

信認義務と自己責任原則

——継続的証券取引を中心として——

今 川 嘉 文

～目 次～

はじめに

I 米国証券法と信認義務

II ERISA と信認義務

III Dasler 判決と自己責任原則

IV 継続的証券取引と専門家責任

おわりに

はじめに

継続的証券取引において、証券会社および投資顧問などの資産運用会社（以下、証券業者）という専門家の責任を考える場合、投資家と証券業者との関係が問題となる。投資家保護の前提として、「arm's-length」という法理がある。

当該法理の狭義は、「支配および隷属を排除するところに、投資家の利益を護ることができる。この関係が築かれているかが問題であり、権限を委譲された者には高潔さ（integrity）という倫理的価値判断が課せられる」というものである。

他方、当該法理の広義は、「権限を委譲された者は、同様の立場・地位にある者であれば当然にとらなければならない行動が課せられる」というものである。

すなわち、信頼関係の悪用・濫用、誠実性の欠如という背任性に、権限を委譲された者に対する責任を求めるものである。そして、顧客が証券業者を通じて継続的証券取引および資産運用を行っている場合、証券業者は顧客の信頼および財産を利用して、その利益を無視または配慮せず自己利益の追求を図ったのであれば、顧客が利益を獲得したか否かにかかわらず、自己の獲得した利益を吐き出す必要がある。

契約当事者間に情報の収集および蓄積をする能力に著しい格差があり、一方の当事者が他の当事者に、情報提供および推奨に基づき、一定の取引を行わせ、それにより営業利益を得ている場合、情報の収集および蓄積をする能力に劣る当事者を保護することが求められる。

証券業者が顧客からの売買注文に係る単なる執行機関にすぎない場合、証券業者は受託者として最良執行義務に基づき、顧客の売買注文および各種の指示を正確に執行すればよい。しかし、顧客が証券業者の推奨および助言指導に依存し、強固な信頼の下で取引が継続され、証券業者が顧客勘定による取引内容を実質的に決定している場合、個々の取次委任契約または売買契約以外に、投資顧問契約に準ずる契約が黙示されていると言える。

このように、証券業者が顧客口座の運用および投資判断に関する事実上の裁量権を有し、信頼を基礎とした継続的取引関係および投資顧問的役割を有している場合、顧客との間に誠実公正義務に基づく専門家責任としての「信認関係」が成立する。

一定の品質内容が保証される消費者保護とは異なり、証券取引にはリスクが内在しており、投資家の自己責任を安易に軽減させることは困難である。

そこで、本稿は継続的証券取引における証券業者の専門家責任を考察するうえで、信認義務に焦点をあて、当該法理に由来する慎重人原則、慎重投資家（合理的投資家）原則、分散投資義務について考察をする。

そして、年金プラン（企業の従業員年金基金）を独占的に運用する証

信認義務と自己責任原則

券業者が、投資信託による不適切に多数量かつ頻繁な取引（過当取引）を行ったとして、ERISAにおける信認義務違反が問題となった事例であるDasler判決を紹介し、違法性の認定要素および損害賠償額の算定方法について検討をする。これら一連の議論を通じて、投資家の自己責任原則について再考をする。

Ⅰ 米国証券法と信認義務

証券業者は顧客から証券売買の注文を受けた場合、顧客に対し、受託者としての信認義務（fiduciary duty）⁽¹⁾を負う。信認義務は、「Restatement of The Law (Agency)」または「Restatement of Trusts」⁽²⁾に基づき、コモンローおよび衡平法により発展してきた概念である。

これまで、証券取引に係る多くの訴訟において、適用範囲が広範である米国の1934年証券取引所法10条b項および同法規則10(b)-5違反とともに、証券業者の信認義務違反が問われてきた。信認義務は元来、州法上の問題であるが、当該法理に基づき証券業者の行動規範が導かれ、連邦証券諸法による規制に多くの影響を及ぼしている⁽³⁾。

例えば、証券の売買取引に関する顧客の注文を執行する受託者として

(1) MILLER & JENTS, BUSINESS LAW TODAY (West Legal Studies in Business, 5th ed., 2000), Chapter 29, at 625.

(2) 「Restatement」とは、現にある判例法、および州によって顕著な相違がある場合には今後の趨勢となるであろう合理的な法準則と認められるものを、それぞれの法分野の権威とされる学者および実務家が、米国法律協会の委嘱を受けて、条文の形で分かりやすくまとめたものである。それにより、州毎に異なる米国法の統一にも資することになる。1人の主任起草者の下に起草グループを形成し、草案の形成過程で広く質疑にさらされたうえで、米国法律協会の年次総会において承認されるという手続きを経る（樋口範雄『フィデューシャリー [信認] の時代』(有斐閣, 1999年) 75頁, 187頁)。

(3) 松岡啓祐「アメリカにおける証券の過当売買の規制と認定基準（四・完）」法研論集（早稲田大）67号 235頁。

の証券業者は顧客に対し、最上の利益のために行動する最良執行義務がある。これは、コモンローの代理の法理に由来する。

顧客が証券業者を証券取引の専門家として信頼かつ依存し、その推奨および助言指導に従って売買注文を出している場合、証券業者と顧客の間に信認関係が認められる。かかる場合、証券業者は顧客の注文について最も有利な条件を確保する積極的な義務を負う。最良執行を確保するための合理的な注意を怠るか、最良執行を確保しないことの十分な情報提供を怠るときは、連邦証券諸法の詐欺禁止規定の違反が生じるものと⁽⁴⁾されている。

そのため、1934年証券取引所法規則10(b)-5に基づき、損害を被った投資家は証券業者にその補償を請求することができる。規則10(b)-5は、「証券取引の公平確保」に加え、より具体的な「投資家の財産的利益の確保」という観点から私的訴権が認められて⁽⁵⁾いる。

証券業者が顧客口座の運用に関する事実上の裁量権を有し、顧客との間に信頼を基礎とした継続的取引関係および投資顧問の役割を有している場合、信認関係に基づく忠実義務 (duty of loyalty) および善管注意義務 (duty to exercise reasonable care and skill; duty of prudence) を負うこと⁽⁶⁾になる。

そこで、証券業者は顧客の利益を図り、証券取引の専門家として合理

(4) 神崎克郎「流通市場の改善——顧客注文処理規則の改正」証券取引法研究会国際部会編『欧米における証券取引制度の改革』（日本証券経済研究所、1998年）137頁。

(5) その要件である「欺罔の意図」に関して、ある論者は行為者の意識を、「善意 (innocence)、過失 (negligence)、思慮の欠如 (reckless)、現実的認識 (actual knowledge)、害意 (malice)」に分類したうえで、「欺罔の意図とは、単なる過失よりは重い認識であり、意識的な怠慢以上のものである」と指摘する (Keeton, *The Necessity for an Intent to Deceive*, 5 U. S. L. A. L. Rev. 583 (1958))。

(6) Nichols, *The Broker's Duty to His Customer under Evolving Federal Fiduciary and Suitability Standards*, 26 Buf. L. Rev. 435 (1977)。

信認義務と自己責任原則

のかつ思慮ある行動をとることが求められる。それ故、経済的合理性および根拠のない投資推奨の禁止、無断売買の禁止などの公正な取引義務がブローカーに課せられる。他方、ディーラーは顧客との間における直接的な信認関係はない。しかし、その取引量および取引力並びに情報量が市場圧力となり、顧客の利益が不当に害されることを防ぐために、公正な取引義務がディーラーに課せられるのである。

「ブローカーが単に顧客の注文を執行するときには、狭い範囲の信認義務しか負わない。しかし、ブローカーが顧客の口座を完全にまたは事実上、支配しているときには、最大範囲の信認義務を負うことになる」という学説がある一方、判例を概観すれば、信認義務の有無および程度並びにそれに伴う注意義務の程度は固定していないとする指摘⁽⁷⁾がある。

証券業者と顧客との関係は、取引形態により異なるといえる。例えば、①投資助言を一切行わないディスカウント・ブローカーを通じた取引の場合、②特定のブローカーと継続的に取引関係を有しているが、当該ブローカーの推奨および助言指導に黙従しているのではない場合、③顧客がブローカーに投資判断を全面的に任せる売買一任勘定取引契約を締結している場合、④ブローカーが顧客口座を支配し、事実上の売買一任勘定取引を行っている場合など、事例ごとに、信認義務の内容は異なること⁽⁸⁾になる。

前述したように、証券業者が顧客からの売買注文に係る単なる執行機関にすぎない場合、証券業者は受託者として最良執行義務に基づき、顧客の指示を正確に執行するととどまる。

それに対し、①証券業者が顧客に対し、投資に関する推奨および助言指導を行い、顧客は証券業者からの推奨および助言指導に従い、売買注文を出すという継続的取引関係が構築され、証券業者が投資顧問的役割

(7) アンドリュー・M・パーデック『証券取引勧誘の法規制』（商事法務研究会、2001年）61頁。

(8) 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』（弘文堂、1999年）199頁。

を有している場合、②証券業者が顧客口座を実質的に支配し、一連の取引を主導している場合、証券業者は受認者として、顧客たる委託者に単に自己責任を迫るのではなく、顧客利益に配慮し、その利益を最大限に⁽⁹⁾ 図る高度の注意義務を負う。

それ故、証券業者は、①顧客の要望および投資目的に基づく方法で口座を管理し、②顧客の利益に影響を及ぼす市場変化について情報収集および分析を行い、当該市場変化に適切に対応し、③実際に成立させた各取引の内容を顧客に適時に知らせ、④証券業者が主導して顧客勘定で行っている取引についての実質的な効果、予想される収益、生じうる可能性がある最悪の事態を含む投資リスクを詳細に説明しなければならない、⁽¹⁰⁾ 専門家としての義務を負っているといえる。

信認義務とは、他人の財産の管理運用を委託された受認者が、委託者または受益者の最大利益を図るために、合理的かつ思慮ある行動をとらなければならない義務といえる。そのため、契約当事者のそれぞれが自らの利益の最大化だけを図ればよいとする伝統的な契約法理ではなく、委託者が受認者に自己の利益の最大化のために働くことを期待することができる法理である。⁽¹¹⁾

しかし、信認義務は信託契約を締結した場合に限らず、一方が他方に依存または他方を信頼し、他方が自己に依存している相手方の財産の管理運用に関する裁量権を有する関係にある当事者間において、広く認められるものである。⁽¹²⁾

証券取引において、顧客と証券業者との間に売買一任勘定取引契約が締結されていなくとも、証券業者が事実上、顧客口座を支配し、実質的な売買一任勘定取引が行われ、継続的かつ長期的な取引関係に基づく投

(9) 樋口範雄・前掲注(2)46頁。

(10) Lieb v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, 461 F. Supp. 951 (1978).

(11) 樋口範雄『アメリカ契約法』(弘文堂, 1994年)81頁。

(12) Frankel, *Fiduciary Law*, 71 Cal. L. Rev. 795 (1983).

信認義務と自己責任原則

資顧問的役割を有している場合、顧客と証券業者との間には信認関係が成立していると考えられる。

当該状況下においては、証券業者は、顧客の意向・要望、投資目的、財産状況、投資経験および投資知識などを聞き出し、顧客が各取引内容を理解しているかを確認し、顧客が属性に反する不適合な取引を求めたときには、その不適合性を理解させなければならない⁽¹³⁾。

継続的証券取引において問題となる、顧客属性などに照らして不適切に多数量かつ頻繁な証券取引を証券業者が主導して行うことを指す「過当取引」は、「証券業者による顧客口座の支配（取引の主導性）」を要件としているが、その立証には、証券業者と顧客との関係を詳細に分析しなければならない。

「口座の支配（取引の主導性）」とは、証券業者が顧客口座を支配し、一連の取引を主導することにより、売買対象の金融商品、銘柄、単価、数量、売買の時期、買付と売付の別、現物取引と信用取引の別など、投資選択および投資判断に関する事実上の裁量権を有している状態である。顧客と証券業者との間に、売買一任勘定取引契約が締結されている場合に限らず、証券業者による実質的な売買一任勘定取引もまた、それに該当する。

売買一任勘定取引契約が締結されているならば、証券業者は顧客の財産を管理および運用することを信託されており、高度の信認義務を負うが、事実上、顧客口座を証券業者が支配している場合でも、同じである。当該状況下において、証券業者は信認義務を負う受認者としての地位は、証券の取引回数および取引量に比例して増大する売買委託手数料を受領する営業員としての地位に優先する⁽¹⁴⁾。

顧客と証券業者が信認関係にある場合、受認者である証券業者が、リ

(13) アンドリュー・M・パーデック・前掲注(7) 62頁。

(14) 小島秀樹「日本における証券過当売買規制の相違」商事法務1289号 6-7頁。

スク分散をしないで、市場信用度の低い銘柄を大量に買付けるなど、極めて投機的な証券取引または経済的合理性に欠ける口座運用を行えば、「慎重投資家（合理的投資家）」原則（prudent investor rule⁽¹⁵⁾）に反するとして、善管注意義務違反に問われる。

そして、①これら取引態様が、証券業者の利益を実現するため、顧客利益を無視または配慮しないものであり、②取引に係る支払経費が不当に多大なものとなることを回避すべき義務を怠り、③証券業者が取引に関し知りうべき重要な事実を顧客に伝えていないのであれば、ただちに忠実義務違反⁽¹⁶⁾となる。そのため、証券業者は当該一連の取引により生じた損失を、顧客に補償しなければならない。

さらに、顧客の属性および財産状態に鑑み、極めて投機的な取引または経済的合理性に欠ける売買取引の注文を、顧客が信認関係にある証券業者に指示した場合、受託者である証券業者は当該指示をそのまま執行することには問題がある。すなわち、証券業者には顧客との間に信認関係がある場合、情報提供義務を負い、専門家として何らの助言もせず、過大な投資リスクを有する証券取引を指示のまま執行すれば、注意義務違反⁽¹⁷⁾となる。

証券業者は顧客に多数量かつ頻繁な証券売買をさせればさせるほど、顧客がこれら取引により利益を獲得するかどうかに関係なく、証券業者の売買委託手数料収入は増えることになる。それ故、証券業者が顧客の投資目的に反し、財産状況、投資経験および投資知識などに鑑みて、過

(15) 合理的な投資家原則に基づき、証券業者は信認関係にある顧客の口座を運用できる事実上の裁量権を有している場合、合理的な投資家であれば行うであろう取引内容および取引手法を採らなければならない（Restatement (Third) of the Law of Trusts: Prudent Investor Rule § 227）。Phillips, Jr., *Chasing Down the Devil: Standard Investment Under the Restatement (Third) of the Trusts*, 54 Wash. & Lee L. Rev. 335 (1997)。

(16) Restatement (Second) of the Law of Trusts § 170.

(17) 樋口範雄・前掲注（2）175-177頁。

信認義務と自己責任原則

度に多数量かつ頻繁な証券売買を顧客勘定により行うことは、証券業者が負うべき信認義務を逸脱した行為である。

II ERISA と信認義務

1 ERISA の法理

Employee Retirement Income Security Act of 1974（米国従業員所得保障法、または米国企業年金法。以下、ERISA）に基づく信認義務および受認者の概念は、信託の受託者（trustee）と受益者（beneficiary）との関係に由来する。それは、ERISA の下で保障される年金基金は、資産が適切に設定された信託により管理されることが必要なためである。

受認者が負うべき信認義務は、第1に忠実義務（duty of loyalty）、第2に注意義務（duty of care）または慎重（合理性）義務（duty of prudence）⁽¹⁸⁾に大別できる。

第1の忠実義務は、「受認者が受益者の利益のためだけに行動をしなければならず、受益者の利益を犠牲にして自己の利益を図ってはならない義務」である（29 U.S.C. § 1104 (a) (1) (A)）。

第2の注意義務または慎重（合理性）義務は、「信託の運営に関し、受益者に対して通常の慎重さを有する者であれば、自己の財産を処分する際に用いるであろう注意および技量を行使すべき義務」である。

当事者間の契約に即した運用内容から単に逸脱している場合には、契約上の義務違反と位置づけられる。しかし、資産運用においては、必ずしも明確かつ具体的な投資計画の提示、個々の取引に関する是非の検討、一定期間の経過後の当事者間の定期的な話し合いがなされていないことも少なくない。

そのため、忠実義務、注意義務もしくは慎重義務は、当事者間の合意のみにより基礎づけられる契約上の義務とは異なり、財産権法（law of

(18) 行澤一人「ERISAにおける年金資産の分散投資義務」『アメリカ商事判例研究』（商事法務研究会、2001年）292-293頁。

property) 上, 特に要求される高度な基準の義務と解される。

受託者の慎重 (合理性) 義務から, 慎重投資義務が派生し, 1959年に第2次信託法リステイメント227条として明文化された。また, 投資におけるポートフォリオ理論の発展に伴い, 投資リスクを最小限にすることを求める分散投資義務 (duty of diversification) が慎重投資義務の一形態として, 第2次信託法リステイメント 228条に規定されている。⁽¹⁹⁾

慎重投資義務は, 1992年に第3次信託法リステイメント 227条 a 項として改正され, 慎重投資基準を, 「この基準は, 合理的な注意, 技量, および慎重さを要求するが, 個々の孤立したものとしての投資にはなく, 信託のポートフォリオの文脈に即して, かつ投資戦略全体における一部としての投資に適用される。そして, その投資戦略は当該信託に合理的に適合するようリスクとリターンの目標を組み込んでいるべきである」と規定する。

このように, 1992年改正は, 慎重投資義務にみる慎重性 (prudence) の概念を「投資戦略は当該信託に合理的に適合するようリスクとリターンの目標を組み込んでいるべきである」と述べ, 硬直的な基準を修正している。

これら受託者の慎重 (合理性) 義務は, ERISA 404条 a 項 1号において, 慎重人原則 (prudent man rule) および分散投資義務 (duty of diversification) として規定されている。

2 慎重義務に基づく具体的義務

(1) 慎重人原則

受託者たる投資運用者は, 慎重人原則 (prudent man rule) に基づき, 加入者 (participants) および受益者 (beneficiaries) の利益のために,

(19) 行澤一人・前傾注 (18) 293頁。

信認義務と自己責任原則

当時の環境の下で、同様の地位にある、その事項に精通した慎重な人が、同様の性格および同様の目的をもつ事業行動において用いる注意、技能、慎重さおよび勤勉さをもって、企業年金制度に関する義務を履行しなければならない（ERISA 404条 a 項 1 号 b）。

慎重人原則は、受認者が異議を申し立てられた取引にかかわった場合に、投資のメリットおよび投資の仕組みを調査するための適切な方法を採用したかが問題となる⁽²⁰⁾。そして、受認者は運用対象のポートフォリオについて、適切に検討をすることが求められる。「適切な検討」には、つぎの内容が含まれる。

第1に、ポートフォリオの投資および投資方針に関する損失リスクおよび利益の見通しについて検討をなし、当該投資および投資方針を合理的に立案されたものであること。

第2に、分散に関係するポートフォリオの構成、キャッシュフローの必要性に関係するポートフォリオの流動性および現時点の収益、資金供給に関係するポートフォリオの目標収益、である。

モダン・ポートフォリオ理論の登場などにより、投資における慎重人原則は慎重投資家（合理的投資家）原則（prudent investor rule）へと進化していった。受認者たる投資運用者は、慎重投資家（合理的投資家）原則に基づき、顧客の口座を運用できる事実上の裁量権を有している場合、合理的な投資家であれば行うであろう取引内容および取引手法を採用しなければならぬ⁽²¹⁾。

慎重人原則は受認者の投資判断により柔軟な裁量を付与することが本来の意図であったが、次第に「投機」を禁止する根拠と解されるようになった。しかし、近年の判例においては、投資リスクに対する考えが、回避(avoidance)から、慎重（合理的）な管理（prudent management）

(20) Donovan v. Mazzola, 716 F.2d 1226 (9th Cir. 1983).

(21) Langebein, *The Uniform Prudent Investor Act and the Future of Trust Investing*, 181 Iowa L. rev. 641 (1996).

への変化するようになり、投機といわれるものも含めハイリスクへの投資が直ちに、⁽²²⁾ 慎重人原則違反となるものではなくなった。

慎重人原則に違反するか否かは、期待リターンなどの投資そのものの要因だけではなく、ファンドの目的および性格、またはポートフォリオの構成など、全体を通じて総合的に判断される。

例えば、潤沢な資産余剰のあるファンドでは、そうでないファンドよりも大きなリスクのある投資運用を採用することも許容される。そのため、当該ケースでは、受託者がハイリスク投資を回避しなかったことが、慎重人原則違反とはならない。

しかし、受託者は最悪の事態の想定、投資コスト、利回りなどを客観的に調査したうえで、リスクを的確に管理していたかという「調査・監視義務」を負うものである。それは、資産余剰のあるファンドか否かとは関係がない。⁽²³⁾

(2) 分散投資義務

ERISA は慎重人原則の中において、「明らかに思慮深い投資でない限り、投資は分散しなければならない」とする分散投資義務 (duty of diversification) を規定している (ERISA 404条 a 項 1 号 c)。

分散投資義務の目的は、一つのまたは一種類の証券に投資する割合を限定して、損失リスクを分散させることであり、慎重さに欠け、不誠実な行為から、ファンドを保護し、多額の損失を被ることを防止することにある。⁽²⁴⁾

分散投資義務は、積極的分散投資義務と消極的分散投資義務に分類で

(22) Harley v. Minnesota Mining & Manufacturing Co., 42 F. Supp. 2d 898 (D. Minn. 1999).

(23) 石垣修一「資産余剰のある制度での投資による損失」財団法人年金基金センターエリサ法判例研究会編『年金資金管理運営と受託者責任—米国企業年金法判例とわが国への示唆 そのⅡ—』54頁。

(24) 飯塚 真「ERISA における分散投資義務」・前傾注 (23) 67頁。

信認義務と自己責任原則

き、前者は受認者に幅広い分野および種類に投資を分散することを求め、後者は受認者に一つのまたは一種類の証券に全資産に対する合理的な割合を超えて投資することを禁止する。⁽²⁵⁾

分散投資義務は、広義において注意義務の一類型であるが、狭義においては注意義務から独立した責任規範であり、分散投資をしない決定を行う場合には、受認者は慎重かつ思慮深くなければならないことを求めている。

分散投資義務について、ERISA は投資の集中度について明確な基準を示してはいない。しかし、誠実義務および経営判断原則のように、行為者の主観的要素が問題とされるのではなく、客観的に判断される。⁽²⁶⁾ 判例を概観すれば、つぎの要素を総合的に考慮して判断されている。

①当該年金プラン（年金基金）の目的、②当該年金プランの資産規模、③財務および産業の状況、④投資対象の種類（株式、公共債、社債など）、⑤投資対象の地域的別分散、⑥投資対象の産業別分散、⑦投資対象の満期までの期間、である。⁽²⁷⁾

これらの立証責任は原告が負い、原告が立証に成功すれば、被告は一連の投資が分散投資義務に違反せず、明らかに慎重に行われたことを立証しなければならない。

3 ERISA と自己責任原則

慎重人原則および分散投資義務に違反していないかについて、被告側の立証については、受認者が、①当該投資を調査・評価をして、ポートフォリオを構成するための適切な方法を用いたか、②当該投資に関して、類似の専門家がそうしたように行動をしたか、③投資判断をするに際して、当該プラン（年金基金）の具体的な目的および意向に基づきなされ

(25) 飯塚 真・前傾注 (23) 68頁。

(26) Reich v. King, 867 F. Supp 341 (1994).

(27) Lanka v. O'Higgins, 810 F. Supp 379 (1992).

たか、④具体的な銘柄の選定および投資理論に伴うリスクについて、十分に合理的な説明が原告になされたかが問題となる。⁽²⁸⁾

多数の判例を概観すれば、受認者が勤勉かつ注意深く、合理的に入手できる情報、および適切かつ独立の判断をするのに必要とされる外部の専門家の意見を収集したならば、受認者に明白な悪意がない限り、その決定が不合理であったとはいえないとされる。

すなわち、①被告投資運用者の行為が、投資助言の分野で長年の訓練および経験に基づいて発展させた結果であるか、②当該銘柄の選択についても、詳細な説明が投資委託者である原告になされ、それに対する合意が形成されていたかどうか、③当該産業基準からみて、十分に合理性のある投資戦略・投資方法であるか、④そのことが専門家証人により、具体的に裏づけられたものであるかどうか、を基準と考えることができる。

ERISA の信認義務は、受認者が年金資産の基金に関し、忠実義務に基づき確実に給付されることを目的とすると考えられ、受認者による不注意な投資行動または利益相反行為により、受益者に資産減少という不利益を被らせてはならない。

そのため、受益者が最終的に得た利益の有無よりも、受認者が受益者の立場または資産を利用して、自己（受認者）の利益を図ることが問題となる。⁽²⁹⁾そこで、信認義務に反する行為がある場合、第1に、受認者は獲得した利益を吐き出すことが求められる。第2に、受益者の資産減少分を補償しなければならない。この場合、受益者は信認関係があったことを理由として、資産減少に対する自己責任は負わず、過失相殺の対象とはならないと考えられる。

(28) Katsaros v. Cody, 744 F. 2d 270 (2nd Cir. 1984).

(29) MILLER & JENTZ, BUSINESS LAW TODAY, 5th ed. (West, 2000), at 974-975.

III Dasler 判決と自己責任原則

Dasler 判決は、⁽³⁰⁾年金プラン（年金基金）を独占的に運用する証券業者が、投資信託による不適切に多数量かつ頻繁な取引（過当取引）を行ったとして、ERISA における信認義務違反が問題となった事例である。また、損害賠償額の算定において年金プラン（年金基金）になされた加入者の拋出を考慮したうえで、問題となった期間の市場変動を S & P 指数により考慮したうえで、口座価値の下落分を算出している。以下、事実の概要、判決の要旨、違法性の認定要素および損害賠償額の算定方法について考察をする。

1 事実の概要

原告 Dasler 氏、Whitlark 氏、Byrne 氏は、Wisconsin 州にある Cornwall クリニックで働く医師である。同クリニックには従業員年金基金である Cornwall Clinic Profit Sharing Plan and Trust（以下、Cornwall Clinic 年金プラン）が、ERISA に基づき1969年頃に設立されていた。本件で問題となった1979年10月1日から1981年2月までの17ヵ月間には、Cornwall Clinic 年金プランに、原告および Cornwall クリニックの従業員の計20名が加入をしていた。

Cornwall Clinic 年金プランの設立当初から1979年2月まで、Northwestern National Bank of Minesota（以下、Norwest 銀行）が Cornwall Clinic 年金プランの投資運用者であった。しかし、1978年末頃、Dasler 氏は Norwest 銀行の投資運用の業績に幻滅をするようになった。そして、1979年1月下旬に、被告証券会社 E. F. Hutton 社 Minesota 支店で、被告会社の従業員である被告 Tidlund および Lund と会い、Cornwall Clinic 年金プランの運用について相談をした。

(30) H. A. Dasler v. E. F. Hutton & Co., Inc., 694 F. Supp. 624 (D. Minn. 1988).

Cornwall Clinic 年金プランに関する原告らの投資目的は、本質的に保守的なものであった。E. F. Hutton 社の Tidlund および Lund は、同社が株式およびオプション取引により資産運用をすることにより、15%の利益は可能であると提案をした。原告は Tidlund からの提案を検討し、Norwest 銀行から E. F. Hutton 社に、Cornwall Clinic 年金プランの投資運用を任せることにした。

そして、1979年2月に、E. F. Hutton 社に Cornwall Clinic 年金プランの口座を開設し、18万5,000ドルを口座に入金して、売買一任勘定契約を締結した。1979年3月から1981年3月まで、E. F. Hutton 社は Cornwall Clinic 年金基金の口座を運用し、原告からの事前の承諾をなしに、株式およびオプション売買などを行った。

E. F. Hutton 社の Lund および Tidlund が責任者となり、Dasler 氏が Cornwall Clinic 年金プラン側の窓口として、Lund および Tidlund と対面および電話での話し合いをしていた。

Norwest 銀行の報告書によれば、1979年12月末までの1年間に、Cornwall Clinic 年金プランは、7.29%の利益を、1980年12月末までの1年間に、2.7%の利益を得ているが、1981年の第1四半期には損失が生じていた。

Cornwall Clinic 年金プランの資金運用に関し、3つの投資戦略を用いた。1年目はオプション投資、2年目は普通株投資である。そして、1981年1月からは、普通株を現金化し、MMFに投資するというものである。

E. F. Hutton 社が Cornwall Clinic 年金プランの資産運用をしていた間に、原告らは、E. F. Hutton 社から、①各買付と各売付の売買確認書、②月次売買報告書、③1979年9月期および同年12月期、1980年3月期、同年6月期および同年9月期の Cornwall Clinic 年金プランの口座状況に関する四半期報告書、④1979年に行われた取引の純損益の年次報告書を、それぞれ受け取っていた。

信認義務と自己責任原則

Cornwall Clinic 年金プランの受託者 Norwest 銀行もまた、当該プランの取引状況を原告に提供していた。Norwest 銀行は、①1980年4月までの各取引条件を詳細に述べた売買報告書、②E. F. Hutton 社によりなされた取引を示した月次取引説明書、当該プランの口座に保有されている各証券の相場状況の説明書、③1979年、1980年、1981年の全取引、損益状況、保有証券の相場状況、資産状況の総括などの年次報告書を、原告に提供していた。

1981年3月19日頃、原告は Norwest 銀行の Robert W. Edgar 氏から、手紙を受け取った。手紙によれば、1980年12月31日までの1年間の Cornwall Clinic 年金プランの利益率は2.7%であり、同じ時期、S & P 指数は32.5%の騰貴を示し、ダウ工業平均指数は22.2%の騰貴を示している。そして、Norwest 銀行のファンドのなかには、これら指数の数値よりも優れた騰貴をしているものもあるという内容であった。1981年3月末に、Dasler 氏は E. F. Hutton 社に対して、Cornwall Clinic 年金プランの口座に残る保有株式を全て売却し、Norwest 銀行の口座に移すように命じた。

原告側代理人 Robert Hartman 弁護士の調査によれば、1981年の最初の3ヵ月間だけでの証券取引で、Cornwall Clinic 年金プランが約4万7,000ドルの損失を被っている。当該期間に、E. F. Hutton 社は9,700ドルの売買委託手数料を獲得している。そして、Hartman 弁護士は、E. F. Hutton 社が行った Cornwall Clinic 年金プラン勘定による取引量および取引手法は違法であると結論づけ、これらを1982年7月21日に、Dasler 氏に伝えた。

E. F. Hutton 社の運用に基づき、Cornwall Clinic 年金プランは69種の異なる銘柄の株式を売買し、コールオプションが、購入した株式に反するように、処分されている。1979年10月初めから、被告はオプション投資は、当時の市況から有利な方法ではないと認識し、オプションを処分する一方、株式の現物取引を増加させた。

原告側の専門家証人 Gorlden Alexander 博士は、1979年10月1日から1981年2月まで Cornwall Clinic 年金プラン勘定にみる投資は、原告の投資目的に照らして、過度であると証言した。その理由として、同博士は、①月次売買回転率および年次売買回転率に基づく取引量、②手数料率、③出し入れ取引、を指摘する。そして、「1979年10月1日から1981年2月末までの17ヵ月間における株式およびオプション取引による年次売買回転率は、412%（年次41.2回）である」と証言している。

専門家証人 Alexander 博士は「手数料率は、コストとの関係で問題となる」と述べ、「1979年10月1日から1981年2月末までの17ヵ月間の株式およびオプション取引による手数料率は、14.8%である。—— Cornwall Clinic 年金プランは、E. F. Hutton 社に支払う売買委託手数料のためだけでも、年次利益率が14.8%となるくらいに稼がなければならぬ」と指摘する。

Alexander 博士はさらに、「Cornwall Clinic 年金プラン勘定の取引の大半は、短期売買が主体となっている」と証言する。すなわち、問題となった17ヵ月間に、約94回の株式売買がなされ、そのうち、6ヵ月以内に処分された取引が83回（88%）、3ヵ月以内に処分された取引が65回（69%）、1ヵ月以内に処分された取引が20回（21%）である。

原告は、E. F. Hutton 社が同時期に顧客らに推奨をしていた、22種の投資信託について、1979年、1980年、1981年の年次売買回転率を証拠として提出した。これら22種の投資信託のうち、16種の投資信託は「成長および利回り (growth and current income)」目的で保有されるものとして記載されていた。また、22種の投資信託のうち、6種の投資信託は、「バランスト・ファンド (株式・債券混合型ファンド)」であり、主として株式および社債から構成されていた。

連邦裁判所は、「成長および利回り」目的と記載された投資信託が、Cornwall Clinic 年金プランの保守的な投資目的に最も近いことを認定した。「成長および利回り」目的と記載されている投資信託の平均年次売

信認義務と自己責任原則

買回転率は、1979年が29.6%（2.96回）、1980年が36.8%（3.68回）、1981年が35.8%（3.58回）である。

Cornwall Clinic 年金プランの口座とこれら投資信託の平均年次売買回転率とを比較すれば、Cornwall Clinic 年金プランの平均年次売買回転率は、これら「成長および利回り」目的と記載されている投資信託の平均年次売買回転率の10倍から11倍も高いものであった。

1979年後半から1980年の間に、株式市場は不安定になった。当該期間に、E. F. Hutton 社は、Cornwall Clinic 年金プラン勘定の取引量を増加させているにもかかわらず、ローリスクのMMFには、Cornwall Clinic 年金プランの資金をあまり投じていない。銀行を通じて売買されるMMFは、E. F. Hutton 社には売買委託手数料が入らない。

1979年10月1日のCornwall Clinic 年金プランの資産は、21万0,323ドルであり、1981年2月までの間にも、当該プランに加入者は金銭を拠出している。しかし、1981年2月28日の被告が運用を終えた時点の口座価値は、23万6,580ドルであった。

Cornwall Clinic 年金プラン勘定で買付けられた株式のほとんど全ては、S & P 500指数の対象となる株式であった。1979年10月1日から1981年2月までの間に、S & P 指数は、21%の騰貴を示している。1981年3月1日以来、被告以外の者による運用によれば、Cornwall Clinic 年金プランが得た利益率は、年次平均で、約11.5%であった。

2 判決の要旨

Cornwall Clinic 年金プランの運用者である被告 E. F. Hutton 社は、ERISA に基づく信認義務を負う。ERISA に基づく受認者は、受益者の利益だけを考えなくてはならない。Cornwall Clinic 年金プランは、ERISA の保護対象となる従業員年金基金である。

連邦裁判所は、Cornwall Clinic 年金プラン勘定における高い売買回転率、手数料率、出し入れ取引、原告の保守的な投資目的を考慮して、

1979年10月1日から1981年2月28日までの間に、Cornwall Clinic 年金プランの口座において過度な取引がなされたことを認定した。

被告に売買委託手数料が入らないMMFには、Cornwall Clinic 年金プラン勘定ではほとんど投資がなれていないことを勧告して、裁判所は、「過度な取引により、被告は Cornwall Clinic 年金プランの投資決定をする際に、自身の利益および売買委託手数料収入を考えていた」と結論づけた。

問題となった17ヵ月間に、被告は2つの理由から、ERISA に基づく信託義務に違反している。第1に、被告は Cornwall Clinic 年金プランの加入者に利益を提供し、かつ Cornwall Clinic 年金プランを運用するうえで合理的な費用を立案しなければならないという唯一絶対的な目的をもって行動していない。第2に、被告は売買委託手数料の額が不合理な水準にまで達していながら、慎重さをもって行為をしなかったからである。

これらから、被告は合衆国法律集29巻1104条 a 項1号で要求されている注意(care)、技能(skill)、慎重さ(prudence)、および勤勉さ(diligence)をもって行動していない。

ERISA の主たる目的は、年金基金の加入者の利益を保護することであり、それに違反した信託義務者は、合衆国法律集29巻1109条 a 項に基づき、信託義務者が基金の資産を悪用する意図をもって、自身の利益を図ったのであれば、獲得した利益を吐き出す必要がある。

合衆国法律集29巻1109条 a 項に基づき、Cornwall Clinic 年金プランの損害を算定するため、「過度な取引が行われた期間に、E. F. Hutton 社の運用により Cornwall Clinic 年金プランが現実獲得した利益と、Cornwall Clinic 年金プランの口座が過度に取引されなければ獲得したであろう合理的な利益」とを比較しなければならない。

連邦裁判所は、「過度な取引および E. F. Hutton 社に支払われた売買委託手数料が Cornwall Clinic 年金プランに損害を生じさせた」と結論

信認義務と自己責任原則

づける。当該損害は S & P 500 指数により示された市場全体の動きと明らかに関係している。

Cornwall Clinic 年金プランの損害は、過度な取引がなされていた期間において、Cornwall Clinic 年金プランの現実の業績と、当該期間における株式市場を反映している適切な指数の動きにより測定かつ調整されたであろう額との差額により算定することができる。連邦裁判所は、S & P 指数が適切な指数であるとした。

17ヵ月間における市場変動を測定するために S & P 指数により調節し、かつ Cornwall Clinic 年金プランになされた月々の拠出を加算すれば、Cornwall Clinic 年金プランの口座は、1981年2月28日時点で、28万0,829ドルの価値があるべきであったといえる。⁽³¹⁾ Cornwall Clinic 年金プランの現実の業績と S & P 指数により示された合理的な利益との差額は 4 万 4,249 ドルである。

被告による過度な取引および売買委託手数料がなければ、Cornwall

(31) Cornwall Clinic 年金プランの損害額の計算式

- ①1979年10月1日の口座価値=21万0,323ドル
- ②口座への拠出と S & P 指数の変動
 - a. 1979年10月1日から1979年12月31日
 - ・21万0,323ドル+3,750ドル(口座に拠出)−(21万4,073ドル×0.6% : S & P 指数の変動による調節)=21万2,789ドル
 - b. 1980年1月1日から1980年12月31日
 - ・21万2,789ドル+15,000ドル(口座に拠出)+(22万7,789ドル×26% : S & P 指数の変動による調節)=28万7,014ドル
 - c. 1981年1月1日から1981年2月27日
 - ・28万7,014ドル+2,500ドル(口座に拠出)−(28万9,514ドル×3% : S & P 指数の変動による調節)=28万0,829ドル
- ③S & P 指数の変動による調節
 - a. 1981年2月28日現在の口座価値: 23万6,580ドル
 - b. 1981年2月27日最終の S & P 指数の変動による調節: 28万0,829ドル
- ④損害額の総計
損害額=28万0,829ドル−23万6,580ドル=4万4,249ドル

Clinic 年金プランは、1982年3月1日以来、この4万4,249ドルを入手できていたであろう。連邦裁判所は、「Cornwall Clinic 年金プランが4万4,249ドルがさらに投資に費やされていたと推定することができ、Cornwall Clinic 年金プランが被告の支配から離れてから6年以上にわたり、Cornwall Clinic 年金プランの年次利益率は約11.5%であった」と認定した。そこで、被告の行為の結果による純損失の総計は、8万5,026ドルである。

問題となった17ヵ月間に、E. F. Hutton 社は、Cornwall Clinic 年金プラン勘定の取引により、4万9,286ドルの売買委託手数料を受け取っている。当該売買委託手数料は、合衆国法律集29巻1109条 a 項が意図する「利益」である。

そこで、Cornwall Clinic 年金プランの損失および被告により奪われた利益の総計は、13万4,312ドルとなる。それ故、被告証券会社 E. F. Hutton 社、同社従業員の被告 Tidlund、同被告 Lund は、原告 Cornwall Clinic 年金プランに対し、ERISA および証券取引所法規則10(b)-5 に基づき、13万4,312ドル（8万5,026ドル+4万9,286ドル）の損害賠償をしなければならない。

3 違法性の認定要素

本件被告は、Cornwall Clinic 年金プランを独占的に運用する投資マネージャーの位置にあることから、ERISA 3 条21項 A 号に基づき受認者 (fiduciary) に該当する。それ故、ERISA における信認義務を負うことになる。

Cornwall Clinic 年金プランは、ERISA に基づく年金基金であり、投資運用に関し、被告 E. F. Hutton 社と売買一任勘定契約を締結していた。そのため、被告 E. F. Hutton 社は信認義務を負う。

被告は株式およびオプション取引により、15%の利益は可能であると提案をした。被告が Cornwall Clinic 年金プランの資産運用をしていた

信認義務と自己責任原則

間に、原告らは、E. F. Hutton 社から、①各買付と各売付の売買確認書、②月次売買報告書、③1979年9月期および同年12月期、1980年3月期、同年6月期および同年9月期の Cornwall Clinic 年金プランの口座状況に関する四半期報告書、④1979年に行われた取引の純損益の年次報告書を、それぞれ受け取っていた。

しかし、1980年12月31日までの1年間の Cornwall Clinic 年金プランの利益率は2.7%であり、同じ時期、S & P 指数は32.5%の騰貴を示し、ダウ工業平均指数は22.2%の騰貴を示していた。また、E. F. Hutton 社は Cornwall Clinic 年金プラン勘定により、69種の異なる銘柄の株式を売買していた。

原告側の専門家証人 Alexander 博士は、1979年10月1日から1981年2月まで Cornwall Clinic 年金プラン勘定にみる投資は、①月次売買回転率および年次売買回転率に基づく取引量、②手数料率、③出し入れ取引から、一連の取引を過度であると指摘する。また、17ヵ月間に、約94回の株式売買がなされ、そのうち、6ヵ月以内に処分された取引が83回（88%）、3ヵ月以内に処分された取引が65回（69%）、1ヵ月以内に処分された取引が20回（21%）である。

E. F. Hutton 社が同時期に顧客らに推奨をしていた、22種の投資信託のうち、16種の投資信託は「成長および利回り」目的で保有されるものとして記載されていた。22種の投資信託のうち、6種の投資信託は、「バランスト・ファンド（株式・債券混合型ファンド）」であり、主として株式および社債から構成されていた。

連邦裁判所は、Cornwall Clinic 年金プランの「保守的」な投資目的を、「成長および利回り」目的と解したうえで、「成長および利回り」目的と記載されている投資信託の平均年次売買回転率は、1979年が29.6%（2.96回）、1980年が36.8%（3.68回）、1981年が35.8%（3.58回）である。

それに対し、Cornwall Clinic 年金プランの口座とこれら投資信託の平均年次売買回転率とを比較すれば、Cornwall Clinic 年金プランの平均年

次売買回転率は、これら「成長および利回り」目的と記載されている投資信託の平均年次売買回転率の10倍から11倍も高いものであった。

1979年後半から1980年の間に、株式市場は不安定になった。当該期間に、E. F. Hutton 社は、Cornwall Clinic 年金プラン勘定の取引量を増加させているにもかかわらず、ローリスクのMMFには、Cornwall Clinic 年金プランの資金をあまり投じていない。

連邦裁判所は、「被告は Cornwall Clinic 年金プランの加入者に利益を提供し、かつ Cornwall Clinic 年金プランを運用するうえで合理的な費用を立案しなければならないという唯一絶対的な目的をもって行動していない。被告は売買委託手数料の額が不合理な水準にまで達していながら、慎重さをもって行為をしなかった」と指摘する。

これら事実は、ERISA の慎重人原則における「加入者の利益のために、当時の環境の下で、同様の地位にある、その事項に精通した慎重な人が、同様の性格および同様の目的をもつ事業行動において用いる注意、技能、慎重さおよび勤勉さ」に欠ける行為であり、適切な検討がなされていないと連邦裁判所は判断したと考えられる。

慎重人原則は必ずしも投機といわれるものも含めハイリスクへの投資を回避しなかったことが問題となるのではないが、受認者は慎重（合理的）な管理が要求される。しかし、本件では、投資判断をするに際して、当該プラン（年金基金）の具体的な目的および意向に即したものとはいえず、具体的な銘柄の選定および投資理論に伴うリスクについて、十分に合理的な説明が原告になされたとはいえない。

4 損害賠償額の算定

(1) Dasler 判決にみる算定方法

連邦裁判所は、「過度な取引および E. F. Hutton 社に支払われた売買委託手数料が Cornwall Clinic 年金プランに損害を生じさせた」と指摘し、売買委託手数料に加え、過度な取引による損害額を、S & P 500指

信認義務と自己責任原則

数により示された市場全体の動きから算定をしている。

すなわち、「Cornwall Clinic 年金プランの損害は、過度な取引がなされていた期間において、Cornwall Clinic 年金プランの現実の業績と、当該期間における株式市場を反映している適切な指数の動きにより測定かつ調整されたであろう額との差額により算定することができる」と説示し、S & P 指数が適切な指数であるとした。

過当取引以前の口座価値と、過当取引後の口座価値との差額を損害額とする「差額損害賠償方式」を採用するのではなく、第1に、Cornwall Clinic 年金プランになされた加入者の拠出を考慮したうえで、問題となった17ヵ月間の市場変動をS & P 指数により考慮したうえで、口座価値の下落分を算出しているのである。

このように、本件における損害賠償額の算定は、過当取引前後における口座価値の差額である総経済損失を損害賠償額とするのではない。市場（株価）指数に基づき、市場全体の下落分または騰貴分を総経済損失に反映させ、損害賠償額を減額または増額する「取引上の損失賠償方式」を採用している。

その計算式は、②1979年10月1日の口座価値（21万0,323ドル）－①加入者の拠出に加え、1979年10月1日から1981年2月27日までの各年の口座価値をS & P 指数により調節したことにより算出した、1981年2月28日現在の口座価値（23万6,580ドル）－②1979年10月1日の口座価値（21万0,323ドル）＝4万4,249ドルとした。

第2に、4万4,249ドルを口座下落分として損害額とするのではなく、①4万4,249ドルをCornwall Clinic 年金プランはさらに投資に費やすことができたこと、②被告の支配から離れてから6年以上にわたり、Cornwall Clinic 年金プランの年次利益率は約11.5%であったことから、被告の行為の結果による純損失の総計は、8万5,026ドルである。なお、8万5,026ドルの計算式は示されていない。

そこで、損害賠償額を、売買委託手数料4万9,286ドル＋被告行為に

よる純損失 8万5,026ドル=13万4,312ドルと算定した。

(2) 取引上の損失賠償方式の検討

取引上の損失賠償方式 (loss-of-bargain recovery) は、過当取引がなされずに、顧客の口座 (ポートフォリオ) が適切に運用管理されれば、どれくらいの価値を有することになったかを算定するものである。

単純に総投資額と過当取引後における口座価値の差額である「総経済損失」を損害賠償額とするのではない。ダウ・ジョーンズ指数または S & P 500 などの市場 (株価) 指数に基づき、市場全体の下落分または騰貴分を総経済損失に反映させ、損害賠償額を減額または増額する。

取引上の損失賠償方式に対し、顧客が支払った売買委託手数料および金利などを賠償額とする「準契約損害賠償方式」を採用している裁判所はつぎのように批判する⁽³²⁾。

①準契約損害賠償方式以外の算定方式に基づく損害賠償は、証券業者にとり懲罰的である、②過当取引がなければ顧客口座の市場価値がどのようになっていたかを算定するために、市場指数を用いることは推測的かつ思惑的である、③証券業者が慎重かつ適切に運用管理した口座でさえも、市況により口座価値を減少させ、顧客は損失を被る可能性がある、というものである。

顧客は過当取引を原因として、売買委託手数料および信用供与に係る金利などの支払経費を超える損失を被っている可能性もある。民事救済の理念が問題となった違法な行為がなければ、顧客が有していたであろう経済状態に戻し、顧客の被害をより完全に補償することにあるならば、準契約損害賠償方式に基づき、支払経費のみを損害賠償額とすることは、不適切であろう。その点、差額損害賠償方式は一步、前進している。

しかし、市場全体の相場が下落傾向にあるならば、顧客の属性および

(32) Carras v. Burns, 516 F. 2d 251 (4th Cir. 1975); Newkirk v. Hayden, Stone & Co., Fed. Sec. L. R. (CCH) ¶91, 621 (1965).

信認義務と自己責任原則

投資目的に鑑み、適合性の原則に反しない証券を売買したとしても、顧客は運用損を被る可能性がある。

損害賠償額の算定における前提は、証券業者の違法行為に起因しない価格形成上の要因を賠償額から排除しなければならない。それ故、差額損害賠償方式は顧客が被った真の損害を過大に評価し、棚ぼた的利益を付与する結果になることは否定できない。

他方、市場全体の相場が騰貴傾向にあるならば、過当取引による顧客利益を無視または配慮しない不適切な証券売買により、顧客は「総経済損失」以上の損害を被っている可能性もある。

そのため、取引上の損失賠償方式は顧客が本来、負担しなければならない投資リスクを証券業者に転嫁することなく、損害賠償額を算定することになる。また、準契約損害賠償方式と比較して、その補償的機能に加え、過当取引に対する抑止的効果をより高めることができる。

過当取引は相場の騰落にかかわらず、顧客口座の市場価値を侵食する性質を有している。すなわち、経済的合理性を欠いた証券取引がなければ、顧客は運用損を獲得し、または運用損を被っていたとしても、より少ない額で済んだかもしれないからである。

そのため、Nesbit 判決および Davis 判決⁽³³⁾が示したように、一連の多数量かつ頻繁な短期売買により、投資上の利益を生じ、顧客口座の市場価値を増加させたとしても、過当取引がなく、顧客口座が適切に運用されておれば、売買委託手数料などの支払経費はより少なくて済み、投資上の利益はより多額であったかもしれない。

当該状況下では、差額損害賠償方式は、過当取引を原因とする真の損害を算定することはできない。しかし、取引上の損失賠償方式に基づけば、過当取引の間における株価指数の平均上昇分は補償され、⁽³⁴⁾損害回復

(33) Nesbit v. McNeil, 896 F. 2d 390 (9th Cir. 1990); Davis v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 906 F. 2d 1206 (8th Cir. 1990).

(34) Hyman, *Churning in Securities: Full Compensation For the Investor*, 9 U.

が可能である。これら理由から、取引上の損失賠償方式は、差額損害賠償方式よりも優れているとする意見が多い⁽³⁵⁾。

しかし、初めて取引上の損失賠償方式を採用した、第二巡回区控訴裁判所が下した Rolf 判決Ⅱは、幾つかの問題点を残している。第1に、Rolf 判決Ⅱにみる算定方式は、市場（株価）指数に基づき算出した市場全体の相場下落分を、「総経済損失」から控除していることである。そのため、第二巡回区控訴裁判所は一審原告に過大な補償をする結果となった⁽³⁶⁾。

市場全体の相場変動は一審原告の口座価値に直接影響を及ぼすことから、過当取引が開始された日の口座価値から、市場全体の相場の下落分を差し引くべきである⁽³⁷⁾。このような計算式は、過当取引がなされていた間に、顧客から新たに投資額が追加されていないという前提に基づく。問題となった一連の取引期間中に、顧客が口座に投資資金を追加した場合には、運用損を市場（株価）指数により調節した額が補償対象となる。

また、顧客が過当取引の間に、自己の口座から現金または証券を引き出した場合、その額を最終的な口座価値を算定するうえで控除すべきである。何故ならば、顧客が現金または証券を引き出したことによる口座価値の減少は、証券業者による違法行為に起因するものではないからである。

本件は連邦地裁に差し戻された後、再度、一審被告が上訴をして争い、第二巡回区控訴裁判所は、Rolf 判決Ⅳにおいて、これら欠点を修正した。

Day. L. Rev. 1 (1983).

(35) Comments, *Churning and the Death of Low Risk Larceny: Calculating Damages to Redress the Churning Client's Loss in Portfolio Value*, 21 Calif. Wes. L. Rev. 149 (1984).

(36) Case Comments, *Rolf v. Blyth, Eastman, Dillon & Co.*, 83 Dick. L. Rev. 175, 181 (1978).

(37) Oakley, *Case Comments, Rolf v. Blyth, Eastman Dillon & Co., Inc.* 66 Geo. L. J. 1551, 1570 (1978).

しかし、同じく取引上の損失賠償方式を採用した、第五巡回区控訴裁判所は、Miley 判決⁽³⁸⁾において、Rolf 判決Ⅱが示した算定方法に基づいている。また、Miley 判決において、第五巡回区控訴裁判所は、「口座に含まれていた証券の不適切な売却により、本来受領できるはずであった利益配当を、損害賠償額に加算すべきである」として、利益配当の要素を採り入れている。

第2の問題点は、取引上の損失賠償方式において選択する市場（株価）指数の妥当性である。市場（株価）指数の選択は、裁判所の裁量権に属するものである。裁判所は損害賠償額を推測的かつ思惑的（speculative）なものとしないうえにも、市場（株価）指数を選択する上で、顧客口座（ポートフォリオ）を構成する株式の性質、価値、タイプおよび発行会社の特色などを考慮する必要がある⁽³⁹⁾。

例えば、顧客口座が20銘柄の株式からなり、これら株式銘柄の大半が製造会社により発行されたものであるならば、S & P工業株価指数のような、工業株の全体的な相場変動を示す指数を用いるべきである。

他方、その大半が1株単価10ドル未満の価格で発行されたものであるならば、S & P低位株価指数のような、低価格の株式の相場変動を示す指数を用いるべきである。

Rolf 事件では、一審原告は高リスクの成長株への投資を希望し、当該株式の売買が積極的に行われていた。このような株式は市場が下落傾向にある場合、他の安定銘柄の株式よりも、相場の上落率は著しい。しかし、Rolf 判決では一貫して、損害賠償額の算定に際し、相場の上落による口座価値の減少を調節する指数として、優良株の平均的な相場変動を示す、保守的な市場（株価）指数が用いられている。

そのため、裁判所は、保守的な投資目的に基づき選択をした株式銘柄

(38) Miley v. Oppenheimer, 637 F. 2d 318 (5th Cir. 1981).

(39) Note, *Measuring Damages in Suitability and Churning Actions Under Rule 10b-5*, 25 Boston C. L. Rev. 839, 845 (1984).

の売買から得たであろう利益に相当する額を、損害賠償額とし、過大の補償をしている。その結果、Rolf 判決における損害賠償方式もまた、被告証券業者を、投資リスクに対する保険業者としている、という批判がある。⁽⁴⁰⁾

補償的損害賠償の目的は、違法行為が全く存在しなければ有していたであろう経済状況に顧客の口座を戻すことにある。当該目的の実現において、準契約損害賠償方式および差額損害賠償方式は不完全であると思われる。これら方式は、市場全体の相場動向と顧客口座の市場価値との関係が無視され、損害賠償額に反映されていないからである。

それに対し、取引上の損失賠償方式は、過当取引に起因しない相場変動を、市場（株価）指数を用いることにより、損害賠償額に反映させており、より優れていると思われる。

ただし、取引上の損失賠償方式においても、選択する市場（株価）指数の妥当性、売買委託手数料、金利および取引に係る租税などの支払経費の加算、過当取引の間になされた現金または証券の出し入れによる口座価値の調節などを適切に行うべきである。⁽⁴¹⁾

IV 継続的証券取引と専門家責任

証券取引は投資家の任意かつ自由な判断が集積することにより、適切な需給関係が構築される。そして、自己責任原則に基づき、自己の投資判断および投資選択から生じた損害は、投資家自身が負うべきものである。しかし、証券相場は発行会社の開示情報だけでなく、様々な要因が関連し、複雑に変動する。それ故、証券取引において的確な投資判断をするためには、豊富な投資経験および相場観、高度の投資知識、多角的かつ迅速な情報収集能力、精鋭な情報分析能力並びに洗練された投資技

(40) Booth, *Damages in churning Cases*, 20 S.R.L.J. 3, 8 (1992). (12) Oakley, *supra* note 8, at 1572.

(41) Oakley, *supra* note 37, at 1572.

術を必要とする。

一般投資家がこれら能力および技術を有することは不可能に近く、証券業者と一般投資家との間には、投資経験、投資知識、相場観、情報量、情報収集能力、情報分析能力および投資技術などの質的および量的格差が存在する。

一般投資家は証券業者による勧誘を契機に証券取引を行うことが多く、証券業者だけでなく、銀行などの金融機関が投資リスクを伴う金融商品の取引を積極的に勧誘している。近年では、資産運用の方法が多様化し、金融商品の内容が複雑多岐になっている。そのため、これら専門家による資産運用に係る助言指導に対し、投資家が依存または信頼することは少なくない。

投資家の投資経験および投資知識が皆無または乏しい場合、証券取引の専門家として、またはその社会的名声などから、証券業者による推奨または投資助言などには、一定の合理的根拠があるのではないかと考え、その推奨または助言指導などに従い売買注文を出す。そして、証券取引を当該証券業者を通じて継続して行っている間に、証券業者は顧客との信頼関係に基づき、投資顧問的役割を有するようになる。

他方、証券業者の営業成績の伸長は当該サービスのいかに係るところが大きく、証券業者の勧誘または助言指導が過熱することは避け難い。証券業者は顧客に、多数量かつ頻繁な証券取引をさせることにより、より多額の売買委託手数料または信用供与に係る金利などの利益を獲得できるからである。顧客が証券取引により損害を被ったとしても、多数量かつ頻繁な売買をさせることにより、証券業者が獲得する利益は増大するという意味において、投資家たる顧客と証券業者は「構造的に利益相反関係にある」と言える⁽⁴²⁾。

そこで、契約当事者間に情報の収集および蓄積をする能力に著しい格

(42) 今川嘉文『過当取引の民事責任』（信山社、2003年） xv-xx頁。

差があり、一方の当事者が他の当事者に、情報提供および推奨に基づき、一定の取引を行わせ、それにより営業利益を得ている場合、情報の収集および蓄積をする能力に劣る当事者を保護することが求められる。

証券業者が顧客からの売買注文に係る単なる執行機関にすぎない場合、証券業者は受託者として最良執行義務に基づき、顧客の売買注文および各種の指示を正確に執行すればよい。しかし、顧客が証券業者の推奨および助言指導に依存し、強固な信頼の下で取引が継続され、証券業者が顧客勘定による取引内容を実質的に決定している場合、個々の取次委任契約または売買契約以外に、投資顧問契約に準ずる契約が黙示されると言える。

このように、証券業者が顧客口座の運用および投資判断に関する事実上の裁量権を有し、信頼を基礎とした継続的取引関係および投資顧問的役割を有している場合、顧客との間に誠実公正義務に基づく専門家責任としての「信認関係」が成立する。それ故、証券業者は市場の健全性を維持しつつ、証券取引の専門家として、つぎのような義務を負うと考えられる。

①顧客利益の最大化を図る忠実義務、②生じうる可能性がある最悪の事態を含む投資リスクを説明すべき信義則上の義務、③顧客の属性および資力などに照らし、適切な証券を勧誘すべき適合性原則の遵守義務並びに断定的判断の提供による不当な投資勧誘の禁止、④顧客に最もまたはより有利な取引方法を助言指導し、顧客が過大な売買委託手数料を負担することがないように、支払経費の累積増大化を避け、顧客利益のために合理的かつ思慮ある行動をとるべき高度の善管注意義務を負う。

証券業者は売買頻度および数量に比例して増大する売買委託手数料を受領する営業員としての地位を、証券取引の受託者としての地位に優先させてはならない。かつ、証券業者が頻度および数量において、顧客の属性などに照らし不適切または社会的相当性を逸脱した過度な投資を勧誘し、顧客に当該取引を行わせてはならない。

信認義務と自己責任原則

それに反し、証券業者が自己利益を増大させるため、顧客口座を支配することにより、顧客利益を無視または配慮せず、経済的合理性に反する取引を含む、多数量かつ頻繁な証券取引を顧客勘定により行わせる。そして、より多額の売買委託手数料および信用供与に係る金利などの収入を獲得する。

極めて多数回の証券取引のなかには、一定の売買差益が生じている取引もある。しかし、当該取引手法により、支払経費および売買損（実損）の総額が売買差益をはるかに凌駕し、顧客は多大の経済的損失を被ることになる。証券業者による当該行為は過当取引と言われ、その違法性および証券業者の民事責任が問題となる。

過当取引が違法であり、取引を主導した証券業者に民事責任が課せられるかについて、わが国の証券取引法は明文上、規定していない。そこで、証券の過当取引に関するわが国の判例を概観すれば、過当取引の違法性を、つぎのように分類している。

第1の見解は、過当取引を「証券業者が、顧客の口座を実質的に支配し、顧客の信頼を濫用して、顧客の属性、投資目的および資力に照らし過度の取引を行った場合、損害を被らせた顧客に対する不法行為に該当する」とする説。⁽⁴³⁾

(43) 大阪地判平成9年8月29日判例時報1646号 113頁、名古屋地裁岡崎支判平成9年9月18日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト10』（全国証券問題研究会）1頁、大阪地判平成10年9月7日公判判例集未登載、大阪地判平成11年1月29日公判判例集未登載、福岡地判平成11年3月9日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』（全国証券問題研究会）28頁、大阪地判平成11年3月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』（全国証券問題研究会）120頁、大阪地判平成11年5月31日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト13』（全国証券問題研究会）1頁、東京高判平成11年7月27日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト14』（全国証券問題研究会）1頁、大阪高判平成12年10月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』（全国証券問題研究会）158頁、福岡地判平成13年1月

第2の見解は、過当取引を「証券業者と顧客との継続的取引関係に基づき事実上の売買一任勘定取引が行われ、証券業者が顧客の信頼を濫用し、その取引内容が顧客の属性などに照らし不適切または社会的相当性を逸脱した過度なものである場合、善管注意義務違反による債務不履行責任が生じる」とする説。⁽⁴⁴⁾

第3の見解は、過当取引を「証券業者と顧客との間に売買一任勘定取引契約が締結されている場合、受任者たる証券業者は善管注意義務を負い、顧客利益を無視または配慮しない過度の取引は債務不履行責任が生じる」とする説。⁽⁴⁵⁾すなわち、過当取引を契約上の義務違反とみる。

第4の見解は、過当取引を「売買一任勘定取引契約が締結されている場合、受任者たる証券業者は善管注意義務を負い、自己利益を図るため、顧客の利益を無視または配慮せず、顧客の利益を保護する注意義務に違反した場合、債務不履行責任に加え、不法行為にも該当する」とする説。⁽⁴⁶⁾である。

一定の品質内容が保証される消費者保護とは異なり、証券取引にはリスクが内在しており、投資家の自己責任を安易に軽減させることは困難である。また、①頻繁な短期売買による投機的利益を求めているのか、②預貯金の延長として投資リスクの低い証券銘柄を取引対象とし、配当利益を確実に得ることを求めているのか、という顧客の投資目的並びに

29日公判判例集未登載。

(44) 東京高判昭和63年10月20日金融商事判例 813号24頁、東京地判平成8年2月29日公判判例集未登載、大阪高判平成9年11月28日判例時報1644号137頁。

(45) 東京地判平成10年1月22日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト7』(全国証券問題研究会)38頁、東京高判平成10年2月25日公判判例集未登載。

(46) 東京高判平成10年9月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト11』(全国証券問題研究会)55頁、大阪高判平成12年9月29日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』(全国証券問題研究会)126頁。

信認義務と自己責任原則

投資経験、投資知識、財産状況および洗練された投資技術を有するのかなどの顧客の属性により、証券業者が推奨助言する口座運用の方法および取引態様の妥当性は異なると言える。そのため、多数量かつ頻繁な証券売買を原因とする経済的損失が、直ちに損害賠償の対象となるものではない。

しかし、証券業者が負うべき行動規範に反し、証券業者は顧客との継続的取引関係から生じた信頼を濫用し、顧客の投資経験および投資知識が乏しく、証券業者の投資に係る推奨および助言指導に依存していることを奇貨として、顧客の冷静かつ自主的な投資判断を妨げ、極めて多銘柄の証券を対象とした多数量かつ頻繁な売買に誘引する。その結果、証券業者はより多額の売買委託手数料および信用供与に係る金利などの収入を稼ぎ出すことが可能となる。すなわち、投資家は「市場リスクとブローカーリスク」の両方に耐えなければならないのである。

証券業者が主導した、顧客の投資目的および意向に反し、かつ顧客の属性および資力に照らし、多数量かつ頻繁な証券売買においては、概して、証券の発行会社の業績および市況などに関係なく、無思慮な投資選択が行われている。

証券業者の投資選択により、大量に購入した多銘柄の証券は、相場が少しでも騰貴すれば、短期間に売付処分されるものも少なくない。当該売付代金は新たな証券銘柄の買付資金となる。また、相場が急落し、多額の評価損が生じた証券銘柄については、売付処分または決済をして損害額が確定することによる、顧客からの批判を避けるため、長期間、塩漬状態にされ、売買損の現出を先送りする。その間、評価損は益々、拡大することとなる。

証券業者が顧客利益を無視または配慮せず、自己利益を優先させるために行った証券取引には、①両建、途転、難平買または難平売りを多数の証券銘柄において行う、②売買差益が生じながら、当該利益額が売買委託手数料額よりも少なく、運用損となっている手数料不抜けの取引

が少なくないこと、③証券の売付直後に、同一銘柄証券を売付単価と同一単価か、より低い単価で買付を行うこと、④相場動向に関係なく出し入れ取引または短期乗換売買を繰り返すこと、⑤売買回転率、手数料率または手数料損金比率が高いこと、という特徴が多く見られる。

これら一連の口座運用は、売買委託手数料などの支払経費および投資リスクが必然的に増大し、運用益を得るためには、豊富な投資経験および相場観、高度の投資知識、洗練された投資技術、多角的かつ迅速な情報収集能力および精鋭な情報分析能力に基づく的確な投資判断が必要とされる。しかし、これら能力を有しない一般投資家は、多大の運用損を被る可能性が極めて高い。

例示した取引手法および取引態様は、より少ないコストで、より多額の利益を獲得したいという、投資家本来の要望、意向および行動様式に反するものである。そのため、特別の事情または合理的根拠がない限り、証券業者が顧客の信頼を濫用して、一連の取引が証券業者の誘導により行われたものと推認できる。

何故ならば、主体的に投資判断を行っている「合理的かつ慎重な投資家」であれば、必然的に支払経費が増大し、かつ多額の運用損が被る可能性が極めて大きい、例示した取引手法を積極的に採用することは考え難いからである。

前述したように、証券業者は顧客の属性、投資目的および資力に鑑み、不適切に多数量かつ頻繁な売買を行ってはならない。それに反し、証券業者が主導して、顧客利益を無視または配慮せず、経済的合理性および長期的計画性に欠け、顧客に売買委託手数料などの支払経費負担および投資リスクが必然的に拡大する一連の取引を行わせることは、専門家責任に係る信認義務違反といえる。

すなわち、証券業者が顧客との信頼を濫用し、顧客に取引に係る説明義務を尽くすことなく、一連の取引を主導する。そして、自己利益の実現を図るため、顧客利益を無視または配慮しない、経済的合理性に欠け、

信認義務と自己責任原則

顧客の属性、投資目的および資力などの主観的要素並びに売買回転率、手数料率および手数料損金比率などの客観的要素からみて、過度の取引に顧客を誘引し、現実に顧客勘定で多数量かつ頻繁な証券売買をさせる。その結果、顧客に経済的損失を被らせたのであれば、誠実公正義務に違反するとともに不法行為を構成する。

このように、継続的証券取引における過当取引は、①専門的知識および高度な情報を有する証券会社およびその担当ブローカーが、顧客の投資経験および投資知識の欠如を奇貨として、顧客との信頼関係を濫用し、顧客の利益を無視または配慮せず、②経済的合理性に反する取引を含む、顧客の属性、投資目的および資力に照らし不適切または社会的相当性を逸脱した多数量かつ頻繁な取引を顧客勘定により行い、③顧客資産を浸食して、より多額の売買委託手数料などの利益を稼ぎだす不法行為と考えられる。そのため、過当取引により、顧客が運用損を被ったのであれば、証券売買の支払経費とともに、当該運用損の賠償を証券業者に求めることができる。

おわりに

証券業者が売買委託手数料などの自己利益を増大させるため、投資経験および投資知識が乏しく、洗練された投資技術を有さず、資力が不十分である投資家を誘引して、投資リスクを拡大させるような取引手法を伴う多数量かつ頻繁な証券取引を、説明義務を尽くさずに、証券業者が主導して継続的に行わせる。当該行為は、適合性の原則および善管注意義務に反するものといえる。

適合性の原則違反、説明義務の欠如に係る信義則違反および善管注意義務に反する取引が多数量かつ頻繁に行われた場合、顧客利益を無視または配慮しない行為であり、一連の取引の悪意性が認められるであろう。すなわち、投資家は、「市場リスクとブローカーリスク」の両方に耐えなければならない。

証券投資は投資家の自己責任が原則である。そのため、「自衛能力がある投資家」はもちろん、一般投資家といえども、安易な投資活動を行っているならば、そこから生じた損失は自ら負担しなければならない。また、問題となった証券投資が、証券業者の勧誘を契機とするものであっても、証券投資に対する自己責任原則は妥当する。では、「投資上の損害すべてが、投資家自身の責任である」のか。

証券投資にはリスクが伴うため、消費者保護と投資家保護を同列に論じることはできない。しかし、投資家はリスクの範囲を判断できる立場でのみ、投資に係る自己責任を負うべきであろう。すなわち、証券業者の投資勧誘がいかなるものであっても、投資家は自己の行った証券投資の結果につき、全面的に責任を負わなければならないことを意味するものではない。

例えば、本稿で考察をした ERISA に基づく慎重人原則および分散投資義務に違反していないかについて、受認者となった証券業者は、①一連の投資を調査および評価をして、ポートフォリオを構成するための適切な方法を用いたか、②当該投資に関して、類似の専門家がそうしたように行動をしたか、③投資判断をするに際して、資産運用に係る委託者の具体的な目的および意向に基づきなされたか、④具体的な銘柄の選定および投資理論に伴うリスクについて、十分に合理的な説明を委託者になされたかが問題となる。

多数の判例を概観すれば、受認者が勤勉かつ注意深く、合理的に入手できる情報、および適切・独立の判断をするのに必要とされる外部の専門家の意見を収集したならば、受認者に明白な悪意がない限り、その決定が不合理であったとはいえない。

すなわち、①被告投資運用者の行為が、投資助言の分野で長年の訓練および経験に基づいて発展させた結果であるか、②当該銘柄の選択についても、詳細な説明が投資委託者である原告になされ、それに対する合意が形成されていたかどうか、③投資委託者の属性からみて、十分に合

信認義務と自己責任原則

理性のある投資戦略・投資方法であるか、④そのことが裁判においては、専門家証人により、具体的に裏づけられたものであるかどうか、を基準と考えることができる。

信認義務に基づき、受認者は不注意な投資行動または利益相反行為により、受益者に資産減少という不利益を被らせてはならない。そのため、受益者が最終的に得た利益の有無よりも、受認者が受益者の立場または資産を利用して、受認者の利益を図ることが問題となる。そこで、信認義務に反する行為がある場合、第1に、受認者は獲得した利益を吐き出すことが求められる。第2に、受益者の資産減少分を補償しなければならない。この場合、受益者は信認関係があったことを理由として、資産減少に対する自己責任は負わず、過失相殺の対象とはならないと考えられる。

本稿で問題とした継続的証券取引において、多数量かつ頻繁な証券取引を証券業者が主導して行ったことが直ちに違法となるものではない。しかし、頻繁な信用取引および多銘柄の証券による短期乗換売買などを含む運用方法は、投資リスクが高く、売買委託手数料などの支払経費が莫大なものとなる。

それに対し、①一連の運用方法があえて投資リスクを拡大させるものである場合、②豊富な投資経験、高度な投資知識、多角的かつ迅速な情報収集能力、精鋭な情報分析能力、洗練された投資技術を必要とするものである場合、かつ③冷静な投資判断および投資計画に基づく行動とは考えにくいものである場合、それらが適正と認められるためには、極めて短期間で投機的な利益を獲得したいと望む、投資家からの強いアプローチまたは当該投資家を説得できるほどの経済的合理性が必要であろう。もし証券業者がそれを示すことができない場合、わが国の法理に照らしても、証券業者は民事責任を負うと考えられる。