

投資取引における信認義務の機能と役割

村 本 武 志

- 第1 はじめに
- 第2 英米法上の信認義務
- 第3 わが国の信認義務法制・裁判例
- 第4 信認義務と適合性原則
- 第5 利益相反行為と信認義務
- 第6 民法改正と忠実義務
- 第7 おわりに

第1 はじめに

証券や先物などの金融取引において、顧客が事業者を信頼し、商品の選定、数量や金額、注文の方法や時期などの事務処理等を一任する 경우가少なくない。商品の仕組みが複雑であるか、取引情報の収集や判断が困難である場合、過当取引がなされることで取引全体のリスク・リターン判断が困難となる場合に、取引の当否、内容に関する判断を事実上、事業者に依存するケースもある。主に英米法上で、このような取引においてここで事業者に求められる義務に信認義務 (fiduciary duty) があり、その前提となる当事者間の信頼・依存関係は信認関係 (fiduciary relation) とされる。すなわち信認義務とは、信認関係の認められる当事者間において一方当事者 (fiduciary 「信認者」) 「の信頼を受けた側の当事者 (principal 「受認者」) に課されるものである。これは、もっぱら信認者方の利益を図るために「最高度の信義誠実を尽くして行動」すべき義務、あるいは信認

者の「利益の最大化のために働く」べき義務をいう（樋口、2008）。これは、相当な注意義務（due care）、忠実義務（duty of loyalty）、及び最大誠実義務（utmost good faith）を内容とする。わが国では、信認義務の中核をなす忠実義務が信託法上等に認められるほかは、法規制中でこれを定めるものはない。しかし、金融の自由化、国際化や金融不祥事に発生を背景に、さまざまな金融サービスを提供する者の義務を統一的に把握するための概念として注目されるとの指摘がなされる（フィデューシャリー研究会、2010）。

現在、法制審議会では、民法（債権法）改正のための議論が進められ、中間論点整理上の検討課題として、忠実義務を民法上で規定することの適否が論じられる。そこでは、「忠実義務に関する明文の規定を設けるという考え方の当否について、善管注意義務との関係、他の法令において規定されている忠実義務との関係、忠実義務を減免する特約の効力などに留意しながら、更に検討してはどうか。」との提案がなされる（法制審、2011）。

本稿では、英米法上での信認義務に関する法規制や裁判例、わが国における忠実義務法制を概観し、これと適合性原則などの他の法理との関係、その有用性、民法上の善管義務とは別に忠実義務を定めることの是非について検討する。

第2 英米法上の信認義務

1 英国法上の信認義務

信認義務¹⁾の基礎となる信認関係の原型は英国の信託上の受託者（trustee）、受益者（beneficiary）の関係上で認められる（樋口、1999）。受託者は受益者の信託財産の所有者となり、受益者は、コモンロー上は、信託財産に対して法的権限を有しない。しかし、エクイティ上は、受託者は、自身の利益を抑制して受益者の利益のみを図る義務を負い、受益者は、形

式的な所有者ではないものの財産上の利益を取得することができる。信託義務とは、このような受託者の受益者に対する義務であり、19世紀前半の信託概念の確立により成立した（「金融取引におけるフィデューシャリー」に関する研究会（以下「フィデューシャリー研究会」、2010））。

信託関係上、受託者は、常に信託者の利益のために業務を行わなければならない、信託者の利益を自身の利益に優先させなければならない（Duncan, 2005）²⁾。ここで受託者の内心の意思は重要ではない。受託者が、内心で、不正の意思を有しているかどうかは問題とはされない。

受託者の義務はまた、他の信託義務と衝突するものであってはならない³⁾。例えば、弁護士、不動産仲介業者が、複数の顧客を代理し、顧客相互の利益が衝突する場合に、信託義務相互に衝突が生じる。弁護士が同一案件において原告と被告の双方を代理する場合がその例である。これはエクイティが認めるところではない。受託者は、顧客の利益相互のバランスをとらねばならず、その立場を利用して利益を取得してはならない（no-profit rule）⁴⁾。ここでの利益は、あらゆる利便・利得を含み、受託者の立場に関係しないもの、信託者が与えた機会により生じたものも含む。

事業者は、委任契約や保険契約上の顧客との間で信託関係が認められれば、最大限の説明（the most ample disclosure）が義務づけられる。当事者間に「開示を必要とするような特別の契約」が存しない場合でも、説明義務が求められる。また、受託者と信託者との間に（a）義務および利益の衝突がある場合、（b）義務と義務の衝突がある場合、（c）受託者の地位により利益を得る場合に、受託者は信託者に対してその説明が求められる⁵⁾。受託者がその立場上で利益を得た場合、受託者はその旨を信託者に報告しなければならない。この場合、信託者が了解すれば、受託者は当該利益を保持することができる。それ以外の場合には、利益は、受託者によって信託者のために保管されるとみなされる。

このように信託義務は、信託関係にはない当事者間における一般的なコ

投資取引における信認義務の機能と役割

モンロー上の信義則上の義務、配慮義務と比較して、抜きん出て高い⁶⁾。信認者が信認義務の存在と受認者の義務違反を証明した場合、裁判所は、受認者がコモンロー上の権利により得た利益の信認者への返還を命じる⁷⁾。受認者に利益の保持を認めることは良俗に反することをその理由とする。信認者は受認者に対して損害賠償請求もできる⁸⁾⁹⁾。

2 米国法上の信認義務

2.1 投資事業者の信認義務の役割

投資取引上の信認義務は、米国では、適合性原則違反の民事効の根拠とされる。証券事業者の適合性原則の内容や判断については、米国の証券事業社団体である金融業界監督機構（Financial Industry Regulatory Authority「FINRA」）が定める自主規制規則が重要な指標を提供する¹⁰⁾¹¹⁾。米国では、ニューヨーク証券取引所（NYSE）の顧客熟知原則（know-your-customer rule）と、全米証券業協会（NASD）の適合性原則（suitability rule）をFINRA規則に統合する提案がなされた。米国証券取引委員会（SEC）は2011年2月にこれを承認し¹²⁾、新規則は同年10月7日に発効した（FINRA、2009、2011）。

米国の適合性原則は、従来から、一般顧客（some customer）について取引が適合性を備えるものでなければならないとする「合理的根拠適合性」（reasonable basis suitability）ないし「商品適合性」（know-your-security suitability）と、特定の顧客について取引が適合性を有すべきことを求める「顧客適合性」（customer specific suitability）を含む（村本、2009）。わが国での適合性原則は、「顧客適合性」に加え、「合理的根拠適合性」がようやく認知されつつあるが、FINRA新規則は、第三の類型として、「量的適合性」（quantitative suitability）を掲げる。これは、適合性原則上の要請として、取引を推奨するに際して、個別の商品一つ一つの

適合性が認められるに止まらず、回転率、手数料比率、乗換売買の存否、程度を考慮し、顧客属性に照らし、取引全体を通じて過当性がないことが求められるという考え方である。

このような適合性原則は、米国連邦証券法には定めが置かれていない。ブローカーやディーラーなどの証券事業者の行為が適合性原則に違反する場合、州証券法に規定される場合などを除き、顧客が適合性原則違反のみを理由として証券事業者に民事上の賠償請求を行うことは困難である。適合性原則に違反する事業者の民事責任の追及は、1934年証券取引所法10条(b)項に基づいてSECが1942年に定めた詐欺防止条項によるか、コモンロー上などでの信認義務ないし忠実義務¹³⁾違反による。適合性原則違反が反詐欺条項違反に該当するかどうかの判断についても信認義務違反が重要な考慮要素となる。信認義務は、コモンローや1940年投資会社法¹⁴⁾、1974年米国企業年金法 (Employee Retirement Income Security Act of 1974「ERISA」) などの連邦法、州法上で規定される。なお統一信認法 (Uniform Fiduciary Act) 及び統一受託者権限法 (Uniform Trustees' Powers Act) は、州法上の規定のモデルを提供する。

2.2 ERISA

ERISAは、ブローカーの顧客に対する信認義務¹⁵⁾を定める。投資助言者法 (Investment Advisers Act of 1940) が、最大利益原則 (best interest standard) を採用するのに対し、ERISAは、より厳格な排他的利益原則 (solo interest standard) を用いる。同法上は、ブローカーが顧客に対し、ERISAプランに関する投資助言に関して信認義務を負うためには、証券価値に関する助言や証券の売買推奨が行われること、それが資産計画に関する投資判断の基礎となり、同プラン上での特別の必要に基づき個別化されたものであることを要する¹⁶⁾¹⁷⁾。違反の民事効要件として、連邦証券法の反詐欺条項違反におけるようなサイエンターやブローカーへの信頼

投資取引における信認義務の機能と役割

の存在は求められない。

ERISA 信認を負担するブローカーは、顧客に対し、慎重義務及び分散投資義務¹⁸⁾を負担する。ブローカーは、顧客に対し慎重な助言を与える必要はないが、顧客を誤導してはならない¹⁹⁾。

顧客が ERISA 上での信認義務違反を主張する場合、ブローカーはCOMMON LAW 上の抗弁事由を主張することができる。しかし原則として、権利放棄、追認などエクイティ上の抗弁事由は主張できない。ERISA ケースへの禁反言の原則の適用は、特別の事情が認められる場合に限られる²⁰⁾。その他、危険の引き受け、寄与過失などの抗弁も否定される²¹⁾²²⁾。

さらに州法上の抗弁事由も、それが ERISA の果たす重要な政策を損なうおそれがある場合には主張できない²³⁾。

2.3 信認関係の存否

投資事業者には、ブローカーやディーラーのほか投資助言業者を含む。投資助言業者は、顧客との間に常に信認関係が存し、取引やその他の事項に関する利益相反事項の開示義務、顧客利益の優先義務など一連の信認義務を負担する。他方、ブローカーやディーラーは、顧客との間に信託、信託関係 (a relationship of trust and confidence) が存在する限りで、顧客利益を優先させる信認義務を負うが²⁴⁾、顧客との間での利益相反事実を事前に開示すべき忠実義務を負うわけではない。

信認関係の存否は、取引の特性に応じ、事実に基づいて判断される²⁵⁾。その際、顧客がブローカーの助言に依存する一任勘定口座であるか、洗練されていない顧客の事業者の専門性への依存が認められるか、ブローカーに対する信頼の程度、顧客の知性、性格などの事情が信認関係の存否判断において検討される。

一任勘定口座ではない事例でも、ブローカーに信認義務を認める判決例がある²⁶⁾。これは、「ブローカーは、本人に対し、与えられた権限のみ行

使用する義務を負う代理人であり²⁷⁾、代理人として本人の利益のために取引を行う義務を負い [...] 更に、本人に対して受託した事柄に関して受けた通知義務を負う。」ことを理由とする。しかし、多数裁判例は、ブローカーと顧客との間に一般的な信託義務を認めることには慎重である (SEC、2011)。

2.4 ブローカー・ディーラーの信託義務

このように投資助言者とブローカー・ディーラー (以下、単に「証券事業者」ということがある) とは、信託義務に関する行為規準上で異なる扱いがなされてきた。しかし、一般投資顧客は両者間にそのような違いを認識することは容易ではない。また異なる行為規準が適用されることで顧客利益が損なわれる危険性も高い。2008年の米国での証券危機を受け Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 (「Dodd-Frank Act」) が制定されたが (Hazen, 2011)、同法は、SECに次の事柄についての評価を求めた (Title IX 913条)。

・一般投資顧客に対する個別の証券投資助言の提供に関する既存の法律上又は規制上での配慮基準 (委員会、証券業協会、その他の連邦、州の期間により定められた) の実効性。

・法令により対処されるべき一般顧客に個別の証券投資助言を行うについての配慮義務に関し、一般顧客の保護に関する法又は規制基準にギャップ、不足、重複があるか。

これに対し SEC は、2011年1月21日、調査報告書を取りまとめ、個人投資家に対して投資助言がなされる場合には、証券仲介・販売事業者及び投資助言者との間で統一した信託義務基準が確立されるべきとの提言を行なった。これは、顧客に対する誤導禁止のほか、証券仲介・販売事業者と投資助言者は、顧客利益優先とその最大利益を図るべく活動しなければならない、重要事項に関する完全かつ公正な開示、顧客利益との衝突の完

投資取引における信認義務の機能と役割

全開示が求められるものである。

2.5 信認義務の内容

信認義務は、相当注意義務、忠実義務、最大誠実義務を含むが、その内容は概略次のように整理される。

相当注意義務は、投資方針、投資商品が適切であるか、これらが顧客の意向と必要に合致するかを自らの知見に基づいて適切に判断することを求めるもので、注意の程度は、業界水準に叶うものでなければならない。

次に忠実義務は、顧客との取引関係が続く限りにおいて遵守が求められる。これは、顧客の最大利益を凶るべき義務である。事業者は、虚偽の説明や重要な事実の不開示により、顧客を誤導してはならない。事業者には、推奨に基づく顧客の意思決定に先立ち、全ての受容事項について完全かつ公正な開示が求められる。開示事項には、(1) 推奨対象とされる投資、証券、保険に関係する手数料やコスト、(2) 特定の取引に関する重要な効用、手数料その他助言者又は関係事業者に対して支払われる報酬を含む。更に、助言者は、顧客に対して行う独立の客観的な助言を損なうような利益の衝突を合理的に回避する義務を負う。利益の衝突が合理的に回避できない場合には、事業者は旨の完全な開示と、明確かつ自主的で情報を得た上での顧客の同意が求められる。

そして、投資助言を行なう者は、顧客に対して最大誠実義務を負うが、これは、顧客の利益を意識的に損なう無謀な判断の回避を含む。

このような信認関係は、Von Noy v. State Farm Mutual Automobile Insurance Company, 2001 WA 80 (WA, 2001) 事件の判決上で次のように説明される。すなわち、「信認関係は信頼関係であり、これは、一方当事者が他方当事者を信頼することにより生じる侵害されやすさを含む。これにより一方当事者の防御は低下する。一方当事者は他方当事者に対し、自己のために活動すると信頼する。このような状況の下では、他方当事者

による信頼違反は、信頼を置いた一方当事者の期待を著しく侵害するものである。それ故に、法は、特別の信認義務を創設するもので、他方当事者に忠実義務、注意義務、完全な開示義務を課す。これが信認原則 (fiduciary principle) である。」

信認義務の具体的な内容について、Lieb v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner and Smith 判決²⁸⁾は、次のように述べる。

- (a) その性質、価格及び金融評価が情報に基づくものとなるように十分に調査した後に株を推奨すべき義務、
- (b) 顧客利益に最も沿う方法で顧客の注文を適時に実行すべき義務、
- (c) 対象証券のリスクに関する情報を顧客に提供すべき義務、
- (d) 自己取引 (self-dealing) または特定の証券に関するブローカー自身の利益を開示すべき義務、
- (e) 取引に関する重要な事実について誤導的表示を行わない義務、
- (f) 顧客から権限を受任した後においてのみ取引を行うべき義務。

オプション取引に関する事案で、信認義務の内容としてブローカーが顧客に対して顧客口座上の取引適合性、及び顧客による取引リスクの十分な理解を確保すべき義務を負うとしたものに Aaron v. Paine Webber Inc 事件がある²⁹⁾。同判決は事案での判断で、(a) 顧客にオプション取引に適合性があると信じるに足る合理的理由が認められないこと、(b) 損失リスクを限定する内部規制に適合していなかったこと、(c) オプション取引に対して適切な監督を怠ったことを認め、信認義務違反とした。

信認義務の内容は、ブローカーの顧客及び顧客口座に対するコントロール度合いにより異なる。ブローカーが、単なる注文執行を行うだけで顧客への推奨を行わない場合には、顧客に適合した取引推奨義務を負担しない³⁰⁾。他方、顧客から一任取引の権限を与えられた場合には、ブローカーは顧客に対して口座管理にとどまらず、適合した取引推奨を継続的に行うべき信認義務を負う³¹⁾。その中間的な非一任勘定口座では、ブローカーは

顧客に対し信託・信頼関係 (relationship of trust and confidence) が存し、取引推奨を行う場合についてのみ信認義務を負うとするのが裁判例の傾向である。

顧客との取引が終了した時点でブローカーの負担する信認義務は消滅する³²⁾。その後も、ブローカーは、顧客に推奨を行う都度、断続的に信認義務を負う。しかし、顧客口座が一任性のものであるか非一任性のものであるかの判断は、必ずしも容易ではないとされる。

2.6 人の限定合理性への配慮

NASD は、投資詐欺被害者に対する勧誘テクニックについて取りまとめてその実情を紹介し (NASD、2006)、詐欺被害では、複数の勧誘の手口が用いられるとする。NASD は、調査対象とした 128 件の事案 1,103 件について、証券事業者が顧客に対し心理的な影響を与える勧誘方法を用いているとし (被害案件 1 件あたり平均 8.6 件)、次の 13 の手口を典型例としてあげる。(a) 利得取得見込みの強調 (248 件)、(b) 希少性の強調 (168 件)、(c) 出所の信憑性 (121 件)、(d) 提供価格の比較的廉価性 (102 件)、(e) 親近感の付与 (99 件)、(f) 断り切れない状況への追い込み (63 件)、(g) 誰もが購入しているとの言辞 (59 件)、(h) 互惠感を生じさせる僅かな恩着せ行為 (56 件)、(i) 勧誘者が目的とする取引への顧客誘導 (53 件)、(j) 頻繁な質問による顧客の心理的な弱点の把握 (52 件)、(k) 恐怖感の付与 (42 件)、(l) 公的権威の利用 (25 件)、(m) 同情を誘う行為 (15 件)。

ここでの (a) や (k) の事柄は、直截的な誤導、威圧・強迫行為である。また、(i) は事業者の専門性に基づく交渉力の優位を利用するものである。そのほかの手口は、人の限定合理性を利用し、ヒューリスティックやバイアスを働かせる手法であり、顧客が、これにより構造的に合理性から逸脱する経済的意思決定を行いやすいことは、認知・社会心理学、行動経済学の知見が明らかにしている (村本、2011)。

このような証券事業者による顧客への接触・勧誘行為、とりわけ心理的な影響行為と信認義務違反との関係については、NASDやFINRAは言及してはいない。一般的には不当威圧ないし非良心性法理の適否が問題となるが、信認関係の存する顧客との間では、信認義務違反の成否も問題とされよう。

第3 わが国の信認義務法制・裁判例

1 概要

わが国の改正信託法は、従来、解釈論で認められていた受託者の忠実義務を明文化した(30条)。忠実義務は信認関係上で受託者に認められる義務とされる(四宮、1989)。前掲のとおりわが国の法令上で、信認義務について明示的に規定するものはない。信認義務の中核的義務として忠実義務にいては、金融商品取引法、信託法上で定めが置かれる。

信認義務・忠実義務は、証券や先物取引などこれら義務の定めが置かれない投資取引上、とり分けブローカーの主導による一任取引・過当取引が行われる事案で、民事上の違法要素として主張されることが多い(村本、1998; 今川、2003)。

2 信託法

2006年に改正された信託法は、忠実義務に関する一般規定を新設し、広く受託者に受益者との間の利益相反行為を制限する規定を置いた。同法は、受益者に対する受託者の忠実義務を定める(法30条)。これは「受託者は、受益者のため忠実に信託事務の処理その他の行為をしなければならない。」とする。さらに受託者による作為(法31条)、不作為(法32条)による利益相反行為についても禁止する。

同法は、受託者による積極的な利益相反行為として、次の四類型を定め

る（同条2項各号）。

- 1) 信託財産に属する財産やこれに係る権利を固有財産に帰属させ、又は固有財産に属する財産やこれに係る権利を信託財産に帰属させること。
- 2) 信託財産に属する財産等を他の信託の信託財産に帰属させること。
- 3) 第三者との間での信託財産のためにする行為を、その第三者の代理人として行うもの
- 4) 信託財産中の固有財産のみ履行すべき債務に対する債権を被担保債権とした担保権の設定、その他第三者との間において信託財産のためにする行為で、受託者やその利害関係人と受益者との利益が相反するもの

以下の場合に、受託者には例外として利益相反行為が許容されるが、これに関し、受託者は受益者に対し重要な事実を通知しなければならない（法31条3項）。

- (a) 信託行為に当該行為をすることを許容する旨の定めがあるとき、
- (b) 受託者が当該行為について重要な事実を開示して受益者の承認を得たとき、
- (c) 相続その他の包括承継により信託財産に属する財産に係る権利が固有財産に帰属したとき、
- (d) 受託者が当該行為をすることが信託の目的の達成のために合理的に必要と認められる場合であって、受益者の利益を害しないことが明らかであるとき、又は当該行為の信託財産に与える影響、当該行為の目的及び態様、受託者の受益者との実質的な利害関係の状況その他の事情に照らして正当な理由があるとき。

それ以外の場合には、利益相反行為中の、イ) 信託財産に属する財産やこれに係る権利を固有財産に帰属させ、又は固有財産に属する財産やこれに係る権利を信託財産に帰属させる行為、ロ) 信託財産に属する財産等を

他の信託の信託財産に帰属させる行為がそれぞれ無効とされる（法31条4項）。但し、受益者の追認があれば遡及して有効となる（法31条5項）。

第三者との取引については、第三者に悪意・重過失があれば、受益者はこれを取り消すことができる（法31条6項、同条7項）。

同法は、不作為による利益相反行為も禁止する（法32条）。これは、受託者がその権限に基づいて信託事務を処理することができる場合に、これをしないことが受益者の利益に反するものを指す。受託者はこれを固有財産またはその利害関係人の計算で行なってはならない（法32条1項）。但し、いずれも、信託行為にこれを許容する旨の定めがある場合には制限が解除される（法31条2項、同32条2項）。

3 金融商品取引法

2006年に成立した金融商品取引法は、金融商品取引業を、第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業、投資助言・代理業、及び投資運用業の四つに分類する。忠実義務が求められるのは後二者である。投資助言・代理業は従前の投資助言・代理・投資顧問業（投資一任業務を除く）、投資運用業は従前の投資一任契約に関する投資顧問業や投資信託委託業に当たる。

3.1 金融商品業者の区分

金融商品の「販売・勧誘」を行う事業者は、参入規制の違いで第一種金融商品取引業者と第二種金融商品取引業者とに区分される。

第一種金融商品取引業者とは、1) 有価証券の売買等（みなし有価証券を除く）、2) 店頭デリバティブ取引等、3) 元引受け、4) 私設取引システム（PTS）等運営業務、5) 有価証券等管理業務のいずれかを業として行う者をいう（法28条1項）。これは、旧証券取引法による「証券業」とほぼ重なる。旧金融先物取引法に基づいて登録された「金融先物取引業

投資取引における信託義務の機能と役割

者」も、経過措置によって、店頭デリバティブ取引等の業務の登録を受けたものとみなされる（証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律 60 条）。

第二種金融商品取引業者とは、イ） 集団投資スキーム持分等の自己募集、ロ） みなし有価証券の売買等、ハ） 市場デリバティブ取引（有価証券に関するものを除く）を業として行うことを言う（法 2 条 8 項、同 28 条 2 項）。

投資運用業者とは、次に掲げる業務を行う者である（法 2 条 8 項、同 28 条 4 項）。

イ 投資一任契約又は投資法人の資産運用委託契約を締結し、当該契約に基づき、金融商品の価値等の分析に基づく判断に基づいて有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、金銭その他の財産の運用を行うこと。

ロ 金融商品の価値等の分析に基づく判断に基づいて有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、投資信託受益証券等を有する者から拋出を受けた金銭その他の財産の運用を行うこと。

ハ 金融商品の価値等の分析に基づく判断に基づいて、主として有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として信託受益権又は集団投資スキーム持分等を有する者から出資又は拋出を受けた金銭その他の財産の運用を行うこと。

投資助言・代理業者とは、株式、債権、投資信託などの金融商品の種類、銘柄、数量、価格、売買の時期などの投資判断に際し、報酬を得て専門的な立場から投資家に助言を行う者をいう。

3.2 投資助言業者等の忠実義務

投資助言業者及び投資運用事業者は、善管注意義務と併せて顧客に対して忠実義務を負う（法 41 条、同 42 条）。法 41 条は、投資助言業務者に忠

実義務（同条1項）、善管義務（同条2項）を求める。同条1項の忠実義務は、2項の善管義務と区別して定められ、両概念が異なることを前提としている。法42条は、投資運用事業者についてほぼ同様の定めを置く。

投資助言業者の禁止行為として、法41条の2は、次のように定める。

- (1) 他の顧客の利益を図るため特定の顧客の利益を害することとなる取引を行うことを内容とした助言を行うこと、
- (2) 特定の金融商品、金融指標やオプションに関し、顧客の取引に基づく価格、指標、数値や対価の額の変動を利用して自己または当該顧客以外の第三者の利益を図る目的で正当な根拠を有しない助言を行うこと、
- (3) 通常取引の条件と異なる条件で、それによる取引が顧客の利益を害することとなるような取引を行うことを内容とした助言を行うこと、
- (4) 助言を受けた顧客が行う取引に関する情報を利用し、自己の計算において有価証券の売買その他の取引やデリバティブ取引を行うこと、
- (5) 助言を受けた取引により生じた顧客の損失の全部または一部を補てんするかその助言を受けた取引により生じた顧客の利益に追加するため、当該顧客または第三者に対して財産上の利益を提供するか第三者に提供させること、
- (6) その他、投資者の保護に欠け、若しくは取引の公正を害したり、金融商品取引業の信用を失墜させる内閣府令³³⁾で定める行為。

金融商品取引法はまた、投資助言者に対し、対顧客間、顧客相互間での利益相反となる助言の禁止（法41条の2）、顧客との間の売買等の禁止（法41条の3）、顧客からの金銭、有価証券の預託の受け入れ・貸付禁止（41条の5、6）を定め、投資運用業者にも同様の規制がなされる。

その他、投資助言業者は、顧客との間での有価証券の売買が禁止される（法41条の3）。また、顧客のお金を預かったり、顧客にお金や有価証券を貸し付けたりすることが原則として禁止される（法41条の4、5、同42

条の5、6)。

金融商品取引法を受けた内閣府令は、投資助言業者に、自己または第三者の利益を図るため顧客の利益を害する取引を内容とする助言等（令136条）を禁じる。また、投資運用業者について、上記以外の禁止事項として、私募を除く投資信託の運用財産に関し発生しうる危険に対応する額としてあらかじめ合理的な方法により算出した額が純資産額を超える場合、デリバティブ取引を行うか、継続することを内容とした運用、運用権限を委託する場合に、委託を受けた者が再委託をしないことを確保する措置を講じていないこと（府令137条）をあげる。

4 信認義務に触れる裁判例

信認義務違反を明確に示す裁判例は、あまり見当たらず、これに触れるものも、その内容は高度な善管義務や顧客損性に配慮した信義則上の助言義務違反の域を出ない。

東京高判平成16・10・5（証券取引被害判例セレクト（以下「セレクト」）25巻137頁）は、信認義務を、「証券会社に対する顧客の信頼等から、顧客を保護してその利益を図り顧客の害になることをしない」義務とする。その根拠として、「一般投資家である顧客に対し、証券等の売買を推奨するに際しては、証券会社の証券取引における重要な役割、使命及びそれに加え証券の専門家としての知識と経験を有する」ことをあげる。判決は、信認義務に基づく事業者の具体的な義務として、「顧客の知識、投資経験及び目的、財産の状況等に応じて、金融商品の内容、特性、金融商品の取引の仕組み、金融商品の損失の危険性の有無と程度を説明し、自己の判断と責任において取引ができるように配慮すべき注意義務」をあげ、その違反については債務不履行ないし不法行為を構成するとした。

先物取引に関する神戸地判平成20・1・18（TKC法律情報データベース（以下「TKC」）28140757）は、実質的一任売買の状態では誠実公正義務、善

管注意義務に違反して顧客に不利益な特定売買等を行うことの違法性は「信認義務違反」とその内容において格別の差異はないとする。判決は、商品先物取引が高度に投機的で専門性が強い取引であることから、「商品取引員ないしその外務員は、顧客に対し、商品取引所法等が定める委託者保護の趣旨に照らし、高度な誠実公正義務（商品取引所法 213 条）及び善管注意義務（民法 644 条）を負う」とする。そして、実質的一任売買が行われている状況下での事業者の義務として、(1) 当該顧客の属性、能力、資力等にかんがみ、過大な規模の取引や特に投機性の高い不通切な取引手法を避け、(2) そのような取引を行うことが妥当と考えられる場合であっても、顧客に対し、その取引の持つ意味や危険性等を十分に説明する義務をあげる。

これに対し、過当取引の主張は退けたものの、実質的一任売買に当たるとして事業者の信認義務違反を認めたものに商品先物取引に関する京都地判平成 19・9・28（先物取引裁判例集（「先判」）50 巻 292 頁）がある。実質的一任売買において顧客利益に反する事業者の行為を信任義務違反と捉えた点で興味深い（同判決は「信認」義務ではなく「信任」義務と表現する）。判決は、一任売買による取引損害は本来顧客の自己責任範囲に属するとしつつ、それが「信任義務」違反に当たる場合には民事法上違法評価を受けるとする。事案では、顧客に余裕資金はあったことが推認でき、取引損が当初取引予定資金の金額内に投資損失が収まる範囲で行われており、顧客の資産状況に照らして過大・過当な取引と断ずることはできないとして、顧客の適合性原則違反の主張を退けた。しかし、事業者に以下のとおりの「信任義務違反」を認める。事案では、顧客の事業者に対する取引の委託は、専ら、事業者が顧客に提案して顧客がそれを了承する方法で行われ、顧客側から取引内容を具体的に指示したことはなく、顧客が事業者担当者の提案を断ることはほとんどなかったとし、事案で実質的な投資判断が一任されていたこと、取引のいくつかが合理性を欠き、取引全体につき

専ら事業者の手数料収入を得る目的で行われたと推認できること、事業者従業員において顧客から投資判断を実質的に一任されながら、顧客との「信任関係」に反して行われたことを理由として、全体として違法と判示した。

ところで、わが国の裁判例上、信認義務類似の義務を、顧客側の自己決定権を根拠として認めるものがある（大阪高判平成19・3・9〔セレクト29巻104頁〕）。「(証券会社ないしその使用人には)一般投資家の自己決定権を損なう投資勧誘をしてはならない法的義務がある。この法的義務には、顧客となった一般投資家と証券会社とが継続的に取引を続ける関係になっている場合に、当該顧客を担当する証券会社の外務員が的確な投資勧誘を行ったそれまでの実績によって顧客が当該外務員を信頼し、その投資勧誘に事実上追従するようになっている状態において、当該外務員が顧客の信頼を利用して、顧客の自己決定権を損なう投資勧誘をしてはならないことも含まれるものである。したがって、証券会社及びその外務員は、顧客から取引の一任を受けたり、事後報告をすることで足りる等の了解を得ている場合において、当該顧客が明示的または黙示的に示している基本的な投資方針あるいは投資意向に反するような取引を一任や了解に基づいて行ってはならない義務がある。それだけでなく、上記の一任や了解を得ていない場合においても、上記方針や意向と異なる投資勧誘を行うときは、その点を顧客に具体的、明示的に分かりやすく説明して、顧客の自己決定権が損なわれることのないようにしなければならない義務を負うものであって、顧客から信頼を得ているということで、この説明義務がなくなるものではないというべきである。」。

ここで指摘される事業者の義務は、「一任取引下で、明示的または黙示的に示している基本的な投資方針あるいは投資意向に反するような取引を一任や了解に基づいて行ってはならない義務」及び「上記の一任や了解を得ていない場合においても、上記方針や意向と異なる投資勧誘を行うとき

は、その点を顧客に具体的、明示的に分かりやすく説明して、顧客の自己決定権が損なわれることのないようにしなければならない義務」であり、同判決はその要件として「外務員を信頼し、その投資勧誘に事実上追従するようになっている状態」が求められるとするもののようである。しかしながら、これら義務はいずれも、適合性原則により導かれる義務にほかならず、相手方への信頼が要件とされるべきものではない。顧客の自己決定権を根拠とすることで、この要件が加重されるいわれはない。

5 民法上の善管注意義務との関係

忠実義務と善管注意義務との異同に言及する商法上の判例に最大判昭和45・6・24（民集24巻6号625頁）がある。これは、取締役の商法（会社法）上の忠実義務は善管注意義務を敷衍して一層明確にしたものであり、通常の委任関係に伴う善管注意義務とは別個の高度な義務を規定したものと解されないと判示する。これとの関係で、民法（債権法）改正の「中間論点整理」では、忠実義務と善管注意義務との異同についても議論がなされた。善管注意義務とは別に、民法上に忠実義務に関する規定を設ける場合に、この判例との整合性をどのように説明するか、困難な問題が生じるのではないかとの問題提起がなされる。これに対しては、上記判例にかかわらず、「会社法の理論及び実務においては、善管注意義務と忠実義務は区別されており、これは民法上の委任についても同様であるとの反論が出される。

また、忠実義務の内容を明確に規定できるかについての疑問から、忠実義務の概念について理解が一致しておらず、抽象的な文言では解釈をめぐる紛争が生ずるおそれがあること、委任の趣旨や内容によって忠実義務の程度に濃淡があることを指摘し、委任の趣旨や善管注意義務の解釈に委ねる方が柔軟でよいとの意見も出される。これに対しては、善管義務と忠実義務の具体的な相違点として、①忠実義務の違反に対しては、差止めや利

益の吐出しなど、善管注意義務とは異なる救済方法が認められること、②委任事務と直接関係しない領域で受任者自身の利益を図る行為（委任事務を遂行する過程で得た情報を使って私的な利益を追求するなど）は善管注意義務に違反するとはいえないが、忠実義務に反するといえること、③会社法においては、忠実義務に反する判断には経営判断の原則が適用されないとされているなど、忠実義務は善管注意義務の内容を画するに当たっても重要であることが指摘される。信認義務が、善管義務と同義であるとするれば、これを独立して論じる意義はない。しかし、上記の会社法での解釈論に止まらず、信託法や金融商品取引法は、これを信義則上の義務、善管義務とは異なる義務として定めていることは、規定の体裁からも明らかである。

信認義務の中核である忠実義務は、そこから導かれる具体的義務がそれに止まるべきかどうかは別として、既に信託法や金融商品取引法上で具体的な規定が置かれる。一般的な私法原理上で「忠実義務の概念について理解が一致して」いないとしても、既存法規制や比較法上での議論を参考にしつつ具体的な義務規範を導くことは十分可能である。「抽象的な文言では解釈をめぐる紛争が生ずるおそれ」は、既存の忠実義務の法規定上での具体的な義務内容が解釈基準として機能することからすれば、信義則などの他の一般法理に比べて少ない。

ところで、信認義務は、当事者間に不衡平な関係が存在することを要件とすべきか。学説にはこれを積極とするものも見受けられるが（今川、2009）、不要とすべきであろう。当事者間に、対象取引に関して情報、交渉力格差などの不衡平な関係があれば、それに劣位する当事者は、優位する当事者を信頼し、取引判断を依存しがちである。しかし、そこでの不衡平は、当事者間の信頼・依存関係を導く要因の一つにすぎない。たとえば一方当事者が他方当事者に取引を一任するときは、当事者間の不衡平は存しないが、そうであるからといって、受託者の信認義務が否定されるわけ

ではない。

更に法制審では、他の法令に規定する忠実義務との関係が問題とされる。すなわち、委任一般について忠実義務に関する規定を設けると、他の法令に規定された忠実義務との関係が問題になり、会社法 355 条、信託法 30 条など、専門性を有する者に特別の忠実義務を負わせた規定が機能を果たせなくなるとの意見、会社法上、取締役及び監査役と会社との関係はいずれも委任の規定に従うとされている（同法 330 条）が、取締役については忠実義務が設けられているのに対して監査役については忠実義務の規定は設けられていないことから、委任に関する一般的な規定として忠実義務を規定すると、会社法上も混乱が生ずるのではないかとの意見が出される。これに対しては、信託法上の忠実義務は必ずしも受託者が専門家であることを想定したものとはいえないとの意見や、監査役の忠実義務については、監査役に業務執行権がなく、忠実義務が具体化する場面が少ないことから規定されていないと考えられるが、立法論的にはむしろ忠実義務を規定すべきであるとの意見が強いとの指摘がなされる。更に、他の法令との平仄を考えると、むしろ、会社法と信託法などにおいて忠実義務に関する規定が設けられており、これと民法の委任における受任者の義務とは本質的な違いがあるとはいえないことから、受任者の義務としても忠実義務を規定せざるを得ないのではないかとの意見も出される。

忠実義務を民法上に規定することを慎重とする見解が指摘する事柄は、少なくとも一般法としての民法上で規定を置くことに障害となるものではない。ただ、このような信認義務の定めが必要であるかは、これが問題となる事案を妥当に解決する他の法理の射程距離及びその有効性と関係で、さらに検討されなければならない。

第4 信認義務と適合性原則

1 問題の所在

前掲のとおり米国では、1933年及び1934年の連邦証券法上で適合性原則を定めていない。SECの決定³⁴⁾や判例法³⁵⁾、いくつかの州法で定めるほかは、証券事業者の自主規制団体であるFINRAが自主規制規則上に規定を置くに過ぎない。そして適合性原則違反による民事効果を導くためのツールとして信認義務が論じられることも既に述べたとおりである。

FINRAは、前掲のとおり、適合性原則を、合理的根拠適合性、顧客適合性及び量的適合性の三つの類型で捉える。しかし、いずれも、取引対象とされる金融商品が一般顧客、特定顧客に質的、量的に適合するかどうかを問題とし、証券事業者の開示・説明義務（の履行）に結びつけて論じられてはいないように思われる。

FINRAは、顧客に対する開示・説明義務に関して、証券事業者が顧客との関係を開始するに先立ち、開示書面の提供を求める（FINRA、2010）。ここでの開示事項には、口座や証券事業者が提供するサービスのタイプ、これら口座とサービスに関する利益相反、提供するサービス手数料、推奨目的ないし動機（financial incentive）がある。また前掲のDodd-Frank Actは、SECに対し、証券事業者との間の利益相反を含めた関係について、投資家への簡明な開示・説明の提供を求めた（913条）。さらに同法はSECに、投資商品やサービスの販売に先立ち、証券事業者が個人投資家に対し開示書面や情報の提供を行う新規規制の制定権限を付与する（919条）。

しかし、わが国は米国とは異なり、適合性原則違反によるの民事違法が認められるための要件として、詐欺・信認義務違反を明示に求めてはいない（最判平成17・7・14 [民集59巻6号1323頁、判時1909号30頁]）。このような状況下で、信認義務を論じる実益はあるのか。また、投資事業

者が信認関係にある顧客との間で利益相反行為を行う場合、裁判例は、信義則などの一般法理を柔軟に用いることで当時事業者に説明義務を認めるが、さらに説明義務の根拠として信認義務を論じる必要はあるのか。

2 適合性原則と説明義務

わが国では、適合性原則を狭義と広義に分ける考え方が示される。これは、「適合性原則とは、狭義には、一定の利用者に対してはいかに説明を尽くしても一定の金融商品の販売・勧誘を行ってはならない、という意味であり、広義には、利用者の知識・経験、財産力、投資目的等に照らして適合した商品・サービスの販売・勧誘を行わなければならないといった意味で」とらえるものである。「取引ルール」としての狭義の適合性原則は、利用者への一定の金融商品の勧誘に基づく販売をいかなる場合も無効とし、リスクの移転も認めないが、これに対しては、審議会は「契約における私的自治の原則等に照らせば難しいのではないか」との意見が多かったとの評価が示された。他方、「取引ルール」としての広義の適合性原則については、「あくまでも業者の内部的な行為規範に関するルールであり、[...]私法上の効果に直接連動させて考えるのは困難である」とする（金融審、1999）。

このように、「広義の適合性原則」違反については、民事効を認めることに消極的な意見もあるが、投資取引に関するわが国の裁判例は、投資事業者の説明義務違反という観点から適合性原則違反の民事効を捉えようとする。前掲最判平成17・7・14の補足意見もこの立場を前提とする。また、法令上もこの傾向を追認する。例えば、金融商品販売法は重要事項の説明義務を事業者に課しつつ、それが「顧客の知識、経験、財産の状況及び当該金融商品の販売に係る契約を締結する目的に照らして、当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度によるものでなければならない」（3条）として、顧客に適合した説明であることを求める。

このような事業者の情報提供や説明義務が、適合性原則に伴なうとすれば、これと重複する限りで、信認義務を論じる実益はないことになるが、そのように考えていいのか。

2.1 説明義務の根拠としての信認義務

事業者の説明義務の根拠として、顧客の自己決定権が言われる。しかし、これにより、事業者がどのような状況や要件の下で、どのような内容、範囲、程度の説明を行うべきかについて具体的な指標が提供されるわけではない。すなわち、「自己決定権」の主体としての顧客属性以外に、説明対象となる商品や取引の属性・難解性、事業者の専門性などの属性、顧客と事業者との関係を考慮しつつこれが検討されなければならない。

適合性原則に関する上記理解からすれば、まず、事業者において、顧客に顧客適合性があるかどうかの調査、判断が求められ、取引不適合と判断された顧客に対しては勧誘禁止が求められる。

このような適合性原則の理解によれば、情報提供、指導・助言義務は、顧客に取引適合性が認められた上で、顧客に損失を回避させるための具体的取引リスク等の情報やその理解に欠缺や不足がある状況下で求められるというべきである（村本、2011）。そして、その法理上の根拠として、事業者の信認義務がある。事業者の専門性は、説明義務の内容、範囲や程度を高度なものとするファクターとして働くに過ぎない。

2.2 適合性原則と説明義務

これに対しては、事業者のリスク開示、指導、助言を適合性原則に関連させ、事業者のリスク開示、指導、助言が尽きた場面で適合性原則違反が問題となるとする見解が有力に主張される。

名古屋地判平成17・8・10（証券取引被害判例セレクト（「セレクト」）26巻181頁）は、適合性原則の主張に関し、顧客の取引経験や安全確実

な商品を望む投資意向等から、顧客へのEBの勧誘の適合性に疑問の余地がないわけではないとの悩みを示しつつも、この主張を退ける。

EB取引に関する大阪地判平成19・7・26（セレクト30巻217頁）は、顧客の資産状況、職歴、取引経験に照らし、証券事業者による対象EBの購入勧誘は適合性原則に違反しないとした。顧客は外国債券等への投資に際して株が大嫌いであると伝えていたが、これは、証券事業者はEBの内容（株式との関連性）について十分説明し顧客がこれを納得したうえで各EBを購入したか否かという説明義務違反の問題であり、適合性原則の問題とは異なるとした。

大阪地判平成19・11・16（セレクト30巻351頁）は、適合性原則違反については、事業者が各EBの内容（株式との関連性）について十分説明し、顧客がこれを納得したうえで各EBを購入したか否かという説明義務違反の問題に解消されるとする。

大阪地判平成19・12・25（セレクト31巻109頁）は、適合性原則違反の顧客主張を退ける。EBの内容や特徴は、一定の投資経験と理解力のある者であれば、証券会社等の担当者から適切な説明を十分に余裕を持って聞けば、理解することが著しく困難であるとまでは認めがたいとした。そして、顧客原告の一人については、その判断能力に問題があったとしても、投資意欲や保有資産、さらに償還対象株式の多くが国内有数の一流企業であることからすれば、対象のEB取引が、適合性原則違反とはならないとした。また、他の一人の顧客原告についても、判断能力に問題はなかったこと、全く投資経験がなかったわけではないこと、保有資産や償還対象株式を総合すれば、対象EBについての勧誘が適合性違反にあたるとはいえないとした。

しかし、このように適合性原則違反が説明義務違反の判断に収斂されるとする考え方は、とりわけ意向不適合の顧客について、適合原則違反を認めにくくさせる結果をもたらす。取引意向のない顧客に対して勧誘が許容

されれば、それにより容易に合理性から逸脱した取引意思が形成されがちとなる、しかし、上記の考え方に立てば、これを適合性原則違反とはできないことになる。

論理的には、まず商品のリスクの内容、程度が当該顧客の意向や理解・判断能力、資産状況に適合するかが判断され、それが具備された上で、顧客がそのリスクを理解したかどうかの問題となる筈である。しかし、前掲大阪地判平成19・7・26や大阪地判平成19・11・16などは、適合性原則を、事業者が商品説明を行い顧客がこれを納得して購入したかどうか、という「顧客の理解」の問題に置き換える。これは、顧客の取引目的や意向は、商品の理解の有無とはレベルを異にして判断されるべきであるという点を看過するものである。

2.3 依存性要件と適合性原則

投資取引をめぐる裁判例には、適合性原則違反の要件として、顧客の事業者に対する信頼・依存関係の存在を求めるものがある。米国では前掲のとおり、連邦証券法上は適合性原則の定めが置かれておらず、その違反のみを理由として民事責任の追及はできない。従って信認義務違反を加味しての反詐欺条項の適用により民事救済を求めるのが一般であるが、わが国は米国とは事情を異にする。

大阪高判平成20・8・27（セレクト32巻64頁）は、手数料取得を意図した頻繁取引を事実上の一任取引とし、違法な過当取引とした。判決は、顧客が信用取引につき対象取引の約1ヶ月前に他社で開始するまで経験がなかったこと、対象取引が銘柄選定を含めほとんどが事業者外務員の主導の下に行われ、時には自ら指値注文をしたり、売建や買建の注文を指示することがあったとしても、顧客が担当社員の提案や助言等によることなく、自らの意思と判断のみにより、積極的に売建や買建の注文、両建、損切り等の決済などをほとんど行っていないと推認されるとして、事実

上の一任売買と認めた。その上で、信用取引については初心者と評価してよい顧客に対し、事業者が主導して大量かつ頻繁な取引がなされ、その結果巨額の損失を招いたもので、個別取引に形式的違法性がなくとも実質的には顧客の担当者が善良な管理者の注意義務に反し、意図的に委託手数料の獲得を目的としてなした行為であるとして、全体として違法な過当取引に該当し債務不履行ないし不法行為を認めた。

事業者の手数料稼ぎ目的の頻繁売買に着目すれば、これは顧客利益に反する利益相反行為として信認義務違反と構成することが可能である。他方、顧客の知識・経験に適合しない取引であるとする点に着目すれば適合性違反と構成することができる。

信認義務違反、適合性原則違反を明確に述べないものは別として、わが国の裁判例上で、一任取引につき適合性違反とする際、事業者への一任や信頼の存在を要件とするものが少なくない。しかし、これは、適合性違反要件を不当に加重するものとして適切ではない。

証券の実質的一任取引に関する大阪地判平成19・7・30（セレクト30巻57頁）は、「証券取引において、証券会社の担当者が証券取引に関して専門的な知識を有していることからすれば、顧客が証券会社の担当者から取引についての助言を受け、これに基づく取引を行うことは合理的な面を有する」とし、「証券会社の担当者に取引が一任された場合、担当者が合理性の少ない取引を繰り返して行い顧客に過大なリスクを負わせることや、顧客の利益を犠牲にして、証券事業者の利益を図るおそれがあることは否定できない。」として、証券会社の担当者が顧客から一任された状態で行った取引が顧客の適合性に著しく反する取引であり、不法行為上の違法性を有するとする。

しかし、「顧客の利益を犠牲にし、証券事業者の利益を図る行為」は信認義務違反といえても、直ちに適合性原則違反に当たるわけではない。事業者の業務の違法性は、端的に信認義務違反とすれば足りる。ここで問題

となるのは、顧客の事業者に対する信頼の濫用であり、顧客の取引不適合性ではない。事業者が、合理性の少ない取引を繰り返して行い顧客に過大なリスクを負わせたとすれば、それは顧客の取引意向に反するか、あるいは過当取引のリスクに関する顧客の知識に適合しないものとなる。適合性原則違反をいうのであれば、むしろ、これらの点を問題にすれば足りる。加えて、顧客の事業者への信頼を問題とすることは適切ではない。もちろん、私見も事業者の業務の悪性の徴表としてこれを挙げることで否定するものではない。事業者側の過失相殺の主張の適否を判断するうえでは有用性が認められないではない。しかし、顧客の事業者への信頼を適合性原則の要件として求める趣旨であるとするれば、適合性違反要件に無用の付け加えを行うものであり、不当である。

仕組債に関する東京高判平成 19・5・30（金商 1287 号 37 頁）は、原審判断を退け、一連の取引への勧誘を適合性原則違反とした。しかし、同時に「顧客の信頼を濫用し顧客のリスクにおいて自分自身の成績を上げようとしたまたは被告の利益を図る行為」であると指摘する。すなわち、(1) 事業者が顧客の資産をリスクの高い商品に投入させる意図で、複雑な仕組債等を対象に顧客名義の取引を行って既成事実を積み重ねたこと、(2) 顧客が外務員の投資判断を一層信頼する一方で、顧客の父介護のため個別の投資の是非を検討する余裕はない状況にあることに乗じて、個別の取引を一任させる心理状態に顧客を誘導し、事実上顧客の口座を支配して自在に取引するに至ったとし、(3) このような手段及び取引内容を有する事実上の一任取引は、顧客の証券取引に関する能力、投資姿勢、財産状態を無視し、顧客の信頼を濫用し顧客のリスクにおいて自分自身の成績を上げようとしたまたは事業者の利益を図る行為として、適合性の原則に違反し、社会通念上許容された限度を超える一任取引を行ったものとして、不法行為の成立を認めた。

同判決が認定する「顧客の証券取引に関する能力、投資姿勢、財産状態

を無視し、顧客の信頼を濫用し顧客のリスクにおいて自分自身の成績を上げようとしたまたは被告の利益を図る行為」は、事業者と顧客との間の利益相反を指摘するものである。これが、適合性原則違反の要件とする趣旨であれば、前掲のとおり適切ではない。

適合性原則は、信認義務のように顧客が事業者取引を一任するか、取引判断を依存するといった「依存関係」を要件としない。以上の裁判例での適合性原則の適用要件をめぐる混乱は、実は、信認義務違反と適合性原則違反を混同することに起因する。

信認義務を適合性原則と截然区別することは、適合性原則要件に関する無用な混乱を回避するについて有用である。

2.4 適合性原則上の説明義務の限界

ただ、このような適合性原則上の説明義務の範囲・外延は、事業者との利益相反関係の存在に及ぶものではない。顧客に適合した投資であるかどうかの判断で問題となるのは、顧客一般ないし当該顧客との関係での対象商品のリスクであり、事業者には、商品の手数料、コスト、税負担上の有効性の検討が求められるわけではない、

米国では、この点で、適合性原則は顧客保護にとって必ずしも十分ではないとの批判が顧客側からなされる。すなわち、適合性原則は、ブローカーに対し、その推奨が顧客に適合するものであれば足り、それが顧客にとって最大利益となることを求めるものではないこと、適合性原則によっても、ブローカーが、顧客の利益を超える報酬受領は排除されず、これに関する顧客の利益相反の判断を可能とする報酬開示を求めるものではない点で限界があるとの指摘である³⁶⁾。また、適合性原則は、対象商品の顧客適合性の存否にかかわるものであり、購入後に、購入商品を監視し、その損益状況に関わる助言や警告を求めるものではない。

これに対して信認義務は、信認者の行う取引が、単に当該者に適合する

というだけでは足りず、顧客にとって「最適」となるような事業者の配慮を求める。信認義務上の説明義務も、この文脈で捉えられるべきことになる。

一般に受認者への信頼は、信認者に行動バイアスを働かせる。前掲のNASD調査(2006)の示す証券事業者の勧誘テクニックは、このような顧客のバイアスを促進させ、顧客を誤った投資判断に導くものである。具体的には依存同調人・イアス、専門家あるいは好意性バイアスあたりが問題となる。証券事業者が説明義務を履行するに先立ち、顧客にこのような行動バイアスが生じていないか、これにより合理性から逸脱した意思決定がなされていないかについて調査し、顧客においてその存在が認められる場合には、これを是正、排除するような説明、助言、指導が求められる。

3 説明義務と顧客調査

上記のとおり、顧客に対する信認義務上の説明義務が求められるとして、これが実効性を備えるためには、説明がなされる対象としての顧客の属性についての調査が的確になされなければならない。適合性原則に関連し、「広義の適合性原則を「業者ルール」として考えた際、適合性に配慮する勧誘・販売の前提として業者が利用者の属性等について知ることが必要になる。」との指摘は正しい(金融審、1999)。これに対しては「業者が利用者に関する情報を調査するにしても、得られる利用者の協力には限度があり、それを義務づけることは難しい。むしろ業者が利用者について知るための十分な体制整備を行うことなど、業者の内部的な行為規範を義務づけるべきではないか」(金融審、1999)とする意見が出される。

しかし、顧客の取引適合性についての調査懈怠に対して民事違法を認める裁判例も散見される(村本、2007)。不適合顧客に対する顧客への勧誘が民事違法を構成することが是認されるとすれば、その前提として適合性判断及びそのための顧客調査についても、民事上の義務と捉えることが素

直な解釈である。そう解さなければ、顧客調査を行わないか、それが不十分であればあるほど、免責されやすくなり、不都合な結果をもたらしかねない。ここでの顧客調査は、適合性原則及び信認義務の双方に関係する。

それでは、どのような顧客属性について、どの程度の調査が行なわれるべきか。

3.1 証券取引における顧客調査

金融庁は、金融商品取引法を踏まえ、監督指針（「III-2-3-1 適合性原則」）を出している（金融庁、2011）。ここでは、「金融商品取引業者は、金商法第40条の規定に基づき、顧客の知識、経験、財産の状況、投資目的やリスク管理判断能力等に応じた取引内容や取引条件に留意し、顧客属性等に則した適正な投資勧誘の履行を確保する必要がある。」とし、そのために、顧客の属性等及び取引実態を的確に把握し得る顧客管理態勢を確立することが重要であり、その際の留意点として次をあげる。

第一に「顧客属性等の的確な把握及び顧客情報の管理の徹底」である。これについては、次の点が確認されなければならない。

- イ) 顧客の投資意向、投資経験等の顧客属性等について、顧客カード等の整備とあわせ適時の把握に努めるとともに、投資勧誘に当たっては、当該顧客属性等に則した適正な勧誘に努めるよう役職員に徹底しているか。
- ロ) 内部管理部門においては、顧客属性等の把握の状況及び顧客情報の管理の状況を把握するように努め、必要に応じて、顧客属性等に照らして適切な勧誘が行われているか等についての検証を行うとともに、顧客情報の管理方法の見直しを行う等、その実効性を確保する態勢構築に努めているか。

第二に、「顧客の取引実態の的確な把握及びその効果的活用」である。ここでは、次の点に留意する必要があるとされる。

- イ) 顧客の取引実態の把握については、例えば、顧客口座ごとの売買損、評価損、取引回数、手数料の状況等といった取引状況を、顧客の取引実態の把握の参考としているか。
- ロ) 取引実態の把握において、取引内容を直接顧客に確認する必要があると判断した顧客については、例えば各営業部門における管理責任者等（担当者以外の責任者で内部管理責任者、部店長等を含む。以下同じ。）による顧客面談等を適時・適切に実施し、取引実態の的確な把握に努めているか。また、契約締結以降も、長期にわたって取引が継続するデリバティブ取引等の実態の把握について、同様の取組みをしているか。
- ハ) 内部管理部門においては、各営業部門における管理責任者等が行う顧客面談等に係る具体的な方法を定め、当該方法を役職員に周知徹底するとともに、顧客面談等の状況を把握・検証し、当該方法の見直し等、その実効性を確保する態勢を構築するよう努めているか。

3.2 顧客調査の対象

信認義務に基づく説明義務と、そのための顧客調査は、どのような関係に立つのか。これは、適合性原則違反の勧誘と顧客調査との関係をどのように考えるかという問題に近似する。

金融商品取引法やその内閣府令は、「顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らし不適當な勧誘を」禁止する。他方、前掲監督指針は、「顧客属性の把握」と顧客「取引実態の的確な把握及びその効果的活用」を定める。これは、顧客の取引適合性の調査をいうものである。不適合顧客に対する勧誘禁止と、顧客調査義務とはどのような関係に立つのか。

一つは、顧客調査は、対象顧客が取引に適合しているかどうかを判断す

るための前提と考える立場である（「適合性判断説」）。他の一つは、顧客属性等に則した適正な勧誘や説明を行う前提とする考え方である（「説明義務判断説」）。後説での顧客調査の対象は、事業者の説明義務の内容、範囲、程度を画する資料の調査ということになる。

もちろんこの二つの考え方は矛盾するものではない。しかし、そのいずれの立場に力点を置くかによって、顧客調査の内容は異なる。適合性判断説に立てば、顧客調査は、意向や目的、知識、経験、資産状況のいずれについても、それが対象取引に適合しているかが具体的に精査されるべきことになる。例えば、顧客に具体的な取引意向が存しない場合、たとえ知識、経験、資産状況を備える場合にも不適合判断をしなければならない。これに対し、説明義務判断説に立てば事情は異なる。調査は、もっぱら当該顧客の理解力、判断力に主眼が置かれる。極論すれば、「顧客の知識、経験、財産の状況及び当該金融商品の販売に係る契約を締結する目的」は、顧客の理解力、判断力の内容や程度の判断要素に過ぎないとされかねない。

顧客調査の対象を、顧客の理解力、判断力に絞り込む考え方は、顧客にそれが備わっていれば、「顧客の知識、経験、財産の状況及び当該金融商品の販売に係る契約を締結する目的」が欠けるか不足していても、事業者の説明により治癒され得るもので、そのような顧客に対する勧誘は適法とする解釈に道を開く。これによれば、取引意向の存しない顧客に対する勧誘も適法として是認される余地がある。しかし、このような考え方は、比較法的に見ても適切ではない。前掲のとおり、FINRA 規則や EU の 2005 年金融商品サービス指令（MiFID）は、顧客適合性の構成要素として、顧客の適合性調査義務とこれに基づく適合性判断、不適合顧客に対する勧誘禁止を含む。ここでは、顧客調査の対象が、顧客の理解力、判断力の存否に止まるとの理解はなされていない。

3.3 米国における顧客調査との比較

証券事業者が顧客に対し証券の買付け、売付けまたは交換等を推奨する場合、顧客から開示された証券保有、資産状況及び意向に基づき、その推奨が顧客に適合すると信じるに足る合理的根拠を必要とする（FINRA 規則 2110、旧 NASD 規則 2310 (a)）。証券事業者は、機関投資家でない一般顧客³⁷⁾に取引を推奨するに先立ち、次の情報を入手するために合理的な注意を払わなければならない（旧 NASD 規則 2310 (b)）³⁸⁾³⁹⁾。(1) 顧客の財務状況⁴⁰⁾、(2) 顧客の納税状況⁴¹⁾、(3) 顧客の投資目的、及び (4) 会員企業または登録担当者が顧客に推奨を行うにつき合理的と考えられるその他情報。

FINRA は、旧 NASD 規則を踏まえつつ適合性判断の考慮事情を拡張する。具体的には、顧客の年齢、他の投資、財務状況 (financial status) 及び必要 (needs)、納税状況、投資目的、投資経験、投資期間 (investment time horizon)、流動性の必要 (liquidity needs)、リスク耐性、その他会員または関係者が推奨を行うにつき合理的と判断される情報である (FINRA 規則 2111 (a))。

証券事業者は、顧客の財務状況を把握し、それを最新の状態に保つべき義務を負う (旧 NASD 規則 2310 (b))。証券事業者は、顧客の財務状況に関する知識がないことを理由に顧客に適合した取引を推奨する義務を回避できない⁴²⁾。なお、FINRA 規則は、顧客の適合性判断に必要な情報を取得するにつき、会員に対して合理的努力を求める (FINRA 規則 2111 (a))。

顧客の知識には、金融取引上の「才覚」も含む。これには、投資経験、専門的地位、投機的取引の経験、学歴、証券取引への一般的知識が含まれる (Fletcher、1988)。洗練性があるかどうかの判断要素に、投資口座での取引の理解度、情報への接近、知性、年齢、健康状態や収入がある。投資行動に関する考慮事情に、投資専門家の相談、取引口座数、投資クラブへの加入状況、投資金額、投資口座への監視度合い、投資セミナーへの参

加度合い、投資・金融雑誌の購読、投資番組の視聴、確認書・月次報告書の閲覧状況などが参酌される。

適合性判断の基礎となる情報は、顧客からの提供されるもののほか、顧客への質問を通じて取得される⁴³⁾。顧客情報は、事業者のコンプライアンス部門に送付され、同部門は、顧客口座を通じて行われる取引が顧客の投資目的に合致するかどうかの監督責任を負う。

これに対し、わが国の前掲監督指針上の顧客調査は、抽象的、一般的に過ぎるほか、その範囲も狭小であるとの批判を免れない。適合性原則及び信認義務上の説明義務を実行的ならしめるためにも、米国におけるような顧客調査範囲の拡大が求められる。

第5 利益相反行為と信認義務

1 問題の所在

信認義務は、消極的部面では、受認者に対し、信認者との間の利益相反行為を禁止し、その開示と説明を求める。その趣旨は、例えば受認者たる事業者が信認者たる顧客との間で利益相反が生じる場合、顧客にそれを回避させる機会を与え、不測の損害を回避させようとするところにある。ここでの開示義務は、説明、警告、助言義務を含む。

信認義務上の説明義務は、事業者と顧客間の信認関係を前提とし、利益相反関係が存する場合に限らず、顧客が、自己の属性に適合しない取引を積極的に求めた場合にも認められる。Perdeck (2002) は、事業者は、対象取引が当該顧客に不適合であることを説明し、理解させる義務を負うとする。事業者の勧誘によらない取引について適合性原則の適否が問題となるが、信認義務は、これに対する一つの解を与える。

信託法や金融商品取引法の忠実義務は、前提のとおり信認者との間での利益相反行為の禁止を中核とするが、これはごく限定された当事者間にし

投資取引における信認義務の機能と役割

か認められていない。また、ここでの禁止規範、命令規範の内容も、極めて限定的である。

信託法は、受託者が信認者との間で利益相反の關係に立つことを原則として禁止し、例外として、信託行為に当該行為を認める定めがあるとき、受託者が信認者の承認を得たとき、それが信託目的の達成のために必要で信認者の利益を害しないことが明らかであるときなどに許容される。これに対し金融商品取引法は、主として、事業者や他の顧客の利益を図る目的での助言行為を禁止し、利益相反關係の排除は、「助言を受けた顧客が行う取引に関する情報を利用し、自己の計算において有価証券の売買その他の取引やデリバティブ取引を行うこと」に限る。これによれば、顧客が事業者から助言を受けていない場合には、たとえ事業者が顧客と利益相反取引を行っても構わないことになる。

商品先物取引法施行規則は、故意に、顧客の取引と自己の取引を対当させて、顧客の利益を害する取引を禁止し、事業者に一定の説明義務を課す(103条1項21号)。これは向かい玉をめぐる紛争が多発し、説明義務違反を認めた判例が出されたことで、立法的解決が図られた。しかし、故意によらない「向かい玉」は規制の対象としておらず、依然として問題は残る。

以下では、商品先物取引における向かい玉に関する判例を素材として、投資取引における利益相反行為についてどのような処理がなされているか、裁判例がどのような説明義務をどのような要件の下で認めているかについて概観し、その上で、その有用性及び限界を信認義務上の説明義務と対比して検討する。

2 向かい玉に関する裁判例

事業者側からは、顧客と相反する立場で自己玉ポジションでの取引を行う向かい玉や取組高均衡仕法(差玉向かい)は、直ちに専ら顧客に損が発

生ずる取引態様ではないとの主張がなされる。しかし、事業者の自己玉ポジションと相反するポジションで顧客に建玉がなされることが常態とされれば、顧客が最終的に損失を被って終わる可能性は著しく高い。取引情報の取得やその分析、当て嵌め能力に関しては、事業者と一般顧客との間に質的・量的に格段の乖離があり、それ故に顧客がそのような事業者情報に依存せざるを得ないからである。従って、向かい玉や取組高均衡仕法は、顧客との間では、利益相反取引と考えられる。

下級審裁判例が分かれる中で、向かい玉に関する事業者の開示・説明義務について、近時、相次いで最高裁の判断が示された。

まず、最一小判平成21・7・16(民集63巻6号1280頁)⁴⁴⁾([1]判決)は、差玉向かい事案につき、事業者の説明義務を肯定する態度を明らかにした。判決は、差玉向かいの自己売買は、委託全体の総損金が総益金よりも多いときには商品取引員に利益が生じる関係から、事業者により、そのような状況をもたらすために顧客の投資判断を誤らせるような不適切な情報が「故意」に提供される危険性をあげる。そして、事業者が差玉向かい手法を取っているかどうかの情報は、顧客の投資判断において「無視することができない影響を与えるとする。その上で判決は、事業者は顧客からの取引受託に先立ち、(1) その取引について、差玉向かいを行っていること、(2) 差玉向かいの商品取引員と委託者との間に利益相反関係が生じる可能性が高いものであること、(3) 取引の受託後も事業者の自己玉がどの程度の頻度で当該顧客の委託玉と対当する結果となっているかを確認することができるよう、自己玉を建てる都度、それに対当する委託玉保有顧客に対してその旨を通知する義務があるとした。

次に、最二小判平成21・12・18(判タ1318号90頁)⁴⁵⁾([2]判決)は、売りの取組高と買いの取組高とが均衡するように自己玉の建玉を繰り返す取引手法を用いる商品先物取引では、商品取引員の従業員は、取引の受託遂行時点の通知義務に止まらず、受託に先行し、当該取引手法を用いてい

ること及び本件取引手法は商品取引員と委託者との間に利益相反関係が生ずる可能性の高いものであることを十分に説明すべき義務を負うとして、説明義務の時的範囲を拡大した。なお、同判決は、差玉向かいを行う事業者に顧客への説明義務が認められる理由として、顧客の専門的な知識の不足をあげる。そして、事業者の説明義務を否定した原審判断については、事業者が顧客から商品先物取引の委託を受ける前から対象商品につき差玉向かいの取引手法を用いていたか否か、事業者がそれを顧客に説明したかどうかに加え、顧客が専門的な知識を有しない委託者であるか否かの審理を差し戻し審に求めた。

両判決はいずれも、事業者の顧客に対する説明義務違反を認める。ただし、[1] 判決がこれを問屋たる商品取引員が顧客に対して負う善管注意義務から導くのに対し、[2] 判決はこれを信義則の要請から導く。

しかし、[1] 判決は、事業者と顧客との間で「問屋」契約が締結される前の段階でこのような事業者の義務が認められるのかについて疑問が残る。また [2] 判決は、信義則上での説明義務違反をいうが、その前提として顧客の専門的な知識の不足をあげる。ただ、顧客にいくら商品先物取引やその取引手法に専門的知識があるとしても、顧客が事業者を信頼し取引を一任している場合、事業者からの説明がなければ、顧客は自らの損失を回避する契機を持たない。

事業者の顧客に対する以上の説明義務を、受託者の信託者との間の利益相反禁止から導かれる義務と考えれば、事業者が顧客利益に相反する取引手法をとる場合に、顧客の専門的知識の存否にかかわらず事業者の説明義務が認められることになる。

このような義務が認められる前提として、事業者・顧客間に「信認関係」の存在が求められる。上記判決はいずれも、説明義務の根拠を、向かい玉が顧客に商品取引員の相場変動の予測の合理性、信頼性に強い疑問を抱かせる行為であることに求める。その前提として事業者の助言・勧誘や

業務の適正に対する顧客の信頼の存在を認めるが、これは、向かい玉に止まらず、一般顧客に理解困難な複雑性商品や、取引判断が複雑な取引について、なべて認められるといえよう。

仕組商品などの複雑性商品においては、事業者がどのような手数料、自己売買益を取得しているかが不明確である。これら事情は、顧客が取引を行うかどうか、どのような取引を行うかの判断を行うについて重要な情報である。一般にこれら情報は事業者から開示されることはない。また信認義務によっても、事業者による手数料の取得は、必ずしも顧客に相反し開示すべきことが求められるわけではない。しかし、その額や割合のいかんでは、顧客利益に反するとの認定も可能となろう。これら開示は、信義則や善管義務では困難ともいえ、信認義務を用いることの実効性は高い。

前掲のSECの提言（2011）に見られるとおり、投資助言者・投資運用者と、売買・仲介事業者との境界が明らかであるとの理解・認識はその根拠を失いつつある。SECは、投資助言運用事業者に限らず、ブローカーやディーラーなどの証券事業者に対しても等しく信認義務規制を及ぼすべきとの提言を行うが、これは、現代の投資商品や取引がより一層の複雑化を見せていることの裏返しである。以上からすれば、信認義務に基づく説明義務が投資助言運用を行なう限定された事業者に限り求められるに止まるとの主張は次第にその根拠を失うものとなろう。

3 信認義務に基づく説明義務違反と損害

信認義務上の説明義務違反による損害について、これを、説明義務が尽くされていたとすればより慎重な投資判断をする機会を持たたであろうという期待利益、適正な投資による利益を期待する信頼ないし信認を侵害されたことによる無形損害であるとする考え方と、さらに取引損にも及ぶとする考え方が対立する。

前者は、説明義務違反の内容程度、顧客と事業者間の継続的取引期間、

信認関係の強弱の程度、累計損害額等を総合して検討すべきとするのに対して（東京高判平成16・10・5 [セレクト25巻372頁]）、後者は、顧客に対して十分な説明がなされないまま開始され、顧客から投資判断を実質的に一任されながら、その信任関係に反して行われたものとして取引全体について違法であるとし、不法行為の成立を認める（京都地判平成19・9・28 [先判49巻437頁]）。

後者の判決も、顧客の過失相殺を認めるが、適切ではない。信認関係における受認者は、常に信認者の利益のために業務を行わなければならない、信認者の利益を自身の利益に優先させなければならない義務を負う⁴⁶⁾。受認者は、信認者との関係で自己の利益を優先する形で自身の最大利益を取得することは認められていない。顧客は、そのような受認者の義務違反を想定し、損害回避、損害拡大回避のための監視、監督義務は負わない。すなわち、取引により生じた損害を委託者が分担すべき基礎、すなわち顧客に過失相殺を認める基礎に欠けるものというべきで、顧客側への過失相殺は行なわれるべきではない。

第6 民法改正と忠実義務

1 信認義務

信認義務は、英米法上の理解を前提とすれば、当事者間に、一方当事者が他方当事者を信頼し依存する関係がある場合に、信頼される側である受認者が自身の利益を抑制して信頼する側である信認者の利益のみ図る義務を負うこと、そのコロラリーとして受認者は信認者との間で利益相反関係に立つてはならないこと、やむを得ず利益相反関係に立つ場合にはその旨を信認者に説明する義務を負うことを内容とするものと整理できることは前掲のとおりである。

2 信認義務の根拠

このような信認関係が、どのような当事者間において、どのような要件の下で認められるかについては、当事者間の契約に基づくとするもの（「契約説」）、当事者間の関係に基礎を置くもの（「関係説」）に大別できる。

契約説は、信認義務の根拠を委任契約、保険契約などの合意の存在に求める。義務内容や程度は、信義則ないし善管注意義務により定まる（道垣内、1996）。ここで、善管義務が「高度」なものとなる根拠は、契約の特性に求められる。

これに対して関係説は、「契約」と「信認」は区別して考えるべき（契約から信認へ）であり（樋口、1999）、契約とは対等な両当事者が自らの利益を最大化すべく交渉をした結果であるが、信認関係における受認者は信認者に対して最大利益を図る立場にあるとする。例えば、信認関係と理解される医療契約においては、互いに自己の利益を最大化すべく交渉して合意するわけではない。患者が医者能力を信頼し、医者は信頼に基づき患者の利益を図る関係にある。すなわち契約関係と信認関係はそれぞれが依って立つ基盤・考え方が異なるとするものである⁴⁷⁾。この点については、「契約は両当事者が自己の利益を最大を図るべく努力するものであり、相手方の利益のために努力するというのは契約ではないという考え方」は、大陸法上の契約概念の歴史や伝統に反するとの指摘がなされる（加藤ら、2006）。

3 法制審での議論

法制審の中間論点整理では、忠実義務に関する議論の在り方が検討され、忠実義務が善管義務と異なる意義を有すること、義務内容も解釈上、立法上で明確化が図られていること、信託法上の忠実義務は必ずしも受託者が専門家であることを想定したものとはいえないとして、忠実義務を民法上で規定すべきとの意見が出される。

前掲のとおり忠実義務の積極的部面として受認者に信認者の最大利益を図ることが求められ、消極的部面で受認者が自己の利益を信認者に優先させてはならないことが求められる。この点で信認義務は、契約関係上の義務とはその原理を異にする。契約上の善管義務は、契約目的を達成する限度で信義則の制約を受けつつ、それぞれ自己利益の最大化をはかることが許容されるからである。

また、信認義務の前提となる受認者への信認者の信頼保護は、当事者間の情報格差・交渉力格差に基づく場合に止まらず、これら格差が存しない当事者間にも求められる。このような信頼の保護は、従前、受認者の付随義務として契約法、不法行為法理で認められてきた。しかし、これは付随的なものに止まらないものであり、民法上でこれを明示的に確認する規定を置く必要は大きい。

ところで、信認義務の法的性質について「関係説」を前提とすれば、それが導かれる信認関係は、契約締結当事者間に限らない。契約締結前・契約締結後においてもその関係が認められる。

契約締結前の事業者の説明義務違反は、契約締結上の過失の問題として論じられてきた。契約締結後の信義則違反は「余後効」として議論される。その違反について、従前、債務不履行を構成するのか、あるいは不法行為となるに過ぎないかが争われてきた。この問題について最判平成 23・4・22（判タ 1348 号 87 頁、金判 1372 号 30 頁）は、以下のとおり判示して契約締結前の信義則違反を契約責任と捉えることはできないとした。「契約の一方当事者が、当該契約の締結に先立ち、信義則上の説明義務に違反して、当該契約を締結するか否かに関する判断に影響を及ぼすべき情報を相手方に提供しなかった場合には、上記一方当事者は、相手方が当該契約を締結したことにより被った損害につき、不法行為による賠償責任を負うことがあるのは格別、当該契約上の債務の不履行による賠償責任を負うことはないというべきである。」「なぜなら、上記のように、一方当事者が信義

則上の説明義務に違反したために、相手方が本来であれば締結しなかったはずの契約を締結するに至り、損害を被った場合には、後に締結された契約は、上記説明義務の違反によって生じた結果と位置づけられるのであって、上記説明義務をもって上記契約に基づいて生じた義務であるということとは、それを契約上の本来的な債務というか付随義務というかにかかわらず、一種の背理であると言わざるを得ないからである。契約締結の準備段階においても、信義則が当事者間の法律関係を規律し、信義則上の義務が発生するからといって、その義務が当然にその後に締結された契約に基づくものであるということにならないことはいうまでもない。」。

契約締結過程での信義則上の説明義務は、その範囲、内容、程度において契約締結後のそれと異なることは、投資取引に関する多数裁判例が述べるところである。その義務の履行が、契約締結前であるか、締結後であったかによって、その違反による損害賠償の消滅時効期間が異なることに格別の合理性は認められない。

契約締結に向けた当事者の関係も一律ではない。しかし、契約の前後を通じて、一方当事者が他方当事者に信頼を置き、依存関係にある場合には、契約締結の前後を問わず、同一の規律に服させることが適当と考えられる。

民法上で、契約関係とは異なる信認関係を観念して、これに基づく説明義務を同一の規律に服させることには有用性がある。民法改正の審議では、忠実義務は委任契約に関連させて論じられるが、上記のような問題意識からすれば、これの義務を委任契約上の義務に矮小化することは適当ではない。別途、信認関係を前提とした義務として検討することが必要と思われる。

第7 おわりに

本稿では、わが国での信認義務・忠実義務法制を英米法と比較して検討

し、金融商品取引を中心とした現行規定の適否、投資取引を超えて民法上に定めることの意義と必要性について検討した。

わが国の信認義務法制は、規制対象については信託契約当事者（信託契約）、助言事業者及び運用事業者（金融商品取引法）に限るほか、その内容についても、受益者と受託者間の利益相反禁止及びその説明義務に絞る。これに対し、英米法での信認義務が認められる当事者関係は、判例法上は、比較的広く捉えられる。証券取引の分野でも、前掲のとおり、助言事業者のみならず販売・仲介事業者と顧客との間に信認義務を認めるべきとの提言がSECからなされている。金融商品取引法制における信認義務・忠実義務については、米国SECの提言で指摘される点は、わが国にも等しく当てはまる。解釈論としても、少なくとも顧客がその投資判断を事業者に依存する事実上の一任売買については、助言事業者や運用事業者に適用される信認義務規制を、売買や取引仲介を行う一種、二種事業者に対しても広く適用を認めるべきではないか。信認義務上の説明義務を実効的なものとするため、適合性原則上の顧客調査は顧客が対象取引に適合しているかどうかの判断において求められ、金融庁の監督指針にもその旨が明示されるべきである。

次に、事業者の顧客に対する説明義務の根拠として、顧客の自己決定権が言われるが、これによって直ちに情報提供義務の範囲が定まるわけではない。信認義務は、信認者の最大利益を図ることを求める点で、事業者の説明義務履行の指標としての意義がある。また、利益相反関係に立つことを禁止する消極的部面での信認義務の義務及びその説明義務は、取引の仕組みや手数料、自己取引による利益を含め、事業者に対し、顧客との利益相反が疑われるすべての事柄について徹底的な開示義務を根拠付けるものとして極めて重要である。

また、信認義務は、積極的には受認者が信認者の最大利益を図るべき義務、消極的には受認者が自己の利益を信認者に優先させてはならないとす

る。この点で、それぞれの当事者が他方当事者の利益を上回ることを含めて自己利益の最大化をはかることを許容する契約上の義務としての善管義務とはその原理を異にする。更に、信認義務の前提となる受認者に対する信認者の信頼保護は、当事者間の情報格差・交渉力格差に基づくものに止まらず、これら格差が存しない当事者間でも問題となる。このような信認者の信頼の保護は、従前、受認者の付随義務として契約法、不法行為法理で認められてきた。しかし、これは付随的なものに止まらない性質を有するものであり、債権法上でこれを確認する規定を置く必要は大きい。

このような信認義務に基づく受認者の説明義務は、信認者の行動バイアスを考慮したものとしてデザインされる必要がある。事業者の説明義務は、勧誘の実質を有し、顧客を取引に誘導する側面がある。事業者と顧客間に信認関係がある場合、顧客に依存・同調バイアス好意性・専門家バイアスなどが強く働く。リスク・リターンのバランスが取れない情報提供や助言は、顧客を合理性から逸脱した意思決定に導きかねない（村本、2011）。このような顧客の限定合理性を前提としたとき、事業者の情報提供や指導・助言は顧客の行動バイアスを排除するツールとしての重要性を増すが、それは信認関係において、具体的にどのような義務内容を盛り込むべきかが、問題となる。また、信認関係にある場合の信認者顧客は、事業者に対して過度な信頼を置く場合には、「利益相反」関係により生じる自己の不利益を過小評価しがちであり、説明義務は十分その機能を果たし得ない。過度な依存を信認者が受認者に置く場合には、取引の適合性の存在が疑われるというべきであるが、これをどの適合性要件の問題として捉えるのか、それとは別の、例えば「状況の濫用」法理などによってこれに対処すべきであるかについて更に検討が求められる。

最後に、信認義務、忠実義務は、契約関係における当事者の義務に止まらない。契約締結前、契約関係終了後でも、当事者間に信認関係が認められる限りにおいて受認者に求められる。民法上でこの義務を定めるとして、

これを契約関係にある当事者間の義務に止まるとして矮小化することは避けなければならない。人の限定合理性を考慮しつつ、更に立法技術上の工夫が求められる。

以上

註

- 1) fiduciary はラテン語の「fides」から来ており、この意味は、「faith」ないし「fiducia」であり、信義則 (good faith) と語源上は同根である。
- 2) Woolworths Ltd v Kelly (1991) 22 NSWLR 189.
- 3) Sims v Craig Bell & Bond [1991] 3 NZLR 535.
- 4) Fraser Edmiston Pty Ltd v AGT (Qld) Pty Ltd [1988] 2 Qd R 1.
- 5) Keech v Sanford [1558-1774] All ER Rep 230.
- 6) Meinhard v. Salmon (1928) 164 NE 545 at 546.
- 7) Re Pantmaenog Timber Co. Ltd [2004] 1 AC 158.
- 8) 損害賠償は、伝統的にコモンロー上の救済方法であり、エクイティ裁判所は、当初、損害賠償を付与する権限を有しなかった。しかし、その後の制定法及び判例法により、損害賠償請求が純粋なエクイティ訴訟でも可能となった。
- 9) Glover v Porter-Gaud (2000) 98-CP-10-613.
- 10) Miley v. Oppenheimer & Co., 637 F. 2d 318 (5th Cir. 1981).
- 11) 418 F. Supp. 1376, 1384 (N.D. Tex. 1976).
- 12) <http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@reg/@notice/documents/notices/p122778.pdf>.
- 13) Gochnauer v. A.G. Edwards & Sons, Inc., 810 F. 2d 1042, 1049 (11th Cir. 1987).
- 14) 同法は投資信託に関して信託義務規定を置き (35 条)、その違反につき民事賠償を認める (同条 (b) 項)。これに基づく信託義務違反または詐欺の主張は、州法に優先する。同条は、過大な管理手数料の救済が不十分であ

- ること、信認義務原則の基準の適用が州法により区々であることから規定されたことを述べるものに *Miley v. Oppenheimer & Co.*, 637 F.2d 318 (5th Cir. 1981)。
- 15) ERISA 上の信認義務の概要とこれに関する裁判例については今川 (2003, p. 3) 参照。
 - 16) See § 3 (21) (A) (ii) of the ERISA, 29 U.S.C.A. § 1002 (21); See also Labor Reg. § 2510.3-21 (c) (1).
 - 17) Treas. Reg. § 54.4975-9 (c) (1).
 - 18) 29 U.S.C. § 1104 (1) (B)-(C).
 - 19) *Wolin v. Smith Barney, Inc.*, 83 F.3d 847, 849-850 (7th Cir. 1996).
 - 20) *Lee v. Burkhardt*, 991 F.2d 1004, 1009 (2nd Cir. 1993).
 - 21) *Openshaw v. Cohen, Klingenstein & Marks, Inc.*, 320 F. Supp. 2d 357, 364 (D. Md. 2004).
 - 22) 危険の引き受けとは、事業者の過失により生じた被害の危険を任意に引き受けたとされる場合、それについて損害賠償を請求できないという法理に基づく抗弁である。寄与過失は、損害の発生に寄与した顧客自身の過失で、事業者の過失と比べて軽微であっても事業者の不法行為責任を阻却するものである。
 - 23) *Williams v. Provident Inv. Counsel, Inc.*, 279 F. Supp. 2d 894, 906-7 (N.D. Ohio 2003).
 - 24) Speech by SEC Commissioner, April 6, 2005, <http://www.sec.gov/news/speech/spch040605cag-2.htm>.
 - 25) *Romano v. Merrill, Lynch, Pierce, Fenner & Smith*, 834 F.2d 523, 530 (5th Cir. (La.)) 1987.
 - 26) *Berki v. Reynolds Sec., Inc.*, 277 Ore. 335, 560 P.2d 282 (1977).
 - 27) See *Merrill Lynch v. Cheng*, 901 F.2d 1124, 1128 (D.C. Cir. 1990).
 - 28) *Lieb v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner and Smith*, 461 F. Supp. 951, 953 (E.D. Mich. 1978).
 - 29) *Aaron v. Paine Webber Inc.*, No. 72-136-1146-87, at 1-2 (A.A.A. June 28, 1989) (Wilson, Arb.).
 - 30) *Martinez Tapia v. Chase Manhattan Bank*, 149 F.3d 404, 412 (5th Cir.

- 1998).
- 31) McCoun v. Rea (In re Rea), 245 B.R. 77, 89-90 (Bankr. N.D. Tex. 2000).
- 32) Hand v. Dean Witter Reynolds Inc., 889 S.W. 2d 483, 493-94 (Tex. App.Hous. (14 Dist.) 1994).
- 33) <http://www.fsa.go.jp/news/18/syouken/20070413-3/04-2.pdf>.
- 34) F. J. Kaufman and Co., Exch. Act Rel. No. 27535, 50 SEC 164 (Dec. 13, 1989).
- 35) Hanly v. SEC, 415 F. 2d 589, 597 (2d Cir. 1969).
- 36) October 21, 2009 Letter to Senator Akaka from Fund Democracy, Consumer Federation of America, North American Securities Administrators Association, Inc., National Association of Personal Financial Advisors, Certified Financial Planner Board of Standards, Inc., and Financial Planning Association.
- 37) 機関投資者ではない顧客とは、3110 (c) (4) の定める機関口座の基準に合致しない者を指す (NASD 規則 2310 (c))。
- 38) ただし、投資対象をマネー・マーケット・ミューチュアル・ファンドに限定する顧客との取引を除く。
- 39) Rafael Pinchas, Exchange Act Rel. No. 41816, 1999 SEC LEXIS 1754, at *19 (Sept. 1, 1999).
- 40) 一般に financial status report で記載が求められるのは、顧客の収入及び支出の状況であり、固定資産を含む資産に関するものではない。 http://grants.nih.gov/grants/fsr_sf269_long.pdf, [http://contacts.gsa.gov/webforms.nsf/0/5D8185961D1B9F5085256AA10042BF62/\\$file/sf269a.pdf](http://contacts.gsa.gov/webforms.nsf/0/5D8185961D1B9F5085256AA10042BF62/$file/sf269a.pdf).
- 41) John v. Shearsn/American Express, Inc., 732 F. Supp. 728 (E.D. Mich. 1989) は、ブローカーが顧客に対して長期市債を含む税スワップを推奨するに先立ち、顧客の投資目的及び納税状況について調査すべき義務を懈怠したとして適合性原則違反を認めた。
- 42) Gerald M. Greenberg, 40 S.E.C. 133 (1960).
- 43) NASD 規則の下での私訴を認めることは、NASD の目的の基礎にある協力的な自主規制の理念を損なうとするものに Musser v. Bache & Co., [1977

-1978 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 96,183, at 92, 335-36 (N.D. Cal. 1977)。また自主規制規則違反に対して私訴を認めることは、損害賠償請求されるおそれが生じることで自主規制が損なわれることになる旨を指す。

44) <http://www.courts.go.jp/hanrei/pdf/20090716150106.pdf>.

45) <http://www.courts.go.jp/hanrei/pdf/20091218114215.pdf>.

46) 樋口 (1999) は、わが国において信認関係につき「契約的処理をする結果として、信認的契約にも自己責任的要素が忍び込む可能性があり、『『あなた任せ』にした受益者も、何らかの程度で責めを負うべきだと考えられがちで」あり、「信認の時代 (フィデューシャリーの時代) の到来のためには、契約原理とは別個の信認法を確立することが求められる。」とする。しかし、信認関係を契約に基づくものとするか、契約以外の関係に基づいて認められるかで、受託者の委託者に対する義務内容は異ならないはずである。

47) 内田 ([2008]) は、契約関係終了後の権利義務に関連して、契約の効力が、当事者の合意の成立と解消に尽きることはなく、当事者の間に成立する関係そのものに由来することを示唆する。

[参考文献]

Pardeck, Andrew M. (2001). 『証券取引勧誘の法規制—「開示義務」「説明義務」を越えて』 商事法務研究会.

Duncan, William D. (2005). Joint Ventures Law in Australia, The Federation Press.

Fletcher, Edward (1988) Sophisticated Investors under the Federal Securities Laws.

DUKE L. REV. 1081, 10FINRA (2009). Suitability and “Know Your Customer”, Regulatory Notice 09-25.

FINRA (2010). Disclosure of Services, Conflicts and Duties, Regulatory Notice 10-54, October 2010.

FINRA (2011). Know Your Customer and Suitability, Regulatory Notice 11-02, January 2011.

Hazen, Thomas (2011) Stock Broker Fiduciary Duties and the Impact of

- the Dodd-Frank Act, Noth Carolina Banking Institute, Vol. 15.
- Laby, Arthur B (2008). The Fiduciary Obligation as the Adoption of Ends, Buffalo Law Review, 56 (1).
- NASD (2006). Investor Fraud Study Final Report, NASD Investor Education Foundation.
- SEC (2011). Study on Investment Advisers and Broker-Dealers, January 2011.
- 今川嘉文 (2003). 「信託義務と自己責任原則—継続的証券取引を中心として—」神戸学院法学 33 (3).
- 今川嘉文 (2009). 「継続的取引関係と信託義務」神戸学院法学 39 (2).
- 内田貴 (2008). 『民法Ⅱ (2版)』東大出版会.
- 加藤雅信・加藤新太郎 (2006). 「信託法を語る」判タ 1192. 33-52 (2006年1月).
- 金融審 (1999)「中間整理 (第一次)」(平成11年7月6日).
- 金融審 (2005a). 「中間整理」(平成17年9月2日).
- 金融審 (2005b). 金融分科会第一部会報告「投資サービス法 (仮称) に向けて」(平成17年12月22日).
- 金融庁 (2011). 「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」.
- 「金融取引におけるフィデューシャリー」に関する研究会 (2010)「金融取引における信託の様相」日本銀行金融研究所・金融研究 (2010年10月).
- 四宮和夫 (1989). 『(新版) 信託法』有斐閣.
- 道垣内弘人 (1996). 『信託法理と私法体系』有斐閣.
- 樋口範雄 (1999). 『フィデューシャリー [信託] の時代』有斐閣.
- 樋口範雄 (2008). 『アメリカ契約法 (第2版)』弘文堂.
- 法制審 (2011). 「民法 (債権関係) の改正に関する中間的な論点整理の補足説明」(平成23年5月).
- 村本武志 (1998). 「投資事業者の忠実義務と専門家責任」立命館大学人文科学研究紀要 71.
- 村本武志 (2005). 「消費者取引における適合性原則—投資取引を素材として」姫路法学 (43), 1-78.
- 村本武志 (2008a). 「消費者取引における心理学的な影響力行使の違法性～不当威圧法理、非良心性ないし状況の濫用法理の視点から」姫路ロージャ

ーナル1・2.

村本武志 (2008b). 「英国における証券規制」『『証券取引被害救済の手引』(5訂版)』民事法研究会.

村本武志 (2009). 「米国における仕組商品の販売自主規制」消費者法ニュース 80, 235-245.

村本武志 (2010a). 「元本保証型の仕組商品に関する規制通知 (FINRA 規制通知 09-07)」消費者法ニュース 85, 194-197.

村本武志 (2010b). 「証券取引における集中投資推奨・受託の違法性：大阪地判平成 21・3・4 を素材として」千葉大学法学論集 25 (2), 217-278.

村本武志 (2011). 「顧客限定合理性の下での適合性原則・説明義務と錯誤の役割と要件」北大・新世代法政策学研究 13, 245-324.

本論稿は、2011 年度東京経済大学個人研究助成費による研究成果の一部である。