

裁判例における「みなし有価証券」の主張

三 浦 康 平

1. 問題意識
2. 用語の確認
3. 調査方法とその問題点
4. 裁判例における「みなし有価証券」の主張
 - (1) 裁判例概観
 - (2) 原告の請求の根拠等
 - (3) 問題となっている投資対象や販売手法等
 - (4) 小括
5. 補論
 - (1) 裁判例の検討
 - (2) 金商法と他の法律の関係
6. 結語と今後の課題

1. 問題意識

(1) 本稿は、裁判例において、いわゆる「みなし有価証券」がどのような文脈で主張されており、また、それに対して裁判所がどのような判断をしているのかを検討するものである。言ってみれば、「みなし有価証券」は裁判で争われているのか（ある投資スキームの持分は「みなし有価証券」か、という争点は存在しているか）、ということを探るものである。

よく知られているように、平成18年法律第65号による証券取引法改正の目玉の一つが、いわゆる「集団投資スキーム持分」（法令上の用語ではない）概念の導入である。これは包括条項（包括規定）であるため、その内容について（他の有価証券概念とあわせて）様々な議論がなされているところである¹⁾。「集団投資スキーム持分」も含めた「みなし有価証券」については、行

政当局によるエンフォースメントも期待されているところであり、裁判例において問題になっているのか、問題になっているとすればどのように問題となっているのか（あるいは問題となっていないとすればそれはなぜか、そのこと自体は問題か）を探ることは無駄ではないだろう。このような問題意識から、本稿では、投資詐欺の事例（そのように主張されている事例）を念頭に置いて検討をすすめていく。

（２）先に述べた行政当局によるエンフォースメントについて、無登録業者への対応の現状を簡単に確認しておく（みなし有価証券の問題とできるだけ関連しそうなものに限る）。関東財務局のHPでは平成24年4月27日以降に警告を行ったものについて掲載している。同日から平成30年4月6日までで675件が確認できる²⁾。他方、金融庁のHPには平成22年1月以降に「警告書の発出を行った無登録業者」として、平成30年4月19日までで550件が確認できる³⁾。今これらの警告内容を確認する余裕はないが、「有価証券」に該当しながら届出・開示・行為に係る規制を遵守していない事例もあると思われる（それが存在するとして、それがどの程度あり、どのような内容なのかの問題となる）。

なお、平成28年度の「証券取引等監視委員会の活動状況」（平成29年8月28日）によれば、「無登録業者・無届募集等に対する裁判所への禁止命令等の申立て」は、平成4年度から平成28年度で、18件（直近5年で13件（平成

1) 改正直後の議論状況を示す文献として、次のものがある。

- ・証券取引法研究会「目的規定・定義規定（その一）」〔川口恭弘報告〕『金融商品取引法の検討〔1〕』（別冊商事法務308号）（商事法務、2007年）24頁以下
- ・証券取引法研究会「有価証券の定義——政令・内閣府令を受けて」〔行澤一人報告〕『金融商品取引法の検討〔3〕』（別冊商事法務323号）（商事法務、2008年）1頁以下
- ・金融商品取引法研究会編『有価証券の範囲（金融商品取引法研究会研究記録第25号）』（藤田友敬報告）（日本証券経済研究所、2008年）（同『集団投資スキーム（ファンド）規制（金融商品取引法研究会研究記録第28号）』（中村聡報告）（日本証券経済研究所、2009年）も参照）

2) 下記のURLにおけるエクセルファイルによる。

「無登録で金融商品取引業等を行っている者に対する警告」

<http://kantou.mof.go.jp/kinyuu/kinshotorihou/unregistered-2.htm>

3) 下記のURLにおけるエクセルファイルによる。

<https://www.fsa.go.jp/ordinary/chuui/mutouroku.html>

24年度1件、同25年度2件、同26年度6件、同27年度3件、同28年度1件))である⁴⁾。これに関連するものとして、同「活動状況」の「3-2-3 情報の内容別受付状況」(附属資料3-2-3)における、「C. 金融商品取引業者等 a. 禁止行為等 5. 無登録での募集・私募の取扱い」は、平成26年度～同28年度で1件のみである。ちなみに同じ期間における、同「1. 断定的判断を提供した勧誘」は391件である。上記に述べたこと「だけ」から分かることとしては、行政当局によるエンフォースメントは、有価証券「それ自体」というよりも、それに「関連する」規制(届出・登録・開示に係る義務等)違反というかたちでなされていること(これはある意味で当たり前ののだが)、そして「無登録業者・無届募集等」に対する証券取引等監視委員会のリアクションは、件数自体は多くはない、ということになるであろうか。行政当局によるエンフォースメントの現状についてはこの程度にしておく。

なお、独立行政法人国民生活センターのHPによれば⁵⁾、「ファンド型投資商品・未公開株・怪しい社債」に関する相談は、「ファンド型投資商品」については毎年度(2015年度から2017年度まで。次の「未公開株」について同じ)5千件以上あり、「未公開株」は毎年度300件以上ある⁶⁾。

4) 「証券取引等監視委員会の活動状況」附属資料93頁(附属資料3-1)より。

https://www.fsa.go.jp/sesc/reports/n_28/n_28.htm

本稿との関係で、一例のみ言及する。証券取引等監視委員会「株式会社日本ヴェリータ及び株式会社ギフタージャパン並びにその役員1名の金融商品取引法違反行為に係る裁判所への申立てについて」(平成27年3月20日)によれば、問題とされた業者は、金商法29条の登録をすることなく、匿名組合契約方式で募集又は私募を業として行う等したため、証券取引等監視委員会は金商法192条1項に基づいて、金商法違反行為の禁止および停止を命ずるよう裁判所に申立てを行った。

https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2015/2015/20150320-1.htm

5) http://www.kokusen.go.jp/soudan_topics/data/fist.html

同HP中の説明によれば、「契約者が購入した商品などを業者が一定期間預かり、そこから得られる収益を契約者が受け取る仕組みの預託契約などについても、『ファンド型投資商品』として集計してい」とのことである。

6) 同期間中、「ファンド型投資商品」に関する相談の年度別の件数は、それぞれ、6,962件、5,225件、6,825件となっている。なお、2018年度は、6月30日時点で1,409件である。「未公開株」に関する相談は、それぞれ、677件、499件、305件である(2018年度は6月30日時点で58件)。それ以前のデータについては、消費生活相談データベース(<http://datafile.kokusen.go.jp/>)

2. 用語の確認

本稿で使用する用語の確認をしておく。「みなし有価証券」⁷⁾は、金融商品取引法（昭和23年法律第25号）（以下本文において「金商法」という）2条2項全体の各種権利をまとめて指すものとしてこの用語を使用している場合もあるが（条文上は、いずれも「有価証券とみなし」である）、本稿では同項後段によって有価証券とみなされることとなる各号列記の部分の指すものとして使用する。もっとも、このような確認は、後で見るように、本稿ではあまり意味を持たない。なお、いわゆる集団投資スキーム持分に係る包括条項を「集団投資スキーム条項」ということがある^{8) 9)}。

index.html)を参照。なお、同データベースで2015～2018年度の「ファンド型投資商品」の相談件数は2万5千件以上であると表示される（2018年秋時点）。

- 7) 法律上の用語ではない。なお、「e-Gov」における法令検索 (<http://www.e-gov.go.jp/law/>) において、「みなし有価証券」で法令用語検索をすると、金融商品取引法の附則として、平成16年6月9日法律第97号の附則2条がヒットする。
- 8) ところで、本稿で検討する裁判例においては、匿名組合契約持分（あるいは匿名組合持分）という表現が使われることがある。伝統的な講学上の説明からは、これはおかしな表現である。匿名組合契約は、法的には営業者と匿名組合員との間の一対一の契約であり、匿名組合員が出資した財産は営業者のものとなり、持分は観念されないからである（そのため商法（明治32年法律第48号）も、持分の払戻しではなく、出資の価額を返還すると表現している（商法542条））。また、匿名組合員間のつながりもないものとされる。あくまで一対一の契約が複数ある、という構成である（したがって、共有や合有といったものとも無縁である）（以上につき、西原寛一『商行為法』（有斐閣、1960年）176-177、180-181頁、大隅健一郎『商行為法』（青林書院新社、1962年）79、84頁、石井照久＝鴻常夫『商行為法 上巻（商法V-1）』（勁草書房、1974年）96頁、平出慶道『商行為法』（青林書院新社、1980年）316、321頁など。最近のものとしては、近藤光男『商法総則・商行為法〔第7版〕』（有斐閣、2018年）175頁。なお田中誠二『新版商行為法（再全訂版）』（千倉書房、1970年）163頁は、「民法の組合についての持分のようなものとは多少異なるが、計算上の標準としての持分はあるものと思う」とする）。もっとも、これは法形式的なものの見方にすぎないということもできる。多数の一対一の匿名組合契約から構成される投資スキームの本質をみたときに、便宜上、匿名組合員の出資について、（特に、一部の論者が述べるように「計算の標準としての」）持分という表現は誤りとまでは言えないということなのだろう（あるいは、説明の都合上の表現か）。なお一般的には、「共同して」匿名組合員になる場合には、出資者相互間に民法上の組合関係が存在するとされている。

なお、「学問的に、匿名組合を広義の会社（共同企業）と捉えることは可能であり、また、有用でもある」という指摘がある。北居功＝高田晴仁・編著『民法とつながる商法総則・商行

本稿で取り上げる事例は、平成18年法律第65号による証券取引法改正以前のものもある。同法によって、証券取引法は金融商品取引法という名称になった。すべて現行法に統一することも考えたが、本稿では、同法の改正前の法律を「証取法」といい、変更後の法律を「金商法」という。また、金融商品取引法施行令（昭和40年政令第321号）は単に「施行令」とする。また、本稿における民法（明治29年法律第89号）の条文は、基本的に、いわゆる債権法改正¹⁰⁾ 前のものである。

また、出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律（昭和29年法律第195号）を「出資法」、特定商取引に関する法律（昭和51年法律第57号）を「特商法」、無限連鎖講の防止に関する法律（昭和53年法律第101号）を「無限連鎖講法」、特定商品等の預託等取引契約に関する法律（昭和61年法律第62号）を「特定預託法」という。

3. 調査方法とその問題点

本稿で検討する裁判例の選択は、きわめて単純な検索方法の実行によるものである。すなわち、判例データベースである LEX/DB の用語検索に「みなし有価証券」と打ち込み、その結果をみるというだけのものである。この検索方法の問題点は、第1に、「みなし有価証券」という用語が含まれる裁判例がすべて（すなわち、本稿が想定するような投資紛争事例と関係ない裁判例であっても）結果として表示されること、第2に、「みなし有価証券」が問題となり得る裁判例であるのに、「みなし有価証券」という用語を使用していない場合には、そのような裁判例は検索結果として表示されない、というものである。

為法』（商事法務、2013年）271頁〔高田晴仁〕。さらに、同書261頁の注2）では「ヨーロッパ大陸法の諸国では『会社』と『組合』は同じ言葉である〔中略〕したがってこれらの国で、学問上の『会社法』に組合がふくまれるのは自然なことである」としている。

9) 本稿では、金商法2条2項6号については言及しない。

10) 民法の一部を改正する法律（平成29年法律第44号）。

第1のものについては、個々の事例をみて関係ない裁判例であればその都度検討対象から外すという処理をすれば問題ない。検索結果が多い場合には、こうした作業は現実的でなくなるが、幸か不幸か、今回はそういうことはなかった。結果として「みなし有価証券」の主張はされていない（問題とならない）裁判例もあるが、そうした事件も含めて若干の検討を行う。

第2の問題については、今回は本稿の検討対象とはしないという処理をする。「みなし有価証券」概念の導入が、多様な投資詐欺に対処するためであったことを考えれば、これは正しくないかもしれない。だが本稿は、投資詐欺（と主張するもの）の裁判例を検討して、問題となっている投資対象物が「みなし有価証券」に該当するかどうかを検討するものではない（まったく検討しないわけではないが）。繰り返しになるが、本稿は、裁判例において「みなし有価証券」の主張がされているのか、されているとしてどのような主張のされ方か、どのような事案なのか、当事者はどのような存在か、あるいは、主張されていないとしたらそれはなぜか、ということを検討するものである。そもそも投資詐欺とは幅のある言葉である¹¹⁾。また、本稿筆者の目下の関心は金融商品取引法である。世にあふれる多様な投資物件は、そのすべてが同法の規制対象となるわけではない。その是非は別にして、他の法律による規制があるため同法の規制対象から外れている場合も少なくないのである。何百何千とある投資詐欺（と主張される）事件のすべてを検討対象とするわけにはいかない。どこかで限定をする必要がある¹²⁾。

11) なお、日本弁護士連合会消費者問題対策委員会編『金融商品取引被害救済の手引〔六訂版〕』（民事法研究会、2015年）は「金融商品取引被害」という言葉を使用している。同書の2頁および9頁以下の「被害の実態」が整理する類型参照。こうした用語の方が、金商法上の問題の検討という場合には適切かもしれない。

12) 第2の問題点と関連して次のような問題もある。「みなし有価証券」は比較的新しい概念であるため（平成4年の証券取引法改正で導入された概念とされ、平成16年と平成17年の証券取引法改正でその範囲が広がり、その後、すでに1. で述べたように、平成18年の改正で包括条項が導入されたものである）、上記のような検索条件にしまうと、古い裁判例は検討しないということになる。これについては、繰り返しになるが、本稿は問題となっている投資対象物が「みなし有価証券」に該当するかどうかを検討するものではないため、問題とはしない。

なお、判決自体はいずれも平成18年改正以後であるが、問題となっている事実それ自体は平

なお、「集合投資スキーム」という用語で検索すると、25件ヒットし（2018年5月1日時点）、広い意味での投資取引紛争に該当するのは、21件である。いずれも「みなし有価証券」という用語は使用していない。

4. 裁判例における「みなし有価証券」の主張

（１） 裁判例概観

先に述べた検索条件による検索の結果、次の表1に示すように、20件の裁判例が確認できた¹³⁾。

表 1

①	津地判平成29年 2 月13日 LEX/DB 文献番号25545716平成26年（ワ）第84号
②	大阪高判平成27年12月18日先物取引裁判例集75巻448頁
③	大阪高判平成27年12月18日先物取引裁判例集75巻493頁
④	東京高判平成26年 7 月11日判例時報2240号62頁
⑤	東京地判平成25年 7 月 9 日 LEX/DB 文献番号25514186平成22年（ワ）第27023号
⑥	大阪高判平成25年 1 月25日証券取引被害判例セレクト44巻321頁
⑦	東京地判平成25年 1 月25日判例時報2182号106頁
⑧	東京地判平成24年 6 月28日 LEX/DB 文献番号25495216平成22年（ワ）第37624号
⑨	東京地判平成24年 4 月27日 LEX/DB 文献番号25493987平成22年（ワ）第12566号
⑩	東京地判平成24年 4 月24日先物取引裁判例集65巻338頁

成18年改正以前のものが少なくない。したがって、このような場合、金商法は基本的に適用されない。ただし、いくつかの裁判例においては平成23年改正の趣旨を同改正前に発生した事案に適用しているものがある。

- 13) 正確には、上記の検索条件による検索の結果は21件であった。このうち、平成3年11月12日の国税不服審判所の裁決（裁決事例集42集77頁）は、法人税法に関するものであり、明らかに関係ない事例として本文の表からは除外した（検索条件にひっかかった表現は、「低額で譲渡したものとみなし、有価証券譲渡益の計上漏れであるとして」というものであった）。

⑪	東京地判平成24年4月10日 LEX/DB 文献番号25493527平成22年(ワ)第41606号
⑫	東京地判平成24年3月30日 LEX/DB 文献番号25492621平成22年(ワ)第13111号
⑬	東京地判平成24年3月19日 LEX/DB 文献番号25492709平成22年(ワ)第35442号
⑭	東京地判平成24年2月29日判例タイムズ1385号282頁
⑮	東京地判平成24年2月28日証券取引被害判例セレクト42巻331頁
⑯	大阪地判平成23年9月29日証券取引被害判例セレクト41巻255頁
⑰	大阪地判平成23年4月28日判例タイムズ1367号192頁
⑱	大阪地判平成23年1月28日金融法務事情1923号108頁
⑲	福岡地判平成22年9月28日証券取引被害判例セレクト39巻173頁
⑳	東京地判平成22年2月17日判例時報2079号52頁

これらの裁判例の簡単な検討は後ですとして、ここでは簡単に各事件の性質を全体的に確認する。表2は、表1の裁判例について、原告の請求の法律上の根拠、訴訟の結果、原告がどのような存在であるか等、被告がどのような存在であるか等という点を(明らかな場合のみ)示したものである。表2からは、ほとんどの裁判例において、民法709条(あるいは民法715条)または(あるいは同時に)会社法(平成17年法律第86号)429条が主張されていることが分かる(裁判例⑭以外はすべて損害賠償請求事件である。裁判例①は売買代金返還「等」請求事件となっているが、会社法429条に基づいて損害賠償請求をしている事件である)。

なお、表2から分かるように裁判例⑦と裁判例⑱¹⁴⁾の事例は、投資信託

14) 裁判例⑱は、再生債務者の管財人である原告が、被告銀行が振替口座において管理していた再生債務者の投資信託受益権について、原告の解約実行請求によらずに無断で解約手続をしたことが不法行為にあたるとして、被告銀行に対し、損害賠償を求めた事件である(剰余金配当請求権に係る部分は省略)。みなし有価証券を「有価証券」と同じように処理してよいかの問題となった(特に準占有関連)。これはこれで興味深い論点であるが、言ってみれば、有価証券の性質を述べた文脈で使用されたにとどまる。投資詐欺に関する事例を検討するという本稿の目的とは直接関係がないため、裁判例⑦と⑱は本稿の検討対象とはしない。

受益権に関するものである。「みなし有価証券」に関する法的論点はあるのだが、投資詐欺に関する訴訟を検討するという本稿の目的とは直接関係がないため、これらの裁判例は本稿の検討対象とはしない。

裁判例⑫は、信託法等に基づく善管注意義務違反を主張した事例であり、これが主な争点であり、この裁判例も検討対象外とする。

裁判例⑬では、被告が口頭弁論に出席せず、主張立証もしないため、原告の請求がそのまま認められた。微妙な事例であるため、この裁判例も検討対象から外すこととする。

裁判例⑳は、新聞社の広告掲載が不法行為を構成するか争われたものであり、本稿の目的とは直接関係がなく、本稿の検討対象とはしない¹⁵⁾。

なお、裁判例②と裁判例③は共通の事実をベースにしており（裁判例⑤も一部共通している）、⑥⑬⑭⑮⑯の各裁判例も共通の事実をベースにしている（裁判例⑥は裁判例⑬の控訴審判決である）¹⁶⁾。

15) 本件の被告らは新聞社である。被告らが掲載した平成電電の広告を見て、平成電電の関係会社との間で匿名組合契約を締結した投資家が、被告らが当該広告を掲載した行為が不法行為にあたるとして、被告らに対して損害賠償を求めて訴訟を提起した。本件では、「広告掲載行為が不法行為を構成するか」等が争われた。具体的には、広告内容の調査確認義務違反の有無や広告表示の出資法違反該当性等である。投資関連の専門家（証券会社の担当者、アナリスト、ファイナンシャル・プランナー等）の投資家に勧誘・助言・情報提供等する前に投資対象を調査確認する義務との違いが興味深いところである。仮に本件のような事件で新聞社の責任が認められた場合、新聞社は今後この種の広告は掲載しなくなる、あるいは慎重になるはずである（新聞社にこのような責任を課すことが良いかは別問題である）。そうすればこの種の広告を起因とする投資被害は少なくなる（新聞広告に掲載された投資物件に安易に飛びつくような投資家はどのみち別の投資詐欺にあうかもしれないが、可能性は減るものとする）。また、損害賠償が認められることで、被害にあった投資家が救済される可能性が増える。その意味では、本件は投資詐欺に関連する訴訟と言えるかもしれないが、本稿の目的とは直接関係がないため、本稿の検討対象とはしない。

16) 原告の主張は事件によって微妙に異なっているのが興味深い。

(2) 原告の請求の根拠等

表2

	請求の根拠	訴訟の結果	原告の属性等	被告
①	会社法429条（取締役の法令違反行為として、出資法2条1項、金商法29条、詐欺（不法行為）を主張）	一部認容、一部棄却	会員権契約締結者	会員制による各種カルチャー講座および施設の利用権の売買等を目的とする株式会社等の代表取締役
②	民法709条、平成17年改正前商法266条ノ3	原判決取消、請求認容	未公開株式に投資する投資事業組合の出資証券を購入した者（事件当時60歳会社員）	有価証券の保有、運用業務、金融業等を目的とする株式会社（証券業未登録）の不法行為をほう助した株式会社の代表取締役
③	民法709条、平成17年改正前商法266条ノ3	原判決取消、請求認容	未公開株式に投資する投資事業組合の出資証券を購入した者（事件当時60歳会社員）	②と同様の不法行為をほう助した株式会社の代表取締役
④	民法709条（調査義務違反の過失、金商法29条・37条の3第1項・38条7号（当時）違反）	一部変更、一部控訴棄却	外国為替証拠金取引で運用することになっていたファンドに投資をした者	原告らを勧誘した者（うち一人は公務員であるという）
⑤	民法709条、平成17年改正前商法266条ノ3	一部認容、一部棄却	未公開株式に投資する投資事業組合の出資証券を購入した者（事件当時64歳前後。未公開株式購入の経験はなかった）	未公開株式（に投資する投資事業組合の出資証券）を販売した従業員の上司と当該株式を発行した株式会社の役員
⑥	民法709条、民法715条、金商法17条	原判決一部変更、一部控訴	個人投資家（裁判例⑥は裁判例⑩の控訴審判決	金融商品取引業者

		棄却	であるから、詳細は裁判例⑩参照)	
⑦	民法415条、投資信託受益権管理の委託契約の解約金返還履行請求	請求棄却	再生手続開始申立てをし、その後、再生手続開始決定を受けた株式会社	銀行
⑧	民法709条、会社法429条（共同不法行為の主張あり）	一部認容、一部棄却（ただし請求のほぼ全部が認められたといえる）	個人投資家11名	投資クラブの運営、各種ファンドの管理および運営、投資業等を目的とする株式会社（2社）とそれらの代表取締役・取締役・従業員（4名）
⑨	民法709条（金商法42条、民法671条、民法644条、民法645条）、会社法597条、民法715条、会社法429条	一部認容、一部棄却	歯科医師	匿名組合の営業者（合同会社等）とその代表社員、原告に出資を勧誘した者および使用者（株式会社）とその代表取締役
⑩	民法709条、民法715条、民法719条、会社法429条、会社法597条（詐欺、適合性原則違反、説明義務違反、適正な業務執行違反、監視義務違反等を主張）	一部認容、一部棄却（ただし請求のほぼ全部が認められたといえる）	個人投資家（事件当時70代。長らく専業主婦であって、投資に関する知識は乏しいとされている）	匿名組合契約を利用したファンドの勧誘を業として行う株式会社2社と合同会社1社およびその役員・従業員（合同会社については業務執行社員）（5人）
⑪	契約に基づく出資金返還請求、民法709条、会社法429条（法人格否認の主張、重畳的債務引受の主張あり）	一部認容、一部棄却（ただし請求のほぼ全部が認められたといえる）	おそらく個人投資家	株式会社（2社）とその取締役（2人）

⑫	民法415条（選択的に民法709条）	棄却	監査法人	信託会社
⑬	民法709条、民法715条、民法719条、会社法429条（証取法28条違反、金商法29条違反を主張）	認容	個人投資家（事件当時20代後半から30代前半。私立高校非常勤講師）	販売業者（5社）とその取締役・従業員（26人）
⑭	投資顧問業法3条違反、金商法29条違反、民法683条の解散請求、民法672条2項による解任	一部認容、一部棄却、一部却下	ベンチャーキャピタルである有限責任事業組合（民法上の組合の業務執行組合員）（本訴原告・反訴被告）	ベンチャーキャピタルである有限責任事業組合との間で組合契約を締結し、同組合契約に基づいて出資をした者（上場会社の代表取締役とその資産管理会社）（本訴被告・反訴原告）
⑮	民法715条（予備的に消費者契約法4条）（適合性原則違反、説明義務違反）	一部認容、一部棄却	個人投資家（事件当時30代から80代）	金融商品取引業者
⑯	民法715条（適合性原則違反、説明義務違反、断定的判断の提供、利回り保証等違反）	一部認容、一部棄却	個人投資家（事件当時40代から70代）	金融商品取引業者
⑰	民法709条、民法715条、金融商品販売法（適合性原則違反、説明義務違反）	一部認容、一部棄却	個人投資家（事件当時30代から70代）	金融商品取引業者
⑱	民法709条	一部認容、一部棄却	再生債務者の管財人	銀行
⑲	民法709条、会社法429条（平成17年改正前商法266条ノ3第1項含む）（契約を解除したとして不当利得返還請	一部認容、一部棄却	未公開株式の購入者（個人ならびにその個人が設立した株式会社および有限会	投資顧問業務等を目的とする株式会社およびその取締役4名

	求する者あり）（法令違反行為として、詐欺、出資法違反、無限連鎖講法違反、証取法・金商法違反を主張）		社。原告の一部は高卒で、本件以前に株式投資の経験はなかった）	
②	民法709条	棄却	匿名組合契約の出資者	匿名組合契約に関する広告を掲載した新聞社

（３） 問題となっている投資対象や販売手法等

表３は、訴訟において問題となった投資対象や販売手法等の概要である。匿名組合契約が多いのが注目される（共通の事実をベースに複数の訴訟が提起されているという事情はあるが）。商法総則・商行為法の代表的な教科書の一つにおいて、匿名組合の「法規制は緩やかであり、そのことから詐欺的な投資取引の手段ともなりうる」と書かれるのも宜なるかなといったところである¹⁷⁾。

なお表３の「みなし有価証券関連の主張等」は、原告が問題となっている権利等について「みなし有価証券」であると主張しているか、それを前提に登録義務等の法令違反を主張しているかどうかについてみたものである。

表３

	問題となった投資対象や販売手法等	みなし有価証券関連の主張等	備考
①	預託金制の会員権	○ （無登録でみなし有価証券を販売した）	会員権販売会社は民事再生手続開始決定を受けた
②	未公開株式に投資する投資事業組合の出資証券	×	被告が代表取締役をしていた株式会社は、破産した

17) 落合誠一＝大塚龍児＝山下友信『商法Ⅰ 総則・商行為〔第５版〕』（有斐閣、2013年）270-271頁。匿名組合制度全体としてわずか２頁ほどの記述の中に、このことが述べられているというのも印象的である。

③	未公開株式に投資する投資事業組合の出資証券	×	被告の一部が代表取締役をしていた株式会社は、破産した
④	外国為替証拠金取引を行う（とされていた）ファンドへの投資（マルチ型ファンド取引）	△ （無登録でみなし有価証券の募集の取扱いをした）	原告には過失があるとされた（3割または5割の過失相殺）
⑤	未公開株式および未公開株式に投資する投資事業組合の出資証券	×	
⑥	匿名組合契約を組み合わせた不動産投資ファンド	×	被告は行政処分を受けている
⑦			
⑧	投資ファンド（上場株式等については民法上組合、FX・外貨預金については匿名組合）	×	一部の原告には過失があるとされた（3割または5割の過失相殺）
⑨	変動利付債を購入する匿名組合契約（ただし合同会社である営業者はペーパーカンパニー）	△（金融商品の販売等に関する法律上の説明義務違反の文脈で主張）	原告には過失があり、その割合は3割とされた
⑩	匿名組合契約（「金融商品まがい取引」という主張）がなされている	×	被告の一人は詐欺で実刑判決を受けた経歴がある
⑪	匿名組合契約および投資事業組合契約（民法上の組合である）	△（無登録でみなし有価証券の売出しをした）	被告の一部は、口頭弁論に出席せず、主張立証もしない
⑫	映画の著作権信託スキーム	×	信託会社は行政処分を受けた
⑬	自社株の未公開株式販売（らしきもの）および投資事業有限責任組合への出資（らしきもの）	△（無登録営業）	被告は、口頭弁論に出席せず、主張立証しないため、原告の請求がそのまま認められた
⑭	ベンチャーキャピタルを行うための組合契約	×	（ただし裁判所による一般論的言及あり）

⑮	匿名組合契約を組み合わせた不動産投資ファンド	×	原告らには過失があり、その割合はそれぞれ4～5割とされた（なお、被告は行政処分を受けている）
⑯	匿名組合契約を組み合わせた不動産投資ファンド	×	原告らには過失があり、その割合は3割とされた（なお、被告は行政処分を受けている）
⑰	匿名組合契約を組み合わせた不動産投資ファンド	×	原告らには過失があり、その割合は3割とされた（なお、被告は行政処分を受けている）
⑱			
⑲	未公開株式販売（マルチ商法類似の仕組みがある）（一部に匿名組合契約を使ったスキームあり）	△ （みなし有価証券の募集とこれに係る登録規制違反）	原告らには過失があり、その割合は2割とされた
⑳	匿名組合契約	×	

（４） 小 括

これらの裁判例の簡単な検討は5.で行う。ここでは、その結論の先取りになるが、裁判例における「みなし有価証券」の主張に関する現状について述べる。結論としては、本稿が採用した検索条件のもとでは、裁判例において「みなし有価証券」の主張はそれほどされていない、ということができる。集団投資スキーム条項の主張といえそうな事案は、裁判例①のみである。これに関しては、3. で述べたような条件設定が悪かったのかどうかはよく分からない¹⁸⁾。

18) 「集団投資スキーム」という用語で検索した場合でも裁判例の傾向は全体としてあまり変わらない。たとえば、東京地判平成27年3月26日（LEX/DB 文献番号25525029平成26年（ワ）第14828号、平成26年（ワ）第18677号）や東京地判平成26年9月17日（LEX/DB 文献番号25521838平成24年（ワ）第36773号）などである。これらの事件では、原告は集団投資スキーム条項の適用を主張していたが、前者ではそれについて直接言及することなく不法行為の成立

本稿が検討対象とした裁判例においては、民法709条（あるいは民法715条）や会社法429条に基づいて損害賠償責任を求め、それに関連して「みなし有価証券」に言及される、という形が多い¹⁹⁾。これについては次の3点が指摘できる²⁰⁾。いずれも大なり小なり相互に関連している。

第1に、「みなし有価証券」に係る法令の違反（たとえば、業者としての登録義務違反、発行者としての開示規制違反等）があったとしても、そのことから直ちに損害賠償に結びつくわけではない。つまり、「みなし有価証券」に係る法令違反があり、そのことを指摘したからといって、それで損害賠償請求がしやすくなるわけではないということである。通常、有価証券に該当した場合は、その勧誘・販売等にあたっては、登録義務や開示規制・勧誘に係る行為規制などの各種の規律があり、これに違反した場合には各種のペナルティーの適用が問題になる。しかしそれは基本的には行政上・刑事上の問題が多く、被害者による民事責任追及の話は当然ながら別論となる。もちろん、金商法の13条（目論見書作成義務・虚偽記載のある目論見書の使用禁止等）、15条（届出の効力発生前の有価証券の取引禁止・目論見書交付義務）、16条の存在は重要である（なお、同法4条1項に関し、有価証券届出書の届出前勧誘による有価証券取得契約の効力の問題がある）。特に、同法16条は「違反行為者の損害賠償責任」を定め、これは一般に無過失責任とされている。このため、民法709条に基づいて不法行為責任を追及する場合（過失責任）よりも有利である。ただし、同法15条1項違反の文脈では「取得者が損害賠償を得るには、違反行為と損害との間の因果関係を立証しなければならず、この点で本条の実効性は疑わしい」²¹⁾とされている。そもそも有価証券の

を認めており、後者では時期的な問題により金商法の適用を否定している。

- 19) そもそも、「みなし有価証券」自体に関する違法行為よりも、それに関連する各種業者規制（届出・登録・開示に係る義務）違反が主張されているように思われる（これは行政によるエンフォースメントにも見られる傾向ではないかと推測される）。もっとも、これは（1. でも述べたが）ある意味で当たり前のことではある。なお、法令違反を基礎づける募集または売出しがあったことの実事の立証を原告がすることは、場合によっては、容易ではないように思われる。
- 20) 役員の対第三者責任規定が主張されるのは会社に十分な資力がない場合が多いという一般論は、ここでも妥当するだろう。
- 21) 黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣、2016年）113頁。なお、同法15条2項以下の目論見書

「募集」・「売出し」に該当するかどうかという問題もある。

また、同法171条の2は「無登録業者による未公開有価証券の売付け等の効果」として、無登録業者（同法29条の規定に違反して内閣総理大臣の登録を受けないで同28条1項・2項に規定する金融商品取引業等を行う者）が未公開有価証券の売付け等を行った場合には、対象契約を無効としている²²⁾。もっとも、同条にはただし書があり、さらには、そもそも「未公開有価証券」という限定がある。「無登録業者による未公開有価証券の売付け」が問題になる場合には、「みなし有価証券」が問題になることはないだろう²³⁾。

金商法違反の行為が、私法上も不法行為と評価される場合あるいは無効となる場合に関しては、これまでいくつもの裁判例があり、一定の議論がある²⁴⁾。そうした議論をもとにした主張と、民法709条をベースにした詐欺あ

交付義務違反の文脈では、「この立証は届出の効力発生前の取得の場合ほど困難ではない」という。同書117頁。東京高判平成12年10月26日判例時報1734号18頁も参照。

22) 無登録業者の未公開株式販売と不法行為責任については、同条制定前の事例である東京地判平成19年11月30日判例時報1999号142頁に言及されることが多い。これらも含めて簡単に、今川嘉文「判批」神田秀樹＝神作裕之編『金融商品取引法判例百選（別冊ジュリスト214号）』（有斐閣、2013年）63頁参照。

23) 本稿が検討した裁判例（特に、裁判例②③⑤⑩）からは、無登録業者の直接的な未公開株式販売が問題視されて以降、匿名組合契約を介した実質的未公開株式販売という形で実質的には同じ行為が行われていた。その意味では、金商法171条の2は未公開株式販売という社会的に注目された類型に対応しただけにすぎない。形式論で言えば、無登録業者による未公開株式以外の有価証券（特にみなし有価証券）の販売も、悪質の程度はそれほど変わらないはずである（立法事実の問題と言われればそれまでだが）。なお、裁判例⑩のコメントにあるように、平成28年の特商法改正によって、ある程度無登録業者の未公開株式については同法で対応できるようになっている。

24) たとえば、最判平成9年9月4日民集51巻8号3619頁（「損失保証契約を締結したと主張する平成2年8月15日当時においては、既に、損失保証が証券取引秩序において許容されない反社会性の強い行為であるとの社会的認識が存在していたものとみるのが相当であり、当該契約は「公序に反し無効といわなければならない」とい）や最判平成17年7月14日民集59巻6号1323頁（「適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせるときは、当該行為は不法行為法上も違法となると解するのが相当である」と）など。

金商法15条1項違反の取引の効果については、東京高判昭和31年9月26日下民集7巻9号2625頁、東京高判平成12年10月26日判例時報1734号18頁など。また、事案の詳細は不明であるが（神田秀樹「有価証券届出書の提出義務等の違反と私法上の効力」前掲注（22）金商法百選6頁に事案の概要が掲載されている）、東京地判昭和30年11月16日ジュリスト102号59頁（「証

るいは説明義務違反や適合性原則違反に関する主張（会社法429条については、取締役の故意・重過失を基礎付ける主張）のどちらが主張しやすいか（認められやすいか）。いずれにしても、被害者が救済にたどり着くためには「みなし有価証券」該当性と関連法規違反の主張をした上で、もう一つハードルを越えなくてはならないということである。結局、裁判例①のように、法令違反行為→ 取締役の法令遵守義務違反→ 会社法429条違反、という主張になる。そうであれば、次に述べることと関連するが、原告としては、「みなし有価証券」云々の主張を前面に出すのではなく、民法709条や（別の方向からの）会社法429条の主張の方が利用しやすいと考えるのは無理もないことのように思われる。結局、各種金商法違反行為は民事責任を基礎づける一要素でしかない場合が多いのである。

なお、「みなし有価証券」に該当すれば、金融商品の販売等に関する法律（平成12年法律第101号）2条1項5号、同条2項、同3項の要件充足を通じて、同法3条・4条（金融商品販売業者等の説明義務・断定的判断の提供等の禁止）を持ち出して、損害賠償責任を追及することが可能になる（同法5条。同法6条の損害額の推定規定も参照）。ただし、本稿が検討した裁判例ではこれらの規定に基づく損害賠償の請求は少ない。

第2に、すでに条文の解釈上の問題についてかなりの先例があり、法曹実務家（原告の代理人や裁判官）にとって慣れ親しんだ民法709条や会社法429条の方が、金商法の条文よりは利用しやすいというのはあるだろう（これは、次の3点目とも関連する）。

第3に、民法709条や会社法429条が対象とする範囲が（相対的に）広く、また柔軟に解釈され、個別の事案に対して妥当な結論を導きやすい、ということがあるのかもしれない。すなわち、民法709条や会社法429条の適用によって被告の責任を認めることが可能であるのだから、損害賠償に直ちに結び

券取引法第四条第一項は大蔵大臣に届出で、かつその届出の効力が生じた有価証券でなければ募集または売出ができない旨定め、同法第十五条第一項は右届出の効力が生じていない有価証券を取得させることその他同項に定める行為を禁止している。しかし右は取締法規であり、右規定に違背してなされた行為も、直ちに、私法上無効なものではない。」がある。

つくわけでもないよく分からない「みなし有価証券」の解釈に熱心に取り組む必要はなく、そうしたところで結論的に問題がないと考えているのだろう。そういう意味では、事案の妥当な解決という観点からは、民法709条と会社法429条が、大きな役割を果たしているということになる（会社法429条がこのような使われ方をすることが良いことかどうかは別論である）^{25) 26) 27)}。

25) その意味では、投資詐欺の民事訴訟事件については、民法709条をベースにした詐欺あるいは説明義務違反や適合性原則違反に関する理論、そして、会社法429条については、取締役の故意・重過失を認めていくための理論（あるいは民法709条と会社法429条の関係に関する理論）を精緻化していくことの方が重要なかもしれない。

26) 近藤光男「役員の対第三者責任の事例における最近の動向と今後の展開」企業会計62巻7号（2010年）78頁、宮崎裕介「近時の役員等の対第三者責任規定の適用場面の変容に関する一考察」神戸学院法学42巻3＝4号（2013年）59頁参照。会社法429条については、高橋陽一「取締役の対第三者責任に関する判例法理は今後も維持されるべきか？（一）・（二・完）」法学論叢177巻6号1頁、同178巻2号1頁（ともに2015年）も参照。

取締役の監視義務の文脈ではあるが、裁判例によっては「いかなる行為をしなければ責任が認められるのか、については必ずしも不明確であって、従業員による投資家に害を与える違法行為を放置したことについての結果責任が課せられていると見ることもできなくはない〔中略〕会社ぐるみによる不法行為責任が認められることから、当然のように取締役の責任を認めているような事例も少なくない」という指摘がある。近藤光男編『判例法理・取締役の監視義務』（中央経済社、2018年）13頁〔近藤光男〕。なお、本稿が検討対象とした裁判例⑩と⑪は同書24頁以下のリストAに記載されている。

取締役の対第三者（債権者）責任に関する比較法研究として、REINIER KRAAKMAN, et. al, THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A Comparative and Functional Approach (OUP, 2nd ed. 2009) がある。同書はフランス、ドイツ、イタリア、日本、イギリス、アメリカの六か国の会社法制度についての機能的な比較法研究を行った本である。同書150頁（第5章：Transactions with Creditors）において、債権者に対する取締役の責任に係る基準について、highest intensity なものとして日本、その対極にあるのがアメリカ、大陸ヨーロッパ（フランス、ドイツ、イタリア）は日本に近く、イギリスはアメリカに近い、という評価がされている。この部分（5.4.3 Managerial incentives）は、やや誤解を招くかもしれない表現であったためかどうかは分からないが、同書の第3版（2017年出版）では削除されている。もっとも2版のこの部分（5.4.3）は、2版の135-137頁の内容のまとめのようなものであり、当該部分（5.3.1.1 Directors）の記述は3版においても引き継がれている（3版128-131頁）。日本の制度は、株式会社が solvent な状態でも取締役は債権者に対して直接責任を負う可能性がある（言い換えると会社の solvency は、債権者の訴権の発生とは無関係である）点で特徴があるとされている。

27) これに関連しては、なぜ米国では私人間による民事訴訟においてさかんに証券定義が問題とされるのだろうか、という疑問が生じる。証券法における詐欺禁止規定（連邦法における代表的なものとしては1934年法10条b項とそれに基づく同法規則10b-5）とこれによる私的訴権に基づく損害賠償請求が認められているという事実が大きいということであろうか。また、そ

5. 補 論

(1) 裁判例の検討

以下では各裁判例を検討する。ただし、検討といっても、いわゆる判例評釈をするわけではなく、あくまで、本稿が検討対象とする「みなし有価証券」に関する部分のみ検討する。もっとも、すでにみたように、「みなし有価証券」の主張をしている事件は少ない。そのため、関連する金商法に係る争点・主張も検討対象とする。

①津地判平成29年2月13日 LEX/DB 文献番号25545716平成26年（ワ）第84号

【事実の概要】

原告（X）は平成10年5月頃、Z（会員制による各種カルチャー講座および施設の利用権の売買ならびにその斡旋業務を目的とする株式会社。次に述べるA、Bの上部組織ないし実体であり、グループ会社の中核という認定がされている）が分譲していた三重県にある宅地を購入し、平成11年1月頃までに同宅地上に家屋を建築し、その管理をZの前身企業に委託していた。平成20年4月7日、XはA（会員制による各種カルチャー講座および施設の利用権の売買等を目的とする株式会社）との間で、保養施設・ホテル等が利

れが大いに利用されていることが、日米の違いにつながっているということだろうか。単純な比較はできないが、上記のような米国の制度は、日本法で言えば、金商法157条違反から民事責任を導くようなものであろうか。これまで、同条については、文言があまりに抽象的で不明確だから実際には適用しにくいという議論がなされてきた。これは主に刑事罰の文脈である。民事責任という観点からは、また別のことがいえるのかもしれない。民法709条もその文言は抽象的であると言えるが、それが問題であるとする者はいないであろう。もっとも、金商法157条は、その違反について損害賠償責任を定めているわけではないから、同条違反を認めたところで、それが私法上も不法行為を構成することになるかは別である、という金商法によくみられる議論に収まる。結局、民法709条があり、これが使える限り、金商法157条の出番はなさそうである。もちろん、金商法157条違反が不法行為責任を基礎づける一要素になるという話であれば、それはそれで意味があることには違いないのだが。

用できる会員権を購入する契約を締結し、同月10日にAに対し、300万円（施設利用預託金250万円およびサービス料50万円）を支払い、同日付けの預託金証書を受領した（以下、この裁判例の検討においてこの契約に基づいてXが購入した会員権を「本件会員権」という）。

Zは被告（Y）が設立した株式会社である。Yは、Z設立以前から、開発途中で放置された大型別荘地を取得し、これに道路、水道等のインフラ設備を整備し、付加価値を高めた別荘地を区画分譲して利益を得るほか、別荘地購入者からインフラ設備の供与の対価として、管理費や水道料金等を徴収し、さらに別荘地購入者が別荘を建築する際には家屋建築負担金を徴収する事業を行っていた。Zは、Yが複数の会社で行っていた上記事業を集約する会社として設立された。Zは、平成18年にAの株式を買取り、Zの100%子会社とした。Aは、平成21年9月に会社分割をして、Bが設立された（その後Aは解散）。BはAの商号を続用し、目的・業務内容はAと同じであった。Bは平成24年12月にZとの合併により解散した（すなわち、本件会員権購入契約に基づく債権債務が最終的にはZに承継されたということである）。YはAの代表取締役およびBの取締役であり、Zの代表取締役であった。

なお、Zは平成16年8月期の時点で、事業資金が不足しており、「資金調達のため」別荘地購入者を勧誘し、家屋建築負担金等の金銭債権の集合体を細分化したCCZ権利という名の債券を販売していたと認定されている。それ以外にも、「資金調達のため」別荘地購入者を勧誘し、Zの所有する未利用の別荘地や別荘建物を販売した上で、Zおよびそのグループ会社が3～5年後に販売価格で買い戻し、買い戻しまでの間、Zが土地または建物を賃借し、販売価格の6%程度の年額賃料を支払うことを合意する契約（以下この裁判例の検討において「アセット契約」という）を締結し、多数の別荘地購入者から、不動産の販売代金の支払を受けることを企画し、同契約の締結業務を始めたことが認定されている。また、本件会員権とその内容が類似する会員権の販売を行った（本件会員権を含む、これらの会員権販売の結果として、預託金総額は約130億円余りとなった）。

平成25年8月16日、Zは東京地方裁判所に民事再生手続の開始を申し立て、同月26日に同開始決定がされた（再生手続において、Xは預託金返還請求権等を届け出て、約5万円の弁済を受けている）。

Xは、Yに対して、会社法429条1項による損害賠償請求として、300万円の支払いを求めて訴えを提起した。Xの主張は、Yの取締役としての責任を問うものであり、法令遵守義務違反と善管注意義務違反の2つからなる。前者で、出資法2条1項違反、金商法29条違反、詐欺（不法行為）の主張を、後者において、履行の見込みのない本件会員権の販売、債務超過後の放漫経営を主張していた。

【判旨】 一部認容、一部棄却（約214万円の限度で請求を認めた）

裁判所は、本件において出資法違反および金商法違反はないとした。詐欺、履行の見込みのない本件会員権の販売、債務超過後の放漫経営の主張はまとめて判断しており、そこでは、Zの経営実態（平成17年8月期以降営業利益を実質的にはあげていなかったこと、この時期、販売費および一般管理費が売上を上回っていた等）を次のようにまとめた。「〔Zの売上の〕3分の1程度は実質的に収入にならない販売代金であること、〔Zは〕平成23年4月からは〔本件会員権〕に類似する『グランソールパートナーズ倶楽部会員権』『等の〕販売契約を開始したのであって、これらは、アセット契約〔および本件会員権〕契約に基づく償還ないし支払資金を取得するために締結されたものと認められることからすると、〔Zの〕経営環境が改善されたために、預託金の返金ができたとは認められない」（〔 〕内は本稿筆者によるもの。以下同じ）。また、本件会員権に係る契約の締結主体であるAは平成17年8月期以降、債務超過の状態にあり、同契約を履行することのできる状況にはなかったこと、Zについても平成20年8月期の期首（平成19年9月1日）時点では、アセット契約や本件会員権契約の締結業務を続け、新たな資金を集めてみても、既存の受け入れ資金の返還時期が順次到来すること等を考えれば、「経営環境が変わらない以上、新たな受け入れ資金を約定通り償還する

ことなど極めて困難であったといわざるを得ない」として、「そうすると、本件契約当時、[AおよびZ]は本件契約を履行する見込みがなかったものと認められる」。そしてYについては、YはAおよびZの代表取締役であったこと、Zの経営の中心にいたといえること、本件会員権の商品開発の時点から関わっていたこと等からすると、新たな受け入れ資金を約定通り償還することなど極めて困難であったことを容易に認識できたと推認される、とする。そして「高収益を得る事業展開を行った実績もなく、かつ、既に多額の債務を負担している株式会社の代表取締役が、約定期限に預託金を償還することが極めて困難であることを知りながら、新たに多数の者から資金を集め、会社債務を徒に増大させて経営を破綻させた場合、当該代表取締役は、その職務を行うについて悪意又は重大な過失があるものとして、会社法429条1項に基づき、新たな資金提供者に生じた損害を賠償する責任を負うものと解される」と述べた（ここで最判昭和41年4月15日民集20巻4号660頁を挙げる）。そして、「本件契約は、預託金を約定通りに返還することが極めて困難になった時期以降の平成20年4月7日に締結されたから、本件契約を締結したことにより原告に生じた損害は、代表取締役の職務を行うについての被告の悪意又は重大な過失に起因するものと認められる」から、Yは会社法429条1項に基づき、これを賠償する責任があると述べた。

【「みなし有価証券」に関するコメント】²⁸⁾

(a) 本稿の検討対象である「みなし有価証券」の主張を確認する。これに

28) 他の論点について、簡単に述べる。「履行の見込みのない」云々は後知恵的な側面がないではないが、先例との関係では問題がないだろう。むしろ、会社法429条には従来から理論的な問題点（取締役が履行の見込みのない契約を締結することがなぜ会社との関係で任務懈怠になるのか等）があるが、これについては本稿では検討しない（これについては、たとえば田中亘『会社法』（東京大学出版会、2016年）350-356頁（特に356頁）参照）。こうした理論的な問題を考えるのであれば、端的にXに対する不法行為があると民法709条の責任を認めた方がよかったことになる（詐欺あるいはこれに準ずるとまでは言いたくなかったということだろうか）。もっとも、従来の裁判例との関係では、本判決のようなやり方が穏当であると評価されることになるだろう。したがって、事案の妥当な解決という観点からは、本判決の結論は支持できるだろう。

関して、Xは次のように主張していた（第2事案の概要2請求原因（4）悪意又は重過失による任務懈怠 ア法令順守義務違反（イ）金融商品取引法違反）。本件会員権は「みなし有価証券・・・に該当するところ、同証券の販売には第二種金融商品取引業としての登録が必要である。しかし」Yらは本件会員権を「無登録で販売したものであるから」本件会員権「の販売は、金融商品取引法29条に反し、違法である」。これに対して、Yは次のように反論していた（第2事案の概要4被告の主張（1）被告には悪意又は重過失による任務懈怠がないことイ金融商品取引法違反について）。本件会員権「について払い込まれた金員は、リゾート施設利用権等の特定のサービスの対価であるから、出資者による『出資』には該当せず、何らかの『事業』に充てられることを予定して払い込まれたものでもなく、『事業』から生ずる収益の分配も予定されていないから、みなし有価証券に該当しない。したがって」本件会員権の発行は適法であるから、Yにこれを中止する義務はない。Yの反論は、「出資・拠出」要件、「出資対象事業」要件、「収益配当」要件のいずれも満たさないというものである。

この論点について裁判所は次のように述べた。「みなし有価証券というためには、〔金商法2条2項5号の要件を満たさなければならない〕」。しかしながら、本件会員権の内容からすると「施設利用預託金は何らかの出資対象事業を想定して出資又は拠出された金員であるとは認められないから」本件会員権がみなし有価証券に該当するとはいえない、とした。これは、やや分かりにくい、金商法2条2項5号のうち、「出資対象事業」要件あるいは「出資・拠出」要件が満たされていないということであろう²⁹⁾。本件は履行見込

なお、本件で裁判所は、最判昭和41年4月15日民集20巻4号660頁を挙げている。同判決では「代表取締役として、事業の遂行につきはつきりとした見透しも、方針もなく、事業の拡張により収益を増加し、右手形金の支払が可能であると軽率に考え、これらの手形により金融を受けて、その会社の資産・能力を顧慮しないで、調査不十分の事業に多額の投資をし破綻を招いたのは、会社の経営に当る取締役としては、著しく放漫なやり方であつて、右右手形の振出に関し、上告人において、その職務を行なうについて重大な過失があると認めるのが相当」（同661頁）であると述べた。

29) 判旨のうち、「会員権の内容は前記〔・・・〕のとおりであり、〔預託金〕何らかの出資対

みのない契約締結によって会社法429条の責任が認められており、原告は救済を受けているから、事案の妥当な解決との関係で、結論はこれでよかったのかもしれないが、金商法に係る部分は、説明としてはやや不十分であるように感じられる。

(b) 「出資対象事業」要件について

出資対象事業については、事業に限定はなく「『事業』であればあらゆるものが含まれる」とされる³⁰⁾。判旨が「本件契約における施設利用預託金が何らかの出資対象事業を想定して出資又は拠出された金員であるとは認められない」としたことを、「出資対象事業」要件をみたしていないものだと読むと、それは、裁判所自身の実事認定との関係で問題がある読み方になるように思われる。本判決は、アセット契約の締結業務について、それは「資金調達のため」に行われたと述べていた。本件会員権契約の締結業務についてはこのような表現を使用していないものの——本件会員権等「の販売契約を締結し、これらに基づき、多数の別荘地購入者から資金の提供を受けることを企画し、これを実行した」と認定されている——、本件会員権と類似の「グランソールパートナーズ倶楽部会員権」等については、その販売契約を開始した理由について、「これらは、アセット契約〔および本件会員権〕契約に基づく償還ないし支払資金を取得するために締結されたものと認められる」と述べていた。要は資金調達のためであったということである。ということは、それが何らかの事業にあてられることが予定されているということになるのではないか。一般論として、何らかの事業に使用しない預託金の受け入れを株式会社がするとは考えられない（預託金会員制ゴルフクラブを考えればよい）。もちろん「出資対象事業」には直接使用されない（「リゾート施設

象事業を想定して出資又は拠出された金員であるとは認められない」を「預託金は会員権サービスの対価であるから『出資』ではない」という趣旨だと読むのであれば、「出資・拠出」要件の問題となる。「何らかの出資対象事業を想定して」の部分を強調すれば「出資対象事業」要件の問題となる。両方の要件がみたされていないと判断している、という読み方も理屈上は可能である。

30) 神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦編著『金融商品取引法コンメンタール1』（商事法務、2016年）65頁〔松尾直彦〕。

利用権等の特定のサービスの対価」であるというYの主張などはこの類だろうか)ということが言いたいのかもしれないが、実態を考えると無理があるように思われる。そもそも、自転車操業的な運営をしている株式会社が、営利目的で行っている会員権ビジネスについて、これが「出資対象事業」に該当しないということは考えられないだろう。『事業』から生ずる収益の分配も予定されていない」として、2条2項5号の「収益配当」要件をみたさないとするYの主張の方がまだ理解できなくはない(この場合、ポイント付与は「事業からの」収益分配ではないと主張することになる。この主張については後述(d)参照)。また、「何らかの出資対象事業を想定して出資又は抛出された金員であるとは認められない」(下線部は本稿筆者によるもの)というのであれば、Xがどのような動機から本件会員権を購入するに至ったかが判決において明らかにされればよかったということも指摘できる((d)で述べるように、裁判所は投資商品的側面を否定していないように思われる。そうであれば、「出資対象事業」に該当しないとする裁判所の説明——そのような説明であると読んだ場合——は、「リゾート施設利用が主であり、投資商品的側面は付随的なものにすぎない」ということになるだろうか。このような理解は脱法的手法を見逃すようなものであろう。それならまだ非投資目的による適用除外を主張した方が筋としては通っている)。

(c) 「出資・抛出」要件について

「通常の貸付や特定の財産やサービスに対する支払などのように出資・抛出としての性質が認められない行為によって金銭等の支払がなされる場合には」この要件はみたされないとされる³¹⁾。特定のサービスに対する支払いであれば「出資・抛出」要件は満たさないが、本件会員権に係る預託金がそうと言えるかは微妙である。300万円(施設利用預託金は250万円)払えば、今後一切の施設利用料を払わなくてもよいということであれば別であるが、預託金等とは別に施設利用の都度料金を徴収するということであれば、預託金はサービスの対価とは言えないであろう。

31) 神田ほか編著・前掲注30) 64頁〔松尾直彦〕。

(d) 非投資目的適用除外

一見すると、レクリエーション目的（「リゾート施設利用権等」が何を指すのかよく分からないがこのように理解した）の会員権だと、金商法2条2項5号口の非投資目的による適用除外の適用を考えた方が良いようにも思える。ただし、これも問題にし得る点がある。たとえば、上記【事実の概要】では省略したが、本件会員権の保有者には自動的に毎年ポイントが付与され、Zらに対する各種支払いに利用でき、要件をみたせば未利用ポイントを買収取ってもらえる（つまり換金される）という事情があった（ただし被告側は必ず換金されるわけではないと主張）。裁判所も、預託金償還時にポイント返金を考慮すると「拠出額300万円に対する利回りは年4.6%となる」、などと表記していることから、投資商品的側面（資産形成的側面）を否定していないようにみえる（同じ理由で、金商法2条2項5号の「収益配当」要件をみたさないと主張することも難しいと思われる）。この金商法2条2項5号口の適用除外については、①投資性がないまたは小さいと考えられること、②米国では、非営利組織（もっぱら宗教・教育・博愛・友愛・慈善・感化を目的とし、金銭的利益を目的とせず、かつ、その収益のいかなる部分もいかなる個人などの利益とならないような組織）の発行する証券は、1933年証券法の規制が適用除外とされていること、③NPOバンク等が適用除外の念頭に置かれていること、などと説明される^{31A)}。これらをあわせて考えると、本件で非投資目的による適用除外を適用することは難しいかもしれない。この適用除外を考える上では、(b)でも述べたが、Xの本件会員権購入の動機や購入の過程が重要になると思われる。

(e) 以上述べたことが正しいとすると、本件会員権は、「出資・拠出」要件、「出資対象事業」要件、「収益配当」要件のいずれも満たし、非投資目的適用除外にも該当しないため、「みなし有価証券」ということになる（もっとも、原告は簡潔な主張しかしていないようにみえる。そのため、裁判所も金商法の主張については判決文で述べられていること以上の説明は不要と考えたの

31A) 神田ほか編著・前掲注30) 67-68頁〔松尾直彦〕。

かもしれない)。ただし、それはZの法令違反を基礎づけるだけで、そのことから直ちに損害賠償責任が認められるわけではない。

なお、本件はいわゆる会員権ビジネスに関するものであるが、本件会員権に係る施設利用権は、判旨を見る限り、特定預託法の施設利用権に該当しないだろう（同法2条1項2号、同法施行令（昭和61年政令第340号）1条2項各号参照）³²⁾。会員権が証券にあたるかは米国でも議論があるところである³³⁾。

32) なお、特商法2条4項1号、特定商取引に関する法律施行令（昭和51年政令第295号）（以下「特商法施行令」という）3条別表1第1号では、「保養のための施設又はスポーツ施設を利用する権利」が特商法上の特定権利である。

33) 償還可能なカントリークラブ会員権（会員証）が証券であるかについて判断した、*Dunwoody Country Club of Atlanta, Inc. v. Fortson*, 243 Ga. 236, 253 S.E.2d 700 (Ga. 1979) は、大変興味深い点をいくつも提示している。法廷意見は、*Dunwoody Country Club* の会員は当該会員証（会員権）からの利益を期待していなかったもので、証券ではないとした。すなわち、「本件会員証は、利子を生むことはなく、値上がりもなく、質入れや譲渡もできないため、*Dunwoody* は、もっぱら社交的およびレクリエーションの設備を通じて会員を誘致する——入会費（the initiation fees）の金銭的リターンを期待を通じてではない。社交的およびレクリエーションの機会は、証券法が懸念しているところの『利益（profit）』を意味するものではない。連邦最高裁判所は、『利益の期待（expectation of profits）』は何らかの金銭的リターンを意味すると述べていた。『利益について言えば、当裁判所は投資家の金銭を利用した結果から生じる資本増加・・・または利益への参加〔のいずれかを指してきた〕。そのようなケースでは、投資家は、彼の投資に係る“リターンを期待によってもっぱら引き付けられた（attracted solely）”〔中略〕。対照的に、購入者が購入した商品を使用することまたは消費することの欲求によって動機付けられた場合〔中略〕証券諸法は適用されない』。*Dunwoody Country Club* の会員は、投資機会ではなく社交的またはレクリエーション的な機会を購入したのであるから、本件償還可能会員証は証券ではない」（253 S.E.2d, 703）。そして、リスク資本テストとの関連では、「我々は、たとえこのテストのもとであっても、本件取引が証券の販売であるとは考えない」（253 S.E.2d, 704）という。すなわち、「*Silver Hills Country Club v. Sobieski*, 55 Cal.2d 811, 13 Cal.Rptr. 186, 361 P.2d 906 (1961) においては、ここでリスク資本テストの最初の言明がなされたのであるが、カントリークラブは営利法人（a profit-making corporation）であるとされた。プロモーターは、クラブ設立とその資金調達のために、あるいは、裁判所が述べたように、『利益を得るためのビジネスを展開する（to develop a business for profit）』ために、クラブにおいて会員証を売却した。会員証の購入者がその資本からのリターンを期待していなかったという事実は、当該会員証販売をカリフォルニア証券法から適用除外させるには不十分であるとした。」「オレゴン州もまたリスク資本テストを採用した。当該テストは『（プロモーターが）、事業を開始するのに必要な初期資本の相当な部分を投資家に依存している（depending on the investor for a substantial portion of the initial capital needed to start the enterprise）か

どうか』に関係している。State v. Consumer Business System, 5 Or.App. 19, 32, 482 P.2d 549, 555 (1971)。このケースでは、Hurst v. Dare to be Great, Inc., 474 F.2d 483 (1973) がそうであったように、プロモーターは営利事業 (a profit-making enterprise) に従事していた。そして投資家は、ベンチャー資本を提供することについて、金銭的リターンの約束によって誘引されていた。我々は、本件はオレゴン州とカリフォルニア州の事件のいずれとも区別されと考える。というのは、Dunwoody Country Club は社会的に認められた非営利法人 (an established non-profit corporation) であり、その会員は、会員証 (membership) の購入にあたって何の金銭的リターンも期待していないからである。〔中略〕プロモーターは営利事業 (a profit-making enterprise) に関与しているが、投資家は何の金銭的リターンを享受しない場合 (Silver Hill 判決) であれ、あるいは、プロモーターは非営利法人であるが、投資家は金銭的リターンを期待している場合 (例：利子付債券の売買) であれ、証券法は適用されるだろう。しかし、プロモーターが営利事業 (a profit-making enterprise) に従事しておらず、投資家は何の金銭的アドバンテージも確保できない場合、証券法は適用されない。これらの取引の経済的実体は、『営利目的のために資本を調達すること』を市場に対してインプリケイトしない〔中略〕。我々は、次の事実を念頭に置いて、この判断に至った。すなわち、証券法はその性質において救済的であり (is remedial in nature)、投資家保護を目的としており、そして、その目的を実現するために広く、そして、字義にとらわれずに解釈されるべきであるという (253 S.E.2d, 704-705)。このように述べて、ジョージア州最高裁判所は、本件会員証を証券であるとした原審を破棄した。なお、上記のような法廷意見に対して、Hill 裁判官による反対意見 (253 S.E.2d, 705) は「投資家のその投資 (資本) リターンへの期待 [が問題となる場合] はどうするのか?」と指摘する。すなわち、「多数意見は、本件投資家は何の金銭的アドバンテージも期待していないことを指摘する。しかし彼らは金銭的ディスアドバンテージを期待 (予想) しているのか?」と。そして「本件では、その投資についてリターンを求める投資家のうち直近の者は、典型的なピラミッド・スキームの敗者になるかもしれない」と述べ、原審の判決を引用して、原審の結論を支持する (原審自体は判例データベースからはその全体は明らかでない)。Hill 裁判官による反対意見からは、原審は Blau v. Redmond, 143 Ga.App. 897, 240 S.E.2d 273 (1977) に、大部分依拠しているように読める。反対意見が引用する原審は次のようなものである。「本件は Blau 判決との類似性を帯びている。発行者は非営利団体である。発行された証書は償還可能証書であり、関係者 (本件においては、現在および将来の) はそれを購入することを要求される。この証書発行の目的の一つは、設備改良のための資金調達であり、もう一つは、負債の償還である〔中略〕Blau における将来の学生の親と同様に、Dunwoody の将来の会員は、同クラブからの退会の際の完全償還への期待がある中で、償還可能証書プランを通じてクラブに加入して資本を提供するかどうかという『投資』判断をしなければならない。既存の会員もまた重大な『投資』判断をする。追加資本の拠出をするかどうかだけでなく、退会することによって先行する拠出を犠牲にするかどうかという。プランによって描かれた共同の資本蓄積を通じてのみ、達成しようと求めている便益 (財務健全性と新設備の導入) を実現できる。そしてそれによって、本件クラブは、継続的事業として続けることが可能になる。/ クラブの財務的な健全性は、本件証書の償還に直接影響する。すなわち、証書償還のために、信託において不十分な金銭しかない場合、保有者は待機リストに置かれる。そして、もしクラブが清算ということになれば、税金と負債を払った後に、プロラタ配分が行われる。原告は、非営利事業体であるにもかかわらず、その他の事業体と同じ経済的危険に服するのである。非

②大阪高判平成27年12月18日先物取引裁判例集75巻448頁**③大阪高判平成27年12月18日先物取引裁判例集75巻493頁**

裁判例②と裁判例③は、共通の事実をベースとしているので、まとめて論じる。裁判例⑤もこれらの裁判例と共通する事実はあるが、原告等が異なる。

【事実の概要】**(裁判例②)**

原告(X)は、平成17年9月当時、60歳の会社員であった。ID社は、顔写真・指紋・網膜・遺伝子等を用いた本人確認技術および真偽鑑定技術の企画・調査・研究開発および販売等を目的として、平成10年6月16日に設立された株式会社であり、被告(Y1)は平成16年9月にID社の取締役役に就任した(同時期に代表取締役役に就任)。S社は、有価証券の保有・運用業務、金融業等を目的として、平成15年7月17日に設立された株式会社である。S社は、事件当時の証券取引法上の証券業の登録は受けていない。平成15年頃、ID社は、S社の関連会社W社から出資を受けるようになった。その後ID社は、S社の別の関連会社INT社からも出資を受けた。INT社は、取得したID社株式を、

営利法人は、ジョージア証券法の領域に含まれるのである。本件〔の会員証〕に伴うリスクは小さいかもしれないが、依然として次の可能性は存在しているのである。すなわち、現在または将来の会員——彼の証書の完全な償還を受けるという見込みに基づく『投資』判断を下した——が、クラブの財務困難性により、完全な償還を奪い取られるという。これこそ、償還可能証書プランに参加する判断——それはDunwoodyの現在または将来の会員がしなければならぬものであるが——というものは、証券法が包含することを予定したタイプの判断であると、当裁判所が信じる理由である。それゆえ、Blau判決におけるのと同様、本件償還可能証書は『証券』である」。

カントリークラブの入会といえども、「投資」判断に伴うという見方は面白い。拠出額の償還が予定されており、また拠出者(会員)もそのことを期待しているはずであるという前提があり、その期待を証券諸法によって保護しようということであろう。その是非はともかく(過剰規制の懸念がなくはないが当該事案で求められている救済との関係で評価すべきことだろう)、カントリークラブの会員証(会員権)という、直感的に証券に該当しないことが当たり前のように思えるものについても、これだけの議論があるのは興味深いことである。ともかく、預託金会員制クラブへの加入にあたっては、その仕組み上、当該クラブの財務情報の提供が重要ということは強調されてよい(それに関連する説明義務等の情報提供義務があるとするのも一つの考え方である)。

S社を通じて一般投資家に売却していた。平成15年当時、ID社の取締役の一部は、このことを当時の証取法との関係で疑問視していた。

S社は、平成17年9月頃、未公開ベンチャーに投資するファンド「ID投資事業組合」（以下この裁判例の検討において「本件投資事業組合」という）の業務執行組合員として、ID社の株式への投資を募集した。同じ時期、XはS社の従業員から、定年退職後の資産運用として株式投資を勧め、ID社は「1年以内に東証マザーズに上場する」、「上場すれば株式高騰により購入価額の倍以上になる」などと述べて、ID社の未公開株式を勧め、Xはこの者の言をそのまま信用して、ID社の未公開株式を取得するつもりで、同月16日、本件投資事業組合へ出資して（10口406万円を申込んだ）、同月22日、406万円を振り込んだ。S社は、同月26日頃、Xに対し、本件投資事業組合名義の出資証券を送付した。XとS社との間で交わされた本件投資事業組合に係る契約書には、本件投資事業組合は、ID社に投資し、投下資本を増殖・回収することを目的とする民法上の組合であること、各組合員は、出資口数の割合により組合財産を共有するものであること、損益は各組合員の出資口数の割合に応じて帰属するものであること、投資有価証券その他組合財産に属する有価証券は、S社が保有のため適切と考える方法で保管すること等が記載されていた。ID社はその後、東京地方裁判所から破産手続開始決定を受けた（後に破産手続廃止決定が確定）。

Xは、S社が当時の証取法上の証券業登録をしていなかったにもかかわらず、ID社の未公開株式に投資する本件投資事業組合の出資証券（みなし有価証券）を詐欺的勧誘により一般投資家に販売したことは、当時の証券取引法2条8項、28条、29条に違反しており、登録もできないような業者が行う証券取引まがいの行為は、典型的に一般投資家の利益を害するものとして、私法上もその効果が否定されるべき違法な行為であるから、不法行為を構成するとしたうえで、XはS社の従業員の詐欺的勧誘により上記有価証券を購入したところ、ID社はS社の上記不法行為をほう助したものであるなどとして、ID社の代表取締役であったY1に対し、民法709条または平成17年改

正前商法266条ノ3に基づき、Xが取得した上記有価証券が無価値であったことにより被った損害の賠償として、出資金406万円と弁護士費用等の支払いを求めて訴えを提起した。

原審はXに対するS社の不法行為の成立は認めたが、ID社のほう助とY1の任務懈怠を否定し、訴えを棄却した。X控訴。

(裁判例③)はこれとほぼ同じ事実であるが、投資事業組合の投資先未公開株式がID社だけでなくIRKW社の株式が加わっている。原告はおそらく同じ者であり、被告はこれもID社の代表取締役であったY2およびIRKW社の代表取締役であったY3およびY4である。)

【判旨】 原判決取消し・請求認容

S社は、証券業の登録を受けていないにもかかわらず、Xに対し、ID社の「未公開株に投資する投資事業組合の出資証券の購入の勧誘をして、出資証券を購入させ、業として有価証券の勧誘・販売を行ったものである。これらの行為は、証券業の無登録営業に該当し、旧証券取引法28条に違反し違法というべきである」。「いわゆるグリーンシート銘柄以外の未公開株の勧誘・販売は、証券業登録を受けた証券会社であっても、自主規制として禁止されており」ID社の未公開株式はグリーンシート銘柄には当たらない。「グリーンシート銘柄以外の未公開株は、その価値の評価が困難であり、公開される情報も少なく、一般投資家がその会社の情報を入手することも困難であるから、一般投資家が不測の損害を被るおそれがあり、これを防止するためにグリーンシート銘柄以外の株式取引が業界の自主規制として禁止されており、このようなグリーンシート銘柄の株式に関する規制の趣旨からすれば、グリーンシート銘柄以外の株式の取引を無登録業者が行うことは、より一層弊害が大きいというべきである」。本件においてS社が「一般投資家であるXに販売した対象は、未公開株そのものではなく、投資事業組合の出資持分（有価証券）であるが、未公開株の販売と未公開株を有している投資事業組合の出資持分の販売とでは、一般投資家の保護の見地からすると、実質的にみて区別

して扱うべき理由はない」。S社がXに未公開株式を販売した平成17年9月頃においては、ID社は、株式上場が具体化していたと認めるに足りる証拠はなく、S社の従業員が「1年後には上場する」、「上場すれば株価が高騰し、巨額の利益を得ることができる」などと客観的な事実と異なる虚偽の事実を申し向け、Xをその旨誤信させて、未公開株式を販売したもので、S社のXに対するID社の未公開株式に投資する本件投資事業組合の出資証券の購入の勧誘および販売行為は、全体として民法上の不法行為にあたると優に認められる。

そして、INT社が、取得したID社株式をS社を通じて一般投資家に売却していたことについて、平成15年当時、ID社の取締役の一部は、このことを当時の証券取引法との関係で疑問視していた等の事情、そして、平成16年頃には正規の手続をもって組成された投資事業組合が出資するので違法性はない等の説明を受けていたこと、その後の確定申告書によれば複数の投資事業組合等が主要株主として記載されていることなどから、ID社の代表取締役であったY1は、ID社の株式がS社の関係している投資事業組合を通じて一般投資家に売却されていたことを知っていたものと推認できる。その後、平成17年には、S社による未公開株式の販売について、インターネットやマスコミにおいて問題視されている等の事情について、上場審査との関係で問題が生じないようにS社にお願いしていたことから、Y1は、S社が一般投資家に対し投資事業組合を通じてID社の未公開株式を販売していることを知っており、かつ、S社らの上記販売が当時の証券取引法上疑問視されていることを認識していたというべきである。以上の事情に照らせば、ID社の取締役らは、平成17年当時、S社が一般投資家に対しID社の未公開株式を投資事業組合等を介して販売していることを知りながら、事業資金を得るために、ID社の未公開株式を取得できるように協力し、また、S社に対してID社のDNA認証の拡販資料、静脈認証の拡販資料、売上予測に係る資料を提供し、S社らの営業従業員の研修にも協力して、未公開株販売を支援していたもので、ID社は、S社の不法行為について少なくともほう助したとい

うべきであって、共同不法行為責任を負うというべきである。

Y1は、平成16年9月から平成18年2月に辞任するまでの間ID社の代表取締役であったから、取締役・代表取締役としてID社の業務に関して他に損害を負わせるような業務執行を避止し、あるいは他の取締役等が他に損害を負わせるような業務執行をすることのないよう監視監督すべき義務を負っていたというべきである。しかるに、Y1は、ID社のS社に対する未公開株の提供や援助・支援行為を代表取締役として実施してS社の違法行為に加担していたのであるから、少なくとも重過失による上記の義務違反があったというべきである。

(裁判例③においては、同じようなロジックで、Y2、Y3、Y4の責任を認めた)

【金商法関連についてのコメント】

思いつくままに、幾つかコメントを述べる。

(a) 裁判例②と③の結論については、他社の違法行為について、結果として、別の会社の取締役が結果的に責任を負うことになった点、原告が購入したのは「未公開株に投資する投資事業組合の出資証券」であったが、「未公開株の販売と未公開株を有している投資事業組合の出資持分の販売とでは、一般投資家の保護の見地からすると、実質的にみて区別して扱うべき理由はない」とした点が興味深い。後者の点を突き詰めれば、株主が、取締役の対第三者責任規定によって直接的に損害を回復したことと同じ結果を是認していることになる。

(b) 因果関係の認定がやや取締役に厳しいようにも思われるが、前提となる認定事実（特に、ID社が未公開株販売を支援していたという点）に基づけばこのような結論になるのもやむを得ないかもしれない。

(c) 本件投資事業組合は、事実認定によれば、民法上の組合のようである。Xのその主張（判決文における裁判所による主張整理部分）においては、ID社の「未公開株に投資する投資事業組合の出資証券（みなし有価証券）」と

表記している³⁴⁾。本件投資事業組合について、Xは、「それは、未公開株そのものの販売と比較しても全く経済的合理性がなく、旧証券取引法を潜脱するためのものにすぎず、実質的には未公開株の販売と同じである（旧証券取引法2条2項3号）」と主張していた（被告の反論を否定する趣旨であろうか）。このXの主張は本件で意味があるものといえるのかはよく分からない。実質的には無登録業者が未公開株式を販売していることの悪性（社会的に注目されたのはこの類型である）を言いたいのであろうが、どのみち、これは形式論かもしれないが、無登録でみなし有価証券を販売することも同様に悪質であることは変わらない。本件では、おそらく投資事業組合の出資証券も流動性がないであろう。また、投資事業組合の投資対象が未公開株式ではない流動性を持った証券の組み合わせでもないと思われるので、ここで「潜脱」とは何を指すのか不明である（どちらも証取法上「有価証券」であった）。

(d) S社の従業員が、勧誘時に「客観的な事実と異なる虚偽の事実を申し向け」てXを誤信させて、未公開株式（正確には未公開株式に投資する本件投資事業組合の出資証券）を販売したことだけでも、不法行為責任を成立させるには十分な事実であるように思われる。その意味では、無登録営業や未公開株式の一般投資家への勧誘・販売といった事情は、言及する必要性はそれほどなかったのかもしれないが、無登録業者による未公開株式販売が社会

34) 平成16年証券取引法改正（法律第97号）（「証券取引法等の一部を改正する法律」）により、投資事業有限責任事業組合契約に関する法律（旧称：中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律）（平成10年法律第90号）に規定する投資事業有限責任組合契約に基づく権利およびこれに類似する民法上の組合や匿名組合に基づく権利が証取法2条2項の「みなし有価証券」として追加された。これについては次の文献を参照。

- ・金融庁金融審議会金融分科会第一部会「市場機能を中核とする金融システムに向けて」（平成15年12月24日）
- ・田原泰雅＝端本秀夫＝谷口義幸＝吉田修「証券取引法等の一部改正の概要」商事法務1703号（2004年）9頁
- ・田原泰雅「証券取引法等の一部改正の概要」ジュリスト1280号（2004年）30頁
- ・「投資事業有限責任組合法（ファンド法）に関する説明会」（日本証券業協会における経済産業省経済産業政策局産業組織課の篠原倫太郎課長補佐（当時）による説明）（<http://www.jsda.or.jp/katsudo/gaiyou/gyouhou/04/0407/files/0105.pdf>）

問題となっていた時期もあり、そのことを強調することは行為の悪質性（あるいは、投資家の要保護性）を強調することになるのかもしれない。平成23年の金商法改正により、現在では無登録業者による未公開有価証券の売付け等は、原則として無効である（金商法171条の2第1項）。もっとも、本件のように無登録業者だけではなく、そのほう助者の責任を追及する場合には、こうした条文は使えない。S社の不法行為責任は、ID社の共同不法行為の成立のための前提に過ぎない。ほう助者の責任を問うために利用可能な条文は金商法にはなさそうである。民法709条や会社法429条が、投資詐欺事件で主張される理由の一つは、本件のように、より広い対象をカバーすることにあるのだろう。

④東京高判平成26年7月11日判例時報2240号62頁

【事実の概要】

原告Xらは被告Y1・Y2（以下この裁判例において「Yら」とすることもある）の勧誘により、香港法人であるファンド（以下この裁判例において「本件ファンド」という）に資金を提供し、本件ファンドが行っていたとされる外国為替証拠金取引（以下この裁判例において「本件FX取引」という）で運用したが、実際には本件FX取引は虚偽のもので、これによる資金の運用は行われておらず、Yらは虚偽の取引を勧誘したことにつき故意または過失があったなどと主張して、不法行為（あるいは後述のAとの共同不法行為）に基づき、Xらが支出した資金と弁護士費用等の損害賠償を求めてYらに対する訴えを提起した。

なお、Xらは、Y1の上位代理店であったAおよびAの役員であった者、Aの上位代理店であったBの役員であった者らを被告として、不法行為等に基づく損害賠償を請求し、原審においてはAらに対する請求は、過失相殺の上で一部認容・一部棄却で確定している（Bの役員であった者らに対する訴えは全部棄却）。

Xらは、Yらには調査義務違反の過失があるという。すなわち、Yらは、「ハ

イリスクな金融商品に対価を得て〔Xら〕に勧誘した者であり、このような潜在的抽象的危険を有するものを対価を得て社会生活に持ち込む者については、自らの説明（特に顧客の投資判断にとって重要な部分）に虚偽がないよう十分に調査を尽くす義務があり、具体的には、〔本件ファンド〕の募集、運用を行っている者の〔金商法〕に基づく登録の有無や具体的売買状況、資金の分別管理の方法といった本件F X取引の基本的仕組みを調査すべき義務があった。しかるに、〔Yら〕は、これらの調査を行わず、若干の点につき〔A〕に確認したとはいっても同社から送られたメールの内容を鵜呑みにしたにすぎず、この義務を尽くしたとはいえないから、過失がある」というものである。

また、金商法違反については、まず、YらがAのためにXらを勧誘した行為は、「金商法2条8項9号にいうみなし有価証券の募集の取扱いに当たり、同法28条2項9号（本稿筆者注：原文ママ）にいう第二種金融商品取引業に該当して、本来は同法29条に基づく登録を受けなければ行うことができないものである」と指摘した。また、「同法37条の3第1項は『金融商品取引業者等〔中略〕は、金融商品取引契約を締結しようとするときは、内閣府令で定めるところにより、あらかじめ、顧客に対し、次に掲げる事項を記載した書面を交付しなければならない。』とし、4号で『手数料〔等〕』と定め、これを受けた〔金商業等府令〕81条1項は『法第37条の3第1項第4号に規定する内閣府令で定めるものは、手数料、報酬、費用その他いかなる名称によるかを問わず、金融商品取引契約に関して顧客が支払うべき手数料等の種類ごとの金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法〔中略〕とする。』と定めている。そして、〔Y1〕が〔A〕から受領していたコミッションフィーは、まさに金融商品取引契約に関して顧客が支払うべき対価であるから、上記にいう手数料等に当たり、〔Yら〕は〔Xら〕に対する契約前交付書面にこれを記載して、顧客に理解されるために必要な方法及び程度による説明をすべき義務があったが（金商法38条7号（本稿筆者注：当時）、金商業等府令117条1項1号）、〔Yら〕はこの義務も怠ったのである。〔Yら〕が上記

のように金商法等の法令に明らかに反する行為を行っていることは、〔Yら〕の過失を基礎付ける重要な事実である」とも主張した。

なお、Y1がX4を勧誘し、Y2がX1～X3らを勧誘した。

【判旨】 原判決一部変更、控訴一部棄却（Y2の部分については省略する）

裁判所は、まず、Y1の勧誘行為は客観的には虚偽の事実を告知したものであると述べた。そして、Y1の過失については次のように述べた。「本件FX取引に関する出資を行い自動売買システムで運用することにより運用益を得るという取引は長年の実績のあるものではなく、一般にはなじみのないものであり、運用の仕組みの詳細が明らかにされない以上、得体が知れないものであるといわざるを得ないところ、本件FX取引に関する出資を行えば自動売買システムで運用することにより運用益が継続的に月3%ないし5%になるということ自体、経済的合理性に反するものであり、本件FX取引に関する出資を行うことに大きな危険が伴うことを示す徴表となっているといふべきであって、出資することに疑念を抱いてしかるべきであるのに、〔Y1〕が上記のとおり〔Aら〕の説明や画面表示だけで上記のとおり速断し、本件FX取引の安全性や資金保全の確実性に関する裏付けとなる合理的な根拠を示す資料を入手しないまま〔A〕の下位代理店となって第三者に本件FX取引に出資するよう勧誘を行ったことは、誤った判断であったといわざるを得ない。〔Y1〕は、自己責任の下に自ら危険な出資をするということとどまらず、〔A〕との間で〔本件FXシステム〕の新規利用者の紹介等の業務に関する業務委託契約を締結して〔A〕の下位代理店となり、反覆継続して仲立に関する行為を行うことを承諾して第三者に対して本件FX取引に関する出資を行うよう勧誘し、出資契約締結に向けて媒介行為を行って当該第三者を大きな危険のある本件FX取引に巻き込もうとするのであるから、自分の財産の保全のために払うべき注意以上に慎重な注意を払ってしかるべきであり、当該第三者の利益保護のために必要な調査を行い、安全性を確認すべき注意義務を負うものと解するのが相当である。〔Y1〕は、自己専用のユー

ザー管理画面で運用金額が増大している旨の表示を確認し、〔A〕から資金は保全される旨の説明を受けたが、これらを確認し、信じたという程度では、〔中略〕本件 FX 取引の安全性や資金保全の確実性に関する裏付けとなる合理的な根拠を確認したものと評価することはできない」。

そして、金商法171条の2第1項や特商法12条の2、21条の2、34条の2、36条の2、54条の2を参照したうえで、「このような法意に鑑みると、大きな危険のある本件 FX 取引の出資契約締結に向けて勧誘する者は、不法行為による損害賠償責任を基礎付ける注意義務として、勧誘する相手方の利益保護のために、信義則上、本件 F X 取引の安全性や出資する資金保全の確実性に関する裏付けとなる合理的な根拠を調査する注意義務を負うものと解するのが相当である」とする。そして、「したがって、〔Y1〕は、信義則上、勧誘の相手方から求められたときに提供できるだけの本件 FX 取引の安全性や資金保全の確実性に関する裏付けとなる合理的な根拠を示す資料を入手しておくべきであり、これを入手することができないのであれば〔A〕の下位代理店となって第三者に対して本件 FX 取引に関する出資を行うよう勧誘することをしないように踏みとどまるべきであったというべきである。しかるに、〔Y1〕は、本件 FX 取引に関する出資契約締結に向けて媒介行為を行うに先立ち、あらかじめ本件 FX 取引の安全性や資金保全の確実性に関する裏付けとなる合理的な根拠を示す資料を収集するために、〔中略〕公的な資料を収集したり、信頼できる専門家の意見を徴したりせず、監督官庁や国民生活センター等に本件 FX 取引に関する出資の危険性について照会したりすることもなく、本件 FX 取引の安全性や資金保全の確実性に関する裏付けとなる合理的な根拠を示す資料を収集しないまま、本件 FX 取引に関する出資契約締結に向けて媒介行為を行ったのであるから、上記のとおり本件 FX 取引の安全性や資金保全の確実性に関する必要な調査確認をすべき信義則上の注意義務を果たさなかったというべきであって、〔Y1〕は上記注意義務を果たさなかった過失があり、不法行為による損害賠償責任を免れないというべきである」。

【金商法関連部分へのコメント】

本件は、「マルチ型ファンド取引に関し、下位代理店となって第三者に出資を勧誘した者について、信義則上の注意義務違反が認められた事例」だという³⁵⁾。Xらは、YらがXらを勧誘した行為は、「金商法2条8項9号にいうみなし有価証券の募集の取扱いに当たり、同法28条2項9号（本稿筆者注：原文ママ）にいう第二種金融商品取引業に該当して、本来は同法29条に基づく登録を受けなければ行うことができないものである」と指摘していたが、この部分に対する裁判所の検討はない。そのような検討をしなくても、不法行為責任を認定することが可能だったからであろう。むしろ、「業者」といってよいか微妙なY1の行為義務を導くために（ただし金商法2条8項の「業として行う」は、反復継続の意思があれば足りるとされている）、金商法171条の2第1項や特商法12条の2、21条の2、34条の2、36条の2、54条の2（いずれも特商法の「合理的な根拠を示す資料の提出」に関する条文）を参照した点が注目される。すなわち、金商法171条の2第1項については、条文の概要を述べた後、同項は「投資者側が不法行為による損害賠償請求をするのに必要な過失を基礎付ける事実の立証責任を緩和することもその趣旨とするものと解される」とした上で、「その他これらの取引等に関する法規制の根底にある法意は、当該取引の勧誘の相手方である顧客の利益を損なう危険がある取引については、当該取引の事業主体だけでなく、その媒介、勧誘等を行った者に対しても、当該取引の安全性にかかわる合理的な根拠を示す責任を負わせるにあるということが出来る」とする。金商法171条の2第1項の説明としては一般的なものである。もっとも前半部分と後半部分のつながりはよく分からない。後半部分は、特商法の条文はともかく、金商法171条の2第1項の効果の実質的な根拠について「適合性の原則に違反した勧誘により不当な利得行為となる契約が締結されたこと」という説明と共通するものがある³⁶⁾とみることもできるだろうか。業者が、顧客にある商品・サ

35) 判例時報2240号62頁の表題。なお本件の評釈として、遠藤研一郎「判批」私法判例リマークス52号（2016上）38頁、松本博「判批」久留米大学法学76号（2017年）33頁がある。

36) 黒沼・前掲注（21）519頁。

ービスを勧誘する前に、当該商品等に関する調査をすべき義務（そして勧誘するに足る合理的な根拠を有すべき義務）があるという規範が主張されることは珍しくないが、金商法171条の2第1項に言及するのは珍しいのではない。

⑤東京地判平成25年7月9日 LEX/DB 文献番号25514186平成22年（ワ）
第27023号

【事実の概要】

本件は、原告が、平成17年当時、証取法28条の証券業の登録を受けていなかった分離前被告である IDJ 社の従業員からの勧誘により、IDT 社・M 社・P 社の未公開株式等を購入した（なお原告は M 社・P 社の株式を購入したものと考えていたが、実際には、IDJ 社を業務執行組合員とする IDJ 社組成の投資事業組合の出資証券を購入していた）ところ、そもそも一般投資家に対する未公開株式の販売は禁止されているうえ、購入した未公開株式等には上場の具体的予定も見込みもなかったにもかかわらず当該従業員が虚偽の説明をして勧誘したことは不法行為に該当するとして、民法709条に基づいて、当該従業員の上司として不法行為に加担したことを理由に Y1 を訴えたものである。IDJ 社が販売した未公開株式の発行会社の一つである IDT 社があり、Y2 から Y6 は同社の代表取締役または取締役であった者達である。原告は、Y2 から Y6 が、証券業の登録を受けていない会社による当該未公開株式の違法な販売行為に協力し、不法行為を幫助したこと等を理由に、民法709条または平成17年改正前商法266条ノ3に基づいて損害賠償を求めた。

平成17年当時、IDT 社等の株式は、未公開株式であり、日本証券業協会の自主規制規則である「店頭有価証券に関する規則」上、いわゆるグリーンシート銘柄ではなく、顧客に対する投資勧誘を行ってはならないとされる店頭有価証券に該当していた。

【判旨】Y1に対する請求は認容。それ以外の被告に対する請求は棄却。

Y1の責任について(Y2からY6については、不法行為責任等を認めるに足る事実はないとされた)。

①「原告が本件未公開株式の購入の勧誘を受けた平成17年1月ないし7月当時の証券取引法上、株券は同法第2条第1項第6号の有価証券に該当し、本件未公開株式に係る株券の売買を業として行うことは、同法第2条第8項の『証券業』として、同法第28条の登録を受けた者でなければ営んではならなかったものと解される。」他方、上記各投資事業組合に係る組合契約に基づく権利については、「当該組合契約は、株式会社の発行する株式の取得及び保有に係る事業を営むことを約するものであって、金銭その他の財産のみをもって出資の目的とし、一人の業務執行組合員に業務の執行を委任していたものであることが推認されるから、当時の証券取引法施行令第1条の3の2第2項第1号イないしハの要件を満たすものであり、同法第2条第2項第3号の『組合契約』であって『投資事業有限責任組合契約に類するものとして政令で定めるもの』に基づく権利として、同条第2項第3号のみなし有価証券に該当していたものと解される。しかし、平成18年法律第65号による改正前の証券取引法上、これらの権利の発行者自身による募集及び私募は、証券業規制の対象ではなかった(同法第2条第8項第6号は『有価証券の募集若しくは売出しの取扱い』又は『私募の取扱い』を証券業の対象に含めていたが、有価証券の発行者自らが行う『募集又は私募』は対象とはしていなかった。)から、〔IDJ社〕が自ら業務執行組合員である各投資事業組合の出資証券の購入を勧誘する行為は、証券業の登録がなくても行うことができたということができる」。「ところで、〔IDJ社〕は、平成17年当時、証券取引法第28条の登録を受けていなかったから、形式的にみれば、本件未公開株式に係る一連の取引のうち、無登録業者による未公開株式の販売行為として証券取引法に抵触するのは、本件IDT株式の販売行為のみである。しかしながら、上記認定したところによれば、〔IDJ社の従業員〕は原告に対し、未公開株式の販売と投資事業組合への出資とを明確に区別することなく、近く上場す

る予定の未公開株式を購入すれば利益が上がる旨の勧誘を繰り返していたことが認められ、このような勧誘の態様に照らすと、実質的にみて、本件における〔IDJ社の従業員〕の原告に対する各投資事業組合への出資の勧誘行為は、無登録業者による未公開株式の販売行為と同視することができるというべきである」。

②「有価証券の取引は自己責任が原則であり、無登録業者の勧誘により有価証券を購入したからといって、直ちに不法行為の成立が認められるわけではないが」平成23年法律第49号による改正後の金商法171条の2は「無登録業者が未公開有価証券について売付け等を行った場合における売買契約は、無登録業者等において、当該売付け等が相手方の知識、経験、財産の状況及び当該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はないこと又は当該売付け等が不当な利得行為に該当しないことを証明しない限り、原則として無効とする旨定めている」。「この規定は、無登録業者が、一般的に、自己の利益を図るため、取引の相手方に対し不当な行為を行うおそれがあること、未公開有価証券は発行体に関する情報が乏しいため、販売業者と投資者との間に著しい情報の非対称性が存在し、情報優位に立つ販売業者が『市場間近で必ず儲かる』等と投資者の誤認を誘い、不当な高値で未公開有価証券の売付け等を行うことが可能であることを踏まえ、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ことから、無登録業者がこのような行為を行うときは、公序良俗違反の一類型である暴利行為に該当するものと推定したものと解される」。「そうだとすると、上記金融商品取引法第171条の2の規定の趣旨は、平成23年法律第49号による改正前に未公開株式の取引が行われた本件においても妥当するものというべきである。すなわち、〔IDJ社〕の原告に対する本件未公開株式の販売行為が、原告の知識、経験、財産の状況及び売買契約を締結する目的に照らし原告の保護に欠けるものであるか、又は〔IDJ社〕による不当な利得行為に該当するものと認められるときは、〔IDJ社〕の原告に対する本件未公開株式の販売行為は、公序良俗に違反し、不法行為を構

成するものというべきである」。これを本件についてみると、原告は〔IDJ 社〕の従業員から「何度も『未公開株式があり、近く上場する予定なので、購入すると儲かる。』等と勧誘された結果、〔IDT 社・M 社・P 社の各株式に係る投資事業組合の出資証券〕を購入したにすぎず、原告が本件未公開株式の各発行会社や株式の価値について独自の情報を有し、当該情報に基づいて購入を決意したという事実も認められない。また、原告が購入した直後の本件未公開株式の各発行価額等と原告が購入した株式又は出資持分権の価格を比較すると」原告の購入価格は、明らかに過大であったものと推認され、これを覆すに足る証拠はない。「さらに、本件未公開株式のいずれも、いわゆるグリーンシート銘柄ではないから、日本証券業協会の自主規制によれば、顧客に対する投資勧誘が禁止されている店頭有価証券である。しかも、〔IDJ 社の従業員〕が原告に対し購入を勧誘した時点において、本件未公開株式について上場の具体的な予定があったことを認めるに足る的確な証拠もないから、上記のとおり、〔IDJ 社の従業員〕が原告に対し『近々上場する予定である』『必ず儲かる』等と述べて勧誘したことは、虚偽の告知又は断定的判断の提供にも該当するというべきである」。「以上によれば、無登録業者である〔IDJ 社〕の原告に対する本件未公開株式等」「の販売行為や出資の勧誘行為に基づき締結された売買契約又は組合契約」は「そもそも公序良俗違反により無効であり」IDJ 社の従業員の原告に対する勧誘行為は「原告に対し虚偽の告知又は断定的判断を提供し、未公開株式の取引について知識経験のない原告の無知につけこみ、過大な価格により公序良俗違反の本件未公開株式等に係る売買契約等を締結させたものというべきであるから、不法行為に該当するというべきである」。

Y1 は IDJ 社が会社ぐるみで行っていた未公開株式の販売活動に加担し、課長として、全営業社員に対し、販売活動の在り方を指導し、促進していたものというべきであるから、IDJ 社の従業員の原告に対する本件未公開株式等に係る勧誘行為について不法行為が成立する以上、Y1 もまた、当該不法行為に加担したものとして自ら不法行為責任を負うというべきである。

【コメント】

判旨①については、裁判例②③で述べたところと、判旨②については、裁判例④で述べたところと共通する。

投資事業組合の出資証券購入は実質的には未公開株式購入であるとするこの意味は、裁判例②③と異なり³⁷⁾、本件では意味を持っている。無登録業者の未公開株式販売については、金商法171条の2第1項があり、その趣旨・効果等を反映させやすくなるからである。

⑥大阪高判平成25年1月25日証券取引被害判例セレクト44巻321頁（裁判例⑬の控訴審判決である）

⑮東京地判平成24年2月28日証券取引被害判例セレクト42巻331頁

⑯大阪地判平成23年9月29日証券取引被害判例セレクト41巻255頁

⑰大阪地判平成23年4月28日判例タイムズ1367号192頁

この4つの各判決は、いずれも同じ金融商品取引業者を相手取った訴訟であり、問題となった金融商品も同種のものであるため、まとめて論じる。もちろん、細かい部分（原告の年齢・金融資産・投資知識および経験・投資意向といった属性や問題となっている勧誘の形態・時期等）はそれぞれ異なるが、そうしたものは省略する。

【事実の概要】

原告らは、事件当時30代から80代であって、被告である金融商品取引業者から「レジデンシャル—ONE シリーズ」という名称の一連の不動産投資ファンドへの出資の勧誘を受け、これに対する出資をした者である。問題となった不動産投資ファンド（以下「本件投資ファンド」という）は次のようなものである。

本件投資ファンドは、平成15年6月から平成19年11月まで組成・募集・設

37) 裁判例②③と異なり、有価証券の発行者自らが行う「募集又は私募」に関する規制が当時なかったことがここで問題になっていた。

立されたもので、一口100万円で、毎月約10億円から15億円の匿名組合出資を集め、住居用不動産に投資するファンドスキームである。本件投資ファンドは、不動産証券化によって投資を募集する手法の一つで、各ファンドにおいて、出資の受け皿として特別目的会社（以下「SPC」という）が設立され、当該SPCが匿名組合契約の営業者となる。投資家は、匿名組合員として、それぞれのファンドごとに、被告の募集・媒介・代理により、営業者であるSPCと匿名組合契約を締結し、匿名組合出資を行う。当該SPCは、それぞれファンドごとに、さらに別の「投資ビークル」とよばれるものと匿名組合契約を締結し、「投資ビークル」に対して匿名組合出資を行う（いわゆるダブルSPCスキーム）。

本件投資ファンドは、レバレッジを大きくきかせていたことが特徴である。すなわち、投資対象不動産の物件数を増やし、賃料収入を大きくするために、各「投資ビークル」は、各営業者（SPC）からの匿名組合出資と金融機関等からのノンリコースローンによる借入を元手としていた。借入の上限は、ファンド組成の時期によって異なるが、匿名組合出資金の300%あるいは400%であった。

本件投資ファンドの運用期間は3年と限定され、3年後には必ずファンドは解散して、投資対象不動産またはその信託受益権を売却して現金化し、金融機関等に対するノンリコースローンを返済したのち、諸経費を除いた残金に応じて、出資者に出資金の割合に応じて最終分配される。

上記のような特徴を有していたため、出資者の最終利回りに大きく影響するのは不動産価格の下落である。単純化していえば、借入れ上限が400%である場合、償還時に当該不動産価格が1割減少していれば出資金返還額は元本の半分となる（たとえば、出資額が100万円である場合、投資ビークルの投資額は最大で100万円+400万円=500万円で、 $500万円 \times (1 - 0.1) = 450万円$ 。450万円から借入れの400万円を返済した50万円が出資金返還額となる（諸経費・分配金等は省略）（2割減少ならゼロ））。

原告らは、被告の従業員から本件投資ファンドへの出資の勧誘を受け、匿

名組合出資を行った。

争点は裁判例によって異なるが、適合性原則違反と説明義務違反はいずれの事例でも原告らによって主張されている（裁判例⑩ではこれに加えて、断定的判断の提供と利回り保証等が主張されている。また、同裁判例の控訴審判決である裁判例⑥では、追加的に金商法17条違反も主張された）。

なお、裁判例⑥からは、本件投資ファンドについて、その組成・企画・運用を担当した資産運用会社が被告補助参加人として訴訟に加わっていることが分かる。

【判旨】 一部認容、一部棄却（裁判例⑥については、一部原判決変更、一部控訴棄却）

適合性原則違反の主張は認められず、説明義務違反が認められている。また、裁判例⑥については、金商法17条違反が認められた（ただしこのことによる損害額の変更はない）。これに関する判旨は、次のとおり。「確かに、〔中略〕目論見書及び商品説明書には、レジデンシャル－ ONE に係るレバレッジリスクに関する直接的、具体的な記載はないものの、金融機関からの借入金の優先弁済及び出資金に対する借入金の割合の上限率に係る記載があるから、レバレッジリスクに関する記載がないものとまでいうことはできず、また、〔中略〕重要事項確認書には、レジデンシャル－ ONE が出資元本及び配当金額を保証するものではないことが記載されているところではあるが、一般の投資家において、当該各記載の内容によってレバレッジリスクの内容を理解することは困難であるというのが相当であって、仮に、第1 審被告の担当者らが第1 審原告らに対するレジデンシャル－ ONE に係る勧誘を行うに当たり、上記パンフレットの他に、上記目論見書、商品説明書又は重要事項確認書を交付していたものとしても、上記パンフレットにおけるレジデンシャル－ ONE に係るレバレッジリスクの記載が存在しないことを補うものということもできない。そして、レバレッジリスクは、その内容からして、投資家にとってその投資判断に極めて重要な影響を及ぼすものというのが相

当である。」そうすると、少なくとも、被告の担当者らが使用したパンフレットには、誤解を生じさせないために必要な事実の表示が欠けているものといわざるを得ない。

【金商法に関する部分に対するコメント】

裁判例⑥では、一定の匿名組合契約にもとづく権利が平成16年法律第97号により証取法上の「みなし有価証券」とされた以後の本件投資ファンドには金商法の適用があることを前提として、本件投資ファンドへの出資勧誘時に用いられたパンフレット（商品内容等についての説明は、「概ねパンフレットを用いて」なされていたとされている）に、「誤解を生じさせないために必要な事実の表示が欠けてい」たとされた。もっとも、裁判例⑥では、上記【判旨】では詳細は省略したが、損害額について、金商法17条の適用を受ける限度で損害賠償義務を負うが「これによる損害額については、同条が故意過失の立証責任の点において不法行為法上の特則であると解されることに加えて、これまでに認定説示してきた諸事情に鑑みると、第1審原告らと第1審被告の過失割合も含め、上記1で引用に係る原判決「事実及び理由」第3の4のとおり損害を超えるものではないと認められる」としている。金商法17条と一般不法行為法との違いは、裁判例⑥が述べるように、立証責任の点が大きい。「みなし有価証券」に該当すれば、そうでない場合と比較すると同条が使えるというメリットがある（もっとも、目論見書等に虚偽記載等がある場合に限られる）。ただし、裁判例⑥の原審である裁判例⑬においても、結果的には一般不法行為法に基づく責任が認められているから、実際の訴訟活動における違いがどこまで大きいのかは検証すべきかもしれない。

⑧東京地判平成24年6月28日 LEX/DB 文献番号25495216平成22年（ワ）第37624号

【事実の概要】

被告Y1（平成19年11月設立）は、投資業および投資情報の提供等を目的

とする株式会社であり、代表取締役の地位にあったのはY3、取締役の地位にあったのはY4であった。被告Y2（平成20年2月設立）は、投資クラブの運営、各種ファンドの管理および運営、投資業等を目的とする株式会社であり、Y5はその代表取締役の地位にあった者であり、Y6はY1・Y2の営業担当の従業員として、その業務に従事していた者である。Y1・Y2はいずれも平成22年7月に解散した。

Y1は、AとBというファンドの募集を行い、Y2はCというファンドの募集を行った。Aファンドは、民法上の組合方式により顧客から投資資金を募り、これを上場企業の株式等への投資により運用することを内容とするものであった。Bファンド（実際には複数設立されたがこのように表記する）は、Y1を営業者とする商法上の匿名組合方式により、顧客から投資資金を募り、これを外国為替証拠金取引等により運用することを内容とするものであった。Cファンド（実際には複数設立されたがこのように表記する）は、Y2を営業者とする商法上の匿名組合方式により、顧客から投資資金を募り、これを外貨預金等により運用することを内容とするものであった。

Y1・Y2は、こうした本件各ファンドの募集・運用につき、いずれも金商法28条2項の第二種金融商品取引業および同条4項の投資運用業の各登録（同法29条）を受けたことはない。それぞれ同法63条所定の適格機関投資家等特例業務の届出をしていたものの、実際には、本件各ファンドにつき、同業務に必要とされる適格機関投資家の参加もないのに、一般投資家から出資を募っていたことが認定されている。

原告らはいずれもY6の知人・元同僚とその配偶者・元上司である（1名例外あり）。原告らは、本件各ファンドの募集・運用を行うには、金商法29条の規定により、金融商品取引業登録を受ける必要があるのに、Y1・Y2らには上記金商法違反があり、これを行うことは違法な営業にあたるにもかかわらず、そうした事情を秘して、原告らから出資金を募集し、しかも、Y1・Y2らは、原告らを含む多数の顧客から預かった出資金を運用した実態もなく、出資金を運用する意思もないのに、これがあるように装って、原告らか

ら出資金名下に金員を詐取したため、原告らに対し、不法行為責任を負う、と主張した(Y3・Y4・Y5については、代表取締役または取締役としての任務懈怠(監視義務違反)あるいは不法行為責任がある、Y6の違法勧誘について不法行為責任があると主張した)。

【判旨】一部認容、一部棄却(ただし、ほぼ全面勝訴)

裁判所は、本件各ファンドは「みなし有価証券」にあたるとしたうえで、金商法29条違反(同法63条の適用はなし)があったとし、また、Y1・Y2らが顧客から募った出資金について「そのほとんどが不正に流用されていたことは明らかであり、[Y1・Y2]らにおいて、上記出資金を適正に運用する意思もないのに、その募集を行っていたものといわざるを得ない」と述べ、Y1・Y2らは、「本件各ファンドの募集の主体がそのどちらであるかを問わず、原告らに対し、不法行為に基づき、その出資により被った損害につき、損害賠償責任を負うというべきである」と判示した。

Y3・Y4・Y5については、代表取締役または取締役としての任務懈怠を認めた(詳細省略)。Y6については、違法勧誘があり、不法行為責任があるとした。

【金商法に関する部分に対するコメント】

本件で述べられている事情からすると、本件各ファンドに対する権利が「みなし有価証券」であるとしたことは支持できる(なお、会社法上の問題(取締役の義務・責任)についてはやや議論があり得るかもしれないが省略する)。Y6の違法勧誘について、裁判所は、勧誘自体社会的相当性を欠くものとしたうえで、次のように述べた(各種リスクに関する説明義務違反は省略)。「すなわち、[Y1・Y2]らは、本件各ファンドの募集につき、金融商品取引業登録も受けず、適格機関投資家の参加もないため、適格機関投資家等特例業務の特例も適用されないのに、一般投資家から多額の出資金を募り、本件規制に違反する投資ファンドの募集をしたものであるところ、本件規制は、公

法上のものであるが、その趣旨は、こうした業務規制を設けることにより投資者の保護を図ることにあるというべきであり、現に、当該業者において本件規制に適合する投資ファンドの募集を行っていないことは、そのような業者に出資金の運用をゆだねることになる一般投資家にとって、その投資判断に重大な影響を与えるものであるから、そうした投資ファンドの募集を行うに当たっては、勧誘を行う担当者において、一般投資家である顧客に対し、その旨を説明すべき信義則上の義務があるというべきである」。あるファンドへの出資に適格機関投資家が参加していることが、一般投資家を安心させ、ひいては投資を促す方向にもっていくことはいかにもありそうな話である。そうしたことを説明すべき義務が、関連規定の趣旨から直ちに導けるかどうかは理論的には不明であるが（実質的な理由は一般投資家の判断に影響を与える点であろうか）、信義則上そのような義務があるとした点は興味深い。

⑨東京地判平成24年4月27日 LEX/DB 文献番号25493987平成22年（ワ）
第12566号

【事実の概要】

原告は歯科医師である。被告Y1は、米国および香港の資産運用会社の発行する変動利付社債の購入等を業とする合同会社であり（金商法上の登録はしていない）、Y2はその代表社員であり、Y3は代表社員であった者（ただし、原告投資時には代表社員ではなく、後述のファンド解散時以降に就任した）である。Y4は、有価証券、不動産その他金融資産に関する投資顧問業務ならびに投資ファンドの組成および募集等を業とする株式会社であり、金商法に基づく第二種金融商品取引業および投資助言・代理業の登録をしている。Y5は、Y4の代表取締役であり、Y6はY4の従業員であった者である（分離前被告については省略）。

本件匿名組合のスキームは、Y1が営業者となって商法上の匿名組合の出資を募り、その資金を第三者たる運用会社に投資し、運用利益を投資家に分配するという投資の仕組みを構築し、別会社（分離前被告）がY1の事務の

管理を行うとともに、投資家を勧誘するというものであった。具体的には、Y1が米国法人の発行する変動利付社債を購入し、当該社債発行会社が日経225およびNYダウ指数先物等で運用を行い、得られた利益をY1が本件社債の利息として受け取り、これを本件匿名組合の匿名組合員に分配するというものであった。認定によれば、Y1はペーパーカンパニーであり、事務的な作業を上記別会社（分離前被告）が、匿名組合員が出資した金銭の最終的な運用は上記社債発行会社が行うというスキームのようである（投資家への勧誘はY4が担当する）。

原告は平成20年2月から同年11月まで、合計200万円の配当を受領したが、Y1は平成21年3月に「ファンド解散通知書」を原告に送付した（出資金の返還はされていない）。

原告は、Y6から勧誘を受けて、Y1が営業者となる匿名組合（以下この裁判例において「本件匿名組合」という）に平成20年2月に出資し、その後本件匿名組合の突然の解散により出資金の返還を受けられなくなり、損害を被ったとして、Y1につき不法行為に基づき（ただし金商法42条、民法671条、民法644条に基づいて善管注意義務・忠実義務違反を、民法671条、民法645条に基づいて報告義務違反を主張し、それが不法行為責任になるという構成である）、Y2・Y3については会社法597条に基づき、Y6につき不法行為に基づき、Y4につき使用者責任に基づき、Y5については会社法429条1項に基づいて、損害賠償請求を求めた。

【判旨】 一部認容、一部棄却

Y1の責任について。Y1は「設立とほぼ同時に一切の業務を〔前記別会社〕に委託し、本件匿名組合の営業者としての業務を何ら行わなかったことが認められるから、本件匿名組合契約の相手方である原告に対し、善管注意義務違反、忠実義務違反及び報告義務違反があったことは明らかである。そして、〔Y1〕が本件匿名組合の営業者としての業務を適切に行えば、資産保全を図ることは可能であったというべきであるから」Y1の義務違反と原告の損

害との間には相当因果関係があると認められる。「以上によれば、〔Y1〕には、原告に対する善管注意義務違反、忠実義務違反及び報告義務違反の違法が認められるから、不法行為責任を免れない」。Y2については任務懈怠があるとして責任を認め、Y3については、善管注意義務違反はないとした。

Y6の責任については、まず「本件匿名組合の出資持分は、金商法上のみなし有価証券に含まれるところ（金商法2条2項5号）、〔Y4〕は、上記認定のとおり、〔前記別会社〕から委託を受けて、〔Y1〕が組成した本件匿名組合を投資家に紹介する業務を行っており、有価証券を取得させる行為の媒介を業として行っていたといえるから、『金融商品取引業者等』に当たり（金販法2条1項5号、同条2項、3項）、その一環として、〔Y6〕は、原告に本件匿名組合を紹介し、本件匿名組合契約の成立に向けて尽力する事実行為（媒介行為）を行っていたものであるから、金販法の適用があるというべきである」（この直後これに対する被告らの反論を失当として退けている）。説明義務違反については、「ところで、本件匿名組合は、ペーパーカンパニーである〔Y1〕が営業者となるスキームであって、船井総研は本件匿名組合の組成に関わったコンサルタントにすぎないのであるが、〔Y6〕の上記説明は、あたかも船井総研が本件匿名組合の営業者として運用しているものと原告に誤認させるおそれがあるものであって、説明として不適切である。加えて、本件匿名組合は、〔1〕変動利付社債である本件社債の利息から配当を行うものであり、配当率は目標にすぎず、〔2〕出資金の30%の毀損を認識する手段を持たず、その確保は専ら本件社債発行会社の運用停止に依存するものであり、〔3〕資産保全措置を講じていないのであって、〔Y6〕は、原告に対し、こうした重要事項について説明をしていない。

そして、〔Y6〕は、勧誘に際して契約締結前交付書面及び本件資料を原告に送付してはいるものの、これに基づく説明は行っていないから、投資経験のない原告に対する説明義務を果たしたということはできない。

そうすると、〔Y6〕は、原告に対し、本件匿名組合の内容について、その投資経験に照らして十分な説明をしなかったといえるから、〔Y6〕の行

為には説明義務違反の違法があったと認められる」とした（また、断定的判断の提供があったとも認定されている）。Y4については使用者責任を認め、Y5については代表取締役としての任務懈怠を認めている（適法に勧誘活動を行うよう注意を与えなかったことに言及している）。

【コメント】

Y1の責任を認定する部分について、結論はこれで良いのかもしれないが、もう少し説明が必要であろう。原告に対してY1がペーパーカンパニーであることを説明する義務がY6にはあったかもしれないが、ペーパーカンパニーであることが直ちに善管注意義務違反・忠実義務違反となるというのはやや雑な議論である。匿名組合の営業者がその業務を再委託したから、「善管注意義務違反、忠実義務違反及び報告義務違反があったことは明らか」としており、委任のいわゆる自己執行義務のようなものを考えているのかもしれないが、何にしても直ちに判旨のようにいえるかは微妙である。たとえば、実質的な営業者はY1ではないと考えることも可能である。その場合には、報告義務等は上記別会社（分離前被告）にあるということになるだろうか。原告は報告義務について、判決文におけるいわゆる主張整理部分によると、根拠条文として（民法671条を介して）民法645条をあげている（金商法42条の7もあげているが、これはどうであろうか）（商法27条も参照）。

各種法律には自己執行義務に関連する規定がある³⁸⁾。金商法にも関連規定がある（同法42条の3）。商法上の匿名組合については、「営業者が約束の時期に営業を開始せず、任意に営業の変更・休止・廃止・譲渡等を行い、約定

38) 第三者委託については、各種業法以外は、原則的に本人の同意が必要とされることが多い。各種業法は、あらかじめ一定事項の定めがあることを条件に例外的に第三者委託を認めるという建て付けである。

民法104条は、「委任による代理人は、本人の許諾を得たとき、又はやむを得ない事由があるときでなければ、復代理人を選任することができない」と定め、これに反する復任は無効とされる。佐久間毅『民法の基礎1 総則〔第4版〕』（有斐閣、2018年）242-243頁。委任では自己執行義務の問題があり、債権法改正によって、復代理と同じ規律になった。中田裕康『契約法』（有斐閣、2017年）527頁以下参照。

以外の目的に匿名組合員の出資を使用するなどの場合には、義務違反として損害賠償の責を免れない」という指摘があり³⁹⁾、営業者が営業を行うことが匿名組合契約上の義務といえ、業務の第三者委託は許されないと形式的には考えることはできるかもしれない。もっとも、あらかじめ匿名組合契約において業務の第三者委託を行うと定めていれば、どうなるかは分からない。匿名組合員は「営業者の営業」に出資しているのだから、そのようなことを営業者がすることは許されないとするののも一つの考え方かもしれないが、いずれにしても形式論で決まる問題ではなく、問題となった匿名組合契約で第三者委託についてどのように定めていたかが問題になるはずである。これに関する契約内容がどのようなものであったかは不明である（いずれにしても Y 6 は関連する説明はしていないようである）。

本件匿名組合の出資に係る権利が、金商法上のみなし有価証券に含まれるとすると述べた部分については異論がないだろう。また、認定された事実を

会社法467条1項4号は、「事業の全部の経営の委任」について株主総会決議（特別決議。同法309条2項11号）を要求している。これは「会社の統治構造・収益構造に重大な変更を生じさせる取引」だからである（落合誠一・編『会社法コンメンタール12定款の変更・事業の譲渡等・解散・清算（1）』（商事法務、2010年）21頁〔齊藤真紀〕）。なお、担保付社債信託法（明治38年法律第52号）36条。江頭憲治郎・編『会社法コンメンタール16社債』（商事法務、2010年）428頁以下〔道垣内弘人〕。

信託法（平成18年法律第108号）28条各号は、受託者が信託事務の処理を第三者へ委託することができる場合を定めており（特に同条1号参照）（なお同法35条（当該第三者の選任・監督に関する義務）・36条（受託者の報告義務）も参照）、比較的緩やかに第三者委託を認めている。ただし、信託業法（平成16年法律第154号）22条は信託業務の委託について信託法よりも厳しい態度をとっている。なお、同法15条は、名義貸しを禁止している（このことから、信託業務の全部委託は名義貸しの潜脱となるため、禁止されるという。小出卓哉『逐条解説 信託業法』（清文社、2008年）99頁）。これらについては、たとえば道垣内弘人『信託法』（有斐閣、2017年）175頁以下参照。

金商法42条の3も、金融商品取引業者等が権利者のため運用を行う権限の全部または一部を他の金融商品取引業者等に委託できる場合を限定している。そこでは、運用権限の外部委託を原則禁止とし、あらかじめ契約等に一定の事項の定めがある場合に限り、例外的に第三者委託を認めている。神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦・編著『金融商品取引法コンメンタール2——業規制』（商事法務、2014年）469頁以下〔石田真得〕参照。

なお、Y1は金融商品取引業者ではないようであるが、第二種登録申請をうかがわせるような記述がある（判決文の第3当裁判所の判断1認定事実（1）本件匿名組合の組成等ウ参照）。

39) 大隅・前掲注（8）86頁。

考えると、説明義務違反・断定的判断の提供があったということになる。

⑩東京地判平成24年4月24日先物取引裁判例集65巻338頁

【事実の概要】

原告(X)は昭和4年生まれの女性であり、長年専業主婦として暮らし、現在は年金および家賃収入で暮らす者である。Xは、株式や投資信託に係る取引の経験はあるが、投資に関する知識は乏しかった。被告らは、株式会社2社(Y1・Y2)と合同会社1社(Y3)およびその代表取締役・代表社員あるいはその従業員であった者である(Y4～Y8)。Y1は、匿名組合契約を利用したファンドの勧誘(有価証券の私募の取扱い)を業として行う、と称する株式会社であり、代表取締役はY5(平成21年からはY4)であった。

Xは、平成17年から平成20年にかけて、Y1の従業員であったY6から、複数回にわたって、2つのファンドへの出資の勧誘を受けた。Xはこれに係る出資申込書に署名押印し、Y6に対して合計約2000万円を支払った。また、平成20年に、Y1の別の従業員からも同様に、3つ目のファンドへの出資の勧誘を受け、これに対して合計約300万円支払っている。これらのファンドは、Y1の役員または元役員が代表者である株式会社を営業者として、出資者を匿名組合員とするものであるが、営業者は出資金のほぼ全額あるいは50%以上を海外の投資会社に委託し、それら投資会社は、外国債券等に投資することで運用するものであって、利益が発生すれば匿名組合員である出資者に分配する、という内容であった。これらのファンドへの出資にあたって、Y6らは、その仕組みやリスク等を説明することなく、「税金対策にいい」などと言って出資を勧めていた。

Xは、Yらの責任について、次のように主張した。上記各ファンドは「金融商品まがい取引」と呼ぶべき反社会的なものであるとして、上記各ファンドへの出資を勧誘して出資金等を支出させる行為は詐欺にほかならず、このような取引を組織的に勧誘していたY1らおよびY6は共同不法行為責任(民法719条1項、同709条)を負う。また、Y6の勧誘行為は、適合性原則違反

および説明義務違反があり、Y1には使用者責任（同715条1項）がある。Y1の取締役・代表取締役であったY4・Y5らは、会社の業務執行を適正にするべき義務あるいは法令遵守体制構築義務についての監視義務違反等があるとして、会社法429条1項に基づく損害賠償責任を負う（Y2・Y3については、Y1に対するものと、Y7に対しては、Y4・Y5らに対するものと同じ趣旨の主張をしている。Y8に対しても、Y4・Y5・Y7と同趣旨の主張をしているが、Y3が合同会社であるため、Y8は業務執行社員としての責任を追及されている（会社法597条））。

なお、Y5は金のいわゆるペーパー商法で社会問題に発展した豊田商事株式会社に出資部支店長として勤務したことがあり、その後自らが設立した社長に就任した株式会社において、海外先物取引を装って顧客から委託保証金名目で金員を詐取したとして、逮捕・有罪判決を受け、懲役刑の実刑を受けて服役した経歴を有している。

【判旨】 一部認容、一部棄却（ただし、実質全面勝訴）

裁判所は、上記ファンドについて、その営業者は正確な会計帳簿等を作成したり、出資者に対して出資金がどのように運用されているか等の報告を行うなどした形跡はないと認定している。また、ファンドの資産が混然と管理され、ファンドごとの損益状況の把握が困難な状況に置かれていたことが推認されるとしたうえで、これらの事情を踏まえて、被告らは、そもそも、上記各ファンドの組成・運用において、出資金の運用によって生じた損益を出資者に適切に配分することを意図しておらず、出資者の利益を犠牲にして自らの利を図ることを目的としていたことが推認されるべきである、と述べている。

Y1とY6の責任については、上記各ファンドを勧誘するにつき、Y6は、上記各ファンドが「出資者の利益を損なう不適正な金融商品であるにもかかわらず、これを秘し、『税金対策にいい』などと言うだけで、その商品の特性を説明せず、原告に、〔上記各ファンド〕が原告の投資意向に沿った適正

な金融商品であると誤信させ、出資金等を支出させたのであるから、このような〔Y6〕の行為は詐欺に該当する違法なものである」。そして、上記各ファンドは、Y5の指示のもと、Y4により「出資者の利益を犠牲にして〔Y1〕関係者の利を図るために組成、運用された不適正な金融商品であり、〔上記各ファンド〕の販売実績を上げるために、〔Y5〕は、〔Y6〕をはじめとする〔Y1〕の従業員に対して、暴言、暴力等を用いて、厳しく指導していたのであるから、結局、原告に対する違法な勧誘は、〔Y5〕並びにその実質的支配下にある〔Y1、Y4およびY6〕が一体となって、〔Y1〕関係者の利を図るために、原告から出資金を詐取したものと評価すべきであり」Y1およびY6は、上記各ファンドの勧誘につき、共同不法行為責任を負うというべきである。

(Y5も共同不法行為責任を負うとされ、Y4は関与が証拠上明らかではないとして、共同不法行為責任が成立するとまでは認められないが、取締役としての監視義務違反があるとされた。Y2とY3は実質的に一体であり、両社およびY7・Y8はY1・Y5らと共同して詐欺を行っていたものと認められ、共同不法行為責任を負うとされた)

【コメント】

事案の妥当な解決という観点からは、結論は正当なものといえるであろう。一つ興味深い点は、不法行為への関与が認められる取締役・代表取締役については、会社法429条ではなく、民法719条1項に基づいて共同不法行為責任を認めていることである。反対に、関与が認められない者については、会社法429条に基づいて、監視義務違反等を理由にして責任を肯定している。良いか悪いかはともかく、民法の不法行為規定で責任を追及しにくいような者について、会社法429条が使用される一例といえる。会社法429条は理論的に整合した説明をするのが難しく、廃止論も主張されることがある。そこまできなくとも、消費者被害類似の投資家被害事例において活用されることに違和感を示す論者もいる。Fair Fundのような制度もなく、証券クラス・ア

クションもない現状、本件のような事例で被害者救済を実現しようとすれば、会社法429条の活用もやむなしといったところであろうか^{(40) (41)}。

⑪東京地判平成24年4月10日 LEX/DB 文献番号25493527平成22年（ワ）
第41606号

【事実の概要】

（１）原告 X 1 は、平成19年10月24日、被告 Y 1（株式会社）との間で「ベスト・ファンド匿名組合」基本契約書に基づき、出資基本契約を締結し、同日、Y 1 に対し、出資金として200万円を支払った。その後、X 1 は、平成21年4月10日までに、（平成19年10月24日の出資金とあわせて）合計1000万円を出資金として Y 1 に支払っている。上記契約には、目的として、「組合員は、為替、債券、株式取引等の金融商品の資金を〔Y 1〕に出資し、〔Y 1〕は当該取引から生じる利益を分配する」こととされていた。契約期間は1年であった。X 1 は基本契約終了後、出資金合計1000万円の返還を求めて提訴した。X 1 の請求は、「基本契約に基づく出資金返還請求ないし不法行為に基づく損害賠償」であり、Y 1 は「ベスト・ファンド匿名組合」には実態がないにもかかわらず、X 1 に対し、高配当が見込まれる投資であると虚偽の事実を説明し、X 1 から出資金合計1000万円を詐取したなどと主張した。そして、

40) なお、本件は近藤『判例法理・取締役の監視義務』・前掲注（26）27頁の「証券先物関係の裁判例」に掲載されている。

41) 本件については、判旨によると、平成19年5月に証券取引等監視委員会が Y 1 に対して検査の実施を試みたが、Y 5 が「今日は協力できない」などと言って検査を拒み続けたことが認定されている。判旨によれば、この間に、Y 1 監査役が証券業に関連する書類を裁断したという。証券取引等監視委員会の権限については、様々な議論があり、同時期は証取法時代のことはあるが、検査に係る権限の問題を明らかにするものといえる。また、裁判所は、Y 1 は平成19年「9月頃、金融商品取引法が施行され、匿名組合の持分権がみなし有価証券に該当することとなり、金融商品取引業者として登録を受けなければ、自らの取り扱っているファンドの募集、販売ができなくなったことから、その業務を廃止することとした」としている。これは、Y 1 がその時そう考えたという認定であろうか。匿名組合に係る権利——講学上は匿名組合には持分は観念できない——については、引用のとおりであるが、むしろ、平成16年証取法改正による「投資事業有限責任組合契約に類似する組合契約に基づく権利等」の該当性が気になるところである。もっとも自己募集・自己運用は別論である。

Y1の代表取締役であった被告Y2に対しては、会社の事業として従業員に組織的詐欺を行わせ、またはこれを阻止せず、職務上悪意または重過失によってX1に損害を与えたものであり、取締役としての損害賠償責任を負う(会社法429条1項)という主張をした。なお、X2の事情および請求はX1のそれと同じである(X2の請求額は300万円である)。

(2)(1)とは別に、X1は、平成21年7月17日、Y1との間で、「TP投資事業組合」なるものに係る契約書(覚書)により出資基本契約を締結し、同日、Y1に対し、上記投資事業組合の出資金として500万円を支払った(その後、追加出資金として500万円を支払った)。X1は、平成21年11月、Y1の従業員である者から、TP投資事業組合に対する出資金を確保するためである等の説明を受けて、同月26日、被告株式会社Y3との間で、「A&E投資事業組合」なるものの契約書(覚書)を締結し、Y3に対し、出資金として100万円を支払った。X1は、この契約に定められたA&E投資事業組合の運用期間終了後、Y3に対して、出資金100万円の返還を求めて、訴訟を提起した。なおX1は、Y1とY3は一体のものであるから、X1はY3に対してもTP投資事業組合に係る出資金合計1000万円の返還を請求することができる(また、X1は、Y3はX1に対してY1の返還債務1000万円について、重疊的債務引受をしたとも主張している)。また、Y3の代表取締役であったY4について、上記(1)におけるY2に対する請求と同じ理由で、会社法429条1項に基づいて損害賠償責任を追及している。

なお、TP投資事業組合については、Y1・Y3に対して、(1)と同じ理由で損害賠償を求めている(Y3に対しては会社法429条1項に基づくもの)。

Y1およびY2は、口頭弁論に出席せず、答弁書その他の準備書面も提出しなかった。

【判旨】一部認容、一部棄却

Y1およびY2に対するX1およびX2の請求はすべて認容された。Y3に対するX1の請求は、100万円を限度として認められ、Y4に対する請求は棄

却された。

裁判所は、Y1とY3は、一方の法人格が形骸化しているとはいえ、法人格否認の法理の適用は認めなかった。また、Y3がY1の債務を引き受けたという事実もなかったとした。そして、X1の、Y1およびY3はいずれも実態のないTP投資事業組合およびA&E投資事業組合を立ち上げ、出資金を運用して返還する意思がないにもかかわらず、X1に対し、高配当が見込まれる投資であると虚偽の事実を説明し、X1から出資金合計1100万円を詐取したとの主張については、「TP投資事業組合およびA&E投資事業組合に実態がないとか、〔Y1およびY3〕において出資金を運用して返還する意思がなかったとは認められず、〔Y1およびY3〕がその主宰する投資事業組合に出資を募る行為は詐欺の不法行為に当たると認めることはできない」とした。また、Y1が主宰するTP投資事業組合およびY3が主宰するA&E投資事業組合は、いずれも民法上の組合であり、組合の事業目的である株式等への投資を行うために出資した組合員により構成されていること、Y3はA&E投資事業組合の業務執行組合員として、ジャスダック市場に上場している企業の第三者割当増資や新株予約権を引き受けてこれを取得したこと、等の認定がされている。なお、「みなし有価証券」の主張はX1によってなされており、Y1およびY3が主宰した投資事業組合は、いずれも「みなし有価証券」の売出しを業とするものであり、第二種金融商品取引業に該当し、登録を必要としたが、Y1・Y3らはいずれも登録をしていないし、適格機関投資家特例業務にあたるとしても、内閣総理大臣に対する届出が必要であるが、Y1・Y3はその届出もしていない、というものである（これらが「出資金を運用して返還する意思がないにもかかわらず～」をうかがわせる事情だというのである）。

【コメント】（「みなし有価証券」の部分について）

Y1およびY3が主宰した投資事業組合は、いずれも民法上の組合であると認定されており、本判決の事情を考えれば、同組合契約に基づく権利は、

「みなし有価証券」に該当しそうである。Xの「売出しを業とするものである」との主張に係る事情は不明である。その他、開示規制や業規制に係る適用除外事由があるかどうかは不明である。なお、Y4はいわゆる辞任登記未了の取締役である（先例⁴²⁾にそった判断がなされている）。

⑭東京地判平成24年2月29日（判例タイムズ1385号282頁）

本件については、別のところで簡単に検討したことがあり⁴³⁾、以下は、そこで述べたことと重複する（ただし、一部変更している）。

【事実の概要】

原告（X）は、「有限責任事業組合契約に関する法律」に基づいて成立した有限責任事業組合であり、民法に基づく投資事業組合等の組成、運用、管理業務等を事業の目的としている。Xの代表者組合員はAおよびBである。被告Y1は、当時ジャスダック株式市場に株式を上場している株式会社Cの代表取締役であり、被告Y2はY1の資産管理会社である。

平成17年12月27日、XはY1およびY2（以下「Yら」という。）との間で、いわゆるベンチャーキャピタルを行うことを目的として民法上の組合契約（以下これを「本件組合契約」といい、同契約に係る民法上の組合を「本件組合」という。）を締結した。本件組合契約には、Xが1000万円、Yらが9億9000万円を出資する一方、Xを本件組合の業務執行組合員とし、Yらは非業務執行組合員とされた。同月26日に、上記出資金として、Xは500万円を、Yらは4億9500万円をそれぞれ本件組合の口座に入金して払い込んだ。

Xは、その後何度も、Yらに対し、払込期日を決めて残額出資金全額の払込要請をする通知書を差し出したが、Yらは払込期限の延長を繰り返し求め、出資金残額の払込みをしなかった（Yらは平成21年になって出資金残額の一

42) 裁判所は、最判昭和63年1月26日（おそらく金融法務事情1196号26頁）に言及し、これに沿ったあてはめをしている。

43) 拙稿「証券定義の争われ方」駒澤大学法学部研究紀要第75号（2017年）67頁以下。

部を払い込んだ)。

Yらは、その後、Xに対し、本件組合契約は、「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」(金商法の施行により廃止。以下「投資顧問業法」という)が禁じる投資一任契約に該当し、または、Xが金商法上必要となる投資運用業者としての登録を行っていない、などとして、本件組合契約は無効であると主張し、すでに払い込んだ出資金全額を返還するよう求めた(その後、Yらは本件組合の解散を請求する旨の意思表示をしている)。

平成22年2月23日、Xは、XがYらに対してXが本件組合の業務執行組合員の地位にあることの確認を求めるとともに、未履行の出資金の支払を求めて提訴した(本訴)。

Yらは平成22年12月13日送達 of 反訴状により、Xを業務執行組合員から解任する旨の意思表示をするとともに、本件組合の解散を請求する旨の意思表示をした(反訴)。反訴では、Yらは、(ア)主位的に本件組合契約に基づく組合は平成22年2月19日に解散したこと、予備的に本件組合は同年12月13日に解散したことの確認(解散確認反訴請求)、および、(イ)平成22年2月19日および同年12月13日のYらによるXを業務執行組合員から解任する旨の意思表示をしたと主張し、Xが業務執行組合員の地位にないことの確認を求めた(消極的地位確認反訴請求)。

主な争点は(1)本件組合契約は投資顧問業法に違反して無効か、(2)本件組合契約は金商法に違反して無効か、(3)Yらの出資義務の存否およびこれに係る合意の成否、(4)本件解散請求についてのやむを得ない事由の有無、(5)Xの業務執行組合員からの解任についての正当な事由の有無、である。

本稿では、上記争点(2)に検討対象を絞り、争点(1)については簡単な言及にとどめる。

【判旨】 本訴については請求認容、反訴については一部請求棄却、一部請求却下

争点(1)について。「本件組合のような投資事業組合は、民法667条に基づく組合を設立して、当該組合の組合員全員が出資し、かつ、業務執行組合員がその高度な専門的能力を発揮して上場が有望なベンチャー企業を見い出して株式の取得という形式で投資を行い、経営を指導するなどして、当該企業の株価を高めて企業を上場させるよう努力し、上場した際に生ずる株式値上がり益を組合員に分配するというものである」。「投資顧問業法3条の文言及び趣旨並びに投資事業組合の実体に照らせば、投資事業組合である本件組合の業務執行組合員であるXが本件組合の組合財産を運用して投資を行うことは、本件組合が『自己のために投資を行う』ものであり、同法3条にいう『他人から、・・・投資判断・・・を一任され、当該投資判断に基づき当該他人のために投資を行うこと』に該当しないというべきである」。

また、Yらは、本件組合契約が実質的に投資顧問業法3条で禁止される投資一任契約であると主張し、その根拠として①X以外の組合員はYらのみであること、②Yらの出資割合は98.5%に上り、実質的にはYらのみが出資していること、③本件組合が行う投資については、業務執行組合員であるXのみが権限を有し、Yらは一切その権限を有していないこと、④Xが業務執行について組合財産から報酬を得ていることを挙げる。「しかし、〔上記①〕については、民法667条は、組合契約について各当事者が出資して共同の事業を営むことを約する旨規定しているから、組合員が2人以上いれば共同事業を目的とする組合契約の成立が認められ、〔YらとX〕以外の組合員がいらないからといって本件組合の共同事業目的が否定されることはない。〔上記②〕については、有限責任事業組合である〔X〕の組合員を構成するA及びBは、その資力に応じて共同出資をしてリスクを取っており、実質的にみても〔Yら〕のみが出資したとはいえない。〔上記③〕については、〔Yら〕は非業務執行組合員であり、本件組合契約上投資の最終決定の権限を有していないけれども」「本件組合の運営全般、投資対象の発掘や選別に関しては、

共同で事業に参画し得るから」「〔Yら〕はこの限りでは権限を有しているといえる。〔上記④〕については、ベンチャーキャピタル事業にあつては、業務執行組員に対し組合財産から每期一定額の管理報酬が支払われることは業界に一般に行われており」「この事情は本件組合契約が投資一任契約であることを基礎付けるものとはいえない。したがって、本件組合契約は実質的にみても投資顧問業法3条で禁止される投資一任契約であるとはいえない」。

争点(2)について。「投資事業組合契約に基づく出資者の権利は金融商品取引法2条2項5号の『みなし有価証券』に該当し、また、投資事業組合契約に基づいて出資された財産の運用は、同条8項15号の投資運用業に該当するから、投資事業組合契約に基づいて出資された財産を運用する業務執行組員は同法29条の金融商品取引業者として登録が必要である。ただし、金融商品取引法の改正に関する平成18年法律第65号附則48条1項は、同法施行日である平成19年9月30日の時点で、既に同法2条2項5号に掲げる権利について、同条8項15号に掲げる行為に係る業務を行っている者については、同法29条の規定にかかわらず、当該業務が終了するまでの間は、引き続き当該業務を行うことができ、その場合には同法の施行日から3か月以内に同法附則48条2項の定める届出をする必要がある旨規定している」。これらの措置をとったXについて金商法29条違反はない。

【コメント】

「みなし有価証券」の部分についてのみ検討する。争点(2)について本判決が述べたことに異論はないものと思われる。もっとも争点(1)との関連で次のようなことを問題にする余地がある(ただし、争点(2)はあくまで金商法29条違反があったかどうかである。したがって、「みなし有価証券」云々の部分は、裁判所としては本来言及する必要のなかった部分であり、当事者もこれに関する主張はしていない。裁判所も何らかの判断をしたという意識はおそらくなかっただろう。そのため、以下の検討は意味がないかもし

れない)。本判決は、争点（２）に対する判断の冒頭で本件組合契約に係る出資者の権利を金商法２条２項５号の「みなし有価証券」であると詳しく検討することなく述べている（ただし、本件組合契約がそうであるとは述べておらず、一般論を述べたに過ぎないかもしれない⁴⁴⁾）。裁判所が争点（１）で述べたことの前提との関係はどうなるのだろうか。すなわち、裁判所が争点（１）に関して述べたところでは、Ｙらは非業務執行組合員であるが、各種運営にかかわることができる権利があるからＹらは「この限りでは権限を有しているといえることができる」としている（この「権限」とは「本件組合の運営全般、投資対象の発掘や選別に」関する権限であると述べている）。他方、民法上の組合に係る権利が「みなし有価証券」とされるためには、金商法２条２項５号のイからロのいずれにも該当しないことが必要である。同号イは「出資者の全員が出資対象事業に関与する場合として政令で定める場合における当該出資者の権利」と規定し、この規定を受けた施行令１条の３の２は「次の各号のいずれにも該当する場合」と規定し、①「出資対象事業〔中略〕に係る業務執行がすべての出資者〔中略〕の同意を得て行われるものであること（すべての出資者の同意を要しない旨の合意がされている場合において、当該業務執行の決定についてすべての出資者が同意をするか否かの意思表示してその執行が行われるものであることを含む。）」、②「出資者のすべてが」（同条２号柱書）「出資対象事業に常時従事すること」（同条２号イ）または「特に専門的な能力であつて出資対象事業の継続の上で欠くことができないものを發揮して当該出資対象事業に従事すること」（同号ロ）としている。要は出資者全員が業務に関与するといえる場合には組合契約に係る権利は「みなし有価証券」に該当しないということである。本件組合に係る権利が「みなし有価証券」であるとするならば、それは本件におけるＹらが本件組合の業務に（上記金商法施行令が規定する水準では）関与しないということになる。そうすると争点（１）においてＹらは本件組合の運営

44) もっとも「みなし有価証券」に該当しなければ、その直後の金商法２条８項15号の話は不要となるはずである。

にそれなりに関与できる権限があると認定しておきながら、争点（２）ではこれと反するような前提——前提としているようにみえる——で論理を展開していることになる。金商法の条文と本件の事情を考えると、争点（２）の前提は誤りとはいえないと思われる。そうすると問題は争点（１）の理屈ということになる。もっとも、「みなし有価証券」該当性を判断する場合の金銭等提供者の業務への関与と投資一任契約該当性を判断する場合の金銭等提供者（本件ではＹら）の業務への関与は同一ではないと考えるなら、これは矛盾しないことになる。本件組合契約における非業務執行組合員の業務運営関与に係る権限の実態については不明であり、これについて判断するのは難しいが、判明している本件組合契約の文言を見る限りは「みなし有価証券」に該当しそうである。

また本判決は、争点（２）に対する判断において、簡単に「投資事業組合契約に基づいて出資された財産の運用は」金商法２条８項１５号の「投資運用業に該当する」としている。同項１２号には該当しないが、同項１５号に該当するという認識だろうか（ただし、本件組合契約という用語は使用しておらず、一般論を述べたものかもしれない）。

「みなし有価証券」該当性の判断は、契約上どのような業務運営関与に係る権限が与えられているのか（いわば形式面）、そして、そうした権限の実態上の扱い（実質面）の両面からなされるべきではないかと考える。したがって、裁判所には、そのあたりについてももう少し言及してもらいたかったところである。ただし、先に述べたように、争点（２）はあくまで金商法２９条違反があったかどうかである。投資運用業は「有価証券」に係るものであるから、前提としては必要なのであるが、裁判所としては「みなし有価証券」に関する部分はあまり重要ではないと考えているのかもしれない。

また、そもそも本件におけるＹらの主張（そして反訴自体）は、理屈としては苦しいものがあり、裁判所としても、そうした無理筋の主張を否定するために詳細な説明は不要であると考えたのかもしれない。

⑨福岡地判平成22年9月28日証券取引被害判例セレクト39巻173頁**【事実の概要】**

原告ら（X1～X11）は、二組の家族とその構成員が設立した株式会社・有限会社である。被告ら（Y1～Y5）は、「内外の有価証券を中心とする投資顧問業務、有価証券の保有、運用業務等を目的とする株式会社」（Y1）とその代表取締役または取締役であった者（Y2～Y5）である。Y1は、次のような会員組織の未公開株式販売の手法をとっていた。すなわち、Y1は遅くとも平成13年5月ころから、未公開株式の販売を行っていたところ、顧客がY1の販売する未公開株式を購入するためには、入会金をY1に支払い、会員になる必要があった。この会員組織は、Y1を頂点として、その下に複数の段階の下部組織があり、会員は、新たな顧客の紹介数や売上金額に応じて、上位の会員資格を取得することができ、それによって、傘下の会員が未公開株式を購入した場合には、購入代金の一定割合の金員をY1からコンサルタント料名目で受け取ることができた。Xらの一部はY1の会員であり、最上位の会員であった（なお、判決文によれば、Xらの一部は、Y1・Y2やその関連会社とともに、Y1の多数の会員によって、損害賠償請求訴訟の被告となり、平成21年12月24日、福岡地方裁判所において、会員に生じた損害を賠償する責任を負うと判示されたようである。この福岡地裁の判決はLEX/DBでは見ることができない）。

Y1は、当初、未公開株式の購入を希望する会員との間で、直接未公開株式の売買契約を締結する方法を採っていたが、平成16年半ば頃から、未公開株式の購入を希望する会員との間で、Y1あるいはY1のグループ会社を営業者とし、未公開株式への投資等を目的とする匿名組合契約を締結して、匿名組合への出資を募るようになった。また、会員がY1またはそのグループ会社の未公開株式を引き受けるという方法により、出資を募ることもあった。

Xらは、平成16年から平成18年までの間、①Y1との間で、未公開株式の売買契約を締結する形式、②Y1またはそのグループ会社との間で、匿名組合契約を締結する形式、③Y1またはそのグループ会社の未公開株式を引受

ける形式のいずれかにより、Y1 またはそのグループ会社に対し、売買代金等の名目で、多額の金員を振込送金した。

またY1 は、上部組織の会員を匿名組合の営業者として、下部会員との間で匿名組合契約を締結させることもあり、X2 と X8（いずれも有限会社）は、平成18年2月から平成19年4月までの間、匿名組合の営業者となって、特定の会社の未公開株式への投資を目的とする匿名組合契約を会員らとの間で締結した。そして、X2 と X8 は、Y1 との間で、上記匿名組合の投資先の会社の未公開株式を対象とする売買契約（以下この裁判例において「本件株式売買契約」という）を締結し、上記匿名組合契約に基づいて会員から送金を受けた出資金について、手数料を控除して、株式の売買代金の名目でY1 に送金していた。

なおY1 は、50名以上の会員との間で匿名組合契約を締結して未公開株式を販売すると平成16年改正後の証取法の適用を受けると考え、遅くとも平成18年には、Xらが営業者となるような場合において、49名以下の会員との間で匿名組合契約を締結して出資を募るように指示していた。

X2 と X8 は、平成20年12月16日到達の書面により、Y1 に対し、本件株式売買契約を解除する旨の意思表示をした（Y1 は、Xらに未公開株式購入代金の一部を返金している）。

Xらは、Y1 の未公開株式販売商法が詐欺行為等として違法であるとして、Y1 およびその代表取締役であったY2 については不法行為に基づき、Y1 の取締役であったY3～Y5 らについては平成17年法律第87号改正前の商法266条ノ3第1項または会社法429条に基づき、Yらに対して損害賠償請求を求めた。争点は多岐にわたるが、Y1 の未公開株式販売商法の違法性について、Xらは詐欺、無限連鎖講法違反、出資法違反、金商法（証取法）違反（金商法4条1項違反、同29条違反）を主張していた（その他の主張・請求は省略）。

【判旨】 (Y1の未公開株式販売商法の違法性に係る部分のみ)

詐欺の主張については、投資先会社は「いずれも実体をもって活動している会社であって、その多くは上場を目標としており、未公開株式の売買の時点で、およそ株式の上場の見込みがなかったと認められる会社はなく、直ちに」Yらの行為が詐欺に該当するとまではいえない。「しかしながら、[Xら]の上記主張は、[Yら]が未公開株式の上場の見込み及び値上がりの見込みについて、いずれも確実なものではないのに、これらを確実なものとして説明したことをもって、違法な勧誘行為に係る不法行為であるとの主張を含むと解されるところ、売買の時点における」Yらの投資先会社の「上場見込みはいずれも不確かなものであり、Y1およびY2は投資先会社の「上場や株式の値上がりの可能性について、いずれもこれが確たるものではなかったにもかかわらず、これらについて断定的な判断を提供する説明を述べるとともに、客観的価値に見合わない不相当な高額で販売を行っていたものであるから、これらの行為は不法行為に該当するというべきである」。

無限連鎖講法違反の主張については、未公開株式の販売の目的が形骸化等していたということはできないとして、無限連鎖講そのものとはいえないとした。しかし、会員組織を用いて未公開株式の売買を行うこと自体、「手数料の獲得を目的として、傘下の会員による違法な勧誘を助長ないし促進するおそれがある上、未公開株式を購入しようとする顧客の支払う金員のうち相当の割合を占める部分が上位の会員の取得する手数料となるのであるから、必然的に、顧客に対し、相当な対価を大きく上回る購入代金を設定することになるし」「証取法に違反する違法な未公開株式売買の相手方(顧客)の数を飛躍的に増大させるものというべきであるという意味で」Y1の未公開株式商法の違法性を高めるものというべきである、と述べた。

出資法違反の主張については、Y1は顧客に対して未公開株式を販売していたものであって、Y1が顧客から払込を受けた金員について、後日払戻しをすることを約していたとは認められないから、Y1の未公開株式商法が出資法に違反するものであるとまでは認められない、とした。

金商法（証取法）違反の主張については、Y1は、証券業に係る内閣総理大臣の登録を受けずに、同じく証券業に係る内閣総理大臣の登録を受けていない傘下の者らとともに、反復継続して、未公開株式の売買を行ったものであるから、Y1の行為は、証取法に違反するものであったと認められる、とした。さらに、Y1が「匿名組合方式を採った場合については、各匿名組合の営業者による小数募集〔原文ママ——本稿筆者注〕の形を取っており、これが直ちに証取法に違反する行為ということはできないものの、前記認定のとおり、〔Y1〕は、傘下の〔者〕らを利用してこれを行っていたものであるから、実質的には、〔Y1〕が、匿名組合契約に基づく権利（改正後の証取法2条2項3号により『有価証券』とみなされることとなった。）の取得の申込みを多数の会員に対して勧誘したものであって、無登録で『有価証券の募集』（証取法2条3項）を行ったと評価できるから、未公開株式の売買の場合と同様の違法性があることは否定できないというべきである」と述べた（なお金商法については、施行日との関係で、本件には適用されなかった）。

そして、上記の事実を総合すれば、Y1の未公開株式販売商法は、不法行為法上違法であったというべきである、と小括した。また裁判所は、結論として、不法行為および平成17年改正前商法266条ノ3第1項または会社法429条1項にもとづいて、Yらの責任を認めた。

【コメント】（Y1の未公開株式販売商法の違法性に係る部分のみ）

本件でY1は当初、顧客との間で直接未公開株式の売買契約を締結していたが、その後上記のような匿名組合契約方式や自社株取得勧誘に移行した。この時期の典型的な未公開株式販売事件と言える⁴⁵⁾。

以下、簡単に思いついた事項を順に述べる。

45) 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——消費者の立場からみた金商法と関連法の解説〔第3版〕』（日本評論社、2011年）18-19頁が描く「未公開株詐欺」事件と同じパターンである。なお同書の記述は同書第4版（2018年）ではなくなっている。

(a) 本件におけるY1の未公開株式販売商法には、マルチ商法類似の仕組みがある。そうすると裁判例④のように特商法への言及があってもおかしくはない(出資法・無限連鎖講法違反を主張するのであれば特商法違反の主張をすることもおかしくはない)。無登録業者の未公開株式販売については、訪問販売・通信販売等における、特商法26条1項8号の適用除外は問題にならない。もっとも本件当時、指定権利制のもと、株式は商品や役務ではなく権利の販売であり、株式は特商法上の「指定権利」⁴⁶⁾とはされていなかった⁴⁷⁾。

(b) 本判決では、特に、いわゆる断定的判断の提供(金商法38条2号。当時の証取法50条)による販売が問題視され、当該行為に係る違法性が不法行為を構成したように思われる。

(c) 本判決は、有価証券の募集に係る部分について、実質的に判断している。すなわち、各匿名組合の営業者による少人数私募の形を取っており、これが直ちに証取法に違反する行為ということできないものの、実質的には、傘下の会員を通じて、Y1が、匿名組合契約に基づく権利の取得の申込みを多数の会員に対して勧誘したと評価できるため、無登録で「有価証券の募集」を行ったと判断できるという(判決文からは何名の会員に対して勧誘したかは明らかではないが、「募集」にあたる数だったと推測される)⁴⁸⁾。平成16年証取法改正時においても、組合は一名の投資家としてカウントされるが、少人数私募の要件を潜脱する意図でなされる場合は脱法行為とみなされる可能性があることは指摘されていた⁴⁹⁾。本判決は、この考え方に従うものである。

46) 当時の特商法2条4項、特商法施行令3条別表1。現在のものについては次注参照。もっとも、当時から株式は商品に含まれると解して特商法を適用すべきという見解があった。上柳敏郎＝島菌佐紀『実務解説 特定商取引法』(商事法務、2010年)51頁。

47) 平成28年改正後、「社債その他の金銭債権」(特商法2条4項2号)、「株式会社の株式」等(同項3号)は「特定権利」とされている。

48) なお、現行法では、「みなし有価証券」はいわゆる二項有価証券(金商法2条3項柱書参照)として、一項有価証券とは募集概念が異なる。二項有価証券の募集とは、新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘のうち、相当程度多数の者が有価証券を所有することとなる場合として政令で定める場合をいい(同項3号)、政令では500人以上が所有することとなる場合を定めている(施行令1条の7の2)。

49) 篠原・前掲注(34)説明会資料7頁(「形だけ少人数私募するために組合を使っているよ

う。なお、実態は不明であるが、いわゆる期間通算の問題もあるのではないかとと思われる⁵⁰⁾。

(d) 本件のような事例を考えたとき、現行の二項有価証券に関する開示制度（開示規制とその違反に対するサンクション）に問題がないとはいえないように思われる。「有価証券の流通性が低いことは発行開示を免除する理由にはならない」ということである⁵¹⁾。もっとも、現行のルールは法令を遵守するであろうまともな業者の観点から過剰規制にならないように配慮したと思われる部分がある。詐欺的な業者あるいはこれに類する業者の行為が問題になる場合、どのようなルールを設定しても、これを遵守することは期待できない。そのため、ルールを厳格にしても、結果として、ルールを遵守するまともな業者を現状より悪い状態にするだけかもしれない。そうすると、ルールを厳格化するよりも、ルールを遵守しない業者の早期摘発にリソースを配分すべきかもしれない。

(2) 金商法と他の法律の関係

(a) 多様な投資詐欺のスキームがあることを考えると、金商法と別の法律の関係が問題となり、それぞれの役割・機能を整理する必要がある。特に、個別列挙有価証券や政令指定有価証券の種類の増大や、平成18年改正で導入された包括条項の存在を考えると、理屈上は、それ以前に比べてそのような整理の必要性があることになる。

かつて、匿名組合契約を利用したスキーム、ネズミ講、マルチ商法、預託商法（現物まがい商法とも呼ばれる）が問題になった事件について、証取法の適用が検討されたことがあったという。しかし、結局証取法によって処理

うなケースであれば、それは実質をみれば違法ということになる」。「ここは証券取引法の解釈で対応していくことになる」。

50) 金商法では、二項有価証券は一項有価証券とは異なり、期間通算の規定（金商法2条3項2号ハカッコ書、施行令1条の6）はなく、解釈問題であるとされる。黒沼・前掲注（21）77頁。

51) 黒沼・前掲注（21）67頁。これ以外の指摘も含めて、二項有価証券の開示については同書66-67頁参照。

されることはなかったし、同様の事件を証取法が扱うという制度設計が採用されることもなかった。匿名組合契約が社会問題となった事件（いわゆる保全経済会事件。ただし匿名組合契約であったかについては議論があった）の後、出資法を制定することで同様の事件を防ごうとした⁵²⁾。ネズミ講の著名事件（第一相互研究所・天下一家の会事件⁵³⁾）後には、無限連鎖講法が制定され⁵⁴⁾、マルチ商法⁵⁵⁾ に対しては「訪問販売等に関する法律」（現在の特商法）

- 52) 保全経済会事件後に同様の事件の対応策については、早い段階から証取法の活用が指摘されていた。私設法制意見局「匿名組合出資者保護に手段はないか」ジュリスト46号（1953年）33頁（匿名組合出資証券の政令指定を提言）。結局、本文のようになったことで、投資詐欺に対して証取法の適用範囲拡大ではなく出資法の制定ということで対処したと評価されることになる。竹内昭夫「ネズミ講の法的規制——証券取引法と出資受入法——」商事法務研究564号（1971年）20頁（「不正規の金融利殖機関の及ぼすべき弊害に対処する方法として、証券取引法の適用範囲の拡大という方法ではなく、出資受入法の制定という手段がえらばれた。ということは、わが国の証取法の守備範囲が狭いということを前提として、それによってカバーされない分野は、出資受入法で規制しようという考え方がとられた、ということであろう。）。なお、竹内論文は、「立法技術的に証券取引法の適用範囲を拡大する方法」か証取法類似的規律を有する「単行法を整備するか」、という選択肢があるが、「ネズミ講に類するものが、手を交え品を変えて次々に出てくるに違いない」と述べていた（同論文20頁）。また、同「マルチとネズミ講」ジュリスト645号（1977年）38頁も参照。

保全経済会事件および出資法に関する文献については、齋藤正和『新出資法——条文解釈と判例解説——』（青林書院、2012年）第1章参照。簡潔なものとしては、菅原菊志「保全経済会事件」ジュリスト900号（1988年）86頁。なお、西原・前掲注（8）180頁注（八）は、保全経済会について「匿名組合の実質を有しないものと思う。〔…中略…〕私としては、むしろ運用方法の特定しない金銭信託に最も類似したものではないかと考える」とする。

出資法制定前に大蔵省と法務省との間で種々の見解の相違があったことについては、田宮重男「利殖機関の取締法 立案の経緯」金融法務事情28号（1954年）4頁、刑事裁判資料101号（1955年）855頁以下参照。

- 53) これについては、泉幸伸「いわゆる『ねずみ講』について」警察学論集27巻8号（1974年）97頁、野口時彦「いわゆる『ねずみ講』についての若干の考察」警察学論集29巻11号（1976年）54頁参照。ネズミ講の民事上の効力については、慶田康男「『ねずみ講』契約の民事上の効力」法律のひろば32巻6号（1979年）44頁参照。なお同論文注（7）では、ネズミ講の仕組みによっては出資法違反となる場合があることを指摘している。
- 54) 竹内・前掲注（52）ジュリスト645号論文参照。また、弘津英輔＝池田耕平「無限連鎖講の防止に関する法律について」ジュリスト689号81頁、馬渡量「いわゆるネズミ講の禁止 無限連鎖講の防止に関する法律（昭53. 11. 11公布 法律第101号）」時の法令1030号6頁、法律のひろば32巻3号の特集（以上すべて1979年）も参照。
- 55) 文献は多数あるが、さしあたり法律ひろば47巻4号（1994年）の特集参照。また、証券法規との関係では竹内・前掲注（52）ジュリスト645号論文と同「『マルチながい』の法規制」

が制定された⁵⁶⁾。また、いわゆる豊田商事事件⁵⁷⁾で問題となった預託商法・現物まがい商法に対しては、特定預託法⁵⁸⁾が制定されている。集団投資スキーム条項がある現在、上記問題となった投資スキーム・各種商法に対して金商法が適用される余地があるのではないだろうか⁵⁹⁾ (匿名組合契約については、適用される場合があることは明らかである。同法2条2項5号)。これについて先行研究は、出資法と特定預託法に関して、従来これらの法律がカバーしてきたスキームに関して、金商法が適用される場合があり得るとする⁶⁰⁾。運用上のことを考えると、最終的には金商法の役割や行政当局のリソ

NBL350号(1986年)6頁参照。

- 56) マルチ商法対策については、米国のように証取法で規制することができたとする見解がある。竹内・前掲注(52)ジュリスト645号43頁。そうであれば、米国の制度を参考にして導入された包括条項が存在する現在、マルチ関連に金商法が適用される場合もあるだろう。もっとも、本稿が検討した裁判例からは、民事責任が問題となり、あまり意味はないかもしれない(もちろん、特商法に存在する、取引の効果を否定するような規定が問題となる場合は別である)。とはいえ、各種法令違反はある行為の違法性を基礎づける要素にはなるだろう。
- 57) 豊田商事事件については、大深忠延「豊田商事商法の法的検討——ファミリー証券を中心として」NBL335号(1985年)30頁、岸田雅雄「豊田商事商法の提起した法的諸問題」商事法務1052号(1985年)8頁参照。
- 58) 特定預託法については、村永祐司「特定商品等の預託等取引契約に関する法律の概要」法律のひろば39巻8号(1986年)28頁、同「特定商品等預託等取引契約法——現物まがい商法の被害防止に向けて」NBL358号(1986年)24頁、井上淳「『現物まがい商法』による消費者被害の再発を防止するために 特定商品等の預託等取引契約に関する法律(六一・五・二三公布 法律第六二号)」時の法令1299号(1987年)30頁参照。
- 59) 竹内昭夫「証券取引法上の有価証券」龍田節＝神崎克郎・編『証券取引法大系(河本一郎先生還暦記念)』(商事法務研究会、1986年)46頁以下。同論文48頁では、「以上のように、わが国の証券取引法が、アメリカの証券二法のような『証券』の定義の仕方をしておれば、古くは保全経済会事件から始まり、ネズミ講、マルチ、豊田商事のような、いわばトロール漁法的に一網打尽を旨とする利殖がらみの詐欺に対して、一つひとつ遅ればせの後追い立法をしなくても、まず証券取引法で差止命令をかけ(一八七条)、その刑事事件を追及するという形で(一九八条、二〇〇条、二〇五条)抑えることができたはずである。アメリカの証券法制と比べた場合、わが国の証券取引法は、余りにも守備範囲が狭い。視野狭窄症といえるほど狭いというほかないのである」と述べている。米国の判例を参考にして導入された集団投資スキーム条項がある現在、金商法と本文中で述べた各種法律の関係・役割を整理する議論(次注の黒沼論文)が出てくるのは当然のことのように思われる。
- 60) 黒沼悦郎「投資者保護のための法執行」商事法務1907号(2010年)44-45頁。特定預託法についていえば、金銭出資要件が問題となる。金商法改称直後に、現物により出資や拠出が行われる権利は、「脱法的なものなど一定の例外を除き、集団投資スキーム持分には該当しない」

ース・省庁間の調整等をどのように考えるかという問題もあり⁶¹⁾、本稿の検討事項から外れてしまうため、次の (b) で将来の事象について抽象的に述べるほか、これ以上は検討しない (6. (3) 参照)⁶²⁾。

(b) 抽象的な話としては、新規のビジネスモデル登場とこれに関する投資詐欺に対処するための集団投資スキーム条項の活用というものがある。新規の正当な (正当なものと後に評価が確定することになるような) ビジネスモデルが登場するときは、投資詐欺的なものとまっとうなビジネスが混在する時期が多いように思われる。投資詐欺的なものを考えるときには、これを有価証券に含めるべきだと言いやすくなる。これに対して、そのビジネスモデルを規制することが正当だとしても、規制手段として、それを証券法規で規制すること (そして証券当局が所管すること) が適切かという問題がある。

という説明があった。花水康「金融商品取引法制の解説 (7) 集団投資スキームの規制」商事法務1778号 (2006年) 17頁。黒沼論文は、金銭出資以外の出資・拠出に係る政令・内閣府令では限定的な指定しか行われておらず、解釈論として「購入者が購入した財産の管理・運用を他の者に委託し収益を得るという契約から購入者に生ずる権利は集団投資スキーム持分に当ると解すべき」とする。いわば類推適用の主張であるが、裁判例①に関する部分で述べたように、投資目的 (動機) やそれが生まれた過程 (勧誘の方法等) も問題にされるべきであろう (実際には投資スキームの全体像とあわせて総合考慮することになるだろう)。出資対象要件の問題については、金融商品取引法研究会編 (研究記録第25号)・前掲注 (1) 16-18頁参照。

なお、黒沼上記論文は、立法論として特定預託法は「金商法に統合すべきである」とする (同論文45頁)。

61) 警察学論集61巻11号、同12号 (ともに2008年) は、「生活経済事犯対策と消費者保護」特集として、複数の論文を掲載している。特に12号の各論文で言及される事件は、現在の金商法で対処できるようなものもあるように思われる。何より「資産形成詐欺」という言葉がそのことを思わせる。もっとも、線引きが難しい事例もあるし、刑事事件としてどう扱うかという視点から論じられているように見受けられ、行政による被害の早期防止という観点はない (雑誌の性格上当然ではあるが)。

62) 会員権に関しては、米国においてそうであるように、ゴルフ会員権も有価証券該当性が理論的には問題になり得る (脱法的なものについては出資法の適用があり得ることにつき、齋藤・前掲注 (52) 59頁参照)。裁判例①と注 (33) 参照。これとは別に、消費者保護という観点からは、会員制ゴルフクラブが社会問題となった後に、いわば業法的なものとしてゴルフ場等に係る会員契約の適正化に関する法律 (平成4年法律第53号) が制定されたことが重要であろう (ただし業者規制としてはかなり弱い部類に属するだろう)。同法については、入江浩一「ゴルフ場等の会員契約の適正化に関する法律」法律のひろば45巻9号 (1992年) 35頁、讃岐誠悦「ゴルフ場等会員契約適正化法の適用の現状と課題」金融法務事情1442号 (1996年) 64頁参照。

後者を考えると、規制当局は慎重に議論してから行動すべきともいえる。前者を考えると、規制当局は迅速に行動すべきともいえる。さしあたり証券法規の規制対象としておいて差止等の被害拡大防止の措置を取りつつ、適切なビジネスモデル規制のあり方は後で別途考える（特別法の制定あるいは現行法の改正という立法的解決など）というやり方もあり得る⁶³⁾。新しいビジネスモデルについて、規制当局が既存の証券法規で規制しようとすることは、あるべき法制度をつくりあげるという長期的観点からは、不十分（場合によっては不適切）であるかもしれないが、短期的に、詐欺的なものへの対処手段として、そのように行動することは悪くないかもしれない⁶⁴⁾。現実的なアイデアといえるかどうかについては今後の課題としたい。

6. 結語と今後の課題

（１）本稿が検討対象とした裁判例からは、現在のところ、「みなし有価証券」が裁判例において主張されることは少ないということが導ける。本稿が考えるその理由は、「みなし有価証券」に係る法令違反が直ちに損害賠償責任に結びつくわけではないこと、損害賠償責任規定である民法709条や会社法429条に関する先例・議論は多くあり、当事者らはこれらの規定に慣れている（利用しやすい）こと、これらの規定がカバーする領域が広いこと、これらの規定を使えば「みなし有価証券」の議論をしなくても妥当な結論を導くことが可能であると考えられているのではないか、というものである——ただし、

63) かつての米国におけるフランチャイズ規制は、結果的にはこのような形になったと言える。小塚莊一郎「フランチャイズ契約論（四）」法学協会雑誌114巻9号（1997年）995頁以下、また1006頁以下参照。同『フランチャイズ契約論』（有斐閣、2006年）第2章参照。詐欺防止規制と業規制は別の問題として考えるということである。詐欺防止と業規制については、金融商品取引法研究会編（研究記録第25号）・前掲注（１）36頁〔藤田発言〕参照。

なお、連鎖販売取引について、まっとうなネットワークビジネスもあることを強調するものとして、千原曜『Q&A 連鎖販売取引の法律実務』（中央経済社、2018年）の「はじめに」参照。

64) 将来的に監督等をしないということになれば、官庁間の調整という問題は別にすれば、証券当局の負担は多少軽減されるのではないか。

本稿が検討対象とした裁判例は少ないため、検討対象を広げると別の結論・説明があり得る（その意味で本稿の結論は一応の結論、仮説にとどまる）。投資詐欺的な案件に対する金商法の民事責任規定が変わらない限り（あるいは民法709条や会社法429条の改正がない限り）、裁判例の傾向は変わらないだろう。「みなし有価証券」、とりわけ集団投資スキーム条項は、既存の手段では対処できない新しい投資詐欺の手法が誕生したときに、これに対処するためのものとして期待されている。「みなし有価証券」の議論が意味を持つかどうかは、投資詐欺に対する行政当局のアクションの方が重要ということかもしれない⁶⁵⁾。これは次に述べる課題とも関連する。

(2) 今後の課題について述べる。(1)の最後で述べたことと関連するが、証券概念に関する紛争（これには、投資詐欺以外の紛争——たとえば業規制に係るもの——を含む）に行政当局がどのようにかかわっているかを検討する必要があるように思われる。特に、米国の行政当局の対応に関する研究、具体的には、SECが提起した訴訟、SECが公表した関連リリースおよび関連ノー・アクション・レターを検討する必要がある。法律上の定義を明らかにする過程（適用範囲確定過程でもある）において、裁判所だけではなく、行政機関がどのような役割を果たしているのか⁶⁶⁾を明らかにできればよいと考えている⁶⁷⁾。

65) 本稿筆者は以前、有価証券定義の議論に関して、私的訴訟的なものの活性化を期待する旨述べたことがあるが（拙稿・前掲注（43）76頁）、本稿の結論からは、これは未来志向の考え方であって、いささか現状認識を欠いていたということになりそうである。

66) 有価証券該当性と行政機関については、信託の文脈であるが、小川宏幸「信託受益権の非有価証券化の解釈論的試み」トラス60編『金融商品取引法と信託規制』（公益財団法人トラスト未来フォーラム、2017年）も示唆するところである。同論文（同書231頁以下）では、わが国の金商法の解釈論として、信託受益権の有価証券該当性を限定すべきであるという。そして、信託実務に携わる者はいわゆるノー・アクション・レター制度等を活用して、信託受益権の実質的解釈の定着を目指すべきことを提言している（同書240頁以下、特に243頁）。なお同書所収の小川論文も含めた各論文に対するコメント論文も参照。井上聡「信託規制法研究会報告書の取り纏めに寄せて」（小川論文に対するコメントは262-263頁）。

67) これは前稿において既に本稿筆者の課題となっていたところであるが、改めてその研究の必要性が明らかになったと言える。なお、刑事罰の文脈ではあるが、包括規定と法の予測可能性という観点からノー・アクション・レターの重要性を示唆する意見は、包括規定導入直後から

(3) かつての「有価証券」定義に対する批判の一つは、行政機関による機動的な対応ができないという問題に対する批判でもあった。これは、(少なくともある程度は)行政機関による証券詐欺の取り締まりを期待している(期待できる)ということでもある⁶⁸⁾。他方で、最近は「金商法を投資詐欺防止法のように機能させるのはいかがなものか」という意見もある⁶⁹⁾。そうした立場からは「詐欺は、刑法の詐欺罪で対応する」ることになり、金商法は「集団投資スキームの運業者についても基本的には登録をさせた上で監督するという制度の建て付け」であり、このため、「無登録業については金融庁は何の監督権限もなく、警察当局にゆだねざるを得ないという結果になって」と述べられる^{70) 71)}。行政当局によるアクションを期待することは、こうした立場からは「十分な体制整備を行わないまま行政に過度な負担だけがかかる」ことになるということだろう。最終的な業規制の出発点としての「みなし有価証券」概念と、投資詐欺的なものに一時的に対処するための(いわ

あった。証券取引法研究会「総論——改正の概要と背景」(別冊商事法務308号)(黒沼悦郎報告)・前掲注(1)18頁の梅本発言。いずれにしても、SECの証券概念形成への関与についての研究は必要である。

68) 注(52)(55)(59)の一連の竹内論文にみられる強烈な表現は期待の裏返しとも言える。なお、竹内昭夫「アメリカ法における『証券』の概念」竹内昭夫・編『新証券・商品取引判例百選』(別冊ジュリスト100号)(有斐閣、1988年)44頁も参照。

69) 「シンポジウム 金融商品取引法制の課題」私法73号(2011年)136頁[松尾直彦発言]。

70) 前注・私法136-137頁。

71) なお、行政当局によるエンフォースメントとしてしばしば参照される米国のSEC(証券取引委員会)は、警察やFBIと役割が重なることもある。たとえば、2000年にSEC幹部は連邦議会において、SECがFBIらと協力して、証券市場におけるマフィア等の犯罪組織の摘発等を行ったことを証言している(証言によれば、こうしたことは1970年代以降行われているという)。

Richard H. Walker, *Testimony Concerning The Involvement of Organized Crime on Wall Street*, before the House Subcommittee on Finance and Hazardous Materials, Committee on Commerce (September 13, 2000)

(<https://www.sec.gov/news/testimony/ts142000.htm>) (Walkerは当時のSECのエンフォースメント局(Division of Enforcement)のトップ(Director)であった)。

FBI等とSECの関係は、わが国における警察と証券当局の関係とどのように異なるかは不明である。本文で述べたような見解は、わが国の証券当局はSECほど警察的な役割・権限・リソースを有しているわけではないという認識があるのかもしれない。

ば便法的な) 道具としての「みなし有価証券」概念の活用は、別個に考えることができるのではないかとも思うが(5.(2)(b)参照)、現時点ではよく分からないというのが正直なところである。ただ、裁判例では「みなし有価証券」に係る主張はされていないのが実態であるという本稿の仮説が正しいとして——本稿が検討対象とした裁判例だけでは「集団投資スキーム条項を導入したもの、民事訴訟の局面では、当該条項は活用されていない」とまで言い切れるかは不明である——その上で行政当局による集団投資スキーム条項の活用について消極的な態度を支持したとすると、投資詐欺に迅速に対応するための道具として集団投資スキーム条項が効果的に機能する場面はあるのかという疑問が生じる(まっとうな業者が各種届出・登録することやその後の業者監督等の話は別論である)。集団投資スキーム条項は米国のHowey判決を参考にしたものであることはよく知られているが、Howey判決の事例と同様のことが生じたときに金商法ではなく特定預託法等で対処することが望ましいということになれば、当該条項が導入されたことの意義は、制度導入直後とは大きく変わることになるのではないか。

【付記】 森田章先生は「投資者保護の基本法」民商法雑誌94巻1号(1986年)30頁以下において、豊田商事事件や新宿ワシントンホテルの「パートナーズ・システム」等を念頭に、投資者保護の基本法のあり方を検討され、当時の証取法を投資家保護の基本法とすべきことを説かれていました。投資家保護の重要性については大学院の講義等でも強調されており、本稿筆者も大きな影響を受けました。また、森田先生には大学院時代に大変お世話になりました。改めて感謝申し上げます。