

顧客のリテラシーに応じた証券取引規制 の現状とあり方

ーテクノロジーの進展による個人投資家による証券取引の拡大を踏まえてー

有 吉 尚 哉

要 旨

近年、新 NISA 制度の開始による投資運用への関心の高まりや、金融分野でのテクノロジーの活用の進展などにより、知識・経験が十分ではない者を含む個人投資家が金融取引に参加する機会が増えている。金融経済教育推進機構が稼働し始めるなど一般的な金融リテラシーの向上のための取組みも進められているが、同時に、金融規制による顧客・投資家保護の必要性も高まっている。もっとも、顧客・投資家保護のための規制強化一辺倒では、規制コストを増加させるとともに、相応の知識・経験を有する個人投資家の投資機会を制限することになりかねない。そのため、個人投資家を保護するための金融規制を整備していくにあたっては、規制コストや取引・サービスの利便性の観点にも配慮した制度設計が求められる。この点、現行の金融規制の中には、個人投資家の属性に応じて柔軟化が図られている規制や、金融事業者が顧客属性を踏まえた行為を求める規制もある。今後、取引実態に即した金融規制を設計していくためには、金融に関する知識・経験などのリテラシーの要素に応じて規制を適用する発想を強めていくことも検討されるべきである。また、その時々状況に応じて柔軟に規制の見直しを図っていくことも重要であろう。

キーワード：個人投資家，金融リテラシー，規制の柔軟化，適合性の原則，顧客本位の業務運営に関する原則

目 次

- | | |
|--------------------------------|-------------------------|
| 1. はじめに | 2.3 小括 |
| 2. 個人投資家の投資機会と金融リテラシー | 3. 個人投資家の属性と証券取引規制 |
| 2.1 テクノロジーの活用の進展と個人投資家の投資機会の拡大 | 3.1 個人投資家の属性に応じた規制 |
| 2.2 金融リテラシーの向上に関する政策的取組み | 3.1.1 金融商品取引法における規制の柔軟化 |
| | 3.1.2 適格機関投資家 |

- 3.1.3 特定投資家
- 3.1.4 適格投資家
- 3.1.5 適格機関投資家等（特例業務対象投資家）
- 3.2 顧客属性の考慮が求められる規制
 - 3.2.1 適合性の原則
 - 3.2.2 実質的説明義務
 - 3.2.3 金融サービス提供法上の説明義務
 - 3.2.4 顧客本位の業務運営に関する原則
- 3.3 顧客の個別属性を踏まえた規制
- 4. 規制のあり方に関する考察
 - 4.1 投資家の類型と法的効果
 - 4.2 知識・経験要件
- 5. おわりに

1. はじめに

2024年1月の新NISA制度の開始を契機として、個人の投資運用に対する関心が急激に高まっている。政策的にも2023年12月13日に新しい資本主義実現会議 資産運用立国分科会が公表した資産運用立国実現プランの下、家計金融資産の運用を担う資産運用業とアセットオーナーシップの改革などが進められており、個人投資家が投資運用を行いやすくなるための環境整備が図られている。

同時に、近年、金融分野でのテクノロジー(IT)の活用の進展により、金融商品の販売チャネルが拡大したり、デジタル金融商品の多様化が進んだりしている。このことは、個人投資家の多様な金融商品への投資機会を拡大させる一方で、必ずしも知識・経験が十分ではない個人投資家が不適合な金融商品に投資をしてしまうリスクを高めることにもつながっている¹。

一方で、個人の金融リテラシーを向上させるための取組みも従来以上に積極的に進められている。その一環として2024年4月5日に金融経

済教育推進機構が設立され、同年8月より本格的に稼働し始めた。

以上のような環境の下、知識・経験の乏しい個人投資家が金融取引に参加することを踏まえた金融規制の実務対応や制度設計の重要性がいっそう高まっている。もっとも、顧客・投資家保護のための規制強化一辺倒では、規制コストを増加させるとともに、相応の知識・経験を有する個人投資家の投資機会を制限することになりかねない。そのため、立法論としては、個人投資家の知識・経験など金融リテラシーの要素に応じて、柔軟な規制適用を行う制度設計が考えられる。

本稿では、そのような制度設計を検討する前提として、テクノロジーの活用の進展による個人投資家の投資機会の拡大と金融リテラシーの向上に関する政策的取組みの状況を概観した上で、そもそも現行法令上、有価証券取引を対象とする規制において、制度的に個々の個人投資家の知識・経験がどのように考慮されているか、その制度趣旨と合わせて整理を行う。その上で、証券取引規制のあり方について若干の立法論的考察を試みる。

1 本稿のテーマとはずれるため、本稿で踏み込むことは避けるが、金融分野におけるテクノロジーの進展に伴う主要な課題として、激増するSNS型投資詐欺を抑止することもあげられる。2024年のSNS型投資詐欺の認知件数は6,380件（前年比+4,109件）、被害額は約871.0億円（前年比+593.1億円）に上っている（警察庁が2025年2月7日に公表した「特殊詐欺及びSNS型投資・ロマンス詐欺の認知・検挙状況等（令和6年・暫定値）」について（広報資料）」参照）。

2. 個人投資家の投資機会と金融リテラシー

2.1 テクノロジーの活用と個人投資家の投資機会の拡大

前述のとおり、近年の金融分野でのテクノロジーの活用により、個人投資家の多様な金融商品への投資機会が拡大している。このような変化には、主に3つの側面があると思われる。

まず、テクノロジーの利用による金融取引の利便性の向上があげられる。既存の金融機関か新興の FinTech 企業かを問わず金融事業者がオンラインで利便性の高い金融サービスを提供することが増えている。個人投資家は、パソコン、スマートフォン、タブレットなどのデバイスでこのようなサービスを利用することで、金融商品の売買などの金融取引を場所を問わず手軽に行いやすくなっており、個人投資家による金融取引の拡大に寄与している。

次に、テクノロジーを利用した新たな販売チャネルの創出があげられる。例えば、投資型クラウドファンディング²などのインターネットを利用して幅広い投資家層を対象とする金融商品の販売勧誘手法が登場したことにより、従来は資本市場に対する関心が高くなかった個人が金融商品に対する投資を行う事例が生じている。

さらに、テクノロジーの活用による新たな種類の金融商品の組成があげられる。例えば、分散型台帳技術 (DLT: Distributed Ledger Technology) を用いたセキュリティ・トーク

ン (デジタル証券) の形式による金融商品が組成・発行されるようになってきており³、不動産を裏付けとした投資商品などにおいて利用されている。セキュリティ・トークンについては個人を含む一般投資家にも販売されている事例が多い。

2.2 金融リテラシーの向上に関する政策的取組み

かねてより金融リテラシーの向上やそのための金融経済教育の重要性が指摘されている。2014年6月には金融広報中央委員会を事務局とする金融経済教育推進会議が「金融リテラシー・マップ」を公表し、それ以降、「金融リテラシー・マップ」に基づく金融経済教育に関する取組みが実施されてきた。しかしながら、「金融経済教育が広く国民に行き届いているとは言えない状況にある」との評価がなされていた⁴。

金融審議会 市場制度ワーキング・グループの下に2022年9月に設置された顧客本位タスクフォースにおいても、金融リテラシーの向上が検討課題の一つとされた。そして、同ワーキング・グループと同タスクフォースが共同で取りまとめ、同年12月9日公表された中間報告では金融リテラシーの向上に関して「国民の資産形成への自助努力を支援し、家計の資産所得を増やすため、誰一人取り残さず、広く、定期的に金融経済教育を受ける機会が提供されるよう、国全体として、中立的な立場から、資産形成に関する金融経済教育の機会提供に向けた取組みを推進するための常設組織を早急に構築すべきである。その際、最低限身に付けるべき金融リ

2 投資型クラウドファンディングを含むクラウドファンディングについては、西村あさひ法律事務所 (2017) 908-928頁参照。

3 セキュリティ・トークンについては、本柳・岡田 (2024) 27-29頁参照。

4 金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 顧客本位タスクフォース (2022) 9頁。

テラシーを体系的に整理した金融リテラシー・マップの内容を踏まえつつ、家計管理や生活設計等のほか、消費生活の基礎や社会保障・税制度、金融トラブルに関する内容も含めて、広範な観点から金融リテラシーの向上に取り組むべきである」と提言された⁵。

かかる提言を受けて、金融サービスの提供に関する法律の改正が行われ、法令の名称を「金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律」と改称した上で（改称後の同法を以下「金サ法」という）、金融経済教育推進機構に関する規定が加えられた。そして、2024年4月5日には、「適切な金融サービスの利用等に資する金融又は経済に関する知識を習得し、これを活用する能力の育成を図るための教授及び指導を推進すること」を目的とする⁶金融経済教育推進機構が設立され、同年8月より本格稼働している。

また、2024年8月30日に公表された2024事務年度金融行政方針4頁においても「金融経済教育の充実」として以下の内容が述べられており、金融リテラシーの向上に向けた政策的な取り組みは引き続き重視されている。

家計の金融リテラシーを高め、金融商品の適切な選択等を促すため、J-FLEC〔筆者注：金融経済教育推進機構〕の取組を支援し、顧客の立場に立った認定アドバイザーの普及・支援、学校や企業における金融経済教育の拡大促進等により、広く国民が金融経済教育を受けることができる機会を提供する。

金融経済教育の展開に際しては、投資詐欺

の被害防止に向け啓発を行うとともに、自らの資産状況やライフプラン等を踏まえつつ、相場変動も含む各種リスクについて正しく理解し、長期継続的に資産形成を行うことの重要性について普及・啓発を行う。

2.3 小括

以上のようにテクノロジーの活用が進展により個人投資家の多様な金融商品への投資機会が拡大している一方で、金融リテラシーの向上のための取組みが進展している状況においては、金融リテラシーの要素に応じて規制を適用する発想を強めていくことも検討されるべきと考えられる。以下では、現行の証券取引規制において、金融リテラシーを含む個人投資家の属性がどのように考慮されているかについて鳥瞰した上で、金融リテラシーの要素をさらに規制に取り入れることの可能性に関する考察を行う。

3. 個人投資家の属性と証券取引規制

3.1 個人投資家の属性に応じた規制

3.1.1 金融商品取引法における規制の柔軟化

金融商品取引法（以下「金商法」という）においては、「利用者保護と、金融イノベーションの促進を通じた利用者利便の向上の両立」を図る観点から、規制対象について一律に同内容の規制を適用するのではなく、各種規制の柔軟化（柔構造化）が図られている⁷。金商法にお

5 金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 顧客本位タスクフォース（2022）9頁。

6 金融経済教育推進機構定款1条。

7 三井・池田（2008）49頁。

図表1 金商法における規制の柔軟化

開示規制における柔軟化 ✓ 投資商品の流動性に着目した開示制度 ✓ 企業金融型商品と資産金融型商品の性格の相違に応じた開示制度 ✓ 適格機関投資家制度（特定投資家制度）
業規制における柔軟化 ✓ 金融商品取引業の区分 ✓ 適格機関投資家等特例業務
行為規制における柔軟化 ✓ 金融商品取引業の区分に応じた行為規制 ✓ 特定投資家との取引における規制緩和

ける規制の柔軟化の全体像は、図表1のとおりである。

規制の柔軟化の要素として金融リテラシーを含む顧客・投資家の属性が考慮される場面もある。以下では、金商法上、規制の柔軟化のために定められている顧客・投資家類型の各概念について、どのような効果に結びついているか整理をした上で、個人投資家の属性がどのように考慮されているか確認する。なお、本稿は法令の内容の詳細を解説することを目的としたものではないため、法令上の要件などについて、比較のしやすさや明快さを優先して、必ずしも厳密ではない記述としている部分があることをご了承ください。

3.1.2 適格機関投資家

適格機関投資家とは「有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有する者として内閣府令で定める者」（金商法2条3項1号）である。適格機関投資家の概念は主に開示規制との関係で用いられる。具体的には、①適格機関投資家のみを相手方として有価証券の取得勧誘を行う場合には、有価証券の私募に該当し（金

商法2条3項2号イ）、また、②少数数私募における被勧誘者数の算入対象から適格機関投資家が除外されている（金商法2条3項1号）。加えて、業規制との関係で、③下記3.1.5で言及する適格機関投資家等特例業務の対象となる投資家の範囲についても、適格機関投資家の概念が用いられている（金商法63条1項1号）。

適格機関投資家の具体的な範囲は、金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令（以下「定義府令」という）10条1項各号に定められている。このうち、個人投資家が該当する要件は、①直近日において保有する有価証券の残高が10億円以上であることおよび②証券口座を開設してから1年以上経過していることのいずれの要件にも該当するものとして金融庁長官に届出を行った個人である（定義府令10条1項24号イ）⁸。

開示規制との関係で適格機関投資家を相手方とする場合に規制の緩和が図られている趣旨については、「取得勧誘の対象者が適格機関投資家に限定される場合、適格機関投資家は有価証券に対する投資に係る専門的知識・経験を有し、独自に投資情報を入手し、分析することが期待

⁸ なお、個人が業務執行組員等として取引を行う場合には、別途定義府令10条1項24号ロに適格機関投資家に該当する場合の要件が規定されている。

できるため、一般投資者の場合と同様の開示規制による保護の必要性は小さいと考えられる。このため、適格機関投資家のみを相手方とする取得勧誘であって、その有価証券を取得した適格機関投資家から適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ないものを有価証券の私募として、当該有価証券の発行者による届出を不要とするものである」と説明されている⁹。

3.1.3 特定投資家

特定投資家は、2006年の証券取引法の改正により金商法への移行がなされた際に創設された概念であり、主に金融商品取引業者等に対する行為規制の適用除外を定めるためのものである。すなわち、金商法上、投資家を特定投資家（プロ）とそれ以外の投資家（一般投資家・アマ）に区分し、特定投資家を勧誘または契約締結の相手方とする取引については、大半の行為規制が金融商品取引業者等に適用されない（金商法45条）¹⁰。特定投資家制度の趣旨・目的としては、①特定投資家と一般投資家の区分により、適切な利用者保護とリスク・キャピタルの供給の円滑化を両立させる必要があること、②特定投資家は、その知識・経験・財産の状況などから、適合性の原則の下で保護が欠けることとならず、かつ当事者も必ずしも行政規制による保護を望んでいないと考えられること、および③特定投資家については、行政規制ではなく市場規律に委ねることにより、過剰規制による取引コ

ストを削減し、グローバルな競争環境に置かれている我が国金融・資本市場における取引の円滑を促進することの3点があげられている¹¹。

以上の行為規制の適用除外の場面の他にも、①開示規制上の特定投資家向け私募（金商法2条3項2号ロ）¹²、②クラウドファンディング規制における投資上限額要件の適用除外（金融商品取引法施行令（以下「金商法施行令」という）15条の10の3）、③（法令上の制度ではないが）日本証券業協会が運営する特定投資家向け銘柄制度（J-Ships）¹³などにおいて特定投資家の概念が用いられている。

特定投資家の範囲は、①適格機関投資家、②国、③日本銀行および④投資者保護基金その他の内閣府令で定める法人であり（金商法2条31項）、適格機関投資家に該当する個人を除き、特定投資家の定義に該当するのは法人のみとなる。もっとも、特定投資家制度においては柔軟な制度設計が図られており、一定の要件を満たす一般投資家は、金融商品取引業者等への申出により一定の手続を経ることで特定投資家へ移行することが可能とされている。そして、特定投資家に移行可能な個人の一般投資家としては、一定の要件を満たす匿名組合の営業者や組合契約・有限責任事業組合の業務執行組合員（金商法34条の4第1項1号、金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「金商業等府令」という）61条）と合わせて、「その知識、経験及び財産の状況に照らして特定投資家に相当する者とし

9 神田ほか（2018）94頁〔谷口義幸〕。

10 但し、虚偽告知の禁止（金商法38条1号）、断定的判断の提供等の禁止（金商法38条2号）、損失補填等の禁止（金商法39条）などの市場の公正確保を目的とする規制については、特定投資家を相手方とする取引にも適用される。

11 金融審議会金融分科会第一部会（2005）18頁。

12 特定証券情報（金商法27条の31第1項）を提供し、金融商品取引業者等を介して特定投資家のみにも有価証券の取得勧誘を行う場合は、有価証券届出書の提出を免除する制度であり、2008年の金商法改正により創設されたものである。

13 日本証券業協会が取扱協会員として証券会社を指定し、指定された取扱協会員を通じて、非上場企業の株式や投資信託などを特定投資家向けに発行・流通することを可能にする制度であり、2022年7月1日に創設されたものである。

図表2 特定投資家に移行可能な個人の一般投資家

金商業等府令 ¹⁵	取引経験要件	資産・収入要件	その他の要件
62条1項1号	1年以上	純資産3億円以上、かつ、投資性金融資産3億円以上	なし
62条1項2号	1年以上	純資産5億円以上、または投資性金融資産5億円以上、または前年の年収1億円以上	なし
62条1項3号	1年以上	純資産3億円以上、または投資性金融資産3億円以上	直近1年間の1か月あたりの平均投資取引件数4回以上
62条1項4号	1年以上	純資産1億円以上、または投資性金融資産1億円以上、または前年の年収1000万円以上	1年以上の特定の職業経験（注1）、または特定の保有資格と1年以上の実務経験（注2）、または上記と同等以上の知識・経験を有するもの

（注） 1）金融機関業務／経済学・経営学に関する教職・研究職

2）証券アナリスト／証券外務員（1種・2種）／1級・2級FP技能士／中小企業診断士

て内閣府令で定める要件に該当する個人」が定められており（金商法34条の4第1項2号）、具体的には図表2の要件のいずれかを満たす個人が該当する¹⁴。

以上のとおり、一定の要件を満たす一般投資家は特定投資家への移行を申し出ることが認められている。その上で、金融商品取引業者等がかかる申出を認めて一般投資家である顧客を特定投資家として取り扱おうとする場合には、適合性の原則が適用され¹⁶、顧客の属性を考慮して申出に対する諾否を判断することが必要となる。この点は、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針Ⅲ-2-3-2-1(1)⑥において、次のとおり明記されている。

金商法第34条の3第1項の規定に基づき、「一般投資家」である顧客より「特定投資家」へ

の移行の申出を受けた際には、顧客の知識、経験、財産の状況、投資目的に照らして「特定投資家」として取り扱うことがふさわしいか否かを考慮した上で、承諾の可否について判断しているか。

このように、一般投資家から特定投資家への移行については、制度上、個人顧客からの申出があることを前提に、取引要件や資産・収入要件などによる形式的・類型的な基準と、適合性の原則による実質的な判断の2段階によって移行の可否が決定されることになる。

3.1.4 適格投資家

適格投資家の概念は、投資運用業（金融商品取引業）の特例である適格投資家向け投資運用業（金商法29条の5第1項）との関係で定めら

14 なお、2024事務年度金融行政方針8頁において、特定投資家の要件のさらなる明確化を図る方針が示されている。

15 これらの要件のうち金商業等府令62条1項2号～4号の類型は、個人の特定投資家の要件の弾力化を図るために2022年7月1日施行の内閣府令改正により追加されたものである。

16 適合性の原則については下記3.2.1参照。

れているものである。適格投資家向け投資運用業制度とは、①全ての運用財産に係る権利者を適格投資家に限定し、②運用財産総額を200億円以下に限定することで、通常の投資運用業より緩和された登録要件の下で業務を行うことを可能とするものであり、2011年の金商法改正により創設された制度である。制度の趣旨・目的については、「プロを投資家とする小規模なファンドの立上げを促進する観点から、①投資運用業に係る登録拒否要件の緩和を行うとともに、②ファンド持分の販売勧誘に係る規制緩和を行うという点にある」と説明されている¹⁷。

適格投資家となる個人の範囲としては、①特定投資家¹⁸、②「その知識、経験及び財産の状況に照らして特定投資家に準ずる者として内閣府令で定める者」（具体的には投資性金融資産1億円以上の個人（証券口座を開設してから1年以上経過している者に限る）が該当する。金商業等府令16条の5）ならびに③金融商品取引業者（金商法29条の登録を受けようとする者を含む）と密接な関係を有する者として政令で定める者¹⁹が定められている（金商法29条の5第3項）。②の類型については、「特定投資家に移行することが可能な一般投資家のうち、その知識・経験・財産の状況からすれば適切なリスク管理を行うことができると考えられる者については、「特定投資家に準ずる者として内閣府令で定める者」として適格投資家に含まれること

とされている」と説明されている²⁰。

3.1.5 適格機関投資家等（特例業務対象投資家）

金商法上、適格機関投資家等を相手に業務を行うことなどを要件として、登録手続と比べて簡易な届出のみで、ファンド業務（集団投資スキーム持分の自己募集・集団投資スキームの自己運用）を行うことを認める制度として、適格機関投資家等特例業務が定められている（金商法63条、63条の3）。この制度は、2006年の証券取引法の改正により金商法への移行がなされた際に創設されたものである。

この場合の適格機関投資家等とは、49名以下の適格機関投資家以外の者で政令で定めるもの（特例業務対象投資家）および1名以上の適格機関投資家をいう。従前、特例業務対象投資家の属性要件は定められておらず、人数制限だけが要件とされていたが、2015年の金商法改正により規制が厳格化され属性要件が追加されている。そして、特例業務対象投資家に該当する個人としては、①投資性金融資産1億円以上の個人（証券口座を開設してから1年以上経過している者に限る）ならびに②ファンド資産運用等業者、その関連会社および委託先の役員・使用人またはその親族が定められている（金商法施行令17条の12第1項14号、金商業等府令233条の2第3項）。

17 神田ほか（2014）86-87頁〔大越有人〕。

18 前述のとおり個人としては適格機関投資家のみ該当する。

19 具体的には、当該適格投資家向け投資運用業者、その関連会社および委託先の役員・使用人またはその親族が該当する（金商法施行令15条の10の7、金商業等府令16条の4）。これらの者が適格投資家とされている趣旨については、「ファンドの立上げ時においては、投資家が当該ファンドの利益追求や運用の健全性を担保するため、当該ファンドの運用を行う者と関係の深い者に対して出資を求めることが多いとの実態や、親会社等がファンドの立上げ時にシードマネーを提供する場合があることを踏まえ、金融商品取引業者と密接な関係を有する者として政令で定める者についても、適格投資家に含まれることとされている」と説明されている（神田ほか（2014）90頁〔大越〕）。

20 神田ほか（2014）89頁〔大越〕。

3.2 顧客属性の考慮が求められる規制

金融規制の中には、個別具体的な顧客属性を考慮して行為をすることを求める規律が存在する。以下ではそのような顧客属性の考慮が求められる規制のうち、主なものを解説する。

3.2.1 適合性の原則

金商法40条1号は、金融商品取引業者等が「金融商品取引行為について、顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして不相当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとなつており、又は欠けることとなるおそれがあること」に該当することのないように、その業務を行わなければならないことを定めており、このような規律を一般に適合性の原則という。

この適合性の原則の趣旨については、「有価証券やデリバティブ取引への投資は、投資経験、投資目的、資力等、投資者の意向と実情に適合したものであることが最も望ましい。投資者にとっていかなる金融商品取引が適当かは、投資者の意向、財産状態および投資経験等に応じて異なる。しかし、金融商品取引業者等から金融商品取引に関し、投資勧誘を受ける投資者は、金融商品取引業者等の金融商品取引についての専門機関である地位から、勧誘を受ける取引が自己の投資意向、財産状態および投資経験等に適合したものと考えがちである。そこで、金融商品取引業者等の投資勧誘が妥当なものであるためには、それが投資者の投資意向、財産状態

および投資経験等に適合していることが必要である。本条1号の規定は、まさにこの要請を定めたものである」と説明されている²¹。

ここで、講学上、適合性の原則について狭義の適合性の原則と広義の適合性の原則に分けて論じられることがある。この場合の狭義の適合性の原則とは、「一定の顧客に対してはいかに説明を尽くしても一定の金融商品の販売を行ってはならない」というものであり、広義の適合性の原則とは、「顧客の知識・経験、財産力、投資目的等に照らして適合した商品・サービスの販売を行わなければならない」というものであると説明される²²。もっとも、狭義・広義のいずれの原則の適用においても、知識、経験などの顧客の属性を考慮した行為が金融商品取引業者等に求められるという点には違いがない²³。

3.2.2 実質的説明義務

金商法38条9号、金商業等府令117条1項1号は、金融商品取引業者等が、契約締結前交付書面（金商法37条の3第1項）などの交付に関して、あらかじめ、顧客に対し、書面の内容について顧客の知識、経験、財産の状況および金融商品取引契約を締結する目的に照らして当該顧客に理解されるために必要な方法および程度による説明をすることなく、金融商品取引契約を締結する行為を禁止している。この規律は、実質的説明義務と呼ばれており、その趣旨は、「金融商品取引契約を締結しようとするときは、金融商品取引業者等は、原則として契約締結前交付書面等の、法定事項を記載した書面を顧客

21 神田ほか（2014）353頁〔志谷匡史〕。

22 飯田（2023）408頁。

23 飯田（2023）408頁は、「狭義と広義に峻別することは困難であるし、顧客の属性に応じて適合性を判断するべきとの原則を適用すれば足りるのであって、狭義と広義の区別をする実益が乏しい」ことを理由に、この区別に対して疑問を呈する見解も有力であると述べる。

に交付しなくてはならない。この場合に、単に書面を交付するだけでは、業法上の説明義務が形骸化するおそれがあるため、その実質化を図る観点から、業者の実質の説明義務が定められた」と説明されている²⁴。広義の適合性の原則の考え方を説明義務に取り込むものとも評価されている²⁵。

なお、この実質の説明義務については、金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 顧客本位タスクフォース（2022）において法律上に規定すべきことが提言されており²⁶、本稿の執筆時点では未施行であるが、金融商品取引法等の一部を改正する法律（令和5年法律第79号）に基づく改正により金商法37条の3第2項に定められることとされている²⁷。

3.2.3 金融サービス提供法上の説明義務

金サ法4条1項は、民法上の不法行為の特例として、金融商品販売業者等（金サ法3条3項）が金融商品の販売等（金サ法3条2項）を業として行うときにリスク情報などの説明を行う義務を定めている。そして、この場合の説明については、金サ法4条2項により、「顧客の知識、経験、財産の状況及び当該金融商品の販売に係

る契約を締結する目的に照らして、当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度によるものでなければならない」とされている。同項の位置付けについては、「説明義務を尽くしたかどうかを判断するにあたっての解釈基準として、適合性原則（広義）の考え方が取り入れられた」と説明されている²⁸。その上で、「説明の態様等に関する形式的・手続的な面よりも、顧客の属性（知識、経験、財産の状況および契約締結の目的）に照らして当該顧客が当該説明事項の内容を的確に理解するかという実質面が重視されることになると考えられる。したがって、必ずしも一定の形式的な手続・方法を履践すれば足りると言うものではない点に留意が必要と考えられる。また、あくまでも個別の顧客の属性に応じた多様・柔軟かつ適切な説明を求めるものである。したがって、投資経験の豊富な顧客に販売する場合と投資経験の少ない顧客に販売する場合とで説明内容・方法を一律とする必要はないと考えられる」と説明されている²⁹。

3.2.4 顧客本位の業務運営に関する原則

金融庁は、2017年3月30日に顧客本位の業務運営に関する原則（以下「顧客本位原則」とい

24 神田ほか（2014）301頁〔梅本剛正〕。

25 松尾（2023）486頁。

26 具体的には、「顧客属性に応じ、それぞれの顧客により適した媒体で、充実した情報の分かりやすい提供を実現するため、契約締結前や契約締結時などの情報提供については、金融事業者において書面とデジタル手段を顧客本位の観点から自由に選択できるようにすることが考えられる。また、デジタル・リテラシーは人によって様々であることから、実質的な説明が顧客に理解されるために必要な方法と程度により提供されることが重要であり、金融商品取引業等に関する内閣府令で規定されている、いわゆる実質の説明義務を法律上規定すべきである」と提言されている（金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 顧客本位タスクフォース（2022）4-5頁）。

27 かかる改正後の金商法37条の3第2項は以下の規定となる。

「2 金融商品取引業者等は、前項の規定による情報の提供を行うときは、顧客に対し、同項各号に掲げる事項（同項第5号及び第6号に掲げる事項その他内閣府令で定める事項を除く。）について、顧客の知識、経験、財産の状況及び当該金融商品取引契約を締結しようとする目的（以下この項において「顧客属性」という。）に照らして、当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度により、説明をしなければならない。ただし、顧客属性に照らして、当該情報の提供のみで当該顧客が当該事項の内容を理解したことを適切な方法により確認した場合その他の内閣府令で定める場合は、この限りでない。」

28 松尾・池田（2008）126頁。

29 松尾・池田（2008）127頁。

う)³⁰を制定し、それ以降、顧客本位原則を採用した金融事業者はその規律に従った業務運営が求められている。顧客本位原則の中心的な内容は、金融事業者が遵守すべき7項目の原則であるが、原則6「顧客にふさわしいサービスの提供」として「金融事業者は、顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズを把握し、当該顧客にふさわしい金融商品・サービスの組成、販売・推奨等を行うべきである」という内容が掲げられている。また、原則6の注4として、「金融事業者は、特に、複雑又はリスクの高い金融商品の販売・推奨等を行う場合や、金融取引被害を受けやすい属性の顧客グループに対して商品の販売・推奨等を行う場合には、商品や顧客の属性に応じ、当該商品の販売・推奨等が適当かより慎重に審査すべきである」と記されており、この「金融取引被害を受けやすい属性の顧客グループ」については取引経験や金融知識の少ない顧客が想定されると説明されている³¹。

顧客本位原則の名宛人である金融事業者³²のうち、金融商品取引業者等など、法令上、適合性の原則が定められている業態との関係では、この原則6が適合性の原則と内容的に重なるように思われる。この点、原則6と適合性の原則

の関係については、「顧客にふさわしいサービスの提供については、金融商品取引法上、「適合性の原則」が定められているところであるが、原則6は、金融事業者において適合性の原則を満たした上でさらに、ベスト・プラクティスを追求することを期待するものである」と説明されている³³。

3.3 顧客の個別属性を踏まえた規制

金融規制の中には顧客の個別属性を踏まえて適用関係が定められているものが存在する。

そのような規制の一例として、本稿の執筆時点ではまだ立案段階であるが、クラウドファンディング規制³⁴があげられる。すなわち、現行のクラウドファンディング規制では、特例の対象となるために、投資家（特定投資家を除く）の投資上限額は投資先ごとに年間50万円と定められている。この点について、金融審議会 市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース（2023）は「CF〔筆者注：クラウドファンディング〕事業者が顧客の年収や純資産を把握し、投資家の年収や純資産に応じて、CFの投資上限を定めることが適当である」と規制緩和を提言した。そして、この提言を受けて、2024年11月26日に公表された金商法施行

30 本稿の執筆時点までに、顧客本位原則は、2021年1月15日と2024年9月26日の2回に亘り改訂が行われている。

31 金融庁（2017年3月31日）「顧客本位の業務運営に関する原則」の確定について－コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方（<https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/01.pdf>）42頁149番。

32 顧客本位原則の中では、金融事業者には「金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行う全ての金融機関等」が含まれるとされているが、具体的にいかなる業態が「金融事業者」に含まれるか定義や基準は示されておらず、金融事業者の具体的な範囲は特定されていない。

33 石井ほか（2017）33頁。

34 「電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法であって内閣府令で定めるものにより金商法2条8項9号に掲げる行為を業として行うこと」を「電子募集取扱業務」と定義し（金商法29条の2第1項6号）、非上場の株式についての電子募集取扱業務であって有価証券の発行価額が少額であることなどの要件を満たすもの（第一種少額電子募集取扱業務）のみを行う業者を「第一種少額電子募集取扱業者」と位置づけ（金商法29条の4の2第9項）、通常の第一種金融商品取引業に適用される規制に比べて、登録に必要な最低資本金基準を引き下げたり、兼業規制、自己資本規制などの一定の規制を適用しないなどの規制の緩和が図られている。第二種金融商品取引業との関係でも同様に第二種少額電子募集取扱業者の特例が定められている（金商法29条の4の3）。本稿ではこれらの規制をクラウドファンディング規制と呼ぶこととする。

令および金商業等府令の改正案では、上記の投資家一人当たりの投資上限額を50万円から①純資産の5%、②前年の年収の5%または③50万円のいずれか高い額（最大200万円）に改正することとされている（改正後の金商法施行令15条の10の3第2号、金商業等府令16条の2第3項1号）。

また、上記3.2.3でも言及した金サ法4条1項に基づく説明義務は、「顧客が、金融商品の販売等に関する専門的知識及び経験を有する者として政令で定める者」（特定顧客）³⁵である場合には適用されない（同条7項）。この点については、「特定顧客（いわゆるプロ）は、自ら商品・取引等（金融商品の販売）に係る知識を十分に持ち合わせているため、本法で規定される金融商品販売業者等からの重要事項についての説明を受けなくても、顧客保護に欠けることはなく、むしろ円滑な金融取引やコスト低減等を実現することができると考えられることから、かかる顧客に対して本法律による説明を行うことが不要とされた。また、重要事項について説明を要しない旨の意思表示があった場合には、説明を行うことを不要としても顧客保護に欠けることはなく、また、説明を要するとするこ

とは円滑な金融取引やコスト低減等の妨げとなると考えられることから、かかる顧客に対しても説明が不要とされた」と説明されている³⁶。

4. 規制のあり方に関する考察

4.1 投資家の類型と法的効果

上記3.1で述べた金商法上の顧客・投資家の類型と主な法的効果を整理すると図表3のとおりとなる。

適格機関投資家や特定投資家に対する有価証券の販売勧誘は所定の要件を満たすことにより開示規制上、私募として取り扱われることになり、発行者や販売業者にとって情報開示の負担が軽減されることになる。また、顧客が所定の要件を満たす場合に、適格機関投資家等特例業務、適格投資家向け投資運用業およびクラウドファンディング規制による特例を利用することにより、金融事業者は緩和された参入要件の下、金融サービスを提供することが可能となる。さらに、金融商品取引業者等は特定投資家に該当する顧客との関係では、一定の範囲の金商法上の行為規制の適用を受けないことになる。

図表3 顧客・投資家の類型と法的効果

	主な法的効果
適格機関投資家	➤ 私募要件（適格機関投資家向け私募、少人数私募における算入対象からの除外） ➤ 適格機関投資家等特例業務への参加
特定投資家	➤ 行為規制の適用除外 ➤ 私募要件（特定投資家向け私募） ➤ クラウドファンディング規制における投資上限額要件の適用除外 ➤ 特定投資家向け銘柄制度の利用
適格投資家	➤ 適格投資家向け投資運用業の利用
特例業務対象投資家	➤ 49名以下の限度で適格機関投資家等特例業務への参加

35 金融商品販売業者等または特定投資家が該当する（金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律施行令12条1項）。

36 松尾・池田（2008）147頁。

このように、一定の要件を満たした顧客・投資家との関係では、開示規制や業規制が緩和されており、資金調達者や金融事業者の規制負担を軽減している。このことは、最終的には顧客・投資家の経済的な負担の軽減につながりうることになる。同時に、経済性の観点から、規制負担がある場合には提供しにくいような商品・サービスを金融事業者側が提供できるようになることにより、顧客・投資家にとっては一定の要件を満たすことで、アクセスできる金融商品・金融サービスの範囲を拡大できることになる³⁷。他方で、当然ながらそのような顧客・投資家には規制による保護の水準が低くなることを踏まえた自己責任が求められることになる。

以上を踏まえると、顧客・投資家の属性を問わず一律に規制を適用するのではなく、リテラシー（知識・経験）を基準とした類型分けを精緻化することで、適用される規制のメリハリをより付けていくことも検討されるべきと考える³⁸。このことは、広く国民の金融リテラシーを高めるといった流れとも整合的であるものと考えられる。また、従来の規制では、資産・収入要件と知識・経験要件が一体として設定されることが多かったものと思われるが、若年層の資産形成の促進などの観点も踏まえて、資産・収入は低くても能力がある層を相手とする場合の規制を緩和するという発想もあり得るのではないだろうか。

4.2 知識・経験要件

次に、現行の金商法上の顧客・投資家の類型に関して、個人投資家の知識・経験の要素がどのように要件として用いられているか整理すると、概要、図表4のとおりとなる。

現行の金商法において、個人投資家の経験に関する要件としては、主に証券口座の開設または金融商品取引業者等との取引開始からの年数を基準とする要件が設定されている。他方、知識に関する要件はあまり設定されていない。その中でも、特定投資家に移行可能な個人投資家の要件として、職業経験・実務経験要件が設定されており³⁹、知識・経験を考慮するものと評価できる。

この特定投資家に移行可能な個人投資家の要件を参考に、他の制度にも知識・経験要件を取り入れることで、投資者保護を確保しつつ、投資者利便の更なる向上を図るための柔軟な制度設計を目指すことも検討されるべきではないだろうか。この点、資産要件に関するものであるが、上記3.3で言及したクラウドファンディング規制の柔軟化のように顧客属性に応じて段階的な規制適用とする制度設計も参考になり得ると考えられる。そのような制度設計は、個人投資家にとって金融リテラシーを高めるインセンティブにもなると考えられよう。

一方で、客観的な知識・経験要件で個人投資

37 顧客・投資家の側にとって、一定の要件を満たすことにより、制度上、投資可能な金融商品や利用可能な金融サービスの選択肢を拡大することが可能になると評価することもできる。すなわち、適格機関投資家または特定投資家に該当する投資家は、適格機関投資家向け私募や特定投資家向け私募により発行された有価証券を取得することができることになり、特定投資家向け銘柄制度を利用して対象銘柄の売買を行うことが可能となる。また、顧客・投資家は適格投資家あるいは適格機関投資家または特例業務対象投資家の要件を満たすことにより、適格投資家向け投資運用業の登録を受けた金融商品取引業者や適格機関投資家等特例業務の届出を行った業者が提供する金融サービスを利用することが可能となる。

38 顧客が高齢者の場合には追加的な行為規制を適用するなど顧客属性に応じて規制を強化すること（反射的にその他の顧客との関係では規制を緩やかにすること）も考えられる。

39 2022年7月1日施行の内閣府令改正により導入されたものである。

図表4 知識・経験要件

	資産要件	取引経験要件	知識・経験要件
適格機関投資家・ 特定投資家	有価証券残高10億円以上	証券口座開設から1年以上	—
特定投資家に移行 可能な個人投資家	純資産3億円以上、かつ、 投資性金融資産3億円以上	取引1年以上	—
	純資産5億円以上、または 投資性金融資産5億円以上、 または 前年の年収1億円以上	取引1年以上	—
	純資産3億円以上、または 投資性金融資産3億円以上	取引1年以上、かつ 直近1年間の1か月あたり の平均投資取引件数4回以 上	—
	純資産1億円以上、または 投資性金融資産1億円以上、 または 前年の年収1000万円以上	取引1年以上	1年以上の特定の職業経験、 または 特定の保有資格と1年以上 の実務経験、または 上記と同等以上の知識・経 験を有するもの
適格投資家（適格 機関投資家以外）	投資性金融資産1億円以上	証券口座開設から1年以上	—
特例業務対象投資 家	投資性金融資産1億円以上	証券口座開設から1年以上	—

家を類型分けすることだけで金融規制を設計することには限界があると思われる。すなわち、法的効果を伴う要件として知識・経験に関する要素を取り入れようとしても、適切な基準を設定することは必ずしも容易ではないと考えられる⁴⁰。また、既存の規制でも用いられることの多い取引の経験年数は客観的な指標になり得るものの、ある期間における取引量や取引の密度は投資家ごとに異なるものであり、初めて取引を行った時からの年数だけに依拠して金融リテラシーを量ることは十分ではないと思われる⁴¹。

そのため、属性に応じて個人投資家の類型分けを精緻化して規制適用を図っていくとしても、適合性の原則、さらには顧客本位原則のような一般的な規範の適用の中で、金融リテラシーを含む個人投資家の個別属性を考慮して顧客対応の内容を判断することの必要性も引き続き残るものと考えられる。

この点、上記3.1.3で述べたとおり、特定投資家制度においては、一般投資家から特定投資家への移行の諾否の判断は適合性の原則の対象となると解されている。このことは、適合性の

40 但し、近年のテクノロジーの進展により、金融リテラシーに影響する顧客に関するデータの取得・分析が行いやすくなってきており、そのような状況も踏まえて規制の見直しを進める必要があると考えられる。

41 木内（2014）21頁は、「投資経験と投資知識はイコールの関係とは限らず、相応な経験年数があっても、ある商品・市場に関する知識は欠けているケースもあることを念頭に置く必要があろう」と指摘する。

判断の中で顧客の知識・経験に関する個別事情も移行の可否の考慮要素となり、特定投資家制度を補完する意義もあると評価することができる。このような建付けを参考に、個人投資家の類型を分けるための客観的な資格要件を設定した上で、個別事情を考慮して調整を行う制度設計も考えられよう。

5. おわりに

金融分野でのテクノロジーの活用が進展もあって知識・経験の程度が多様な個人投資家が金融取引を行う機会が増加する中では、一般的な金融リテラシーの向上が重要な課題となる。同時に、金融規制による顧客・投資家保護の必要性も高まることになるが、規制コストや取引・サービスの利便性の観点にも配慮した制度設計が求められる。そのような状況では、ここまで述べてきたとおり、金融に関する知識・経験などのリテラシーの要素に応じて規制を適用する発想を強めていくことも検討されるべきである。なお、本稿では専ら顧客・投資家側の金融リテラシーに焦点を当てて検討を行ったが、顧客・投資家側の事情に加えて、提供される商品・サービスの難解さやリスクの大きさと複合的に規制適用の場合分けを行うこともあり得よう。

金融分野の商品・サービスが多様化するとともに、スマートフォンやSNSなど勧誘・情報提供に用いられる各種ツールも変わってきている。このような環境の変化により、金融取引に必要とされる知識・経験の内容も変わっていくものと考えられる。そのため、規制の内容が柔軟であることとともに、その時々状況に応じて柔軟に規制の見直しを図っていくことも重要であろう。

参 考 文 献

- 飯田秀聡 (2023)『金融商品取引法』新世社。
- 石井一正・反町泰貴・鈴木俊裕・藤井豪 (2017)「顧客本位の業務運営に関する原則およびパブリックコメントの概要」『金融法務事情』金融財政事情研究会、第2069号、28-35頁。
- 神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦編著 (2014)『金融商品取引法コンメンタール2』商事法務。
- 神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦編著 (2018)『金融商品取引法コンメンタール1〔第2版〕』商事法務。
- 木内清章 (2014)「投資初心者の金融リテラシーと判例に見る説明義務の外延」『銀行法務21』経済法令研究会、第774号、18-24頁。
- 金融審議会 金融分科会 第一部会 (2005)「一投資サービス法（仮称）に向けて—金融審議会金融分科会第一部会報告」(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20051222_dlsir/b.pdf)。
- 金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 顧客本位タスクフォース (2022)「金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 顧客本位タスクフォース 中間報告」(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20221209/01.pdf)。
- 金融審議会 市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース (2023)「金融審議会 市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース報告書」(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20231212/01.pdf)。
- 西村あさひ法律事務所編 (2017)『ファイナンス法大全 (下)〔全訂版〕』商事法務。
- 松尾直彦 (2023)『金融商品取引法〔第7版〕』商事法務。
- 松尾直彦監修・池田和世著 (2008)『逐条解説 新金融商品販売法』金融財政事情研究会。
- 三井秀範・池田唯一監修・松尾直彦編著 (2008)『一問一答 金融商品取引法〔改訂版〕』商事法務。
- 本柳祐介・岡田悠志 (2024)「セキュリティ・トーク

顧客のリテラシーに応じた証券取引規制の現状とあり方—テクノロジーの進展による個人投資家による証券取引の拡大を踏まえて—

ン・オフエリング（STO）の実務』『金融法務事情』金融財政事情研究会，第2225号，27-36頁。

（西村あさひ法律事務所・外国法共同事業パートナー弁護士）