

米国におけるプルードント・マン・ルール — 他人のために資産運用を行う者の注意義務と忠実義務 —

プルードント・マン・ルール研究会¹
総合研究部 主任研究員 土浪 修

《要 旨》

1. 近年わが国で、企業年金資産の運用規制（いわゆる「5：3：3：2規制」）を撤廃し、米国のエリサが定めるような、プルードント・マン・ルールを採用してはどうかとの議論がなされている。その適否を検討するには、まず米国におけるプルードント・マン・ルールの内容や発展の歴史を理解しておくことが必要と考え、本稿でその概要を紹介する。
2. 「狭義のプルードント・マン・ルール」は、信託の受託者が信託財産を投資する際の注意義務（duty of care）に関する準則であり、義務の内容は「プルードンス（思慮深さ）」という一般条項により柔軟に定められている。これに対し、「広義のプルードント・マン・ルール」は、注意義務のほか、忠実義務（受託者は専ら受益者の利益を図らなければならない）、その他の義務を含む概念である。
3. プルードント・マン・ルール、特に狭義のそれは、1830年のハーバード大学事件判決により誕生し、信託財産の投資に関する準則として信託法リステイメントにも取り入れられた。その後、モダン・ポートフォリオ理論やこれに伴う投資実務の発展に対応して、プルードント・マン・ルールは、1974年のエリサにより、まず企業年金資産の投資の分野で現代化され、1990年の信託法第3次リステイメントにおいてプルードント・インベスター・ルールとして集大成された。プルードント・インベスター・ルールは、概ねモダン・ポートフォリオ理論に沿った内容となっており、「個々の投資」ではなく「ポートフォリオ全体」が重視される。
4. 米国のプルードント・マン・ルールやその発展の歴史から、次の事実を学ぶことができる。
 - ・プルードント・マン・ルールは、具体的な救済を認めた判例の積み重ねにより形成されてきた、実用的な準則である。
 - ・注意義務の面では、モダン・ポートフォリオ理論に沿った投資プロセスが求められる。
 - ・忠実義務の面では、伝統的な忠実義務のほか、エリサにおいては、実質的な判断を伴う詳細な禁止取引規制に従うことが必要である。
 - ・注意義務や忠実義務等を含む「広義のプルードント・マン・ルール」により受益者の保護を図ることが重要である。

¹ 本稿は、金融研究部主任研究員田中周二、研究員広瀬毅彦、総合研究部主任研究員土浪修、生活研究部副主任研究員佐藤光邦、および日本生命関係者をメンバーとするプルードント・マン・ルール研究会の研究成果の一部を土浪がとりまとめたものである。研究会において顧問をお願いした東京大学樋口範雄教授、学習院大学神作裕之助教授には、多くの有益なご教示を頂いた。改めて感謝の意を表したい。なお、本稿で紹介した信託法第3次リステイメントについては、起草者であるカリフォルニア大学ホールバック教授の論文「信託法第3次リステイメントにおける信託投資法」（樋口教授・監訳、当研究会・訳）が生命保険文化研究所の「文研論集」（9月号～）に掲載される予定であるので参照されたい。

【目次】

はじめに

－狭義・広義のプルーデント・マン・ルール

1. 英米法における信託法理の特徴
2. プルーデント・マン・ルールの形成
3. エリサのプルーデント・マン・ルール
4. 信託法第3次リステイトメント
(プルーデント・インベスター・ルール)
5. 生命保険会社とプルーデント・マン・ルール

おわりに

－プルーデント・マン・ルールから学ぶこと

はじめに

－狭義・広義のプルーデント・マン・ルール

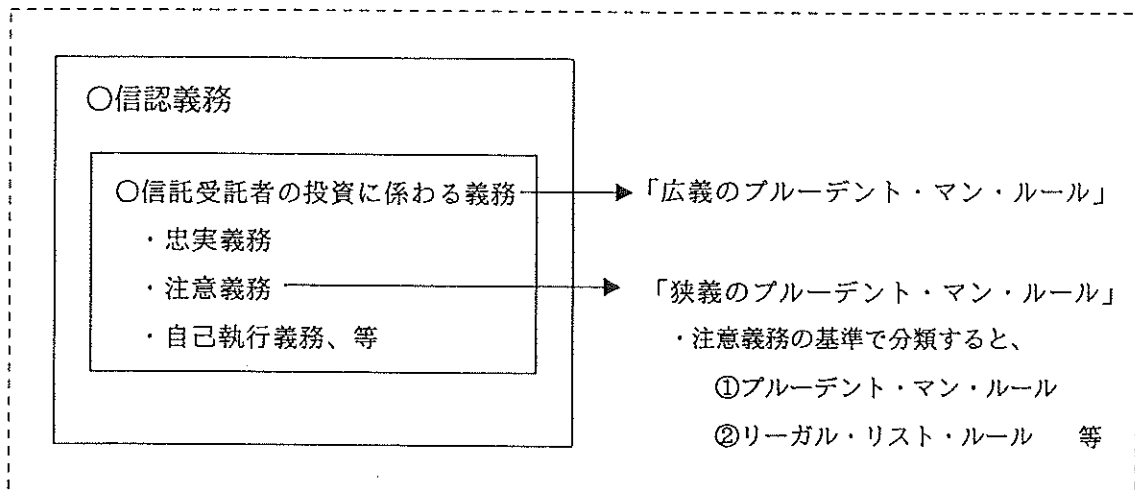
近年、わが国で、企業年金資産の運用規制（いわゆる「5：3：3：2規制」等）緩和の議論の

中で、あるいはバブル期の資産運用に対する反省の中で、機関投資家を「他人のために資産運用を行う者」として位置付け、米国のエリサが定めるようなプルーデント・マン・ルールの明確化が必要ではないかとの議論が聞かれる²。しかし、その適否を論ずるにあたっては、まず、米国におけるプルーデント・マン・ルールの具体的内容や発展の歴史を十分に理解しておくことが必要と思われる。

プルーデント・マン・ルールは、狭義には、米国信託法において信託受託者(trustee、以下単に受託者と言う)が信託資金を投資する際に必要とされる注意義務(duty of care)に関する準則である。同ルールにおいては、受託者の注意義務は「プルーデンス(思慮深さ)」という一般条項によって柔軟に定められており、許容される投資対象や割合等を法律で具体的に規定する「リーガル・リスト・ルール」に比べると、受託者に健全な裁量認められる余地が大きい。

さて、「狭義のプルーデント・マン・ルール」(注意義務)は、専ら受益者の利益を図るべきこ

図-1 「プルーデント・マン・ルール」の意義



² 厚生年金基金連合会資産運用専門委員会「年金資産の運用規制の見直しについて」(1993年3月)は「5：3：3：2規制」等の撤廃を求めているが、その前提として、プルーデント・マン・ルールという言葉は用いていないが、基金には資産配分を策定する権限と義務があり、運用執行理事の忠実義務規定(厚生年金保険法120条の2第1項)はエリサ404条の受託者の忠実義務にならって善管注意義務を定めたものと解し、具体的には、同条(a)(1)(B)の定めるプルーデント・マン・ルールを引用している。また、機関投資家の資産運用に関連してプルーデント・マン・ルールの必要性を論じたものとして、東京証券取引所証券政策委員会「証券市場の機能強化について」(1993年5月)、株式市場を巡る基本問題勉強会〔大蔵省証券局に設置〕「株式市場を巡る基本問題勉強会レポート」(1993年6月)がある。

とを内容とする忠実義務(duty of loyalty)と共に、信託資金を投資する受託者の義務である「広義のプルーデント・マン・ルール」の重要な構成要素である。注意義務と忠実義務は、受託者の投資に関する義務としていわば車の両輪である。しかも、「厳格な忠実義務を課する一方で、注意義務の面では受託者に広い裁量を認めてその判断を尊重する」といった規制の方法に見られるように、両者は密接な相互関係を有している。

ちなみに、4.で紹介する信託法第3次リステイトメント³の227条は、「思慮深い投資の一般原則」という標題のもとで、「狭義のプルーデント・マン・ルール」のほか、分散投資義務、忠実義務、公平義務、委任に関する義務、費用に関する義務を列挙しており、全体として「広義のプルーデント・マン・ルール」を規定している。

さらに、受託者の投資に関する義務は、信託に典型的に見られるところの、他人の信頼を受けて他人のために権限を行使するという、信認関係(fiduciary relationship)⁴に伴う信認義務(fiduciary duty)の一内容として位置付けられる。

プルーデント・マン・ルールにおいては、やや結論を先取りすると、今や「プルーデンス」という一般条項にモダン・ポートフォリオ理論(modern portfolio theory)⁵が実質的に読み込まれている。したがって、「狭義のプルーデント・マン・ルール」の解釈により、受託者(さらには、他人の資金の運用受託者)はモダン・ポートフォリオ理論を理解し、これに沿った投資をなすべき注意義務を負うことになった。これに加えて、受

託者は資金運用に際して、専ら受益者の利益を図らねばならないという忠実義務を負うこと、さらに広くは、受託者と受益者(といった直接の法律関係がないはずの者)の間に忠実義務や注意義務を伴う信認関係が当然に発生し、両義務は密接な関係を有するとともに、その違反に対しては多様な救済が与えられるといった、「広義のプルーデント・マン・ルール」を巡る事情についても理解しておく必要がある。

本稿では、このような事情を踏まえて、1830年のハーバード大学事件判決に起源を有し、信託法第1・2次リステイトメントに採用されたプルーデント・マン・ルールが、投資理論や投資実務の発展に応じて、1974年に制定された従業員退職所得保障法(エリサ)や、1990年に採択された信託法第3次リステイトメント(プルーデント・インベスター・ルール)を通じて現代化されていく歴史を概観するとともに、プルーデント・マン・ルールの内容を紹介する。

なお、以下では断りのない限り、プルーデント・マン・ルールという言葉は「狭義のプルーデント・マン・ルール」の意味で使用する。

1. 英米法における信託法理の特徴

プルーデント・マン・ルールは、米国において信託財産の投資に関する準則になっているが、歴史的に見れば英米信託法の所産である。そこで、まず英米法における信託につき本稿に関連する範囲で簡単に説明する。

³ リステイトメントは、「アメリカ法の主要分野のうち判例を中心に発達した諸領域をとりあげ、……これを条文の形にまとめ、かつ説明と例を付したもの」であり、「米国法律協会から各分野の第一人者が委嘱されて案を作成し、…全体で討議したうえで採択する。法源としての拘束力はないが、実際に当事者により、また裁判所によってよく引用される(田中英夫編集代表『英米法辞典』)。信託法については、第1次が1935年に、第2次が1957年に採択された。なお、信託法第3次リステイトメント(プルーデント・インベスター・ルール)は、信託法第2次リステイトメントの中の信託資金の投資に関連する部分を先行的に改定したものであり1990年に採択され、1992年に出版された。

⁴ 本稿では、前掲『英米法辞典』に従い、fiduciary relationshipを「信認関係」(当事者の一方が相手の信頼を受け、専らその者の利益を念頭に行動、助言しなければならない関係)、fiduciaryを「受託者」とした。trusteeは典型的なfiduciaryであるが、区別のために「(信託)受託者」とした。

⁵ 将来の投資成果が不確実である場合に、投資家が自己の効用を最大にする最適ポートフォリオをどのように選択し、その結果、証券価格がどのように決定されるかを説明する理論体系。1950年代初めにH.マーコヴィッツによって初めて紹介され、その後、W.シャープらによって発展を見た。「効率的な分散投資法」や「効率的市場仮説」、「資本資産評価モデル」等の一連の考え方が成り、近年の証券運用の理論的フレームワークを形成している。米国では学界だけでなく、実務界にも普及・定着している。

(1) 信託の意義 — 契約との相違

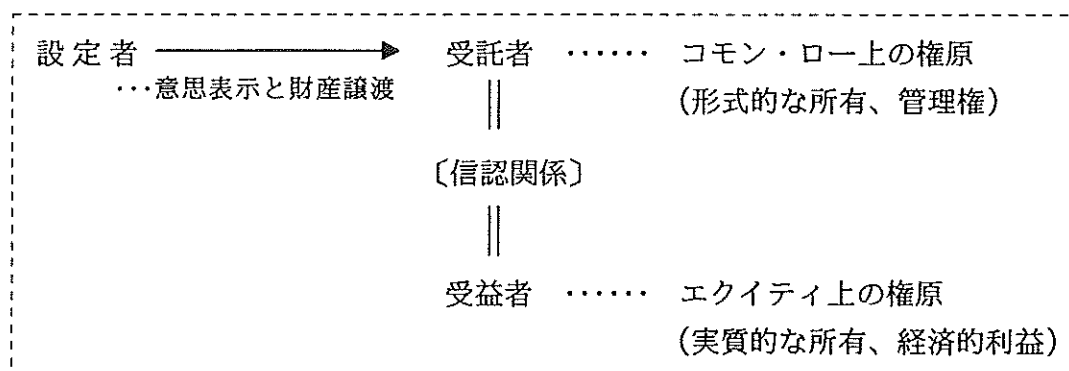
①信託の意義

信託法第2次リステイメントによれば、信託は、「財産権に関する信認関係(fiduciary relationship)をいい、当該財産権を保有している者をして他人の利益のためにそれを管理するエクイティ上の義務に従わせるものであり、信託を設定する意思表示の結果として発生する」(2条)と

の内容である。

すなわち、信託は原則として、設定者(日本法の委託者)の意思表示と信託財産の譲渡によって設定される。受託者は名目的な所有権と受益者の利益のために当該財産を管理する権限を有するだけで、実質的な利益は受益者が享受する。なお、米国では、銀行(信託部)だけでなく、一般個人が受託者になることも珍しくないという。

図-2 信託の仕組み(英米法)



②契約との相違

英米法において、信託は、「信認関係」に伴う権利義務関係であり、当事者間の合意に基づく「契約」とは異なるものとされる。

例えば、契約は二当事者の存在により成立、存続するのに対して、信託では設定者自らが受託者になることも可能であり、また受託者が欠けても信託は当然には消滅しない、といった相違がある。

表-1 英米法における「信託」と「契約」(理念型)

| 項目 | 信託 | 契約 |
|------------|--|--|
| 当事者間の合意の意義 | 契約におけるほど重要な意義を持たない(例: 忠実義務の免責規定が無効とされる場合あり)。 | 非常に重要な意義を持つ。 |
| 自己利益の追求 | 受託者は強い立場にあるため、受益者の利益を優先すべき忠実義務が課せられる。 | 契約当事者は対等の立場にあるため、各々自分の利益のみを追求することが是認される。 |
| 権利義務関係の規定 | 契約ほど明確、詳細でない場合がある。それと裏腹に受託者には大きな裁量権が与えられる。 | 極めて明確、詳細に規定される。 |
| 道徳的要素 | 受託者に対して、道徳的要素やモラルが強調される。 | 道徳やモラルは、それ程重要視されない。 |
| 救済方法 | 「損害」の賠償にとどまらず、「擬制信託」(constructive trust)により「得た利益」の全てを受益者に返還しなければならない場合がある。特定履行や差止の請求が認められる場合がある。 | 損害賠償が原則。 |

また、両者の相違をやや誇張して内容を比べると、契約関係においては、「対等の立場にある両当事者は互いに自己の利益を追求することが許され、相手方の利益を配慮する義務を負わない」のに対して、信託関係あるいは信託関係においては、「受益者は受託者に依存する関係にあり、受託者は受益者の利益を自己の利益に優先させる義務を負う」のである。この点を含めて信託と契約の比較を（表-1）に示す。

③信託の起源

(a) コモン・ローとエクイティの二元性

信託(trust)は、英米法の源である英国法において、コモン・ロー(common law)と共に最も重要な淵源である、エクイティ(equity)の所産である。

コモン・ローが中世の国王の裁判所が発展させた判例法であるのに対して、エクイティはコモン・ローを前提としつつ、これを実質的に修正するものであった。すなわち、国王の統治全般に関し最大の助言者であった大法官(Lord Chancellor)が、コモン・ローを適用すると正義に反すると考えた場合には、コモン・ロー上の権利者に対して、「その権利は認めるが、良心に照らしてその権利を行使してはならない」との命令を発した。この命令に従わない者は収監され、コモン・ロー上の権利の行使が不可能になる。このような個々の判断が集積し発展してエクイティが出来たのである。

その結果、コモン・ロー上の権利とエクイティ上の権利は、いわば重層的に存在している。また救済手段についても、コモン・ロー上は金銭による損害賠償が原則であるが、エクイティにおいては、コモン・ロー上の救済では不十分な場合に、裁判所の裁量により、特定履行や差止め命令等の強力的な救済手段が与えられる。

(b) 信託の起源としての「ユース」

信託の起源は、中世の英国のユース(use)にさ

かのぼる。ユースというのは、「Aがある財産をBに譲渡するが、Bはその財産をCのために管理・利用しなければならない」という仕組みである。ユースは、十字軍の遠征に参加する騎士が残した家族のために利用したり、封建的な土地所有制度の負担を逃れるための脱法行為として利用された。B（通常、Aの友人等信頼のおける者）がAの信頼に背いて財産の横領を企てた場合に、Cの救済が問題となった。Bが形式的にはコモン・ロー上の権利を有しているため、大法官がエクイティとして信託上の義務の履行を命じて、Cを救済し妥当な解決を図ったのである。

この「ユース」が禁止や復活といった盛衰を経て、積極的な利殖のために専門家を利用するニーズにも対応した、近代的な「信託」(trust)に発展していったのである。

(2) 受託者の義務

一 忠実義務と注意義務

①信託関係と受託者

前述のように、信託は信託関係の一種である。信託関係とは、AはBの最善の利益となるように権限を行使するという条件のもとで、Aがある権限を取得しそれを行使するという関係であり、AはBの信頼を受けた者（受託者）として専らBの利益を図るために行動、助言する義務を負う。

信託関係は当事者間の一定の法律関係または一定の事実関係から当然に発生するものであり、必ずしも「契約」を要しない。契約に基づくものとして代理人と本人の関係等があり、契約に基づかないものとしては信託における受託者と受益者の関係、後見人と被後見人の関係等があげられる。なお、株式会社の取締役は、会社との間では委任契約に基づく信託関係が、株主との間には契約に基づかない信託関係が存在する。

このような信託関係のもとで、相手方の信頼を受け、その者の利益のために行動、助言する義務

を負う者が受託者(fiduciary)である。信託における受託者(trustee)は典型的な受託者である。

②受託者の義務

受託者の適正な業務執行を法的に担保しているのが、受託者に課される信託義務ないし信託責任(fiduciary duty, fiduciary responsibility)である。信託義務は、事前的には「行為規範」として受託者の違法行為を抑止する機能を担っており、事後的には「評価規範」として受託者の違法行為に伴う損害から受益者を救済する機能を担っている。

信託義務の具体的内容は、個々の信託関係の内容、例えば与えられた裁量権の内容や性質、受託者の義務違反に伴う損害の範囲等に即して裁判所が判断することになる。例えば、同じ受託者であっても、信託の受託者は、会社の取締役と比べて、一般に裁量の範囲が広く、取締役会・株主総会といったガバナンスの仕組みに欠け、また証券市場のようなモニタリングの仕組みもないことから、道徳的な要素も含む、特に厳格な信託義務を負うものと考えられている。

受託者の信託義務としては、一般に忠実義務、注意義務、自己執行義務、分別管理義務、報告義務等が挙げられる。ここでは、最も重要と考えられる忠実義務と注意義務の二つを取り上げて比較し、それを(表-2)に示した。

忠実義務は、受託者の利益相反行為を外形的判断により事前に排除するという機能を果たす。例えば、受託者が自己の固有財産をもって信託財産と取引することは、たとえ価格が適正なもので、受益者に経済的な不利益がなくても信託違反になる。これに対し、注意義務は、受託者がその職務を執行する際に、相当な注意を払うべきことを義務付けるものであり、主として利益相反のない状況で問題になる。また違反に対する責任を問う場合に、忠実義務違反は裁判所が外形的に判断できる場合が多いため、受益者の救済を図りやすいという利点がある。

受託者の忠実義務は信託の本質に関わる義務と考えられており、上述のように、行為規範としても救済規範としても、受託者に対して大変厳しい義務が課せられている。

③信託義務の変容と拡大

(a) 忠実義務の実質判断化

忠実義務が、判断方法や責任内容等の面で厳格な義務であることを指摘してきたが、忠実義務を果たしているか否かを、外形でなく実質で判断しようとの動きも見られる。その意味では忠実義務が注意義務に接近してきている。以下のような事例である。

自行預金(受託者である信託銀行が信託財産を銀行部門に預金する)の場合、忠実義務を厳格に

表-2 英米法における忠実義務と注意義務(理念型)

| 項 目 | 忠 実 義 務 | 注 意 義 務 |
|----------|--|------------------------------------|
| 内 容 | 受託者は専ら受益者の利益のために信託財産を管理せねばならず、受益者の利益と相反するような地位に身を置いてはならない。 | 受託者は信託財産の管理に際して、合理的な注意を用いなければならない。 |
| 機能する局面 | 事前的(受託者がしてはならない行為を入口で規制する)。 | 事後的(受託者が業務執行を行う過程で生じる)。 |
| 判断の方法 | 形式的、外形的な判断が可能。 | 実質的、内容的な判断が必要。 |
| 主観的要件 | 無過失責任も問われる。 | 過失責任。 |
| 違反に対する救済 | 擬制信託により、受託者が得た利益の全ての返還を要する。 損害賠償も可能。 | 損害賠償が原則。 |

解釈すると、自己取引として禁止されるはずである。信託法第2次リステイトメント(170条)も、自行預金は信託条項の定めや受益者の同意のない限り許されないとしていた。もっとも忠実義務は強行法規ではないので、信託条項により(事前の包括的免責は無効とされる可能性が高いが)特定の行為については免責も可能である。これに対して、州法の多くは自行預金を認めており、また国法銀行を監督する通貨監督官の規則9(9.10条)も、信託条項や州法で禁止されておらず、預金保険または担保の提供を条件に、自行預金を認めている。つまり自行預金は、外形をとらえた原則的禁止から、市場金利との比較といった実質的な判断を伴う問題に変化してきたのである。

また、取締役の利益相反取引に関する米国の判例をみると、当初の外形をとらえた絶対的な禁止から、利害関係のない取締役(独立取締役)からなる取締役会の承認を条件に、または公正な(アームズ・レングス)取引であることを裁判官が認めることを条件に免責を認めるケースがみられる。特に後者は、裁判官が「公正な取引」という実質的判断を行っており、「忠実義務が注意義務に近づいてきた」と言われている。

(b) 信託関係の拡大と専門家の役割

樋口教授は、米国においては「信託的關係と契約關係とは伝統的に対照的なものと位置付けられてきたが、分業が発達した現代的状況においては、従来は単純な契約關係だと考えていたものを信託的關係として捉え直す傾向が強まっている」と指摘される(樋口範雄「信託的關係と受託者の責任—アメリカの議論を参考に」『信託』170号)。

また神田教授は、「米国では他者のために専門的能力を提供する者はfiduciary(受託者)と呼ばれることが多く、専門的な知識や能力を有する者への期待が一層高まりつつある。そのような中で、fiduciaryには、単に依頼者との契約上合意した関係以上の関係が認められ、道徳的・倫理的

な規範を含むより高度の義務が要請されるに至っている」と指摘される(神田秀樹「職業倫理とFiduciaryの基準」『証券アナリストジャーナル』91.12)。

プルーデント・マン・ルール(特に広義)を考えるに当たっては、上述のような、専門家(例えば、投資アドバイザー)に期待される社会的な役割の高まりと、それに伴う義務の拡大の動向にも留意しておく必要がある(なお、忠実義務の厳格さや信託関係の拡大は、英米法に特有の現象といわれることが多い。しかし、わが国においても、信義誠実の原則・権利濫用の禁止といった一般条項を含む契約法理により対応可能な面がある、との見方もある)。

2. プルーデント・マン・ルールの形成

(1) ハーバード大学事件判決

— プルーデント・マン・ルールの誕生

プルーデント・マン・ルールは、1830年のマサチューセッツ州最高裁判所のハーバード大学対エイモリー事件(Harvard College v. Amory)判決に起源を有する。この事件は、受託者たるハーバード大学の理事会が投資した株式が値下がりして信託財産に損失を与えたことに対して、受益者が訴えたものである。当時の英国のエクイティ裁判所においては、受託者が適法に投資し得る対象は主として国債に限られており、このルールに照らせば受託者の行為は当然に義務違反となっていたものである。

州最高裁は、米国の国債は量的に限られており、また必ずしも安全でもないことから、英国のルールをそのまま適用することはできないとした。そして、どのような投資にもリスクがあることを述べた後、後世プルーデント・マン・ルールとして

有名となった以下の判示を行った。

「自己資金の運用に当たり、思慮と分別と聡明さを具備した者(men of prudence, discretion, and intelligence)が、投機ではなく、元本の安全性と同時に安定収益の確保を目的とした長期的な運用において、いかに運用するかというその方法に従わなければならない。」

州最高裁は、受託者は上記基準を満たしており、信託違反はないとの判決を下した。

このハーバード大学事件判決は、従来の硬直的な(一定の資産以外に対する投資を当然に信託違反とする)コート・リスト・ルールを否定し、より柔軟な基準であるプルデント・マン・ルールを示した点で大きな意義を有する。注意義務の新しい判断基準としては、「思慮と分別と聡明さを具備した者」の「自己資金の運用」を挙げているだけで、具体的にどのような投資が許され、あるいは禁止されるかについては述べていない。また、考慮すべき要素として、「元本の安全性と同時に安定収益の確保を目的とした長期的投資」を挙げ、投機を否定している。

なお、英米法はいわゆる判例法主義をとっており、コート・リスト・ルール、プルデント・マン・ルールのいずれもが、裁判所で形成された。

(2) リーガル・リスト・ルール

一 受託者の裁量の限定

上記のマサチューセッツ州最高裁の判決は、米国全体から見ると少数派にとどまった。例えば、ニューヨーク州最高裁判所は1869年のKing v. Tablot事件判決において、ハーバード大学事件判決とほぼ同様の一般論を述べながらもより厳格な思慮深さを要求し、「信託条項で認められないかぎり、株式投資はそれ自体が当然にプルデントでない」との判決を下した。

また19世紀後半には多くの州で、許容しうる投資対象として、当時において安全で保守的と思われた投資対象を限定列挙する制定法(リーガル・

リスト法)が定められた。リーガル・リストにおいては固定金利の得られる証券が中心であり、株式投資はタブーであった。

しかし、その後1929年に始まる大恐慌の時期に債券価格が暴落した結果、従来のリーガル・リストが必ずしも有効ではないことが明らかになり、1940年頃からプルデント・マン・ルールへの転換が進んだ。特に、1942年に米国銀行協会信託部会の作成したモデル法(Model Prudent Man Investment Act)が各州で採用されていった。

(3) 信託法第2次リステイトメント

一 プルデント・マン・ルールの定着と変容

プルデント・マン・ルールは1935年に制定された信託法第1次リステイトメントに取り入れられた。ここでは、プルデント・マン・ルールを信託投資に関する重要な原則として確認したとされる、信託法第2次リステイトメント(1957年)の内容を、信託投資に関する部分を中心に説明する。

信託法第2次リステイトメントは、第7章「信託の管理」に164条から257条までの94箇条の条文を置き、受託者の義務や権限、受益者の救済等について規定している。同章第2節(169条~185条)が「受託者の義務」について定めているほか、第5節(227条~231条)は「信託資金の投資」に関して特別の規定を置いている(第5節は後述の信託法第3次リステイトメントによって全面的に書き換えられ、3箇条に整理された)。

① 受託者の一般的な義務

まず、受託者が信託の管理に際し負っている一般的な義務のうち、特に重要な忠実義務、注意義務および自己執行義務について説明する。

(a) 忠実義務 (170 条)

信託法第 2 次リスティメント 170 条 忠実義務
(duty of loyalty)

- (1) 受託者は、信託事務の処理にあたっては、専ら受益者の利益のためになすべき義務を負う。
- (2) 受託者は、自己の計算において受益者と取引をなすにあたっては公正を旨とし、かつ取引に関し受託者が知りまたは知り得べかりし全ての重要な事実を告知する義務を負う。

忠実義務は受託者の義務の中で最も重要な、信託の本質にかかわる義務とされる。

受託者が専ら受益者の利益を図らなければならないということは、裏返せば、受託者自身や第三者の利益を図ってはならないということを意味する。この義務は、受託者が受益者と利益の相反する立場に身を置くこと自体を禁止し、これに反する場合には、たとえ具体的な損害がなくても信託違反とされる点で非常に厳格な義務とされる。前述のように、受託者が自己の固有財産と信託財産との取引を行うことは、たとえ価格が適正なものであり、受益者に経済的な損害が生じなくても信託違反となる。このような場合に、受益者は「損害」が発生していないので賠償は請求できないが、受託者が得た利益の返還、当該取引の取消、受託者の解任等を請求できる。ただし、そのような取引でも、受益者の同意を得るか、信託条項または裁判所によって認められた場合には許容される。

(b) 注意義務 (174 条)

同 174 条 合理的な注意と能力を用いる義務
(duty to exercise reasonable care and skill)

受託者が信託の管理運用を行うにあたっては、通常の思慮を具備した者 (man of ordinary prudence) が自己の財産を取り扱うのと同様の注意義務を受益者に対して負う。もし受託者

が通常人以上の管理能力を有し、あるいは通常人以上の管理能力を有することを示して、受託者として指名されたのであれば、受託者はその程度に応じた注意義務を負う。

本条の義務は忠実義務と同様、信託の管理一般に適用される義務である。注意義務の水準は、「通常の思慮を具備した者が自己の財産を取り扱う」場合という客観的な基準である。従って、受託者がいくら努力をしても、通常人の注意義務の水準に達しなければ責任を負うことになる。他方、受託者が専門的能力を有し、またはその旨を示して受託者になった場合には、より高度の基準が適用される。なお、注意義務の判定は行為の時点の事情でなされるのであり、事後の結果にはよらないとされる。

(c) 自己執行義務 (171 条)

同 171 条 委任してはならない義務 (自己執行義務、duty not to delegate)

受託者は、自ら処理するのが相当と認められるべき信託事務については、他人に委任してはならない義務を受益者に対して負う。

受託者は自己執行義務を負う。その理由は、信託設定者は一般に受託者個人を信頼して信託したのだから、その意思を尊重して受託者本人に信託の管理運用を義務付けようとするものである。

受託者が「自ら処理するのが相当と認められるべき信託事務」というのは、主として裁量を伴う事務で、特に、投資先選定に関する権限は他人に委任できないと考えられていた。しかし、投資の専門化が進行し、受託者に厳格な自己執行義務を求めることが却って不都合を生じる場合もあることから、信託法第 3 次リスティメントにおいて本条は、委任を必要に応じて積極的に認める方向に大きく改正された。

②信託資金の投資に関する義務

(a) 受託者が適法になしうる投資 (227 条)

次に、信託資金の投資に関する規定のうち主要なものを説明する。最も重要な規定は下に示す 227 条であり、投資の場面における注意義務を定めている。

同 227 条 受託者が適法になしうる投資 (investment which a trustee can properly make)

信託資金の投資をなすに際しては、受託者は、受益者に対して次のような義務を負う。

(a) 信託条項または法令に別段の定めがない限り、思慮深い人 (prudent man) が自己の財産につき、その保全および収益の額ならびに収益の規則性を考慮にいれて行うような投資方法を選択する。

(b) 信託条項に別段の定めがない場合は、受託者投資に関する法令に従う。

(c) 第 165 条ないし 168 条 (不能、不法、事情変更、収益と元本の期限前処分) に定められている場合を除き、信託条項の定めに従う。

本条の中心的な規定は (a) 項である。174 条と同様、ハーバード大学事件判決を受け継ぎ、思慮深い人の自己の財産管理が基準となっている。従って、これだけ見れば受託者の健全な裁量が認められる余地が十分に確保されているように思われる。しかし、このような用語の一般性と柔軟性にもかかわらず、裁判所が具体的な事件で示した思慮深さの解釈は厳格で融通のきかないものになり、プルードント・マン・ルールが (それが置き換わったはずのリーガル・リストと同様に) 硬直的な規制になってしまったと批判される。そして、その原因はリステイトメント自体にあったようである。

第 1 に、リステイトメントは、基準として「自己」の財産管理をあげているが、元本の保全を重視している。特に、第 1 次・第 2 次リステイトメ

ントの起草者で、当時の信託法の第一人者でもあったスコット教授はその著書で、受託者が (「自己」の財産ではなく) 「他人」の財産を守るものとして、元本の保全を第一にすべきであると説いていた。

第 2 に、リステイトメントもスコット教授も「投機」を明示的に禁止していた。例えばリステイトメント (コメント e) は、危険の程度が過大でなくても財産の保全よりも増加を目的とした「投機的 (speculative)」運用は不適法であり、財産の保全こそを第一義的目標にすべきとした。また、個別の資産に関しても (コメント f)、一般論として具体的な事情を重視すべきことを述べつつも、国債や社債に投資することは適法であるが、株式の証拠金取引 (信用取引) や、設立後間もない企業への株式投資、売却目的の不動産購入等は信託条項で認められていない限り不適法としていた。

このように、信託法第 2 次リステイトメントのプルードント・マン・ルールは、個々の信託財産の (名目) 元本の安全性に重点が置かれていたと言えよう。そして、裁判所はともすれば、ある種の投資を抽象的にみてリスクが高すぎる「投機」として、当然に思慮を欠くという判断に陥りがちであった。その結果、具体的な事例を離れて一般的に投資の可否が論じられ、受託者に許容される投資のタイプを記述するサブ・ルールが形成されていき、プルードント・マン・ルールは当初意図されていた柔軟性を失っていったのである。

なお、後述のように、信託法第 3 次リステイトメントにおいて本条は、ポートフォリオ全体におけるリスクとリターンを重視する方向に大きく改正された。

(b) 損失の危険分散 (228 条)

同 228 条 損失の危険分散(distribution of risk of loss)

信託条項に別段の定めがないかぎり、受託者は、投資の種類を適度に多様化させることによって、損失の危険を分散させる義務を受益者に対して負う。ただし、事情によって、このような考慮をする必要のないときは、この限りでない。

受託者は原則として分散投資の義務を負う。なお本条は、信託法第 3 次リステイトメントにおいては、思慮深い投資に関する一般的基準を定める新 227 条に含められた。

3. エリサのプルーデント・マン・ルール

(1) エリサの制定

— 加入者保護の徹底とプルーデント・マン・ルールの現代化

①制定の経緯と規定の概要

1974 年従業員退職所得保障法 (Employee Retirement Income Security Act of 1974、以下エリサ)は、企業年金制度を包括的に規制する連邦法である。同法は、その制定以前に少なからず存在していた、年金管理者による資金流用等の不正、年金資金の積立不足、受託者に対する広範な免責規定の存在といった事態から制度加入者を

保護するため、①最低積立基準の制定、②年金給付保証公社 (PBGC) の設立、③受託者に関する統一的な行為規範の制定等、広範な規制内容を有する。

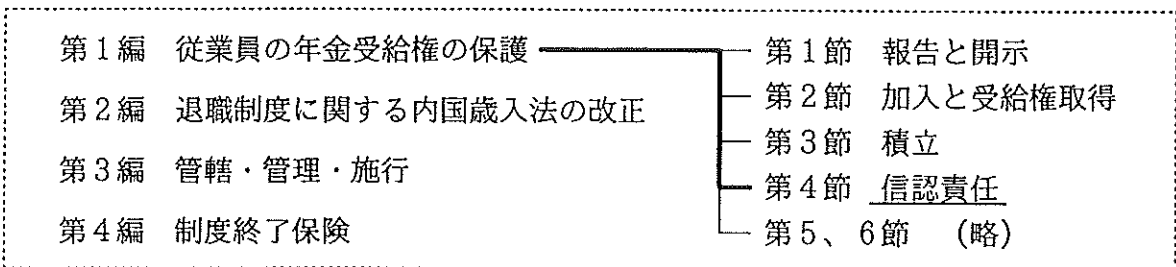
同法の内容は複雑多岐で条文も多数にわたるが、本稿に関連の深いのは第 1 編第 4 節の信託責任 (受託者の責任、fiduciary responsibility、401 条~414 条) 規定である。同節は年金制度の管理・資産運用に係わる者に対して、プルーデント・マン・ルールを含む各種の行為規範を定めている。

②エリサのプルーデント・マン・ルールの位置付け

エリサのプルーデント・マン・ルールは、前述の信託法第 2 次リステイトメントにおけるプルーデント・マン・ルールが、当初意図された柔軟性を失っていったことを受け、企業年金資産の運用という特別の分野に限ってではあるが、受託者の投資に関する規範を投資理論や実務に沿って現代化し、受託者に合理的な裁量を認めようとするものである。この面でエリサのプルーデント・マン・ルールは、ordinary business care and prudence 基準を定めた、私的財団に関する 1966 年の改正内国歳入法 (4944 条) や、慈善団体に関する 1972 年の統一機関資金管理法 (Uniform Management of Institutional Fund Act) 等とともに、信託法第 3 次リステイトメントのプルーデント・インベスター・ルールに繋がるものである。

また、エリサは企業年金の受給者保護を徹底する観点から、受給者に対して責任を負うべき者の

図-3 エリサの規定の構成



範囲を拡大し、それらの者の義務を免責不能の強行規定化するとともに、利益相反行為の規制に労働省が大幅に関与するなど、年金制度を巡る関係者の信託義務の規制面で独自性が見られる。

(2) エリサの受託者規制の枠組み 一 投資裁量に基づく受託者の定義

①年金制度の設立と信託の設立に関する規制

企業年金制度（原則として全ての民間の企業年金制度、以下単に制度）は、「制度規程書」に基づき設立および運営されなければならない。制度規程書には、制度の運営権限を有する「指名受託者（named fiduciary）」の選任手続を定めなければならない。指名受託者は制度規程書の定めに従い、制度資産の投資権限を有する「投資マネージャー」を任命することができる（402条）が、このように投資権限の委任が予定されている点が信託法第2次リステイメントと異なり注目される。

制度資産は、保険会社の年金保険に加入する場合を除いて、指名受託者またはその任命した者を受託者として信託が設立されなければならない。当該受託者は、（受託者は指名受託者に従うよう制度が定めた場合、および管理権限を投資マネージャーに委譲する場合を除き）制度資産の管理に

関して排他的な裁量権を有する。制度資産は事業主の利益になるように利用してはならず、また加入者と受給者に対して給付を行うか、制度を管理するための正当な支出を行うためののみ、保有されなければならない（403条）。

以上の規定のポイントとして、次の点が挙げられる。

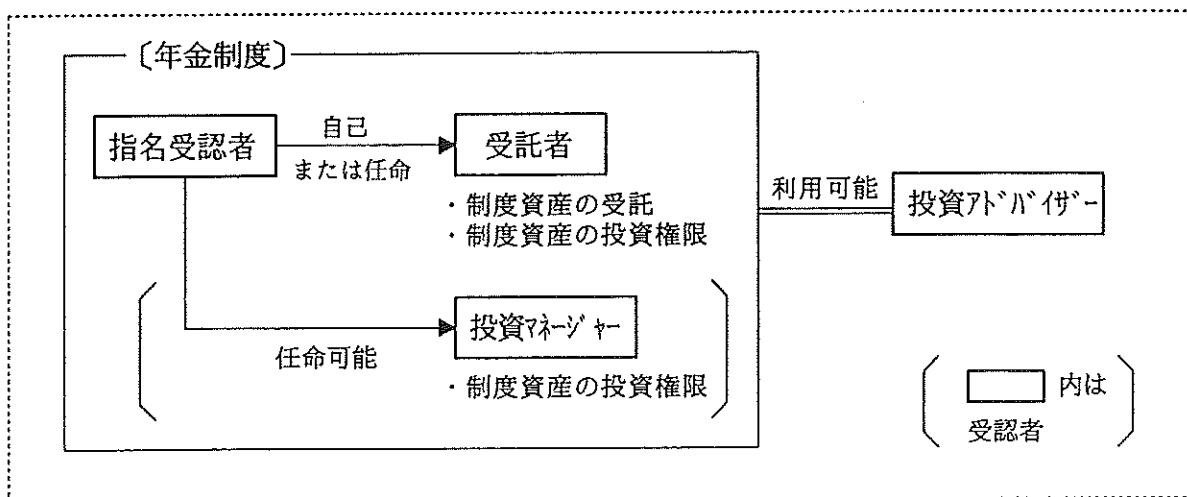
- 制度加入者に対して責任を負うべき指名受託者が明確にされる
- 制度の資産は受託者により信託され（または保険会社との保険契約の締結により）、制度設立企業の資産からは完全に分離される
- 指名受託者は制度規程書に従い投資権限を投資マネージャーに委譲し得る
- 信託財産は信託目的である年金給付等のためにのみ利用される

②受託者の定義

受託者というのは、(1)制度の管理または制度資産の管理運用に関して裁量的な権限を行使する者、(2)制度資産に関して有償で投資助言を行う者、のことである（3条(21)(A)）。

信託責任を負うべき受託者を受託者以外に拡大しており、また権限の実質に照らして、すなわち

図-4 年金制度の仕組み（信託型）



「裁量的な権限」の有無を基準に受認者を定義していることが特徴的である。受給者は（例えば制度と一定の契約関係にあるが）自らと直接に法的関係のない者に対しても、信認責任を問うことが明確にされている。

また投資助言を行う者（投資アドバイザー）が受認者として明示されている。投資アドバイザーは専門性を有し、またその職務遂行にあたり裁量性が大きいことが信認責任を負う根拠と考えられる。年金制度の仕組みにおいて投資マネージャーのみならず投資アドバイザーが明示されていることは、エリサの下では、年金制度の投資業務に外部の専門家が利用されることが予定されていると言えよう。

指名受認者、受託者、投資マネージャー、投資アドバイザーはいずれも裁量的な権限を行使する限りにおいて受認者に該当し、以下の信認義務を負うことになる。

③受認者の義務の概要

上で定義された受認者は、制度加入者および受益者の利益のみを目的として忠実に、かつ思慮深い人と同様の注意を払わなければならない、制度資産の投資に際してはこれを分散する義務を負う（404条、詳細は後述）。

投資マネージャーが任命された場合、受託者は原則として投資マネージャーの行為には責任を負わず、指名受認者は投資マネージャーの選任や継続についてのみ責任を負うとされ、責任の配分がなされる（405条）。

また、忠実義務に関連する具体的な定めがあり、受認者は「利害関係者」との取引や信託資産と自己固有の勘定との取引等を禁止される。ただし、この禁止取引には適用除外がある（406～408条、詳細は後述）。

受認者がその義務に反した場合には、当該違反による制度の損害（得べかりし利益を含む）を、自己固有の財産をもって賠償しなければならない。

さらに、裁判所が適切と判断すれば、受認者の解任等の救済が命じられる（409条）。受認者の民事責任の追及は、制度加入者・受給者のほか、労働長官も可能である（502条(a)）。

受認者に課される義務や責任の免除は無効であり（410条）、エリサの信認義務の規定は、当事者の合意に優先する強行規定（最低限の統一的な連邦基準）とされる。

(3) 信認義務の内容

— プルーデント・マン・ルールの修正と「広義のプルーデント・マン・ルール」

①エリサの信認義務規定

信認義務を定めるエリサ 404 条 (a)(b)(c) からなる)のうち(a)(1)は、以下のように規定されており、原則として制度の管理、資産の管理の双方に適用される。また本条は、信認義務という見出しからもわかるように、「狭義のプルーデント・マン・ルール」だけでなく、忠実義務も含む「広義のプルーデント・マン・ルール」を規定している。

エリサ 404 条 信認義務 (抄)

(a)(1)403 条〔信託の設立〕(c)、(b)、4042 条および 4044 条〔制度消滅関連〕に従って、受認者 (fiduciary) は専ら加入者および受益者の利益のために以下のように、制度に対する義務を果たさなければならない。

(A) 下記のみを目的とすること

- (i) 加入者および受益者に給付を行うこと
- (ii) 制度管理のために合理的な経費を支出すること

(B) 当該状況下で、同様の立場で行動し同様の事項に精通している思慮深い人 (a prudent man) が同様の性格および目的を有する事業の運営にあたり行使するであろう注意、技量、思慮深さおよび勤勉さ (the care, skill, pru-

dence, and diligence)を用いること
 (C)巨額の損失の危険性を最低限に抑えるため制度資産の投資を分散すること
 ただし、分散しないことが明らかに思慮深いとみなされる状況にある場合を除く
 (D)本節〔第4節信託責任〕または本章3節〔積立基準〕の規定に適合する限りにおいて、当該制度の内容を定める制度規程書および文書に従うこと

以下、404条(a)(1)のうち、柱書および(A)項の定める忠実義務、(B)項の定める注意義務、および(C)項の定める分散投資義務を中心に説明する。

②忠実義務

404条(a)(1)の柱書は、「受託者は専ら加入者および受益者のために制度に対する義務を果たさなければならない」と定め、また(A)項でより具体的に、「加入者および受益者に給付を行うこと、制度管理のために合理的な経費を支出することのみを目的とすること」を義務付けている。(A)項は、柱書が引用する403条(c)が制度財産に関して定めていることを、受託者の義務という観点から受託者の行為全般に拡大したものである。

これらの規定は、信託の受託者が伝統的に負ってきた忠実義務を、年金制度の受託者に適用したものであり、受託者が、年金制度の管理や制度資産の管理に関して、制度を設立した事業主ではな

く、加入者および受益者に対し忠実義務を負うことを明らかにしている。

なお、禁止取引およびその適用除外については後述する。

③注意義務

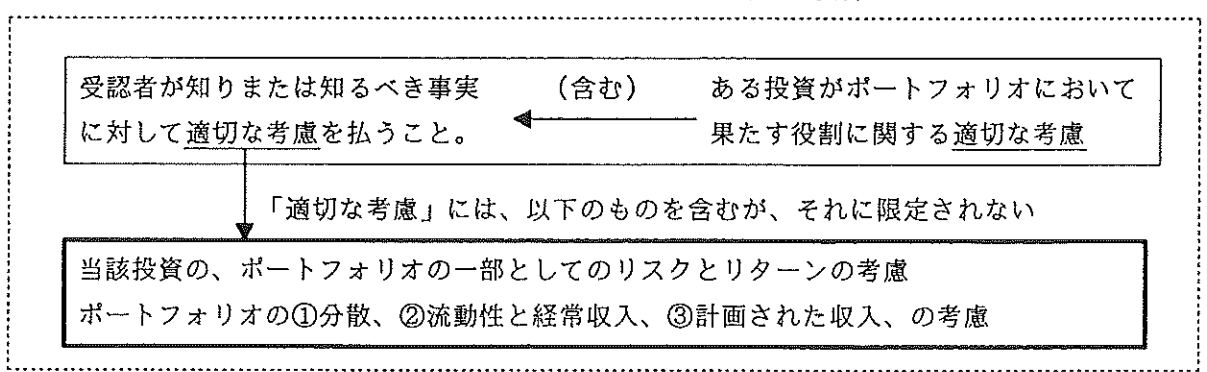
(a) エリサのプルードント・マン・ルール

(B)項はエリサのプルードント・マン・ルールであり、注意義務の基準を定めている。

「当該状況」下で、「同様の立場」で行動し「同様の事項」に精通している思慮深い人が、「同様の性格および目的」を有する事業の運営にあたり行使するであろう注意等の水準が判断基準になっており、受託者の思慮深さが受託者の置かれた具体的な状況を離れては論じられないことが明らかであろう。また、「当該信託にとって適切な思慮深さ」という客観的な基準によって、第2次リステイトメントにみられた「自己の財産」か「他人の財産」かといった問題も解消され、より高い能力が要求されていると解釈できる。その結果、客観的にみて十分な能力を持たない受託者に対しては、専門家の利用が求められていると考えられる。

もっとも、エリサの定めるプルードント・マン・ルールも抽象的な規定であり、受託者の具体的な行為規範としては不明確な面がある。そこで、エリサの執行官庁たる労働省は、年金の資産運用関連業界等の疑問や要望に答えて、1979年7月、投資に係わる義務につき規則を制定した。

図-5 エリサ規則の定める思慮深さの要件



(b) エリサ規則の定める思慮深さの要件

同規則は、前文で「エリサのプルードント・マン・ルールは信託に関する判例法（コモン・ロー）を一部変更するものである」と述べており、柔軟性を失った伝統的なプルードント・マン・ルールを修正する意図を明示している。そして、「特定の投資を相対的に危険か否かという理由だけで、思慮深いとか思慮を欠く（投機）と判断するのではなく、当該投資のポートフォリオ全体における役割を重視する」と具体的に述べている。同規則の本文のうち、関連する部分を次に示す。

エリサ規則 2550 条 404a-1 投資に係わる義務 (抄)

(b) 投資に係わる義務

(1) 投資に係わる義務に従う従業員福祉制度の受認者の投資または一連の投資行動過程に関しては、…法 404 条(a)(1)(B)の要件は以下の場合には満たされる。

受認者が、

(A) 当該受認者の投資に係わる義務の範囲を前提とすれば受認者が知りまたは知るべきである、問題となっている特定の投資または一連の投資行動過程に関する事実または状況に対して適切な考慮を払うこと。これには、受認者が投資に係わる義務を負っているところの制度の投資ポートフォリオの当該部分において、ある投資または一連の投資行動過程の果たす役割に関する適切な考慮が含まれる。

(B) 上記考慮に従って行動すること。

(2) 上の(1)の目的のために、「適切な考慮」には以下のものを含むが、これに限定されない。

(A) 特定の投資または一連の投資行動過程は、ポートフォリオ（または、該当する場合には、受認者が投資に係わる義務を負っている制度のポートフォリオの一定部分）の一部として、制度の目的を増進するために、当該投資または一連の投資行動過程に関する損失のリスク

とリターン（または他の収益）の機会とを考慮しつつ、合理的に立案されるという、受認者の決定。

(B) 以下の要素に関する、それらがポートフォリオの当該一定部分に関連する限りにおいての、考慮。

(i) 分散の観点からみたポートフォリオの構成

(ii) 制度のキャッシュフローの必要性の予測と比較したポートフォリオの流動性と経常収入

(iii) 制度の積立上の必要性と比較したポートフォリオの計画された収入

当規則は、いわゆる「セーフ・ハーバー・ルール」であり、「少なくとも規則の定める条項を外形的に遵守しておれば法違反に問われることはない」ことになる（他の方法による条文の遵守が否定されていない点で、リーガル・リスト・ルールと性格を異にする）。

セーフ・ハーバー・ルールは、①ポートフォリオを重視している（エリサの条文では別に書かれている分散投資が含まれている）、②流動性、収益性につき負債サイドとの関連で捉えられている点に ALM 的な発想が見受けられる、ことが特徴的である。

(c) エリサ規則における労働省の見解

同規則は、1978 年 4 月に労働省から原案が公表され、各界からのコメントを受けて一部修正の上、正式に制定されたものである。同規則はその前文で、各界からのコメントに対する労働省の見解を明らかにしている。これは法的拘束力を持つものではないと思われるが、投資実務に係わる者が当然に抱くであろう疑問に対する労働省の見解として興味深いものがあるので、以下 Q & A 形式に直して簡単に紹介する。

Q：思慮深さの基準は、労働省ではなく裁判所が

示すべきではないか。

A：労働省が規則を制定するのは、エリサ上の義務を負う受託者に対して手引き(guidance)を提供するため、適切なことである。

Q：規則の定める要件は、思慮深さの基準を満たす唯一の要件か。

A：唯一の要件ではない。セーフ・ハーバー・ルールである。

Q：規則案は、受託者に対して「全て」の事実を考慮するように義務付けているが、小規模な制度の受託者に対しては実行不可能な基準である。

A：「投資の義務の範囲を考慮して、受託者が知りまたは知るべき」事実を文言を修正する。つまり、受託者は同様の義務を有し、同様の事項に精通している思慮深い人が、関連を有すると考えるであろう事実を考慮すれば足りるのであって、非合理的なほどの努力を求められるものではない。

Q：規則は考慮すべき要素として「投資メリット」のみを挙げているが、生命保険契約に関しては、さらに保険契約のリスクと提供されるサービスを追加すべきである。

A：それらの「投資メリット」以外の要素を考慮することも規則に含まれる〔ただし、セーフ・ハーバー・ルールの要素には含まれていない〕。

Q：労働省は、受託者が投資決定のために高額なシステム投資を行うことを強いるものではないことを明らかにすべきである。

A：「同様の事項に精通している人」が基準であり、5万ドルの資産の受託者が5,000万ドルの資産の受託者と同様の管理手法を用いる必要はない。

Q：伝統的な信託投資では、設立後間もない会社への株式投資やインカムのない資産への投資は好まれなかった。許容される投資の限界を定めるべきである。

A：エリサの思慮深さの基準は、コモン・ローの

もとで許されていたものに限定されず、インカム収入も必須ではない。いかなるリストも完全ではあり得ず、許容される投資の種類を定めることは適当でない。労働省が「リーガル・リスト」を作成する意思はない。

(d) 分散投資の義務

前述のエリサ規則でも思慮深さの一要件に組み込まれているが、(C)項は、プルudent・マン・ルールの一側面として分散投資の義務を定めている。なお、本項により分散投資が原則であり、分散投資をしない受託者は、それが思慮深いと考えられる理由を積極的に明らかにすることが必要になる。

(e) 制度規程書に従う義務

(D)項は、制度規程書が本節等の規定に合致する限りにおいて、受託者はそれに従うべきことを定めている。ちなみに、本節の規定に違反した受託者の免責を定める規定は無効である(410条)。

(4) 禁止取引とその適用除外

一 忠実義務の拡大と労働長官の役割

①概要と趣旨

エリサは一般的な忠実義務規定のほかに、外形的に見て利益相反の可能性が疑われる取引を事前に幅広く禁止する(406条)一方で、一定の場合その禁止を解除する仕組みも有している(408条)。

年金制度をめぐる利害関係の複雑さは個人信託の比ではない。しかも制度の盛衰は設立企業の盛衰と無縁ではなく、設立企業等の利害関係者と制度との間の厳格な分離が、制度や受益者に対し必ずしも利益をもたらすとは限らない。つまり、伝統的な忠実義務が行ってきた外形判断は、実質的な利益相反取引を見逃す一方で、受益者の実質的な利益を害する過剰規制にもなりかねない。

エリサが、一方で忠実義務の内容を拡大し、利害関係者との取引を広範かつ事前的に規制対象としつつ、他方で取引の内容を実質的に判断し、禁止を解除する仕組みを有しているのは、そのような事情に対応したものと考えられる。しかも、禁止の解除を（信託法一般の場合のように受益者の同意によってではなく）労働長官の認定という公的介入により行っている点が特徴的である。エリサが、実質的な意味で利益相反取引の排除という観点から忠実義務を極めて重視していることが伺われる。

なお、禁止が解除された取引であっても無制限に許されるのではなく、具体的な状況に応じて忠実義務違反が問われ得るのと言うまでもない。一般に受託者は、利益相反的な立場に身を置く場合、その正当化のために重い責任を負うことになる。

②受託者の禁止行為（406条）

禁止取引の第1の類型は、受託者が制度を「利害関係者」との取引に関与させることである。ここでいう利害関係者は、制度の受託者、制度に役務を提供する者、制度を提供する事業主、その従業員、取締役等である。また取引としては、財産の売買・賃貸、金銭の貸付、サービスの提供等が挙げられている。いずれも「利害関係者」との取引という外形をとらえて、それらの者との取引を事前予防的に幅広く禁止するものである。

第2の類型は、受託者が制度に関して、自己の利益に基づきまたは自己の勘定のために取引を行うこと、制度またはその加入者の利益に反する者のために取引を行うこと、および制度と取引する者から個人的利益を受けることである。これらは、伝統的な忠実義務の内容とほぼ同様と思われるが、免責が無効（410条）な強行規定とされている点で、より重い義務と考えられる。

③取引禁止規制の適用除外

(a) 事業主の有価証券または不動産の取得に関する10%規制（407条）

事業主は利害関係者に該当するため、本来、制度が事業主の発行する有価証券を取得したり、事業主の所有する不動産を取得しこれを事業主に賃貸することは禁止されるはずである。しかしエリサは実際上の便宜を考慮して、制度資産の10%を上限として、これらの取得（および賃貸）を許容している。

(b) 禁止取引の適用除外（408条）

労働長官は、管理上問題がなく、制度やその加入者、受給者に利益があり、それらの権利が保護されている場合には、官報で公示し、利害関係人の意見を聴く等の所定の手続を経て、上述の②や③(a)の禁止取引を解除することができる。実際に労働長官は、個別にあるいは一定の取引類型に関して各種の適用除外を認めている。外形的判断を特徴としてきた忠実義務に、実質判断の要素が持ち込まれていることは注目に値する（禁止取引規制の適用除外に関する具体的な検討は今後の課題としたい）。

また法自体が定める適用除外として、加入者や受給者に対する適正な貸付、（制度規程書の明示を条件に）受託者たる銀行に制度資金を正当な利率で預金すること等が規定されている。また、受託者が事業主企業の取締役や従業員等を兼ねる（例えば、設立企業の財務担当役員が制度の受託者に就任する）ことも可能とされている。

(5) 年金制度の株式保有とコーポレート・ガバナンス — 信託義務の拡大

かつて会社の経営に不満のある投資家は、ウォール・ストリート・ルールに従って、株式を売却することにより株主としての意思表示を行うものと考えられてきた。しかし、制度資産の増大やイン

デックス投資の普及等に伴い、株式売却が必ずしも適当な手段ではなくなってきた。売却する代わりに、経営者に対して積極的に意見を表明し、株主の要望を経営に反映させようとする動きが、大規模な公的年金を中心に広がってきた⁶。

労働省も1988年のいわゆるエイボン・レターにおいて、「議決権も含めた、株主権の誠実な履行も信託責任の一部である」と述べている。これに対応して、委任状のチェックを代行する専門機関も登場しているが、公的年金と異なり、私的年金では積極的な発言までには至っていないようである。今後の労働省や制度の対応が注目される（労働省は、本年7月28日に公表した解釈通達において、年金制度の投資の価値を上昇させるコーポレート・ガバナンス活動を奨励しているものの、これを強制はしていない）。

現実の問題として、株式の公開買付の対象となった企業の年金制度が当該企業の株式を保有している場合がある。会社の経営者が制度の受認者を兼務している場合には、株主権行使には困難な問題が伴う。公開買付価格が市場価格を上回っていることから、保有株式の売却は利益を生むが、もしも公開買付が成功した場合、年金制度の財政の悪化やリストラに伴う現役従業員の解雇等の恐れもある。また、公開買付が成功すれば、受認者は経営者としての地位を追われる可能性が強い。このように、受認者の利益相反が顕在化した場合には、受認者は利益相反を疑われるような地位に身を置かないこと、すなわち受認者の地位を辞任することが求められる、とする判例も存在する（Donovan v. Bierwirth, 680 F.2d 263(2d Cir. 1982)）。

(6) エリサのプルーデント・マン・ルールの特徴

一 投資の専門性の尊重と忠実義務の重視

①従来のプルーデント・マン・ルールとの相違点

(a) ポートフォリオの重視と専門家の利用

エリサのプルーデント・マン・ルールは、信託資金の投資に関する従来の判例法を修正したものである。伝統的なプルーデント・マン・ルールのように特定の投資を単独で取り上げてその適否を判断するのではなく、ポートフォリオ全体における当該投資の役割を重視している。許容される投資対象や投資手法についての「リスト」は存在せず、受認者は自らの置かれた個別の事情に応じて、健全な投資裁量の発揮が求められるのである。

また、投資マネージャーや投資アドバイザーに関する規定が整備されており、投資に関しては専門家の利用が予定されている点も注目値する。

(b) 「広義のプルーデント・マン・ルール」の重要性

注意義務に関する「狭義のプルーデント・マン・ルール」が受認者の裁量を認める方向に進んだのに対して、忠実義務に関しては、禁止取引とその解除規制に見られるように、労働長官による実質判断を伴う詳細な規制が導入されている。

労働省はエリサの規定に基づいて年金制度から報告を受け、受認者の義務違反を発見した場合には、損害の回復等を求めて訴訟を提起しているが、大半が、外形的に判断が可能な禁止取引違反に係わるものであるようだ。

また、エリサの受認者につき注釈した書物であるThe Annotated Fiduciary（末尾の参考文献参照）によると、そもそも注意義務に係わる判例

⁶ コロンビア大学のマーク・ロウ教授は、米国における所有と経営の分離は、金融機関に株式を保有させないという同国の歴史的、政治的な選択の結果であり、プルーデント・マン・ルール（例えば分散投資義務）についても、金融機関に株式が集中することを忌避する米国における政治的圧力との妥協の産物であり、真に受益者保護に役立っているか否かは疑問であると主張されるが、多数説には至っていないようである。

は少ない。さらにその中でも、投資判断に際して中立的な第三者を利用すべき義務の違反、貸付に関する信用リスク管理や分散投資に関する義務の違反を認定した事例はあるが、有価証券の投資判断の是非に関しては見るべきものがない。この原因として、エリサ施行後は、「投資顧問業者等の外部の専門家を利用して適切なプロセスを経た投資が行われている」との推測や、「不確実性の多い有価証券投資の分野においてはプルードント・マン・ルール違反の主張・立証が困難なため、そもそも訴訟自体が提起されにくい」との推測も可能であるが、実情は明らかではない。また、「投資に関して専門家でない裁判官は、注意義務違反の可能性が大きい事例についても、より判断が容易な忠実義務違反を理由に判断している場合がある」との指摘もあるようだ。

「狭義のプルードント・マン・ルール」がモダン・ポートフォリオ理論を背景に内容的に深化した結果、受託者の専門的な裁量が従来より尊重されることとなった。他方で、「広義のプルードント・マン・ルール」に含まれる忠実義務について、外形判断ではなく、実質的な判断を伴う詳細な監視に向かっている点は興味深い。

②エリサのプルードント・マン・ルールのもたらしたもの

エリサのプルードント・マン・ルールは、年金資金の運用に係わる者の責任を明確化し、その専門性を高めた点で高く評価されている。受託者は個々の投資につきポートフォリオ全体との関連で合理的な説明を行うことが求められるようになり、投資の意思決定に際して適切なプロセスを経ることの重要性が高まってきた。その結果、年金制度に専門的なサービスを提供する投資顧問業者や年金コンサルタント業界の成長がもたらされている。

他方、投資の裁量が拡大されたものの「責任追及を恐れるあまり相変わらず消極的な投資にとどまっている」とか、「責任逃れのために安易な専門家の利用やそれに伴う費用の増高が見られる」といった問題点の指摘もある。また、エリサによる厳しい責任を回避するために、確定給付型制度が減少し、従業員に投資リスクを転嫁する確定拠出型制度が増加しているとも言われている。

4. 信託法第3次リステイメント（プルードント・インベスター・ルール）

(1) プルードント・インベスター・ルールの制定

— プルードント・マン・ルールの現代化と受託者の裁量の拡大

①リステイメントの改正

1990年5月の米国法律協会総会において、信託法第2次リステイメントのうち、信託資金の投資に関する部分を中心に改正が行われ、信託法第3次リステイメント（プルードント・インベスター・ルール）として採択された（単行本の出版は1992年⁷⁾）。具体的には、第7章「信託の管理」の第5節「信託資金の投資」（信託法第2次リステイメントでは227条～231条）が全面的に改定されて227条～229条に整理されるとともに、これに関連する24の条文やコメント等が改定された。今回改正された部分以外についても、引き続き改定作業が行われる模様である。

プルードント・インベスター・ルールの内容を見ると、これまでの判例を単に整理、確認したというよりは、あるべき法を宣言したという創設的な性格を有するようと思われる。もちろん、リス

⁷⁾ プルードント・インベスター・ルールの訳文は、早川真一郎監訳、財団法人トラスト60訳「翻訳アメリカ法律協会・第3次信託法リステイメント—プルードント・インベスター・ルール—(1)〜」(『信託』173号〜)によらせていただいた。

テイメント自体には法的拘束力はない。ただし、その権威ゆえに、今後の裁判や各州の立法がよるべき典拠となろう。

② プルーデント・インベスター・ルール制定の背景と目的〔序説〕

(以下〔 〕内は、リステイトメントにおける見出しを示す)

プルーデント・マン・ルールは、前述のように、19世紀初期のマサチューセッツ州最高裁判所のハーバード大学事件判決に基礎を置き、信託法リステイトメントに取り入れられ、米国の大部分の法域に拡大していったものが、現在では多くの法域で制定法に採用されている。その当初の狙いは、コート・リスト・ルールやリーガル・リスト・ルールに見られる硬直性を排除し、受託者の健全な裁量を認めることが可能な、一般性、柔軟性を求めることにあった。

しかしながら、裁判所がこのルールを実際に運用していく過程で、受託者に許される投資類型を定めるサブ・ルールが形成されていき、当初の柔軟性は失われていった。例えば、ある種の投資対象(例えば株式、特に設立後間もない企業の株式)は抽象的に見てリスクが高いことから「投機」に該当し、当然に思慮を欠くと断定されてしまい、受託者が注意を尽くし、能力を発揮し、かつ配慮を払ったとしてもそれは抗弁として認められなかった。

しかし、モダン・ポートフォリオ理論やこれに基づく実務から見ると、個別の投資に着目して抽象的にその適否を論じることは理論的に正当でない。また、従来のルールによれば、受託者に対し不当に責任を課したり、健全な投資判断の実行が妨げられる恐れもある。そこで、投資理論や実務と抵触する伝統的なプルーデント・マン・ルールに対する批判が各方面から高まってきた。例えば、前述のエリサのプルーデント・マン・ルールは、企業年金資金の投資という分野に関してではある

が、伝統的なプルーデント・マン・ルールを修正するものであった。また、いくつかの州は制定法である信託法の改正により、プルーデント・マン・ルールを現代化していった。

信託法第3次リステイトメントの定めるプルーデント・インベスター・ルールは、プルーデント・マン・ルールが当初有していた一般性、柔軟性を回復するために、信託投資に関する法をモダン・ポートフォリオ理論や実務に適合させるべく修正し現代化したものである。名称も「プルーデント・インベスター・ルール」と投資を冠したものに變更されている。

また、従来のプルーデント・マン・ルールが当初の柔軟性を次第に失っていったことを教訓として、金融界の変化にもうまく適用できるように、さらにプロの受託者に新たな投資戦略を実施する裁量を与えつつ、非専門的な受託者に対しても実用的で明快な指針を提供できるように、一般的かつ柔軟な準則が定められた。

(2) プルーデント・インベスター・ルールにおける「思慮深さの原則」 — ポートフォリオの重視

リステイトメントはその序説において、「思慮深さの原則」として、基本的な命題と5つの原則を示している。これらはプルーデント・インベスター・ルールの基本原理といえよう。

① 基本的な命題〔序説 — 思慮深さの原則〕

まず、「いかなる投資または投資技法も、それ自体として当然に思慮を欠くものではない」というのが基本的な命題である。これは、伝統的なプルーデント・マン・ルールが投資を全体から切り離して抽象的に判断したことを否定し、ポートフォリオ全体やその投資戦略における役割に基づいて評価しようとするものである。信託法第2次リステイトメントのように、「投機」を一律に禁止す

るような姿勢は見られない。プルードント・インベスター・ルールがポートフォリオを重視することは明らかである。

② 5つの原則〔序説一 思慮深さの原則〕

上の基本的な命題に加えて、以下の5つの原則(義務)が挙げられている。

(i) 分散投資の義務

健全な分散投資は、分散投資により消去可能な、従って補償されていないリスクを最小化するものである。次に述べる信託の目的に適した合理的なリスク選択とともに、受託者に要求されるリスク管理の基本とされる。

(ii) ポートフォリオのリスク水準に関する義務

分散投資によって消去不能なマーケット・リスクは投資に不可避なものであり、しかもポートフォリオの収益と密接に関連する。従って、受託者は、信託の目的、分配の要件、リスク許容度等に照らして、追求すべきリスクとリターン水準を注意深く決定しなければならない。投資の評価が、ポートフォリオ全体や投資戦略において、その投資が果たす役割に基づいてなされるべきことは、基本的な命題で述べた通りである。

(iii) 投資費用に留意すべき義務

受託者は伝統的に、正当でない支出を避ける義務を負ってきたが、この義務が従来以上に重視される。これは、市場の効率性の概念や新規の投資商品の出現に対応したものである。例えば、市場の効率性を前提とすれば、アクティブな投資戦略にともなう取引費用の増加は収益の増加見込みと対比した検討が求められようし、次々に開発される商品への投資に対しては充分なコスト意識を持つ義務が生じるからである。

(iv) 配慮および公平の義務

受託者は、インカム収入を受け取る生涯受益者と、その死後に元本を受け取る残余財産受益者

との間で、現時点での収益の利率と、将来の元本の成長(購買力の保持)、すなわちインフレを考慮した元本の実質価値の保全という、二つの要素を均衡させるように注意を払わなければならない。

(v) 思慮深い委任の義務

受託者が費用に適切な注意を払うことを前提に、思慮深い投資のために専門家への権限の委任が認められるだけでなく、状況によっては委任が積極的に義務付けられる。

(3) 思慮深い投資の一般的基準

— 「広義のプルードント・マン・ルール」としての 227 条

① 条文

プルードント・インベスター・ルールの中心的な条文である 227 条「思慮深い投資の一般的基準」は以下の通りである。受託者は、信託財産を保存し(176 条)、信託財産から収益を上げる(181 条)義務を負うが、本条は受託者が投資に際して負うべき義務を定めたものである。

信託法第 3 次リステイメント 227 条

思慮深い投資の一般的基準

(general standard of prudent investment)

受託者は、信託の目的、条項、分配要件その他の状況に照らして、思慮深い投資家であれば行うであろう方法で、信託資金を投資し運用する義務を、受益者に対して負う。

(a) この基準は、合理的な注意、能力および配慮(reasonable care, skill and caution)の行使を要求する。また、基準の適用に当たっては、個々の投資を、当該信託ポートフォリオから切り離さずそのポートフォリオ全体との関係において判断し、かつ、合理的にみて当該信託に適切であるようなリスクとリターンの目標を設定した総合的な投資戦略の一部として判断しなけ

ればならない。

(b)投資の決定および実施にあたっては、受託者は、その状況においてはそうしないことが思慮深いような場合を除いて、信託投資を分散する義務を負う。

(c)さらに、受託者は、次の義務を負う。

(1)受託者として基本的な義務である忠実義務(170条)および公平義務(183条)

(2)権限委任の是非および方法について判断するに際して、また代理人(agents)を選任し監督する(171条)に際して、思慮深く行動する義務

(3)金額が合理的であり、かつ受託者の投資責任(188条)にとって妥当である費用のみを支出す義務

(d)本条に定める受託者の義務は、信託条項または制定法に投資に関する別段の定めがある場合について規定する228条の準則にしたがう。

本条は、旧条文とは異なり、「狭義のプルードント・マン・ルール」だけでなく、忠実義務、公平義務等を含む「広義のプルードント・マン・ルール」を規定している。以下、リステイトメントのコメントを条文に沿って再構成して同条の大意を紹介する。

②信認の基準を守る義務〔コメントb〕

受託者の義務および権限は、第一次的には信託条項によって決定されるのであり、受託者は信託条項を遵守する義務を受益者に対して負う(228条)。

なお、受託者の信託義務違反の有無の判定は、問題となる投資を決定した時点を基準に受託者の「行為そのもの」が思慮あるものであったか否かが問われるのであり、その投資決定がどのような「結果」をもたらしたかによっては判断されない。

③一般的な基準 — 柱書

227条柱書は「思慮深い投資家」という柔軟な用語を用いて、受託者の投資に関する義務を定めている。「信託の目的、条項、分配要件その他の状況」といった、具体的な事情が重視されている。なお、エリサと同様、信託法第2次リステイトメントに見られた「自己の財産か他人の財産か(他人の財産と言った方が事実に近いものの、不必要に保守的となる危険がある)」という無用の議論は回避され、(a)項以下で義務の内容を敷衍している。

④思慮深さの要素(注意、能力および配慮)

— (a) 項前段〔コメントd、e〕

(a)項前段は思慮深く行動するという一般的義務の基本要素として、注意、能力および配慮の3つの要素を挙げている。

(i)注意

まず、「注意」については、受託者は信託目的に注意を払いつつ、信託投資の実施および監督につき合理的で勤勉な努力を行う義務を負う。これに関連して受託者は、投資に関する権利および機会につき、最新の情報を把握しておく義務を負う。これには、必要で適切な限度において、専門家の助言を得たり利用することが含まれる。

(ii)能力

次に、「能力」に関しては、たとえ受託者が自己の有する能力の全てを尽くしたとしても、通常知性を有する個人が持つ程度の能力を行使できなかった場合には責任を免れない。受託者が通常以上の能力を有する場合、合理的にみてこれを適切に行使しなかったことにより生じた損失には責任を問われる。投資管理について特別の体制や能力を有する専門的な受託者は、気を抜きたいい加減な行為をすることは容認されない。また、後述するように、高度の能力を必要とする投資戦略の実施に際しては、受託者はプルードント・インベスターならば行うであろう方法によって、その職

務を専門家に委任する権限を有し、場合によっては委任する義務を負う。

(iii) 配慮

最後に、「配慮」義務により、受託者は、元本の安全を図るとともに相応の収益を得るという二つの目的をもって投資することが求められる。元本の安全には、名目価値だけでなく実質価値の維持、すなわちインフレ・リスクの回避も含まれる。収益はインカム、キャピタルの双方を含む総合収益である。

投資には必ずリスクを伴うため、受託者に求められる配慮義務は、リスクを「回避」することではなく、リスクを思慮深く「管理」することである。リスクは、分散可能なリスクと分散不能なリスクに区分される。配慮の要件から、受託者は分散可能なリスクを最小限にするよう、注意を払い能力を行使する義務を負う。他方、分散不能なリスクはリターンと直接の関連性を有するもので、それ自体は悪ではない。プルーデント・インベスター・ルールにおいても、伝統的な信託法と同様、配慮義務には暗黙のうちにリスクに対する保守主義が含まれているが、この要件は不明確であり柔軟に適用される。マーケット・リスク（分散不能なリスク）をどの程度取るかは、受託者が当該信託の目的、分配の要件、リスク許容度等を考慮して判断すべきものである。

⑤ 思慮深い投資行動 — (a) 項後段 [コメント f]

(a) 項後段は、個々の投資はポートフォリオ全体との関係において、また総合的な投資戦略の一部として判断すべきことを定めている。これは「いかなる投資または投資技法もそれ自体として当然に思慮を欠くものではない」との基本的な命題と表裏の内容である。また、投資戦略が当該信託に適合したリスクとリターン目標を設定すべきことも規定されている。

リストイメントは思慮深い投資行動について、以下のように説明している。

受託者および裁判所に明確で具体的な指針を提供できるような、広く認められかつ永続的な金融市場理論や投資の処方箋が存在しないのであれば、思慮深い投資方法としては、さまざまなやり方が認められてしかるべきである。しかし、だからといって、思慮深さの法的基準が無内容で、受託者の行為を判定しその指針となる原理がないわけではない。つまり、受託者の投資行動はしっかりしたコンセプトに基づいて、適切な注意、能力および配慮をもって実施されなければならないのである。

思慮深さの基準を適用する際に重要なのは、どのような投資理論においても見解が一致しているような事項であり、一般的な原理として以下の5つが挙げられる。

(i) 受託者は期待リターンが同一水準である場合には、リスクと費用が最低になるような投資を選好する。

(ii) 個々の投資は、それ自体で当然に思慮深いか、思慮に欠けるとか判定されるわけではない。ある投資のリスクの程度は、当該信託のポートフォリオにどのような影響を及ぼすかで判断される。

(iii) 投資を分散することはリスク管理の基本である。

(iv) 受託者が、マーケット・リスクをとることにより、期待リターンを高めようとする場合には、ポートフォリオの不安定性が高まるリスクに、当該信託が耐えることができるか否かの判断を、当該信託の諸事情に照らして行うことが必要である。

(v) ある信託につき特殊な事情が存在するとき（例えば受託者やその利用する第三者が専門的な投資の能力を有するときや、委託者が特別の目的を定めているとき）には、分散投資の原則から外れた投資が正当化される場合がある。ただし、原則からの離脱が大きいほど、当該戦略を正当化するために必要な受託

者の義務も大きくなる。

⑥分散投資義務 — (b)項〔コメント g、h〕

(a) 分散投資

(b)項は分散投資の義務を定めている。分散投資義務は信託法第2次リステイトメントにおいては228条に別途規定されていたが、ポートフォリオ重視のプルードント・インベスター・ルールにおいては分散投資が極めて重要であることから、思慮深さの基準を定める227条自体に組み込まれ、思慮深さの一要素として度々取り上げられている。

受託者は、思慮深いリスク管理の目標を達成するために、分散可能なリスクを最小限にするよう、原則として信託投資を分散させる義務を負う。もっとも、信託ポートフォリオにどのような種類の投資を含めるか、またそれぞれの種類の投資に信託財産のどれ位を割り当てるかの資産配分の決定に際して、受託者たる投資家が考慮すべきとされる、決まった投資種類や配分が存在するわけではない。

広範に分散投資を行うには取引費用がかかるが、このような費用を安く済ませるために合同投資(pooled investing)の方法がある。合同投資のおかげで、どのような投資家も徹底的な分散投資が可能になったのである。

(b) アクティブな投資戦略

他方、受託者はアクティブな投資戦略を用いることも認められるが、それに伴う調査・取引等の費用やリスクの増加分を正当化しうるだけのリターンの予想を注意深く現実的に評価しなければならず、次のような判断が必要である。

(i)当該行為により得られる予想リターンによって、追加的費用および追加的リスクが補填されると合理的に期待できること。

(ii)当該行為が経済理論の見地からも、信託ポートフォリオの中で果たす役割の見地からも合理的であること。

(iii)受託者(または投資マネージャー)が、当該

行為を実施するために必要な能力を有しているかまたは利用できる立場にあり、また第三者への委任を伴う場合には、委任の内容および監督が妥当であると考えただけの確かな根拠があること。

(i)~(iii)に加えて、当該行為およびそれを構成部分とする投資戦略全体が、当該信託の目的、リスク許容度、換金性の要件その他の諸事情に照らして、その信託に適したものであること。

⑦忠実義務および公平義務 — (c)項(1)〔コメント c、i〕

(c)項は、「さらに」と述べて他の条文を引用し、信託の管理一般に関する規定を注意的に定めている。これが加わることによって、本条は「広義のプルードント・マン・ルール」を総合的に規定した条文となっている。

(c)項(1)号は忠実義務および公平義務を定める。

(a) 忠実義務

忠実義務とは、受託者が専ら受益者の利益のために行動しなければならない義務である。忠実義務は厳格な義務で、受託者は受益者と自己の個人的立場とで利害が対立する可能性のある方法による投資自体が禁止される。例えば、受託者の個人財産を信託投資の対象とすることは許されない。また、第三者の利益を図ることも禁止される。

(b) 公平義務

受益者が複数存在する信託の受託者は、受益者間の公平をはかる義務を負う。例えば、個人信託において、インカム収入を受け取る生涯受益者とその死後に元本を受け取る残余財産受益者が存在する場合に、信託投資に際してインカム収入の増大と元本価値の増大のいずれを重視するかという問題である。受託者は原則として適切なインカム収入も確保する義務を負い、総合収益だけを目標とすることはできない。

年金資産の管理に当たっては、事業主と従業員

の利益衝突だけではなく、現在実働中の従業員と既に退職した従業員の利益衝突も問題となる。

⑧ 思慮深い委任 — (c)項(2) [コメント j]

(c)項(2)号は思慮深い委任についての定めである。信託法第3次リステイトメントにおいては委任に関する171条が全面的に改正された。

同 171 条 委任に関する義務(duty with respect to delegation)

受託者は思慮ある人であれば信託事務の執行の責任を他人に委任するような場合を除いて、自ら事務執行責任を果たす義務を負う。

信託事務の執行に関する受託者としての権限を委任してよいか、誰に委任すべきか、いかなる形での委任をすべきか、さらに委任した相手方の行動をいかに監督するかの判断については、受託者は、受益者に対し、受託者としての裁量を行使し、同様の状況において思慮ある人が行動するように行為する義務を負う。

171条は信託事務一般に関する規定であるが、従来の委任の原則的禁止（ちなみに旧条文の見出しは「委任してはならない義務」であった）から転換し、思慮深さを要件としつつも受託者の裁量を認めて、委任を積極的に位置付けている。同条のコメント(h)にあった「投資先選定権限の委任を禁止する」文言は削除され、受託者が全ての投資を自分自身で実行する必要はなくなった。

227条(c)項(2)は171条を受けた、投資に関する規定である。受託者は、信託の投資活動を行うに際して、プルードント・インベスターが当該事情のもとで行うであろうような内容と方法によって、第三者に委任する権限をもち、受託者が投資の専門家でないような場合には、むしろ委任する義務を負う。ただし、受託者が必要に応じ専門家の助言を受ける場合でも、信託投資の戦略および目標を自ら決定し、あるいは少なくとも代理人や助言

者が作成したものに承認を与えなければならない。

委任するか否か、何を委任するかを決定し、代理人を選び、指示を与え、監督するに際しては、受託者は、関連する全ての事情、例えば、信託財産の規模、信託資産や投資戦略の複雑さ、受託者自身と代理人候補者の双方の経験・技能・体制および報酬などを考慮しなければならない。なお、受託者は代理人の選任や監督を適切に行う限り、代理人の過失自体に対しては責任を負わない。

⑨ 費用の支出 — (c)項(3)

(c)項(3)号は費用に関する義務であり、費用支払いの権限を定める188条を引用している。(2)②(iii)で述べたように、市場の効率性を考慮して従来以上に費用を意識した管理運用が必要である。

⑩ 信託条項または法令 — (d)項

受託者の義務に関して、信託条項または法令に別段の定めがある場合には、それらによるものとされている。

⑪ 個別の投資およびテクニックについて [コメント k~p]

リステイトメントは以上の一般的なコメントに加えて、株式・債券、合同投資、資産担保証券、不動産、ベンチャーキャピタルといった個別の投資類型についてもコメントを付している。プルードント・インベスター・ルールのもとでは、個々の資産や投資はあくまでポートフォリオ全体の中で評価されるものの、特定の種類の投資には、リスクの性格と程度において他と異なるものがあることも事実である。個別資産についてのコメントの紹介は省略するが、受託者が一般に考慮すべきとされている点は、次のようなものである。

(i) その投資の総収入の予測

(ii) その投資のリスクの性格と程度とポートフォリオとの関係

(iii) その投資の市場性（換金の容易さ）

- (iv)その投資に必要な取引費用と特別な能力
- (v)その他のリターン、リスクの要因（税制上の利点、債券の満期等）

⑫その他の規定

228条は「投資に関する信託条項または法令」、229条は「当初の投資に関する義務」について規定する。前者は第2次リステイトメントの227条の(b)(c)項に、後者は230、231条に対応する規定である。228条に関連して説明を加えておく。受託者は、プルーデント・インベスター・ルールよりも厳格な規制を定める制定法には従わなければならないが、信託条項によりその規制を緩和することは可能である。また、信託条項で投資対象が限定されている場合には受託者はこれに従わなければならないが、他方、広範な権限が付与された場合でも受託者は思慮深さを行使する義務を免れるものではない。

(4) プルーデント・インベスター・ルールの特徴

— モダン・ポートフォリオ理論に基づく投資実務の承認

プルーデント・インベスター・ルールは、信託法第2次リステイトメントにおけるプルーデント・マン・ルールが実際の運用において硬直化したため、モダン・ポートフォリオ理論や実務に適合させるように見直しを行い、当初の柔軟性を回復させ、受託者の裁量を拡大したものである。その特徴として以下の点があげられよう。

①モダン・ポートフォリオ理論と実務の肯定

プルーデント・インベスター・ルールは特定の投資理論を推奨したり、これに依拠することを注意深く避けているが、概ねモダン・ポートフォリオ理論に沿ったルールになっている。プルーデント・インベスター・ルールが述べている、リスク

とリターンのトレード・オフ、特定の信託に相応しいリスクとリターンの目標の設定、分散可能なリスクと分散不能なリスクの区分、分散投資の必要性和ポートフォリオの重視等は、モダン・ポートフォリオ理論からは当然の結論であり目新しさはない。本節ではプルーデント・インベスター・ルールの内容を詳細に紹介してきたが、読者は恐らくモダン・ポートフォリオ理論に関する入門書を読んでいるように感じられたのではないだろうか。モダン・ポートフォリオ理論を理解し実践することが、「思慮ある投資家」の必須の要件なのである。

②具体的な変更点

(a)「広義のプルーデント・マン・ルール」への転換

信託法第2次リステイトメントのプルーデント・マン・ルールは、(一般的な忠実義務や公平義務等の存在を前提とした)注意義務に関する規定であり、分散投資義務も別途規定されていた。これに対して、信託法第3次リステイトメントの227条は、分散投資義務を含む注意義務のみならず、忠実義務、公平義務、委任に関する義務等を包含した「広義のプルーデント・マン・ルール」に関する総合的な規定となった。

(b)「狭義のプルーデント・マン・ルール」における変更点

また、「狭義のプルーデント・マン・ルール」である注意義務に関しても、以下のように内容が変更されている。

(i)合理的なリスク・テイクの許容

信託法第2次リステイトメントでは、個々の信託財産の元本保全が重視され、元本の回収可能性に懸念があれば「投機」として禁止される傾向があった。

しかし、プルーデント・インベスター・ルールは、リスクとリターンのトレードオフを前提

として、信託のリスク許容度との兼ね合いで、しかも次に述べるように、ポートフォリオ全体の投資戦略の中でリスクを位置付けている。つまり、リスクは必ずしも回避する必要はなく、適切なリスク管理こそが求められているのである。

(ii) ポートフォリオの重視

信託法第2次リステイトメントが投資を個々に切り離して判断していたのに対して、ブルーデント・インベスター・ルールではポートフォリオが重視され、当該投資はポートフォリオ全体の中で、その投資戦略の一環として評価される。

(iii) 委任の積極的評価

委任に関しては、従来の原則禁止から、一定の場合には委任が義務付けられるなど積極的評価に転換した。ただし、信託投資の戦略および目標の設定等の基本的な部分については、専門家の助言を利用しつつも、自分自身で行う義務を課している。これは、受託者の信託義務の基本に関わる部分であるためと考えられる。

③ ルール遵守の方法

ブルーデント・インベスター・ルールは、ブルーデント・マン・ルールが当初有していた一般性や柔軟性の回復を目指した結果、条文自体やそのコメントを通じて、各種の考慮すべきファクターを示し、また設例も置いているが、受託者の事前的な行為規範や事後的な評価規範としては抽象的である。また、受託者の思慮深さは、行為そのものの合理性によって判断されるのであり、投資の結果によって判断されるものでないことが強調されている。

受託者の投資行動に際しては、意思決定手続の明確化、中立的な第三者の活用、記録の保存等といった、受託者の投資遂行プロセスの適正化とその証明が重要となろう。

5. 生命保険会社とブルーデント・マン・ルール

(1) ニューヨーク州保険法 — ブルーデント・インディビジュアル条項

① 「ブルーデント・インディビジュアル」条項の導入の経緯

(a) ニューヨーク州保険法の投資規制

生命保険は、法的には「信託」でなく「契約」であり、これまで述べてきた信託法理は当然には適用されない。また、生命保険事業に関する規制権限は、マッカラン・ファーガソン法により、原則として連邦から州に委任されている。

そこで、以下では、代表的な州法であるニューヨーク州保険法を取り上げて説明する。

同法は、保険会社の財務の健全性と契約者に対する支払い能力とを確保するために、保険会社の投資可能な投資類型、質および量につき規制してきた。規制内容はその時々、いわば規制の哲学に応じて変化してきているが、1892年の制定当初には、規制は一般的なもので投資の自由度が高かった。

(b) 1906年改正による規制強化

その後、生命保険会社に対する投資権限濫用等の批判を受けて、1905年に州議会の任命によりアームストロング委員会が設置された。同委員会は、生保が金融を含む広範な産業に対して影響力を増大させていることを問題視し、生保の株式投資（特に株式の「投機」）や不動産投資を禁止すること等を勧告した。その結果、1906年には投資の質・量両面にわたる詳細な規制を導入し、生保の投資を一変させる法改正が行われた。その後1939年に株式投資が若干緩和されたが、生保の投資権限の濫用を警戒するあまり、アームストロング委員会流の過度に厳しい規制を課す状態が長く続いた。

(c) 1983年改正による規制緩和

しかし、その後の米国資本市場や金融サービス業の発展の中で、同法の規制は時代遅れとなり、ニューヨーク州内の保険会社が他州の保険会社や他の金融機関に比べて不利な立場に置かれるようになってきた。このような事態に対応して、1981年に保険法の全面的な見直しのためにハイマン委員会が設置された。同委員会は、資産運用の分野においては、アームストロング委員会流の規制の哲学はもはや不適當であり、投資規制の緩和、具体的には、投資の質・量の厳格な制限に代えて、広範な投資類型と柔軟な量的規制のもとで投資権限を拡大するとともに、プルードント・パーソン・ルール⁸により投資責任を課することを提案し、これを受けて1983年に保険法が改正された。

②「プルードント・インディビデュアル」条項の内容と特徴

ニューヨーク州保険法1405条は、(a)項において生命保険会社が投資可能な投資類型とその量的な限度を、例えば、公債は無制限、不動産は認容資産の25%（1983年の改正前は10%）、普通株は20%（同10%）といったように定めている。それに加えて、(c)項前段において、以下のように定めている。

ニューヨーク州保険法1405条(c)項（抄）

本条にもとづいて投資するに際し、法人の取締役・役員が払うべき注意の基準に関する法律（制定法その他）上の要件に加え、取締役・役員は、同様の立場にある通常に思慮深い個人（ordinarily prudent individual）が類似の状況下で行うであろうと同程度の注意をもって、かつ誠実に、その義務を遂行しなければならない。

本項の責任主体が、取締役や役員とされているのは、1411条(a)項により投資が取締役会の権限とされているためである。保険会社の取締役や役員は、ニューヨーク州事業会社法により、「誠実に、かつ、同様の立場にある通常に思慮深い人（ordinarily prudent person）が類似の状況下で行うであろうと同程度の注意をもって」その義務を遂行しなければならない（715条(h)、717条(a)）が、本項の責任規定は事業会社法とほぼ同じ内容であり、保険会社の投資に関して、いわば注意的に規定したものと言えよう。

本条を全体として見ると、投資対象の制限とその量的な規制という、特定の資産それ自体に着目してその是非を論じるリーガル・リスト式の規制と、「プルードント・インディビデュアル条項」が併存しており、極めて厳重な規制となっている。

信託法における受託者の投資に係る注意義務は、リーガル・リストからプルードンス基準への移行が見られたが、ニューヨーク州保険法では未だ両者が併存している。法改正の経緯に照らせば、投資規制の大幅緩和に伴う生命保険会社の投資裁量の拡大に対応して、「プルードント・インディビデュアル条項」により、その責任につき注意喚起したものと理解することができよう。

(2) エリサと生命保険会社の団体年金 — エリサの一般勘定への適用

①生保の団体年金へのエリサの適用の有無

エリサは、年金制度の資産運用に裁量権を有する者に対し信託義務を課している（前述3.(2)②参照）。但し、団体年金保険のうち、「保険会社が保証した給付額を支払うことを約した保険契約」には、エリサの信託義務規定は適用されない（401条(b)(2)）。従って、分離勘定の団体年金は、給付に対する保証がないため、信託と同様エリサの規

⁸ person や individual は、man と異なり、性別に関しない用語である。

制に服するが、一般勘定の団体年金は、通常、給付に関して何らかの保証があることから、生保業界のみならずエリサの執行官庁である労働省も、エリサの規制には服さないと考えてきた。ところが1993年12月、連邦最高裁は、保証性の要件を厳格に解し、一般勘定で受託した団体年金資産のうち「保証された年金給付額に対応する資産等以外」の資産の管理・運用については、エリサの信託義務の対象になるとの判断を示した(John Hancock v. Harris Trust, 114 S.Ct. 517 (1993))。つまり、分離勘定資産はもちろん、条件付ながら一般勘定の一部についてもエリサの信託義務、ひいてはプルードント・マン・ルールが適用されることになる。ただし、上記最高裁判決は一般論を述べただけで、事件を事実審に差し戻したため、生保が具体的にいかなる義務を負うのかについては現段階では明らかでない。

②生保業界の最高裁判決への対応

労働省がエリサ制定以来、エリサの信託義務の規定が生保の一般勘定には適用されないとの見解をとってきたこともあり、これを信頼して団体年金商品の管理、資産運用を行ってきた生保業界は、労働省に対して行政上の包括的な保証を求める意向である。生保の業界団体である米国生保協会(ACLI)は、現在までに労働省に対し以下のような要請を行ったが、生保業界の問題意識を示すものと言えるだろう。業界の懸念は注意義務よりは忠実義務やその一環としての禁止取引規制の適用に伴う問題にあるようである。

(a) 禁止取引

まず、米国生保協会は、上記最高裁判決の結果としてエリサ406条、407条の定める禁止取引に該当する可能性がある一般勘定の取引全てにつき、過去に遡って無条件に両条の適用を免除する規則を定めるよう労働省に求めた。

これらの禁止規定が一般勘定の取引にそのまま

適用されると、一般勘定の団体年金の契約者である年金制度を設立した企業に対する貸付や、その企業からの物品やサービスの購入は利害関係者との取引として禁止されると思われ、多数の団体年金契約を抱える一般勘定の投資活動、事業活動が大幅に制約される恐れがあるからであろう。また、最高裁判決は、エリサの信託義務規定が一般勘定資産の一部に対して適用されるとしたにとどまる。しかし、一般勘定資産は合同して投資されているため、「一部への適用」が「全体への適用」となってしまうのではないかというのが米国生保業界の懸念のようである。

(b) 一般的な信託義務

次に、米国生保協会は、「生保の一般勘定に関する通常の運営方法は、当然にはエリサ404条の定める一般的な信託義務に反するものではない」との勧告的意見(advisory opinion)を出すよう労働省に対して求めた。具体的には、①一般勘定資産を合同投資すること、②一般勘定資産を保険会社の種々の事業目的に利用すること、③一般勘定資産を保険会社の義務および業務上の必要性を全て考慮して管理すること、の3つが示された。通常、信託義務によると、資産の分別管理や制度加入者「のみ」のための資産管理が求められることになろうが、(リスクをプールする仕組みによって成立し、州保険法で契約者の公正、公平な取扱いを義務付けられている)生保の一般勘定の特質から求められる管理とは齟齬を来すため、このような確認を求めたものと思われる。

(c) 今後の注目点

以上の要求に対して、労働省は現在のところ結論を出すには至っていないようである。

一般勘定にエリサの信託義務を適用した場合に、上記のような問題を惹起することは、最高裁の審理においても、生保会社や労働省により主張されていたところである。企業年金受給者の保護を目

的とする強行法であるエリサを、一般勘定資産に対して、いかに適用するのか、今後の裁判の行方や労働省の対応が注目される点である。

この点について付言すると、一般勘定の年金資産の運用に注意義務 (duty of care) を課すことは不可能ではないと思われる。しかし、忠実義務 (duty of loyalty) に関しては、個別運用の分離勘定はともかくとして、多数の契約者のリスクをプールする仕組みで成り立つ一般勘定に、財産の個別管理を原則とする「信託」を前提に発達してきた忠実義務を厳格な形で課すことは、困難であると思われる。

おわりに

— プルーデント・マン・ルールから学ぶこと

本稿では、1830年のハーバード大学事件判決に始まり、信託法リステイトメントに取り入れられたプルーデント・マン・ルールが、裁判所の運用の中で当初の柔軟性を失っていったことに対し、エリサや信託法第3次リステイトメント (プルーデント・インベスター・ルール) が、モダン・ポートフォリオ理論を基礎としながら、受託者の裁量を再び拡大してきた歴史を概観した。

米国のプルーデント・マン・ルールの発展の歴史や内容から、以下のような点を学ぶ必要がある。

(1) 行為規範、評価規範としての実用性

プルーデント・マン・ルール (狭義、広義とも) は、基本的には、私人間 (ただし、エリサにおいては労働長官も重要な役割を果たしている) の具体的な事件において裁判所により救済が与えられた (または拒否された) 判例を基礎として形成されたルールである。つまり、まずもって受益者が裁判所において受託者の責任を追及する際の、受

託者の義務に関する評価規範であり、その結果、受託者が受益者から訴えられることを予防するための行為規範ともなるのである。義務違反に対する具体的な救済手段と結びついている点で、すぐれて実用的、実効的な規範である (抽象的な条文が先行し、必ずしも救済に結びつかない大陸法とは対照的である)。もっとも、忠実義務に関する判例が多いのに比して、注意義務に関する判例が必ずしも多くないことは前述の通りである。

(2) 「プルーデンス」の内容の変化

プルーデント・マン・ルールの歴史において、常に「プルーデンス (思慮深さ)」が重視されてきたことに変わりはないが、他方で、一般的抽象的な用語である「プルーデンス」に何を読み込むかには変化が見られる。

信託法第2次リステイトメントにおけるプルーデント・マン・ルールは、個々の投資元本の維持、保全を重視し「投機」を禁止した結果、ある意味では、コート・リスト・ルールやリーガル・リスト・ルールと同様、必要以上の保守主義に陥ってしまった。

これに対して、モダン・ポートフォリオ理論の発展と定着に応じて、まずエリサが伝統的なプルーデント・マン・ルールから一歩踏み出し、信託法第3次リステイトメントは概ねモダン・ポートフォリオ理論に沿ったものとなっている。

プルーデント・マン・ルールにおいては、投資の「結果」ではなく、受託者のとった「行為そのもの」が問われるため、現代的な「プルーデンス」は、受託者に対して、モダン・ポートフォリオ理論に沿った投資戦略の立案・投資の実施・投資の評価を、適切なプロセスに沿って行うよう求めているのである。

表-3 プルーデント・マン・ルールの比較（理念型）

| | 信託法第2次リステイトメント (1957年) | エリサ (1974年) | 信託法第3次リステイトメント (1990年) |
|-------------------|---|---|--|
| 仕 組 み | | | |
| 法的性格 | 信託法に関する判例(や立法)の整理 強制力なし | 私的年金に関する、総合立法 強行法規 | 第2次と同じ " " |
| 制定主体 | アメリカ法律協会 | 連邦議会 | " |
| 裁判管轄 | 原則として州裁判所 | 連邦裁判所 | " |
| 訴 権 | 当事者 | 当事者および労働長官 | " |
| 義務を負う主体 | 受託者一般 | 私的年金における受託者 (法で定義) | 受託者一般 |
| 注意義務の内容 | | | |
| モダン・ポート フォリオ理論 | 関係なし | 影響あり | 概ね合致 |
| 判断基準 | 思慮深い人の自己財産の運用 | 同様の立場にある思慮深い人 | 思慮深い投資家 |
| 判断対象 | 個々の投資 | ポートフォリオ重視 | ポートフォリオ重視 |
| リスクとリター ンの捉え方 | (名目)元本の保全を重視し、 「投機」を禁止 インカム収入重視 | リスクとリターンのトレード オフを認識して、選択 総合収益重視 | リスクとリターンのトレード オフを認識して、選択 インフレ・リスクも考慮 総合収益重視 |
| 委 任 | 自己執行義務を重視 | 投資の委任を予定 | 積極的に評価し、場合により 義務付け |
| 費 用 | 規定あり | 規定あり | 重視 |
| 忠実義務との関 係 | それぞれ、独立して規定 | 信託義務として両者を併記 忠実義務の規制が詳細 | 「広義のプルーデント・マン ・ルール」の一つとして規定 |

(3) 「広義のプルーデント・マン・ルール」 の重要性

一般に受託者は資産運用について、高い専門性を有することが期待される。そして、この専門性を有効に発揮させるためには、広い裁量を与えることが合理的であるが、一方で広い裁量には濫用を含む不適切な権限行使の危険がある。ここに、専門的な裁量を適切に行使させることを可能にしながら、その濫用を防止するといった、二律背反的な要請が生じる。受託者の資産運用に課せられる忠実義務や注意義務を中核とする「広義のプルーデント・マン・ルール」には、この要請に沿った内容が求められよう。

投資技法が未発達で専門家も少なかった時代には、外形的に判断可能な厳しい規制は受益者の救済を容易にし、機会費用（規制にとまなう裁量の範囲の縮小と収益の減少）も小さかった。しかし金融市場や投資理論が発達した現在、そのような規制には大きな機会費用を伴い、受益者の実質的な利益を損いかねない。

注意義務の基準である「狭義のプルーデント・マン・ルール」については、エリサや信託法第3次リステイトメントは、モダン・ポートフォリオ理論に沿った投資を前提として、受託者の裁量を拡大した。この背景には、投資の専門家による競争市場の存在といったインフラに対する信頼もあるだろう。

他方いかにして、権限の濫用防止を図るか。忠実義務に関連して、一般的な忠実義務規定に加えて、取引の外形に着目して利益相反の生じうる取引類型を幅広く禁止しつつ、労働長官の実質的な判断により禁止を緩和するというエリサの仕組みは、受益者の実質的な利益の保護を図るための工夫として注目される。

また、信託法第2次リステイトメントにおいては「狭義のプルーデント・マン・ルール」に関する条文であった227条は、信託法第3次リステイトメントにおいては、忠実義務や公平義務等を含む「広義のプルーデント・マン・ルール」を総合的に規定する条文に衣替えされている。権限の濫用防止を含む、受益者の実質的な利益の保護のためには、個々の義務をいわば独立、機械的に適用するのではなく、受託者の各種の義務の総体としての「広義のプルーデント・マン・ルール」を有効に活用することの重要性が高まってきているように思われる。

結論的に言えば、他人のために資産運用を行う者、特に企業年金資産の運用受託者は、注意義務(duty of care)の面ではモダン・ポートフォリオ理論にもとづく投資プロセスに従うこと、忠実義務(duty of loyalty)の面では、一般的な忠実義務に加えて、エリサにおいては、実質的判断を伴う詳細な禁止取引規制に従うこと、そしてこれらを含めた「広義のプルーデント・マン・ルール」の活用によって受益者の実質的な利益が保護されること、以上が現在のプルーデント・マン・ルールの到達点のように思われる。

【主要参考文献】

1.

- 田中英夫『英米法のことば』
- 田中實『信託法入門』
- 植田淳「英米法における金融機関の受託者的地位と利益相反問題」『信託法研究』16号

2.

- 海原文雄「信託資産投資における慎重原則」『英米信託法の諸問題（上）』
- 慶応義塾大学信託法研究会「抄訳 米国信託法リステイメント(1)～(38・完)」『信託』88～132号
- Bevis Longstreth, Modern Investment Management and the Prudent Man Rule
- John H. Martin, A Preface To The Prudent Investor Rule, TRUST & ESTATES, Vol.132, No.11

3.

- ダン M. マックギル, ドナルド S. グラブス, Jr.、田村正雄監訳、厚生省年金数理課・日本アクチュアリー会私的年金研究会共訳『企業年金の基礎』
- 前川寛監訳、エリサ研究会訳『エリサ法』
- Marc Gertner and Vivian C. Folk, The Annotated Fiduciary: Materials on Fiduciary Responsibility and Prohibited Transactions Under ERISA

4.

- The American Law Institute, Restatement of the Law Third, Trusts, Prudent Investor Rule
- 早川真一郎監訳、財団法人トラスト60訳「翻訳 アメリカ法律協会・第3次信託法リステイメントー プルーデント・インベスター・ルールー(1)～」(『信託』173号～)
- Edward C. Halbach, Jr., Trust Investment Law in the Third Restatement, 77 Iowa L.Rev.1151

5.

- Wolcott B. Dunham, Jr. (General Editor) New York Insurance Law