

投資顧問業者の注意義務について(2)

三木 まり

1 はじめに

近年、年金基金の資産残高を急増させつつある投資顧問会社について、二〇〇一年九月に日本投資顧問業協会から「投資顧問業者の注意義務について」と題する報告書が発表された。そこで、ここでは前号に引き続き、本報告書を基に裁判事案も参照しつつ 投資顧問業者の「善管注意義務」とは具体的にどのようなものか 投資顧問会社の果たすべき「注意義務」は「善管注意義務」で十分かどうか検討を行うことにする。

具体的な投資顧問業者の注意義務について触れる前に、これまでの議論を簡単に整理しておきたい。一九九〇年四月以降の年金基金における運用の規制緩和は、金融機関、証券会社、保険会社の資産運用ビジネスの拡充と強化を促した。しかし、年金基金の委託された運用形態やその根拠法の違いにより、運用機関が果たす受託者責任は一樣でない。投資顧問業者の現行法上の注意義務についてみると、投資顧問業法上では忠実義務についてあるが、注意義務に関する規定はない。民法上の注意義務については「善管注意義務」（民法六四四条）を負っている。自主規制ルールにおいては、注意義務のみ意識した規定は設けられていない。英米に比べて歴史の浅い日本では、fiduciaryを「契約関係以上の高度の法的義務、さらに、自発的に他人のために尽くすという道徳的・倫理的義務を負い、専ら相手の利益のために、最高度の信義誠実を尽くして行動する」者として捉え、fiduciaryたり得ることを基本精神とすることを業界で啓蒙されてきた。さらに、日本では、投資顧問業法制定時の市場動向

等を勸案の上、その規定を厳格に守る自主規制ルールを整備するなど、fiduciary dutyの持つ理念を参考に独自の制度体系を構築してきている。

2 投資顧問業者の注意義務の適用範囲

(1) 注意義務の適用における基本的考え方

投資顧問業者における注意義務が裁判で争われた事例は極めて少ない。このため具体的判断基準を設けることは非常に困難である。実務上においては、プロ投資家との間の投資顧問契約において妥当する注意義務と、より広範な状況を広く包含する忠実義務とを区別し、信頼・信認ないし一任の度合いが強くなるほどに忠実義務が強まり、分別管理等の外形的行為への要請が強まるものと理解される。注意義務はその置かれた状況に応じて程度の差が生じることとなると考えられる。その場合の程度差が生じる判断材料として投資顧問業者の注意義務研究会では以下の四つを挙げている。まず、第一に委任の本旨、第二に提供する資産運用サービスの専門性の高さ、第三に顧客の属性（いわゆるプロフェッショナル・アマチュアの度合いを含む）、第四に投資顧問料である。

この他にも、注意義務の内容を考えるにあたって考慮される要因は存在するように思われる。例えば、潮見（二〇〇〇）¹⁾より次の四つが挙げられる。第一に、債務者（事業者）の能力・技術の専門性と、債権者（顧客）の理解能力、情報収集能力、並びにその相関性、第二に、債務者の従属性・独立性と、債権者の行為統制能力、並びに相関性、第三に、個人的信頼関係の重要性と、この要因と給付内容との相関性、第四に、委ねられた権利、利益の種類と重大性である。一般論として、以上のような要素が考えられるが、具体的なケースによって、考えられる要素の種類及び程度が違ってくると思われる。

また、契約関係成立後の運用段階での説明義務については、基本的には委任契約上の説明義務が想定され、他方で一方的な依存関係が強い場合には、業者が誠実に業務を遂行した旨のより詳細な説明義務が付加される。説明義務は、顧客に対し説明することにより、責任が投資顧問業者から顧客に転換されると考えることが私法上一般的であるが、その場合にも顧客のプロ・アマ度合いを踏まえて対処することが実務上必要であると考えられる。

以下では投資顧問業者の注意義務の適用範囲を整理するが、これまでの議論を踏まえると英米法・大陸法いずれの立場をとっても、注意義務は曖昧性を持つこととなり、具体的判定基準を設けることは困難である。このことは、実際の裁判においても、注意義務の違反があつたかどうかの立証は難しいこととなり、現実には自らの経済的合理性の範囲でもっぱら相手方の利益のために最高度の信義誠実を尽くして行動するプロセスをより高度なものとしていくことが焦点になるものと考えられる。⁽³⁾

(2) 注意義務の日本への適用範囲について

投資顧問会社の注意義務を果たす上でのチェックポイント等を整理するとともに、顧客の代表例として厚生年金基金連合会の受託者責任研究会「受託者責任ハンドブック（運用機関編）」(二〇〇〇)の四三項目を参考に、注意義務関連について言及する。但し、厚生年金基金を含む投資顧問業者を念頭に記述するものである。

顧客の指示内容の確認

・顧客からの運用方針や投資対象資産等に関する指示等があつた場合、その内容について資産運用に関する法

令等における適法性の確認

・顧客の委任の本旨を把握するため、顧客そのものに適用される法令等に関しては、要求される程度の適法性を顧客と共同確認すること

・資産運用に直接関係しない法令であっても資産運用に関連する法令⁽⁴⁾であれば原則としてそれを知るべきであり、およそ資産運用一般から想定できない法令であっても、それが当該顧客にとって極めて重要なもので、かつそれを察知しえる状況であれば投資顧問業者も責任を負う可能性がある（コンプライアンスの問題）

・顧客の運用基本方針に照らし、当該指示等に明らかに問題のある場合は、その妥当性を確認（確認義務の問題）

・金融商品販売法においては「特定顧客」以外の顧客にたいする「重要事項」の説明義務が通常の民法における説明義務とは別に投資顧問業者に課せられていることに留意

・報告に必要なコストの支払いがない場合でも、事の重要性に鑑みて報告をなすべき場合はありうる（報告義務）、注意義務の履行に伴うコストも含めて投資顧問契約書に報告について規定を設け、責任の範囲を明確にしておくことが望ましい

運用基本方針・運用ガイドライン等の遵守

・運用基本方針・運用ガイドライン等の遵守につき投資顧問業者が明らかな過失があった場合で、取るべき方策が明らかで先に処理した方が顧客のためと考えられる場合は、処理を優先させることが必要（顧客へは事

後報告）

的確なリスク管理

- ・リスク管理においてはまずは顧客に、了解される想定リスクの提示義務があり、投資顧問業者はそれを可能な限り確認することが必要
- ・総合的なリスク管理体制の構築（フロントとバックの分離、レポートイング・ラインの明確化、能力と独立性を備えた専任のリスク管理責任者の設置）

資産配分

- ・顧客による運用ガイドライン等により指示した資産配分の遵守（その点に関する注意義務がある）
- ・資産配分において重要なことは、的確なリスク管理とともに、許容範囲等のガイドラインの遵守を監視・牽制する内部管理体制の整備

キャッシュ管理

- ・顧客の指示する運用手法に従い、キャッシュポジションの管理について十分注意を払い、資金ショートを生させないようにすること
- ・業者側では知りえない大量の給付費の発生等のキャッシュフローについては、顧客から提供される情報に基づき合理的に予測可能な範囲でキャッシュ管理を行えばよい（仮にポートフォリオの取り崩しという事態になつたとしても免責される）

分散投資

- ・顧客の委任の本旨として分散投資することが求められていても、運用資産額が過小である等、十分な分散投資が出来ないことが市場の状況等によりやむを得ないと合理的に判断される場合には、程度の問題はあるにせよ分散投資を現実にしなかつたとしても注意違反にならない（但し、事前の説明を十分に行うこと）
- ・顧客の運用ガイドライン等に照らし、分散投資の必要性とポートフォリオに組み込むべき投資対象の適合性⁽⁵⁾を考慮する義務を負う

新規投資・デリバティブ取引

- ・新規投資やデリバティブ取引を行う場合には、十分な調査・分析をするとともに、顧客に説明する必要がある。この場合には、適合性の原則により顧客の属性を踏まえ、提供商品を選定する必要がある。またデリバティブ取引がヘッジ目的かヘッジ目的以外なのかについて十分に留意し、後者の場合には説明の必要性が大
- さい

- ・新規投資やデリバティブ取引の場合、顧客がプロに近い存在であっても、その投資や取引のリスクに対する顧客の認識を把握することが事後の紛争を避ける観点から重要
- ・基金の同意を得られない場合に新規投資等を行わないことは、投資顧問業者として当然のことであるが、むしろ投資顧問業者の行為としては、運用目標を達成する上で有効と考えられる投資手段であれば、基金の同意を得る努力をし、同意を得て行うことが求められる

銘柄選定モデル

- ・顧客の方針に基づいてモデルを作成する場合はその方針を遵守し、顧客の適合性を考えて適切なモデルを提示することに注意を払う義務を負う
- ・モデルによる過去の高運用成果のシミュレーションが、将来の運用成果を約束するような説明をしたり、過度の期待を抱かせたり誤解を招く表現をしたりしないように注意する

取引執行・ソフトウェア

- ・英国では最良執行は注意義務（「最良価格発見義務」、「同程度に有利な価格での執行義務」とされている。このことから、取引執行コストについては、注意義務の問題となる
- ・最良執行においては、注意義務を尽くしたことが重要であり、結果がベストでなくても直ちに責任が生じるわけではない。執行リスク軽減のための執行ポリシー（運用スタイルとの整合性、証券会社の選定方法等）と執行プロセスの確立（執行方法、執行評価方法）に組織的な対応が求められている。（投資アイデアの潜在リターンを具体的ににする手段が売買執行であるから、執行コストはリターンとの見合いで議論することが必要だが、執行評価におけるコスト計測技術については未だ発達途上である）
- ・ソフトウェアの利用においては、潜在的に利益相反を醸成する可能性があることを認識し、顧客の利用に資することと承諾を得て行うことが前提となる

運用結果の報告・運用スタイル等の変更

・委任の本旨を踏まえれば、最終的に適切な結果報告をすることは当然であり、委任の本旨を全うしているかどうかの注意義務がある

・仮に環境の変化等で運用スタイルに変化が生じることとなれば、委任者に通知し、委任者に再検討の機会を与えることが必要

議決権行使⁽⁶⁾

・議決権行使に善管注意義務が適用されるかどうかにつき、判例、学説上未だ定見が確立していない

・投資顧問業者における議決権行使については、委任の本旨に照らして判断することになるが、少なくとも投資運用にマイナスになると判断した場合は、しかしながら当該株式を売却するとの判断までには至らない、もしくはマーケット・インパクト等を考慮し、売却すべきでない⁽⁷⁾と判断した場合は、議決権行使すべきであると言える。その際、費用対効果を含む顧客からの期待があるかどうか等が重要な判断要素になる

約定照会・受渡決済

・オペレーショナル・リスク管理体制の構築責任は、代表取締役や業務担当取締役にあり、善管注意義務を負うことは裁判上確立しつつある

・管理体制の確立に際しては、内部統制・内部監査部門の確立を重視

3 投資顧問業者に関する裁判事案⁽⁷⁾

(1) 事実

船員を組合員とする労働組合であるXは、組合の余剰資金の一部について、昭和六三年七月、投資顧問業者であるY₁との間で投資一任契約を締結し、その運用を一任した。Y₁における運用担当者はY₂であった。この投資一任契約は、平成五年六月末に終了するまで毎年更新されていたが、その間にY₂が担当者として行った投資運用について、それが資金の性質及びXの投資方針に反し、Xの利益を無視した無謀なものであったために一〇億円を超える巨額な損失を出したとして、Xが、Y₁に対して契約上の忠実義務ないし善管注意義務違反による債務不履行責任に基づき、Y₂に対して不法行為責任に基づき、損害賠償を請求した(本訴)。これに対して、Y₁はXの主張のような債務不履行はなかったとして、未払いの投資顧問報酬の支払いを請求した(反訴)。

Xの主張する義務違反行為の内容は、Y₁の親会社(某証券会社)の手数料収入を目的とした過当取引、分散投資の原則やポートフォリオ・マネジメントの手法の無視、Y₁の社内的な運用体制、チェック体制の不備による、ポートフォリオの組織的チェックを行わなかったこと、運用手法を変えず、リスク管理なしに行われた短期売買、株価下落局面でのワラントへの過大、偏在的な投資、Y₁が運用を委ねられていたZ銀行からXへのワラントの付け替えを行い、Z銀行に利益を計上、親会社が販売会社となっている投資信託の購入が挙げられている。

(2) 判決要旨

本判決は、次のように判断して、Xの本訴請求を棄却し、Y₁の反訴を容認した。

Xが投資一任契約に至った経緯等から、XがY₁に指示した運用目標は毎期末に運用資産総額の一〇パーセント

以上の実現益を達成することであったと認定し、組合の資産として当然に安全な運用が要求されるものであった銀行預金プラスアルファを目標としたに過ぎないとするXの主張を退けた。続いて、Y₁による実際の運用状況を時間を追って認定し、いわゆるバブル経済の中で株価の上昇局面では株式・ワラントの短期売買を繰り返す手法で目標の実現益を挙げていたが、平成二年初以来の株価の長期低落局面では多額の評価損を抱えることとなり、目標達成のため株価の反発を期待してリスクの大きいワラントへの投資に傾斜したところ、さらに損失を拡大する結果となったとした。しかしながら、Xが前記のような固定的な目標達成を指示したのみで、それ以外の指示を与えていなかったという状況の下では、Y₁のとした投資方針が明らかに合理性を欠き、裁量性の逸脱があったとまでは認めることはできないとし、Xの主張するその他の義務違反行為についても、立証不十分等を理由にいずれも退けた。

(3) 実務への指針

上記の判例が実務にとつての参考になるのは、投資顧問業者の注意義務に関する裁判所の判断基準を明示した点にある。以下、それらは主に四つ挙げられる。第一に投資顧問会社の注意義務違反として「裁量権の逸脱」と「裁量権の濫用」を示したこと、第二に裁量権の逸脱につき「当該投資判断が当時の客観的諸状況及び投資顧問業者に与えられていた法令及び約定の規律に照らして明らかに合理性を欠いたものと認められる場合」と一般的判断基準を示したこと、第三に「明らかな合理性を欠いたか否か」を検討するのあたり、同じ投資目標を実現できる代替案が存在すること、代替案のリスクが小さいこと、代替案が当時の一般投資顧問業者であれば考慮の対象とすることが可能でありかつ当然であるといえることといった具体的判断基準を示したこと、第四に運用開始

後の顧客からの疑問提起があった場合における説明義務や顧客意思の確認義務について、「一方は投資顧問業者であつて投資の専門家、他方は専門家に取引を一任してその専門能力に依存している顧客という関係にある」ことから原則として肯定的に解したことが挙げられる。

ただし、本件の判旨は、投資顧問業者の注意義務違反を認定するにあたり全体的傾向として慎重になりすぎて、事実上の軽過失免責を認めるようにも理解される。投資顧問業協会としては、このような判旨に対して、本件判旨の基準に甘えることなく、より高いレベルに到達できるよう自己を規律し、業務を行っていくべきであるという見解を示している。

4 おわりに

投資顧問業者の注意義務について、顧客から投資顧問業者が資産の運用を委託された場合、民法では委任契約ということになり、善管注意義務が課されることになる。これは委任契約では、一方（顧客）が他方（投資顧問業者＝専門家）に対してその専門性を信頼し、運用を裁量に委ねている。こういった状況では、専門家の利己的な行為などにより、顧客の利益が侵害される恐れがあり、こうした危険を防止すべく法律により設けられたのが、善管注意義務だと考えることができる。

ただし、善管注意義務というのは、それ自体として明確に定義づけることはされておらず、具体的なケースに即して解釈され、一般論として意味の有る説明を与えることは出来ない。それが逆に、ケースに応じた柔軟な解決を可能にしているともいえる。そこで、具体的なケースごとに注意義務の内容が異なることを認めながら、それでもなお全てのケースに当てはまる統一的な答えを見つげ出すこと自体に無理があるのかもしれない。

い。しかし、それでは実務に携わる人にとって不都合である。そこで、これまでの見解は、個別のケースを超えた一般的に妥当する答えを求めて努力を重ねてきたといえるだろう。ここでは、ケースごとに答えは異なるが、それでも尚すべてのケースに妥当するような答えこそ望まれているといえる。

そこで、最後にこのような答えの解決策としてファクターの抽出という作業を挙げておきたい。例えば、様々なケースを丹念に調べて、結論を左右するファクターとして要素Aと要素Bとが抽出されたとする。そして、これらの要素には程度を考へることが出来るとする。⁽⁸⁾この要素Aはそれが高ければ高いほど義務の存在を認め、それを高度化する方向で機能する。これに対して、要素Bは反対に、それが高ければ高いほど、義務の程度を低め、最終的には存在を否定する方向で機能すると仮定する。さらにこれらAとBはどのようなケースにおいても義務内容を決定するのに機能すると仮定する。すると、この限りで、普遍的に妥当するルールが存在すると考えられる。ここでは、さらに具体的なケースとケースを考へることにする。ケースでは要素Aが強、逆にBは低い。他方、ケースでは要素Aが低く、Bは高いとする。そうすると、ケースでは強い義務を負担し、ケースでは低い義務しか負わないという結論になる。ケースでもケースでも考慮因子は同じであるが、因子の働きかたが違うので結論としては異なるものとなるのである。これはすべてのケースである意味で統一的に把握しつつ、ケースに応じた解決を可能にする方法の一つであるとして挙げておきたい。

【参考文献】

潮見佳男『契約責任の体系』有斐閣、二〇〇〇年。

道垣内弘人『信託法理と私法体系』有斐閣、一九九六年。

樋口範雄『フィデユシャリー「信託」の時代 信託と契約』有斐閣、一九九九年。
星野孝一『投資顧問業 二世紀へのビジョン』金融財政事情研究会、一九九四年。

注

- (1) 潮見佳男(二〇〇〇)二二頁、二三四頁。
- (2) 私法とは、私的自治を原則とした対等な私人間に適用される法を指す。
- (3) ここでいうプロセスとは、投資顧問業務においては投資顧問業務の「本質」を踏まえ、自らが置かれた状況を「把握」し、その「状況」に応じた義務を尽くすことにあると考えられ、整理すると以下の通りと考えられる。投資顧問業務の「本質」とは、委任者との信頼関係を基に業務がなりたっていることであり、fiduciary dutyでは信託関係である。自らが置かれた状況を「把握」するとは、自身の行う資産運用行為が、制定法・契約に準じているかどうか、加えて、その行為が市場へどのような影響を与えるかを把握することにある。その「状況」に応じた義務を尽くすとは、その置かれた状況(注意義務の程度差が生じる判断材料の状況を含む)に照らし、自身に要求・期待されている行為基準(手続きを踏む)に従って、その専門的知識と経験を尽くすことを意味する。
- (4) 例えば証券取引法の証券会社等に関わる規定。
- (5) 例えば組み込まれた投資対象ごとの相関関係等。
- (6) 詳しくは、日本投資顧問業協会、議決権等株主権行使研究会「投資一任会社の議決権等株主権行使について」平成一四年四月を参照。
- (7) 東京地裁平成九年二月一七日判例『タイムズ』No. 九八二、一八一頁、一九二頁。

(8) 例えは、専門能力の高低、顧客知識の多い少ないなどが挙げられる。

(みき まり・研究員)