただきましたことについてもご議論いただければと思います。よろしくお

願いたします。

未公開株に関する相談の状況

○河本 違反件数が随分多いのには驚くのですが、今回の改正で刑罰も強化されています。また、民事救済の点からも、無効にして取り返すのが容易になるようにしたわけですね。しかし、私は、こういうことをやる人間は、恐らく財産なんかはほとんど持っていないような人間で、こんなのはどんどんつつかまえる以外に方法がないのではないかなと思っていたのですが、ご報告によると、国民生活センターが代金返還の仲介役になるとか、相手に財産があるということが前提になっている。そういう場合もあるのでしょうか、一体どういう人間がこういった数千件に及ぶようなことをやっているのでしょうか。

○藤本 それはいろいろな者がいると思うのですが、国民生活センター等では、とりあえず相談員が相手の業者とやりとりをして、この契約は無効だとか取り消したいと言って交渉はするみたいです。それで、時々返してくれたりもするらしいです。ただ、返したお金はどこから出ているかという、まただれかから取っているということでもあります。ただ、世の中に全く実体がないわけではなくて、一応何かいる。192条の差止命令も何回か発動しましたけれども、そういう業者というのも一応いて、ある程度財産があつたりすることもある。

私も、最初にこの話を聞いたときには、こんなものは無効にしてもどうせ金は返ってこないのだから意味ないのではないかというふうに思ったのですが、やはりそこで救われる部分はあるようであります。

無効となる場合の返還対象者

○森本 河本先生は業者を前提にされたのですが、この場合には、業者と売り主、それから発行者、この3者が返還の対象者になると理解していいわけですか。

○藤本 基本的には売買契約が無効になりますので、結局、売り主からお金を返してもらうことになると思います。売り主というのは、発行者の場合もあります。発行者は先ほど申し上げたように結構実体がある場合があります。実体のある会社の実体のある株券だったりするものであります。もちろん、いろんな場合があつて、もぬけの殻ということもあるとは思いますが、全く実体がない架空のものというわけではないみたいで

す。

逆に消費者というのは、きちんとした株券があつて、きちんとそこに会社があるというものにこそだまされやすいようございまして……。

○河本 自己募集は届け出の対象になっているから、こういうものが入ってくるわけですね。

○藤本 自己募集は、そもそも株券とか社債につきましては業登録義務がかかっておりません。ただ、募集の取扱いをする者、あるいは私募の取扱いをする者には登録義務がかかっておりますので、そういう者が無登録業者であれば、その売買契約、募集というか、出資契約といいますか、そういうものはこの規定で無効とするということにしています。

本当にそんなものを無効にしているのかという話があるのですが、募集の取扱いをする人と発行者の間には何らかの関係、委託関係があるということですので、そこに帰責事由というものがあるのではないかということで、無効としています。ただ、ただし書きがありまして、いやいや、それはそういう価値があるものを売ったので、その代金しかもらっていませんよということを立証できた場合には、無効とはしないということがあります。あまりにも発行者にとって酷だということにならないように、発行者が立証すれば、この規定では無効にはならないということにはしております。

171条の2の規定が無効となっている理由

○岸田 内容じゃなくて、形式についてお伺いしたいのですが、157条からの規定はすべて何々してはならないという規定ですけれども、171条の2の規定は、ここだけ「無効」になっていますね。条文がなぜこれだけ「無効」となっているのかお教えいただけますか。もう一つは、例えばこれを「取り消すことができる」としておけば、相手方からも言えると思うのですが、これは「無効」だから、当然、相手方からも無効だ、取り消すなんていうことは言えないわけですね。だから、効果は非常に強力なのですが、ほかのたくさんある金商法の規定の中では非常に変わった規定になっていて、その理由をちょっと教えていただけますか。

○藤本 まず、こういう規定をどこかに置かなければいけないと思い、それは多分金商法の中だろうと思いました。一つは、新たな章を設けるという考え方もあったのですが、新たな章を設けるほどのこともないのではないかと。そうするとどこに置くかというこ

とで、おっしゃるように第6章のほかのものは禁止だったりするのですが、ちょっと置き場所がなくて、雑則に置いてよかったとは思いますが、不公正取引等があるところに置かせていただいたということです。

それから、取消しなのか、無効なのかということですが、これもものすごく内部で議論をし悩んだところでありますけれども、公序良俗の一類型ということで、法律行為の効がないものにするといったときには、取消しというものはほかにはなかなか例がないという指摘を多方面から受けまして、それで無効ということにしました。

しかし、無効ということになりますと、いつでも、だれでも主張できるということでありまして、投資者保護というところとの関係で趣旨がはっきりしないのではないかとすることがあります。ただ、最近では、錯誤の無効も一般的には相対的な無効だというふうに考えられているということもありまして、無効ということにしつつ、主張できるのは投資者側からだけという考え方にしています。それは条文を見ただけではわからないのではないかとすることがあるかもしれませんが、ただし書きの例外の主張をする主体を無登録業者等に限ることによって、そこに投資者が出てこないことから、間接的に相対的無効だということを示しているつもりになっているということでございます。

○川口 先ほどから出ていますように、これはかなり異質な規定だとは思いますが。もっとも、これ自体は業者規制の一環だと位置付けできます。業者の規制は、金商法のほか金販法でも行われます。金商法を制定する際、金販法を金商法に取り込むかどうか議論されました。そのとき、金商法の業者規制は、行政処分に対処していくもので、民事責任を伴うものはなじまないで、金販法は存置するという経緯があったと思います。金商法には、ほかにも民事ルールはありますが、業者規制の民事ルールがあるというのはここだけだと思うのですけれども、今回金商法で、業者の規制に民事ルールを設定すると踏み込まれたというのは、立案担当者として、なんかの方向転換があったのでしょうか。

○藤本 金商法に置くのか、金販法に置くのかというのは、直感的に言うと、民事的なルールだから金販法だろうと私も最初は思ったのですが、金販法というのは、一定の業を行う、金融商品の販売を業として行う人に対しての賠償責任などを定めたものでありまして、登録を受けていようが、いまいが、どういう人であろうと、金販法の規制がかかる建て付けになっています。

それで、今回入れたかったルールはどういうものかといいますと、無登録業者につい

てのみそういうルールを入れるということです。登録を受けていようが、いまいが民事ルールがかかっている金販法に入れるのがちょっとためられたということであります。

○川口 確かに、従来の金販法は既存の法律で登録等を受けた業者を対象としています。しかし、金商法で、新たに大分思い切ってこういうをつくられたのですから、金販法でそういうものを置くという選択肢もあったように思います。

○藤本 そうです。ただ、金販法に規定を置くとするときも結局、金商法の登録義務がかかっている者なのに、それに違反してこういうをやっている者ということで、結局、金商法の業登録概念は借りてこなければいけなかったのだとは思いますが。確かにおっしゃるように、そういう形はあったかもしれません。あるいは新法ということも当然あった。1条だけのといいますか、これだけの法律ということも当然あったのだと思いますが、そこはいろいろな形があったとは思いますが。

無効となる要件

○森本 要件をもう少しクリアにさせていただきたいのですが、これは無登録業者を対象とするものですが、登録業者であっても、未公開株について相手方の無知に乗じて著しく不当な利益を得る行為をする場合がないわけではありません。それについては、詐欺、錯誤、公序良俗といった一般的な民事一般法が適用されるわけですね。

○藤本 そのとおりです。

○森本 そして、無登録業者については目に余る行為が多いので、民法90条をベースに、立証を容易にし被害者の保護を図るために特別規定を置いたということなのですが、ただし書きの不当な利得行為ということについて、これは暴利行為よりは格段に緩やかなものと理解していいわけですか。

暴利行為であれば、「又は」の前段は関係ないわけですね。暴利行為ではない不当な利得行為ということです。先ほど、客観的に不均衡なというか、不正確ですが、そういう趣旨のご発言があったと思うのですが、不当な利得行為というのは、不適切な価格というのとどの程度の乖離があるのか、ここが非常に微妙だなと思ったのです。そこら辺をお教えいただければと思います。

○藤本 暴利行為という名前のつけ方が、それ自体がイメージを生むのでどうかということもあるのですが、いわゆる暴利行為と言われている判例の考え方というのは、相手

方の窮迫，軽率，または無経験に乗じてというのがあって，それについて，「又は」の前の「当該売付け等が当該顧客の知識，経験，財産の状況及び当該対象契約を締結する目的に照らして顧客の保護に欠けるものでないこと」というのが主観的要素として対応していて，判例の著しく過当の利益を獲得する行為というのが，「又は」の後に「当該売付け等が不当な利得行為に該当しない……」とあって，これはネガとポジで逆になるのですが，不当な利得行為に該当するものに対応しているということです。

判例のほうは両方なければいけないというのが伝統的な考えで，最近，伝統的な考え方じゃない考え方も出てきているらしいのですが，それを反証する側なので逆にして，ちょっとド・モルガンの法則みたいなもので，「又は」にしてどちらかを立証したときにはこの限りでないとしています。

それで，後のほうはどういうことかということですが，売買契約等に客観的な給付の不均衡がないということを証明したときにはこの限りでないと考えております。

○森本 客観的な不均衡というのがよくわからないのですが，これは不公正な対価だったらダメなのか……。

○藤本 対価の均衡が保たれているかどうかということです。

○森本 ただし書きは，簡単に言えば，暴利行為にかかわる伝統的な判例法理の要件を満たしていなければ無効にはならないといった趣旨だというふうに理解したのですが，それと客観的な不均衡とは何かそごするような気がしたのですが。

○藤本 判例のほうの著しく過当の利益を獲得する行為……

○森本 だから，ここで「著しく不当な」というふうに「著しい」がないのはどういうことかということかもわからないです。細かな話ですが。

○藤本 「著しく」をつけるかどうかというのも，ちょっと悩んだところですけども，以前，暴利行為の判例が適用されていたのは，貸金業法ができる前の高利とか暴利，利率がものすごく高い貸付けのようなものでありまして，そういうものであれば，著しく過当の利益というのがこういうものかというのは「著しく」というイメージと直結するものです。今回のものは，これだけ株についてお金を出しました，で，価値はこれぐらいしかありませんでしたといったときに，「著しく」という形容詞をつけると，あまりにも範囲が限定され過ぎるのではないかと，未公開株に当てはめると非常に無効になる範囲が狭くなってしまうのではないかとといったことが一つあります。

それから，大審院の判例は「著しく」がついているのですが，最近，この法理を使っ

た下級審の判決では「著しく」がついていなかったり、あるいは「過当の」が「不当な」になっている判例もかなり出ておりまして、そういうことも参考にして、文言上は「不当な利得行為」としております。じゃあ一体どこで線を引くのか、何%だったらどうなのかといったことになると、結局、最終的には裁判所でケースごとに判断されるということになるのではないかと考えております。

業者の利得

○森田 お尋ねしたいのですが、例えば発行会社は自分の株券を売りますけれども、業者ですから、手数料収入ですよ。そうすると、そのブローカレッジとしての売買差益が大きいとか、そういう不当もあるでしょう。

それから、大抵未公開株で困るのは、換金ができないということですね。対価関係は別に合っているかもしれんけれども、換金できないということで一生寝かされるわけで、大きな被害になるというような要素もある。

ものすごいマージンを取ってしまっているという、よく店頭市場なんかでの業者の犯罪例とされるのは、売買差益の大きいものですね。ここでおっしゃる「不当」というのはそういうことを念頭に置かれているのか。それとも、例えば発行会社の純資産価値が何かで半分ぐらいはあるというようなときに、これもそれはひっかかってくるのか。そのような2面があると思うのです。つまり、ブローカーとしての利得と、取引全体として見たら、別に換金できないけれどもあり得るかなということがあると思うのです。ですから、それを「不当な」という言葉で解決できているのでしょうか。

ただ、金持ちであれば、ずっと持っていてもいいではないかということで救われているのかなとも思いますけれども、その辺どうなのでしょう。不当な利得というのは、何を考えられているのでしょうか。

○藤本 無効になるのは、対象契約ということで売買契約なのですね。なので、途中の業者が幾らマージンを取っているかというところには、この規定では着目しているものではありません。

○森田 それが転売行為だったらどうなるのですか。

○藤本 そうすると、業者が売って投資者が買うわけですが、結局、投資者が受け取ったものと払ったものの価値の均衡というものに着目するものです。

○森田 そうすると、発行会社がしっかりしていれば、ひっかからないかもしれんわけ

ですね。

○藤本　　しっかりしているというのは、結局、流動性プレミアムといいますか、上場しているものの価値と上場していないものの価値というのは、会社に入っているキャッシュフローを見れば同じだから同じ価値かという、そういうわけではなくて、やはりそこは、そういう流動性があるものについては高い価値がある。しかし、未公開のものについてはないということが前提にはなっている規定であります。

○森本　　先ほど私が、なぜ「著しい」というのを入れなかったのかと質問させていただいたのは、入れるべきだという意味ではなくて、90条をベースにしながらも、現在の状況を前提に、伝統的な公序良俗のバーをある程度下げて、無効行為を新たに創出したのだというふうに説明したほうが運用しやすいのではないかと思ったからです。つまり、この前段と後段の要件を勘案して、90条からいくと暴利行為に当たらないものでも、これは救うのだというふうな理解をしたほうが円滑な運用ができるのではないかという趣旨で、暴利行為を前提にお考えになったから取消しじゃなくて無効だというご説明はわかるのですが、それに引きずられて解釈すると、硬直的な運用になるのではないかと、思って、先ほどの質問をさせていただいたわけです。これは今後の解釈論あるいは運用論だと思うのですが。

劇場型の事例の場合

○北村　　2点、確認のために質問させていただきます。

最初におっしゃいました劇場型の事例が、私の親族にもありまして、発行会社（A）からは非常にしっかりした説明書が送られて来て、別の業者（B）からは当該株式を高値で買いますよという手紙が来るという事例だったのですが、この事例においては、新しい金商法171条の2に基づくと、だれをどのようにしてつかまえるのでしょうか。発行会社が、自己募集ですが無登録業者ということでつかまえるのか、あるいは後から勧誘してきたBを対象にするか、というのが一点目です。

第二点は、171条の2は、無登録業者が売り主になる、もしくは売り主側の代理・媒介をする、あるいは売主の募集または売出しの取り扱いをする場合を対象にしているということですが、買い主側に立った場合は範囲外ということではよろしいのでしょうか。

○藤本　　後者は範囲外だというふうに考えています。ただし、売り主側の媒介や募集の取扱いも兼ねている場合にはその観点から無登録業者に該当する余地はあります。

それから、劇場型の場合どうかということですが、結局、募集の取扱い、あるいは私募の取扱いといったものがどういうものかということと関連するわけですが、募集の取扱いの概念というのは、有価証券の取得を容易にする行為と考えられておりまして、その途中で出てくるBさんが、もしそういう株があったら私が高く買い取りますよと言ったことが、投資者がその未公開株を取得することを容易にさせる行為だというふうにとらえられて、しかもその人が反復継続の可能性があるということであれば、その人が無登録業者ということになって、発行会社と投資者との間の出資契約というものが無効になるという関係であります。

ただ、この場合は、じゃあそれでどんどん無効になるかといいますと、一点留意することがあります。投資者のほうとしますと、発行会社とBさん、劇場型の場合に出てくる登場人物が何らかの結託関係にあるとか、要は募集の取扱いですので、何か委託関係があるということを立証する必要があるのではないかということです。無登録業者ということは立証しなければいけませんので、そういうことは留意の必要があります。

発行会社のほうは、そもそも株式などですと、登録義務がかかっていませんので、この条文の最初に出てくる「無登録業者が」というのにそもそも入らないものですから、対象にはならないと言うと語弊があるといけませんが、無登録業者には当たらないということであります。

なので、劇場型の場合はいろんな人が登場してくるのですが、劇場型だとこの規定は全然役に立たないかという、そういうわけでもなく、役に立つのではないかということとであります。

○北村 AとBは普通は結託しているだろうということですか。

○藤本 ということだと思いますね。じゃないと、そんな電話はかけてこないですよ。

○北村 わかりました。

投資者の立証責任

○黒沼 今の北村先生の質問に関連してですが、今の例で、勧誘をしたBがAから委託を受けているということは、投資者の側で立証しなければならないのでしょうか。委託を受けていなくても、Bが要するに業として行っているような事実関係といいますか、そういうものを立証すればいいのでしょうか。

○藤本 Bにどういう登録義務があるかといいますと、やはり募集の取扱いとか私募の

取扱いということなのではないかと思います。取扱いというのは何かというと、何か委託するという関係があるのがその業規制の前提になっています。黒沼先生のおっしゃるのは、発行なので、売買の媒介などには当たらないので、取扱いというのをどうとらえるかということになるのだらうと思います。

○龍田 あなたがこういう証券を手に入れたら高く買いますよと言う人は、発行会社とグルではなくて、無登録業者とグルになっているのではありませんか。

○藤本 無登録業者がグルになって、無登録業者が投資家との間で何か売買契約を結ぶのであれば、別にBさんがどうかとは関係なく、無登録業者から買ったものなので、それは無効になるということだと思います。

問題なのは、発行者には登録義務がかかっていないので、そこでBさんというのがあるらわれたときにどうするかというのは、一つの論点になるのだらうとは思っています。

○龍田 発行者には、募集・売出しの発行開示が問題になりますね。

○藤本 開示の問題にはなるのですが、金融商品取引業の業登録を受ける義務はかかっていません。例えば中小企業が増資をしたいので、商店街あるいは親類のいろんな人に、今度増資するので株をお願いしますというものについては、登録義務はかかっていません。

○龍田 未公開株の発行会社が劇場型のサクラを使って、取得を勧めるような動きをするとは考えにくいのですが……

○藤本 それは、そういうことが世の中でもう広く行われることになってしまっているということなのです……

○龍田 無登録業者が未公開株を売り付ける補助手段にサクラを使うことはあるでしょうね。そのサクラは無登録業者の仲間でしょう。そうであれば、共謀というか、手足になって動いているわけですから、最初に河本先生がおっしゃったように、間髪を入れずに押さえていくことが大切です。緊急停止命令が活用されるようになったのは非常に結構なことですが、それと同時に、無登録業者が集めたであろう資金を散逸させないようにする措置が重要ではないかと思います。

それから、171条の2というのは、まるでローマの昔に返ったような、カズイステイックな規定だという感じを受けますね。無登録業者が一般投資者に証券を売付けるなどは、未公開株に限らずできないはずでしょう。実際に起こった細かな事例ごとに法律の規定をつくるのがよいのか、疑問に思いますね。

○藤本 散逸のほうですけれども、この規定というのも、早目に保全命令の迅速な発出を可能とすることによって散逸しないようにするというのが一つの目的となっています。

○龍田 海外への持出しを禁止するとか、預金を差し押さえるなどですね。

○藤本 預金になっている場合には、別途振り込め詐欺の関係の法律がありまして、振り込め詐欺救済法という通称がついているから誤解されやすいのですが、人の財産を害する罪であればどんな犯罪に関する口座であっても凍結することができるということになっておりまして、それは銀行に申し立てれば銀行がやりますので、そういう手法というのは、今も現行法上も整備されているところではございます。

適合性原則違反の認定

○黒沼 暴利行為の主観的要素、判例では窮迫、軽率に乗じてというふうにあったのを、こちらでは適合性の原則違反に言い換えているわけですね。現代化したのだということだと思いますけれども、もともと未公開株、上場前の株式を買うというつもりはその投資家にはあったはずで、上場が間近かどうかということに詐欺とか錯誤があったというようなときに、果たして適合性の原則に違反しているということがはっきり言えるのかというのはちょっとわからないところです。錯誤や虚偽があれば、適合性の原則に違反しているんだと考えてよいのでしょうか。

○藤本 相手がどういう知識を持っていたかどうかということですが、およそそういうことが期待できないということが本文のほうの「無効とする」ということで、じゃあ反証するときには、業者側とすると、どういうことをどこまで尽くせば契約締結プロセスに問題がなかったと言えるかということになると思います。そうしたときに、仮に登録業者であれば、こういうことをしていれば問題ない契約締結だということは何だろうと考えたときに、相手の知識などに応じて、またきちんと説明を尽くして契約をしているものであれば問題はないでしょうという、そういう思考経路でこういう規定になっているということです。

○黒沼 そうすると、お金持ちでリスクのある投資も行っている、未公開株も幾つか持っているというような人に勧めるときには、業者側からの反証が成立しやすいといえますか、成立しても、それはもうやむを得ないと。

○藤本 成立しやすいといえますか、そういう人も当然いて、お金持ちで未公開株はどういうものだというのかわかっている人でしたということであれば、無効にならない、

つまり業者側からの反証が成立する可能性はあるのではないかと思います。

○森田 同じ理屈で言ったら、投資で不当な投資なんてないですよ。リスクは勝手にとればいいですからね。それに対して色をつけて、これは不当だという言い方は難しいと思うんですよ。もちろん、何かつかまえようとされる趣旨はいいと思うのですが、そのときに、今龍田先生がおっしゃったように、規定の仕方として、例えば株式投資の本質は自由ですから、それを無効にしてしまうというやり方がどうも何かしっくり来ないというかね。それを無理やりにやればこういう形になるのかなあと思うのですけれども、どうしても最終的な言葉としては、黒沼先生も言われたし、やはり「不当」という意味ですよね。

○藤本 不当なものであっても、「又は」の前のほうの知識とか経験とか何とかという観点からして問題がなければ、その契約締結のプロセスに問題がなければ、そこは有効です。おっしゃるように自由なのだという考え方です。

○森田 だから、要するに無登録業者がよくないと、これははっきりしておるので、それならその筋でずっと行ったほうがいいんじゃないかと。

○森本 先ほど言ったことの繰り返しになりますが、「又は」の前と後は相関関係にあるものと思います。また、この規定が適用されない場合にも、詐欺や錯誤で効力問題とする余地は残っていますね。それプラス90条もおまた出てくるのかということで、この規定は適用されないけれども、90条が別に問題となるような運用はどうも釈然としないということもあって、これは暴利行為よりも緩やかなものだと考えるべきではないかなと思ったのです。これは現在の状況をベースにした緊急の規定で、これを金商法に入れるのがよかったか悪かったかは立法論でしょうけれども、こういう規定ができたので、それを合理的に解釈する必要がありますが、ちょっと肩が凝るなあというのが率直な印象です。不当な利得行為というのは緩やかにしないとなあと思ったのですが…。

○藤本 ただ、大審院の判例は、著しく過当な利益を獲得する行為であっても、それだけでは無効にならなくて、相手方の窮迫、軽率または無経験に乗じてという主観的な要素を満たさないと無効にはならないということにされているということは確認させていただきたいと思います。

○森本 そしてあと一つ、先ほど男女雇用機会均等法の話がされましたが、あれは9条の話ですか。きょうの本題とは関係ありませんが、ちょっと興味を持ったので。

男女雇用機会均等法との比較

○藤本 男女雇用機会均等法 9 条 4 項ですね。「妊娠中の女性労働者及び出産後 1 年を経過しない女性労働者に対してなされた解雇は、無効とする。ただし、事業主が当該解雇が前項に規定する事由を理由とする解雇でないことを証明したときは、この限りでない。」、こういう規定があるのはあります。

○森本 このただし書きとは少し違うのかなとも思います。どうでもいい話ですが。

○藤本 よく似た例がないわけではないという、（笑）世の中に一個もないわけではないという程度の話だと思います。

損害賠償請求

○河本 従来、この条文がないところで損害賠償請求をしようと思ったら、その株は上場されていないけれども、実体価値があるとした場合、鑑定にかけて一体幾らの価値があるのか、その値段を決めて、それと売買価格との差を損害賠償として請求しなければなりませんね。そこのところを、改正法のように、無効にしたら、売買代金を丸々請求すればいいのですね。要するに原状回復ですね。これはえらい違いだと思いますね。

そこで、もう一度お聞きしますが、対象になっているのは、ほとんど実体のない株ですか。

○藤本 いえ、発行会社はきちんとあって……。

○河本 ちゃんとあるんですか。そのちゃんとあるということの意味ですよ。

○藤本 ちゃんとの意味はいろいろあると思うのですが、大した事業をやっていないところもありますし、ある程度何かの事業をやっていて、事業も何か怪しいというところも、アフリカで何かつくっているとかというのがあります。

○河本 だから、そういう会社の株を買って、本来あるべき値段よりも高くつけたということで損害賠償となったら、本来あるべき値段は幾らかということが問題になって、非上場株の株式鑑定にかけなければならないですよ。

○森田 それだと高くつきますね。（笑）

○河本 高くつく。皆、泣き寝入りですよ。あとは、ADRあたりで、まあ、このぐらい何とかしてやれというぐらいの話になるのと違いますか。改正法では、無効になるから原状回復であり、売買代金がいくらであったかを証明するだけでよいことになります。

- 森田 それは登録のあるなしだけでそうでしょう。差が激しいね。
- 藤本 登録義務があるのであれば、登録が必要で……
- 森田 登録のあるなしの違いだけで、それだけの差が出てくる。
- 藤本 犯罪者ですから。（笑）
- 森田 まあ言うたら登録義務違反ですよ。（笑）
- 森本 だから、立証責任が転換されたのですね。ただし書きの運用がどうなるかによりますが。それとともに、3年の懲役が5年の懲役になるというのは、3年以下だったら執行猶予がつくけれども、3年を超えたら執行猶予はつかないということで、警察の目の輝きも少し変わるということを聞くこともあります。それから停止命令の可能性もあります。そういう形で、この規定の新設によってこの問題が社会問題としては相当少なくなるというふうにお考えですか。
- 藤本 少なくなることを期待しているということです。できることはやって、やるべきことがあればいろいろ検討していく必要があると思うのですが、やれることは可能な限りやっているということです。

無登録業者の定義

- 松尾 無登録業者の定義は、第二種金融商品取引業を行う者となっていますが、これには第二項有価証券の自己募集を行う者も入るのですか。
- 藤本 これは未公開有価証券で、2項のほうで社債券、株券、新株予約権証券は例示されているのですが、その他は政令で定める有価証券だということになっておりまして、この政令でどのようなものを定めるかによるものだと考えています。それによって、まずそこが決まってどうするかということになるということで、1項の3行目に第二種金融商品取引業が出てくるから、そこから逆算して政令でその二項有価証券が定まるかという、そういうものでもなく、今検討中だということでもあります。
- 松尾 うまく使えば、架空の投資話のようなもので第二項有価証券だと認定して、詐欺だとかを立証せずとも無効にできるのかなと思ひまして、ひょっとしたらそういうことも念頭に置かれているのでしょうかということをおききしたかったのですが、そういうわけではないということですか。
- 藤本 検討の過程ではいろいろなことを考えていまして、組合契約であれば、組合契約が無効になってしまうと、組合と取引している人はどうなるかという、株式会社の場

合は株式会社自体はあるので——という論点がちょっとあります。いずれにせよ、今検討中ということです。

○森田　もしこれにひっかからないで、登録業者でして、例えば適合性原則がゆるゆるで、お客さんを勧誘してしまったと。そういうときには同じような被害が起こると思うのですけれども、そういう場合には、適合性原則違反だなというぐらいが出てくると思うのですけれども、それだと、効果としてはここまで行きませんよね。そっち側を強化しようという気は……。

○藤本　結局、公序良俗違反に当たるようなものかどうかということになって、その場合は、投資者のほうにそれがそれに当たるということを立証することになると思います。その際に、このただし書きを裏から読むということが行われる可能性があるとは思いますが、そこまで考えて作ったものではありません。

○森田　波及効果はちょっとあるかもしれないとは認識しているわけですね。

○藤本　認識していると言うと言い過ぎなのですが（笑）、これは一応無登録業者のものでありますので、登録業者の場合は、基本は公序良俗違反に当たるかどうかを投資者が立証すればいいということです。

○森田　そういう意味では、そういう波及効果はあるかなとは非常に思いますけれども。（笑）

○森本　だから、そういう波及効果を与えないような解釈をすべきじゃないかと思います。

○近藤　やはり無登録業者の問題だから、ここで私法的な効力で規制をしようとしているのであって、ここから始まって、これを規制の手段として私法上の効力を否定することを多方向に広げようというお考えは必ずしももっておられないと考えてよいでしょうか。

○藤本　ないということです。

○森田　あるとも、ないとも言っていないです。（笑）

○藤本　まあ、そうです。（笑）

金融商品取引法の改正

○河本　こう改正が毎年毎年続きますと、教科書の書き直しに追われて、大変ですね。出版しようと思ったらまた改正だという。もうちょっとまとめるというわけにはいきま

せんか。

○藤本 何かオリンピックと同じぐらいでいいんじゃないかという声も内部ではありますが（笑）、やはり世の中がいろいろどんどん進展してきていて、いろんな対応をしなければいけないことがあらわれてくるので、泣く泣く対応しているという……。毎年非常な作業でありまして、つくるほうもどんどん量産しているという感じでもないのですけれども、そういう状況にあるということだと思います。

日本で静かだったなと思ったら、リーマンショックなどで外国発で対応しなければいけなくなったり、なかなか我々でコントロールできない世の中の動きというものがあるものですから、そういうことで毎年改正ということになっているのではないかと思います。教科書については、私も毎年教科書を買わなきゃいけないので……。 （笑）

公認会計士法改正の削除

○岸田 この法律と一緒に出ていた公認会計士法の改正案が途中で削除されましたけれども、もし差し支えなければ、理由を教えてくださいと思います。

○藤本 公認会計士というのは、試験に受かっただけではなれなくて、実務経験を積まなければいけないことになっています。どういう対応をしようかと思っていたかといいますと、なるべく一般企業で待機合格者を雇用してもらおうということです。そうすると、一般企業での経験も実務経験になる。ところが、一般企業で雇用されると、役所もそうなのですが、雑用などもされて、公認会計士協会が行う講習などにも出られないということもあって、企業財務会計士という資格を創設して、そういう資格を与えて一般企業でも雇ってもらおうと、会計士に向けたいろんな実務講習みたいなものを受けられるのではないかということが一つ。それとは別に、ある科目の試験に受かると、その有効期限が長くて、次の科目も受かるんじゃないかなと言っている間に年齢を重ねられて、なかなか一般企業での就職が困難になってしまうような方もいるのではないか。そうすると、一般企業に入っている人には試験の有効期限を長くして、一般企業で働いていない人は試験の有効期限を短くするというインセンティブの仕組みみたいなものを入れよう。

その2本立てだったのですけれども、国会においては、さらに検討すべきだということになりました。公認会計士監査制度及び会計の専門家の活用に関しては、会計をめぐる国際的な動向とか合格者数の適正規模についての議論など、そのあり方を引き続き検

討することという趣旨の附帯決議がなされていて、引き続き検討を与党のほうでもしていますし、課題として引き続き取り組んでいくということでございます。

○森本　そろそろ時間が参りましたが、よろしゅうございますか。——それでは、藤本さん、お忙しい中、わざわざ大阪までお越しいただき、貴重なご報告と質疑に参加していただきまして、ありがとうございました。

それでは、本日の研究会はこれで終わらせていただきます。