

投資顧問業者の注意義務について

平成13年9月

社団法人 日本証券投資顧問業協会

投資顧問業者の注意義務研究会

目 次

<u>I. はじめに</u>	2
1. 研究の背景	2
2. 本研究会の検討対象と本報告書の位置付け	2
3. 注意義務の研究における基本的考え方と主要研究課題	3
<u>II. 総論</u>	4
<u>III. 本論（総論）</u>	7
1. 定義	7
2. 投資顧問業者の現行法上の注意義務	8
(1) 投資顧問業法上の注意義務	8
(2) 民法上の注意義務	8
(3) 契約書上の注意義務	9
(4) 自主規制ルール上の注意義務	9
3. 投資顧問業者の注意義務を取り巻く課題等	10
(1) 投資顧問業者の善管注意義務とは何か	10
(2) 善管注意義務とfiduciary dutyについて	10
(3) 注意義務と忠実義務について	11
(4) 公平義務について	12
(5) 他の資産運用業務との整合性について	13
4. fiduciary dutyについて	14
(1) 歴史的背景	14
① 英国におけるコモン・ローとエクイティ	14

② 日本における fiduciary duty の導入	15
(2) 注意義務に関する英米法と大陸法による相違	15
① 英米法における fiduciary duty とその種類	15
② 米国における fiduciary duty の現状	16
③ ドイツ法における注意義務	18
(3) 民法における善管注意義務と fiduciary duty との対比	21
5. 投資顧問業務における fiduciary duty の位置付け	22
(1) 現行法下における注意義務に関する解釈	22
(2) 総括	23
 <u>IV. 本論（各論）</u>	30
 1. 投資顧問業者の注意義務の適用範囲等（各論の整理）	30
(1) 注意義務の適用における基本的考え方	30
(2) 注意義務の適用範囲について（英米の参考例）	31
① 英国におけるファンド・マネジメントの概要	31
② 英米等における最良執行	32
③ 英米における議決権行使	33
(3) 注意義務の適用範囲について（日本への適用例）	34
① 顧客の指示内容の確認	34
② 運用基本方針・運用ガイドライン等の遵守	35
③ 的確なリスク管理	36
④ 資産配分	37
⑤ キャッシュ管理	37
⑥ 分散投資	37
⑦ 新規投資・デリバティブ取引	38
⑧ 銘柄選定モデル	39
⑨ 取引執行コスト・ソフトドラー	39
⑩ 運用結果の報告・運用スタイル等の変更	40

⑪ 議決権行使	40
⑫ 約定照合・受渡決済	40
(4) 上記適用範囲を踏まえた投資顧問業者の行為の一例	41
2. 注意義務の程度について	43
(1) 投資顧問業者に関する裁判事案	43
(2) 顧客のプロ・アマ度合いとの関係	45
(3) 日本の判例について	47
<u>V. おわりに</u>	49
<u>【これまでの検討状況】</u>	51
<u>【研究会メンバー】</u>	53
(別添)	
1. <u>商事信託法要綱</u> (出典:商事信託研究会編「商事信託法の研究」[2001年])	
<u>[一部抜粋]</u>	54
2. 「 <u>東京地判平9・12・17 (判例タイムス982号181頁 [1998])</u> 」判旨	58

平成13年9月12日
社団法人 日本証券投資顧問業協会
投資顧問業者の注意義務研究会

「投資顧問業者の注意義務について」 (「投資顧問業者の注意義務研究会」報告書)

(要旨)

- (1) 投資顧問業者は民法上の善管注意義務を負う。
- (2) 英米法で発展してきたfiduciary duty（信認義務）は、非常に広い範囲を持つ一般概念であり、その本質は受益者の最善の利益を誠実に考慮しなければならないという点にある。
- (3) 善管注意義務とfiduciary dutyが同じか別かの議論はあるが、いずれにせよ投資顧問業者にとって重要なことは、「その業務の本質を踏まえ、自らが置かれた状況を把握し、その状況に応じた義務を尽くす」ことにある。
- (4) 「その業務の本質」とは、委任者との信頼関係を基に業務が成り立っていることであり、「自らが置かれた状況を把握する」とは、自身の行う資産運用行為が、制定法・契約に準じているかどうかに加えて、市場へどのようなインパクトを与えるかを把握することにある。また、「その状況に応じた義務を尽くす」とは、その置かれた状況（委任の本旨、業者の専門レベル、顧客の属性、報酬等）に照らし、自身に要求・期待される行為基準に従って、その知識と経験を尽くすことを意味する。
- (5) 投資顧問業者が、この義務に違反した場合には、顧客に対し契約上の債務不履行責任を負うことになる。また、状況によっては不法行為責任や業法上の処分を受けることもあり得る。
- (6) 投資顧問業者としての義務の内容は、その置かれた状況に応じて差が生じることとなるが、義務違反かどうかの判定は、運用結果ではなく、義務を果すプロセスと持ちうる知識・技能を尽くしたかどうかで判断されると考えられる。

I. はじめに

1. 研究の背景

- (1) 証券投資顧問業は、昭和61年5月の「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」(以下「投資顧問業法」という。)により法的位置付けがなされて以来、丸15年が経過した。その間、運用能力のレベルアップは革新的に進み、投資家の業界に対する信頼度は飛躍的に高まり、90兆円を超える資産規模を抱える一大資産運用勢力となっている。
- (2) 資産残高の大幅増加の原動力となったのは、平成2年の厚生年金基金への参入解禁をはじめとした各種年金市場への参入が契機であるが、ほぼ時を同じくして、英米法におけるfiduciary dutyの概念の導入が日本でも議論されるようになった。
- (3) これは、一つには年金資産を中心に加入者と事業主や基金と運用業者との関係を整理する上で米国の連邦エリサ法等におけるfiduciary dutyの概念が活用しやすいと考えられたことと同時に、投資顧問業法が米国の投資顧問法をはじめとする英米法を参考に作られたこと等から、当協会においてfiduciary dutyの概念を会員各社等に紹介してきたことも影響があったものと考えられる。
- (4) そのような中、fiduciary dutyが資産運用業界で明示されたのは、平成8年6月の厚生年金基金連合会(以下「連合会」という。)が作成した「わが国における受託者責任の確立に向けて(第一次報告)」が嚆矢であったと思われる。その後、平成9年3月に厚生省年金局において「厚生年金基金の資産運用に係る受託者責任ガイドライン」が策定され、さらに、平成12年4月に連合会において「厚生年金基金受託者責任ハンドブック(運用機関編)」が作成されるなど、年金顧客を中心に受託者責任の議論が高まっている。
- (5) 当協会は、これまで主として忠実義務遵守の観点からの利益相反防止に関する自主規制ルールを整備してきたが、受託者責任の一つである注意義務に関しての整理等は、必ずしも十分でない状況にある。引き続き資産運用業の中核を担い続けるためには、投資顧問業者の果すべき注意義務を明確にし、その義務を業界を挙げて果していくことが期待されているものと考えられる。

2. 本研究会の検討対象と本報告書の位置付け

- (1) 本研究会は、当協会自主規制委員会委員長の諮問機関として、当該委員長からの付託に基づき、投資顧問業者における注意義務に関する論点を研究するため、平成12年10月19日に発足した。

(2) 本研究会によりまとめられた本報告書は、当協会の各種委員会で注意義務に関するルール等を検討する際の参考に供されるとともに、会員各社の業務運営において、会員各社が個社として注意義務に関しガイドライン等を策定する際の参考資料として位置付けられるものである。

3. 注意義務の研究における基本的考え方と主要研究課題

(1) 研究における基本的考え方

投資顧問業者の注意義務の研究においては、民法の「善管注意義務」と英米法におけるfiduciary dutyの比較等を行うとともに、民法上の考え方を出発点としつつ、信認関係の本旨を念頭に研究を行う。

(2) 注意義務に関する主要研究課題

投資一任契約は民法の「委任契約」であり、民法の「善管注意義務」が適用されると解されることから、以下に掲げる課題について研究する。

なお、投資助言契約は、その提供する役務の内容が投資一任契約とは異なるが、当事者間の信頼関係を前提とした一身専属的な契約である点では両者は共通していることから、投資助言契約においても投資一任契約における注意義務が参考になると考えられる。

- ① 投資顧問会社の「善管注意義務」とは具体的にどのような注意を指すか。
- ② 投資顧問会社の果すべき「注意義務」は「善管注意義務」で十分か。

II. 総論

1. 日本の私法（民法）の理解では、「注意義務」は、一定の程度の注意をなすべき義務であるとされ、注意義務の中でも、その分野における職業人としての通常の能力を有するものがその状況下において当然尽くすべきと考えられる程度の注意を尽くすべき義務を「善管注意義務」と言い、自己の財産におけるのと同一の注意を尽くすべき義務（即ち、善管注意義務よりも緩い注意義務）を「自己の財産におけるのと同一の注意義務」と言うとされてきた。これらはいずれも、「注意義務」の概念につき、既に何らかの義務を負っている場合において当該義務を履行する際に一定程度の注意を尽くすべき義務として捉えているものであって（注意の程度の問題）、「新たに」何らかの行為を行うことを導き出す概念として捉えているものではない。言い換えれば、注意義務論から、「当該職業人は○○という行為をすべきである」という付加的な行為規範を導くことはできなかったのである。こうした観念の前提には、対等当事者間における取引が想定されているものと考えられる。

他方、fiduciary dutyの概念は、ある法律関係または事実関係に入った者的一方または双方に、それらの関係（例えば、信託関係）自体に基づいて、一定の行為をすべき付加的な義務が認められるというものである。近時、fiduciary dutyの概念が注目されている理由の一つには、従来の注意義務論ではカバーしきれないと思われる場面（行為をなす付加的な義務の発生）までfiduciary dutyがカバーしているという側面があるようと思われる。しかしながら、投資顧問業者に適用のある日本の民法にも投資顧問業法にもfiduciary dutyの概念は明記されていないので、いったい如何なる場面でどのような行為義務を負うのかが不明確であり、投資顧問業者にとっては業務遂行上、行動の予測可能性が担保されないという大きな問題点が生じてきた。しかも、日本法下では、投資顧問業者が紛争に関与した場合、注意義務論にしたがって解決が図られるものと考えられるし、実際にも、過去の裁判例は注意義務違反があったか否かを基準として判断を行ってきてるので、fiduciary dutyがどのように機能するのかは不明であった。このように、意味内容が不明のままではあるが、注意義務だけでは何かが不足しているとみられる状況を説明するものとして、fiduciary dutyの概念自体が一人歩きしたために、一部に混乱を生じている側面があること自体は否定できないように思われる。

2. 資産運用業の重要性が増してきた現代においては、投資顧問業者は、本業である運用についても運用環境の多様化に応じた注意義務の履行が求められ、単に注意義務を尽くせば足りるとは必ずしも言えなくなつておらず、例えば、顧客への報告が不十分な場合には、運用成績自体が悪くなかったとしてもやはり「注意義務」違反を問われかねないという状況も存在する。つまり、多様化・流動化の状況に柔軟に対応しうる概念としてfiduciary dutyに期待が寄せられ、いち早くこれを理解し、受容すべきとの社会的要請が存在しているといつて過言ではないようと思われる。そこで、fiduciary dutyの多面性・多様性を理解し、その根底にある理念を取り込みつつ、現代における「注意義務」について、改めて検討を行おうとするのが本報告書の主眼である。「注意義務」をして、単に「注意を尽くすべき義務」とのみ捉えるのではなく、これに何らかの付加的な義務を想定できるかが問題であり、それをも含む形で注意義務の拡張ないし外延が論じられれば、それは伝統的な注意義務論の現代的な修正であり、そのことはある意味ではfiduciary dutyを論じていることに他ならないかもしれない。

こうした付加的な状況の第一は、投資顧問業者が資産運用のプロであるが故に、顧客は資産運用を委託しているという点である。これを注意義務論の観点からみると、投資顧問業者も受任者であるから善管注意義務を尽くすべきというのは当然であって、「資産運用のプロであるが故に」善管注意義務を超えた「高度な注意義務」を負うのではないかという議論に言い換えることができる。そして「高度な注意義務」とは、義務の程度が高度な場合のみならず、業務に対する姿勢および善管注意義務を尽くすべき事項の範囲が拡大するという側面をも有している。

第二の視点は、投資顧問業者が証券市場の発展、証券市場の公正性の確保、投資家の保護等の使命を負う公的な存在であるという視点である。公的な存在であるということは、端的には投資顧問業者・投資一任会社がそれぞれ監督官庁の登録・認可を受けなければ業務を営むことができないとされている点に現れているが、それ故に、伝統的な私法の議論にとどまることなく、証券市場の発展等の目的達成という観点を加味して投資顧問業者の義務を捉えることができるのではないだろうか。このような視点を加味して現代における投資顧問業者の義務を論じるに当たって本報告書は、日本の民法がドイツ法、フランス法といった大陸法の系譜に属することから、ドイツ法下における顧客擁護義務の議論をも検討している。

ただ、上記の二つの視点のいずれも、fiduciary dutyの理念から説明する事が可能と思われるため、本報告書は英米におけるfiduciary dutyの議論にも検討を加

えている。特に、後者の視点との関係では、現在整備が進んでいる英國の法制度についても参考にし、現代の日本における投資顧問業者が尽くすべき「注意義務の程度」および「注意義務を尽くすべき事項」を明らかにしていくものである。このことが同時にfiduciary dutyの意義を明らかにすることにつながっていることは言うまでもない。

3. 以下のⅢ章においては、理論上の問題を本論（総論）として論じ、その一応の結論ないし方法的視点をこの章の最終部分で示すこととする。その上でこうした視点を踏まえて、Ⅳ章の本論（各論）において、具体的な義務のあり方について検討する。

III. 本論（総論）

1. 定義

以下の論述を理解する上で必要な概念について、およその定義を示しておく。

(1) 投資助言契約と投資助言業務

投資助言を行う契約は投資顧問業法上は投資顧問契約であるが、本報告書では投資一任契約と区別するため投資助言契約とし、その契約に基づく業務を投資助言業務とする。

なお、投資判断を顧客自身が行う投資助言契約においては、本報告書が念頭におく投資一任契約における注意義務をそのまま適用することはできないが、実態的に一任に近い形の投資助言契約の場合には本報告書の注意義務が参考にできるものと考えられる。

(2) 投資一任契約と投資一任会社

投資顧問業法上は投資一任契約に基づく業務を行う業者は認可投資顧問業者であるが、本報告書では一般的に分かりやすいように投資一任会社とする。

(3) 善管注意義務

伝統的な理解では、善良な管理者としての注意を尽くす義務であり、行為者の職業や社会的地位に応じて通常期待される程度の注意を尽くすべき義務をいう。

【民法第644条】（受任者の注意義務）

「受任者は委任の本旨に従い善良なる管理者の注意を以って委任事務を処理する義務を負う」

(4) 受託者責任・信認義務と fiduciary duty

受託者責任または信認義務は英米法上発展してきたfiduciary dutyの和訳であるが、本報告書では信認義務またはfiduciary dutyを使用する。本来は、単なる当事者間の信頼関係を前提とした義務であるが、沿革的には、一方が他方の行為に全面的に依存する関係を意識した議論をさらに加えた義務を言い、本報告書では主として後者の義務を念頭に置いている。日本では、主として利益相反問題を生じる状況として理解されることが多く、当事者の合意により排除することはできないと考えられている。

(5) 忠実義務

顧客のため、忠実に職務を遂行する義務をいう。一般にはfiduciary dutyの内容とされる。投資顧問業法では第21条と第30条の2に規定がある。

【投資顧問業法第21条】

「投資顧問業者は、法令及び投資顧問契約の本旨に従い、顧客のため忠実に投資顧問業務を行わなければならない。」

【投資顧問業法第30条の2】

「認可投資顧問業者（第2条第4項第2号に掲げる契約により再委任を受けた同号に規定する政令で定める者を含む。次条において同じ。）は、法令及び投資一任契約の本旨に従い、顧客のため忠実に投資一任契約に係る業務を行わなければならない。」

2. 投資顧問業者の現行法上の注意義務

(1) 投資顧問業法上の注意義務

- ① 忠実義務は規定されているが（投資顧問業法第21条・第30条の2）、注意義務に関する規定はない。
- ② 投資顧問業法が忠実義務の規定を置くのは、英米法上の顧客の利益を第一に考えるという意味での忠実義務を配慮したためといわれる（松元崇「証券投資家被害の防止－有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」ジュリスト865号64頁[1986年]）。
- ③ 現に、投資顧問業法第21条と第30条の2の定める「忠実義務」は、「与えられた権限を顧客にとって最も有利と信ずるところにしたがって誠実かつ正当な目的のために行使し、顧客の利益と自己または第三者の利益が抵触するような状態に自らを置くことによって意思決定に拘束がもたらされ、さらに顧客の利益と抵触するような契約を締結してはならない」とする英米法における忠実義務を、信任的法律関係を基礎とする投資顧問業及び投資一任契約に係る業務に導入したものである（大蔵省証券局内投資顧問業関係法令研究会編「投資顧問業法逐条解説」（以下「投資顧問業法逐条解説」という。）99頁[1994年]）と解されている。
- ④ 投資顧問業法に、善管注意義務を規定しなかったことについては、類似の法律である旧投信法には忠実義務しか規定されていなかったこと、および善管注意義務に関しては民法の規定で足りると考えられたからと思われる。

(2) 民法上の注意義務

- ① 投資一任契約は、民法上の委任契約である（「投資顧問業法逐条解説」13頁[1994年]）ことから、投資顧問業法上に注意義務の規定はなくとも「善管注意義務」（民法第644条）を負っている。
- ② 投資助言契約が民法上の委任契約であるか否かについては、「当事者間の信

頼関係を前提とした一身専属的な契約である点では、委任契約と共通している」（「投資顧問業法逐条解説」45頁[1994年]）ことから、一般論としては「善管注意義務」を負うものと解される。

- ③ 投資一任契約における「顧客のため投資を行う」（投資顧問業法第2条第4項第1号）は、「有価証券等の売買等の代理、取次等を行うこと」（「投資顧問業法逐条解説」12頁[1994年]）【※】であることから、通常は民法上の代理行為となる。

【※】「顧客のため投資を行う」とはいわゆる発注行為を指すが、通常、発注における取次行為は極めて例外的行為であり、本報告書においては代理行為のみ念頭に置いて記載する。

(3) 契約書上の注意義務

- ① 通常の投資一任契約においては、注意義務の規定を置いていないケースが大半である（例外：当協会の税制適格退職年金用の投資一任契約書サンプルには善管注意義務の規定がある【※】）。これは、投資一任契約においては、契約書上の注意義務に関する規定がなくとも、民法上の「善管注意義務」が適用されることから契約書上の規定の必要性が乏しいことによる。

【※】当協会の税制適格退職年金用の投資一任契約書サンプルに善管注意義務を規定したのは、税制適格退職年金への参入解禁当時に国税当局から、注意義務を規定すべきとの要請を受け、既に負っている民法上の「善管注意義務」を確認的に規定したためである。

当協会サンプル上の規定文言は以下のとおり。

「第8条 受任者は、第4条に係る業務の遂行にあたっては、委任の本旨に従い、善良なる管理者の注意をもって年金規約の適正な履行に十分配慮してこれを行う。」

- ② 近年、顧客サイドから注意義務の規定を設ける要請が徐々に出てきているが、「善管注意義務」を規定すればよいのか、「善管注意義務」とは具体的に何か、などの課題が生じて来ている状況にある。

(4) 自主規制ルール上の注意義務

当協会の自主規制ルールにおいては、注意義務のみを意識した規定は設けられていない。これは、注意義務の判断は非常に曖昧であり、かつ置かれた状況により全くすべき注意義務の程度や対象事項の範囲等が異なってくると考えられたこと等から、比較的判断しやすい忠実義務（利益相反行為の防止）に関する自主規制ルールの整備にまずは注力したことによる。なお、忠実義務に関する

る自主規制ルールの整備を先行した理由としては、平成3年のいわゆる損失補てん問題に関連して、利益相反行為の排除を行うとともに忠実義務を具体化した自主規制ルールの遵守により顧客からの信頼回復に努めることが、当業界にとって喫緊の課題であったこと等による。

3. 投資顧問業者の注意義務を取り巻く課題等

(1) 投資顧問業者の善管注意義務とは何か

- ① 投資一任契約は、民法上の委任契約であることから、民法上の「善管注意義務」を負うことは前述のとおりであるが、その具体的な内容についてはこれまで必ずしも整理されていない。
- ② しかしながら、投資顧問業者は資産運用における顧客との間の何らかのトラブルが発生し裁判となった際には、少なくとも、契約内容および尽くすべき「善管注意義務」に照らして判断されることから、特に「善管注意義務」の程度・範囲等について整理しておく必要性がある。
- ③ 本報告書では、「投資顧問業者における『善管注意義務』とは何か」を一つの課題とし、考え方を示すことを目的とする。

(2) 善管注意義務と fiduciary duty について

- ① わが国では、英米法上の fiduciary duty を翻訳して信認義務ないし受託者責任という文言が使用されている。この fiduciary duty は、そこから様々な義務が派生してくる「義務の源泉」と言うべき包括的な規範であり（行澤一人「投資家保護と法的問題点」、蠟山昌一[編]『投資信託と資産運用』84頁[1999]）、この派生義務の中に、注意義務、忠実義務、分別保管義務、自己執行義務等が存在する。fiduciary duty は、一般に、対等当事者を前提とする契約関係ではなく、一方当事者（受益者）が他方当事者（受認者）に依存する関係—信認関係（fiduciary relationship）—から生じる義務であるといわれている（詳細は、樋口範雄『フィデュシャリー[信認]の時代』[1998]参照）。
- ② この fiduciary とは「専門的知識・能力を有し、他人の信認を得て一定の任務を遂行する専門家の地位」（入江敏行「資産運用にあたり留意すべき事項」当協会ファンドマネージャー研修講義録（No.2）7頁[1994]）を言うと理解されており、当該地位にある人間は、「契約関係以上の高度の法的義務、さらに、自発的に他人のために尽くすという道徳的・倫理的義務を負い、専ら相手方の利益のために、最高度の信義誠実を尽くして行動する」（引用同上）ことが求められると解する見解がある。

- ③ このようなfiduciaryは、高度な専門的知識と能力を持って他人のために尽くす者であるという側面を持つことから、その高度な専門性を持つがために、細部にわたることについて法律や行政が介入していくには限界があると考えられている。言い換れば、fiduciaryはまさに契約関係以上の高度の法的義務、専門家としての職業倫理的義務を負うものとされているものと考えられている。
- ④ 他方民法上の善管注意義務は対等な当事者間の契約としての委任関係に派生するもので、これとfiduciary dutyは異質とする説と、同質であり善管注意義務がfiduciary dutyにおける信認義務を含み得るとする説とがある。
- ⑤ 本報告書では、この議論に決着をつけることを目的とはしていないが、その議論は、実質的には注意義務の拡張という形で論じる場合と同じ状況を想定した議論である可能性が大きいため、その意義を理解することは極めて重要である。

(3) 注意義務と忠実義務について

- ① 民法においては委任の受任者に「忠実義務」「自己執行義務」「分別管理義務」が規定されていない。ここでこの三つの義務は「善管注意義務」から出てきたものかどうかという論争が存在し、「忠実義務」と「善管注意義務」は同質とする説と異質とする説がある。最近の学説では異質説が有力になりつつあるが、明確な結論は出でていない。
- ② この問題については一般論として、取締役の注意義務（商法第254条第3項→民法第644条）・忠実義務（商法第254条ノ3）に関する議論が参考になる。判例は、取締役の忠実義務の規定は「善管義務を敷衍し、かつ、一層明確にしたにとどまり、通常の委任関係に伴う善管義務とは別個の、高度な義務を規定したものではない」（最高判昭和45年6月24日民集24巻6号625頁）とする。
- ③ この善管注意義務・忠実義務同質説を支持する学説も少なくないが、善管注意義務が対等の契約当事者を前提とする義務であるのに対して、忠実義務は一方当事者が他方当事者に依存する関係を前提とする義務である点を重視する、善管注意義務・忠実義務異質説も有力である。

異質説は、忠実義務が、いわば事前的に広く網をかける包括的な規制である（例：本質的には、取締役と会社の利益が衝突する可能性があるときは、取締役はその地位に身を置いてはいけない）のに対し、善管注意義務は、実際に何らかの業務執行を行い、その業務執行の結果、何らかの損害が発生したという場合に、それを事後的に個別的に規制する性格が強いものであり、

両者の義務の規制のコンセプトが異なることに着目するものである。

- ④ また、一般的に忠実義務の規制は無過失責任であるとされてきた。典型的な例は自己取引である。通常、自己取引の場合には故意あるいは過失があることが多いと考えられるが、例えば、マーケットに株式の売りを出した際、売り手が自分で、買い手が会社というように、たまたまバッティングしたようなケースも忠実義務が掛ってくるというのが通説となっている。これに対し、善管注意義務は過失責任主義が貫かれているというのが通説である。
- ⑤ さらには立証責任についても、忠実義務は、忠実義務違反を主張する側が形式的・外形的に利益相反があることを立証できれば足りるが、善管注意義務は、注意義務違反の事実や損害、因果関係等を責任を追及する側が主張し、立証しなければならない。
- ⑥ 救済方法についても、善管注意義務違反は損害賠償が原則となるのに対し、忠実義務違反は、得た利益は全て返戻する（ノー・プロフィット・ルール）、または得た利益か与えた損害かの大きい方を返還する救済方法となる。
- ⑦ このように規制のコンセプト、具体的要件、効果等々異なっており、それゆえ善管注意義務とは別の規定を条文化したのであるとする説が異質説である。しかし、英米法のfiduciary dutyの概念は時間的変遷を経ており、fiduciary dutyとして論じられている事柄の全てが、こうした典型事例に該当するとは限らない。問題は、fiduciary dutyがいかなる局面において最も特徴的な義務たりうるかを知ることであり、fiduciary dutyの概念をあらかじめ固定的にとらえてから、他を評価するようなことがあってはならない。

(4) 公平義務について

- ① 善管注意義務・忠実義務と誠実公正（公平誠実）義務（証取法第33条・商法第297条ノ3）との関係について、投資顧問業法には誠実義務・公平義務の一般的規定はない。議論はあるが、仮に誠実義務と忠実義務とを同義と考えれば、投資顧問業者も誠実義務（＝忠実義務）を負うといえる。しかしながら、公平義務と注意義務・忠実義務との関係は必ずしも明らかにはなっていない。なお、証券取引法上の誠実公平義務は、IOSCO（証券監督者国際機構）において合意した証券会社のfiduciary dutyを日本法に持ち込む際に作られた概念である。
- ② 商事信託法要綱（54頁参照）では、善管注意義務・忠実義務・公平義務はそれぞれ別個に定められており、今後、投資顧問業法上においても、公平義務に関する一般規定を設けるかどうかについていざれ議論すべき時期が来ることが考えられるが、公平義務が今回の注意義務の議論に直接的な影響を及

ぼすものとは現行考えにくいことから、本報告書では問題提起のみとする。

(5) 他の資産運用業務との整合性について

- ① 信託業法においては、善管注意義務・忠実義務とともに規定は設けられていないが、信託法においては善管注意義務（信託法第20条）が規定されており、忠実義務については信託法第22条の規定が忠実義務に関するものであると解釈されている。なお、ここでの忠実義務の規定については、受益者への利益を専一に考える義務等と捉えられる表現に直すべきとの意見もある。

【信託法第20条】（受託者の管理義務）

「受託者は信託の本旨に従い善良なる管理者の注意を以って信託事務を処理することを要す」

【信託法第22条第1項】（受託者の権利取得の制限）

「受託者は何人の名義を以ってするを問わず信託財産を固有財産と為し又は之に付き権利を取得することを得ず～」

- ② 投信法においては、従来は忠実義務の規定のみであったが、平成12年5月の投信法改正の際、善管注意義務が規定された（投信法第14条・第34条の2）。民法の善管注意義務は任意規定と解されており、特別法である投信法に規定したとしても同じく任意規定と解される可能性は高いが、ここでは民商法上の任意規定と特別法上の任意規定が二重構造で規定されることにより、取引の相手方が一般大衆等の不特定多数の場合、そこで定められている注意義務は強行規定と捉えられることを意図したものと考えられる。また、義務を負う相手方が信託契約の相手方ではなく、受益者とされている点にも留意すべきである。

【投信法第14条第2項】（受益者に対する義務）

「投資信託委託業者は、委託者指図型投資信託の受益者に対し、善良な管理者の注意をもって投資信託財産の運用の指図その他の業務を遂行しなければならない。」

- ③ 信託法は民法の特例法であることから私法側面を規定し、信託業法は業法で公法側面を規定しているので、投資顧問業法と同様に注意義務が信託業法に規定されていなかったと思われる。しかし、今回の投信法改正においては善管注意義務が追加規定されたため、投信法と投資顧問業法で平仄が取れていない状況にある（投信法は業法・私法の両方の側面を持っているとの考え方もある）。金融審議会で議論されてきた金融サービス法の理念に照らせば、同じ資産運用行為であるこれらの業法において平仄が取れていないことについては、いずれ行政における立法論の中で解決が図られることが期待され

る。ただ、今回の投信法改正において規定された注意義務は民法上の善管注意義務と同じ表現になっているものの、投信法と民法との法目的が同一でないことは明らかであろう。

- (4) 生命保険業法においては、忠実義務・善管注意義務の規定が存在しない。これは、生命保険会社の保険契約（一般勘定）において、「投資家が支払う保険料は、一定額の保険金を支払う約束の対価として生命保険会社固有の資産に組み入れられるもの」とされ、リスクは生命保険会社が負うことから、投資家のリスクで資産運用を行う投資顧問業者や信託銀行の業法とは法形式において異なるとの考えによる。但し、最近においては、変額保険契約のように、リスクを投資家が負う保険商品もあり、その場合は忠実義務・善管注意義務を同様に負うものと思われる。いずれにせよ、金融サービス法の理念と生命保険業法上の資産運用に関する義務の整合性については、立法論ならびにサービス形態の違いを踏まえた議論が必要である。

4. fiduciary dutyについて

(1) 歴史的背景

- (1) 英国におけるコモン・ローとエクイティ
- ・ fiduciary の概念は英米法における信託の概念から発展したものであるが、そもそも信託とは英国におけるエクイティ裁判所が審理対象としたものである。元来英国では国王の裁判所で紛争を解決していたが、国王の裁判所では厳格な形式をとったものしか受け入れられなかつた。ここで発達してきた英國法がコモン・ローである。
 - ・ しかしながら、定まった形式にのらない紛争については、国王の裁判所で審理されず漏れてしまうものが発生した。このような紛争の中で不正義を受けたものを大法官（チャンスラー）が救済する仕組みが作られ、そこでの救済の積重ねによってできた法律がエクイティと呼ばれるものである。
 - ・ コモン・ローとエクイティの違いとしては、例えば、ある資産の所有権がAからBへ移転すると、当該資産はBのものでしかなく、それが仮にCのために使われる約束のもと所有権が移転されたものであったとしても、コモン・ローのもとでは一切考慮されないこととなる。しかしながら、エクイティのもとでは、Cの利益保護が考慮され、仮にBがCの利益に反する行動をとった場合には、Cが救済されることとなる。
 - ・ このようなエクイティにおける判決の積重ねにより、以下のような

fiduciary dutyが定まっていった。fiduciaryとは、以下の義務を導く概念である（道垣内 弘人著「『フィデュシャリー』がやってきた」証券アナリストジャーナル2000.1）。

「自己取引避止義務」：fiduciaryは、信託財産や受益者の財産を買い受け、または、自己の財産を信託もしくは受益者に売却してはならない。

「財産・地位濫用避止義務」：fiduciaryは、信託財産や受益者の財産を用いて自己または第三者の利益を図ってはならない。

「競業避止義務」：fiduciaryは、受益者が行う事業や、自らが受益者のために行う事業と競合する事業を、自己のために営んではならない。

「守秘義務」：fiduciaryは、受益者について知り得た情報・受益者のために取得した情報を漏らしてはならないし、自己のために利用してはならない。

「情報提供義務」：fiduciaryは、受益者に対し、その職務の遂行に関する情報（計算書類等）を適時に提供しなくてはならない。

② 日本におけるfiduciary dutyの導入

- ・ わが国は日露戦争の際、戦費調達のため担保付社債を発行し外資を導入したが、外資導入のためには当時の金融の中心である英國で証券を販売しなければならず、英國の社債発行の慣習による必要があった。当時の英國では担保付社債が中心であったが、その担保を社債権者が個別に所有し管理することは不可能であるため、信託の仕組みを使って、受託者にその担保を取得させ、社債権者である受益者のためにその担保を所有し管理させることが必要となり、その仕組みを日本において導入するため明治38年（1905年）に担保付社債信託法が制定された。
- ・ その後、担保付社債信託法のいくつかの弊害を解消するため、大正11年（1922年）に信託法と信託業法が制定され、これらの中に英國で発展したfiduciary duty（受託者責任、受託者の行為準則）が取り入れられた。日本の信託法は民法の特例法でありながら、英國のfiduciary dutyの概念に基づくものであり、立法の根源を異にするものとなっている。

（2）注意義務に関する英米法と大陸法による相違

① 英米法におけるfiduciary dutyとその種類

- ・ 英米においては、他人の信認を得て、一定範囲の任務を遂行すべき者を、幅広い概念としてfiduciaryとしてとらえ、fiduciary dutyに関する法

理が確立されている。

- ・ 「注意義務」「忠実義務」「自己執行義務」「分別管理義務」「公平義務」「計算書類等作成義務」等を総称して fiduciary duty（受託者責任）という。この中で重要な義務は「注意義務」「忠実義務」「自己執行義務」「分別管理義務」の四つと言われる。
- ・ 「注意義務」は、資産運用に関してはプルーデント・インベスター・ルール (Prudent Investor Rule) と呼ばれ、「思慮分別ある人であればするであろう注意義務の基準で行動する」ことを指す。これには二つの意味があり、一つ目は、「ポートフォリオ全体としてプルーデントに運用しなければならない」こと、二つ目は、「個々の運用においてはリスクが高くとも、ポートフォリオ全体としてのリスクが収まっているべき」ことを含んでいる。

② 米国における fiduciary duty の現状

- ・ 米国では、アメリカン・ロー・インスティチュート（アメリカ法律協会）が信託に関する判例をもとにまとめた Restatement III (いわば判例の準則 (第3版)) の中に、思慮・分別のある投資者が行うであろう信託財産の投資・運用を行う義務ともいえるプルーデント・インベスター・ルールが規定されている。
- ・ このプルーデント・インベスター・ルールは、Restatement II (判例の準則 (第2版)) に規定される、思慮・分別のある人 (プルーデント・マン) が行うであろう基準ともいえるプルーデント・マン・ルール (Prudent Man Rule) と全く異なる基準ではない。プルーデント・マン・ルールにおいて明確でなかったものを明確化し、時代に即応した考え方を取り入れようとするものであり、単なる思慮・分別のある人であればどのように行動するかではなく、投資者として賢明に行動するならばどのように行動するかという基準に照らして義務の履行が判断されるものである。
- ・ また、Restatement III は、様々な投資のパターンがあることを認識し、そのパターンに応じ義務の内容も異なりうることを認めたものと考えられる。例えば、当初プルーデント・マン・ルールにおいては、株式への投資を疑問視していたが、Restatement III ではベンチャーキャピタルへの投資は必ずしも禁止されるべきものではないとし、考え方が変遷してきている。
- ・ 損害額を判断する上での参考になる判例としては、In re Mendenhall, 484 Pa.77 (1979) がある。これは、Restatement III が出る前の判例であ

るが、労働組合関連の労働者用ファンドの運用において、その運用を行っていた信託の受託者数人が、相当長期間、運用対象を預金のみに限定していたこと等から、信託の受託者の適切に運用する義務に反するとの理由で労働組合員が訴えた事件である。この事件では、受託者は不注意によるものであることを主張したが、注意義務違反ということで責任が問われている。その際の賠償額については、得べかりし利益 (expectation interest) が対象になるとされており、これは預金でない別の投資対象資産で適切に運用していた場合には幾らになっていたかを把握し、その差額を支払うことなどが示されている。

- ・ また同様の判決としては、*Taylor v. Croker National Bank*, 252Cal Rptr. 388 (1988) がある。これは、ある公開会社の株式を相当数保有していたあるファンドが、マーケットプライス以下で売却してしまった事件である。この事件では、ある一定の支配権を有した株式であったこと等もあり、十分な調査を行わず売却したことは注意義務違反に当たるとされ、損害賠償額としては、それが売れたであろう金額と実際の売却価格の差額を支払うことが命じられている。この判決では、被告側から損害賠償額が大き過ぎるということで減額が求められているが、裁判所は例外的な場合には減額されるべきとの一般論は認めた上で、賠償額が多額であるということだけでは損害額の衡平の観点から減額することはできないとして拒否している。
- ・ 他に、*Baker Boyer National Bank v. Garver*, 43 Washi. App. 673 (1986) の判例がある。これは、信託の受託者が信託財産の分散投資を怠ったため、多額の損害を委託者が被った事件である。この事件でも、分散投資の義務を履行していた場合のあるべきはずの信託財産と、不注意な行為により目減りした信託財産との差額を支払うことが命じられている。
- ・ その他、*In re Consupak, Inc.*, 87 B.R.529 (1988) がある。これは、破産管財人が多額のキャッシュを銀行預金のままにしておいたことについて注意義務違反とされた判例であるが、破産管財人は破産財産を増やすべく努力しており、そのような破産管財人がたまたま余っている剰余金を銀行預金にしておいたことに対し全額賠償とすることはかなり酷であるとの判断から、裁判所の裁量で賠償額が減額されている。
- ・ 以上から、米国では得べかりし利益について賠償することが一般的となっているが、何らかの事由があってそれが衡平ではないという事情があった場合には、裁判所の裁量で減額できる状況にある。

- ・ 米国の1940年投資会社法 (The Investment Company Act of 1940) 第36条 (a) 項においては、登録投資会社である投資顧問業者が、パーソナル・ミスコンダクトを含む信認義務違反を犯した場合、S E Cが差し止め、もしくはその他の訴えを提起することができる旨が定められている。この規定は私人が損害賠償できるとは直ちに読めないものの、米国の裁判所は、当該規定を拡大し、私人も投資顧問業者を訴訟可能とすることを認めている状況にある。この (a) 項は、従来は忠実義務違反を含むような事実関係の下でしか損害賠償を認めていなかったが、近年では、投資顧問業者等の全ての過ちに関する責任を問える条項として捉えられている。
- ・ 1940年投資会社法上の登録投資会社に対しアドバイスを行う投資顧問業者の責任については、同法第17条 (i) 項に、登録投資会社等に対する免責を制限する規定がある。ここでは、登録投資会社の定款等設立に関する文書における重過失等 (willful misfeasance, bad faith, gross negligence or reckless disregard of duties) の場合には、投資顧問業者を免責する規定を設けてはならないとしているが、この条項は反対解釈として、連邦法上は投資顧問業者の注意義務の基準を、通常の「プルーデント・インベスター」や「プルーデント・マン」よりも緩やかにすることが許されると解釈されており、S E Cも実務上これを容認している状況にある。また、この解釈は投資顧問業者が登録投資会社との契約上に規定する損害賠償の基準としても一般的に採用されているようである。但し、登録投資会社以外の者が顧客である場合の投資顧問業においては、州法上は一般にプルーデント・インベスター・ルールやプルーデント・マン・ルールの基準が適用され、契約でこれらの基準を緩めることができるかどうかは、州によって異なり、一義的には明確になっていない。よって、一般実務においては、契約上に「州法上許される限度まで緩和される」等と規定し対応している状況にある。

③ ドイツ法における注意義務

- ・ ドイツでは、投資助言契約や財産管理契約に対しては、委任または事務管理に関する民法の一般的な規定および法理が適用されている。
- ・ 受任者あるいは事務管理者に関する義務を包括する形で、判例学説上、利益擁護義務（あるいは保護義務）という観念が確立している。注意義務という言葉はドイツでは余り使われず、それに相当する義務は利益擁護義務の一部と捉えられている。
- ・ ドイツでは、注意義務違反の有無は専ら、過失を判断する際に判断され

る。

- ・ 基本的にドイツでは、投資助言者あるいは資産運用者の責任は、契約上の義務と理解されている。
- ・ fiduciary dutyは、契約関係のみならず事実関係からも生じると英米では理解されているが、ドイツでは、投資助言者や財産管理者の責任はあくまで契約関係に基づく責任であるというのが出発点になっている。
- ・ 投資助言契約や財産・資産運用契約で委託される内容は、専門的知識に基づき投資の評価および投資判断を行うことと、その判断を行う際に実際に依頼をした委託者の属性を配慮しつつ、投資判断を行うこととなる。ドイツではこの考え方方がほぼ確立している。
- ・ 投資助言業者の助言業務および財産運用者あるいは資産運用者の利益擁護義務の内容は、投資仲介業者のそれよりも高度であると判例法上解されている。
- ・ 投資助言業務は投資のマネジメントを行う業務であるのに対し、資産管理業者はカストディー業務も行うことから（現物を保管・管理するという業務も付随して行っていることから）、資産管理業者の方が厳格な義務と責任を負うと解されている。
- ・ ドイツでは、証券サービス業者に二つの義務が課されている。一つは、必要な専門的知識、注意、および誠実さを持って顧客の利益のために業務を遂行しなければならないこと、つまり、顧客の利益のために業務を遂行するという利益擁護義務である。利益擁護義務を遂行するに当たっては、まず専門的な知識を用いる、それから注意を尽くす、誠実を尽くす、これらのことことが要求されている。ドイツでは、利益擁護義務が善管注意義務よりも上位概念となっている。
- ・ 二つ目は、利益衝突を回避すべく努力し、かつ回避できない利益衝突が生じたときは、顧客の利益を擁護すべく顧客の委託を実行するよう注意を払わなければならないことである。これはfiduciary dutyの考え方によくあるが、fiduciary dutyは利益衝突を回避しなければならない義務であるのに対し、利益擁護義務は、利益衝突を回避すべく努力する義務である点が異なる。ドイツ法における利益擁護義務は、事前的・包括的な規制ではなく、業務遂行を行う中で利益を擁護していくという考え方である。
- ・ もっとも、利益擁護義務は、顧客の利益のために最善を尽くし、利益相反はできる限り回避することであり、英米法上のfiduciary dutyにおける信認義務の考え方には極めて類似している。現にドイツでは、利益擁護義務

は、少なくとも機能的にはfiduciary dutyとほとんど異ならないという見解が有力に主張されている。

- ・ 利益擁護義務は、より具体的には「顧客の情報を収集する義務」「顧客に情報を提供する義務」「顧客との利益相反を回避する努力をする義務」「委託された事項につき、専門的な経験、知識を活かして業務を遂行する義務」と表現される。ここで重要なことは、顧客のニーズに真に合致したものでなくてはならないという前提に立っていることである。
- ・ 「顧客の情報を収集する義務」では、顧客が何を求めているのか、何が顧客にとって相応しいのかを調べるところから始めることになり、アンケートを行うことが必要となる。
- ・ 「情報提供義務」については、あくまで顧客の利益を擁護するために必要ではあるが、同時に行われようとする取引の種類と規模に照らして必要な場合に限って生じるという限定がされている。したがって、コストベネフィットに見合うことという必要性の要件が課されていることに留意する必要がある。
- ・ 専門的知識、注意および誠実さを持って利益擁護しつつ、業務を遂行することは、まず助言を生産的に行う（保管されている資産をできる限り増やしていく）意味が含まれているが、委託者の投資目的をできる限り実現するような形（適切投資義務）で実現することが必要とされている。この適切投資義務を履行するには、顧客のニーズは何か、顧客の投資経験等が考慮されざるを得ないとされている。また、その他に「投機の禁止」「分散することによるリスク管理」「計算書類を調製する」「顧客の情報を収集する」「顧客に対し情報を提供する」ことが具体的な内容として挙げられている。
- ・ 日本では公法・私法二元論が非常に根強く残っているが、ドイツでは業法上の違反が不法行為という形で私法とリンクしており、この公法・私法のリンクは世界的な傾向にある。日本の金融審議会でもそのような方向が志向された。
- ・ ドイツには、実体信託法がない。しかしながら、判例法上、信託は認められている。ドイツでも信託的観念は存在し、その観念の代表例として誠実義務がある。誠実義務は、人間関係の濃密さに着目したfiduciary duty的な観念であり、法律上の規定ではなく、判例法や学説上出てきている観念である。
- ・ この誠実義務には高度と低度の二つのレベルがある。高度の誠実義務

は、積極的に利益を擁護しなくてはならないことである。このことは、ドイツでも契約関係がないところでも利益擁護義務が出てくることが言われているため、fiduciary dutyとほとんど同じではないかと言える。

- ・ 但し、ドイツでは損害賠償が原則である。米国のようなノー・プロフィット・ルールは存在しない。また、利益衝突の回避の面でも異なる（前述）。
 - ・ ドイツでもフィーの問題への意識は高く、受託者が重い責任を負う根拠の一つとして重要視されている。但し、内容の問題と執行の問題は分けて捉える必要がある。
- わが国の善管注意義務も同じ大陸法における概念であり、したがって法律の適用に当たっては、利益擁護義務と同種の考え方によると考えられる。その場合、利益擁護義務がfiduciary dutyと機能上大きな相違がないことを勘案すれば、善管注意義務をドイツ法の利益擁護義務のレベルに沿って果すことにより、実務上はfiduciary dutyと同様の注意義務を果していくものと考えられないではない。但し、ドイツの利益擁護義務は資本市場の世界で展開してきたとは言い難い点があり、その点には十分に配慮する必要がある。

(3) 民法における善管注意義務とfiduciary dutyとの対比

- ① 善管注意義務とfiduciary dutyにおいては、両者は異質であるとする説と、同質であり善管注意義務がfiduciary dutyを含み得るとする説があることは前述のとおりであるが、この違いを対比する上で一つ参考となるのは、大陸法における委任の概念と英米法における信託の概念の比較を行うことが参考となる。

【委任と信託の違いの例示】

委任と信託との違いを例示すると、例えば債務を支払ってもらうことを想定した場合、Bに1万円借りているAがCに対しBに1万円支払うことを依頼し、Cが自分のお金でBに1万円支払った場合には、CはAに対し委任費用の償還請求権1万円を持つことになる。しかしながら、Bに1万円を借りているAがCに対し1万円を前払いし、CがAのためにその1万円を支払った場合には、これは信託と考えられる。

但し、AがCに対し前払いした1万円は、この1万円札を使ってBに支払って欲しいとの趣旨ではなく、あくまで費用として与えた場合（例えばCがBにクレジットカードを使って1万円支払った場合）には、ここでは、信託法第1条「本法に於いて信託と称するは財産権の移転其の他の処

分を為し他人をして一定の目的に従い財産の管理又は処分を為さしむることを謂う」に当たらない可能性もある。

- ② 英米法における信託においては、「fiduciaryは他人の信頼を得て他人のために行動する」ことを約束することであるため、日本の信託法第1条に該当しないようなものでも、信頼を裏切る行為があった場合には救済されることとなる。この場合の判決は、コモン・ローの厳格な形式からこぼれ落ちたものを大法官が救済しようとするものであり、例えば、エクイティ裁判所の判決（1788年）では、「信頼が寄せられ、かつ、信頼が濫用された場合には、エクイティ裁判所は救済を与える」とされており、そもそも本質的に曖昧さを保持しているものである。
- ③ 英米法のfiduciaryのこのような曖昧性（言い換えると柔軟性）を踏まえれば、本来fiduciary dutyは非常に広い範囲を持つ一般概念と捉えられるが、その本質は、受益者の最善の利益を誠実に考慮しなければならないという点にある。
- ④ fiduciary dutyのこの本質に対し、ドイツ法における信託の概念が、わが国の民法上の善管注意義務に近いものとの立場に立てば、善管注意義務とfiduciary dutyは立法論はともかくとしても、実務上はその違いの把握が難しい概念と考えられる。したがって、実務的には投資顧問業者はfiduciary dutyもしくはドイツ法における利益擁護義務のいずれかを念頭に果すべきと考えられる義務と行為を尽くせば、仮に両者が異なるものと法律論においてされたとしても、善管注意義務を念頭に判断されるであろう裁判を含む実務上の支障はあまり生じないと考えられる。

5. 投資顧問業務におけるfiduciary dutyの位置付け

(1) 現行法下における注意義務に関する解釈

- ① 前述のとおり、善管注意義務がfiduciary dutyを包含するのか否かについては、学説においても結論が出ていないが、
 - a. 今般の投信法改正において善管注意義務が規定されたこと、
 - b. 日本国内で投資顧問業務を行う限りにおいては、裁判上は、わが国の法体系（大陸法の系譜に属する）の中で解釈されると考えられること、
 - c. 英米法の概念を取り入れて作られた信託法は第1条で財産権の移転その他の処分を行うことを前提としており、他方、投資一任契約はあくまで証券投資判断等の委任であり、契約形態から見て明らかに委任契約である以上、民法の規定（＝契約責任問題）の適用が基本と考えられること、

等から、実際の裁判等における解釈では、契約の規定ならびに民法上の善管注意義務の規定が適用されると考えられる。

② わが国における投資顧問業は、契約形態としては民法の委任契約をとっており、私法上は大陸法の民法の範囲で判断される一方、業法上は、英米法の忠実義務が規定されている点で不安定な位置にあるかに見える。わが国の信託法も大陸法である民法の特例法でありながら、英米法の概念も参考に作られている結果、不安定な存在にあるといえるのと同様の位置付けであるが、fiduciary duty を多面的で柔軟な法理として受け止めることで、そうした不安定性を最小のものとすることができるであろう。

(2) 総括

- ① 少なくとも資産運用の世界においては、英米法における fiduciary duty に基づく各種規制や概念がグローバルスタンダードになりつつあると考えられることから、裁判における解釈論はともかくとしても、英米法における fiduciary duty の概念がわが国の投資家層に今後も影響を与え、将来的にはわが国の法体系の中にさらに取り入れられてくる可能性もある。例えば、年金資金運用基金法では、投資一任会社等が「慎重な専門家の注意」(同法第21条第2項で「委任を受けて他人のために資産の管理及び運用を行う者であってその職務に関して一般に認められている専門的な知見に基づき慎重な判断を行うものが同様の状況の下で払う注意に相当する注意」と定義されている) を払うことが規定されており、また、今般の確定給付企業年金法では、資産運用業者が基金だけでなく加入者等に対しても忠実義務を負うことがあることが盛り込まれている。これらは、連邦エリサ法における fiduciary duty の概念を取り入れたものと考えられる。因みに、投資顧問業法上は契約の相手方に対して忠実義務を負う形となっている。
- ② 投資顧問業務は英国で発祥し、米国で発展した業務であり、日本における投資顧問業務も行為自体は英米におけるものと何ら変わりはない。英米における歴史を踏まえれば、投資顧問業法を制定する際に、英米法の fiduciary duty に基づく忠実義務を規定したことは十分理解できる。
- ③ このような投資顧問業法における英米法の概念は、法律制定当時は、あくまでわが国の資産運用業務の発展と市場規制の観点から規定された概念であると考えられるが、わが国における投資顧問業務が英米で発展した業務を参考に導入されたものであり、また英米法における fiduciary duty の概念が生まれた状況と背景には我々の問題意識と共通のものが存在するはずである。
- ④ 以上の考察を踏まえて、あらためてここに、注意義務と fiduciary duty の関

係に関する総括的考察を行い、これを各論的考察のための方法的指針としたい。

a. 問題の所在

- ・ 投資顧問業法上、注意義務に関する規定はないが、一定事項の委任を受けている以上、注意義務が存在しないということはありえない。そしてその注意義務の内容を単なる委任契約上の善管注意義務と捉えてみても、その具体的意義は当該契約の性格、契約締結時の状況に応じて評価され、必ずしも一義的に明白とはいえない。他方、投資顧問業法第21条および第30条の2の忠実義務の意義については、忠実義務の前提となる信認的法律関係fiduciary relationship と信認的法律関係上のfiduciary dutyの英米法上の意義を評価した上で、わが国における具体的な内容を提示しなければならず、そうした作業も決して容易なことではない。こうした問題については必ずしも見解の一一致を見ていません。また委任関係という観念を持たない英米で、注意義務を受託者責任の一内容として位置付けていることから、これをそのままわが国においても受け入れる見解がある一方で、わが国においては注意義務を委任契約上の注意義務として捉えつつ、受託者責任およびその内容たる忠実義務の意義のみを抽出するという発想にも理由がある。要するに英米が長年を経て成熟させ、現在進行形で発展・展開する法理を、静態論的にわが国に導入し、その意義を明らかにすることは、高度な比較法的見識を要する作業であり、決して容易な問題ではない。
- ・ こうした学説の帰趨も定かとは言い難い混沌とした状況にあって、投資顧問業者の注意義務および忠実義務の意義を明らかにしつつ、その具体的な内容ないし行動の指針を提示するために、次のような総括的見解を得るに至った。

b. 分析の視点

- ・ 第一に、投資顧問業者は顧客から何らかの業務の委任を受けていることに違いはないから、そこには「最低限」対等な委任関係は存在しうるため、こうした対等当事者間に妥当する委任契約上の注意義務も存在する。こうした対等当事者間取引を想定した最低限の注意義務は、顧客ないし委託者自身に一定の見識があり、顧客には細部に至るまで具体的な指示を出す能力を有しているにもかかわらず、投資顧問業者に一定の業務を委任しているような状況において妥当するものである（こうした対等当事者間取引にも一定の信頼ないし信認が存在することはもとより当然である）。委任関係は委任の本旨に従う契約であるから、委任の本旨を明確に投資顧問

業者に伝えるべきは委託者であり、投資顧問業者にこうした契約を申し込んだ場合でも、委託者の側で委託の趣旨を明らかにするように努めるべき状況である。契約成立後になにか疑問が生じた場合にも可能な限り委託者にその意思を確認することが望ましい。

英米法における、fiduciary dutyの内容とされる注意義務とは、最低限このような状況に妥当する概念のように思われる。

こうした対等当事者に妥当する委任関係にあっては、いわゆる自己執行義務にしても情報提供義務、分別管理義務にしても、委任の本旨に適う業務遂行を行っているか否かの判断に吸収され、委任者が特にそうした問題を重視するのであればそうした事柄を契約上要求すれば足りる。あるいは受任者としては業務を確実に遂行するための自主的な対応という位置付けとなる。委任関係は任意法規の世界である。

- ・ 第二に、以上とは異なり、資金の出し手は資金を提供すること以外に専門的知識を有さず、業務の一切を投資顧問業者に委ねる状況がありうる。こうした状況にあっては、全面的に信認を受けた業者としては、完全に誠実に業務を遂行していることの、いわば身の証を常に立てておかなければならぬ。信認を全面的に受けている者自身が業務を遂行していること（自己執行義務）、財産の保管を第三者に委ね、あるいは分別保管をしていること、業務の状況を常に詳細に開示すること等々の事柄は、全面的に信認を受けている者として自らの誠実さを示すための責務として位置付けられ、このことは委託者のためばかりでなく、業者自身の免責のために特別の意義を有することになる。契約締結時において、契約内容を明確化すべき責任は主として業者にあり、また、問題が生じた場合には一つ一つ委託者に問い合わせる必要がある。それは、委託の趣旨が不明確であることを理由に責任を逃れることのできない状況である。外形的な誠実性の証となりうる責務を十分に履行することこそが、むしろ業者としての本質的責務ともみなされるのである。
- ・ 第三に、投資顧問業者の現実の業務はこうした二つの両極端の状況に常に合致するものではなく、その間に多種多様な状況が存在するため、こうした注意義務的発想で対応すべきか忠実義務的発想で対応すべきかを、個々の業務の実態に応じて正確に判断し、その上で適切な業務対応を行うことが必要となる。こうした現実の業務対応をするに際しては、以上の二つのイデアルティップス（理念型）としての概念を、十二分に理解しておくことが必要である。

c. 英米法上のfiduciary dutyの受け止め方

- ・ 英米法上のfiduciary dutyは、英米が長時間をかけてこの概念を拠り所に、多くの法的問題の処理を行ってきた概念であり、この概念自身の変遷と適用領域の広範さに鑑みると、そうした時系列的に日々生き抜いてきた英米法の中核的な法理の、どの時点のどの局面を見て受託者責任を論じているのかという観点を持つことが重要である。
- ・ もともと fiduciary dutyの原型は、一方が他方を全面的に頼る関係 (fiduciary relationship) にあっては、誠実さの証として、頼った者と頼られた者との間で取引自体を一切禁止し、そのためにそうした利益相反取引を行った場合には受任者は無過失責任を負い、したがって受任者が得た利益を無条件で返還すべき（損害賠償責任ではなく）という独特の法効果を伴っていた。受託者責任をこうした旧い原型で捉える場合には、その効果をこうした厳格なものと理解し、その上でこれを現実の状況に適用することは非現実的であるといった評価ないし反応が導き出されやすい。
- ・ しかし英米においても、現在ではfiduciary dutyは、こうした厳格な原型においてのみ理解されているわけではなく、問題状況に応じて相当に緩和されるのが普通である。例えば株式会社法でいえば、取締役・会社間の取引は取締役会の承認があれば可能であり、したがってこれに違反した場合の効果も損害賠償であり、かつこれを過失責任と構成することも十分に可能である。あるいはインサイダー取引規制の根拠として fiduciary relationship違反を認めるアメリカで一般的な見解は、日本においては決して説得力のある構成とはみなされておらず、また証券会社の投資家に対する責務一般について語られるfiduciary dutyが、全面的な裁量を付与された者について語られるfiduciary dutyとは異質な問題であることも容易に想像のつくところである。
- ・ したがってわが国の、しかも投資顧問業者の受託者責任なし忠実義務を問題にする場合には、英米の断片的な概念や知識にとらわれることなく、英米のfiduciary dutyの観念のうちで投資顧問業者にとって学ぶべき成果を見出し、それを謙虚に受け止めるという姿勢を持つことが最も重要と考える。英米におけるfiduciary dutyの意義自体を探求し、その全体の姿が明らかにならなければ投資顧問業者として対応できないといった姿勢をとるべきではない。
- ・ なお、注意義務を委任契約上の義務と解する以上、英米法でfiduciary dutyの一内容とされる忠実義務 duty of loyaltyを、受託者責任概念

fiduciary dutyと区別して用いなければならない理由はなく、以下においてはfiduciary dutyないし忠実義務という具合に、両者を区別しないで用いることとする。

d. 投資顧問業者の注意義務・忠実義務

- ・ 以上のような観点からすると、投資顧問業者には最小限の注意義務が課されていることは明らかだが、これを英米法に倣って忠実義務の一内容として捉える必要はない。単に委任契約上の注意義務と考えれば足りる。但し、これをもって投資顧問業法上特に注意義務に関する規定を設ける必要がないとは言えない。上記のように投資顧問業者は、常に単純に最低限の注意義務を果していればよいものではなく、当該契約の置かれた状況に応じて忠実義務的な厳格な責務を果すべき状況もあり、またそこまで厳格ではなくても一定のより丁重な対応が望ましい場合もありえるため、まずは当該契約がいかなる程度の注意ないし誠実さを要求される場面の下で締結されているかを知る努力をする必要がある。こうした投資顧問業者に課せられた責務は、多様なマーケットに応じた役割と責務を自ら判断するという資本市場の一翼を担うべき業者としての独特的の責務であるから、これを資本市場法制において明確化することには一定の意義があるようと思われる。すなわちここで注意義務とは、委託者の委託の趣旨に合致した業務を行うべき義務であると同時に、あるいはその前に、自らが置かれた状況を適切に判断して、その状況に相応しい対応を選択すべき注意を含むものを見るべきであろう。
- ・ これをより具体的に敷衍すると、既述のように委託者に対して自己責任を十二分に主張し得るような場合あるいは、委託の趣旨を一つ一つ本人に確認し得るような場合には、投資顧問業者の注意義務は単なる委任契約上の注意義務であり、これを法定することの意義は、注意義務違反を理由とする行政処分や自主規制機関による制裁の発動を容易にすることにあるのみである。しかし委託者に一定の知識は備わっているものの、その知識経験が十分とはいえない場合には、より慎重かつ丁寧な対応が必要となり、その限度で注意義務のレベルはより高度となる。
- ・ また顧客が一定水準の専門性を有していても、その顧客自身が第三者に対して一定の業務の受託を行っており、相当水準の注意義務ないし受託者責任を負担している場合には、そうした末端の資金提供者の性格を理解しながら業務を遂行すべき場合も生じる。契約相手がプロであってもその背後に多くの個人を抱えているような場合、例えば共済資金、あるいは年

金、保険といった場合には、そうした資金の有する公共性の程度に応じた注意を払うことも資本市場の担い手としての投資顧問業者に対して要求される場合がある。今般の確定拠出年金法で、資産管理機関や運営管理機関が加入者に対し忠実義務を負うことが規定され、確定給付企業年金法で、資産運用業者が基金だけでなく、加入者に対しても忠実義務を負うことがあることが規定されているのもこうした趣旨を表現するものと考えられる。このことは、完全にプロ同志の取引であれば許される程度のことでも、取引相手たるプロの背景にある最終需要者との関係では許されないこともありますことを意味している。

- ・ このように投資顧問業者が払うべき注意義務の程度には、単に注意義務と表現するだけでは不十分なほどに高度の責務を負うべき場合があり、こうした場合を想定して英米ではfiduciary dutyないしその一内容としての忠実義務の観念が必要とされてきたものと思われる。結局単なる注意義務の観念だけでは、投資顧問業者が直面する状況のすべてに対応することができるのは明らかであるが、他方で高度の誠実義務であるfiduciary dutyないし忠実義務の観念が、投資顧問業者が直面するあらゆる状況に対応していないことも明らかである。英米において長時間をかけて形成されてきたこの種の観念は、結局のところもっとも誠実さの要求される状況に妥当しうる概念としてのfiduciary duty概念をもたらしたのであり、そうした時間的経過をわが国において一個の条文ないし観念として継受しきろうすることにはそれ自体に無理がある。
- ・ 結局現行法上の忠実義務の観念も、具体的状況によっては単に、注意義務の精神を強調した敷衍するに過ぎない効果しか有しない場合があり、他方で状況によっては自己執行義務・分別保管義務・情報提供義務・契約締結時における詳細な説明義務等々に代表される責務を十二分に果すことが要請され、まさに忠実義務の名に値する場合もありうる。このことは、一面的な忠実義務の強調が実体とそぐわない場合があることを意味している。
- ・ 以上を要約すると、委任契約上の注意義務のみを以ってしては、投資顧問業者としての責務を説明しきることはできず、状況に応じて多くの特別の配慮が要請されることになるが、他方で忠実義務本来の意義が、いかなる場合も貫徹されるべきということでもない。しかし投資顧問業者としては、委任契約上の注意義務と信認的法律関係fiduciary relationshipに由来する、最高度の注意ないし誠実さが要求されると思われる状況とは、要は

英米法に言う fiduciary duty の履行が求められている状況であることを理解すべきであろう。英米において長時間経て、具体的なケースの解決を重ねつつ形成されてきた概念であるから、その豊富な内容を一個の明快なガイドラインとして固定することは極めて困難であるが、こうした観念を作り出してきたその基本的な精神を十二分に理解して具体的な問題に対応することが必要である。

- ・ 本総括においては、理論的な問題を詳述し、加えて具体的に、いかなる状況においていかなる程度の注意を払うことが必要か、あるいはどのような状況が fiduciary duty ないし忠実義務の履行が求められていると言える程の状況と見るべきかについて、一定の方法的な指針を明らかにした。以上の指針は、静態的・固定的に受け止められるべきではなく、常に一定の状況との関係において理解されるべきであることを繰り返し確認しておきたい。

IV. 本論（各論）

1. 投資顧問業者の注意義務の適用範囲等（各論の整理）

(1) 注意義務の適用における基本的考え方

- ① 投資顧問業者における注意義務が裁判で争われた事例は極めて少ないとめ（判例については後述）、具体的判断基準を設けることは非常に困難であるが、実務上においては、プロ投資家との間の投資顧問契約において妥当する注意義務と、より広範な状況を広く包含する忠実義務とを区別し、信頼・信認ないし一任の度合いが強くなるほどに忠実義務ないし fiduciary duty 的特色が強まり、分別保管等の外形的行為への要請が強まるものと理解する。このように、ここでは実務面を整理しやすい方法として忠実義務と善管注意義務を分けて整理したい。
- ② 仮に日本民法と同じ大陸法に属するドイツ法の利益擁護義務の概念に沿って善管注意義務を果そうとする場合には、「顧客の情報を収集する義務」「顧客に情報を提供する義務」「顧客との利益相反を回避する努力をする義務」「委託された事項につき、専門的な経験、知識を活かして業務を遂行する義務」等が善管注意義務違反の判定のポイントとなると考えられる。これは fiduciary duty 的理解によつても基本的には変わらない。要は、注意義務はその置かれた状況に応じて程度に差が生じることとなると考えられる。その場合の程度差が生じる判断材料は主として以下のとおりと考えられる。
- a. 委任の本旨
 - b. 提供する資産運用サービスの専門性の高さ
 - c. 顧客の属性（いわゆるプロ・アマ度合いを含む）
 - d. 投資顧問料
- ③ 市場の公正かつ適正化につながる投資顧問業者の注意義務を考える上では、契約、業法、民法（大陸法）、fiduciary duty 等さまざまな切り口があるが、これらを全て包含して捉えられる概念としては市場ということになり、市場の特性に応じた責務も考慮しなければならない。投資顧問業者、投資一任会社につきそれぞれ監督官庁の登録・認可を受けることが要求されているのも、まさにこうした観点を重視するためである。特に、わが国の立法においては fiduciary duty の概念が捉えにくい実情を踏まえれば、曖昧な部分を市場の公正性・適正化の観点から評価することも必要であろう。
- ④ 一部の判例には勧誘段階での説明義務が善管注意義務から導き出されているものもあるが、既述のように、説明義務のような一定の作為義務が注意義

務から発生することはない。また、基本的にはfiduciary dutyのような一定の法律関係の存在を前提とする義務により根拠づけられるものでもない（もとより、信義則ないし資本市場の論理から根拠づけられる説明義務があることは当然である）。契約関係成立後の運用段階での説明義務については、基本的には委任契約上の説明義務が想定され、他方で一方的な依存関係が強い場合には、業者が誠実に業務を遂行した旨のより詳細な説明義務が付加される。説明義務は顧客に対し説明することにより、責任が投資顧問業者から顧客に転換されると考えることが私法上一般的であるが、その場合も顧客のプロ・アマ度合いを踏まえ対処することが実務上は必要と考えられる。なお、予期しない事態が生じた緊急時にあっては、投資一任せ社であっても、顧客に状況を報告し、その後の対応につき顧客の意思を確認すべき義務が生じうる点に留意すべきである。

- ⑤ ここでは以上を基に投資顧問業者の注意義務の適用範囲等を整理するが、これまでの整理を踏まえると、英米法・大陸法いずれの立場に立っても、注意義務は曖昧性を持つこととなり、具体的判定基準を設けることは困難である。このことは実際の裁判においても、注意義務の違反があったかどうかの立証は難しいこととなり、現実には注意義務を果すプロセスと努力を尽くしたか、つまり自らの経済的合理性の範囲でもっぱら相手方の利益のために最高度の信義誠実を尽くして行動するプロセスをより高度なものとしていくことが焦点になるものと考えられる。
- ⑥ ここで言うプロセスとは、投資顧問業務においては投資顧問業務の「本質」を踏まえ、自らが置かれた状況を「把握」し、その「状況」に応じた義務を尽くすことにあると考えられ、整理すると以下のとおりと考えられる。
- a. 投資顧問業務の「本質」とは、委任者との信頼関係を基に業務が成り立っていることであり、fiduciary dutyでは信認関係となる。
 - b. 自らが置かれた状況を「把握」するとは、自身の行う資産運用行為が、制定法・契約に準じているかどうか、加えて、その行為が市場へどのような影響を与えるかを把握することにある。
 - c. その「状況」に応じた義務を尽くすとは、その置かれた状況（注意義務の程度差が生じる判断材料の状況を含む）に照らし、自身に要求・期待される行為基準（手続きを踏む）に従って、その専門的知識と経験を尽くすことを意味する。

(2) 注意義務の適用範囲について（英米の参考例）

① 英国におけるファンド・マネジメントの概要

ファンド・マネジメントの全体的な構造・流れは次のとおり（British Invisibles, 'Fund Management' [2000], p. 28）。

＜フロント・オフィス部門＞

a. マーケティング

- ・ マーケティングおよび販売（新ビジネスおよび商品の開発）

b. ファンド・マネジメント

- ・ 戦略的ファンド・マネジメント（長期資産配分、為替およびリスクマネジメント）
- ・ 戦術的ファンド・マネジメント（株式の選別、意思決定および実行）
- ・ リサーチ（ファンダメンタルおよびテクニカルな経済および会社分析）
- ・ ディーリング（投資物件の売買。取引前におけるブローカーとの折衝）
- ・ キャッシュ・マネジメント（預金の預け入れ、外国為替）

＜バック・オフィス部門＞

a. 取引の処理

- ・ 取引の処理および決済（取引管理および監督、取引後におけるブローカーおよびカストディアンとの折衝）
- ・ セーフ・カストディ（証券の保管および管理）
- ・ ストック・レンディング（ローンのアレンジングおよび処理）

b. システム・サポート

- ・ システムの維持（現行ITの運営面および技術面における維持）
- ・ システム開発（新ITおよび現行システムの大幅な強化の計画および実行）

c. 会計&管理

- ・ 投資会計（鑑定書および顧客報告書の提供、税金の払戻請求、マネジメント情報）
- ・ パフォーマンス評価（投資パフォーマンス報告書の提供、リターンの属性分析）

d. 一般的事項

- ・ コンプライアンス（定期報告および社内監視体制）
- ・ 財務会計（企業会計および報告）
- ・ 会社マネジメント（トレーニング、職員、スタッフおよび店舗のマネジメント）

② 英米等における最良執行

a. 英国の場合 (FSA 業務行為規則第7章より)

「業者は、最良執行を提供するために、次のことをしなければならない：(1)その種類および規模の取引のためにその時点で関連市場において顧客が利用しうる最良の価格を認知するために合理的な措置を講じること、および、(2)顧客にとって同程度に有利な価格でその顧客注文を執行すること（但し、業者が、そのように行為しなくとも顧客の最善の利益を確実に実現するための合理的措置を講じた場合を除く。）」

b. 米国の場合 (FSA, 'Discussion Paper: Best Execution' [2001] より)

「関連するあらゆる状況を考慮した最良純価格における顧客取引の執行」

c. 欧州証券委員会フォーラム (FESCO) の場合 (FESCO, 'Consultative Paper: Standards and Rules for Harmonizing Core Conduct of Business Rules for Investor Protection' [2001] より)

「投資業者は、関連市場の状態を考慮し、価格、顧客が負担するコスト、規模、取引の性質、日時・場所に関して、顧客が利用しうる最良の成果を取得しなければならない。」

「代理人として行為する投資業者は、関連市場において顧客が利用しうる最良の成果を取得するために合理的な注意を払った場合に、最良執行を提供したことになる。関連市場とは、予定取引に関して、条件、透明性、流動性、清算・決算という点からみて、利用しうる最良の市場であると考えられるものをいう。仮に、投資業者が他の市場で執行を行う場合には、当該業者は、顧客に対して、これがその顧客の最善の利益に合致していたということを証明しなければならない。」

なお、上記文書は、欧州資本市場規制のハーモナイゼーションを目指すものである。

③ 英米における議決権行使

a. 英国の場合 (Paul Myners, 'Institutional Investment in the United Kingdom: A Review' [2001] より。関孝哉「英国マイナース報告書と機関投資家のガバナンス責任」商事法務1594号4頁[2001]も参照)

「年金基金の受託者は、株主アクティビズムに関する米国労働省解釈通牒における原則を、ファンド・マネジメント権限受託書に盛り込むべきである。将来的には、英國法の中にこの原則の明文を設けるべきである。」

b. 米国の場合（米国労働省解釈通牒より）

「責任ある受認者は、年金加入者および受益者に対して負う慎重さおよび忠実さに関する信認義務に基づき、年金投資の価値に影響を与える議案につき委任状で議決権行使することを要請される。」

(3) 注意義務の適用範囲について（日本への適用例）

注意義務の適用における基本的考え方を踏まえ、英米での実例も参考に、投資顧問業者の注意義務を果すまでのチェックポイント等を整理するとともに、顧客の代表例として連合会の受託者責任研究会「受託者責任ハンドブック（運用機関編）」[2000]（以下「ハンドブック」という。）のいわゆる43項目を参考に、注意義務関連について言及する。但し、厚生年金基金を含む投資顧問業者の顧客を念頭に記述する。

① 顧客の指示内容の確認

- ・ 投資顧問業者は、顧客から運用方針や投資対象資産等に関する指示等があった場合は、その内容について資産運用に関する法令等（例えば投資顧問業法や証券取引法等）における適法性を確認する必要がある。即ち、その点に関する注意義務がある。しかしながら、顧客そのものに適用される法令等に関しては、必ずしもその義務はないと考えられる。顧客に関する法令を確認する義務は、一義的には顧客自身にある。但し、投資顧問業者は顧客の委任の本旨を把握するため、顧客の意思や置かれた状況を知ることから、顧客そのものに適用される法令等に関しては、一般的ルールとして要求される程度の適法性を顧客と共同して確認することが好ましい。
- ・ 法令の解釈については、予見可能性や期待可能性がない場合（守れなかった場合でもやむを得ないと思われる事情がある場合）には、有責性が阻却される。したがって現状では、全てのケースにおいて顧客に適用されるあらゆる法令を完全に確認する責任があるとまで解釈されることはないと考えられる。資産運用に直接関係しない法令であっても、資産運用に関連する法令であれば（例えば証券取引法の証券会社等に係る規定）、原則としてそれを知るべきであり、およそ資産運用一般からは想定できない法令であっても、それが当該顧客にとっては極めて重大なもので、かつそれを察知し得る状況であれば投資顧問業者も責任を負う可能性があることとなる。したがって、投資顧問業者はこれらを察知するための内部統制の構築が必要となるが、これはいわゆるコンプライアンスの問題である。
- ・ また投資顧問業者は、顧客の運用基本方針に照らし、当該指示等に明らかに問題がある場合は、その妥当性を確認する必要があるが、これは確認

義務の問題である。妥当性の確認においては、顧客の投資基本方針等に照らし、具体的な指示内容が投資顧問業者の投資哲学や運用スタイル等に明らかに背反する場合も含み、明らかにそれら具体的な指示内容が妥当性を欠くか不適切な場合には、顧客に確認すべきである。

- ・ 連合会のハンドブックにおいては、不適切と考えられる事項（例示）として、二つの「説明しない」こと（注）が例示されているが、この二つはあくまで説明義務の問題であり、受託者責任の例示としては当てはまらない。因みに、二つの例示を一律に不適切と考えることにも合理的根拠はなく、説明内容は基金のプロ・アマ度合いにより異なり、また、運用手法等の内容によっても、説明義務は変化する。例えば、周知性の高い商品や運用手法については、それを知っていると合理的に推定される厚生年金基金に対しては通常説明する義務はないが、新しい運用手法等であればプロに対してでも説明する義務を負うこととなる。なお、金融商品販売法においては「特定顧客」以外の顧客に対する「重要事項」の説明義務が通常の民法における説明義務とは別に投資顧問業者に課せられており、留意する必要がある。もとより必要な場合には同法のリスクの説明だけを行えば足りるものではない。

（注）『二つの「説明しない」こと』として、①極めて少額の委託額で直投を行うことに伴うコストやリスクの増加について説明を行わない、②期待リターンが高いことを理由に主要な投資対象を非上場証券とした場合、流動性（換金性）に大きな制約が生じることを説明しない、が例示されている。

- ・ なお、資産運用責任そのものではないが、これと一体のものとして投資顧問業者は報告義務を負う。但し、報告に必要なコストの支払いがない場合には、単に報告がないという外形的な理由のみだけでは債務不履行や報告義務違反とはならない（民法第645条違反とならない。但し、投資一任会社が投資顧問業法第32条に基づき義務付けられている顧客への定期報告を除く。）と考えられ、それにもかかわらず報告を行った場合には、費用償還請求権が発生する。報告に必要なコストの支払いがない場合でも、事の重要性に鑑みて報告をなすべき場合はありうる。
 - ・ 注意義務の履行は、投資顧問契約の履行に伴うものであるから、注意義務の履行に伴うコストも含めて、投資顧問契約書に報告について規定を設け、責任の範囲を明確にしておくことが望ましい。
- ② 運用基本方針・運用ガイドライン等の遵守
- ・ 投資顧問業者は、顧客が提示する運用基本方針・運用ガイドラインを遵

守しなければならない。即ち、その点に関する注意義務がある。投資顧問業者にこの点につき明らかな過失があった場合で、取るべき方策が明らかであり、先に処理をした方が顧客のためになると考えられる場合は、処理を優先させる必要がある。この場合、顧客へは事後報告となる。顧客に事前に相談したことに伴う時間的なロスにより顧客の損害が拡大した場合は、注意義務違反とされる場合がある。

- ・ 顧客の示すガイドラインは、法的なルールではなく、形式的には契約書でもない。しかしながら実務上は、顧客がガイドラインを契約書の一部を構成すると考えているのが一般的であり、契約時の確認が必要となる。
- ・ 連合会のハンドブックでは、コンプライアンス違反が生じた場合には、基金に速やかに報告の上、善後策について協議するとあるが、顧客の損害との関係で時間的余裕が十分あるかどうかにより、ケース・バイ・ケースで異なる場合があるものと考えられる。このようなケース・バイ・ケースによる対応は、まさに基金のためになされる場合がありうるのであり、その場合には善管注意義務履行の一態様として評価される。投資顧問業者に一般的に認められる行為である。なお、当然のこととして、可及的速やかに顧客に報告すべきであることはいうまでもない。

(3) 的確なリスク管理

- ・ 投資顧問業者は、顧客が了解した想定リスク（主にマーケット・リスクや信用リスク等）のもとでリターンを極大化するよう、ポートフォリオの適切なリスク管理を行う必要がある。即ち、その点に関する注意義務がある。
- ・ しかしながら、顧客からリスク管理に関する明確なガイドライン等が与えられない場合は、投資顧問業者は的確な対応ができないことから、リスク管理においてはまずは顧客に、了解される想定リスクの提示義務があり、投資顧問業者はそれを可能な限り確認する必要がある。その前提の下で、顧客からの提示内容の範囲内と一般的に解されるリスクについては、投資顧問業者は、フルに裁量権を与えられることになる。なお、裁量権行使の際に、委任の本旨、顧客の属性と資産のリスク特性についての適合性を十分に考慮する必要があるのは当然である。
- ・ 連合会のハンドブックでは、運用機関自身の業務運営上のリスク（例：コンプライアンス・リスク等）と最終的に委託者が負う資産運用リスク（例：市場関連リスク等）が、二つのリスクとして上げられているが、後者のリスクは、基金の示すリスク水準と一時的に相違することが基金の委託の趣旨を理解した上で判断であれば、投資顧問業者に注意義務違反は

ないと考えられ、例えば、基金の示すリスク許容範囲を急激なもしくは不可避的なマーケットの変動等により一時的に超過した場合は、法的な注意義務の観点からは過失があるとは言えず、容認されるものと考えられる。但し、事後の紛争回避の点から見れば、顧客の了解を得つつ行う方が望ましい。また、コンプライアンス体制は前者のリスクを管理するためのものであり、これについて一定の注意義務が要求されることになる。

- ・ なお、この場合投資顧問業者は、いわゆるオペレーション・リスクについても十分に注意すべきであり、総合的なリスク管理体制の構築に努めるべきである。とりわけ、フロントとバックの分離、レポーティング・ラインの明確化、能力と独立性を備えた専任のリスク管理責任者の設置が重要となる。

④ 資産配分

- ・ 投資顧問業者は、顧客が運用ガイドライン等により指示した資産配分を遵守しなければならない。即ち、その点に関する注意義務がある。
- ・ 顧客の示す資産配分の範囲を一時的に超えることは、顧客の委任の本旨に反せず、かつ、一時的である限りにおいて、投資顧問業者が判断する裁量の範囲であると考えられる。ここでの一時的期間とはケース毎に異なると考えられるが、あくまでも委任の本旨に照らして重要な問題であるかどうかを判断する必要があるとともに、速やかに復帰させるかどうかを顧客に連絡し、協議の上対応を決める必要がある。なお、資産配分において重要なことは、的確なリスク管理とともに、許容範囲等のガイドラインの遵守を監視・牽制する内部管理体制の整備であることはいうまでもない。

⑤ キャッシュ管理

- ・ 連合会のハンドブックにも示されるように、投資顧問業者は、顧客の指示する運用手法に従い、キャッシュポジションの管理について十分注意を払い、資金ショートを発生させないようにしなければならない。即ち、その点に関しては注意義務がある。
- ・ 但し、投資顧問業者は、業者側では知りえない大量の給付費の発生等のキャッシュフローについては、顧客から提供される情報に基づき合理的に予測可能な範囲内でキャッシュ管理を行えばよく、仮にポートフォリオの取り崩しという事態になったとしても、免責されると考えられる。

⑥ 分散投資

- ・ 分散投資は、資産運用における原則的な投資手法であり、通常、投資顧問業者に要請されるが、顧客の委任の本旨として分散投資をすることが求

められていても、運用資産額が過小である等、十分な分散投資が出来ないことが市場の状況等によりやむを得ないと合理的に判断される場合には、程度の問題はあるにせよ分散投資を現実にしなかったとしても、過失がないと推定され注意義務違反とはならないと考えられる。但し、顧客の委任の本旨の解釈によっては、契約違反の問題が残るので事前の説明を十分行なうことが求められる。

- ・ 投資顧問業者は、顧客の運用ガイドライン等に照らし、分散投資の必要性とポートフォリオに組み込むべき投資対象の適合性（例えば組み込まれた投資対象資産ごとの相関関係等）を考慮する義務を負う。

⑦ 新規投資・デリバティブ取引

- ・ 投資顧問業者が新規投資（新たな資産クラスやリスク・リターン特性が異なる投資対象資産への投資）やデリバティブ取引を行う場合には、十分な調査・分析をするとともに、顧客に説明する必要がある。この場合、例えば顧客がいわゆる機関投資家の場合には、特段の事情がない限り顧客をプロとしての外観に基づいて、そのような者が合理的に期待するであろう説明をすれば足りる（但し、金融商品販売法に基づく「特定顧客」以外の顧客に対しては「重要事項」の説明が必要であることに留意）。なお、この場合には当然のことながら、適合性の原則により顧客の属性を踏まえ提供商品を選定する必要がある。また、デリバティブ取引がヘッジ目的なのかヘッジ目的以外（例えば投資目的）なのかについては十分に留意し、後者の場合にはそのリスクについての説明の必要性が大きいこととなる。
- ・ 投資顧問業務は開示し同意を得て行なうことが業務の基本となるが、基本的に相手方がプロに近づくほど理解が深まり、投資顧問業者が細部にわたる同意を取る義務は薄くなるが、他方で問い合わせれば的確な返答が期待できるとも言える。但し、新規投資やデリバティブ取引の場合には、顧客がプロに近い存在であっても、その投資や取引のリスクに対する顧客の認識を把握することが、事後の紛争を避ける観点から重要と考えられる。なお、同意があったとしてもそれが不法行為であれば当然のことながら損害賠償の対象となる。
- ・ 連合会のハンドブックでは、基金が新規投資等の仕組み等を理解できない等により了解が得られない場合は、投資顧問業者は投資を控えるとあるが、加入者に対する受託者責任を負う基金の責任を考えれば、当該投資や取引を控えさせる一義的な義務は基金が負うものである。基金の同意が得られない場合に新規投資等を行わないことは、投資顧問業者として当然

ことであるが、むしろ投資顧問業者の行為としては、運用目標を達成する上で有効と考えられる投資手段であれば、基金の同意を得る努力をし、同意を得て行うことが求められる。

- ・ なお、説明義務は商品とマーケットの性格、仕組み、水準等の様々な要因によって変化するものであり、極端な場合には不公正取引として証券取引法第157条、偽計取引として証券取引法第158条が適用される可能性がある点に留意する必要がある。

⑧ 銘柄選定モデル

- ・ 投資顧問業者は、顧客の方針に基づいてモデルを作成する場合はその方針を遵守すべき注意義務がある。また、顧客の適合性を考えて適切なモデルを提示していくことに注意を払う義務を負う。
- ・ モデルによる過去の高運用成果のシミュレーションが、将来の運用成果を約束するような説明をしたり、過度な期待を抱かせあるいは誤解を招く表現をしたりしないよう注意を払う必要がある。

⑨ 取引執行コスト・ソフトドラー

- ・ 英国のベスト・エグゼキューション・ルールでは、まず第一段階として、ベストプライスを発見・確認するか、それについて合理的な注意義務を払うことが求められており、最良価格の発見義務とも言える義務が課せられている。次に第二段階として、発見したベストプライスと同程度に有利な価格で取引を執行すべきとしており、タイミングコストや把握しにくいコスト等によって多少のずれが出ることは許容している。このことから、当該ルールは、「最良価格発見義務」と「同程度に有利な価格での執行義務」とに分かれている。
- ・ また、英国では最良執行は注意義務であるとされている。確かに、発注証券会社との関係においては利益相反を意識する必要があり、忠実義務の観点からの検討が必要であるが、取引執行コストについては、注意義務の問題となる。
- ・ 最良執行においては、できる限り迅速に調べられる限りは調べるべき注意義務を負うが、ベストプライスは一つとは限らない。注意義務を尽くしたことことが重要であり、結果がベストでなくとも直ちに責任が生じるわけではない。要は、「プロセスであり結果ではない—フルーデンスとはプロセスである（W. Wagner, Plexus Group）」と言われるように、執行リスク軽減のための執行ポリシー（運用スタイルとの整合性、証券会社の選定方法等）と執行プロセスの確立（執行方法、執行評価方法）に組織的な対

応が求められている。なお、投資アイデアの潜在リターンを具体的に実現する手段が売買執行であるから、執行コストはリターンとの見合いで議論する必要があるが、執行評価におけるコスト計測技術については、未だ発展途上にあることを補足する。

- ・ ソフトドラーの利用においては、潜在的に利益相反を醸成する可能性があることを認識することが重要であり、顧客の利益に資することと承諾を得て行なうことが前提となる。なお、投資一任契約を締結する見返りに、ある証券会社とのソフトドラー契約締結が条件となっている場合には、当該証券会社に対する独禁法の観点からの問題が生じる可能性がある。また、厚生年金基金の理事のように受託者責任を負っている顧客がディレクティッド・ブローカレッジを利用することは、投資顧問業者の最良執行義務に関するリスクが利用した顧客に転嫁されることになる。

⑩ 運用結果の報告・運用スタイル等の変更

- ・ 委任の本旨を踏まえれば、最終的に適切な結果報告をすることは当然であり、委任の本旨を正確に全うしているかどうかの注意義務がある。
- ・ 連合会のハンドブックでは、投資顧問業者の合併等があった場合でも、委任契約における委任の本旨はそのまま継続することから、当該委任の趣旨どおりに運用することは当然とされる。仮に、環境の変化等で運用スタイルに変化が生じることとなれば、委任者に通知し、委任者に再検討の機会を与えることは必要であるが、それは顧客との契約上の問題であり、運用スタイルを社内規定に盛り込む合理的根拠は乏しいものと考えられる。

⑪ 議決権行使

- ・ 議決権行使に善管注意義務が適用されるかどうかにつき、判例・学説上未だ定見が確立していない。
- ・ 投資顧問業者における議決権行使については、委任の本旨に照らして判断することになるが、少なくとも投資運用にマイナスになると判断した場合で、しかしながら当該株式を売却するとの判断までには至らない、もしくはマーケットインパクト等を考慮し売却すべきではないと判断した場合等は、議決権を行使すべきであると言える。その際、費用対効果を含む顧客からの期待があるかどうか等が重要な判断要素となる。なお、この問題については、当協会において研究会を組織し、さらに詳細な検討を行う予定である。

⑫ 約定照合・受渡決済

- ・ オペレーション・リスク管理体制の構築責任は代表取締役や業務担当

取締役にあり、善管注意義務を負うことは裁判上確立しつつある。

- ・ 管理体制の確立に際しては、内部統制・内部監査部門の確立が重視される。

(4) 上記適用範囲を踏まえた投資顧問業者の行為の一例

① 契約締結に当たっての重要事項の説明と適法性・妥当性を確認

- ・ 投資一任契約に当たっては、運用体制・運用プロセス・運用スタイル等基本的な重要事項を十分説明し顧客の了解を得るとともに、顧客の求めに応じて投資対象資産・商品の仕組みやリスク、リスク・リターン特性、過去の運用成果等の説明を行う。
- ・ 顧客から投資基本方針・運用ガイドライン・投資対象資産等に関する指示等があった場合は、投資顧問業者はその適法性を確認する必要があり、また妥当性についても明らかにそれら具体的な指示内容が妥当性を欠くか不適切な場合には、顧客に確認する。なお、適法性の確認は顧客と共同して行うべき事項であり、妥当性の確認には、顧客の投資基本方針等に照らすだけでなく、顧客の具体的な指示内容が投資顧問業者の投資哲学や運用スタイル等に明らかに背反するかどうかも含まれることとなる。

② 契約付属書類等（投資基本方針・運用ガイドライン・契約細則等）に基づき注意義務の内容・範囲を明確にできるものー外形的基準の明確化

- ・ 投資対象の選定・特定
 - a. 資産配分（許容範囲、株式の許容市場・債券の種類）
 - b. 分散投資（リスクの許容範囲・リスク・リターン特性）
 - c. 新規投資（投資信託による運用の可否を含む）
 - d. デリバティブ取引の利用（取引種類・目的・取引限度）
- ・ 運用方法と運用成果の評価
 - a. モデル運用（クオンツ運用手法の利用）
 - b. 運用スタイル（特別なスタイル運用を指示する場合）
 - c. ベンチマークの設定
- ・ 特別な指示事項
 - a. 取得禁止銘柄・業種等
 - b. 発注証券会社の選定
 - c. 運用の再委託
 - d. ソフトドラー契約の可否
 - e. 運用結果報告の方法・形式
- ・ 顧客から受け入れる運用の基本方針やガイドラインに、投資顧問業者として投資判断の逸脱・濫用が起こらないよう上記事項が記載・定義される

ことが求められる。それらがなされていない場合や不明瞭な場合は、後日の紛争を避けるためにも、投資顧問業者自らの運用方針として必要事項を文書で顧客に提示し、了承を求める対応が推奨される。

- ・ 実際の運用過程においては、外形的基準を明確にしても注意義務の「程度」の問題が存在する。この問題に対する明解な解答を求めるのは困難であるが、顧客の委託の本旨に則り、投資判断を行う時々の客観的状況を鑑みながら、合理的かつ思慮ある判断・注意をどこまで尽くしたかに帰結する。その対応として運用プロセスの確立とその励行・遵守が求められるが、加えて運用に関する意思決定と運用成果を、定期的に内部牽制・審査する体制を構築することが望まれる。

(3) 契約付属書類による記載では注意義務の程度の合意が困難であり、投資顧問業者の内部管理体制の確立により対処すべきもの

- a. キャッシュ管理
- b. 売買執行コストの管理（最良執行）
- c. 発注・約定照合・受渡決済の管理
- d. 顧客の投資基本方針・運用ガイドラインの遵守
- e. 議決権の行使
- ・ 内部管理体制としては、①運用業務、発注業務およびバック・オフィス業務の分離または牽制機能をベースとするダブルチェック体制の構築②レポーティング・ラインの明確化③専任のリスク管理者・コンプライアンス担当者の設置④業務遂行のプロセスの確立等があげられる。
- ・ 顧客の要請があれば、投資顧問業者は遂行状況の報告に努める必要がある。

(4) 重要事項の変更、運用に係る事故・過誤及び証券市場に重大な影響を及ぼす事態の発生に対する説明義務

- ・ 顧客への速やかな状況の説明と了解・指示を得るもの
- a. 投資基本方針・運用ガイドライン等の制限違反（市場の変動による不可避的なものを含む）
- b. 運用体制、運用プロセス、運用スタイル、主要運用担当者等運用の基本的な事項の変更
- c. 投資対象資産に係わる証券市場に重大な影響を及ぼす事態の発生
- ・ 原則的には顧客に事前報告が望ましいが、取るべき方策が明らかであり、時間的経過のリスクを伴う場合は、投資顧問業者の自己負担で処理を行い、事後報告で了承を求めるもの。

- a. 運用ガイドライン等で投資が認められていない資産等の過誤による取得
- b. 保有していないもしくは売却できない証券等の過誤による売却
- c. その他業者に起因する事故・過誤
- ・ これらの事項については、契約に係る付属書類には記載されることは少ないが、顧客の理解なくして運用が成り立たない立場であることに留意し、説明を尽くすことが求められる。

2. 注意義務の程度について

(1) 投資顧問業者に関する裁判事案

善管注意義務の一般論としていえば、合理的な資産運用業者であれば有すべき資産運用に関する専門的な知識・技能・判断に基づいて業務を遂行しなければならないという義務を意味するものと考えられる（参考：確定拠出年金法第23条第2項参照）。

投資顧問業者の投資運用上の注意義務・忠実義務が問題となった極めて珍しい事案に、東京地裁平9年12月17日（判例タイムス982号181頁[1998]）がある。

【事実】

X組合は、昭和63年7月、Y1投資顧問株式会社と投資一任契約を締結し、平成5年6月末までの間、Y1に余裕資金の運用を委ねた。Y1におけるファンドマネージャーはY2である。Xは、Y2が行った投資運用が、資金の性質およびXの投資方針に反し、Xの利益を無視した無謀なものであったために、10億円を超える損失を出したとして、Y1に対して契約上の忠実義務ないし善管注意義務違反による債務不履行責任に基づき、Y2に対して不法行為責任に基づき、損害賠償を請求した（本訴）。これに対して、Y1はX主張のような債務不履行はなかったとして、未払いの投資顧問報酬の支払いを請求した（反訴）。Xが指摘する善管注意義務・忠実義務違反行為は次のとおり。

- ア. 分散投資の原則やポートフォリオ・マネジメントの手法の無視。
- イ. 運用手法を変えず、リスク管理なしに行われた短期売買。
- ウ. Y1の社内的な運用体制・チェック体制の不備による、ポートフォリオの組織的チェックの不備。
- エ. Y1の親会社（某証券会社）の手数料収入を目的とした過当取引。
- オ. 株価下落局面でのワラントへの過大・偏在的な投資。

- カ. Y1が運用を委ねられていたZ銀行からXへのワラントの付け替え。
- キ. 親会社が販売会社となっている投資信託の購入。

【判旨】

(別添「東京地判平9・12・17 (判例タイムス982号181頁[1998]判旨」参照)

【実務への指針】

- ・ 本件判旨のポイントとして、①注意義務違反になる場合として「裁量権の逸脱」と「裁量権の濫用」があることを示したこと、②「裁量権の逸脱」につき「当該投資判断が当時の客観的状況および投資顧問業者に与えられていた法令及び約定の規律に照らして明らかに合理性を欠いたものか否か」という一般的な判断基準を示したこと、③「明らかに合理性を欠いたか否か」につき、「同じ投資目標を実現できる代替案が存在するか、代替案の方が明らかに低リスクであるか、一般的な投資顧問業者であれば当該代替案を当然に考慮していたか」という具体的な判断基準を示したこと、④運用開始後に顧客からの疑問提起があった場合における説明義務や顧客意思の確認義務につき、「一方は投資顧問業者であって投資の専門家、他方は専門家に取引を一任してその専門的能力に依存している顧客という関係にある」ことから原則として肯定的に解したこと、が挙げられる。
- ・ これらのポイントは、投資顧問業者の注意義務に関する裁判所の判断基準を明示したものであり、実務にとって参考になる。特に④においては、受託者責任なしし信認義務を意識したかのような言い回しがなされており、興味深い。ただし、本件判旨に問題がないわけではない。
- ・ まず本件判旨は全体的な傾向として投資顧問業者の注意義務違反を認定するのにあまりに慎重になりすぎて、事実上、軽過失免責を認めるかのようにも読める。しかし、例えば顧客のプロ・アマ度に関係なく軽過失免責が認められるかは疑問であり、投資顧問業者としては軽過失でも責任を問われる可能性があるというスタンスで業務を行うのが望ましい。また、上記ポイントの③につき、本件判旨は原告側に具体的な主張・立証責任を負わせているように読めるが、もし原告側がより良い代替案を出せるのであれば、何のための投資顧問業者かという話になる。より良い代替案があるか否かは、最終的には裁判所が「一般の投資顧問業者」を想定して判断すべき事項である。なお、ここで言う「一般の投資顧問業者」とは、「現に存在する良い業者も悪い業者もすべて含めた平均値としての投資顧問業者」という意味ではなく、あくまで「裁判所が客観的に想定しうる善良な投資顧問業者（善良な管理者）」という意味でなければならない。そうで

なければ、悪い業者が多ければ多いほど注意義務のレベルが下がることになってしまい、妥当でない。したがって、投資顧問業者としては、業界の平均レベルを確保すればよいのではなく、「善良な投資顧問業者」のレベルを確保しなければならないことに留意すべきである。また、本件判旨は「裁量権の逸脱」や「裁量権の濫用」などの明らかに違法性がある場合を念頭においた基準を立てているが、投資顧問業者としては「何が顧客にとって最善の利益となるのか」という前向きのスタンスで業務を行うべきである。このような前向きのスタンスで業務を行う限り裁量権の逸脱・濫用が認定されることはないと、反対に、裁量権の逸脱・濫用さえなければよいという後ろ向きのスタンスで業務を行った場合に常に注意義務違反から逃れられるとは限らないからである。換言すれば、今後本件判旨よりも厳しい基準が登場する可能性は十分にあり、ベスト・マネジメントを怠った投資顧問業者の注意義務違反が認定される可能性は否定できないのである。

- 要約すると、投資顧問業者としては、本件判旨の基準に甘えることなく、より高いレベルに到達できるよう自己を規律し、業務を行っていくべきである。

(2) 顧客のプロ・アマ度合いとの関係

- 善管注意義務は金融界で一般に採用されている適合性原則により、当然相手方の水準を前提と考えられ、いわゆるプロ・アマ論が適用可能と考えられる。但し、ここでいうプロ・アマ論とは、顧客を単純にプロであるかアマであるかに二分するものではなく、プロとアマの専門性の度合いに様々なレベルが存在することを前提にしている。また、アマの定義は一般顧客としてすることで概ね同意が得られようが、プロの定義は確固とした考え方未だ確立していない。同じ有価証券投資のプロといつても、株式投資のプロもいれば債券投資のプロもあり、また同じ株式投資のプロ同士であってもその能力には格差がある。したがって、何を以ってプロとするかは、顧客の能力や知識と投資顧問業者との相対的関係に応じ個別・具体的に判断されるべきと考える。
- 但し、善管注意義務は業務委託に本来的なもので、契約で完全に放棄はできないと考えられる。他方、情報収集が問題となる最良執行や、頻度と内容によりコストが変わる情報提供義務のようなものは、業者の報酬や費用償還の額等の観点から程度の差が生じることは基本的に問題ないと考えられる。現実には、紛争を避けるためには契約に規定した方が良いと考え

られる。

- ・ また、同じく fiduciary duty（信認関係）の概念においては、委託者と受託者との関係が一般顧客とプロであることから、一般顧客は契約に責任関係を盛り込みたくても十分に盛り込めないが故に、一般顧客はプロに全面的に委ねるしかなく、プロは受託者責任を負うことになる。
- ・ 厚生年金基金の場合には、加入者は一般顧客であることから、厚生年金保険法等から見ても理論的には基金の理事は加入者に対し高度の受託者責任を負う。その責任を果すためには、基金の理事はある程度の基本ポートフォリオを作れたり、運用業者を選定する能力が要求されることから、当然ある程度のプロ（注）に近い存在である必要がある。投資顧問業者は一般顧客に対しては、fiduciary duty（信認義務）を負うことになるが、基金の理事のように運用に関し一定の責任を負わされている者に対しては、その者がプロに近づくほど、対等関係に基づく契約当事者間の義務に近くなることとなる。もとより基金の理事が一般顧客たる加入者に対する高い受託者責任を負っていることの認識が、投資顧問業者にとっても基金の資産運用スキームにおける自らの地位を認識する上で考慮すべき事柄であることは言うまでもない。

(注) 厚生年金基金がプロかどうかについては様々な意見があるが、仮に、資産運用における高度な専門家である投資顧問業者や生命保険会社等をプロと定義すれば、厚生年金基金はインハウス運用を行っていない限りにおいて、その知識と能力から見てプロではない。しかしながら、厚生年金基金は政策アセットミックスの構築や資産運用業者の選定を行う能力が加入者との関係上要求されており、高度な投資技術に関する知識や銘柄分析能力までは必要としないものの、政策アセットミックスを構築する上で必要となる有価証券やその派生商品等に関する専門的知識、および資産運用業者が説明する運用手法や投資技術等を理解できる知識が必要となる。この知識レベルは、投資顧問業者や生命保険会社等資産運用業者のレベルと同等ではないが、当該資産運用業者以外の適格機関投資家（年金資金運用基金等）と同程度レベルであることが加入者からは期待されていよう。わが国では、一般に適格機関投資家を有価証券投資のプロと見る見方が大勢であることから、厚生年金基金も求められている知識レベルから見ればプロと言える。但し、適格機関投資家がその専門的知識を持ち得ているのも、必要とする組織構築ができているからであるが、厚生年金基金の場合には、組織構築等において発展途上にあり、完全なプロとは断定し難い基金が未だ数多く存在することも事実である。また、資本市場の担い手である投資顧問業者には、厚生年金基金が背後

に抱える多くの個人の性格を理解した上での義務の履行が求められることから、このような環境下においては、厚生年金基金の実態と加入者の期待を踏まえた業務の遂行を行う必要がある。さらに、厚生年金基金以外の場合にも、契約の相手方が背後に多くの個人を抱える場合には同様となる。この柔軟な対応こそがまさにfiduciaryとして求められていることでもある。

- ・ なお、これらは、厚生年金基金の理事という職業に応じて通常期待される程度の抽象的・一般的基準に基づいて判断されるべき（前掲東京地判平成9年12月17日参照）であり、具体的ケースで平均以下の能力しか有しない理事がいたとしても影響は受けない。但し、現実には組織構築等において発展途上にある厚生年金基金もある現状を踏まえて判断・対応する必要があろう。

(3) 日本の判例について

- ・ 上記2.(1)の判例の他、投資顧問業務に関する判例は日本にはほとんど存在していない。主な理由は以下のとおり。
 - a. 投資顧問業自体が投資ジャーナル事件以後、法的に整備されたものであり、歴史が長くないこと。
 - b. 職務内容がそれほど一般的理解を得られておらず、要求される技能の水準が（例えば医療水準のように）明確になっていないこと。
 - c. 投資一任業務の場合、投資判断自体を委ねられているので、過誤が明確になりにくく、義務違反を立証しにくいこと。
 - d. 納得いかない結果しかあげられない場合、投資一任契約（もしくは投資助言契約）が解約されるに止まり、訴訟に至らないケースが多いと考えられること。
- ・ その中で、投資顧問業者の注意義務において参考となる判例は以下のとおり。
 - a. 東京高判平成6年12月8日判例時報1585号26頁（早期売却義務）

証券会社が信用取引口座設定約諾書に従って顧客の保証金代用有価証券を売却するに当たっては、善良な管理者としての注意義務が課せられ、可能性がある程度で高価に売却する義務があるが、当該有価証券の価格が確実に下落することが客観的に明らかでない場合には、証券会社に早期売却の義務を認めることはできないとした上で、本件での善管注意義務違反を否定した事例。
 - b. 大阪地判平成9年2月24日判例時報1618号103頁（最良執行）

総論において、商品取引員やその営業担当者が顧客に対し負担する義

務は、単なる受託・執行上のいわゆる善管注意義務に留まらず、顧客の利益に配慮し、顧客に役立つ各種の相場情報を不斷に提供し、取引についても顧客に最も有利な方法を助言、指導すべき義務（顧客に対する忠実義務）であると判断した上で、各論において忠実義務違反による不法行為の成立を認めた事例。

c. 東京地判平成元年3月29日判例タイムス716号148頁（最良執行）

不動産仲介業者は善良な管理者の注意義務をもって取引相場価格の調査を行い、依頼者の利益となるような売買条件の策定に向けて努力する義務を負うと判示した上で、取引相場の適切な調査を行わず、専ら自己の利益をはかるために売買の仲介を行ったという事情の下では、仲介業者のなす手数料請求は信義則に反し権利の濫用であって許されないと判示した事例。

d. 大阪地判昭和63年5月25日判例タイムス698号241頁（積極的説明義務）

司法書士の積極的説明義務につき『売買当事者間において、その代金支払と所有権移転登記手続き等の取引が司法書士立ち会いのもとになされることは、広く一般的に行われているところである（公知の事実である）が、その理由は、司法書士が、単に登記手続きの専門家であるからというに止まらず、社会的に信用のおける人物であり、かつ一般の法的関係にも明るい準法律家として、右「取引」自体の円滑、適正に資るべきその役割が期待されているからにはかならない。そうだとすれば、右取引に立ち会った司法書士としては、「登記の手続きに関する諸条件」を形式的に審査するだけでなく、重要な事項に関しては、進んで右登記手続きに関連する程度で実体関係に立ち入り、当事者に対し、その当時の権利関係における法律上、取引上の常識を説明、助言することにより、当事者の登記意思を実質的に確認する義務を負うことは当然の道理というべきである（右のように関することが司法書士法、弁護士法に反するとは思われず、かえって司法書士法第1条所定の目的にかなうであろう。』と判示してこれを肯定した上で、立会いの場でかかる説明を行わなかった被告につき善管注意義務違反を認定した事例。なお、類似の事例として、東京地判平成3年3月25日判例タイムス767号159頁等がある。

V. おわりに

わが国における証券投資顧問業は、約30年の歴史を持つ業者もいるとは言え、fiduciary duty概念の基礎となる英國のエクイティが1400～1500年頃からの判例の積重ねにより構築されたものと比較すれば極めてその歴史は浅く、その結果、英米の考え方や投資手法を参考にせざるを得なかったことは事実である。しかしながら、わが国特有の市場環境や制度等に対応できる業務のあり方を目指してきたこともまた事実である。

例えば当協会では、fiduciaryを「契約関係以上の高度の法的義務、さらに、自発的に他人のために尽くすという道徳的・倫理的義務を負い、専ら相手方の利益のために、最高度の信義誠実を尽くして行動する」(引用10頁参照)者として捉え、fiduciaryたり得ることを基本的精神とすることを会員各社に啓蒙してきた。しかしながら、このことは決して英米法におけるfiduciary duty概念をそのまま適用させることを狙ったものではなく、その高い信頼関係維持の理念とその信頼維持のための自発的行動こそが投資顧問業務の本質であると理解し、その理念に倣うことがわが国の投資顧問業務の発展に資すると考えたことに他ならない。実際に、わが国では、投資顧問業法制定当時の市場動向等を勘案の上、英米法には規定されていない開示における顧客の「同意」を法令に規定し、さらにはその規定を厳格に守る自主規制ルールを整備するなど、fiduciary dutyの持つ高い理念を参考に、独自の制度体系を構築してきている。fiduciary dutyと善管注意義務が同じか別かの整理等が十分できていなかったとはいえ、今日の当業界の発展と顧客との信頼関係構築状況を考えた場合、基本的精神を英米のfiduciaryに倣ってきたことが、少なくとも誤りではなかったことが立証されていよう。

本報告書では、従来からの疑問点の全てに結論を得たわけではないが、fiduciary dutyがその柔軟性故の曖昧性を持つことや、投資顧問業務の責務が個別ケース毎に異なることを踏まえ、統一的な行為規範を設けることが困難であることを明らかにしている。また逆にその業務としての柔軟性が投資顧問業務の最大の特質であり多様なサービスを提供できる手段であるとも言え、当業界はその特質を引き続き維持していく努力が重要となり、そのためには、fiduciary duty概念の理念である顧客との信頼関係を今後ますます強化していくことが必要であることを示している。

今後、資産運用業務がさらに高度化・多様化していく中で、提供サービスの内容も複雑化し各種訴訟等が増えてくることも予想されるが、各投資顧問業者は、それらの事例・判例にも注目しつつわが国特有の事情を踏まえ、英米およびドイツの事例で参考にできることは積極的に倣い、顧客とのさらなる信頼関係強化を図ってい

くことを本報告書は望むものである。

なお、本報告書は、善管注意義務の適用範囲、忠実義務や説明義務と善管注意義務との関係、他の資産運用業者の注意義務との関係、委任の本旨の解釈と投資顧問料との関係等においては、可能な限りの議論を行いまとめたつもりではあるが、なお、内容的に不十分な部分も残されていると思われる。それらについては、今後の資産運用業界における具体的な事例の蓄積を待つとともに、さらなる理論研究を重ねていく必要がある。

以上

【これまでの検討状況】

第1回（平成12年10月19日）：

運営方法の検討他

第2回（平成12年11月17日）：

「受託者責任について」

講演者：東京大学大学院総合文化研究科教授 道垣内 弘人氏

第3回（平成12年12月18日）：

「受託者責任に関する主要論点と連合会の取組み、年金基金からみた『最良執行』義務」

講演者：厚生年金基金連合会運用調査部長 島崎 謙治氏

第4回（平成12年12月27日）：

「ドイツ法における注意義務について他」

講演者：学習院大学法学部教授 神作 裕之氏

第5回（平成13年1月31日）：

「英国における金融サービス・市場規制」

講演者：早稲田大学法学部助手 河村 賢治氏

第6回（平成13年3月7日）：

「受託者責任に関する最近の議論からみた投資顧問業者」

講演者：東京大学法学部教授 神田 秀樹氏

「投資顧問業者の注意義務について（具体的事例の整理）」

講演者：研究員 シュローダー投信投資顧問（株）

コンプライアンス部長 西山 寛氏

第7回（平成13年3月29日）：

各論I（顧客の指示内容の「確認」と「遵守」について議論）

第8回（平成13年4月16日）：

各論II（顧客の指示内容の「確認」と「遵守」ならびに投資対象の「判断」）

について議論)

第9回（平成13年4月26日）：

各論Ⅲ（投資対象の「判断」と「発注事務」について議論）

第10回（平成13年5月10日）：

各論Ⅳ（「発注事務」と「報告」について議論）

第11回（平成13年6月4日）：

各論Ⅴ（「照合」について議論）

「グローバル運用会社のファイデュシャリー・ポリシー・マニュアルについて」

講演者：事務局 インベスコ投信投資顧問（株）リーガルコンプライアンス
コンプライアンスオフィサー 松原菜緒子氏

「注意義務に関する日本の裁判例・学説」

講演者：法令研究員 あさひ法律事務所 弁護士 江尻 隆氏

法令研究員 三井安田法律事務所 弁護士 山中 真人氏

第12回（平成13年6月18日）：

「投資顧問業者と『善良なる管理者としての注意義務』－米国の例を素材として－」

講演者：スキャデン・アーブス外国法事務弁護士事務所

　　外国法事務弁護士（ニューヨーク州）渡邊 健樹氏

最終報告書（案）について議論（I）

第13回（平成13年6月29日）：

最終報告書（案）について議論（II）

第14回（平成13年7月25日・最終回）：

最終報告書（案）の確認

【研究会メンバー】

① 座 長：

上村 達男（早稲田大学法学部 教授）

② 法令研究員：

江尻 隆（あさひ法律事務所 弁護士）

山中 真人（三井安田法律事務所 弁護士）

③ 研究員：

尾野田仰曠（日立投資顧問(株) 管理グループシニアヴァイスプレジデント）

谷 桂子（野村アセットマネジメント(株) 法務室長）

原口 康彦（U F J アセットマネジメント(株) 企画部部長代理）

西山 寛（シユローダー投信投資顧問(株) コンプライアンス部長）

中井 省（(社)日本証券投資顧問業協会 専務理事）

松島 洋（(社)日本証券投資顧問業協会 嘴託）

[就任時：住信アセットマネジメント(株) 投資顧問営業部長]

④ オブザーバー：

和仁 亮裕（三井安田法律事務所 弁護士）

河村 賢治（山梨学院大学 講師）

[就任時：早稲田大学法学部 助手]

⑤ 事務局：

松原菜緒子（インベスコ投信投資顧問（株）

リーガルコンプライアンス コンプライアンスオフィサー）

村岡 佳紀（第一勧業アセットマネジメント（株）

法務室兼総合企画部 シニアオフィサー）

[就任時：(社)日本証券投資顧問業協会 調査役]

木村 英紀（(社)日本証券投資顧問業協会 調査役）

(注) 仲野 博之氏（就任時：野村アセットマネジメント(株) 法務室マネージャー、現在：同社NY現地法人勤務）が研究員として平成13年3月まで参加

(別添)

1. 商事信託法要綱（出典：商事信託研究会編「商事信託法の研究」[2001年]）
[一部抜粋]

第2節 受託者の権利

第421条 報酬を受ける権利

- ① 受託者は、信託契約に別段の定めがない限り、報酬を受ける権利を有する。
- ② 受託者の報酬の額又はその決定方法は、信託契約により定めなければならぬ。
- ③ 次条及び第423条の規定は、第1項の場合について準用する。

第422条 信託財産から補償を受ける権利

- ① 受託者は、信託事務の処理のために費用を支出したときは、信託財産を売却し、その代価から他の債権者に優先して補償を受けることができる。信託事務の処理のために受託者が損害を受けたときも、同様とする。
- ② 受託者は、信託事務の処理のために債務を負担した場合において、やむをえない事情があるときは、債務の弁済期が到来していないときに限り、その債務の弁済に先立って前項の権利を行使することができる。
- ③ 受託者は、前2項の権利を行使することが信託目的の達成の妨げとなるときは、その権利を行使することができない。
- ④ 受託者は、第1項及び第2項の権利について満足を受けるまで、受益者に対し、信託財産の引渡しを拒むことができる。

第423条 受益者に対する償還請求権、補償請求権及び前払請求権

- ① 受託者は、信託事務の処理のために費用を支出したときであっても、信託契約に別段の定めがない限り、受益者に対し、費用の償還を求めることができない。信託事務の処理のために受託者が損害を受けた場合における補償についても、同様とする。
- ② 受託者は、信託事務の処理のために債務を負担したときであっても、信託契約に別段の定めがない限り、受益者に対し、費用の前払いを求めることができない。信託契約において費用の前払いについて定めた場合には、受益者に対し費用の前払いを求めることができる受託者の権利は、信託財産に帰属する。
- ③ 信託契約において、前2項に関し、受託者が、受益者に対し、費用の償還、損害の補償又は費用の前払いを求めることができる旨を定めた場合には、前条の権利を使用しえない特段の事情又はその権利を使用しても満足を得られ

ない特段の事情がない限り、受託者は、受益者に対し、費用の償還、損害の補償又は費用の前払いを求めることができない。ただし、信託契約において別段の定めをすることを妨げない。

第3節 受託者の義務

第431条 善管注意義務

- ① 受託者は、信託契約に従い、善良な管理者の注意をもって信託事務を処理しなければならない。
- ② 受託者は、信託財産の運用については、信託契約に特段の定めがない限り、分散投資をする等の信託財産全体におけるリスクとリターンの関係及び管理費用について配慮しなければならない。

第432条 信託事務の委託（自己執行義務）

- ① 受託者は、信託契約に別段の定めがない限り、信託事務の処理を他人に委託することができる。
- ② 受託者は、前項の規定により他人に信託事務の処理を委託する場合には、その他の選任および監督につき責任を負う。
- ③ 第1項の規定により信託事務の処理の委託を受けた者は、受託者と同一の責任を負う。
- ④ 前項の規定にかかわらず、受託者は、信託事務の処理の委託を受ける者の契約により、その者の責任を軽減又は免除することができる。この場合には、第2項の規定は適用せず、受託者は、信託事務の処理の委託をしなかった場合と同様の責任を負う。

第433条 分別管理義務

- ① 受託者は、信託財産を固有財産及び他の信託財産と分別して管理しなければならない。ただし、信託契約に別段の定めがあるときは、この限りでない。
- ② 前項ただし書の場合には、各別に計算を明らかにしなければならない。
- ③ 受託者は、第1項本文の規定にかかわらず、信託財産に帰属する債権を固有財産に帰属する債権及び他の信託財産に帰属する債権と合わせて被担保債権とする担保物件を取得することができる。
- ④ 受託者が第1項ただし書により信託契約の定めに基づき信託財産を固有財産と分別して管理しなかった場合において、分別管理をしなかったことにより信託財産に損害が生じたときは、受託者は、その損害を賠償する責任を負う。

第434条 忠実義務

- ① 受託者は、受益者のため忠実に信託事務の処理をしなければならない。
- ② 受託者は、受託者と利益が相反する行為をしてはならない。ただし、次の各号に掲げる場合は、この限りでない。
 - 1 信託契約の定めに基づくとき。
 - 2 その行為につき重要な事実を開示して受益者の承認を得たとき。
 - 3 その行為が公正なものであるとき。
- ③ 受託者は、信託契約で定めた報酬のほかは、信託事務の処理にあたり利益を得てはならない。この場合には、前項ただし書の規定を準用する。

第435条 公平義務

- ① 受益者が複数いる場合には、受託者は、受益者を公平に取り扱わなければならぬ。
- ② 前条第2項第1号及び第2号の規定は、前項の場合について準用する。
- ③ 前2項の規定は、複数の信託契約に基づいて成立した信託につき合同運用が行われている場合について準用する。

第436条 会計帳簿及び計算書類の作成義務等

- ① 受託者は、信託事務につき会計帳簿を作成しなければならない。
- ② 受託者は、前項の会計帳簿及び信託事務に関する重要な書類を10年間保存しなければならない。
- ③ 受託者は、毎決算毎に、信託事務につき貸借対照表、損益計算書、信託事務報告書及び利益処分又は損失処理に関する報告書を作成しなければならない。
- ④ 受託者は、前項の書類を5年間本店に、その謄本を3年間支店に備え置かなければならない。
- ⑤ 受益者及び利害関係人は、受託者の営業時間内にいつでも、第3項の書類の閲覧を求め、又は受託者に費用を支払ってその謄本若しくは抄本の交付を求めることができる。

第4節 受託者の責任

第441条 受託者の対内的責任

- ① 受託者が法令又は信託契約に基づき受益者に対して負担する債務については、信託契約に別段の定めがない限り、受益者は、信託財産に対してのみ強制執行、仮差押え若しくは仮処分をし、又はこれを競売することができる。ただし、受託者が受益者に対して負う損害賠償責任については、この限りで

はない。

- ② 受託者が法令又は信託契約に違反したときは、受益者又は他の受託者は、その受託者に対し、信託財産に生じた損害の賠償を請求することができる。この場合において、相当と認められるときは、信託財産の原状回復を請求することができる。
- ③ 受託者が第434条に違反する行為をしたときは、受益者又は他の受託者は、その受託者に対し、その行為によって得た利益を信託財産に返還することを請求することができる。この場合には、前項の適用を妨げない。

第442条 受託者の責任の免除

- ① 受託者の責任は、信託契約によりあらかじめ包括的に免除することができない。
- ② 前条第2項及び第3項に基づき発生した受託者の責任は、受益者の同意により放棄又は制限することができる。

第443条 受託者の対外的責任

受託者は、信託事務の処理につき悪意又は重大な過失があったときは、受益者及び受託者以外の第三者に対しても、その損害を賠償する責任を負う。

2. 「東京地判平9・12・17（判例タイムス982号181頁〔1998〕）」判旨

反訴認容、本訴棄却（控訴後、和解が成立。以下X主張の①②に関する部分のみ抜粋）

「本件一任契約においては、投資判断を一任されたYらの裁量的な判断によって本件ファンドの運用が行われる仕組みとなっている。したがって、Yらが与えられた裁量の範囲を逸脱し、又は右裁量権を濫用して投資判断を行わない限り、Yらに注意義務違反による違法の問題は生じない。」

「もとより、Yらの裁量権は無制限のものではなく、法令及び本件一任契約の本旨に従い一定の規律を受けていることは否定できないから、そのような規律に反した投資判断をするのは裁量権の逸脱にあたるということができるし、Yらが自己又は第三者の利益を図る目的で投資判断を行えば裁量権の濫用にあたることになる。したがって、それによってXに損害が発生した場合には、Yらはその損害を賠償しなければならない。」

「ただし、投資一任契約における投資顧問業者の投資判断は、すぐれて専門的なものであり、また、市場の先行きに対する一定の予測と可能性の上に成立するものであるから、当該投資判断が当時の客観的状況及び投資顧問業者に与えられていた法令及び約定の規律に照らして明らかに合理性を欠いたものと認められる場合に、裁量権の逸脱があると認めるべきである。」

「そこで、Y2のとった投資方針に裁量権の逸脱があるか、即ち期末に10パーセントの実現益を達成するという目標（筆者注：XがYらに与えた契約上の規律である）に照らして、株式及びワラントを中心に短期売買するという方針が明らかに合理性を欠くものといえるか」が問題となるが、「明らかに合理性がないというためには、①期末に10パーセントの実現益を達成することが可能な他の投資方針（以下「代替案」という。）が存在すること、②代替案がY2の投資方針と比較して明らかにリスクの少ないものであること、③代替案は、当時の一般の投資顧問業者であれば考慮の対象とすることが可能であり、かつ当然であるといえることが、それぞれ必要である」とし、「Xの主張及び立証は、Y1のとった投資方針と具体的な代替案とを比較してその優劣を論じるには至っていない」ため、「Y1に裁量権の逸脱があったと認めるには至らない」とした。

なお、株式の大暴落とその後の株価の低落基調で半年以上が経過した後に、原告からの疑問提起があったにもかかわらず、Yらが投資方針を変更しなかった点につき、「顧客であるXに実情を詳細に説明した上、投資方針の変更の当否及び取引の実行方法等についてYら自身の意見を述べて、Xの意思を確認することが

あっても良かったと思われる。一方は投資顧問業者であって投資の専門家、他方は専門家に取引を一任してその専門的能力に依存している顧客という関係にあるからである」としながら、「右のようにしなかったという不作為が違法とまでいえるか」というと、話はまた別であり」、本件では、「Yらが前述のような点をXに説明したとしても問題の解決にはならなかったということができる」から、「Yらが説明をしなかったという不作為の問題は違法とまでの評価には結びつかないのであり」、「右の点をもってYらの裁量権の逸脱ということはできない」とした。

投資顧問業者の注意義務について

2001年9月発行 禁・無断転載

編集／発行 社団法人 日本証券投資顧問業協会
〒103-0025 東京都中央区日本橋茅場町2-1-1
第二証券会館 7階
電話・FAX 03-3663-0505・03-3663-0510

制作 株式会社 財経詳報社
〒105-0021 東京都港区東新橋1-2-14
電話 03-3572-0624（代表）
