

## 仲介手数料の説明義務違反 —— EU の MiFID II に関連して ——

藤 田 寿 夫

### 一 はじめに

金融商品取引法は、金融商品取引業者等は広告に「手数料、報酬、費用その他いかなる名称によるかを問わず、金融商品取引契約に関して顧客が支払うべき対価」を表示しなければならず（金商法 37 条 1 項 3 号，同施行令 16 条 1 項 1 号，金商業等府令 74 条），契約締結前交付書面につき「手数料、報酬、費用その他いかなる名称によるかを問わず、金融商品取引契約に関して顧客が支払うべき手数料等の種類ごとの金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法及び当該金額の合計額若しくはその上限額又はこれらの計算方法」を表示しなければならないとしている（金商法 37 条の 3 第 1 項 4 号，金商業等府令 81 条）。

ところが、サブプライムローン問題やリーマン・ショック後，EU によって公表された 2014 年第 2 次金融商品市場指令（Markets in Financial Instruments Directive II, MiFID II）やアメリカ・イギリスの動向を踏まえて，2017 年 3 月 30 日に金融庁は，「顧客本位の業務運営に関する原則」を公表した<sup>(1)</sup>。その原則 2 は，「金融事業者は，高度の専門性と職業倫理を保持し，顧客に対して誠実・公正に業務を行い，顧客の最善の利益を図るべ

きである。」とする。その原則 3 は、「金融事業者は、取引における顧客との利益相反の可能性について正確に把握し、」販売会社が、金融商品の顧客への販売・推奨等に伴って、当該商品の提供会社から、販売委託手数料等の支払を受ける場合や、販売会社が、同一グループに属する別の会社から提供を受けた商品を販売・推奨等する場合など、「利益相反の可能性がある場合には、当該利益相反を適切に管理すべきである。」とする。そして、原則 4 は、「金融事業者は、名目を問わず、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を、当該手数料等がどのようなサービスの対価に関するものかを含め、顧客が理解できるよう情報提供すべきである。」とし、原則 5 は、「金融事業者は、顧客との情報の非対称性があることを踏まえ、上記原則 4 に示された事項のほか、金融商品・サービスの販売・推奨等に係る重要な情報を顧客が理解できるよう分かりやすく提供すべきである。」とする。その「重要な事情」とは、「顧客に販売・推奨等を行う金融商品・サービスについて、顧客との利益相反の可能性がある場合には、その具体的内容（第三者から受け取る手数料等を含む）及びこれが取引又は業務に及ぼす影響」などとする。

上記「顧客本位の業務運営に関する原則」作成の背景としては、EU において、投資家保護の強化と市場の透明性向上のための上記 2014 年 6 月 12 日第 2 次金融商品市場指令があり、同指令は EU 諸国において国内法化され 2018 年 1 月 3 日に施行された。同指令 24 条 1 項は、投資業者はその顧客の最善の利益に従って誠実に、公正にそして専門的に行動すべきとする。指令 24 条 3 項 4 項により、投資業者にはすべての手数料の開示が求められる。24 条 7 項(b)は、独立アドバイザーと称する者が顧客以外の第三者から支払われたあらゆる手数料、報酬、金銭的利益・非金銭的利益を原則として受領してはならないとし、同条 8 項は、投資業者が裁量運用 (portfolio management) をする場合は、顧客以外の第三者から支払われた

---

(1) 上柳敏郎他『新・金融商品取引法ハンドブック第 4 版』（日本評論社、2018 年）384 頁以下参照。

手数料，報酬，金銭的利益・非金銭的利益を原則として受領してはならないとする。なぜなら，投資業者が，当該顧客の資産の運用に関して顧客以外の第三者から利益を受領すると，投資業者は顧客の最善の利益のためではなく，第三者から受ける利益を優先し利益相反に陥りやすく顧客に対する誠実義務に違反しやすいからであり，その支払（給付）の存在，性質，金額（又は計算方法）を顧客に開示することが義務付けられる（指令 24 条 9 項参照）。

以上のような動向を踏まえ，本稿は，最近，わが国でも投資助言者や投資仲介者の仲介手数料についての説明義務違反を認めた判決例が出てきているので，それらの判決例を中心に検討する。<sup>(2)</sup>

## 二 仲介手数料の説明義務違反に関する判決例

### ① 東京高判平成 29 年 4 月 26 日判時 2370 号 74 頁

#### 【事実】

X<sub>1</sub> は，昭和 37 年生まれ男性で，大学理学部卒業後，電気回路設計の職務に従事していた会社員である。本件出資以前に，証券会社で現物株式や投資信託を合計 1,000 万円程度購入したことがあった。X<sub>2</sub> は，昭和 41 年生まれ男性で，大学中退後，複数の不動産会社で営業職に従事していた会社員である。本件投資以前に証券会社で現物株式や投資信託を合計 1,100 万円ないし 1,200 万円等購入したことがあった。

信託型ベトナム未公開株式ファンドは，ベトナムの経済及び有価証券市場の発展により値上がりが期待されるベトナム国内の未公開株式や上場予定の株式等へ投資し，中長期的な値上がり益を享受することを目的とするとされていた。同ファンドにおいては，信託約款に基づき合同運用特定金

---

(2) 仲介者の説明義務につき，拙著『表示責任と債権法改正－表示責任論研究序説』（成文堂，2018 年）145 頁以下，329 頁以下，拙著『表示責任と契約法理』（日本評論社，1994 年）208 頁以下，231 頁以下，252 頁以下，289 頁以下参照。

銭信託として組成される信託の受託者である Y<sub>1</sub> 信託が、投資家である各委託者から信託を受けた金銭の 85% を運用金として、Y<sub>1</sub> 信託を匿名組合員、主として Y<sub>2</sub> 投資顧問による投資助言に基づいてベトナムの株式を取得、保有することを目的とする香港法人 C を営業者とする匿名組合契約を締結して、C において本件運用金を運用することとされていた。同ファンドへの出資はインターネット上で申込みをすることになっており、その際、信託約款及び申込説明書の内容を確認することになっていた。その内容としては、Y<sub>1</sub> 信託の当初信託報酬が信託金総額の 3.15% であり、以後、2.1% であること、C の初年度管理報酬がその純資産額の 5.0% であり、以後、毎年年率 1.25% であること、成功報酬が各事業年度の 21% であること、その他の運用費用があることが説明されていたが、仲介手数料については何らの記載もなかった。

X らは、Y<sub>3</sub> (Y<sub>2</sub> 投資顧問の代表) や Y<sub>4</sub> (A 投資顧問の代表) のブログないしコラムを読んで信託型ベトナム未公開株式ファンドに興味を持ち、Y<sub>1</sub> 信託の販売するファンド投資に関するセミナー (Y<sub>3</sub> 及び Y<sub>1</sub> 信託担当者が説明した) や説明会 (Y<sub>3</sub> 及び Y<sub>4</sub> が説明した) に参加した後、平成 19 年 9 月 18 日、インターネットを通じて同ファンドへの出資の申込みをした。

同ファンドには、X らを含む 233 人が出資し、出資金は合計 8 億 5,500 万円となった。Y<sub>1</sub> 信託は、本件ファンドに係る出資金 8 億 5,500 万円のうち 85% に当たる 7 億 2,675 万円 (本件運用金) につき、平成 19 年 9 月 21 日に C と本件匿名組合契約を締結した。C は、本件匿名組合契約に基づき、ベトナム国内の未公開株式につき、対価 1 億 9,000 万円程度を C ではなく実際には Y<sub>3</sub> 名義で購入したが、3 億 6,000 万円余りは同未公開株式の購入に際しての仲介手数料に充てられた。

C が本件運用金を運用する間、ベトナムにおいては、平成 20 年 2 月にベトナムの株価全体が急落を始めたこと、同年 9 月にはリーマンショックにより世界的に株価が大暴落しベトナムの実体経済も大きく悪化したこ

と、リーマンショック後のベトナムにおける金融政策により銀行の貸出し金利が上昇したことによりベトナムの企業が利益を生み出すことが困難であったこと、円高ドン安が進んだことが原因で、本件ファンドが終了した平成24年9月20日時点においては、Cの保有している株式の価値は減少した。その結果、本件ファンドの終了により出資者に償還された元本は、合計3,348万5,220円となった。

Xらが、同ファンドを勧誘したY<sub>2</sub>投資顧問及びその代表取締役Y<sub>3</sub>、A投資顧問の代表取締役Y<sub>4</sub>並びに同ファンドを販売したY<sub>1</sub>信託を被告として、Y<sub>1</sub>信託は同ファンドが出資金の運用の結果得た損益を出資者に適切に帰属させる仕組みを整えておらず、また、Y<sub>1</sub>信託、Y<sub>2</sub>投資顧問、Y<sub>3</sub>、Y<sub>4</sub>にはファンドの販売勧誘に当たり説明義務違反及び適合性原則違反があったなどとし、共同不法行為に基づき未返還の出資金相当額（X<sub>1</sub>：1,500万円、X<sub>2</sub>：600万円）および弁護士費用の損害賠償を求めた。

1審は、ファンドが出資金の運用により生じる利益を出資者に適切に帰属させる仕組みを備えていなかったとのXらの主張を「本件各出資当時ベトナムは高い経済成長が続いており、ハイリスクではあるもののハイリターンな投資環境にあると考えられていたと認められることからすれば、取得したベトナム国内の未公開株式の対価が1億9,000万円程度であったとしてもこれらの未公開株式の上場による値上がり益等により、本件ファンドの出資者が利益をあげる可能性は十分にあったと考えられる。また、…本件ファンドについては、本件運用金からベトナム国内の未公開株式の取得費用のほか、Cに対する報酬、匿名組合の運営費用及び投資運用に係る費用等が支払われることになっており、本件運用金（7億2,675万円）の全額ないしそれに近い金額がベトナム国内の未公開株式の購入代金（仲介手数料を含む。）に充てられることは当初から予定されていない。」として排斥し、またXらの経歴等を踏まえYらの適合性原則違反を否定する。またXらがインターネットを通じて申込説明書を確認した旨のボタンをクリックして申込みを行った場合、Y<sub>1</sub>信託としては、信託約款等に記載さ

れた具体的なリスクを理解した上で申込みを行ったと考えることが当然であることなどを理由にリスクの説明義務違反を否定し、Xらの請求を棄却した。Xら控訴。

**【判旨】** Xらは、控訴審において「信託財産管理人弁護士の調査によれば、…出資金 8 億 5,500 万円の 85%相当額が本件運用金に充てられる筈であったにもかかわらず、実際には、Cには約 5 億 5,300 万円しか送金されていなかった。さらに、本件ファンドに関する説明には何らなかった 3 億 6,736 円 9,404 円もの多額の金員が仲介手数料として支払われており、このために実際の株式購入代金に充てられたのは約 1 億 8,500 万円にすぎなかった。これらの事情を考慮すると、…Yらによる説明において重大なリスクが説明されなかった」と補充主張をしたところ、控訴審は第 1 審判決を取り消し、実際の未公開株式購入額や、これに直接影響する高額の仲介手数料の存在及びその額等のファンドの重要な事項について説明が尽くされていなかったとして、以下のように、ファンドを勧誘したY<sub>2</sub>投資顧問及びその代表取締役Y<sub>3</sub>、Y<sub>4</sub>、Y<sub>1</sub>信託の説明義務違反を認め、共同不法行為責任を認定した。

(1) Y<sub>1</sub>信託が業務改善命令未達成であるとして信託業法 44 条 1 項に基づき信託免許を取り消された後、「東京地方裁判所により信託財産管理人弁護士が選任されて調査がなされたところ、本件ファンドについては、匿名組合営業者Cが、信託財産のうち総額 5 億 5,300 万 2,791 円を要して未公開株式を購入したものの、その実際の対価は約 1 億 9,300 万円（出資金の約 22%）にすぎず、約 3 億 6,000 万円（同約 42%）が未公開株式を購入するに際しての仲介手数料に充てられていた上、出資者には仲介手数料の出捐については何ら報告等がされていなかったことが判明した」。

「本件ファンドに出資する際にインターネットを通じて提示される本件信託約款及び本件申込説明書において、本件ファンドのリスク、リスクを原因とした元本欠損を生じる可能性、その際に元本補てんや利益補足がな

いこと、未公開株式等の取得費用、Y<sub>1</sub>やCの報酬、匿名組合の運営費用及び投資運用に係る費用等が示され、とりわけ本件信託約款及び本件申込説明書においては、投資家である各委託者から信託を受けた出資金の85%相当額を本件運用金とすることが重ねて説明されたにもかかわらず、上記のとおり、未公開株式を購入するにあたっては仲介手数料という名目の費用が必要とされる上、その額も、出資金の約2割にすぎない未公開株式を購入するために約4割もの額にのぼることなどの説明が何らされなかったというのである。

これらの事実によれば、本件ファンドは、それへの出資が募集されるに際して、投資家にとって極めて関心が高いと考えられる実際の未公開株式購入額や、これに直接影響する高額の仲介手数料の存在及びその額等について何ら説明がなされなかったのであるから、投資家に対して、本件ファンドの重要な事項について説明が尽くされていたものであるとは到底いえない…。なお、原判決28頁は、たとえ購入した未公開株式の価額が低廉であったとしても、その後、未公開株式の上場により値上がり益が生じる可能性が十分にあったとするが疑問である。本件セミナー2でY<sub>3</sub>が使用したスライドの『暴騰するベトナム株』で紹介された『暴騰』の状況をみても、株価はせいぜい底値の3倍程度にしかならず、出資金の約2割にすぎない株式では、その値上がりを期待したところで、利益が生じる可能性は極めて低いといわざるを得ない。

(2) そこで、Yらの責任原因について検討するに、…Y<sub>1</sub>は、本件ファンドの販売者であって、本件ファンドに関する説明を本件セミナー2や本件信託約款及び本件申込説明書により行ったものであり、また、Y<sub>2</sub>は、本件ファンドの投資助言会社であって、本件セミナー2を開催するなどしていたものであり、Y<sub>3</sub>も、Y<sub>2</sub>の代表取締役であって、本件セミナー2において、Y<sub>1</sub>の担当者とともに、自ら本件ファンドに関する説明をしていた上、本件ファンドのために自らの口座を使って株を売買させていたものであるから、同人らは、前記(1)において説示した本件ファンドに関する説



明義務違反について、Xらに対し、共同して不法行為責任を負うものと解される。」とし、また勧誘をしたY4の説明義務違反も認め、Yらに出資金相当額および弁護士費用の賠償を認めた。

ただし、X2名とも、投資に関する一般的な事項やリスクなどについて認識しうる程度の経験を有しているにもかかわらず、電子メールや電話による案内を轻信し、ファンドに関する信託約款及び申込説明書の内容を十分に確認・検討することなく出資したとして、過失割合3割の過失相殺をした。

## ② 東京高判平成 30 年 4 月 11 日金商判 1543 号 36 頁

### 【事実】

(1) 九州の石油業の厚生年金基金Xを委託者兼受益者とし、F銀行を受託者とする年金信託契約において、単一の運用マネージャーYを代表とするA社が組成・運用している私募不動産ファンドに基金の全資産の約75%をX基金は出資し損失を被った事件である。

(2) B社・X基金間の運用助言契約 X基金は、昭和46年4月、F銀行ほか6社を共同受託者とする年金信託契約(第1契約)を締結し、F銀行を総幹事受託機関として国内債券・外国債券・国内株式・外国株式という伝統4資産への投資を行ってきたが、平成14年度に86億円の積立不足を生じた。X基金の理事長は、高校の同級生であったCから個人的に年金資金運用のアドバイスを受けたことがあり、株式投資や不動産ファンドへの投資が成功した経験を有していた。そこで、X基金は、平成14年8月末、証券会社出身の投資コンサルタントであるCの経営するB社と運用助言契約を締結した。Cは、X基金の資産運用委員会に毎回出席して、年金資産運用の大胆な改革を積極的に指導助言し始めた。

Cの意見により、資産構成割合も、伝統4資産以外の私募不動産ファンドなどのオルタナティブ資産への投資に傾倒し、成績の振るわない受託者を次々と解約した。すると、X基金の資産運用は好転していった。B社の



助言による運用の好成績が実現するにつれて、X基金の年金資産運用におけるCの発言力が高まっていった。X基金の資産運用委員会において、Cは、実質的な司会者兼議長のように振る舞い、運用機関や運用受託機関から来た説明者に容赦ない質問を浴びせかけ、証券会社出身者独特のその場を制圧するような押しの強い発言を繰り返し、議論の内容と結論の方向性を支配していった。資産運用の素人であるX基金の理事らは、運用改善の実績のあるCを支持するようになった。X基金にとって最大の運用受託機関であるF銀行の担当者が、資産運用委員会の席上で、運用資産全体に占めるオルタナティブ投資の比重の高さへの懸念を示しても、Cに反対されて、採用されなかった。

このようなX基金の年金資産の運用状況の改善は、米国のサブプライムローン問題により内外の金融不安が発生する平成19年まで続いた。同時に、X基金の年金資産の運用状況には、不動産ファンドへの投資比率の上昇、特定の業者（A社など）への投資の集中、Cによるリスク説明の不十分など、潜在的なリスクが、増大し続けていた。Cは、平成21年4月の死亡時まで、X基金に対しては、このようなりスクを一切説明しなかった。

(3) B社・A社間の販売協力契約 F銀行の信託財産運用部の担当者は、X基金の常務理事に対して、オルタナティブ投資についての運用機関の候補の一つとしてA社を紹介しようとした。すると、X基金の常務理事は、A社を、X基金の担当者ではなく、まず外部助言者であるCに紹介するように、F銀行担当者に対して指示した。平成16年2月頃、F銀行担当者は、A社代表取締役Y及びA社販売担当幹部をB社の事務所に連れていき、Cと引き合わせた。Cは、厚生年金基金業界に顔が広いので、A社商品の販売先としてオルタナティブ投資に関心の強い厚生年金基金を紹介することができる、厚生年金基金へのプレゼンテーションの方法も指導できるなどとYに説明して、コンサルタントの売り込みをした。

A社は、当時、国内におけるファンドの組成及び運用の業務を拡大しつ

つあり、巨額の資金の出し手を求めていた。A社は、Cを紹介されたことを機会に、B社に巨額の資金の保有者である厚生年金基金への販売協力を依頼することとし、平成16年6月末に本件販売協力契約を締結し、販売協力報酬はA社の商品成約額の1%（100億円の商品成約の場合は1億円になる。）と合意され、平成19年まで成約額の1%の歩合報酬の支払が実行された。

B社がA社及び第1審原告から受領した報酬額の年度ごとの比較は、次のとおりである。

	A社	X基金
平成14年	契約締結前	50万円（定額）
平成15年	契約締結前	100万円（定額）
平成16年	7,875万円（歩合）	500万円（定額）
平成17年	9,975万円（歩合）	500万円（定額）
平成18年	1億5,750万円（歩合）	500万円（定額）
平成19年	2億2,260万円（歩合）	700万円（定額）
平成20年	1億0,500万円（定額）	1,200万円（定額）

B社もA社も、本件販売協力契約の存在や、成約額の1%の歩合制報酬の支払約束の存在を、X基金に開示しなかった。X基金は、別訴中の平成26年頃までこれらの存在を知らなかった。

不動産ファンドでは、運用資金として、出資金（エクイティ）のほかに借入金（デット）を加えるが、借入金の返済を出資金の償還よりも優先させるのが通常である。運用により借入金利率を上回る割合で資産価値が増加したときには、出資金の償還の際の利益率が高まる（レバレッジが利く）が、運用により資産価値が減少したときには、借入金の返済が優先されるため、出資金の毀損率が幾何級数的に大きくなる。仮に借入金7割、出資金3割でファンドを構成すると、資産価値が3割下落しただけで、出資金

が10割毀損する可能性がある。A社の組成するファンドは、借入金比率が7割を超えるものもあり、リスクが大きかった。なお、私募不動産ファンドには、コア型（低リスク）、オポチュニティ型（好機捕捉型、ハイリスク・ハイリターン）、両者の中間に位置するバリュース・アッド型（付加価値型）がある。

(4) A社商品の購入 本件販売協力契約が締結された平成16年6月当時、A社は、A社の商品（私募不動産ファンド）としてオフィスファンド〈3〉（コア型）の組成を進めており、その販売先となる投資家を捜していた。同年7月、A社から販売担当幹部がX基金の資産運用委員会に出席して商品説明した。X基金の運用助言者として同日の資産運用委員会に出席していたCは、本件販売協力契約の存在によるB社とX基金の利益相反のおそれを委員らに対して説明しないまま、オフィスファンド〈3〉への出資を強力に推奨する発言をした。Cがその圧倒的な発言力と影響力で議論の内容と結論の方向性を支配していったため、X基金によるオフィスファンド〈3〉への出資の実現が確実になった。同日の委員会でCから、F銀行のほかに残っていた受託者はX基金の意思が通らない体質であるので解約すべきであるとの提案がなされ、委員会で承認され、平成16年8月、F銀行が第1契約の単独の受託者となった。同年9月末、X基金は、F銀行を受託者として私募不動産ファンド特化型の単独運用指定金銭信託を設定する第2契約を締結し、運用受託機関F銀行によるオフィスファンド〈3〉へのデューデリジェンスを経て、25億円の出資が実行された。A社の販売担当幹部は、X基金の資産運用委員会におけるCの発言力・影響力の比類なき大きさを実感し、このことをYに報告した。Y及びA社は、B社の発言力・影響力・商品販売力を信頼し、これに依存するようになっていった。

B社は、平成16年9月末、A社から、オフィスファンド〈3〉のX基金への販売を実現したことにつき、本件販売協力契約に基づく報酬2,625万円（成約額の1%、税込み）を現実に受領した。B社もA社も、2,625万

円の歩合制報酬支払いの事実を、X基金に告げなかった。なお、B社がX基金から受領した平成16年の報酬は、定額制で年額500万円にとどまる。

A社は、CがX基金との間で年金資産運用のコンサルタントを行う契約(本件運用助言契約のような契約)を締結しており、X基金に対して善管注意義務及び忠実義務を負うこと並びにCがX基金の投資判断に類をみない圧倒的な影響力を有することが確実であると認識するようになった。

(5) A社商品への集中投資 X基金の資産運用委員会は、福岡において、3か月に1回の頻度で開催されていた。平成14年以降、Cは、X基金との本件運用助言契約に基づき、資産運用委員会に毎回出席し、その圧倒的な発言力と影響力をもって、議論と結論の方向性を支配していた。平成16年秋以降は、Yも、A社商品の説明や質疑への回答を行うため、資産運用委員会にほぼ毎回出席して、X基金の役員らは、投資リスクを説明してもすぐ忘れる程度の投資運用の素人レベルの知識しかなく、Cの影響力を使えば赤子の手をひねるように騙せる相手であると実感した。また、X基金の年金資産総額やその運用状況、運用先としてA社商品がX基金の年金資産総額に占める割合の大きさ、CのX基金に対する発言力・影響力の大きさなどを知るようになった。

A社からの高額な歩合報酬が目くらんだCは、X基金に対して、本件販売協力契約の存在によるB社とX基金の利益相反のおそれを説明しないまま、A社の不動産ファンド商品を強く推奨するようになった。リスク回避の分散投資を提案したF銀行の担当者が、それは散漫投資であるとして、Cから極めて強い口調で面罵されたこともあった。

これに対し、理事長ほかのX基金の資産運用委員会の委員らは、たまたま平成19年までは不動産市況が比較的好調であるという偶然の幸運が重なったこともあって、Cの実績を高く評価し、肯定的に受け止めていた。他方、運用受託機関F銀行側は、このように資産運用委員会がCの圧倒的な影響力の下で進められていくことに抗うことができず、Cの助言に基づいてX基金が定める資産運用方針に従って、運用受託機関としての業務

（指示された不動産ファンドのデューデリジェンス等）を淡々と進めるという姿勢を余儀なくされていた。

X基金は、Cの強い推奨に従い、平成16年11月に3号ファンド（オポチュニティ型私募不動産ファンド）に50億円の出資、平成17年3月にオフィスファンド〈4〉（コア型私募不動産ファンド）に45億円の出資、同年4月に再び3号ファンドに50億円の追加出資を実行した。Cは、X基金の運用資産に占める不動産ファンドやA社商品の比率が高くなるというリスクの発生に一切かまうことなく、ファンドマネージャーYを礼賛してA社商品を強力に推奨し続けた。Yも、このことを認識していた。

その結果、X基金の年金資産は、不動産ファンド、それもA社が運営するファンドに偏った集中投資状態に陥り、致命的なリスクが潜在的に高まっていった。不動産ファンドは上場株式のような流動性に乏しく、借入金を組み入れてレバレッジを利かせていることもあり、万一A社が破綻すれば、X基金の年金資産が大きく毀損するというリスクを抱えた状態になった。このようなリスクを抱える結果となるアドバイスをすることは、投資の世界の常識では考えられないことであった。Yは、X基金の資産運用委員会にはほぼ毎回出席して、常識では考えられないCのアドバイスに起因するX基金のA社商品への集中投資の事実及びX基金にとってのリスクの高まりを認識していた。

この頃までのA社商品の運用成績は極めて良好であり、平成18年8月時点でプラス22.93%の高収益率を確保し、X基金の全運用資産中でも群を抜く稼ぎ頭の地位を占めた。

このような実績を踏まえ、X基金の資産運用委員会の委員らは、Cの手腕を益々高く評価するようになった。X基金は、B社の貢献に報いるために、本件運用助言契約に基づく定額報酬の額を、当初（平成14年）の年額50万円から、年額100万円（平成15年）、年額500万円（平成16年～平成18年）、年額700万円（平成19年）、年額1,200万円（平成20年）と、順次引上げていった。この定額報酬の増額は、A社からの桁違いに高額な

報酬に目がくらんだCを、正常な状態に引き戻す効果はなかった。

B社もA社も、本件販売協力契約の存在によるB社とX基金との間の利益相反のおそれも、本件販売協力契約に基づいてB社がA社から報酬（本件運用助言契約に基づくX基金からの定額報酬とは桁違いに高額な歩合報酬）を受領している事実も、X基金には伝えていなかった。Yは、X基金の資産運用委員会にはほぼ毎回出席してその様子を知ったことから、A社からの桁違いに高額な報酬の支払いが、CによるA社商品の強力な推奨の主要な原因であると認識していた。

《X基金が購入した商品》

1 オフィスファンド〈3〉(コア型)

購入時期 平成16年9月

購入額 25億円

2 3号ファンド(匿名組合)(オポチュニティ型)

(1) 購入時期 平成16年11月

購入額 50億円

(2) 購入時期 平成17年4月

購入額 50億円

3 オフィスファンド〈4〉(コア型)

購入時期 平成17年3月

購入額 45億円

4 4号ファンド(匿名組合)(オポチュニティ型)

(1) 購入時期 平成18年3月

購入額 150億円

損益 (2)と併せて214億1,543万7,382円の損失

(2) 購入時期 平成18年12月

購入額 150億円

損益 前記(1)参照

5 コア・ファンド〈1〉（コア型）

購入時期 平成19年3月

購入額 62億円

損益 47億2,275万1,680円の損失

《X基金が購入を確約した商品》

6 5号ファンド（匿名組合）（オポチュニティ型）100億円

購入確約時期 平成20年7月11日

購入確約額 100億円

X基金が支払った解約手数料 913万1,026円

(6) リスクの現実化 平成17年頃から、Cは、X基金の資産運用委員会の委員らに対し、「不動産ファンドでは、Aにしか投資しない」などと、A社商品を手放して推奨した。Cは、リスク説明を怠り、むしろノーリスクであるかの説明を実行し、その出資に拍車をかける言動を続けた。

平成17年から、A社は、オポチュニティ型で大型の私募不動産ファンド（4号ファンド）の組成を開始した。Cは、ハイリスク・ハイリターンのおポチュニティ型4号ファンドに集中投資するリスクについて注意喚起することなく、かえって「安定インカム追求型」の資産に分類して強い推奨をし、X基金は4号ファンドに、従来の投資規模を大きく上回る計300億円の出資をした。X基金の年金資産は、A社が運営する不動産ファンドに偏った集中投資状態が極端にひどくなり、比類なき大きなリスクが高まっていった。不動産ファンド、特にオポチュニティ型の不動産ファンドは、上場株式のような流動性がなく、借入金を大幅に組み入れてレバレッジを利かせていることもあり、万一4号ファンドが破綻すれば、X基金の年金資産が壊滅的な打撃を受けるというリスクを抱えた状態になった。このようなリスクを抱える結果となるアドバイスをすることは、投資の世界では非常識なことであった。Yは、X基金の資産運用委員会にほぼ毎回出席し



て、Cの非常識なアドバイスに起因するX基金のA社商品への過剰な集中投資の事実及びX基金にとってのリスクの大きな高まりを認識していた。

X基金は、A社商品への出資を継続し、Cによる強い推奨により、平成19年3月にはコア・ファンド〈1〉(コア型)に62億円を出資した。X基金は、Cによる強い推奨により、平成20年7月には5号ファンド(オポチュニティ型)に100億円の出資を確約する契約を締結した。しかしながら、その後のリーマンショックに伴う不動産不況に伴い、X基金は5号ファンドへの出資を解約せざるを得なくなり、解約手数料913万1,026円を支払った。

平成20年9月に発生したリーマンショックにより、国内不動産市況が急速に冷え込んだ。ハイリスク・ハイリターンのオポチュニティ型私募不動産ファンドに与えた影響は、特に深刻で、合計300億円の集中出資をした4号ファンドによるX基金の損失は、資金回収分を除くと最終的に214億1,543万7,382円となった。コア型の私募不動産ファンドであるコア・ファンド〈1〉においても、資金回収分を除く最終的な損失は47億2,275万1,680円に及んだ。これらの損失額の合計額は261億4,732万0,088円である。Cは、平成21年2月頃、脳梗塞で倒れて、同年4月に死亡した。

(7) F銀行に対する別訴 X基金は、平成22年、別訴において、受託者であるF銀行は、分散投資の観点から問題があると助言する義務の違反、X基金がその助言に従わない場合に受託を拒絶する義務の違反、もしくはレバレッジリスクを説明する義務の違反があったとして損害賠償を請求した。しかし、大阪地判平成25年3月29日金商判1543号51頁は、X基金の請求を以下のように棄却した。年金信託契約において、基金資産全体に対する分散投資についての助言義務の定めがないことから契約上の助言義務を否定し、次に法定の助言義務について厚生年金保険法、厚生年金基金令および厚生年金基金規則は、運用受託機関に対し、委託された範囲を超えて基金資産全体の分散投資についての助言義務を課しておらず、旧信託法、第1契約、第2契約所定の当該運用受託機関に課された善管注意義務

は、助言義務を含んでおらず、年金信託を委託者の指示が不適切であった場合に受託者はその指示に漫然と従うべきでない民法上の委任と同様に解すべき根拠はなく、また、信義則上の説明義務につき、第2契約において、基金資産全体の資産割合について、当該運用受託機関が顧客から相談を受けたり、助言をしたりしたことはなく、それを了承する立場にもなかったことから、信義則上の助言義務も認められない、以上より助言義務は認められず、またその延長にある受託拒絶義務も認められないと判示した。また、レバレッジリスクの説明義務について、X基金は、年金信託の第1契約において、運用対象として私募不動産ファンドを指定し、私募不動産ファンド特化型の単独運用指定金銭信託を指定する第2契約の締結前には、私募不動産ファンドは、資金として他からの借入金が入金されること、借入金の返済が出資金の償還よりも優先されることを認識していたことに加え、レバレッジリスク自体の理解は、一般人にとっても困難ではなく、X基金は、投資商品の一般的なリスク特性を理解して自ら基金資産全体の資産構成割合を策定しなければならず、必要な場合には、年金運用コンサルタント等の機関に助言を求めることが予定されており、現に、年金運用コンサルタントCを採用していたことから、運用受託機関F銀行は、X基金に対し、第2契約において、レバレッジリスクの説明義務を負わないと判示した。平成28年5月26日の第2審判決はX基金の控訴棄却の結論となり、F銀行に対する請求棄却の判決が確定した。

(8) 別訴中の平成26年初め頃に、X基金と運用助言契約を結んでいたB社がA社との販売協力契約により巨額の歩合制報酬(総額6億6,360万円)をA社から受領したことが分かり、X基金は、A社の代表取締役Yに対し損害賠償を請求した。

**【判旨】** 1審は請求を棄却したが、②判決はYの不法行為に基づく損害賠償の一部請求を認めた。

「Cは、A社から現実に支払われる巨額の歩合報酬に目がくらみ、Xの

資産運用委員会において、故意に自己の利益を図って、巨額のA社商品への投資を推奨した。このCの行為は、Xとの関係においては利益相反行為であって、X…の利益を害したものである。…Cは、Xの役員や資産運用委員会の委員が年金資産の運用の素人であることにつけこみ、自己の利益を図るとともに、Xの利益を著しく損なったものである。C及びB社は、本件運用助言契約に基づくXに対する善管注意義務・忠実義務に違反したものととして、債務不履行責任を負うにとどまらず、民法709条又は会社法429条、350条に基づき、故意による不法行為責任を負う」

「本件販売協力契約は、A社がB社に対してA社商品の販売成約額の1%の歩合報酬の支払を約束することにより、B社にA社商品の販売促進の強いインセンティブを付与し、B社にA社商品の販売に協力させようとするものであると容易に推認することができる。…コンサルタント（運用助言者）が運用機関との資本関係や取引関係を優先させて厚生年金基金に対するゆがんだ内容の助言をした場合においては、そのような助言を誘発させる運用機関の行為についても、債務不履行の誘発にとどまらず、勤労者国民の年金資産を毀損したり不当なリスクにさらすという国民の生活基盤に悪影響を及ぼす行為となる。このような行為については、運用機関の側においても自粛すべき社会的要請が強いものというべきである。…以上によれば、Yの行為は、A社とB社の間の本件販売協力契約を締結、維持して、巨額の歩合制報酬をB社に支払い続けることにより、CにXとの間の利益相反行為（A社商品の不適切に過剰な推奨という非常識なアドバイスを継続してXの利益を損なうとともに、A社から巨額の歩合報酬を受領して自己の利益を図る。）を実行させ続けたというものである。このYの行為は、Xの傘下にある勤労者国民の財産を自己の財布代わりに投資資金として自由に使って、Xの年金資産を過剰なリスクにさらして勤労者国民の老後の生活基盤を不安定にするものであって、社会通念上許される限度を超えた故意による債権侵害の不法行為に当たるものというべきである。」

### 三 検 討

上記①、②判決を中心に検討する。②判決においては、当事者として顧客－運用助言者－運用機関－受託者といった関係が問題となっているので、まず、当事者間ごとに②判決を検討し、同様の関係が問題であれば①判決もいっしょに検討する。

#### (1) 委託者・受益者X基金－受託者F銀行間

②事件の別訴である大阪地判平成25年3月29日金商判1543号51頁は、F銀行の助言義務は信託契約の内容になっていなかったとして、契約上の助言義務を否定し、当時の厚生年金保険法等を検討して受託者F銀行には法定の助言義務もないと判示した。しかし、F銀行がX基金からの相談に応じていれば分散投資についての信義則上の助言義務があるとされる。<sup>(3)</sup>

なお、金融商品取引業等に関する内閣府令等改正により、運用受託機関は、厚生年金基金が分散投資義務に違反するおそれを知った場合には当該厚生年金基金に対しその旨を通知することが義務づけられたことに伴い、平成25年4月1日より「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて」(通知)<sup>(4)</sup>の一部改正がなされている。

#### (2) 投資者X基金－助言者C（B社）

助言者B社は運用助言契約に基づき顧客であるX基金から報酬を受け取っていながら、販売協力契約に基づきY（A投資運用会社）からも報酬を受け取っていた。助言者C（B社）は顧客の利益を危殆化する利益相反

---

(3) 能見善久「企業年金の受託者責任についてのコメント」『信託の理論と実務』（有斐閣、2009年）10頁。

(4) 米国エリサ法においては、受託者でなくとも、年金の管理運用に裁量権を有する者は、すべて信託義務を負う受託者とされる。樋口範雄「ERISA法における判例変更が示唆するもの」『現代の信託法』（弘文堂、2018年）196頁以下。

行為を回避するか、運用助言契約の相手方である X 基金に対して負う利益遵守義務に基づき助言者 C (B 社) は Y (A 投資運用会社) から販売協力報酬 1% を得る合意をしていること、つまり利益相反の状況を X 基金に説明する義務がある。というのは、投資者である X 基金はこの説明がなければ、投資を推奨する助言者 C (B 社) の特別の利益に気づかないからである。②判決も、コンサルタント (運用助言者) が運用機関との資本関係や取引関係を優先させて厚生年金基金に対するゆがんだ内容の助言をした場合につき、「X 基金は、C が公平中立な立場から真摯に、X 基金に対して年金資産運用の助言を行っているものと信じていた。C は、本件販売協力契約の存在による B 社と X 基金の利益相反のおそれを、X 基金に開示していなかった。C は、A 社からの巨額の歩合報酬が目がくらみ、大量の A 社商品の購入により X 基金が巨大なリスクを抱えることを伝えずに、X 基金の利益を損なったまま、自己の利益を図るために A 社商品の購入を X 基金に強く推奨するという利益相反行為を実行した。」とし、「C は、A 社から現実に支払われる巨額の歩合報酬が目がくらみ、X の資産運用委員会において、故意に自己の利益を図って、巨額の A 社商品への投資を推奨した。この C の行為は、X との関係においては利益相反行為であって、X … の利益を害したものである。… C は、X の役員や資産運用委員会の委員が年金資産の運用の素人であることにつけこみ、自己の利益を図るとともに、X の利益を著しく損なったものである。C 及び B 社は、本件運用助言契約に基づく X に対する善管注意義務・忠実義務に違反したものとして、債務不履行責任を負うにとどまらず、…故意による不法行為責任を負う」という。つまり、助言者 B 社は、X 基金と運用助言契約を結んでいることから、X 基金に対し善管注意・忠実義務・誠実義務を負い、利益相反しないよう顧客の利益を遵守する義務があり、運用機関から高額な販売協力報酬を受け取っている場合には、その事実および額を X 基金に説明する義務を負うというべきである。

さらに、助言者 B 社が A 投資運用会社の子会社であったり、A 投資運用

会社の関連会社であるが、投資者はA社以外の商品の購入も希望して中立的なB社の助言を信頼しているのに、助言者B社はA社との特別な関係からA社の商品を推奨する場合には、助言者B社には利益相反状況の説明義務が課されるかどうか問題となる。②判決も、助言者「B社は、X基金との本件運用助言契約に基づき、公正・中立な立場で誠実にX基金の年金資産の運用に関する指導助言をすべき義務を負っている。B社のような年金資産運用のコンサルタントは、厚生年金基金と利害対立が生じる可能性のある法人や個人との間に、資本関係・取引関係などの利益相反の温床となる関係を有していることがある。厚生年金基金の利益と対立する利益を追求する可能性のある法人や個人に、年金資産の運用機関（本件であればA社）がある。コンサルタントは、年金資産の運用機関と同じ資本系列に属していたり、年金資産の運用機関と取引関係（本件であれば本件販売協力契約）を有していることがあるのである。このような場合に、コンサルタントが、資本関係のある運用機関の利益や取引関係のある運用機関の利益を優先させることにより、厚生年金基金の利益に反する指導助言が行われるリスクがある。コンサルタント（運用助言者）が、運用機関との資本関係や取引関係を優先させて、厚生年金基金に対する助言の内容をゆがめることは、運用助言契約上の善管注意義務・忠実義務に違反するという契約違反行為である」という。①判決においても、投資助言業のY<sub>3</sub>らは運用機関との特別な関係から運用機関の商品を推奨したとすれば、（利益相反を引き起こす仲介手数料と同じく）投資助言業のY<sub>3</sub>らは運用機関との利益相反の状況を説明すべき場合があるのではなからうか。

また、もし、投資助言者や投資仲介者を訴訟相手とした場合には、投資助言者や投資仲介者は準委任契約の受任者であるから、「委任事務を処理するに当たって受け取った金銭その他のもの」（民646条）として販売協力報酬を（反対の合意のないとき）委任者であるX基金に引き渡さねばならないか問題となる。

### (3) 投資者 X 基金－Y (A 投資運用会社)

匿名組合において、営業者は匿名組合員に対し、営業を善良な管理者の注意をもって執行する義務を負い(民 671 条 644 条類推)<sup>(5)</sup>、利益相反に関する義務を負う。<sup>(6)</sup>②判決の A 投資運用会社は匿名組合の私募不動産ファンド等を組成しており、A 社の組成するファンドには、借入金比率が 7 割を超えるものがあつた。

助言者 C (B 社) が X 基金に対して負う利益遵守義務を Y (A 投資運用会社) は危殆化してはならない。②判決も、「コンサルタント(運用助言者)が運用機関との資本関係や取引関係を優先させて厚生年金基金に対するゆがんだ内容の助言をした場合においては、そのような助言を誘発させる運用機関の行為についても、債務不履行の誘発にとどまらず、勤労者国民の年金資産を毀損したり不当なリスクにさらすという国民の生活基盤に悪影響を及ぼす行為となる。」とし、投資運用会社「A 社及び Y は、B 社が本件運用助言契約を履行するに当たり、成約額の 1 % の歩合報酬の支払を B 社に約する本件販売協力契約の存在が、B 社と X 基金との間の利益相反の温床となることが分かっていたものというべきである。A 社及び Y は、X 基金の運用受託機関である F 銀行が A 社に X 基金を紹介するに当たり、X 基金の担当者よりも先に C に引き合わせたこと、X 基金の資産運用委員会に部外者である C が必ず出席することを知ったこと、部外者にすぎない C が X 基金の資産運用委員会において圧倒的な発言力と影響力を有していると実感したこと、C の強力な推奨により巨額の A 社商品の X 基金に対する販売に現実に成功したこと、C と X 基金の理事長との関係(学校の同級生)を聞き及んだことなどから、C 又は B 社が X 基金との間で年金資産運用のコンサルタントを行う契約(本件運用助言契約のような契約)を

(5) 石井照久・鴻常夫『商行為法』(勁草書房, 1978 年) 99 頁。

(6) 最判平成 28 年 9 月 6 日判時 2327 号 82 頁も、営業者のなす取引が、匿名組合員との間で実質的な利益相反関係を生じ、匿名組合員の利益を害する危険の高いものである場合には、その取引を行うについて匿名組合員の承諾を得ない限り、営業者の善管注意義務に違反するという。



締結してX基金に対して善管注意義務及び忠実義務を負うこと並びにCがX基金の投資判断に類をみない大きな影響力を有することが確実であると認識していたからである。」「B社とX基金の利益相反のおそれや、A社からB社への巨額歩合報酬の現実の支払の事実がX基金に開示されていれば、X基金がA社商品に対するこのような過剰投資をしなかったことは確実である。これらのことからすると、A社及びYは、B社とX基金との利益相反のおそれや、A社からB社への巨額歩合報酬の現実の支払の事実がX基金に開示されていないことを知っていたものと推認することができる。さらに、A社及びYは、B社が運用助言契約に基づくX基金の助言者であるにもかかわらずX基金の利益を犠牲にして非常識な助言（A社商品の推奨）をしていること及びCが巨額の歩合報酬に目がくらんでB社の利益を図るためにA社商品の購入をX基金に強く推奨していることを知りながら、巨額の投資資金を獲得して巨額のファンドを組成したいがために、Cの利益相反行為を放置した。このような経緯を経て、A社及びYは、X基金の年金資産を、1%の手数料を支払えば自由に使うことができる自分の財布であるかのように取り扱ってきたものである」から、「平成16年6月の本件販売協力契約締結の時点から、A社にも、B社にも、B社とX基金との利益相反の可能性には一切目を瞑り、巨額のA社商品の販売によるA社及びB社の利益を最優先させる意図があったものと推認することができる」、したがって、「Yの行為は、A社とB社の間の本件販売協力契約を締結、維持して、巨額の歩合報酬をB社に支払い続けることにより、CにXとの間の利益相反行為（A社商品の不適切に過剰な推奨という非常識なアドバイスを継続してXの利益を損なうとともに、A社から巨額の歩合報酬を受領して自己の利益を図る。）を実行させ続けたというものである。このYの行為は、Xの傘下にある勤労者国民の財産を自己の財布代わりに投資資金として自由に使って、Xの年金資産を過剰なリスクにさらして勤労者国民の老後の生活基盤を不安定にするものであって、社会通念上許される限度を超えた故意による債権侵害の不法行為に当たるものというべき

である。」と判示した。

このように、助言者が利益相反行為をして投資者を害すると投資運用会社が知っているときや容易に知りうるときには、助言者B社だけでなく、Y（A投資運用会社）にも販売協力報酬1%を助言者B社に支払う合意をしていることをX基金に説明する義務がある。②判決も、A投資運用会社の販売担当幹部が、「本件販売協力契約は、B社とX基金との関係次第ではB社に利益相反が発生していると判断される可能性がある、念のため、X基金に対し、A社が本件販売協力契約に基づきB社に報酬を支払っていることの開示又は説明しておくのが望ましいという指摘を、弁護士から受けた。」と述べている。

Y（A投資運用会社）が本件販売協力契約に基づき助言者B社に報酬を支払っていることを説明していればX基金はA社のファンドに投資しなかったとき、その投資から生じた全損害の賠償をY（A社）は義務付けられる。Y（A投資運用会社）の義務違反からX基金に生じた損害は、計300億円の集中出資をした4号ファンドから資金回収できなかった214億1,543万7,382円の損失、コア型の私募不動産ファンドであるコア・ファンド〈1〉において資金回収できなかった47億2,275万1,680円の損失、および、5号ファンドの解約手数料913万1,026円の合計額261億4,732万0,088円とされた。しかし、X基金の資産価値の毀損は、過度な集中投資をしていなかったとしても、平成19年後半以降のサブプライム問題やこれに引き続くリーマンショックなどの景気悪化一般に起因してある程度毀損したものと推定されるから、Y（A社）の義務違反から生じた損害は、その合計額の3分の2に相当する174億3,154万6,725円とされた。また、本件運用助言契約に基づきX基金が助言者B社に支払った報酬のうち、本件販売委託契約締結以降の分（平成16年7月以降の分）に相当するものが、Y（A社）の義務違反により無益な支払に帰した損害に該当するとして3,438万7,500円の賠償も認められた。

①判決においても、信託約款及び申込説明書では、投資者である各委託

者から信託を受けた出資金 8 億 5,500 万円の 85%である 7 億 2,675 万円を本件運用金とすることが重ねて説明されたにもかかわらず、実際には約 65%である約 5 億 5,300 万円しか Y<sub>1</sub> 信託から匿名組合営業者 C に送金されず、さらに C ではなく実際には Y<sub>3</sub> 名義で購入された未公開株式の対価は約 1 億 9,300 万円（出資金の約 22%）にすぎず、約 3 億 6,736 万円（出資金の約 43%）が未公開株式を購入するに際しての仲介手数料に充てられていた上、出資者には仲介手数料の出捐については何ら説明がされていなかった。そうすると、出資金 8 億 5,500 万円の 85%の運用金のうち、Y<sub>3</sub> 名義での未公開株式購入費 22%に対し、Y<sub>1</sub> 信託名義のままの使途不明金（20%）+ 仲介手数料（43%）= 63%となる。出資金のうち運用金とされるべきでない残り 15%についても、Y<sub>1</sub> 信託の当初信託報酬 3.15%、営業者 C の初年度管理報酬 5%を除く 6.85%が使途不明であり、上記 20%の使途不明金をプラスすると、出資金のうち計 26.85%が使途不明となる。出資金の 43%にも及ぶ（受領者不明の）仲介手数料のほか 26.85%の使途不明金についても、その内容、性質、金額を投資契約の重要事項として Y<sub>1</sub>らは説明すべきである。

#### 四 む す び

①判決においては、投資勧誘をした Y<sub>3</sub> Y<sub>4</sub>らや Y<sub>1</sub> 信託の手数料・報酬が全く明らかにされないまま、投資者の出資金の 22%しか肝心の未公開株式の購入に充てられず、出資金の 43%もの額が未公開株式購入のための仲介手数料に充てられ、さらに運用金になるはずであったが実際には運用金に回されなかった Y<sub>1</sub> 信託名義のままの使途不明金が出資金の 20%もあったことから、まず利益獲得の機会のない投資となっていた。したがって、まず利益獲得の機会のないという（金融商品の）欠陥についての説明義務が問題となった事例であり、この利益獲得の機会がないという具体的事情が、出資金がほとんど未公開株式購入のための仲介手数料に充てられ

ていたことであって、①判決ではそのことを説明する義務がYらに認められた。しかし、投資者Xらには出資金のうち上記仲介手数料43%のほか26.85%が用途不明であり、投資勧誘をしたY<sub>3</sub>らやY<sub>1</sub>信託の手数料・報酬がどの項目からどれだけ支払われたのかも全く不明である。出資金の85%が運用金に回されるべきであったが、出資金の63%（+用途不明金6.85%とすると69.85%）を運用金とせず、投資者に利益獲得の機会のない投資をさせたY<sub>3</sub>らやY<sub>1</sub>信託には、この点の説明義務もあるというべきである。

②判決におけるB運用助言会社（とその代表者C）は、投資家との運用助言契約という準委任により投資家の利益を守る利益遵守義務を負う。それゆえ、顧客ではない第三者から得る報酬・手数料を開示する義務を負う。というのは、投資家はこの説明がなければ、投資を推奨する助言者の有する特別の利益に気づかないからである。同様に、①判決のように、投資顧問が資産運用機関との資本関係や取引関係を優先させて投資家にゆがんだ内容の助言をした場合にも開示義務が問題となることがあろう。

②判決のA投資運用会社は、投資商品を顧客が購入した代金の1%を助言者B社にキックバックし、利益相反する助言をさせ、重大な誠実義務違反を犯したのであり、キックバックを支払う合意をしていること及びその金額を顧客に説明しなければならない。この説明をA投資運用会社がしていれば顧客は投資しなかったとき、この投資によって生じた全損害の賠償をA投資運用会社は義務づけられよう。また、助言者B社も、キックバックを受け取り、顧客の利益を守る利益遵守義務に違反したのであり、投資運用会社とのキックバックの合意があること及びその金額を顧客に説明しなければならない。その義務違反がなければ顧客はその投資をしなかったとき、その投資によって生じた全損害の賠償を助言者B社は義務づけられよう。

（ふじた・ひさお 法学部教授）

なお、本稿は、科研費17K03466による研究成果の一部である。