

継続的取引関係と信認義務

今 川 嘉 文

～目 次～

は じ め に
I 信認関係と信認義務
II 信認義務の前提法理
III 信認関係と契約法理
IV 信認義務の法的根拠
V 信認義務の具体的義務
VI 信認関係の認定要素
VII 信認義務と民事責任
VIII 継続的取引と信認義務
お わ り に

は じ め に

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」である。そのため、契約当事者のそれぞれが自らの利益の最大化を図ることを目的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」法理とされる⁽¹⁾。

(1) 樋口範雄『アメリカ契約法（第2版）』（弘文堂，2008年）81頁。

英米の具体的事案をみれば、信認義務は信託契約等を締結した場合に限らず、一方当事者（委託者 entruster）が他方当事者（受託者 fiduciary）に依存または信頼し、他方当事者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、広く認められている。⁽²⁾

信認義務は、米国 *Restatement of The Law (Agency)* または *Restatement of Trusts* に基づき、コモンローおよび衡平法により発達してきた。信認義務法理は、忠実義務を伴う事件で多く採用されている。しかし、信認義務は必ずしも契約上の義務ではない。信認義務は独立の法分野というより、広範な法領域の随所で裁判所が用いる衡平の概念である。

信認義務法理は、米国でも万能ではない。高度な技術・知識・判断力を用いる専門家責任について、信認義務を主張すれば問題が解決すると思われている面もある。⁽⁴⁾

米国では、信認義務違反を理由として民事責任を追及する場合、州法または連邦法では請求原因が異なるが、州法上と連邦法上の双方に請求原因が複数存在する場合、原告は連邦裁判所に提訴する傾向が強い。例えば、証券取引に関する多くの訴訟において、適用範囲が広範である米国1934年証券取引所法10条 b 項および同法規則10(b)-5 違反として、

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

(3) 「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『フィデュシャリー [信託] の時代』(有斐閣, 1999年) 75頁, 187頁)。

(4) DeMott, *Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation*, 1988 Duke L. J. 879 (1988).

継続的取引関係と信託義務

発行会社役員または専門業者の信託義務違反が問われてきた。信託義務は元来、州法上の問題であるが、当該法理に基づき専門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。⁽⁵⁾

信託義務の前提となるのが、信託関係である。信託関係は、一方当事者が他方当事者に信頼を寄せ依拠することが法的に認められる関係といえる。受託者とは自己が委託された事務につき、委託者の利益のために行為する者である。では、受託者が「利益のために行為する」義務とは具体的に何を指し、どの範囲までを射程するのかが問題となる。米国法ではその範囲が拡大し、その波及が日本法にも見られる。

近年、金融商品を扱う専門業者のあり方が変化し、金融商品および取引形態が複雑化・多用化している。例えば、従来、一般投資家が投資対象としなかったデリバティブ取引等の商品または取引の勧誘を受け、実際に取引を行う機会が増加している。

専門業者の責任および投資家の救済を検討する場合、顧客の属性、専門業者との関係が重要となる。そこで、信託義務法理に基づき顧客救済を図ることは、いかなる場合に可能であり、その問題点および批判はどこにあるのかを検討する必要がある。これは現代の複雑化した経済社会において契約過程の自己決定権の確保からも有益と思われるからである。しかし、信託義務の内容および適用基準が本稿で比較対象とする米国に

(5) 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の専門業者は顧客に対し、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。顧客が専門業者を投資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、専門業者と顧客の間に信託関係が認められる。かかる場合、専門業者は顧客の注文について最も有利な条件を確保する付随的な義務を負う。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されている（神崎克郎「流通市場の改善～顧客注文処理規則の改正～」投資取引法研究会国際部会編『欧米における投資取引制度の改革』（日本証券経済研究所、1998年）137頁）。

においても曖昧であり、事案毎に異なる面がある。

わが国の民商事は、一定の範囲で信認義務法理を受け入れていると考えられる。第1に、会社法355条・356条は、会社が取締役に広範な裁量権を付与し、当該状況下では、取締役が会社の犠牲において自らの利益を図ることが容易であることに照らし、取締役の背信行為を厳しく制限している。

第2に、委任契約において、受認者は善管注意義務（民法644条、会社法330条）を負う。受認者が高度な専門家としての立場にあり、知識・経験に乏しい委任者から高度の信頼を寄せられ、広範な裁量権を与えられている場合、善良な管理者としての注意義務は極めて高くなる。受認者が、専門的な知識・経験を基礎として、素人から当該事務の委託を引き受けることを営業とし、当該業務を営業することが何らかの形で公認されているのであれば、受認者の注意義務は当該事務についての周到な専門家を標準とする高い程度となる。

第3に、誠実・公正原則（金融商品取引法33条、商品取引所法212条）は、専門業者の行為規範として、IOSCO原則の流れをくむものであり、信認義務法理を含む英米法の諸法理はIOSCO原則の基礎をなしている。

一定の品質内容が保証される消費保護とは異なり、金融商品取引にはリスクが内在し、投資家保護と投資家の自己責任のバランスをいかにとるかが問題となる。このような問題点を前提として、本稿は証券会社、銀行、商品先物会社などの専門業者（以下、「専門業者」という。）による投資取引勧誘および継続的取引における専門家責任について信認義務の観点から考察する。

I 信認関係と信認義務

1 信認関係とは

(1) 信認関係の存否

信認関係の存否を検討する要素として、①当事者間の不衡平な関係、②一方当事者の信頼または依拠、③対象財産・資産の存在、④他方当事者による権限または裁量、⑤当事者間の約束または契約、が考えられる。

これらから、信認関係とは、「一方当事者（受益者）および他方当事者（受認者）の不衡平な関係から、受益者が受認者を信頼ないし依拠する状況があり、受益者が所有に属する重要な財産・資産に関し、受認者が何らかの裁量権・支配権を有し、受益者が当該財産についての受益的所有者であり、当事者間の約束または契約により、受認者が受益者に代わって行為する場合に形成される関係」といえる。

受認者とは、「その機能が、自己が引き受けた範囲の事柄に関して他者のために行動することにある者」である。受認者が、信認義務を負⁽⁶⁾う。

受認者による裁量とは、権限を有する者が、その権限を自己の利益のために利用する可能性が潜在することを指す。権限の委託がなされたのであれば、受認者には裁量が存するとみることが⁽⁷⁾できる。

信認義務の存在が、信認関係の本質的要素である。⁽⁸⁾信認関係概念は、ある関係に信認義務が存することを示すための概念である。信認関係は、信託・代理という伝統的範疇を超えて、銀行と借主との関係、医師と患者との関係、金融サービスの提供者である専門業者と投資家との関係に

(6) SEAVEY, HANDBOOK OF THE LAW OF AGENCY, Hornbook series, at 4 (West Publishing CO., 1964).

(7) Weinrib, *The Fiduciary Obligation*, 25 U. Toronto L. J. 1,4 (1975).

(8) GordonSmith, *The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty*, 55 Vand L. Rev. 1399, 1409 (2002).

まで拡大している。⁽⁹⁾米国では、高度な技術・知識・判断力を用いる専門家責任について、信認義務を主張すれば被害者救済に関する問題が解決すると思われることは否定できない。

そこで、問題点として、第1に、顧客の利益のために行為する義務とは何か。信認義務は信認関係の存在を前提とするが、信認関係について、どのような関係が信認関係であるとされるのか。その射程が不明確である。信認関係概念は、米国法においてすら「もっとも分かりにくい曖昧かつ抽象的な概念」⁽¹⁰⁾なのである。

米国において信認関係および信認義務の適用は拡大している。では、この拡大は従来の信認関係と異なる新たな信認関係であるのか。信認という性質は必ずしも契約には存しない性質であるため、信認関係が直ちに契約関係とはいえない。

第2に、なぜ米国法においては契約法理だけでは足りず、新たな信認関係を要するのか。また、信認関係および信認義務の両概念自体が曖昧ではないのか。わが国でも、当該概念が論じられることも多く、その意義を検討することは重要である。

(2) 忠実義務

信認義務を具体化した義務の一つが、忠実義務⁽¹¹⁾である。本人と代理人との間の代理関係は信認関係の典型例である。⁽¹²⁾

(9) 今川嘉文「信認義務と自己責任原則」神戸学院法学33巻3号1頁以下。

(10) DeMott, *supra* note (4), at 879.

(11) 第三次リステイメントは、忠実義務として、代理行為に関連して他者から利益を得ない義務 (§ 8.02)、自己代理・双方代理をしない義務 (§ 8.03)、本人の財産を利用しない義務 (§ 8.04)、競業避止義務 (§ 8.05)を規定する。

(12) 第三次リステイメントは、「一般的信認原則」 (§ 8.01)として「代理人は、代理関係に関連するすべての事柄において本人の利益のために忠実に行為する義務を負う」とする (§ 8.02-8.05)。

ある論者は、代理人と本人との関係を信託関係であるとして代理人の忠実義務を説明する。忠実義務は、⁽¹³⁾「～しない」義務という消極的内容を有し、無償の代理人であっても課せられる。忠実義務は一般に、自己代理・双方代理等を禁ずる利益相反行為の禁止義務、および代理行為から利益を得てはならないという利益取得の禁止義務に大きく二分される。利益相反行為の禁止義務が、忠実義務の核となる。

では、すでに確立された忠実義務が、曖昧な概念である信託関係をその根拠とすることができるのか。⁽¹⁴⁾

2 問題解決の道具

米国法において、信託関係または信託義務が問題となった判例を概観すれば、「他人の利益に配慮すべき」であったにも関わらず、それをしていないという文言が頻繁に示されている。これは、一定の道徳律といえる。

当該文言に対する批判として、他者の利益に配慮すべきとの道徳律に隠れ、「その者がなぜ受託者であるのか。信託関係があることにより、どのような基準により、義務が課せられるのか」という問題に十分な注意を払われていない」ことである。

当事者間の関係を、信託関係であると認めることは、当該関係に一方当事者を信託義務に従わせるための道具ともいえる。信託関係は道具的

(13) 長谷川貞之「代理における信託関係—受任者・代理人の忠実義務と信託代理」法時79巻5号96頁以下（2007）。

(14) 信託関係には、その原点となる trust 概念が、現在の信託としての意味を得るに伴い、信託には該当しないが、「ある者がそれにも関わらず、あたかも受託者であるかの様に振る舞う義務を負わされるべき状況」を、衡平法裁判所が信託違反として、fiduciary という用語で損失を被った者を救済してきた経緯がある。そのため、様々な理由から受託者と同様の義務を課すことを正当化するに足る類似性を有するといえる関係に、受託者の「義務を輸出」することになった (Conaglen, *The Nature and Function of Fiduciary Loyalty*, 121 L. Q. R. 452, (2005))。

なのである。裁判所は、「ある者が他者を信頼し、その結果として損害を受けた場合、その場しのぎに信認義務を課している。」と批判されることもある⁽¹⁵⁾。

II 信認義務の前提法理

1 看板理論と信頼理論

(1) 看板理論と信頼理論

不適合な取引勧誘を行った専門業者の責任を、どのように追及できるかについて、信認義務の観点から検討する。

例えば、不適合な投資勧誘に関する米国 NASD (全米証券業協会) 規則違反は、直接に私的訴権を基礎づけるものではないが、他の主要事実を間接的に裏付けるものとして評価されている。専門業者によるこのような規則違反の行為に対し、信認義務法理が適用され、被害者救済が図られることがある。

Louis Loss は、「看板理論に基づき、顧客が専門業者を信頼した場合、信頼を招いた専門業者は顧客を公正に取り扱う義務を黙示的に負う。その義務違反は連邦法上の詐欺に該当する」と指摘する⁽¹⁶⁾。これは、多数の裁判所が採用してきた。

ここから、「信頼理論」と呼ばれる法理が生じ、「看板理論」とともに、受託者としての地位を専門業者に課している。看板理論および信頼理論は、不適合な勧誘よりは、顧客と専門業者が利益相反となる行為を主に想定している。

(15) Langbein, *The Basis of the Law of Trusts*, 105 Yale L.J. 625, 656 (1995-96).

(16) Loss, *The SEC and the Broker-Dealer*, 1 Vand. L. Rev. 516 (1948).

(2) プロフェッショナル性

投資取引にはリスクが内在しており、投資家の自己責任原則を前提としつつ、顧客が専門業者に対して信頼を基礎として取引を行っていることに保護の基礎とすることを考える。

信託関係が成立する状況下では、顧客は専門業者のプロフェッショナル性に基づき、その「看板」および社会的役割・立場から専門業者の言葉を信じる。その「信じたこと」または「信じて当たり前の状況」に対し、顧客の責任または過失を問うべきではないという考えが根底にある。

信託義務は、契約法理または不法行為法だけでは救済されない事案に対処するため社会活動を営むうえで、他者の看板とくに一定の専門性を有する者に対し信頼・信用したこと自体を保護する法理である。⁽¹⁷⁾

2 Arm's-Length

(1) 意義

信託義務の根底にある考えは、「Arm's-Length」という法理である。

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。

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。⁽¹⁸⁾

(17) 居酒屋 (dramshop) 仲裁は、専門家責任を認める法理のひとつである。伝統的ブローカー業務については、「勧誘がなければ専門業者責任は問われない」といえる。仲裁事案では、専門業者が勧誘をしていないにも係らず責任を認めるものが多い。これは、「度を越した酔客の求めに酒屋は応じてはならない」とする考え方から、「居酒屋 (dramshop) 仲裁」といわれる。

(18) 今川嘉文・前掲注(9)1頁～2頁。

Arm's-Length は、当事者間に立場・地位の不衡平を問題とする。これは本人・代理人、受託者・受益者の関係に限定されず、一方当事者から他方当事者に行使される支配が存する場合にも妥当する。

(2) 背任性

Arm's-Length という法理は、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考え方である。そして、顧客が専門業者を通じて継続的投資取引および資産運用を行っている場合、専門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、自己が獲得した利益を吐き出す必要がある。

いいかえれば、信認関係が認められるには当事者間に、ある種の立場・地位の不衡平が存するといえる。立場・地位の不衡平は、知識・経験・資力・分析能力などが尺度となる。取引においては、自己責任の原則が適用されるが、当事者の能力に前記の優劣があれば、詐欺・不当威圧などにさらされる可能性がある⁽¹⁹⁾。

不衡平な関係は、一方当事者が、他方当事者の事務を監視することができない状況である。代理人の裁量の私的行使リスクとそれに対する本人の不安定さに由来する⁽²⁰⁾。一定の知識・見識があり、情報を有していても、信認関係が生じた段階において、このリスクは回避しがたいからである。

3 限定説と広範囲説

では、信認義務は紛争解決に果たして有効な法理なのか。米国におい

(19) Finn, *Contract and Fiduciary Principle*, 12 U. N. S. W. L. J. 76, 95 (1989).

(20) Frankel, *Fiduciary Duties as Default Rules*, 74 Or. L. Rev. 1209, 1235 (1995).

ても、①信認義務を限定的にとらえる説⁽²¹⁾、②広範囲にとらえる説⁽²²⁾がある。

第1に、限定的にとらえる説では、売買一任勘定が認められる場合、専門業者を投資判断上の受託者 (fiduciary) と考える。そうでなければ、専門業者の勧誘に基づき顧客が投資判断したとしても、信認関係は生じないとする。

第2に、広範囲にとらえる説では、専門業者は顧客の代理人 (agent) であり、代理人は本人に対し代理関係に関する受託者 (fiduciary) とされる公平誠実 (fairness and honesty) を上回る利益保護義務を負う。それは信託法上の受託者 (trustee) と同様の立場である⁽²³⁾。

III 信認関係と契約法理

1 契約法理との相違

信認関係と契約法理は、異なると解されている。すなわち、契約の成立には約因を要する⁽²⁴⁾。他方、信認関係の成立には約因を要しない。代理を例にとり考える。

(21) LOFCHIE, LOFCHIE'S GUIDE TO BROKER-DEALER REGULATION (CCH wall Street, 2005) at 458.

(22) POSER, BROKER-DEALER LAW AND REGULATION (Acpen Publishers, 4th ed., 2010) at 811.

(23) 信認義務に基づく典型的な受託者の問題として、①自己取引、②利益相反、③最良執行違反、④手数料等の開示不足、⑤顧客資産流用、⑥売買一任勘定がある。専門業者と顧客との間に支配関係がなくても、専門業者が自衛能力の欠如または不足する顧客に対し、投資助言を行っていたのであれば信認義務があると認定される事案が多い。

(24) わが国では、法律が各当事者の権利および義務を定め、契約において個別の約束に即して権利および義務が生じるとは直ちにいえぬ。そのため、信認関係と契約を区別する必要があるとはいえないとの指摘がある (田岡絵理子「信認関係概念とその拡大現象の分析 (一)」早稲田法学会誌 59巻1号250頁)。

①代理関係は、本人から代理人に対する代理権授与の同意と、代理人として行動することの同意があれば成立し、必ずしも契約であることを要しない (RESTATEMENT (THIRD) OF AGENCY, § 1.01, cmt. d, § 3.05. (2006))。無償の代理であっても代理関係は有効に成立し、代理人は有償代理の場合と同一内容の信認義務を負う。代理人は本人の指示を、合理的に解釈したうえで行為すべきといえる。

②代理人と本人間では、当事者が信認義務を負う旨の約束していなくとも、当事者の関係に即し代理人は信認義務を負う。他方、契約関係では、当事者が個別の約束に即して義務が生じる。

③契約義務違反の場合、その救済は原則として損害賠償である⁽²⁵⁾。信認義務違反の場合、損害賠償および利益吐出しに加え、懲罰的損害賠償が認められることがある。

④代理において、「他人のために行為すべき」という道徳律がある。他方、契約は当事者の利益実現が優先される⁽²⁶⁾。

2 契約の黙示

取引の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、一方当事者が他方当事者に、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であろう。

専門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、専門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いい。

しかし、顧客が専門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、専門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

(25) 樋口範雄 前掲注(1)49頁～50頁。

(26) Frankel, supra note (20), at 1228-1229.

継続的取引関係と信託義務

問契約に準ずる契約が黙示されているといえる。

このように、専門業者が顧客資産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託関係が成立すると考えられないか。

IV 信託義務の法的根拠

1 忠実義務

(1) 顧客の代理人

信託義務は契約法理上の義務ではないとすれば、信託義務が課せられる法的根拠が問題となる。専門業者は顧客の代理人 (agent) であるならば、代理人は忠実義務を負い、それは利益相反行為禁止義務および利益取得禁止義務を中心的な内容とする。

顧客の代理人に忠実義務が課せられる理由として、つぎのことが考えられる。

①代理人は、本人の財産または事業に影響を及ぼす一定の裁量権を有する。当該裁量を代理人が自己の利益のために行使するかもしれないリスクがある。②本人は、代理人の事務の履行を監視し、当該リスクから守ることが一定範囲で可能である。③現実には、代理人に委託した事務が専門性を有する場合、代理人に対する監視は困難または無理である。⁽²⁷⁾④本人が代理人の事務の履行を監視しなければならないのであれば、事務を委託した代理の趣旨に反する。⑤そこで、代理人が裁量を私的行使するリスクから守るため、代理人は自己に与えられた裁量を私的行使することが禁止される。これは忠実性である。⑥忠実性の要求から課せられるのが、利益相反行為禁止義務および利益取得禁止義務を内容とする

(27) Cooter & Bradley J. Freedman, *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences*, 66 N. Y. U. L. Rev. 1045, 1049 (1991).

忠実義務である。⑦それが信認義務である。

このように、代理人の裁量の私的行使のリスクは、代理関係に存在する。そこで、代理人は信認義務を負うのである。⁽²⁸⁾

(2) 個別合意の否定

本人と代理人間に信認義務を負う旨の個別の合意が存したか否かは、信認義務の存否には関係がない。信認義務を課さない旨の合意があったとしても、代理人は信認義務を負うのである。⁽²⁹⁾ 信認関係において信認義務の包括免除が認められるのであれば、裁量の私的行使のリスクから本人を守ることができないからである。

当事者の関係が信認関係であるとされれば、信認義務を負わない旨の当事者間の明示の合意が存しても、当該合意に関わらず、受認者には信認義務が課せられる。信認義務とは、当事者に情報が十分に与えられており、かつ交渉コストがゼロである場合に、当事者が合意していたであろう結果を想定している。⁽³⁰⁾ 信認義務は当事者の明示の免除の合意に関わらず課せられるため、当事者の完全な自由意思に基づく合意によって定められる義務ではない。

では、どのような場合に、信認関係が存在するといえるのか。裁判所は、忠実性の必要性がある関係を「信認関係」と認定し、それを根拠として信認義務を課すことが可能となる。ここが、当事者の合意に基づいて義務を課す契約法理とは異なる。

(28) *Dubbs v. Stribling & Assocs.*, 96 N. Y. 2d 337 (N. Y. 2001).

(29) *Schock v. Nash*, 732 A. 2d 217 (Del. 1999); *Conservatorship of Anderson v. Lasen*, 262 Neb. 51 (Neb. 2001).

(30) *Easterbrook & Fischel, Contract and Fiduciary Duty*, 36 J. L. & ECON. 425, 425 (1993).

2 誠実公正義務との関係

(1) 忠実義務・善管注意義務との関係

誠実公正義務とは、専門業者が顧客に対し誠実かつ公正に業務を遂行すべき義務である。日本法においては、商品取引所法213条、金融商品取引法36条が規定する。専門業者は、投資助言業務をなす場合、忠実義務・善管注意義務を負う。さらに、投資運用業務をなす場合、これら義務に加え、分別管理義務を負う。および分別管理義務を負う。

誠実公正義務と忠実義務・善管注意義務との関係を検討すれば、①専門業者と顧客が契約関係にない勧誘行為において、専門業者は誠実公正義務を負うと考えられる。②専門業者と顧客が契約関係にあれば、専門業者は誠実公正義務および忠実義務・善管注意義務を負うと考えられる。

勧誘行為および契約行為において、将来の全ての事情を予期し、契約にあらかじめ具体的に規定することは、現実には不可能である。当事者間の関係形成後に新たに生じる事情の変化に対応するため、誠実公正義務および最善努力義務といった、抽象的な義務により行為を規制するのである。

裁判所は問題となった具体的な状況に応じて、誠実公正義務を通じ、当該抽象的な義務から、専門業者の裁量行使を規制することが求められる。誠実公正義務は義務というよりむしろ信義誠実規範として、「当事者間の間に紛争を生じさせた状況を予期していたならば、当事者が交渉していたであろう条項に近似させる試み⁽³¹⁾」と考えられる。

また、誠実公正義務は当事者の明示の意思を補完するものしかなく、当事者の明示の意思に反し、なんらかの義務を課すことを正当化する規範ではないかとの主張がある。しかし、当事者間で信認義務についての明示の合意が存しない場合であっても、黙示の合意に基づく義務として信認義務を課すことも正当化されうる。また、当事者間で信認義務を免

(31) Tymshare v. Covell, 727 F. 2d 1145, 1152 (D. C. Cir. 1984).

除する明示の合意が存するにも関わらず信認義務が課せられる。

専門業者が顧客と信認関係にある場合、①取引態様が専門業者の利益を実現するため、顧客の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専門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、専門業者は一連の取引により生じた損失を補償しなければならないであろう。

(2) 米国 ERISA にみる具体的義務

信認義務の法的不確実性・混乱を避けるため、米国 ERISA（企業年金の投資運用専門業者規制法）は信認義務を明文化している。⁽³²⁾ 米国 ERISA および投資会社法（投資信託に係る規制）が適用される専門業者は、当然に顧客に信認義務を負い、スキャンピル（専門業者が手持ちの金融商品を顧客に推奨または売買一任勘定取引で当てはめる行為）等の利益相反行為を、顧客同意に関係なく禁止している。

多数の判例を概観すれば、米国 ERISA では、慎重人原則、慎重投資家原則、分散投資義務に反しないように、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。⁽³³⁾

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

(33) 米国 ERISA と信認義務

1 概説

Employee Retirement Income Security Act of 1974（企業年金の投資運用専門業者規制、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託義務は、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) 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が少なくない。

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 property) 上、特に要求される高度な基準の義務と解される。

受認者の慎重 (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。

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ではなく、信託のポートフォリオの文脈に関して、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、硬直的なり基準を修正している。

これら受認者の慎重 (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

受認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、当事りの環境の下で、同様の地位にある、その事項に精通した慎重な人が、同様の性格及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。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ない。

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) 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、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、受認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、受認者は最悪の事態の想定、投資コスト、利1可りなどを客観的に調査したうえで、リスクを適切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。

(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。

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。

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。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。

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 米国 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

V 信認義務の具体的義務

1 概説

わが国の投資取引に関する判例の中にも、信認義務に論及するものが増加している。信認義務は、従前の注意義務ないし違法性要素と比較すると、受託者を信頼して財産の管理を委ねた委託者の信頼を保護し、信頼を受けて財産の管理・運用を委ねられた受託者の責任を重くとらえている。

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。

多数の判例を概観すれば、受託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、受託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、受託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、受託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、受託者が受益者の立場または資産を利用して、自己（受託者）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、受託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。

継続的取引関係と信認義務

米国コモンローにおける信認義務について、アンドリュー・パーデック氏は、「信認義務を認める場合には、裁判例は、①投資者の状況を聞き出す義務、②投資者の理解を確認する義務、③投資者が不適合な取引を求めたときにその不適合性を理解させる義務等をブローカーに負わせていることに注目すべきである」と述べている。⁽³⁴⁾わが国の助言義務に近い考えである。

財産の管理運用を委託し受託する関係において発生する専門業者の信認義務は、裁量・依存の程度によってその程度が異なり、専門業者が委託者の口座を支配するときには、信認義務の内容は最も高度となる。すなわち、高い配慮義務が課せられるといえる。

そこで、信認義務の具体的義務と考えられる、①情報提供義務・助言義務、②利益相反行為禁止義務、③利益取得禁止義務について検討する。

2 情報提供義務・助言義務

(1) 適用区分

信認義務とは、「情報は十分に開示され、かつ交渉コストがゼロであり、当事者の関係が衡平であれば、当事者が合意していたであろう結果を規定する」準則である。

そこで、信認関係は契約関係のないところに義務を発生させる概念であるとするれば、情報提供義務を信認関係から生じた信認義務とも考えられる。信認義務としての情報提供義務は、契約締結前および契約成立後の情報提供義務に区分できる。後者は助言義務との指摘がある。他方、契約締結前の情報提供義務は、信義則を根拠とする。契約当事者間に情報格差が存在する場合、助言義務についての必要性が強調されるからである。⁽³⁵⁾

(34) アンドリュー・M・パーデック『投資取引勧誘の法規制～「開示義務」「説明義務」を超えて～』（商事法務研究会、2001年）51頁以下。

(35) 後藤卷則『消費者契約の法理論』（弘文堂、2002年）192頁以下。

信認関係が存在する場合、情報提供義務のみで行為規範を捉えるのは適切ではない。専門業者には、投資判断に必要な情報を提供するのみならず、投資家のリスクをできるだけ抑え、投資目的と投資家の資産状態により適合した商品を積極的に提示することが求められる⁽³⁶⁾。

わが国においても、信認関係の存在を助言義務の根拠とする見解に対し、契約締結前の情報提供義務を信認義務として捉えようとする見解もある⁽³⁷⁾。

助言義務は当事者間の関係に着目し、契約外の義務として捉える傾向がある。しかし、投資取引というだけで助言義務が発生するわけではない。助言義務は契約締結段階における情報提供ないし説明とは異なり、基本契約を締結した後の個別取引について問題となる場合がほとんどである。

そのため、助言義務は信認義務という契約法理とは別個の義務ではなく、契約上の義務と考えられる。契約締結段階で専門業者の助言を前提に契約を締結する場合、助言は契約上の内容となる。

(2) 信頼と情報開示責任

おしなべて約束・契約には当事者に対する信頼が存する。継続的取引関係においては、一方当事者が他方当事者に信頼を寄せ、その信頼には適切な情報の開示がなされるであろうという期待がある。では、誠実公正義務から情報開示義務は導きだせるのか。一方当事者が他方当事者の

(36) 潮見佳男『契約法理の現代化』(有斐閣, 2004年) 130頁以下。

(37) 内田貴教授は、「関係的契約」論と信認関係を結びつけることによって、情報提供義務を基礎づける。「関係的契約」論とは、契約内容は、当事者の当初の合意だけですべて決まるわけではなく、当該契約の属する社会関係の中でおのずから決定される。契約内容だけでなく、それを決定するプロセスを重視する考え方である(内田貴『契約の再生』(弘文堂, 1990年) 145頁以下, 内田貴「現代契約法の新たな展開と一般条項(3)」NBL 516号25頁)。

提供する情報を信頼することが合理的である場合などには、他方当事者は情報開示責任を負うとも考えられる。

とりわけ、詐欺、不法行為、不実表示が問題となる事案では、そうであろう。誠実公正義務は自らのなした約束を守る義務だけでなく、正直さという独立の意味がある。しかし、情報開示義務を契約上の誠実公正義務と位置づけては、契約締結前に契約上の義務として情報開示義務を課すできなくなるという問題が生じる⁽³⁸⁾。

3 利益相反行為禁止義務

(1) 私的行使リスク

信認義務の具体的義務である利益相反行為禁止義務が、代理人に課せられる趣旨について検討する。

代理人は、信認原則が示すように本人の利益のために忠実に行為しなければならない。利益相反行為禁止義務とは、代理人が本人から与えられた代理権（裁量）を自己の私利に基づいて行使することは許されないとする義務である。

本人は代理人に事務の履行を委託した以上、代理人が当該裁量を私利のために行使したか否かについて、代理人の事務を監督することは現実には困難である。また、本人からの監督を要求することは、代理の趣旨に反する。その結果、本人は、代理人の裁量権の私的行使リスクに対し、自己防衛ができない状況となる⁽³⁹⁾。そこで、代理人による裁量権の私的行使リスクを防ぎ、本人の利益を保護する必要性がある。

代理人として代理権が与えられているのであれば、代理範囲の制限いかに関わらず、本人との間で信認関係に立つとされ、代理人は忠実義

(38) 田岡絵理子「信認関係概念とその拡大現象の分析（二・完）」早稲田法学会誌59巻2号313頁～365頁。

(39) Hoover, *Basic Principles Underlying Duty of Loyalty*, 5 Clev. Marshall L.Rev. 7, 12 (1956).

務を負うのである (Restatement (Third) of Agency, § 8.03)。忠実義務は、現実に代理人が自己の利益を優先させたか否かを問わない。代理人が本人の利益と相反する立場および状況に自身を置くこと自体に、忠実義務が生じるのである。

(2) 本人の同意と開示

代理人が利益相反行為をなしたとしても、本人の同意があれば、忠実義務違反とはならない。しかし、本人からの同意は、本人の決定に合理的に影響を及ぼすであろうと代理人が知り、あるいは知りうべきすべての事実が本人に開示されているかが問題となる。忠実義務違反に該当する行為に関し、代理人が私的利益を有するのであれば、いかに行為すべきかにつき、代理人はそもそも正当に評価できる地位にない。それは本人が評価すべきだからである。

では、本人が正当に評価できるためには、どのような開示が必要であるのか。忠実義務違反に該当するかどうかの行為については、本人の評価が適切になされるよう、原則として完全な情報の開示が求められる。書面を手渡す、本人に調査させるだけでは不十分である。本人は、質問および調査することなく書面の内容に関し、代理人が示した言葉に依拠することは認められるであろう。

そして、書面開示がなされいながら、本人が当該書面を読んでいなくとも、本人は代理人の忠実義務違反を問うことができるであろう。本人からの同意を不要とする取引慣行があっても、当該慣行が本人に知られていないのであれば、同意を得ることなく、このような取引を行えば忠実義務が問題となるであろう。

裁量の私的行使を防止する観点から、代理人と本人との間に利益相反の状況が存在することに注視されるべきである。現実に利益相反が生じたこと、または利益相反行為に関する情報開示がなかったことについて、代理人は信義に反する意図がなかったこと、および詐欺の意図がなかつ

継続的取引関係と信認義務

たことなどの意図または意識は、義務違反があったかどうかの判断に影響はしない (Restatement (Third) of Agency, § 8.06 (1) (b))。

代理人が忠実義務違反にあたる行為を行うためには、本人の同意を要する。そして、本人の同意は代理人からの完全な情報の開示に基づくべきことは絶対条件である。本人から事前に包括的同意があったとしても、完全な情報開示がなされていないのであれば、有効な同意でないとされるであろう。

(3) 取引の公正

忠実義務違反とならないためには、本人の同意および完全な情報開示に加え、代理人の取引が公正であることを要する (Restatement (Third) of Agency, § 8.06)。取引が不合理なものであるならば、不利益を被る他方当事者の同意は、極めて疑い深いものになる。すなわち、「同意の質」が問題となる。

いいかえれば、情報開示が完全でなければ取引内容が公正であったとしても、忠実義務違反となる。本人の同意を求める趣旨は、本人の意思が代理事務の履行の前提となるからである。

4 利益取得禁止義務

利益取得禁止義務とは、「代理人は、本人を代理してなされた取引、その他の代理行為に関連し、代理人という地位の利用を通じ、第三者から重要な利益を得てはならない」義務である。第三者とは、取引行為の相手方などである。

利益取得禁止義務に違反して得た利益は、吐き出しが命じられる。「代理行為に関連して」得られる利益には、代理行為を行なうことにより直接的に得られる利益、および間接的に得られる利益の両方を含む⁽⁴⁰⁾。

(40) John Reynolds, Inc. v. Snow, 11 A. D. 2d 653, 201 N. Y. S. 2d 704 (N. Y. App. Div. 1960).

利益取得禁止義務が課せられる理由は、つぎのことが考えられる。⁽⁴¹⁾すなわち、代理人が委託された事務を行うことにより第三者から利益を得る場合、代理人ではなく本人にとり最適な利益をもたらすとしても、本人の利益よりも、代理人の利益を優先させるかもしれない。

この場合、代理人は本人に損害は生じないであろうと考えるかもしれない。しかし、代理人は損害が生じるか否か本人の利益、または本人の利益に対して、貢献および増大できるかについて、公平に評価できる地位にはいない。

個別事案において、「代理行為に関連して」得られた利益であるかは、代理行為と利益との関連性が判断の基準となる。⁽⁴²⁾

VI 信認関係の認定要素

1 具体的要素

米国法の判例を概観すれば、信認関係の認定要素として、①当事者間の不衡平な関係、②一方当事者の信頼または依拠、③対象財産・資産の存在、④他方当事者による権限または裁量、⑤当事者間の約束または契約、など考えられる。

売買一任勘定が認められる場合、専門業者に信認義務を認めることには異論がないようであるが、売買一任勘定が認められない場合が多数である。Poser 等多数の論者は、専門業者と顧客との間に事実上の裁量権（支配性）があれば、信認義務を認めることを強く主張し、専門業者の悪意・重過失の立証を要しないとする。

(41) 田岡絵理子「忠実義務から見た信認関係の内容とその性質」早稲田法学会誌58巻2号368頁。

(42) 委託された事務についての裁量の規制という忠実義務の趣旨からすれば、委託された事務（代理行為）と関係のない行為については、代理人は忠実義務を負わず、自由に行為できるであろう。

継続的取引関係と信託義務

では、支配とはなにかが問題となる。支配がなくても、専門業者と顧客との関係および顧客の自衛能力不足を要素に加える判例も多数あり、損害の分担を誰が負うのか、その時代または情勢も反映されている。そこで、信託関係の認定要素を検討する。⁽⁴³⁾

2 事実上の裁量権

(1) 問題点

専門業者が顧客資産の運用に関する事実上の裁量権（支配性）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的役割を有している場合、信託関係に基づく忠実義務および善管注意義務を負うことになる。⁽⁴⁴⁾

そこで、専門業者は顧客の利益を図り、取引の専門家として合理的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託関係はない。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、狭い範囲の信託義務しか負わない。しかし、ブローカーが顧客の口座を完全にまたは事

(43) 例えば、取引知識・経験を有し、経済的に余裕のある投資家に対しては、非売買一任勘定の場合、専門業者の責任は取引毎に成立し、当該顧客およびその口座に対する継続的な監視 (monitor) ・助言義務はないかもしれない。しかし、そうでない属性の顧客については、専門業者が監視・助言を約束して取引に誘引したのであれば、顧客に対し信託義務を負うであろう。

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

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がある⁽⁴⁵⁾。

(2) 取引形態による差異

専門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般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ブローカーが顧客資産を支配し、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になる⁽⁴⁶⁾。

専門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、専門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にとどまる。それに対し、①専門業者が顧客に対し、投資に関する推奨および助言指導を行い、顧客は専門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、専門業者が投資顧問的役割を有している場合、②専門業者が顧客資産を実質的に支配し、一連の取引を主導している場合、専門業者は受託者として、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図る高度の注意義務を負う。

それ故、専門業者は、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専門業者が主導して顧客勘定で行

(45) アンドリュウ・M・パーデック・前掲注(34)61頁。

(46) 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法(第2版)』(弘文堂, 2004年)214頁。

っている取引についての実質的な効果、予想される収益、および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、専門家としての義務を負っているといえる。⁽⁴⁷⁾

3 信頼または依拠

一方当事者から他方当事者への信頼ないし依拠が存することは、信託関係の基本的要素といえる。とりわけ、投資取引のような専門性の高い経済行為においては、顧客が専門業者を投資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ことが多い。

このような場合、専門業者と顧客の間に信託関係が認められる一要素と考えられる。一方当事者が他方当事者に信頼あるいは依拠・依存を寄せ、それにより他方当事者が一方当事者に対し影響力あるいは優位を有し、当該地位を利用して経済的利益を得ている状況といえる。信頼または依拠の程度が問題となる。信頼または依拠は法的に認められることが前提であり、委託者が受託者の誠実さを信頼し依拠する権利を有することである。しかし、委託者が受託者に実際に依拠または信頼しているか否かまでを要素としていない。⁽⁴⁸⁾

専門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い、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、米国1934年証券取引所法または1936年商品先物取引所法の詐欺禁止規定の違反が生じる。

詐欺禁止規定違反に基づき、投資取引の公平確保および市場の健全性確保に加え、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、損害を被った投資家による私的訴権が認められている。

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

(48) Patsos v. First Albany Corp., 741 N. E. 2d 841 (Mass. 2001); Amendola v. Bayer, 907 F. 2d 760, 763 (7th Cir. 1990).

4 思慮の欠如

専門業者は信認関係から、利益相反行為の禁止に加え、投資の推奨および運用過程で、顧客属性、要望・意向、取引対象の商品特性、市況を確認すべきであり、リスク累積化を回避、軽減、分散させなければならぬ。それを怠る場合、思慮の欠如 (reckless) となる。僅かな相場変動で多大の損失が生じる取引を、期待リターンが高いことを主要理由として推奨することも同じである。

「思慮の欠如」の判断基準は、専門業者の責任として顧客が何を知っていたかだけでなく、「何を知るべきであったか」を基準とし、知るべき内容を顧客に理解・認識させていたかどうかである。「思慮」とは合理的な注意、能力、技術である。専門業者に助言配慮・確認能力を問うものである。

信認関係を有しながら、専門業者に思慮の欠如がある場合、欺罔の意図 (scienter) が認められ、取引損害に対する顧客の過失概念を排除する。信認義務違反の損害賠償額の算定は、違反がなかったであろう状態の回復を原則とし、専門業者に対する利益の吐き出しに加え、適切に運用されておれば得た額と資産減少との差額が認められる。不法行為の差額説をより踏み込むものである。

VII 信認義務と民事責任

1 投資行為と信認義務

(1) 最良執行義務

投資による資産運用が活発な米国では、専門業者は顧客資産に対して裁量権を有し、または実質的支配をしている場合、信認義務を負う。それは連邦証券取引諸法および商品取引諸法並びに判例により認定されてきた。実質的な裁量権の有無に関する認定基準には投資運用方針の決定に係る影響力の大きさ、投資判断の基礎となる明白な合意の有無などが

ある。

専門業者の信認義務は、対等な当事者による自己利益の追求が許される契約法理に対し、顧客の信頼を受けて顧客利益の最大化を図るべき忠実義務を内包する。

専門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を負う。例えば、証券または商品先物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の専門業者は顧客に対し、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。

そのため、顧客が専門業者を投資取引のプロフェッショナル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、専門業者と顧客の間に信認関係が認められる。かかる場合、専門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い、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、米国連邦証券諸法または連邦商品取引諸法の詐欺禁止規定の違反が生じる。

(2) 公益保護

米国では、商品先物取引被害など消費者取引分野において、違法行為に対する損害賠償だけでなく、民事制裁が専門業者に課されている。それは、公益を護るという視点にたっている。

多数の投資家が市場に参入することにより、適正な相場が形成される。そのためには、投資家の市場参入および取引継続過程において投資家保護に反する行為を排除する必要がある。⁽⁴⁹⁾

そこで、信認義務を負う専門業者は、個別の投資家保護だけでなく、健全な市場の維持という公益保護に基づき、投資家が被った損害の賠償

(49) BROMBERG & LOWENFELS, SECURITIES FRAUD & COMMODITIES FRAUD (McGraw-Hill Inc., 2d ed., 1994) Vol 3, § 8-1 (1995).

に加え、つぎのような民事制裁が課されている。これは違法行為を抑止する効果が大きい。

2 投資取引と信認義務

(1) 信認義務と自己責任

受託者は信認義務に基づき、財産の管理・運用について一定の裁量権を有し、裁量の逸脱・濫用がない限り、損失が発生しても受託者は委託者に対し賠償責任を負わない。しかし、裁量の逸脱・濫用によって生じた損失については賠償責任を負う。裁量の逸脱・濫用の有無は、受託をしていた間に、「委託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っていたか」である。

委託者は、「取引をその受託者に任せたこと」「受託者を十分に監督しなかったこと」の自己責任が問われることはあるかもしれない。しかし、「個々の取引を受託者に一任したこと」の自己責任を受託者から問われるものではない。

委託者が受託者の誠実・公正さを信頼して管理・運用を任せることが委託・受託の前提である。委託者が受託者の個々の運用行為の適否をその都度調査しなかったことは、委託者の過失にはならない。

信認関係が成立し、受託者が委託者の利益を配慮せず、経済的に不合理な取引を行った場合、当該行為に係る損害賠償においては過失相殺が規制されるべきである。なお、委託者は、「受託者選定の自己責任」「受託者監督の自己責任」を負うことにはなる。

しかし、①受託者選定の自己責任は、免許・認可・登録専門業者として受託専門業者の参入規制がなされる証券・商品先物市場において、免許・認可・登録などの開示された表示を信じたか否かに限定されるであろう。

②受託者監督の自己責任は、監督能力に限界がある一般委託者にとり、具体的には限定されたものになる。受託者選定の自己責任および受託者

監督の自己責任においては、信義則上、受託者が委託者に対して主張できるものではない。

(2) 問題となる行為

投資取引において問題となる要素とは、「専門業者が、その推奨する取引を行うに際し、知識・経験・資力に格差のある者に対して招かれざる勧誘を行い、取引開始後は、顧客の未熟さに乗じて実質的な一任売買や無断売買を行い、不合理・無定見な取引や、委託者の投資意向に反するような取引を、頻繁に繰り返しあるいは大量に行って、委託者に損失を与えたと評価される⁽⁵⁰⁾」ことである。

そこで、専門業者による問題となる行為として、つぎのことが指摘できる。

第1に、勧誘段階の違法要素である。①不招請勧誘（電話等による不招請勧誘であること）、②新規委託者保護義務違反（取引の経験が全くない者に対し過当な勧誘をすること）、③説明義務違反（新規委託者に取引の仕組み・危険性について十分な説明をしないまま取引を始めさせたこと）。

第2に、取引開始後の違法要素である。①実質上の売買一任勘定取引（多くの取引が、実質的に売買の指示事項の全部または一部について顧客の指示を受けない一任売買の形態でなされていること）、②頻繁取引（実質的一任関係のもとで短期間に多数回の反復売買が繰り返され、両建が安易に行われていること）、③経済的に不合理な取引（難平、売り直し・買い直し、途転、日計り、手数料不抜け、両建、向い玉、無敷・薄敷、満玉等）、④裁量的かつ顧客の実質的な意向に反する取引（顧客の自主的な意思決定を待たずに実質的にはその意向に反して取引を継続させていること）、⑤指示違反（顧客の指示どおりの取引をしていないこと）、⑥適合性原則の違反（例えば、分析能力・資力を超えた範囲まで取引を拡大させたこと）。

(50) 最判平7年7月4日NBL590号60頁。

3 民事制裁の種類

米国を例にとれば、専門業者に対する民事制裁の種類として、以下のことが考えられる。

第1に、利益の吐き出しである。民事訴訟または行政命令に基づく。執行主体が被害者である場合、損害賠償訴訟または不当利得返還請求により、執行主体が行政である場合、課徴金または排除命令による。

第2に、懲罰的損害賠償である。これは違法行為者を処罰し、当該行為者が将来において同様の行為を行うことを抑止する目的とし、損害賠償額の数倍から数十倍にのぼることがある。

第3に、民事制裁金である。各投資家の被害額が少額であるが、多数にのぼる場合、または被害者の特定分配が困難な場合に、ファンド形式の基金に加害者が支払う。民事裁判に基づき課されるものと、行政処分として行政庁が独自に課す場合がある。

第4に、重疊的損害賠償である。1人の投資家に与える損害が小さいが、加害者たる専門業者が得る不当利得が大きい場合、実害損の2～3倍を専門業者に課す。私訴が有する公益の意義に基づく。

第5に、名目的損害賠償である。原告が立証困難な場合、裁判所が公益的観点から一定額の損害賠償を認めるものである。

第6に、父権的損害賠償訴訟である。損害を受けた投資家に代わり、行政が原告となり損害賠償訴訟を提起し、賠償金を被害者に分配するものである。

これらのなかで、特に重要な意義を有するのが、利益の吐き出しおよび懲罰的損害賠償である。利益の吐き出しは、被害者の損害額を超える、専門業者が得た不当な利益の吐き出しを命じることがある。

不当な利益の吐き出しが加害者たる専門業者に課されたとしても、加害者の利得と被害者の損害と同額または同程度の額である場合、過失相殺がなされると加害者が利得する結果となる。そのため、これら民事制裁を課すにあたり、過失相殺の概念は排除される。

4 信認義務と過失相殺

(1) 包括的詐欺禁止規定の違反

専門業者は顧客資産に対して裁量権を有し、または実質的支配をしている場合、信認義務を負う。当該状況下であっても、常に過失相殺の適用が排除されることにはならない。

不法行為が認定されると比較過失法が適用され、被害者の損害額は過失相殺により減縮される。過失相殺の割合基準については、事例を分析し、類型化していく必要がある。

例えば、過当取引、適合性原則、開示義務違反などの行為は、米国1936年商品先物所法4b条a項、1934年証券取引所法規則10(b)-5の規制対象となる。これら規定は包括的詐欺禁止規定であり、その違反は裁判または仲裁などにより、民事救済の対象となる。仲裁では、原則として過失相殺は適用されない。

(2) 過失相殺の適用

あらゆる不公正な投資取引が、包括的詐欺禁止規定の違反対象となるものではない。この場合でも、専門業者の不法行為が認定されれば、比較過失法の適用がある。

また、包括的詐欺禁止規定に該当する行為が損害賠償の対象となる行為がなされた時期の限定、売買委託手数料に限定するなど、一定の制限が課されている。信認義務が問題となっても、直ちに過失相殺の適用が否定されるのではない。⁽⁵¹⁾

問題となった行為が、連邦商品先物取引規制または連邦投資取引規制の包括的詐欺禁止規定、米国 ERISA（企業年金の投資運用専門業者規制法）が求める慎重人原則、慎重投資家（合理的投資家）原則、分散投資義務などに反する運用形態、および投資会社法が禁止する行為形態を専門業

(51) Frankel, *supra* note (2), at 795.

者がなしている場合、信認義務が問題となり、過失相殺の概念は否定される。⁽⁵²⁾

(52) 今川嘉文「投資損害と過失相殺理由の問題点」神戸学院法学37巻2号55頁以下。

1 過失相殺の実態

投資行為（投資取引または商品先物取引）に係る損害賠償請求訴訟における過失相殺の適用理由・適用根拠および割合基準を検討すれば、損害賠償制度は、被害者が受けた損害を填補する制度であり、実際に受けた損害を超えては、被害者に賠償責任を負担させることはできない。損害が立証されないことには、損害賠償は生じない。

損害賠償請求が認容されたとしても、過失相殺が課されることが取引型不法行為、とりわけ投資行為を対象とした事案では少なくない。過失相殺（民法722条2項）とは、損害の発生・拡大について被害者側に帰責性がある場合に損害の公平な分担のために加害者の賠償額を減額する制度（窪田充見『過失相殺の法理』（有斐閣、1994年）265頁）である。判例上、過失相殺は加害者の帰責原因が、問題となる投資家である顧客の被害とどのような因果関係があるかなどにより適用されてきた（窪田充見「取引関係における過失相殺」岡大法学40巻3・4号857頁）。取引型不法行為は、被害者の自由意思に対する不当な働きかけの程度が高いこと、侵害行為の態様の非難可能性が高くないと違法性が認められにくい。

裁判所は、違法性の認定においては間口を広くして専門業者の民事責任を認める一方、過失相殺により損害賠償額を減額することで、柔軟な対応を図っているという現実がある。しかし、安易な過失相殺は、損害填補制度としての不法行為規定の趣旨に反し、専門業者が違法に獲得した利益を吐き出させることができなければ、違法行為を助長する。

また、投資行為に係る損害賠償訴訟について、過失相殺の程度・可否について十分な基準が提示されておらず、混乱した状態にある。情報・交渉力格差のため対等な地位に立っていない当事者間取引によって生じた取引型不法行為の過失相殺は、交通事故事例と異なり、適用基準が明確ではない。

交通事故事例では、過失相殺比率の基準表が作成され、過失相殺の適用上の指針となっている。しかし、比率基準は、投資取引および先物取引訴訟における過失相殺を算定するうえで直ちに適用できるものではない。

その理由として、第1に、投資取引または商品先物取引の損害は、専門業者が問題となった取引にどのように関与し、顧客がどのように対応したのかについて、抽象化および定型化しにくい。第2に、交通事故は予想し

ていない突発的事態が問題となるが、投資行為は必ずしもそうではない。第3に、交通事故に関する過失相殺の比率基準は、経験的作業により形成されたものであり、必ずしも理論的な指針を内包していない。そのため、異なる事件類型に応用すべきものを有していない。

投資行為に係る訴訟の大多数において過失相殺が行われるという事実は、取引型不法行為の分野で、過失相殺の肯否・程度に関する判断基準・審査の視点が十分に確立していないことを重要な一因としている。そこで、過失相殺の制度趣旨・法的根拠について整理を行い、投資家の自己責任と過失相殺との関係を分析する。

2 過失相殺比率

裁判所は過失相殺の理由として、①顧客自らの意思・判断で取引を行った、②顧客の経歴、③投資経験、④利益を得る可能性が存在した、⑤危険な取引をあえて行った、⑥利殖目的で取引を行った、損失が出ているにもかかわらず取引を継続・拡大した、⑦委託のガイド（取引の説明書）を熟読しなかった、⑧外務員を安易に信用した、⑨契約書・理解度を測るアンケート等の書類に署名・押印したことなどを指摘している。

損害賠償請求の認容率は、商品先物訴訟では全体の7割以上の事例で認められるが、証券訴訟では2割程度という指摘がある（宮下修一『消費者保護と私法理論』（信山社、2006年）102頁）。これは必ずしも客観的なデータに基づく数値ではない。

では、過失相殺比率はどうか。商品先物訴訟の過失相殺比率は損害賠償額の3～6割程度、証券訴訟の過失相殺比率は損害賠償額の4～7割程度のもが多いとされる。証券訴訟は先物訴訟と比較して、認容されにくく、かつ過失相殺比率が高いといえる（先物取引判例システム「黙示録」によれば、全228件の過失相殺割合は、つぎようになる。過失相殺なしの判決が19.3%、過失相殺が3割までの判決で全体の43.5%、4割までの判決で全体の65.9%、5割までの判決で全体の約88.3%を占める（内橋一郎・大植伸・加藤進一郎・土居由佳・平田元秀『先物取引被害と過失相殺』（民事法研究会、2007年）148頁）。

「過失相殺比率が高すぎる」という理由として、実務家は「過失相殺についての裁判官と弁護士の認識の乖離がある。すなわち、裁判官の多くは、訴訟を離れて投資取引または商品先物取引の実態について知らない」「原告代理人である弁護士が、投資取引または商品先物取引の実態を十分に立証してこなかった、または、できていなかった」と指摘する。

3 過失相殺ゼロ

近年、顧客の過失を過大評価しない判決が、多数下されている。これらは主として先物取引事例であり、投資取引事例ではそもそも認容自体が少ない。

①専門業者の違法性の程度と顧客の落ち度とを実質的に比較し、過失相殺を15%（東京地判平15・3・31（先物取引裁判例集34巻181頁））、20%（大阪高判平17・6・17（先物取引裁判例集40巻484頁））、30%（東京地判平17・9・30（先物取引裁判例集41巻588頁））としている事例がある。

②顧客の損失が専門業者の利益に転化していること、および、業者が顧客の依存志向に乘じ手数料稼ぎを行ったことを重視し、過失相殺をゼロ（名古屋地判平14・5・24（先物取引裁判例集33巻101頁））としている事例がある。

③ガイド・残高照会通知書などの記載を手がかりとして損害の発生・拡大を食い止めることは実際には不可能であること等を重視し、過失相殺をゼロ（大阪高判平15・9・25（先物取引裁判例集35巻166頁））または30%（大阪高判平16・10・26（先物取引裁判例集38巻353頁））としている事例がある。

④顧客の適合性・心理状態等に照らし、専門業者の悪性を考慮し、過失相殺をゼロ（大阪高判平16・8・31（先物取引裁判例集38巻378頁））、大阪地判平18・1・20（先物取引裁判例集42巻248頁））または20%（東京地判平17・12・20（先物取引裁判例集42巻121頁））としている事例がある。

⑤顧客の不注意は専門業者の予測範囲内の事柄であること、専門業者のモラルハザードを抑止する必要があること、秩序ある取引の定着を図ることが事後規制を図る司法の責務であることなどを重視し、過失相殺を30%（大阪地判平15・3・11（先物取引裁判例集35巻128頁））としている事例がある。

⑥顧客の落ち度が専門業者の行為によって誘発されたものであることを重視し、過失相殺を30%（大阪地判平16・1・27（先物取引裁判例集35巻352頁））、名古屋地判平15・1・17（先物取引裁判例集33巻401頁））、金沢地判平17・7・21（先物取引裁判例集41巻268頁））としている事例がある。

過失相殺の判断要素は、責任の成立原因との関係が不明瞭であり、違法性の立証がどの程度なされているかにより、過失相殺の比率が上下する非論理的な構成となっている。顧客と専門業者との間には、知識・経験、情報収集能力、交渉力において格差があり、このことは違法性の認定においては考慮されながら、過失相殺の適用においては十分に考慮されていない。事故型不法行為と取引型不法行為では、前者は過失が偶然的に競合するが、

VIII 継続的取引と信認義務

1 過当取引とは

(1) 専門業者との関係

投資取引において、顧客と専門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、専門業者が事実上、顧客資産を支配し、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資顧問的役割を有している場合、顧客と専門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、専門業者は、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。

後者は専門業者の故意・過失が顧客の落ち度に先行して誘発し、損害の発生へ導くこととなる（窪田充見『過失相殺の法理』（有斐閣，1994年）218頁以下、村本武志「ワラント裁判例の現状と問題点」ジュリ1076号141頁）。取引型不法行為において、顧客が専門業者の欺罔行為に気づかなかったことは不注意ではない。気づかなかったこと、気づかないようにした専門業者の言動または取引内容が重要なのである。

安易な過失相殺は、専門業者の「やり得」を助長させることともなる（上村達男「金融商品と消費者保護」国民生活センター編『金融商品の多様化と消費者保護』（財務省印刷局，2002年）。投資取引において、専門業者はその専門性に照らし、顧客の属性、意図、取引内容の理解を絶えず確認すべき注意義務がある。専門業者が事実上、取引を主導し、顧客が投資内容およびリスクを認識できず、冷静かつ客観的な投資判断の機会を奪われているのであれば、それ以上の帰責性を負わすべきではない。

投資取引において、不公正な取引内容または勧誘行為が内在する場合、専門業者は「顧客の落ち度を積極的に利用すること」で、事業が成り立ち、それにより会社の利益、担当者の利益が増大する。損害賠償請求では、不公正な取引内容または勧誘行為に違法性があるため、専門業者の責任が肯定される。他方、「顧客の落ち度」を利用した結果が違法なのであるならば、同じ事情を斟酌して過失相殺をするのは、不合理といえる。

継続的投資取引において問題となる顧客属性などに照らし不適切に多数量かつ頻繁な投資取引を、専門業者が主導して行うことを指す「過当取引」は、専門業者による顧客資産に対する支配を要件としているが、その立証には、専門業者と顧客との関係を詳細に分析しなければならない。

専門業者による顧客資産の支配とは、「口座の支配（取引の主導性）」といわれる。この要件は、専門業者が顧客資産を支配し、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。顧客と専門業者との間に、売買一任勘定取引契約が締結されている場合に限らず、専門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。

本章では、継続的取引と信認義務を考察するうえで、過当取引をとりあげる。

（2）売買一任勘定取引契約

売買一任勘定取引契約が締結されているならば、専門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、顧客資産を専門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、専門業者は信認義務を負う受認者としての地位は、投資取引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。

顧客と専門業者が信認関係にある場合、受認者である専門業者が、リ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、極めて投機的な投資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）に反するとして、善管注意義務違反に問われる（Restatement (Third) of the Law of Trusts: Prudent Investor Rule § 227⁽⁵³⁾）。

継続的取引関係と信託義務

そして、①これら取引態様が、専門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専門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、忠実義務違反となる (Restatement (Second) of the Law of Trusts § 170)。そのため、専門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、顧客が信託関係にある専門業者に指示した場合、受託者である専門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、専門業者は顧客との間に信託関係がある場合、情報提供義務を負い、専門家として何らの助言もせずに、過大な投資リスクを有する投資取引を指示のまま執行すれば、注意義務違反となる。

専門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、専門業者の売買委託手数料収入は増えることになる。それ故、専門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、過度に多数量かつ頻繁な投資取引を顧客勘定により行うことは、専門業者が負うべき信託義務を逸脱した行為である。

(53) 合理的な投資家原則に基づき、証券業者は信託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。Phillips, Jr., *Chasing Down the Devil: Standard Investment Under the Restatement (Third) of the Trusts*, 54 Wash. & Lee L. Rev. 335 (1997).

2 過当取引の問題点

(1) 利益相反関係

投資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、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、投資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、専門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。

一般投資家は専門業者による勧誘を契機に投資取引を行うことが多く、金融機関を含む専門業者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、金融商品の内容および取引形態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、投資取引の専門家として、またはその社会的名声などから、専門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、当該専門業者を通じて継続して行っている間に、専門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、専門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、専門業者の勧誘または助言指導が過熱することは避け難い。

継続的取引関係と信託義務

専門業者は顧客に、多数量かつ頻繁な投資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。顧客が投資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、専門業者が獲得する利益は増大するという意味において、投資家たる顧客と専門業者は「構造的に利益相反関係にある」と言える。

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差があり、一方当事者が他方当事者に、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。

(2) 継続的取引関係

専門業者が顧客資産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果たしている場合、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託関係が成立する。それ故、専門業者は市場の健全性を維持しつつ、投資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である。

専門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、投資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、専門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。

それに反し、専門業者が自己利益を増大させるため、顧客資産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、多数量かつ頻繁な投資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。

極めて多数回の投資取引のなかには、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、顧客は多人の経済的損失を被ることになる。専門業者による当該行為は「過当取引」といわれ、その違法性および専門業者の民事責任が問題となる。

（3）過当取引の違法性

過当取引が違法であり、取引を主導した専門業者に民事責任が課せられるかについて、わが国の投資関連の取引諸法は明文上、規定していない。そこで、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「専門業者が、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。

第2の見解は、過当取引を「専門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、専門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。

第3の見解は、過当取引を「専門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、受任者たる専門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。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、受任者たる専門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」とする説である。

(4) 合理的かつ慎重な投資家という基準

投資家が、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金融商品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、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、専門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、多数量かつ頻繁な金融商品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。

専門業者が負うべき行動規範に反し、専門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、専門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、極めて多銘柄の金融商品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、専門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。

専門業者が主導した、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、多数量かつ頻繁な投資取引においては、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。

専門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金融商品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金融商品銘柄については、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。

専門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投資取引には、例えば、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き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、専門業者が顧客の信頼を濫用して、一連の取引が専門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。

(5) 信託義務違反

専門業者は顧客の属性、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、専門業者が主導して、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託義務違反といえる。

すなわち、専門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、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金融商品売買をさせる。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、継続的投資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専門業者が、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い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、投資取引の支払経費とともに、当該運用損の賠償を専門業者に求めることができる。

3 市場リスクとブローカーリスク

専門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投資取引を、説明義務を尽くさずに、専門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。

投資取引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、安易な投資取引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、問題となった投資取引が、専門業者の勧誘を契機とするものであっても、投資取引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。

投資取引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、専門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投資取引の結果につき、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、前述した米国 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、受認者となった専門業者は、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

継続的取引関係と信託義務

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具体的な金融商品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被告専門業者の行為が、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。

信託義務に基づき、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、信託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賠償しなければならない。この場合、受益者は信託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問わず、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投資取引において、多数量かつ頻繁な取引を専門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、それらが適切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。もし専門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、専門業者は民事責任を負うと考えられる。

お わ り に

日本法は、信認関係概念を有しない。信認義務およびその根拠である信認関係概念をわが国での解釈により導くのであれば、委任契約における本質的な義務を検討しなければならない。

商法上、問屋と考えられる専門業者と委託者の関係は委任であり、委任および代理に関する規定が準用される（商法552条2項）。問屋と代理では法形式上、全く異なるとされる。しかし、経済的実質および当事者が達成しようと意図するところを考えると、代理と全く異なる扱いをするのが適当でない場合がある。内部関係では、代理と問屋が類似するという実質を重視すべきである。問屋が間接代理と呼ばれる所以である。そのため、問屋と委託者との関係について、委任の規定を適用し、代理の規定を準用する必要がある。⁽⁵⁴⁾このように考えると、米国の信認関係および信認義務から導かれる代理人の忠実義務に関する検討は、わが国においても受け入れられる余地がある。

受任者は本人の事務ないし財産について一定の裁量を有している場合、

(54) 近藤光男『商法総則・商行為法（第3版）』（有斐閣，2001年）192頁。

継続的取引関係と信認義務

受任者がその裁量を利己的に行使すれば、本人の利益が危険にさらされることになる。当該状況において、ある論者は、委任契約において本来的に予定されている義務として、信認義務を検討できないか。委任の本旨に従い……委任事務を処理する義務に、忠実義務は含むと考える⁽⁵⁵⁾。

委任契約は当事者間の高い程度の信頼を基礎に成り立つ。他人から信頼を受けて事務処理をする者であれば、受任者に課される信認義務といえるものが、本人に期待させてもよいのではないか⁽⁵⁶⁾。

善管注意義務および忠実義務がともに、委任の本旨から導かれるべき義務であるならば、そこに、信認義務が代理関係に本質的な義務であるとの理解が存するからである。信認義務が代理の本旨から導かれる義務であるといっても、それを契約上の義務として捉えるのであれば、日本法においても、信認関係および信認義務の根拠を代理関係（委任契約）における当事者の合理的意思に求めることになるかもしれない。

本稿は、財団法人全国銀行学術研究振興財団から研究助成金を得た研究成果の一部である。

(55) Finn, *supra* note (19), at 83.

(56) Shepherd, *Towards a Unified Concept of Fiduciary Relationships*, 97 L. Q. Rev. 51, 52 (1981).