

「投資者保護」に関する一考察

——「消費者保護」との対比において——

川 口 恭 弘

一 はじめに

森田章教授は、「投資者保護の基本法」と題する論稿を『民商法雑誌』（九四巻一号）に掲載された。同論文は、アメリカ法およびイギリス法の研究を基礎として、日本における投資者保護の必要性を説く先駆的業績であった¹⁾。そこでは、当時、頻発した詐欺的投資事件などを素材に、消費者と投資者を区別した上で、甚大な被害を被った投資者を証券取引法の保護下に置くことが提唱されていた²⁾。

同論文公表後、三〇年以上が経過した。この間、証券取引法は金融商品取引法に改組され、集団投資スキーム持分が同法上の「有価証券」とされるなど、投資者保護の枠組みが大きく変化した³⁾。この改正は、いわゆる「幅広

1) 同論文は、『投資者保護の法理』（一九九〇年、日本評論社）に、第一編第一章として収録されている。

2) 「投資者の取引に関して、原則として規制することが必要であり、原則として野放しにするのは社会的弊害が多いように思う。そこで、投資者保護の基本法として、わが証券取引法の役割の拡大を検討すべきである。」とされていた。なお、ほぼ同時期に、竹内昭夫「証券取引法上の有価証券」『証券取引法大系』（河本一郎先生還暦記念）（一九八六年、商事法務研究会）二一頁以下が公刊されている。そこでは、証券取引法の「有価証券」の概念を拡大し、投資者保護を図るべきことが主張されている。

3) 現行法は、「組合契約、匿名組合契約、投資事業有限責任組合契約または有限責任事業組合契約に基づく権利、社団法人の社員権その他の権利のうち、当該権利を有する者が出資または拠出した金銭を充てて行う事業から生ずる収益の配当または当該出資対象事業にかかる財産の分配を受けることができる権利」を、金融商品取引法上の「有価証券」と規定している（金商法二条二項五号）。

い有価証券」を採用するもので、この点で、森田教授の提唱された投資者保護政策は一定の実現を見たこととなる⁴⁾。

ところで、近代市民法の原則によれば、取引が当事者の自由な判断に基づいて行われた以上、結果としてそれによって不利益を被ったとしても当該当事者はそれを甘受しなければならない⁵⁾。契約が自己の目的に適合するかどうかを知るための情報収集も、自己の責任で行うことが原則である⁶⁾。確かに、取引に精通している者（プロ顧客）は、契約に関する情報収集能力を備えているものが多い。さらに、たとえば、大口顧客など、契約において優位な立場に立つ者も、相手方から情報を引き出す経済的な力を有している。これらの者については、上記の原則がそのまま適用されるべきである。しかし、当事者の一方の情報収集能力が劣り、当事者が有する情報量に著しい格差がある場合には、情報収集能力が劣る当事者に一定の保護を与えることが有用である。このような保護の方法として、当事者の一方に他方に対して情報を提供する義務を課すことが考えられる。かかる情報提供義務により、前述の情報収集能力の格差を是正することが可能となる。

投資者保護のために、金融商品取引法は、証券の発行者や販売業者（金融商品取引業者など）に対して、一定の情報提供を義務づけている。このような情報提供は、投資者が自己責任で投資を行うための制度的基盤といえる。他方で、事業者の経営内容、契約内容および取引のリスクなどを十分に知ら

-
- 4) 「幅広い有価証券」の概念を採用することは多くの学説が支持するところであったが、その実現は容易に進まなかった。証券取引審議会報告「証券取引に係る基本的制度の在り方について」（平成三年六月）は、証券取引法（当時）に定める「有価証券」の定義の再検討の方向を示し、そのなかで、投資者保護の観点から、包括条項を設けることを提案した。ここで掲げられた「有価証券」の定義は、「証券」（securities）に関するアメリカ判例法を参考に考え出されたものであった。しかし、その後の証券取引法の改正では、このような「幅広い有価証券」の概念は採用されず、それが「集団投資スキーム持分」として定められたのは、証券取引法が金融商品取引法に改組された平成一八年の改正においてであった。これらの事情については、神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『金融商品取引法』（二〇一二年、青林書院）一一三頁以下参照。
- 5) 松本恒雄「規制緩和と消費者法の課題—消費者取引における自己決定と自己責任—」『企業の社会的役割と商事法』（田中誠二先生追悼論文集）（一九九五年、経済法令研究会）七一〇頁。
- 6) 後藤巻則「消費者契約とパターンナリズムに基づく介入」『消費者取引と法』（津谷裕貴弁護士追悼論文集）（二〇一一年、民事法研究会）五一頁。

せることは、消費者に自己責任を負わせる前提でもあり、金融・証券取引以外の取引にも必要なものである⁷⁾。特に、近年、大量生産、大量宣伝、大量消費の時代に入り、消費者保護の問題として、消費者に販売される商品やサービス（役務）に関する適正な情報提供の必要性が一段と重要視されるようになった⁸⁾。また、現代社会における契約内容の複雑化、商品・サービスの専門化、約款取引の一般化により、事業者と消費者との間の情報量およびその分析能力の格差が一段と拡大していることに注意が必要である⁹⁾。

金融商品取引法は、投資者保護のため、特別の情報提供義務を規定している。このような情報提供義務の意義はどこにあるのであろうか。本稿では、消費者保護と対比させながら、この問題をあらためて検討することにした。

二 情報提供者と情報提供の手段

1 商品の生産者と証券の発行者による情報提供

消費者に提供される商品・サービスに関する情報は、商品の生産者やサービスの提供者しか知り得ないものが多く、これらの者に作成させ、提供させることが合理的である。商品・サービスに関する情報の提供は、消費者が自己責任による購入を行う前提となる¹⁰⁾。さらに、たとえば、食料品などは、身体に取り入れるものであり、消費者の生命や健康に影響を与える可能性がある。この場合、商品に関する危険性とその程度に関する情報を伝えなければ消費者の利益が危険にさらされることになる¹¹⁾。消費者が安心して取引できる環境整備は、最終的には、生産者の利益となることに留意が必要である。

7) 松本・前掲（注5）七一五頁。

8) 松本・前掲（注5）七一一頁。

9) 横山美夏「契約締結過程における情報提供義務」『ジュリスト』一〇九四号一二九頁参照。

10) 情報提供義務を自己決定権の観点から正当化する見解について、潮見佳男「説明義務・情報提供義務と自己決定」『判例タイムズ』一一七八号一二頁以下参照。

11) 山本敬三「消費者契約法の意義と民法の課題」『民商法雑誌』一二三巻四・五号五四頁。

商品の安全性などが確保されることで、商品の販売が促進されれば、当該生産者の利益の増大が見込めるからである。正確な情報提供は、生産者や販売業者などの間の公正な競争を確保する手段でもある¹²⁾。

商品の販売にあたっての情報提供は、まずは、商品自体またはその包装に情報が記載される形で行われる。サービスの提供に関しては、その内容を説明した書類によって情報が提供される。これらの情報提供は、直接に消費者に提供されるという点で「直接開示」と言える。食料品や医療品など、身体に直接に影響を及ぼすものについては、表示の内容について特別の規制が存在する。たとえば、食品表示法は、食品表示基準（平成二七年内閣府令一〇号）に従った表示がなされていない食品の販売を禁止している（食品表示法五条）¹³⁾。同基準は、加工食品、生鮮食品、添加物に分けて、詳細な表示基準を定めている¹⁴⁾。また、医薬品、医療機器等の品質、有効性及び安全性の確保に関する法律（薬事法）は、医薬品などについて、その直接の容器または直接の被包に、一定の事項を記載することを要求している（薬事法五〇条）¹⁵⁾。これに違反する医薬品は、販売、授与・販売・授与目的の貯蔵もしくは陳列が禁止される（薬事法五五条一項）。

12) 竹内昭夫「消費者保護」『現代の経済構造と法』（一九七五年、筑摩書房）二三頁。

13) 食品表示法は、食品衛生法（昭和二二年法律二三三号）、農林物資の規格化等に関する法律（JAS法）（昭和二五年法律一七五号）および健康増進法（平成一四年法律一〇三号）が定める食品の表示に関する規定を統合して、食品の表示に関する包括的かつ一元的な規制を定めるものとして制定された（平成二五年法律七〇号）。

14) 「一般用加工食品」については、名称、保存の方法、消費期限または賞味期限、原材料名、添加物、内容量または固形量および内容総量、栄養成分（たんぱく質、脂質、炭水化物およびナトリウムをいう）の量および熱量、食品関連事業者の氏名または名称および住所、製造所または加工所の所在地および製造者または加工者の氏名または名称、「一般用生鮮食品」については、名称および原産地、「添加物」については、名称、添加物である旨、保存の方法、消費期限または賞味期限、内容量、栄養成分、食品関連事業者の氏名または名称および住所、製造所または加工所の所在地および製造者または加工者の氏名または名称を表示しなければならない（食品表示基準三条一項・一八条・三二条）。また、これらの表示の方式が詳細に規定されている（同法八条・二二条一項・三五条一項）。

15) そこでは、製造販売業者の氏名または名称および住所、名称、製造番号または製造記号、重量、容量または個数等の内容量のほか、有効成分の名称およびその分量、その他の注意事項が詳細に定められている（薬事法五〇条）。

なお、日本農林規格等に関する法律（JAS 法）は、国内においての農林物資の生産・販売その他の取扱いを業とするものについて、工場または事業所および農林物資の種類ごとに、登録認証機関の認証を受けて、その取り扱い農林物資について日本農林規格による格付けを行い、その農林物資またはその包装、容器もしくは送り状に日本農林規格により格付けをしたことを示す特別の表示（格付けの表示。「JAS 規格」と呼ばれている）を付すことを認めている（農林規格法一〇条）。この制度は、JAS 法上の認証機関が、品位、成分、性能その他の品質について一定の品質や特色を保証するものである。商品に表示された情報に関する判断能力に欠ける消費者であっても、「JAS 規格」の表示を手掛かりに、商品の購入を行うことが可能となる。

証券の投資者にとって必要な情報は、当該証券自体に関する情報（証券情報）と証券の発行者に関する情報（企業情報）である。株式についての証券情報としては、株式の種類と内容、発行数、募集の方法、募集の条件（発行価格、資本組入額、申込期日など）などがある¹⁶⁾。社債についての証券情報としては、金額、発行価額の総額、発行価格、利率、償還期限、申込期間、担保の種類・順位、財務上の特約などがある¹⁷⁾。これらは、発行者が決定するものである¹⁸⁾。さらに、企業情報は、企業の概況、事業の状況、設備の状況、会社の状況、経理の状況などである¹⁹⁾。これらの情報は発行者しか作成できない。そのため、証券の発行に際して、証券情報と企業情報の開示は、発行者自身が行うことが合理的である²⁰⁾。

16) 企業内容等の開示に関する内閣府令第二号様式（以下、「第二号様式」という）「第一部」【証券情報】第1【募集要項】1【新規発行株式】。

17) 「第二号様式」第一部【証券情報】第1【募集要項】5【新規発行社債】。

18) 募集株式の発行等における募集事項の決定は取締役会が行う（会社法一九九条一項・二〇一条一項）（公開会社の場合）。募集社債に関する事項の決定も取締役会が行う（会社法六七六条・三六二条四項五号）。

19) 「第二号様式」第二部【企業情報】。

20) 金融商品取引法は「募集・売出し」の場合に、発行者に情報開示を要求する（金商法四条一項）。「募集」は、「新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘」、「売出し」は、「既に発行された有価証券の売付けの申込みまたはその買付けの申込みの勧誘」である（金商法二条三項・四項）。証券の募集により、発行者には手取金を得ることができる。もっとも、「売出し」

金融商品取引法は、証券を発行する際に、発行者に証券情報と企業情報の開示を義務づけている(強制的開示制度)。証券情報および企業情報の開示は、投資者が自己責任で証券投資を行うための前提条件といえる。自己責任による投資判断は、公正な価格形成に資するものである²¹⁾。また、このような投資が促進されることは、企業の資金調達を容易にするという点で、国民経済的に重要な意義を有するものである²²⁾。

証券情報や企業情報は、証券自体に記載されることはなく、それらの内容を記載した書類の開示によって行われる²³⁾。これには、開示書類の公衆縦覧によるもの(間接開示)と²⁴⁾ 開示書類が直接に交付されるもの(直接開示)

では、売出人に有価証券の売付けの対価が支払われ、発行者には支払われない。「売出し」の場合についても、発行者に情報開示を要求するのは、企業情報などについては、発行者しか作成できないためである。

- 21) 投資した証券の価格が上がれば利益は自分のものとなる。反対に、それが下がれば損失は自分で負担しなければならない。このような前提で行われる投資判断により、公正で妥当な市場価格が形成される。公正な市場価格は、限られた資源を効率的に配分するために不可欠なものである。すなわち、市場から高い評価を受けた発行者は有利な条件で資金調達が可能となる反面、市場から低い評価しか得ることができない発行者は不利な条件での資金調達を余儀なくされるか、資金調達を断念しなければならない。
- 22) 発行開示を強制する根拠として、つぎのことが言われる。質の高い事業を行う発行者は、その事業を正しく開示することで投資者から資金を調達することができる。これに対して、質の悪い事業を行う発行者は、質の高い事業を行っていると投資者に信じさせるために、虚偽の情報などを開示する危険性がある。事業の状況を正確に開示させる開示制度を強制しないと、質の悪い事業を行う発行者に上記の行動を許すこととなる。また、投資者は、開示された情報が真実であるかどうか分かなければ、情報が適切に開示されていないリスクを考慮して、低い価格でしか、新規証券の購入を行わない。その結果、質の高い発行者の資金調達コストが増加し、証券市場を利用した資金調達は躊躇するようになる(いわゆる「逆選択」(adverse selection))。このような状況では、証券市場で資金調達を行う者は、質の低い事業を行うものばかりとなり、投資者はさらに発行証券の価値を割り引いて評価するようになる。これでは、証券市場が企業の資金調達の場として役割を果たせなくなってしまう。以上のことから、企業の資金調達の場として有益な市場の成立条件として、発行者による情報開示を強制する必要がある。近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門』〔第四版〕(二〇一五年、商事法務)一〇四頁、黒沼悦郎『金融商品取引法』(二〇一六年、有斐閣)六〇頁参照。
- 23) 株式や社債について、券面の不発行が原則となっている(会社法二一四条・六七六条六号・六九六条)。
- 24) 開示書類は、発行者の本店・主要な支店などに備え置き、公衆縦覧に供される(金商法二五条二項など)。もっとも、現在では、EDINETにより、電子開示されるため、投資者は、自宅などからこれらの情報を閲覧することが可能である。

とがある²⁵⁾。

証券投資は、投資者の自己責任で行われなければならない。もっとも、発行者の開示する情報について十分な分析能力を有さない投資者も存在する。そこで、投資者に代わって、格付機関と呼ばれる民間機関が、社債などの信用力（元本と利息の支払われる確実性の程度）を評価し、投資情報として公表している。「信用格付業」は、信用格付け²⁶⁾を付与し、かつ提供または閲覧に供する行為を業として行うことをいう（金商法二条三五項）。信用格付業を行う法人は、内閣総理大臣の登録を受けることができる（金商法六六条の二七）²⁷⁾。このように、信用格付業の登録は任意であるものの、金融商品取引業者が無登録業者の格付けを利用する場合、その格付けは無登録業者によるものなどの事実を告げなければならない（金商法三八条三号）。これにより、投資者が無登録の信用格付業者による格付けを利用することに、事実上、一定の歯止めが掛けられている。

2 販売業者による情報提供

商品の販売について、生産者と消費者の間に販売業者が介在することが通常である。スーパーマーケットや百貨店などの大規模販売店の売り場で陳列される商品については、特に、販売業者からの情報提供は不要であろう。これらの商品の販売にあたって、一般的に、販売業者による勧誘はなく、消費者は生産者が商品に表示した情報に接することで足りる。もっとも、消費者に対して販売業者による勧誘がなされる場合、当該商品についての販売圧力

25) 証券の発行者などは、募集・売出しにより有価証券を取得させ、または売付ける場合は、所定の目論見書を、あらかじめまたは同時に交付しなければならない（金商法一五条二項）。もっとも、目論見書の交付は、契約の締結と「同時」でも良く、この場合、投資判断のための情報提供の効果は十分とは言えない。

26) 信用格付けは、金融商品または法人の信用状態に関する評価（信用評価）の結果について記号または数字によって表示した等級をいう（金商法二条三四項）。

27) 株式会社日本格付研究所、ムーディーズ・ジャパン株式会社、ムーディーズ SF ジャパン株式会社、S & P グローバル・レーディング・ジャパン株式会社、株式会社格付投資情報センター、フィッチ・レーティングズ・ジャパン株式会社、SP グローバル SF ジャパン株式会社の7社が登録を受けている（平成二九年四月一日現在）。

が生じることもある。この場合、当該商品について情報格差が生じているならば、販売業者に対して情報の提供を義務づけることも考えられる。消費者契約法は、事業者は、「消費者契約の締結について勧誘をするに際しては、消費者の理解を深めるために、消費者の権利義務その他の消費者契約の内容についての必要な情報を提供するように努めなければならない。」と規定している（消費者契約法三条一項）。もっとも、この規定は、いわゆる努力義務として定められた²⁸⁾。すなわち、事業者が必要な情報を提供するように努めなかった場合でも、ただちに法的な責任を問われることはない。消費者契約法の立法にあたり、事業者と消費者の情報格差や交渉力の違いが構造的に存在することを認識しながらも、事業者には様々なものが含まれる以上、単に事業者であるというだけで、一律に情報提供義務を課す理由にはならないと考えられたことによる^{29) 30)}。

28) このような立法に対する批判として、沖野眞巳「『消費者契約法（仮称）』における『契約締結過程』の規律—第一七次国民生活審議会消費者政策部会報告を受けて」『NBL』六八五号二七頁、潮見佳男「消費者契約法と民法理論」『法学セミナー』五四九号一三頁一三頁など参照。

29) 山本・前掲（注11）五三頁。

30) 二〇一七年五月二七日に、民法の一部を改正する法律などが成立した（施行日は原則として二〇二〇年四月一日）。情報提供義務については、中間試案（法制審議会民法（債権関係）部会「民法（債権関係）の改正に関する中間試案」（二〇一三年二月二六日）では、つぎの規定が提案され、（注）として、規定を設けないという考え方があることや消費者契約の例示を設けないという考え方があるとされていた。

「消費者と事業者との間で締結される契約（消費者契約）のほか、情報の質及び量並びに交渉力の格差がある当事者間で締結される契約に関しては、民法第一条第二項及び第三項その他の規定の適用に当たって、その格差の存在を考慮しなければならないものとする。」

また、中間試案では、つぎの規定を置くことが提案され、（注）でこのような規定を設けないという考え方が記載されていた。

「契約の当事者の一方がある情報を契約締結前に知らずに当該契約を締結したため損害を受けた場合であっても、相手方は、その損害を賠償する責任を負わないものとする。ただし、つぎのいずれにも該当する場合には、相手方は、その損害を賠償しなければならないものとする。

①相手方が当該情報を契約締結前に知り、または知ることができたこと

②その当事者が当該情報を契約締結前に知っていれば当該契約を締結せず、またはその内容では当該契約を締結しなかったことが認められ、かつ、それを相手方が知ることができたこと

③契約の性質、当事者の知識および経験、契約を締結する目的、契約交渉の経緯その他当該契約に関する一切の事情に照らし、その当事者の一方が当該情報を入手することを規定することができないこと

商品やサービスの販売形態によっては、契約内容などを記載した書面の交付が必要なものもある。たとえば、特定商取引法は、訪問販売や電話勧誘販売について、契約の申込みを受けたときは、直ちに、その申込みの内容を記載した書面を申込者に交付することを要求している（特商法四条・一八条）³¹⁾。もっとも、このような書面交付は購入の判断のために消費者に情報提供をするものではなく、契約した取引内容を正確に顧客に伝えるために要請されているものである。

さらに、特定の商品の販売を専門に行い、加えて、当該商品の仕組みなどが複雑であるような場合には、特別の考慮が必要である。このような商品の取引では、消費者は、専門的知識を有する販売業者に依存する傾向があり、この場合、販売業者に対して一定の信頼を寄せていることも多いであろう。そのため、専門性の高い事業を行う者は、相手方に対して、その取引を行うかどうかを決めるために必要な情報を提供することが要請される³²⁾。このような専門性の高い販売業者の典型例が金融商品取引業者であるが、専門性の

④その内容で当該契約を締結したことによって生ずる不利益をその当事者の一方に負担させることが、上記③の事情に照らして相当でないこと」

前者の規定を置くことに関しては、民法は抽象的な人を念頭に置いて対等当事者の取引についての規律を設けるものであるとの指摘や、規定を置くにしても、その内容が必ずしも明確でないとか、格差のみを取り出して規定するのは相当でない等の指摘があった。また、後者の試案については、信義則という一般規定があれば足りるという批判、柔軟な解釈が阻害されるおそれがあるとの指摘、現在信義則の適用の結果として形成されてきたルールを過不足なく適切に明文化することは困難であるなどの指摘がなされた。結局、最終的には、これらの規定を明文化することは見送られた。桜井健夫＝上柳敏郎＝石戸谷豊『新・金融商品取引法ハンドブック』〔第4版〕（二〇一八年、日本評論社）四〇三頁参照。

31) たとえば、訪問販売において、販売業者や役務提供業者は、営業所以外の場所において商品もしくは特定権利につき売買契約の申込みを受け、もしくは役務につき役務提供契約の申込みを受けたときなどは、直ちに、①商品・権利または役務の種類、②商品・権利の販売価格または役務の対価、③商品・権利の代金または役務の対価の支払いの時期および方法、④商品の引渡し時期もしくは権利の移転時期または役務の提供時期、⑤売買契約もしくは役務提供契約の申込みの撤回または売買契約もしくは役務提供契約の解除に関する事項、⑥その他の主務省令で定める事項についての申込みの内容を記載した書面を申込者に交付しなければならない（特商法四条）。

32) 事業の専門性を情報提供義務の根拠とすることについて、山本・前掲（注11）五三頁参照。

高い商品の販売業者はこれに限られるわけではない³³⁾。

証券の公募の場合、通常、金融商品取引業者による引受けが行われる。引受けた証券について、顧客に対する投資勧誘が行われる。その際、投資者にさまざまな情報が提供されることがある。また、証券の引受業務においては、金融商品取引業者に、引受けた証券が売れ残る可能性（引受リスク）があることに注意が必要である。そのため、金融商品取引業者は、引受リスクを回避するため、投資者に販売圧力をかけることが懸念される。このような状況において、金融商品取引業者が適切な情報を提供せず、投資者が、自己に適合したものであることを判断できないまま、証券の購入を行う危険性がある。ここでも、自己決定権の侵害が問題になり得る。したがって、投資者保護のために、金融商品取引業者が、一定の情報を顧客に提供することが要請されなければならない。販売圧力に直面した投資者に対して、投資判断に必要な情報を提供し、情報に基づいた投資決定を確保することを通じて効率的な資源配分を達成することは、金融商品取引法が発行開示を強制する根拠の一つにもなっている³⁴⁾。

金融商品取引業者は有価証券の売買などの取引を業として行うもので（金商法二条八項）、その業務の専門性が高い³⁵⁾。したがって、金融商品取引業者による投資者への情報提供義務は、前述の専門家の責任としても認められるものである³⁶⁾。

さらに、金融商品取引法は、金融商品取引業者が金融商品取引契約を締結しようとするときは、あらかじめ、投資者に対して、情報を記載した書面（契

33) 業者の説明義務を基礎づける専門性の意義について、横山美夏「説明義務と専門性」『判例タイムズ』一一七八号一九頁参照。

34) 黒沼悦郎・前掲（注22）六一頁。

35) 金融商品取引業は内閣総理大臣の登録を受けたものでなければ行うことができない（金商法二九条）。登録拒否要件は、金融商品取引法に詳細に規定されている（金商法二九条の四第一項）。たとえば、一般的拒否事由として、金融商品取引業を適確に遂行するに足りる人的構成を有しない者など、法人に関する拒否事由として、役員や使用人が法定の欠格事由に該当する者などが規定されている。また、金融商品取引業の種類（第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業、投資運用業および投資助言業）により、さらに、詳細な登録拒否事由が規定されている。

36) この点については、本稿241頁参照。

約締結前交付書面)を交付しなければならないものとしている(金商法三七条の三第一項)³⁷⁾。このような情報提供は、投資者保護のために要請される。したがって、投資者保護に支障を生ずることがない場合として内閣府令で定めるときには、書面交付は不要となる³⁸⁾。

ところで、販売業者が商品の販売を促進するための広告を行うことがある。広告自体は法が要求するものではない。もっとも、広告は取引を誘引する行為であり、消費者の保護のために、一定の事項を表示することを義務づける規制がある。たとえば、特定商取引法のもと、通信販売の広告には、商品の販売価格等、商品の代金等の支払いの時期および方法、商品の引き渡し時期など、商品の売買の申込みの撤回、売買契約の解除に関する事項などを表示し、これらを記載した書面を遅滞なく交付しなければならない(特定商取引法一条)。金融商品取引法にも広告規制が定められている。すなわち、金融商品取引業者等の広告には、①当該金融商品取引業者等の商号、名称または氏名、②当該金融商品取引業者等である旨、その登録番号、③金融商品取引業の内容に関する事項であって、顧客の判断に影響を及ぼすこととなる重要なものとして政令で定めるものの表示を義務づけている(金商法三七条一項)。

なお、勧誘行為において、販売業者は、投資者に対して情報を提供するだけでなく、商品の説明を積極的に行うことが要請される場面もある(説明義

37) 契約締結前交付書面には、①当該金融商品取引業者等の商号、名称または氏名、②当該金融商品取引業者等である旨および当該金融商品取引業者等の登録番号、③当該金融商品取引契約の概要、④手数料、報酬その他の当該金融商品取引契約に関して顧客が支払うべき対価に関する事項であった内閣府令で定めるもの、⑤顧客が行う金融商品取引契約について金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動により損失が生ずることとなるおそれがあるときは、その旨、⑥⑤の損失の額が顧客が預託すべき委託証拠金その他の保証金その他内閣府令で定めるものの額を上回るおそれがあるときは、その旨、⑦①から⑥に掲げるもののほか、金融商品取引業の内容に関する事項であって、顧客の投資判断に影響を及ぼすこととなる重要なものとして内閣府令で定める事項が記載されなければならない。

38) これには、上場証券の売買(上場有価証券等売買等)で、金融商品取引契約の締結前1年以内に当該顧客に対して当該金融商品取引契約について上場有価証券等書面を交付している場合などが規定されている(金商法等府令八〇条一項)。

務)。かかる義務が認められるのは、情報の非対称性が著しく、そのまま契約締結することは、信義則（民法一条三項）に反することによる。販売業者の説明義務は、金融商品の販売に関する裁判例の蓄積によって認められるようになった³⁹⁾。さらに、金融商品の販売における説明義務は、金融商品の販売等に関する法律（金融商品販売法）の制定によって立法化された。すなわち、金融商品販売法は、金融商品販売業者等に対して、金融商品の販売等を業として行おうとするときは、顧客に対して、「重要事項」について説明することを義務づけている（金販法三条一項）。かかる説明を怠ったときは、これによって生じた顧客の損害を賠償する責任を負う（金販法五条）⁴⁰⁾。

金融商品販売法は、消費者契約法と同じ時期に制定された。前述のように、消費者契約法においては、事業者の情報提供義務は努力義務にとどまった⁴¹⁾。これに対して、金融商品販売法では、事業者に法的な情報提供義務が課された。この点について、消費者保護に関しては、本来、投資取引以上のパターナリスティックな義務が事業者に認められて良いにもかかわらず、金融商品販売法では事業者に情報提供義務が認められ、消費者契約法で努力義務しか認められないのは、本末転倒であるとする見解が述べられている⁴²⁾。

三 提供される情報の内容

1 購入者（顧客）の属性

『日本国語大辞典』によれば、「消費」は、「人の欲望を満たすために財貨

39) 当時の裁判例については、清水俊彦『投資勧誘と不法行為』（一九九九年、判例タイムズ社）参照。

40) 前述のように、金融商品取引業者等は、投資者との間の契約を締結する際、契約締結前交付書面を交付しなければならない。さらに、金融商品取引業者等は、これについて説明を行うことが義務づけられている（金商法三十八条八項、金商業等府令一一七条一項一号）。

41) 本稿240頁参照。

42) 山本敬三「消費者契約法と情報提供法理の展開」『金融法務事情』一五九六号一四頁注（28）。

を消耗する行為」である⁴³⁾。このような定義によれば、日常生活において、商品やサービスを購入する者が広く消費者に含まれることとなる。また、消費者の定義として、営業と直接に関連しない目的のために行為をする者とするものもある⁴⁴⁾。消費者契約法は、「この法律において『消費者』とは、個人（事業としてまたは事業のために契約の当事者となる場合におけるものを除く。）をいう」（消費者契約法二条一項）と規定している。また、電子消費者契約に関する民法の特例に関する法律（電子消費契約特例法）においても同様の定義が定められている（電子消費契約特例法二条二項）。この定義は、上記の学説に類似するものであるが、営業ではなく事業との関連性を問題としている点で、より適用範囲が狭いものと評価されている⁴⁵⁾。

消費者契約法が定める消費者の定義によれば、個人の投資者も事業として投資を行うものでない限り、消費者に含まれる。また、消費者は個人に限られるが、投資者については、法人にも該当するものがあることに留意が必要である⁴⁶⁾。

これに対して、金融商品取引法は、「投資者保護」を保護法益と明記しながら（金商法一条参照）、「投資者」の定義を定めていない。同じく、『日本国語大辞典』によれば、「投資」は、「利益を得る目的をもって資金を支出すること」をいう⁴⁷⁾。このような定義では、投資者は広い範囲のものを含むものとなる。たとえば、将来の事業による利益を獲得するために、施設建設に資金を拠出する企業も投資者である。さらに、美容のためにエステに通う者も投資者であろう。もっとも、これらの者は、基本的に金融商品取引法が保

43) 小学館国語辞典編集部『日本国語大辞典〔第2版〕』第九卷（二〇〇一年、小学館）九六〇頁。

44) 大村敦志『消費者法』〔第3版〕（二〇〇七年、有斐閣）二五頁。

45) 大村・前掲（注44）二五頁。

46) 法人にも投資者が存在するとして、その知識などをどのように判断すれば良いかが問題となる。これについては、当該法人の投資経験から推認することに加えて、当該法人の規模・業種などを勘案して、当該法人内部で契約締結に至る意思決定に関与する権限を有すると合理的に見込まれる担当役職員（担当者）を想定し、当該担当者を基準とすることなどが可能という見解がある。松尾直彦『金融商品取引法』〔第五版〕（二〇一八年、商事法務）四四三頁。

47) 小学館国語大辞典編集部・前掲（注43）第八卷二三七頁。

護する投資者ではない。この点、証券取引法から金融商品取引法に改組された際、改正法の対象となる「金融商品（投資商品）」について示された基準が参考になる。そこでは、「①金銭の出資、金銭等の償還の可能性を持ち、②資産や指標などに関連して、③より高いリターン（経済的効用）を期待してリスクをとるもの」とされていた⁴⁸⁾。これによれば、金融商品取引法で保護の対象となる投資者は、金銭の運用により高いリターンを受ける（運用の果実の分配を受ける）目的で当該金銭を拠出する者が対象となる。この点で、投資者は、金銭を支出しながら金銭以外のもの（商品やサービス）を受け取る消費者と区別されることとなる。

なお、消費者も投資者も、知識・判断能力において、弱者の立場にあることは同じであるものの、そのレベルの点で、消費者は投資者に劣るものと位置付ける見解もある⁴⁹⁾。この見解に従うならば、一般論として、投資者と比較して、消費者には、より丁寧な情報提供が求められることとなる^{50) 51)}。

48) 金融審議会金融分科会第一部会報告「投資サービス法（仮称）に向けて」（平成一七年一月二二日）。また、証券取引法の時代、「幅広い有価証券」概念の立法化が検討されたことは既述の通りである（本稿234頁参照）。そこでは、「有価証券」の定義として、「①投資者が資金を拠出し、資金の受領者（以下、『管理運用者』という）が当該資金をもとに事業の経営または資産の運用を行うこと、②拠出された資金が、他の投資者により拠出された資金とともに、管理運用者により、一括して管理または運用されること、③投資者は、当該契約等にもとづき、運用管理者から資金の管理または運用に伴う果実の分配を受けることができること、④当該契約等にもとづき投資者の地位または権利が譲渡可能であること」といった要件のいずれにも該当する「契約または仕組み」で、「当事者の一方の地位または権利を表章する証券または証書」といったものを定めるべきとされていた。

49) 谷村裕「資本市場における投資者保護」『証券取引法大系』（河本一郎先生還暦記念）五頁。

50) そこでは、一般消費者の知識に関しては、商品の説明、使用方法の記述、宣伝文句などは、小学2年生が分かるくらいでなければならず、これに対して、投資者は、相当高度な知識を持っているという見るべきで、高校卒くらいのレベルにあるとする。

51) なお、神田秀樹監修・野村證券株式会社法務部＝川村和夫編『注解証券取引法』（一九九七年、有斐閣）五頁は、理論的には、「投資者」の水準は、①金融市場を重視し預金者的水準を「投資者」の水準とするものと、②投資顧問市場を重視し運用委託者的水準を「投資者」の水準とするもの、③本来的証券市場を重視し危険負担的水準を「投資者」の水準とするものが想定できるとする。

2 購入対象（商品）の属性

野菜や魚などの生鮮食料品は、手にとってその品質を確かめることができる。家電製品なども、展示品などで性能を確認することが可能である。引き渡された目的物が、種類、品質または数量に関して契約の内容に適合しないものであるときは、買主は、売主に、目的物の修補、代替物の引渡しまたは不足分の引渡しによる履行の追完を請求することができる⁵²⁾。商品・サービスの販売においては、販売時点で、当該商品・サービスが一般に期待される通りの品質・内容をもっていることを保障することが重要となる⁵³⁾。

これに対して、証券の価値は、それに紙が発行されていても、その紙に価値があるわけではない⁵⁴⁾。この点で、通常の商品のように、手にとって品質を確認することができない。さらに、証券の価値は、将来の発行者の状況や市場の動向によって決まるものである。証券の販売に当たり、発行者や販売業者は、当該証券の現在の価値を保証することはない。

証券投資は、他人の努力に金銭を支出するという点で、サービス（役務）の購入と類似点が見られる。もっとも、サービスは、購入者がそれにより直接の利益を得るのに対して、証券投資は、企業価値の向上についての間接的に利益を得るという点で異なる。

また、証券のなかには、仕組債など、その仕組みが複雑で理解が困難なものもある。このような仕組みが理解できなければ投資の是非は判断できない。投資はリターンを求めるものであるところ、リターンを生む仕組みが理解できないと、購入の判断がつかないからである。他方で、商品についても、複雑な仕組みのものがある。たとえば、パソコンなどの電化製品や自動車について、その仕組みの理解は容易ではない。もっとも、消費者にとって、これらの商品の仕組みは重要ではない。そこでは、商品の使い勝手や性能こそ

52) 平成三〇年改正前の民法五七〇条および改正後の五六二条から五六四条参照。

53) 竹内昭夫「消費者保護」『現在の経済構造と法』（一九七五年、筑摩書房）一九頁。

54) 既述のように、現在では、証券について紙を発行することも例外となっている。

が購入の決め手となるからである⁵⁵⁾。

四 むすびに代えて

かつては、通常の商品の取引では、「買主注意せよ」(caveat emptor)の原則が支配すると言われていた。これは、買主が自己の責任で注意しなければならないという基本原則である。この原則は、売主は虚偽表示や欺罔行為は許されないものの、商品の品質・内容に関する情報の提供を積極的に行う必要はなく、買主のほうで、相当の注意を払うべきというもので、買主の自己責任を強調するものである⁵⁶⁾。これに対して、金融商品取引法は、「売主注意せよ」(caveat vendor)を基本原則としている。これは、売主にも商品の品質・内容に関する情報の提供を積極的に行う義務を課すというものである。このような情報提供を前提として、買主の自己責任が求められている。もっとも、商品やサービスが複雑となり、大量消費社会となった現在、消費者法の世界でも、後者の考え方が取り入れられるようになった⁵⁷⁾。その結果、売主の責任が以前より相対的に重くなっていると指摘されている⁵⁸⁾。

生産者または販売業者が、商品に関する情報を知らせることは消費者にとって有用であることは間違いない。一定の情報提供を義務づける根拠については、生産者や販売業者と比較して、一般的に、情報力や交渉力に劣る消費者に、私的自治の原則を適用すると、自己の目的に適合した契約を選択する自由を実質的に奪われる点が指摘されている。これは、いわゆる自己決定権の侵害に根拠を求めるものである。さらに、特に複雑性の高い取引では、専

55) その背景には、商品の安全性に対する保障がなければならないのは当然である。消費者基本法(平成一六年に、消費者保護基本法から改組された)は、事業者は、その供給する商品および役務について、消費者の安全を確保することを求めている(消費者基本法五条一号)。

56) 松本・前掲(注5)七一一頁。

57) 龍田節『証券取引法』(一九九四年、悠々社)二八頁。

58) 松本・前掲(注5)七一二頁。消費者基本法も、事業者が、その供給する商品および役務について、消費者に対し必要な情報を明確かつ平易に提供することを求めている(消費者基本法五条一項一号)。

専門的知識を有する事業者に依存する場面が多くなるところ、このような専門性の高い事業を行う者は、相手方に対して、その取引を行うかどうかを決めるために必要な情報を提供することが要請される。加えて、商品・サービスの危険性に着目した立場もある。これは、その契約によって、相手方が現に有する生命、身体、財産等の利益に損害が生じる可能性が高い場合は、その危険性とのその程度に関する情報を伝えなければ相手方の利益が危険にさらされるというものである。

証券投資は、一般的に、生活に不可欠なものではなく、通常は、利殖の手段として利用される。この点で、あえて証券投資をする際には、消費者と比較して、より広く私的自治の原則の適用を許容しても良いように思われる。しかし、証券の販売により利益を得る金融商品取引業者には販売圧力の問題が深刻で、投資者の自己決定権が侵害される場面が想定できる。金融商品取引業者と一般投資者との情報の非対称性や交渉力の格差は歴然としている。なお、証券投資が、生活に不可欠なものでないことを強調するならば、投資者については、相手方の生命、身体、財産等の利益を侵害するという根拠は妥当しないとも考えられる。しかし、年金生活者などに、ハイリスク・ハイリターンの金融商品を販売する行為などについては、上記の懸念は払拭されないことに留意が必要である。

現行法のもとでは、金融商品取引法は、投資者に対する情報提供義務を特別に規定している。これには、上記の理由のほか、投資者保護を通じて、証券投資に対する信頼を確保し、これにより、企業の資金調達を促進するといった政策的な利益が重視されていると考えられる。そこでは、情報に基づいた投資決定を確保することを通じて効率的な資金配分を達成するといった、企業の資金調達の間としての証券市場の発展が期待されている。

提供されるべき情報の量と質は、「顧客の属性」×「商品の属性」によって決定される。「顧客の属性」に関して、一般論として、消費者の知識・判断能力は、投資者に劣後するとも言えるかもしれない。この点で、投資者と比べて、消費者のほうがより、保護されるべきとの見解も説得力がある。これ

に対して、「商品の属性」に関して、投資者保護を強調することにも合理性があるように思われる。証券の価値は手にして判断することができず、また、それは、将来において決定するという特徴がある。商品・サービスはそのものの利用価値が重要で、これに瑕疵があったとしても、買主がそれを回復する手段が与えられている。これに対して、証券については、投資リターンの可能性や確実性は投資者の自己責任で判断されるべきもので、法がその判断について関与することはない。この点で、自己責任の判断となる情報の提供はより重要なものとなる⁵⁹⁾。

既述のように、森田教授は、消費者保護と区別した上で、投資者保護の必要性を強調された。確かに、当時、詐欺的な投資勧誘による被害が社会問題となり、その解決は喫緊の課題であった。また、金銭の支出の対価が、投資者はその運用による金銭のリターンであるのに対して、消費者は金銭以外のもの（商品やサービス）であるという違いがある。しかし、金銭の支出の対価が他人の努力に委ねられる点で、両者に違いはない。さらに、この三〇年の間に、投資取引以外においても消費者被害が発生し、消費者保護の必要性が格段に高まっていることにも留意が必要である。特に、情報の提供に関して、自己決定権の確保や業者の販売圧力は、消費者保護においても共通の課題と認識されるようになった。身体や生命への影響の観点からも、消費者保護と投資者保護との近似性を指摘することができる。もっとも、消費者に提供される商品やサービスには多様なものあり、消費者保護を理由にこれらを一律に規制することは難しい⁶⁰⁾。

59) 取引に精通する投資者（プロ投資家）には、パターンリスティックな情報提供は不要である。この点で、金融商品取引法は、特定投資家という概念を定め、金融商品取引業者による情報提供義務を緩和している。特定投資家として、①適格機関投資家、②国、③日本銀行、④投資者保護基金その他の内閣府令で定める法人が規定されている（金商法二条三一項）。特定投資家が金融商品取引契約の締結の勧誘の相手方であるとき、広告等の規制、契約締結前交付書面の交付やその説明といった本稿で取り上げた情報提供義務に関する規定は適用されない（金商法四五条）。

60) なお、平成30年の消費者契約法の改正において、事業者の努力義務に関する規定が改正された（消費者契約法3条1項。平成31年6月15日施行）。そこでは、事業者は、「消費者契約の条項を定めるに当たっては、消費者の権利義務その他の消費者契約の内容が、その解釈について疑

なお、金融商品取引法が保護の対象とする投資者についても、その属性に多様性が見られるようになったことが注目される。

たとえば、一日に何度も頻繁に売買を繰り返すデイトレーダーや、コンピュータシステムが株価や出来高などに応じて、自動的に株式売買注文のタイミングや数量を決めて注文を繰り返すアルゴリズム取引が市場で大きな存在感を示すようになった。これらの投資者にとって、発行者などが提供する情報は大きな意味を有さない。そのため、投資者としての保護の必要性がある情報面での弱者でもない。一般論として、投資者保護の必要性とその根拠は現在でも変わりはないが、今後は、投資者の属性に従って、より細やかな分類による投資者保護法制が検討されなければならない。

〔平成三〇年九月二五日脱稿〕

義が生じない明確なもので、かつ、消費者にとって平易なものになるように配慮すること」および「消費者契約の締結について勧誘をするに際しては、消費者の理解を深めるために、物品、権利、役務その他の消費者契約に目的となるものの性質に応じ、個々の消費者の知識および経験を考慮した上で、消費者の権利義務その他の消費者契約の内容についての必要な情報を提供すること」に努めなければならないとされた。後者は、金融商品取引法において発展してきた「適合性の原則」の考え方を取り入れたものである。同原則については、川口恭弘『「適合性の原則」再論』『金融商品取引法制に関する諸問題（下）』（2018年、日本証券経済研究所）45頁以下参照。