

有価証券運用における信託受託者の責任

——善管注意義務を中心として——

藤井 純一

目次

1. 序論

- (1) この論文のねらい
- (2) 何故このテーマを取り上げたか
- (3) 想定例

2. 現代投資理論

- (1) 投資収益
- (2) リスク
- (3) 効率的市場仮説
- (4) ファンドの管理

3. 日本法

- (1) 信託法
- (2) 善管注意義務
- (3) 過失
- (4) 不法行為
- (5) 参考判例

4. アメリカ法

- (1) プルーデント・マン・ルール
- (2) リステイトメント
- (3) ベヴィス・ロングストレスの説

5. 結論

- (1) 受託者の行為義務
- (2) 受託者の責任とビジネス・ジャッジメント・ルール

1. 序 論

(1) この論文のねらい

本稿は、信託銀行が信託の受託者として有価証券運用を行なったときの責任について論じている。善管注意義務違反に対する責任を中心に考えており、忠実義務違反に対する責任は、この論文では想定していない。即ち受益者と受託者の利益相反に関する問題は、存在しないことが前提となっている。そして、委任契約における受任者の善管注意義務、債務不履行における過失理論を参考にしながら、「有価証券運用における信託受託者の責任」を考察するにあたっては契約に即した行為義務を具体的に確定することが重要であることを明らかにする。そのうえでアメリカ信託法におけるプルードント・マン・ルール (prudent man rule) と現代投資理論を参考にし、信託の特性から来る配慮を加えつつ有価証券運用における信託受託者の具体的な行為義務についての私案を提示する。なおこの論文では、過失について論ずるにとどめ損害賠償には触れない。⁽¹⁾

(2) 何故このテーマを取り上げたか

最近、金融資産に占める有価証券の割合が増加しており、信託銀行においても信託財産に占める有価証券の割合が年々高まってきている。さらに、信託銀行が有価証券の運用を裁量権を持って行ない、その損益が直接受益者に帰属する信託が出現し、あるいはそのような信託における有価証券の運用割合が増加しつつある。ファンド・トラストの出現あるいは年金信託財産における有価証券の運用割合の増加がそれに当たる。また、「国債先物」の取引が85年10月に開始されたのを始めとして「TOPIX」「日経平均株価指数」「株先50」の株価指数先物取引が行なわれており、89年6月「金融先物」の取引、「株式オプション」の取引が開始された。さらに、最近有価証券運用に関する投資理論が非常に発展しつつあり、従来漠然ととらえられていた有価証券運用に関するリスクが、計量的にとらえられるようになり、⁽³⁾ これらの概念を利用したファンド

有価証券運用における信託受託者の責任

(4) の管理技法およびパフォーマンスの評価技法⁽⁵⁾も色々提案されている。このような状況の中、信託受託者が有価証券運用を行なうときに、その運用に失敗した場合、たとえ忠実義務違反はなかったとしても、「法的責任は問われるのか」「その基準は何か」ということを明らかにすることは緊急の課題と考えられる。

必要以上に受託者を萎縮させて極端に安全な運用を行なわせ収益性を損なうこと、あるいは信託財産を過大なリスクに曝すことは、ともに望ましくない。信託受託者の不安を解消することは、受託者・受益者双方の利益になると思われる。さらに最近現われた先物等の金融商品に対してどのように考えるべきかもこのテーマに含まれる課題の一つである。また有価証券運用の専門家として考えられている信託銀行のばあい、責任が加重されるかといったことも問題となる。

従来信託受託者の善管注意義務を論ずるに当たっては、信託財産を喪失・腐敗等から守り、保険をかけたか否かというような場面が問題にされてきた。⁽⁶⁾有価証券の運用を行ない、危険を伴いながら積極的に収益を図らなければならないような場面での信託受託者の善管注意義務は論じられておらず、その面からも取り上げる必要性があるテーマである。

また、アメリカ信託法のプルードント・マン・ルールについては、海原先生が「信託資産投資における慎重原則」⁽⁷⁾という題で1970年に発表された先進的な研究があり、大いに参考とさせていただいた。本稿においては、70年以後の状況についても触れており、アメリカのその後の状況を紹介するというような意味合いも持たせたい。

(3) 想定例

本稿は、年金信託を念頭に置き、個人の財産運用と比較しつつ考察する。そして、そこで信託銀行が、以下に述べるような投資の過程をたどり、或はその過程をたどることを怠ることによって損害が発生した場合を想定してみる。

先ず年金信託の特徴として挙げられるのは、その信託目的が「年金給付を行なうため」⁽⁸⁾というように、既に明確に決まっていることである。この点が個人

の財産運用と異なるところである。個人の場合その運用に対するニーズは種々様々であり、それを明確にするのに苦勞するのとは大いに異なるところである。

目的の明確化の後には、その年金制度や制度実施企業の状況などを調査し、投資方針を作成する。例えばその制度実施企業が成長期にあるか、成熟期にあるかによってその投資方針は異なることとなる。その企業が成長期にあれば、年金信託財産の運用としては、成熟期にあるよりリスクを取り得るとされている。なぜならば、将来の年金給付は信託財産と将来の拠出金によって賄われる。制度実施企業が成長期にある場合、年金給付に必要な源資にたいして現在の信託財産の割合が相対的に小さく、将来の拠出金の割合が大きいことになるからである。このことは、あたかも個人の財産運用において、若年期は相対的に大きなリスクを取り得、老年期においては大きなリスクを取り得ないのと軌を一にしている。

信託財産の流動性についてもその年金制度の成熟度によって異なる要請があり、それにあわせた運用を行なわなければならない。年金信託についてはこの流動性に関する要請は前もって正確に把握することができ、その運用を考えるにあたっては、重要な要素である。

また、制度実施企業の業種も考慮しなければならない要素とされている。例えば、制度実施企業が金利に対しビジネス・リスクを負っているとき、年金信託財産を金利感応度の高い資産に投資すると、制度実施企業と信託財産が共倒れになる危険が高くなる。制度実施企業がオイルにたいしてビジネス・リスクを負っているときは、年金信託財産をオイルに投資すると同様に共倒れになる危険が高くなる。年金制度は、制度実施企業の将来の拠出金と現在の信託財産により将来の年金給付が賄われる。制度実施企業の実態を踏えて信託財産のポートフォリオを考えなくてはならないとされており制度実施企業が属する業種への投資は望ましくないとされる理由である。委託者あるいは受益者の事情によって信託財産の運用に配慮を加えなければならない例である。

個人の財産運用に関しては、特に取りうるリスクの範囲という観点からの法令上の制約はない。極端に低いリスクから極端に高いリスクまで取りうること

有価証券運用における信託受託者の責任

になる。これにたいして年金信託の場合は銀行局長通達⁽⁹⁾によって制限が課せられている。法令上の制限が特別に存在するという事は、年金における大きな特徴である。

当然、信託銀行は、資本市場に影響を与えるような、政治、経済、産業、証券、証券投資に関する研究を普段から行なっているのは言うまでもない。以上の諸要素と普段からの研究を併せて、投資方針を決定しそれを実行する。そして信託財産と資本市場をモニタリングし、今述べたプロセスを繰り返すというのが信託銀行における年金信託財産の投資過程であり、このような過程のなかで損失が発生した場合の受託者の責任について考えたい。

- (1) 同様の場面でアメリカにおける損害賠償を扱ったものとして、次の論文がある。
寺田徳「リスクの法的解釈と経済的解釈——プルードント・マン・ルールを中心に——」証券投資信託月報 226 (昭和54年7月号)。
- (2) 有価証券の信託財産に占める割合は以下のとおり (「全国信託財産調べ」信託協会会報『信託』114号, 154号)。

	昭和53年3月	昭和63年3月	(単位: 億円)
有価証券	32,925	46,982	
(割合)	10.55%	31.63%	
信託財産	312,023	1,469,999	

- (3) 後記2(2)。
- (4) INDEX 運用, portfolio insurance 運用 (以上株式), immunization 運用 (債券) 等が挙げられる。
- (5) Sharpe measure, Treynor measure 等が挙げられる。D. E. フィッシャー, R. J. ジョーダン『証券分析とポートフォリオ管理』(白桃書房, 昭和62年), 528頁—541頁。
- (6) 四宮和夫『信託法〔増補版〕』(有斐閣, 昭和54年), 114頁。
- (7) 海原文雄『法政研究』(九州大学法政学会, 昭和45年)。
- (8) 厚生年金基金信託契約書前文, 適格退職年金信託契約書前文。
- (9) 大蔵省銀行局長通達・昭和57年4月1日蔵銀第906号『厚生年金基金関係法令規集改定4版』厚生年金基金連合会。

2. 現代投資理論

次に、この論文の前提となっている、現代投資理論のいくつかの概念について述べる。ここにいう現代投資理論は1950年頃から発達してきたものである。以下のことは多く、ウィリアム・F・シャープの『現代証券投資論』⁽¹⁾およびD. E. フィッシャーとR. J. ジョーダンの『証券分析とポートフォリオ管理』⁽²⁾によっている。

(1) 投資収益 (return)

投資理論上、投資収益はインカム・ゲイン (income gain) とキャピタル・ゲイン (capital gain) を区別しないで扱うのが原則である。アメリカの信託法におけるプルデント・マン・ルールのリーディング・ケースといわれるハーバード・カレッジ対エイモリー事件⁽³⁾は、生涯権者と残余権者の争いであり、そのためアメリカ信託法上は、生涯権者に属するインカム・ゲインと残余権者に属するキャピタル・ゲイン⁽⁴⁾の区分が判例上で大きな意味をもち、それが後々まで影響を及ぼしているように思える。インカム・ゲインとキャピタル・ゲインの区別は、生涯権者と残余権者の、二種類の受益者が存在する信託のときに配慮すべきことであり、一般の信託においては、この区別は原則として不要と考えられる。但し、相対的なリスク許容度を考慮しなければならないケースがある。即ち、支合いに見合ったインカム・ゲインが好まれることがあるからである。年金信託においては、年金給付に合わせたキャッシュ・フローが好まれる。インカム・ゲインによってそれが得られる場合は、無利息資産によって、遠い将来にキャピタル・ゲインを含めた償還金等のキャッシュ・フローが期待される資産より好ましいとされている。しかし、それはインカム・ゲインとキャピタル・ゲインの相対的なリスクの問題である。そのことは、年金給付予定額に対してインカム・ゲインのリスクがキャピタル・ゲインにくらべて低いと表現され、アメリカ信託法におけるような絶対的な基準ではない。

有価証券運用における信託受託者の責任

(2) リスク (risk)

リスクとは、期待収益と実際の結果の食い違う程度を言う。投資する時点では、期待収益の回りに分布する確率の広がりとして表わされる。高いリスクとは、確率が期待収益率の回りに広く分布している状態を言い、低いリスクとは、期待収益率の近辺に確率が集中している状態を言う。そしてその確率は正規分布を仮定し、リスクは標準偏差をもって表わされる。結果として、期待収益率を上回るケースと下回るケース半々となり、収益率がプラスかマイナスかは大きな意味を持たないとされる。そしてリスクは、投資管理者が過去の趨勢や財務分析の結果などを参考にして推測するものとされており、投資管理者が最大の能力を発揮して判断すべきものである。

リスクと投資収益については、重要な関係がある。即ち、ハイリスク・ハイリターン⁽⁵⁾といわれるように、個々の有価証券について、市場で付いた値段でリスクと投資収益を見てみると、それはトレード・オフの関係にある。大きな収益率が期待される有価証券は、大きなリスクを取らなければならない、リスクの小さな有価証券は大きな収益率は期待できない。有価証券投資によって収益を挙げようとするれば、必ずリスクは付き纏うこととなる。

そして、投資と投機とは次のように区別される。つまり、投資はあるプラスの投資収益率を期待して行なわれる資金の拘束であり、もし投資が適切に実行されるならば、投資収益率は、投資家が引き受けたリスクの大きさと釣り合いの取れたものとなる。一方投機家は、長期的な投資成果に関心がなく、また正常なあるいは普通の投資収益率より極端に高い投資収益率に関心があり、それを短期間で得ようとする⁽⁶⁾。同じ有価証券が、買い手の動機の違いによって、投資になったり投機になったりする。つまり投機的な有価証券と、投資に適する有価証券があるわけではなく、投資と投機の区別は、その有価証券の購入者の態度にあるといわなければならない。

アメリカでは、以上のような立場から信託法リスティメントなどの内容について批判があることについては、後記4 アメリカ法において述べる。

(3) 効率的市場仮説

効率的市場仮説とは「市場で成立している証券の価格は、全ての入手しうる情報を十分に反映している⁽⁷⁾」という概念である。そのような世界を前提とすると、投資家の知覚したリスクは価格に折り込まれており、それを前提に有価証券投資を行なわなければならない。個々の証券の投資については、注意深く行動したからといって、リスクが減少したり、リターンが増加するわけではない。そうしたとき、この仮説にもとづいて有価証券運用の受託者責任を論ずるならば、過失論に言う予見義務については、この場合採用し難いと考えられる⁽⁸⁾。次に述べるように、ファンド全体を考慮して投資するのが最も肝要と考える。

(4) ファンドの管理

分散投資⁽⁹⁾によって、ファンドのリスクが減少することはよく知られている。その場合重要なことは、出来るだけ、それぞれの有価証券の価格の変動の連動性のない証券を組み合わせることである。そうすれば、より効果的にファンドのリスクを減少させることができる。そうすれば、ファンド全体の期待収益率を減少させることなく、リスクは大幅に減少することになる。しかしながら、平均的に見て価格変動の連動性のない証券の組み合わせを作り出すことは実際問題としては、不可能であり、分散投資ではなくすことのできないリスクが存在する⁽¹⁰⁾。

先物やオプションなどはポジションを持った場合はきわめてリスクである。しかし、ファンドの現物資産とうまく組み合わせることによって、安いコストでリスクを減少させることが出来る。しかしながら、リスクを嫌って全ての資産にたいしてヘッジを行なってしまうと、理論的には裁定が働いて、無リスク資産を最初から購入したのと同じことになる。それどころか、手数料や、取引税を支払った分だけ悪い収益率となる。ここにも、リスクが予見されるからといってそれを全くなくそうとすると、有価証券投資自体成り立たなくなってしまうことが現われている。

有価証券運用における信託受託者の責任

投資管理者は、ファンド全体のリスクをコントロールしながら、最大の収益率を確保しなければならない。それを実現するため、種々の技法が⁽¹¹⁾開発されている。それを駆使するためには、かなり高度な専門的知識が必要とされるようになってきている。ここに、有価証券運用の専門家としての責任が問題とされる局面が生じてきていると考えるところである。

以上のような投資理論を前提にして今後の検討を進めていきたい。

- (1) 小野二郎他監修, 日本証券アナリスト協会訳, 日本アナリスト協会。
- (2) 小野二郎他監修, 日本証券アナリスト協会訳, 白桃書房。
- (3) Harvard College v. Amory 9 Pick. 446, 461 (Mass. 1830).
- (4) Uniform Principal and Income Act sec. 3.
- (5) 限界効用逓減法則から導かれる。野口悠紀雄「リスク・プレミアム」『経済学の散歩道』(日本評論社, 1985年), 74頁—79頁。
- (6) D. E. フィシャー, R. J. ジョーダン, 前掲書4頁。
- (7) 同上3頁, 430頁。
- (8) 後記3(3)。
- (9) 慶応義塾大学信託法研究会「米国信託法リステイトメント第228条」信託協会会報『信託』117号(昭和54年2月号), 86頁—87頁, D. E. フィシャー, R. J. ジョーダン, 前掲書448頁, 466頁。
- (10) 市場リスクまたは、組織的リスクという。ウィリアム・F. シャープ, 前掲書206頁—209頁。
- (11) 1の注(4), (5)。

3. 日本法

(1) 信託法

信託法第20条に「受託者ハ信託ノ本旨ニ従ヒ善良ナル管理者ノ注意ヲ以テ信託事務ヲ処理スルコトヲ要ス」とあり受託者の善管注意義務が定められている。もちろん信託法4条にあるように「受託者ハ信託行為ノ定ムル所ニ従ヒ信託財産ノ管理処分ヲ為スコトヲ要ス」とされていることが前提となっているこ

とは言うまでもない。

四宮先生は、善管注意義務が定められた理由として「受託者は信託目的を信託行為の命ずるとおりに実現することを要求される」ので「自己ノ財産ニ於ケルト同一ノ注意⁽¹⁾」では足りず善管注意義務が定められたとされている。さらに「受託者が職業人である場合には、職業的に分化した、したがって平均人より高度の注意能力を前提とする⁽²⁾」と解されている。しかしこれだけでは、今問題としている信託契約に即した注意義務の内容は確定できない。そこで、信託契約には民法の委任契約類似の要素が含まれるため、受任者の善管注意義務として論じられているところを参考としてみたい。

(2) 善管注意義務

受任者の善管注意義務は、「受任者＝債務者の職業・地位・知識等において一般的に要求される平均人の注意義務を指す点で抽象的であるが、しかし具体的場合の取引の通念に従い相当と認むべき人が為すべき注意の程度を言う。――高度の職業的分化や各種無名契約の出現と競争、学問や研究の進歩にともなって、注意義務の専門的高度化は不断に進行する。したがって善管注意義務という白地規範の内容は一概にこれを断定することはできない⁽³⁾」と説かれている。したがって、信託における善管注意義務も、今論じている信託契約に即して検討を加える必要があることとなる。

(3) 過失

善管注意義務違反⁽⁴⁾を論ずることは、善良な管理者の注意を欠くこと、即ち過失とは何かという問題に帰着する。本稿に即して言うと、信託契約を前提にして有価証券の運用を受益者のために行う受託者＝債務者の債務不履行の帰責事由の要件の一つである過失とはなにか、という問題に置き換えることができる。

債務不履行における過失概念は、債務者の心理状態として定義する古典論にたいし最近の学説はいずれも、債務者の行為について言うようになってきたとされており⁽⁵⁾、そして最近の学説を次のように分類されている。即ち、「予見可

有価証券運用における信託受託者の責任

能性あるいは結果回避可能性から債務者の為すべきことを導く説⁽⁶⁾「結果債務・手段債務に類型化、あるいは給付債務・行為債務に類型化して手段債務あるいは行為債務については、債務者の行為義務を確定するとする説⁽⁷⁾「債権者の合理的期待説⁽⁸⁾」および「具体的行為義務群説⁽⁹⁾」である。

このうち予見可能性から債務者の為すべきことを導こうとする説⁽¹⁰⁾については、本稿のテーマに即して考えると他の説と異なった行為義務が導かれ、次に検証するように採用し難いと考える。即ち、投資理論のところ述べておき、有価証券投資においてはリスクと投資収益はトレード・オフの関係にある。言い換えると、危険を負担することにより収益を挙げるのが有価証券投資であり、将来の有価証券の収益に対する予見は、期待収益率の回りに確率的に分布し、その期待収益率から離れるに従い確率が低くなる。しかしその確率がゼロとなることはない。リスクは有価証券投資に必然的に伴うものであり、予見可能性の基準に従って行為義務を確定しようとする、有価証券投資を断念しなければならなくなる。予見可能性から行為義務を導く説は取り難いとする理由である。その他の過失理論については、いずれの見解を採用するにせよ、その問題となっている債務の特性、給付の目的物、債務者・債権者の地位等から導かれる行為義務を確定することが重要とされ、本論で問題としている契約に関する行為義務を導くについてはその結論に差は生じないとする。

予見義務以外の観点から導かれる行為義務の内容については、アメリカの状況を検討した後、現代投資理論とアメリカ法を参考にしつつ、結論において受託者の行為義務として述べることにしたい。

(4) 不法行為

これまで、債務不履行の帰責事由について論じてきた。しかしながら、四宮先生は「信託法における信託違反受託者の損害賠償の性質⁽¹¹⁾」において、信託違反については、請求権競合論を前提として、債務不履行責任とともに、不法行為責任も同時に問うことができるとされている。従って、不法行為の過失論についても検討する必要がある。

しかし、最近の不法行為法の分野における過失論は、従来の心理状態として説明する説から、行為義務違反として捉えるようになってきたことを思えば、⁽¹²⁾債務不履行のところで述べたと同様に、ここにおいても本論のテーマに即した行為義務を確定することが重要であり、受託者の責任の問題は行為義務の議論に帰着することになる。またそこで確定すべき行為義務は債務不履行におけるそれと異なることはないと考えられる。即ち、行為義務については特に債務不履行の場合と不法行為の場合にわけて論ずる必要はないと考えるところである。

(5) 参考判例

信託受託者の有価証券運用責任に直接関係する判例は見出すことはできず、強いてあげるとするとつぎの事件が参考となると思われる。

有価証券運用について、信用組合の理事の善管注意義務が問題となった損害賠償請求事件（東京地裁昭和60年8月30日判決 判例時報1198号120頁）

参照条文

中小企業等協同組合法42条（信用組合の理事の責任についての商法の準用規定）、
商法254条（取締役の責任についての民法委任規定の準用規定）、民法644条（受託者の善管注意義務規定）

本件は、中小企業等協同組合法に基づく信用組合の理事長をしていた被告が、その在任中、次のような違法行為をし、原告である組合にたいし、合計4億円余り（内有価証券の運用の責任が問われた部分は1億2千万円）の損害を与えたとする、損害賠償請求事件。その請求原因の一つは「いわゆる着地取引、即ち、将来金利が低くなることが予想されるような場合、国債等を一定期間後に特定の価格で買うことを約束し、決済日に市場価格よりも有利な条件で買い取るとを期待して行なう投機的取引により、差損を発生させた」というもの。

これにたいし判決は、原告の主張のうち「いわゆる着地取引については、被告がこれをした昭和55年当時、証券会社等から国債等の着地取引をしても違法ではないむねの説明がなされており、着地取引が社会問題化し、監督行政庁

有価証券運用における信託受託者の責任

がその是正を指導するに至ったのは、昭和56年5月頃からである」こと等から「被告がその任務を怠ったものと断定するのは困難である」として、その主張を排斥した。

そして、判決理由のなかで次のように述べている。即ち「着地買いは——先物買いを行なうことによって決済日には市場価格よりも有利な条件で買い取ることを期待して行なわれる。しかし、契約の現時点で、——将来金利が低くなる⁽¹³⁾とか、決済日の市場価格により有利であるといったことは客観的に判断することは不可能であるから思惑が外れることも多い。」とあり、判決は、その他いくつかの要因を挙げながら、結論として「日本経済の悪化」による着地取引の失敗については、理事長の任務懈怠を認めていない。

もとより、この判例のみから有価証券運用に対する裁判所の一般的な考え方を推し測るのは、不可能である。しかし、少なくともこの判例では、個々の取引がいかにリスクを含んでいようとも、それのみでは善管注意義務違反を認めていない⁽¹⁴⁾という点に注目する必要がある。

日本法の検討を終るに当たって、次の二点を確認しておきたい。第一に、「日本信託法においては、善管注意義務が定められている」ということ。第二に、過失概念について、本テーマに即して考えると、「予見可能性と呼ばれる基準は適用し難い。その信託契約から導かれる行為義務を受託者が尽くしたか否かを判定基準とすべきである」ことの二点である。

(1) 四宮和夫、前掲書113頁—114頁。

(2) 同上114頁。

(3) 中川高男「受任者の善管注意義務」『契約法体系 IV』（有斐閣、昭和38年）、270頁。

(4) 善管注意義務違反が認められれば信託法第27条にいう「管理ノ失当」が認められる。松本崇・西内彬『信託法・信託業法・兼営法』（第一法規、昭和47年）、174頁—175頁。なお同書175頁において「金銭を死蔵させ利殖を怠ったり、危険な投資を行ない損失を招いたり」することは善管注意義務違反には当たらないが、管理の失当に当たるとされているが、私は本稿において論ずるよう上記の

ような場合善管注意義務違反に当たるケースがあると考えている。

- (5) 北川善太郎『注釈民法(10)債権(1)』(有斐閣, 昭和62年), 390頁。
- (6) 同上391頁, 397—399頁。
- (7) 同上392頁—393頁, 399頁—400頁。
- (8) 同上393頁, 400頁。
- (9) 同上400頁—402頁。
- (10) 債務不履行における過失論では, 対立した形で予見可能性と結果回避可能性という基準は, 持ち込まれていないとされている(北川善太郎, 前掲書392頁)。しかし, 本稿のテーマに即して言うと, その二つは, 分けて考えられる。
- (11) 四宮和夫「信託法における信託違反受託者の損害賠償の性質」『信託の研究』(有斐閣, 昭和40年), 155頁—178頁。
- (12) 淡路剛久「特集・日本不法行為法リステイトメント②過失一般」『ジュリスト』(879), 42頁—43頁(1987. 3. 1)。
- (13) 原文は「金利が高く」と記されている。債券価格は金利が低くなれば上昇することを思えば, 「金利が低く」の誤りであろう。
- (14) この判例では, どのような行為義務を尽くしたかは判定の対象となっていない。

4. アメリカ法

(1) プルーデント・マン・ルール

アメリカで信託資産投資の問題を考えると, 先ず第一に考えなければならぬのは, 慎重原則, 即ちプルーデント・マン・ルールである。この原則は, 有価証券運用だけを対象としているわけではなく, 広く投資全般についての原則である。しかしながら, アメリカは, 早くから有価証券投資が盛んであり, また判例法の国であることからその分野についても多くの判例を積み重ねてきており, また投資理論についても先進的地位にあることから参考となると考えられ取り上げることとした。

プルーデント・マン・ルールは, マサチューセッツ法則とも呼ばれ, ハーバード・カレッジ対エイモリー事件で, マサチューセッツ州最高裁が1830年に下した判決をリーディング・ケースとしており, 「投資に際し受託者に要求され

有価証券運用における信託受託者の責任

る全ては、受託者が忠実に行動し、健全な自由裁量を行使すべきことである。受託者は、慎重かつ分別あり知性ある人が、自己の事務を運用するように、投機からではなく、その資産の永久的処分という見地で、投資さるべき元本の安全性と同様に収益をも十分に考慮して行動せねばならない」と表現される。

一方、同時期に、ニューヨーク法則と呼ばれる、リーガル・リストによる規制方法も確立されている。ニューヨーク法則は、そこでは、特に認められた投資対象への投資が許され、株式投資は信託条項で許可されない限り許されないとされていた。当初はニューヨーク法則が全米的には、優勢であったとされているが、1950年代には、殆どの州でマサチューセッツ法則が採用されるようになってきたとのことである。なお、その間の事情については、冒頭に述べたとおり、海原先生⁽²⁾の論文に詳しく論じられている。

プルードント・マン・ルールを確立したハーバード・カレッジ対エイモリー事件の判決で強調したいことは、きわめて柔軟性に富む表現を採用しており、投機をその投資家の態度に根拠を置いていることである。さらには、投資にはリスクが付き纏うことをその判決は理解しており、特定の投資対象が投機的であるとの決めつけを行っていないことも強調しておく必要がある。そしてそれは、現代投資理論からみても肯定できる主張である。

(2) リステイトメント

信託法リステイトメント第二版は1959年に刊行されており、そのなかでプルードント・マン・ルールは、第227条において「信託資金の投資を為すにさいしては、受託者は、受益者にたいして、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、相当の思慮を有する人が自己の財産につき、その保全と、相当の収益を規則的に上げられることを考慮して為すべき投資方法を選択する⁽³⁾」と定式化されている。以上だけではハーバード・カレッジ対エイモリー事件の判決と大差ないように見える。しかしながら、その注まで見てみるとその違いが現われてくる。注を含めて、リステイトメントにおいて注意すべきことを二点、掲げておきたい。

第一に注意義務の程度について述べる。前述のとおり受託者の注意義務の基準は、「自己の財産」に対するのと同程度の注意義務とされていた。しかし、注のdでは「受託者が銀行または信託会社である場合、受託者が投資の選択について有する能力を用いるべきであり、また個人の受託者に通常予想される以上の徹底した調査を為すことが要求される⁽⁴⁾」とある。また、注のcにも同主旨の内容がある。アメリカ信託法の注意義務は、自己の財産に対する注意義務が原則であるが、銀行または信託会社に関するかぎり、高度の注意義務が課せられていることを抑えておく必要がある。

第二点目はリスクについてである。注のeに「いかなる投資においても危険は常に存在するので、損失が生じることもありうる。危険性というのは程度の問題である。損失の機会が利得の機会と均衡を失っている場合、通常人は投資をしない。最も安全で確実な証券だけに投資することだけが、必ずしも受託者の義務というわけではない。たとえば、国債は最も安全で確実な証券であるが、利回りが他の証券より低いことを考えると、信託財産をそのような証券だけに投資することは必ずしも受託者の義務とは言えない⁽⁷⁾」とあるようにリステイトメントは如何なる投資にも危険の存することを認識しており、リスクと投資収益のトレード・オフの関係についても認識しているように見える。しかしながら、注のfからiおよびmで、個々の投資対象が慎重か否かの判定を行なっている。例えば、fの(1)では証拠金による株の購入⁽⁸⁾、hでは後順位譲渡抵当を適法でないとしており、注のmでは、普通株は慎重に投資を行なえば適法であるとされている⁽⁹⁾。このように、個々の投資対象について適法か否か判定するような態度は、冒頭述べたように、投資理論に照らして見るならば認められない考え方である。後に述べるように、リステイトメントの硬直化として批判を受けるところである。さらに一例を挙げるとすると、次のような例がある。即ち、注のoの(10)において投資を行なう際に配慮すべきことの一つとして、インフレの見込みを挙げている⁽¹¹⁾。しかし、一方で注のfの(4)は後日売却する予定での土地の購入を禁じており、ここでも投資理論から見るとリステイトメントには、矛盾した態度が見られる⁽¹²⁾。

有価証券運用における信託受託者の責任

以上見てきたように従来のプルードント・マン・ルールがリストイットメントによって定式化され、それが後の判例にたいして影響力をもつようになると、現代投資理論の観点に立った批判が現われてくる。ベヴィス・ロングストレス⁽¹³⁾は、以下のような批判を行なっている。

(3) ベヴィス・ロングストレスの説

一般信託法の分野で、学説やリストイットメントの影響により、プルードント・マン・ルールが本来持っていた柔軟性を失ってしまい、それにたいして、公益信託公益法人の分野では、立法による解決が図られたという。従来公益信託公益法人の分野における判例法は、プルードント・マン・ルールを適用すべきか、会社の取締役⁽¹⁴⁾に適用されるビジネス・ジャッジメント・ルール (business judgement rule: ある一定の要件を満たすと、裁判所は取締役の経営判断を尊重して、それ以上立ち入って判断しないというルール) を適用すべきか、必ずしも明確ではなかったと。しかし、1972年ユニフォーム・マネージメント・インスティテューショナル・ファンド法 (Uniform Management of Institutional Fund Act: 以下 UMIFA) によってビジネス・スタンダードに従うとされその解決が図られたという。なお、UMIFA は、1988年現在 29州で採用されている。

さらに、内国歳入法 4944 条では、公益目的の基金に適用がある条文であるが、そこではワラント、商品取引、オプションが合法化されている。また、ビジネス・ケアとビジネス・プルードンスを規定しており、投資理論に基づく運用を行なおうとした人たちに支持されたとされている。

また年金基金に対する連邦法即ち ERISA⁽¹⁵⁾ のなかでも、プルードント・マン・ルールに関する立法が行なわれ、404 条 (a) 1 (B) に「当該状況下で、同等の能力で行動し同様の事項に精通しているプルードント・マンが同様の性格および目的を有する事業の管理にあたり行使する注意力、技量、恩恵および勤勉⁽¹⁶⁾をもって、権限を行使すること」という形で定式化されている。

ERISA は信託法の流れを汲んでいるが、次の点で異なるとされている。第一に、環境の要因を考慮していること、第二に収益受益者と元本受益者を考慮

する必要がないこと、第三に、金銭の流入があること、第四に、税が掛からないこと、の諸点であり、労働省令⁽¹⁷⁾まで見てみると「受託者はそのファンド全体、リスク、分散投資、流動性、キャッシュフロー、収益を考えなければならない」とされている。そしてポートフォリオ理論と効率的市場仮説を受け入れているように見えると。また、ベヴィス・ロングストレスの行なったアンケート結果にも、年金受託者は、オプション、不動産、無利息資産、インデックス・ファンドへの投資が行ないやすくなったとの結果が出ているとのことである。

ベヴィス・ロングストレスは結論として、信託法のプルードント・マン・ルールは、判例拘束の原理、リステイトメント、学説の影響によってその柔軟性を失った。後の立法は、硬直化したプルードント・マン・ルールから離れようとして、先程説明したとおり、UMIFA はビジネス・ジャッジメント・ルールを採用し、ERISA は「同様の能力をもって慎重に行動する」⁽¹⁸⁾という表現を採用したという。しかし信託法の影響は余りに大きく、完全にはその影響を払拭してはいないとのことである。

以上アメリカの状況を検討してきたが、日本法への示唆を検討するまえにアメリカ法について二点確認しておきたい。

第一に注意義務の基準について、日本の信託法には、善管注意義務の規定があり、アメリカのそれには自己の財産に対するのと同程度の注意義務と規定されていることについては、先程述べたとおりである。しかしアメリカにおいても受託者が銀行、信託会社の場合は投資の専門家としての責任が加重されており、日本法の善管注意義務と大差ないと考えられること。第二に、日本法に取り入れるについて参考にすべきは何かという問題である。当初柔軟性のあるプルードント・マン・ルールが判例を重ねるうち判例拘束の原理により、硬直化したプルードント・マン・ルールになり、その硬直化したプルードント・マン・ルールを回避するために特定の分野では立法的解決が図られたということは、先程述べた。そこで、日本法に対する示唆を検討するに当たっては、投資理論が発達した現代においては、硬直化していると言われているプルードント・マン・ルールを唯一の規範として参考にするのではなく、柔軟なプルードント・

有価証券運用における信託受託者の責任

マン・ルールあるいは、特別法においてとられている解決の方法をも参考にすべきと考える。つまり、公益信託公益法人の分野でのビジネス・ジャッジメント・ルール、ERISAにおけるプルードント・マン・ルールの再定義などについても参考にする必要があると考えられる。

- (1) 2の注(3)。
- (2) 海原文雄, 前掲書。
- (3) 慶応義塾大学信託法研究会, 前掲書 82頁。
- (4) 同上 82頁。
- (5) 同上 82頁。
- (6) 同上 82頁。
- (7) 同上 82頁—83頁。
- (8) 同上 83頁。
- (9) 同上 83頁。
- (10) 同上 84頁。
- (11) 同上 84頁。
- (12) 同上 83頁。
- (13) BEVIS LONGSTRETH, Modern Investment Management and the Prudent Man rule (1986) Chap 1.
- (14) 並木俊守「経営情の判断の原則」『アメリカにおける取締役の経営責任の法理』(中央経済社, 昭和58年), 99頁—130頁。
- (15) Employee Retirement Income Security Act.
- (16) 前川寛監訳, エリサ研究会訳「エリサ1985年版」生命保険文化研究所。
- (17) § 2550, 414 a-1 (2).
- (18) § 404 (a) 1 (B).

5. 結 論

本章においては、次の二点について論ずる。第一に受託者の行為義務の確定

であり、第二に、ビジネス・ジャッジメント・ルールを参考にし、そこで確定した行為義務についての解釈の指針についてである。

(1) 受託者の行為義務

有価証券運用における信託受託者の行為義務を次のような手順で確定する。現代投資理論において、他人のために投資を管理する場合にたどらなければならないとされている過程を四つに分類する。そしてそれぞれの投資過程において配慮すべき要素をリストイメントを参考にしつつ、必要に応じて私の見解を付け加えて確定する。そしてそれが受託者の行為義務となる。

受託者が投資を管理するとき、先ず第一にしなければならないことは、投資家つまり委託者の目的、制約条件、選好を明確化し、投資政策を作成することである。この過程で考慮すべき要素は、現代投資理論によってリスクが計量的に捉えられるようになった現時点からみてのことではあるが、リスクの許容度を明確にするということが第一に掲げられるべきである。そして、「収益の総額に対する受益者の要求」「信託の存続期間」「収益を含めた受益者のその他の主張」「課税に対する義務の増加あるいは減少が投資にいかん影響するか」などが挙げられる。さらに付け加えなければならないのは、「流動性に対する要求」「法令上の制限に対する配慮」などである。

第二に受託者として行なうべきは、「経済、社会、政治、産業など資本市場に影響を与える要因を考察し予想する」ことである。この過程で考慮すべき要素で最も重要と考えることは、「特定証券のリスクおよび期待収益率を把握する」ことであり、次の3つはその特定のケースであると考えられる。即ち、「投資期間の長さ、例えば満期、償還請求可能性など」「信託の終了時に投資が分配目的のために金銭化しなければならない場合のその投資価値についての市場条件の見込み」「ある投資が満期に達した場合、再投資についての市場条件の見込み」である。そして、特定証券の期待収益率に影響を及ぼす経済上の要素は、無限にあり、全ての要素を列挙することは不可能である。そのなかの重要な要素である「インフレの見込み」「金利の見込み」を掲げるにとどめる。

有価証券運用における信託受託者の責任

第三に受託者が行なうべきことは、「ポートフォリオの最適化のため銘柄選定を行ない執行する」ことである。この過程における要素としては、「信託財産全体的価値と他の投資の性質」が分類されよう。現代投資理論からみても、以上のようなリステートメントの表現は、もっともな主張であると考る。

第四に受託者が行なうべきことは、個々の行為としては、今迄述べてきたことの繰り返しとなるが、「投資家、市場をモニターし、変化に対応する」ことである。

以上が私の考える現時点における有価証券投資における信託受託者の行為義務である。つまり、以上を尽くしていれば、受託者の善管注意義務は全うされたと考えられる。そして直接的な行為義務とまでは言えないとしても、人材の養成、投資理論の普段からの研究、システムの開発、データ・ベースの整備、事務処理体制の整備、内部検査などが信託銀行では行なわれており、それらによって、前述の行為義務の遂行が効果的に行なわれることになる。

(2) 受託者の責任とビジネス・ジャッジメント・ルール

信託受託者が裁量権をもって有価証券運用を行なう場合、収益を上げるためには、どうしてもリスクが付き纏う。それは恰も株式会社の取締役が会社の財産を利用して危険を冒しながら事業を遂行するのに似ていること、さらに、アメリカにおいては、学校等が公益信託の形態を取る場合、プルードント・マン・ルールとビジネス・ジャッジメント・ルールのどちらの基準に従うべきか対立があったこと等を考えれば、株式会社の取締役の責任と受託者の責任との比較は、見過ごすことのできない視点である。

ビジネス・ジャッジメント・ルールはアメリカにおいて判例法上発展してきたもので、次のように定式化される。即ち「取締役が会社および彼自身の権限内において、ある決定を下した場合に、その決定に合理的な根拠があり、かつ彼が会社の最良の利益であると誠実に信じた事柄以外には影響を受けずに、独自の裁量と判断の結果として当該決定を下したのであるならば、裁判官は取締役の経営事項には干渉しないし裁判官の判断をもって、取締役の判断に代替せ

しめることはしない⁽³⁾」と。

これにたいしてビジネス・ジャッジメント・ルールの日本法の導入の可否については、論争があるところである。しかし、本稿においては、取り敢えず、通説の立場から論じておきたい。そして、それが受託者にとって最も厳しい基準となると思われる。即ち、ビジネス・ジャッジメント・ルールを「取締役の過失を判断するに際して、取締役の経営判断をある範囲で尊重して、取締役の責任が厳格すぎることをないよう配慮する」という形に定式化するならば、従来の日本法の過失概念に矛盾せず、日本法への導入を考⁽⁴⁾えうるとされている。有価証券運用が危険を冒しながら事業を営む取締役に似ていること、最近の有価証券運用は高度の専門性が要求されること、ビジネス・ジャッジメント・ルールは、オリジナルな形ではないにしろ、日本法と矛盾しないことを考えれば、受託者の投資判断についても参考にすべきであると考えたい。例えば個別の証券の売買において、受託者の判断を考えると限られた時間のなかでとっさの判断を強いられることもある。また、効率的市場仮説と併せて考えると、受託者は、投資過程において困難な判断を行なっている。このような場合、受託者に過酷すぎることをないようビジネス・ジャッジメント・ルールを解釈の指針とすべきと考えるべきである。受託者は、先程掲げた行為義務を尽くせば結果責任を問われることはない。そしてその行為義務を尽したか否かの判定に当たっては、受託者の責任が厳格すぎることをないよう配慮すべきである。

- (1) ジョン・L. マギン／ドナルド・L. タルト編、青山護監訳『ポートフォリオマネジメントの実際』（東洋経済新報社、1989年）、5頁。
- (2) 慶応義塾大学信託法研究会、前掲書84頁（第227条注0）。
- (3) 近藤光男「新版注釈会社法（6）」第226条注釈29。
- (4) 同上第226条注釈29—34。
- (5) 同上第226条注釈34。

（安田信託銀行業務部調査役）