

## 信託資産投資における慎重原則

海原, 文雄  
九州大学法学部

<https://doi.org/10.15017/1608>

---

出版情報 : 法政研究. 36 (2/6), pp.271-308, 1970-12-20. 九州大学法政学会  
バージョン :  
権利関係 :

# 信託資産投資における慎重原則

海原文雄

- 一 ニューヨーク法則の優位
- 二 マサチューセッツ法則への推移
- 三 慎重原則の内容と問題点

## 一 ニューヨーク法則の優位

信託資産投資における慎重の原則 (prudent man rule) とは Harvard College v. Amory 事件において、<sup>(1)</sup> マサチューセッツ州最高裁判所の下した次の判決をいう。すなわち、「投資に際し受託者に要求されるすべては、受託者が忠実に (faithfully) 行動し、健全な自由裁量 (sound discretion) 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 (men of prudence, discretion and intelligence) が、自己の事務を運用する際に行なうように、投機 (Speculation) からではなく、その資産の永久的処分 (permanent disposition) という見地で、投資さるべき元本 (capital) の安全性と同様に収益 (income) をも充分に考慮して行動せねばならない」。

マサチューセッツ州で樹立されたため、別名マサチューセッツ法則、あるいは、裁判官の名をとって Putnam の原則と呼ばれ、また、イギリス信託法における受託者に対する伝統的な厳しい制限に対応する自由な原則という意味で、アメリカ方式ともいわれる。以下、本稿では、慎重原則をマサチューセッツ法則と呼ぶことにする。

本原則によれば、受託者は慎重な人が自己の財産に対してなすのと同様な注意、熟練、知性をもって信託の運用をなすことを要求されるが、そのように行為する限り、受託者は信託義務違反の責任を問われないことになる。換言すれば、慎重原則の基礎は、上掲判決中における慎重かつ分別あり知性ある人の健全な裁量に置かれるものであり、きわめて柔軟性に富む広範な裁量権を受託者に付与するものである。<sup>(2)</sup>従って、マサチューセッツ法則は、従来、受託者の投資に対し課せられていた厳しい制約を緩和し、受託者の投資権限を拡大する意味で画期的なものといわれる。<sup>(3)</sup>

マサチューセッツ法則を受託者の投資権限に関する一大原則とすれば、これに並行し、いわば投資原則の二大潮流の他の一つを形成するものとして、法定銘柄 (Legal list) の原則が、ほぼ時代を同じくして確立されている。すなわち、ニューヨークの King v. Talbot 事件<sup>(4)</sup>である。本事件で、Woodruff 判事は、「受託者は、一般的に、裁量と知性を有する慎重な人が、己が事務を運用するのと同様な勤勉ならびに注意を行使する義務を負う」と判決する。これだけでは、前掲の Harvard College v. Amory 事件と大差なく、共に慎重原則を述べたものといえるであろう。しかし、ニューヨークの裁判所は、投資の結果に対する受益者固有の権利を判決理由として、マサチューセッツの裁判所よりも遙かに保守的な解釈を行なった。

両者の相違は、慎重人とは何かという見解に関するものであるが、ニューヨークの裁判所の解する慎重人は、マサチューセッツの裁判所が念頭に置く慎重人よりも、より狭義の厳格な意味での慎重人であった。<sup>(5)</sup>たとえば、マサチューセッツでは、選定されたある種の株式に対する信託資産の投資ないし留保が認められるのに対し、ニューヨークで

は、信託条項でこれを許可しない限り、株式投資はすべて不適切と解され、政府証券、地方債、土地抵当証券のような安全第一の投資物件に銘柄を限定する。すなわち、ニューヨークの裁判所のいう慎重原則は、通常の慎重人ではなく、どこまでも信託受託者としてのより高度の義務を課せられる特殊な意味での慎重人を基準とするのに対し、マサチューセッツの裁判所の解する慎重原則は、いわゆる通常の意味での慎重人を基準とするに過ぎず、それはニューヨークのように信託受託者としての狭義の通常人というより、むしろ、ビジネスマンとしてのより自由かつ柔軟性に富む意味での慎重人であったといふことができる。<sup>(6)</sup>

そこで、King v. Talbot 事件で述べられた慎重の原則を法定銘柄の原則もしくはニューヨーク法則と称して、マサチューセッツ法則と区別されるようになった。前記のように、マサチューセッツ法則がアメリカ方式と呼ばれるのに対応して、イギリス方式とも呼ばれる。以下、本稿では、この法定銘柄の原則をニューヨーク法則と呼ぶことにする。

アメリカの各州は、上掲二事件を契機として、その後マサチューセッツ法則かニューヨーク法則のいずれかに分類され、両法則をめぐる活潑な論争が展開されるようになった。

たとえば、ニューヨーク法則の方がマサチューセッツ法則よりも遥かに安全であるという主張がもつとも強くなされた。ニューヨーク法則によれば、受託者は法定銘柄投資に機械的に制限されるため、裁量権行使の余地が殆んど存しない。とくに、受託者を個人的能力から考察する場合は、このことは顕著である。確かに、有能なビジネス的手腕と熟練のある受託者にとっては、マサチューセッツ法則が疑いもなく有利であるのに対し、無経験しかも個人的関係から選定される受託者にとっては、ニューヨーク法則の方が安全といえよう。ただ、Shattuck も指摘するように、<sup>(7)</sup>この安全性という概念に対する両説の論争は、受託者の裁量権の広狭に関するものというよりは、むしろ、株式投資

そのものに対する信頼感の相違にあつたものといわねばならない。<sup>(8)</sup>

ニューヨーク法則の固執者は、また屢々、次のように主張する。受託者は事前に如何なる種類の証券購入が合法か否かを知ることが出来るから、投資に伴う責任負担の危険から開放され得ると。これに答えて、マサチューセツツ法則の擁護者は、ニューヨーク法則よりもマサチューセツツ法則の方が責任負担が多いとは断定できない。受託者の責任は、信託の運用ないし計算の怠慢、忠実義務の違反、不当な留保、信託事務の代理人使用等の場合に関連して、Shattuck の表現を借りれば、<sup>(9)</sup>過失もしくは懈怠のモザイク状態で発生するものであり、受託者が許されていない証券を購入したという一事だけで責任を負担せしめるものではないという。

さらにまた、経済的要因に対しても両説は対立する。たとえば、ニューヨーク法則では一九二九年に始まる不況時の株価暴落を指摘するのに対し、マサチューセツツ法則は、一九四〇年以降の社債利回りの下降を挙げて、これに答える。受託者の投資は、事后情況によつて慎重であつたか否かを判断さるべきや、あるいは、投資のなされた時点に立つて慎重の当否を決めるべきか。ニューヨーク法則によれば前説であらう。しかし、株式のように価格変動の多い物件への投資が、後の経済事情に即応して慎重性の固定的先例となり得るか否かは疑問であり、価格低落による受託者の責任は、過失を伴わざる限り生じないとして、后説を支持するのがマサチューセツツ法則である。<sup>(10)</sup>

両説の論争に関する批判は后述(第三節)することにする。いずれにせよ、一九世紀後半から二〇世紀初頭にかけては、ニューヨーク、オハイオ、ペンシルヴェニア、イリノイ、キャリフォルニア、テキサス等の主要諸州を中心に、受託者の投資物件を法律または裁判所によつて定められた銘柄に制限するニューヨーク法則に従う州が大部分であつて、投資銘柄の選定を受託者にまかせるマサチューセツツ法則を採用するのは、マサチューセツツを始め、メイン、ミンシッピ、ネバタ、ニューメキシコ、ロードアイランド等の僅か数州に過ぎなかつた。

当時の信託資産投資においては、無経験かつ無知の受託者による資意的運用から受益者を保護すべきであるという受益者中心の保守的安全主義が支配的であり、選定される投資物件も、殆んどが政府証券、地方債もしくは高度に良質の社債に限られていて、一般の私企業なканずく株式投資は、いわばタブーとみなされていた。ニューヨーク法則が優位であったのも蓋し当然の現象であったといえよう。<sup>(11)</sup>

アメリカ初期の信託法においては、このようにニューヨーク法則の適用が支配的であったが、それはまた、イギリス方式の別名が示すように、信託資産に関するイギリス古来の伝統的受益者保護主義がそのまま忠実に継承され、当時のアメリカ信託業界も、かかるイギリス的な慎重原則の保守的解釈に満足していたことを物語るものといえるであろう。そこで信託資産投資に関するイギリスの歴史を簡単に一瞥して置きたい。<sup>(12)</sup>

ビクトリア女王時代は、自由主義経済を背景に、財産の所有に関しては、兎も角も黄金時代であったといえる。これを信託に限って眺めると、受託者は財産の完全権者とみなされると同時にその地位は一般にきわめて固定的かつ保守的であった。当時の信託財産運用を一言にしていえば、蓄積された信託資産の不毛時代であったと称しても過言ではなからう。これは、イギリス信託法形成過程における衡平法の受益者保護主義に由来するものである。すなわち、受託者が他人のために資産を投資する場合、衡平法裁判所は、受益者の権利保護のため長年かけて作り上げた基準に受託者の行為が合致することをきわめて厳格に要求した。<sup>(13)</sup>

とくに、一八世紀後半から一九世紀前半にかけて、悪名高き南海泡沫 (South Sea Bubble) の如き多くの冒険と危険を伴う投資から受益者は保護されねばならぬという気運が発達し、この考え方は、当時のイギリス信託法なかななく衡平法裁判所のモットーであったともいえる。<sup>(14)</sup> また、国王証券に関しては、不変のマーケットを維持することも時の政府にとっては必要であった。さらに、当時の財産家である地主達も、その財産を妻子の扶養および家の永続の

ために信託を利用するのが通例であり、信託はいわば富者の独占の時代でもあった。

このような状況のもとでは、受託者の主たる義務が元本の保存に置かれ、収益受益者の犠牲において元本受益者の権利保護が重視されたのも当然のことといえる。<sup>(15)</sup> 換言すれば、当時のイギリスにおける受託者にとっては、いわゆる創作力 (imagination) は禁物であり、ここでは収益の合理的利回りよりも元本の安全性が第一に要求され、受託者は、信託資産の運営者 (manager) というよりは、むしろ、保管者 (conservator) に過ぎなかったともいえるであろう。<sup>(16)</sup>

この点、植民地時代におけるアメリカ、なかんずく、ニューイングランド地帯では、信託資産の開拓的運営の機運はきわめて旺盛であり、法律家とビジネスマンとの連繋も密接で、生産企業の勃興に信託資産は積極的に貢献していた模様である。Shattuck も評するように、<sup>(17)</sup> イギリス型の安全投資主義に対する反撥は、典型的なアメリカ人、とくにボストンを中心とする受託者達のいわば精神的支柱でもあった。マサチューセッツの Harvard College v. Amory 事件で、自由な慎重原則が宣明されたのも、かかる思想的背景にもとづくものと思われる。これに対し、リパブリカの支配する地域では、イギリスの保守主義継承に忠実であり、そのあらわれがニューヨークの King v. Talbot 事件であったともいえるようか。

イギリスの伝統を墨守するニューヨーク法則は、また、ビジネスマンとしての投資権限を受託者に付与するというよりは、個人的色彩の強いいわゆるゼントルマン的冒険としての限度内で投資を受託者に認めるに過ぎなかった。<sup>(18)</sup> このことはしかし、当時のアメリカの法律家ないし裁判官の大部分が投資経験に乏しく、企業の発達に即応する能力を有していなかったことにも基因する。先にも触れたように、ニューヨーク法則を採用する多くの判例は、冒険 (risk) の概念を、純法律面からのみ解釈し、経済的な意義での利回り (return) を無視するため、投資に伴う危険性をイ

コール損失 (Loss) に結び付けて把握していたように思われる。<sup>(19)</sup>

一九三〇年の不況を経て、ニューヨーク法則を採用する諸州においても、やがて、従来の投資制限に対する反省が行なわれるようになってきた。既に、一九二〇年代に始まる信託資産蓄積の著しい増加は、第一次大戦後の中小資本家の出現によってさらに拍車をかけられ、信託は富者の独占から次第に平均人の財政手段として利用されるように移行する。<sup>(20)</sup> また、経済活動の発達に応じて、職域分化過程における職業的受託者に対する需要も増大し、信託資産の投資は、これら職業的法人受託者の専門的技術と集団的判断に依存するように変移してきた。いわゆる信託資産のポートフォリオ規制が、これら経済的進展に伴い、投資政策的配慮から改めて検討されるようになってきたのもこの頃からである。<sup>(21)</sup>

殊に、ニューヨークやシカゴのような商業センターにおける巨大な信託資産の蓄積が、法定銘柄に制限されて企業マーケットから締め出され続けることが果して賢明であるか否かは、大きな問題として認識されるようになった。加えて、初期の信託資産は、土地を中心に構成される物が一般的であったが、企業の発達と共に、信託資産は次第に市場性のある金銭的価値に移行してきた。すなわち、富の基礎的形式としての動産の出現に伴って、資産をその始源的形態で維持することが困難かつ望ましくないと考えられるようになる。受託者の義務も、従来の元本維持としての安全保管主義から、次第に企業的利潤追求としての運営的義務へ変化して行くことも疑いのないところであろう。<sup>(22)</sup>

イギリス的保守主義にもとづくニューヨーク法則の優位は、かくして、アメリカ的自由主義に富むマサチューセッツ法則の支配に推移するようになったわけである。



- (1) 9 Pick. 446, 461 (Mass. 1830)・銀行、保険会社、製粉会社の株式に対する投資の不当を主張する残余権者により提起された訴訟ケースである。
- (2) Putnam 判事のいう「汝の欲するところを行なうべし。資本は冒險である」の一節にあらわされるように、本原則によれば、過度の投機に対する抑制は、投資の種類を詳細に列挙するよりは、むしろ投機の心理状態で投資することを抑制するところであり、多くの慎重人は、投機を避け健全な証券に投資するものと解される。詳細は本稿第三節で后述。
- (3) 慎重原則は、Harvard College v. Amory より約百年後の Kimbal v. Whitney, 233 Mass. 321, 331 (1919) において Rugg 判事により、次のように確認されている。「慎重原則は、善良なる判断を有する合理的人間によって理解されるべき言葉であり、受託者の行為が測定されるべき基準をなすものである。それは含蓄に富む原則である。それは範囲が広く、特別な時期ないし地域に限定されるものではない。それは一般的かつ包括的なものであるため、新しい財産制度、ビジネス慣習、流動する商取引の方法、変動する金融状況のもとで、安全な指標として継続し得る。それは、証券の限定的分類による非融通性を回避し、設定者の樂觀主義を排除し、投機の過剰を抑制する。社会の進化と文明の発展において生じ得るすべての状態に適合するか否かは疑わしいが、それはあくまでも常識に立脚し、現実の経験に依存するものである」と。
- (4) 40 N. Y. 76 (1869)・受託者が数種の証券に投資し、それから収益と損失を出した場合、受託者は誠実に行爲したのだから、受益者はその結果を是認ないし拒否する権限なしと解する下級審判決に対し、最高裁判所に上訴され、原判決破棄された事件である。
- (5) 両法則の比較に関しては、Shattuck, The Development of the Prudent Man Rule for Fiduciary Investment in the United States in the Twentieth Century, 12 Ohio State L. J. 493 以下 Torrance, Legal Background, Trends and Recent Developments in the Investment of Trust Funds, 17 Law and Contem. 129 に精こ。
- (6) King v. Talbot 及び Woodruff 判事は、続けて次のように述べている。「この慎重の義務は、すべての投機、市場における不確定性かつ疑わしい上昇に対するすべての投資、信託の性格と目的を考慮しないすべての行為、投資の選択における錯誤等の結果を必然的に排除するものである。およそ、慎重な人が富を増大する期待をもって危険を冒すのと同様なことを受託者がなし得るということはあり得ない。信託元本の保存と収益の産出は、信託設定の主たる目的であり、まず第一に考慮すべきものである。資産が株式に投資された瞬間、それは受益者の支配を離脱するものである。その安全性と冒険性も

しくは損失の危険性は、もはや保管ないし運用における受託者の熟練、注意ないし裁量には属さず、さらに、投資条項は、資産がいずれ受託者に復帰することを意図するものでもない。もしも、受託者は何時でも株式を売却し、原始資本を回収し得るものであると問われるならば、それは本質的に不確定かつ不明瞭なものであり、信託資産を恣意的状態に放置することになるであらうと答えたい」。

(7) Shattuck, *op. cit.*, p. 310.

(8) King v. Talbot においては、株式購入は、資本に対する受託者の支配の不当な放棄を構成するものと解するが、これに対して Harvard College v. Amory によれば、如何なる種類の投資といえども安全とはいえず、証券の銘柄に対し立法によりなされる安全という免許は、一種の誘惑であり欺罔であるに過ぎないと反論する。

(9) Shattuck, *op. cit.*, p. 311.

(10) Comment, Prudent Man Investment of Trust Funds during Inflation, 39 Calif. L. R. 380.

(11) ニューヨーク法則の慎重人の意義を物語る当時の判例の中から、次の三つのケースを参考のため挙げて置きたい。

ニューヨークの Matter of Jacobs, 152 Misc. 139, 142, 273 N. Y. Supp. 279, 282 (Surr. Ct. 1934) では、「信託資産を運用する人は、投機的波動に没頭すべきではなく、また、繁栄と不況の循環的長期間の経験にもとづく健全な判断を完全に喪失させるような短期間の投資による収益と外部的利戻を望むことは許されない」と判決さる。

また、ペンシルヴェニアの In re Hart's Estate, 203 Pa. 480, 484, 53A. 364, 366 (1902) で、裁判所は次のようにいう。「自己自身の資産を有し、利殖をせんとする目的を持ち、自己の投資が価格を増大せんことを期待する慎重な人は、より大きな危険を招き易い。それは、他人のビジネスでなくあくまでも彼自身のビジネスである。彼は成功もしくは失敗の可能性を計算し、そのチャンスを賭ける。もし成功せば、見通しとビジネス的機敏性は彼の故であるが、逆に失敗せば、投機ないし彼の悪判断の故である。しかし、一つのケースで非慎重でなかったからといって、他のケースでも同じとはいえない。将来の結果は決定的に予見されるものではない。慎重な人は、ビジネス的好機を計算して自己の資産を賭ける。すべての財産は、かかる意味の通常の慎重性の行使によって蓄積されるであらう。しかしながら、受託者にとって事態は全く別個のものである。受託者の投資する資産は、決して彼自身のものではなく他人のものである。もし彼がそれを安全に保有することを欲するならば、危険を最少限にとどめるのは彼の明白な義務である。彼は他人より慎重性をもたねばならぬという義務

はないが、しかも彼は、他人に対し義務をもたない人が自由になし得るような冒険を避けてその資産を運用する義務を負う」。

同じく、デラウェアの *In re Cook's Estate*, 20 Del. Ch. 123, 125, 171A. 730, 731 (1934) で、裁判所は、「第一に守らるべきことは、通常の慎重人が彼自身の財産を処理する際に行使するであろうような注意と熟練という外見的基準が、他人の財産を処理する場合に用いられる基準とは異なるということである。換言すれば、他人の財産の受託者である通常の慎重人によつてもたるべきではないような如何なる危険性をも 受託者はもつてはならぬということである。第二に守らるべきは、自己の支配下にある資産を投資する場合に、受託者によつてなされるべき主たる目的は、その資産の安全性ということである」と述べている。

(12) 詳細は、Shattuck, *op. cit.*, pp. 491 et seq. 及び Keeton, *The Investment and Taxation of Trust Funds* (1964), pp. 3 et seq.

(13) *Howe v. Lord Dartmouth* (1802), 7 Ves. 137 に代表されるように、受託者に課せられる二大義務、すなわち、受託者は受益者のために行為するのであるから、彼が自分自身のため投資する場合に行なうであろうよりも、より注意深い投資政策を採用せねばならぬということ、また、受託者はすべての受益者の利益のため公平に行為し、他の受益者の犠牲で特定の受益者を優先せしめてはならぬということは、投資に際しての鉄則ともいふべき基準であった。

(14) たとえば、*St. Leonard's Act* で知られる一八五九年の *Law of Property Amendment Act*, 22&23 Vict. c. 35, s. 32 によると、信託証書で明白に禁止されざる限り、イギリス、アイルランドの銀行株ないし東印度の株式に投資することを受託者に授權しているが、翌年の判例で、衡平法裁判所は、その適用をきわめて厳格に制限解釈している。 *In re The Colne Valley and Halstead Railway Bill* (1860), 29 L. J. Ch. 33.

(15) たとえば、*In re Whiteley* (1886), 33 Ch. D.347, 355 で、Lindley 判事は「受託者の義務は、慎重な人が、もし彼が自分自身のみを考慮せばとるであろうような注意をもつべきではない。その義務は、むしろ、慎重な人が、もし彼が道徳的に提供すべき義務を負う他人の利差のために投資をなすべく意図した場合にもつてであろうような注意をもつべきである」と述べている。

また、一八九三年の *The Trustee Act*, 56&57 Vict. c. 53 は、后年の一九二五年受託者法の原型ともいふべき受託者の

投資範囲を規定するものであり、一八八九年の The Trustee Investment Act, 52&53 Vict. c. 32 の拡張ともみられるが、同法によれば、受託者の投資物件として認められる株式といえども、実際は、ある種の公企業、たとえば、イギリスおよびインド政府債、イングランドおよびアイルランド銀行株、水道および鉄道会社株等に限定されていた。ちなみに、一八八九年法は、前二年度に普通株で三パーセントの配当を行っていた場合に限り、鉄道会社の社債および優先株の投資を認めうる。

(16) Shattuck, op' cit., p. 492.

(17) Shattuck, op. cit., p. 493.

(18) Headley, Trustees or Gentlemen Adventurers, The Trust Bulletin, March 1949, p. 12.

(19) この点をとくに指摘するものとして、最近の Notes, The Regulation of Risky Investments, 83 Harv. L. R. 603 は大変興味深い。同ノートによれば、法律家による投機 (speculation) と投資 (investment) の厳格な区別が、ニューヨーク法則を生み出した最大原因であるという。すなわち、投機的証券は、短期回転のため購入される不当に冒険的な証券とみなされるのに対し、投資的証券は、信託資産の長期的処分として購入されるものであり、資本損失を最少ならしめるものと考えられる。従って、新種かつ未経験もしくは堅実な成長記録に欠ける企業の証券購入は、すべて禁止されることになる。

その例として、同ノートは、新鉄道会社の普通株に関する *In re Dickinson*, 152 Mass. 184, 25 N. E. 99 (1890)、新鉄道会社の社債に関する *Cornet v. Cornet*, 269 Mo. 298, 190 S. W. 333 (1916)、一二年間無配当で超過負債に悩む会社株式に関する *St. Germain v. Tuttle*, 114 Vt. 263, 44 A. 2d 137 (1945)、また、受託者はマージンで証券を購入したり、短期売却取引を行なうことは許されなことを最近の *Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. v. Boccock*, 247 F. Supp. 373 (S. D. Tex. 1965) などの諸ケースを引用している。

また、同ノートは、各州の青空法 (blue sky law) が、詐害的ないし不当な投機的証券が資本市場に流入されることを禁止していたことも、当時のニューヨーク法則の優位に大きな影響を及ぼしていた事実、加うるに、当時の法規制は、一般に、全体としてのポートフォリオよりも個々の投資証券と関連した資本損失に焦点を置き、利回りから孤立して危険概念を解釈していた事実を指摘し、これら法的思维方法は、冒険に関する経済的解釈、すなわち、利回りを期待し、全体的ポートフォリオの将来の価格における不確定性 (uncertainty) としての危険概念に、今日ではとって代らるべきことを強調して

いる。

(20) 一九三八年の通貨監督官の統計によると (Comptroller of the currency, 76th Annual Report, Pg. 3) 、 国法銀行のみの信託資産をとってみても、一九二六年六月の二六、〇五三信託勘定口数における資産額九二二、三二八、六七七ドルから、一九三八年六月の一三五、六五五信託勘定口数における資産額九、四一九、〇一七、〇四二ドルに、すなわち、資産において九二パーセント、信託口数において四四六パーセントの増加がみられる。

(21) ここにいうポートフォリオ規制とは、機関投資家が、その資金を投資配分するにあたって守らねばならない法的制限や監督当局の規制などを意する。すなわち、広くは株式、公社債、その他の証券取得の制限、金利制限、州および地方公共団体の免税関係の法令など、投資配分にあたって考慮すべきあらゆる法的規制をいう。

(22) Shattuck, op. cit., p. 501; Torrance, op. cit., p. 134.

## 二 マサチューセッツ法則への推移

一九三七年に、ミシガン州が制定法によりマサチューセッツ法則を規定したのを契機として<sup>(1)</sup> 従来ニューヨーク法則に従っていた多くの州も、より自由な投資原則を求めてマサチューセッツ法則の慎重原則に転ずるにいたった。たとえば、既に早くメリーランド州とノース・キャロライナ州が、やや遅れてミズーリ州が、夫々判例によりマサチューセッツ法則を採用している。<sup>(2)</sup> また、制定法によりマサチューセッツ法則を採用するにいたった州も多い。たとえば、ヴァージニア、ミネソタ、キャリフォルニア、ケンタッキ、コネティカット、オクラホマなどの諸州である。<sup>(3)</sup>

一九四二年に、慎重な投資に関するモデル法律 (Model Prudent Man Investment Act) が起草され、同年アメリカ銀行協会信託部によって承認かつ公表されたが、これはマサチューセッツ法則への推移にとって画期的なもので

ある。四ヶ条よりなるが、ここでは第一条だけを紹介して置きたい。すなわち、「他人の利益のため財産を取得、投資、再投資、交換、留保、運用するに際し、慎重で分別あり知性ある人が (men of prudence, discretion and intelligence)、元本の安全と同様に可及的収益を考慮し、投機という観点からではなく自己の資産の永久的処分という観点で行なうような判断と注意力を行使せねばならない。上記基準の制限内で、受託者は、慎重で分別あり知性ある人が、自己の計算で取得もしくは留保するようなあらゆる種類の不動産、動産ないし両者の混合物件、および、制限なき場合は、あらゆる種類の担保付きもしくは無担保の公社債ならびに法人証券、さらに優先もしくは普通株式を取得かつ留保する権限を有すべし」と規定する。百余年前に *Harvard College v. Amory* 事件で宣明された慎重原則を再確認したものと見えよう。

この慎重な投資に関するモデル法律は、その直后、多くの州で採用されるにいたった。これをその俣の形で制定法上に規定した州としては、アーカンソー、カリフォルニア、コロラド、デラウェア、フロリダ、ハワイ、アイダホウ、イリノイ、キャンサス、メイン、ミシシッピ、ネバタ、ニュー・メキシコ、オレゴン、テネシー、テキサス、ユタ、ヴァージニア、ワシントンの多くの州を数え得る。<sup>(4)</sup> また、モデル法律を一部修正の形で採用した州に、ニュー・ハンプシャ、ニュー・ジャージー、オハイオ、ペンシルヴェニア、ウエスト・ヴァージニア、ウイスコンシン、ネブラスカの諸州がある。<sup>(5)</sup>

マサチューセッツ法則への推移において、特筆すべき州はニューヨークといえよう。既に述べてきたように、ニューヨーク法則を樹立し、法定銘柄原則の先鞭をつけたのは、ニューヨークの *King v. Talbot* 事件にほかならない。ところが、ニューヨークは多くの論争を経た后、一九五〇年の動産法 (*Personal Property Act*) 第二一条により、マサチューセッツ法則に転向している。<sup>(6)</sup> もっとも、この転向は前文で簡単に述べられているに過ぎず、受託者の裁量

権にもとづく株式への投資は、証券取引委員会に登録され株式取引所に上場されている株式について、信託資産の三五パーセントまでと制限されている。この制限は、単に優先および普通株式に限らずすべての社債をも包含するものと規定するが、このようなニューヨーク動産法のとる形式、すなわち、部分的な慎重原則の採用は、マサチューセツ法則の完全な主張者からみれば、中途半端と批判されたのも当然であろう。<sup>(7)</sup>

いずれにせよ、信託業務のもつとも高度に発達しているニューヨークが、部分的にせよ、旧来の法定銘柄原則から慎重原則へ移行したという事実は注目すべきで、先に列挙したモデル法律を一部修正採用した諸州の立法の多くは、かかるニューヨークの態度にならったものと思われる。なお、アイオワ州は、裁判所の承認を得る場合に限って、法定銘柄以外の投資を許可するという特殊な制定法を有し、<sup>(8)</sup> また、インディアナ、サウス・キャロライナ、コロンビア特別区の三州は、法定銘柄の原則をとりながら、一定形式に従い選定される株式を法定銘柄の中に包含せしめている。<sup>(9)</sup>

以上のように、今日では、大部分の州が何等かの形でマサチューセツ法則の慎重原則を実質的に採用していることが明白であろう。法定銘柄原則のニューヨーク法則を未だに固執している州は、アラバマ、ジョージア、ワイオミングなどの数州に過ぎない。<sup>(10)</sup>

マサチューセツ法則への推移を促進せしめた原因の一つとして、法人受託者による共同信託基金制度 (Common Trust Funds) の確立を看過することができない。共同信託基金を認めることは、信託資産は混和さるべからずという昔からの単独運用の原則を放棄することになる。しかし、これが認められなければ、たとえ慎重原則にもとづく信託資産の株式投資が如何に推進されたとしても、自分で投資するには資力、時間あるいは経験に乏しい一般大衆の投資家にとっては、慎重原則は實際上縁遠い存在にならざるを得ないであろう。<sup>(11)</sup>

既に、一九三六年に内国歳入法が改正され、その第一六九条によれば、<sup>(12)</sup> 連邦準備制度理事会の定める規則に従って運

用される共同信託基金は連邦所得税から免除されることになったが、翌一九三七年に連邦準備制度理事会は、その規制 F (Regulation F) を改正し、共同信託基金と題する新しい第一七条を挿入し、共同信託基金が減税をうけるための要件を規定した。この共同信託基金は、とくに、少額の信託資産の運用のために大口の信託資産と同様の分散投資による危険分散、不断の投資管理、信託運用コストの節約を提供するものであり、法定基金型 (legal fund) と、任意基金型 (discretionary fund) の二種類に分かれるが、慎重原則をとる州において利用されるのは后者であること<sup>(13)</sup>とはいうまでもない。

ただ、規制 F に関する連邦準備制度理事会の行政的解釈は、一般に保守的かつ厳格であったため、信託業界は銀行協会信託部の共同信託基金委員会を中心に批判的であり、規制改正に関する提案が屢々行われた。そこで、一九六二年に国法銀行と将来と題するいわゆる Saxon Report が提出され、これにもとづき、同年、Public Law 87-723 が制定された<sup>(14)</sup>。その結果、国法銀行信託部の監督権が連邦準備制度理事会から通貨監督官に移り、従来の規制 F は廃止されて、代りに、いわゆる通貨監督官の規則九 (Regulation 9) がつくられ、翌一九六三年五月から施行されるようになった。共同信託基金に関する規制は著しく緩和されるようになったわけである<sup>(15)</sup>。

規制九によって新しく認められた合同運用方式は、証券取引委員会との管轄権の抵触、投資管理勘定のための基金に対する二重課税、州法の改正等、未解決の困難な諸問題を含みながらも、法人受託者に大きな裁量権を付与し、信託資産投資の大衆化にあずかるところがきわめて大きい。受託者に対する投資権限の拡大という意味で、また、共同信託基金の半分以上が普通株に投資されている現状において、慎重原則の発達とは不即不離の関係をなすものであり、McSwain の評するように、慎重原則を<sup>(16)</sup>実質的に踏襲し、しかもこれを一般大衆に架橋せしめたのが共同信託基金の制度であったといえるかも知れない。



マサチューセッツ法則への推移は、以上のように、主として各州の制定法を中心に展開されたが、慎重原則を総括的に規定し、前出のモデル法律を忠実に継承して、これをアメリカ信託業界のいわば不動の投資準則として確認したのが、一九五九年のリステイトメント (Restatement of the law of Trusts, Second) にほかならない。

すなわち、リステイトメントの第二二七条は、次のように規定する。「信託資産の投資に際し、受託者は、受益者に対して、以下の義務を負う。(a) 信託条項もしくは法令に別段の定めなき限り、受託者は、慎重な人が自己の財産をその保存と相当の収益を規則的にあげべくならずであろうような投資のみを行なうこと。(b) 信託条項に別段の定めなき限り、受託者による投資を支配する法令あらば、これに適合すること。(c) 一六五条ないし一六八条に規定される場合(不能、違法、事情変更)を除き、受託者は信託条項に従うこと<sup>(17)</sup>」。

同じく、第二二九条は、抵当証券に貸付け得る金額と題して、「信託条項に別段の定めなき限り、受託者は、譲渡抵当財産の価格の合理的割合 (reasonable proportion) 以上で、不動産の譲渡抵当に信託資産の貸付けをなすことはできない」と規定し、続けて、第二三〇条は、不適切な投資物件を処分すべき義務と題して、「信託条項に別段の定めなき限り、信託設定時に信託に包含される信託財産のいずれかの部分で、受託者のなすべき投資として不適切なものがあるときは、受託者は、信託設定後の合理的期間内に (within a reasonable time) これを処分する義務を受託者に対して負う」と述べる<sup>(18)</sup>。

慎重原則は、このようにリステイトメントにいたって一応確定かつ統合されたものといえるが、モデル法律に始まる統一法への動きは、最近、統一法委員会が一九六四年に、統一受託者権限法 (Uniform Trustees' Powers Act) を起草し、近代的意味での慎重原則を再宣言するにいたって頂点に達したといえよう。もっとも、この統一受託者権限法は、現在のところ論議の最中にあり、これを正式に採用するのは、ワイオミングとアイダホウの両州以外には未だ

みうけられない。<sup>(20)</sup>

統一受託者権限法は、元来、一九六二年に、ミズーリ大学の Fratcher 教授による受託者の権限に関する新立法の提案を採択したものである。<sup>(21)</sup> 要約すると、受託者の権限は個々の行為規制において夫々定められるよりも、むしろ、信託目的—信託条項—を遂行するために慎重人によって必要とされる総合的権限として規定されるべきこと、すなわち、信託資産投資に関する従来の慎重原則を、単に投資部門に限られた抽象的原則にとどめず、これを信認的計算義務 (fiduciary accountability) という近代的信託法の原則として、受託者の権限の全部門にまで拡大適用せんとするものである。それは、委託者、受益者、残余権者、第三者という信託資産をめぐるすべての当事者の利害を考慮しながら、しかも、受託者に信託資産の完全な裁量的運用権を付与するものであり、その裁量権の限界は、裁判所なからず、衡平法裁判所の立場から決定されるべきであるという。<sup>(22)</sup>

新時代のダイナミックな信託業務に即応するため、伝統的な信託理論にとらわれずして、受託者により広範な自由裁量権を付与し、しかも、かかる裁量信託における受託者が義務として遵守すべき基準は一体何処に引かるべきかというきわめて次元の高い角度から、換言すれば、ビジネスとしての近代信託法の理念そのものから、旧来の慎重原則を改めて認識かつ応用せんとするのが統一受託者権限法であるともいえようか。<sup>(23)</sup> この意味で、新統一法は、単に信託資産の投資規制に限られず、<sup>(24)</sup> 広く信託業務全般に対しても影響するところが大きいものと思われる。<sup>(24)</sup>

なお、イギリスの動向を、Keeton に従って、簡単に付記して置きたい。<sup>(25)</sup>

一九二五年の受託者法は、従前の受託者による投資範囲を実質的に変更するものではなかった。<sup>(26)</sup> しかし、同法の第一条は、裁判所のコントロールないし命令に従って、受託者が普通および優先株式ならびに社債に投資することを認めている。<sup>(27)</sup> 一九二五年受託者法以後は、受託者の投資範囲を拡大せんとする要望は強かったが、一般的な立法はみう

けられない<sup>(28)</sup>。

ところが、第二次大戦后、信託資産投資に際し、受託者は種々の困難に遭遇するようになった。たとえば、受託者は不動産抵当証券に投資する権限を有するも、これは制定法上の厳しい制限に服すると同時に次第に価値を減少し、また、政府証券は低利息ないし無償還のため漸次魅力を喪失するようになってきた。いずれも政府によるインフレ対策と企業の国有化によるものといわれる<sup>(29)</sup>。加うるに、イギリスとアメリカの経済的連繫が進行するにつれて、イギリスの受託者はアメリカの経験に多大の関心を有するようになった。保守的なイギリス信託業界も、時代の要請に応じてようやく転換せざるを得ず、アメリカのマサチューセッツ法則が検討かつ導入されるようになったのも、蓋し当然の推移であったといえるであろう。

かくて、一九五二年のNathan Committeeによる報告は、受託者に、百万ポンドを下らざる資本を有し、ロンドン株式取引所に上場され、過去一〇年間四パーセント以上の配当実績のある会社の株式に、資産の五〇パーセントまで投資することを認め、もって、受託者の投資範囲を拡大したわけである。この報告は、実質的にはマサチューセッツ法則の継承を推薦するものであり、種々の論争を経ながらも、やがて一九六一年の受託者投資法 (Trustee Investments Act) に慎重原則は規定されて、今日にいたっている<sup>(30)</sup>。

(1) Mich. Comp. Laws, §§555.201.

(2) Fox v. Harris, 141Md. 485, 119A. 256 (1922); Sheets v. J. G. Flynt Tobacco Co., 195N. C. 149, 141S. E. 355 (1928); Rand n. McKittrick, 346Mo. 466, 142S. W. 2d. 29 (1940).

(3) Va. Code Ann. §5431 (Michie 1942); Minn. Stat. §501. 125 (1943); Cal. Civ. Code §2261 (1943); Ky. Rev. Stat. §386.020 (1944); Conn. Rev. Stat. §45—88 (1958); Okla. Stat., tit 60, §161 (1951).

もともと、ケンタッキ州法は、一応法定銘柄を原則としながら、subdivision (h)において、配当能力ある株式への投資

は慎重なビジネスマンによる安全投資とみなす旨の特異な規定をする。

- (4) Ark. Stat. Ann. §58—302 (1955) ; Cal. Civ. Code §2261 (前出注<sup>8</sup>) ; Colo. Rev. Stat. Ann. §57—3 — 1 (1953) ; Del. Code Ann., tit. 12 §3302 (1943) ; Fla. Stat. §518. 11 (1953) ; Hawaii Rev. Laws § 179—14 (1945) ; Idaho Code Ann. §68—502 (1949) ; Ill. Rev. Stat., c. 148, §32 (1945) ; Kan. Gen. Stat. Ann., §17—5004 (1947) ; Me. Rev. Stat. Ann., c. 160, §18 (1945) ; Miss. Code Ann. §421.5 (1942) ; Nev. Rev. Stat. §164.050 (1947) ; N. M. Stat. Ann. §33—1—16 (1953) ; Ore. Rev. Stat. §128.020 (1947) ; Tenn. Code Ann. §35—320 (1951) ; Tex. Ann. Civ. Stat. §7425—46 (1945) ; Utah Code Ann. § 33—2—1 (1951) ; Va. Code Ann. §26—45.1 (1950) ; Wash. Rev. §30. 24.020 (1947) .

- このうち、キャリフォニアの規定は、屢々引用されるので、ここに紹介して置く。「受託者は、慎重かつ分別あり識見ある人が、投機でなくその資産の永久的処置という観点で、元本の可能的安全と同様に可能的収益を考慮しつつ、自己のものを運用する際にとる判断と注意を行使すべし。上記基準の範囲内で、しかも、夫々の特殊な信託証書に含まれる明示ないし制限に従って、受託者は慎重かつ分別あり識見ある人が、自己の計算で取得するすべての種類の財産、不動産、動産もしくは両者の混合物件、および、制限なき場合は、とくに法人証券ならびに優先ないし普通株式の取得が認めらるべし」と。
- (5) これら諸州は、信託資産のうち株式に投資し得る割合を制限してモデル法律を採用するのが一般的であった。すなわち、五〇パーセントとするのが、N. H. Rev. Stat. Ann. §564 (1949) ; N. D. Rev. Code. Code § 6—0515 (1951) ; Wis. Stat. §320.01 (1959) ; Neb. Rev. Stat. § 24—601 (1947) ; 四〇パーセントが N. J. Rev. Stat. § 3A: 15—19 (1951) ; 三五パーセントが Ohio Rev. Code Ann. §2109.371 (1953) ; W. Va. Code Ann. §4216 (1955) ; 三分の一以下と限定するものが Pa. Stat. Ann., tit. 20, §821.9 (1949) .
- (6) N. Y. Laws 1950, c. 463 一九五〇年四月五日 governor Dewey によりサインされ、同年七月一日より施行。
- (7) 彼等によれば、ニューヨークの新立法は、一種の安易な妥協に過ぎず、それは half a loaf 的な慎重原則に過ぎないという。しかし、既に *Delafield v. Barrett*, 270 N. Y. 43, 200 N. E. 67 (1936) で、ニューヨークの裁判所は「法定銘柄に投資すべき受託者といえども、もし合理的裁量権を行使するならば、投資に伴う損失に対し責任を負うことなし」という柔軟な解釈をとり、慎重原則を実質的には認めていたのであるから、この論争は、結局、自由裁量の程度の問題であり、

Tollance も評するうちに、当時のニューヨークの如く法定銘柄州の多様性を認めるためには、新法によるこの程度の妥協も必要であったように思われる。Tollance, op. cit., p. 189.

なお、ニューヨークの部分的慎重原則の採用については、Comment, New York's Partial Prudent Man Rule, 25 N. Y. Univ. L. R. 583 がある。

(8) Iowa Code §682.23 (1958) ' なる In re Wiley's Guardianship, 34 N. W. 2d 593 (1948) の、アイオワの最高裁判所は、「裁判所は、法定銘柄からの変種 (variation) に対する投資権限を受託者に付与し得る」と既に判決している。

(9) Ind. Ann. Stat. §31—501(f)(k)(1945) ; S. C. Code §67—58 (1948). ロンビア特別区は、D. C. Code (1940), Rule 23, Local Civil Rules of the District Court §7 において、「受託者は、信託資産の四〇パーセントまでを、特定の株式取引所に上場されている会社の普通もしくは優先株式に投資し得る。但し、同一会社株式に信託資産の一〇パーセントを越えて投資し得ず」と規定する。

(10) アラスカ、アリゾナ、モンタナの三州は、信託投資に関する規定を有しないが、法定銘柄州に属するといえる。

(11) 合用運動の歴史はかなり古い。初めてこれを採用したのは、一九二九年のニューヨークの City Farmers Trust Company であるといわれる。合同運用が発達した背景として、銀行が生命保険会社の業務方法をよく知るようになったこと、株式市場が高勝を続けて大衆が上場銘柄になじんできたこと、投資信託が普及してきたことなどが挙げられる。生産性本部「米国の信託業務の運営」一七四頁。

なお、合同運用の嚆矢ともいふべき参加抵当証券が信託投資として衰退するに従って、小額資本に関する新しい投資方法が望まれ、ニューヨークが、先に引用した動産法により (前出注6)、三五パーセントの裁量権を共同信託基金の運用にまで拡張したことは、今日の本制度の発達を一層促進したともいわれる。Comment, New York's Partial Prudent Man Rule, op. cit., p. 583.

(12) 現行一九五四年の Internal Revenue Code, §584.

(13) とくに、第二次大戦後の遺産税、贈与税などの税負担の増加やインフレーションは、一般的な所得の平均化をもたらし、これは信託業務の大衆化への要望となつてあらわれ、また、インフレーションは、信託財産の投資なからず株式投資の問題を大きくクローズアップすると共に、信託運用コストの問題、すなわち、原価計算と事務の機械化にスポットライトを投

げかけた。アメリカにおいては、信託の実績配当が原則となっているため、配当と信託報酬は表裏一体の関係にあり、コストが高くなれば信託報酬が上り配当が低くなるからである。武田荘太郎「アメリカにみる信託業の近代化」（安田信託調査ノート九九号）二〇頁。

(14) 別名 H. R. 12577, 87 U. S. Statute at large 668.

(15) C. F. R. Title 12, Chapter 1, Part 9. 規則 F に対する規則九の主な改正点を挙げると、その一八条で、自己取引に関する規制は原則として州法によるものとされ、信託余裕金を銀行部の予金勘定に運用することについての要件が緩和された。また、従来の共同信託基金とは別の目的をもった二つの合同運用基金、すなわち、年金信託など、それ自体が連邦所得税を免除されている信託のための基金と、投資管理勘定 (managing agency account) のための共同信託基金を設けることを認めている。さらに、共同信託基金への各信託勘定の参加要件が大巾に緩和された。たとえば、一つの信託勘定の参加最高限度一〇万ドルという制限および善意の信託目的 (bona fide fiduciary purpose) という曖昧な要件が夫々廃止され、また、基金への参加の合法性判断基準として基金を一つの銘柄とみなす實在理論 (entity theory) が採用されている。詳細は武田「前掲ノート」二三頁以下および生産性本部「前掲書」一九〇頁以下。

(16) McSwain, A Modern Analysis of The Prudent Man Rule, 106 Trusts and Estates 743.

(17) 本条の注釈ならびに設例は省略する。ただ、実際に受託者が投資物件を選定する際に考慮すべき事項として、comment (o) が次の一〇項目を列挙していることを指摘して置きたい。(イ) 投資物件の市場性 (ロ) 投資物件の期間の長さ、満期日、償還日、臨時償還可能性 (ハ) 信託期間 (ニ) 信託終了時に投資が分配目的のため金銭に転換されるべきならば、当該投資物件の価格に関する市場の予想 (ホ) 当該投資物件の満期日における再投資市場の予想 (ヘ) 信託資産の合計価格ならびに他の投資物件の性質 (ト) 収益額に関する受益者の要請 (チ) 収益力のある受益者の他の資産 (リ) 税金に対する増加ないし減少責任におよぼす投資の効果 (ヌ) インフレーションの見込。

(18) 合理的割合とは、本条の comment (a) によれば、二分の一から三分の二とされる。たとえば、受託者 A が B に対し、貸付時に一、〇〇〇ドル価格の土地の譲渡抵当に一、〇〇〇ドル貸付けた場合、A が貸付け得る最高価格は約六〇〇〇ドルなのであるから、受戻権喪失手続がとられ五〇〇〇ドルに換価されたとしても、A は B に対し四〇〇〇ドルの責任を負う。

(19) 合理的期間は環境によって異なる。本条の comment (b) によれば、一年間は通常合理的であるが、ある環境のもとでは

長過ぎ、逆に、他の環境のもとでは一年以上転換しなかったとしても受託者に責任はない。結局は、受託者が売却の遅滞に慎重性をもって行為したか否かにあるという。たとえば、小売雑貨ビジネスの所有者たるAが、彼の全財産をBに信託遺贈し、Bがそのビジネスを売却せんと試みるも、市場状態のため二年間経過するまでは捨値以外に処分不能であったとせば、Bは二年間の売却遅滞に対し責任を負わない。

なお、第二三〇条と同様に、第二三一条も后発的に不適切となった投資と題して、「信託条項に別段の定めなき限り、受託者が取得したときは適切な投資であったが、後に不適切な投資となった信託資産を保有するときは、受託者は、合理的期間内にこれを処分すべき義務を受益者に対して負う」と規定する。

(20) Wyo. Stat. Ann. § 4—45 (Sup. 1965) ; *Ida. Code Ann. §§68—104 to 68—113* (Supp. 1965) .

(21) *Fratcher, Trustees' Powers Legislation*, 39 *N. Y. Univ. L. R.* 627.

(22) たとえば、統一受託者権限法の第一条三項は、「慎重なる人とは、信託権限の行使が、収益ないし元本もしくは双方の受益者の利益の観点で、また、通常の慎重かつ知性あり分別ある人が、自己の事務の運用に際し行為するであろう方法という見地で、合理的かつ平衡であるような受託者を意味する」と規定し、また、同七条は、「第三者は、受託者と取引する受託者が行為すべき権限を有するや、あるいは、適切に権限を行使しているや否やを調査する義務はない。また、第三者は、受託者がその権限を踰越して居り、もしくは、不当にその権限を行使しているということを実際に知らずして、あたかも、受託者がその行使せんと意図する権限を有し、適切にそれを行っていたかの如くに、受託者との取引に際し充分に保護される」と規定する。

(23) アメリカ信託法が、信託行為の性格論とか受益者の本質論という内部的理論構成の時代を既に脱し、昨今では、受託者ないし信託資産中心のビジネスとしての信託業法に進展しつつあることは、私のビジネス・トラストに関する諸論文および「アメリカ信託法雑感」(復刊信託六九号)、「アメリカに再び学んで」(復刊信託七八号)などにおいて屢々強調したところである。

(24) 統一受託者権限法に関しては、Hallgring, *The Uniform Trustees' Powers Act and the Basic Principles of Fiduciary Responsibility*, 41 *Wash. L. R.* 801 及び Horowitz, *Uniform Trustees' Powers Act*, 41 *Wash. L. R.* 1 に夫々詳細な解説がある。

- (25) Keeton, op. cit., pp. 9 et seq.
- (26) Trustee Act, 15 Geo. 5, ch. 19.
- (27) 本法の第一条は現在廃止され、后述の一九六一年受託者投資法によって代わられている。
- (28) 強いて挙げれば、一九二八年の Agricultural Credits Act, 18 & 19 Geo. 5, c. 43 と一九三五年の London Passenger Transport Act, 23 & 24 Geo. 5, c. 14 位のものである。
- (29) Keeton, op. cit., p. 11.
- (30) Trustee Investments Act, 9 & 10 Eliz. 2 Ch. 62.

### 三 慎重原則の内容と問題点

慎重原則が支配的になったとすると、いま一度、古典的慎重原則そのものに立ち戻って、その内容ならびにそれに対して判例学説の指摘する問題点を再検討する必要があるであろう。そこで、以下、Harvard College v. Amory 事件において Putnam 判事により宣明された前述マサチューセッツ法則の内容を、同事件の註釈に従いながら、分段して要約することにした<sup>(1)</sup>。

「投資に際し受託者に要求されるすべては、受託者が忠実に行動すべきことである。」

これは、自己取引を禁ずるいわゆる忠実義務 (duty of loyalty) であって、マサチューセッツ法則における受託者に限らず、すべての受託者さらには信託関係における受託者に適用される<sup>(2)</sup>。

信託資産投資に際し、とくに問題になるのは、法人受託者による自社株式への投資であろう。法人受託者は、たとえ第三者から購入したとしても、自社株式を信託のため取得することは許されない。ただし、明示もしくは黙示に信託条項で授權される場合はこの限りでないと解される<sup>(3)</sup>。



「健全なる自由裁量権の行使」

たとえば、再売却のための非生産的不動産の購入、二番抵当証券とか無担保約束手形の投資、ビジネス遂行のための組合員としての投資、投機目的のための証券の購入、新規企業の株式の購入などは不適切とされるが、一番抵当証券、政府証券、公社債の投資は健全と解される。しかし、リステイトメント第二二七条のコメント(f)もいうように、投資が健全な自由裁量の行使であるか否かは、あらゆる情況(circumstances)を考慮して判断さるべきである。判例も決して一律的な定義を下していない<sup>(4)</sup>。

また、后に述べるところであるが、ニューヨーク法則の場合と異なり、マサチューセッツ法則のもとでは、適切な分散投資の懈怠は健全な裁量権の行使といえないと解される<sup>(5)</sup>。

「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際に行なうように行動せねばならない」。

Scott は、自己の財産を運用する慎重人の基準と他人の財産を運用する慎重人の基準との間に厳密な区別を行なう<sup>(6)</sup>。しかし、Putnam 判事は判決で、投機的な投資を禁じ、収益のみならず元本の安全性をも充分に考慮すべきことを続けて要求しているのであるから、他人の財産の保証、すなわち、受託者として当然なすべき義務を決して無視しているわけではない。従って、Scott のいう上記区別が、Harvard College v. Amory 事件で全然行なわれていないという批判は、実質的に不要に帰するものと思われる。

受託者の一般的義務から投資に際しての義務を峻別し、そこに何等かの加重的責任を課する解釈は、元本の保全を第一とする保守的な受託者を想定し、生涯権者の権利よりも残余権者の権利を重んずる考え方で、それは、歴史的所産過程における古い信託法の態度といえる。今日の信託は、前述したように、一種のビジネスとして把握さるべきであり、信託資産投資という概念の中にビジネスマン投資の概念も当然に包含される。ビジネスマン投資はイーコール

投機的投資だから危険として、これを信託法から排除する解釈は、法人受託者の企業的活動と責任を中心とする現代信託法の特質を看過するものといえよう。

このことは、先にも指摘したように、安全性という概念に関する解釈の相違にほかならない。投資はそれ自体冒險を伴うことを思えば、受託者に投資権限を付与する以上、自己の財産行使の場合と他人の財産行使の場合を区別することにより安全性の程度を峻別し、受託者の行動を殊更に束縛するのは妥当でない。問題は、慎重人という基準により如何にして投資の安全性が維持されるかにある。慎重かつ分別あり知性ある人の判断に加えて、適切かつ有能な投資顧問の助言を伴う事前の綿密な調査さえ厳格に行なえば、それで充分ではなからうか。<sup>(7)</sup>

次に運用という言葉であるが、受託者の投資に關してもっとも問題になるのは、信託資産を生産的に行使すべき義務から派生する投資の長期間遅滞に伴う受託者の責任である。一般に、信託資金を合理的期間以上に銀行預金することは健全な運用ではないと解される。<sup>(8)</sup>すなわち、投資すべき信託資産を預金に置く場合、もし投資して居れば充分に取得し得たであろう収益に対し受託者は責任を負うし、また、投資すべき合理的期間経過後に銀行が破産せば、受託者はその損失に対し責任を負わねばならない。この場合、合理的期間の基準に關しては、先にリステイメント第二三〇条および一三二条でも引用したように、<sup>(9)</sup>予金額とか適切な投資を見出すべき可能性を含む諸情況の如何によるもので、一律的に決定できるものではない。

なお、この合理的期間の問題に關連して、いわゆる留保（retention）の当否問題も屢々論ぜられる。先にも触れたところであるが、<sup>(10)</sup>遺言者により始源的に購入された不適切な投資は、合理的期間内に処分ないし轉換されねばならず、これを懈怠して長期間留保する受託者は、それに伴う損失に対して責任を負う。ただし、この留保する受託者の責任は、信託条項もしくは制定法により留保を授權される場合には、それが公序に反せず、また、忠実義務違反禁止

則の適用を委託者が放棄し得る程度で、免責されるのが通例である。<sup>(11)</sup>

また、たとえこれら授權がなくとも、受益者が承諾ないし黙認する場合には、禁反言法理が適用されて受託者の責任を問うことができな<sup>(12)</sup>い。もちろん、いずれの場合と雖も、留保すべきか否かを決定するに際し、受託者は慎重人として行為すべき義務を負うことはいうまでもなく、もし后発的情況の変化により、留保することが非慎重とみなされるならば、かかる授權条項ないし制定法は、受託者の留保を正当化するものでは決してない。<sup>(12)</sup>この問題は、結局、忠実義務の解釈如何に帰するものであり、学説判例の最近の傾向は、利益衝突における古典的な絶対的責任論を緩和して、受託者の自由なビジネス活動を望む方向に進展しつつあることは、注目すべき現象といえよう。<sup>(13)</sup>

「投機からではなく、その資産の永久的処分という見地で」。

投機という概念に正確な法的定義を下すことは難しい。殊に、信託資産投資に際し、何が投機であり、何がビジネスマンとしての冒険であるかの区別は、判例においても時代および場所によって常に変動する。一般に、ニューヨーク法則によれば、株式投資はすべて投機とみなされるのに対し、マサチューセッツ法則では、投機の解釈に柔軟的で、投機という言葉と資産の永久的処分という言葉を対蹠的に取り扱い、元本の安全性と同時に長期的な収益性を重視して、投機か否かの決定は、会社の健全性とか取引自体の性格のような他の要素を加味して考慮する。いずれにせよ、あらゆる時代を通じて、慎重人により投機とみなされるある種の実際の慣行は存在するものといえる。<sup>(14)</sup>

Loring の<sup>(15)</sup> ころように、単なる投機家が株式相場表示機 (ticker) に従うのと異なって、法人受託者は非生産的かつ不適切な投資をポートフォリオに適合する何ものかに轉換 (conversion) すべき権限と義務を有する。従って、この轉換の可能性なき投資物件はすべて投機的と判定するのも一つの識別方法であろうか。

「投資さるべき元本の安全性と同様に収益をも考慮して」。

生涯権者と残余権者のいずれの権利をも毀損するような証券の選択は許されない<sup>(16)</sup>。また、涸渴性証券の購入ないし留保は、近代的減価償却の実際によれば、これに内在する欠点は救済されるとはいうものの、一般には避けられるべきとされる<sup>(17)</sup>。

元本の安全性にくらべ、受託者には、一体どの程度にまで収益を考慮すべき権限と義務があるのかという問題は、マサチューセッツ法則にとってとくに重要であるが、この問題は、信託条項における免責条項の効力と密接な関係を有するのが通例であるため、后にまとめて述べることにしたい。

以上、慎重原則の内容と問題を要約したわけであるが、結局、マサチューセッツ法則はニューヨーク法則にくらべて、受託者に非常に大きなビジネス的自由裁量権を付与したことになる。前節で紹介した統一受託者権限法、あるいは本節注(13)で概観した忠実義務の柔軟な解釈は、いずれもその端的なあらわれであり、慎重原則は、もはや信託資産の投資対象を拡大するという機能にとどまらず、近代アメリカ信託法における受託者の権限行使そのものに対し指導的役割を果しつつあるものといえることができる。ということは、ニューヨーク法則における以上に、マサチューセッツ法則における受託者にとっては、かかる自由裁量権行使に伴う責任問題が、今後の慎重原則の支配にとって最大の法的課題になってくると称しても過言ではなからう。この問題は、いま迄も随所に触れてきたところではあるが、第一、二節が主として慎重人の投資規制といういわば信託の外部関係を対象としてきたのに対し、ここにいう責任問題は、信託の内部関係、すなわち、委託者ないし信託条項および受益者の立場から慎重原則を再考せんとするものである。もっとも、この受託者の責任問題は、それ自体一つの大きな研究テーマであり、ここで詳細に論ずる余裕もない。慎重人が裁量権行使に際し有すべき注意力一つを取り上げても、それは丁度、不法行為における責任論で合理的注意力の解釈が甚だ難しいのと同様に、信託関係当事者をめぐる時と場所もしくは経済社会事情に応じて常に変動す

るものであり、決定的な基準というものは存在しない<sup>(18)</sup>。前述 Putnam 判事の判決を中心に、判例が一応の基準を形成したとはいふものの、これを責任論に限って回顧すれば、甚だ曖昧かつ不統一のそしりを受けても仕方ないであろう。また、前述のように、慎重原則が今日では広く受託者の権限一般にまで拡張されていることを思えば、これを慎重人としての受託者の投資権限に限って論ずること自体が無意味のようにも思われる。そこで、詳細は別の機会にまとめることにして、<sup>(19)</sup> 本稿では、信託資産投資に際し実際上もつとも関連する免責条項の限界と危険分散の義務に限って、この責任問題を取り上げること<sup>(20)</sup>にしたい。

リスティメントの第二二二条が規定するように、信託証書の免責条項が受託者の免責範囲を如何に広く定めようとも、受託者が意識的ないし故意に受託者としての権限を超越し、もしくは、受益者の利益に対し不注意な無関心をもつて行為し、あるいは、信託違反により個人的に利益するような場合には、受託者は責任を負わなければならない、また、もし免責条項が、信託設定時に受託者と委託者間に存した信認関係の濫用の結果として挿入されるならば、その限度で免責条項は無効とされぬばならない。判例の大勢も、このリスティメントと大同小異の解釈を行なうが、判例は一般に、信託資産投資に関する免責条項の効力を不法行為理論に直結して把握しようとする傾向が強い。<sup>(21)</sup> 慎重原則という近代信託法独自の分野で、しかも、経済の進展に伴うビジネスマンとしての法人受託者の責任に関し、このように伝統的個人的な不法行為における責任論をそのまま適用しようとするところに、慎重原則における責任問題で、アメリカの判例が若干の混乱を来しているように感じられてならない。<sup>(22)</sup>

それでは、信託資産投資に関する慎重人としての受託者免責条項の効力は、一体どこに限界を置くべきであろうか。通説もいうように、<sup>(23)</sup> この問題に対する解答は、結局のところ、衡平法の理念および公序良俗の原則に求めざるを得ないように思われる。免責条項にどこまでの効力を認めるかは、度々指摘したように、あくまでも慎重性すなわち

完全性の程度の問題であり、Loring も評するよう<sup>(24)</sup>に、免責条項は受託者の権限の拡大よりもむしろ責任の限定という角度から解釈されるべきである。従って、受託者に対する衡平法裁判所の支配を侵害する限り、免責条項は効力ないものといわねばならない。また、今日の法人受託者は巨大な資産を保有し、国民の富のいわば受託者の立場に置かれていることを思えば、その地位は、大衆の利害すなわち公益とも密接な関連を有し、当事者の特約により、公序の原則を越えてまで受託者の免責を認めることは許され<sup>(25)</sup>ない。

なお、衡平法は、免責条項の効力を限界づけるだけでなく、逆にまた、免責条項を柔軟に解釈して、受託者を救済する場合のあることも留意すべきであろう。すなわち、経済界の一般的な価格下落に伴う不可抗力的な損失に対して、衡平法裁判所は受託者の責任を問うことに消極的であり、かかる異状事態に際しては、受託者は、慎重原則に従う限り、株式の投資ないし留保に伴う損失に対し免責されるものと解される。ただし、このような免責条項の柔軟な解釈に対しては、裁判所の適切な指導が必要であることはいうまでもない<sup>(26)</sup>。

いま一つ残る危険分散 (diversification) の問題に簡単に触れて置こう。信託資産が物自体から物の価格が中心になるに従って、受託者の業務も元本保存から収益増大に移行し、これに比例して危険分散の義務も加重される。とくに、ニューヨーク法則においては、危険分散の不履行はそれ自体過失にならないと解されるのに対し、マサチューセッツ法則では、この危険分散義務は慎重原則のコロラリーとして充分に認識されねばならない<sup>(27)</sup>。このことは、リステイトメント第二二八条が、マサチューセッツ法則による株式投資に際しては、株式自体のダイナミックな性格およびそれに内在する危険性の故に、分散投資することは慎重人の義務であると規定していることからでも明らかである<sup>(28)</sup>。

この危険分散の概念は、たとえば、普通株式、優先株式、転換株式、社債、抵当証券の如く証券間における信託資

産の分割、すなわち、証券のタイプに関する分散と、同一企業に信託資産の大部分を投資することの排除、すなわち、ビジネスの同一性に関する分散との二種類に分けられるが、近代的公司の多くは、地域、経営、需給面から相互に何等かの従属関係にあること、また、近代的投資政策のモットーが「多くの卵を一つのバスケットに盛るべからず」ともいわれることを思えば、慎重人の投資義務としては、后者に重点が置かれることはいうまでもない。<sup>(29)</sup>

いずれにせよ、リステイトメント第二二八条の規定は、往年の *Harvard College v. Amory* 事件の慎重原則をそのまま踏襲したものではなく、むしろ裁判所に対して、今日の慎重原則が必然的に危険分散義務を内蔵することを啓蒙したものであり、その意味では、近代的慎重原則の特質を宣言したものと見えるであろう。<sup>(30)</sup> 投資にはすべて危険を伴うというビジネスマンの立場のみからみれば、「一つのバスケットにすべての卵を盛る」方式もあるいは有効かも知れない。<sup>(31)</sup> しかしながら、ビジネスマンとしての慎重人といえども、その地位に信託資産の運用に関する全信頼を託している受益者ないし委託者さらには残余権者のことを思えば、彼等の信頼と要望に答えるために危険分散投資は、慎重なる受託者にとって絶対に必要な義務と思われる。<sup>(32)</sup>

このように、今日の近代的慎重原則は、免責条項により合理的収益が増大され、危険分散により元本の価格が保存されるわけで、それは、一八三〇年以降、当初の古典的慎重原則が法律家のいわば抽象的擬制的原則に過ぎなかったのに対し、高度に技術的かつ時代に即したビジネスの原則といわねばならない。<sup>(33)</sup>

以上、*Harvard College v. Amory* 事件に始まるマサチューセッツ原則が、当初はニューヨーク法則に押されながらも時代と共に変遷し、今日では信託資産投資における支配的原則にまで発達した過程を概観したわけであるが、それはまた、信託法の近代化に伴う必然的な趨勢であったとも結論できる。とくに、今日のアメリカ信託法は、ビジネスとしての信託業法に高度に発展し、実際に投資業務を行なうのは、投資技術に優れ、経済情況に知識と経験を有

し、しかも有能かつ信用ある投資顧問のサービスを伴う職業的法人受託者を中心に運用されていること、また、ポートフォリオ選定におけるコンピューター機能、さらには、経済界における慢性的インフレ傾向や課税負担の増大などを思うとき、慎重原則は、今后ますますその重要性を要請されるものと予想される<sup>(34)</sup>。

Shattuck のたとえを借りれば、些かオーバーな表現かも知れないが、近代的意味での慎重原則は、新しく発見される銀河系、すなわち、将来の信託業の発展における輝く星座としての役割を果すものともいえるであろう<sup>(35)</sup>。

(1) 本註釈は、Farr, An Estate Planner's Handbook, 3rd ed., Appendix B による。

(2) 忠実義務に關し、Restatement of Trust, Second, §170 は、「(一)受託者は、受益者の利益においてのみ信託を運用すべき義務を受益者に対して負う。(二)受託者自身の計算で受益者と取引する受託者は、受益者と公平に取引し、また、受託者が知りもしくは知り得べかりし法律行為に關連する重要事実のすべてを受益者に通知すべき義務を負う」と規定する。

アメリカ信託法における受託者の義務は、わが国の信託法二二条のそれより範圍が広い。また、忠実義務の違反は、一般に法定詐欺 (constructive fraud) と解される。

(3) Restatement of Trust, §170, comment (n) および Uniform Trusts Act, §7. 同様に、法人受託者は、委託者から始源的投資として受領した自社株式を、信託条項ないし制定法により授權されざる限り、留保することを許されない。留保が認められる場合にも、受託者が知りもしくは知り得べかりし情況のため、その留保が非慎重的とみなされるならば、受託者は合理的期間内に該株式を処分すべき義務を負う。なお、この問題に關しては、Scott, Retention of Its Own Shares by A Corporate Trustee, 57 Harv. L. R. 601; Niles, Breach of Trust—Recent Developments, 20 N. Y. Univ. L. R. 165. (4) たとえば、二番抵当証券購入に關する Taft v. Smith, 186 Mass. 31, 7N. E. 1031 (1931) で裁判所は、「吾人は他の州の判例で、受託者は二番抵当証券に投資すべきでないことを知っている。それが原則的に適用されるべきことは認めるが、しかし、それが絶対的な不動の原則として受け入れられることはできない。結局、眞実の法則は、その環境のも



とに健全なる裁量権が行使されたか否かにあるのであって、すべての考えられる実際的情況のもとに、二番抵当証券の投資が健全なる自由裁量と一致しないと断言することはできない」と述べ、同じく、法人受託者の名義で抵当証券を購入した Springfield Safe Deposit and Trust Co. v. First Unitarian Society, 293 Mass. 480, 200 N. E. 541 (1936) でも、「信託部の財産目録に即時に登録を行ない、分別義務を履行している以上は、抵当参加証券購入のため法人受託者が責任を問われることはないが、しかし、同一情況のもとで個人受託者が同様な免責特権を認められるか否かは疑わしい」と解している。

(5) たとえば、Warren v. Pazolt, 203 Mass. 328, 89 N. E. 381 (1909) では、全信託資産額が九二〇、〇〇〇ドルの場合、その中に包含される空地にオフィスビルディングを建設するため八五〇、〇〇〇ドルも支出することは健全でないとされ、また、Dickinson, Appellant, 152 Mass. 184, 25 N. E. 99 (1890) は、ユニオン・パシフィック鉄道の株式を二度にわたり購入した事件であるが、一回目投資は全信託資産額一六、二六〇ドルから三、五七三ドルの支出であり、投資顧問の調査を経たことが証明されて適切と解されるも、二、四七五ドルを追加した二回目投資は健全でないと判決されている。

(6) 「投資をなすに際し、受託者は、通常の慎重人が自己の財産を処理する際に行使するような注意と熟練を行使すべきであるというだけでは充分でない。慎重人は、受託者が行なうべきでないような投資をする冒険をなし得るからである。従って、受託者は、自己の財産の保存を主として考慮する慎重な人に加えて、他人の財産を保証する慎重人の注意力を行使せねばならぬ」。Scott, The Law of Trusts, 2nd ed., §227. この考え方は、ニューヨーク法則と一致するものであり、Scott は、リーディングケースとして In re Estate of Cook (前出第一節注11) を屢々引用する。

(7) このことは、Scott 自身も認めるところである。すなわち、「投資をなす前に、投資の安全性と将来取得されるであろう収益に関し、調査をなすことに合理的注意を用いることは受託者の義務である。それは、慎重な人が夫々の事情のもとになすであろうような調査をなす義務である。もし受託者が調査をなすに際し、適切な注意を用いなかったとせば、投資から生ずる損失に対し責任を負う」と述べ、判例の大勢もこれに従うことを指摘している。Scott, op. cit., §227.1. なお、投資顧問に関しては、一九四〇年の Investment Advisers Act が有名。

(8) 連邦最高裁判所は、既に早くからこのことを確認している。Barney v. Saunders, 57 U. S. 535 (1853)。なお、この問題に関しては、Loring, A Trustee's Handbook, 6th ed., pp. 206 et seq.

- (9) 前出第二節注(19)。いま一つの例を追加すると、受託者が、株主ないし役員として銀行に個人的利害関係を有していたという事実は、裁判所が合理的期間か否かを判断する際の大きな要素となってくる。In re Listman's Estate, 57 Utah 471, 197 P. 596 (1921)。
- (10) 前出本節注(8)。
- (11) Scott, op. cit., §§170, 15,230; Bogert, The Law of Trusts and Trustees, 2nd ed. §683.
- (12) Scott, op. cit., §231.
- (13) 受託者は受益者の利益のためにのみ行動せねばならない。この根本原則から、受託者は受益者の利益と受託者個人の利益とが抵触するような地位に身を置くことができないという忠実義務が当然にみちびかれる。Munson v. Syracuse, Geneva & Corning R. R. Co., 103N. Y. 57, 8 N. E. 355 (1886) で樹立されたいわゆる no further inquiry の規則であり、かかる古典的絶対責任の法理はきわめて厳格に適用されていた。ここでは、実際に利益の衝突が存在しなくとも、衝突の可能性のみをもってこの規則が広く適用されることを意味する。しかし、このような拘子定期的規則の適用は、法人受託者がビジネスとして行動する場合には、過度に受託者を拘束してその活動を制約するものであり、結果的には、かえって、受託者の自由なビジネス活動に伴う多くの利益を受益者から剥奪するものであった。
- 信託業務の近代化が進むに従って、とくに、最近急速に発達しつつある株式選択、年金信託、利潤分配などの諸制度の出現に刺激されて、判例学説の多くは、このような形式的な忠実義務違反禁止則の厳格な適用よりも、むしろ、受託者が信託の運営に善意誠実で行動し、損失が受託者の懈怠や過失に基因するものでなければ、たとえば、不可抗力の経済的条件などに原因するならば、衡平法は受託者の責任を問わないと解するいわゆる good faith standard ともいふべき柔軟な規則の適用に緩和されつつある。前述した統一受託者権限法の §3 (c) (1) (20) (24) は、まさに、かかる傾向を物語るものといえる。受託者の義務の重点が、忠実義務から分別義務に移行しつつあるといえるかも知れない。
- 制定法ないし信託条項で、受託者による留保を採権され、また、自社株式の取得が認められるのも、いずれも以上のような忠実義務違反禁止則の背后に存する新しいビジネス的動向という時代的推移が存することを認識して、はじめて充分に理解され得るであろう。詳細は Mills, The Advantage of Corporate Fiduciary, 24 Miss. L. J. 456; Hallgring, Uniform Trustees' Powers Act and The Basic Principles of Fiduciary Responsibility, 41 Wash. L. R. 811 以下の Comment,

Corporate Trustee's Conflict of Interest, 25 Univ. Chi. L. R. 382. 乃至 Restatement, §179 comment (d) は、かかる傾向を反映するものといえようか。

(14) マサチューセッツ法則では、一応、次のような諸行為が投機的投資とみなされる。短期回転率を目標とする投資、マージン取引、ビジネスにおける組員としての投資、個人的利害関係のある企業への投資、新規および未上場株式の購入、その他、非生産的不動産、無担保証券、裁判所の管轄外の州に存する地方色の強い不動産、后順位の先取特権および譲渡抵当、酒濁性資産などのように、担保力、市場性、支配力の点で顕著な欠点のある投資物件が含まれる。

(15) Loring, op. cit., §72.

(16) このことは、既に古く、ビジネスパートナーシップに関するマサチューセッツの *Kinnmonth v. Brigham*, 5 Allen 270 (Mass. 1862) において、Hoar 判事により、「受託者は、残余権者の利益のため資産の元本を保存することと平等に、生涯権者のため同様な投資に収益の通常割合を保証すること、また、この二つの目的の夫々に関して健全な裁量権を行使することを義務づけられる」と述べられている。

(17) たとえば、もし受託者がプレミアムで社債を購入するならば、満期日にプレミアムの損失を償却するに充分な額を利息から取って置かねばならぬと判決された *Old Colony Trust Co. v. Comstock*, 290 Mass. 377, 195 N. E. 380 (1935) が著名である。なお、この問題に関しては、Barry, *Wasting Assets and Amortization*, 21 Va. L. R. 611.

(18) Bogert, op. cit., §541. また、Harvard College v. Amory 事件でも「委託者がそれに信頼を置いていた受託者の環境は、受託者の責任免除に際し常に考えられねばならぬ」と述べられている。

(19) 「受託者の権限をめぐる最近の動向」と題し、統一受託者権限法の解説を中心にして、いずれ発表の予定でいる。

(20) やや古いが、Moore 教授が、慎重人としての受託者が有すべき注意力の法的基準として左記の六つの指標を列挙している。 Moore, *A Rationalization of Trust Surcharge Cases*, 196 Univ. of Pa. L. R. 649. 責任問題の所在提起について、大変役立つように思われるので、参考までに紹介して置きたい。

第一に、受託者のタイプに関して。職業的法人受託者は素人受託者より高度の注意力を要求される。第二に、委託者による投資物件の受託者による留保に関して。ニューヨーク法則によれば、非法定銘柄投資はなるべく早い機会に売却せねばならず、この問題はさして重要でない。しかし、マサチューセッツ法則のもとでは、受託者の裁量権により留保と売却に伴う

注意力に関して変りなく、留保する受託者が投資する受託者より注意力に関しより大きな責任を課せられることはない。第三に、免責条項に関して。ニューヨーク法則によれば、免責条項は受託者の運用に大きな影響をおよぼすものであり、それにもとづく受託者の責任が問われることはない。しかし、マサチューセッツ法則では、そもそも運用は全く受託者の裁量にまかされるのであるから、信託条項はその繰返しに過ぎず、免責条項により受託者の裁量権行使に伴う責任が左右されることはあり得ない。第四に、委託者の環境に関して、ニューヨーク法則と異なり、マサチューセッツ法則では、受託者の責任が委託者の環境により加減されることはあまり考えられない。ただ、受託者の投資政策というものは、委託者の意図の推測的仕事であることを思えば、委託者と同一環境にあらば行なったであろう諸行為は、マサチューセッツ法則においても当然に要求される。第五に、受託者の善意誠実に関して。受託者が善意誠実に行為すべきことは信託法の鉄則である。従って、受託者が善意誠実に行為すれば、それから生ずる損失に対し免責されることになる。しかし、この問題は白か黒かで割り切れる簡単なものではなく、善意誠実であったから必ず免責されるとは限らず、デリケートな問題を伴う。第六に、受益者による黙認に関して。受益者の黙認ないし同意は積極的抗弁とみなされ、受託者がこれを証明し得れば、エストoppel法理により免責される。黙認は注意力の基準を下げるものともいえよう。ただし、黙認によるエストoppelの適用には種々の制限があり、一般には裁判所により判定される。なお、黙認とらんで懈怠 (laches) の法理も受託者の免責に適用される。

Moore の挙げる右の六つの要因は、大体において適切と思われるが、第三の免責条項に関する所説には必ずしも賛同できない。Moore によれば、免責条項はマサチューセッツ法則よりニューヨーク法則において効力を發揮し、しかも免責条項は受託者に絶対的裁量権を付与するものと解している。しかし、免責条項は、むしろマサチューセッツ法則における受託者の裁量権に関し規定されるのが通例かつ妥当であり、また、判例学説の多くは、後に述べるように、免責条項に無制限の効力を認めないからである。なお、この免責条項に関する代表的論文として、Shinn, Exoneration Clause in Trust Investment, 42 Yale L. J. 359 および Rowey and Toepfer, Surcharging the Fiduciary, 12 Ohio St. L. J. 540 があげられる。

(21) 免責条項に関するアメリカの判例の趨勢については、Harter, Effect of Exculpatory Clause, 26 Cornell L. Q. 165 が要領よくまとめている。

(22) 判例は一般に、重大なる過失と単なる過失の概念的区別から免責条項の限界を判定する模様である。しかし、Hazard

v. Chase Nat. Bank, 159 Misc. 57, 287 N. Y. S. 541 (1936) で、裁判所自身も認めるように、重大なる過失とは何かを一言で定義することは甚だ困難である。 gross negligence の中には、recklessness, indifference, reckless indifference, supine negligence, wilful neglect, wilful passivity などの概念も含まれることを思えばなおさらであろう。

思うに、信託財産たる物に対する受託者の責任を直接の対象にするならば、それは当然に不法行為責任と解し得よう。しかし、投資に関する免責条項は、委託者と受託者間の特約であり、そこで対象にされる責任は、慎重人としての受託者の投資行為に関する債務不履行責任である。従って、マサチューセッツ法則の要求する重大なる過失とは、どこまでも自己の物を処理する場合に、慎重人が通常用いる程度の注意力の欠如と解すべきで、また、その限度にとどまるべきである。換言すれば、免責条項は、慎重人の行為の程度に関する委託者と受託者間の特約なのであり、それに伴う資産の損失責任は直接には免責条項の対象になるのではなく、それはむしろ、受益者および信託財産に対する受託者の不法行為責任として別個に解すべきように思われる。そうしないと、多くの判例が陥るように、重大なる過失と普通の過失の区別にのみ労力を費やし、結局は、ニューヨーク法則にみられたように、自己の物を処理する場合と他人の物を処理する場合を峻別し、受託者の投資には通常の過失も適用されると解して、受託者に必要以上の過失責任を課することになる。それは、かえって、免責条項の効力を実質的には減殺することになりはせぬか。前述したように、ニューヨーク法則の元祖であるイギリスの判例が、一般に免責条項を厳格に解釈し、受託者のビジネス的活動を封じていることも、想起されてしかるべきであろう。

なお、36 Mich. L. R. 996 の comment や 22 Va. L. R. 455 の note が、夫々同様な問題提起をしていることを付記して置きたい。

(23) Scott, op. cit., §222.3 ; Bogert, op. cit., §542 ; Shinn, op. cit., p. 376.

(24) Loring, op. cit., §63.

(25) 一例として、屢々引用される Matter of Rushmores, Estate, 21 N. Y. S. 2d 526 (Surr. Ct. 1940) を紹介して置く。遺言者が、「如何なる行為に対しても受託者は責任を問われることなし」という旨の免責条項で信託を設定した。これにもとづき、受託者は損失に対する責任なしに非法定証券に投資する権限を付与されたことを主張。検認裁判所は、限定的指示なき限り免責主張は認められないと判決し、次のように述べている。「免責条項の眞の法的効果は、受託者の権限を拡大するものではなく、遺言により明白に付与された期間内で誠実になさるべき行為に対し受託者の責任を制限するものであ

る。本件受託者は、遺言者より受領した非法定証券を非合理的期間保有することはもちろん、非法定証券に新規投資することも許されない。なる程、本件免責条項は、衡平法裁判所の認める限度以上の運用の免責を宣言しているが、しかし、公序原則がかかる免責の限度に置かれなければならない。何となれば、衡平法は受益者を先ず第一に保護し、その意味で、信託の運用における重大な過失ないし非誠実を許さないからである。かかる受益者に対する義務と責任から、本件の如く絶対的自由を受託者に付与することは委託者にとって許されない。それは望ましくない行為を奨励し、信託の目的を破ることになるであろう」と。

(26) Rowley and Toepfer, op. cit., p. 544 は、多数の判例を引用しながら、このことを特に強調している。

(27) 前述したように（前出第二節注6）、ニューヨークが法定銘柄投資の原則を捨てて、部分的にせよマサチューセッツ法則に転じたのも、Cobb v. Gramatan National Bank, 261 App. Div. 1086, 26 N. Y. S. 2d, 917 (941) が、受託者の問責に対する根拠として、危険分散義務の不履行をとり上げたことに始まるといえよう。

(28) Restatement §228 の comment (a) は、「受託者は、大きな損失の危険を最少ならしめるよう投資を分散する慎重性を行使すべき義務を受益者に対して負い、従ってまた、特殊な証券に信託資産の不均衡に大きな部分を投資すべきではない」と述べ、同じく comment (b) は、分散投資に際し考慮すべき七つの事項、すなわち、信託目的、信託資産の量、経済的條件、投資のタイプ、地域間の分配、産業間の配分、満期日を挙げている。

(29) McSwain, Prudent Diversification, 106 Trusts and Estates 846 ; Breen, Legal Aspects of Investment under the Prudent Man Rule, The Trust Bulletin, May 1968, p. 491.

(30) Randol, Changing Times and the Prudent Trustee's Duty to Diversify, The Trust Bulletin, December 1968, p. 158..

(31) 一九六六年十月のニューヨーク銀行協会信託部第二〇回会議、同年十一月シカゴの第三五回中部信託会議、一九六九年十月サンディエゴの第四三回西部信託会議では、今日の如く高度に熟練と経験を有する法人受託者は、投資マーケットにおける選定には自信を有するものであり、形式的な分散投資は、逆に、投資家としての技術と卓越性を無視して、受託者を単なる株式売買の媒介的地位に墮落せしめるものであるから、むしろ、いわゆる選定パーフォーマンス運用を望む意見が大勢を占めていたといわれる。

(32) Meinhard v. Salmon, 249 N. Y. 458, 164 N. E. 545 (1928) における Cardozo 判事の言葉を借りれば、「受託者のビジネスマンとしての道徳は、市場におけるそれよりも遥かに厳格である」ともいえよう。

(33) 慎重原則の時代的変遷に裁判所が必ずしも充分に追従し得なかったことを、Scott は次のように指摘している。「信託投資における慎重性の基準に関し、二つの困難性が存する。第一に、裁判所は、何が慎重な投資であり、何が慎重な投資でないかに関する決定的原則を設定する傾向が強かったことである。ある投資が一つのケースで不適切と判断されると、裁判所は、これを先例として、そのタイプのすべての投資が適切でないと判断し易い。換言すれば、本来は事実問題として決定すべきことが、法の原則を確立する先例としてとり扱われる弊に陥り易い。第二に、慎重性の問題は、投資をする時と場所に従属すべきであるに拘らず、裁判所は、これを一般的な原則としてとり扱う傾向が強いということである。疑いもなく、最近においては、投資のより科学的な研究がなされている。しかし、この研究の結果は、判例にほとんど反映されていない。裁判所は、信託資産の全体に関連して投資を考える代りに、それらを全く分離して個々に解釈する弊が多い」と。Scott, *op. cit.*, §227.

(34) 最近、慎重原則の将来性に関し、実務家ではあるが、次の二つの論文が前后して発表されているのが注目値する。Clark, How would justice Putnam have ruled Today? 106 *Trusts and Estates* 993 および Hunt, Is the Prudent Man Dead?, *The Trurt Bulletin*, January 1969, p. 216.

(35) Shatruck, *op. cit.*, p. 508. なお、Hunt の前掲論文は(本節注<sup>34</sup>)、年金信託基金の投資規制を中心に慎重原則を論ずるものであり、題名は大げさに過ぎるが、極端な普通株優先に対する警告を内容とするもので、今後の慎重原則のあり方に対する一つの示唆を提供している。