HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	アメリカ信託法におけるプルーデント・インベスター・ルールについて－受託者が信託財産を投資する際の責任規定－
Author(s)	新堂, 明子
Citation	北大法学論集, 52(5), 426-372
Issue Date	2002-01-11
Doc URL	http://hdl.handle.net/2115/15118
Type	bulletin (article)
File Information	52(5)_p426-372.pdf

Instructions for use

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

研究ノート

アメリカ信託法における プルーデント・インベスター・ルールについて

―― 受託者が信託財産を投資する際の責任規定 ――

新　堂　明　子

はじめに

1950年代のアメリカにはじまるファイナンス理論の発展は、アメリカ信託法における受託者責任法理に多大な影響を与えた。その最も大きな成果として、現在作成途中の第3次信託法リステイトメント[1]の第227条から第229条に組み込まれるプルーデント・インベスター・ルールの成立（1990年）[2]と、2000年に

---

[1] 第3次信託法リステイトメントの作成の進捗状況については、アメリカ統一法協会（American Law Institute, ALI）の1996年5月の年次会合で、第1次試案（RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS §§ 1-26 (Tentative Draft No. 1, 1996)）、1999年5月の年次会合で、第2次試案（RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS §§ 26-60 (Tentative Draft No. 2, 1999)）、2001年5月の年次会合で、第3次試案（RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS (Tentative Draft No. 3, 2001)）が承認されている。ALIのホーム・ページ〈http://www.ali.org/〉を参照せよ。

[2] RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS: PRUDENT INVESTOR RULE (1992) [hereinafter RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS: PRUDENT INVESTOR RULE]. このプルーデント・インベスター・ルールは、ALIの1990年5月の年次会合にて、承認されている。日本語文献としては、海原文雄『英米信託法概論』204-24頁（有信堂、1998年）；樋口範雄『フィデュシャリー〔信認〕の時代』186-209頁（有斐閣、1999年）を参照せよ。

完成した統一信託法典[3]の第9章に組み込まれた統一プルーデント・インベスター法の成立（1994年）[4]が挙げられる。これらは、受託者が信託財産を投資する際の責任を明確化し、受託者の信認義務の規定を具体化した。

本稿の目的は、これらのプルーデント・インベスター・ルールと統一プルーデント・インベスター法の背景と内容を説明することにある。

Ⅰ章では、本題に入る前の準備作業として、2つの問題を検討しておく。第一に、19世紀以前と20世紀以後では、人々が信託を利用する目的が変化し、信託および信託法の内容が変化したが、その歴史を説明する。第二に、プルーデント・インベスター・ルール、および、統一プルーデント・インベスター法は、それらの規定が適用される典型的な信託としてどのような種類の信託を想定しているかを説明する。ここでは、民事信託と商事信託の分類の問題を扱う。Ⅱ章では、ファイナンス理論の初歩を紹介する。これは、プルーデント・インベスター・ルール等の背景の説明となる。Ⅲ章では、ファイナンス理論の成果を受けて、プルーデント・インベスター・ルールと統一プルーデント・インベスター法がどのような内容をもつに至ったかについて、起草者の見解を紹介する。Ⅳ章では、今後、受託者はどのような投資戦略を採用することになるかを予測する。おわりにでは、まとめに代えて、日本法に簡単に触れることにしたい。

Ⅰ．信託を利用する目的、および、信託の種類

A．信託を利用する目的の変化
―― 不動産移転の手段から金融資産運用の手段へ ――

---

[3] 統一信託法典（UNIFORM TRUST CODE）は、統一州法委員全国会議（National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, NCCUSL）の2000年7－8月の年次会議にて、承認されている。NCCUSLのホームページ〈http://www.nccusl.org/nccusl/〉とUniversity of Pennsylvania Law School, Biddle Law Libraryのホームページ〈http://www.law.upenn.edu/bll/〉を参照せよ。

[4] UNIF. PRUDENT INVESTOR ACT (1994), 7B U.L.A. 280 (2000) [hereinafter UNIF. PRUDENT INVESTOR ACT]. この統一プルーデント・インベスター法は、NCCUSLの1994年7－8月の年次会議にて、承認されている。日本語文献としては、ジョン H．ラングバイン「米国の信託投資法－統一慎重投資家法（Uniform Prudent Investor Act）の主要テーマ－」（新井誠訳）信託189号44頁（1997年）を参照せよ。

ジョン・H・ラングバイン教授は、1995年12月、1996年3月、1997年1月と続けて、信託法に関する影響力のある3つの論文を発表している[5]。ラングバイン教授は、イェール・ロー・スクールの法および法制史の教授である。また、現在、法統一協会員（Uniform Law Commissioner）を務め、過去に、統一プルーデント・インベスター法のリポーターを務めた。さらに、第3次財産法リステイトメントの遺言およびその他の贈与的移転の部分につき、アソシエイト・リポーターを務める。

彼の3部作の論文は共通の認識に基づいている。その共通の認識とは、20世紀に入り、信託の性質と機能が、不動産移転の手段から金融資産保有のための管理の手段へと劇的に変化を遂げたという認識である。1995年にイェール・ロー・ジャーナルに発表した「信託法の契約主義的基礎」論文[6]において、信託の変遷を詳述しているので、紹介しよう。

信託は中世末期に発達した。その当時は、不動産が主要な富の形態であった。信託の主な目的は、家族間での自由土地保有地（freehold land）の移転を促進することにあった。

自由土地保有地の移転の法律は、封建制の制約のもとにあった。関連する封建制の制約を列挙すると、自由土地保有地は相続により移転されなければならず、遺言による移転は禁止されていたこと、長男子相続分および寡婦産の厳格な割合が定められていたこと、後見税および婚姻税と呼ばれる奇怪な国庫収入が取り立てられていたこと（これは未成年者に対する譲渡税として機能した。）である。

以上の封建制の制約に対して、受託者への土地の移転は、それらを巧妙に破ることができた。具体的には、つぎのように進められた。信託の設定者は受託者に、自由土地保有地を移転する。そして、受託者は、設定者が生存中は当該土地を設定者のために保有し、設定者の死後は残余受益者に指定された家族の

---

[5] John H. Langbein, *The Contractarian Basis of the Law of Trusts*, 105 YALE L. J. 625 (1995) [hereinafter Langbein, *Contractarian Basis*]（本稿Ⅰ章A節で説明される。）; John H. Langbein, *The Uniform Prudent Investor Act and the Future of Trust Investing*, 81 IOWA L. REV. 641 (1996) [hereinafter Langbein, *Trust Investing*]（本稿Ⅲ章で説明される。）; John H. Langbein, *The Secret Life of the Trust: The Trust as an Instrument of Commerce*, 107 YALE L. J. 165 (1997) [hereinafter Langbein, *Secret Life of the Trusts*]（本稿Ⅰ章B節で説明される。）.

[6] Langbein, *Contractarian Basis, supra* note 5, at 632-43.

誰かに当該土地を移転する、という同意をする。こうすれば、受託者が名目的な自由土地保有地の所有者であるから、設定者が死亡した場合でも、相続に対して課される封建制の制約は全く適用されないことになる。

このような不動産移転の手段としての信託の機能は、中世末期から19世紀に至るまで、営々と継続した[7]。

しかし、実際には、このような信託の機能は、17世紀末期から20世紀初期にかけて、漸次縮小していった。そして、信託は、不動産移転のデヴァイスから金融資産の運用のデヴァイスへとその機能を変化させて、20世紀の現代に花開く。その原因とそれに関連して起きた変化について、つぎに述べよう。

現代の富は、主に金融資産という形をとる。たとえば、株式、債券、ミューチュアル・ファンド・シェア、保険契約、定期金契約、年金プラン、銀行預金等である。富の形態が不動産から金融資産に変化するに伴い、信託も不動産保有から金融資産保有へとその性質を変化させた。現代における典型的な信託は、これらの金融資産を組み合わせたポートフォリオを保有、管理および運用するものである。

信託が不動産移転の仲介から、複雑な仕組みをもつ金融資産を組み合わせたポートフォリオの管理へと機能を変化させたことによって、受託者の役割も大きく変化した。つまり、不動産移転の仲介においては、受託者は何もする必要がなかったが、ポートフォリオの管理においては、受託者は金融実務や金融理論の最先端を分析し、適切に投資判断をしていかなければならなくなったのである。

こうした受託者の役割の変化に伴い、受託者も地元の名士から投資の専門家に代わった。不動産移転の仲介においては、不動産移転を確実にさせるために名前や信用を貸せるような地元の名士が受託者である場合が多かった。もちろん彼らは素人であり、そのために無報酬であるというのがデフォルト・ルールであった。他方、現代型の信託の登場により、受託者は素人の個人から専門家の集団へと変化した。企業受託者の登場である。企業受託者は、投資運用、信託会計、税金、規制、信託運営に関する専門的知識を豊富にもち、それを顧客に対して売る、つまり、有報酬が通常となったのである。また、企業受託者の特徴として、その永続性（不死性）が挙げられる。

---

[7] *Id.* at 632-33.

受託者が素人の個人から専門家の集団へ代わったことから、信託法も変化した。たとえば、第2次信託法リステイトメント第174条は、「受託者が、自分は通常の思慮分別のある人よりも卓越した技術をもつと表示して、受託者職を獲得した場合、彼はそのような技術を尽くす義務を負う。」と規定する[8]。これは、企業受託者を想定した規定であり、彼らは合理的な専門家の基準に服する。また、1990年代に確立したプルーデント・インベスター・ルールも、受託者が第三者に権限を委任することを認め、専門家の参入を認める。これについては、Ⅲ章に詳述する。

信託の機能の変化により、受託者の役割も変化した。何もしなくてよい受託者から、信託財産の投資を積極的に行う受託者に変化した。そして、受託者が積極的に行動するにつれて、受託者が不正を犯す危険の度合いも増すことになった。

何もしなくてよい受託者は、何もできない受託者であった。何の権限も与えられていなかったのである。彼らは、信託条項が明示的に別段の定めをする場合を除き、信託財産を処分して金銭に換えたり、その逆をしたりするような、信託財産の性質を改変することを固く禁じられていた。他方、現代の受託者は、信託財産の投資を積極的に行うようになり、またそうするように要求されている。したがって、彼らに権限を与えないことは、たとえデフォルト・ルールであったとしても、時代遅れなものとなる。そこで、現代の信託法は、受託者に最大限の権限を与えることにして、その代わりに、受託者に信認義務を課すことにした。かくて、現代の信託法は、受託者が信託財産を横領したり、不適切に管理した場合に、受益者をどのように保護するかということに関心を集中させたのである。これが信認義務に関する法の発達であった[9]。

	不動産移転の手段としての信託	金融資産の運用の手段としての信託
時期	中世末期から19世紀	現代
富の形態	不動産	金融資産
受託者の形態	個人、地元の名士	企業、金融の専門家
受益者の保護	受託者に権限を与えない	受託者に権限を与える代わりに、信認義務を課す

以上、信託および信託法の歴史的変化について、ラングバインの説明を紹介した。

---

[8] RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS § 174 (1959).

[9] Langbein, *Contractarian Basis, supra* note 5, at 640-43.

B．プルーデント・インベスター・ルール等が適用される信託の種類
―― 民事信託と商事信託 ――

ジョン・H・ラングバイン教授の3部作の論文のうち、1997年にイェール・ロー・ジャーナルに発表された「信託の秘密の生命：商業の手段としての信託」論文[10]は、アメリカ信託法における民事信託と商事信託の役割をつぎのように説明している。それによれば、アメリカ信託法は、贈与、遺贈等の無償譲渡に関する法として捉えられてきた。すなわち、信託は、家族内部の世代間における財産移転手段として利用され、家族信託または民事信託という形態で発展した。しかし、現在の信託実務においては、アメリカにおける信託財産のほとんどが、無償譲渡（gratuitous transfers）ではなく、営業取引（business deals）に関連して保有されており、90％を優に超える信託が、民事信託(personal trusts)ではなく、商事信託（commercial trusts）である。

さて、後述の第3次信託法リステイトメントのプルーデント・インベスター・ルール、および、統一プルーデント・インベスター法は、どのような信託を対象としているのであろうか。

まず、第2次および第3次信託法リステイトメントを検討しよう。それらによれば、ビジネス・トラスト（business trust）とは、ビジネス・アソシエーションの特別な種類であり、他のビジネス・アソシエーションとの関連で最適に処理されうる。そこで、リステイトメントは、ビジネス・トラストを適用対象から除外している。すなわち、ビジネスを遂行するデバイスとしての信託の利用に関するルールの言明は、リステイトメントの守備範囲ではない。ただし、リステイトメントは、トラストに適用されるルールの一部はビジネス・トラストにも適用されるが、一部は適用されず、またビジネス・トラストだけに適用されるルールもあるとする[11]。したがって、ビジネス・トラストに対するリステイトメントのルールの適用を全面的に禁止しているわけではなさそうである。

つぎに、統一プルーデント・インベスター法が組み込まれた統一信託法典を検討しよう。統一信託法典は、コマーシャル・トラスト（commercial trust）を

---

[10] Langbein, *Secret Life of the Trusts, supra* note 5, at 165-67.

[11] RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS § 1 cmt. b (1959); RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 1 cmt. b (Tentative Draft No. 1, 1996).

適用対象から除外していない。詳述すると、同法典は、基本的には、贈与のコンテクストにおいて発生する明示信託（express trust）を適用対象とするが、より商事性を有する信託が同法典を遵守しなければならない程度は、当該信託の類型および同法典以外の法律（その法律のもとに当該信託が創設される。）により異なるとする。また、同法典によれば、コマーシャル・トラストは、多様な形式で発生し、ビジネス・トラスト州法により創設された信託、および、特定の資金を管理するために創設された信託（年金を支払うための信託、集団投資を管理するための信託等）を含む[12]。

上記のビジネス・トラストまたはコマーシャル・トラストとはどのような信託か、また、両者は同じものと考えてよいか。精確な定義規定は存在しないので、以下、ラングバイン教授の与える定義とアメリカ信託法の代表的な体系書における定義を検討しておく。

ラングバイン教授は、コマーシャル・トラストにつき、贈与を実現するための移転とは異なる、取引を実現するための信託という定義を与える[13]。19世紀には、企業経営のデバイスとして、ビジネス・トラスト（いわゆるマサチューセッツ・トラスト）が利用されたが、ビジネス・コーポレーションに関する制定法が整備されるに至り、それに取って代わられた。しかし、20世紀に入ると、19世紀のビジネス・トラスト（いわゆるマサチューセッツ・トラスト）とは異なるコマーシャル・トラストが開発され利用されるようになった[14]。たとえば、ミューチュアル・ファンド、年金信託、不動産投資信託、アセット・セキュリタイゼーション等である[15]。同教授によれば、これらの信託はすべてコマーシャル・トラストということになる。

第1次および第2次信託法リステイトメントのリポーターであるスコット教授の体系書は、ビジネス・トラストを対象としていない。同教授によれば、ビジネス・トラストとは、会社の代替物として信託が利用される場合を指し、いわゆるビジネス・トラストまたはマサチューセッツ・トラストと呼ばれるもの

---

[12] UNIF. TRUST CODE § 1 cmt.

[13] Langbein, *Secret Life of the Trust, supra* note 5, at 167 ("a trust that implements bargaind-for exchange, in contrast to a donative transfer").

[14] *Id.* at 188-89.

[15] *Id.* at 167-78.

である[16]。

ビジネス・トラストについて、スコット教授の体系書がほとんど何も語っていないのに対して、スコット教授と並ぶ信託法の権威であるボガート教授の体系書はその概説は行っている。それによれば、ビジネス・トラストとは、書面文書または信託宣言のもとに利益のために創設された会社化されていない組織であり、その経営は、有償の受託者により、受益者（彼の法的利益は譲渡可能な参加証書または持分により表象される。）のために、行われるものである[17]。ボガート教授によれば、ビジネス・トラストには、投資信託、不動産投資信託、不動産の購入運用売却において利用される信託が含まれる[18]。

本節をまとめると、19世紀には、企業経営のためにコーポレーションの代わりにトラストが利用されており、このいわゆるビジネス・トラスト（マサチューセッツ・トラスト）を除外すれば、ビジネス・トラストとコマーシャル・トラストという用語は、同じ意味で使用されているようである。ビジネス・トラスト、コマーシャル・トラストの精確な定義はなされていないようであるが、それらには、投資信託、不動産投資信託、アセット・セキュリタイゼーション等が含まれている。重要なことは、プルーデント・インベスター・ルール、および、統一プルーデント・インベスター法は、それらの規定が適用される典型的な信託として、民事信託（personal trusts）または家族信託（family trusts）を想定しているということである。ただし、それらの規定のうち、商事信託（commercial trusts）または営業信託（business trusts）に対しても適用可能なものは、適用を否定されているわけではないということである[19]。

---

[16] 1 AUSTIN WAKEMAN SCOTT & WILLIAM FRANKLIN FRATCHER, THE LAW OF TRUSTS § 2.2 (4th ed. 1987) ("the use of the trust as a substitute for incorporation").

[17] GEORGE GLEASON BOGERT & GEORGE TAYLOR BOGERT, THE LAW OF TRUSTS AND TRUSTEES §§ 247-249, at 164 (Revised 2d ed. 1992) ("an unincororated organization created for profit under a written instrument or declaration of trust, the management to be conducted by compensated trustees for the benefit of persons whose legal interests are represented by transferable certificates of participation, or shares").

[18] *Id.* §§ 247-249, at 167 n. 17, at 169 n. 27.

[19] 本節で、プルーデント・インベスター・ルール等がどのような信託を典型としているかをやや詳しく述べたのは、アメリカにおけるプルーデント・インベスター・ルール等が、日本におけるどの法律と対応しているかを考えるためである。日本では、民事信託はほとんど存在せず、商事信託が高度に発展しており、英米の信託の歴史と比較すると、逆転現象が起きている。日米における民事信託と商事信託の比較の詳細については、今後の研究課題としたい。

Ⅱ．モダン・ポートフォリオ・セオリー

本章では、信託から少し離れて、ファイナンス理論 —— 金融資産の投資運用等の理論 —— の基礎を概説する。

1950年代以降、投資機能および投資行動について、新たな知識が習得された。現在では、この理論的かつ経験的知識は広く共有されている。このファイナンス理論（の部分）は、しばしば、モダン・ポートフォリオ・セオリーと呼ばれる。これらの理論こそが、Ⅲ章で説明する信託財産の投資に関するルールの改正を促進することになる。

以下、このモダン・ポートフォリオ・セオリーについて、本稿に必要な範囲で説明を試みる。モダン・ポートフォリオ・セオリーは、多様な投資行動がもたらすリスクとリターンの関係を説明する理論である[20]。

なお、以下の記述は、ファイナンス理論の初歩の知識である。しかし、Ⅲ章で説明するアメリカにおける信託財産の投資に関するルールの改正の背景を探求するうえで、モダン・ポートフォリオ・セオリーを理解することは必須なので、説明を試みたい。ただ、筆者はファイナンス理論の研究を専門としているわけではないので、含まれる誤解については、ご容赦をお願いしたい。

A．期待収益率と分散（リターンとリスクの定量化）

1．期待収益率と分散（1つの資産のリターンとリスクの定量化）

株式のパフォーマンスは、リターンとリスクにより定量化される。後者のリ

---

[20] RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS: UNIF. PRUDENT INVESTOR RULE § 227, REPORTER'S NOTES ON § 227, General Note on Comments e through h ("Introduction to Portfolio Theory and Other Investment Concepts"); UNIF. PRUDENT INVESTOR ACT § 3 cmt.

Edward C. Halbach, Jr., *Trust Investment Law in the Third Restatement*, 77 IOWA L. REV. 1151, 1159-66 (1992); Langbein, *Trust Investing, supra* note 5, at 647-48, 49, 55-58.

R. A. BREALEY, AN INTRODUCTION TO RISK AND RETURN FROM COMMON STOCKS (2nd ed. 1983) [hereinafter, BREALEY, AN INTRODUCTION]; JONATHAN R. MACEY, AN INTRODUCTION TO MODERN FINANCIAL THEORY (6th ed. 1998); RICHARD A. BREALEY & STEWART C. MYERS, PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE (6th ed. 2000) [hereinafter, BREALEY & MYERS, PRINCIPLES].

日本語文献として、大村敬一『現代ファイナンス』第1－7章（有斐閣、1999年）；野口悠紀雄＆藤井眞理子『金融工学』第1－8章（ダイアモンド社、2000年）；他多数。

スクとは、将来の結果は予測できないということを意味する。たとえば国債のように、ある資産の価格が来年度に必ず10%上昇するのであれば、リスクはゼロということになる。このような資産を安全資産と呼ぶ。他方、たとえば株式のように、ある資産の価格が来年度に15%上昇するかもしれないし、10%上昇するかもしれないし、変わらないかもしれないし、下落するかもしれないというように、将来の収益はわからないのであれば、リスクがあるということになる。すなわち、リスクとは、将来に起こりうる結果に散らばり（spread of outcomes）があることをいう。このような資産をリスク資産と呼ぶ。

ファイナンス理論では、資産の将来の価格は、1つの値に定まらず、とりうる値のおのおのに対してその値をとる確率が定まるような確率変数であり、その確率変数は正規分布に従うことを前提とする。そのうえで、リターンは、当該資産額の期待値（expectation, mean ;μ（ミュー））またはそれを基礎に算出される期待収益率により定量化され、リスクは、当該資産額の分散（variance ;σ^2）または標準偏差（standard deviation ;σ（シグマ））により定量化される。

たとえば、ある会社の現在の株価を100ドルとし、期末にそれが80ドルに下落する可能性を25%、110ドルに上昇する可能性を50%、140ドルに上昇する可能性を25%とする。このような期末の株価Wの期待値と分散を計算しよう。まず、期待値を求める。

$$\mu = E(W) = 0.25 \times 80 + 0.5 \times 110 + 0.25 \times 140 = 110 \text{（期待値）}$$ [21]

このとき、期待収益率は10%（=110−100）÷100）となる。

つぎに、期末の株価Wの分散と標準偏差を求める。標準偏差は分散の正の平方根である。

$$\begin{aligned}\sigma^2 &= V(W) = E((W-\mu)^2)\\ &= 0.25 \times (80-110)^2 + 0.5(110-110)^2 + 0.25(140-110)^2\\ &= 450 \text{（分散）}\end{aligned}$$ [22]

$$\begin{aligned}\sigma &= \sqrt{V(W)}\\ &= \sqrt{450}\\ &= 21.2\ldots \text{（標準偏差）}\end{aligned}$$

---

[21] 確率変数である期末の株価Wの期待値をE(W)で表す。

[22] 確率変数である期末の株価Wの分散をV(W)で表す。V(W)は、Wがμからどのくらい「散らばっているか」、「ばらついているか」、すなわち、「散らばり」、「ばらつき」の度合いを数量に表したもので、$E((W-\mu)^2)$、すなわち、$(W-\mu)^2$の期待値で表す。

2．期待収益率と分散（2つ以上の資産に分散投資した場合のポートフォリオのリターンとリスクの定量化）

ところで、リスクは、分散投資させれば減少させることができ、かつ、分散投資させればさせるほどより減少させることができる。すなわち、投資家が資金の全額を1つの資産に集中投資するよりは、2つの資産に分散投資するほうが、リスクを減少させることができる。さらに、2資産より3資産、3資産より4資産、4資産より5資産・・・。

具体的に、1つの資産に集中投資する場合と2つの資産に分散投資する場合を比較してみよう。たとえば、ある投資家が、(1)資金の全額をA社株に投資する場合、(2)資金の全額をB社株に投資する場合、(3)資金の一部をA社株に、残部をB社株に分散投資する場合を想定する。その投資家が得るリターンを期待収益率により定量化すると、(3)の期待収益率は、(1)と(2)の期待収益率の加重平均となる。しかし、その投資家が負うリスクを標準偏差により定量化すると、(3)の標準偏差は、(1)と(2)の標準偏差の加重平均とはならず、前者のほうが後者よりもたいていの場合小さくなる。このことは、理論的にも経験的にも証明されている。なぜそのようになるかというと、A社の株価とB社の株価は全く同じようには変動しないからである。以下、これを具体的に説明しよう[23]。

たとえば、ある投資家がその資産の55%（a）をA社株に投資し、残りの45%（b）をB社株に投資したとして、そのポートフォリオの期待収益率と分散を計算しよう。A社株の収益率を w_A、B社株の収益率を w_B、そのポートフォリオの収益率をwとすると、$w=aw_A+bw_B$ となる。また、期末のA社株の期待収益率を10%（μ_A）、期末のB社株の期待収益率を20%（μ_B）とする。そのとき、ポートフォリオの期待収益率 μ_w は、A社株の期待収益率 μ_A とB社株の期待収益率 μ_B の加重平均となる。

$$\mu_w=E(w)=E(aw_A+bw_B)=aE(w_A)+bE(w_B)=a\mu_A+b\mu_B$$
$$=(0.55\times10\%)+(0.45\times20\%)$$
$$=14.5\%\ \text{（ポートフォリオの期待収益率）}$$

つぎに、ポートフォリオのリスクを計算する。たとえば、A社株の標準偏差を17.1（σ_A）、B社株の標準偏差を20.8（σ_B）とする。そのとき、ポートフォ

[23] ここから前の例示では、資産額Wを問題にしてきたが、ここから後の議論では、収益率wを問題とする。このような転換が可能な理由につき、野口＆藤井・前掲注20・36頁注1を参照せよ。

リオの標準偏差σ_wは、A社株の標準偏差σ_AとB社株の標準偏差σ_Bの加重平均とはならない。その理由は、先にも述べたように、A社株価とB社株価は全く同じようには変動しないからである。

では、ポートフォリオの標準偏差σ_wの計算方法を示そう。

$$\begin{aligned}\sigma_w^2 &= E((w-\mu_w)^2)\\ &= E((aw_A+bw_B-a\mu_A-b\mu_B)^2)\\ &= E((a(w_A-\mu_A)+b(w_B-\mu_B))^2)\\ &= a^2E((w_A-\mu_A)^2)+b^2E((w_B-\mu_B)^2)+2abE((w_A-\mu_A)(w_B-\mu_B))\\ &= a^2\sigma_A^2+b^2\sigma_B^2+2abE((w_A-\mu_A)(w_B-\mu_B))\end{aligned}$$

ここで、$E((w_A-\mu_A)(w_B-\mu_B))$を$\sigma_{AB}$（共分散、covariance[24]）とおく。A社株価とB社株価の共分散（σ_{AB}）は、A社株価とB社株価の相関係数（ρ_{AB}）により表すことができる。

$$\sigma_{AB}=\rho_{AB}\sigma_A\sigma_B$$

相関係数は－1から1の間の値をとる。相関係数が1のときは、A社株価とB社株価は完全相関（全く同じ変動をする。）にあり、0のときは、完全に独立の関係にあり、－1のときは、負の完全相関（全く逆の変動をする。）にある。以下、相関係数ごとに、ポートフォリオの分散（σ_w^2）と標準偏差（σ_w）を求める。

(1)　$\rho_{AB}=1$の場合。

$$\begin{aligned}\sigma_w^2 &= a^2\sigma_A^2+b^2\sigma_B^2+2ab\rho_{AB}\sigma_A\sigma_B\\ &= 0.55^2\times17.1^2+0.45^2\times20.8^2+2\times0.55\times0.45\times1\times17.1\times20.8\\ &= 352.1\end{aligned}$$

$$\sigma_w=\sqrt{352.1}=18.8$$

これは、A社株価とB社株価の標準偏差を加重平均した値である。A社株とB社株は全く同じ変動をするからである。たとえば、同じ業種の2つの会社の株価は、これに近い動きを示すことが多い。

(2)　$\rho_{AB}=0$の場合。

$$\begin{aligned}\sigma_w^2 &= a^2\sigma_A^2+b^2\sigma_B^2+2ab\rho_{AB}\sigma_A\sigma_B\\ &= 0.55^2\times17.1^2+0.45^2\times20.8^2\end{aligned}$$

---

[24] 共分散とは、A社株とB社株の共変動性、つまり、A社株とB社株がどのくらい共に変動するかの程度を表す。

$=176.1$

$\sigma_w=\sqrt{176.1}=13.3$

これは、A社株単独のポートフォリオよりも、または、B社株単独のポートフォリオよりも、A社株とB社株に分散投資することにより、リスクを軽減できることを示す。

(3) $\rho_{AB}=-1$ の場合。

$$\sigma_w^2=a^2\sigma_A^2+b^2\sigma_B^2+2ab\rho_{AB}\sigma_A\sigma_B$$
$$=0.55^2\times17.1^2+0.45^2\times20.8^2+2\times0.55\times0.45\times-1\times17.1\times20.8$$
$$=0$$
$$\sigma_w=\sqrt{0}=0$$

これは、A社株とB社株は全く逆の変動をするので、双方の変動が相殺されて、リスクをゼロにすることができることを示す。たとえば、輸出産業の株価は円安になったときに上昇する傾向があり、輸入産業の株価は円高になったときに上昇する傾向がある。したがって、輸出産業の株価と輸入産業の株価は全く逆の変動をすることが多く、それらに分散投資すれば、リスクを大幅に減らすことができる。

(4) 通常、A社株価とB社株価の相関係数は上記のような極端な値をとることはない。たとえば、$\rho_{AB}=0.15$の場合。

$$\sigma_w^2=a^2\sigma_A^2+b^2\sigma_B^2+2ab\rho_{AB}\sigma_A\sigma_B$$
$$=0.55^2\times17.1^2+0.45^2\times20.8^2+2\times0.55\times0.45\times0.15\times17.1\times20.8$$
$$=202.5$$
$$\sigma_w=\sqrt{202.5}=14.2$$

これは、A社株単独のポートフォリオよりも、または、B社株単独のポートフォリオよりも、A社株とB社株に分散投資することにより、リスクを軽減できることを示す。たとえば、A社株とB社株が日本国内の銘柄であれば、日本経済の影響を共通して受けるので、相関係数は0と1以外のプラスの値をとる傾向がある[25]。

以上のように、たいていの場合（(2)〜(4)の場合）、投資のリスクを軽減するためには、分散投資が望ましいということになる。

---

[25] BREALEY & MYERS, PRINCIPLES, *supra* note 20, at 169-72; 大村・前掲注20・40-42頁；野口＆藤井・前掲注20・36-43頁。

B.「分散可能リスク」と「分散不能リスク」

さて、株式のパフォーマンスは、4つの要素に影響される[26]。第一は、ある特定の会社株式のみに影響を与える当該会社特有の危険（peril）である。第二は、ある特定の産業内のすべての会社の株式に影響を与える当該産業特有の危険である。第三は、各企業を産業以外の基準によってグルーピングした場合の、ある特定のグループ内のすべての会社の株式に影響を与える危険である。第四は、すべてのビジネスを脅かし、経済全体に影響を与えるような規模の危険である。

第一の危険としては、たとえば、1989年3月にアラスカで起きた大規模な石油流出では、エクソンのみが責任を負ったことを思い起こせばよい。第二の危険としては、1973年にアラブ産油諸国の禁輸措置から生じたオイル・ショックを思い起こせばよい。

第一、第二、第三の危険から生じるリスクは、特定の株式に特有のリスクという意味で、「ユニーク・リスク（unique risk）」と呼ばれる。また、それらのリスクは、分散投資させれば減少させることができ、かつ、分散投資させればさせるほどより減少させることができるので、「分散可能リスク（diversifiable risk）」とも呼ばれる[27]。

たとえば、ある投資家がエクソン株だけでなくモービル株も持っていれば、彼がアラスカの石油流出の危険から生ずるリスクに曝される程度はずっと低い。さらに、ある投資家がエクソン株とモービル株だけでなく、アメリカ国内の石油を産出する会社の株や石炭産出会社の株も持っていれば、彼がアラブ産油国による石油禁輸措置から生じたオイル・ショックの危険から生じるリスクに曝される程度はずっと低い。繰り返しになるが、このような意味で、第一、第二、第三の危険から生じる「ユニーク・リスク」は、「分散可能リスク」と呼ばれる。

逆に、いくら分散投資させても、避けられないリスクが存在する。すべてのビジネスを脅かし経済全体に影響を与えるような規模の危険に曝されるリスクである。それぞれの株式の価格が同じように変動する原因となるリスクである。

---

[26] BREALEY, AN INTRODUCTION, *supra* note 20, at 117.

[27] "unique risk", "diversifiable risk" は、"specific risk", "unsystematic risk", "uncompensated risk" とも呼ばれる。

これを「分散不能リスク（undiversifiable risk)」または「市場リスク（market risk)」と呼ぶ[28]。

したがって、十分に分散投資されているポートフォリオにおいては、「分散可能リスク」は消滅し、「分散不能リスク」だけが問題となり、市場全体の変動だけが問題となる。しかし、つぎに述べるように、市場全体の変動に対して、十分に分散投資されているポートフォリオの中にある個別の株式がどの程度敏感に反応するかは、株式ごとに異なる。

C．CAPM（資産評価モデル）とβ（ベータ）

前々節では、1つの資産のリターンとリスク、および、2つの資産で構成されるポートフォリオのリターンとリスクの計算方法を示した。本節では、ある投資家が十分に分散投資されているポートフォリオを保有しているとして、そのポートフォリオのリスクに対して、その中にある個々の資産はどのような影響を与えているのかを考える。いいかえれば、十分に分散投資されているポートフォリオの中にある個々の資産のリスクはどのように測られるのかを考える。このようなリスクを算出する際に、個々の資産を取り出して独立に考えることはできない。なぜなら、前節でみたように、分散投資することによって最小化することができるリスク、すなわち、「分散可能リスク」が存在するからである。したがって、その投資家の保有する十分に分散投資されているポートフォリオとの関連において、その中にある個々の資産のリスクを算出することになる[29]。

以上のリスクを算出するためには、ファイナンス理論の詳細を理解する必要があるが、本稿では、結論を述べるだけにとどめる[30]。

ここでは、どの投資家のリスク資産のポートフォリオも、市場全体のリスク資産のポートフォリオ（市場にあるすべてのリスク資産の集合）を比例的に縮

---

[28] "undiversifiable risk", "market risk" は、"systematic risk", "compensated risk" とも呼ばれる。

[29] 大村・前掲注20・61頁；野口＆藤井・前掲注20・51頁。

[30] 詳細な説明として、大村・前掲注20・61-64頁；野口＆藤井・前掲注20・51-58頁をみよ。

小したものになるという結論を前提とする[31]。なお、市場全体のリスク資産のポートフォリオを比例的に縮小したものを「マーケット・ポートフォリオ」と呼ぶ。いま、「マーケット・ポートフォリオ」と、すでに「マーケット・ポートフォリオ」に含まれている任意の資産 i とで、新しくポートフォリオを組むものと想定する[32]。そうすると、資産 i の期待収益率 μ_i と「マーケット・ポートフォリオ」の期待収益率 μ_M の間には、以下の関係が成り立つ。なお、r_f は国債等のリスクがない安全資産の収益率を表す。

$$\mu_i - r_f = \beta_i\ (\mu_M - r_f)$$

上記の式の左辺（$\mu_i - r_f$）は、資産 i の期待収益率 μ_i と安全資産の収益率 r_f との差、すなわち、資産 i のリスク・プレミアムを表す。また、「マーケット・ポートフォリオ」もリスクのあるポートフォリオなので、上記の式の右辺の（$\mu_M - r_f$）は、「マーケット・ポートフォリオ」の期待収益率 μ_M と安全資産の収益率 r_f との差、すなわち、「マーケット・ポートフォリオ」のリスク・プレミアムを表す。これを「マーケット・リスク・プレミアム」と呼ぶ。そして、上記の式は、「マーケット・ポートフォリオ」にすでに含まれている任意の資産 i のリスク・プレミアムが「マーケット・リスク・プレミアム」に対し比例関係にあり、その比例係数が β_i であることを示している[33]。

賢い投資家は、楽しみのためだけに、リスクを冒したりはしない。彼らは、より高いリスクをとるからには、より高いリターンを要求するものである。したがって、彼らは、「マーケット・ポートフォリオ」から得られるリターンのほうが国債等のリスクがない安全資産から得られるリターンよりも高いことを要求する。前者のリターン μ_M は「マーケット・ポートフォリオ・リターン」と呼ばれ、後者のリターン r_f は「リスク・フリー・リターン」と呼ばれる。そして、繰り返しになるが、前者のリターンと後者のリターンの差が「マーケット・リスク・プレミアム」である。また、上記の式から導かれるが、「マーケット・ポートフォリオ」の β_M は1.0ということになり、国債等のリスクがない

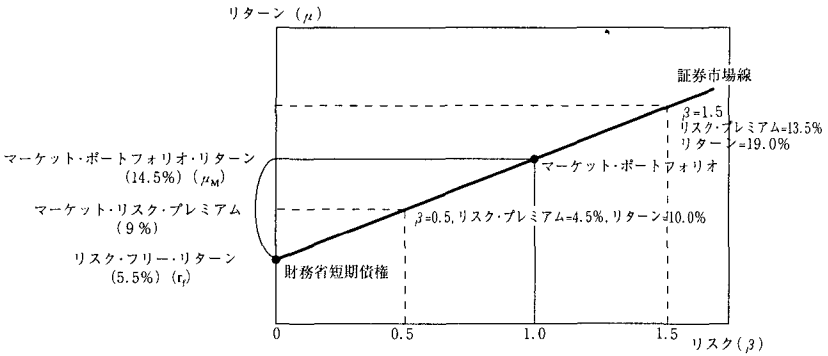
---

[31] この結論については、大村・前掲注20・58-60頁；野口＆藤井・前掲注20・50-51頁。
[32] この想定については、大村・前掲注20・61-62頁；野口＆藤井・前掲注20・51-52頁。
[33] β を理解するためには、ファイナンス理論の詳細を理解しなければならないが、ここでは、結論だけを述べることにする。β_i とは、資産 i と「マートケット・ポートフォリオ」の共分散を、「マーケット・ポートフォリオ」の分散で、除したものとなる。

$$\beta_i = \sigma_{iM} / \sigma_M^2$$

安全資産のβは0ということになる[34]。そして、個々の資産iのリスク・プレミアムは「マーケット・リスク・プレミアム」に対し比例関係にあり、その比例係数はβ_iであることから、個々の資産iのβ_iがわかれば、その資産iのリスク・プレミアムと期待収益率がわかることになる。

具体的な数値をあてはめて、上記の式をグラフに表すと、つぎのようになる。過去のデータから、1987年7月の米国財務省短期債券の利率（「リスク・フリー・リターン」）は約5.5%であり、また、過去から現在の72年間の平均の「マーケット・リスク・プレミアム」は約9.0%であった。このことから、「マーケット・ポートフォリオ・リターン」は約14.5%であることがわかる[35]。



上記の式およびグラフが、いわゆるCAPM（Capital Asset Pricing Model, キャップエム）と呼ばれるモデルである。その帰結は、横軸をリスク（β）、縦軸をリターン（μ）として、個々の資産をプロットしてみれば、すべての資産は証券市場線（Security Market Line, SML）と呼ばれるラインに沿ってプロットされるということである。

たとえば、$\beta=0.5$の株式のリスク・プレミアムは「マーケット・リスク・プレミアム(9.0%)」の0.5倍ということになり、リターンは10.0%（=5.5%+9%×0.5）ということになる。また、$\beta=1.5$の株式のリスク・プレミアムは「マーケット・リスク・プレミアム」の1.5倍ということになり、リターン

[34] 前掲注33のβの計算式から、「マーケット・ポートフォリオ」のβ_Mは1.0となり、安全資産のβは0となる。

[35] BREALEY & MYERS, PRINCIPLES, *supra* note 20, at 195-97.

は19.0%（＝5.5%＋9%×1.5）ということになる。

繰り返しになるが、βを具体的に説明すると、1.0よりも大きいβをもつ株式は、市場全体の変動に対して敏感に反応する。たとえば、β＝2.0の株式は、市場全体の収益率が上昇したために「マーケット・リスク・プレミアム」が1%上昇すれば、その株価のリスク・プレミアムは2%上昇し、また、市場全体の収益率が下降したために「マーケット・リスク・プレミアム」が2%下降すれば、その株価のリスク・プレミアムは4%下降する。また、0よりも大きく1.0よりも小さいβをもつ株式は、市場全体の変動に対して鈍感に反応する株式である。たとえば、β＝0.5の株式は、「マーケット・リスク・プレミアム」が1%上昇しても、その株価のリスク・プレミアムは0.5%しか上昇せず、また、「マーケット・リスク・プレミアム」が2%下降しても、その株価のリスク・プレミアムは1%しか下降しない。また、0よりも小さいβをもつ株式は、「マーケット・リスク・プレミアム」が上昇すれば、その株価のリスク・プレミアムは下降するし、「マーケット・リスク・プレミアム」が下降すれば、その株式のリスク・プレミアムは上昇する。

以上を要約しよう。ファイナンス理論では、リスクを計量化するにつき、「トータル・リスク（分散可能リスクと分散不能リスクの和）」の算定基準であるσと、「分散不能リスク」の相対指標であるβを利用する。そして、CAPMの帰結は、より多くの「分散不能リスク」をとった者は、より多くのリターンを得ることができ、「分散不能リスク」をとらなかった者は、少しのリターンしか得ることができないということである。また、CAPMの前提は、「分散可能リスク」をとっても、リターンによって報われることはないということである。そこで、「分散不能リスク」は「リターンにより報われるリスク（compensated risk）」とも呼ばれ、「分散可能リスク」は「リターンにより報われないリスク（uncompensated risk）」とも呼ばれる。

Ⅲ．プルーデント・マン・ルールからプルーデント・インベスター・ルールへ

受託者による信託財産の投資に関する実務は、1960年代末より、劇的な変化を経験した。この変化は、モダン・ポートフォリオ・セオリーの影響を強く受

けていた[36]。そして、このような劇的な変化に対応するために、法の整備の必要性が問われていた。

1987年、アメリカ法律協会（American Law Institute, ALI）は、信託財産の投資に関するルールを改正することに限って、第２次信託法リステイトメントの部分的改正作業を開始した。そして、1990年５月の年次会合で、プルーデント・インベスター・ルールを承認し、1990年に、最終テキストを公開した[37]。

他方、1991年、統一法協会（Uniform Law Commission）は、完成した第３次信託法リステイトメントのプルーデント・インベスター・ルールを法典化するべく、３年間の起草計画に着手した。1994年に、同協会は統一プルーデント・インベスター法の最終テキストを公布し、1995年２月の中間年次会合で、アメリカ法曹協会（American Bar Association, ABA）は同法を承認した。

A．プルーデント・マン・ルール[38]

1．プルーデント・マン・ルール

まず、プルーデント・インベスター・ルールおよび統一プルーデント・インベスター法以前の信託財産の投資に関するルールを概観する。加えて、その古いルールに対する批判と改正を迫られた背景を説明する。

まず、イギリス法をみよう[39]。1719年、議会は、受託者がサウス・シー・カンパニー[40]株式に投資することを許可した。そのため、多くの受託者がそれに投資した。1720年、サウス・シー・カンパニー株式のバブルが崩壊し、株価は

---

[36] UNIF. PRUDENT INVESTOR ACT, Prefatory Note.

[37] 第１次信託法リステイトメントは1935年に公表され、第２次信託法リステイトメントは1959年に公表された。オースティン・W・スコット教授が、両リステイトメントのリポーターを務めた。

[38] Halbach, *supra* note 20, at 1151-54; Langbein, *Trust Investing, supra* note 5, at 643-45.

[39] 海原・前掲注２・204-08頁。

[40] 1711年、スペイン領アメリカと主に奴隷貿易をするために設立された特許会社。1718年、グレート・ブリテンのジョージＩ世がサウス・シー・カンパニーの社長（governor）となったため、信用が増した。1720年、サウス・シー・カンパニーが国債を肩代わりすることになり、その株式に途方もないブームが沸き起こった。楽観的な会社創立者、全くのペテン師等に操られ、本来ならばその株式を買えない者までが、その株式に対する分別のない投資を行っていった。1720年９月、バブルは崩壊し、多数の投資家が破産させられた。South Sea Bubble〈http://britanica.com/〉.

90%下落し、それにつられて、他の株式まで暴落した。それに対処するために、大法官（Chancellor）は、判例法により、受託者が適切な投資を行うべく、投資対象を特定のものに限定するリストを徐々に形成していった。当初は、国債のみがリスト・アップされていたが、後に、十分に担保された第一順位のモーゲージがリストに追加された。時代が進むにつれて、判例法だけではなく立法によって、リストは長くなっていった[41]。

伝統的には、信託財産は土地、モーゲージ、政府債に投資されており、信託証書により受託者に明示の権限が与えられていない限り、株式の購入は認められていなかった。しかし、受託者投資法（1961年）第2条第1項は、一般的に株式に投資することを許可した。ただし、受託者が選択しうる投資対象を特定のものに制限するポリシーは継続されていたし、また同時に、株式への投資は信託財産の半分を超えてはならないという制限も課されていた[42]。

しかし、受託者投資法（1961年）第2条第1項は、受託者法（2000年）第3条第1項により、廃止された。すなわち、受託者はいかなる種類の投資も行うことができると規定された。ちなみに、この改正は、後述のアメリカ信託法におけるプルーデント・インベスター・ルールの制定に影響を受けて、実現したものである[43]。

---

[41] 最初の立法として、Law of Property and Trustees Relief Amendment Act 1859 (Lord St. Leonards' Act), s. 32 により、東インド会社株式がリストに追加された。

[42] Trustee Investments Act 1961, s. 2 (1).

受託者投資法（1961年）の構造を説明しておく。まず、受託者が行いうる投資を2つの主要なグループに分ける。1つは、「狭い範囲」の投資であり、主に fixed-interest securities（固定金利証券）に対する投資であり、具体的には UK および他の EU 諸国の政府が発行または保証したものに対する投資である（Trustee Investments Act 1961, Schedule 1, Parts I & II)。もう1つは、「広い範囲」の投資であり、主に shares（株式）に対する投資である（Trustee Investments Act 1961, Schedule 1, Part I)。そして、まず、受託者は信託財産を半分に分けて、少なくとも一方の半分を「狭い範囲」の投資に振り向けなければならない（Trustee Investemets Act 1961, s. 2 (1))。その後、半分半分の比率が変化しても、受託者はその比率を調整をする必要はない（「広い範囲」の投資は「狭い範囲」の投資より、増殖する見通しがあるから)。

[43] Trustee Act 2000, s. 3 (1).

Trustee Act 2000 の立法過程を知るための文献として、Law Commission, Trustees' Powers and Duties, Law Commission Consultation Paper 146 (published 26 June 1997) 〈http://www.lawcom.gov.uk/library/library.htm〉; Law Commission, Trustees' Powers and Duties, Law Commission Report 260 (published 21 July 1999) 〈http://www.law-com.gov.uk/library/library.htm〉.

つぎに、アメリカ法をみよう[44]。19世紀から20世紀初頭のアメリカ法においても、いくつかの州がイギリス法と同じ道を辿った。裁判所あるいは議会は投資対象を限定し、いわゆるリーガル・リストを作成していった。リーガル・リストにおいては、当初は政府債と第一順位のモーゲージへの投資に限られていたが、徐々に一定の会社の社債および株式への投資が許されるようになっていった。

アメリカ法がイギリス法のリーガル・リスト方式から乖離する原因となり、後にプルーデント・マン・ルールとして知られるようになるルールを宣言したのは、1830年のハーバード大学対エイモリー判決[45]であった。以下、事案と判旨を説明しよう。

1823年、ジョン・マクリーンの死亡後、彼の遺言は検認裁判所で検認された。の内容は、ジョナサン・エイモリーとフランシス・エイモリー（遺言執行者兼受託者）に5万ドルを信託遺贈すること、彼らの最良の判断に従って、その5万ドルを十分な担保をとって貸し付けるか、または、安全かつ生産的な証券（国債、銀行債、その他の株式）に投資すること、信託財産の収入をジョン・マクリーンの妻のアン・マクリーンに彼女が死ぬまで定期的に支払うこと、彼女の死後は、信託財産の半分をハーバード大学に支払い、残りの半分をマサチューセッツ総合病院に支払うこと、等であった。また、ジョン・マクリーンの遺産（228,120ドル）は、製造会社の株式（100,800ドル）、保険会社の株式（48,000ドル）、銀行の株式（24,700ドル）、その他により構成されていた。

1824年、エイモリーらは、ジョン・マクリーンの遺産から5万ドル分の株式を選択して信託財産とした。その詳細は、エヌ・イー銀行株式（8,333.33ドル）、エフ・アンド・マリーン保険会社株式（16,466.67ドル）、ボストン製造会社株式とメリマック製造会社株式（計25,200.00ドル）であった。エイモリーらは、遺言執行者として、検認裁判所に対して、その勘定（account；信認関係から生じる当事者間の債権債務関係の一覧表）の承認を請求し、検認裁判所はそれを認容した。この検認裁判所の判決に対して、ハーバード大学もマサチューセッツ総合病院も上訴しなかった。

日本語文献として、樋口範雄「信託法の現在――比較法的スケッチ」ジュリスト1164号31頁、34-35頁（1999年）を参照せよ。

[44] 海原・前掲注2・208-22頁。

[45] Harvard College v. Amory, 26 Mass. (9 Pick) 446 (1830).

1828年、(ジョナサン・エイモリーは死亡していたので)、フランシス・エイモリーは、受託者として、検認裁判所に対して、それまでの勘定の承認を請求し、自身の辞任を申し立てた。ハーバード大学とマサチューセッツ総合病院は、エイモリーらが行った投資 —— ジョン・マクリーンの遺産から上記の株式を選択して信託財産としたこと —— から生じた元本の欠損を放置し、同時に、その配当の全額をアン・マクリーンに与えるという内容の勘定の清算 (settlement；債権債務の差引残高の清算) に異議を唱え、フランシス・エイモリーに対して、元本の欠損の補償を請求した。大学と病院側の主張によれば、その時点で、エフ・アンド・マリーン保険会社の株価は約12,350ドル、ボストン製造会社の株価は約8,100ドル、メリマック製造会社の株価は約9,000ドルに下落していた —— この元本部分を大学と病院が受け取ることになる ——。また、同じく大学と病院側の主張によれば、当時の普通利率が5％にもかかわらず、信託財産のその時点までの5年間の収入は合計で約20,493ドルに昇っていた —— この収入部分をアン・マクリーンが受け取ったことになる ——[46]。

検認裁判所は当該勘定を承認したので、ハーバード大学とマサチューセッツ総合病院は上訴した。マサチューセッツ州[47]最高裁判所は、つぎのように一般論を述べて、プルーデント・マン・ルールを定立した。

> 「受託者が投資する際、彼に要求されることは、誠実に行動し、健全な裁量を行使することのみである。思慮分別、慎重さおよび知性をもつ人が、投機に関してではなく自己の財産の永久的処分に関して、予想される収入と投資された元本の予想される安全性を考慮しながら、自己の事柄を処理する方法に、受託者は従わなければならない[48]。」

---

[46] 後述のマサチューセッツ州最高裁判所は、エフ・アンド・マリーン保険会社とボストン製造会社は通常より多額の定期および臨時の配当を行ったが、それには正当な理由があると認定した。また、それらの配当は、元本ではなく収入であるとして、元本に再び投資されずに、収入受益者 (アン・マクリーン) に全額が付与されたが、それは是認されると認定した。

[47] 理由は不明であるが、歴史的に、マサチューセッツ州は、信託に関する判例法を形成するうえで、常に指導的役割を果たしている。Halbach, *supra* note 20, at 1154.

[48] Harvad College v. Amory, *supra* note 45, at 461.

さらに、最高裁判所は、信託財産を過度に濫用したときにのみ、受託者は信託財産の損失を補償しなければならないが、正直に慎重に注意深く行動していれば、補償責任を負担させるべきではないと判示した。そして、本件においては、受託者が信託財産を過度に濫用した事情がないと認定して、先の検認裁判所の判断を是認し、後続手続を進めるべく検認裁判所に事件を差し戻した。結局、受益者側が敗訴し、受託者側が勝訴した[49]。

このプルーデント・マン・ルールは、リーガル・リストによる規制を破棄した点に意義がある。思慮分別のある投資の基準とは、産業界の実務の基準（standard of industry practice)、同様の状況におかれている受託者が行うであろう実務の基準である。したがって、この基準は客観的なものである。こうして、プルーデント・マン・ルールのもとで、受託者による私企業の社債および株式への投資が広く認められるようになった。

プルーデント・マン・ルールは、第２次信託法リステイトメントにも取り入れられた。

「第２次信託法リステイトメント」

「第227条　受託者が正当に行うことができる投資（Investments Which a Trustee Can Properly Make)

信託資金の投資を行うにつき、受託者は、受益者に対して、

(a)　信託条項または制定法条項に別段の定めがない場合、思慮分別のある人（prudent man）が、財産の維持およびそこから引き出される収入の金額と定期性を考慮して、自己の財産を処分するように、また、そのようにのみ投資を行う義務を負う。

(b)　信託条項に別段の定めがない場合、受託者による投資に適用される制定法があるとすれば、それに従う義務を負う。

---

[49] 本文に述べたように、エイモリーらは、検認裁判所に対して、遺言執行者としての勘定承認請求（前訴）と、受託者としての勘定承認請求（後訴）をしている。後訴(本件訴訟）において、最高裁判所は、主に２つの理由付けにより、エイモリーらの請求を認容し、ハーバード大学とマサチューセッツ総合病院の異議を棄却している。第一の理由付けは、本文に述べたように、エイモリーらはプルーデント・マン・ルールに従っていたことであり、第二の理由付けは、前訴において、大学と病院側が上訴しなかったことである。

(c) 第165条から第168条に規定される場合を除き、信託条項に従う義務を負う。[50]」

現在では、ほとんどの州において、プルーデント・マン・ルールが採用されている。

2．プルーデント・マン・ルールの運用、および、問題点と批判[51]

その後、裁判所はプルーデント・マン・ルールを個別の事件に適用し、それを具体化させていった。

第3次信託法リステイトメントのリポーターであるホールバック教授は、判例法の発展をつぎのように評価する。普遍的なプルーデント・マン・ルールが具体化され、裁判所が受託者に対して手引きを示そうとすればするほど、ルール自体は普遍性および融通性を失った。一般的な基準は、しばしば、どの種類またはどの性質の投資が許されるかを規定する原則に具体化された。その過程で、多くの投資対象または投資行動が、実際に受託者が注意深く行動したかどうかに関係なく、「投機的（speculative）」というラベルを貼られたり、それだけでインプルーデントである(per se imprudent)とされることがしばしばであった[52]。

また、統一プルーデント・インベスター法のリポーターであるラングバイン教授は、判例法の発展をつぎのように評価する。裁判所は、「投機的」か否かの基準を、「投機的」が何を意味するかを考慮することなく、重視するようになった。たとえば、第2次信託法リステイトメント第227条のコメントfは、信用取引による株式の購入や割引率の高い社債の購入を投機的でインプルーデントであるとした。また、いくつかの州では、第二順位以下のモーゲージは、

---

[50] RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS § 227 (1959).

第2次信託法リステインメント第165条は、信託条項が受託者に実現不可能なことを行うことを要求している場合、受託者はそれに従う義務を負わないと規定する。同第166条は、信託条項が不法な場合、受託者はそれに従う義務を負わないと規定する。同第167条は、事情変更の場合、裁判所は受託者に対して、信託条項から逸脱することを命令または許可できると規定する。同第168条は、裁判所は受託者に対して、信託条項に定める時期よりも前に、受益者に信託財産を付与することを命令または許可できると規定する。

[51] Halbach, *supra* note 20, at 1152-54; Langbein, *Trust Investing, supra* note 5, at 644-45.

[52] Halbach, *supra* note 20, at 1152.

それがいかに担保されていようと、それだけでインプルーデントであるとした。また、共通の認識として、ベンチャー企業には投資してはならなかった。こうして、「投機的」という基準の適用について、馬鹿げた判例法が形成されていった[53]。

結局、プルーデント・マン・ルールという一般的な基準を定立しながらも、その運用は、リーガル・リストの内容を多少柔軟にしただけであったと評価できる。このような裁判所による運用は、実務に困難をもたらした。20世紀前半には、受託者は投機を避け、もともとの信託財産の維持に努め、長期の国債や社債に投資することが典型的であった。しかし、第2次世界大戦後の急激なインフレにより、債券の正味価値は急激に下がり、急激なインフレに弱いことが判明した。そして、現在では、インフレに対処するためには、インフレ調整済みの正味利率を示す株式が表面利率を示す債券よりも優れていることが判明している。かくて、20世紀後半には、少なくとも株価変動のリスクに耐えられる受託者は、株式投資の割合を増やす傾向にあるといわれている[54]。しかし、プルーデント・マン・ルールのもとでの判例法は、多くの投資対象と投資行動を恣意的に禁止していて、実務にとっては非生産的なものになっていた[55]。プルーデント・マン・ルールと、現代の資産運用実務との齟齬は、前者の早急な改正を必要としていたのである。

プルーデント・マン・ルールに関する裁判例は多数存在するが、ここでは、1977年のカリフォルニア州控訴裁判所によるエステイト・オブ・コリンズ判決[56]を概観し、当該ルールがどのように運用されているかを具体的に検討しておこう。

遺言信託の事案で、原告受益者は設定者の家族であり、被告受託者は設定者のビジネス・パートナーで、弁護士であった。遺言証書によれば、受託者は不動産、動産等のいかなる種類の財産も購入できるし、かつ、社債、株式等のいかなる種類の資産も購入できると規定されていた。また、受託者に与えられる裁量権は絶対的なものであり、その行使は利害関係者全員に対し終局的なものであると規定されていた。さて、受託者は、信託財産の金8万ドルのうちの金

---

53 Langbein, *Trust Investing, supra* note 5, at 644-45.

54 *Id.* at 645.

55 Halbach, *supra* note 20, at 1153.

56 Estate of Collins, 139 Cal. Rptr. 644 (1977).

５万ドルを、受託者の顧客であるが、建設融資約束の履行を拒絶されていた不動産ディヴェロッパー株式会社（借主会社）に貸し付けた。その貸付には、借主会社が所有する未開発の土地（約10.7万ドル）の第二順位のモーゲージ（被担保債権は５万ドル）が付されたが、それは、第一順位のモーゲージ（被担保債権は９万ドル）が実行されると、実質的には無価値となるものであった。その際、受託者は、その土地の価格を鑑定せず、借主会社の財務諸表をチェックしなかった。さらに、その貸付について、借主会社の株式の20％に質権が設定されたが、受託者は現実の占有を取得しておらず、また、借主会社の経営者とその配偶者の個人保証が付加されたが、受託者は保証人らの財務諸表をチェックしていなかった。

当該貸付は実行されたが、まもなく、借主会社は破産してしまい、保証人らは自己破産してしまった。結局、受託者は当該財産に対する全権利を喪失し、当該投資は無価値となり、諸費用も含め、信託財産のうちの金６万ドルを失った。そこで、受益者は受託者に対し、不適切な投資を行ったとして、損害賠償を請求した。

第一審裁判所は、ハーバード大学対エイモリー判決と同様の言葉を用いて、プルーデンス基準を採用したが、被告受託者は合理的な注意、勤勉、用心（＝思慮分別）を尽くしたと認定して、被告受託者を勝たせた。そこで、原告受益者が控訴した。

第二審裁判所は、第一審裁判所の事実認定および結論とは逆に、被告受託者はプルーデンス基準に従っていないとして、原告受益者を勝たせた。その判決理由を簡単に述べよう。第一に、受託者は信託財産を分散投資する義務を負うが、本件の受託者は信託財産の約３分の２を１つの資産に投資したので、分散投資を行わなかった。第二に、通常、第二順位以下のモーゲージは適切な投資対象とはいえず、しかも本件においては、当該モーゲージは実質的には無価値となるものであった。第三に、受託者がモーゲージを購入する場合、モーゲージ対象財産の価値およびモーゲージ設定者の財務状態を注意深く調査しなければならないが、本件では、物的および人的保証について、受託者は注意深く調査しなかった。

以上の判決理由をみる限り、第二順位のモーゲージに対する投資は通常は適切な投資とはいえないと判断されており、プルーデンス基準が採用されつつも、それが硬直的なものとなっていることがわかる。ただし、受託者は思慮分別を

尽くしたとは到底いえない事案であることに注意する必要がある。

B．第３次信託法リステイトメントにおけるプルーデント・インベスター・ルール

以上の問題に対処するために、第３次信託法リステイトメントのプルーデント・インベスター・ルールは制定された。

プルーデント・インベスター・ルールは、第３次信託法リステイトメント第７章（信託の管理）第５節（信託資金の投資）[57]第227条から第229条に、規定されている。また、第227条から第229条以外の条文も、プルーデント・インベスター・ルールに関する限度で変更されている。重要条文である第227条、第171条、同条コメントｈは、以下の通りである[58]。

「第３次信託法リステイトメント：プルーデント・インベスター・ルール」

「第227条　思慮分別のある投資の一般的基準（General Standard of Prudent Investment）

受託者は、受益者に対して、信託の目的、条項、配分要件、その他の状況に照らして、思慮分別のある投資家（prudent investor）が行うであろうように、信託資金を投資および管理する義務を負う。

(a)　この基準は、合理的な注意、技術、用心（reasonable care, skill, and caution）を尽くすことを要求し、かつ、個別の投資に対して、個別的に適用されるのではなく、当該信託ポートフォリオのコンテクストの中で適用されるべきであり、また、当該信託にとって合理的に適合したリスクとリターンの目標が組み込まれている投資戦略の全体の一部として適用されるべきである。

---

[57] RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS: PRUDENT INVESTOR RULE, chapter 7 ("The Administration of the Trust"), topic 5 ("Investment of Trusts Funds").

[58] アメリカ法律協会編、早川眞一郎訳『米国信託法上の投資ルール ―― 第３次信託法リステイトメント：プルーデント・インベスター・ルール ――』（学陽書房、1996年）を参照せよ。

(b) 投資判断の決定および実行の際、受託者は分散投資義務を負う、ただし、その状況ではそうしないことが思慮分別がある場合は除く。

(c) 加えて、受託者は、

(1) 基本的な信認義務である忠実義務（duty of loyalty）（第170条）および公平義務（duty of impartiality）（第183条）に従わなければならない。

(2) 権限を委任するか否か、および、どのように委任するかを決定する際、ならびに、エージェントを選任および監督する際、思慮分別をもって行動しなければならない（第171条）。かつ、

(3) 金額において合理的であり、受託者職（trusteeship）の投資に関する責任にとって適切である費用だけを負担しなければならない（第188条）。

(d) 本条の受託者の義務は、信託条項または制定法条項に投資に関する別段の定めがある場合を規定する第228条の規定に従う。[59]」

「第171条　委任に関する義務（Duty with Respect to Delegation）

受託者は、思慮分別のある人であれば他人に委任するような場合を除いて、受託者の責務を自ら執行する義務を負う。信託の管理において、受認者の権限を委任するか否か、誰に、どのように、委任するかを決定するに際して、そして、委任後にエージェントを監督するに際して、受託者は、受益者に対して、受認者の裁量を行使する義務を負い、かつ、同様の状況において思慮分別のある人が行うであろうように行動する義務を負う。[60]」

「第171条　コメントh　投資を行う権限（Power to make investments）

受託者は、信託の投資に関する行為の全部を自ら履行することを要

---

[59] RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS: PRUDENT INVESTOR RULE § 227.

第３次信託法リステイトメント第228条は、信託財産の投資につき、受託者は受益者に対し、投資に関する制定法条項および信託条項に従う義務を負うと規定する。

[60] RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS: OTHER SECTIONS AFFECTING OF AFFECTED BY THE PRUDENT INVESTOR RULE § 171 (1992).

求されない。

受託者が受認者の役割を果たすために正当に選任されるに際し考慮される資質および資格はさまざまであり、信託の投資プログラムの範囲および複雑さもさまざまなので、投資機能の委任における思慮分別のある態度について、単純かつ精確な法的ルールにより表現することはできない。

必要とされる専門家の助言を受けるとしても、受託者は、最低限、自ら信託投資の目的を定義しなければならない。加えて、受託者は、自ら信託投資の戦略およびプログラムを策定するか承認するかしなければならない。これらは、たとえ限定的で一般的なものであっても、明確な言葉により表現されることが必要であり、望ましい。

それ以外のことについては、受託者は、いかなる投資に関する責務を委任するかを決定するに際し、注意、技術、用心を尽くさなければならない。また、エージェントの選任、委任内容の決定、委任の状況および条件に適合的な方法によりエージェントが履行しているかどうかの監視および監督において、受託者は、受認者の思慮分別を尽くさなければならない。[61]」

さて、第3次信託法リステイトメントのリポーターであるホールバック教授が発表した、同リステイトメントの信託財産の投資に関するルールの解説を紹介しながら、同リステイトメントのプルーデント・インベスター・ルールを説明しよう[62]。同教授は、金融理論および金融実務における変化に適合するためだけでなく、多様な信託と受託者の多様な需要と状況を汲み取るためにも、信託財産の投資に関するルールは柔軟かつ普遍であるべく改正されなければならない、と主張する[63]。

---

[61] *Id.* § 171 cmt. h.

[62] Halbach, *supra* note 20, at 1154-59, 67-75. その他、Edward C. Halbach, Jr., *The Restatement Third of Trusts: A Look Ahead, in* MODERN INTERNATIONAL DEVELOPMENTS IN TRUST LAW 195-96, 199-201 (David Hayton ed. 1999); Edward C. Halbach, Jr., *Uniform Acts, Restatements, and Trends in American Trust Law at Century's End*, 88 CAL. L. REV. 1877, 1908-21 (2000).

[63] Halbach, *supra* note 20, at 1154-59. その他、Halbach, *The Restatement Third of Trusts: A Look Ahead, supra* note 62, at 199.

ホールバック教授は、第３次信託法リステイトメント第227条に規定される受託者の思慮分別義務について、はじめに総論を述べ、続いて各論５項目を説明する。まず、総論を紹介しよう。

第３次信託法リステイトメントのプルーデント・インベスター・ルールは、いかなる投資であっても、それだけで無思慮無分別（per se imprudent）であることはないという前提を承認する。したがって、それぞれの信託財産は目的と内容において多様であるため、当該信託財産ポートフォリオのニーズとコンテクストを無視して、個別の投資または投資技術がリスキーかリスキーでないかを、法が普遍的に規定しようとすることは不適切である。逆からいいかえると、個別の投資または投資行為が適切か否かは、当該信託財産ポートフォリオの任務と信託目的の点から、評価されなければならない。すなわち、個別の投資または投資行為が適切か否かは、それが、当該信託の分散投資のニーズに貢献するかどうか、当該受託者が負う公平義務の履行に貢献するかどうか、当該信託財産にとって合理的なリスクとリターンの実現に貢献するかどうかによって評価されなければならない。

したがって、思慮分別義務を履行するためには、受託者は普遍的なリスクの基準に照らして個別の投資の適切不適切を判断するだけではだめで、個別の投資、個別の投資行為、当該信託の性質に関するさまざまな要素を検討かつ比較考量しなければならない。受託者はこれを注意、技術、用心（＝思慮分別）をもって行わなければならない[64]。

ホールバック教授は、このように総論を述べたうえで、第３次信託法リステイトメント第227条は柔軟な思慮分別のある投資の基準を規定するとして、各論を説明する。

１．ポートフォリオのリスクの程度に関する義務

ホールバック教授は、各論の第一として、第３次信託法リステイトメント第227条(a)に規定される、ポートフォリオのリスクの程度に関する義務を説明する。モダン・ポートフォリオ・セオリーによって、「分散不能リスク」とリターンの相関関係が明らかにされた。したがって、「分散不能リスク」の程度に関する合理的な判断は、受託者の投資戦略全体の必須部分となる。かくて、受託

---

[64] Halbach, *supra* note 20, at 1167.

者は、そのときどきに、自らの管理するポートフォリオ全体の「分散不能リスク」とリターンを意識的に判断する義務が発生する。その判断は、それぞれの信託における、受益者への配分要件、「分散不能リスク」に対する許容度、信託条項と信託目的、関連する状況に基づかなければならない。

従来の判例や旧リステイトメントは、それぞれの信託目的や状況を顧慮することなく、すべての信託に共通する客観的な基準が存在するかのごとく、「投機」および過剰なリスクをとることを非難していた。そこでは、受託者は、投資に際し、過剰なまでに保守的であることを要求されていた。

しかし、それぞれの信託により、「分散不能リスク」とリターンの目標は異なり、「分散不能リスク」に対する許容度も異なる。さらに、比較的短期間の視点によるのではなく、長期間の視点により投資が収益を生み出しているかどうかを判断すべきである。第3次信託法リステイトメントは、受託者の思慮分別義務は受託者の行為の合理性によりテストされるべきで、投資の結果によりテストされるべきではないことを強調する。

しかしながら、第3次信託法リステイトメントは、投資において保守的であるべしという伝統的な選好を破棄したわけではない。ただ、それぞれの信託によって、信託目的や状況が大きく異なるという事実を認め、それを考慮するようになったのである。したがって、投資に対して保守的であるべしとする一般的な義務は、昔も今も、注意義務から導かれるが、現在では、個別具体的な信託ごとに、投資に対して保守的であるべき程度や、特定の信託に許容される「分散不能リスク」の程度を解釈して判断しなければならないのである[65]。

2．分散投資義務

ホールバック教授は、各論の第二として、第3次信託法リステイトメント第227条(b)に規定される、分散投資義務を説明する。同教授は、現代における思慮分別のコンセプトにとって、分散投資義務は中心的義務であることを強調する[66]。

モダン・ポートフォリオ・セオリーは、つぎのことを明らかにした。オイル・

---

[65] *Id.* at 1167-68.

[66] 第2次信託法リステイトメントは、第227条にプルーデント・マン・ルールを規定し、それとは別に、第228条にリスクを分散させる義務を規定していた。RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS §§ 227, 228 (1959).

ショック等の経済的事件はそれぞれの投資対象に対して同じように影響を与えるわけではない。有効に分散投資するためには、投資対象の数が多ければよいというだけではなく、経済的事件に対する反応を打ち消しあうような投資対象を選択しなければならない。それだけみれば変動が激しい投資であっても、当該ポートフォリオ内の他の投資の変動と連動しない傾向がある場合 —— ファイナンス理論でいえば、相関係数が小さい場合 ——、当該受託者のリスク・マネジメントに貢献することになる。これが、分散投資義務が重要とされる理由であり、また、個別の投資はそれ単独で評価されるべきではなく、当該信託ポートフォリオにおいてどのような役割を果たすかによって評価されるべしとされる理由である。

分散投資義務は、受託者に対して、単に、信託目的や状況に適合するリスクより高いリスクをとるな、と注意しているだけではない。「分散可能リスク」を減らす合理的な努力をせよ、そうすれば、「分散不能リスク」だけに反応するポートフォリオを形成できる、と警告しているのである[67]。

付け加えて、ホールバック教授は、集団投資（pooled investing）の利用により、受託者は、完全なる分散投資（「分散可能リスク」だけに反応するポート

「第２次信託法リステイトメント」

「第227条　受託者が正当に行うことができる投資（Investments Which a Trustee Can Properly Make）（前掲注50）」

「第228条　損失のリスクの分散（Distribution of Risk of Loss）

信託条項による別段の定めがある場合を除き、受託者は、受益者に対して、合理的な分散投資により損失のリスクを分散する義務を負う、ただし、その状況ではそうしないことが思慮分別がある場合は除く。」

しかし、リスクを分散させる義務は、現代的な意味における思慮分別とって中心的なものであるために、新しいプルーデント・インベスター・ルールに関する基本的なテキストとコメント（第３次信託法リステイトメント第227条(b)）に包摂された。RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS: PRUDENT INVESTOR RULE ch. 7 ("The Administration of the Trust"), topic 5 ("Investment of Trust Funds"), Introduction ("Principles of prudence").

[67] Halbach, *supra* note 20, at 1169-70.

フォリオ）を簡単に実現できることを指摘する[68]。

3．公平義務

ホールバック教授は、各論の第三として、第3次信託法リステイトメント第227条(c)(1)に規定される、公平義務を説明する。投資行為における受託者の公平義務とは、当該信託における多様な受益者の利益に結び付けられた多様な目的を比較考量しなければならないという義務である。すなわち、全受益者を公平に取り扱わなければならないという義務である。公平義務は、従来の判例や体系書においても認められていたが、あいまいに定義されていたり、ほとんど説明されていなかったり、という具合であった。第3次信託法リステイトメントは、柔軟かつ包括的な公平義務を想定し、その明確化を志向し、必要とあれば、その拡張を試みている。

多様な受益者の利益衝突とは、信託財産から派生するインカム・ゲイン（net income）を得る収入受益者（income beneficiary）とキャピタル・ゲイン（capital appreciation）を得る残余受益者（remainder beneficiary）との間の利益衝突[69]、複数の収入受益者間の利益衝突[70]、複数の残余受益者間の利益衝突[71]がある。たとえば、収入受益者はポートフォリオの収入（income）の生産性を重視し、残余受益者はポートフォリオの元本（principal）の維持を重視する。かくて、第3次信託法リステイトメントは、このようなさまざまな受益者の利益衝突に敏感に対応するものであることが志向されている。

受託者はさまざまな受益者を公平に取り扱わなければならないが、それぞれの受益者の利益状況の差異は当該信託の性質、目的、状況により異なる。たとえば、信託財産の収入をどの程度生産しなければならないか、信託財産の元本をどの程度維持しなければならないか[72]、そして、それらのバランス[73]は、そ

---

[68] *Id.* at 1170.

[69] 海原・前掲注2・276-77頁。

[70] 収入受益者間でも、各人のリスクに対する選好は異なるであろうし、各人のニーズ、目的、課税状況も異なるであろう。Halbach, *supra* note 20, at 1171.

[71] 残余受益者間でも、収入受益者間と同様に、各人の状況は異なるであろう。*Id.* at 1171.

[72] 信託財産の元本の維持については、インフレ・リスクを回避するために、表面価値（face value）の維持だけではなく、実質価値（real value）の維持も求められる。*Id.* at 1172.

[73] 19世紀においては、収入と元本の区別は容易であった。たとえば、当時の典型的な

れぞれの信託により異なる。かくて、第3次信託法リステイトメントにおける受託者の公平義務は、柔軟なものであり、当該信託の性質、目的、状況等の多種多様な要素を考慮して、評価されるものであることが明確に志向されている[74]。

ここで、ホールバック教授は、以上の3つの義務 —— ポートフォリオのリスクの程度に関する義務、分散投資義務、公平義務 —— を総括して、つぎのように指摘する。これらの義務は、受託者による投資計画の実行におけるリスク管理義務の中心的なものである。これらの義務のもとでは、受託者は、「分散可能リスク」を減らす合理的な努力を尽くさなければならない。「分散可能リスク」は、より高いリターンによって報われることがないからである。他方で、これらの義務は、「分散不能リスク」に対する受託者の選好態度 ——「分散不能リスク」を減らすべし、あるいは、「分散不能リスク」を増やすべし等の投資判断 —— を決定することはない。「分散不能リスク」は、市場の価格機構を通じて、より高いリターンによって報われるし、また、どのくらい「分散不能リスク」をとるかは、ポートフォリオまたは個別の投資がどのくらいの期待利益を生むかに直接的に関係する。したがって、それぞれの信託において、

信託財産である土地の場合、果実と賃料が収入であり、土地が元本である。しかし、金融資産の登場により、収入と元本の区別は、受託者が操作できるものとなった。たとえば、受託者が新興企業 —— その利益のほとんどは、企業に再び投資され、投資家に配当されない。—— に投資することにすれば、収入受益者は損害を被る。反対に、受託者が高い利回りの株式または社債 —— その企業の利益のほとんどは、投資家に配当され、元本の値上がり益はあまり期待できない。—— に投資することにすれば、残余受益者は損害を被る。かくて、信託財産における金融資産の比重が増すにつれて、受託者の公平義務の重要性も増すことになる。Langbein, *Trust Investing*, *supra* note 5, at 667.

信託財産の投資においては、公平義務とモダン・ポートフォリオ・セオリーは緊張関係にある。ある信託において高い収入を上げることが求められている場合、公平義務に従えば、高いインカム・ゲインは得られるがキャピタル・ゲインはない社債に投資することになる。しかし、モダン・ポートフォリオ・セオリーに従えば、長期的には、トータル・リターン・ベースで、株式は社債に優る。すなわち、公平義務は、受託者が、高いインカム・ゲインを上げるため、より低いトータル・リターンを受け入れることを促進することになる。いいかえれば、多くの信託の場合、高い割合で株式に投資することが受託者の思慮分別義務に適っていても、高い収入を上げることが求められている信託の場合、高い割合で社債に投資することが受託者の公平義務に適っていることになる。*Id.* at 667-68.

[74] Halbach, *supra* note 20, at 1171-72.

どの程度の「分散不能リスク」の負担が適切であるか否かは、信託条項の解釈の問題であり、かつ、受託者の判断の問題である[75]。

4．受託者の権限委任に関する規定

ホールバック教授は、各論の第四として、第３次信託法リステイトメント第227条(c)(2)、第171条および同条コメントｈに規定される、受託者の権限委任に関する義務を説明する。

第２次信託法リステイトメント第171条および同条コメントhは、厳格な要件のもとに、不承不承、受託者がその権限を委任することを認めていた[76]。しかし、思慮分別のある投資を行うためには――リスクとリターンを適切に判断して、それぞれの信託に適切なポートフォリオを形成するためには――、受託者は金融専門家の助言を必要とすることになる。そこで、第３次信託法リステイトメントは、第２次信託法リステイトメントに比して、受託者による権限委任を肯定的に評価したのである[77][78][79]。

---

[75] *Id.* at 1172-73.

[76] RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS § 171, § 171 cmt. h (1959).

「第２次信託法リステイトメント」

「第171条　委任してはならない義務（Duty Not to Delegate）
受託者は、受益者に対して、受託者が自ら履行することを合理的に要求される行為を行うことを他人に委任してはならないという義務を負う。」

「コメントｈ　投資を行う権限（Power to make investment）
受託者は投資を選択する権限を他人に正当に委任できない。」

[77] RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS: OTHER SECTIONS AFFECTING OF AFFECTED BY THE PRUDENT INVESTOR RULE § 171, § 171 cmt. h (1992).

「第３次信託法リステイトメント」

「第171条　委任に関する義務（Duty with Respect to Delegation）（前掲注60）」

「コメントh　投資を行う権限（Power to make investments）（前掲注61）」

[78] Halbach, *supra* note 20, at 1173-74.

5．投資の際、費用を意識する義務

ホールバック教授は、各論の第五として、第3次信託法リステイトメント第227条(c)(3)に規定される、投資の際、費用を意識する義務（duty to be cost conscious in investing）を説明する。

従来から、受託者は、信託を管理する際、正当な理由のない費用を負担することを避ける義務を負っていた。しかし、第3次信託法リステイトメントは、費用の負担に関して合理的に行動する義務をより強調し、受託者が不適切または過剰な費用を負担することを禁止した。

コストを意識して信託を管理をするためには、ある特定の投資戦略または投資行為を選択する場合、その調査費用と取引費用を、そこからの増加収益の現実的な予想と比較して判断することが重要となる。

第3次信託法リステイトメントがコストを意識する義務を強調する背景には、第一に、プルーデント・インベスター・ルールが慣例に従わない、ときには挑戦的な投資計画を実行することをも受託者に許していることが挙げられる。第二に、最新の投資商品が続々と開発され、利用可能であることが挙げられる。それらの最新の投資商品は、さまざまな内容をもつだけではなく、同じような投資商品でも、異なる料金で提供されていることもある。挑戦的な投資計画の実行可能性を判断するために、あるいは、最新の複雑な仕組みをもつ投資商品に対する投資可能性を判断するために、受託者が専門家にその判断を委ねたり、助言を求めたりする場合、彼らに対する報酬が受託者の報酬に加算される。ま

---

[79] 投資権限の委任も含め、権限の委任一般について、受託者はエージェントの行為に対してどのような責任を負うのか。

第2次信託法リステイトメント第225条は、受託者はエージェントの選任および監督につき責任を負うのみで、それにつき注意を尽くしていれば、エージェントの行為につき責任を負わないと規定する。RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS § 225 (1959).

第3次信託法リステイトメントがどのような規定になるかは未定であるが、少なくとも、第3次信託法リステイトメントのプルーデント・インベスター・ルールによっては、第2次信託法リステイトメント第225条は変更されていない。RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS: OTHER SECTIONS AFFECTING OR AFFECTED BY THE PRUDENT INVESTOR RULE.

つまり、第2次信託法リステイトメント第171条は、権限委任を例外的にしか認めなかったが、第3次信託法リステイトメント第171条は、権限委任を原則的に認めた。このことが、今のところは、エージェントの行為に対する受託者の責任に関する規定に影響を与えていないようである。後掲注94を参照せよ。

た、ミューチュアル・ファンド等の集団投資ヴィークル（pooled investment vehicle）の購入料金と管理料金も加算される。第3次信託法リステイトメントにおける非合理的または不適切な費用の負担を避ける義務は、これらの専門家に対する報酬や集団投資ヴィークルの料金等の費用について、受託者は意識しなければならないことを規律しているのである。しかし、そうであるからといって、専門家や集団投資ヴィークルの利用が抑制されるべきではないことはいうまでもない[80]。

以上、ホールバック教授の解説を紹介しながら、第3次信託法リステイトメントのプルーデント・インベスター・ルールについて説明した。

C．統一プルーデント・インベスター法

第3次信託法リステイトメントの部分であるプルーデント・インベスター・ルールの完成を受けて（1990年）、その法典化を実現すべく、統一プルーデント・インベスター法が制定された（1994年）。2001年12月現在、36州とコロンビア特別区が統一プルーデント・インベスター法を採用している[81]。

あらかじめ、統一プルーデント・インベスター法第1条から第9条の和訳を掲げておく。

「統一プルーデント・インベスター法」

「第1条　プルーデント・インベスター・ルール（Prudent Investor Rule）

(a)　(b)項に別段の定めがある場合を除いて、信託財産を投資および管理する受託者は、信託受益者に対して、本法に定められているプルーデント・インベスター・ルールに従う義務を負う。

(b)　デフォルト・ルールであるプルーデント・インベスター・ルールは、信託条項によって、拡大され、制限され、削除され、変更されうる。受託者は、受益者に対して、信託条項に合理的な信頼をおいて

---

[80] Halbach, *supra* note 20, at 1174-75.

[81] 〈http://www.nccusl.org/nccusl/uniformact_factsheets/uniformacts-fs-upria.asp〉.

行動した限りにおいて、責任を負わない。」

「第2条　注意の基準、ポートフォリオの戦略、リスクとリターンの目標（Standard of Care; Portforio Strategy; Risk and Return Objectives）

(a)　受託者は、信託の目的、条項、配分要件、その他の状況を考慮することによって、思慮分別のある投資家がそうするように、信託財産を投資および管理しなければならない。この基準を満たすために、受託者は合理的な注意、技術、用心を尽くさなければならない。

(b)　個別の財産に関する受託者の投資および管理の判断は、個別単独にではなく、信託ポートフォリオの全体のコンテクストの中で評価されなければならず、そして、それは、当該信託にとって合理的に適合するリスクとリターンの目標をもつ包括的な投資戦略の一部として評価されなければならない。

(c)　受託者が信託財産を投資および管理する際に考慮しなければならない事柄の中で、信託またはその受益者に関係がある事柄は、以下の通りである。

(1) 一般的な経済条件。

(2) インフレまたはデフレの予想される影響。

(3) 投資判断または投資戦略の税金に関する予想される結果。

(4) 金融資産、閉鎖会社の利益、有体動産、無体動産、不動産を含みうる信託ポートフォリオ全体の中で、個別の投資対象または投資行動が果たす役割。

(5) インカム・ゲインおよびキャピタル・ゲインからの期待されるトータル・リターン（the expected total return from income and the appreciation of capital）。

(6) 受益者のその他の財産。

(7) 流動性（liquidity）、収入の定期性（regularity of income）、および、元本の維持または増加（preservation or appreciation of capital）の要請。および、

(8) 信託財産と、信託目的または1人もしくはそれ以上の受益者との間の、特別な関係または価値。

(d) 受託者は、信託財産の投資および管理に関連する事実を明らかにするために、合理的な努力をしなければならない。

(e) 受託者は、本法の基準に合致する、いかなる種類の財産またはいかなるタイプの投資にも、投資することができる。

(f) 特別な技術もしくは専門を有する受託者、または、特別な技術もしくは専門を有するとする受託者による表示が信頼されて受託者となる者は、当該特別な技術もしくは専門を尽くす義務を負う。」

「第3条　分散投資（Diversification）

受託者は、信託の投資を分散させなければならない、ただし、特別な状況のために、分散させずに信託目的がよりよく達成されると受託者が合理的に判断した場合を除く。」

「第4条　受託者職開始時の義務（Duties at Inception of Trusteeship）

受託者職の受諾後または信託財産の受領後の合理的期間内に、受託者は、信託ポートフォリオを信託の目的、条項、配分要件、その他の状況および本法の要件に合致させるために、信託財産を調査し、そして、財産の維持または処分につき決定を行い、それを実行しなければならない。」

「第5条　忠実（Loyalty）

受託者は、受益者の利益のためだけに、信託財産を投資および管理しなければならない。」

「第6条　公平（Impartiality）

信託が2人またはそれ以上の受益者を有する場合、受託者は、信託財産の投資および管理の際には、受益者同士の異なる利益を考慮に入れて、公平に行動しなければならない。」

「第7条　投資コスト（Investment Costs）

信託財産の投資および管理に際して、受託者は、信託財産、信託目

的、受託者の技術との関係で、適切かつ合理的なコストだけを負担することができる。」

「第8条　遵守の調査（Reviewing Compliance）

プルーデント・インベスター・ルールを遵守しているか否かは、受託者の決定または行動の時に存在する事実と状況に照らして判断され、結果によって判断されることはない。」

「第9条　投資および管理機能の委任（Delegation of Investment and Management Function）

(a) 受託者は、同様の状況にある同等に熟練した思慮分別のある受託者が正当に委任するであろう投資および管理機能を委任することができる。受託者は、以下の事柄において、合理的な注意、技能、用心を尽くさなければならない。

(1) エージェントの選任。

(2) 信託目的および信託条項に合致する、委任の範囲および委任条項の策定。および、

(3) エージェントの履行および委任条項の遵守を監視するために、エージェントの行動を定期的に調査すること。

(b) 委任された機能を履行する際、エージェントは、当該信託に対して、委任条項を遵守するべく合理的な注意を尽くす義務を負う。

(c) (a)の要件を満たす受託者は、受益者または信託に対して、エージェントの決定または行動について、責任を負わない。

(d) 当該州法に準拠する信託の受託者からの権限委任を受け入れることにより、エージェントは当該州裁判所の管轄に服することになる。[82]。」

さて、統一プルーデント・インベスター法について、リポーターであるラングバイン教授による解説を紹介する[83]。

---

[82] UNIF. PRUDENT INVESTOR ACT §§ 1-9.

[83] Langbein, *Trust Investing, supra* note 5, at 645-54.

統一プルーデント・インベスター法の表題としては、第3次信託法リステイトメントと同様に、従来の「プルーデント・マン」を新しく「プルーデント・インベスター」に変更した。すなわち、「マン」から「インベスター」にユニセックス化したが、「プルーデンス」基準を採用していることに変わりはない。

「プルーデンス」基準とはどういうものかを規定する際に、統一プルーデント・インベスター法は、3つの点で、従来の「プルーデンス」基準を変更した。これらの改変は、第3次信託法リステイトメントがすでに採用しているものである。第一の改変は、分散投資義務を規定したことである。第二の改変は、信託財産の投資について、投機を回避することが受託者の最優先の任務であるというルールの代わりに、当該信託がどのくらいのリスクをとれるかにつき受託者は敏感でなければならないと規定したことである。すなわち、受託者は、当該信託に合理的に適合するリスクとリターンを考えて信託財産の投資を行わなければならないと規定した。第三の改変は、従来、受託者の権限委任は厳格に制限されていたが、それを改め、受託者は投資専門家に投資権限を委任することを許容し奨励すると規定したことである。金融理論および金融実務の発展により、信託財産の投資および管理を有効に行うためには、専門的知識が必要とされるようになったことから、このような改変がなされた。第一および第二の改変が、何に投資すべきかを規定したのに対し、第三の改変は、どのように投資を実行すべきか規定したのである。以下、これらのラングバイン教授が説明する3つの改変について、順に説明しよう。

1．分散投資義務

第一の改変は、統一プルーデント・インベスター法が、分散投資義務を規定したことである（同法第3条）。

モダン・ポートフォリオ・セオリーは、「分散可能リスク（産業特有のリスクや企業特有のリスク）」はリターンによって報われず、分散投資によって回避されるが、「分散不能リスク」はリターンによって報われることを指摘した。モダン・ポートフォリオ・セオリーに答えて、統一プルーデント・インベスター法は「分散可能リスク」の分散投資義務を規定したのである。

ラングバイン教授は、分散投資について、つぎのように付け加える。受託者が分散投資を実現するためには、多数の銘柄を含む多額のポートフォリオを形成しなければならない。しかし、ミューチュアル・ファンド等の集団投資ヴィー

クル（pooled investment vehicle）の利用により、受託者は少額の資金と費用で分散投資を実現することができる[84]。

2．受託者はいかなる種類の投資も許される。

第二の改変は、統一プルーデント・インベスター法が、リーガル・リストを作成し、特定の種類の投資を禁止するという方式を廃棄したことである（同法第2条(e)）。

特定の種類の投資対象がそれだけで本来的に危険であるという考え方は、モダン・ポートフォリオ・セオリーの示す結論と真っ向から矛盾する。モダン・ポートフォリオ・セオリーは、高いリスクを伴う投資は高いリターンにより報われるとするので、理論的には、それだけで本来的に危険でそれに投資してはならないという商品は存在しないことになる。こうして、受託者は、いかなる種類の財産または資産に対しても投資してかまわないこととなった[85]。

このように、受託者はいかなる種類の財産または資産に投資してもかまわないが、注意しなければならないことは、どのくらい「リターンにより報われるリスク」を引き受けられるかは、当該信託の目的や状況ごとに判断されなければならないことである。たとえば、ある信託の主要な目的が老未亡人にささやかな収入を供給することにあれば、その信託は低いリスクしか引き受けられないが、富裕な子弟のために財産を蓄積することにあれば、その信託は前者より

---

[84] *Id.* at 646-49.

[85] 同条のコメントの一部を訳しておく。UNIF. PRUDENT INVESTOR ACT § 2(e) cmt. ("Abrogating categoric restrictions.").

> 「伝統的な信託法は、たとえば第二順位以下のモーゲージや新進ベンチャーに対する投資の禁止にみられるように、分類による排除（categoric exclusions）に苦しめられていた。いくつかの州立法は、いわゆるリーガル・リストを作り、許される信託の投資を規定していた。投資商品の分野は、とどまるところ知らずに変化する。以前にはリスクが高すぎると考えられた投資、たとえば株式、より最近では先物が、現在では信託のポートフォリオの中に取り入れられている。他方、以前には理想的であると考えられていた投資が、たとえば長期社債が、当時では予測されなかったリスクおよび不安定さ――この場合は、インフレのリスク――をもたらすことが発見されている。」

も高いリスクを引き受けられよう[86][87]。

3．受託者の権限委任に関する規定

ラングバイン教授は、第三の改変である受託者の投資機能の専門家への委任の規定を重視するので、つぎにやや詳しく紹介する[88]。

信託の受託者は、投資（investment）、管理（administration）、分配（distribution）の３つの機能を担わなければならないが、これらの機能は相互に独立したものである。たとえば、分配機能のエキスパートとして選任された受託者が、金融商品に関するエキスパートであったり（投資機能）、税金に関するエキスパートであったり（管理機能）するわけではない。そこから、ラングバイン教授は、受託者による専門家への権限委任を積極的に肯定する[89]。

まず、ラングバイン教授は、新旧リステイトメントの説明を行う。第２次信託法リステイトメント第171条は、「受託者は、受益者に対して、受託者が自ら履行することを合理的に要求される行為を行うことを他人に委任してはならない義務を負う。」と規定し、一般的な委任禁止ルールを定めていた[90]。さらに、同条コメントｈは、「受託者は投資を選択する権限を他人に正当に委任できない。」と明確に規定し、信託財産の投資の局面における委任禁止ルールを定めていた[91]。

また、裁判所は、第２次信託法リステイトメント第171条の規定を広く解釈していた。すなわち、「受託者が自ら履行することを合理的に要求される行為を行うことを他人に委任してはならない」という文言を、重要と思われる機能はどれも委任してはならないというふうに解釈していた。さらに、裁判所は、受託者の行為を行政機能（ministerial functions）と裁量機能（discretionary functions）に分け、前者は委任できるが後者は委任できないとしていた。しかし、

---

[86] *Id.* § 2(b); *id.* § 2 cmt. ("Risk and return.").

[87] Langbein, *Trust Investing, supra* note 5, at 649-50.

[88] Langbein, *Trust Investing, supra* note 5, at 650-54. ラングバイン教授は、この論文の以前にも、受託者の投資権限の委任に関する論文を発表している。John H. Langbein, *Reversing the Nondelegation Rule of Trust-Investment Law*, 59 MO. L. REV. 105 (1994). ここでは、両論文の内容を併せて紹介する。

[89] Langbein, *Trust Investing, supra* note 5, at 665.

[90] RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS § 171 (1959)（前掲注76）。

[91] *Id.* §171 cmt. h（前掲注76）。

これは曖昧な区別であると非難されていた。

従来の委任禁止ルールは、非専門家の受託者が外部の専門家に助言を求めることを許してはいたが、受託者は助言を求めたうえで、自らがそれを評価し、それに従うか否かを独立して判断しなければならないという制約を課していた。このルールは、しばしば、事実上の委任(de facto delegation)を許すことになった。すなわち、投資アドバイザーが「推薦」し、受託者が助言に従うと型通りに「決定」すれば、実際には受託者は投資対象の選択を委任していることになるからである。

しかし、現代においては、投資の重要性は高まり、また、それは急激に極端に複雑なものとなってきている。非専門家が投資機能を自己執行することが困難になってきており、専門家の技術、設備、規模の経済を利用することが適切になってきている。とくに、家族信託のように、家族の誰かあるいは投資専門家でない者が受託者に就任する場合、外部の投資専門家の利用に対する需要は大きい。また、比較的小規模な信託において、受託者が分散投資を実行しようと思えば、ミューチュアル・ファンド等の集団投資ヴィークル（pooled investment vehicles）の利用が考えられるが、これはファンド・マネージャーという専門家に投資権限を委任することになる。また、比較的大規模な信託において、個別の投資対象を分析し決定していくのであれば（picking)、多数の投資専門家が必要となる。

こうして、とくに、信託財産の投資の局面における委任禁止ルールについて、事実上の委任などではなく、根本的な改正が望まれるようになってきていた。

このような要望を満たすために、第３次信託法リステイトメント第171条は、「受託者は、思慮分別のある人であれば他人に委任するような場合を除いて、受託者の責務を自ら執行する義務を負う。」と規定し、一般的な委任ルールを定めた[92]。さらに、同条コメントｊは、「受託者は、同様の状況にある思慮分別のある投資家であれば投資機能を委任するような方法で、投資機能を委任しなければならない場合がある。」と規定し、信託財産の投資の局面における委任許可ルールを定めた[93]。第２次信託法リステイトメントは、投資権限委任禁止ルールを採用していたが、第３次信託法リステイトメントは、投資権限委任許

---

[92] RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS: OTHER SECTIONS AFFECTING OR AFFECTED BY THE PRUDENT INVESTOR RULE § 171 (1992)（前掲注60)。

[93] *Id.* § 171 cmt. j.

可ルールを採用して、デフォルト・ルールの内容を正反対に転換させたのである。

つぎに、ラングバイン教授は、統一プルーデント・インベスター法の説明を行う。投資権限委任ルールについて、統一プルーデント・インベスター法第9条(a)は、第3次信託法リステイトメントに倣って、思慮分別のある受託者が正当に委任するであろう投資および管理機能を委任することを、受託者に認めた。さらに、受託者の委任を認めるためのセーフガードとして、第9条(a)は、エージェントの選任、委任条項の作成、エージェントの履行および委任条項遵守の監視において、受託者に注意、技術、用心（＝思慮分別）を尽くす義務を課した。そしてその代わりに、第9条(c)は、受託者が上記の要件を満たしてエージェントに委任した場合、受託者はエージェントの判断や行動に対する責任を負わずにすみ、エージェントのみがそれを負うと規定した。第9条(c)の規定により、従来のように、「受託者は助言者とは独立に判断したか？」という基準で委任禁止ルール違反が判断されることはなくなり、「エージェントの選任、命令、監督につき、受託者は注意を尽くしたか？」というより有効な基準で適切な委任かどうかが判断されることになった。

しかし、ラングバイン教授は、第9条に内在する「緊張関係」も指摘する。すなわち、受託者が効率的に権限を委任すれば、受益者はエージェントの専門投資技術の利点を獲得するが、反対に、受託者が悪党または無能な人に権限を委任すれば、受益者に損害をもたらしうる。したがって、エージェントの選任、委任条項の作成、エージェントの委任条項遵守の監視につき、受託者は注意、技術、用心（＝思慮分別）を尽くさなければならないという規定は、委任の利点と危険の間に適切なバランスをつくりだすようにデザインされているのである[94]。

最後に、ラングバイン教授は、第9条の委任ルールと第7条の投資コストに

---

[94] UNIF. PRUDENT INVESTOR ACT § 9 cmt. ("Protecting the beneficiary against unreasonable delegation.").

エージェントの選任および監督につき、受託者は注意、技術、用心（＝思慮分別）を尽くさなければならないという義務の制約があるとはいえ、受託者の個人責任を免除し、エージェントの責任だけで十分であると規定したことについて、議論がなかったのであろうか。より詳細に立法過程を研究する必要があるが、将来の課題とする。前掲注79を参照せよ。

関する規定の関係を指摘し、権限委任の実務と受託者の費用最小化義務は密接に関連すると強調する。すなわち、受託者は報酬の二重どりから受益者を守るよう注意していなければならない。たとえば、受託者自ら投資を行うことを前提に報酬スケジュールが作成されている場合、受託者が投資機能を外部者に委任したとしたら、通常、受託者は自らの報酬を減らすべきである[95]。

以上、ラングバイン教授の解説を紹介しながら、統一プルーデント・インベスター法について説明した。

信託財産の投資における受託者の思慮分別義務の内容	第3次信託法リステイトメント プルーデント・インベスター・ルール	統一プルーデント・インベスター法
個別の投資または投資行為は、個別単独に評価されるべきではなく、当該信託ポートフォリオのコンテクストの中で評価されるべきであり、また、当該信託にとって合理的に適合する「分散不能リスク（リターンにより報われるリスク）」とリターンの目標をもつ投資戦略の一部として評価されるべきである。	第227条(a)	第２条(b)および(e)
「分散可能リスク（リターンにより報われないリスク）」に関する分散投資義務	第227条(b)	第３条
受託者の権限委任	第227条(c)(2)	第９条

Ⅳ. 信託財産の投資の将来

モダン・ポートフォリオ・セオリーは、市場が効率的であることを仮定して導かれる理論である。はたして、市場は効率的なのか[96]。

市場の効率性については、いわゆる「効率的市場仮説（Efficient Market Hypothesis, EMH)」が提示されており、かつ、その仮説は実証済みである[97]。ホールバック教授もラングバイン教授も、「効率的市場仮説」とその実証研究の成果を踏まえて、信託財産の投資が将来どのような形になっていくのかを予測している[98]。

---

[95] UNIF. PRUDENT INVESTOR ACT § 9 cmt. ("Costs.").

[96] ここでいう「効率的」とは、「市場が情報を効率的に処理しているか」という意味であり、経済学で通常用いる「資源配分の効率性」とは異なる概念である。大森・前掲注20・６－７頁。野口＆藤井・前掲注20・104頁。

[97] 前掲注20に掲げた文献。とくに、BREALEY & MYERS, PRINCIPLES, *supra* note 20, at 354-77; Macey, *supra* note 20, at 38-46, 61-80 が理解しやすい。

[98] Halbach, *supra* note 20, at 1161-66; Langbein, *Trust Investing*, *supra* note 5, at 655-658.

「効率的市場仮説」とは、市場が効率的であるならば、証券価格に関するすべての情報は証券価格にすでに十分に反映しているという仮説である。それぞれの証券の情報をそれぞれの証券の価格に折り込むことにおいて、証券市場は効率的ということである[99][100]。

「効率的市場仮説」の帰結とは、すべての情報は瞬時に正確に価格に反映されるので、投資家は市場が割安または割高に評価している証券をみつけて収益

---

[99]「効率的市場仮説」は、単純な投資家行動理論に基づいている。

ある株式の市場価格が、その株式の価格に関するすべての情報を正確に反映しておらず、それよりも低い市場価格が付けられていた場合、投資家は利益を増やそうとして、その割安な株式を購入しようとする。当該株式の需要が増えれば、株価も上がり、その株式の価格に関するすべての情報を正確に反映した価格に近づくことになる。反対に、ある株式の市場価格が、その株式の価格に関するすべての情報を正確に反映しておらず、それよりも高い市場価格が付けられていた場合、投資家は損失を減らそうとして、その割高な株式を売却しようとする。当該株式の供給が増えれば、株価も下がり、その株式の価格に関するすべての情報を正確に反映した価格に近づくことになる。

つまり、適切に情報を収集分析し、それに従って合理的に行動する投資家が十分に多く存在するのならば、株価は異常な価格を付けることはなく、「効率的市場仮説」は成立する。ポール・ミルグロム＆ジョン・ロバーツ『組織の経済学』525頁（ＮＴＴ出版、1997年）。

[100] 経済学者は、市場の効率性について、３つのレベルを定義する。これらは、株価に反映される情報の程度によって区別される。ミルグロム＆ロバーツ・前掲注99・523頁；BREALEY & MYERS, PRINCIPLES, *supra* note 20, at 357-58.

(1) 第一のレベルにおいては、株価は、当該株式の過去の株価情報を反映していると考える。これは「ウィーク・フォーム（weak form）の効率的市場仮説」と呼ばれる。

(2) 第二のレベルにおいては、株価は、当該株式の過去の株価情報だけでなく、すべての公開情報も反映していると考える。これは「セミストロング・フォーム（semistrong form）の効率的市場仮説」と呼ばれる。市場がこの意味で効率的であるならば、株価は、企業収益の公表、新株発行の発表、企業合併の提案、新製品の発表、経営陣の入れ替えの発表等の公開情報に直ちに反応することになる。

(3) 第三のレベルにおいては、株価は、当該株式の過去の株価情報および公開情報だけでなく、インサイダーだけが入手できる情報も反映していると考える。これは「ストロング・フォーム（strong form）の効率的市場仮説」と呼ばれる。

しかし、ウィーク・フォーム、セミストロング・フォーム、ストロング・フォームの分類は「恣意的な分類であるため、現在ではほとんど使われていないが、市場の効率性を測ろうとした重要な試みである。」と評価されている。大村・前掲注20・６－７頁。

を上げることはできないということである[101]。

現実の証券市場は効率的かどうか、あるいは、現実の証券市場において「効率的市場仮説」は成立しているかどうかは、多数の実証研究により証明されている。多くのリサーチ・プロジェクトが、過去何十年にもわたって、プロフェッショナル・ポートフォリオ・マネージャーの投資行動に関する実証的なデータを提供している。それによれば、専門家により運営される組織化されたポートフォリオは、実際には、S＆P500種株価指数のような株式市場における主要企業で構成する株価の指数よりも、運用実績が低いのである。つまり、すべての情報は瞬時に正確に価格に反映されるので、たとえ専門家であっても、市場が割安または割高に評価している証券をみつけて収益を上げることは難しいことを証明しているのである[102][103]。

したがって、「効率的市場仮説」から、つぎのような教訓が引き出される。自らの知能を尽くし、費用をかけて、市場において実際価格よりも低く評価されている株式を探し出してきてポートフォリオを構成しても、短期的には成功するかもしれないが、長期的には成功しない。このような「積極的投資戦略（active investment strategies）」をとるよりも「受動的投資戦略（passive invest-

---

[101] ミルグロム＆ロバーツ・前掲注99・523頁、534頁；BREALEY & MYERS, PRINCIPLES, *supra* note 20, at 357-58.

(1) もし市場が「ウィーク・フォーム」という意味で効率的であるならば、投資家は、過去の株価情報を分析することだけによって、割安または割高の株式をみつけて収益を上げることはできないことになる。つまり、過去の株価情報には、将来の株価変動の予想に利用できる情報は残されていないことになる。

(2) もし市場が「セミストロング・フォーム」という意味で効率的であるならば、投資家は、過去の株価情報と公開情報を分析することだけによって、割安または割高の株式をみつけて収益を上げることはできないことになる。つまり、公開情報にも、将来の株価変動の予想に利用できる情報は残されていないことになる。

(3) もし市場が「ストロング・フォーム」という意味で効率的であるならば、常に収益を上げているインサイダーは存在しえないことになる。つまり、インサイダー情報にさえも、将来の株価変動の予想に利用できる情報は残されていないことになる。

[102] たとえば、1993年までの10年間において、アメリカ合衆国の株式を十分に分散して保有するファンドは12.8％上昇の運用実績を上げたが、その間のS＆P500種株価指数は14.9％上昇の実績を示した。Langbein, *Trust Investing*, *supra* note 5, at 656.

[103] しかし、現在では、「効率的市場仮説」と現実との整合性を疑うに足りる実証的研究が公表されている。ウィーク・フォームの「効率的市場仮説」さえも、最近の実証的研究では問題があるとされている。ミルグロム＆ロバーツ・前掲注99・526-27頁、534頁。

ment strategies)」をとるほうが是認される。「受動的投資戦略」とは、市場全体のポートフォリオにより近い証券構成を有するポートフォリオに投資する方法である。たとえば、ニュー・ヨーク証券取引所の取引値に連動したインデックス・ファンドや、S＆P500種株価指数に連動したインデックス・ファンド等に投資する方法である。

信託財産の投資の将来を簡単にまとめると、二つのことが指摘できよう。第一に、ⅡおよびⅢ章で明らかにしたように、信託財産の投資においては、分散投資が必要であることから、今後、受託者はミューチュアル・ファンド等の集団投資ヴィークル（pooled investment vehicles）を利用する割合を高めていくであろう。第二に、本章で明らかにしたように、信託財産の投資においては、多くの場合、「積極的投資戦略」をとるよりも「受動的戦略」をとるほうが是認されることから、今後、多くの受託者はインデックス・ファンドを利用する割合を高めていくであろう。

しかし、注意すべきことは、「積極的投資戦略」をとるよりも「受動的投資戦略」をとるほうが是認されるとしても、投資決定または投資に関する助言の良し悪しが、信託資産管理の成功にとって、重要でないということではない。すなわち、市場において実際価格よりも低く評価されている株式を選び取るのではなく、インデックス・ファンドを購入しておくだけでよいとしても、受託者は何の努力もしなくてもよいということではない。受託者は、「受動的投資戦略」をとるとしても、インデックス・ファンドと国債等のリスクがない安全資産とを組み合わせることにより[104]、リスクの低いポートフォリオを実現するのか、リスクの高いポートフォリオを実現するのか、よりよい選択をする努力をしなければならない。また、証券市場は効率的市場であるとしても、たとえばベンチャー・キャピタル市場や不動産市場のような非効率的市場も存在し、そこで「積極的投資戦略」をとるという投資判断をすることもできる。受託者は、このような「積極的投資戦略」をとる可能性について、よりよい投資判断をしなければならない[105]。

また、以上のような投資判断をよりよく行うこともちろんであるが、そも

---

[104] Halbach, *supra* note 20, at 1163-64. 前掲注20の参考文献を参照せよ。

[105] RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS: PRUDENT INVESTOR RULE § 227, REPORTER'S NOTES ON §227, General Note on cmt. e through h ("Need for investment skill or advice."); Halbach, *supra* note 20, at 1162-66.

そも受託者は、分散投資を実現するための知識をもっていなければならない。さらに、受託者は、リスクとリターンの関係、モダン・ポートフォリオ・セオリーに基づく投資戦略の内容および実現方法等を正確に理解し分析できなければならない[106]。

おわりに

ここまでで、アメリカにおける信託財産の投資に関するルールを概観した。ファイナンス理論の成果を受けて、第3次信託法リステイトメントのプルーデント・インベスター・ルールが成立し、さらに、統一プルーデント・インベスター法が成立した。これらの信託財産の投資に関する受託者の思慮分別義務の規定は、従来の規定と比べて、明確かつ具体的な内容をもっている。それは以下の三点に要約できる。

(1) 投資または投資行為は、個別単独に評価されるべきではなく、当該信託ポートフォリオのコンテクストの中で評価されるべきである。また、当該信託にとって合理的に適合する「分散不能リスク(リターンにより報われるリスク)」とリターンの目標をもつ投資戦略の一部として評価されるべきである。

(2) ファイナンス理論の発展を受けて、「分散可能リスク(リターンにより報われないリスク)」の分散投資義務が規定された。

(3) ファイナンス実務の複雑化および専門化を受けて、受託者によるエージェントへの権限委任が原則的に認められた。

これらの特徴をもつアメリカの規定に比べて、日本の規定は、今日の金融理論および投資実務に適合的なものとはなっていない。たとえば、大正時代に成立したリーガル・リスト方式を採用する勅令が、デフォルト・ルールであるとはいえ、未だに有効であるという具合である。以下では、投資信託法等の特別法の分析は今後の課題とし、信託法の概説にとどめて、日本法をみておきた

---

[106] RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS: PRUDENT INVESTOR RULE § 227, REPORTER'S NOTES ON §227, General Note on cmt. e through h ("Need for investment skill or advice."); Halbach, *supra* note 20, at 1162-66.

い[107]。

アメリカ法には、上記の(1)および(2)に代表されるように、受託者が何に投資すべきかに関する具体的な規定が多数存在する。他方、日本法をみると、信託法4条と21条しかない。信託法4条によれば、受託者は、信託行為の定めるところに従い、信託財産の管理または処分をする権限をもち、かつ、義務を負う。この受託者の義務のうち、とくに金銭の運用方法について、信託法21条は、信託財産に属する金銭の管理方法に関しては、勅令をもってこれを定めると規定する。これに基づく勅令（「大正十一年勅令五百十九条（有価証券ノ信託財産表示及信託財産ニ属スル金銭ノ管理ニ関スル件）」）の五条は、以下の通りである。

「第五条　信託財産ニ属スル金銭ノ運用ハ信託行為ヲ以テ別段ノ定ヲ為シタル場合ヲ除ク外左ノ方法ニ依ルコトヲ要ス

一　公債及特別ノ法令ニ依リテ設立シタル会社ノ社債ノ応募、引受又ハ買入

二　国債其ノ他前号ノ有価証券ヲ担保トスル貸付

三　郵便貯金

四　銀行ヘノ預金」

「信託行為ヲ以テ別段ノ定ヲ為シタル場合ヲ除ク外」とあるから、この勅令は任意規定である。したがって、この法定の方法によるのは、運用方法について特定も指定もない場合であるが、実際には、極端に安全度の高い運用方法に限定されているために、営業信託で利用されることはまれであるとされる[108]。かくて、この任意規定は見直される契機があるということになる。

つぎに、受託者の自己執行義務、あるいは、受託者によるエージェントへの

---

[107] アメリカ法と日本法を比較する際、アメリカのどの法律と日本のどの法律を比較すべきかは、それぞれの法律の適用領域を詳細に検討したうえで、答を出さなければならない。本稿では、とりあえず、アメリカの第3次信託法リステイトメントのプルーデント・インベスター・ルールおよび統一プルーデント・インベスター法と、日本の信託法とを比較する。しかし、この分野については、アメリカにも日本にも多数の特別法が存在するため、このような比較の仕方が適切かどうかは、今後の研究課題としたい。本稿Ⅰ章B節を参照せよ。

[108] 四宮和夫『信託法〔新版〕』48頁、217-18頁（有斐閣、1990年）。

権限委任について、日本法を検討しよう。アメリカ法は、上記の(3)で要約したように、原則的に投資権限の委任認めたが、日本法は限定的にしかそれを認めない。すなわち、信託法26条1項によれば、信託行為に別段の定めがある場合を除く他、受託者は、やむをえない事由がある場合に限り、他人（「代人」と呼ばれる。）をして自己に代わって信託事務を処理させることができる。つまり、原則、代人を使用することはできず、信託行為に別段の定めがある場合、または、やむをえない場合に限り、代人を使用することができる。

ここでは、代人の定義が問題となる。

まず、代人にあたらない場合を列挙する。四宮和夫教授によれば、営業受託会社その他の法人がその機関またはその職員を使用すること、受託者が他人の意見を聞いたり他人に相談することは許され、さらに、信託事務処理の手段たる行為について、補助士として弁護士・弁理士・銀行家・技術家・ブローカー等を必要に応じて自己の責任において使用することも許される[109]。つまり、これらの者は代人に該当しない。また、江頭憲治郎教授によれば、信託銀行等がその職員、社外の専門家等の履行補助者を使用することは、代人に信託事務を処理させることはできないという禁止に該当しない[110]。そして、四宮教授によると、受託者は自己の責任において彼らを使用することができるということなので[111]、営業受託会社の機関または職員の使用、意見者・相談者・補助者の言動が不適切であったために、信託財産に損失または受益者に損害が生じたときは、受託者が責任を負う。

つぎに、代人にあたる場合を検討する。四宮教授によれば、代人とは、独立の所見をもって事務を処理、決行する者である[112]。通説によれば、受託者と代人とは、委任等の関係に立つ。そして、代人は、許された範囲内で、受託者の権限を代行する。法律行為を行う場合には、代人は、通常、受託者の代理人となる[113]。

その場合の責任関係は、まず、信託法26条3項によれば、代人は受託者と同

---

109 同・236-37頁。

110 江頭憲治郎『商取引法〔第二版〕』464頁（弘文堂、1996年）。

111 四宮・前掲注108・237頁。

112 同・237頁。

113 同・238頁。したがって、第三者に対して、代人は代理人としての責任を負う。同・239頁。

一の責任を負う。すなわち、代人が信託財産または委託者・受益者に損害を与えた場合に、直接、信託財産または委託者・受益者に対して、受託者と同様の責任を負わなければならない[114]。他方、受託者の責任については、信託法26条２項によれば、受託者が代人に信託事務を処理させたとき、受託者は代人の選任および監督についてだけ責任を負う。すなわち、受託者による代人の選任または監督に過失があり、そのために信託財産または委託者・受益者に損害が生じた場合だけ、受託者は信託財産または委託者・受益者に対して責任を負わなければならない[115]。

以上、受託者が信託財産を投資する際の責任規定について、アメリカ法と日本法の特徴を概観した。

最後に、これらの検討を通して気付いた点、今後の研究課題としたい点を三点ほど列挙して、本稿のまとめに代えたい。

第一に、アメリカ法は、ファイナンス理論の成果を受けて、信託財産の投資に関する規定の具体化、明確化、現代化に成功したと評価できる。他方、日本法は、信託財産の投資に関する規定をほとんどもたない。この日本信託法を刷新する際には、アメリカ信託法の最近の動向は大いに参照されるべきであろう。とくに、受託者に、信託財産のポートフォリオが「分散可能リスク」を負担しないための分散投資義務と、信託財産のポートフォリオが「分散不能リスク」をどれだけ負担するかに関する思慮分別のある判断を行う義務を課すことは、金融理論と金融実務に裏付けられている。したがって、日本法においても、受託者による信託財産の投資に関する信認義務の具体化を検討する際の指針とすべきである。

第二に、受託者権限の専門家への委任については、原則としてそれを許すのか、さらに、委託者、受益者、受託者、代理人（専門家）、第三者の間にどのような責任関係を構築するのか、これらの問題は、日本法の解釈論および立法論において、今後検討されるべきである。アメリカ信託法においては、受託者がエージェントに権限を委任する場合、エージェントの選任および監督につき受託者が思慮分別を尽くしていれば、エージェントの行為について責任を負わない。そこで、エージェントの選任および監督につき受託者が思慮分別を尽く

---

114 同・238-39頁。
115 同・240頁。

したかどうかという観点から、今後判例法が形成されることになろう。日本法においても、同様の処理をしているが、受託者は、代人の選任および監督の責任を負うだけでなく、代人の行為の責任までも負わなければならない場合があるかどうかという点からも議論される必要があろう[116]。ここでは、代理法理、履行補助者責任論、投資信託法等の特別法の処理等を横断的に検討する必要がある。

第三に、本稿ではほとんど検討しなかったが、民事信託と商事信託の問題がある。受託者による信託財産の投資に関するルールを検討する際にどのような信託を想定しているかは、確認しておく必要がある。同時に、信託法という一般法を検討しているのか、信託法の特別法を検討しているのか、さらには、デフォルト・ルール（任意法規）として議論しているのか、マンダトリー・ルール（強行法規）として議論しているのか、これらの前提問題にも留意しておく必要がある。

第3次信託法リステイトメントのプルーデント・インベスタールール、および、統一信託法典の統一プルーデント・インベスター法は、主要な信託として民事信託を想定し、信託法という一般法として検討され、デフォルト・ルールであることが明示されている[117]。では、アメリカ法の中でも、エリサ法[118]等の特別法はどのような規定をおいているのか、そして、州法と連邦法との関係はどうなのか等々は、今後検討していく必要があろう。また、日本法においても、特別法はどのような規定をおいているのか、さらには、任意法規として議論しているのか、強行法規として議論しているのか等々は、将来の研究課題として残る。

〔後記〕

北海道大学大学院法学研究科の民事法研究会では、多くの貴重なご意見を頂いた。また、同研究科の瀬川信久教授と北見良嗣教授（現日本銀行金融研究所）には、草稿を読んでいただいたうえでご助言を頂戴した。とくに、北見教授は、

---

[116] 前掲注79、注94を参照せよ。

[117] RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS: PRUDENT INVESTOR RULE § 227(d)（前掲注59）；UNIFORM TRUST CODE § 105.

[118] EMPLOYEE RETIREMENT INCOME SECURITY ACT OF 1974, ERISA, 29 U.S.C. § 1104.

金融理論を詳細にわたりご教示くださった。ここに記して感謝申し上げる。本稿の誤り等については、責任は筆者にある。