

投資運用に関する信託行為の 定めと受託者の注意義務

——アメリカ法における受託者の
分散投資義務を中心に——

木 村 仁

- I. はじめに
- II. 受託者の分散投資義務
 1. モダン・ポートフォリオ理論
 2. 第3次信託法リステイトメントと統一プルudent・インベスター法
 3. 分散投資義務の内容
 4. 分散投資が不要とされる場合
 5. 損害賠償額の算定
 5. 小括
- III. 分散投資に関する信託条項と受託者の責任
 1. 信託財産を保有する権限を認める信託条項
 2. 受託者免責条項
 3. 特定の信託財産の保有を命ずる信託条項と信託の変更
 4. 小括
- IV. 我が国における管理運用に関する信託行為の定めと受託者の善管注意義務
 1. 管理運用に関する善管注意義務を軽減する信託行為の定め解釈
 2. 善管注意義務の軽減の限界
 3. 投資運用方法を規定する信託行為の定めと信託の変更
- V. おわりに

I. はじめに

信託財産の投資運用が予定されている信託においては、受託者は合理的な注意をもって投資運用する義務を負う。アメリカ信託法では、信託財産の投資における注意義務の一内容として、投資を分散する義務が重視されている。アメリカにおいて、受託者が分散投資する義務は、100年以上前から認められてきたといわれており⁽¹⁾、1890年の Dickinson, Appellant 事件⁽²⁾ではすでに、投資を分散させず集中投資をしたことより信託財産が損失を被ったことについて、受託者の責任が肯定されている。1959年に公開された第2次信託法リステイトメントでは、受託者の義務の一部として分散投資義務が規定されていたが⁽³⁾、20世紀半ばから後半におけるファイナンス理論の発展により、分散投資の重要性がより強く認識されるようになると、年金に関する連邦法である1974年の ERISA においても分散投資義務が明示され⁽⁴⁾、1990年に採択され、1992年に公開された第3次信託法リステイトメントの投資に関する部分では、分散投資義務が思慮深い投資

(1) John H Langbein, *The Uniform Prudent Investor Act and the Future of Trust Investing*, 81 IOWA L. REV. 641, 646 (1996).

(2) 25 N. E. 99 (Mass. 1890) (ある鉄道会社の株式に、第1回目の投資として信託財産の約22%が投資され、その3ヶ月後に、同じ株式がさらに買い増しされて、信託財産全体の約38%を占めるに至った事例であるが、裁判所は、第1回目の投資は適切であったとしたが、第2回目の投資については、受託者の裁量権の行使が不適切であったと判示した。)

(3) RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS § 228 (1959).

(4) EMPLOYMENT RETIREMENT INCOME SECURITY ACT § 404 (a) (1) (C), 29 U.S.C. § 1104 (a) (1) (C). ERISA における受託者の分散投資義務については、行澤一人「投資資金運用機関の投資判断における信認義務」信託法研究27号39頁(2002年)、植田淳「慎重な投資 (prudent investment) に関する一考察—エリサ法 (ERISA) および信託法の分散投資義務を中心として—」神戸外大論叢55巻4号47頁(2004年)を参照。

(prudent investment) の定義に関する基本的な条文に組み込まれることとなった。⁽⁵⁾そして、1994年に採択された統一プルーデント・インベスター法 (Uniform Prudent Investor Act) では、第3条において、原則として受託者は信託投資を分散させる義務を負うと規定されており、⁽⁶⁾同法全体が、そのまま統一信託法典 (Uniform Trust Code) 第9編に取り入れられることとなった。アメリカ信託法において信託投資を分散する義務は、受託者の重要な義務として確立されているといえる。

他方で、受託者が分散投資義務を負わない場合も存在する。第一は、「特別な事情によって、分散投資しない方が信託目的の達成に資すると受託者が合理的に判断したとき」⁽⁷⁾である。分散投資が不要とされる特別な事情は、統一プルーデント・インベスター法のコメントに例示されているが、⁽⁸⁾具体的にいかなる場合に分散投資しないことが正当化されるのかを知るためには、判例にもとづく検討が不可欠がある。

第二に、信託条項において、受託者の分散投資義務を免除する旨が規定されている場合には、受託者は原則として分散投資義務を負わないとされる。統一プルーデント・インベスター法は、同法のルール全体が任意規定であるとしており、⁽⁹⁾受託者の分散投資義務についても、信託行為に別段の定めを設けることは可能である。

では、分散投資義務を免除する旨または集中投資を許容する旨の信託条項が定められている場合、受託者の注意義務はどのように解されるのであ

(5) RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 227 (b) (1992).

(6) UNIFORM PRUDENT INVESTOR ACT § 3 (1994).

(7) *Id.*

(8) *Id.* cmt. 分散投資義務を負わない特別な事情の例として、分散投資することで課される税金のコストが高い場合や、家業を承継することが信託目的とされている場合が挙げられている。

(9) UNIFORM PRUDENT INVESTOR ACT § 1 (b) (1994).

ろうか。受託者が集中投資を行った結果、信託財産が損失を被ったとき、受託者はその損害を賠償する責任を負うのであろうか。また、信託条項によって受託者の投資運用に関する注意義務を軽減できる限界はどこにあるのであろうか。さらに、信託条項において特定の財産の保有が命じられることがあるが、委託者が予期しなかった事情が生じたことにより、信託条項に従って投資運用を継続することが、信託目的の達成を阻害する、または受益者の利益を著しく損なうことが明らかとなるとき、受託者が、このような条項を変更する義務を負う場合が考えられるのであろうか。これらの点についてアメリカでは判例が蓄積されており、信託行為の定めの内容を類型化して受託者責任の判断基準を明らかにすることができると思われる。そして、以上の問題を解明するためには、まず、受託者の分散投資義務の具体的内容を明らかにする必要がある。

本稿は、アメリカにおける受託者の分散投資義務の内容を明らかにしたうえで、上記の問題意識のもと、信託財産の投資運用に関する信託行為の定めがある場合における受託者の注意義務の内容および責任の判断基準につき、近時のアメリカ法の動向を整理し、検討することを目指すものであ⁽¹⁰⁾る。そして、このような点に関するアメリカ法の分析を通じて、信託財産

(10) 本稿で取り上げる判例は、主に次の著書または論稿を参考にしている。

4 AUSTIN WAKEMAN SCOTT, WILLAM FRANKLIN FRATCHEL & MARK L. ASCHER, SCOTT AND ASCHER ON TRUSTS § 19.2-19.3.3 (5th ed. 2007); Jeffrey A. Cooper, *Speak Clearly and Listen Well: Negating the Duty to Diversify Trust Investments*, 33 OHIO N. U. L. REV. 903 (2007); Christopher P. Cline, *The Uniform Prudent Investor and Principal and Income Acts: Changing the Trust Landscape*, 42 REAL PROPERTY, PROBATE AND TRUST J. 611 (2008); Trent S. Kiziah, *The Trustee's Duty to Diversify: An Examination of the Developing Case Law*, 36 ACTEC L. J. 357 (2010).

また、アメリカにおける投資運用に関する信託行為の定めを、ブルーデント・インベスター・ルールの任意法規性と受益者の利益との対立という

の管理運用に関する信託行為の定めがある場合に、受託者がいかなる善管注意義務を負うかという問題に関して、我が国の信託法の解釈に対して一定の示唆を導くことができると思料する。

以下では、初めに、アメリカにおいて受託者の分散投資義務の理論的根拠となっているファイナンス理論の内容を概観し、信託投資に関する法的ルール、分散投資義務の内容、分散投資が不要とされる場合、および分散投資義務違反が認定された場合における損害賠償額の算定基準を明らかにする（Ⅱ）。次に、信託条項において、信託財産の保有を許容する旨または保有を命ずる旨の定めがある場合における受託者の注意義務の内容を検討する。すなわち、分散投資義務を免除し、信託財産の保有を特に認める信託条項に依拠して集中投資をした結果、信託財産が損失を被ったときに適用される受託者責任の判断基準、および受託者免責条項の拘束力について、判例を中心に分析を行いたい。また、特定の信託財産の処分を禁止して、保有を命ずる旨が信託条項に定められている場合において、事情が変更したことにより、当該条項に従って管理運用を行うことが受益者の利益を損なうときに、受託者は信託の変更を行う義務を負うかという点について、検討する（Ⅲ）。最後に、アメリカ法の分析を踏まえたくうえで、我が国において、受託者の善管注意義務を軽減または限定する信託行為の定めを解釈する際の指針および判断要素、善管注意義務を軽減することの限界、投資運用方法を指図する信託行為の定めがある場合における受託者の義務につき、若干の考察を行うこととする（Ⅳ）。

なお、ERISA における受託者の分散投資義務についてはすでに優れた分析⁽¹¹⁾がされているので、本稿の検討対象からは除外する。

視点から扱う論稿として、樋口範雄「信託法の任意性の意義——米国のブルーデント・インヴェスター・ルールの実際の機能」『企業法の変遷——前田庸先生喜寿記念』376頁以下（有斐閣，2009年）。

II. 受託者の分散投資義務

ここでは、アメリカにおける投資理論、特に受託者の分散投資義務を基礎づけているファイナンス理論を概観し、現代の信託投資に関する法的ルール（特に統一プルーデント・インベスター法）、および分散投資義務の内容を紹介する。そして、受託者が分散投資義務に違反したとされる場合における損害賠償額の算定について、アメリカ法の状況を明らかにしたい。

1. モダン・ポートフォリオ理論

1950年代以降のファイナンス理論は、投資機能および投資行動について新たな知見を獲得し、その一部はモダン・ポートフォリオ理論と呼ばれている。ファイナンス理論の発展に伴い、信託投資に関する法的ルールも、20世紀後半に大きく変更されることになった。⁽¹²⁾

本稿での問題関心に関する限り、モダン・ポートフォリオ理論には2つの重要な理論が含まれる。一つは、株式を保有するリスクに関する理論である。すべての株価動向は、次の4つの要因によって影響を受ける、すなわち、4種類のリスクにさらされているという。⁽¹³⁾第一は、一般的な経済的・政治的状況によって影響を受ける市場リスク（market risk）と呼ばれる

(11) 行澤・前掲注(4)、植田・前掲注(4)参照。

(12) モダン・ポートフォリオ理論と信託投資に関するルール改正の経緯については、新堂明子「アメリカ信託法におけるプルーデント・インベスター・ルールについて——受託者が信託財産を投資する際の責任規定——」北法52巻5号426頁以下（2002年）、樋口範雄『アメリカ信託法ノートⅡ』51頁以下（弘文堂、2003年）参照。

(13) RICHARD A. BREALEY, AN INTRODUCTION TO RISK AND RETURN FROM COMMON STOCKS 117 (2nd ed. 1983). 本書の邦訳には、安田信託銀行投資研究部訳『機関投資家の株式運用——株式ポートフォリオ戦略の基礎——』（東洋経済新報社、1983年）がある。

ものである。第二は、産業リスク (industrial risk) である。これは、特定の産業、同一業種全体に影響を及ぼす要因によるリスクである。第三は、業種別分類以外の特定グループすべての株価に影響を及ぼすリスクである。そして第四に、特定の企業に特有のリスク (firm risk) がある。

市場リスクは経済全体に影響を与えるような規模の危険であり、システムティック・リスク (systematic risk) とも呼ばれる。このリスクが顕在化すると、すべての証券が影響を受けるため、このリスクを分散することはできない。株式投資においては市場リスクを回避することが不可能であるため、そのリスクを反映した期待リターンによって、投資家に報いることになる。したがって、報われるリスク (compensated risk) とも呼ばれる。

市場リスク以外の3つ、すなわち非システムティック・リスク (unsystematic risk) については、投資家は分散投資すればするほど減少させることができるものであり、分散可能リスク (diversifiable risk) とも呼ばれる。リスク軽減が可能であるのならば、投資家はより高いリターンを求めることはできないので、非システムティック・リスクは、報われないリスク (uncompensated risk) でもある。ある実証的研究によると、株価変動の31%は市場リスクによるものであり、12%は産業要因、37%は非業種グループ要因によるもの、そして20%が特定企業リスクであつた。⁽¹⁴⁾この結果にもとづくと、分散投資することによって、株式投資に伴うリスクの約7割を抑えることができることとなる。

モダン・ポートフォリオ理論によると、分散投資することにより、リターンの期待値を低減することなくリスクを減らすことができるという。⁽¹⁵⁾このことは、個々の投資に関してリスクとリターンを確定できるメカニズムが

(14) *Id.*

(15) See Langbein, *supra* note 1, at 647-48.

存在するという効率的市場仮説 (efficient market hypothesis) が前提となっている。すなわち、この仮説によると、効率的な市場では、証券に関して公開されている情報は迅速かつ正確にその価格に反映されるという⁽¹⁶⁾。したがって、証券には常に公正な価格が付けられており、投資家は誰も、市場が割安に評価している株式を見つけて収益をあげることができず、たとえ短期的にそのような株式を探し出すことができたとしても、コンスタントに市場より良いパフォーマンスを達成することができないこととなる。最も適切な方法は、S & P 500種株価指数や TOPIX などに連動したインデックス・ファンドを通じてパッシブな投資 (インデックスに追随することを目指した受動的な投資) を行うことになる。アクティブな投資戦略をとったとしても、コンスタントに高いパフォーマンスを維持することができないばかりか、調査と分析の費用が必要となるとする。

しかし、不動産や閉鎖会社など、市場価格の判定が困難な非効率的市場が存在することも確かである。また、効率的市場仮説に対しては、行動ファイナンスから厳しい批判がなされている⁽¹⁷⁾。すなわち、個々の金融資産の価格および市場価格一般は、経済のファンダメンタルズとともに、投資家の心理によっても影響を受けているとする。例えば、投資家は、過去の投資が損失を被ったか利益を得たかという直近の経験を重視し、保守的な態度をとる傾向にあり、また、自らの投資能力について自信過剰であることが⁽¹⁸⁾ある。さらに、一般投資家は群衆の傾向に無批判に追随するなどのバイア

(16) See generally Eugene Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. FIN. 383, 384 (1970).

(17) 行動ファイナンスについては、さしあたり、角田康夫『新版行動ファイナンス』(きんざい, 2001年), ジェームス・モンティア著, 川西諭・栗田昌孝訳『行動ファイナンスの実践: 投資家心理が動かす金融市場を読む』(ダイヤモンド社, 2005年), ROBERT J. SHILLER, *IRRATIONAL EXCUBERANCE* (2nd ed. 2005) など参照されたい。

スにもとづいて非合理的な判断を下すことがあるという⁽¹⁹⁾。これに対しては、このような投資家心理にもとづいて非効率的な価格が付けられたとしても、合理的な裁定者が、最適な価格より低い価格の証券を購入し、価格の高い証券を売却するという裁定取引 (arbitrage) によって、市場の非効率性は是正されるとの反論がなされうる。しかしながら、行動ファイナンスは、裁定取引の際には、実際にはコストとリスクが伴うので、短期的な裁定取引を行うことに及び腰になり、市場の非効率性が放置される場合があると考える⁽²⁰⁾。また、最近の実証研究において、アクティブな株式運用によって、財産の価値が増加したとの報告もされている⁽²¹⁾。

行動ファイナンスおよび実証研究は、証券市場において価格効率性または情報効率性に反するアノマリーが存在することを示している。確かに、投資家が割安株や割高株を探し出して、市場平均以上のパフォーマンスを

(18) RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MYERS & FRANKLIN ALLEN, PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE 355 (10th ed. 2011).

(19) SHILLER, *supra* note 17, at 159.

(20) たとえば、最適価格よりも高値と思われる株式を、裁定者自らが保有していない場合、裁定者は、他の投資家のポートフォリオから株式を借りてこれを売却し、期待どおり価格が値下がりするのを待って再購入し、これを返却できるとすると、売却価格と再購入価格の差額を得ることができる。しかし、このような取引にはコスト、手数料が必要であり、また期待どおり値下がりするとは限らず、値上がりするリスクもある。値上がりした場合には、売却価格より高値で買い取ることになり、損失が生ずるのである。See BREALEY ET AL., *supra* note 18, at 356. また、このような短期売買を行うことに対して社会的に非難される可能性も、裁定取引の阻害要因となると指摘されている。See SHILLER, *supra* note 17, at 182.

(21) 1998年から2009年までのノルウェー政府年金基金では、債券を対象とした投資が利益を生み出したとの証拠が見られなかったのに対して、株式へのアクティブ投資は良い運用成績を収めたという。See BREALEY ET AL., *supra* note 18, at 350.

上げることは不可能ではないと思われる。しかしながら、それは、受託者が常に分散投資をせず、積極的に最適価格より低い価格の証券を探し出して、市場を打ち負かす努力をしなければならないとの結論が導かれるわけではない。誰でも簡単に利益を上げることができるような戦略は、すでに株価に織り込まれているはずであり、アクティブな投資運用が功を奏するためには、他者を凌駕する情報収集を行い、心理学的な検討を加えたうえで、広範囲かつ創造的な分析を行う必要がある。受託者は、このような分析コストを勘案したうえで、投資プランを策定しなければならないが、特に小規模の信託にとってはこのようなコストの負担が大きいことを考えると、少なくとも一定の割合は、パッシブで幅広い分散投資を行うことが賢明であることに変わりがないであろう。

2. 第3次信託法リステイトメントと統一ブルーデント・インベスター法

20世紀半ばまでのアメリカでは、投資の安全性が重視され、受託者が選択できる投資先は、判例法または州法によって限定されており、投資先を選定する受託者の裁量権は制限されていた（legal list rule, 法定リスト・ルール⁽²²⁾）。この法定リスト・ルールのもとでは、個別の投資の適法性によって注意義務の履行が判断されていたが、これは現代的な投資理論と矛盾し、結果的に受益者の利益を最大化することを阻むことになっていた。1959年に公刊された第2次信託法リステイトメントは、法定リスト・ルールを廃止し、受託者は、「信託財産の維持ならびに信託財産から生ずる収益の額および規則性を勘案して、思慮深い合理人（prudent man）が自らの財産について行ったであろう投資のみを行う義務⁽²³⁾」を負うとした（ブルーデ

(22) AMI MORRIS HESS, GEORGE G. BOGERT & GEORGE T. BOGERT, THE LAW OF TRUSTS AND TRUSTEES § 613, at 62 (3rd ed. 2000).

(23) RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS § 227 (1959). ブルーデント・マ
10(555) 法と政治 63巻2号 (2012年7月)

ント・マン・ルール)。プルーデント・マン・ルールは、許容される投資対象を広く解することを意図したものであったが、判例では、一定の種類⁽²⁴⁾の投資についてはカテゴリカルに投機的であるとして、合理性を欠くと解釈されることが多く、受託者の裁量権は狭く解されたままであった。

(1) 第3次信託法リステイトメント

第3次信託法リステイトメントの信託投資に関する部分は、1990年にアメリカ法律家協会（ALI）によって承認され、1992年に公刊されたが、これは、モダン・ポートフォリオ理論にもとづいて、信託受託者の投資運用に関するルールを現代化するものであった。すなわち、次の5つの基本原則にしたがって、プルーデント・インベスター・ルール（prudent investor rule）と呼ばれる投資運用ルールを定めた。⁽²⁵⁾

① 投資の適切な分散は、リスク管理の基本であり、受託者に通常求められる。

② リスクとリターンは密接に関連しており、そのため受託者は、管理する信託の目的、分配要件その他の状況にとって適切なリスクの程度につき分析を行い、かつ意識して決定する義務を負う。⁽²⁶⁾

ン・ルールは、1830年の *Harvard College v. Amory* 事件で示された次の原則に遡ることができる。すなわち、受託者は、「思慮深さ、分別および知性を備えた者が、投資対象の元本の安全性だけでなく収益の蓋然性をも考慮したうえで、投機的ではなく、長期的な運用の観点から、自己の資金を管理運用する方法」で投資しなければならないとの原則である。See *Harvard College v. Amory*, 9 Pick. (26 Mass.) 446, 461 (1830).

(24) Edward C. Halbach, Jr., *Trust Investment Law in the Third Restatement*, 77 IOWA L. REV. 1151, 1152 (1992).

(25) RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS, Ch. 17 Introductory Note (2007).

(26) ここでいうリスクとは、トータル・リターンの変動を指す。See Halbach, *supra* note 24, at 1168 n. 57.

③ 受託者は、信託の投資計画における必要性および実際の目的に鑑みて、必要のない料金、取引費用その他の費用を回避する義務を負う。

④ 少なくとも伝統的な元本と収益に関するルールにもとづいて認められる公平義務により、ほとんどの信託では、現時点での収益と購買力の保護というリターンの要素につき、バランスを保つことが求められる。

⑤ 受託者は、思慮深い投資家であれば行うような他人への委託につき、これをする権限を有するとともに、これをする義務も負う。

以上の原則にもとづいて、第3次信託法リステイトメントは、思慮深い投資に関する一般的な基準を次のように定め、いかなる投資または投資手法も、それ自体として当然に合理性を欠くもので違法とされないことを明確にした。そして、この基本的な条項において、受託者の分散投資義務が規定されることとなった。

「受託者は、信託の目的、信託条項、利益分配の要件その他信託の状況に照らして、思慮深い投資家が行うような方法で、信託財産を投資し、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、技能および配慮を尽くすことを要求するものである。この基準は、個々の投資に個別に適用されるのではなく、信託ポートフォリオ全体との関係において、かつ、当該信託に合理的に適合するリスクとリターンの目標を設定した全体的な投資戦略の一部として、適用されなければならない。

(b) 投資決定を行い、これを実施するにあたっては、受託者は、信託の投資を分散させる義務を負う。ただし、当該事情のもとで、分散投資しないことが合理的である場合は、この限りでない。⁽²⁷⁾」

(27) RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 227 (a) (b) (1992); § 90 (a) (b) (2007). 本条の意義については、木南敦「信託受託者の思慮分別 (prudence) と忠実 (loyalty) について——アメリカ法をてがかりとして——」信託法

第2次信託法リステイトメントにおいても、分散投資義務は受託者の義務に含まれていた⁽²⁸⁾のであるが、モダン・ポートフォリオ理論の発展を受けて、その重要性の認識が高まり、第3次信託法リステイトメントのプルードント・インベスター・ルールにおける基本的な条項に組み込まれたのである。

(2) 統一プルードント・インベスター法

統一プルードント・インベスター法は、統一州法委員全国会議(NCCUSL)が1994年に採択した信託投資に関するモデル法であるが、第3次信託法リステイトメントにおいて定められたプルードント・インベスター・ルールの基本原則を踏襲するものであり⁽²⁹⁾、大多数の州で採択されている⁽³⁰⁾。また統一信託法典第9編にそのまま取り入れられており、信託投資に関して非常に重要な存在となっている。以下では、その内容を概観したい。

受託者の権限に関するものとして、統一プルードント・インベスター法2条e項では、特定の種類の投資を行うことを、カテゴリーカルに禁止することはせず、いかなる投資も可能であると規定され、また、一定の安全措置を講ずる限り、投資判断を第三者に委託することも可能となった(同

研究17号48-49頁参照(1993年)。また、第3次信託法リステイトメントにおけるプルードント・インベスター・ルールの部分の翻訳については、早川眞一郎『米国信託法上の投資ルール』(学陽書房、1996年)参照。

(28) RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS § 228 (1959)「信託行為に別段の定めがない限り、受託者は、投資を合理的に分散させることによって、損失のリスクを拡散させる義務を、受益者に対して負う。ただし、当該事情のもとで投資を分散させないことが合理的である場合は、この限りでない。」

(29) UNIFORM PRUDENT INVESTOR ACT, prefatory note (1994).

(30) 各州における採択状況については、NCCUSLのホームページ(<http://www.uniformlaws.org/>)を参照。

法9条)。

同法2条は、注意義務の基準、ポートフォリオ戦略、およびリスクとリターンの目標に関する定めを置く。同法2条a項は、一般的な注意義務の基準として、「受託者は、信託の目的、信託条項、利益分配の要件その他信託の状況を勘案したうえで、思慮深い投資家が行ったであろう方法で、信託財産の運用投資を行わなければならない。この基準を満たすために、受託者は合理的な注意、技能および配慮をもって行わなければならない。」と規定する。求められる注意義務の程度は、同様の能力、状況に置かれた者に求められる客観的な基準にもとづいて判断される⁽³¹⁾。ただし、特別の技能もしくは専門能力を有する受託者または特別の技能もしくは専門能力を有すると表示した受託者は、その特別の技能または専門能力を用いなければならない(同法2条f項)。

また、同法2条b項は、受託者の投資に関する判断は、個々の資産に対する投資を個別に取り出して評価するのではなく、当該信託に合理的に適合するリスクとリターンの目標を勘案したうえで、総合的な投資戦略の一環として、そして信託ポートフォリオ全体の中で評価すると規定する。いわゆるトータル・リターン・アプローチを採用することを明らかにしている。

そして、同法2条c項は、信託財産の投資運用にあたって考慮すべき事由を掲げている。すなわち、一般的な経済状況、インフレまたはデフレの影響、投資に関して予想される税金、個々の投資または投資行動が全体としてのポートフォリオにおいて果たす役割、収益および元本の増加から予想されるトータル・リターン、受益者が信託財産以外から得ることのできる収入の状況、流動資産・定期収益・元本の維持または増加に関する受

(31) UNIFORM PRUDENT INVESTOR ACT §1 cmt. (1994).

益者のニーズ、信託目的または受益者と信託財産との特別な関係、などである。これらは、分散投資の是非、分散投資の内容と程度を判断する際にも、検討すべき重要な要素となる。

また、同法2条d項は、受託者は投資の価値や安全性など、投資運用に関する情報を調査し、確認する義務を負うとする。

同法4条は、受託としての職務を開始した時における義務に関する規定を置く。すなわち、受託者がその職務を開始した時、または信託財産を受領した時には、「受託者は、信託財産のポートフォリオが、信託の目的、信託条項、利益分配の要件その他当該信託に関する状況および本法の要件に適合するように、受託者としての職務を引き受けた時から、または信託財産を受領した時から合理的な期間内に、信託財産の内容を吟味し、信託財産の保有および処分に関する決定をし、かつこれを実施しなければならない⁽³²⁾。」と。受託者は、信託目的に照らして、委託者から譲渡された信託財産のうちどの財産を保有し、どの財産を処分するか、また、いかなるポートフォリオを構成するかにつき、合理的な期間内に判断したうえで、実行しなければならないのである。「合理的な期間」について、第2次信託法リステイメントでは1年以内とされていたが⁽³³⁾、1年では長すぎる場合もあれば、逆に短い場合も考えられるので、第3次信託法リステイメントでは1年間という基準は削除されており、統一ブルーデント・インベスター法も、合理的期間の判断基準を何ら定めていない。

このほか、同法が投資運用における受託者の義務として定めるものは、

(32) UNIFORM PRUDENT INVESTOR ACT § 4 (1994). 第3次信託法リステイメントでも同様に、「信託成立後の合理的期間内に、受託者は、90条および91条の要件に適合するように、信託財産の内容を吟味し、当初の投資の保有および処分に関する決定をし、かつその決定を実施する義務を負う。」と定められている。See RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 92 (2007).

(33) RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS § 230 cmt. b (1959).

分散投資義務（同法3条）、忠実義務（同法5条）、公平義務（同法6条）、費用抑制義務（同法7条）である。費用抑制義務について敷衍すると、受託者は、信託財産の性質、信託の目的、および受託者の技能に照らして、信託財産の投資運用に要する費用を合理的な範囲に抑える義務を負う。投資計画の策定と実施において信託財産を浪費することは、合理的注意を欠くことになるからである。⁽³⁴⁾ 投資を分散させる際にも、そのためにかかる費用を合理的な範囲に抑制する必要がある。

また、投資に関する受託者の義務違反について、同法8条は、受託者の決定または行為の時を基準に判断すると定める。結果的に信託財産が損失を被ったとしても、投資運用に関する受託者の決定時または行為時の事情に照らして合理的な決定または行為であるならば、注意義務に違反したとはされないのである。

3. 分散投資義務の内容

統一ブルーデント・インベスター法は、分散投資義務について、第3条において次のとおり規定する。「受託者は、信託投資を分散させなければならない。ただし、特別な事情によって、分散投資しない方が信託目的の達成に資すると受託者が合理的に判断したときは、この限りでない。」と。分散投資義務の根拠は、合理的な注意および技能を尽くす義務に求められ、その内容は報われないリスクを軽減するための合理的努力をすることとされる。⁽³⁵⁾

では、受託者は、いかなる種類の財産に、いかなる程度投資を分散させなければならないのか。これについて明快な基準が定立されているわけではないが、⁽³⁶⁾ 以下では判例およびリステイトメントに現れた分散投資義務に

(34) UNIFORM PRUDENT INVESTOR ACT § 7 cmt. (1994).

(35) Halbach, *supra* note 24, at 1170.

関する一般的な判断基準を検討する。

(1) 資産クラスの分散

投資戦略の策定において最も重要なことは、信託財産をいかなる種類の資産に振り分けるかという決定、すなわち目指すリスク・リターンを実現するための資産配分 (asset allocation) ⁽³⁷⁾ である。一般的に、株式、不動産、ヘッジファンド、債券、商品、現預金など様々な種類を投資対象とすることにより、報われない非システムティック・リスクを低減することが可能である。しかし、正当とされる投資戦略は多様であり、また、信託の目的、信託条項、信託の規模、受益者のニーズとリスク許容度、受託者の性質、受託者の権限と義務内容などの事情に応じて、いかなるカテゴリーへの投資が適切であるかも異なってくる⁽³⁸⁾。したがって、受託者は、すべての基本的なカテゴリーに対して投資を分散する義務を負っているわけではなく、必要な注意をもってする限り、特定の種類の財産に集中的に投資することが禁止されるわけではない⁽³⁹⁾。

たとえば、信託行為の定めにおいて、収益受益者の扶養のために元本を取り崩すことができる旨規定されている場合には、一定の収益を確保するために安定的かつ安全な投資を重視することが求められるので、元本受益者のために元本を増加させるよう分散投資する義務を否定する例が散見される。

⁽⁴⁰⁾ Law v. Law 事件における事実は次のとおりである。委託者 S は、遺言

(36) See UNIFORM PRUDENT INVESTOR ACT § 3 cmt. (1994).

(37) RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 90 cmt. g (2007).

(38) See *id.*

(39) Halbach, *supra* note 24, at 1170.

(40) 753 A.2d 443 (Del. 2000).

によって信託を設定し、Sの夫Bに信託の収益を与え、またBの扶養・福祉のために必要であれば元本を取り崩して受益させる権限を受託者に認めると定めた。また、Bの死亡時に信託が終了し、残余財産の3分の2はSの子Yに、3分の1は、Yの甥Xらに与えるとされた。受託者にはYが指名されており、信託財産の管理運用を行ったが、投資専門家のアドバイスを受けることなく、そのすべてを12年にわたって非課税の公債のみに投資した。Bの死後、残余権者であるXらが、Yは分散投資を怠り、元本を増加させる措置を講じておらず、必要な注意および技能をもって投資する義務に違反したと主張して、Yを訴えた。Xらは、少なくとも信託財産の半分は株式に投資すべきであったと主張したが、デラウェア州最高裁は、信託の規模、委託者の意思、家族が当事者であるという信託の性質、受託者および受益者と委託者との関係、ならびに受託者が受益者でもあるという点を勘案すると、Yが分散投資を行わなかったことは、信託違反ではないと結論づけた。⁽⁴¹⁾

(41) *Id.* at 449. 同様の事実関係において受託者の責任が否定された例として、*In re Trust by Martin*, 664 N. W. 2d 923 (Neb. 2003) (信託条項により、収益受益者たる娘の健康扶養などのために、信託財産の元本を取り崩す権限が受託者に付与されていたが、受託者が信託財産のほとんどについて収益固定型の投資を行っていた事例において、ネブラスカ州最高裁は、株式投資を行わなかったことは注意義務違反に当たらないと判示した。); *Sun Trust Bank v. Merritt*, 612 S. E. 2d 818 (Ga. Ct. App. 2005) (信託条項により、委託者の息子に収益を受益させること、一定の要件のもと元本を取り崩して利益を息子に与える権限が受託者にあること、および収益受益者たる息子の死後、残余財産はその子孫に譲渡されることが定められていた。法人受託者が非課税の公債のみに投資をしていたので、残余権者らが、株式等に分散投資しなかったことで損失を被ったとして受託者の責任を追及した。ジョージア州控訴裁は、受託者は信託元本を維持する義務を負っていたが、これを増加させる義務はなかったとして、受託者の責任を否定した。).

また、Merrill Lynch Trust Company, FSB v. Campbell⁽⁴²⁾事件は、信託財産のほとんどが株式のみに投資されていたとしても、分散投資義務違反に当たらないとされた事例である。この事件では、委託者Sが自分の生存中は自らを受益者とし、Sの死後はSの夫に受益権を、夫の死後は3人の子どもに受益権を与え、その子どもらがすべて死亡した時に信託を終了させて、残余財産を公益団体に寄付する旨の公益残余権信託（charitable remainder trust⁽⁴³⁾）を設定した。信託設定時の信託財産は84万ドルほどであったが、信託行為の定めにおいて、受益者は信託財産の10%の利益を毎年受け取るとされていた。信託会社である受託者Tは、予定された配当の高さと信託期間の長さを考えて、信託設定当初は信託財産の60%を株式に投資していたが、その後Sの夫の健康状態が悪化したことなどによって、Sがより多くの収益を求めたため、株式への投資割合を一時は90%以上にまで高めた。信託財産の価値は約2年後にはいったん上昇したが、その後株式市場全体が冷え込み、信託財産の価値が大きく減少するに至ったので、SがTの分散投資義務違反を主張した。

デラウェア州衡平法裁判所は、第3次信託法リステイメントにおけるブルーデント・インベスター・ルールに言及したうえで、「債券または現金に投資せず、株式保有の比率が高いとしても、それだけでは分散投資義務に違反したことにはならない。……まれではあるかもしれないが、分散投資することが現実的でもなく、望ましくない場合があり得る。……また、受託者は株式投資について市場での分散を行うことが可能である。本件信託は様々な株式に投資していた⁽⁴⁴⁾。」と述べて、Tの責任を否定した。本件

(42) C. A. No. 1803-VCN, 2009 WL 2913893 (Del. Ch. Sep. 2, 2009).

(43) 公益残余権信託（charitable remainder trust）とは、私人たる受益者に一定の期間または生涯の間収益受益権を与え、残余権を公益団体等と与える信託をいう。一定の要件を満たした場合には、税金控除の対象となる。

では、予定された収益分配率が高かったこと、信託財産の額が少ないにもかかわらず信託の存続期間が長期に及ぶこと、委託者兼受益者から収益増額の要請があったこと、そして株式の中では分散投資されていたことなどの理由により、株式にしか投資していなかったとしても、分散投資義務違反とならないとされた。信託の目的、信託条項、受益者のニーズにもとづいて投資計画を策定した受託者は、たとえ多様な資産クラスに投資されていなくとも、それだけで思慮深い投資義務に違反したとはされないのである。

一般的には、報われない非システムティック・リスクを効果的に軽減するためには、様々な種類の投資に分散させることが望ましい。経済変動要因が生じたとしても、すべての投資に同じように影響を与えるわけではないので、経済変動要因から受ける影響を互いに打ち消しあうような方法および程度を考慮して分散することが、リスクの回避には効果的とされる⁽⁴⁵⁾。しかしながら、判例は、必ずしも資産クラスの分散を厳格に要求しているわけではない。信託の目的、信託条項、信託の規模、受益者のニーズおよびリスク許容度、受託者の性質、受託者の権限に応じて、いかなるカテゴリーへの投資が適切であるか異なっており、受託者には、これらを総合的に判断したうえで、いかなるポートフォリオを組成するか、一定の裁量権が認められているのである。義務的側面から換言すると、受託者は、上記の要素を勘案したうえで、どの資産クラスに、どの程度の割合を投資するか、合理的な注意、技能および配慮をもって判断しなければならないのである。

(2) 株式市場における分散投資

2008年のいわゆるリーマン・ショックを契機にして、アメリカはもち

(44) *Campbell*, 2009 WL 2913893, at *9 n. 68.

(45) RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 90 cmt. g (2007).

るん世界中の株式市場が大きな影響を受けた。これを受けて、受託者が株式に一定割合以上投資することを禁止するルールを構築すべきとの提言も見られる⁽⁴⁶⁾。しかしながら、株式以外の投資にはインフレ・リスクが存在することに鑑みると、思慮深い投資における株式投資の重要性が失われているわけでは⁽⁴⁷⁾ない。

では、株式市場については、どの程度投資の分散が必要とされるのか。ある論者によると、互いに関連性のない資産に10ないし15の分散投資を行うことで、非システムティック・リスクを排除することが可能であるという⁽⁴⁸⁾。第3次信託法リステイトメントのコメントでは、「異なる分野の産業または他の異なる性質を有するものを適切に選択したうえで投資しておれば、少数の銘柄の証券であっても、分散投資の効果は大きなものとなる。しかしながら、通常は、信託投資においては幅広く分散させることが望ましい⁽⁴⁹⁾。」と記されている。

一般的に小規模の信託財産においては、個別に投資先を選定して広く分散したポートフォリオを組成することは、その費用に鑑みて容易ではない。しかし、現代においては、複数の信託財産をまとめてファンドとし、信託の利益を投資額に応じて配分する集団投資ヴィークルを利用することが可能である。どのような受託者であっても、ミューチュアル・ファンドやインデックス・ファンドを通じて、わずかなコストで適切なレベルの分散投資を図ることができるのである。

しかしながら、より有利な市場を求めて、または割安な株式を探して、

(46) Stewart E. Sterk, *Rethinking Trust Law Reform: How Prudent is Modern Prudent Investor Doctrine?*, 95 CORNELL L. REV. 851, 889-92 (2010).

(47) *Id.* at 878.

(48) HERBERT B. MAYO, *INVESTMENTS: AN INTRODUCTION* 166 (10th ed. 2008).

(49) RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 90 cmt. g (2007).

アクティブな投資戦略を策定して実施することが禁止されているわけではない。ただしその場合、受託者は、分析コストや取引コストがどの程度かかるのか、報われないリスクに見合うだけの利益が合理的に見込まれるか、経済理論および信託ポートフォリオにおける役割から見て合理的か、投資計画を実行する能力を有する者を利用することが可能か、などを考慮したうえで、アクティブな投資戦略を採用するか否か判断しなければならない⁽⁵⁰⁾。

(3) ビジネス・ジャッジメント・ルールとの差異

我が国においては、株式会社の取締役の責任判断において適用される経営判断の原則が、受託者の善管注意義務の内容を決定する際に補助的基準として用いられるとの見解が示されており⁽⁵¹⁾、特に信託財産の運用について受託者が善管注意義務を尽くしたか否かの判断にあたっては、経営判断の原則の考え方が有用であると指摘する学説がある⁽⁵²⁾。

アメリカにおけるビジネス・ジャッジメント・ルールの内容を、取締役が、①当該経営判断の対象に利害関係を有しないこと、②当該経営判断の対象に関して、その状況のもとで適切であると合理的に信ずる程度に情報を得ていたこと、および③当該経営判断が会社の最善の利益に適合すると相当に信じていたこと、との要件を満たすときには、誠実に経営判断を下した取締役は注意義務を履行したとみなすものと理解するならば⁽⁵³⁾、受託者の投資運用に関して、どの資産クラスにどの程度投資するかについて、受

(50) See RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 90 cmt. h (2) (2007).

(51) 山田誠一「現代信託法の展望 III 受託者の義務」信託法研究24号94～95頁（1999年）。

(52) 行澤・前掲注(4)57頁、川口恭弘「受託者の善管注意義務」『新しい信託法の理論と実務』金融商事判例1261号59頁（2007年）。

(53) AMERICAN LAW INSTITUTE, PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS § 4.01 (c) (1994).

託者には一定の裁量が認められており、分散投資義務または思慮深い投資義務の履行は、投資の内容または結果よりも投資決定プロセスに重点を置いて判断される傾向にあるという意味では、機能的にビジネス・ジャッジメント・ルールに類似した部分があるといえるであろう。

しかしながら、アメリカ法は、信託受託者の投資運用に関する注意義務の判断において、ビジネス・ジャッジメント・ルールを意識した基準を適用しているわけではない。⁽⁵⁴⁾ その理由として次のような点が挙げられている。

第一に、受託者は、株式会社の取締役と異なり、一般的に合理的な注意を尽くすよう市場によるプレッシャーにさらされることが少ないことである。⁽⁵⁵⁾ 会社経営者のパフォーマンスは市場での株式価格に反映されるが、信託受託者の場合、個々の信託のパフォーマンスにもとづいて、受託者が市場によって評価されることはあまりなく、市場による監視が働きにくいという点が挙げられる。第二に、株主と信託の受益者では、リスク許容度に差異があることが指摘されている。⁽⁵⁶⁾ すなわち、株主の多くは損失のリスクを分散することができるのに対して、受益者は容易にリスクを分散させることができず、一般的にリスク回避的であるとされる。第三の点として、企業経営には常に危険がともない、危険を冒すことなしに企業の成功または成長が考えられないのに対して、受託者は信託財産の投資運用において必ずしも危険を冒す必要はなく、一般的には注意深く慎重な投資運用が求められているといえる。⁽⁵⁷⁾ 最後に、判断の際に検討すべき要素の多寡と時間

(54) Robert Sitkoff, *Trust Law, Corporate Law, and Capital Market Efficiency*, 28 J. CORP. L. 565, 575 (2003); Melanie Leslie, *Trusting Trustees: Fiduciary Duties and the Limits of Default Rules*, 94 GEORGETOWN L. J. 67, 96 (2005).

(55) Leslie, *supra* note 54, at 99.

(56) Sitkoff, *supra* note 54, 574-76 (2003).

(57) See Robert Cooter & Bradley J. Freedman, *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences*, 66 N. Y. U. L. REV. 1045, 1062

的な制約の違いである。一般的に、会社取締役の経営判断には、受託者の投資運用の判断に比べて考慮しなければならない要素が多く、迅速な判断が要求されるのに対して、受託者は通常、時間的なプレッシャーを受けずに、信託行為の定めというガイドラインに従って管理運用を行えばよいのである。したがって、会社取締役の注意義務違反に比べて、信託受託者の⁽⁵⁸⁾それについては、司法判断が容易だといわれている。

以上のような点に鑑みて、信託受託者の注意義務違反、特に投資運用に関する注意義務違反の判断において、ビジネス・ジャッジメント・ルールは考慮されず、むしろ不法行為法における合理人の基準が妥当するとされている⁽⁵⁹⁾。機能的に類似する部分があるものの、受託者の投資運用に関する注意義務の履行に関して、安易にビジネス・ジャッジメント・ルールを適用することに対して警鐘が鳴らされていることには留意すべきであろう。ただし、信託条項によって受託者に投資運用に関する広い裁量権が与えられ、注意義務が軽減されている場合には、結果的に受託者の責任の判断は、ビジネス・ジャッジメント・ルールの判断枠組みにより近接したものとなる⁽⁶⁰⁾と思われる。

4. 分散投資が不要とされる場合

統一ブルーデント・インベスター法3条は、分散投資に関する信託行為の別段の定めがなくとも、受託者が分散投資義務を負わない場合として、「特別な事情により、分散投資しない方が信託の目的に資すると受託者が合理的に判断した場合」を定めている。第3次信託法リステイメントも、

(1991).

(58) Leslie, *supra* note 54, at 100.

(59) UNIFORM PRUDENT INVESTOR ACT § 1 cmt. (1994).

(60) III. 1. (3) (b) 参照。

受託者は、「当該状況において、分散投資しないことが合理的である場合」、⁽⁶¹⁾投資を分散する義務を負わないと述べる。では、投資を分散しないことが正当化されるのは、いかなる場合であるのか。統一ブルーデント・インベスター法の規定および判例にもとづいて明らかにしたい。

(1) 税金対策

統一ブルーデント・インベスター法3条のコメントは、「税金の影響を受けやすい信託 (tax-sensitive trust) が、収益課税率の低い証券を集中的に保有している場合においては、信託財産の処分によって得られる利益に対する課税額が、分散投資のメリットを上回る⁽⁶²⁾ことがある。」と述べる。税金の影響を受けやすい信託が何を意味するのか明確にされていないが、課税の対象となる信託はほとんどすべてが、税金の影響を受けやすいといえるであろう。一般的に、収益課税ベースが低い財産を有しているというだけでは、非システムティック・リスクを過大に抱え込むことを正当化できないと思われるが、特定の非課税の証券に多く投資したとしても、残りの信託財産が適切に分散されておれば、分散投資義務違反に問われる可能性は少ないといわれている。⁽⁶³⁾また、例えば、高齢の受益者の生活保障を目的とした信託において、分散投資することに相当な課税が予想される場合には、中程度のリスクがあり、低税率の収益を生む財産に集中的に投資したとしても、ただちに分散投資義務に違反するとはされないであろう。結局のところ、受託者は、収益に対する課税率、キャピタル・ゲインに対する課税額のほか、信託の目的、集中投資のリスクの程度、受益者の状況等を総合的に勘案して、ポートフォリオの内容を判断しなければならないの

(61) RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 90 (b) (2007).

(62) UNIFORM PRUDENT INVESTOR ACT § 3 cmt. (1994).

(63) 4 SCOTT ET AL., *supra* note 10, § 19.2, at 1432.

である。

(2) 信託財産が信託目的または受益者と特別な関係にある場合

統一ブルーデント・インベスター法は、信託財産の投資運用にあたって受託者が考慮すべき事由として、「信託財産と信託の目的もしくは受益者との特別な関係、または信託の目的もしくは受益者にとって信託財産がもつ特別な価値」を挙げている⁽⁶⁴⁾。特定の信託財産が、このような特別な関係を有する場合には、全信託財産に占める当該財産の割合が相当程度高かったとしても、原則として分散投資義務違反とはされない。

(a) 家族間で承継される特定物（特に不動産）

Brackett v. Tremaine⁽⁶⁵⁾における事実の概要は次のとおりである。委託者は、合計9人の子らおよび孫らを受益者とし、信託財産である189エーカーの農地から得られる収益を、これらの受益者に後継ぎ遺贈的に分配する信託を設定した。信託行為の定めにおいて、受託者は、信託財産の全体に占める割合にかかわらず、ある財産を保有することが受益者の最善の利益になる場合には、当該財産を保有する権限を有すると規定されていた。受託者は、信託財産たる農地のうち42エーカーを、個人的な理由のために（当該農地にある家屋を受託者はすでに購入していた）、固有財産として購入する許可を求める申立てを裁判所にしたが、これに対して、残余権を有する5人の受益者らが、受益者ら家族と本件農地との間には特別な関係があること、および委託者は残余権者のために本件農地を保有することを意図していたことなどを理由に、異議を述べた。

ネブラスカ州最高裁は、分散投資することがブルーデント・インベスター

(64) See UNIFORM PRUDENT INVESTOR ACT § 2 (c) (8) (1994).

(65) 693 N. W. 2d 514 (Neb. 2005).

としての注意義務に適合するか否かを判断するにあたっては、受託者は、信託と受益者に関する様々な状況を検討しなければならず、これには、当該信託財産が、信託の目的または受益者と特別な関係にあるか、信託の目的または受益者にとって特別な価値があるかという考慮も含まれるとした⁽⁶⁶⁾。同裁判所は、本件農地は受益者らにとって特別な思いがある土地であり、受益者らが本件土地を一体の物として維持することを求める正当な利益があることなどを理由に、分散投資しないことが正当化されるとし、受託者による本件農地の処分を認めなかった⁽⁶⁷⁾。

信託財産が、代々家族間で承継されてきた不動産であって受益者に承継されることが期待される財産であるなど、信託目的および受益者と特別な関係にある場合には、当該財産について分散投資義務は生じない⁽⁶⁸⁾。むしろそのような信託財産を処分することは、信託目的に照らして受託者の権限外の行為と解される可能性もあるであろう。

(b) 家業または会社の支配権の承継を目的とする信託

委託者が、家業を承継させることを意図して、または家族経営の会社の支配権を承継させることを目的として、家業を営む会社の株式などを信託財産として信託を設定する場合がある。このような場合にも、信託目的と信託財産とは特別な関係にあるとされ、分散投資を行わず、当初の信託財

(66) *Id.* at 520-21.

(67) *Id.* at 521-22. 本件は、受託者による自己取引が問題となった事例であるが、受託者が信託財産を第三者に処分しようとした場合であったとしても、信託財産と受益者との特別な関係を理由に、処分が認められなかった可能性が高いと思われる。

(68) *See e.g., Matter of Estate of Maxedon*, 946 P. 2d 104 (Kan. Ct. App. 1997) (信託財産の価値の90%は農場であり、委託者は当該農場を主たる信託財産とする意図があったとして、受託者の分散投資義務が否定された事例)。

産を保有し続けることが正当化される。

United States Trust Company v. Bohart 事件⁽⁶⁹⁾では、委託者 S は、自らが設立した P 社の株式を主たる信託財産として信託を設定し、娘 B は、35 歳になるまで収益受益権を有し、B が 35 歳に達した時に信託元本の半分を受領することができ、そして B の死後は、その子孫 Y らに残余財産を分配すると定めた。また、信託条項では、「受託者は、特に委託者から受領した財産を保有し続ける権限を有する」と規定されていた。S 自身が受託者として 20 年余りにわたって P 社株式を保有したが、その後 X 社が受託者となった。B は 35 歳に達する前に死亡し、残余財産すべてを Y らが取得することとなった。X が信託の帳簿記録の承認を求めて提訴したのに対して、X が受託者に就任した後、P 社株式の価格は大きく変動したので、Y らが X の分散投資義務違反を理由に損害賠償を求めて反訴した。コネティカット州最高裁は、委託者が信託を設定した動機の一つは、P 社の支配権を家族で維持することにあつたとする事実審の認定にもとづいて、X の分散投資義務を否定し、Y らの反訴請求を退けた。⁽⁷⁰⁾

このように、信託行為の定めにおいて家業の承継が信託目的として明示されておらずとも、家族経営の会社の株式が信託財産とされ、受託者が当該株式を保有する権限を認める旨の信託行為の定めがある場合には、委託者が信託を設定した動機は、家族経営の会社の支配権を承継させることにあると解され、受託者は分散投資義務を負わないとされることが多い。⁽⁷¹⁾

これに対してラングバイン (Langbein) 教授は、事業承継を目的とする

(69) 495 A.2d 1034 (Conn. 1985).

(70) *Id.* at 1043.

(71) *See e.g.*, Lichetnfels v. North Carolina National Bank, 151 S. E. 2d 78 (N. C. 1966) (家族が経営する会社の株式が信託財産の約 90% を占めていたが、受託者は、家族経営の会社の株式については、投資を分散させることをのみを目的としてこれを処分する義務を負わないと判示された事例).

信託においても、受託者の分散投資義務を否定することに慎重な態度を示している。同教授によると、家業は往々にして創業者たる委託者の個人的な能力に依存しており、家業の支配を受益者に承継させることが、受益者の最善の利益に適合しない場合があるとし、株式など信託財産の保有が命じられていないときには、当該事業の見通し、経営能力ならびに受益者の能力および財政状態等を勘案して、家業を営む会社の株式の保有を継続すべきかどうか慎重に判断する必要があるという⁽⁷²⁾。さらに同教授は、信託行為の定めにおいて家業を営む会社の株式の保有が命じられている場合においても、受託者はその指図に従って家業を承継させることが受益者の利益に適合するか否か判断し、必要な場合には、裁判所に信託の変更を求めて申立てをする義務を負うと述べる⁽⁷³⁾。

しかしながら、受益者に経済的な利益を付与することではなく、委託者が創業した事業または家業を承継させることが信託の目的とされているのであれば、受益者の経済的利益を重視する必然性はない。統一プルーデント・インベスター法3条のコメントにおいても、家業の承継を目的としている信託においては、受託者は分散投資義務を負わないと明示されている。ただし、家業を営む会社の性質が相当程度変化した場合、または受益者に経済的利益を与えることも信託の目的とされている場合において、委託者が予期しなかった事情の変更があったときは、信託財産を処分して分散投資を行うことが認められることもありうる⁽⁷⁴⁾。また、多額の負債を抱えており、再生が極めて困難な事業などが承継の対象となっている場合には、信

(72) John H. Langbein, *Mandatory Rules in the Law of Trusts*, 98 Nw. U. L. REV. 1105, 1116 (2004).

(73) *Id.*

(74) *Matter of Pulitzer*, 49 N. Y. S. 87, 139 Misc. 575 (Surr. Ct. 1931), *aff'd mem.*, 260 N. Y. S. 975, 237 App. Div. 808 (1932).

託目的が達成不能とされ、信託の終了または変更が認められるであろう。

(3) 受益者の資産の中で信託財産が占める割合が少ない場合

統一プルードント・インベスター法は、信託財産の投資および管理において受託者が考慮すべき事由として、受益者の他の資産を挙げている⁽⁷⁵⁾。したがって、受益者が有する総資産において当該信託財産の価値が占める割合が少ない場合には、受託者が信託財産を分散投資せず、特定の財産を集中的に保有することが正当化される⁽⁷⁶⁾。受益者の資産全体または生活にとってリスクが比較的小さい場合には、集中投資が許容されるのである。

比較的小額の信託であれば、多くの場合、投資を広く分散させる必要がないとされるであろうが、受託者は、当該信託における信託財産が受益者の総資産のうちどの程度の割合を占めているか、受益者のニーズは何か、などを慎重に見極めておく必要がある。

(4) 信託財産の処分が不可能または相当程度困難であること

信託の投資が特定の財産に集中していたとしても、当該財産を処分して投資を分散させることが不可能である場合、または相当程度困難である場合には、受託者は分散投資する必要がないとされる。

In the Matter of a Trust by Hyde 事件⁽⁷⁷⁾においては、F社の創設者の娘らが、F社の株式を主たる信託財産とする信託を遺言により設定した。信託行為の定めにおいては、F社の株式の処分について何ら規定されておらず、受託者に信託財産の管理運用について絶対的な裁量権を認めるとされていた。受託者がF社株式の保有を継続して信託の帳簿記録 (accounting) を

(75) UNIFORM PRUDENT INVESTOR ACT § 2 (c) (6) (1994).

(76) Langbein, *supra* note 72, at 1114.

(77) 845 N. Y. S. 2d 833 (N. Y. App. Div. 2007).

行ったのに対して、受益者らは、受託者が分散投資義務に違反したことを理由にその帳簿記録に異議を唱え、信託財産の損失でん補を請求した。

裁判所は、分散投資しなかった受託者の判断は合理的であったと判示した。F社は閉鎖会社であり、また会社清算時の株主の利益が制限されるなど、独特の制度を有していることから、本件株式会社には市場流通性がなく、⁽⁷⁸⁾売却価格が予想できなかつたと認定した。また、受託者はファイナンシャル・アドバイザーと協議した結果、F社株式をすべて売却しなければ公正な価格で株式を売却することは困難であるとの結論に達していた。これらの事情に加えて、信託財産の状況、F社株式を売却することによって生ずるキャピタル・ゲイン課税の額、受益者のニーズに鑑みると、F社株式を処分しなかった受託者に信託義務違反はないと判示された。⁽⁷⁹⁾

同様に、分散投資することの実質的困難性を理由に分散投資義務違反を否定した例として、*In re Estate of Cavin* 事件⁽⁸⁰⁾がある。この事件では、受益者の生活保障と教育のために信託が設定されたが、信託財産の相当部分は、ある土地の共同所有権（土地に対する4分の1の権利）であった。この土地は改良されておらず、収益を生み出していなかったため、受託者はこれを売却すべきと判断して、いくつかの購入申込みを受けたが、いずれも価格と条件の面で他の共同受託者の承諾を得ることができなかった。また、裁判所の命令により強制的に当該土地を分割して売却する可能性についても考えたが、多額の費用がかかるうえに売却価格が相当程度低くなる⁽⁸¹⁾ことが予想されたため、これを断念した。さらに、当該土地の未分割の権利の一部を売却することも検討したが、当時このような取引市場は存在せ

(78) *Id.* at 837.

(79) *Id.* at 838.

(80) 728 A.2d 92 (D. C. Cir. 1999).

(81) *Id.* at 99-100.

ず、たとえ売却できたとしても、信託財産の価値が大きく減少することが予想された。⁽⁸²⁾ 当該土地の値下がりを受けて、受益者が、当該土地を売却しなかったことは受託者の信託義務違反に当たると主張して損害賠償を請求したが、裁判所は受託者の行為は不合理ではなかったとして、受益者の請求を棄却した。

上記2つの判例が示すように、信託財産が特定の財産に集中していたとしても、当該財産を処分して分散投資することが実質的に困難である場合には、受託者は分散投資しなかったことによる責任を問われない。ただし、両事件ともに、受託者は集中保有している財産を処分し、分散投資を図る選択肢を十分に検討し、専門家等にも相談したうえで、当該財産を処分することは困難であると判断している。信託の目的と受益者の利益に鑑みて分散投資する義務を負っている受託者が、集中投資したことについて免責されるためには、必要な注意、技能および配慮をもって可能な限り投資を分散させる可能性を検討したうえで、その実質的困難性のゆえに信託財産の保有を継続する判断を下したのであればならないのである。

5. 損害賠償額の算定

次に検討するのは、分散投資しなかったことが受託者の注意義務違反とされる場合に、損害賠償額がいかに算定されるかという問題である。

第3次信託法リステイメント100条a項は、信託に違反した受託者は、「信託財産の価額および信託の分配につき、信託違反があった部分の信託が適切に管理運用されておればあったであろう状態に復旧させるのに必要な額を賠償する責任を負う。」⁽⁸³⁾と規定する。また、統一信託法典も同様の規定を設けており、損害賠償額には不適切な信託財産の管理による収益又

(82) *Id.* at 99.

(83) RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 100 (a) (2012).

はキャピタル・ゲインの逸失が含まれるとしている。⁽⁸⁴⁾ いわゆるトータル・リターン損害基準にもとづいて、適切な投資計画を策定し、実施しておれば合理的に期待できたであろう利益と、注意義務違反とされる投資運用によって得た利益の差額が損害賠償の内容とされるのである。すなわち、信託違反があった期間に、問題となっている信託と同等の信託において、どれほど実際にトータル・リターンが生じているかとの調査にもとづいて、当該信託において、信託違反がなければ信託財産が全体として得たであろう利益を算定して、損害賠償額が定められる。⁽⁸⁵⁾ トータル・リターンの算定において基準とされるのは、具体的には、「当該信託の他の投資もしくはその適切な部分に関するリターンの実績、同様の目的を有し、かつ同様の状況にある他の代表的な信託におけるポートフォリオもしくはその適切な部分の平均的なリターン率、または1もしくは2以上の適切な共同信託ファンド、インデックス・ミューチュアル・ファンドもしくは市場インデックスにおけるリターン率⁽⁸⁶⁾」である。このようなトータル・リターン損害基準が適用されるのは、不適切な投資方針にしたがって行われた投資に関する市場が上昇局面にあり、信託財産の価額が減少していなかったとしても、それだけで注意義務に違反した受託者が免責されないようにするためである。⁽⁸⁷⁾

⁽⁸⁸⁾ First Alabama Bank of Huntsville, N. A. v. Spragins 事件では、委託者が、遺言により家族Xを受益者とし、Y銀行を受託者とする信託を設定した。信託設定時の当初財産は、Y銀行の株式が70%を占めており、Yはこの

(84) UNIFORM TRUST CODE § 1002 cmt. (amended 2010).

(85) 4 SCOTT ET AL., *supra* note 10, § 24.9, at 1692 (5th ed. 2007); DUKEMINIER, SITKOFF, & LINDGREN, WILLS, TRUSTS, AND ESTATES 710 (8th ed. 2009).

(86) RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 100 cmt. b (1) (2012).

(87) Halbach, *supra* note 24, at 1181.

(88) 515 So. 2d 962 (Ala. 1987). See *infra* Part III. 1. (2) ⑧.

株式が信託財産の70～75%を占める状態で保有し続けた。信託財産の価格は信託設定時から約10年間で約1.4倍に上昇し、また22万ドル余りの収益があったが、Xは、適切な分散投資がなされていれば、より多くの元本の上昇および収益が得られていたはずだとして、Yに対して損害賠償を求めた事例である。

アラバマ州最高裁は、Yによる信託財産の運用は合理性を欠いており、また、受益者に対する忠実義務に関して鈍感であったと判示し、信託投資の専門家の証言にもとづいて、S&P 500種および国債に一定の割合で投資しておれば得られたであろう利益と実際に信託に生じた利益との差額を損害賠償として認め⁽⁸⁹⁾た。信託財産の元本が減少しておらず、一定の収益があったとしても、トータル・リターン損害基準により、適切な分散投資がされておれば得られたであろう利益を基準に、損害賠償額が算定されたのである。

これに対して、In re Estate of Janes 事件⁽⁹⁰⁾（以下、Janes 事件判決）は、受託者が分散投資しなかったことが信託義務違反と認定されたが、損害賠償額は、分散投資すべきであった時点における信託財産の元本価額と実際に処分した時の価額（または現在の信託財産の価額）との差額であるとした。この事件では、委託者は遺言によって、妻のために信託を設定したが、信託財産たる株式のうち約7割は、K社の株式であった。信託の効力発生時（1973年）には、K社株式の価格は1株当たり135ドルであった。1973年の後半には価格が下落し始めて、1980年には1株あたり47ドルとなった。受益者が受託者の帳簿記録に対して異議を主張し、1973年から1980年までK社の株式を集中的に保有したことは思慮深さを欠くものであったとして、損失てん補を請求した。

(89) *Id.* at 966-67.

(90) 681 N. E. 2d 332 (N. Y. 1997).

ニュー・ヨーク州最高裁は、受託者が思慮深い投資義務に違反したと認定したが、トータル・リターン損害基準⁽⁹¹⁾は、不誠実な自己取引があった場合に適用される基準であり、本件のように単なる過失が問題とされている場合には、その過失により元本たる信託財産が被った損失額が損害賠償の内容となるとした。すなわち同裁判所は、株式を売却すべきであった時（1973年）の株式の価格から、株式を実際に売却した時の代金額（または株式の保有を継続している場合においては帳簿記録時の株式の市場価格）を差し引いた額が、損害賠償額であると判示した⁽⁹²⁾。また、利息を付するかどうか、これを付する場合の利率については、裁判所の裁量に委ねられるとし、保有した財産から生じた配当その他の収益については、利息支払い額から差し引くとした。

このJanes事件判決で示された損害賠償額算定基準は、その後のニュー・ヨーク州の判例において踏襲されており⁽⁹³⁾、少なくとも同州においては、受託者の分散投資義務（思慮深い投資義務）違反が認定された場合における損害賠償額算定基準として確立されているといえる。

統一信託法典、リステイメントの規定にもかかわらず、なぜトータル・リターン損害基準が適用されず、元本の損失額（および利息）に限定されるのか。これは、受託者に投資に関する裁量権が認められている場合にお

(91) 判旨では、逸失利益 (lost profits) 基準または市場インデックス (market index) 基準と呼ばれている。Id. at 335.

(92) Id. at 339-340.

(93) *In re Estate of Rowe*, 712 N. Y. S. 2d 662 (N. Y. App. Div. 2000) (公益先行信託 (charitable lead trust) が発効した時における信託財産は、I社株式のみであった。発効直後から株式の価格が下落し始めたが、受託者が5年後もI社株式の3分の2を保有し続けたことが、思慮深い投資義務違反に当たるとされ、Janes事件判決に従い、信託財産の元本が実際に被った損失にもとづいて損害賠償額が算定された事例)；*In re Estate of Saxton*, 712 N. Y. S. 2d 225 (N. Y. App. Div. 2000).

いて、「同等の信託において適切な投資がなされておれば平均的に生じたであろうパフォーマンス」を確定することの困難性に基因するものと思われる。⁽⁹⁴⁾ 確かにインデックス・ファンドへの投資成績などの客観的な基準も提示することが可能であるが、受託者が採用することができる投資方針に一定の幅があるにもかかわらず、パッシブな投資成績のみを基準とすることに對する抵抗感があるためであろう。

他方で、受託者が投資すべき対象または採用すべき投資プランが確定している場合には、これを実行しておれば得たであろう収益および元本の増加額が損害賠償額の内容として認められる可能性は高いと思われる。たとえば、In Estate of Scharlach 事件⁽⁹⁵⁾では、受益者Bの後見人であるY銀行がBの財産の管理運用を委ねられていた。当該財産の管理運用については、裁判所の命令により、連邦の保証が付された投資又は国債にのみ投資するとの制限が課されていたが、投資プランを修正すべきときには、修正を求めて裁判所に申立てを行うことができるとされていた。Y銀行は、フィナンシャル・プランナーから、Bの状況を考慮すると、地方債、株式および金融市場預金勘定にそれぞれ一定額を投資すべきとの提言を受けていたにもかかわらず、その後約10年、当初の投資制限にもとづいて投資を継続したことについて、Yの責任が問われた事件である。ペンシルヴァニア州控訴裁は、Y銀行はBのニーズについて十分に認識していながら、裁判所に投資プランの変更の申立てをしなかったことは、注意義務違反に該当するとし、フィナンシャル・プランナーが提示した投資プランに従って投資しなかったことにより逸失した利益が、損害賠償の内容になると判示した。⁽⁹⁶⁾

(94) See GEORGE G. BOGERT & GEORGE T. BOGERT, THE LAW OF TRUSTS AND TRUSTEES § 702, at 211 (2nd rev. ed. 1982); Halbach, *supra* note 24, at 1182.

(95) 809 A. 2d 376 (Pa. Super. Ct. 2002). See *infra* notes 193-94 and accompanying text.

このように、受託者が行うべき投資の内容を具体的に特定できる場合には、トータル・リターン損害基準にもとづいて逸失した利益の賠償が認められるが、そうでない場合には、Janes 事件判決に見られるように、「信託元本の損失および利息」に限定されることがある。契約違反に対する損害賠償において、履行利益の賠償が原則とされながらも、逸失利益の証明が困難である場合には、いわゆる信頼利益の賠償が認められることのアナロジーが見てとれよう。

ニュー・ヨーク州においても、Janes 事件判決が述べているように、受託者の行為が不誠実と認定される場合には、分散投資すべき合理的期間内に得たであろうトータル・リターン相当額を賠償しなければならない⁽⁹⁸⁾。受託者の不誠実な行為または忠実義務違反行為の抑止を重視したためと思われる。

5. 小括

ここでは、信託財産の投資運用に関するアメリカ法の概要、分散投資義務の理論的根拠とその内容、分散投資が不要とされる場合、そして分散投資義務違反を理由とする損害賠償の内容を明らかにし、若干の検討を行った。

(96) *Id.* at 386.

(97) E. ALLAN FARNSWORTH, *CONTRACTS* 805 (4th ed. 2004).

(98) *See Janes*, 659 N. Y. S. 2d at 339. また、先に検討した Spragins 事件においてトータル・リターン損害基準が適用されたのは、受託者が保有し続けた株式が自らの株式であり、忠実義務違反の可能性が高いことによるものと推測される。*See Spragins, supra* note 88. 同様に、*In re Shceidmantel*, 868 A.2d 464 (Pa. Super. 2005) では、受託者の行為が重過失に当たるとして、トータル・リターン基準による損害賠償が認められている。*See infra* Part III. 1. (2) ⑫.

受託者の分散投資義務の内容は、一定の柔軟性をもつものであり、必ずしも広範囲にパッシブな投資を行う義務を意味するわけではない。信託の目的、信託条項、信託の規模、受益者のニーズおよびリスク許容度、受託者の性質、受託者の権限および義務内容を勘案したうえで、必要な注意、技能および配慮をもって投資戦略を決定し、報われないリスクを軽減するよう合理的努力をすることの意味する。その意味では、分散投資の内容と程度については、受託者の裁量に委ねられている部分が多いといえる。このことは、分散投資義務違反を理由とする損害賠償の範囲にも影響を与えている。すなわち、原則として、問題となっている信託と同等の信託において生じたトータル・リターンにもとづいて損害賠償額が算定されるが、元本の損失額に限定する判例も存在しており、トータル・リターンを画一的に確定することへの抵抗感が看取される。

また、信託の目的または受益者と特定の財産との関係、税金、信託財産の規模と受益者の資産状況、集中保有する財産の処分可能性などに鑑みて、集中投資が正当化される場合がある。しかしながら、受益者に経済的利益を与えることを目的とする信託においては、投資を分散することによって報われない非システムティック・リスクを回避できるメリットは大きいので、受託者が投資を分散しない決定をする場合には、その正当性について十分吟味し、集中投資を行う合理的な理由を示す用意をしておく必要がある。

さて、我が国の信託法29条2項本文は、「受託者は、信託事務を処理するに当たっては、善良な管理者の注意をもって、これをしなければならない。」と規定し、受託者の善管注意義務を一般的に定めている。信託の目的、信託条項その他の事情によって受託者が負う善管注意義務の内容も異なることから、一般抽象的な善管注意義務を規定するにとどめ、その具体的な内容については、解釈によって対処することとしたのである。⁽⁹⁹⁾ 信託財

産の投資運用を行うことが予定されている場合、受託者が投資運用においていかなる善管注意義務を負うかについては、信託の目的、信託条項その他の事情に応じて解釈に委ねられているが、我が国においても、信託行為に別段の定めがある場合や特別な理由がある場合を除き、分散投資義務は受託者の善管注意義務の一内容に含まれると解される。⁽¹⁰⁰⁾分散投資義務の具体的な内容、分散投資が不要とされる場合については、豊富な議論の蓄積があるアメリカ法が大いに参考になるであろう。⁽¹⁰¹⁾

Ⅲ．分散投資に関する信託条項と受託者の責任

統一ブルーデント・インベスター法は、第3条において受託者の分散投資義務を定めるが、同法1条は、「ブルーデント・インベスター・ルールは信託条項によって、拡大、制限、排除または変更することができる。⁽¹⁰²⁾」と規定し、ブルーデント・インベスター・ルール全体が任意規定であることを示している。公序良俗に反せず、また違法でない限り、受託者が信託財産を管理し、投資運用する方法につき、信託条項で定めることができる⁽¹⁰³⁾のである。

(99) 寺本昌広『逐条解説 新しい信託法 [補訂版]』114頁（商事法務，2008年），能見善久「信託法改正の基本理念について」信託223号29頁（2005年）。

(100) 川口・前掲注(52)59頁。

(101) 行澤・前掲注(4)40～41頁は、我が国の判例においては、受託者の投資行為そのものに関して善管注意義務違反が問題とされたものはほとんどなく、契約締結過程における適合性の原則、または説明義務違反を理由として責任を問うものが圧倒的に多いが、それは、投資運用パフォーマンスそのものの責任を問う法的理論枠組みの構築が不十分なためであると指摘する。

(102) UNIFORM PRUDENT INVESTOR ACT § 1 (b) (1994).

(103) Cooper, *supra* note 10, at 904; 3 SCOTT ET AL., *supra* note 10, § 16.1, at

アメリカではしばしば、信託行為の定めにおいて、受託者が信託財産（特に信託財産を受領した時の当初財産）を保有することを許容する旨の規定、受託者の分散投資義務を免除し、集中投資に関して受託者を免責する旨の規定、または特定の信託財産の処分を禁止し、保有を命ずる旨の規定が置かれることがある。本章では、分散投資に関する信託行為の定めの内容および性質に応じて、受託者が信託財産の投資運用につき、いかなる注意義務を負うかを検討する。

第一に、集中投資または信託財産の保有について受託者に広い裁量権を認め、これを許容する旨の信託条項（permissive clause）が規定されている場合において、この条項にもとづいて集中投資を行った受託者の責任が争われたアメリカの近時の判例を取り上げ、信託条項の内容に応じて、いかなる基準によって受託者の責任が判断されているのか、また、信託条項によって排除できない受託者の注意義務とは何かについて、検討する。

第二に、分散投資しないことによって信託財産が損失を被ったとしても受託者が責任を負わない旨の免責条項（exculpatory clause）の効力について、主として統一信託法典と判例にもとづいて、アメリカ法の状況を紹介し、その背後にある政策的、理論的根拠を明らかにする。

第三に、特定の信託財産の保有を命ずる旨の信託条項（mandatory clause）があったとしても、受託者は注意義務の一環として、事情が変更したことにより、このような信託条項を変更する義務を負うのかという点につき、リステイメントおよび判例を中心に考察したい。

1. 信託財産を保有する権限を認める信託条項

信託行為の定めにおいて、受託者に信託の投資または信託財産の保有について広い権限を認める旨が規定されることがある。信託条項によって、受託者の注意義務、とりわけ分散投資義務がどの程度変更されるかは、最終的には信託条項の文言解釈の問題に帰着するが、分散投資は合理的なリスク管理の基本であり、分散投資義務を免除する信託条項は、分散投資義務の免除に不利になるように厳格に解釈されなければならないとされる⁽¹⁰⁴⁾。信託条項によって、受託者の分散投資義務が免除されたか、またはどの程度軽減されたかを判断するにあたっては、委託者が単に投資の保有を許容する一般的権限を認めただけなのか、あるいは信託財産の保有を希望する意図があったのか、保有の対象となる財産または投資対象が特定されているか、当初の信託財産の性質、信託全体の目的、信託財産の保有を許容する基礎にある特別の目的などが考慮要素となる⁽¹⁰⁵⁾。

では、信託財産の保有を許容する旨の信託条項がある場合、いかなる文言であれば、分散投資義務が免除または軽減されたと解されるのか。このような条項に依拠して分散投資を行わず、特定の財産に集中的に投資したことによって信託財産が損失を被ったとき、受託者はいかなる判断基準にもとづいて注意義務違反の責任を問われるのか。信託財産の投資運用に関して、信託条項によって軽減することができない受託者の最低限の注意義務とは何か。以下では、これらの点につき、主としてプルードント・インベスター・ルールのもとで下された判例を分析して、検討を行いたい。

(104) RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 91 cmt. f (2007).

(105) RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 92. cmt. d (2007).

(1) 信託財産の保有を許容する一般的な権限が付与されている場合

① Wood v. U. S. Bank, N. A. 事件⁽¹⁰⁶⁾

委託者Sは、妻Xを受益者とし、Sの死後はY銀行を受託者とする信託を設定したが、当初の信託財産の80%は、Y銀行の株式で構成されていた。信託条項において、Yは、自らが適切と判断した場合には、Yの株式を含めて、受領した時と同じ形態の証券を保有する権限を有すると規定されていた。⁽¹⁰⁷⁾ある時期にXは、Yに対してY銀行株の一部を売却するよう依頼したが、Yは株式を売却することなく保有し続けた。その後株式の価格は25%下落し、信託財産が多額の損失を被ったので、Xが、Yの分散投資義務違反を理由に損失でん補を求めた事例である。

オハイオ州事実審裁判所は、Xの請求を棄却した。しかし、同州控訴裁判所は、統一プルudent・インベスター法に定められた受託者の分散投資義務は任意規定であるとしながらも、Yは思慮深くかつ注意をもって投資を行う義務に違反したとして、Yの責任を認めた。同裁判所は、Sが「分散投資義務を免除したいと思っていたのであれば、分散投資義務を免除する定めを置いたはずである。すなわち、投資を許容する信託条項において分散投資義務について言及するか、または特に分散投資義務を軽減する条項を定めたはずである。」⁽¹⁰⁸⁾と述べ、信託証書の文言によって、明確に分散投資義務を免除する意思が示されていない限り、受託者の分散投資義務は変更されないと判示して、Xの請求を認容した。

本判決において重要な点は、一般的に信託財産の保有権限を認める条項があったとしても、それだけでは受託者の通常の分散投資義務を何ら変更するものではなく、受託者の分散投資義務が免除または軽減されたという

(106) 828 N. E. 2d 1072 (Ohio. Ct. App. 2005).

(107) *Id.* at 1074-75.

(108) *Id.* at 1077.

ためには、そのことを規定する明確な定めがあることが必要とされたことである。⁽¹⁰⁹⁾

(2) 信託財産の保有を許容し、かつ分散投資義務を免除する条項がある
場合

信託条項において、受託者が信託財産を保有する権限を有することに加えて、投資を分散する必要がないこと、または集中投資を許容することが規定されている場合、集中投資を行った受託者は、これによって信託財産が被った損失について責任を負うのであろうか。以下では、(a)集中投資をした受託者の責任が否定された例、(b)集中投資をした受託者の責任が肯定された例、および(c)分散投資をした受託者の責任が肯定された例を、それぞれ紹介する。

(109) これに対して、信託行為の定めにおいて、受託者が適切と判断した信託財産の保有権限が認められていることを理由として、受託者の責任を否定する判例も存在する。Atwood v. Atwood, 25 P.3d 936 (Okla. Civ. App. 2001) では、委託者Sは、孫とその子孫らを受益者とし、教育費などの支払いのために、Sの子を受託者とする信託を設定した。信託行為の定めには、受託者が適切と考える財産を、信託財産として保有することができると規定されていたので、受託者は、A社株式が信託財産の70%から80%を占める状態で30年余り保有し続けた。信託財産は7万5,000ドルから約51万4,000ドルに価値が上昇したが、受益者は分散投資しておれば、より多くの収益が得られたはずであったとして、受託者の分散義務違反を理由に損害賠償を請求した。

オクラホマ州裁判所は、受託者を免責する明確な条項は存在しないが、受託者は信託行為の定めにより、信託財産の管理に関して広い権限を与えられていたとして、受託者がA社株を保有し続けたことに義務違反はないと判示した。本件では、信託財産の保有を一般的に認める信託行為の定めしか存在しなかったが、受託者が法人ではなく、個人であったこと、および信託財産の価値が相当程度上昇している（損失を被っているわけではない）ことが、受託者の責任が否定された要因であったと思われる。

(a) 集中投資をした受託者の責任が否定された事例

② Baldus v. Bank of California 事件⁽¹¹⁰⁾

委託者が、遺言によって、妻及び子らを受託者とする信託を設定した。委託者がN社で長年勤務していたことから、信託行為の定めにおいて、信託財産に占めるN社株式への投資の割合がいかに不均衡であっても当該株式を保有することが委託者の希望であり、受託者が適切と判断する限り、N社株式を保有したことで何ら非難されることはないと規定されていた。

委託者の死後、受託者として選任されたY銀行が信託財産を受領した時、N社株式が信託財産の99%を占めていた。その後、Yは17年間にわたってこの大部分を保有し続けたが、N社株の価値の下落によって信託財産は損失を被った。原告受益者らは、信託財産が譲渡されてから1年以内に集中投資を回避してN社株を売却しなかったことが、Yの分散投資義務違反に当たるとして損失でん補を請求した。

ワシントン州控訴裁判所は、信託行為の定めにおいて、財産の保有が単に許容されているだけでなく、保有する権限を認める財産として、特定の財産が明示されている点が重要であると判示した。⁽¹¹¹⁾ 受託者Yは、信託行為の定めにもとづいて、N社株式の保有を継続するか、売却するかについての裁量権を有していたことは明らかであり、裁量権の濫用があったことが証明されない限り、Yは責任を負わないとされた。⁽¹¹²⁾ 本件においては、Yが裁量権を濫用した、または合理的な判断を怠ったとの証拠がない。すなわち、詐欺、重過失、または自己の取引の証拠が示されていない。むしろ、信託財産の元本は減少していたが、Yは、信託投資の質を確保するためには、N株が必要であると考えていた。同裁判所は、このように判示して、

(110) 530 P.2d 1350 (Wash. App. 1975).

(111) *Id.* at 1356.

(112) *Id.*

受益者らの請求を棄却した。

本判決は、プルーデント・インベスター・ルールが確立される以前のものであるが、信託行為の定めにおいて信託財産を保有する権限が一般的に認められているだけでなく、保有が許容される財産が特定されている場合における受託者の責任は、裁量権濫用基準にもとづいて判断されるとした点において、意義がある。

③ Louis Donato v. BankBoston 事件⁽¹¹³⁾

委託者は、その娘らを受益者とし、被告Y銀行を受託者とする信託を設定した。信託条項の12条において「受託者は、……通常は過剰な割合とみなされる信託投資の額であっても、いかなる証券その他の財産を購入し、かつ保有する……権限を有する。」と規定され、また同13.2条では、「受託者は、特に私から取得した財産または私の書面による指図にしたがって取得した財産を保有する権限を有する。このことは、そのような財産に投資する際に分散投資がされていなくとも、……影響を受けない。受託者は、そのような財産を保有したことによって生ずる損失または価格下落について責任を負わない。」と規定されていた。

委託者が死亡した後に、Yが信託財産の積極的な投資運用を開始した。信託設定時の信託財産には転換可能な社債が含まれていたが、1993年9月にこれがC株式に転換されて信託財産の価額全体の約40%を占めるに至った。同年10月には、Yが必要費支払いのために他の信託財産を売却したことで、C株式の価額が信託財産全体に占める割合は70%近くまで上昇した。同年11月にYは保有するC株式の25%を比較的高い値で売却し、その後も徐々にC株式の売却を進めて、最終的にはC株式をすべて手

(113) 110 F. Supp. 2d 42 (D. R. I. 2000).

放すに至ったが、その間にC株式の価格は下落していった。受益者らの遺言執行者が、1993年11月の時点で、YはC株式をすべて売却すべきであったとして、この時に売却すれば得られたであろう利益と実際に得られた売却益との差額を損害賠償として請求した。

ロード・アイランド地区連邦地裁は、信託条項の12条により、投資を分散する受託者の義務は免除されたとしたが、それは思慮深く行為するという根本的な義務を免除したわけではないと判示した。ある特定の投資を保有したこと、または一つのものに過剰な投資を行ったことそれ自身が思慮深さに欠けるとはされないが、特定の状況において投資することにつき思慮深く判断しなければならない義務まで免除されたわけではない⁽¹¹⁴⁾。

13.2条に関して同裁判所は、信託条項によって特に保有する権限が認められている財産を保有したことについては、合理性 (prudence) の基準ではなく、裁量権濫用の基準によって、受託者の責任の有無が判断されると⁽¹¹⁵⁾した。

しかし、C株式は信託設定当時の財産ではなく、13.2条が対象とする財産ではないとして、この保有については、合理性の基準が適用されるとした。C株式の価格は乱高下しており、将来再び価格が上昇するだろうとYが考えたことは不合理ではなかったとして、保有するC株式の25%しか売却しなかったことは、思慮深く行為する義務の違反に当たらないと判示し、Yの損害賠償責任を否定した。

本判決は、一般的に分散投資義務の免除を信託条項が定めていたとしても、原則として合理性 (思慮深さ) の基準にもとづいて、当該状況のもとにおける投資が受託者の注意義務違反にあたるか否かが判断されるが、集中投資を許容する財産が特定されている場合には、裁量権濫用の基準が適

(114) *Id.* at 49

(115) *Id.*

用されるとした。②判例と同様に、集中的な保有が許容される財産が特に明示されている場合には、受託者の注意義務がより軽減されることを示したものである。

④ National City Bank v. Noble 事件⁽¹¹⁶⁾

委託者は、J社の創業者の息子であったが、2人の子どものために信託を設定し、信託条項では「受託者は、J社株式につき、……これが信託財産に占める割合にかかわらず、価格の下落に対する責任を負うことなく、投資として保有する権限を有する。」と定められていた。1980年の時点では、信託財産の87%をJ社株式が占めており、その後、銀行である受託者TはJ株式を徐々に売却し、2001年には信託財産に占める割合は25%にまで下がったが、共同受託者および受益者らは、Tが適切に分散投資しなかったとして、Tの帳簿記録の承認を求める訴えに対して異議を述べた。

オハイオ州控訴裁は、信託条項の文言は、受託者が何ら責任を負うことなく、投資対象財産を保有できることを明確に規定していること、集中投資した財産が家族経営の会社の株式であること、そして信託財産の価額が上昇していること、などの点を指摘して、本件とWood判決とは異なると判示した。⁽¹¹⁷⁾

(116) No. 85696, 2005 WL 3315034 (Ohio App. Dec. 8, 2005).

(117) 共同受託者らは、オハイオ州第一審においてT敗訴を求めるサマリー・ジャッジメントの申立てを行ったが、これが否定されたので控訴した。同州控訴裁は控訴を棄却した。

⑤ Americans for the Arts v. Ruth Lilly Charitable Remainder Annuity Trust 事件⁽¹¹⁸⁾

L社の創業者である委託者は、エステイト・プランニングの一環として、遺言により公益残余権年金信託を設定した。この信託は、委託者のおいとめいに5年間受益させた後に、公益団体Xを残余受益者とし、信託会社Yを受託者として指定するものであった。信託条項においては、「受託者は、いかなる財産も無期限に保有することができる。……受託者が誠実に行ったまたは保有した投資は、リスクがあったとしても、または投資の分散もしくは市場流通性を欠いていたとしても、適切なものとみなす。」との定めがあった。この条項を含む全ての信託条項は、委託者と受益者らの弁護士によりチェックされ、承認されていた。本件信託の信託財産は、L社の株式のみによって構成されており、その後L社株式の市場価格が大きく下落したので、Yはその大半を売却したが、Xが、分散投資が遅れたことは注意義務違反に当たるとして、Yに対して損害賠償を請求した。インディアナ州第一審裁判所は、免責条項にもとづいてY勝訴のサマリー・ジャッジメントを下したので、Xが控訴したのが本件である。

インディアナ州控訴裁判所は、信託条項において、受託者の一般的な財産保有権限が認められているだけでなく、分散投資義務を明確に軽減する旨の規定があることにより、受託者は分散投資義務を免れており、また不誠実な行為があった場合にのみ、信託財産の損失に対して責任を負う旨を規定する受託者免責条項は有効であるとして、受託者の責任を否定した。⁽¹¹⁹⁾

この事件における受託者は、信託の専門家である法人であったが、受託者の分散投資義務は否定され、分散投資を行わなかったことが不誠実である場合にのみ責任を負うと判示された。このように判示された要因として

(118) 855 N. E. 2d 592 (Ind. Ct. App. 2006).

(119) *Id.* at 601-02.

は、信託行為の定めにおいて分散投資義務の排除と集中投資について受託者を免責する旨が明確にされていたこと、受託者が保有した株式が委託者と特別な関係にあったこと、そして本件信託設定の際に、委託者および受益者の弁護士が、信託行為の定めの内容を吟味していたことが挙げられるであろう。

⑥ Nelson v. First National Bank & Trust Co. 事件⁽¹²⁰⁾

委託者Sは、主に不動産税の支払いと、Sの子であるXらに収益を受益させることを目的として、Y銀行を受託者とする信託を設定した。M社株式が信託財産の90%を占めていたが、信託行為の定めには、「受託者が誠実に行ったまたは保有した投資は、リスクがある場合、または投資の分散もしくは市場流通性がない場合……であっても、適切なものとみなす」との規定があり、Sは、M社株式への投資は適切であるとして、これを保有することを信託証書以外の書面で指図していた。Xらと後任の受託者は、YがSの死後ただちにM社株を売却しなかったことにより、注意および思慮深さをもって行為する義務に違反したとして、損害賠償を請求した。連邦地裁は、Y勝訴のサマリー・ジャッジメントを下した。

第8巡回区連邦控訴裁判所は、信託条項の文言は、受託者の責任を投資が不誠実になされた場合に限定するものであるとし、Yの投資判断に過失があったとしても免責されるとした⁽¹²¹⁾。また、YがSの死後ただちにM社株の売却を考慮しなかったことが不誠実であることについて、Xらは何ら証拠を示していない⁽¹²²⁾。このように述べて、原審の判断を肯定した。

本件は、委託者が受託者に対して、特定の財産を保有するよう書面によ

(120) 543 F. 3d 432 (8th Cir. 2008).

(121) *Id.* at 435.

(122) *Id.* at 437.

る指図を行っていた事例であり、信託行為の定めにおいて特定の信託財産の保有が命じられていた場合に近接する。そのような場合には、受託者の責任を追及する者が、受託者が不誠実であったことを立証しないかぎり、受託者は責任を負わないとしたものである。

⑦ McGinley v. Bank of America, N. A. 事件⁽¹²³⁾

原告たる委託者Xによって、被告Y銀行を受託者とする自益信託が設定されたが、信託行為の定めにおいて、Xが本件信託の撤回権と投資に関する最終決定権を留保するとされており、Xが指図した投資であれば、それがブルーデント・インベスター・ルールによって許容されないものであったとしても、Yは投資を維持することができるとの規定があった。

信託財産の8割近くは、エンロン社の株式によって構成されていたが、信託成立後の翌年、Yは、エンロン株をモニタリングしないこと、エンロン株を保有することによって生ずる責任は何ら負わないとする責任限定条項に署名するようXに求め、その条項の内容および効果について十分な説明を受けないまま、Xはこれに署名した。

最初の9年間、本件信託は相当程度良い収益をもたらした。Yは、Xの投資アドバイザーに対してエンロン株への集中投資を緩和するよう勧告したが、Xの投資アドバイザーは何ら措置を講じなかった。その後エンロン社株式の価格が相当程度下落したことによって、信託財産は多額の損失を被るに至ったので、XがYに対して、免責条項が無効であること、またYが分散投資を助言しなかったことは不誠実な行為に当たることなどを理由に、損害賠償を請求した。

カンザス州最高裁は、Xが最終的な投資判断を決定する権限を留保し、

(123) 109 P. 3d 1146 (Kan. 2005).

エンロン株の保有についてYは明確に免責されており、さらに投資についてモニタリングおよび分析する義務も免除されていたと述べた。⁽¹²⁴⁾ また、Yの責任を限定する条項は、投資に関する信託行為の定めを変更するものではなく、YがXとの信認関係を濫用したとは認められないとして、⁽¹²⁵⁾ Xの請求を棄却した。

本件も⑥判例と同様に、委託者（兼受益者）が投資に関する決定権を有しており、このことが、受託者の責任を否定した決定的な要素となっている。⁽¹²⁶⁾ しかしながら、受託者が起草した免責条項の内容および効果について、受託者が委託者に対して十分説明を行っていなかったことを批判する見解も見られる。⁽¹²⁷⁾

(b) 集中投資した受託者の責任が肯定された事例

⑧ First Alabama Bank of Huntsville, N. A. v. Spragins 事件⁽¹²⁸⁾

Y銀行の元社長である委託者が、遺言により、家族Xを受益者とし、Y銀行を受託者とする信託を設定した。信託行為の定めでは、「受託者が望ましいまたは適切と判断する場合には、リスクがあったとしても、または投資の分散もしくは収益性を欠いていたとしても、受託者は適宜信託投資を行う権限を有する」と規定されていた。また、受託者が信託財産の最善

(124) *Id.* at 1154.

(125) *Id.* at 1155-56.

(126) このほか、受託者が委託者の投資アドバイザーに分散投資を行うよう勧告を行っていることも、受託者の責任が否定された一つの要因ではないかと思われる。

(127) Justin Whitney, *Taking the Trust Out of Trustee: The Kansas Supreme Court's Standard for Reasonable Reliance Means Investors Should Proceed Cautiously When Altering the Prudent Investor Rule*, 46 WASHBURN L. J. 245, 255 (2006).

(128) 515 So. 2d 962 (Ala. 1987).

の利益になると判断した場合には、当初の信託財産を保有することができるとの条項も置かれていた。信託が設定された時の信託財産は、Y銀行の株式が70%を占めており、Yは当該株式が信託財産の70~75%を占める状態で、長期間保有し続けた。Xらが、Yが適切な分散投資をしなかったことは信託義務違反に当たると主張し、損害賠償を求めた。

アラバマ州最高裁は、委託者は、受託者に受益者の利益を害するほど集中投資する権限を与える意思を有していたとはいえないと判示した⁽¹²⁹⁾。また、Yは、信託の目的を達成するために、合理的な投資プランを策定する義務があり、受益者のニーズを把握することが合理的な投資プランの策定に必要であったにもかかわらず、受託者が信託の管理を引き受けてから8年間、Xのニーズを検討していなかったと述べ、Yによる信託財産の管理は、思慮深さを欠いており、受益者に対する忠実義務に関して鈍感であったと判示した⁽¹³⁰⁾。そして、YがS&P 500種および国債に適切に分散投資しておれば得たであろう利益と実際に信託に生じた利益との差額を、損害賠償額として認めた。

本件では、信託行為の定めにおいて、投資の分散を欠いていたとしても受託者には信託投資を行う権限があると規定されていたが、Yが集中保有を継続した財産が自らの株式であり、またY自身の投資アドバイザーが集中投資をやめるよう勧告していたにもかかわらず、Yは受益者のニーズを全く把握していなかった。このような事情が、受託者の責任を肯定する結論が導かれた背景にあったと思われる。

⑨ Robertson v. Central Jersey Bank & Trust Co. 事件⁽¹³¹⁾

生涯受益権を夫に、残余財産の2分の1を子孫であるX（原告）に受益

(129) *Id.* at 964.

(130) *Id.*

させるとの信託が、遺言により設定された。信託行為の定めにおいて、受託者たるY銀行（被告）は、投資の分散に与える影響を考慮せずに投資を行い、かつ投資対象財産を保有する絶対的な裁量権を有すると規定され、また、特に委託者が有するY銀行の株式を保有する権限をYに認める旨の条項が定められた。委託者の死亡時、信託財産の95%がY銀行の株式に投資されていた。Y銀行株式の価格が下落して信託財産に損失が生じたため、受益者XがYに対して、信託義務違反を理由に損害賠償を請求した。連邦地裁は、信託行為の定めにより、受託者が免責されないのは受益者の利益を全く顧慮せずに行為した場合に限定されたとして、Y勝訴のサマリー・ジャッジメントを下したので、Xが控訴したのが本件である。

第3巡回区連邦控訴裁判所は、信託設定時に委託者から譲渡された当初財産を受託者が保有する権限を認める信託条項により、受託者の裁量権は拡大するが、当該財産を保有することが思慮深さを欠く場合には、受託者は免責されないとした。受託者が明確に特定の財産を保有する権限を与えられている場合には、たとえ当該財産の価格が下落したときでも、または市場の指標によれば処分することが示唆されるときであっても、当該信託財産を保有し続けることができるが、その判断は、合理的かつ思慮深い決定過程にもとづいてされたものでなければならない⁽¹³²⁾。原審は、受託者が免責されないのは受益者の利益を全く顧慮せずに行為した場合に限られるとの基準を適用したが、この判断には誤りがある。このように述べて、Y勝訴のサマリー・ジャッジメントを覆し、原審に差し戻した。

本件は、保有を特に許容する財産が信託条項で特定されていたにもかかわらず、受託者が信託財産を保有するかまたは処分するかを決定するプロセスにおいて、合理的な注意を尽くしたことが求められるとしたものであ

(131) 47 F. 3d 1268 (3rd Cir. 1995).

(132) *Id.* at 1275.

る。その背景には、保有が許容されている財産が受託者の株式であり、また特定の財産の保有に関して受託者を免責する定めを欠いていた、との事情が存在すると思われる。

⑩ In re Will of Dumont 事件⁽¹³³⁾

長年K社株式を保有していた委託者Sは、遺言によって、Y銀行を受託者として、子、孫およびその子孫に利益を与えるとする後継ぎ遺贈型の受益者連続信託を設定した。Sの死亡時における信託財産のうち、95%はK社株式であった。信託行為の定めにおいては、「遺言執行者と受託者がこの株式を保有し、これを本遺言で定められた最終的な受益者に譲渡することが、私の希望するところである。遺言執行者も受託者も、投資の分散を目的としてこの株式を処分してはならず、この株式の価格が下落したとしても、責任を負うことはない。……ただし、分散投資以外に、この株式を処分するやむをえない理由がある場合は、この限りでない。」と規定されていた。

1973年ごろからK社株式の価格が下落し始めたが、Yは、株式価格の変動は「やむをえない理由」に該当するとは考えず、20年あまりにわたってK社株式の集中投資を継続したため、信託財産が相当程度の損失を被った。収益受益者Xが、Yに対して信託義務違反を理由に、損失てん補を請求した。

ニュー・ヨーク州第一審裁判所は、次のように判示してXの請求を認容した。すなわち、信託行為の定めが独特である場合には、受託者は、その定めの意味と委託者の意図を探究しなければならないが、Yが当該定めを適切に解釈しようとしなかったことは、信託義務違反に該当する⁽¹³⁴⁾。また、

(133) No. 1956 TT 443, 2004 WL 1468746 (N. Y. Sur. Ct. June 25, 2004), *rev'd In re Chase Manhattan Bank*, 809 N. Y. S. 2d 360 (N. Y. App. Div. 2006).

「やむを得ない理由」があれば、K株の売却を認める条項が定められていたが、やむをえない理由の存否を確認するために必要な受益者とのコミュニケーションが十分に図られていなかった。⁽¹³⁵⁾さらに、1973年からK社株式価格の下落が顕著になり、また配当額も非常に低くなった。同裁判所は、1974年にはK社株式を売却する「やむをえない理由」が存在していたとして、1974年にK社株式のほとんどを売却しておれば得たであろう売却益を損害賠償として認めた。

本件第一審判決は、信託条項において集中保有を認める財産が特定され、また分散投資の必要性がないことが相当程度明確な文言で示されていたにもかかわらず、集中投資を維持した受託者の責任が肯定されたもので、受託者業界は衝撃をもって受け止めたといわれる。⁽¹³⁶⁾第一審では、受益者と十分なコミュニケーションをとって受益者のニーズと希望を把握していなかったこと、また株式の価格が相当程度下落して長期的に見て好転する見込みがなく、配当額が減少しているにもかかわらず、当該株式を売却しなかったことが信託義務違反に該当するとして、受託者の損害賠償責任が認められている。

しかしながら控訴裁は、⁽¹³⁷⁾原判決を覆し、X敗訴とした。1973年にK社株式の価格は下落したが前年よりは高い価格を維持しており、K社株式の保有について受託者に認められた広範囲な裁量権に照らすと、株価の下落幅が売却するほどやむをえない理由に該当するとはいえない。また、K社株式の配当が低かったとしても、収益受益者の必要性和利益に照らして合

(134) *Id.* at *17.

(135) *Id.* at *14-15.

(136) See Ian Marsh & Michael Ben Jacob, *Trustees Everywhere—Be Afraid*, Tr. & Est., Apr. 2005, at 70 (2005).

(137) *In re Chase Manhattan Bank*, 809 N.Y.S.2d 360 (N.Y. App. Div. 2006).

理的でなかったということはいえない。このように述べて、受託者が1974年の時点でK社株式を売却しなかったことが思慮深さに欠けるとはいえな(138)いと判示した。

⑪ Fifth Third Bank v. Firststar Bank, N. A. 事件⁽¹³⁹⁾

P & G 社を創設した者の子孫である委託者 X₁ は、被告 Y 銀行を受託者とし、P & G 社株式のみを信託財産とする公益残余権信託を設定した。信託条項では、X₁ の生存中は X₁ を受益者とし、X₁ の死後、残余財産をある大学に帰属させることが規定されていた。また、「受託者が、委託者または他の者から取得した当初財産は、不動産であれ動産であれ、それが信託財産において不均衡に大きな割合を占めていたとしても、そのような財産を保有したことによって生ずる損失または価格の下落について、受託者は責任を負わない。」と定められていた。Y は、信託目的の一つが信託財産の集中的保有を分散することにあつたことを知っており、P & G 社株式の売却を開始したが、株価が下落したので、いったん売却を中止した。価格が再び上昇し始めた時に売却を再開したが、信託財産の価額が当初の約半額となったので、X₁ および後任の受託者 X₂ が、Y の信託義務違反を理由に損害賠償を求めた事例である。

オハイオ州控訴裁判所は、信託条項は、分散投資義務の免除を明確に示すものではないと判示して、X₁ および X₂ の請求を認容した⁽¹⁴⁰⁾。信託条項の文言からすると、受託者の分散投資義務が免除され、集中投資に関して受託者は免責されているように解釈できるが、本件において受託者の責任が肯定されたのは、本件信託が、委託者がキャピタル・ゲイン課税を免れな

(138) *Id.* at 364-65.

(139) No. C-050518, 2006 WL 2520329 (Ohio App. Sept. 1, 2006).

(140) *Id.* at *4.

から、株式の売却を進めることを目的としていたためであると思われる。⁽¹⁴¹⁾
投資運用に関して受託者に広い裁量権が付与されていたとしても、信託の
目的に適合するよう管理運用を行うという義務は免除されないのである。

(c) 分散投資した受託者の責任が肯定された事例

⑫ In re Scheidmantel 事件⁽¹⁴²⁾

この事件は、受託者が分散投資したことが信託義務違反に当たるとして、
受託者の損害賠償責任が認められたものである。委託者は信託を設定し、
夫Bに生涯受益権を与え、残余財産をその子Xらに譲渡する旨を定めた。
信託財産の大部分は、受託者であるY信託会社の株式であったが、信託行
為の定めにおいて、受託者は、投資の分散に与える影響を考慮することな
く、特定の財産を保有または処分する絶対的な裁量権を有すること、およ
び、詐欺または重過失がない限り、信託財産の損失について免責されるこ
とが規定されていた。

委託者の死後、Bの健康状態が悪化して介護施設に入所することとなっ
たが、Y社は、Bの健康状態および収益の必要性を確認することを怠った。
当初の投資目的は「安全かつ収益の重視」とされていたが、Yはこれを
「バランスのとれた」投資方針に変更し、また当初の投資期間は3年から
7年と短期間に設定されていたが、これを7年から10年間に変更した。
新たな投資方針にもとづいて、Y社株式を売却して信託財産の分散投資を
開始したが、この売却はY社株式の配当の直前にされたものであり、信託
財産はこの配当を受け取ることができず、また、信託全体の収益の低下を
もたらす結果となった。

ペンシルヴァニア州控訴裁判所は、受託者が信託財産の売却または保有

(141) Cline, *supra* note 10, at 633.

(142) 868 A. 2d 464 (Pa. Super. Ct. 2005).

について絶対的な裁量権が認められていたとしても、受益者のニーズを把握することによって、事実状況の変化に対応し、かつ思慮深く信託財産の管理処分を行う義務を免除されたことにはならないとした。そして投資戦略を策定するにあたっては、「受託者は、特定の信託に関して、どのように投資戦略が策定されたのか、なぜその戦略が当該事情のもとで合理的であるのか、説明できなければならない⁽¹⁴³⁾。」とし、「分散投資はそれ自体が目的とはなりえない。……分散投資は、委託者が信託において定めた目的を実現するための手段を提供するツールであり、分散投資するときには、当該事例における特定の事実および状況を十分に勘案して、適切かつ思慮深く行わなければならない⁽¹⁴⁴⁾。」と述べた。

そして、適切な期間ごとにBの状況を確認することなく、投資対象を変更したこと、長期のキャピタル・ゲインを狙ったコストの高い資産を購入したことで、実際の資産価値が減少したこと、Y社株式の配当を受領する前に売却したことなどを勘案すると、Yの行為は受益者の利益を全く顧慮しない重過失に該当するとして、Yの損害賠償責任を認めた。

本件では、受託者に投資に関して絶対的な裁量権を認めるとの信託行為の定めがあったとしても、思慮深い投資を行う義務は免除されないと判示された。最も注目すべきは、分散投資はあくまでも信託目的を達成するための手段に過ぎず、受託者は、信託目的および受益者のニーズに照らして、分散投資を行うべきか否か、そして投資を分散する場合には、その時期および方法につき、適切かつ注意深く判断しなければならないとした点である。

(143) *Id.* at 487.

(144) *Id.* at 490

(3) 判例の分析

(a) 信託財産の保有を一般的に許容する信託条項

以上の判例から一般的にいえることは、信託財産の保有を許容する権限を認める信託条項が存在する場合であっても、投資のリスク管理にとって分散投資が有する重要性に鑑みて、分散投資義務を免除または軽減する委託者の意思が明確に示されていないければ、集中投資をしたために信託財産が損失を被ったことにつき、受託者の免責が認められない傾向にあるということである。

すなわち、信託条項において、信託財産として取得した財産の保有を一般的に許容する旨の規定があったとしても、投資の分散が不要である旨または集中投資を許容する旨の定めがなければ、受託者の分散投資義務が免除されたとは解されない(①判例)。第3次信託法リステイメントも、「適用される制定法または信託行為の定めにおいて、信託財産の一部として受領した投資を保有することを許容する一般的な権限が付与されていたとしても、通常は、受託者の分散投資義務および投資に関する事柄について合理的に行動する一般的な義務が免除されるわけではない⁽¹⁴⁵⁾」と述べている。

報われない非システムティック・リスクを軽減しながら受益者の経済的利益を最大化することが信託の目的であるのなら、分散投資はその目的に合理的に適合する方法であり、それゆえ統一プルーデント・インベスター法および第3次信託法リステイメントは、デフォルト・ルールとして受託者の分散投資義務を定めている。信託行為の定めによってこれが免除されたと解されるためには、委託者が、その明確な意思を示していることが必要である。したがって、一般的に投資対象たる信託財産を保有する権限

(145) RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 92 cmt. d (2) (2007).

が認められているだけでは不十分であり、少なくとも分散投資が不要である旨または集中投資を許容する旨の意思が明確に示されていなければ、受託者の分散投資義務は残ると解される。⁽¹⁴⁶⁾

(b) 責任の判断基準

集中投資を許容する条項に依拠して集中的な投資を行った結果、信託財産が損失を被った場合における受託者の責任の判断基準は、信託条項で保有を許容する財産が特定されているか否か、分散投資しないことにつき受託者を免責する旨が明示されているか否か、信託財産の性質（当初財産が委託者または信託の目的と特別な関係がある財産か、受託者と関係がある財産かなど）、信託の目的、受益者のニーズおよびリスク許容度などによって異なっていると思われる。以下で敷衍する。

信託条項において集中投資を許容する旨または分散投資が不要である旨が明示されていたとしても、投資運用について受託者に通常求められる注意、技能および配慮をもって思慮深い投資を行ったか否かという合理性（prudence）の基準にもとづいて、受託者の責任の有無を判断すると述べる判例が散見される。⁽¹⁴⁷⁾ すなわち、集中投資を許容するまたは分散投資が不要である旨の信託行為の定めがある場合には、分散投資を行わなかったこ

(146) そもそも分散させる投資の種類、その程度については、受託者の一定の裁量に委ねられているので、一般的に投資対象財産を保有する権限を認める条項があったとしても、これにより投資に関する義務が変更されたとはいうことはできない。

(147) 特に、保有している財産が受託者と一定の関係にある（⑧判例、⑨判例）、集中的な投資に関して受託者の免責が定められていない（⑨判例）、または保有を特に許容する対象となる信託財産が特定されていない（③判例）などの場合においては、合理性の基準にもとづいて受託者の責任が判断されている。See Kiziah, *supra* note 10, at 394.

と自体によって、ただちに受託者に義務違反があったとされるわけではないが、投資に関する信託行為の定め趣旨、または信託財産の管理に関する委託者の特別な意図に配慮しつつも、投資方針が信託の目的および受益者の利益に照らして合理的であるか否か適宜検討を行い、合理的な注意、能力および配慮を用いて、集中投資を維持すべきか、これを処分して投資の分散を図るべきか、またどのように分散させるか、を判断しなければならないとするのである。⁽¹⁴⁸⁾ 受託者にとって留意すべきは、分散投資を行う際にも、信託の目的、受益者の利益、および信託財産の状況に照らして、分散投資の方法と時期につき合理的判断を行わなければならない、分散投資したことによって逆に責任を問われる場合もあり得るということである（⑫判例）。

これに対して、信託行為の定めにおいて、保有を許容もしくは希望する対象財産が特定されている（②判例、③判例、④判例、⑥判例、⑦判例、⑩控訴審判決⁽¹⁴⁹⁾）、または集中保有を許容した委託者の意図が明らかである（集中保有が許容された信託財産が委託者と特別な関係にある当初財産である）（②判例、④判例、⑤判例）などの場合においては、裁量権濫用基準を適用し、受託者に裁量権の濫用がない限り責任を負わないと判示するものが多い。すなわち、集中投資を維持すること——報われない非システ

(148) RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 91 cmt. f (2007); 4 SCOTT ET AL., *supra* note 10, at § 19.2, at 1433. デフォルト・ルールとしての分散投資義務自体が、受託者に一定の裁量権を認めるものであるが、信託財産の集中保有を許容する、または分散投資義務を免除する旨の信託条項によって、投資の決定に関して受託者に認められる裁量の余地が拡大された（もしくは考慮すべき投資の選択肢が限定された）、または投資に関する注意義務が一定の程度で軽減されたといえるであろう。

(149) ⑥判例および⑦判例は、特定の投資を委託者が指図している事例であり、信託条項によって特定の財産の保有が命じられている場合に近接しているといえる。

マテック・リスクを低減すること——に関する注意義務が相当程度軽減され、受託者の責任を追及する者が、受託者に裁量権の濫用があったことを立証しない限り、集中投資により信託財産に損失が生じたとしても、受託者の責任は認められないのである。ただし、保有を特に許容する財産が指定されている場合であっても、それが受託者と関係を有する財産であるときは、合理性の基準によって受託者の責任が判断されることがある（⑨判例）。

(c) 裁量権濫用の判断と注意義務の軽減の限界

では、信託財産の投資運用に関して裁量権濫用の基準の適用が妥当するとされた場合、受託者が裁量権を濫用したか否かはどのように判断されるのであろうか。リステイトメントは、受託者に広範囲の裁量権が認められている場合であっても、受託者は誠実に、かつ委託者によって意図された心理状態で行為しなければならないと定め、受託者の行為が「不誠実であるとき、または信託条項、信託目的もしくは受益者の利益を全く顧慮せずに行為したとき、または権限が付与された目的以外のために権限が行使されたとき」には、裁判所による審査が及ぶと述べる。⁽¹⁵⁰⁾統一信託法典814条も同様に、「『絶対的な』、『唯一の』または『無制限の』といった文言が含まれている場合のように、信託条項において受託者に広い裁量権が認められていたとしても、受託者は、誠実に、かつ信託条項、信託目的および受益者の利益に従って、裁量権を行使しなければならない。」⁽¹⁵¹⁾と規定する。すなわち、信託行為の定めにより、適法とされる受託者の決定または行為の範囲が拡大され、受託者の注意義務が軽減されたとしても、誠実に行為する義務、信託目的および受益者の利益に従って行為する義務は、信託の

(150) RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 87 cmt. d (2007).

(151) UNIFORM TRUST CODE § 814 (a) (amended 2010).

本質として残るのである。⁽¹⁵²⁾

では第一に、不誠実な行為とは何をいうのであろうか。受託者が投資に際して賄賂を受け取るなど、信託行為の定めによって認められていない利益を取得した場合には、不誠実な行為と認定されるであろう。⁽¹⁵³⁾ 上記(2)で検討した判例では、「詐欺、重過失、自己取引」⁽¹⁵⁴⁾、「受託者自身の利益のために保有したこと」⁽¹⁵⁵⁾、「不誠実または利己的な動機」⁽¹⁵⁶⁾などが不誠実な行為態様として挙げられており、利益相反行為や受託者の行為の悪性に着目するものと理解できる。特に法人受託者が自らの株式を集中保有することに関して、これを許容する旨の信託条項が規定されていたとしても、慎重な対応が求められる(①判例、⑧判例、⑨判例参照)。

また、不誠実な行為の内容の具体化には、会社取締役の誠実義務に関する判例や議論が、参考になると思われる。アメリカの取締役が誠実義務に違反するとして会社に対する責任が肯定された判例では、「受託者が会社の最善の利益を促進する以外の目的で意図的に行為した場合、適用される法に違反する意図で行為した場合、または意識的に自らの義務を無視して、作為義務があるにもかかわらず意図的に行為しなかった場合」⁽¹⁵⁷⁾、「リスクを

(152) 統一信託法典105条b項(2)は、信託法における強行規定として、「受託者が誠実に、かつ信託条項、信託の目的および受益者の利益に適合するように行為する義務」は信託行為の定めによって排除することができないと規定する。

(153) 3 SCOTT ET AL., *supra* note 10, § 18. 2. 3, at 1353.

(154) *Baldus*, 530 P. 2d at 1357 (②判例)。

(155) *Noble*, 2005 WL 3315034 at *6 (④判例)。

(156) *Nelson*, 543 F. 3d at 436 (⑥判例)。

(157) *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*, 906 A. 2d 27, 67 (Del. 2006). D社がOを社長に迎えるにあたって、同社の取締役会は、Oを解任する場合には、重過失または不正行為がない限り高額の退職金を支払うことを承認した。その後D社は、Oを「責任なき解任」として解任し、

知りながら意識的に無視したこと」⁽¹⁵⁸⁾などが、不誠実な行為の例として挙げられており、⁽¹⁵⁹⁾このような行為を信託受託者が行った場合も、不誠実と評価されるものと思われる。

第二に、信託目的に反する行為とは、信託目的からすれば分散投資が必要であったにもかかわらず、これを怠ったこと（⑩判例）、あるいは信託行為の定めによって分散投資義務が免除された趣旨が、委託者と特別な関係にある財産に投資することにあつたにもかかわらず、委託者と無関係な財産に集中的に投資したことが該当するであろう。

これに関して付言すれば、信託目的に照らして、信託条項に定められた投資運用の方法が、取引通念上受託者に客観的に求められる方法と相当程度かい離している、または明確性を欠いている場合には、受託者は、信託条項の意味および信託目的に表わされた委託者の意図を十分に確認しておくことが求められる（⑩第一審判決⁽¹⁶⁰⁾）。委託者と受託者の交渉力の差、信

契約にもとづいて退職金を支払ったが、D社の株主が同社の取締役らに対して、Oと退職金に関する契約を締結したこと、およびOの「責任なき解任」を承認したことで、注意義務および誠実義務に違反したとして損害の賠償を請求した。デラウェア州最高裁は、不誠実な行為には、第一に、害意の動機がある主観的な不誠実な行為、第二に、義務の意図的な放棄、自己の責任の意識的な無視（害意の動機がある行為と重過失とされる行為の中間に位置するもの）が含まれると述べたが、取締役らに注意義務違反も誠実義務違反もなかったとして、原告の請求を棄却した原審を支持した。本件については、釜田薫子「取締役の経営判断と誠実義務」商事法務1787号（2006年）45頁以下参照。

(158) McCall v. Scott, 250 F.3d 997, 1000 (6th Cir. 2001).

(159) アメリカ会社法における取締役の誠実義務一般については、片山信弘「アメリカ会社法における取締役の誠実義務」大阪学院法学研究33巻1・2号125頁（2007年）、Melvin A. Eisenberg, *The Duty of Good Faith in Corporate Law*, 31 DEL. J. CORP. L. 1（2006）参照。

(160) RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 90 cmt. g（2007）「受託者は、信託
64(501) 法と政治 63巻2号（2012年7月）

頼関係の程度によって異なるが、一般的には信託の本旨にしたがって信託事務を処理するためには、受託者が信託の目的および投資運用条項の趣旨を理解する合理的な努力をすることは、最低限の義務として必要であると思われる。委託者の意思を確認しないまま、漫然と信託条項において特に権限を付与された投資運用を行うことも、また信託目的にかかわらず、取引通念上受託者に客観的に求められる方法で投資運用することも、信託義務違反とされる可能性があるからである。

第三に、受益者の利益を全く顧慮しないことも、裁量権の濫用に該当する⁽¹⁶¹⁾。受益者の利益とは、信託行為の定めによって規定された利益を意味するが、集中投資を継続した受託者の責任を認めた判例の多くが、長期間にわたって受益者と協議を行わなかったことを、責任の根拠として挙げていること（⑧判例、⑩第一審判決、⑫判例）は注目に値する。信託条項において集中投資が許容されている、または分散投資義務が明確に免除されていたとしても、受託者は少なくとも、信託の性質に応じて適宜受益者とコミュニケーションをとり、受益者のニーズや信託財産の状況等、投資の判断に必要な情報を調査および入手する合理的な努力をする必要がある⁽¹⁶³⁾。そのうえで、信託目的および受益者の利益に照らして、投資運用方法が著しく合理性を欠いていないか、その能力に応じて誠実に検討し、当該投資運用方法が受益者の利益を損なうことが明らかなきには、投資を分散させるなど一定の措置を講じなければならない。このような検討や行為を全く行わないことは、すなわち受益者の利益を全く顧慮していないと解される

の目的を確認する合理的努力をしなければならない。』

(161) See BOGERT ET AL., *supra* note 94, § 542, at 211; RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS § 222 (2) (1959).

(162) UNIFORM TRUST CODE § 103 (8) (amended 2010).

(163) RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 87 cmt. c (2007); *In re Scheidmantel*, 868 A. 2d at 487 (⑫判例).

であろう。ただし、受託者に投資運用に関する権限が存しない場合は、この限りでない（⑦判例）。

2. 受託者免責条項

（1）受託者免責条項の有効性

信託条項により、受託者に投資運用に関する広い裁量権が認められている場合には、しばしば同時に、受託者が分散投資しなかったことで信託財産に損失が生じたとしても、受託者を免責する旨の規定が定められることがある。

一般的に、受託者免責条項は、受託者一とりわけ専門業者である法人受託者一に対して不利なように厳格に解釈される傾向にあり、明確に免責されている範囲に限り法的拘束力を有すると解されている⁽¹⁶⁴⁾。たとえば、In re Trusteeship of Williams 事件⁽¹⁶⁵⁾では、委託者Sは、遺言による信託を設定したが、信託財産のほとんどをSが創業したC社の株式が占めていた。法人受託者Yは、C社株式の売却を進めて、信託財産に占めるC社株式の割合を40%にまで減じたが、信託財産に損失が生じたことについて、共同受託者から損害賠償を請求された事例である。信託行為の定めには、「信託事務の執行において、誠実になされた錯誤または判断の誤り（errors of judgment）によって信託財産に損失が生じたとしても、受託者は責任を負わない。」との規定があった。原審は、この免責条項にもとづいてYの免責を認めたが、ミネソタ州控訴裁判所は、信託証書は厳格に解釈されなければならないとしたうえで、「当該免責条項は、錯誤または判断の誤りがあった場合に受託者を免責するものであり、過失ある受託者を免責する

(164) RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 96 cmt. b (2012); 4 SCOTT ET AL., *supra* note 10, § 24. 27. 2, at 1084.

(165) 591 N. W. 2d 743 (Minn. Ct. App. 1999).

ものではない⁽¹⁶⁶⁾』と解して、過失の有無について原審に差し戻した⁽¹⁶⁷⁾。

また、受託者免責条項の有効性について、統一信託法典1008条a項は次のように定める。「(1) 不誠実に、または信託目的もしくは受益者の利益を全く顧慮せずに行われた信託違反につき受託者を免責する場合、または(2) 受託者が委託者との信認関係もしくは信賴関係を濫用した結果として、当該免責条項が挿入された場合」には、免責条項は法的拘束力を有しないと⁽¹⁶⁸⁾。信託の本質の一つとして、「受託者が誠実に、かつ信託条項、信託の目的および受益者の利益に適合するように行為する義務⁽¹⁶⁹⁾」が定められており、したがって、この義務に違反する受託者の行為を免責することはできないのである。

(2) 受託者による免責条項の起草

受託者が、分散投資義務を免除し、投資を分散しないことにつき免責する規定を自ら起草した場合には、委託者が免責条項の内容につき情報を与えられたうえで、自由な意思によってこれに同意したことが示されない限

(166) *Id.* at 748.

(167) このほか、免責条項を受託者に不利になるように厳密に解釈すべきことを述べた判例として、*Jewett v. Capital National Bank of Austin*, 618 S. W. 2d 109 (Tex. Ct. App. 1981) (信託条項において、受託者はあらゆる投資を行う権限を有し、その結果として信託財産に損失が生じたとしても受託者を免責するとの規定があった。テキサス州控訴裁は、受託者免責条項は、免責を主張する者に対して不利なように厳格に解釈されなければならない、本件免責条項は、過失によって分散投資を怠ったことにつき、受託者を免責するものではないと判示した。).

(168) UNIFORM TRUST CODE § 1008 (a) (amended 2010). 英米における受託者免責条項の有効性を規律するルールについては、拙稿「英米における受託者免責条項の有効性」法時78巻12号100頁以下(2006年)参照。

(169) UNIFORM TRUST CODE § 105 (b) (2) (amended 2010).

り、免責条項の効力は認められない。統一信託法典1008条 b 項は、「受託者が免責条項を起草し、または起草させた場合、信認関係または信頼関係の濫用があったとして、当該免責条項は無効とする。ただし、受託者が、当該免責条項が当該状況において公正であり、かつその存在と内容が十分に委託者に説明されたことを証明した場合は、この限りでない。」と規定する。同条コメントによると、免責条項が公正であるか否かは、委託者と受託者の既存の関係、委託者が弁護士による法的助言を受けていたか否か、委託者がビジネスまたは信認関係に精通している程度、受託者が免責条項を挿入する理由、挿入された条項の適用範囲などの要素を検討して判断される⁽¹⁷⁰⁾とする。受託者自らが免責条項を起草して信託行為の定めの一内容とする場合には、委託者との信認関係または信頼関係の濫用があったと推定され、委託者が十分な情報を与えられたうえで、その自由な判断によって免責条項に同意したことを受託者が示す必要がある。受託者に立証責任を転換することにより、受託者がその立場を利用して免責条項を押し付けることを防止しているのである。

In re Estate of Saxton 事件⁽¹⁷¹⁾は、受託者自身が、分散投資義務の免除と分散投資を行わなかったことにつき免責する規定を起草した場合に、その内容およびリスクを受益者に十分説明していなかったことを理由に免責条項の法的拘束力が否定された事例である。この事件では、委託者が、妻を収益受益者とし、娘Xらを残余財産受益者として、遺言により信託を設定した。信託財産の投資方法に関する指示はなかったが、信託財産はすべてIBM 社株式によって構成されていた。委託者が死亡して2年後、受託者であるY銀行（被告）は、分散投資をしないでIBM 株式を保有し続けることがXらの希望である旨と、信託財産の価格が下落してもYは責任を負

(170) UNIFORM TRUST CODE § 1008 cmt. (amended 2010).

(171) 712 N. Y. S. 2d 225 (N. Y. App. Div. 2000).

わないとする旨を記した投資合意書を作成して、Xらに交付した。Xらはこの書面に署名したが、YはXらに対して、分散投資しないことのリスクについて何ら説明していなかった。

信託の発効時より約30年後、Xらは分散投資するようYに求めたが、受託者は分散投資を行わず、IBM株式に投資することのリスクについて分析もしなかった。また、IBM株式の価格が下落し始めたときも、Yは分散投資計画を策定しなかった。信託の発効後35年間にわたってIBM株式だけを保有し続けた結果、信託財産が400万ドルを超える損失を被ったので、分散投資しなかったことにより、Yは信託義務に違反したとして、Xらが損害賠償を請求した。

ニュー・ヨーク州控訴裁判所は次のように判示した。Yが、投資合意書に法的拘束力があることを主張するためには、受託者として、Xらがあらゆる法的権利について実際にかつ十分に理解したうえで、契約を締結する意思があったことを示さなければならない。しかしYは、当該合意書に署名することの効果について、また信託財産をIBM株式にのみ投資することが、法人受託者に求められる思慮深い行為からいかに逸脱しているかについて、Xらに十分な説明をしていなかったと⁽¹⁷²⁾。したがって、当該合意書の効力は認められないとし、Yの行為が思慮深さに欠けていたことを理由にYの損害賠償責任を認めた。

受託者が、分散投資義務を含む注意義務または忠実義務の違反について免責する旨の規定を自ら起草した場合には、委託者または受益者の受託者に対する信頼が濫用される危険性が高いので、このような免責条項の有効性が認められるためには、その内容と効果につき委託者または受益者が理解したうえで同意したことが必要とされる。受託者が専門家たる法人であ

(172) *Id.* at 231.

る場合は、特にこのことを十分に立証しなければ、信認関係の濫用があったとの推定を覆すことはできない。

一般的に、委託者または受益者が、受託者の義務を免除する、または義務違反につき免責することの意味を理解するためには、義務の免除または免責の対象となる受託者の行為について必要な情報が与えられていなければならない。しかし、抽象的にかつ長期間にわたって受託者の義務を免除する条項、または義務違反につき免責する条項が定められている場合には、委託者または受益者は、そのような条項が信託にいかなる影響を及ぼすか、正確に判断することは難しい。したがって、免除される受託者の義務の具体的内容、または義務違反を免責する対象となる行為は、予め明確にされなければならない⁽¹⁷³⁾、また予測可能な合理的な期間内の行為に限定される必要がある。

問題は、受託者の義務の免除または免責に関して、委託者が、必要な情報を与えられて十分に理解したうえで同意したことを示す証明方法である。信託設定証書とは別に、義務の免除または免責条項の内容および効果が受託者によって説明され、委託者が理解したことを示す書面があることが望ましいと思われる。統一信託法典のコメントでは、独立した弁護士が委託者の代理人として選任されていることは、委託者に十分な理解があったことを示す証拠になるとされている⁽¹⁷⁴⁾。しかしながら、実際には受託者によって弁護士が紹介されることが多く、受託者からの独立性に疑問があること

(173) TAMAR FRANKEL, FIDUCIARY LAW 204 (2011); Leslie, *supra* note 54, at 102.

(174) UNIFORM TRUST CODE § 1008 cmt. (amended 2010). III. 1.(2)で紹介した *Americans for the Arts*, 855 N.E.2d 592 (⑤判例) は、受託者である銀行が、自らが起草した免責条項によって分散投資義務違反の責任を免れた事件であるが、この事件における委託者と受益者は弁護士を雇っており、この弁護士が、免責条項を事前に十分に検討していた。

が指摘されている。⁽¹⁷⁵⁾

(3) 受託者の権限を拡大する条項との差異

通常は義務違反に該当する行為について、受託者にその行為を行う権限を認める条項と、そのような行為をした受託者を免責する条項は、理論上その効果が異なる。すなわち、受託者の権限を拡大する信託条項があれば、通常は信託違反に該当する行為を行ったとしても、信託違反を構成しないと解される可能性が高い。他方で、たとえ受託者を免責する条項があったとしても、信託法上のルールにもとづいて信託違反とされる受託者の作為または不作為は、それが信託違反行為であることに変わりがない。したがって受託者は、免責条項によって受益者に対する責任を免れたとしても、信託違反とされる行為に関して生じた費用の償還請求が否定されることがあ⁽¹⁷⁶⁾る。

しかし、特定の行為について受託者を免責する旨が定められている場合には、実質的には、受託者の権限が拡大された⁽¹⁷⁷⁾と解することも可能である。少なくとも、特定の財産を集中的に保有したことについて受託者を免責するとの定めがある場合には、集中保有する権限が受託者に認められ、当該財産を処分して分散投資する義務が免除または軽減された⁽¹⁷⁷⁾と解して差し支えないであろう。

3. 特定の財産の保有を命ずる信託条項と信託の変更

(1) 信託条項に従って投資運用を行う義務と信託の変更

信託条項によって、一般的に受託者の投資方針や投資運用方法について

(175) Leslie, *supra* note 54, at 109 (2005).

(176) 4 SCOTT ET AL., *supra* note 10, § 24.27.1, at 1802.

(177) *Id.*

制限もしくは指図される，具体的に特定の投資もしくは特定の種類の投資を行うことが禁止される，または特定の財産もしくは特定の種類の財産の保有が命じられることがある。信託財産の投資運用に関するこのような信託条項は，原則として法的拘束力を有し，受託者はこれに従う義務を負う。⁽¹⁷⁸⁾ 信託行為の定めにおいて，特定の財産もしくは特定の種類の財産の保有が命じられている，または処分が禁止されている場合には，当然，受託者の分散投資義務は生じない。

ただし，(i) 信託条項に従うことが不可能もしくは違法とされる場合，⁽¹⁷⁹⁾ または (ii) 恣意的な目的 (capricious purpose) を有するなど，⁽¹⁸⁰⁾ 信託条項が公序良俗に反している場合，受託者は，そのような信託条項に従う義務を負わない。さらに，(iii) 委託者が信託設定時に予期しなかった事情が生じたため，裁判所によって信託条項からの逸脱またはその変更が認められた場合も同様である。

伝統的なエクイティ上の逸脱法理 (equitable deviation) のもとでは，委託者が予期しなかった事情が生じたことによって，信託条項に従うことが信託の目的の達成を不可能にするまたは目的達成を相当程度困難にする場合に，裁判所は，信託の管理条項の変更を認めていた。⁽¹⁸¹⁾ しかし，永久拘束禁止則が緩和されて信託の存続期間が長期化していることに対応して，統一信託法典および第3次信託法リステイトメントは，委託者が予期しな

(178) RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 91 cmt. e (2007).

(179) *Id.*

(180) リステイトメントは，恣意的な目的の定義を定めていないが，「金銭を海に投げ込む，土地に塩をまく，家屋に板を打ち付けて誰も入れないようにする，経済的に無駄な活動を継続させる」などを定める条項が，恣意的な信託条項の例として挙げられている。See RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 47 cmt. e (2007).

(181) RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS § 167 (1) (1959).

かった事情によって、信託目的の達成が相当程度困難になる場合だけでなく、信託を変更または終了することが当該信託の目的を促進することになる場合に、信託の管理および分配に関する条項を変更することができる⁽¹⁸²⁾と規定している。第3次信託法リステイメント66条1項は、「委託者が予期しなかった事情により、信託を変更することまたは信託から逸脱することが、信託の目的をより促進するときには、裁判所は、信託の管理もしくは分配に関する条項を変更し、または管理もしくは分配に関する条項から逸脱することを受託者に命ずる、または許可することができる⁽¹⁸³⁾。」と規定し、同様に、統一信託法典412条a項も「委託者が予期しなかった事情により、信託の変更または終了が信託の目的をより促進する場合には、裁判所は信託の管理もしくは分配に関する条項を変更し、または信託を終了させることができる⁽¹⁸⁴⁾。」と規定する。

例えば、*Matter of Pulitzer* 事件⁽¹⁸⁵⁾においては、P社の創設者Sが、その息子らを収益受益者とし、息子らの死後は、その子孫らを残余財産受益者として、P社の株式が信託財産の大部分を占める信託を設定した。信託行為の定めでは、いかなる状況においても、受託者はP社の株式を売却するまたは処分する権限を有しないとされ、息子らと子孫らに、P社が発行する新聞を維持させる義務を課すと規定されていた。Sの死後、P社の業績は低迷し、P社株式の価値が大幅に下落したので、受託者は株式を保有し続けることは信託財産にとって重大な損失をもたらすとして、裁判所に対

(182) 永久拘束禁止則と信託の変更ルールの変遷についての詳細は、拙稿「委託者の意思と信託の変更について」信託法研究33号98頁以下（2008年）参照。

(183) RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 66 (1) (2007).

(184) UNIFORM TRUST CODE § 412 (a) (amended 2010).

(185) 49 N. Y. S. 87, 139 Misc. 575 (Surr. Ct. 1931), *aff'd mem.*, 260 N. Y. S. 975, 237 App. Div. 808 (1932).

して、当該株式の売却権限を認めることを求める申立てをした。ニュー・ヨーク州第一審裁判所は、Sの主たる目的は、収益受益者に対して適切な収益を与え、最終的に残余権者に十分な元本を残すことにあったはずであると見做し、株式の売却を許可した。

また、In re Trusteeship of Mayo 事件⁽¹⁸⁶⁾では、委託者により家族を受益者とする撤回不能の信託が設定されたが、信託財産の大半は地方債であり、信託条項により、株式と不動産に投資することが禁じられていた。委託者が死亡した後にインフレとなり、信託財産の価額が信託設定時の価額に比べて2分の1以下に減少することとなったので、受益者が投資に関する制限からの逸脱を許可するよう裁判所に申立てをしたが、受託者はこれに反対し、ミネソタ州第一審裁判所もこの申立てを却下した。

ミネソタ州最高裁は、信託設定時には予期することができなかった事情の変更があったために、信託条項からの逸脱が認められなければ、信託財産の損失を防止するという委託者の主たる意思および信託目的の達成が相当程度阻害されると述べた。すなわち、信託行為の定めに従ったまま投資を継続した場合には、信託財産の価値が相当程度下落する可能性が高いとして、これを回避するために、信託条項から逸脱する権限を受託者に認め、信託財産の合理的な部分につき、適切な株式に投資することを許可すると⁽¹⁸⁷⁾判示して、原判決を破棄した。

以上の判例が示すとおり、委託者が信託設定時に予期しなかった事情が生じたため、投資運用に関する条項に従うと信託目的の達成が阻害される、または投資運用に関する信託条項を変更することによって信託目的がより促進される場合には、裁判所の承認をえて、信託条項から逸脱することが⁽¹⁸⁸⁾認められるのである。

(186) 105 N. W. 2d 900 (Minn. 1960).

(187) *Id.* at 906.

(2) 信託の変更の申立てをする受託者の義務

受託者は信託条項に従って信託の事務処理を行う義務を負う。しかし、信託の存続期間は長期にわたることがあり、委託者が予期しなかった事情の変更が生じたことによって、信託の管理運用条項に従うことが信託の目的の達成を阻害する、または信託財産もしくは受益者に相当程度の損失を与えることとなる場合が考えられるが、そのような場合においても、受託者は当該信託条項に従っておればよいのであろうか。あるいは、注意義務の一環として、何らかの措置を講ずべき義務を負うのであろうか。

第3次信託法リステイトメントは、66条2項において「信託の管理条項に関して、第1項にもとづいて裁判所による変更を正当化する事情があること、かつ、当該事情が潜在的に信託または受益者にとって相当程度の損害をもたらすことを、受託者が知りまたは知るべきである場合、受託者は裁判所に対して信託の適切な変更または信託条項からの逸脱を求める申立てをする義務を負う。⁽¹⁸⁹⁾」と定める。他方、統一信託法典は、受託者が信託の変更を求める義務について、何ら規定していない。

少数ではあるが、事情の変更によって信託行為の定めに従うことが信託の利益を著しく損なうことになる場合には、受託者は、信託の変更または信託からの逸脱を求めて裁判所に申立てをする義務を負うと述べる判例が存在する。

Steiner v. Hawaiian Trust Company 事件⁽¹⁹⁰⁾では、委託者Sは、3人の子供

(188) また、統一信託法典412条b項では、「既存の条項のもとで信託を継続することが、実行困難となった場合、非経済的となった場合、または信託の管理運用を損なう場合、裁判所は信託の管理条項を変更することができる。」と規定されており、委託者の予期しなかった事情の発生を要件とせずに、信託の管理条項の変更が認められている。See UNIFORM TRUST CODE § 412 (b) (amended 2010).

(189) RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 66 (2) (2003).

らを受益者とし、法人を受託者（被告Y）とする信託を設定したが、信託財産の80%がH社の株式によって、また99%が特定の地域の株式によって構成されていた。SはYに対してたびたびH社の株式を信託財産として保有することを希望する旨を通知しており、また、信託条項において、信託財産の処分及び投資が行われる際には、Sの生存中はSの同意が必要である旨が定められていた。後任の受託者が、Yが投資を分散させなかったことによって信託財産が損失を被ったとして、Yに対して損害賠償を請求した。

ハワイ州最高裁は、YはSに対して分散投資を行うよう助言すべきであり、Sがこれに同意しない場合には、裁判所に信託変更の指示を求めるべきであったとして、信託財産がH社株式に集中投資された時から合理的な期間内に処分を行わなかったYに義務違反があったと認定した。判旨によれば、特定の財産を保有することについて委託者の強い意思が示されており、また信託財産の投資および処分の際には委託者の同意が必要とされていることにより、受託者は委託者の指図に従う義務を負っていたとされた。しかしながら、その指図が受益者の利益を害する場合には、受託者は委託者に対して分散投資を行うよう助言する義務を負い、委託者が助言に従わない場合には、裁判所に指示を求めるべきであったとした。⁽¹⁹¹⁾このように述べて、Yの信託違反を肯定し、H社株式を処分しておれば得たであろう売却利益から、実際に売却した時の価格を差し引いた額を損害賠償として認めた。

本件は、信託行為の定めにおいて特定の財産の保有が命じられていたわけではないが、投資および処分にあたっては委託者の同意を要すると規定されており、また特定の財産を保有するよう委託者の指図があった事例で

(190) 393 P. 2d 96 (Haw. 1964).

(191) *Id.* at 108.

ある。その指図および信託行為の定めに従うことが受益者の利益を著しく損なう場合に、受託者に、指図権者たる委託者に対して助言する義務、または裁判所に指示を求めて申立てをする義務を課したものである。⁽¹⁹²⁾

また、In Estate of Scharlach 事件は、財産の管理運用を委ねられている受託者に、投資プランを変更するよう裁判所に対して申立てをする義務があるとされた事例である。Bは、生まれながら重度の障害を負っている者であり、財産の後見人としてY銀行が指名された。Y銀行は裁判所の命令により、連邦による保証が付された投資又は合衆国の債券にしか投資してはならないとされていた。

Yは、フィナンシャル・プランナーより、Bの状況とニーズを考慮すると、収益の必要性はそれほど高くなく、元本の増加を重視した投資が望ましい、すなわち、株式や地方債等にも一定割合を分散投資すべきとの提言を受けていた。しかしながら、Yはその後約10年、当初の投資制限にもとづいて投資を継続したので、Bの母親が、株式等に投資しておれば得たであろう利益を得ることができなかつたとして、Yの信託義務違反を主張し、損害賠償を求めた事件である。

ペンシルヴァニア州控訴裁判所は、Yは法人の受託者であり、Bのニーズについて十分に認識していながら、裁判所に投資プランの変更の申立てをしなかつたことで、必要な思慮深さ、能力および注意をもって履行する義務に違反したとして、Yに損害賠償を命じた。⁽¹⁹⁴⁾ 本件は、信託の事例ではないが、受益者の利益に照らして投資運用に関する制限が不適切となった場合には、信託義務を負う受託者は、裁判所に対して投資運用方法を変更

(192) 本判決は、委託者が予期しなかつた事情の変更があつたか否かについて、何ら述べていない。

(193) 809 A. 2d 376 (Pa. Super. Ct. 2002).

(194) *Id.* at 384.

する申立てをする義務があるとしたのである。

これらの判例では、信託財産の管理運用方法を命ずる信託条項が定められている場合において、委託者が予期しなかった事情が生じたことによって、その条項に従って管理運用を継続することが、信託目的の達成を相当程度困難にする、または信託財産もしくは受益者の利益を著しく損なうことが明らかなきには、受託者が裁判所に対して信託を変更する申立てをする義務があると判示されている。⁽¹⁹⁵⁾このような判例の見解および第3次信託法リステイトメント66条2項の規定を支持する学説も多い。⁽¹⁹⁶⁾

したがって、例えば、受益者の扶養を目的とする信託において、受託者の分散投資義務が免除されて特定の銘柄の株式にのみ投資するよう信託条項で定められていたとしても、当該投資先の株価が下落し、回復の可能性が極めて低く、信託財産に相当程度の損失を与える可能性が高いことが明らかなきには、当該信託条項に従って漫然と当該株式の保有を継続する

(195) 傍論であるが、Union Commerce Bank v. Kusse, 251 N. E. 2d 884 (Ohio Misc. 1969) も同旨を述べる。この事件は、被告である遺言執行者兼受託者が、その権限と責任に関する解釈と宣言的判決を求めた事例である。オハイオ州裁判所は、もし特定の財産について処分する権限を有しない場合であったとしても、特定の財産を保有することが不適切となったときには、受託者は裁判所にその処分の許可を求める義務を負うとし、緊急の場合または裁判所に許可を求めることができないときには、裁判所の事前の許可なくして当該財産を処分することができるが、裁判所の事後承認を得なければならないと判示した。See *id.* at 889.

(196) スコット教授は「事情の変更があつて、信託条項に従うことが信託の目的の達成を不可能にする、または相当程度困難にする場合、受託者は権限がないからといって、損失を回避するために何もしなくてよいというわけではない。受託者には、裁判所の指示を求める義務がある。」と述べる。See 4 SCOTT AT EL., *supra* note 10, at § 16. 4. 2. See also Langbein, *supra* note 72, at 1116-17; Kiziah, *supra* note 10, at 394; DUKUMINIER ET AL., *supra* note 85, at 719.

のではなく、信託の主たる目的および受益者の必要性等を勘案して、分散投資を行うために投資権限を拡大することを求めて裁判所に申立てをしなければならぬと解されるであろう。受託者は、投資運用に関する信託行為の定めがあったとしても、信託財産の状況および受益者の状況を把握したうえで、委託者が予期しなかった事情が生じたことにより、定められた投資運用方法が、信託目的の達成を阻害する、または信託財産もしくは受益者の利益と著しく損なうことを知りまたは知るべきであったときには、信託の変更の申立てをする義務を、注意義務の一環として負うのである。

このような見解に対しては、受託者にとって過重な負担を負わせることになるとの批判も考えられる。しかし、受託者が信託の変更を求めて裁判所に申立てをする義務があるとされる場合は極めて限定的であろう。また、受託者は、委託者に内容と効果につき適切な説明を行ったうえで、自己の過失について免責する規定を設けることも可能なのであるから、受託者に過度に重い義務を負わせるものといえない。また、信託の変更をしなくとも、信託の目的に鑑みて、受託者は信託条項から逸脱する権限が与えられていると解釈することも可能であるが、信託条項に反したことに対して受益者から責任を追及されるおそれがあることを考慮すると、受託者として⁽¹⁹⁷⁾は、信託条項から逸脱する場合には、信託の変更を行うことが賢明である

(197) *In re Strong*, 734 N. Y. S. 2d 668 (N. Y. App. Div. 2001) は、特定の信託財産の保有を認める条項があったが、分散投資を行った受託者に対して、受益者が、委託者の意思に従った投資を行う義務に違反したと主張した事件である。ニュー・ヨーク州裁判所は、特定財産の保有を許容する旨の信託条項があったとしても、受託者は適切な分散投資を行う義務があるとして受益者の訴えを退けた。本件は特定の信託財産の保有を許容する条項に従って投資する義務が問題となった事件であるが、もし特定の財産の保有を命ずる条項があった場合には、裁判所の許可を求めないまま当該財産を処分して投資を分散させたことについて、受託者の責任が肯定される可能性があったと思われる。

う。

4. 小括

受託者が信託財産の投資運用を行うにあたっては、信託の目的、信託条項、信託の規模、受益者のニーズおよびリスク許容度、受託者の性質、受託者の権限を総合的に勘案したうえで、いかなるポートフォリオを組成するか、一定の裁量権が認められている。また、信託行為の定めにより、分散投資義務を排除することも可能である。しかしながら、報われない非システムティック・リスクを抑制することにおいて分散投資が有する役割の重要性に鑑みると、単に信託財産を保有する一般的な権限が受託者に与えられるとの信託行為の定めがあったとしても、それだけでは分散投資義務が免除されたとは解されず、この義務が免除されたといえるためには、集中投資を許容する旨または分散投資が不要である旨の明確な文言が必要とされている。

集中投資を許容する条項によって、受託者の分散投資義務および注意義務がどの程度軽減されているか、そして集中投資による信託財産の損失についていかなる基準で受託者の責任を判断するかは、委託者の意思の具体性（保有を許容する財産の特定の有無）、受託者免責条項の有無、信託財産の性質（当初財産が委託者もしくは信託目的と特別の関係がある財産か、または受託者と関係がある財産かなど）、信託の目的、受益者のニーズおよびリスク許容度などによって異なる。アメリカにおける近時の判例を俯瞰すると、信託行為の定めにおいて、保有を許容もしくは希望する対象財産が特定されている、または集中投資を許容した委託者の意図が明らかである（集中的に保有した信託財産が委託者と一定の関係にある当初財産である）場合には、裁量権濫用の基準にもとづいて、受託者の責任が判断される傾向にあるといえる。すなわち、裁量権の行使において受託者の行為

80(485) 法と政治 63巻2号 (2012年7月)

が不誠実でない限り、または、信託目的および受益者の利益に反していない限り、集中投資によって信託財産が損失を被った責任を負わないとされるのである。換言すれば、信託行為の定めによって、投資運用に関する受託者の注意義務が軽減されたとしても、受託者は、受益者のニーズや信託財産の状況等、投資の判断に必要な情報を調査し、入手したうえで、信託目的および受益者の利益に照らして、投資運用方法が合理性を欠いていないか適宜検討を行い、信託財産または受益者の利益を損なう程度が著しい場合には、誠実に一定の措置を講ずる義務があるといえることができる。そしてこのことは、事情の変更にもとづく例外的な場合に限られるが、信託行為の定めによって特定の財産の保有が命じられている（処分が禁じられている）ときにも、当てはまる。すなわち、委託者が予期しなかった事情の発生により、信託目的の達成が阻害される、または信託財産もしくは受益者の利益が著しく損なわれることを受託者が知りまたは知るべきであったときには、信託の投資運用条項の変更を求めて申立てをする義務を負うとされているのである。

また、分散投資しなかったことで信託財産に損失が生じたとしても受託者を免責するとの条項を、受託者が起草した場合には、委託者の受託者に対する信頼が濫用される危険性が高いので、免責条項の内容と効果につき委託者が十分理解したうえで同意したことが示されなければ、免責条項の法的拘束力が否定される。アメリカ法は、受託者による信認関係の濫用を防止するという点を重視し、受託者の免責が、委託者の自由な意思と十分な理解にもとづくものであることの立証責任を受託者に負わせることによって、委託者および受益者の利益を保護する措置を講じている。

Ⅳ. 我が国における管理運用に関する信託行為の定めと受託者の善管注意義務

信託財産の管理運用に関して信託行為に別段の定めがある場合に、受託者はいかなる善管注意義務を負うのかという問題は、我が国において理論上も実務上も重要な論点であるが、この点について、分散投資義務に関する信託条項をめぐるアメリカ法の議論から得られる示唆は大きいと思われる。

我が国の信託法29条2項ただし書は、受託者が負う善管注意義務について、「信託行為に別段の定めがあるときは、その定めるところによる注意をもって、これをするものとする。」と定め、善管注意義務に関する規定が任意規定であることを明らかにしている⁽¹⁹⁸⁾。任務を怠った受託者の損失てん補または原状回復責任を、予め信託行為の定めによって免除することはできないが（信託法92条9号、10号）、受託者の善管注意義務を軽減することは可能とされている。しかしながら、信託行為の定めにおいて信託財産の投資運用に関して善管注意義務を軽減または限定する旨が規定されている場合、特に分散投資しない旨が定められている場合、これをいかに解釈して受託者の義務内容を判断すべきであろうか。また、信託業法上は、信託会社と顧客との間には情報量・交渉力等の格差があることから、善管注意義務に関する規定は強行規定とされているが（信託業法28条2項）、善管注意義務の範囲を合理的な範囲に限定すること、すなわち信託会社が行う信託事務の範囲を合理的に限定することは可能と解されている⁽¹⁹⁹⁾。しか

(198) もっとも、受益証券発行信託においては、取引の安全を保護するため、信託行為の定めにより、善管注意義務を軽減することはできない（信託法212条1項）。

(199) 田中和明『新信託法と信託実務』83頁（清文社、2007年）、小出卓哉82(483) 法と政治 63巻2号（2012年7月）

し、何をもって「合理的な範囲」とするかについて、必ずしも明確にされているとはいえない。

また、信託法29条2項の任意法規性の限界、すなわち信託行為の別段の定めによって、受託者の善管注意義務をどこまで軽減または限定することができるかについて、十分な議論が尽くされているとはいいがたい。⁽²⁰⁰⁾ さらに、信託行為の当時予見しえなかった事情が生じたことにより、受託者が、管理運用方法を規定する信託行為の定めを変更する義務を負う場合が考えられるであろうか。

ここでは、以上の点につき、アメリカ法の分析を通じて若干の考察を行うこととする。

1. 管理運用に関する善管注意義務を軽減する信託行為の定めへの解釈

信託行為によって、善管注意義務が軽減される旨、または善管注意義務の範囲が限定される旨の定めが設けられている場合、このような定めを、いかなる指針と要素にもとづいて解釈すべきであろうか。

信託財産の管理運用に関して、ある事項につき受託者に単に一定の裁量権を認める旨の信託行為の定めは、受託者の権限の範囲を示したに過ぎず、その権限の範囲でいかなる行為をするかについては、取引通念上その受託

『逐条解説信託業法』143頁（清文社、2008年）。

(200) 立法担当官によると、「信託が、委託者および受益者の受託者に対する信認関係を基礎とする財産管理制度にあることに鑑みると、信託行為の定めをもってしても、受託者の善管注意義務を完全に免除することは、信託の本旨に反し許されないものというべきである。」としているが、軽減の限界がどこにあるかは示されていない。寺本・前掲注(99)113頁参照。

また、川口・前掲注(52)58頁は、「自己の財産に対するのと同様の注意」まで軽減することが可能とし、能見・前掲注(99)30頁は、「民法90条や信義則などの一般規定によるもののほか、信託業法や消費者契約法上の対応も考えられる。」と述べる。

者に要求される注意をもって、管理運用に係る選択肢を検討し、合理的な判断を行う必要がある。しかし、受託者に裁量権を認める信託行為の定めの内容、その趣旨、および信託目的などによっては、信託財産の管理運用に関して通常その受託者に求められる善管注意義務の程度が軽減された、またはその内容が限定されたと解することができる場合がある。例えば、A社の創業者である委託者が、信託行為の定めにおいて、A社株式については信託財産として集中的に保有する権限があると規定している場合には、A社株式の保有については受託者の善管注意義務が軽減された、またはA社株式以外への投資についても分散投資を広く検討するという義務内容が限定されたといえるであろう。

では、信託財産の管理運用権限に関する信託行為の定めがあるとき、いかなる文言があれば、どの程度受託者の善管注意義務が軽減されたと解されるのであろうか。この点については、アメリカ法における分散投資義務をめぐる判例の分析が、有用な指針を提供してくれる。アメリカにおいては、投資を分散しないことが正当化される特別な理由がない限り、受託者の分散投資義務の免除および投資運用に関する注意義務の軽減が認められるためには、集中投資を許容する旨または分散投資を不要とする旨の明確な文言がなければならぬとされている⁽²⁰¹⁾。そして、集中保有を許容する財産の特定の有無、受託者免責条項の有無、信託財産の性質、信託の目的、受益者のニーズおよびリスク許容度などにもとづいて、注意義務の軽減の程度および受託者の責任の基準が判断されている⁽²⁰²⁾。また、特に受託者免責条項については、受託者に不利になるように厳格に解釈されることも看取された⁽²⁰³⁾。

(201) Ⅲ.1.(3)(a) 参照。

(202) Ⅲ.1.(3)(b) 参照。

(203) Ⅲ.2.(1) 参照。

我が国においても、信託行為の定めによって受託者の管理運用に関する善管注意義務がどの程度軽減されたかを解釈する際には、信託行為の定め
の具体性ととも、信託行為の定め趣旨、信託の目的、信託財産の性質、
受益者の状況などが考慮されるべきであろう。その際に重要なことは、受
益者の利益保護に鑑みて、受託者の善管注意義務の軽減が認められるため
には、委託者の意思の明確性および軽減の対象となる行為の特定性、具体
性が求められ、善管注意義務の軽減にとって不利なように解釈しなければ
ならないということである。⁽²⁰⁴⁾

2. 善管注意義務の軽減の限界

アメリカ法においては、信託条項によって受託者に投資運用に関する広
い裁量権が与えられ、受託者の注意義務が軽減されたとしても、受託者が
誠実に行為する義務、信託目的および受益者の利益に従って行為する義務
は、免除することができないとされている。すなわち、管理運用に関する
最低限の注意義務として、受託者は、その能力に応じて、そして信託目的
に応じて、受益者のニーズや信託財産の状況等、投資の判断に必要な情報
を調査および入手する合理的な努力を行い、そのうえで、信託目的および
受益者の利益に照らして、投資運用方法が著しく合理性を欠いていないか
誠実に検討を行い、受益者の利益を損なう程度が著しい場合には、一定の

(204) 福田政之、池袋真実、大矢一郎、月岡崇『詳解新信託法』198頁（清
文社、2007年）は、営業信託につき、「一般的には、受託者の善管注意義務を一般的、抽象的に減免するような定めは認められない可能性が高く、
反対に、対象となる信託事務処理の内容をできるだけ具体的、個別的に特
定したうえで、受託者として果たすべき義務の内容もできるだけ具体的、
客観的に定め、かかる義務を果たせば免責されるという規定であれば有効
であると認められる可能性が高い」と述べるが、このことは信託一般に当
てはまると考える。

措置を講ずる義務を負うとされている⁽²⁰⁵⁾。

信託が、委託者および受益者の受託者に対する信認関係を基礎とする財産管理制度であることに鑑みるならば、我が国においても、受託者が誠実に、かつ信託目的および受益者の利益に反しないように管理運用を行う義務は、信託行為の定めによって排除できないと解すべきである。具体的にいえば、信託事務の処理の状況ならびに信託財産に属する財産および信託財産責任負担債務の状況⁽²⁰⁶⁾、その他信託目的および受託者の権限に照らして管理運用方法を検討するために必要な情報⁽²⁰⁷⁾を入手・調査し、これらの情報にもとづいて、投資方針など管理運用方法につき、少なくとも「自己の財産におけると同一の注意」をもって、適宜検討を行い、信託目的および受益者の利益に照らして著しく合理性を欠くものとならないような措置を講ずる義務といえようか。信託の目的（または信託の本旨）に従って信託財産の管理運用を行うことが、受託者の基本的義務であるとするならば、信託の目的によって受託者が負う最低限の善管注意義務が画定されるべきであり⁽²⁰⁸⁾、信託目的の達成に必要な不可欠な情報にもとづいて、信託目的と信託財産の管理運用方法の合理的関連性につき、受託者の能力、権限および信託行為の定めに応じて検討を行ったうえで、受益者の著しい不利益を回避するために必要な措置を講ずる義務まで免除することはできないと解すべ

(205) Ⅲ.1.(3)(c) 参照。

(206) これらについては、信託法36条において委託者または受益者が受託者に対して報告を求めることができると規定されており、この報告請求権については信託行為の定めによる制限が許されない（信託法92条7号）。

(207) 信託目的、信託の性質および受託者の権限によって収集・調査すべき情報は異なる。例えば、いわゆる福祉型の信託であれば、受益者の状況を調査することは不可欠であるが、集団投資信託においては、信託財産に属する財産に関する情報を入手すればよいと思われる。

(208) 道垣内弘人ほか「信託法セミナー 受託者の義務(1)」ジュリスト1429号110頁（2011年）（沖野真已発言）も同旨を述べる。

きであろう。

3. 投資運用方法を規定する信託行為の定めと信託の変更

信託行為の定めによって、または委託者もしくは委託者が契約する第三者によって投資運用方法が指図される場合（特定金銭信託など）においては、管理運用に関する受託者の信託事務処理の範囲が限定されていると解することができる。このとき、受託者は信託行為の定めで規定された管理運用方法によって事務処理を行う義務が生ずる。換言すれば、信託行為の定めにおいて規定された方法に従って信託財産の管理運用をしておれば、原則として善管注意義務違反の問題は生じない。

しかし、アメリカのリステイトメントにおいては、委託者が予期しなかった事情が発生したため、信託行為の定めに従った管理運用を継続することが信託目的の達成を困難にする、または信託財産もしくは受益者の利益を相当程度損なうことが明らかなときには、受託者が裁判所に対して信託を変更する申立てを行う義務を負う場合があるとされており、この見解を支持する判例・学説も多い⁽²⁰⁹⁾。例外的な場合に限られるであろうが、受託者は、委託者が信託行為の時に予期しなかった事情が生じたとき、信託目的に照らして委託者の真の意思を探究し、かつ受益者の状況を勘案し、これにもとづいて裁判所に信託行為の定めの変更を求めなければならない場合があるとされている。信託の期間が長期に及ぶ場合には特に、このように解することができる。信託の目的に体现された委託者の意思にも受益者の利益にも合致するからである。

我が国では、信託法150条において、事情の変更にもとづいて裁判所が信託の変更を命ずることができると規定されている。同条1項は、「信託

(209) Ⅲ.3(2) 参照。

行為の当時予見することのできなかった特別の事情により、信託事務の処理の方法に係る信託行為の定めが、信託の目的および信託財産の状況その他の事情に照らして、受益者の利益に適合しなくなるに至ったときは、裁判所は、委託者、受託者又は受益者の申立てにより、信託の変更を命ずることができる。」と定める。また、裁判所による命令によらずとも、信託の目的に反しないことが明らかであるときには受託者および受益者の合意によって、また、信託の目的に反しないことおよび受益者の利益に適合することが明らかであるときには受託者の意思表示のみによって、信託を変更することができる（信託法149条2項参照）。

受託者は、信託の本旨、すなわち信託行為の定め⁽²¹⁰⁾の背後にある委託者の意図にしたがって、信託事務処理を行う義務を負う。また、委任契約においては、委任者の指示が不相当であることを、受任者が知っているまたは知るべきであった場合は、委任者に通知して指示の変更を求めるか、または指示から離脱する義務を負うとする見解が有力であり⁽²¹¹⁾、特に受任者が専門的な知識・経験を基礎として営業を行っている場合には、リスクの高い取引を行う顧客に対して積極的な指導助言をする義務が認められることが⁽²¹²⁾ある。このような義務は、信託行為の定めにおいて示された委託者の指図

(210) 寺本・前掲注(99)112頁、四宮和夫『信託法（新版）』247頁（有斐閣、1989年）。

(211) 鈴木録弥『債権法講義（4訂版）』668頁（創文社、2001年）、山本敬三『民法講義Ⅳ-1 契約』715頁（有斐閣、2005年）、潮見佳男『債権各論Ⅰ 契約法・事務管理・不当利得（第2版）』248頁（新世社、2009年）等参照。

(212) 証券取引について、大阪高判平成20年8月27日判時2051号61頁は、「誠実公正義務を負う証券会社は、個人投資家が多大な損害を被ることのないよう、適宜、積極的な指導助言をなすべきであった。」と判示して、証券会社の指導助言義務を認めた。また、最判平成17年7月14日民集59巻6号1323頁（証券取引において、適合性原則から著しく逸脱した証券取引の

が、信託の本旨に照らして著しく不適切となった場合にも、妥当するのではなからうか。さらに、投資商品販売者を投資者が信頼する継続的關係によって、一種の信認關係が形成されている場合には、投資者に対して適切な助言（ベスト・アドバイス）を行うことで投資計画に対して積極的に支援する義務を肯定する見解も有力に示されており⁽²¹³⁾、このことは、継続的な信認關係を基礎とする受益者（または委託者）と受託者との關係にも、当然に当てはまると考えられる。

したがって、例外的な場合に限られるが、委託者が予期しえなかった事情が生じたことによって、信託行為において定められた投資運用の方法が、信託目的および受益者の利益に照らして著しく合理性を欠く状態に至ったことを受託者が知り、または知るべきであったときには、定められた投資運用方法から逸脱することが、信託目的に合致し、受益者の利益を保護するためにも必要なのであるから、受託者一特に専門的な知識・経験にもとづいて営業を行っている受託者一は、信託の本旨に照らして、投資運用方法を受益者の利益に適合するように変更する義務を負うと解する余地がある。少なくともこのとき、受益者または委託者に対して、適切な投資運用方法につき助言する義務があるというべきではなからうか。例えば、投資を特定の銘柄の証券に限定する旨が信託行為において定められていたとし

勧誘は、不法行為法上も違法であるとしたが、本件では違法性が否定された事例)の補足意見は、次のように述べる。「経験を積んだ投資家であっても、オプションの売り取引のリスクを的確にコントロールすることは困難であるから、これを勧誘して取引し、手数料を取得することを業とする証券会社は、顧客の取引内容が極端にオプションの売り取引に偏り、リスクをコントロールすることができなくなるおそれが認められる場合には、これを改善、是正させるため積極的な指導、助言を行うなどの信義則上の義務を負うものと解するのが相当である」と。

(213) 潮見佳男『契約法理の現代化』131頁(有斐閣, 2004年)。また、後藤巻則「金融取引と説明義務」判タ1178号42頁(2005年)も同旨を述べる。

ても、投資成績の著しい悪化など委託者が予期しなかった事情の変更があったときには、受託者は、信託目的、受益者の状況に応じて、分散投資を認めるよう受益者もしくは委託者に助言を行う、または投資運用方法を規定する定めを変更して分散投資を行う義務があると解すべきであろう。

V. お わ り に

本稿では、アメリカ信託法における受託者の分散投資義務の内容を明らかにしたうえで、信託行為の定めの内容に応じて、集中的に投資したことに関する受託者の責任の判断基準を示し、受託者の注意義務を軽減することができる限界、受託者免責条項の有効性について検討を行った。また、信託条項において集中投資が命じられているときにおいても、受託者が信託条項を変更して分散投資する義務を負う場合があることを示した。

受託者の分散投資義務をめぐるアメリカ法を俯瞰すると、分散投資義務は絶対的な義務ではなく、その内容は受託者の裁量に委ねられている部分が多いのであるが、報われない非システムティック・リスクから受益者の利益を保護する手段としての分散投資の重要性は、強く認識されているといえる。アメリカにおける分散投資義務に関する制定法、リステイトメントおよび判例理論は、信託財産の投資運用に関して受託者の善管注意義務を軽減または限定する信託行為の定め解釈、受託者の善管注意義務を軽減することの限界、そして信託財産の管理運用方法を指図する信託行為の定めがある場合における受託者の義務について、我が国の法に対して一定の示唆を与えるものと思われる。

しかしながら、本稿では、投資運用に関する信託行為の定めが受託者の善管注意義務に与える影響について、様々な信託の類型に応じた詳細な検討を行うことができなかつた。その他にも残された課題は多い。まず、信
90(475) 法と政治 63巻2号 (2012年7月)

託行為において集中投資が特に許容される定め、または集中投資を命ずる定めがある場合において、受託者はデリバティブ取引などのリスクヘッジを検討する必要があるのかという論点が存在する⁽²¹⁴⁾。また、ラングバイン教授は、委託者が明らかに愚かな投資の指図をした場合には、それは恣意的な信託条項と同義であるとして効力を否定すべきと述べている⁽²¹⁵⁾が、アメリカ法における恣意的な目的と不合理な投資運用の定めとの関係も、興味深いテーマである。さらに、信託行為の定めにおいて投資運用方法が限定されている金融商品を販売する者は、受益者たる投資家に対して、その属性、理解能力等に応じて分散投資効果が減殺されるリスクについて説明義務を負うのかという点についても、検討する必要がある。

このように残された課題は多いが、本稿が、受託者の投資運用に関する善管注意義務をめぐる今後の議論の展開に寄与できるとすれば、望外の幸いである。

[後記] 本稿は、公益財団法人トラスト60の助成にもとづく研究成果の一部であり、関西信託研究会における口頭報告の原稿に加筆修正を行ったものである。同研究会においては、多くの貴重なご意見を頂いた。ここに記して感謝申し上げる。なお、本稿の誤り等の責任は筆者にある。

(214) See CHRISTOPHER P. CLINE, THE LAW OF TRUSTEE INVESTMENTS 50 (2009).

(215) Langbein, *supra* note 1, at 663; John H. Langbein, *Burn the Rembrandt? Trust Law's Limits on the Settlor's Power to Direct Investments*, 90 BOSTON U. L. REV. 375, 386-87 (2010).

Trust Terms and the Trustee's Duty of Care:
An Examination of Recent Cases in the United States
Regarding the Trustee's Duty to Diversify

Hitoshi KIMURA

Section 3 of the U. S. Uniform Prudent Investor Act provides that a trustee has a duty “to diversify the investments of the trust unless the trustee reasonably determines that, because of special circumstances, the purposes of the trust are better served without diversifying”. Given the widespread adoption of the Uniform Prudent Investor Act in the U. S., most trustees are bound by the principles set out by the Act unless the trust terms specify otherwise. This article explores a trustee's duty to diversify the trust investment, the circumstances that justify the retention of the concentration, and the standard of review by which the trustee's liability is to be determined when the trust terms abrogate the duty to diversify.

The duty to diversify is not absolute; there are a number of circumstances where a prudent fiduciary may conclude that other consideration outweigh diversification, including cases in which the tax cost of diversifying assets is too high, the trust property has a special relationship to the purpose of the trust, it is substantially difficult to dispose of the trust property because of the lack of the market, and so on.

Although it is a question of interpretation whether and to what extent and authorization in the trust instrument to retain property received as a part of the trust property dispenses with or modifies the trustee's normal duty to diversify trust investment, grants of discretion with respect to the investment are strictly construed by courts and do not ordinarily result in a broadening of the prudent investment standard.

A general authorization in the terms of the trust to retain investments received as a part of a trust estate does not ordinarily abrogate the trustee's duty with respect to diversification. A majority of the courts have held that

a clause authorizing the trustee to retain assets regardless of how disproportionate the investment is compared to the entire portfolio resulted in a waiver of the duty to diversify without a reference to the specific concentration. The fact that an investment is permitted, however, does not usually relieve the trustee of the fundamental duty to act with prudence. Thus, courts tend to hold that a permissive provision without a reference to the specific concentration does not relieve trustees from scrutiny under a prudence standard for investment decisions.

On the other hand, when a trust instrument specifically authorizes the retention of certain investments in disproportionate amounts, and contains an exculpatory clauses relieving the trustee of all liability for such retention, a majority of courts have held that such language in the trust instrument alters the prudence standard and renders it liable for breach of trust only in the event of an abuse of discretion.

According to the Uniform Trust Code section 814, notwithstanding the breadth of discretion granted to a trustee in the terms of the trust, the trustee shall exercise a discretionary power in good faith and in accordance with the terms and purpose of the trust and the interests of the beneficiaries. Therefore, regardless of the breadth of the discretion granted to the trustee with respect to the retention of the specific investment, the trustee has the duty to investigate information necessary to make prudent investment decisions, such as the need of the beneficiaries and the circumstances of the trust assets in order to keep abreast of changes in these factual circumstances, and examine with reasonable frequency whether the investment decision is contrary to the purpose of the trust and the interests of the beneficiaries.

Although trust instruments that abrogate the trustee's duty to diversify frequently contain exculpatory clauses that purport to relieve the trustee of liability for the retention of certain investments, such clauses are to be construed strictly against the trustee. In particular, an exculpatory term drafted by the trustee is considered an abuse of a fiduciary relationship unless the trustee proves that the term is fair and that its existence and

contents were adequately communicated to the settlor.

Trust terms may forbid the acquisition of certain types of investments or require that certain property be retained. Those mandatory provisions are ordinarily binding on the trustee when managing the trust assets. When compliance to the trust terms causes substantial harm to the trust or its beneficiaries because of a change in circumstances, however, the trustee may have a duty to apply to the court for permission to deviate from the terms of the trust.

These points of view obtained through an examination of U. S. case law will provide useful guidelines for Japanese trust law when construing trust terms that purport to lessen or limit the trustee's duty of care.