



一般社団法人 投資信託協会  
広報部 調査広報室 調査広報室レポート

## 資産運用業者の受託者責任

### ーフィデューシャリー・デューティーの淵源を探るー

#### 問題の所在

1. 受託者の権限・義務とフィデューシャリー・デューティーの内容
    - (1) 信託の本質 —受託者の絶対性・排他性
    - (2) 信託法上の受託者責任
    - (3) フィデューシャリー・デューティーの法的解釈
  2. 資産運用業者の地位と受託者責任の分掌
    - (1) 資産運用業者の委託者としての地位
    - (2) 資産運用業者の指図権者としての地位
    - (3) 受託者責任の分掌 —資産運用業者の法的責任
  3. 投資信託の信託目的と資産運用業者のフィデューシャリー・デューティー
    - (1) 投資信託の信託目的
    - (2) 資産運用業者の負うフィデューシャリー・デューティー
- 小括 —2つのフィデューシャリー・デューティーと資産運用業者の責務

2023年2月27日

一般社団法人 投資信託協会 広報部調査広報室 村田一馬

## 問題の所在

資産運用業界では、顧客本位の業務運営を目指し様々な取り組みを行っているが、この潮流の中で頻出する言葉が、フィデューシャリー・デューティーである。2017年3月に金融庁が公表した「顧客本位の業務運営に関する原則」では、フィデューシャリー・デューティーについて「しばしば信託契約等に基づく受託者が負うべき義務を指すものとして用いられてきたが、欧米等でも近時ではより広く、他者の信認に応えるべく一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な役割・責任の総称として用いる動きが広がっている」としている。

このように、フィデューシャリー・デューティーという言葉は従来よりも広い意味合いで用いられることが多くなっているが、この点、注意すべきことは「広義のフィデューシャリー・デューティー」と「法的規範としてのフィデューシャリー・デューティー」の混用である<sup>1</sup>。これらの言葉を曖昧にすることは、かえって受益者本位の体制を崩す恐れがある。

本稿は、曖昧になりがちな「資産運用業者のフィデューシャリー・デューティー」について、投資信託及び投資法人に関する法律（以下、「投信法」という）2条に定める「委託者指図型投資信託」に照らしてその淵源に遡り、今一度、当該義務内容の本質を探ることを目的とする。考察をするにあたっては、投資信託の運営において資産運用業者が中心的役割を担うことを認識しつつも<sup>2</sup>、彼らの法的な意味でのフィデューシャリー・デューティーについて明確にすることを目指し、あくまでも信託法上の観点から整理することに努めた。まず第1章では、信託法上の受託者の権限・義務の内容から法的規範としてのフィデューシャリー・デューティーを解釈し、第2章および第3章では投資信託への当てはめとして資産運用業者のフィデューシャリー・デューティーの具体的内容について整理した。

なお、信託関係人の権利・義務については複数の学説が存在するため、本稿で述べた内容がいかなる場合にも通用するわけではないことには注意されたい。

---

<sup>1</sup> 神作裕之「フィデューシャリー・デューティーと利益相反」（岩波書店, 2019, p.vi）では、法的規範としてのフィデューシャリー・デューティーとは異なる概念として、「広義のフィデューシャリー・デューティー」を「法的拘束力はないけれども人々の行動を拘束する社会規範、すなわちソフトロー上の規範」と定義している。

<sup>2</sup> 日本の投資信託は一般的な信託とは異なり複雑な体系をとる。受益者と資産運用業者の関係は信託関係に酷似しているが信託そのものではなく、受益者である投資者が受託者と直接信託契約を締結するわけでもない。これは、投信法（1951年制定時は「証券投資信託法」）の立法の経緯から読み取ることが出来るが、投資信託は投資者が自らの資金を投資の専門家である資産運用業者に託し、運用の成果（利益）を投資者が享受する仕組みであることから、資産運用業者が中心的役割を担っており、同法の規定も委託者に係る規定がその大半を占めている。そのため、従前より「資産運用業者は信託銀行と並んで受益者に対し受託者の機能を営むものである」とする学説も存在している。大蔵省証券局編集『現行証券関係法規類集〔参考資料〕』新日本法規出版株式会社, 1959年, p1113以下 参照。

## 第1章 受託者の権限・義務とフィデューシャリー・デューティーの内容

### (1) 信託の本質 — 受託者の絶対性・排他性

信託スキーム下で最重要の役割を担うのは受託者であるが、これは受託者が信託財産の所有権者であることに起因している。現行法は、信託が諾成契約であることを明文化しているが<sup>3</sup>、信託の本質は信託財産の所有権が受託者に移転することにある。我が国私法の基本原則において所有権は絶対不可侵とされており（所有権絶対の原則）、所有権を有する受託者が絶対的・排他的な権限を保持しているのが信託の原則である。この強大な権限を保持する受託者は、信託財産に関して裁量権を有し、その裁量的判断に基づき信託財産の管理・処分等の行為を行う。

### (2) 信託法上の受託者責任

とはいえ、受託者も奔放自在に信託財産を管理・処分できるわけではない。受託者の権限濫用を防止する目的で規律されているのが信託法・信託業法等の法令であり、これらの法律はその性質から受託者規制法とも呼ばれている。信託法 29 条以下は次のように規定している。

#### （信託事務遂行義務）

第 29 条 1 項 受託者は、信託の本旨に従い、信託事務を処理しなければならない。

#### （善管注意義務）

第 29 条 2 項 受託者は、信託事務を処理するに当たっては、善良な管理者の注意をもって、これをしなければならない。

#### （忠実義務）

第 30 条 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。

#### ア. 信託事務遂行義務

信託設定の本旨は「信託目的達成」であるため、受託者は当該目的成就のために信託財産の管理・処分等を行わなければならない。通常、受託者は信託行為の定めに従い信託事務処理を行うが、委託者が当該事務処理による信託目的達成を想定していることを鑑みる

---

<sup>3</sup> 信託を用いた証券化・流動化を安定的に行いたいとする現代実務の要請から信託法は諾成契約性を承認したが、委託者から受託者への財産の移転・処分のない信託が認められるわけではなく、信託財産にかかる効力は信託財産が生じた時点まで発生しないと考えられている。新井誠『信託法〔第4版〕』有斐閣, 2014, pp.129-130 参照。

に、受託者が単に信託行為の定めに従っているだけでは足りない。信託行為の定め背後にある委託者の意図、すなわち信託の本旨に従い、自らに与えられた権限を駆使して信託事務処理を行い、その結果を受益者に還元しなければならない<sup>4</sup>。そのため、信託事務遂行義務の内容は、個々の信託ごとに具体的に決定される。

また、信託事務遂行義務は、受託者が負う基本的義務であり、言わば受託者責任の基盤である。これに付随する具体的な義務として、信託法は善管注意義務や忠実義務などの注意義務を規定している。

#### イ. 善管注意義務

信託事務遂行義務は、信託事務の内容を規定し、その範囲を画すものであるが、善管注意義務は、信託事務処理を行うにあたって受託者に求められる注意義務の基準を規定し、その程度を画すものである<sup>5</sup>。受託者は、委託者および受益者の信託を受ける立場であることから、必要とされる注意義務の基準は「自己の財産に対するのと同じの注意義務（民法659条）」では足りず、民法上の善管注意義務（同644条）と同等の注意義務を負う。すなわち、義務の内容や程度の判断にあたっては、受託者個人の具体的な能力を基準とするのではなく、その受託者が属する社会的、経済的地位や職業等を考慮したうえで、その類型に属する者に対して一般的・客観的に要求される注意能力を基準として判断を行うべきとするのが通説である<sup>6</sup>。

#### ウ. 忠実義務

忠実義務も善管注意義務と同様に、受託者が受益者のために信託事務処理を行う上で課される義務として規定されている。信託関係を基礎とする信託において、受託者の最も基本的な行動指針は「もっぱら受益者の利益を最大限に図るべし」という点にあり<sup>7</sup>、受益者の利益を犠牲にして自己または利害関係人の利益を図ることは許容されないとの考えから定められた義務規定である<sup>8</sup>。信託法30条は、「信託事務の処理その他の行為」と示しており、忠実義務の対象は信託事務処理に限らず、信託事務処理に際して行う行為や受託者の地位を利用して行う行為等も含まれるとされている。

また、忠実義務違反行為にあたる受託者の禁止行為については、信託法31条1項では利益相反行為が、同32条1項では競合行為が規定されており、同33条の公平義務も、その法的性質は忠実義務の一形態として理解されている<sup>9</sup>。

---

<sup>4</sup> 神田秀樹・折原誠『信託法講義〔第2版〕』弘文堂, 2019, p.80.

<sup>5</sup> 同上.

<sup>6</sup> 新井誠編『キーワードで読む信託法』有斐閣, 2007, 94.

<sup>7</sup> 同上.

<sup>8</sup> 神田=折原・前掲注 4, p.81.

<sup>9</sup> 新井・前掲注 6, p.101.

### (3) フィデューシャリー・デューティーの法的解釈

さて、このような法令上の規定は、法的規範としてのフィデューシャリー・デューティーの内容をなすものとして解釈されている。絶対的・排他的な権限を有し、その裁量的判断により受益者に対して多大な影響を与える受託者はフィデューシャリーの典型であり、彼らに課される法的義務を指す言葉が、本来のフィデューシャリー・デューティーである。

元来、フィデューシャリー・デューティーとは英米法の実定法上の概念であるが、これを日本法、特に民法などの一般法に当てはめて解釈するのは些か困難である。しかし、信託関係を出発点とする信託においては、その内容を受託者責任に求めることが出来るため、より明確に義務内容を示すことができよう。その根幹となるのが信託事務遂行義務を基礎とする諸規定であり、具体的には善管注意義務や忠実義務がフィデューシャリー・デューティーを構成する要素であると考えられている。

## 第2章 資産運用業者の地位と受託者責任の分掌

### (1) 資産運用業者の委託者としての地位

本章では、前章で示した信託法理を投資信託に当てはめて検討する。投資信託は、委託者である資産運用業者と受託者である信託銀行が信託契約を締結することにより成立する。委託者は信託行為の当事者として、財産出捐者としての地位と信託目的設定者としての地位を担う。つまり信託設定時に重要な役割を果たすのが委託者である。

しかしながら、他益信託では、原則的に委託者は信託設定と同時に信託関係から離脱する、すなわち信託が委託者のコントロールから外れるものと考えられており、信託財産の具体的な管理・処分等は受託者の裁量に委ねられることとなる<sup>10</sup>。投資信託も他益信託の一種であることから、信託設定時に重要な役割を担う資産運用業者もまた、信託設定後は、委託者の立場としては当該信託から離脱するものとするのが妥当である。

### (2) 資産運用業者の指図権者としての地位

本来の信託スキームから考えると、委託者である資産運用業者が当該信託から離脱した後は、受託者である信託銀行が排他的な権限を持って信託財産の管理・処分等を行う。しかしながら、現代社会において信託のニーズは多様化しており、これら全ての信託において、

---

<sup>10</sup> 新井・前掲注3, pp.129-130.

受託者が単独で適切な判断を下し、複雑化・細分化された信託事務を完遂する能力を有するとは限らない。そこで、信託目的達成のために適切な信託事務処理を遂行できるよう、受託者が本来なすべき事務処理の一部を第三者に分掌することがある。その方法の一つは信託事務処理の第三者への委託<sup>11</sup>であり、もう一つは指図権の設定である。

投資信託も後者の指図権の設定を行う信託の一種であり、当該信託事務の専門性、複雑さから、運用の部分を委託者である資産運用業者に委ねることがある。このように運用に関する指図権を委託者である資産運用業者に付与した投資信託のことを委託者指図型投資信託と呼ぶ。指図権とは、受託者以外の者が受託者に対して信託財産の管理や処分に関する具体的な方法を指示する権限のことであり、これは基本的に信託設定時に信託行為の定めによって設定される。投資信託の指図権の設定は、投資信託約款第 20 条の「運用の基本方針」に記されている<sup>12</sup>。

(運用の基本方針)

委託者は、信託財産の運用にあたっては、別に定める運用の基本方針に従って、その指図を行います。

ここで「委託者は」とあるが、既述の通り委託者は信託への支配力を失うため、資産運用業者は信託設定後は指図権者として当該信託に関係していくことになる。「別に定める運用方針」は、約款本文前の付表に記載される「運用の基本方針」を指しており、指図権者である資産運用業者はこの範囲において指図を行う権限を与えられている。結果的に、信託の設定を行うのも、受託者に対して運用の指図を行うのも資産運用業者であるため、同一の立場から投資信託に関係しているかのように錯覚するが、法的には、信託設定時と設定後で資産運用業者の地位が異なることには注意が必要である。

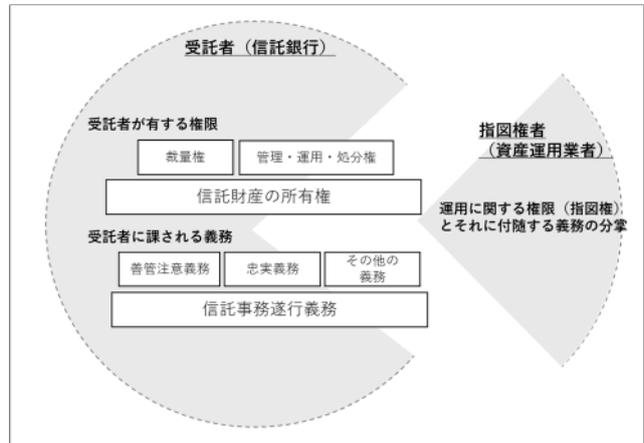
---

<sup>11</sup> 社会の分業化・専門化が進んだ現代社会においては、信託事務のすべてを受託者が処理することを前提とするのは現実的ではない、との考え方から、現信託法は代人使用につき原則許容する立場を採用している（信託法 28 条）。「信託法改正要綱試案補足説明」法務省民事局参事官室, 2005, pp.52-53 参照。

<sup>12</sup> 本稿に示す約款の条文番号および文言は一般的に採用されているものであるが、個々の投資信託約款によってはこれが異なる場合がある。

### (3) 受託者責任の分掌 ー資産運用業者の法的責任

運用の基本方針に示された範囲において指図を行う権限を与えられている資産運用業者であるが、この運用に関する権限は何を根源としているのかを明確にしておく必要がある。資産運用業者が有する運用に関する指図権限は、資産運用業者に与えられた固有の権限ではなく、受託者の権限を分掌されたに過ぎない。繰り返しになるが、絶対的・排他的な権限を有するのは受託者であり、与えられた運用に関する権



限は、例外的に受託者から分け与えられたものであるため、資産運用業者はその権限の範囲において信託事務処理を行わなければならない。また、受託者の権限の一部を分掌されていることから、当然、資産運用業者にはそれに付随する責任も課されることになる。これが、資産運用業者の受託者責任であり、フィデューシャリー・デューティーの淵源である。

## 第3章 投資信託の信託目的と資産運用業者のフィデューシャリー・デューティー

### (1) 投資信託の信託目的

前述の通り、受託者は信託事務遂行義務として、信託の本旨、すなわち信託目的を実現するために信託財産を管理・処分すべき義務を負っている。では、投資信託における信託目的は何か。投資信託約款第3条では以下の通り規定されている。

(信託の目的および金額)

委託者は、金〇〇億円を上限として受益者のために利殖の目的をもって信託し、受託者はこれを引き受けます。

投資信託は約款において信託目的が設定されており、その内容は「受益者のための利殖」であることが明確に示されている。従って、投資信託における受託者は専ら「受益者のための利殖」を実現するために信託事務処理を行わなければならない、その事務遂行に当たり相応の注意義務を負う。当然、指図権者として受託者の権限・義務を分掌された資産運用業者もまた、日々信託事務を遂行するにあたり、約款に記載された運用の基本方針等に形式的に従うだけでは足りず、投資信託の信託目的、すなわち「受益者のための利殖」を実現するため

に自らの権限を行使しなければならないことになる。

### (3) 資産運用業者の負うフィデューシャリー・デューティー

ここまでの叙述を整理し、資産運用業者のフィデューシャリー・デューティーとは何かを明確にしたい。資産運用業者は、投資信託約款にて指図権を付与されており、信託設定後は指図権者として当該信託に関係していく。これは、受託者の権限を分掌されることを意味しており、当然、当該権限に付随する受託者責任も同時に負担することとなる。受託者の負う責任の内容は、投資信託の信託目的である「受益者のための利殖」を前提とした、運用に係る善管注意義務および忠実義務等の諸規範であり、指図権者として行う全ての行為はこの責任の下に行われる必要がある。これが、資産運用業者のフィデューシャリー・デューティーである。その具体的内容については以下に概略を示す。

#### ア. 資産運用業者の善管注意義務

資産運用業者に求められる善管注意義務は、信託財産の運用が受託者ではなく資産運用業者に委ねられている点を鑑み、その有する専門的技能を適切に行っているか否かで評価される。ここで参考とされるのが、米国の信託法第三次リステイトメントにおける「思慮ある投資家の準則 (prudent investor rule)」である。第三次リステイトメントでは、①現代ポートフォリオ理論に基づき分散投資を原則とすること、②期待収益が同じである場合には、リスクと費用が最低になるように注意を尽くさなければならないこと、③個々の投資または投資行動だけを取り出してそれ自体が合理的な投資であるかどうかを判断するのではなく、当該信託のポートフォリオ全体に対して与える影響の予測に着目して判断しなければならないこと、などが合理的な投資家の行為規範として定められている<sup>13</sup>。

#### イ. 資産運用業者の忠実義務

資産運用業者に求められる忠実義務は、専ら受益者の利益のために行動すべきとする原則のもと利益相反行為を禁止するものであるが、具体的には金融商品取引法 42 条の 2 においてルールベースで定められた禁止行為規定を参照できる。主なものとして、①利益相反取引（自己又はその取締役若しくは執行役との間における取引を行うことを内容とした運用を行うこと）、②損失補填（運用財産の運用として行った取引により生じた権利者の損失の補填もしくは利益の追加のために、当該権利者または第三者に対し、財産上の利益を提供すること）などが禁止行為として規定されている。資産運用業者の任務懈怠、すなわち忠実義務および善管注意義務への違反により受益者に損害を生じさせた場合には、資産運用業者は受益者に対して損害賠償責任を負うことが定められている（投信法 21 条）。

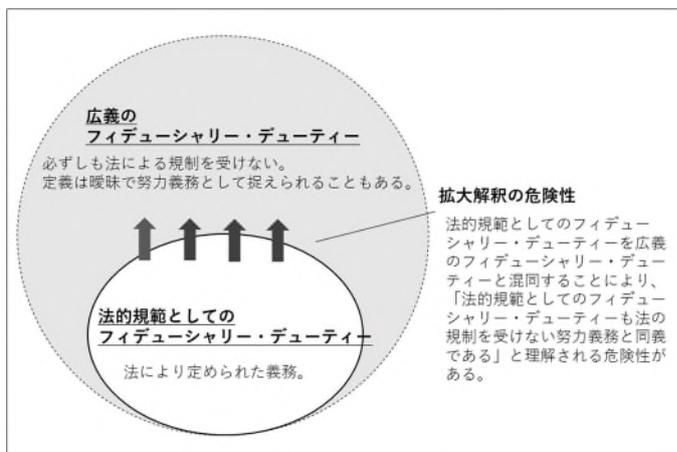
---

<sup>13</sup> Restatement (Third) of Trusts, § 90 comment f. 神作・前掲注 1, pp.265-266 参照。

## 小括 —2つのフィデューシャリー・デューティーと資産運用業者の責務

投資信託の信託目的である「受益者のための利殖」を実現するために信託行為を行うのが資産運用業者の責務であり、これが法的規範としてのフィデューシャリー・デューティーである。一方、私見は、この法的規範としてのフィデューシャリー・デューティーと広義のフィデューシャリー・デューティーを混用すべきではないとする立場をとる。両者を混用することにより、法で定められた義務をかえって蔑ろにする危険があるからである。近年は「資産運用業者の社会的使命」や「地球環境に配慮した企業への投資」が世間の耳目を集めているが、あくまでも資産運用業者が受益者に提供しなければならないのは「利殖」であり、その他の資産運用業者の行動規範は、法的規範としてのフィデューシャリー・デューティーが確立した上で初めて成立するものである。例えば、環境に配慮した業務運営や研究開発が中長期的にその企業の価値を高め、最終的に利殖の目的が達成されることもあるため、無論、これらの行動規範について否定されるべきものではないが、広義のフィデューシャリー・デューティーの議論は、法的規範としてのフィデューシャリー・デューティーという基盤が整った上で成立すべきであることは強調しておきたい。現在、両者を区別した記述は存在するが<sup>14</sup>、両者の混同により受託者責任が等閑視されることについてはあまり議論がされていない。広義のフィデューシャリー・デューティーという言葉の外延が広がっていることも考えると、この点は資産運用業界の今後の重要課題として認識しておくべきではないか。

近年の金融業界では、インベストメント・チェーンが意識され、本来は受益者と信認関係のない金融関係者に対してもフィデューシャリー・デューティーという言葉を用いて規律を図ることがある。冒頭で言及した「顧客本位の業務運営に関する原則」を端緒とする金融機関各社の「フィデューシャリー宣言」もこの潮流に乗るものであるが、ここで用いられる「フィデューシャリー」とは、広義のフィデューシャリー・デューティーを意味する部分が多い。この広義のフィデューシャリー・デューティーを明確に定義することは困難であり、



それ故に曖昧な概念として認識されがちであるが、少なくとも法による強力な規制を受けない部分を多分に含むことから、ある意味「努力義務」として理解されることが多い。

ここまで述べてきた通り、法的規範としてのフィデューシャリー・デューティーは明確に法で定められた義務であり、受託者およびその権限・義務の分掌を受ける者はこの義務を

<sup>14</sup> 例として、神作・前掲注1, p.vi 参照。

遵守しなければならない。「フィデューシャリー・デューティー」という言葉を一般抽象化し、この法的義務を広義のフィデューシャリー・デューティーと同列に扱うことで、受託者責任から免れることがあってはならない。例えば、「フィデューシャリー宣言」においても、「顧客に相応しい商品を企画すること」と「既存商品を適切に運営し、その受益者に利益を提供すること」が同列に語られることがあるが、フィデューシャリー・デューティーの観点から考えた場合は、資産運用業者にとって、優先されるべき行為は后者であると考えられる。

とは言え、このようにルールを一般抽象化することで受ける恩恵もある。明確なルールが存在すると、その法律を回避しようとする行為を誘発する恐れがあるが、あえて明確な線引きをしないことにより、フィデューシャリーがグレーゾーンに近づくことを避ける効果をもたらし、結果的に法令違反の抑止力になる側面をもつ<sup>15</sup>。また、明確なルールは、禁止行為を詳細に規定するあまり膨大なものになる場合があるが、曖昧なルールは、規制される側、規制する側の負担を軽減する役割も担う<sup>16</sup>。実際に我が国で実行されている政策も、プリンシプル・ベースのアプローチをすることによりこれらの効果を享受しているとも考えられ、そのような意味では一定の評価ができる。

しかしながら、ソフトロー上で用いられる広義のフィデューシャリー・デューティーと法的規範としてのフィデューシャリー・デューティーを混用することは、金融政策の議論とはまた別の問題である。受益者と信認関係にある資産運用業者が、法により自らに課せられた受託者責任を一般抽象化されたルールに拡大解釈し、「受益者のための利殖」という最大の目的を見失うことは許されないと私見は考える。

(問い合わせ先)

一般社団法人 投資信託協会  
広報部 調査広報室  
03-5614-8406  
jita-research@toushin.or.jp

---

<sup>15</sup> Tamar Frankel 『Fiduciary Law』 Oxford University Press, 2011, (溜箭将之監訳・三菱 UFJ 信託銀行 Fiduciary Law 研究会訳『フィデューシャリー「託される人」の法論理』弘文堂, 2014, pp.106-107.)

<sup>16</sup> 同上。