

早稲田大学審査学位論文（博士）

年金基金と年金運用業者における受託
者責任

—日本法の検討を通じた中国法への示唆—

早稲田大学大学院法学研究科

李 敏

目 次

はじめに

- 一．背景
- 二．問題の所在
- 三．本稿における検討の対象と順序

第一章 中国における年金制度の状況とその受託者責任

第一節 中国の年金制度

- 一．中国社会の背景
- 二．中国年金制度の発足と発展の経緯
- 三．中国年金制度の種類
 1. 中国の基本養老保険制度
 2. 中国の企業年金制度
 3. 個人貯蓄年金

第二節 中国の基本養老保険制度

- 一．中国の基本養老保険制度が直面する問題点
- 二．中国の基本養老保険の運用
- 三．全国社会保障基金の設立
- 四．「基本養老保険基金投資管理弁法」の公布
 1. 委託者
 2. 受託機関
 3. 託管機関
 4. 投資管理機関
 5. 投資
 6. 民事責任
 7. 問題点

第三節 中国の企業年金制度

- 一．企業年金導入の経緯
 1. 企業年金制度導入の初期段階（1991－2000）
 2. 企業年金制度の発展段階（2000－2003）
 3. 企業年金制度枠組みの形成（2004－）
- 二．2004年確定給付型の不採用と確定拠出型の導入

- 三. 中国企業年金の仕組み及び実務的な動向
- 四. 中国版確定拠出年金法（両弁法）の受託者責任規定
 - (一). 法の概要
 - 1. 立法の目的
 - 2. 公法規制及びその違反に関する私法的効果
 - 3. 当事者
 - 4. 規約
 - 5. ガバナンス
 - (二). 受託者が理事会である場合
 - 1. 理事会の構成員
 - 2. 理事会の専門性
 - 3. 企業年金理事会の法人格
 - 4. 理事会型の欠陥
 - (1). 法律地位が不明確
 - (2). 市場独立性
 - (3). 賠償能力
 - (4). 忠実義務、注意義務
 - (5). 監督
 - (三). 受託者が法人受託機関である場合
 - 1. 法人受託機関の責務
 - 2. 法人受託機関のメリット
 - (1). 法人受託機関の専門性及び営利性
 - (2). 法人受託機関の法人格
 - (3). 忠実義務及び注意義務
 - 3. 運営管理機関等の受託者責任
 - (1). 運営管理機関等の役割、個別の義務
 - ①. 口座管理人の業務
 - ②. 託管人の業務
 - ③. 投資管理人の職責
 - (2). 運営管理機関の注意義務、忠実義務
 - (3). 運営管理機関に対する監督、運営管理機関の義務違反の責任
 - 4. 企業年金の運用
- 五. 中国の企業年金制度における問題点—受託者責任を中心に

第二章 日本の年金制度

- 一. 日本の年金制度
- 二. 公的年金の積立金運用の歴史
 1. 年金制度の発足
 2. 年金資金の資金運用部への預託と
 3. 市場運用の開始
 4. 資産運用部への預託義務の廃止
 5. 年金資金運用基金
 6. 年金積立金管理運用独立行政法人
- 三. 厚生年金基金の積立金の運用
 1. 厚生年金基金の発足から80年代前半まで
 2. バブル経済の生成から崩壊とモダンポートフォリオ理論の導入
(80年代後半)
 3. 経済の低迷・運用の規制の撤廃(90年代前半—)
 4. 厚生年金基金の解散と代行返上

第三章 「受託者責任」の法概念について

- 一. 信託法理の起源
- 二. アメリカにおける商事信託
- 三. エリサ法と受託者責任
 - (一). エリサ法の概要
 - (二). 「統一基準」としての慎重人原則
 - (三). エリサ法の受託者責任
 1. 慎重人原則
 - (1). エリサにおける慎重人原則
 - (2). 慎重人原則の起源
 - (3). 第二次リステイトメント
 - (4). 第三次リステイトメント
 2. 分散投資義務
 3. 制度規約遵守義務
 4. 忠実義務
 5. 義務違反による受託者の責任
- 四. 日本における受託者責任の従来議論
 1. fiduciary duty (注意義務) と善管注意義務、注意義務について
 2. 専門家責任—従来のプロの注意義務論
 3. 注意義務と忠実義務の関係
 - (1). 会社法の場合
 - (2). その他の忠実義務と注意義務

- 五. 英米における受託者責任概念の継受
- 六. 年金関連法における受託者責任

第四章 日本の年金基金における受託者責任

一. GPIF の受託者責任

(一). GPIF のガバナンス

- 1. GPIF の委託者
- 2. 「中期目標」と「基本ポートフォリオ」を含めた「中期計画」
 - (1). 「中期目標」と「中期計画」
 - (2). 安全かつ効率的な運用と目標運用利回り
- 3. 理事長、理事と運用委員会、投資委員会
- 4. 運用部門

(二). 「年金積立金管理運用独立行政法人法」(GPIF 法) の規定

- 1. 年金制度内部者の受託者責任
 - (1). GPIF 法の目的
 - (2). 中期計画の制定に当たっての「専門的な知見」とその他の考慮
 - (3). 理事長等の管理運用業務に関する慎重な専門家の注意義務、忠実義務、禁止行為
 - (4). GPIF の役員及び職員の秘密保持義務
 - (5). 理事長等に対する監督、理事長等の義務違反の責任
 - 2. 運用機関の受託者責任
- #### (三). GPIF のガバナンス改革と受託者責任

二. 厚生年金基金と受託者責任

(一). 厚生年金基金のガバナンス

- 1. 基金の構成
- 2. 代議員会
- 3. 理事及び理事会と「運用基本方針」、「政策的資産構成割合」
- 4. 資産運用委員会、監事
- 5. 運用機関

(二). 厚生省による受託者責任ガイドラインの制定

(三). 「厚生年金保険法」及び「受託者責任ガイドライン」における 厚生年金基金の理事等の資産運用に関する受託者責任

- 1. 厚生年金保険法の目的
- 2. 理事の注意義務
- 3. 理事の忠実義務、禁止行為
- 4. 理事の運用受託機関の選任、監督義務

- 5. 資産の管理、すなわち分別管理義務
- 6. 分散投資義務
- 7. 理事の責任
- (四). 厚生年金基金の解散と受託者責任への影響

三. 確定給付年金と受託者責任

- (一). 確定給付年金の仕組み
 - 1. 規約型
 - (1). 掛金の拠出者
 - (2). 規約
 - (3). 積立金の管理、運用
 - (4). 分散投資義務
 - 2. 基金型
 - (1). 規約
 - (2). 規約基金の組織
 - (3). 積立金の管理、運用
- (二). 「確定給付年金法」と受託者責任
 - 1. 事業主
 - 2. 理事
 - 3. 資産管理運用機関

四. 確定拠出年金と受託者責任

- (一). 当事者
 - (二). 実施者である事業主に求められる役割
 - (三). 管理、運用に当たって事業主に求められる責務及び受託者責任
 - 1. 事業主の役割及び責務
 - 2. 事業主における受託者責任
 - 3. 事業主に対する監督、事業主の義務違反の責任
 - (四). 運営管理機関等の責務及び受託者責任
 - 1. 運営管理機関の責務
 - 2. 運営管理機関の受託者責任
 - 3. 運営管理機関の役割、義務、義務違反の責任
 - (五). 資産管理機関の責務及び受託者責任
 - 1. 資産管理機関の責務
 - 2. 資産管理機関の受託者責任
 - (六). 商品提供金融機関の責務及び受託者責任
- ### 五. 小括
- (一). 忠実義務

1. 忠実義務についてのまとめ
 2. 契約関係と受託者責任
 3. エリサにおける忠実義務との差異
- (二). 注意義務
1. 注意義務についてのまとめ
 2. 「客観的」注意基準
 3. 専門家としてのより高度な注意義務

第五章 日本の年金基金の運用業者における受託者責任

第一節 信託と契約に関する日米の学説

一. アメリカ法における信託と契約の関係に関する学説

- (一). 通説
- (二). 「信託は契約である」とのラングバイン教授の説
- (三). 「信託は契約ではない」とのフランケル教授の説

二. 樋口教授の信託法理と契約法理の相違に関する見解

三. 日本法におけるその他の信託法理と契約法理に関する学説

第二節 年金基金の運用機関における受託者責任

一. 運用機関の受託者責任について検討する意義

二. 年金の受託者責任の特徴

第三節 信託銀行の受託者責任

一. 信託法における受託者責任

二. 信託の改正による任意法規

三. 信託銀行と受託者責任

(一). 指定金銭信託である場合

1. 仕組み
2. 受託者責任
 - (1). 金商法における規定
 - (2). 信託業法における規定

(二). 年金特定金銭契約である場合

1. 仕組み
 - (1). 誰が委託者か
 - (2). 運用裁量権の所有
2. 受託者責任
3. AIJ事件後の法改正

第四節 生命保険会社の特別勘定と受託者責任

1. 一般勘定
2. 特別勘定

第五節 信託法における受託者責任と年金における受託者責任

- 一. 仕組み
- 二. 受託者責任
 1. 金商法における規定
 2. AIJ事件後の改正
- 三. 実務上契約による責任関係の明確化
 1. 運用業者の評価、選定、契約時
 2. 投資の基本スタンス
 3. 投資対象の選定
 4. 売買の発注、約定

第六節 年金基金と年金運用業者の受託者責任の関係

- 一. 研究報告書の背景
- 二. 投資顧問業者の注意義務について
- 三. 年金基金の理事の責任と投資顧問業者の受託者責任の関係
- 四. 小括

第六章 年金基金と運用業者に関する事例分析

第一節 信託銀行の年金信託契約における合同運用義務、アセット・ミックス遵守義務

第二節 投資顧問業者の投資一任契約におけるアセット・ミックス遵守義務

第三節 信託銀行の年金信託における注意義務—分散投資助言義務

第七章 日本の年金基金の議決権行使と受託者責任

- 一. 年金と株主議決権行使
 - (一). 公的年金の株式への投資
 - (二). 株式議決権を行使する理由
 - (三). 受託者責任としての議決権行使
- 二. 年金基金の運用業者と株主議決権行使
 - (一). 年金基金の株主議決権を行使する主体
 1. 公的年金の場合
 2. 厚生年金基金の場合
 - (二). 運用業者の議決権行使に関する法令上の根拠の有無
 - (三). 投資一任業者の株主議決権行使と受託者責任
 1. 投資一任業者の株主議決権行使の開始

2. 投資一任業者が株主議決権行使を行う法律的根拠
3. 投資一任業者の株主議決権行使と受託者責任
4. 投資一任業者の株主議決権行使における立場

第八章 年金基金及び運用業者の受託者責任から見た日本版スチュ

ワードシップコード

- 一. 日本版スチュワードシップコードの背景及びその後の動き
- 二. スチュワードシップとは
- 三. スチュワードシップと fiduciary duty の関係について
 1. ハードローとソフトローの立場から
 2. 対象となる機関投資家の範囲の立場から
- 四. 日本版スチュワードシップコードの概要
- 五. 年金基金の受託者責任から見た日本版スチュワードシップコード
 1. 原則 1 との関係から
 2. 原則 3、4 との関係から
 3. 原則 5 との関係から
- 六. 小括

第九章 中国法に与える示唆

はじめに

(1) 問題意識

日本では 2012 年 2 月「資産運用に係るスキャンダル」が国会、マスコミを中心に盛んに論じられていた¹。

AIJ 投資顧問は 1989 年設立し、2002 年ごろから中小企業の厚生年金基金の運用を始めた。株価指数のオプションの売りなどで相場変動に左右されずに安定して高い収益を上げる「絶対収益」の獲得を目指す運用戦略を掲げ、運用開始以来、最大で 240%の利回りを確保していると虚偽の基準価額や当該基準価額に基づく運用実態が記載されたパンフレットを配布し顧客を勧誘して厚生年金基金から合計 1458 億円を集めた。AIJ は集まった資金で AIJ が同じカリブ海の英領バージン諸島に作ったペーパー会社に融資したり、また日経平均の株価指数を売買する権利（オプション）などにも受託資金を投資したが、運用損失 1092 億円や高額の委託手数料と報酬などでほとんどを消失し、AIJ に 2012 年 3 月 16 日時点で残っている資金は 60 億円程度だった。2009 年 2 月以降 AIJ は新規の契約で得た委託料の大半を運用せず、解約者への払戻しに充当する自転車操業であったとも報道されていた。

事件発覚後、関東財務局は 2012 年（平成 24 年）3 月 23 日と 8 月 10 日には、AIJ 投資顧問およびアイティーエム証券に対して登録取消しの行政処分を行った。また証券取引等監視委員会は 7 月 9 日と 30 日に、AIJ 投資顧問、同社代表取締役・取締役及びアイティーエム証券代表取締役を投資一任契約の締結の嫌疑で刑事告発し、東京地方検査庁は、これら 3 名を金融商品取引法の偽計取引及び刑法の詐欺罪で起訴した²。同社元代表取締役、浅川和彦被告（61）ら 3 人の判決公判で、東京地裁は 2013 年 12 月 18 日、浅川被告に求刑通り懲役 15 年を言い渡した。同じ罪に問われた同社元取締役、高橋成子被告（54）と AIJ 傘下のアイティーエム証券元社長、西村秀昭被告（58）はそれぞれ懲役 7 年（求刑懲役 8 年）とされた。この 3 人にはさらに約 156 億 9 千万円の追徴を認め、銀行口座に残っていた約 5 億 6 千万円を没収した。浅川、西村両被告は判決を不服として即日、控訴した³。

AIJ 事件は投資運用という次元を超えた詐欺的投資事件として捉えられたこ

¹ 日本経済新聞 2013 年 12 月 18 日社会。 http://www.nikkei.com/article/DGXNASDG18015_Y3A211C1MM0000/

² 証券取引等監視委員会ホームページ http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2012/2012/20120709-1.htm により入手した。

³ 証券取引等監視委員会ホームページ http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2012/2012/20120709-1.htm により入手した。

とになる。AIJ 事件を契機に厚生労働省は厚生年金基金制度廃止(基金の解散)の方向性を打ち出し、社会保障審議会年金部会の専門委員会はそれを追認した。

AIJ 事件は従来厚生年金基金を当たり前に運用のプロと認識していたことについて真正面から疑問を投げかけたことになり、年金基金は運用のプロであるか否かを始め、年金基金と運用業者の受託者責任の関係まで再び問題提起がなされた。もっとも、AIJ 事件は詐欺事件であり、それを理由に基金の解散を行うことに正当な理由があるかは疑わしい。むしろ、これ以上の惨状を覆い隠そうとの意図があったのではないかの疑念すらないではない。

日本において、民法学者によってなされてきた信託法研究は民事信託を想定するものであったが、民事信託の本質は、財産の存在と委託者の意思にある。すなわち、委託者の意思を基礎とする「信託目的」に従って、財産の管理または処分を受託者が受益者のために行うのが信託法の想定する信託の本質的特徴である。

しかし今日の日本において、事業や金融との関係で語られるのは商事信託である。これはマーケットの意思、即ち、多数の受益者の資産運用のために信託の仕組みが利用される運用型商事信託が中心的な関心事となってきた。ここでは個々の委託者の意思より、むしろ「マーケットの意思」のほうが重要であり、マーケットの意思によって成立する信託関係において、だれが委託者となるかは相対的に決定されるというのが実体に近い。そのため、商事信託における信託目的は、「マーケットの意思」に従った、あるいは「マーケットのニーズ」に適合した「アレンジメントの管理」および「実行」であるととらえるべきという指摘⁴がなされている。ここでマーケットの意思とはマーケットを活用するように設計された信託関係であり、「意思」というのも信託関係の設計図のあり方を表現するものである。

本稿の検討対象である年金基金及びその運用業者はまさにこの運用型商事信託の一類型であるが、従来の民事信託で提唱されてきた委託者の意思に従うといっても、たとえば不特定多数の労働者全体の意思をひとつひとつ確認しなくてはならないとしたら、そもそも運用はありえないことになる。不特定多数の労働者の年金運用のような場合には、受益者の意思を常に確認することができないために、だからこそそれに代わって要求されるのが受託者責任である。ここでは、制度の公益性が重視されており、特定のファンドや資産家のために、契約ベースで運用されるという意味での商事信託とは様相を異にする。本稿では資産運用には、プロ対プロ、プロ対公衆、公衆に責任を負うべきプロとプロ、といった局面の相違に相応しい運用業者の責任を問題にする。そうした局面の相違を、市場の構造に応じた専門家責任として捉え、そうした意味において商事信託概念を理解する。本稿では以下、問題を公的年金の場合と企業年金である場合に分けて論じることとする。

⁴神田秀樹「商事信託の法理について」信託法研究第22号(1998年)50頁参照。

(2) 日本の厚生年金制度の概要

日本の厚生年金制度は、民間企業または特定の職域を母体として設立される厚生年金基金が、国の行う厚生年金保険の老齢厚生年金の給付を一部代行するとともに、事業主の負担能力に応じて給付額を上乗せする制度である。厚生年金基金は1967年制度発足以来徐々に市場運用し始めたが、バブル経済の崩壊以降は、厚生年金基金の資産運用めぐる環境は大きく変化した。一つは予定金利⁵である。1996年度までは日本経済の高度成長だったため予定利率は全基金一律に5.5%と規定されていたが、厚生年金基金制度は「公的年金制度である厚生年金制度の代行機能を与え」て、基金独自の資産運用を可能としたため、高度成長時代の高い実質運用利回りと相対的に低い予定利率との差額である「巨額の利鞘」を一時的に享受した。しかしバブル崩壊後、低金利時代のなかで、従来の5.5%という予定利率を固定した財政方式では基金の運営は成り立たなくなった。すなわちデフレ経済下では「巨額の利鞘」が容易に「巨額の利差損」へと転換した。そこで、1997年度以降の予定金利は自由化され、「10年物国債応募者利回りの平均を下限」として金融市場実勢を反映した各基金の自己責任となった⁶。しかしそれにもかかわらず、現在でも大半の基金は上乗せ部分の予定利率を5.5%のままに設定している⁷。

もう一つは規制緩和である。従来運用、拡大運用の区分が完全撤廃され、厚生年金基金の自主運用の資産規模も拡大された。また、長年の投資規制である5:3:3:2（安全資産：株式：外貨建て：不動産）規制が廃止されることによって運用の自由化がますます進む一方、基金側における運用の裁量も一層拡大されたが⁸、その裁量権にはルールも必要かつ重要となってきた。すなわち、「お任せ運用」から脱却し、自己責任原則によって資産配分を行うとともに、運用業者を選択し、運用業者に対し遵守すべき事項を明確に示し、管理するということになっているが、ここには年金法人および運用業者の高度な受託者責任が求められる。従って、年金の法人および運用機関の受託者責任の配分を明確にするのも喫緊の課題となっている。

これを背景に企業連合会（旧厚生年金連合会）では平成8年6月「わが国における受託者責任の確立に向けて（第一次報告）」と題する報告書を公表した。これは、基金のみならず運用機関も含め受託者責任の意義や問題点を包括的に指摘した報告書であり、その後の検討の道筋をつけるものであった。その後、

⁵ 「予定利率」とは、事前積立型年金における基礎率の一つで、「資産運用の見込み収益率」を意味し、年金給付額が一定の場合には、予定利率が高いと掛金率が低くなり、逆の場合には高くなる。渡部記安「AIJ投資顧問事件（上）」時の法令1906号（2012）60頁参照。

⁶ 渡部記安「AIJ投資顧問事件（上）」時の法令1906号（2012）60頁参照。

⁷ 松尾直彦「企業年金問題と役員の実務責任—AIJ事件を契機として—」月刊監査役604号（2012）22頁参照。

⁸ 神田秀樹「厚生年金基金の受託者責任ガイドライン」ジュリスト1128号（1998）32頁参照。

平成 10 年 3 月に第二弾の報告書である「受託者責任ハンドブック（理事編）」を発刊し、平成 12 年 4 月には「受託者責任ハンドブック（運用機関編）」を公表した⁹。また、平成 9 年 3 月に厚生省は「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」を公表¹⁰し、平成 13 年 9 月には、日本証券投資顧問業協会は「投資顧問業者の注意義務について」との報告が発表された¹¹。

一方で、厚生年金基金制度は昭和 29 年制定された「厚生年金保険法」及び一部の関連する法令によって規制される。当該法律によると年金給付等積立金の運用は厚生年金保険法 136 条の 3 第 1 項 1～3 号（以下同法と称する）により、信託銀行、生命保険会社または投資顧問会社または生命保険会社に委託して運用を行う。したがって、運用業者の受託者責任はそれぞれ、信託法、信託業法、金融商品取引法、保険業法がそれぞれ適用されるが、公的年金は、年金の立場からみれば、法的スキームの相異によって受託者の有無やその内容が異なるということは不都合であるとの問題点があった。具体的には以下のようなものである。

信託銀行の場合、旧信託法第 22 条の規定は、忠実義務に関する規定であると解されているが、固有財産による信託財産にかかる権利の取得を原則として禁止するという規定であり、公的年金の資産運用が直接導かれるのか疑問であった。また、注意義務の場合は信託法第 20 条の規定によるが、注意義務の程度は「善管注意義務」とであると解されているが、具体的な内容は不明確である。

投資顧問業者の場合、第 21 条、第 30 条の 2 で忠実義務の規定が設けられ、第 22 条、第 30 条の 3 で禁止行為が列挙されているが、注意義務については何も規定されていない。

生命保険会社の場合、一般勘定、特定勘定の各契約の特性に応じた保険契約者保護の仕組みになっている。特定勘定については、運用リスクを年金が負っており受託者責任を否定すべきではない。しかし、特定勘定については契約により「誠実運用義務」が規定されているが、その内容は明らかではない。なお一般勘定について、受託者責任の規定が適用されるべきか否かは必ずしも意見の一致が見えなかった。

ところが、従来の問題点は、横断的、包括的に金融サービス業者に受託者責任を負わせることを目的として、2007 年 9 月 30 日から施行された「金融商品取引法」によって法規制の統一化の問題は解決できた。ただ、注意義務の内容の解釈の問題は依然として残されている。

一方、2007 年 9 月には、また任意法規化を目指す「新信託法」も改正されたが、それも運用機関の受託者責任に影響を与えている。

⁹ 厚生年金基金連合会受託者責任研究会『受託者責任ハンドブック（運用機関編）』（厚生年金基金連合会、2000）4 頁参照。

¹⁰ 「厚生年金基金の受託者責任ガイドライン（参考資料）」ジュリスト 1128 号（1998）34 頁参照。

¹¹ 社団法人日本証券投資顧問業協会「投資顧問業者の注意義務について」（「投資顧問業者の注意義務研究会」報告書）日本証券投資顧問業協会ホームページ <http://jsiaa.mediagalaxy.ne.jp/> より入手した。

(3) 中国の年金制度の概要

中国の年金制度は公的年金である基本養老保険、半強制的な企業年金、個人貯蓄年金からなっている。

中国の公的年金である基本養老保険の発足は1951年に公表された「中華人民共和国労働保険条例」の後に条例改正によって、企業正規従業員を対象として導入された。1997年には統一的企業従業員基本養老保険制度の創立の時期を実現する改革を行ったが、この改革によって計画経済下の企業福利から決別し、社会保険としての新しい年金保険体制へと第一歩を踏み出した。

基本養老保険は都市部を中心に強制加入を前提として運営される制度で、政府、企業、個人の三者が負担し、社会プールと個人口座の組み合わせからなっている。1997年7月16日の『決定』によれば、雇用部門と従業員はそれぞれ毎月一定の割合、つまり、企業は企業の給与総額の20%、個人は本人の月収の8%を負担して、保険料を納付するものとされている。したがって、社会保険機構は従業員各人の年金保険個人口座を作って、従業員各人が納めた額を全て個人の保険口座に記入するほか、企業の納入部分の一定の割合（原則3%）も算入するが、両者は合算すれば、従業員の月収の11%となる。企業のその他の納付部分は社会プールに参入される。

一方、従業員が退職後に受け取る年金は二つの部分で構成されているが、一つは、基礎年金として退職時の当該地域の平均的月収の20%、もう一つは個人口座に記載された累計額の120分の1が支給される。その後の2005年の決定では、社会プールの月額給付について、給付の基準となる賃金を地域の平均給付について、給付の基準となる賃金を地域の平均賃金と本人の加入期間の平均賃金の平均とし、かつ加入年数を100で除した割合を掛けた水準にするとした。また、個人口座については、従業員の定年退職時の都市部人口の平均寿命、本人の退職年齢、利息等の要素により確定した給付月数で、積立金額を割って給付することとした¹²。

社会プールは世代間扶養の考え方で現役世代の保険料で退職者の年金を支払う賦課方式で運営され、個人口座は従業員が納付した保険料を定年退職後の年金給付に当てる積立方式で運営されるという制度設計となっている。

しかしながら、年金の成熟度が高くなっていることに加え、年金改革前の退職制度の下で保障されてきた高い年金の支給水準を、新たに導入した年金保険の保険料で賄う仕組みになっているため、基本養老保険金の大部分を年金支給に使い切ってしまう、個人口座の積立ができない状態にある。それに各地方で国有企業改革に伴う退職者への給付圧力や当地のインフラ整備等の財政支出を優先した歴史的経緯により、これらの財源が基本養老保険金の社会プールから流用され同プールが慢性的に赤字となり、個人口座からその不足分が流用されたため発生した、過去のいわゆる「カラ口座」の問題を引きずっているため、

¹² 関根栄一「中国の公的年金運用について」年金と経済 28 巻 1 号 (2008) 49 頁。

中央や地方の財政から毎年財源の補填がなされている¹³。このように、中央と地方の財政収支を合わせて全体を見ると毎年の赤字状態が拡大する傾向を示している。

そのため、年金の投資運用が盛んに行われてきたが、1995年の決定によると、基本養老保険金の目的外流用を禁じた上で、基本養老保険の個人口座に銀行預金金利を参考に利息を付すこと、2ヶ月分の保険金給付額を留保した上で、基金財産は専用口座で管理し国債で運用することが明記されていたが、実際は各地方毎に中央の人力資源・社会保障部の出先機関が、銀行預金や国債を組み合わせた様々な形で運用を行っている¹⁴と推測がなされている¹⁴。

また、2000年8月に年金制度改革を進める一方で、基本養老保険基金を含む社会保険基金の将来の給付財源不足に備え、最終的なセーフティネットの役割を果たす「社保基金」を設立した。

一方で企業年金の場合、1980年代中頃に、一部の国有企業で、年金の上乗せ制度として採用されたことに端を発するが、1995年労働部が発した『企業補充年金保険制度の確立に関する意見』により具体的な運用が定められ、スタートされた。2004年前は、殆どが年金資金と企業または政府から分別管理されていなく、しかも市場化されていなかったが、2004年4月に公布された「企業年金試行弁法」と「企業年金基金管理試行弁法」によって信託型及び投資運用を規制することを内容とする新しい制度枠が制定された両弁法により、企業年金は企業・従業員両者が拠出する確定拠出型・個人口座方式であり、資格を持つ機関、具体的には受託者（運用管理機関に相当）、口座管理人（レコードキーパーに相当）、託管人（カストディアンに相当）、投資管理人（運用会社に相当）により相互チェック機能を働かせる、信託型の企業年金制度の枠組みを構築した。しかしながら受託者責任の規定が曖昧で抽象的であり、他運営管理機関との法的関係の整理がされていないため、実務上受託者責任の形骸化空洞化という問題が起きている。

（4）中国の問題意識

他方で、「一人っ子政策」によって少子高齢化が進む中国で、将来の給付財源不足に備えるため、様々改革を行うとともに、2006年には、上海市の部分政府官僚が社保基金 34.5 億人民元を不当に流用し、委託運用の方法によって私的な投資活動を行ったのが発覚し、それにかかわる上海市市長陳良宇氏等をはじめ、多くの官僚達が起訴され、政治汚職事件として十数年の有罪判決が下された¹⁵。この事件をきっかけに全国社保基金の仕組み作り、及び投資運用の規範化、

¹³ 関根・前掲注(12)50頁。

¹⁴ 関根・前掲注(12)50頁。

¹⁵ 《中央调查组进驻上海清查 34 亿社保腐败案》，《华商网-华商报》

http://hsb.huash.com/2006-08/27/content_5687347.htm(2006年8月27日)

企業年金の仕組み改革、投資運用の規範化とう問題も議論されるようになった。

中国の年金基金の問題は年金基金の市場運用の仕組み作りがまだ緒に就いたばかりである。本稿は中国の問題点を念頭に置きつつ、日本における年金基金及び運用の法整備の状況を考察し、さらにその原点にある英米法の概念について検討することで、中国に対する示唆を得ようとするものである。なお、日本で盛んに議論されている年金基金と運用業者の受託者責任の問題は、現時点で中国では問題にはなっていないが、本当は現時点で直面しており、実際上もこの先必ず意識されることになる課題であるので、この議論を特に重視したい。

(5) 本稿における検討の順序

このあたり、まず、中国における年金制度の状況と公的年金と企業年金の受託者責任について紹介し、つぎに日本における年金制度、即ち、公的年金の仕組み及びその受託者責任、厚生年金基金の仕組みその受託者責任、確定給付年金・確定拠出年金の仕組みと受託者責任について各自まとめることとする。その後、運用業者である信託銀行、投資顧問業者、生命保険会社の受託者責任についてまとめた後、年金基金と運用業者の受託者責任の関係に焦点をあて、その理論的考察や事例分析を行う。まず、この問題の理論的考察の根本である、英米法の信託概念を受け入れた日本法における信託法理と契約法理の関係、また信託法理の中での忠実義務と注意義務の関係について、検討したい。次に日本の運用機関である信託銀行、投資顧問会社、生命保険会社の受託責任について着目したい。具体的には以下のようなものである。

第一章では中国の年金制度について紹介する。中国の年金制度の発足と発展の経緯、中国年金制度の種類について紹介した後、中国基本養老保険制度及び企業年金制度の仕組み、法規制、及びその問題点について指摘する。

第二章では日本の年金制度について紹介する。日本の年金制度、年金積立金運用の歴史、年金積立金管理運用独立行政法人及び法、厚生年金基金及びその受託者責任、確定給付年金及びその受託者責任、確定拠出年金及びその受託者責任規定の順に紹介したいと思う。

第三章では受託者責任という大きな法概念について専ら検討したいと思う。この中では日本の年金法制に大きく影響を与えたアメリカのエリサ法について触れることを予定としている

第四章では公的年金及び企業年金に分けてそれぞれの仕組み及びその受託者責任について検討を行う。

第五章では年金運用業者における受託者責任に焦点をあてて検討を行う。

第六章では年金基金と運用業者に関する事例分析を行う。

第七章では日本の年金基金の議決権行使と受託者責任について論じ、第八章では最近盛んに論じられている日本版スチュワードシップコードと受託者責任の関係について論じ、両者の関係を明らかにすることを試みる。

第九章では日本の年金基金および運用業者の受託者責任の関係を考察した後、中国の年金基金制度に与える示唆を指摘することを試みる。

第一章 中国における年金制度の状況とその受託者責任

第一節 中国の年金制度

一. 中国社会の背景

社会主義市場経済体制の確立を目指して、一連の改革がなされている中国において「共同富裕」を達成するため、社会保障制度は「社会分配の柱」と位置づけられている。一方、世界の総人口の五分之一を抱えている人口超大国である中国は、「一人っ子政策」の採用によって、かなりのスピードで高齢化が進んでいることもあり、高齢化対策として年金制度は一つの課題になっている。中国の年金制度において、従来の国有企業の従業員、公務員、農民ではなく、個人経営者、郷鎮企業の従業員、毎年出稼ぎしている都市戸籍を持たない就業者などの急速に増加している経済活動の主体が急速に変化する中国の現状に直面している中で、中国の社会主義思想の根幹である「平等理念」と市場経済の「効率性」との整合性を如何に年金制度のなかで確保、実現するか、また積立金不足の問題をどのように解決するかが問題になっている。

一方で、年金積立金運用市場である中国証券市場の形成の経緯をみると中国証券取引所は、中国政府の新中国の経済再建に必要な資金を調達するために1949年6月天津、1950年2月北京に開設されたが、経済回復に伴って様々な要因により1952年末に閉鎖された。

1956年中国には旧ソ連の経済体制をモデルとしたいわゆる「計画経済」¹によって証券市場は中国から消滅した。しかし1978年の中国共産党第11次大会の第3次会議で、国内では「計画経済」から「社会主義商品経済」へ移行とともに新しい資金調達ルートの出現が期待されるようになったが、やがて1991年7月に深セン証券取引所、12月には上海証券取引所が開設された。このような中で「中国会社法」が1994年7月に施行され、「中国信託法」は2001年10月から施行され、「中国証券法」は2006年1月1日から施行されるようになった。これは中国証券市場の本格的な発展の時代に入ることを意味する²。

このような資本市場の発展段階に入った証券市場において年金基金の運用のあり方が問題になっている。

二. 中国年金制度の発足と発展の経緯³

1 相沢幸悦等『中国の株式会社制度と証券市場の生成』（財団法人日本証券経済研究所・1995）36頁。

2 相沢・前掲注(1)。

3 呉限＝柿本国弘「日本と中国における公的年金制度の比較的考察—中国の公的年金制度改革課題の視点から—」岐阜経済大学論集 39 卷 3 号（2006）62 頁以下参照。

中国の年金制度は都市部と農村部とに区別されて発展してきた。一方、党・行政政府の公務員の年金は行政経費であり、保障基準は高いことから、本来であれば他の基金と合体させることが望ましいが、政府は、これを都市の職員・労働者年金制度と合体させるという考えはないとされていた⁴。

中国の農民年金は1986年に導入実験を開始し、1991年には個人口座制を採用、政府の推進策もあり、1998年には加入者が8025万人、農村労働者の5分の1、農村人口の10分の1を占めることになった。この農村年金保険は、農村部労働者を対象とし、個人・郷鎮企業の保険料と県政府の支援からなる。個人口座は全額加入者の所有となり、支払いは加入年数、積立額、金利水準によって決まるため、優れた預金制度であるといえる。

本稿では都市部の年金制度（以下では「中国の年金制度」とする）に注目して見ることにする。

中国の年金制度の発足は1951年に公表された「中華人民共和国労働保険条例」の後に条例改正によって、導入された企業正規従業員を対象とした公的年金制度の導入である。具体的には一定規模の国有企業と公私合営企業は、従業員の賃金総額の3%を労働保険金として「全国総工会」（全国労働組合に相当）に拠出し、これをもとに退職後の老齢年金を支給する労働保険が制度化されたものである。その後1955年には、「国家機関人員の定年退職に関する暫定弁法」が公布され、国家機関・事務部門に定年退職制度、年金保険制度が導入されており、1958年には「労働者、職員の定年退職に関する国務院の暫定規定」が公布されて、一時的ではあるが、二つの年金保険の統合が試みられている。

しかし、1966年から1976年に至る文化大革命によって、総工会は労働保険の運用などの活動の停止を余儀なくされ、国営企業、公私合営企業が代わりに企業ごとに労働者の引退後の生活保障を担うことになっていた。その結果、中国の年金制度は、1960年代末頃から「企業保険」へと変貌を遂げた。なお、ここで問題となったのは、年金支給の停滞や企業間格差が拡大するという矛盾を生み出したことであった。

この問題を解決するために、企業間の年金格差を調整する社会プールを設立し、社会プールされる年金基金の管理は個別企業ではなく、企業が所在している地方政府に委託することとされた。しかし、今回は各地での保険料率の違い、受給額の各地での格差拡大、年金基金の流用など、制度や管理の統一が困難であることに基づく混乱が生じたため、1997年には統一的企業従業員基本養老保険制度の創立の時期を実現する改革を行った。この改革は一連の改革開放政策の一環と位置づけられ、計画経済下の企業福利から決別し、社会保険としての新しい年金保険体制へと第一歩を踏み出した。

「改革開放」前には、国家が企業を通して従業員に与え、個人は保険料を負担しなかった。年金運営は企業内で行われた。「改革開放」後は、従業員は自分

⁴ 呉限＝柿本国弘・前掲注(3) 81頁参照。

の給与から年金保険料を分担し、年金の運営・管理は企業から独立し、地方政府へと移行した。これは年金の「社会化」であり、現代中国に適合した年金制度への接近といえる⁵。

従来の年金制度は、一元的かつ単一的な公的保障であったが、政府改革を通して、基本養老保険、企業年金、個人貯蓄の三つの柱からなる年金保険制度が形成された⁶。

三. 中国年金制度の種類

1. 中国の基本養老保険制度

基本養老保険は都市部を中心に強制加入を前提として運営される制度で、政府、企業、個人の三者が負担し、社会プールと個人口座の組み合わせからなっている。1997年7月16日の『決定』によれば、雇用部門と従業員はそれぞれ毎月一定の割合、つまり、企業は企業の給与総額の20%、個人は本人の月収の8%を負担して、保険料を納付するものとされている。ただ、個人の負担する月収の8%に関しては、「1997年の時点では個人の月収の4%を下回らない」とされ、「1998年から2年ごとに1ポイント引き上げ、最終的に、個人の納入を8%にする」とされている。したがって、社会保険機構は従業員各人の年金保険個人口座を作って、従業員各人が納めた額を全て個人の保険口座に記入するほか、企業の納入部分の一定の割合（原則3%）も算入するが、両者は合算すれば、従業員の月収の11%となる。一方、従業員が退職後に受け取る年金は二つの部分で構成されているが、一つは、基礎年金として退職時の当該地域の平均的月収の20%、もう一つは個人口座に記載された累計額の120分の1が支給される。その後の2005年の決定では、社会プールの月額給付について、給付の基準となる賃金を地域の平均給付について、給付の基準となる賃金を地域の平均賃金と本人の加入期間の平均賃金の平均とし、かつ加入年数を100で除した割合を掛けた水準にするとした。また、個人口座については、従業員の定年退職時の都市部人口の平均寿命、本人の退職年齢、利息等の要素により確定した給付月数で、積立金額を割って給付することとした⁷。

社会プールは世代間扶養の考え方で現役世代の保険料で退職者の年金を支払う賦課方式で運営され、後者の個人口座は従業員が納付した保険料を定年退職後の年金給付に当てる積立方式で運営されるという制度設計となっている。また、基本養老保険の個人口座は、転職時に転職先に移管できるポータビリティも兼ね備えている。

⁵ 劉曉梅、仇雨臨「中国の新年金制度—その仕組みと特徴」賃金と社会保障 1312号(2001)56頁。

⁶ 劉曉梅、仇雨臨・前掲注(5)57頁。

⁷ 関根栄一「中国の公的年金運用について」年金と経済 28巻1号(2008)49頁。

また、基本養老保険、医療保険、労災保険、失業保険、出産保険の五つから構成されている社会保険を統一かつ整合的に律するために、2008年12月28日には「社会保険法（草案）」が公表された。草案の中、基本養老保険は政府、企業、個人の三者が負担し、社会プールと個人口座の組合せから成るといった従来の制度設計を確認しつつ、加入者の受給権の強化や、基金の全国プールの実現と管理監督の強化に関する規定が盛り込まれている⁸。

ただし、基本養老保険基金の省レベルでの社会プーリングは2009年末には実現されているが、全国レベルのプーリングは未だに実現出来ていないのが現状である。基本養老保険基金の全国レベルのプーリング化に当たっては運用体制の確立も不可欠であるが、体制が整うまでは全国社会保障基金への委託運用枠を拡大して対応する推測がなされている⁹。

基本養老保険基金の投資管理運用に当たり、2015年8月23日に、国務院は「基本養老保険基金投資管理弁法」を公布し、省レベルの政府が各地方において投資可能な養老基金を省レベルの社会保障専門口座に集め、国務院によって授権された養老基金管理機構で統一的に投資運営を行うことにした。

一方で、中国政府は2000年8月基本養老保険基金を含む社会保険基金の将来の給付財源不足に備え、最終的なセーフティネットの役割を果たす全国社会保障基金（以下では「社保基金」とする）を設立した。

2. 中国の企業年金制度

基本年金保険制度は強制加入によって実施されているが、企業補充年金（以下では企業年金と称する）は企業が自主的に実施する非強制的または半強制的な制度である。「半強制的」とは、企業が一定の利益指標に達したのちに、従業員のために補充年金に加入しなければならない制度であるからである。

企業年金は1991年以来の関係法令が明確に規定しているが、1995年労働部が発した『企業補充年金保険制度の確立に関する意見』により具体的な運用が定められ、スタートされた¹⁰。「意見」によれば、企業年金は大企業においては単独で、中小企業においては共同もしくは業界全体で設立することができるものとされている。また、企業年金は基本年金とは異なり、自由に選択できる保険料のランクが設けられている。また、その資金は主に企業の単独拠出で賄う方法がとられている。企業年金は企業の発展度合いに合わせて新設したり、継続・中断など変更したりすることができる。また、分配計画、分配レベル、運用制度については各企業が独自に決定することができる。

⁸ 関根栄一「中国の社会保険法（草案）の公表と公的年金制度改革」季刊中国資本市場研究（2009）84頁。「社会保険法62条」においては、省レベルのプーリングを実現し、徐々に全国レベルのプーリングを実現することを明記した。

⁹ 関根・前掲注(8)91頁。

¹⁰ 片多順『高齢者福祉の比較文化』（九州大学出版社、2000）66頁。

その後 2004 年に積立方式・確定拠出型の新たな企業年金制度も導入されている。

3. 個人貯蓄年金

個人が本人の収入状況やライフプランによって自主的に参加する保険制度である。その施策の制定、管理、運営は当該地域の社会保険部門や商業保険会社によって行われる。その施策の制定、管理、運営は当該地域の社会保険部門や商業保険会社によって行われる。国家は個人貯蓄年金費用に対し、免税をはじめとする優遇措置を設けている。

第二節. 中国の基本養老保険制度

一. 中国の基本養老保険制度が直面する問題点

このように、改革によって新たな年金制度が導入されたが、年金基金の不足する問題は依然として大きく、理由は以下である。

年金保険制度の受給者の現役加入者に対する割合は 1992 年に 21.6%であったが、1998 年には 32.3%に上昇している。その後、1999 年に政府が全国的に実施した社会保険の普及活動で加入職員・労働者数が増加したため、その割合は多少低下したものの、2000 年末で依然 30.3%という高い水準になっている¹¹。このように、年金の成熟度が高くなっていることに加え、旧来の退職制度の下で保障されてきた高い年金の支給水準を、新たに導入した年金保険の保険料で賄う仕組みになっているため、基本養老保険金の大部分を年金支給に使い切ってしまう、個人口座の積立ができない状態にある。特に 1998 年は、支給した年金 1512 億元が徴収した保険料 1459 億元を上回っており、年末の基金残高は 1997 年末の 683 億元から 588 億元に、約 100 億元減少している¹²。

それに各地方で国有企業改革に伴う退職者への給付圧力や当地のインフラ整備等の財政支出を優先した歴史的経緯により、これらの財源が基本養老保険金の社会プールから流用され同プールが慢性的に赤字となり、個人口座からその不足分が流用されたため発生した、過去のいわゆる「カラ口座」の問題を引きずっているため、中央や地方の財政から毎年財源の補填がなされている¹³。このように、中央と地方の財政収支を合わせて全体を見ると毎年の赤字状態が拡大する傾向を示している。すなわち、1990 年代赤字額は 146 億元にすぎなかったにもかかわらず、それ以後は右肩上がりが増加し、2001 年には 2517 億元に

¹¹ 大塚正修・日本経済研究センター編『中国社会保障改革の衝撃』150 頁より得た（原資料『中国労働統計年鑑』2000 年版）。

¹² 呉限＝柿本国弘・前掲注(3)45 頁以下参照。

¹³ 関根・前掲注(7)50 頁。

増加している¹⁴。

このような年金基金不足を解決するために、様々な改革提言がなされてきているが¹⁵、本稿において筆者は資本市場における年金基金の資産の管理運用の点に着目したいと思う。

二. 中国の基本養老保険の運用

(一). 1995年の決定によると、基本養老保険金の目的外流用を禁じた上で、基本養老保険の個人口座に銀行預金金利を参考に利息を付すこと、2ヶ月分の保険金給付額を留保した上で、基金財産は専用口座で管理し国債で運用することが明記されていたが、実際は各地方毎に中央の人力資源・社会保障部の出先機関が、銀行預金や国債を組み合わせた形で運用を行っている¹⁶と推測がなされている¹⁶。

(二). 中国では、2000年8月に年金制度改革を進める一方で、基本養老保険基金を含む社会保険基金の将来の給付財源不足に備え、最終的なセーフティネットの役割を果たす「社保基金」を設立した¹⁷。

社保基金では、2006年からは天津市、山西省、吉林省、黒龍江省、山東省、河南省、湖北省、湖南省、新疆ウイグル自治区等9省が基本養老保険の個人口座の運用を全国社会保障基金に委託したことが挙げられる。また、同年には広東省基本養老保険基金（社会プール+個人口座）、2015年からは山東省基本養老保険金の余った積立金も全国社保基金に委託運用¹⁸している。

(三). 2015年8月23日に、国務院は「基本養老保険基金投資管理弁法」（以下では「弁法」と称する）を公布し、省レベルの政府が各地方において投資可能な養老基金を省レベルの社会保障専門口座に集め、国務院によって授権された養老基金管理機構で統一的に投資運営を行うことにした。投資はポートフォリオを組み、国内運用だけにする。投資対象としては成熟した投資商品に限定されるが、株式は全体の30%を超えてはならない。また投資機関と受託機関は管理費用の20%と年度投資収益の1%をリスク準備金に当て、養老基金投資によって行われた損失を補うことにする。

二. 全国社会保障基金の設立

¹⁴ 呉限＝柿本国弘・前掲注(3)96頁以下参照。

¹⁵ 鐘仁耀『中国の公的年金改革』において、「社会保障税」、国有企業資産化、「年金補償基金」への切り替え、資本市場にての運用などを提言した。

¹⁶ 関根・前掲注(7)50頁。

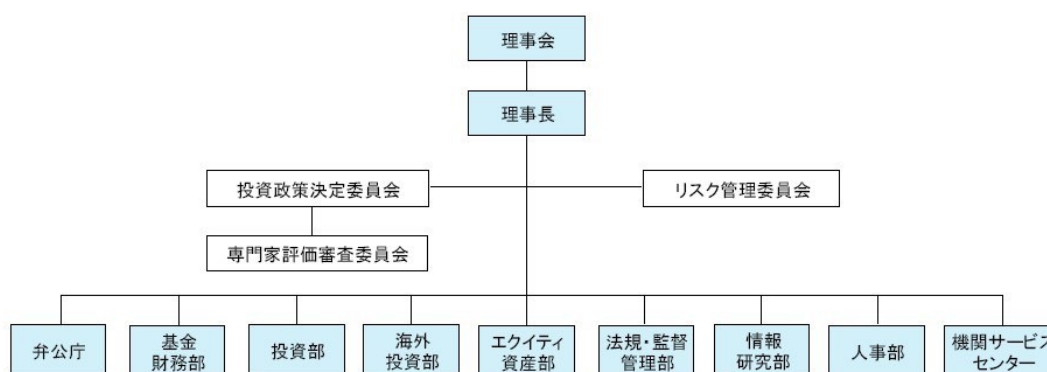
¹⁷ 関根・前掲注(7)49頁。

¹⁸ 2015年7月30日、人民網 <http://finance.people.com.cn/n/2015/0730/c1004-27382681.html>。

社保基金の財源は、政府補助と運用収益からなる。前者の政府補助は、①中央財政からの予算配分、②国有株の売却¹⁹に伴う収入の組入れ、③宝くじ収入からなっているが、国務部によって設立された全国社保基金は、国務院直轄の事業単位で、部（省）と同格の理事会が運営に当たっている。理事会は理事長 1 名、副理事長 3 名、理事 17 名の合計 21 名から構成されているが、理事長と副理事長は国務院によって任命され、理事は国務院によって招聘される。理事長の下には、常設機関として、弁公庁、基金財務部、投資部、海外投資部、エクイティ資産部、法規・監督管理部、情報研究部、人事部などが置かれている。また、非常設機関として、専門家評価審査委員会、投資政策決定委員会、リスク管理委員会が置かれている。

理事会は①社保基金の投資戦略の制定と実施、②社保基金の運用を委託する投資管理人の選定と託管人への基金財産の管理の委託、③社保基金の財務諸表の作成などの財務及び会計管理、④社保基金の資産、収益、キャッシュフロー等、財務状況についての情報開示といった職責を担っている（全国社会保障基金投資管理暫定弁法²⁰6 条、以下では「暫定方法」とする²¹）。

図表 1 全国社会保障基金の組織図



(出所) 全国社会保障基金より野村資本市場研究所作成

全国社会保障基金の投資管理を定めた暫定弁法にガイドラインが定められており、社保基金の投資は、①バリュート投資及び長期投資、②専門的かつ規範化された投資、③安全投資、④責任投資の四つの理念から成る²²。その運用収益は、

¹⁹ 政府補助のうち、②国有株売却に伴う収入は、当初、2001 年 6 月 12 日公布の「国有株放出による社会保障資金調達管理暫定弁法」に基づき、国が株式を保有している株式会社が一般投資家向けに IPO あるいは増資を実施する際に、資金調達額の 10%に相当する国有株を売却し、当該売却資金を全額社保基金に組み入れることとされていた。また、2009 年 6 月 19 日、国務院の決定に基づき、国有株を所管する財政部、国有資産監督管理委員会（以下、国資委）、証券監督管理委員会（以下、証監会）、社保基金が四者連名で「国内証券市場における一部国有株を全国社会保障基金へ移転するための実施弁法」（以下、実施弁法）を公布した。実施弁法は、国内で株式公開及び上場する国有企業に対し、原則、発行株数の 10%を社保基金に移転することを求めた。関根 栄一「中国：全国社会保障基金の財源強化に向けた動き」『資本市場クォーターリー2009 Autumn』参照。

²⁰ 「全国社会保障基金投資管理暫定方法」は 2001 年 12 月 13 日に公布された行政法規である。

²¹ 条文の翻訳は関根・前掲注(7) 51-52 頁参照。

²² 全国社会保障基金理事会ホームページ <http://www.ssf.gov.cn/>参照。

国内運用と海外運用からなり、国内運用は自家運用と委託運用とに分類される。海外運用は、2006年から始まっている。

同「暫定弁法」25条によると、「社保基金が投資する対象は銀行預金、国債やその他流動性の良い金融商品、たとえば上場した基金、株券、信用度の高い企業債、金融債等有価証券に限るが、全国社保基金が直接運用する年金基金の投資対象は銀行預金、プライマリーマーケットで購入した国債であり、その他の投資は年金基金受託機関に委託して管理、運用する」と定められている。すなわち、自家運用の対象は銀行預金、国債に限定されている一方、委託運用は国債、企業債、金融債、証券投資ファンド、株式等の有価証券が対象となっている。

また「暫定弁法」28条は、社保基金の国内運用の投資資産の資産構成割合を「銀行預金、国債：企業債、金融債：証券投資ファンド、株式」の順に「5：1：4」とし、「一つの銀行における預金は年金の銀行預金総額の50%より高くしてはならない」と定められている。委託運用に当たっては、理事会が運用方針を委託候補先に提示し、各社の提案を考慮して委託会社及び運用内容を決定している²³。

また、最近では全国社保基金の資産価値の向上を図るため、より一層の運用内容の多様化とされているが、①国有商業銀行やその他商業銀行の株式会社化に伴う新規株式の取得である。②信託方式を活用した投資である。天津市のインフラ建設を担当する天津城投集団、中信信託有限責任会社、中国建設銀行天津支店の三者との間で20億元の信託投資契約を締結した実績がある。③指数化商品や資産証券化商品への投資である。④プライベートエクイティを含むエクイティ投資である²⁴。

ここで全国社会保障基金は2009年の時点で「博時、鹏华、南方、长盛、嘉实、华夏、国泰、易方达、招商基金管理有限公司、中国国际金融有限公司」という10つの民間の受託機関（9つの基金管理会社と1つの証券会社）と信託契約を締結し、この10つの民間の受託機関は40個の投資組合を利用してそれぞれ独立に運用をしている。託管人は中国銀行、交通銀行、中国工商銀行という3つの銀行が選定されている²⁵。

海外運用においては2006年5月に制定されて「全国社会保障基金海外投資管理暫定規定」により海外運用ガイドラインが制定された。即ち、投資対象としては預金、外国政府債券、国債金融機関債券、外国社債、海外格付AAA以上の債券、上場株式、公募で本ガイドラインの細則に沿ったファンド、リスク管理目的に限定した、投機ではなく大口取引ではない金融派生商品に限る。また2006年10月時点でグローバルカストディアンが託管人に選定されている²⁶。

²³ 関根・前掲注(7)52頁。

²⁴ 関根・前掲注(7)52頁。

²⁵ 関根・前掲注(7)52頁。

²⁶ 関根・前掲注(7)53頁。

四. 「基本養老保険基金投資管理弁法」の公布

基本養老保険基金を銀行預金国債に投資しただけでは、必要に満足できなくなっただので、投資政策を備え、投資ツールを広めるために、2015年8月23日に、国務院は「基本養老保険基金投資管理弁法」²⁷（国发〔2015〕48号、以下では「弁法」と称する）を公布した。

「弁法」によれば、養老保険基金は中央集中運営を行い、市場に投資運営するが、省レベルの政府が各地の投資可能な養老基金を省レベルの社会保障専門口座に集め、国務院が授権した養老保険基金管理機関に統一的に委託し投資運営を行う。投資は国内投資に限定するが、投資商品を厳格にコントロールし、比較的成熟した投資商品に投資し、合理的なポートフォリオを組むべきとした。株券等のエクイティ商品は純資産の30%を超えてはならない。国は養老保険基金投資運営を専門政策によって支持し、国家重大工事及びプロジェクトに参加し、国有重点企業の再編、上場等の方式を通して、養老保険基金の投資によって長期的に安定収益の獲得を保証する。「弁法」は養老保険基金の投資運用は「安全性」を第一原則とし、リスク管理を徹底する姿勢を示した。

省、自治区、直轄市人民政府は養老基金の委託者とし、省レベルの社会保険行政部門、財政部門を業務執行者と指定することができる（「弁法」13条）。

養老保険基金投資委託者は養老保険基金投資受託機関と委託投資契約を締結し、受託機関は養老保険基金託管機関と託管契約を締結し、養老保険基金投資管理機関とは投資管理契約を締結する。なお、委託者、受託機関、託管機関、投資管理機関の権利義務は本弁法に従って養老保険基金委任投資契約、託管契約と投資管理契約によって規定される（「弁法」5条）。

養老保険基金の資産は委託者、受託機関、託管機関、投資管理機関の固有財産と管理するその他の財産と分別しなければならない（「弁法」6条）。

1. 委託者

省、自治区、直轄市人民政府は養老保険基金委託投資の委託者となって、省レベルの社会保険行政部門、財政部門を、具体的に業務執行する機関と定めることができる（「弁法」13条）。委託者は受託機関と養老保険基金委託投資契約を締結し、積立金の管理を受託機関に委託する（「弁法」14条の2）。

2. 受託機関

²⁷ 国務院ホームページ http://www.gov.cn/zhengce/content/2015-08/23/content_10115.htm 参照。

受託機関は、国家によって設立されたもしくは、国務院によって授権された養老保険基金管理機関である（「弁法」15条）。今現在、社保基金は唯一養老保険基金の剰余基金を受託する機関である。

受託機関は投資管理機関、託管機関を選択、監督、変更することができる（「弁法」16条2項）し、養老保険基金投資運営策略を制定し、実施する（「弁法」16条3項）。また、委託者に定期的に、基金管理や財務会計報告を行い、重大事件が発生したとき、委託者と監督部門に報告し、定期的に国務院主管部門に養老保険基金受託管理業務状況を報告し、社会に対して、定期的に養老保険基金投資状況を開示する（「弁法」16条5項）。

受託機関は養老保険基金を単独管理、集中運営し、分別計算する。養老保険基金資産の中で、一部の養老保険基金資産は直接投資をすることができるが、その他の養老保険基金資産は他の専門投資機関に委託して投資を行う。同じ養老保険基金の託管機関と投資管理機関は同一の機関であってはならない（「弁法」17条）。

3. 託管機関

託管機関は養老保険基金資産を安全に保管し、養老基金の名義で基金資産の資産口座と証券口座、先物取引口座を開設したり、適時に清算、決済を行ったり、また養老基金会計の計算、推計を行い、投資管理機関が計算した基金純資産を審査し、確認する。または投資管理機関の投資活動を監督し、定期的に受託機関に監督状況を報告する。定期的に受託機関に養老保険基金の託管と財務会計報告を提出し、定期的に国務院管理部門に養老保険基金の託管業務状況の報告を提出する。養老保険基金の託管業務の活動記録、帳簿、発表及びその他の資料を保存するといった職責を担っている（「弁法」21条）。

4. 投資管理機関

投資管理機関は、投資管理契約により、養老保険基金を管理し、異なる養老保険基金は分別管理し、記録する。また、託管機関と養老保険基金の会計見積もりと価値項目を照合し、養老保険基金会計見積もりをし、養老保険基金の財務会計報告を編制する。国家规定に従い養老保険基金投資業務活動を記録し、帳簿、報告表、その他の関係資料を保存する職務を担っている（「弁法」28条）。また、投資管理機関は養老保険基金資産価値が大幅に変動するとき、養老保険基金資産の価値が重大な影響を受けるその他の事項、国務院管理機関が規定した、もしくは契約で定めたその他の報告事項等のことが起きたときには、直ちに受託機関と国務院の管理機関に報告すべきである（「弁法」30条）。

5. 投資

養老保険基金は国内投資に限られている。投資対象には銀行貯金、中央銀行手形、国債、政策性、開発性銀行債券、格付けが投資級以上の金融債、企業債、地方政府債券、転換社債、短期債券レポ、中期手形、資産担保証券、上場し流通する証券投資基金、株式、株券、国債先物取引、指数先物取引がある（「弁法」34条）。養老保険基金は国家の重大な工事と重大なプロジェクト建設に参加し、投資することができる（「弁法」35条）。国家重点企業が再編され、上場したとき、養老保険基金は株式投資をすることができる。範囲は中央企業及びその子会社、及び地方で競争力のある分野及び企業、それには省レベルの財政部門、国有資産管理部門が出資した国有若しくは国有親会社を含む（「弁法」36条）。

養老保険基金投資は以下比例に従って投資すべきである（「弁法」37条）。

(1) 銀行当座預金、一年以内の定期預金、中央銀行手形、剰余期限が一年以内の国債、債券レポ、マネー養老金商品、マネーマーケットファンドの比率の合計は養老保険基金純資産の5%を下回ってはならない。

(2) 投資一年以上の銀行定期預金、協議預金、同業種による積立定期預金、剰余期限が一年以内の国債、政策性、開発性銀行債券、金融債、企業債、地方政府債券、転換社債、短期融資券、中期手形、資産担保証券、固定収益型養老金製品、混合型養老金製品、債券基金の比例は養老保険基金資産純資産の135%を上回ってはならない。その中で債券物オペの資金余金は毎日取引日に養老保険基金純資産の40%を上回ってはならない。

(3) 投資株券、株券ファンド、混合基金、株券型養老金製品の比例の合計は養老保険基金純資産の30%を上回ってはならない。養老保険基金は他人に貸付けまたは担保を提供してはならないし、オプションに直接投資してはならないが、投資株券、分離型転換社債等投資商品に投資したため獲得したオプションはオプションが上場してから10取引日以内にそれを売り出すべきである。国家重大プロジェクトや重点企業に投資した株式の比率の合計は養老保険基金の純資産額の20%を上回ってはならない。

市場の上げ下げ、資金清算等原因により投資比例が被動的に高くなったとき、養老保険基金投資比例の調整は契約で規定されている取引日以内に完成すべきである（「弁法」37条）。

養老保険基金の資産を株価指数先物と国債先物取引に投資するときは、リスクヘッジを目的にし、中国金融先物取引がリスクヘッジ管理のかかる規定に従って行うべきであり、取引日の日終に指数先物や国債先物の合計価値は相殺対象の額面価値を超えてはならない（「弁法」38条）。

6. 民事責任

託管機関、投資管理機関が本法を違反した場合、養老保険基金資産又は委託者に損害を与えた場合、各自の行為に対して損害賠償責任を負う。共同行為によって養老保険基金資産又は委託者に損失を与えた場合、連帯賠償責任を負うべきである。法によって処罰を受けるほか、受託機関は養老保険基金の託管または投資管理職責を終止し、5年以内には再び申請することができない（第65条）。

7. 問題点

このように「弁法」の公布によって養老保険基金の市場運用が法によって確認されたが、実務的な動きは未だに把握できていないのが現状である。また、委託者、受託機関、託管人、投資管理人とう当事者は揃っており、分別管理義務、及び分散投資も法によって確保されているが、仕組み上信託法理によって養老保険基金を投資運用するというのが明確ではなく、実務上締結されている契約も民法上の委任投資契約、託管契約と投資管理契約だけであり、信託法理である忠実義務と注意義務の文言は出て来ない。国民の老後の生活に直接関わる資金を信託法理によって保護できていないのは問題のように思われる。

第三節. 中国の企業年金制度

一. 企業年金制度導入の経緯²⁸

1. 企業年金制度導入の初期段階（1991－2000）

中国の「企業年金制度」は、1980年代中頃に、一部の国有企業で、年金の上乗せ制度として採用されたことに端を発する²⁹。1991年には公的年金・企業年金制度の運営が国有企業から地方政府に引き継がれ、さらにその後1991年国務院の「企業従業員養老保険制度改革に関する決定」（国発[1991]33号）の第8項において、「企業は自身の経済能力に基づき、企業の従業員のために「企業補充養老保険（後に企業年金に改称）」を設立することを国は奨励し政策上指導する」と規定し、年金制度の第二の柱と位置づけられる企業年金の制度構築が始まった³⁰。

従って、1994年公布された「中国労働法」第75条において、「企業の自身の状況によって労働者のために企業補充養老保険を設立することを国家は奨励す

²⁸ 中華人民共和国發展改革委員会ホームページ

http://www.sdpc.gov.cn/jyysr/zhdt/t20061024_89530.htm 参照。

日本訳は神宮健「中国の企業年金制度の現状と今後の課題」季刊中国資本市場研究（2008）57頁、58頁参照。

²⁹ 片山ゆき「(海外年金制度)：中国における企業年金制度の動向」年金ストラテジー 165巻（2010）4頁。

³⁰ 神宮・前掲注(28)57頁。

る」と規定し、それによって企業年金制度のために法律的根拠が提供されるようになった。

その後 1995 年の国務院の「企業従業員養老保険制度の改革の深化に関する通知」(国発[1995]6 号)は、企業は規定に従って基本養老保険の保険料を納付した後、国家の政策指導の下、当該企業の経営状況に基づき、補充養老保険を設立できると、事務取扱機構については企業と個人は自主的に選択できるとした。当時の補充養老保険は基本的に基本社会保険資金の管理方式に倣って行政管理と基金管理、執行機構と監督機構を分別して設立する管理体制であった。その中で社会保険行政管理部門の主な職務は政策を制定し、監督を行い、社会保険基金を一律に社会保険取扱機構で管理することであった。

同年、労働社会保障部が『「企業補充養老保険制度の設立に関する意見」の配布に関する通知」(劳部発[1995]464 号)を発表し、補充養老保険設立の基本条件、決定手続き、財源、管理方法、給付、取扱い機関、資金運用などについての枠組みを定めた。また、基本条件を備えた大型企業、企業集団、業界は任意に補充養老保険を設立することができることについても再度確認したが、専門的な取扱機関の設立が必須要件として定められた。また、企業補充養老保険が確定拠出(DC)方式を採ることが明確になった。

1997 年、国務院の「統一的な企業従業員基本養老保険制度に関する決定」(国発[1997]26 号)の中で企業補充養老保険と基本養老保険の関係や商業保険の社会保障体系の中での補充的な役割について明確化された。

2. 企業年金制度の発展段階(2000—2003)

2000 年に国務院は、「都市社会保障体系の改善の試行に関する案」(国発[2000]42 号)を発表したが、ここで企業補充養老保険は企業年金に改称され、市場化運営と管理を行うこととした。条件にあった企業は企業年金を設立することができ、確定拠出型・個人口座方式の下で、企業と従業員の両者が保険料を拠出する。そして、企業拠出分は、賃金総額の 4%以内まで損金算入可能であることが明確化された。遼寧省等が試行地域に選ばれたが、深セン、上海等の都市も税制優遇対策を打ち出した。

2001 年に国務院は、「遼寧省の都市農村社会保障体系試行地域の完備にむけた実施方案の返答」(国函[2001]79 号)を提出し、企業年金を設立する企業が備えるべき 3 つの条件について規定した。①法律の規定により基本養老保険を納付すること、②生産経営が安定し経済的利益が良好であること、③企業ガバナンス体制が健全であることである。同時に「大型企業、業界は任意に企業年金を設立することができ、企業が年金事務を専門的な取扱機構に委託することを勧める」とした。

実際、1995 年の国務院の「企業従業員養老保険制度の改革の深化に関する通

知」から 2004 年企業年金に関する「企業年金試行弁法」(労働保障部令第 23 号)、「企業年金基金管理試行弁法」(労働保障部令第 23 号)が施行される前に、企業年金には以下のような四種類のガバナンス型³¹が存在していた。

自己取扱型—電力、石油、石化、航空(民用)、電信、鉄道等の業界企業即ち国有独占企業を含む大多数の大中規模企業はこの種類の企業年金を選択した。しかし当時は信託型が導入されていなかったため、年金資金と企業固有資金が分別管理されていなかった。年金基金は従業員にとって最も身近であるため、基金の操作は表面的には慎重であっても、専門家等からの介入が少なく、基金の安全は企業経営リスク及び市場運営リスクに直接影響されると同時に、企業の事業主との間の直接的な利益相反に晒されていた。

専門機構取扱型—中国東南沿海部において経済が最も発展した都市部、例えば上海、深セン等で採用した企業年金であった。取扱機構は地元の社会保険行政部門によって設立された専門機構である。年金の拠出に関する内容は企業自ら策定するが、専門取扱機構は基金の投資運営について管理する。この企業年金は確定給付型と似ているが、運営管理の主体が政府で、独立投資ができていない面では確定給付年金と異なる。したがって、このタイプは資金がすべて地方政府の手元にあるため、地方政府の“モラルハザート”の影響を強く受け、資金は地方公共権力によってコントロールされやすく、利益相反も起こりやすい。

保険型—企業の従業員に保険商品を購入する。これは本当の意味での年金基金とは言えない。基金のリスクは保険会社の経営状況に由来するものである。

蛇口型³²—歴史的な原因によって 1981 年招商局蛇口工業区が企業年金の取扱機構となっている特例である。企業年金のリスクは政府と企業両方のモラルハザードにより発生する。

このような 2004 年より前の中国の年金基金の問題は、殆どが年金資金と企業または政府から分別管理されていないこと及び非市場化から来ることにありと辿りついた結果、信託型及び投資運用を規制することを内容とする新たな制度枠組みを作ることが当面の課題となった。

3. 企業年金制度枠組みの形成 (2004—)

このようなことを背景として、2004 年 4 月、労働保障部は「企業年金試行弁法」(労働保障部令第 20 号)を発表し、「企業年金基金は完全積立型、個人口座方式によって管理し、企業年金基金は国家规定によって投資運営することができ、企業年金受託者は資格を有する商業銀行または専門託管機関を選択し、企業年金基金を託管すべきである」と規定した。「企業年金試行弁法」によって、

³¹ 鄭秉文「中国企业年金的治理危机及其出路—以上海社保案为例」中国人口科学 (2006) 8 頁参照。

³² 蛇口工業区は深セン市南頭半島の東南部に位置し、東は深セン湾に、西は珠江に面している。蛇口工

企業年金の老後社会保障制度の法的地位を明確にし、具体的な執行についても規定がなされた。

また、同じ4月に、旧労働社会保障部（現人力資源・社会保障部）、銀行業監督管理委員会（銀监会）、証券監督管理委員会（証监会）、保険監督管理委員会（保监会）が連名で「企業年金基金管理試行弁法」³³（労働保障部令第23号）を公表し（以下ではこれらの弁法を「両弁法」と称する）、企業年金基金の受託管理、口座管理、託管及び投資管理について規定し、各種運営機構の運営の仕方及び流れについて法律上の根拠を提供した。この両弁法は信託型の企業年金制度の基本的な枠組みについて規定し、企業年金市場運用の方向と規則について明確化した。

2011年2月23日、上述した四つの機関は再度連名で「企業年金基金管理弁法」（人力資源社会保障部令第11号）を公表すると同時に、「企業年金基金管理試行弁法」（労働保障部令第23号）を廃止した。

2004年8月、旧労働保障部は「企業年金管理ガイドライン」を公表し、各種類の金融機関が年金業務に携わる全体的な流れと規範について規定し、中国の企業年金の制度の特徴と運営の仕方について明らかにした。

2004年11月、旧労働保障部と証监会は連名で「企業年金基金の証券投資に関する問題についての通知」（労社部発[2004]25号）と「企業年金基金の証券投資登記決算業務手引き」を公表し、初めて企業年金基金の証券投資に関する口座開設、清算、準備金口座管理等の問題について具体的に規定し、企業年金の資本市場参入に重要な基盤を作った。

2005年、労働保障部は「企業年金管理運営機関資格認定暫定弁法」、「企業年金口座管理情報システム試行基準」等を公表し、口座開設、運営、受託者に関する規定等細則を補充的に規定した。

その後も様々な細則を規定し、制度化に取り組んでいる。

二．2004年確定給付型の不採用と確定拠出型の導入

2004年企業年金は純粋な確定拠出型であるとは言えず、混合型制度であるともいえるが、基本的に確定拠出型として導入された理由としては以下の三つの原因による。(1) 事例分析によると、確定給付型は確定拠出型より企業の拠出負担が重いことが判明されたが、2004年時点で企業の拠出負担が既に42%に達する中国の現状において、確定拠出型の導入のほうが良い選択である³⁴。(2) 確定給付型は積立不足が起きると企業側の追加的な拠出の義務付けが重くなる。したがって、企業年金を導入する企業の多くは国有企業である現状を考えると、

³³ 中国の部門規章で日本の省令に相当する。2012年12月28日改正され、2013年6月1日から施行される「証券投資基金法」が根拠法になる。

³⁴ 鄭秉文「中国企业年金的必由之路-论当前我们面临的任務」北京大军经济观察研究中心 www.dajun.com.cn (2006) 2頁参照。

確定給付型の導入によって中央財政に大きな負担がかかることが予想される³⁵。

(3) 確定拠出型のほうが資本市場での資金運用による運用利回りの増加がより一層期待できるが、そうすることによって、資本市場の金融商品が増え、年金基金の中長期資金としての役割を果たすことができる³⁶。

三. 中国企業年金の仕組み及び実務的な動向

両弁法により、企業年金は企業・従業員両者が拠出する確定拠出型・個人口座方式であり、資格を持つ機関、具体的には受託者（運用管理機関に相当）、口座管理人（レコードキーパーに相当）、託管人（カストディアンに相当）、投資管理人（運用会社に相当）により相互チェック機能を働かせる仕組みであり、信託型の企業年金制度の枠組みが構築された³⁷。

中国の金融業分業経営、分業監督の背景の下、企業年金の管理運用業者の資格を取得するには二層准入制度が用意されている。先に銀监会、証监会、保监会に申請を提出し、合格した機関は再び人力資源と社会保障部によって選出され、選ばれた機関が企業年金管理運用業者の資格を取得する（11-78条、79条）³⁸。実際の動向をみると、2005年8月、労働社会保障部は企業年金の管理運用業者の資格を取得した金融機関のリストを発表し、次に2007年11月に第二陣のリストを発表した。第一陣として29機関・37資格が認められ、第二陣として18機関・24資格が承認された³⁹。その後23機関の管理運用業者の資格の延長が承認され、3つの口座管理人が増加され、2つの管理運用業者資格の延長が拒否される結果となっている⁴⁰。

³⁵ 鄭秉文・前掲注（34）7頁参照。

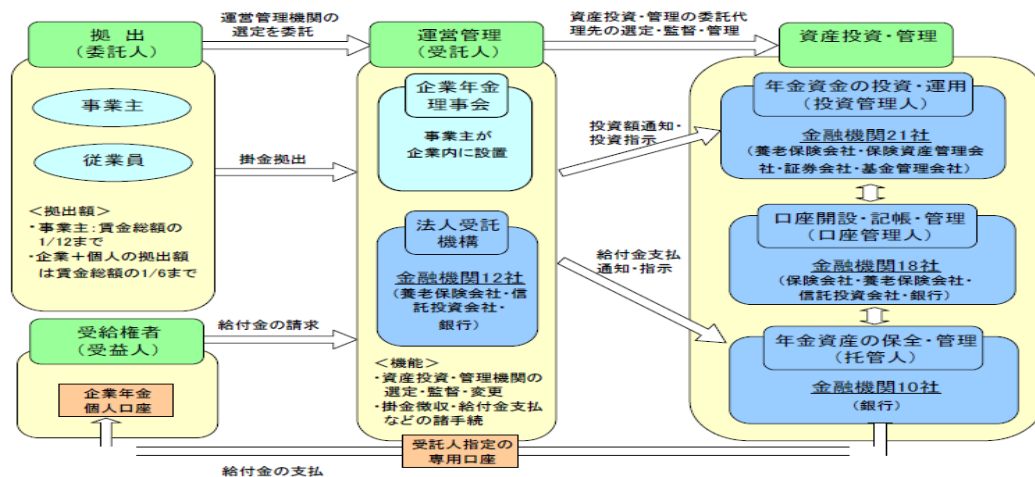
³⁶ 鄭秉文・前掲注（34）4頁参照。

³⁷ 神宮・前掲注（28）58頁。

³⁸ 馬伯寅・「我国企業年金信託受託架構の本土化問題—以企業年金信託受益人保護为中心」保険研究（2009）107頁参照。

³⁹ 神宮・前掲注（28）60頁。

⁴⁰ 証券日報・中国資本証券網 <http://www.ccstock.cn>（2013）記事参照。



(注) 法人受託機構、投資管理人、口座管理人、託管人については 2005 年、2007 年に資格を取得した金融機関 (外資系企業の資格取得なし)。法人受託機構は投資管理人、口座管理人を兼任することができる。

〔出所〕 片山ゆき「(海外年金制度)：中国における企業年金制度の動向」年金ストラテジー 165巻 (2010) 5頁

四. 中国版確定拠出年金法⁴¹ (両弁法) の受託者責任規定

(一) 法の概要

1. 立法の目的

(20-1 条) (11-1 条) によると、両弁法は「従業員が退職後老後の生活を保障」し、「企業年金関係者の合法的な利益を保護」し、「企業年金基金の管理を規制」するために制定したので、それらの者の老後の安心を提供することで中国の社会そのものの安定を担う社会保障制度の根幹をなしており、その公益性はきわめて高い。

日本の確定拠出年金は、事業主がその従業員を対象として実施し、事業主が掛金を拠出する企業型年金と、国民年金基金連合会が自営業者 (及び年金制度のない企業の従業員) を対象として実施し、それらの個人が拠出する個人型年金二種類があるのに対して、中国の企業年金は企業・従業員両者が拠出する確定拠出型である。

両弁法は加入者が資産運用のリスクを負担するという制度の特徴を踏まえて、制度の要件や関係者 (事業主、企業年金理事会および法人受託機関といった外部機関) の具体的な役割や義務について、一定の範囲で詳細に規定している。

2. 公法規制及びその違反に関する私法的効果

⁴¹ 条文の引用に関し「企業年金試行弁法」(労働保障部令第 20 号) は (20-) とし、「企業年金基金管理弁法」(人力資源社会保障部令第 11 号) は (11-) とする。

企業年金は基本的には事業主が任意に実施する私的制度である。ただし、両弁法が規定する企業年金は、その実施に際して人力資源・社会保障部等の審査を受けなければならないなど、特別の公的監督に服する。また、両弁法は運営管理業に関する業法としての性格も有する。その意味では、両弁法における企業型年金の関係者の役割や義務に関する規定は、第一次的には行政監督によって担保される公法規制（取締法規）と解される。

3. 当事者

企業、従業員、受託人、口座管理人、託管人、投資管理人。「企業の事業主」という単語は出て来ていなく、「企業側」という単語だけ出て来ている。

4. 規約

企業は労働組合あるいは従業員代表と協議のもと、企業型年金を実施するか否かについて確定し（20-4条）、かつ、企業年金規約を作成し労働保障行政部門の審査を受けなければならない。国有企業及び国有投資企業は企業年金規約を作成し、従業員大会もしくは従業員代表大会の議論を通して決める。承認の仕方としては、提出してから15日以内異議が申し立てられない限り、企業年金規約は効力を生じる（20-6条）。

規約には①加入者の範囲②年金資金の拠出方法③従業員の企業年金個人口座管理方法④基金管理方法⑤年金の算定の仕方と支給方法⑥受給者の条件⑦組織管理及び監督方法⑧支給中止に関する条件⑨双方の合意によるその他の事項。（20-5条）。しかしながら規約の変更については言及されていない。

5. ガバナンス

制度の運営については、企業年金受託者に委託するが（20-15条）、受託者は企業が成立した企業年金理事会、あるいは国家規定によって設立された法人受託機関である（20-15条）。企業と受託者の関係は信託関係とされるが、企業と従業員は委託者であり、企業年金理事会あるいは法人受託機関は受託者である（11-3条）。信託契約は書面によって締結しなければならない（20-18条）。受託者が企業年金理事会である場合に、企業年金理事会の構成員である企業側代表は企業側によって招聘しなければならないので、事業主は企業側の代表を招聘する義務を負う（20-17条）。また、理事会は企業内に設置されるため、事業主は企業年金理事会の基金管理業務が法律の規定によって独立に行われ、企業側によって干渉されないようにしなければならない（20-19条）。受託者が法人受託機関である場合には、法人受託機関の選択は従業員大会また

は従業員代表大会を通して行われる（20-15条）。

受託者の職務としては①口座管理人、託管人、投資管理人を選任、監督、変更する②企業年金基金の基本的な政策的資産構成割合を策定する③契約に基づき企業年金基金を監督する④契約に基づき企業と従業員から保険料を受け取り、受益者に年金を給付するが、契約の中で具体的な履行方式を約定する⑤委託者の調査を受けて定期的に企業年金基金管理報告と財務会計報告を提出する。また、監督当局に企業年金基金受託管理業務状況を報告するなどの責任がある（11-23条）。

（二）. 受託者が理事会である場合

中国の企業年金の発端は国有企業の補助養老保険だったので、企業年金は両弁法が発表される前から、電力、鉄道、石油、石化、民用航空、電信、運送等の産業業界、すなわち、国有大中型企業、独占的企業または産業を中心に普及されてきた⁴²が、このような企業が選択した受託者は理事会型であった。したがって、2004年に発表された両弁法により理事会型は法律上も認められるようになった。

1. 理事会の構成員

受託者が企業年金理事会である場合、企業年金理事会は企業と従業員代表で構成されるが、企業外部の専門家を採用することもできる。その中従業員代表は少なくとも三分の一を占めなければならない（11-16条）。

2. 理事会の専門性

企業年金理事会の中の従業員代表と企業以外の専門家は、従業員大会また従業員代表大会で民主的選挙方法によって選出されるが、企業側の代表は企業側が委任する（11-17条）。また理事会の構成員は、法律、金融、会計、社会保障またはその他企業年金理事会の理事が職務を果たすのに必要な専門的知識を有する人でなければならない（11-18条3項）し、独立に企業年金基金の職務を果たすべきである。しかし、実務上理事会構成員はほとんど企業の中の高管理職であり、基金または経済管理に係わったことのない人がほとんどであり、企業の職務以外に企業年金理事の職務も果たさなければならず、理事会の専門性は法人受託機関に比べてある程度の差がある⁴³。また企業年金基金の基本的な戦略資産配置策略の策定も理事会で行われているが、

⁴² 鄭秉文「中国企业年金の治理危机及其出路—以上海社保案为例」中国人口科学（2006）8頁参照。

⁴³ 郭寧「浅议理事会模式下的企业年金风险管理」經濟論壇（2013）288期47頁参照。

理事会構成員の専門性が低い場合には何かの工夫をしなければならない。なお、具体的な投資業務は投資管理人が行われる。

3. 企業年金理事会の法人格

企業年金理事会は構成員からみて法人格をもっていない自然人の集合体であり、企業年金基金財産の共同受託者である。中国信託法 31 条によると、信託の受託者が 2 人以上である場合は共同受託者であり、共同受託者全員が一致して行動することを原則として要求している。ただ、信託証書に職務分掌に関する定めがある場合にはそれに従う。すなわち、共同受託者が共同で信託事務を処理する場合には全員の意見が一致しなければならないが、意見の一致が出来ない場合には、信託証書にあらかじめ定められた規定に従って処理する。信託証書に規定がない場合には委託者、受益者または利害関係人が決定する。

なお、理事会は法人格がない為、「企業年金基金管理弁法」に定められている投資管理人（11-40 条）、託管人（11-33 条）、口座管理人（11-28 条）の資格を持っていない。したがって、受託者は資格を持つ企業年金口座管理人（口座管理機関）に企業年金口座管理を、資格を持つ投資管理人（投資運用業者）に企業年金の投資運用を、資格を持つ商業銀行あるいは専門の託管人（託管機関）に企業年金の託管を委託しなければならない。この場合受託人と口座管理人、投資管理人、託管人の間の関係は、委任関係とされる（20-19 条）。

4. 理事会型の欠陥

(1). 法律地位が不明確

20-4 条の規定によれば、理事会は企業年金方案とともに地方人民政府労働保障行政部門で審査を受けるべきである。したがって、企業年金方案が却下されない限り、理事会は受託者の資格を取得することになる。すなわち、企業年金理事会を設立するには理事会ガバナンス面での条件をクリアする必要がないので様々な面で問題が出ることが予測される。一方で、民事訴訟での被告適格性が問題になるため受益者を有力に保護することが出来ないという問題も存在する。

(2). 市場独立性

「企業年金試行弁法」と「企業年金基金管理試行弁法」は企業年金理事会

の構成、職責等について規定されたが、現実上、独立に社会活動をすることができなく、かつて、企業または工会の印鑑を借りて口座開設をしなければならなかった。その後、中国人民銀行は工商銀行に送る復函に理事会の口座開設の資格を与えたが、法律上はまだ認められていない⁴⁴。

(3). 賠償能力

理事会は法人格を所有していないため、理事会自らは資産を持っていないく、賠償責任は理事会個人で負担しなければならない。それに、理事会は共同受託者であるため、信託法の規定によって連帯責任を負う。しかしながら、20-17条及び11-19条によれば、理事会は如何なる営利性活動とも禁止されているし、企業年金基金財産から管理費用の取得もできない⁴⁵。すなわち、企業年金理事会は民事信託であり、理事会メンバーは報酬ももらえない。そのため、報酬がもらえないにもかかわらず、理事会メンバーは実際に無限責任を負担しなければならないというアンバランス的な規定ぶりであり、理事会メンバーの人材確保が実際問題になるのではないかと推測される。

(4). 忠実義務、注意義務

理事会のメンバーの構成から見て、実務上は三分の二が企業の中高位の管理職でなければならないが、企業の中高位の管理職は受託者である同時に委託者であり、受益者の利益を犠牲にして委託者の利益を確保する利益相反を起こす確率が極めて高い。また、理事会のメンバーは中高位の管理職であり、年金の専門家ではないので、専門性に欠けることは容易に想像できるし、注意義務についても専門家の高度の注意義務かそれとも違うレベルの注意義務かが問題になる。さらに、理事会は専門家を雇うことができると規定されているが、報酬が限られているので、専門家に期待することはそれほどできないように思われる。

(5). 監督

理事会型受託者は企業内部に設置されているし、委託者兼受託者の場合が多いので、委託者の受託者に対する監督効果はそれほど期待できない。それに専門性が欠けているため、口座管理人、託管人、投資管理人等専門機

⁴⁴ 于向陽「企業年金理事会受托模式的评价和优化」中国社会保障（2009）42頁。

⁴⁵ 理由としては、理事会型は国有企業から始まったため、国有企業の性質から管理費の禁止規定が推測される。

関を有効に監督できるかもかなり疑問である。

以上のような理事会型の欠陥は二つの弁法が出来上がってから徐々に認識されていたところ、2008年世界金融危機で企業年金基金の積立金は一気に減ったことが要因で企業年金理事会に強いプレッシャーがかかるようになった。それによって、企業年金理事会の専門性が不足している上、投資管理人に対して監督が出来ないデメリットが一気に浮上し始めた。この流れの中で2008年3月23日、中国交通建設集団有限公司は北京で平安養老、交通銀行、華夏基金、博時基金等の企業年金法人受託機関と委託管理契約を締結した。これは国家資産管理委員会の管理する中央企業の中、初めて法人受託型を選択した企業年金であり、これを契機として中央企業によって設立された企業年金は新しい発展段階に入った⁴⁶。

(三) 受託者が法人受託機関である場合

1. 法人受託機関の責務

受託者が法人受託機関である場合には、登録資本金は5億元以上、純資産はいつでも5億元以上を維持するなどの条件がある(11-22条2項)⁴⁷。法人受託機関は資格を持つ企業年金口座管理機関に企業年金口座管理を、資格を持つ投資運用業者に企業年金の投資運用を、資格を持つ商業銀行あるいは専門の託管機関に企業年金の託管を委託できる(20-19条)。法人受託機関は投資管理人と口座管理人を兼任することはできるが、託管人を兼任することはできないし、投資管理人やその他投資管理人のファンドマネージャーと企業年金の従業員は相互兼任してはならない(11-6条)。法人受託機関が投資管理人を兼任する場合には、受託業務と投資業務部門の独立性を保つべきであり、それぞれの管理職を兼任してはならない(11-7条)。

受託者には、①口座管理人、託管人、投資管理人、及び仲介サービス機関(投資顧問、会計事務所、弁護士事務所等)を選任、監督、変更する。②企業年金基金の基本的な投資戦略を制定する。③企業年金基金管理報告と財務会計報告を作成する。④契約に基づき企業と従業員から保険料を受け取り、受益者(年金給付資格のある者)に年金を給付する。⑤委託者(企業及び従業員)や受益者による調査を受け、また、委託者、受益者、監督当局に企業年金基金管理報告を提出し、重大事件発生時には、適時に委託者、受益者、監督当局に報告する等などの責任がある(11-13条)。受託人資格には、登録資本金1億元以上、純資産が1.5億元以上などの条件

⁴⁶ 陳権恩「企業年金基金受託形式的比較分析」企業年金網。

⁴⁷ 受託者は資格を持つ商業銀行又は専門カスタディアンに限定されている。

があり、受託者の受け取る管理費は、受託管理する企業年金基金純財産の0.2%以下とされる。(11-12、53条)

法人受託機関と口座管理人、投資管理人、託管人との関係は、委託関係とされる(11-3条)。

2. 法人受託機関のメリット

理事会型の受託者に比して法人受託機関は以下のようなメリットがある。

(1). 法人受託機関の専門性及び営利性

法人受託機関の選任は上でも述べたように二層准入制度によって選出されるため、理事会型より専門性が確保できる。また、理事会型の営利活動を禁止する(11-19)のに比して法人受託機関はむしろ営利性がその特徴である。

(2). 法人受託機関の法人格

理事会型に比べて、11-22条3項によって法人格が与えられているし、純資産についても規定が設けられているため(11-22条2項)、賠償能力は理事会型に比べて勝っている。

(3). 忠実義務及び注意義務

11-25条2項によって企業年金基金財産で自分もしくは第三者の利益を図った場合法人受託機関の責務は終止される。また11-6、7条では利益相反の事前予防対策が規定されている。ただ、注意義務については特に規定が設けられていない。

3. 運営管理機関の受託者責任

(1). 運営管理機関の役割、個別の義務

運営管理機関には受託者以外に口座管理人、託管人、投資管理人がある。それらの間で役割分担を明確にし、相互にチェック機能を働かせる仕組みになっている。ここで、口座管理人、投資管理人、託管人の役割、個別の業務について見てみる。

① . 口座管理人の業務

口座管理人資格には、登録資本金が5億元以上必要であり、いつでも5億元以上の純資本金を維持しなければならない（11-28条2項）。

口座管理人の業務としては①企業と個人の口座を開設する②企業と個人の拠出した保険料や運用収益を記録する③拠出データや企業年金口座の変動を託管人と照合し、その結果を受託者に提供する④企業年金給付を計算する⑤企業と受益者に企業年金口座と個人口座の帳簿閲覧のサービスを提供し、受益者に年度権益報告を提供する⑥定期的に受託人と監督当局に企業年金基金口座管理報告を提供する（11-29条）。

② . 託管人の業務

託管人⁴⁸は、受託者が企業年金基金財産を委託保管する商業銀行である。（11-32条）登録資本金が50億元以上必要であり、常に50億元以上の純資本金を維持しなければならない。（11-33条2項）

①企業年金基金の財産を安全に保管する②企業年金基金の名義で基金財産の資金口座と証券口座を開設する③託管している他の企業年金基金の財産については別に口座を開設し、基金財産の独立を確保する④受託者の指令により、投資管理人に企業年金基金の財産を割り当てる⑤適時に清算・決済を行う⑥企業年金基金会計の計算・推計を行い、投資管理人が計算した基金純資産を計算する⑦受託者の指図により企業年金を給付する⑧定期的に口座管理人、投資管理人と関連データを照会し、⑨規定により投資管理人の投資運用を監督する⑩定期的に受託者に企業年金基金託管報告と財務会計報告を提出する定期的に監督当局に企業年金基金託管報告を提出する。（11-34条）

③ . 投資管理人の職責

投資管理人とは受託者が企業年金基金財産の専門機関に投資管理を委託する専門機関である。（11-33条）証券会社の場合に登録資本金は10億元必要で、それに常に10億元以上の純資本金を維持しなければならない。養

⁴⁸託管という単語は19世紀90年代、中国の立法担当者が外国の保管制度を取り入れて信託型証券投資基金の制度を確立しようとしたところ、信託制度がまだない状況を解決するために作った言葉である。中国証券投資基金法の立法担当者蔡概還先生の話によると、「託管」とは「受託保管」であり、「受託」と「保管」の二重意味を持っているという。その法律の第三章によって基金託管人の制度が規定され、託管という単語が法律上認められるようになった。楊年金「中国证券投资基金托管人的法律地位-面向中国基金托管人法律制度的完善」政治法律 新疆社科论坛（2012）45頁参照。

老金管理会社の場合に、登録資本金は 5 億円必要であり、しかも常に 5 億円以上の純資本金を維持しなければならない。信託会社の場合は登録資本金は 3 億円必要であり、それに常に 3 億円以上の純資本金を維持しなければならない。基金管理会社、保険資産管理会社、証券資産管理会社、またはその他専門投資機構の登録資本金は 1 億円必要であり、それに常に 1 億円以上の資本金を維持しなければならない。(11-40 条 2 項)

①企業年金基金財産の投資を行う②託管人と企業年金基金会計の計算・推計結果を照会する③企業年金基金投資管理リスク準備金を設立する④定期的に、受託者と監督当局に投資管理報告を提出する責任がある。(11-35 条)

投資管理人による投資運用の規定が設けられた。11-46 条によって分散投資義務が規定されているが、まず、企業年金が投資できる商品は国内に限る⁴⁹。具体的には銀行預金、国債、中央銀行手形、短期債券レポ、万能保険商品、投資性保険商品、証券投資基金、株式、及び格付けが投資級以上の金融債、企業債、転換社債、短期融資券、中期手形などが含まれる(11-47 条)が、2013 年 3 月人力資源と社会保障部、中国銀監会、中国証監会と中国保監会が連名で発表された「企業年金基金投資範囲の拡大についての通知」(人力部発[2013]23 号)において、企業年金基金の投資範囲をさらに拡大して商業銀行の投資商品、信託商品、インフラ債権投資計画、特定資産管理計画、株価指数先物取引等も含まれるようになった。また、それぞれ投資商品の期限及び比例について明確に規定されている(11-48 条)(11-50 条)。

(2). 運営管理機関の注意義務、忠実義務

中国の信託法 25 条第 1 項⁵⁰には「受託者は信託証書の規定に従って、受益者の最大利益のために信託事務を処理すべきである、受託者が信託財産を管理する際は、職務に忠実、誠実、信用、慎重、有効に管理する義務を履行しなければならない。」と注意義務と忠実義務について規定している。

11-12 条によれば、受託者、口座管理人、託管人、投資管理人及びその他の企業年金基金のサービスを提供する自然人、法人またはその他の組織の職務に忠実し、誠実に履行し、信用的で、慎重で、勤勉の義務を負うと規定されているが、この規定ぶりは注意義務、忠実義務について規定したのではなく、職務に対して誠実にこなす勤勉義務について規定したものにすぎないの

⁴⁹ 「試行弁法」においては、企業年金基金財産の投資範囲は銀行預金、国債及びその他流動性のいい金融商品例えば短期債券レポ、格付けが投資級以上の金融債、企業債、転換社債、投資性保険商品、証券投資基金、株式等が含まれると規定されていたが、「弁法」においてその投資範囲が拡大された。

⁵⁰ 条文の翻訳については瀬瀬敦子「中国信託法の非核法的考察—日本、英国、米国の信託法と比較して〔上〕〔下〕国際商事法務 35 卷 12 号 (2007) から引用 1679 頁参照。

で、受託者以外の機関に受託者責任を負わせるためには、信託法が適用される場合が考えられるが、口座管理人、託管人、投資管理人は受託者ではないため、信託法の受託者責任は適用されない。

両弁法の規定によると、企業年金と当事者の間には二つの法律関係が成立される。一つは委託者と受託者の間の信託法律関係であり、一つは理事会または法人受託機関とその他の運営管理機関の委任関係である。年金理事会又は法人受託者は信託法上の受託者であり、受益者に対して受託者責任を負う。従って、その他の運営管理機関は信託関係中の受益者とは直接法律関係に立たない。というのは受託者が自己執行すべき業務をその他の運営管理機関に委託すると解されることになる。中国「信託法」第 30 条の規定によると、受託者が法律に従って信託事務を他人に委任する際に、委任行為につき他人に対して責任を負うとされている。

この際、年金理事会又は法人受託者が管理機能を全部委託した場合には受託者が受益者に対して受託者責任を負うため、その他の運営管理機関が負うべき責任は全て受託者に移転されることになる。

また、受託者の管理費は両弁法により基金純財産の 0.2%以内と定められているにもかかわらず、競争が厳しい中で 0.2%取っているケースは少なく、極端な場合はゼロというように極めて低く抑えられている実務上の理由で⁵¹、受託者業務のみでは収益が小さいことから、受託者が口座管理人、投資管理人を兼ねるケースである“3+1”型、受託者が投資管理人を、託管人が口座管理人を兼任する“2+2”型が市場に出てくるようになった。このように受託者が運営管理機能を委任する場面がそれぞれ異なるため、当事者間の法律関係にも信託関係+委任関係という様々な組合せが出るようになった。

すなわち、“3+1”型においては、受託者が口座管理人、投資管理人を兼ねるため、受託者責任を負うが、託管人は受託者責任を負わないことになる。また、投資管理人と口座管理人から特立性を保つべき託管人がそれらによって選任される不都合が生じる。一方で、“2+2”型においては、受託者が投資管理人を、託管人が口座管理人を兼任するため、託管人もしくは口座管理人の選任は投資管理人が決め、託管人や口座管理人の利益が投資管理人の手元にあるため、制度設計者が希望した託管人の監督機能および投資管理人を制約する目的は実現することができなくなってしまう問題もある。

このように受託者責任規定が明確ではなく、抽象的であることに加えて、実務上受託者の管理費が企業年金管理元本の 1.6%しか占めていなく、経済的効果がよくない反面、責任は重すぎるため、受託者になる機関がすくなく、受託者の中心的な地位の機能がなかなか発揮しづらくなる。従って、その他の運営管理機関は受託者を避けて直接委託者を探し、それによって間接的に

⁵¹ 郭建華「受托人资格争议 银行系养老金公司被搁置」中国企業年金網（2007）参照、日本語訳は神宮・前掲注(28)68頁を参照。

受託者を選ぶという受託者形骸化現象が起きている⁵²。

3. 運営管理機関に対する監督、運営管理機関の義務違反の責任

11-30、36、43条によると運営管理機関が①受託者との契約違反②企業年金基金財産を使って自分もしくは第三者の利益を図った場合③法によって解散、破産した時④企業年金運営管理機関の業務資格が取り消されたとき⑤運営管理機関を変えるのが受益者の利益につながると受託者が判断したとき⑥運営管理機関を変えるのが受益者の利益につながると運営監督機関が判断したときには運営管理機関の職務は終了する。

また、運営管理機関は人力資源社会保障部とそれぞれ業務監督部門の監督を受けるが、運営管理機関が企業年金基金管理費、ディスクロージャーに関する規定に違反したときは人力資源社会保障部で業務改善命令が行われる（11-83条）。企業年金基金の財産に影響しうる行為を行なった場合又は業務改善命令を出しても改善しなかった場合、新しく企業年金基金管理業務を行うことは禁止される。また、企業年金基金財産または受託者に与えた損害に対して損害賠償責任を負う（11-84条）。

4. 企業年金の運用

企業年金基金の投資は慎重で、分散投資し、安全性、収益性、流動性、専門家管理という原則によって行う（11-46）。企業年金が投資できる商品は、銀行預金、国債、その他流動性の良好な金融商品に限られる。これには、短期債券レポ、格付けが投資級以上の金融債・企業債、転換社債、投資性保険商品、証券投資基金、株式などが含まれる（11-47）。

また投資するときは以下の規定によって投資すべきである（11-48）。①投資銀行当座預金、中央銀行手形、債券レポ等流動性商品及びマネーマーケットファンドの比率は企業年金基金財産純資産の5%を下回ってはならない。②投資銀行定期預金、協議預金、国債、金融債、企業債、短期融資券、中期手形、万能保険商品等固定収益類商品及び転換社債、債券基金、変額保険商品の比率は、企業年金基金純資産の95%を上回ってはならない。③株式等エクイティ商品及び株式ファンド、混合基金、変額保険商品の比率は企業年金基金純資産の30%を超えてはならない。

五 中国の企業年金制度における問題点—受託者責任を中心に

⁵² 鄭秉文「当前中国养老金信托上的重大问题以及其改革方向」、中国政法大学学报（2008）36頁参照。

上の議論をまとめると、中国の「企業年金制度」は、1980年代中頃に、一部の国有企業で、年金の上乗せ制度として採用されたことに端を発する。2004年に、両弁法により、企業年金は企業・従業員両者が拠出する確定拠出型・個人口座方式であり、資格を持つ機関、具体的には受託者、口座管理人、託管人、投資管理人により相互チェック機能を働かせる仕組みであり、信託型の企業年金制度の枠組みが構築された。両弁法が発表される前から、電力、鉄道、石油、石化、民用航空、電信、運送等の産業業界、すなわち、国有大中型企業、独占的企業を主に普及されてきたが、このような企業が選択した受託者は理事会型であった。両弁法により理事会型は法律上認められるようになったが様々法律上問題の上、また、資本市場上商業信託の専門家としての期待感が高まる中法人受託機関が徐々に注目されるようになった。このように受託者責任規定が明確ではなく、抽象的であることに加えて、実務上受託者の管理費の問題で、利益はない反面、責任は重すぎるため、受託者になる機関が少なく、受託者の中心的な地位の機能がなかなか発揮しづらくなる。したがって、実務上受託者の形骸化空洞化という問題が起きている。

そのため、第二章からは日本の年金制度、受託者責任について考察を行った後、中国の年金基金の受託者責任に示唆を与えることを試みる。

第二章 日本の年金制度

一. 日本の年金制度

日本の年金制度は3階建て方式となっていると言われている⁵³。1階部分は年金のうち、中核となっている基礎年金、すなわち日本のすべての国民を対象とする国民年金であり、20歳以上60歳未満の国民が強制加入の国民年金制度であり、老齢基礎年金・障害基礎年金・遺族基礎年金の3種類の定額給付を行う。2階部分は民間企業の法人企業に勤務している70歳までの者を対象とする、在職中の給料額に応じて受け取る厚生年金保険⁵⁴や公務員⁵⁵を対象とする5種共済年金から成るが、厚生年金保険制度も老齢厚生年金・障害厚生年金・遺族厚生年金の3種類の給付からなる。3階部分は厚生年金保険の上乗せ制度である厚生年金基金およびその他の企業年金⁵⁶、自営業を対象とする任意加入の国民年金基金をはじめとする個人年金制度及び個人型確定拠出年金制度、その他から成る。

そのうち厚生年金制度は、民間企業または特定の職域を母体として設立される厚生年金基金が、国の行う厚生年金保険の老齢厚生年金の給付を一部代行するとともに、事業主の負担能力に応じて給付額を上乗せする制度であるが、昭和30年代に公的年金の肥大化による負担の増大をおそれた企業が、この付加部分に既存の退職一時金制度の全部または一部を取り入れることにより、国の行う厚生年金保険との調整を行い、年金給付内容の拡充を図る制度である。厚生年金保険との調整を行うことから、調整年金とも呼ばれるが⁵⁷、公的年金制度と退職金制度の重複を調整する「調整年金」の導入を要請したことを背景⁵⁸に、昭和40年の厚生年金保険法の改正により導入された重要な引退後所得保障制度である厚生年金基金の掛金（保険料）は、厚生年金同様に事業主と加入者の折半であるが、規約に基づき事業主割合の増加も可能である⁵⁹。

厚生年金基金は老齢厚生年金の報酬比例部分を「代行」するか否かによって「代行型」と「非代行型」に分類される。「代行型」は報酬比例部分の「代

⁵³ 1980年、国民年金を発展させる形で全国国民共通の基礎年金制度が導入され、3階建て年金制度体系が完成した。河野正輝ほか編『社会保障論』（法律文化社、第2版、2011）71頁参照。

⁵⁴ 河野・前掲注（53）78頁参照。

⁵⁵ 国家公務員共済組合、地方公務員共済組合、公共企業体職員等共済組合、私立学校教職員共済組合、農林漁業団体職員共済組合がある。河野・前掲注（53）97頁参照。

⁵⁶ 2001年に導入された、個人の自己責任で運用する新たなタイプの確定拠出年金制度や2002年に導入された代行部分のない企業年金である確定給付企業年金制度等がある。喜多村悦史『厚生年金保険法』（日本評論社、1982）

⁵⁷ 田中實、山田昭『信託法』（学陽書房、1989）198頁参照。

⁵⁸ 新井誠「年金信託と受託者の義務」新井誠編『新信託法の基礎と運用』（日本評論社、2007）111頁。

⁵⁹ 渡部記安「AIJ投資顧問事件（上）」時の法令1906号（2012）62頁参照。

行」に加えて設立企業の実態に応じた独自の上乘せ給付を行う制度であり、上乘せ給付は、給付現価で代行部分の一割程度（2005年4月以降設立の基金は5割程度）までの確保を要す。「非代行型」は代行しない制度であるが2003年9月以降、「代行返上」によって確定給付企業年金への移行が認められる基金のことである。

また、厚生年金基金制度は構成企業形態から、大企業が単独で設立する「単独型」、大企業・中堅企業を中心に関連企業で設立する「連合型」、一定の同業種団体や同一地域内の協同組合等を中心に中小零細企業が設立する「総合型」とも分類される⁶⁰。

二. 公的年金の積立金運用の歴史

公的年金制度の財政の仕組みには、賦課方式と積立方式の二種類がある。日本の公的年金は今まで賦課方式と言われていた。世代間賦課方式⁶¹とは、毎年、現役世代からお金を集めて、退職した高齢世代へと分配する方式である。原理的には、1年ごとに収支が均衡し、財政的に決着することになる。すなわち、賦課方式の場合は支払準備金的なもの以外は、多額の積立金が生じることはなく、従って、賦課方式であれば、積立金は本来存在しないはずである。しかしながら、2014年3月末において、約130兆円もの積立金が存在する理由として厚生年金制度がもともと積立方式によりスタートし積立金を残して来たからである⁶²。

ただ、世代間賦課方式は前提とした人口構成を安定したピラミッドの理想型としているため、少子化高齢化が急速に進む日本においては、現役世代と退職した高齢世代との間にアンバランスが生じ、それを補うためには、修正積立方式⁶³を併用し、運用益や積立金の取崩しという方法を取らなければならなくなったので保険料負担を引き上げ続けると同時に税金を補助的に財源として投入するようになり賦課方式でありながら、積立金が存在する状況になっている⁶⁴。

それでは公的年金、すなわち国民年金と厚生年金の積立金の運用歴史について見てみる。

1. 年金制度の発足

厚生年金保険の前身である労働者年金保険制度が発足した1942年において

⁶⁰ 渡部・前掲注（59）62頁参照。

⁶¹ 若杉敬明「日本の年金制度－現状と課題」月刊資本市場165号（1999）4頁参照。

⁶² 小幡績「GPIF世界最大の機関投資家」（東洋経済新報社、2015）18頁。

⁶³ 若杉敬明等「年金自主運用検討会報告書」信託192号（1997）62頁参照。

⁶⁴ 小幡・前掲注（62）18頁。

は、積立金の管理運用方法について議論がなされたが、戦時体制化、国家資金であることを理由に、他の財政資金とともに、一元的に管理することとされた。

2. 年金資金の資金運用部への預託

国民年金制度が開始する際には、国の制度・信用を通じて集められた公的資金は統合管理し、公共の利益の増進に寄与するよう運用すべきとの観点から資金運用部への預託義務が課されることとなった。その際、還元融資を専門的に実施する機関として 1961 年、年金福祉事業団とう特殊法人を成立し、いわゆる福利厚生事業、グリーンピアなどの保養施設の建設・運営や社宅などの整備資金の貸付け、住宅資金の貸付けなどを中心に行っていた⁶⁵。厚生年金・国民年金の特別会計の積立金については、大蔵省資金運用部へ全額預託することが義務付けられており、預託による利息の受取が年金特別会計の運用収入となっていた。預託金利の利率は 7 年以上預託する場合は、10 年利付国債の表面利率を基準に設定されていた。また、市場金利が低いときは、更に国債金利の利率に一定の上乗せがなされた水準に設定されていた。これはいわゆる財政投融资の資金となり、第二の予算とかつて呼ばれていた。しかし、預託義務の下での年金積立金の運用は、保険料拠出者の最大限の利益になっていない問題点があった。

3. 市場運用の開始

1986 年から年金福祉事業団による還元融資事業の安定的実施を目指した資金確保事業としての市場運用が開始され、1987 年からは、財源強化事業として、積立金の一部分について年金福祉事業団による自主運用が開始された。当時両事業の合計で約 24 兆円が市場運用されていたが、自主運用は年金積立金の資金運用部預託金の一部を年金福祉事業団が借り入れて信託銀行、生命保険会社、投資顧問会社といった民間専門機関に運用委託し、運用収益から資金運用部へ利息を支払い、利差益を公的年金である厚生年金保険・国民年金両特別会計に納付するシステムであった⁶⁶。当時、年金福祉事業団では、長期的に資金運用部からの借入金利を上回る総合収益を上げることを目標として、基本的な資産構成割合を 5 : 3 : 3 : 2 に設定し、安全性資産 : 株式 : 外貨建て資産 : 不動産等に分散投資していた。年金福祉事業団では、毎年度、資金運用部に利払いをしていたが、バブル崩壊により市場環境は悪化し、1991

⁶⁵ 小幡・前掲注 (62) 21 頁。

⁶⁶ 秋月良彦「公的年金積立金の自主運用を巡って」信託 195 号 (1998) 75 頁参照。

年度以降、運用利回りが借入金を下回り、赤字となった⁶⁷。こうした状況に直面し、運用規制の緩和がバブル経済のもとで、運用実績の改善のため急務となった。

4. 資金運用部への預託義務の廃止

1997年9月1日には、年金積立金の自主運用体制を検討する「年金自主運用検討会」の報告書が取りまとめられているが、この報告書の中には、年金積立金の資金運用部への預託義務の廃止が提言され、自主運用の確立が必要とされていた。具体的に報告書は「年金積立金は、年金給付に充てるために徴収された保険料の集積であって、財政投融资の原資のために集められたものではなく、本来、保険料拠出者の利益のために運用されなければならない」と述べている。また「年金積立金は……保険料拠出者の利益のために、年金積立金に最もふさわしい方法で運用すべきである。それが自主運用である⁶⁸。」としていた。それと同時に、1997年財政投融资制度の抜本的改革が打ち出され、同年11月27日「資金運用審議会懇談会とりまとめ」において、財政投融资制度のスリム化に積極的に取り組むことが基本方針とされた。この方針の下で、同報告書では、公的年金積立金や郵便貯金の資金運用部への預託義務を廃止することが提言され、また、自主運用のあり方の基本的考え方も提示された。その後、1998年6月に中央省庁等改革基本法が成立したが、同法20条で、大蔵省が財務省へと組織編成を変えることが規定され、さらに新組織である財務省の編成方針において、2001年4月からの年金積立金の預託廃止が規定された。

5. 年金資金運用基金

2001年4月から、財政投融资制度の抜本的改革に伴い、年金資金運用基金法が制定された。それにより、従来の資金運用部預託制度は廃止され、年金積立金の自主運用、即ち、市場運用が行われ始めた。預託されている年金積立金は、2001年度から7年間にわたり毎年度平均して約20兆円の規模で年金特別会計に償還され、年金資金運用基金に預託された。また、年金資金運用基金は年金福祉事業団の廃止に伴い、同事業団が運用していた27兆円にのぼる資金を承継して運用したが⁶⁹、当時年金運用基金が運用する額は、最終的には140兆円を超える額となった。

⁶⁷ 霜鳥一彦「年金資金運用の現状と課題」旬刊社会保障 1899号（1996）70頁参照。

⁶⁸ 貝塚啓明「年金自主運用検討会報告書」信託 192号（1997）64頁参照。

⁶⁹ 「資料《公的年金の積立金の運用――基本方針》（厚生労働省）」賃金と社会保障 1296号（2001）47頁参照。

これにあたり、厚生年金保険法及び国民年金法⁷⁰は、社会保障審議会（実質的には年金資金運用分科会）への諮問・答申に基づいて厚生労働大臣に、目標運用利回り及び基本ポートフォリオを含む「運用の基本方針」の策定を求める。この際、厚生年金保険法及び国民年金法は、厚生労働大臣が「専ら国民年金、厚生年金保険の被保険者の利益のために」資産運用し、運用に携わる職員（年金資産運用分科会委員を含む）が「慎重かつ細心の注意を払い、全力を挙げてその職務を遂行」するように求めている⁷¹。この「運用の基本方針」に基づき、年金資金運用基金が「管理運用方針」を定める。そこでは、①運用の目標、②リスク管理、③運用業者の選択・評価方法などが規定される。管理運用方針を含めて運用に関する重要事項は3名の理事（理事長は監事とともに厚生労働大臣が任命し、他の2名は理事長が厚生労働大臣の認可を受けて任命する）が決定する。ただし、専門性確保の観点から、投資専門委員を3名置き、理事会での審議において意見を求めることとしている⁷²。一方、年金資金運用基金は、個別運用受託機関に運用のガイドラインを示し、運用管理を行う。年金資金運用基金は、国内債券を中心とし、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式を投資対象とするが、信託銀行、生命保険会社または投資顧問業者は実際の運用において、投資環境見通しを考慮して乖離許容幅の範囲内で中短期的に基本ポートフォリオとは異なる資産構成をもつことができるとしている。基金の役員には善良な管理者としての忠実義務と注意義務が定められている。また、監査法人による外部監査を導入すると同時に、基金内部に監査課を設置し、客観的な会計監査やコンプライアンスの強化を図っている。それに加えて、①運用の結果、②財務諸表の監査、③業務概況書（年金資産の時価、構成割合などを記載）を公表している。

年金積立金の運用は、民間運用業者の専門性を最大限活用する観点から、外部の運用業者に委託する外部委託運用が基本となるが、資金の一部については、基金が自ら運用する。その場合、自家運用は、国内債券パッシブ運用を中心ファンドとして位置づけるとともに、委託運用における資産の入替や運用業者の変更を行う際の調整、引受財投債の管理、国庫納入金の納付等に必要な流動性の確保という役割を果たすものとして、有効に活用することが考えられる⁷³。

ここでの問題点としては社会保障審議会のメンバーや年金運用基金の役員人事は厚生労働大臣の権限であるが、厚生労働大臣は最終的には国会に対して責任を負うという仕組みになっているため、「被保険者のため」という目的

⁷⁰ 厚生年金保険法（昭和29年法律第115号）第79条の4第一項及び国民年金法（昭和34年法律第141号）第77条第1項の規定に基づき、厚生年金保険特別会計の年金勘定に係る積立金及び国民年金勘定に係る積立金の運用に関する基本方針を定めた。

⁷¹ 臼杵政治＝鈴木陽司「公的年金の資金運用のあり方」ニッセイ基礎研 REPORT（2002）号21頁。

⁷² 臼杵＝鈴木・前掲注（71）21頁参照。

⁷³ 若杉・前掲注（63）53頁参照。

が政治からどれくらい独立できるかということである⁷⁴。また、厚生労働大臣は、審議会に諮問しつつ、基金からの報告を受容するという形であるが、目標利回りの達成度による評価方式などについては具体的には何も定められていない⁷⁵。

6. 年金積立金管理運用独立行政法人（以下「GPIF」と称する）

全額自主運用の体制が始まってまだ3年しか経ってないが、特殊法人等整理合理化計画（2001年12月19日閣議決定）を受けて、年金基金運用基金を廃止し、公的年金積立金の管理および運用を行う独立行政法人として、年金積立金管理運用独立行政法人を創設するための法案が上程され、第159回国会（2004年）でほとんど実質的な審議がなされないまま成立した。

一方で、急速な少子高齢化が進行する中で、2004年の年金制度改正が行われたが、その以前においては、仮に、年金保険料の引上げのみで改正前の制度を続けていたとすれば、厚生年金保険料率（労使折半なので、事業主と被用者がそれぞれ半分を負担）は13.58%から25.9%へ、国民年金保険料は13300円から29500円（2004年度価格）まで引き上げられねばならず、一方、年金給付の見直しだけで制度を続けていたとすれば、高齢者が既に受給している年金と今後給付を受ける年金を、一度に3～4割も抑制しなければならない状況が見込まれていた⁷⁶。

そのため、2004年改正において、保険料水準固定方式の導入、給付水準を自動調整する仕組み（マクロ経済スライド）の導入、基礎年金国庫負担割合の引上げ、積立金の活用等四つの柱を組み合わせた改革が行われた。この改正により、日本の公的年金制度において世代間扶養の考え方が徹底されることとなり、積立金の意義もより具体的に明確になっているといえる。すなわち、年金積立金運用による運用収益と積立金の活用により、保険料水準を固定することと給付をできるだけ高い水準に維持するという二つの考え方の両立を図りながら、年金財政の安定化に寄与するという今後の道筋が示されたこととなる。これにより、将来の保険負担の増加を抑制し、年金制度の長期的な安定を図るためには、年金積立金運用の重要性は非常に高まりつつあった⁷⁷。

その中で2006年4月1日①市場への影響に留意しつつ、国内債権を中心として、国外の株式を一定程度組み入れる分散投資を行う、②専門性を徹底させ、責任を明確化するために、年金積立金の管理運用を専門的に行う第三者機関としての年金積立金管理運用独立行政法人が創設された。

⁷⁴ 白杵＝鈴木・前掲・注（71）24頁参照。

⁷⁵ 若杉敬明「年金積立金管理運用独立行政法人ガバナンス」旬刊社会保障2278号（2004）24頁参照。

⁷⁶ 年金積立金管理運用独立行政法人ホームページ <http://www.gpif.go.jp> を参照。

⁷⁷ 年金積立金管理運用独立行政法人ホームページ <http://www.gpif.go.jp> を参照。

2001年4月から始まった年金資金運用基金と2007年から設置された年金積立金管理運用独立行政法人の組織の相違は、以下の図1が示すとおりである。

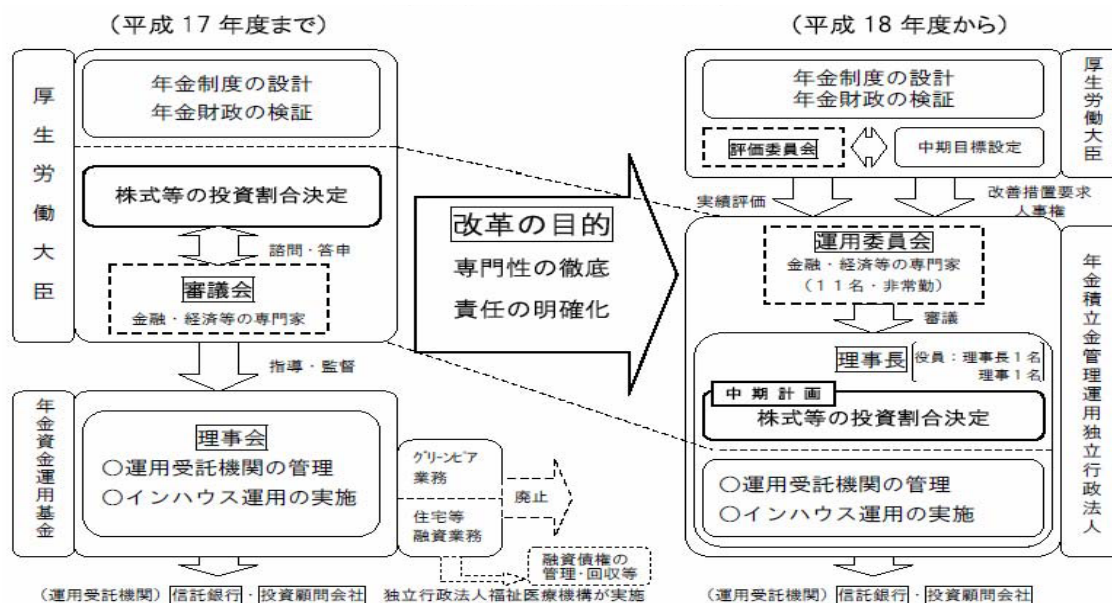


図1 第14回金融・資本市場ワーキンググループ資料「年金積立金の管理運用について」⁷⁸

同法人の仕組みでは、年金資金運用基金に比べていくつかの点で異なっている⁷⁹が、これによって専門性の徹底と責任の明確化を図っていた。

- ① . 年金資金運用基金において、厚生労働大臣が果たしてきた運用基本方針策定権限が法人に委譲される。
- ② . その代わり専門家からなる運用委員会がその審議に加わる。運用委員会と理事会との関係は、後者が経営執行を行うのに対して、前者は内部から経営監督を行うという分業である。その意味で運用委員会の役割は重要であり、法人に内部統制システムの整備を促し、理事長および理事に受託者責任、すなわち慎重な専門家としての注意義務、忠実義務および秘密保持義務を全うさせなければならない。
- ③ . これに対して、評価委員会は法人外部からの監視機関であり、ガバナンスの面で極めて重要な役割を果たすことになる。評価委員会が実績評価を行い、それに基づいて厚生労働大臣が法人に業務改善措置を要求することになる⁸⁰。

このように自主運用と独立行政法人ということはGPIFの大きな出発点とな

⁷⁸ 経済財政諮問会議 <http://www.keizai-shimon.go.jp/special/global/finance/14/agenda.html> から入手した。

⁷⁹ 若杉・前掲注(63)25頁参照。

⁸⁰ 若杉・前掲注(63)25頁参照。

った。

一．厚生年金基金の積立金の運用

厚生年金基金は、二つの部分からできている。すなわち、国の老齢厚生年金を代行する部分と、基金独自の上乘せ給付（プラスアルファという）部分である。GPIFで運用されている厚生年金の積立金は特別会計の積立金であり、厚生年金基金の代行部分は含まれていなく、厚生年金基金でその積立金の運用を行っている。それではその運用の歴史について見てみる。

1. 厚生年金基金の発足から 80 年代前半まで

厚生年金基金制度が 1967 年に発足以来から 80 年代前半にかけて日本の経済は高度成長期から安定成長期に入った。この時期に厚生年金基金の運用は信託銀行と生命保険会社という限られた運用業者が資産配分に関する規制（安全性資産 50%：株式 30%：不動産 20%）の中、貸付け金や国内債券という安全性資産中心の運用を行っていた。この時期、長期金利の水準自体が予定利率である 5.5%を上回っていたことから、年金制度運営の健全性に関しては問題視されていなかった⁸¹。

2. バブル経済の生成から崩壊とモダンポートフォリオ理論の導入（80 年代後半）

この時期に日本の経済はバブル経済の生成から崩壊という大きな意味を持つ時期を経過したが、資産分配に関する規制が外貨建て資産に対して緩和された。またバブル経済生成の過程で株式の割合が急速に高まったことからモダンポートフォリオ理論の導入など、これまでの資産運用に対する考え方の転換が迫られる状況が現れていた⁸²。

3. 経済の低迷・運用の規制の撤廃（90 年代前半—）

バブル経済の崩壊以降は、経済の低迷・運用の規制の撤廃等を背景に、年金資産運用は大きく変貌を遂げていた。1990 年には運用が拡大され一定の要件に適合する基金及び連合会について積立金の一分の運用（総資産の 3 分の 1）について投資顧問の参入を認め、また一定の運用体制を整えた基金及び連合会について自家運用の道が開かれた。その後も大幅な規制緩和が行われ、従来運用、拡大

⁸¹ 高橋格、山本広「資産運用の変遷について」信託 213 号（2003）98 頁参照。

⁸² 高橋等・前掲注(81)99 頁参照。

運用の区分が完全撤廃され、厚生年金基金の自主運用の資産規模も拡大された。また、長年の投資規制である5:3:3:2(安全資産:株式:外貨建て:不動産)規制が廃止されることによって運用の自由化がますます進む一方、基金側における運用の裁量も一層拡大された⁸³。

4. 厚生年金基金の解散と代行返上（2014ー）

厚生年金は予定利率に基づき保険料・掛金及び年金給付額を決める。1996年度までは日本経済の高度成長だったため予定利率は全基金一律に5.5%と規定されていたが、厚生年金基金制度は「公的年金制度である厚生年金制度の代行機能を与えて、基金独自の資産運用を可能としたため、高度成長時代の高い実質運用利回りと相対的に低い予定利率との差額である「巨額の利鞘」は基金に一時的に帰属した。

しかしバブル崩壊後、低金利時代のなかで、従来の5.5%という予定利率を固定した財政方式では基金の運営は成り立たなくなった。すなわちデフレ経済下では「巨額の利鞘」が容易に「巨額の利差損」へと転換した。そこで、1997年度以降の予定金利は自由化され、「10年物国債応募者利回りの平均を下限」として金融市場実勢を反映した各基金の自己責任となった⁸⁴。1999年改正により、代行部分の債務は厚生年金保険本体の運用実績（平成11年10月ー平成23年3月まで年平均1.8%）に基づき計算されることにした。したがって、現在予定利率を用いて債務計算を行っているのは代行部分以外の上乗せ部分であり、2012時点でも大半の基金は上乗せ部分の予定利率を5.5%のままに設定していた⁸⁵。

それによって運用利回りが予定利率を下回って利差損が発生し、また、厚生年金以上に従業員の高齢化が進んだ基金では、拠出と給付のバランスが崩れ、企業の負担が高まった。

さらに、会計基準の変更がデメリットを拡大した。2000年4月に導入された退職給付会計では、国の年金の一部である代行部分も企業の退職給付債務に含むとされた。また、その債務の割引率は「長期の債券の利回り」とされ、厚生年金保険法の予定利率とは異なる基準となった。近年の低金利下では会計上の割引率の方が低いため、退職給付債務が膨らみ、厚生年金保険法上の最低積立基準をクリアしていても、会計上は未積立の退職給付債務が発生する⁸⁶。

2014年（平成26年）4月に施行された厚生年金保険法の改正により、厚生年

⁸³ 神田秀樹「厚生年金基金の受託者責任ガイドライン」ジュリスト1128号（1998）32頁参照。

⁸⁴ 渡部・前掲注（59）60頁参照。

⁸⁵ 松尾直彦「企業年金問題と役員の実務責任—AIJ事件を契機として—」月刊監査役604号（2012）22頁参照。

⁸⁶ 中嶋邦夫「厚生年金基金の代行返上」ニッセイ基礎研REPORT（2002）21頁。

金基金の運営基準が厳格化されたことを受け、代行返上は、厚生年金保険の一部を代行していた基金がその代行部分を国に返上することで、先の確定給付企業年金法で法制化された。それ以前は、代行返上には基金の解散しかその手段がなかったが、解散の場合、代行部分だけでなく企業独自の上乗せであるプラス・アルファ部分の清算も伴う。代行返上後は、現在の上乗せ部分の年金を確定給付年金制度（DB）、確定拠出年金制度（DC）に移行する。

第三章 「受託者責任」の法概念について

15世紀に、英米法の母国たるイギリスから始まった信託法は、古い歴史と伝統を誇り、法的に確立された安心できる便利な制度であることが、日本でも少しずつ認識されるようになって来た一方で、日本においての国民の総資産残高が増加し、金融資産や不動産などのストック資産を管理運用する信託への関心が高まるに伴い、政府も規制緩和、特に金融行政における規制緩和を行い、このような信託の仕組みを利用して金融商品を提供するのが容易になった⁸⁷。経済学者の岩井克人教授は日本経済新聞「経済教室欄」⁸⁸において「身分から契約と信託へ」という記事を書かれているが、その中で、契約と信託の時代を予言している。岩井教授の記事が書かれてからほぼ、十何年経った今において信託の概念がより馴染んできているし、民法から商事にわたる様々な場面において、信託の言葉が広がりつつある。そこでまず信託の起源について検討してみることにする。

一. 信託法理の起源

信託制度の基本スキームの成立起源については、学説上争いがある。基本にはA ローマ法起源説、B イギリス固有法説、C ザールマン共同起源説があるが、B イギリス固有法説は信託法制度の起源に関する通説といえるが、ここでは通説について触れることにする。信託という制度は15世紀のイギリスを舞台としているが、発生の歴史は以下のように言われている。

イギリスにおける信託制度の原型と呼ばれるユース (use) 制度である。ユース利用の慣習は、ほぼ13世紀頃には一般的に普及していたといわれているが代表的な例としては十字軍、百年戦争等の海外出征時の財産委託、聖フランシスコ教団への財産寄進である⁸⁹。

十字軍、百年戦争等の海外出征時の財産委託については、出征する騎士たちが自分の家族のために、その土地を管理するように依頼したうえで、自ら信頼する友人等に自分の土地を委ねて戦争に参加する時である。そこで、受託者は委託者の出征中は土地を適正に管理し、その収益を残された家族に対して給付し、さらに、委託者が無事生還した時に、受託していた土地を委託者へと返還することになる⁹⁰。

聖フランシスコ教団への財産寄進は聖フランシスコ修道会の教義である「貧困の誓い」の副産物であるといえる。聖フランシスコ修道会は、この教義のゆ

⁸⁷ 林宏編（三菱信託銀行信託研究会）『信託の時代』（1994）3頁以下を参照。

⁸⁸ 日本経済新聞1998年1月1日（木）「経済教室欄」25面。

⁸⁹ 新井誠『信託法（第四版）』（有斐閣、2014）7頁参照。

⁹⁰ 新井・注（89）7頁参照。

えに、団体自体としても、修道士個人としても、財産を直接に所有することが禁じられていたため、その信者たちは寄進に際してユースを利用せざるを得なかった。すなわち、信者が修道院のための敷地を提供しようとするとき、直接に修道会に譲渡するわけにはいかないので、修道会のための利用という目的を明示したうえで、地域の町村等にその土地を譲渡したわけである⁹¹。

14世紀に入ると、ユースは聖俗を問わず多様な目的に利用されるようになった。とくに、当時の種々の封建的負担に対する脱法的手段や、課税の潜脱的手段としても利用されるようになったが、その形はA 長子相続制の潜脱、B 相続人の男子限定制の潜脱、C 相続時における領主特権の回避⁹²等様々である。

長子相続制の潜脱についてみる。封建制では、領主が領民に土地を封として与え、それに対して領民が奉仕をする。当時奉仕を封建的負担というが、相続料、後見料、結婚料、不動産没収など、基本的な奉仕の他にも様々な形での別個の奉仕が求められていた。これらの封建的負担は封を受けた領民に人的に帰属するというより、封という不動産に付着していた。領民達は封建的負担を免れたいと思って、工夫をする。一方、中世のイギリスでは、不動産について遺言の自由を認めず、長男が常に単独で相続すると定める強行法規が存在しているが、領民に複数の子がいる場合は、どのように利益を長男以外の子にも分け与えるか考えていたが、それによって信託が考案された。即ち、土地を自らの手から離し、信頼できる者に信託譲渡し⁹³、名目上の譲受人である受託者を複数にしておき、死亡に伴い発生する封建的負担を永久に回避するとともに、土地から上がる収益は、長男以外の受益者に分け与えることができるようになった。

しかし、このようにユース制度が広範に使われていくうちに、一つの欠点があった。信託を受けた受託者が、その信頼に背いて、受益者に収益を配分せず、すべてわがものにした場合である。

その当時、イギリスには、2種類の裁判所が並存していた。一つは王会から分化、発達した、王権を権威の源泉として、「王国の一般的慣習」を基にして確立されたコモン・ローの裁判所である。もう一つはコモン・ローによる解決では妥当性の欠くと考えた人々が、国王に直訴を求め、大法官は正義公平に基づき、個別的な特別救済によって行われるエクイティの裁判所であった。同じ種類の紛争は、2種類の裁判所のどちらへ行ってもよいが、どちらの裁判所を選ぶかによって法の手続も、結果も異なっていた。このとき、上述した受益者の信託違反事例はどこの裁判所に行っても助けを求めればよいかが問題になっていた。当時国王の裁判所以外に領主の裁判所も存在したが、このような受託者の背信行為は領主による封建的負担を潜脱するための工夫であるので、領主の裁判所においては救済を与えてくれるはずがなかった。また、コモン・ローの裁

⁹¹ 新井・注(89)8頁参照。

⁹² 新井・注(89)8頁参照。

⁹³ この場合、信託された者が受託者、利益を受ける者は受益者、また、信託の設定者が存在する。

判所では名義上の受託者が土地の所有権を所有していたので、受託者の背信行為は救済を得られなかった。それで、このような事件はエクイティ裁判所に行き、救済を求めていたが、このような判例の蓄積⁹⁴によって成立したのが信託法理である。

二、アメリカにおける商事信託

その後、対象が不動産に限定されていた、受託者が無償であったユースはトラストの登場により次第に変容を遂げた。トラストでは金銭、有価証券等が対象とされたり、有償の観念が導入されたが、イギリスにおいて確立された近代的なトラストはアメリカへと継受され、発展過程において徐々に独自の特質を示すようになった。

アメリカにおいては、信託法の制定は連邦の立法権に属さず、各州に委ねられているが、多くの州の信託法は体系的、包括的な立法がなされていない。一方で、アメリカ法律協会による信託法の統一を求める作業が行われたが、信託法リステイメントの編纂である。この改定作業は1935年に第1次、1957年には第2次を経て、1992年にはプルデント・インベスター・ルール (Prudent Investor Rule) の部分が刊行され、2003年には第3次リステイメントが第1巻・第2巻が完成された。また、2000年統一信託法典も2000年8月に承認された。第1、2、3次のリステイメントの内容については後ほど必要な部分で触れることにする。

三、エリサ法と受託者責任

(一) エリサ法の概要

1974年に制定されたアメリカのエリサ (ERISA: 従業員退職給付保障法) は、年金制度だけではなく、福利制度を含めた、信託法理によって受給権の保護を目的とし、網羅的で大部な連邦法制である。日本における確定給付年金法と確定拠出年金法の中、特に資産運用関係者の「受託者責任」については、エリサ法におけるものと同様な理念が盛り込まれている。2001年 (平成14年) 3月に公布された「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて (通知)」⁹⁵においてもその旨が記述されている。そのため以下では石垣修一『年金資産運営のためのエリサ法ガイド』⁹⁶を手係りとして

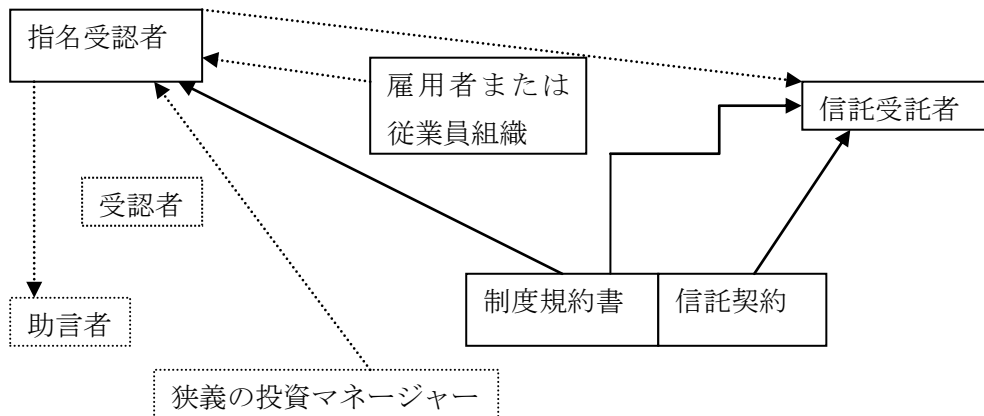
⁹⁴ それ以外に、もう一つは、取引関係に入った受託者は、もとにある信託財産を債権者のために差し押さえられるかどうかをエクイティの裁判所で争っていたが、裁判所は債権者の差押を認めないという判断を下したが、その蓄積によって信託財産の特別な「色」づけが出来上がった。樋口範雄『フィデューシャリー「信託」の時代』(有斐閣、1998年、初版) 44頁参照。

⁹⁵ 平成14年 (2001) 3月29日年発第0329009号厚生労働省年金局長通知。

⁹⁶ 石垣修一『年金資産運営のためのエリサ法ガイド』(東洋経済、2003年、初版) 参照。

必要な部分をまとめたものである。

エリサ法の 3 本柱は、①加入資格や受給権付与の最低基準の設定、②年金資金の積立義務、③支払い保証制度の創設、であり、これらを実効化するために、④加入者への情報提供や官庁への報告義務、⑤制度の管理や投資に係わる者の義務と責任厳格化（受託者責任）、⑥違反行為是正・加入者救済手段の整備、も図られた。



点線は任意のもの、実線は必須のもの

エリサ法で信託法理の受託者の役割を担うのが「受託者 (fiduciary)」で、同法の第 3 条 (21) (A) においては次のように定義する⁹⁷。

「エリサ法第 3 条 (21) (A) :

- (i) 制度の運営に関して、裁量権または裁量的支配を行使する者、あるいは資産の運営または処分について、現に権限を行使するかまたは支配を実行している者。
- (ii) 直接間接を問わず、制度の現金その他資産に関して、手数料その他の代償を得て、投資助言を行う者、あるいはそうすることに権限または責任を有する者。
- (iii) その制度の管理について、裁量的権限または裁量的責任を有する者。」

この定義の文言から、エリサ法の受託者の機能（役割）が明らかになる。「一言でいえば、エリサ法の受託者の機能は「制度の管理運営」で、その中には「制度資産の管理運営」、すなわち「資産の運営および処分」も含まれ、「制度資産の管理運営」の中には助言をも含めた「投資」が含まれる⁹⁸。」

「エリサ法は受託者として「指名受託者 (named fiduciary)」(制度の管理運営を統括する)、「信託受託者 (trustee)」(制度資産の管理運用を任される) および「投資マネージャー (investment manager)」(資産の管理運営の中の投資を担当する) の三者を想定している。ただし、投資マネージャーは指名受託

⁹⁷ 本稿で引用するエリサ法に関する条文はすべて、石垣・前掲注 (96) より引用したものである。

⁹⁸ 石垣・前掲注 (96) 197 頁参照。

者や信託受託者と異なり、必ず置かなければならないものではないし、指名受認者と信託受託者の兼務も可能である」⁹⁹。

エリサ法の制度において、受認者は「事実上 (de facto) の受認者」の概念であり、指名受認者、信託受託者あるいは投資マネージャーとして任命されていなくても、第3条(21)(A)の定義にあてはまる行為を行えば、そのものが受認者になる。このようにエリサ法は年金の加入者や受給者に対して各種義務を負う受認者の範囲を受託者以外に拡大することによって、受給権の保護を図っている。

「エリサ法の受認者義務の規定は任意規定かどうか」という問題に関しては、制度規定等によって受認者義務を軽減できるかどうかとの問題と関係あるが、エリサ法は、第410条(a)で、「(前略)本款の定める責任、責務または義務から受認者を免責することを目的とする協定や約定は、公序良俗 (public policy) に反するものとして無効であるとはっきり否定している。しかし、紛らわしいのは、第404条(a)(1)(D)の「本章ならびに第Ⅲ章の規定との齟齬がない限り、その制度を運営するための書面や制度規約を遵守すること」との制度規約遵守義務の規定であるが、石垣修一氏は、『年金資産運営のためのエリサ法ガイド』において、エリサ法の法としての性格からも、これから「制度規約によっては信託義務の軽減もありうる」と読むことは到底許されないと述べている。

エリサは企業年金に関する受託者責任についての広範かつ詳細な規定を設けている。エリサ法は、忠実義務、慎重人原則 (prudent man rule) , 分散投資義務、同法および制度規定順守義務を受認者の義務として明記しているとともに、判例は「信託法上の受託者義務も含まれる」としている。また、エリサ法は禁止取引をも定めている (第406条等)。このような諸義務の中で、受認者義務の中心はあくまで忠実義務と慎重人原則であり、他の義務はこれから派生したもの、あるいは各論の義務と考えることができる。次は、一つずつ見てみよう。

(二)．「統一基準」としての慎重人原則

エリサ法は第404条(a)(1)で、忠実義務、慎重人原則 (prudent man rule) , 分散投資義務、同法および制度規定順守義務を受認者の義務として明記しているが、その中で、慎重人原則は、他の注意義務のための「統一基準」としての役割をも担っている。判例は、慎重人原則を「客観的な (objective) 注意基準」と捉えており、例えば、慎重人原則に照らして、「制度のために」そのようなことはしなかったであろうと判断される場合にも「慎重人」のレベルでの、忠実義務違反であり、「通常人」としての忠実義務違反より厳しいはずである。また、分散投資義務や制度規約遵守義務も同様で、これらの義務の判定については、

⁹⁹ 石垣・前掲注(96)198頁参照。

条文上も「慎重人原則に従うこと」が明記されている（第 404 条 (a) (1) (c), 同 (a) (1) (D)）。

「そもそも、法的な注意義務基準を設定する場合には、一定の要件を備えた「人物」が、その注意義務者として想定（擬制）される。エリサ法はこの「人物」として、「通常人」ではなく、「慎重人」を想定した。Prudent という言葉は、「通常人」などよりも、注意深い「人物」を表すためにこの言葉が選ばれたといえる。このように「慎重人」は一種の法的イデーであり、受託者である限り、「慎重人」として行動しなければならない。したがって、エリサ法上受託者がその義務を全うしたかどうかは、どのような義務であろうとすべて「慎重人原則」によって計られることになる。この「慎重人」たる要件は、第 404 条 (a) (1) (B) に定められている¹⁰⁰。

(三) エリサ法の受託者責任

1. 慎重人原則

(1) エリサにおける慎重人原則

エリサ法は第 404 条 (a) (1) (B) において、「そのような状況下で、同等の能力で行動し、同じく事情に精通している慎重人 (prudent man) ならば、同様な性質や目的を持つ事業の管理に当たっては当然発揮するであろう注意力 (care), 技量 (skill) 慎重さ (prudence), 勤勉さ (diligence) を持っていること」が要求されている。

条文では「事業の管理 (the conduct of an enterprise)」という言葉が使われているが、この「事業の管理」は「投資」に限るものでないことは明らかである。従って、エリサ法上の慎重人原則は、「投資」に関する義務だけを律するものではなく、このことは、「投資」を担当する信託受託者及び投資マネージャーに限らず、受託者全般の義務基準である。

忠実義務がある種「絶対的」な義務であるのに対して、慎重人義務は「「そのような状況下で、同等の能力で行動し、同じく事情に精通している慎重人 (prudent man)」とのように、条文で書いてあるとおり、同種の受託者が用いる注意水準を要求する点において、「相対的」な義務であるといえよう¹⁰¹。

また、エリサ法に関する判例においては、基金に損失をもたらしたからといって、必ずしも投資マネージャーや受託者が注意義務違反を犯したことはないとしている。DeBruyne v. Equitable Life Assurance では、「受託者の注意

¹⁰⁰ 石垣・前掲注 (96) 56 頁。

¹⁰¹ 植田淳「エリサ法 (ERISA) の信託義務に関する基礎的考察—年金資産運用における受託者責任—」神戸外大論叢第 54 巻第 5 号 (2003) 34 頁参照。

義務は、先見の明 (prescience) を要求しているのではなく、思慮分別 (prudence) を要求しているにすぎない¹⁰²。」すなわち、慎重人原則違反は、「結果責任」ではなく、「プロセス責任」である、とすることができるのであろう¹⁰³。

それではエリサ法における慎重人原則と関連のある慎重人原則の起源と第二次、第三次リスティメントにおける慎重人原則について見てみよう。

(2). 慎重人原則の起源

いわゆるプルudent・マン・ルール¹⁰⁴の誕生は、1830年のマサチューセッツ州最高裁判所、ハーバード大学対エイモリ事件である。本件の争点は信託財産を株式に投資した受託者の責任の有無であるが、裁判所は、アメリカでは政府債が量的にも限られており、しかも、政府債であっても必ずしも安全な投資と限らないという理由で、信託資産の投資対象を国債等に限定していた英国の判例法 (コート・リスト・ルール¹⁰⁴) の適用を否定し、「思慮と分別と聡明さを備えた者 (men of prudence, discretion, and intelligence) が、自己資金の運用に当たり、投機ではなく元本の安全性と同時に安定収益の確保を目的とした長期的な運用において、いかに運用するかというその方法に従わなければならない」との基準を示して、受託者の責任を否定した¹⁰⁵。これは、「イギリスでとられていた広範な投資対象を許容する柔軟なアプローチであると言われる」¹⁰⁶が、この判例は米国全体から見ると少数派にとどまり、多くの州は制定法により、信託資金の投資対象を固定金利の得られる証券等に限定していた (いわゆるリーガル・リスト・ルール¹⁰⁷である)。

ところが、1930年代に、大恐慌の時代に、公債の価値が暴落し、公債だけ買っても安全ではないことが現実化したので、結果、大恐慌の後の1940年頃から、プルudent・マン・ルールが広く採用され始めた。

(3). 第二次リスティメント

1957年に採択された信託法第二次リスティメントにおけるプルudent・マン・ルールに関する174条の条文は以下のとおりである。

「受託者は信託の管理にあたり、通常¹⁰⁸の思慮を備えた者 (a man of ordinary

¹⁰² Soc. 920 F 2d 457, 465 (7th Cir. 1990) 植田・前掲注 (101) 35頁から引用した。

¹⁰³ 植田・前掲注 (101) 35頁から引用した。

¹⁰⁴ コートは、この場合裁判所を意味し、裁判所が判例の積重ねを通して実質的に投資先リストを作成したという意味で court list rule と呼ばれる。

¹⁰⁵ 樋口・前掲注 (94) 190頁参照。

¹⁰⁶ see Jeffrey N. Gordon, The Prudent Person Rule for Trustee Investment and Modern Portfolio Theory, 69 N.C.L. Rev. 87, 90 (1990). 樋口・前掲注 (94) 190頁から引用した。

¹⁰⁷ 州議会が法律を作って投資先を規制しているので、legal list rule と呼ばれることが多い。

prudence) が自己の財産を取り扱うのと同様の注意と能力 (care and skill) を行使する義務を受益者に対して負う。もし、受託者が通常人以上の能力を有し、あるいは通常人以上の能力を有することを示して受託者として指名されたのであれば、受託者はその能力を行使する義務を負う。」

第 174 条は、受託者が信託執行に際して用いる注意と技能を「通常の思慮分別を有する者」という概念を用いて記述するとともに、「思慮深い人」の投資行動を基準とする柔軟な規範を設定した。

また、第 227 条において「信託資金の投資をなすに際しては、受託者は、受益者に対して次のような義務を負う。(a) 信託条項または法令に別段の定めがない限り、相当の思慮を有する人 (prudent man) が自己の財産につき、その保全と、相当の収益を規則的にあげることを考慮して投資する (後略)」と規定していた。

受託者の柔軟な投資判断を可能にすることを目的とした信託法第二次リステイトメントにおけるプルードント・マン・ルールに関して、「当時の有力な学説は、個々の投資の名目元本の安全性を重視し、株式の信用取引や設立後間もない企業への株式投資等を「投機」として原則的に禁止するなどの保守的な判断基準を示していた。その結果、裁判例も、個々の投資に着目して、相対的リスクの高いものは「投機」であり当然に思慮を欠くとの判断に陥りがちであった」¹⁰⁸。具体的に言うと、第 227 条によって、「一つ一つの投資は各別に判断されるという原則が明示されていた。投資全体としては適正なリスト判断とされるものでも、1つの投資だけを取り出して判断するとそれがリスクの大きい場合、imprudent (思慮のない不合理なもの) であるとして、個別的判断によりプルードント・マン・ルール違反とされたのである」¹⁰⁹。

(4). 第三次リステイトメント

1992 年、信託法第二次リステイトメントのうち、信託資金の投資に関する特則 227 条を中心とする改正が行われたが、名前も投資を冠したものに変更された。

モダン・ポートフォリオ理論の発展や投資実務への定着に伴い、伝統的なプルードント・マン・ルールに対する批判が高まったことに対応したものである。

第三次リステイトメントでの条文 227 条においては、信託資金の投資に関する受託者の義務を規定したが、条文は以下である。

「受託者は、信託の目的、条項、分配要件その他の状況に照らして、思慮深い投資家 (a prudent investor) であれば行うであろう方法で、信託資金を投資し運用する義務を、受益者に対して負う。(a) この基準は、合理的な注意、能

¹⁰⁸ 樋口・前掲注 (94) 190 頁参照。

¹⁰⁹ 樋口・前掲注 (94) 193 頁参照。

力および配慮の行使を要求する。また、基準の適用に当たっては、個々の投資を、当該信託ポートフォリオ全体との関係において判断し、かつ、合理的にみて当該信託に適切であるようなリスクとリターンの目標を設定した総合的な投資戦略の一部として判断しなければならない。(b) 投資の決定および実施にあたっては、受託者は、その状況においてはそうしないことが思慮深いような場合を除いて、信託投資を分散する義務を負う。(c) さらに、受託者は、次の義務を負う。(1) 受託者として基本的な義務である忠実義務 (170 条) および公平義務 (183 条)。(2) 権限委任の是非および方法について判断する際して、また代理人を選任し、監督する (171 条) に際して、思慮深く (with prudence) 行動する義務。(3) 金額が合理的であり、かつ受託者の投資責任 (188 条) にとって、妥当である費用のみを支出する義務」

まず、条文 227 条においては、受託者が合理的な投資化として投資判断すべきだというルールを「他人の財産を管理するように安全第一とか、あるいは自己の財産を管理するようという区分ではなく、とにかくプルードント・インヴェスターとしての投資運用が求められる」¹¹⁰。

また、「個々の投資を、当該信託ポートフォリオ全体との関係において判断する」との文言から、第二次リステイとメントに比べて、注意義務の基準として、モダン・ポートフォリオ理論が採用されている点が主な改正点である。即ち、リスクの絶対的な回避ではなく、当該信託にふさわしいリスクとリターンの目標をポートフォリオ全体の観点から追求することが求められるのである。本条において、信託目的等の具体的な状況が重視されるとともに、特に、ポートフォリオ全体や、総合的投資戦略との関係で投資を判断すべきことが明示されている。ちなみに、注釈は、思慮深さの基準として、どのような投資理論においても見解が一致している点では

- ① 期待リターンが同一の場合にはリスクと費用が最低になる投資を選択する
- ② 投資の思慮深さはそれ自体ではなくポートフォリオへの影響より判断する
- ③ 投資を分散する
- ④ 期待リターンを高めるためにマーケット・リスクをとる場合にはリスク増加を考慮する
- ⑤ 投資を分散する④期待リターンを高めるためにマーケット・リスクをとる場合にはリスク増加を考慮する⑤分散投資の原則から外れる場合にはその正当化を必要とする¹¹¹。

さらに、投資権限の委任については、原則禁止から積極的な評価に転換している。受託者の義務の 1 つとして、投資に関する権限を他の専門家に委任するか否か、委任する場合にいかなる委任をするかにつき、合理的な判断を行う義

¹¹⁰ 樋口・前掲注 (94) 200 頁参照。

¹¹¹ 土浪修「米国における資産運用受託者の行為準則—プルードント・マン・ルールの到達点」商事法務 1371 号 (1994 年) 31 頁参照。

務を課している。その意味するところは、まったくの素人が投資権限を行使せざるをえない場合、自ら投資の勉強をするか、あるいは誰か専門家に委任せざるをえないということである¹¹²。

一方、第三次リステイトメントにおける規定の体裁が、思慮深い投資という括りの下で、注意義務のみならず、忠実義務等を含む総合的な内容に拡張されている。

エリサ法における慎重人原則は第二次リステイトメントにおける慎重人原則に比較して、柔軟で、受託者の裁量権限を認める方向のものであり、その意味で、第三次リステイトメントにおける慎重人原則を先に明文化したもののようと思われる。ただ、第三次リステイトメントにおける自己執行義務は第二次リステイトメントの慎重人原則より、緩和されたのに対して、エリサ法は権限の委任に関しては想定していない。

2. 分散投資義務

エリサ法は、「慎重人原則」とは表裏一体の関係をなす分散投資義務を第 404 条 (a) (1) (c) で規定している。条文は以下である。「大きな損失のリスクを最小限にするため、制度資産の投資を分散させること。ただし、分散しないことが明らかに慎重さの発現とされる状況下においてはこの限りでない。」

本条における「リスクを最小限にする」という言葉は、「期待リターンとの関係を考えていないという点において、不相当である。

3. 制度規約遵守義務

エリサ法は、第 404 条 (a) (1) (D) で「本章ならびに第Ⅲ章の規定との齟齬がない限り、その制度を運営するための書面や制度規約を遵守すること」と定めている。

第二次信託法リステイトメントでの法令規約遵守義務は、同第 227 条の慎重人原則規定の中に定められる形になっているが、第三次信託法リステイトメントでは、独立して第 228 条に置かれることになった。これは、「第三次改訂では、慎重人原則から独立した条文に置かれるようになったことが示すように、先に述べた分散投資義務と慎重人原則の関係との逆は、場合によっては慎重人原則とは対立する関係にもなる原則である」¹¹³。

4. 忠実義務

¹¹² 樋口・前掲注 (94) 201 頁参照。

¹¹³ 石垣・前掲注 (96) 64 頁参照。

エリサ法における忠実義務に関しては、伝統的な忠実義務に加えて、詳細な禁止取引とその適用免除が定められるなどきめ細かい規制がなされているのがエリサの特徴と言われているが、そこでは伝統的な忠実義務は何かが問題となる。以下では1957年に採択された第二次リステイトメントにおける伝統的な忠実義務について規定した条文である。

170条 忠実義務 (Duty of loyalty)

(1) 受託者は、専ら受益者の利益のためだけに、信託の管理運用を行う義務を負う。

(2) 受託者は、自己の計算において受益者と取引を行う場合には、取引を公正に行う義務、およびその取引に関して受託者が知りまたは知ることをうべかり重要な事実をすべて受益者に告知する義務を負う。

ここで170条(1)で規定した「専ら受益者のためだけに」行動するとは、受託者の忠実義務は信託財産に損害を生じさせたか否かには一切関係なく、専ら受益者のため以外の考慮が入っているような場面を作り出しただけで、忠実義務違反になるという厳しさを意味している¹¹⁴。したがって、忠実義務違反の判断は、外形的に容易に判断できるが、自己の利益を図ることや利益相反の關係に立つだけで違反とされるから、損害の存在または立証は、必ずしも必要としないが、受託者は自分のものにした利益を不当な利得であるとして、吐き出さねばならない。

また、同第171条では、忠実義務とは親子の關係ともいえる「自己執行義務」についても定めている。「受託者は、自ら処理するのが相当と認められるべき信託事務については、自己執行義務を受益者に対して負っている」とした。つまり厳格な自己執行義務を規定している。

それに比べて、エリサにおいては「404条(a)(1)項の柱書および(A)号」で忠実義務に関する規定が定められている。

「404条(a)(1)項の柱書および(A)号」条文

「受託者は、制度に関して、専ら加入者及び受給者の利益のために、そして①加入者および受給者に給付を与え、②制度管理の合理的費用を支出するという目的のためだけにその義務を履行しなければならない。」

これは、受託者の忠実義務を正面から一般的に規定したものであり、「専ら加入者及び受給者の利益のため」と、「制度管理の合理的費用を支出する」ためを目的とするので、「排他的利益の原則 (exclusive benefit rule)」と呼ばれる¹¹⁵。

エリサ法における忠実義務に関して、いくつかの問題点について触れる。

① リサは一般的な忠実義務規定に加えて、これを具体化する詳細な行為規制を有する。すなわち、外形的に見て利益相反の可能性が窺われる取引類型

¹¹⁴ 樋口・前掲注(94)210頁参照。

¹¹⁵ Langbein & Wolk, *supra*, note 4 at p.678 石垣・前掲注(96)58頁から引用した。

を幅広く取り上げ、事前に予防的に禁止している¹¹⁶ (406条)。他方、この禁止取引については、第408条(a)による「労働長官の承認」(「個別適用除外」と「類別適用除外」)と、同条(b)及び(c)が規定している「法定適用除外」がある。また、個別にあるいは一定の取引類型ごとに各種の適用除外が定められている。

- ② 2次リスティメントの規定と異なって、自己執行義務の規定がないことである。しかし、そうからと言って、自己執行義務がないとはいえないであろう。この点に関しては、同法は、やはり、受任者がその裁量によって、他者にその職務を代理させることを想定していないと解すべきである¹¹⁷。エリサ法上では、第403条(C)(2)において、指名受認者等に助言者を任命する権限が与えられているが、それは単なる助言者であり、代理人とはいえないためである。逆にいえば、指名受認者が裁量によって、単なる助言者ではない、新たな受認者と等しい代理人を選んだときは、義務違反となるだろう。また、信託受託者(あるいは投資マネージャー)が、その裁量において、特定分野の投資のため、他者と投資顧問契約(一種の委任契約)を結ぶことも許されないであろう。エリサ法は、指名受認者および第405条(C)(1)で任命された受認者(信託受任者は含まれない)以外による助言者の任命を規定しておらず、それが単なる助言者でなければ、新たな受認者と考えられ、受認者を任命する権限のない信託受認者や投資マネージャーの権限逸脱となる¹¹⁸。
- ③ エリサにおける忠実義務は、伝統的に負って来た忠実義務を年金制度の受認者に適用したもので、受認者は年金制度の管理や年金資産の管理に際して、年金制度を設立した事業主にではなく、加入者および受給者に対しての忠実義務である。

5. 義務違反による受託者の責任

エリサ法は第409条において受認者の義務違反に対する責任を規定している。第409条で次のように定めている。

1. 制度の受認者は、本章による責任、責務または義務に違反した場合、その違反により制度が被る損害を、個人的に賠償しなければならない。また受認者が制度資産を使用することによって得た利益は、それを制度に返還しなければならない。さらに裁判所が適切と判断する衡平法上あるいはその他の

¹¹⁶ 同条(a)(1)によれば、制度の受認者は、408条の免除規定に該当する場合を除いて、制度に以下のような利益相反取引をなさしめてはならない。①制度と利害関係人との間の売買・交換・賃貸借、②制度と利害関係人との間の金銭の貸借またはその他の信用供与、③制度と利害関係人との間の動産・役務・施設の提供、④制度資産の利害関係人への移転、または利害関係人による使用、⑤制度のための407条に反する雇用者の有価証券または不動産の取得。

¹¹⁷ 石垣・前掲注(96)58頁参照。

¹¹⁸ 石垣・前掲注(96)59頁参照。

是正措置にも従わなければならない、そこではその受認者の解任も含まれる。なお受認者は本法第 411 条違反により解任されることもある。

2. 本章による義務違反が、受認者となる前あるいは受認者でなくなった後になされたものであれば、その受認者がその責に任ずることはない。

第 409 条では①損害賠償②利得の返還③衡平法（エクイティ）上の措置④その他の是正措置（受認者解任も含む）⑤第 411 条違反による解任（犯罪暦者になることによる解任）などの救済措置¹¹⁹を規定している。信託法リステイトメントの救済は「衡平法（エクイティ）上の救済」であるのに対して、エリサ法は「普通法の救済」といえる「損害賠償」について、第 409 条の頭書に明記するなど、相当幅広い救済措置が想定されている。この第 409 条について最高裁は「エリサ法第 409 条（a）は、制度の保護のために設定されたものであり、損害の補填や回復が加入者または受給権者個人になされることはない」¹²⁰とした。

また、エリサ法は、訴えによる救済方法として、第 502 条（a）（1）（B）、第 502 条（a）（2）および 502 条（a）（3）による救済である。「加入者または受給権者」の救済は、第 502 条（a）（1）（B）および第 502 条（a）（3）で、第 502 条（a）（2）は「制度」の救済に限られる。

関連する条文は以下である。

第 502 条（a）（1）（B）：民事訴訟が提起できる場合；加入者または受給権者により、制度規定に基づき支払われるべき給付の回復のために、制度規定に基づく権利の強制のために、または制度規定に基づくその将来の権利を明確化するために、

第 502 条（a）（2）：民事訴訟を提起できる場合；労働長官または加入者、受給権者、受認者により、第 409 条に基づく適切な救済のために。

第 502 条（a）（3）：加入者、受給権者または受認者により、

1. 本款の条項または制度規定に違反する行為または慣行の差し止めを命じるために、または

2. 次の事項のため、他の適切な衡平法上の救済を得るために

（i）当該違反からの救済のため、または

（ii）本款の条項または制度規定を強制するため。

「第 502 条（a）（1）（B）は、加入者または受給権者が、その給付の回復等を求めて起こす訴えで、権利（受給権）が存在していることが前提となる。

第 502 条（a）（2）は、受認者の違反行為（第 409）からの「制度の救済」で、加入者または受給権者が提訴する場合でも、制度のためにする訴えであり、代表訴訟の形になる。その救済措置は、損害賠償および衡平法上の救済である。

¹¹⁹ 石垣・前掲注（96）152 頁。

¹²⁰ Massachusetts Mut. Life Ins. Co. v. Russel 473U.S. 134(1985) 石垣・前掲注（96）203 頁。

第 502 条 (a) (3)は、受認者の違反行為からの「加入者または受給権者の救済」、非受認者の違反行為からの「制度の救済」および「加入者または受給権者の救済」を定め、その救済処置は衡平法上の救済に限られるため、損害賠償は認められない。¹²¹⁾

このようにエリサにおいては制度の救済だけではなくて、加入者および受給権者の救済も訴訟をもって救済している。

四. 日本における受託者責任の従来議論

エリサ法は、忠実義務、慎重人原則 (prudent man rule)、分散投資義務、同法および制度規定順守義務を受認者の義務として明記しているとともに、判例は「信託法上の受託者義務も含まれる」としている。また、エリサ法は禁止取引をも定めている (第 406 条等)。このような諸義務の中で、受認者義務の中心はあくまで忠実義務と慎重人原則であり、他の義務はこれから派生したもの、あるいは各論の義務と考えることができる。

一方で、エリサのように受給権の保護を目的として貫いた、英米が長年を経て成熟させ、現在進行形で発展・展開する fiduciary duty、すなわち受託者責任を如何に日本の法体系に継受すべきなのかのような従来議論について投資顧問業協会が 2000 (平成 12) 年 10 月に発足させた「投資顧問業者の注意義務研究会」¹²²⁾の報告書を中心に見てみる。

1. fiduciary duty (注意義務) と善管注意義務、注意義務について

英米法上の fiduciary duty に関しては、そこから様々な義務が派生してくる「義務の源泉」と言うべき包括的な規範¹²³⁾であるとし、一方当事者 (受益者) が他方当事者 (受認者) に依存する関係—信認関係—から生じる義務¹²⁴⁾であり、契約関係以上の高度の法的義務、専門家としての職業倫理的義務を負うものとされているとした¹²⁵⁾。

一方で、善管注意義務は歴史的に明らかにドイツ民法、フランス民法等の大陸法に由来し、明治時代にこの概念を採用したものであるが、善管注意義務の定義について「伝統的な理解では、善良な管理者としての注意を尽くす義務であり、行為者の職業や社会的地位に応じて通常期待される程度の注意を尽く

¹²¹⁾ 石垣・前掲注 (96) 184 頁参照。

¹²²⁾ 社団法人日本証券投資顧問業協会「投資顧問業者の注意義務について」(「投資顧問業者の注意義務研究会」報告書) 日本証券投資顧問業協会ホームページ <http://jsiaa.mediagalaxy.ne.jp/>より入手した。

¹²³⁾ 行澤一人「投資家保護と法的問題点」 蠟山昌一[編]『投資信託と資産運用』(1999) 84 頁参照。

¹²⁴⁾ 樋口・前掲注(94) 39 頁参照。

¹²⁵⁾ 報告書・前掲注 (122) 11 頁参照。

すべき義務をいう」とした¹²⁶。伝統的な意味での善管注意義務とは当該義務を履行する際に「尽くすべき注意の程度」を問題にした概念であって、何かを行なう義務を意味するものではないとした。また、善管注意義務とは「客観的に取引の一般的観念に従って相当なる管理者と認められる者がその具体的な場合において用いるべき程度の注意」をいうとした。

報告書における「注意義務」は、対等当事者間における取引が想定されていることを前提とした概念で、注意の程度の問題であって、「新たに」何らかの行為を行うことを導き出す概念として捉えているものではない¹²⁷とした。従って、「注意義務」をして、単に「注意を尽くすべき義務」とのみ捉えるのではなく、これに何らかの付加的な義務を想定できるかが問題であり、それをも含む形で注意義務の拡張ないし外延が論じられれば、それは伝統的な注意義務論の現代的な修正であり、そのことにはある意味で fiduciary duty を論じていることに他ならないかもしれないとした¹²⁸。報告書は両者の関係について、「委任契約上の注意義務のみを以ていては、投資顧問業者としての責務を説明しきれず、状況に応じて多くの特別の配慮が要請されることになるが……最高度の注意ないし誠実さが要求されると思われる状況とは、要は英米法に言う fiduciary duty の履行が求められている状況であることを理解すべきであろう」¹²⁹と述べている。

2. 専門家責任—従来のプロの注意義務論

専門家において尽くすべき注意義務の程度・水準については、「法令および実務に通じたその分野における標準的な専門家に要求される程度の注意義務」と解するのが一般的であるが、前記の根拠論からすれば、その注意義務の具体的内容は、当該専門職の種類、その業務に対する一般的な期待水準、当該依頼契約の内容とその締結に至る経緯、依頼者の社会的な地位や知識の程度等を総合的に勘案して決定することになる。さらに言えば、要求される注意義務の程度は、時代とともに変化していくことになる¹³⁰。

資産運用のプロとしての注意義務につき、従来の専門家責任の議論を概観すると、これは「弁護士、司法書士、税理士といった基本的には個人の力量によるところの大きい「士」業と異なり、主として法人が主体であり、チェック体制の構築といった組織に関する注意義務が問題となりうる。また、契約相手方

¹²⁶ 報告書・前掲注(122)7頁参照。

¹²⁷ 報告書・前掲注(122)4頁参照。

¹²⁸ 報告書・前掲注(122)4頁参照。

¹²⁹ この点につき、「日本法上に信託義務の概念がない以上、法解釈上または裁判上は、「注意義務」の問題とせざるを得ないが、実務上は「注意義務」の解釈にあたり、fiduciary duty の精神を汲み取っていく必要があるということである。」とされている。山中真人「日本法上の注意義務」金融法務事情 1625号(2001)26頁参照。

¹³⁰ 山中・前掲注(129)27頁参照。

の奥にある最終的な効果の帰属先の利益を考慮しなければならない場合が通常である点においても「士」業との差異がある。このように従来の特任責任論は資産運用のプロにも適用することができても、その独自性のゆえに、従来とは異なる「高度な注意義務」を負うべきである。

ここでその独自性の一つは資産運用のプロであるがために「高度な注意義務」を負うのであるが、「高度な注意義務」とは義務の程度が高度な場合のみならず、善管注意義務を尽くすべき事項の範囲が拡大するという側面をも有している。もう一つは証券市場の発展、証券市場の公正性の確保、投資家の保護等の使命を負う公的な存在であるという点ということである¹³¹。

3. 注意義務と忠実義務の関係

(1). 会社法の場合

会社法における取締役に関して、善管注意義務と会社法 355 条、356 条が規定する忠実義務との関係については、議論がある。会社法 355 条は次のように規定する。「取締役は、法令及び定款並びに株主総会の決議を遵守し、株式会社のため忠実にその職務を行わなければならない。」

学説上、会社法 355 条、356 条は英米法における「忠実義務」の考え方を取り入れたものと解する説が有力である（いわゆる異質説）が、忠実義務とは善管注意義務から離れて確立した概念として、ある他人のために仕事をする者について「自分又は第三者の利益と当該他人の利益が衝突する場合には、当該他人の利益を優先させなければならない義務」と理解すべきであるとの主張である。

最高裁は、「取締役の忠実義務は善管注意義務を敷衍し、且つ一層明確にしたものであり、通常の委任関係に伴う善管注意義務とは別個の高度な義務を規定したものではない¹³²」としている（いわゆる同質説）。しかし、同質説の立場からも善管注意義務には利益相反を禁止する「忠実義務」の要素が含まれると解されるようになっており、この意味においては両説に大差はないとの主張も見られる¹³³。

(2). その他の忠実義務と注意義務

従来は、忠実義務と注意義務の法規制に様々な問題があった。例えば、厚生年金基金の理事について、現行の厚生年金保険法は、理事の基金に対する忠実

¹³¹ 山中・前掲注(129)25頁参照。

¹³² 最高裁昭和45年6月24日大法廷判決（八幡製鉄政治献金事件）判例時報596号3頁。

¹³³ 土浪修「年金法制における運用機関の受託者責任と生命保険会社―「年金3法」の受託者責任規定と最近の米国エリサ法判決―」ニッセイ基礎研「所報」19巻（2001）76頁参照。

義務を定めた規定を置いているが（同法 120 条の 2 第 1 項）、理事の基金に対する善管注意義務を定める規定は置かれていない。また、証券投資顧問業者や商品投資顧問業者についても、顧客に対する忠実義務を定める規定はあるが、善管注意義務を定めた規定はなかった（有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律 21 条、商品投資に係る事業の規制に関する法律 41 条。不動産特定共同事業法 14 条一項）。それが、2007 年 9 月に施行された、業規制の横断化、包括化を図る「金融商品取引法」によって、注意義務についての規定も定められるようになった。

五. 英米における受託者責任概念の継受

日本法における受託者責任を継受する際には受容の仕方について曾て議論が盛んになっていた。学説によると、①委任契約の枠組みにおいても、当該契約が信託類似の機能を果たす場合、信託法理の持つ諸特性を当該契約を規律するものとして及ぼすことができること、この前提として、民法と信託法をともに整合的な私法大系の一環をなすものとして理解すべきという見解を提起されている¹³⁴が、この見解は民法上の連続性において、民法に引き付ける形で、信託法理を日本の私法大系に実質的に位置付けようとする試みである¹³⁵②アメリカ法において信託を契約とは区別された固有の類型として理解すべき趣旨の本質を忠実義務—利益相反防止において捉え、この区別の必要性を日本法においても活かすべきという主張¹³⁶、③今日の委任契約はそれが持つ諸特性をそれぞれ現代社会のニーズに活かす形で、a 義務の高度化の要請に答えるものとしての信託義務関係、b 社会保障の制度代替的要請としての監視付委任（任意後見制度等）、c 組織拡大の要請に答えるものとしての委任類似の事務処理委任契約（NPO 等）の三つの方向性に機能分化する方向性が認められると分析される主張¹³⁷、概ねこの 3 つある。その中で「投資顧問業者の注意義務研究会」の報告書では注意義務を委任契約上の注意義務として捉えつつ、受託者責任及びその内容たる忠実義務の意義を抽出し善管注意義務の解釈に際して読み込んでいくという方法が取られている¹³⁸。

この点につき、上村教授はアメリカで受託者責任の根底にある信託概念に対する理解は公序に関するものとする見解、契約と見る見解など両方あるが、このように現に変容しつつ流動性のある概念を静態論として日本法に取入れる際には、まず受託者責任の最も厳格である「原型」即ち「依頼者に判断能力が全くない状況で他人に一定の事務を依頼する場合を想定し、前記のよう

¹³⁴ 道垣内弘人『信託法理と私法大系』（有斐閣、1996）168—174 頁。

¹³⁵ 行澤一人「投資資金運用機関の投資判断における信託義務」信託法研究 27 号（2002）59 頁。

¹³⁶ 樋口・前掲注（94）250—251。

¹³⁷ 大村敦志「現代における委任契約—「契約と制度」をめぐる断章—」中田裕康・道垣内弘人編「金融取引と民法法理」（有斐閣、2000 年）95 頁、118 頁—119 頁。

¹³⁸ 報告書・前掲注（122）報告書 23 頁参照。

に第一に受託者の誠実さの証として一定の外形的行為を行っていないと受託者の責任が認定される。そのうえでさらに第二に、受託者は依頼者とそもそも契約をしてはならないとの無条件の規律が求められる。第三に、それにも関わらず、契約を行った場合には結果責任すなわち無過失責任とされ、第四に、そうした行為によって受託者が獲得した利益は無条件返還となる」として、そのような厳格な原型とは別に多様な「現型」の存在を認めると述べる¹³⁹。

六. 年金関連法における受託者責任

年金関連法、とりわけ企業年金制度を包括的に規制対象とする法令は存在しないので、受託者責任一般に関する規定も存在しないし、「受託者責任」という用語も条文には出て来ない。しかし、各法令が個別に、受託者に相当する者の義務と責任については定めている。英米法における理念型の受託者責任の具体的な義務の内容については、忠実義務、注意義務、自己執行義務、分別管理義務などがあるが、忠実義務と注意義務は特に重要な義務であり、また、他の義務は忠実義務や注意義務から派生する義務であることを鑑み、以下では大きく分けて忠実義務と注意義務に分類することにする。

上の議論を踏まえて、第四章では具体的な法令について検討することにする。

¹³⁹ 上村達男「投資顧問業者の注意義務研究会報告書の意義」金融法務事情 1625 号 (2001) 19 頁参照。

第四章 日本の年金基金における受託者責任

第四章では公2007年から設置された公的年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）のガバナンス及び受託者責任について、そして厚生年金基金のガバナンスと受託者責任、企業年金である確定給付年金、確定拠出年金のガバナンスと受託者責任についてそれぞれ見てみることにする。

一. GPIF の受託者責任

(一). GPIF のガバナンス

1. GPIF の委託者

厚生労働大臣は GPIF の委託者であり、監督官長であるため上司でもある。しかも普通のファンドは顧客が複数存在するのに比して、GPIF にとって厚生労働大臣及び国民は唯一の委託者である¹⁴⁰。

2. 「中期目標」と「基本ポートフォリオ」を含めた「中期計画」

(1). 「中期目標」と「中期計画」

すべての独立行政法人と同じように、法人の主務大臣、即ち、厚生労働大臣が「中期目標」を作成するが、作成された中期目標は運用委員会において審議されることになる。これは運用委員会のもっとも重要な権限である（年金積立金管理運用独立行政法人法 15 条 2 項の二（以下では GPIF 法と称する））。中期目標の中には GPIF の運用方針の中核となる「基本ポートフォリオ」が設定されるが、これの作成は運用委員会が法的な権限と義務を持って行う¹⁴¹。それに応じて GPIF が従来年金資金運用基金においては厚生労働大臣が果たしてきた運用基本方針を含んだ「中期計画」を作成する（同法 20 条）が、運用委員会がかかわり議論を行う（同法 15 条）。ただし、基本ポートフォリオを含め中期計画の最終決定するのは理事長で、運用委員会で決議を取って決定するわけではない¹⁴²。中期目標と中期計画は通常 5 年間のものが作成され

¹⁴⁰小幡・前掲注(62) 32 頁。

¹⁴¹小幡・前掲注(62) 45 頁。

¹⁴²小幡・前掲注(62) 45 頁。

る。

(2). 安全かつ効率的な運用と目標運用利回り

また、積立金の運用のあり方については「積立金の運用は、専ら被保険者のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行う」とされている（同法 21 条）。したがって、中期目標においても「安全・効率的かつ確実を旨とした資産構成割合を定め、これに基づき管理を行うこと」と運用目標が設定されている（同法 20 条）。

このように法律によって「安全かつ効率的」というキーワードで運用を規定している。ここで「安全」とは最大限リターンを追うことではなく、リスクを基本的に回避したい、必要最小限のリスクで済ますということで、「国債並みのリスク」になる。「効率的」というのは分散投資のことである。

ただし、「安全かつ効率的な運用目標」を具体的な数値にしたのが運用目標利回りである。また決まった運用目標利回りによって、年金給付水準と年金保険料率が決められる¹⁴³。運用目標利回りは年金財政の健全性を検証する役割を果たしているため、極めて重要であるが、制定のプロセスを見ると計算は厚生労働省が作業を行い、結果に対して外部の有識者をメンバーとした審議会を構成し、この数字を検証する。

しかしながら、年金運用に関しては長期国債の利回りが最重要であるが、実質長期金利とは国債金利の名目の値（実際の値を言う）から物価上昇率を引いたもので、資本市場の数値である。一方で、利潤率とは実態経済の数字で、実態経済における資本のリターンが利潤となり、資本の利潤率のこと（ $(\text{GDP}-\text{労働分配率}) / \text{資本の総額}$ ）で、理論的には金融市場の数字である実態長期金利と一致するはずである¹⁴⁴。

一方で、年金財政とは「入」と「出」がある。「入」のほうは保険料である。それは保険料率と賃金総額で決まる。この二つの掛け算である。そのため、賃金の上昇率は重要である、しかも名目の値が重要である。一方で、「出」のほうは年金支給率である。これは既にもらっている人は金額が確定している。これに物価調整を行うため、物価上昇率は重要である。他方、年金をもらい始める人にとっては、その年金受給水準は賃金水準にリンクすることになっている。そのため、賃金水準、しかも名目が重要である。すなわち、人口動態以外は名目賃金水準、労働力率、それと物価水準が必要である。賃金が上がればその分「入」は増えるが、「出」も増えるため、「出」が増える部分をしっかりカバーしてもらわないと、財政が苦しくなってしまう。日本の

¹⁴³小幡・前掲注(62) 36 頁。

¹⁴⁴小幡・前掲注(62) 59 頁。

公的年金においては賃金が通貨単位である¹⁴⁵。

運用利回りは実質長期金利に分散投資効果を足したものであるが、これが賃金上昇率を上回らなければならない。これは年金制度全体を預かる厚生労働省にとってもっとも重要な運用目標である。

それを数式によって表すためには経済理論から実態経済のモデルを作って、経済の長期的な姿を推計してもらおうが、まずは実態経済のモデルから実質長期金利を推計する。また、長期の統計から名目金利、すなわち、将来の実質長期金利+分散投資効果+物価上昇率を推計する。

一方で、名目賃金上昇率=実質 GDP+被用者数+物価上昇率、名目運用上昇率=実質長期金利+物価上昇率+分散投資効果であるため、実質運用利回り=名目運用上昇率-名目賃金上昇率=実質長期金利+分散投資効果-（実質 GDP+被用者数）である。

しかしこの数字は年金の長期持続性を検証するための長期に想定されている（100年）運用利回りであって、実際の運用利回りではなく、目標でもない。これは年金の財政的健全性を示す数字だけある¹⁴⁶。

この数式から見られるように実質長期金利が上がらないと運用利回りも稼げないので問題である¹⁴⁷。しかも年金の運用は実質長期金利が今後上昇するのを前提にして運営しているので、技術面で最大の問題である¹⁴⁸。しかし、年金制度からの要請である「安全かつ効率的」という基本理念と中期目標にある「目標利回り」は常に矛盾することになる¹⁴⁹。

3. 理事長、理事と運用委員会、投資委員会

理事長も運用委員も厚生労働大臣に任命される。

理事長以下は理事1名が理事長を補佐し、監事2名いる（同法7条1項）。なぜ理事が1名かという点、独立行政法人が登場したとき、官僚の天下りをなくし、政治家や業界との癒着の温床になる特殊法人などを廃止、整理し、無駄をなくすということ、すなわち、政治、政府から独立して透明性を高め、無駄を無くすことに集中することが趣旨である¹⁵⁰。

運用委員会は、委員十一人以内をもって組織する（同法16条）。運用委員というのは社外取締役のようなもので、運用委員による会議は運用委員会で、これが取締役会に例える指摘がなされているが、理事や理事長と運用委員会や運用委員との関係はどうなっているのかが問題になる¹⁵¹。運用委員会は厚生

¹⁴⁵小幡・前掲注(62) 76頁。

¹⁴⁶小幡・前掲注(62) 75頁。

¹⁴⁷小幡・前掲注(62) 108頁。

¹⁴⁸小幡・前掲注(62) 107頁。

¹⁴⁹小幡・前掲注(62) 97頁。

¹⁵⁰小幡・前掲注(62) 43頁。

¹⁵¹小幡・前掲注(62) 39頁。

労働大臣によって作成された基本ポートフォリオについて議論する権限と義務を持っているが、最終的な決定権限は理事長にある¹⁵²。

それとは別に投資委員会もあるが、投資委員会は投資の最高意思決定機関であり、投資に関するプロセス管理に加えて、実施的な個別投資案件の判断も行われる。ことに比して、運用委員会はより大枠の議論をし、プロセス管理を中心に監視を行う役割を担う。厚生労働省の審議会で、年金の財政検証をするときの経済前提の検討委員会でも分散投資の効果を見積もるが、これは妥当な分散投資効果を中立的に算定するのに対して、運用委員会では決まったリスクの中で最大のリターンを稼ぐためにアイデアを絞る機関である¹⁵³。

4. 運用部門

これは GPIF の心臓部であるが、ある基準によって良いファンドを選び、そこに運用させる。また、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式、リザーブに当たる短期資産というカテゴリーに分けて分散投資している。

運用業者にとって基本ポートフォリオはもっとも重要である。年金積立金の運用の源を見たとき、資金運用部に寄託したときから国債が中心であり、年金福祉事業団の運用開始も財投資金を借り入れて行っており、公的年金の自主運用の開始も国債がベースになっていた。また、資金運用部廃止に伴って財投債融資は財投債を発行して資金調達して行うことになったが、GPIFはこの財投債を受け入れるということで始まった。しかも、ファイナンス理論上分散投資の効果の計算は国債をベースに行われている。そのため国債をベースにして分散投資効果を図るようにする。したがって、国内債券 100%から出発し、分散効果で有効フロンティアのリターンの高いところを目指し、到達したところが効率的なポートフォリオであり、中期計画で決められる基本ポートフォリオである。

ここで問題になるのは市場は市場の論理で動く一方で、中期目標にある年金の長期持続性を検証するための 100 年の間想定されている実際の運用利回りではない運用「目標利回り」という数字は市場から見たら達成できない目標であり、人を混乱させる目標でもある¹⁵⁴。

(二)．「年金積立金管理運用独立行政法人法」の規定

2003 年（平成 16 年）に制定された「年金積立金管理運用独立行政法人法」

¹⁵²小幡・前掲注(62) 41 頁。

¹⁵³小幡・前掲注(62) 42 頁。

¹⁵⁴小幡・前掲注(62) 98 頁。

は公的年金運用の重要性に鑑み、関係者の役割や義務に関する規定を整備した。本法においては、年金制度内部者の受託者責任と運用業者の受託者責任について規定しているが、以下では関連する主な規定を概観することにする。

1. 年金制度内部者の受託者責任

(1). GPIF 法の目的

GPIF 法は第 3 条において、「厚生年金保険法及び国民年金法の規定に基づき厚生労働大臣から寄託された積立金の管理及び運用を行うとともに、その収益を国庫に納付することにより、厚生年金保険事業及び国民年金事業の運営の安定に資することを目的とする」と規定している。

(2). 中期計画の制定にあたっての「専門的な知見」とその他の考慮

積立金の運用に関する基本方針、長期的な観点からの資産の構成に関する事項、およびその他の事項を定める際には「一般に認められている専門的な知見」並びに「内外の経済動向を考慮」とともに、「年金積立金の運用が市場その他の民間活動に与える影響に留意」しつつ、「安全かつ確実」を基本とし、分散投資をし、かつ、厚生年金保険法第七十九条の二及び国民年金法第七十五条の目的に適合するものでなければならないと規定されている（同法 20 条）。行政活動において専門的な知見の考慮が求められる場合は少なくないと思われるが、本項はこれを義務づけたものである¹⁵⁵。

(3). 理事長等の管理運用業務に関する慎重な専門家の注意義務、忠実義務、禁止行為

同法の 11 条においては理事長等の管理運用業務に関する「慎重な専門家の注意義務」を規定しているが、「年金積立金が厚生年金保険及び国民年金の被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の給付の貴重な財源となるものであること」に特に留意し、「慎重かつ細心の注意を払い」、「全力を挙げて」その職務を遂行しなければならないとし、管理運用業務に関する職務の執行に際しては、「一般に認められている専門的な知見に基づき慎重な判断を行うものが同様の状況の下で払う注意に相当する注意を払わなければならないし、「法律、業務方法書その他の規則を遵守し、管理運用法人のため忠実にその職務を遂行しなければならない。」とした。

また、12 条においては禁止行為も定めている。具体的には、年金積立金の管

¹⁵⁵ 土浪・前掲注 (133) 89 頁。

理及び運用に関する契約を管理運用法人と締結する際及び有価証券その他の資産を GPIF に取得させ、又は年金積立金の管理及び運用に係る資産を取得する際の禁止行為を定めている。

このような受託者責任の対象は管理運用業務に限定されているが、「専門的な知見」や「慎重な専門家の注意」という用語を繰り返し使うことによって、公的年金の自主運用の重要性や規模等を踏まえ、理事長等の注意義務の水準を立法的に高度化したものといえよう。

また忠実義務においては株式会社の忠実義務は善管注意義務を敷衍したものと解される最高裁の判例とは別に両者を別々に規定している。

(4). GPIF の役員及び職員の秘密保持義務

それ以外、13 条においては GPIF の役員、職員の守秘義務、14 条において、刑法その他の罰則の適用については、法令により公務に従事する職員とみなすとした。国家公務員法にも守秘義務（国家公務員法 100 条 1 項）や懲戒処分（同法 82 条 1 項）が規定されているが、GPIF の役員及び職員は「盗用」も禁止され義務に違反すると必ず処分されるなど、加重されている¹⁵⁶。

(5). 理事長等に対する監督、理事長等の義務違反の責任

厚生労働大臣は理事長等の人事権を有する（17 条）。また、GPIF は、業務の開始の際、制裁規程を作成し、これを厚生労働大臣に届け出るとともに、公表するが、理事長等が義務を違反した場合には、制裁規程に沿って、当該役員等に対し、免職、停職、減給又は戒告の処分その他の制裁を課する（23 条）。

2. 運用業者の受託者責

GPIF は、業務方法書で定めるところにより、金融機関その他政令で定める法人に対し、積立金の管理及び運用に関する業務の一部を委託することができる（GPIF 法 19 条）。したがって、「管理運用法人は、年金積立金の管理及び運用に関して、「信託、投資一任または生命保険」契約を締結するときは、当該契約において、当該契約の相手方が慎重な専門家の注意を払うとともに、法令及び管理運用法人と締結した契約その他の規程を遵守し、管理運用法人のため忠実にその職務を遂行しなければならない旨の規定を定めなければならない。」（同法 22 条）

¹⁵⁶ 土浪・前掲注(133)89頁。

本条は、運用業者（具体的には、信託銀行、生命保険会社及び投資顧問会社）の義務を業態に関係なく共通に法定した規定である。前半は理事長等と同様であり、慎重な専門家の注意義務を規定し、後半は忠実義務について規定している。その際、運用業者に義務を直接法定するのではなく、GPIFが運用業者と締結契約を法定することによって、運用業者の受託者責任を間接的に規定する手法をとっている。ここで契約内容を法定するに当たっては「受託者責任ハンドブック（運用機関編）が採用した「契約による受託者責任の明確化」が参考になる。また、運用業者に義務違反があった場合、当該運用業者に関する契約法や業務上の違反の有無に係わらず、GPIFは契約に基づく責任追及が可能となる。

また、運用業者はGPIFの目的である「厚生年金保険事業及び国民年金事業の運営の安定に資すること」の目的に叶った運用をすべきである。

（三）GPIFのガバナンス改革と受託者責任

資産運用の巨大プレーヤーとして非常に重要な存在である GPIF は、加入者・受給者に対する受託者責任を果たすという基本的使命を負っているにも関わらず、制度上このような使命を遂行しやすい体制ではなく、運用自体も効率的なものとなっていない。公的年金基金の運用者は、国民から預かった資産を受益者たる国民のために、忠実かつ専門家として思慮深く運用することが当然求められているが、受託者責任の所在が必ずしも明らかではないためガバナンスの強化により、リスクを高めることなく積立金の投資収益率が高まれば、結果として将来の年金受給額の向上や負担の軽減が可能となることが考えられる。公的年金基金の運用のガバナンスを強化するすなわち、真の受託者責任を果たしうる体制にすることにより、国民が許容するリスの範囲内で、公的年金基金を最適なポートフォリオで運用し、収益率を向上させることを通じて、年金の加入者・受給者の老後生活に資するのが改革の主な内容となっている。

二．厚生年金基金と受託者責任

（一）厚生年金基金のガバナンス

1. 基金の構成

基金は適用事業所の事業主及びその適用事業所に使用される被保険者をもって組織される（旧厚年法107条）。基金の財産は、加入員及び加入員を使用する設立事業所の事業主がそれぞれ半分ずつ負担する（同法139条1項）が、規約の定めるところにより、設立事業所の事業主の負担すべき掛金の額の負担の割合を増加することができる（同法139条2項）。しかし事実上は事業主が

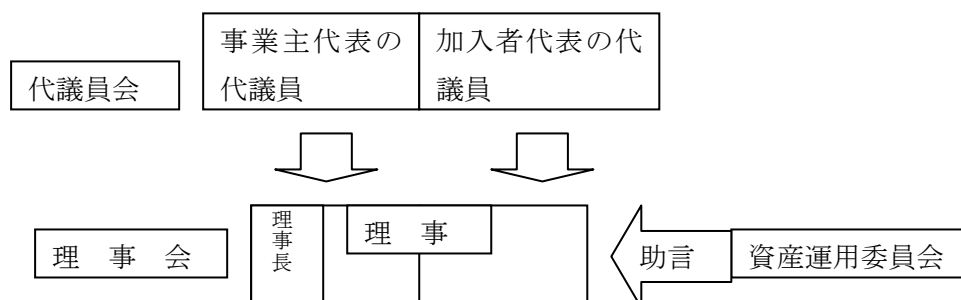
拠出を負担し、加入員に年金を払うわけである¹⁵⁷。

2. 代議員会

代議員会は基金の基本的な意思決定機関であり、規約の変更や予算の承認などを行う（同法118条）。代議員の定数は偶数であり、企業本体と加入者が半分ずつ選任する（同法117条3項）。

3. 理事及び理事会と「運用基本方針」、「政策的資産構成割合」

理事は基金から委任を受けて理事会を構成して、理事会において管理運用業務の執行に係る意思決定を行い、理事長が執行をすることになっている（同法120条）。理事の構成をみると、理事は代議員会で選ばれるが、事業主代表の代議員と加入員代表の代議員の中から互選によって同数ずつ選出される（同法119条2項）。基金の代表である理事長は事業主側の理事のうちから選ばれることとされている（119条3項）。



理事長等は、運用基本方針を決め（同法136条の4）、その中で政策的資産構成割合を決める（厚生年金基金規則41条の2）。すなわち、経済全体の環境や運用環境を見通し、基金にとって独自の運用方針を作成する。ポートフォリオ理論的に言えば、基金はどのようなリスクとリターンを追求するかを決めるべきということである。1998年の12月までは5・3・3・2という運用規制で、基金のリスク負担能力やリスク許容度とは無関係にほぼ運用規制によってアセット・ミックスによって運用されたが、その後は基金の「リスク許容度」を決める要因である「成熟度」と、企業のリスク負担能力、経営状況及び追加拠出能力によって、基金にとって相応しいリスク・リターン目標を決め、それを実現するための資産構成割合を決めなければならなくなった。その資産構成割合を決めるのが理事会の役割となっている¹⁵⁸。

¹⁵⁷ 若杉敬明「年金資産運用と受託者責任—年金に期待する株式市場の近代化」資本市場 144号（1997）6頁。

¹⁵⁸ 若杉・前掲注(157)9頁。

このような政策的資産構成割合を決定するに当たっては、専門的な知識や能力が必要になる。公的年金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人には経済、金融等の専門家である投資専門委員が置かれ（3人以内）、管理運用業務に関する事項の審議の際には理事会に出席し（GPIF法第17条）、それによって専門性が確保される仕組みが整えられている。それとは異なり、厚生年金基金の理事は必ずしも資産運用の専門家とは限らないのである。基金が事業所単位で構成され、理事は代議員の中から選出されることから見れば、基金が運用のプロだからではなく、労働者の管理に関する情報が企業に蓄されているためである¹⁵⁹。ガイドラインに投資理論や資産運用に関する制度等について「自己研鑽義務」が明記されていたことから、大半が資産運用の素人であることは明白である¹⁶⁰。

4. 資産運用委員会、監事

さらに資産運用委員会がある。これは加入員とか事業主とか、または理事会から、そして外部の学識経験者を選んで、資産運用委員会をつくり助言を得る仕組みになっている。また、加入員を代表した代議員会で理事会で決めたことを承認したりする。これは運用規制がない代わりに理事長等を補佐するための資産運用委員会を設けて、理事会が業務執行を適正に行うために委員会に報告して意見を述べる。また資産運用委員会は理事会からも人が出席している¹⁶¹。

ほかには理事会の業務が適切であるかということについて監事が監査をするし、また監査の結果に基づき、必要があると認めるときは、理事長または代議員会に意見を提出することができる（同法120条の4、5）。

5. 運用業者

当該法律によると年金給付等積立金の運用は厚生年金保険法136条の3第項1～3号（以下同法と称する）により、信託銀行、生命保険会社または投資顧問会社または生命保険会社に委託して運用を行う。

(二)．厚生省による受託者責任ガイドラインの制定

1996年（平成8年）8月から1997年（平成9年）3月までの間、厚生省年金運用指導課を事務局として「厚生年金基金の資産運用に係る受託者責任ガイドライ

¹⁵⁹ 上村達男「問うべきはAIJの受託者責任」産経ニュース（2012/3/14）参照。

¹⁶⁰ 樋口範雄「受託者責任とAIJ事件」NBL976号（2012）参照。

¹⁶¹ 若杉・前掲注(157)14頁。

ン研究会」が開催され、その報告書が同3月末に公表されたが、報告書の内容は、そのまま4月2日付けの厚生省年金局長通知として出発された¹⁶²。それが「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」（以下「ガイドライン」と呼ぶ）である。2012年2月AIJ事件を契機として、同年（平成24年）7月27日に企業年金制度に関するガイドラインなどの改正案が公表された。

ガイドラインの性格¹⁶³をみると米国のエリサ法等英米の法制度における考え方や精神をできる限り参考としつつ、厚生年金保険法等における「善管注意義務」や「忠実義務」の概念を、基金が管理運用業務を行う場面を想定し、具体的な行動指針として記述したものであるが、法令そのものではなく、どのような事項に留意すれば、理事等に求められる職務を全うできると考えられるかを示したものである。そのため、議論の参考になる。

（三）．「厚生年金保険法」および「受託者責任ガイドライン」における厚生年金基金の理事等の資産運用に関する受託者責任

厚生年金基金制度は1953（昭和29）年に制定された「厚生年金保険法」及び一部の関連する法令によって規制される。同時に厚生省により受託者責任ガイドラインの制定によって理事は以下のような義務と受託者責任を負う。

1．厚生年金保険法の目的

「労働者の老齢、障害又は死亡について保険給付を行い、労働者及びその遺族の生活の安定と福祉の向上に寄与すること」を目的とする。

2．理事の注意義務

厚生年金保険法には、理事の基金に対する善管注意義務を定めた規定が存在しないが、ガイドラインにおいては委任における受任者の善管注意義務を定めた民法644上の適用ないし類推適用があるという考え方が明記されている。民法の規定は任意規定であるが、厚生年金保険法の忠実義務その他の様々な規定の存在からいって、理事が基金に対して負う善管注意義務は、これを特約で軽減ないし免除することはできないと解すべきである¹⁶⁴。

注意義務の程度については既に述べたように、理事にメンバは事業主代表の代議員と加入員代表の代議員の中から互選によって同数ずつ選出されるので、そもそも専門性は要求されなく、基本的な運用方針の作成と運用業者の選任・監督に必要な専門的な知識も運用コンサルタントによって専門性を補

¹⁶² 「厚生年金基金の受託者責任ガイドライン(参考資料)」ジュリスト1128号(1998)34頁参照。

¹⁶³ <参考資料>・前掲注(162)34頁参照。

¹⁶⁴ 神田秀樹「厚生年金基金の受託者責任ガイドライン」ジュリスト1128号(1998)31頁参照。

うことができるし、資産の運用も専門運用への委託運用が義務付けられるため（同法136条の3第1～3号）、専門性の中身は運用業者とは異なり、ある程度高い注意義務を求めるようにすべきである¹⁶⁵。

3. 理事の忠実義務、禁止行為

基金は法令、規約及び代議員会の議決を遵守し、「基金のため」忠実にその職務を遂行しなければならない（同法120条の2第1項）。忠実義務を具体化するために、第120条の3第1項に一般規定を設け、厚生年金基金規則64条2項に具体的に規定している。また、禁止行為を行った理事の解任（同法120条の3第2項）についても規定した。

4. 理事の運用受託機関の選任、監督義務

具体的には、基金は、決まった運用方針や資産構成割合によって、それぞれをどういう運用業者に任せるかを定めることになるが、年金基金の理事、あるいは理事会の重要な意思決定項目である。運用業者は定性評価と定量評価という¹⁶⁶2つの評価の仕方にしたがって総合的にどの運用業者が基金の希望する運用をしてくれるかを判断し、その受託機関を選別する。また、少なくとも四半期ごとに基金全体の資産構成割合を時価で把握しなければならない（厚生年金基金規則第41条の2）。基金の理事は運用受託機関の選任、監督の義務を負うことになる。

運用基本方針を決めるなり、政策的資産構成割合を決定するに当たって、また、運用業者を選ぶときにも、専門的な知識や能力が必要になるが、専門機関である運用コンサルタントのパフォーマンス評価や運用業者評価などを参考にして選ぶことができるということである¹⁶⁷。

したがって、運用業者の受託者責任はそれぞれ、信託法、信託業法、金融商品取引法、保険業法がそれぞれ適用される。しかし、厚生年金基金の運用業者とする際は、「加入員の老齢について給付を行ない、もって加入員の生活の安定と福祉の向上を図ることを目的とする」（同法106条）という厚生年金保険法の目的に叶った解釈をすべきである。

¹⁶⁵ 臼杵政治「厚生年金基金における運用関係者の受託者責任—本人、代理人関係からみた試論」証券アナリストジャーナル34巻11号（1996）76頁参照。

¹⁶⁶ 定性評価というのは、当該運用機関がどのような運用哲学をもっているか、つまり、どういうマーケット観を持っているか、あるいはどのような人材を抱えているかというような定性的な要因です。定量的な評価というのはいわゆるパフォーマンス評価で、過去においてその運用機関がどのようなパフォーマンスを上げてきたかの実績評価である。＜参考資料＞・前掲注（162）34頁参照。

¹⁶⁷ 若杉・前掲注（157）10頁。

5. 資産の管理、すなわち分別管理義務

資産の管理に関する取扱いは厚生年金保険法上必ずしも明確ではないが、ガイドラインは、資産の管理について運用受託機関とは別に資産管理運用業者という概念を採択し、その機関が破綻したような場合にも基金の資産が保護されるよう留意すべきことを明らかにしている¹⁶⁸。ただし、実際には両者が同じ機関になることが少なくない。

6. 分散投資義務

基金は積立金を特定の運用方法に集中しない方法により運用するようときめなければならない（厚生年金基金令39条の15第1項）また、ガイドラインにおいても分散投資を行わないことにつき合理的理由がある場合を除き、分散投資義務を負うことについて明確に規定している。ここでの分散投資義務とは、運用資産構成全体に関するものであり、専門業者を分散させれば足りるものではない。

7. 理事の責任

忠実義務違反の連帯責任（同法120条の2）については、「理事は従来からその職務の執行一般について、民法644条の準用により、基金に対し善管注意義務とこれに違反したときの損害賠償責任を負っており、運用業務の執行に関する損害賠償責任の連帯責任化により責任を重くした民法の特則」¹⁶⁹と説明されてきた。これは「理事の忠実義務は善管注意義務を敷衍し、これを一層明確化したもの」¹⁷⁰という最高裁の同質説に沿った説明である。

（四）厚生年金基金の解散と受託者責任への影響

AIJ 事件を契機に、民主党財務金融部門年金積立金運用のあり方及び AIJ 問題等検証 WT(ワーキングチーム)によって2012年4月24日発表された「AIJ 問題再発防止のための中間報告」では以下のような議論が行われた¹⁷¹。

「厚生年金基金制度の将来的な廃止大半の厚生年金基金においては予定利

¹⁶⁸ 神田・前掲注（164）30頁参照。

¹⁶⁹ 厚生省年金局企業年金課『厚生年金基金制度の解説』（社会保険法規研究会、1991）267頁、『五訂国民年金・厚生年金保険法改正法の逐条解説』（中央法規出版、2000）207-208頁。「理事の忠実義務は善管注意義務を敷衍し、これを一層明確化したもの」（厚生省年金局運用指導課監修）『厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインの解説』（法研、1997）12頁参照。

¹⁷⁰ 厚生省年金局運用指導課監修『厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインの解説』（法研、1997）12頁参照。

¹⁷¹ 厚生労働省ホームページ

<http://www.mhlw.go.jp/stf/shingi/2r9852000002ak4b-att/2r9852000002al3b.pdf> 参照。

率が5.5%に据え置かれている。AIJ問題の遠因として、予定利率を引下げることによる財政上の負担に耐えられない厚生年金基金が、市場実勢より非常に高く設定された予定利率を達成するために、無理な運用を強いられたことが上げられる。この問題を放置しておくことが、新たな年金運用の失敗や年金財政の一層の悪化をもたらすことになる。」ことから「厚生年金基金制度は、一定の経過期間終了後、廃止する。経過期間の確保にあたっては、受給者への影響を最小限にするため、十分な期間を確保すべきである。具体的には、厚生年金基金には、①解散するか、②代行資金を返済した上で確定拠出型年金ないし確定給付型年金に移行するかを選択させるべきである。」とした。

こうした議論を受けて、厚生年金基金の代行制度は他の企業年金制度への移行を促進しつつ一定の経過期間において廃止する方針、「代行割れ問題」への対応として「連帯債務問題」や「債務額の計算方法」など特例解散制度見直しをはかる方針が正式に決定され、2013年6月に厚生年金保険法等の改正法が制定された（法律第63号）また、2014年4月1日施行日以降の厚生年金基金の新設が停止され、施行日から5年間の時限措置として特例解散制度が見直された。そのため旧厚生年金保険法の厚生年金基金に適用する部分は廃止されるが、確定給付年金の場合に係る議論が参考になる。

三. 確定給付年金と受託者責任

(一). 確定給付年金の仕組み

2001年の確定給付企業年金法の成立により新たに導入された制度であるが、特徴としては積立金の運用結果等によって給付の原資となる積立金に不足が生じた場合には、給付の額を減額するのではなく、使用者たる事業主が負担すべき掛金の額を引き上げたり、特別掛金を事業主から徴収するなどして不足分を埋め合わせなければならない。すなわち、基本的に積立金の運用リスク等は事業主が負う（確定給付企業年金法（以下では「DB法」と称する。）DB法63条）。確定給付年金には規約型と基金型がある。

1. 規約型

規約型は労使が合意した年金規約に基づき、企業と信託銀行・生命保険会社等が契約を結び、その契約に基づいて母体企業の外で年金資産が管理・運用され、年金給付が行われる。

(1). 掛金の拠出者：事業主は、規約に基づき一定の掛金を定期的に拠出しなければならない（同法55条1項）。

(2). 規約:事業主が規約型確定給付企業年金を実施しようとする場合には、当該事業主は規約を作成し、当該規約に関し従業員の過半数で組織する労働組合がある場合は当該組合の同意、そのような労働組合がない場合には従業員の過半数を代表する者の同意を得なければならない(同法3条1項1号)。ここで拠出者が事業主であるにも関わらず、加入者及び受益者の同意を得なければならない理由としては規約についての受益者等の監視監督の立場からの要請であるように思われる。またその後、当該規約に関して厚生労働大臣の承認を得なければならないが、これは行政監督からの規定である。

規約には、加入者の資格、年金給付の種類、受給の要件及び額の算定方法、掛金の拠出に関する事項など年金給付の権利義務に関する基本的な事項が規定される(同法4条)。

規約を変更する場合、原則として労働組合等の同意及び厚生労働大臣の承認が必要である(同法6条)が、厚生労働大臣の承認がなければ規約の変更の効力が生じないという趣旨の規定は存在しない¹⁷²。

(3). 積立金の管理、運用:

事業主は毎事業年度の末日において給付の原資となる積立金を積み立てる義務を負う(同法59条)が、積立金の管理、運用は事業主自身が行うのではなく、資産管理運用業者に委託しなければならない(同法65条1項、2項)。運用の委託に当たっては、資産管理運用業者が信託会社であれば信託契約が、生命保険会社であれば生命保険契約が、投資顧問会社の場合は投資一任契約が事業主との間で締結される(同法65条1項、2項)。ただし、投資顧問会社は資産管理機関になることは出来ない(同法4条3号)。

その中で、加入者の数が300人以上または資産額が3億円以上である場合、事業主は、積立金の運用の目標、資産の構成、運用受託機関の選任・評価などを記載した運用の基本方針を作成しなければならない(同法令45条1項、DB則82条・83条1項)。また各受託機関に対しても、積立金の運用ガイドラインを作成した上でそれを交付しなければならない(同法令45条3項、同法則83条4項)。しかし、事業主は資産管理運用業者に対し特定の運用方法を指図することはできない(同法69条2項2号)。

(4). 分散投資義務

事業主等は、積立金を、特定の運用方法に集中しない方法により運用するよう努めなければならない(同法施行令46条1項)。事業主は、管理運用業

¹⁷² 沢崎敦一「法律家が企業年金制度を取り扱う際の基本的視座(上)」NBL945号(2011)13頁。

務を執行する理事を置かなければならない（同法施行令 46 条 2 項）。

3. 基金型

規約型とともに、2001年の確定給付企業年金法の成立により導入されたが、母体企業とは別の法人格を持った基金を設立した上で、基金において年金資金を管理し・運用し、年金給付を行うものである。基金という異なる法人が制度運営を行う点は厚生年金基金制度と共通するが、厚生年金保険の代行は行わない。

(1). 規約

企業年金基金を設立するためには、規約を作成し、労働組合等の同意を取得した上で、当該設立に関して厚生労働大臣の認可を得なければならない（同法3条1項2号）。すなわち、規約型では事業主がそれを規定するが、基金型では企業年金基金が代わりに行う。規約の内容は認可の際に審査される（同法12条1項1号）。

規約には、加入者の資格、年金給付の種類、受給の要件及び額の算定方法、掛金の拠出に関する事項など年金給付の権利義務に関する基本的な事項が規定される点では規約型確定給付企業年金と同じであるが、独自の意思決定機関である代議員・代議員会および、執行機関としての理事長、理事、監事等の役員的事项など企業年金基金の組織に関する基本的な事項が規定される点では違いがある（同法11条）。

規約を変更する場合には、原則として代議員会の定数の3分の2以上の多数での議決を経て、厚生労働大臣の認可を得なければならない（同法16条1項・19条1項1号）が、この点は規約型と違って、厚生労働大臣の認可がなければ規約の変更の効力は生じない（同法16条2項）。

(2). 基金の組織

基金は実施事業所の事業主及びその実施事業所に使用される加入者をもって組織される（同法8条）。基金の財産は、事業主がお金を拠出し、それを積み立てて運用し、加入員に年金を払うわけである。

代議員会は基金の基本的な意思決定機関であり、①規約の変更、②毎事業年度の予算、③毎事業年度の事業報告及び決算、④その他規約で定める事項等の事項について議決する（同法19条）。代議員の定数は偶数とし、企業本体と加入者のうちから半分ずつ選任する（同法18条3項）。規約型に比して、加入者たる

従業員の発言権が増す形となっている¹⁷³。代議員会は、監事に対し、基金の業務に関する監査を求め、その結果の報告を請求することができる(同法19条2項)。

基金に、役員として理事及び監事を置く。理事の定数は、偶数とし、その半数は事業主において選定した代議員において、他の半数は加入者において互選した代議員においてそれぞれ互選する(同法21条2項)。理事のうち一人を理事長とし、事業主において選定した代議員である理事のうちから、理事が選挙する(同法21条3項)。これは厚生年金基金の理事構成と全く同じである。

監事は、代議員会において、事業主において選定した代議員及び加入者において互選した代議員のうちから、それぞれ一人を選挙する(同法21条4項)。また、監事は理事又は基金の職員と兼ねることができない(同法21条5項)。

理事長は基金を代表し、その業務を執行する(同法22条1項)。基金の業務は規約に別段の定めがある場合を除くほか、理事の過半数により決し、可否同数のときは、理事長の決するところによる(同法22条2項)。理事は理事長の定めるところにより、理事長を補佐して、給付に充てるべき積立金の管理および運用に関する基金の業務を執行することができる(同法22条3項)。監事は基金の業務を監査し(同法22条4項)、監査の結果に基づき、必要があると認めるときは、理事長又は代議員会に意見を提出することができる(同法22条5項)。

(3). 積立金の管理・運用

積立金の管理・運用は資産管理運用業者に委託するのが原則であるが、一定の要件を満たす場合には企業年金基金自らが行うことが認められている。運用の委託に当たっては、企業年金基金と当該資産管理運用業者との間で信託契約、生命保険・生命共済契約、農業協同組合連合会との契約が締結される(同法66条)。規約型と同じく、基金は積立金の運用の目標、資産の構成、運用受託機関の選任・評価などを記載した運用の基本方針を作成しなければならない(同法令45条1項、同法則82条・83条1項)。また、各受託機関に対しても、積立金の運用ガイドラインを作成した上でそれを交付しなければならない(同法令45条3項、同法則83条4項)。運用執行理事も置く必要がある(同法令46条2項)。積立金の運用は、政令で定めるところにより、安全かつ効率的に行わなければならない(同法67条)。

(二). 「確定給付年金法」と受託者責任

上でも述べたように「確定給付年金法」においては「受託者責任」という言葉ではなく、忠実義務について規定しているが、忠実義務を持って「受託者責任」を表しているように思われる。また「注意義務」という文言もないが、こ

¹⁷³ 久保知行「確定拠出年金制度の活用促進について」『年金と経済』30巻1号(20)33頁。

れは「厚生年金基金のガイドライン」と同じく、委任における受託者の善管注意義務を定めた民法644条の適用ないし類推適用があるという考え方から来たもののように推測される。

1. 事業主

規約型においては、事業主が規約を作成し、積立金の運用の目標、資産の構成、運用受託機関の選任・評価などを記載した運用の基本方針を作成しなければならない。また事業主は資産管理運用業者と資産運用を委託しなければならないが、このような年金基金を管理することにつき、事業主は加入者に対して受託者責任を負う。具体的には以下のようなものである。

- (1) 事業主は、法令、法令に基づき、厚生労働大臣の処分及び規約を遵守し、加入者等のため忠実にその業務を遂行しなければならない。（同法69条1項）
- (2) 自己または加入者等以外の第三者の利益を図る目的をもって、資産管理運用契約を締結すること（同法69条2項1号）
- (3) 積立金の運用に関し特定の方法を指図すること、または特別な利益の提供を受けて契約を締結すること（同項2号、同法則86条）—一言から明らかかなように、特定の運用方法を指図することはその意図とは関係なくそれ自体が違法な行為となる。

2. 理事

基金型の場合は事業主の変わりに基金の理事が資産管理の業務を遂行するが、「確定給付年金法」においては基金の理事に対しても業務を遂行する際に規約型の場合の事業主の加入者に対する受託者責任とは違って、基金の負う受託者責任について定めている。

- (1) 基金の理事は、法令、法令に基づいてする厚生労働大臣の処分、規約及び代議員会の議決を遵守し、基金のために忠実にその業務を遂行しなければならない。
- (2) 自己または基金以外の第三者の利益を図る目的をもって、積立金の管理・運用に関する契約を締結すること（同法70条2項1号）。
- (3) 自己または基金以外の第三者の利益を図る目的をもって、積立金の運用に関し特定の方法を指図すること（同項2号）。
- (4) 基金と理事長との利益が相反する事項については、理事長は、代表権を有しない。この場合においては、監事が基金を代表する。（同法23

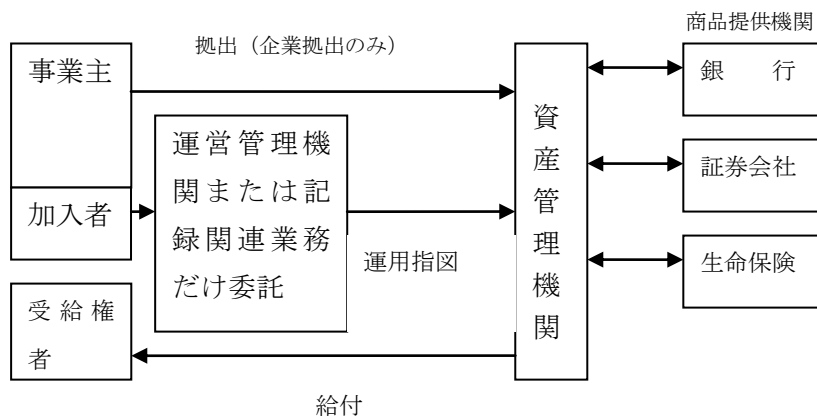
条)。

3. 資産管理運用業者

それだけではなく、年金積立金の管理運用する際の資産管理運用業者についても加入者に対する受託者責任について規定している。

- (1) 資産管理運用業者は法令及び資産管理運用契約を遵守し、加入者等のため忠実にその業務を遂行しなければならない。(同法71条)
- (2) 基金が締結した基金資産運用契約の相手方は、法令及び基金資産運用契約を遵守し、基金のため忠実にその業務を遂行しなければならない。

五. 確定拠出年金と受託者責任



2001年確定給付企業年金とともにアメリカの「401 (k) プラン」をモデルにした確定拠出年金も導入された。従来の企業年金制度と異なり、個人または事業主が拠出した資金を個人が自己の責任において運用の指図を行い、高齢期にその結果に基づき給付を受けられる年金であると規定されている(確定拠出年金法1条、以下では「CB法」と称する)。

(一). 当事者

事業主、加入者、受給者、受給権者等、資産管理運用業者、運用関連及び記録関連の運営管理機関(企業型年金運営管理業は、記録関連業務と運用関連業務のいずれかまたは両方を行う事業をいう(同法2条7項))

(二). 実施者である事業主に求められる役割

企業型年金の実施主体は事業主である。事業主は、被保険者等の過半数で組織する労働組合があるときは当該労働組合、当該被保険者等の過半数で組織する労働組合がないときは当該被保険者等の過半数を代表する者の同意を得て、企業型年金に係る規約を作成し、厚生労働大臣の承認を受けなければならない（同法3条1項）。また、規約の変更の際にも同じである。事業主は掛金を拠出し（同法19条）、加入者等はその運用の指図を行う（同法25条1項）。

（三）. 管理、運営にあたって事業主に求められる責務及び受託者責任

1. 事業主の役割及び責務

事業主は企業型年金の運営にあたって、従業員に規約の内容を周知、理解させるとともに、加入者等が、事業主から拠出される掛金を個人別管理資産として運用の指図を自ら行いうるよう必要な措置を講じなければならない（同法 22 条－27 条）。具体的には、事業主は、加入者等に対して、運用の指図に資するため、資産の運用に関する基礎的な資料の提供その他必要な措置を講ずるよう努めなければならない（同法 22 条）。必要な措置とは、加入者が自ら投資判断ができるようにするための投資教育などをいう。さらに、個人別管理資産の運用に関する運営管理業務についても体制を整える必要がある。

事業主は、運営管理業務を自ら行うことができるほか、運営管理機関に委託することができるし、運営管理機関は委託を受けた業務の一部を他の運営管理機関に再委託することもできる（同法 7 条 1、2 項）。22 条に基づく資産の運用に関する規則的な資料の提供その他の必要な措置についても、運営管理機関に委託することができる（同法 97 条）が、事業主は、運営管理機関の選定、資産管理機関の選定後完全に任せるのではなく、常時各機関のモニタリングを行う必要がある。例えば、運用パフォーマンスが相対的に悪いにも関わらず、運用の方法を変更しようとしないう運営管理機関に勧告するまたは他の運営管理機関に変更するといったことを怠ったことにより、加入者に不測の損害が生じた場合には、事業主がその責めを負うことになる¹⁷⁴。

2. 事業主における受託者責任

こうした業務を遂行する上で、事業主は法令や行政処分、企業型年金規約を遵守し、加入者等のため忠実に行うことが求められている（同法 43 条 1 項）。また、具体的には事業主は加入者等の個人情報等の目的外行使等を禁止され（同

¹⁷⁴橋本基美「確定拠出年金法案にみる資産運用と受託者責任」年金と雇用 19 巻 2 号(2000)25 頁。

法 43 条 2 項)、自己または加入者等以外の第三者の利益を図る目的をもって、運営管理業務との委託契約や資産管理契約を締結すること(同法 43 条 3 項 1 号)、加入者等の保護に欠ける一定の行為(同項 2 号)をしてはならない。

この規定は企業型年金の適正な運営のために、加入者個人に対して自己責任に基づく資産運用であることを自覚させ、運用に伴う諸手続を整備するなどの義務を明記し、運営責任者である事業主の責任を厳格に果たさせるための諸規定である。また、本項のいわゆる忠実義務は受託者責任である注意義務と忠実義務の双方を含むものであり、利益相反を排除する忠実義務のみを規定したものと解すべきではない。すなわち、事業主は企業型年金の運営に際しては、専ら加入者等の利益を図らなければならない、事業主として社会通念上要求される程度の注意を払う義務を負う。

3. 事業主に対する監督、事業主の義務違反の責任

厚生労働大臣は運営にあたって事業主に対して報告徴収権限を有し(同法 51 条)、報告拒否等に対しては罰則もある(同法 120 条)。その実施する企業型年金に関し法令、企業型年金規約若しくは厚生労働大臣の処分に違反していると認めるとき、もしくは企業年金の運営が著しく適正を欠くと認めるときは、監督権限を有し(同法 52 条)、業務改善命令を下すことができる(同法 52 条 1 項)が、最終的には当該事業主の企業型年金規約の承認を取り消すことができる(同法 52 条 2 項)。

民事責任については特段の規定はないが、上でも述べたように、事業主が選任・監督する際に相当な注意を払わなかったがゆえに加入者に損害を与えた時、規約により事業主の責任を追求することができるのであろうかは問題である。

(四)．運営管理機関等の責務及び受託者責任

1. 運営管理機関の責務

運営管理業は、記録関連業務と運営関連業務のいずれか、または両方を行う事業をいう(同法2条7項)。事業主は、運営管理業務を自ら行うことができるほか、運営管理機関に委託することができるし、運営管理機関は委託を受けた業務の一部を他の運営管理機関に再委託することができる(同法7条)。なお、いわゆる投資教育(同法22条)についても運営管理機関への委託が可能である(同法97条)。

記録関連業務としては、①加入者等の氏名、住所、個人別管理資産額その他の事項の記録、保存及び通知、②加入者等の運用指図の取りまとめ、及びその内容の資産管理機関または連合会への連絡、③給付を受ける権利の裁定が限定列挙されている。

運用関連業務としては、運用の方法の選定及び加入者等に対する提示並びに当該運用の方法に係る情報の提供が限定列挙されている。いずれの業務も政令等による追加指定の余地はみられない。運用の方法には①銀行等への預貯金の預入れ、②信託銀行等への信託、③有価証券の売買、④生命保険の保険料または生命共済の共済掛け金の払込み、⑤損害保険の保険料の払込みなどがあるが、この中から少なくとも3以上（そのうち1以上は元本が確保される運用方法であること）選定し、加入者に提示しなければならない（同法23条1項）。またそのうち3つはリスク・リターンの特性の異なるものでなければならない（CB法令12条1項1号、CB法則18条）。

このような選定後の具体的な運用については加入者が自己責任を持って運用するが、その選定については「資産の運用に関する専門的な知見」に基づいて運用の方法の選定を行わなければならない（同条2項）。これにかかる義務の水準は、金融機関にとって、他業態の商品を選択する場合を含めて、当然のことであるが、この規定は金融機関等の専門家とは限らない事業主等が運用方法を選定する場合の注意義務の水準を立法により高度化したものと考えられる¹⁷⁵。選定、提示の詳細は政省令で規定されており、選定理由を示すことが必要な場合もある（CB施行令12条3項）。

提供すべき情報は運用商品のリスクに関する情報や手数料等の費用に関する情報が含まれている（同法24条）。詳しくは①運用商品の内容に関する情報として、利益見込み、損失可能性に関する事項、資金拠出単位、上限額の内容、及び利子、配当等の利益の分配方法に関する事項②過去10年間における利益、損失の実績③加入者などの個人別管理資産額の持分の計算方法④加入者等が運用商品を選択、変更した場合に必要な手数料等の費用の内容及びその負担方法に関する情報⑤預貯金の預入、金融債及び金銭信託については預金保険制度等の対象となっているか否かについての情報、生命保険、損害保険への保険料の払込みについては保険契約者保護機構による保護対象となっているか否かについての情報⑥金融商品の販売等に関する法律（以下「金販法」という）3条1項に規定する重要事項に関する情報、⑦加入者等が運用指図を行うために必要な情報が含まれる。

⑥における金販法3条1項は顧客の属性に応じて情報提供が求められているが、確定拠出年金の場合は加入者の数が多いので、個々の加入者の属性を把握することは困難であることから、運営管理機関は重要事項についての情報提供をするにあたっては事前に事業主と十分な対話などを通じて全体的に加入者の属性がどのようなものかについてある程度把握した上で、そうした加入者全体の属性に相応しい情報提供ないし説明を行うことが考えられる¹⁷⁶。

選定にあたっては、選定先金融機関等との交渉が必要になる。自社の金融

¹⁷⁵ 土浪・前掲注(133)97頁。

¹⁷⁶ 松尾直彦「確定拠出年金制度と金融商品取引法」商事法務 1871号（2009）43頁。

商品であれば、情報や資料等は十分に提供できるであろうが、他社の金融商品についても情報を収集し、最終的に商品を選定し、実際に投資できるようパンフレットや取引の方法などを明示する必要がある。また、提示された運用方法や運用商品が実際に購入可能であるように、資産管理機関のみならず運営管理機関も対象商品を取り扱う金融機関と情報提供・商品提供の契約を結ぶ必要が生じる¹⁷⁷。

また、運営管理機関は、運用商品を選定した加入者等に提示するときは、あらかじめ、事業主との間で、金販法3条1項に規定する重要事項に相当する「重要情報」を提供しなかった場合において加入者等などに対して無過失損害賠償責任を負う旨及び「元本欠損額」を損害額と推定する旨の契約を締結しなければならない（施行令13条）。

2. 運営管理機関の受託者責任

運営管理機関は事業主と「運営管理契約」を締結する。加入者とは直接の契約関係に立たないが、法律において加入者等に対して「確定拠出年金運営管理機関は、法令、法令に基づいてする主務大臣の処分及び運営管理契約を遵守し、加入者等のため忠実にその業務を遂行しなければならない」という忠実義務を負う（CB法99条1項）とされている。また個人情報の流用禁止（CB法2項）、禁止行為（CB法100条）が規定されている。

禁止行為として、損失補填のほか、利益相反行為が規定されている加入者等に対する特別の利益提供を約したり、自己の責めに帰すべき事故によるものでなければ実際に損失等が生じた場合の補てん等も禁止されている（CB法100条1、2、3号）。

同法100条5号においては運営管理機関が自社の提供する運用方法を選択、提示することは図利目的がない限り許されるとした。ここでの利益相反は実質判断される。

また、同法100条6号は「加入者等に対して、提示した運用の方法のうち特定のものについて指図を行うこと、又は指図を行わないことを勧めること」という運用方法推奨を禁止しているが、これは事業主による個別商品のきちんとした重要事項の説明などの情報の提供をもらい、かつ加入者等は投資教育を受けるなどして、自ら投資判断を下せることが制度のベースであるためである¹⁷⁸。一方で、確定拠出年金運用管理機関に関する命令10条1号は、運用方法に係る商品の販売・勧誘を行う者が運用関連業務を併せて行うことを禁止しているが、これは利益相反を回避するための実際的な対応である。ただし、提示と推奨の役割及び責任分担はどうあるべきかは今後検討が必要である

¹⁷⁷ 橋本・前掲注(174)25頁。

¹⁷⁸ 橋本・前掲注(174)25頁。

ように思われる。仮に提示した運用商品に関する情報提供を超えて、特定の有価証券について指図を行うことを勧める場合には、金商法のかかる行為規制の適用を受けることになるので、留意が必要である¹⁷⁹。

また一方で、運営管理機関に専門家の水準の注意を払う義務（同法23条2項）が規定されている。

3. 資産管理機関の役割、義務、義務違反の責任

運営管理機関は登録制であり、事業主及び銀行その他政令で定める金融機関は主務大臣の登録を受けて確定拠出年金運営管理業を営むことができる（同法88条）。法人でない者や、運営管理機関の登録取消後5年を経過していない場合のほか、他に営んでいる事業が公益に反すると認められる法人または当該事業に係る損失の危険の管理が困難であるために確定拠出年金運営管理業の遂行に支障を生ずると認められる法人などが登録拒否要件として列挙されている（同法91条）。

また主務大臣は運営管理機関に対して監督権限を有し（同法101-107条）、業務改善命令を発することができるほか、最終的には登録の取消が可能である。一部の禁止行為には罰則もある（同法118、119条）。

民事責任については特段の規定はない。事業主と同じく、受託者責任を根拠として責任を追求することができるかは疑問である。

(五) 資産管理機関の責務及び受託者責任

1. 資産管理機関の責務

事業主は、給付に充てるべき積立金について、信託銀行や生命保険会社等資産管理機関と資産管理契約を締結し、個人別管理資産の保全を図らなければならない（同法8条）。資産管理契約の締結に関し必要な事項は政令で定められることになっている（同法8条5項）が、資産管理契約に係る業務を行うことができる（同法53条）。運営管理業務は事業主自ら行うことができるが、資産管理業務は信託銀行等に委任しなければならない。これは、事業主の経営破たん等に際して、確定拠出年金の個人別管理資産が法的に保全されるための分別管理に関する規定であるように思われる。なお、厚生年金基金が、その規約に定めることにより、資産管理契約に係る業務を行うことができる（同法53条）。

資産管理機関は、事業主との資産管理契約に基づき、事業主からの毎月の掛金納付の受け入れ、記録関連運営管理機関からの運用指図に基づき各

¹⁷⁹ 松尾・前掲注(176)42頁。

選定金融機関への取り次ぎ、受給に関する裁定に基づく給付を行う。事業主が運営管理業務を行わない場合は、委託先運営管理機関との三者間協定が必要になり、また商品提供先金融機関がタイムリーに商品を提供できる体制が求められるため、四者間協定が必要となる¹⁸⁰。

2. 資産管理機関の受託者責任

資産管理機関は事業主との間で「資産管理契約」を締結する（同法8条1項、2項）。加入者とは直接の契約関係に立たないが、加入者等に対し忠実義務を負うとされている。資産管理機関は、法令及び資産管理契約を遵守し、加入者等のため忠実にその業務を遂行しなければならない（同法44条）。その他、資産管理機関に対する監督規定は設けられていないし、具体的な禁止行為も規定されていない。ただし、それぞれの契約法や業法が適用される。

(六)．商品提供金融機関の責務及び受託者責任

加入者等にかかる運用関連業務を行う運営管理機関は商品提供機関の提供する「運用の方法」を選定する（同法23条1項）。商品提供機関が提供する運用商品は、資産管理機関による運用の対象となるものである。加入者は、商品提供機関との間で直接の契約関係に立たない。

商品提供機関の義務及び監督に関する規定は置かれていない。また忠実義務に関する規定も置かれていないが、商品提供機関の故意や過失により加入者等が損失を被った場合には、加入者等による責任追及が認められるべきである。

五．小括

(一)．忠実義務

1．忠実義務についてのまとめ

エリサは一般的な忠実義務規定に加えて、これを具体化する詳細な行為規制を制定したのに対して、日本における現行法上の忠実義務については「AはBのため忠実にその業務を遂行しなければならない」という仕方になっている。また、具体的な忠実義務違反の禁止行為についても規定されている。

(1) 厚生年金基金においては、厚生年金基金の理事、運用受託機関の基

¹⁸⁰ 橋本・前掲注(174)24頁。

金に対する忠実義務について規定している。

- (2) 規約型確定給付企業年金においては、事業主及び運用受託機関（資産運用管理機関）の加入者に対する忠実義務について規定している。
- (3) 基金型確定給付企業年金においては、企業年金の理事、運用受託機関（基金資産運用業者）の基金に対する忠実義務について規定している。
- (4) 企業型確定拠出年金においては、事業主、資産管理機関、運営管理機関の加入者・運用指図者に対する忠実義務について規定している。

図で表すと以下のようなものである。

どの制度で？	誰が？	誰のために？
厚生年金基金 (厚年法120条の2第1項)	厚生年金基金の理事	基金
厚生年金基金 (厚年法136条の5)	運用受託機関	基金
確定給付企業年金 (確定給付69条1項)	事業主	加入者・受給権者
基金型確定給付企業年金 (確定給付70条1項)	企業年金基金の理事	基金
規約型確定給付企業年金 (確定給付71条)	運用受託機関 (資産管理運用業者)	加入者・受給権者
基金型確定給付企業年金 (確定給付72条)	運用受託機関 (基金資産運用業者)	基金
企業型確定拠出年金 (確定拠出43条1項)	事業主	加入者・運用指図者
企業型確定拠出年金 (確定拠出44条)	資産管理機関	加入者・運用指図者
企業型確定拠出年金 (確定拠出49条1項)	運営管理機関	加入者・運用指図者

2. 契約関係と受託者責任

厚生年金基金、基金型確定給付企業年金において、基金は運用業者（資産管理機関）と委託契約を締結し、企業型確定拠出年金においては、事業主は資産管理機関、運営管理機関ともそれぞれ委託契約を締結しているため、加入者若しくは受給権者に対しては直接法的な関係に立っていない。この際仮に委任契約によって民法上の責任だけ負う場合には、民法上対等な関係の上に立つ委任

契約はすべての状況を事前に網羅的に契約に定められないため、結局自己責任原則により、加入者の利益が損害になる。そのため、契約関係のない運用業者、資産管理機関、運営管理機関の加入者・受給権者、または基金に対する忠実義務を法的に定めることによって、信託関係に立つ厳しい受託者責任が問われ、それが結果的に加入者の利益につながる。

3. エリサ法における忠実義務との差異

エリサ法における「受託者」は年金制度の管理や年金資産の管理に際して、年金制度を設立した事業主ではなく、加入者および受給者に対しての忠実義務である。この点につき、日本の基金型確定給付企業年金の理事は、「法令に基づいてする厚生労働大臣の処分、規約及び代議員会の議決を遵守し、基金のため忠実にその業務を遂行しなければならない」と定めている。エリサの「加入者および受給権者のため」であるのに対して、日本の基金型確定給付企業年金法では「基金のため」である。そのため、加入者の利益と基金の利益が一致しないとき、たとえば、一部の加入者によって忠実義務違反となったとき、基金全体にとって忠実義務違反でなければ、理事の責任は問えないことになる¹⁸¹。エリサ法の忠実義務は「個別的」であるのに対して、日本の基金型確定給付企業年金法の忠実義務は「集団的」である。

また、エリサ法の制度では、制度提供者、受託者、加入者（または受給権者）の三者が、信託の委託者、受託者、受益者とそれぞれ独立した法主体であるがゆえに、法人格を与えられたのは基金だけであり、理事は基金という法人の内部の業務執行機関に過ぎない、日本の基金型確定給付企業年金に比べて、エリサ法においては、その加入者は忠実義務違反を主張して受託者を直接訴えることができ、より一層加入者保護が図られるであろう。

(二)．注意義務

1. 注意義務についてのまとめ

- (1) 忠実義務と異なり、注意義務については各法令に一般的な規定は存在しない。しかしながら、「ガイドライン」においては民法 644 条類推適用を根拠に、規約型確定給付企業年金の事業主、そして厚生年金基金及び基金型確定給付企業年金の理事は、善良なる管理者の注意をもって年金資産の管理・運用業務を遂行する義務を負うと述べている。
- (2) 運用業者の注意義務については第 4 章で詳しく述べることにする。
- (3) GPIF 法人、厚生年金基金等の給付建て制度の積立金は、資産運用の基

¹⁸¹ 石垣・前掲注 (96) 203 頁。

本方針に沿って、安全かつ効率的に運用されなければならない（GPIF法 21 条、厚年法 136 条の 3 第 5 項、DB 法 67 条）と規定し、また規約型確定給付企業年金の事業主、または厚生年金基金や確定給付企業年金は積立金を特定の運用方法に集中しない方法により運用するよう努めなければならない（厚年法基金令 39 条の 15、DB 法令 46 条 1 項）。運用に関し具体的な注意義務は「ガイドライン」に制定されている。なお、企業型確定拠出年金における運用方法の提示に関する一連の規定（CB 法 23 条 1 項、CB 法令 12 条 1 項 1 号、CB 拠出則 18 条等）体制的に加入者が分散投資を行えるように整備したという指摘もなされている¹⁸²。

- (4) GPIF 法人、厚生年金基金、確定給付企業年金は多くの場合は資産運用を外部の運用受託機関に委託するが、このような運用受託機関の選定、監督に際して注意義務を負う。また、確定拠出年金の場合には運営管理機関及び資産管理機関の選任・監督に際して注意義務を負う。
- (5) 企業型確定拠出年金では、資産運用は加入者自らがを行い、その結果に対する責任も加入者が負うため、事業主は資産運用に対して注意義務を負わないが、事業主には加入者が「自己責任」を負えるような体制を整えるための注意義務を負う。また、加入者が「自己責任」を持って投資できるように加入者に「投資教育」する義務も負い、その際注意義務を負う。あるいはそれを運営管理機関に委託することもできるが、その際には選任・監督につき注意義務を負う。

2. 「客観的」注意基準

エリサ法における慎重人原則は「客観的な (objective) 注意基準」と捉えており、例えば、慎重人原則に照らして、「制度のために」そのようなことはしなかったであろうと判断される場合にも「慎重人」のレベルでの、忠実義務違反であり、「通常人」としての忠実義務違反より厳しいはずである。エリサ法はこの「人物」として、「通常人」ではなく、「慎重人」を想定した。Prudent という言葉は、「通常人」などよりも、注意深い「人物」を表すためにこの言葉が選ばれたといえる¹⁸³。

それに対して、日本における民法 644 条を巡って論じられてきた善管注意義務は委託者が受託者の知識、経験、能力を信頼して事務処理を委託し、その信頼を基礎として、その信頼を基礎として、善管注意義務という特別の義務が発生すると解されている¹⁸⁴。この場合、受託者は、その職業、その属す

¹⁸² 森戸英幸『企業年金の法と政策』（有斐閣、2003）143 頁。

¹⁸³ 石垣・前掲注（96）56 頁。

¹⁸⁴ 我妻榮・債権各論（中巻二）670 頁、幾代通＝広中俊雄編・新版注釈民法（16）221 頁（中川）、中川高男「受任者の善管注意義務」契約法大系IV（雇傭・請負、委任）261 以下参照。

る社会的、経済的地位などにおいて一般に要求される「客観的な注意義務」を果たす必要がある。かかる義務に違反した場合、軽過失があると認定され、債務不履行責任を生じさせる¹⁸⁵。

3. 専門家としてのより高度な注意義務

- (1) 公的年金を運用する GPIF には経済、金融等の専門家である投資専門委員が置かれ（3 人以内）、管理運用業務に関する事項の審議の際には理事会に出席し（GPIF 法第 17 条）、それによって専門性が確保される仕組みが整えられている。このような受託者責任の対象は管理運用業務に限定されているが、「専門的な知見」や「慎重な専門家の注意」という用語を繰り返し使うことによって、公的年金の自主運用の重要性や規模等を踏まえ、理事長等の注意義務の水準を立法的に高度化したものとした。
- (2) 厚生年金基金の理事は必ずしも資産運用の専門家とは限らない。基金が事業所単位で構成され、理事は代議員の中から選出されることから見れば、基金が運用のプロだからではなく、労働者の管理に関する情報が企業に蓄されているためであり¹⁸⁶、ガイドラインに投資理論や資産運用に関する制度等について「自己研鑽義務」が明記されていたことから、大半が資産運用の素人であることは明白である¹⁸⁷。したがって、厚生年金基金の理事は専門家としての注意義務を負うとは必ずしも言えない。AIJ 事件の前は年金基金（厚生年金基金や基金型確定給付企業年金を含む）を当然に特定投資家と見ていたが、AIJ 事件後法改正が行われ、一定の財産要件を満たした上で届出を行っている場合を除き、大規模な年金基金を除いて、年金基金は原則として特定投資家に該当しないが、個別に業者に申し出ることにより特定投資家として取り扱われることが可能となった。金融商品取引法上、投資一任業者の同意を得た上で、特定投資家として取扱いを受けることを選択できるとした。しかし、特定投資家になることを自由に認めた場合、改正法令の顧客保護という目的が達成できない恐れがあるため、改正法令は厚生年金基金についてはインハウス運用を行うに足る体制整備がなされている場合を除き、特定投資家への移行ができないものとした（「金融商品取引業等に関する内閣府令」第 55 条）。

¹⁸⁵ 川口恭弘「受託者の注意義務に関する一考察」同志社法学 57 卷 2 号 2(2005) 408 頁。

¹⁸⁶ 上村・前掲注(159)参照。

¹⁸⁷ 樋口・前掲注(160)参照。

第五章 日本の年金基金の運用業者における受託者責任

第一節 信託と契約に関する日米の学説

一. アメリカ法における信託と契約の関係に関する学説

アメリカでは「信託は契約ではない」もしくは「信託は契約である」という信託と契約の関係に関する学説が両方存在する。この点を議論するにあたり主に樋口先生の『フィデュシャリー「信託」の時代』を参考にしたい¹⁸⁸が、アメリカでの「信託は契約ではない」との通説を確認するところにおいては、通説のポイントについて述べてみる。

(一). 通説

通説における信託と第三者のための契約との相違については以下の3点である。

1. 契約関係において、諾約者は債務のみ負い、仮に諾約者が財産を譲り受けた場合、諾約者は当該財産を自由に処分することができる。しかし、当該財産に対して契約受益者は何ら権利も持たないし、仮に諾約者が破産した場合、契約受益者は一般債権者としての地位を得るに過ぎない。

これに対して、信託関係においては、受託者は信託財産を自由に処分することができないが、受益者は当該財産について権利を有する。また、受託者が破産した際、当該信託財産は倒産隔離機能を持っているので、受益者は一般債権者より優位な地位にある。

2. 信託関係があるか否かは非常に重要なポイントであるが、具体的に挙げられる例の一つとしては情報提供義務における契約と信託の差異であるが、重複があるため、後ろで詳しく述べることにする。

また、契約の場合、契約の当事者は訴訟の権利を有するが、信託関係においては、受託者と受益者の間に信託関係が存在するため、受託者が信託関係を違反した場合、訴える権利を有するのは受益者であり、委託者には訴える権利がない。

¹⁸⁸ 樋口・前掲注(94)76頁以下参照。

3. 手続と救済面での相違であるが、契約受益者の権利は債権として時効にかかるが、信託の場合は、受益者の権利には出訴期限法の適用はない¹⁸⁹。

(二)．「信託は契約である」とのラングバイン教授の説

イエール大学ロー・スクールのラングバイン教授は、「信託は契約ではない」との通説を批判する際、信託宣言と約因法理の2つの難点をクリアしながら論じた。

1. 信託宣言の点を論じるところにおいては、日本の信託法と違って、委託者が自己の所有する一定の財産につき、今日からは完全な所有者ではなく、受益者のために受託者として所有すると宣言するだけで、信託が成立するという信託宣言は英米法では認められている。そのため、契約の成立には当事者の意思の合致だけでなく約因が必要とされるが、信託では不要だという理由で「信託は契約でない」の論拠としているが、ラングバイン教授は信託宣言は、實際上、大した役割を果たしていないばかりではなく、機能的に見ても信託としてのまともな働きを果たしていないと反論した。

この点に対して、樋口先生は「この議論は簡単に一蹴している。理論的な反論ではなく、現実を引き付けて小さな局限化された問題だとして、反論に代えた」と評価している。約因論においても契約関係では、対価関係を必要とするのに、信託関係では無償の行為が有効と認められる従来の理論に対して、ラングバイン教授は、理論的に反論ではなく、ただ部分の現実のありさまをみるといって、議論を切り上げた。

2. 一方、ラングバイン教授はここで守勢から攻勢に転じた。「歴史的検討、スコットによる学説の検討、信託と契約のこの機能的比較、比較法的視点からの検討」など4つの点から論じたが、まとめたら以下のようである。

法人受託者が報酬を得て引き受ける信託は、現実には取引の一種である。従来の通説だと信託関係には強行規定が多いかのような錯覚が生じるが、信託の形成における入口の自由と信託の内容を定める自由の存在は、契約の場面と共通し、信託法のほとんどは契約法と同様に任意規定である。そのため、今やその意思を尊重する信託法を構想すべきときでもあり、裁判所を中心とする公的介入を弱めようと主張した。

(三)．「信託は契約ではない」とのフランケル教授の説

樋口先生はボストン大学のフランケル教授の主張について「伝統的な説明の枠から飛び出して、機能的な観点からの反論を試みた。フランケル教授は、

¹⁸⁹ エクイティ上には消滅時効がかかってくる場合があるが、その適用はエクイティによるのであるため、権利の実行が遅れた諸般の事情やそれによる現状などを総合的に考慮して判断するのであり、機械的に何年たったら消滅ということにはならない。樋口・前掲注(94)76頁以下参照。

もしも信託を含む信認関係を契約と呼びたければそれでもいいが、それはアメリカにおける伝統的な契約モデルとは異なる「契約」であることを十分に意識したうえでなければならない。その点にさえ注意するなら、信託も契約であるというかどうかは言葉の問題にすぎない。真の問題は、違いを認識することであり、そうすれば、やはり、契約法と異なる信認法という特別なカテゴリーを立てる必要性が理解できるはずだと論ずる」と述べている。

フランケル教授の主張をまとめると、信託を受けた当事者の専門性、一定の権限を認められてそれを行行使する際の裁量権の有無と程度、目的外で権限を行使したり財産を流用したりするリスクは、様々なサービスの提供者に共通するが、専門性が高いもの、監督するに非常に難しいもの、またサービスにおいて違反行為のあることが社会的に見て大きな影響を与える者が信託法によって調整されるべきであるとして、「結局の問題は、どのような関係が信認関係であるかではなく、どのような関係を信認関係にするかである」¹⁹⁰とした。フランケル教授は信認義務違反に対する救済も、契約違反の場合の救済と同じであるべきだとの主張に強く警告し、信認関係というカテゴリーを契約とは別個のものとして立てておく意義は大きいとした。

二. 樋口教授の信託法理と契約法理の相違に関する見解

アメリカにおいては、契約関係と信認関係は形成される歴史的背景がそれぞれ異なるので、考え方も異なる。

契約法理は対等の当事者が各々の利益のみを追求する関係を前提とする法理であり、当事者間の合意は決定的な重要性を帯びるとともに、自己の利益にとって契約を解除したほうが有利であれば違約金を払って契約を破ることも法律上は許される。これに対し、信託法理は、専門的知識を有する者を信認し依存するという関係を前提とするものであり、受託者に広範な裁量を認める反面、利益相反を禁じ受益者を守ることに主眼が置かれている¹⁹¹。

樋口先生は5つの場面からまとめている。

(1). 自己責任か依存関係か

アメリカにおいては契約当事者は対等の関係にあり、相手方と合意のできる範囲で、自己責任を明確化し、自己利益を追求することは当然のことである。これに対し、分業と専門化を特色とする信認関係において、受託者は受

¹⁹⁰ 樋口・前掲注(96)137頁参照。

¹⁹¹ 厚生年金基金連合会受託者責任研究会・『受託者責任ハンドブック（運用機関編）』（厚生年金基金連2000）7頁参照。

益者に対し強い立場にあり、受益者の利益ばかり図る依存関係である。

(2). 救済方法及び内容

契約違反においては、履行利益の損害賠償という形で履行利益が確保されるが、法によって契約違反自体を抑制するまでのことはない。

これに対して信託関係においては、違反を外形的に判断し、損害だけではなく、不当な利得をすべて吐き出させる救済方法が提供される。特定履行、差止命令、特定履行など救済方法があるが、これは信託義務違反を抑制する法政策の判断に基づく。

(2) 実体的な権利義務の内容

契約関係においては、相手方との合意によって権利義務の内容を明確、詳細に規定する。

信託関係においては、忠実義務、注意義務を中心に権利義務を負い、受託者に広範な裁量権があるがゆえに契約関係ほど明確で詳細に規定しない場合が多い。

(3) 公的介入の必要性と程度

契約関係は、私的自治の手段であり、契約法は当事者の契約の自由を尊重し、裁判所も当事者に社会的な規範を押し付けることを控えるのが原則である。

信託法は、エクイティ裁判所が正義公平を欠く事案に救済を与え、そのような判例が蓄積されて確定された修正法理であるため、公的介入は信託関係の特色の一つである。ただし、いかなる態様の公的介入が望ましいかは、具体的検討する必要があるだろう。

(5) 財産の色づけ機能

信託関係では、財産の色づけ機能が重要である。

「信託は、委託者の手の及ばない財産、所有権をもつ受託者が勝手に処分できない財産、受託者の固有債権者から手の出せない財産、さらに、受益者についても、譲渡禁止・差押禁止条項を含ませることにより、受益者から切離された財産を創り出すことができる法制度であった。その結果、委託者の破産、受益者の破産はいうまでもなく、受託者の破産も影響の及ばない財産

となる。信託財産として特定できれば、破産リスクの回避が可能となる。^{192]}

三. 日本法におけるその他の信託法理と契約法理に関する学説

このように英米において長時間を経て、具体的なケースの解決を重ねつつ形成されてきた概念である信託法理がどのような形で日本法に継受されるべきなのかは議論が盛んになったところである。

最近の研究は「わが国における“商事信託”」¹⁹³が次のように分類されている。①貸付信託②貸付信託以外の金銭信託③指定金銭信託（ユニット型）④商品ファンド⑤企業年金信託⑥新型個人年金信託/マイルート⑦証券投資信託⑧特定金銭信託・ファンドラスト⑨有価証券の信託⑩住宅ローン債権信託⑪一般貸付信託⑫リース債権信託⑬土地信託⑭信託型不動産小口化商品⑮特別障害者扶養信託⑯公益信託⑰遺言信託であるが、これらはすべて、信託銀行により営業として提供される「信託商品」である。このように信託とは元々、英米では相続・贈与制度の一環として発展されてきたが、日本において実際に行われてきた信託は、信託銀行により取扱われる“信託商品”がほとんどという状況である¹⁹⁴。

学者の中でも様々な主張が提唱されている。

神田秀樹教授は「商事信託」と「民事信託」の区別を主張しているが後半で詳しく論じるのでここでは省略する。

新井誠教授¹⁹⁵は、「自益信託」と「他益信託」の信託の二つの類型を主張する。

「他益信託」というのは受託者の行う財産の管理・処分が委託者の利益のためではなく、それ以外の第三者である受益者の利益のためになされる。つまり、信託財産は受託者のみならず、委託者や受益者から独立している。一方、「自益信託」は受託者の行う財産の管理・処分が同一人である委託者兼受益者のために行われる。そうした「自益信託」においては、純粹に委託者個人の財産管理が問題なのであり、財産が実質的に独立する契機はほとんど存在しない。そこでは、委託者と受託者の人的関係が中心であり、代理や委任に酷似していると言う。

また、能見善久教授は信託をその機能に基づき、①信託＝財産処分モデル、

¹⁹² 樋口・前掲注(94)249頁。

¹⁹³ 鴻常夫編『商事信託法性』(有斐閣、1989年)参照。

¹⁹⁴ 渡辺宏之「商事信託と「信託の理念型」－信託における「市場性」と「任意法規性」」早稲田大学大学院法研論集第101号(2002)207頁(280)参照。

¹⁹⁵ 新井・前掲注(89)66頁。

②信託＝契約モデル、③信託＝制度モデルの三つの「理念型」に区分することを試みている¹⁹⁶。

第一の「信託＝財産処分モデル」とは遺言信託や遺言代用の生前信託などが典型的であり、このタイプの信託では財産を処分する委託者の意思が重視され、委託者の意思は、いわば財産処分についての設計図であるが、信託が設定され、信託財産が委託者の手を離れると、もはや委託者の意思によっても勝手に信託処分方法を変更することができなくなる。このタイプの信託では、受益者は委託者の描いた設計図に従って利益を享受するにすぎない。

第二の「信託＝契約モデル」とは、信託設定の段階で委託者と受託者が交渉して、信託目的、信託財産の管理処分方法を合意するものとされる。信託設定段階で委託者の利益だけでなく、受託者の利益を信託行為の中で信託条項として反映する。信託において、委託者だけでなく、受託者も大きな利害関係を有する場合があるが、商事信託のように、受託者が信託を営業として行っており、固有の利益を有する場合がそうである。このタイプの信託は、基本的に契約と同じく考えればよいとされ、信託変更などは、基本的には信託契約の当事者である委託者と受託者の合意によってなされるが、受益者の承諾を必要とすることになる。例えば、企業年金信託がそれである。

第三の「信託＝制度モデル」とは、機能的には法人を設立するに近いとされる。信託の中身は、委託者のイニシアティブで決められる場合、委託者と受託者の合意によって決められる場合、といろいろある。しかも、信託の場合は、法人の場合と異なりその中身を比較的自由に決められる点に特徴がある。しかし、要は、信託が設定されると、委託者・受託者の意思は、客観化・制度化され、もはや委託者・受託者の単なる合意ではこれを変更することができなくなる点にある。この意味で、能見教授は、信託は一つの「制度」を作るとし、集合投資スキームや債権流動化スキームなどをこのタイプの信託の典型として挙げている。

このように日本において、現状においても、学説においても信託法理と契約法理との関係は、信託の種類によって異なるということであるように思われる。

一方、実務上は、基本的に、債務不履行を請求理由とせざるを得ないと考えられる。しかし、これらの規定の趣旨・解釈や法的効力は必ずしも明確ではないという問題がある。

第二節 年金基金の運用業者における受託者責任

一．運用業者の受託者責任について検討する意義

¹⁹⁶ 能見善久「現代信託法講義(1)」信託 199号(1999年)8頁参照。

英米法において歴史的に形成された受託者責任という用語を日本で用いる際の意義については大きく分けて4つあるといえる。すなわち、①ルールのセットを導く意義、②デフォルト・ルール、③当然やって欲しいという行為を要求する根拠とするために「フィデューシャリー」という語を用いる傾向がある、④契約関係にない者に対する規律を要求する場合などがある¹⁹⁷。例えば、①は外国為替証拠金取引業者については、日本では外為法を除き何ら規制法がないが、「フィデューシャリー」ということになれば、これまでに投資一任業者などに適用されるとされてきたルールが適用される余地が生じる¹⁹⁸。また②は、デフォルト・ルールとはある義務が問題となっているときに「フィデューシャリー」とされた側で当該義務が免除されていることを立証しなければならないという立証責任との関連での意味がある。さらに③は当然やって欲しいが特に根拠はなく、従来遂行されてきた行為や、当然根拠はないが従来遂行すべきとは思っていたが「隙間」にはまってしまっていてそれを義務付けできるかどうか不明の場合、例えば、日本の契約書には責任関係をしっかりと書き込むこともないため、受託者責任が定着しなければ、責任関係の「空白状態」が生じるときである¹⁹⁹。④については、契約関係にない者に対する規律を要求する場合などの場合、例えば、年金の運用業者の加入者に対する責任という概念で説明する傾向がある²⁰⁰。

受託者責任論の日本法の受容において、第四番目の契約関係にない者に対する規律を要求する場合に使われているといわれる年金運用に関する議論がかなり進んでいる。その流れをみると企業連合会（旧厚生年金連合会）では1996年（平成8年）6月「わが国における受託者責任の確立に向けて（第一次報告）」と題する報告書を公表した。これは、基金のみならず運用業者も含め受託者責任の意義や問題点を包括的に指摘した報告書であり、その後の検討の道筋をつけるものであったが、運用業者の受託者責任の具体的内容については今後の検討に委ねた部分が少なくない。また、1998年（平成10年）3月に「受託者責任ハンドブック（理事編）」を、2000年（平成12年）4月には「受託者責任ハンドブック（運用機関編）」をそれぞれ公表した。また、1997年（平成9年）3月に厚生省は「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」を公表し、2001年（平成13年）9月には、日本証券投資顧問業協会が「投資顧問業者の注意義務について」との報告を公表した。

また運用業者の受託者の責任論は信託銀行、投資顧問会社については個別

¹⁹⁷ ①、②は道垣内弘人『「フィデューシャリー」がやってきた』証券アナリストジャーナル2000年1月号47頁。③、④は山中・前掲注(129)158頁参照。

¹⁹⁸ 外国為替証拠金取引業者は、顧客との間で外国為替取引の一任契約を締結することができるが、札幌地判平成15・5・9金判1174号33頁の判決において初めて外国為替証拠金取引業者の責任が認められた。

¹⁹⁹ 島崎謙治「運用機関の受託者責任について」Fund Management 2000年夏季号25頁参照。

²⁰⁰ 久保淳一「金融実務を通じて見た米国における trust 及び fiduciary についての考え方」『グローバルな視点での信託と信託関係（トラスト60研究叢書）』（トラスト60、2000）。

の分析が進んであり、生命保険会社も投資顧問会社のように盛んに議論はされてはならないにしても受託者責任の議論はある程度なされている²⁰¹。しかし、当時は投資信託委託業者、投資事業組合の業務執行組合員などについては受託者責任からの分析はなされておらず、外国為替証拠金取引業者についても、業法と自主規制団体が無い状況であるため、受託者責任という観点は導入されていない。

しかし一方で、1999年（平成11年）7月に公表された金融審議会第一部会「中間整理（第一次）」においては、集団投資スキームに関連してではあるが、「できるだけ法制・ルールの横断化を図っていくに際しては、受託者責任についてのルールの具体化・明確化を行い、金融サービス業者の横断的な行為規範として受託者責任の考え方を積極的に位置づけていく必要がある」と述べられており、業者ルール（金融業者の行為の基準）の一つとして受託者責任を位置づけることが提言されていた。そのため、資産運用業者の受託者責任の統一的な立法を実現するのが喫緊の課題となった。

また、運用規制の緩和、撤廃とくに長年の投資規制である5:3:3:2規制の廃止および従来運用、拡大運用の区分撤廃、厚生年金保険法の一部改正法の自家運用の大幅な拡大によって、運用の自由化が進み、裁量の範囲はますます拡大されていたが、自由に伴う責任も一層増すことになっていた。すなわち、「お任せ運用」から脱却し、自己責任原則によって資産配分を行うとともに、運用業者を選択し、運用業者に対し、遵守すべき事項を明確に示し、管理するということであるが、ここには年金法人および運用業者の高度な受託者責任が求められている。従って、年金の法人および運用業者の受託者責任の配分を明確にするのが検討課題となっている。

さらに金融ビッグバンの理念の一つは、従来の行政当局による事前調整型規制体系から情報開示と自己責任を前提とした事後監視型の体系に移行することである。この場合は、運用業者の自己規律の原理として受託者責任の確立は不可欠であるが、「たとえば、親子会社や兄弟会社への優先発注や顧客に関する情報交換の禁止など利益相反行為の防止が必要になる。また、運用手法や金融技術の専門・高度化等に対応し運用業務の一部を他の運用業者に再委任したり、他の運用業者から様々な形で助言を受けるといった形態も進展しており、これに伴い相互の責任関係を明確化することも必要になっている。」²⁰²とされている。

二．年金の受託者責任の特徴

年金の受託者責任の特徴といえば、上村教授は「投資顧問業者の注意義務研

²⁰¹ 山中・前掲注(196)158頁参照。

²⁰² 厚生年金基金連合会・前掲注(191)4頁参照。

研究会報告書の意義」²⁰³において、「全く専門性を有しない大衆が顧客の場合」は、「それが仮に一人の場合には業者は全面的な誠実義務を負担する。ここでは一定の外形的行為を行うことが業務の本質的業務とされるし、違反の効果も厳格なものとなる」の場合と、「それが不特定多数の場合には、中間に一定の専門家が介在する」場合がある。後者の場合は、「資金の最終的な出し手と直接に対応する専門家の役割と、運用業者の責任との関係が問題になる」が、これがまさに年金の場合である。即ち年金の末端は全く専門性の有しない大衆であるため、契約によって年金が運用されていても、高度の公益性のため、厳格な受託者責任を負わせるべきであるということであるだろう。

また、年金の場合は、上村教授が指摘したように顧客と年金管理法人の間には一定の専門家が介在する。例えば、年金管理法人においては内部の関係者である理事と、外部の運用受託機関である信託銀行、投資顧問、生命保険との関係および責任分配が問題となる。また、内部の関係者である理事でも、理事長の指名によって業務執行を担当することになった場合と、業務執行を担当しない理事の場合は責任がそれぞれ異なるであろう。一方、運用受託機関でも、裁量権が認められたとき、裁量権の合理的範囲はどこまであり、裁量権の逸脱、濫用およびそれに問われる責任が問題になる。

第三節 信託銀行の受託者責任

一. 信託法における受託者責任

信託とは「①信託契約の締結、②遺言、または③自己信託の意思表示（「信託宣言」ともいう）のいずれかの方法により、特定の者（受託者、信託2条5項）が一定の目的（信託目的）に従い財産の管理または処分その他の当該目的の達成のために必要な行為をすべきものとするをいう（信託2条1項）。即ち「信託は、一定目的のための財産の管理・処分を他人が引き受ける制度の一種で、それを引き受けた者（受託者）が財産（信託財産。信託2条3項）の名義となり、排他的に管理・処分権を行使する点に特色のある制度である。²⁰⁴」このような概念を神田教授は「商事信託の法理について」²⁰⁵との論文において「民事信託」と呼んでいる。これに対して、「商事信託」の概念を持つ出す必要があり、「商事信託」についての法理を体系的に確立する必要性を訴えている。神田教授が定義する「商事信託」とは「受託者が果たす役割が財産の管理・保全または処分を超える場合」²⁰⁶としている。今日、日本において、

²⁰³ 上村・前掲注(139)参照。

²⁰⁴ 江頭憲治郎『商取引法』（弘文堂、第7版、2013年）535頁参照。

²⁰⁵ 神田秀樹「商事信託の法理について」信託法研究第22号（1998）50頁参照。

²⁰⁶ 神田秀樹・前掲注（204）50頁参照。

一般的に活用されている信託は商事信託であるが、神田教授の見解によると商事信託と民事信託は関係当事者間に存在するニーズが異なり、このニーズの差異に応じて、適用されるべき法理も異なると主張する。

神田教授は、商事信託の本質の独立性について、民事信託と比較しつつ、次のように説明している²⁰⁷。「民事信託の本質は、財産の存在と委託者の意思にあると考えられる。すなわち、委託者の意思を基礎とする「信託目的」に従って、財産の管理または処分を受託者が受益者のために行うのが信託法の想定する信託の本質的特徴」である。これに対して、「商事信託にとって本質的なのは何らかの商事性を有するアレンジメントであり」、また民事信託のように委託者の意思が重要ではなく、むしろ「マーケットの意思とでも言うべきものが重要であり、マーケットの意思によって成立する信託関係において、だれが委託者となるかは相対的に決定されるというのが実体に近い。従って、商事信託における信託目的は、マーケットの意思に従った、あるいはマーケットのニーズに適合したアレンジメントの管理および実行であると捉えるべきである。」と指摘している。

本稿の検討対象である公的年金及び企業年金は民事信託の委託者の意思によって財産の管理または処分をし、受益者がその利益を享受するのではなく、マーケットの意思に従って、アレンジメントの管理および実行によって、利益を出し、受益者に分配するので商事信託といえるだろう。

二. 信託の改正による任意法規

2007年、新信託法が全面改正された。今回の改正は1922年に信託法が制定されてから85年ぶりの改正であり、かなりの部分が改正された。この改正の基本理念を能見教授は三つの重要な理念としてまとめた²⁰⁸。第一は今回の改正は民事信託と商事信託に共通のルールを明らかにし、「包括的な信託法」の制定であった。第二は従来の信託法には強行法規的な規定が多く、信託を利用した自由な活動を阻害している面があった。今回の改正では、信託法も私法の一つであり、原則は任意法規であることを確認し、それによって多様な信託を作り出すことを可能にした。いわば、信託法の「任意法規化」と信託を利用した「自由な活動促進」することであった。第三は「受益者保護の徹底」である。今回の改正によって、信託法自体の任意法規制が強調されているが、日本の信託業法28条2項が「信託会社は、信託の本旨に従い、善良な管理者の注意を持って、信託業務を行わなければならない」と規定し、これは業法としての性格上「行われなければならない」と定められており、また信託行為による場合は別というような但し書きもないので、「当然、強行規定と解さ

²⁰⁷ 神田秀樹・前掲注(204)54頁参照。

²⁰⁸ 能見善久「総論(シンポジウム 信託法改正の論点)」信託法研究30号(2005)参照。

れる。その結果、業として信託を行う受託者については、実は、「信託法の任意規定性」対「受益者保護の徹底」という対立図式がそもそも成立しないし、その場合でも、個々の信託において信託財産の投資運用について、具体的な定めを置くことが、善管注意義務違反となるか否かという課題自体は残る。また、どこまでの注意義務が強行規定とされているのか自体が問われることになる。」と樋口教授は指摘している²⁰⁹。

信託法の改正によって受託者責任に如何なる影響を与えているかも検討すべき課題である。

三. 信託銀行と受託者責任

信託銀行で年金基金の運用を行う時には、指定運用と特定運用がある。

指定というのは信託銀行の運用力と管理能力を活用するということであり、特定というのは、信託銀行の事務管理能力を活用して、器を貸して、モノとお金を管理するという商品である²¹⁰。

(一). 指定金銭信託である場合

1. 仕組み

年金基金が積立金を信託銀行に預けた場合には指定金銭信託であるが、この場合には、信託銀行が運用裁量権を有している。多くの年金基金は合同運用指定金銭信託であるが、これは多数の投資家の資産を有価証券等に合同運用するものであり、受託者である信託銀行が運用裁量を有する仕組みである。

2. 受託者責任

金商法では、現行の投資一任契約にかかる業務、投資法人資産運用業および投資信託委託業に加えて、集団投資スキーム等を組成して主として有価証券またはデリバティブ取引にかかる権利に対する投資として運用する業務（いわゆる自己運用）は、投資運用業として包括的に規制される。投資者が取得した信託受益権にかかる信託財産を主として有価証券またはデリバティブ取引に係る権利に対する投資とし、運用する業務も、原則として投資運用業（自己運用）として金商法の規制を受けることとなる（2条8項15号ロ）が、指定金銭信託の場合は、それが資産運用業に該当するため、信託

²⁰⁹ 樋口範雄「信託法の任意性の意義—米国のブルーデント・インヴェスターールールの実際的機能」『前田庸先生喜寿記念 企業法の変遷』（有斐閣、2009）397頁。

²¹⁰ 時本昭政「特定金銭信託・ファンドトラスト」鴻常夫編『商事信託法性』（有斐閣、1989）183頁。

法、信託業法以外に、「金融商品取引法」（以下では「金商法」と称する）も適用される。そのため、両者の関係が問題となる。

信託会社や信託業務兼営の金融機関が信託の受託者として行う運用行為については、金商法の業規制や行為規制の適用が除外される（65条の5第5項、33条の8第1項）。ただし、利用者保護ルールの徹底を図る観点から、同じ経済的性質を有する金融商品には同じルールを適用するという考え方の下、証取法等改正により信託業法24条の2及び金融機関の信託業務の兼営等に関する法律（以下、「兼営法」）2条の2が新設され、特定信託契約については、信託業法上の規制の適用に加えて、金商法の行為規制が準用されている²¹¹。そのため、指定金銭信託である場合には金商法、信託業法両方適用される。

(1) . 金商法における規定

①. 忠実義務・善管注意義務

運用業者は、運用資産の利益を享受する権利を有する者のために忠実に投資運用業を行い、また、権利者に対し、善良な管理者の注意をもって投資運用業を行わなければならない（金商法42条1項2項）。このような規定が定められているのは、権利者が運用業者と必ずしも契約関係に立たないからである。

②. 誠実義務

投資一任業者およびその役員・使用人は、顧客に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない（金商法36条1項）。

③. 分別管理義務

運用財産を運用業者の固有財産及び他の運用財産から分別して管理することは、運用業者が当然に守るべき事柄である（金商法42条の4）。内閣府令では、運用財産が金銭であるときは、有価証券等管理業務を行う他の金融商品取引業者への預託、預金取扱金融機関への預貯金、信託兼営金融機関への信託などにより管理すべき旨を定めている（金商業府令132条）。

④. 適合性原則

金融商品取引行為について、顧客の知識・経験・財産の状況および金融

²¹¹ 堀弘「金融商品取引法と信託」金融・商事判例 1261号（2007）143頁。

商品契約を締結する目的に照らして不相当と認められる勧誘を行って投資者保護に欠けることにならないように業務を行うことが求められる（金商法40条1号）。

⑤. 運用報告書の作成・交付

運用業者が権利者に対して運用成績の報告を行う義務も、受託者の忠実義務・善管注意義務から導かれる。金融商品取引法は、運用業者は、年に2回以上、内閣府令で定めるところにより運用報告書を作成し、知っている権利者に交付しなければならないとする（金商法42条の7、金商業府令134条）。運用業者の運用報告書は、運用財産の権利者の数が499名以下の場合または運用財産につき有価証券報告書を提出しなければならない場合を除いて、内閣総理大臣にも提出される（金商法42条の7第3項、施行令16条の14）。

運用業者が虚偽の運用報告書を作成・交付して年金基金等の顧客から資産運用の受託を受けていた近時の事件を受けて、運用報告書の虚偽記載、偽計による契約締結等に関する罰則（金商法198条2号の4等）が強化されている。

(2). 信託業法における規定

① . 善管注意義務

新信託法 29 条 2 項では「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」と定めており、旧法と同様に受託者は善管注意義務を負う。また、同項但し書にて「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。」とし、任意規定であることを明確化している。ただし、新信託業法 28 条 2 項では「信託会社は、信託の本旨に従い、善良な管理者の注意をもって、信託業務を行わなければならない。」と定めており、かかる規律は強行規定との解釈が有力である²¹²。しかしながら、信託契約によって信託銀行・信託会社が行う信託業務の範囲を限定することは可能であり、その制限が合理的な範囲であれば、信託業法上、善管注意義務を負う信託業務の範囲を限定することも可能であると解されている。

また、この点について、「委託者は、受託者の信託事務処理によって信託目的が達成されることを期待していると考えられるところ、この信託目

²¹² 神田秀樹＝阿部泰久＝小足一寿『新信託業法のすべて』88頁（金融財政事情研究会、2005年）参照。

的の達成のためには、受託者は、信託行為の定めに従っているだけでは足りず、信託行為の定め背後にある委託者の意図、すなわち、信託の本旨に従って、信託事務を処理することが求められていると考えられる」としている²¹³。

したがって、「信託の本旨に従う」とは、信託設定の目的や事務の性質に応じて最も合理的に処理することを意味する。したがって、例えば、信託行為に規定されている方法について、受託者は、原則として、これに従うべきであるが、それで信託の終局の目的を達することができない事情があるときは、それ以外の方法をとることも許される²¹⁴。このように、「信託の本旨」には、契約における信義則と同様に、受託者保護のために、信託行為における形式的な定めを実質的に補完する機能が認められる²¹⁵。

また、第3次信託法リステイトメントにおける分散投資義務に関する規定は新信託法で個別、具体的な注意義務として規定されなかったものの、それは現代では常識的な手法の一つと考えられており、すでに善管注意義務の一内容と理解されており、信託行為で別段の定めがある場合や特別の理由がある場合を除き、このような手法を採用しなかった場合は、善管注意義務違反に問われる可能性がある²¹⁶。

②．忠実義務

新信託法 30 条に忠実義務の一般規定を設けるとともに、忠実義務違反として禁止される行為を類型化し、31 条には受益者と受託者あるいは他の受益者との間の利益相反行為について規律している。また、利益相反行為、競合行為それぞれにつき禁止の例外を定め、あわせて当該行為についての重要な事実を受益者に対して通知する義務を課している。

③．分別管理義務

新信託法 34 条は、受託者に信託財産とその他の財産の分別管理義務を課した上で、一定の範囲で分別管理の方法を信託行為で定めることを許容している。信託業法においては 28 条 3 項において、信託会社に対して分別管理のための体制を整備する義務を課しており、かかる立付けについて旧業法と新信託業法とで変更はないが、新信託業法では整備すべき体制が新信託法 34 条に基づく分別管理を前提としたものとされている。

²¹³ 法務省民事局参事官室「信託法改正要綱試案補足説明」（第 17 信託事務遂行義務について）106－107 頁参照。

²¹⁴ 民法 644 条に定める「委任の本旨に従う」の解釈について、我妻栄『債権各論（中巻二）』（岩波書店、1993）670 頁参照。

²¹⁵ 能見善久『現代信託法』（有斐閣、2004）4 頁参照。

²¹⁶ 能見善久「信託法改正の基本理念について」信託 223 号（2005）29 頁参照。

④ . 適合性原則

かかる金商法の規定が適用される。(信託業法 24 条 2 項)

⑤ . 信託財産状況報告書の交付

信託会社は、その受託する信託財産について、当該信託財産の計算期間ごとに、信託財産状況報告書を作成し、当該信託財産に係る受益者に対し交付しなければならない。ただし、信託財産状況報告書を受益者に交付しなくても受益者の保護に支障を生ずることがない場合として内閣府令で定める場合は、この限りでない(信託業法 27 条 1 項)。

⑥ . 合同運用の場合

複数の信託行為に属する信託財産を合同で運用することが認められる根拠につき、曾ては旧法 28 条但し書の分別管理義務に関する内容を根拠とするかそれとも信託行為への定めを根拠とするか議論がなされてきた²¹⁷が、新信託法の下では、合同運用を行うことが、信託行為に定められた信託目的に合致するか否か、受託者の権限の範囲に属するか否かという、新信託法 26 条である受託者の権限の範囲の観点から判断されるようになった。すなわち、合同運用を行うことは規模の利益の追求、リスクの平準化という観点により、信託目的に合致するものであり、当然に受託者の権限の範囲内であると解され、信託行為に「合同運用を行ってはならない」旨の定めがない限り、受託者の判断で可能ということになるものである。

従って、信託銀行が業として信託行為が行われるときは、金融商品取引法が適用される。そのため、忠実義務と注意義務は依然として強行規定であることは変わりがない。ただ、ここで注意義務の内容の不明確性も依然として残っている。年金の場合は、その高度の公益性、また加入者の集団性のために、厳格に解釈すべきである。

(二) . 年金特定金銭契約である場合

1 . 仕組み

特定金銭信託とは、有価証券運用を目的とし、信託財産の運用方法が委託

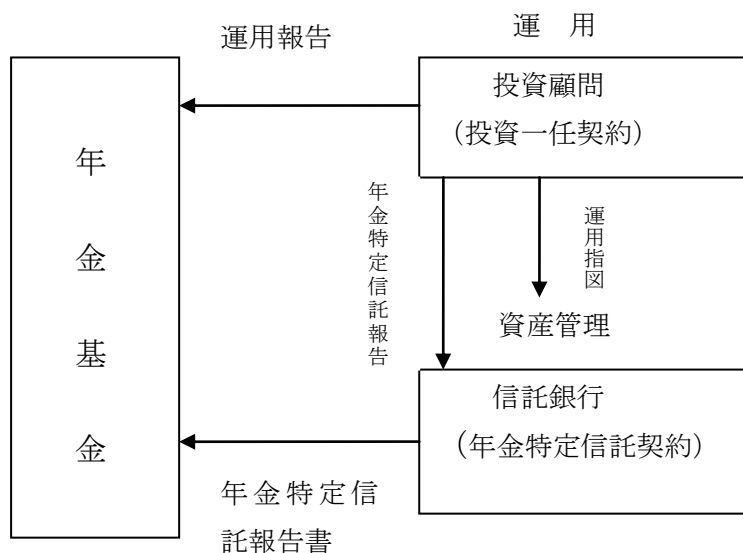
²¹⁷ 四宮和夫『信託法「新版」』221 頁以下(有斐閣、1989) 参照。

者により特定された単独運用の金銭信託である。ここでの「特定」とは、銘柄・数量・価格・売買時期等につき、受託者に投資判断の裁量がないものをいう。

特定金銭信託の仕組みの特徴は、法形式的には信託という仕組みを用いながらも、委託者（兼受益者）が有価証券の売買に関する意思決定を行い、またその損益の帰属者となる点にある。

(1). 誰が委託者か

年金特定金銭契約である場合、投資顧問業者が委託者兼受益者となり、信託銀行が受託者となる。また年金基金は投資顧問業者と投資一任契約を締結し、受託者である信託銀行に運用指図を行う。



(2). 運用裁量権の所有

投資顧問業者に運用指図権が保留されているので、受託者の業務範囲は信託財産の保管・計算、委託会社の運用指図の実行等限定的である。

2. 受託者責任

金商法は、金融機関が有価証券関連業を行うことを原則として禁止する（金商法33条1項本文）。ただし、信託銀行については、曾ての投資顧問業法に基づき認可を受けて投資一任業務を行うことが可能であることから、金商法においても投資運用業を禁止しないこととし、金商法では登録金融機関として投資運用業を行うことができることとされている（金商法33条の8第1項）。

一方で、信託財産について投資判断の一任による投資として有価証券等

に対する運用の指図を行う場合、金商法における投資一任業務にかかる行為規制と信託業法における指図権者に対する行為規制の適用関係が問題となるが、金商法では、明確化の観点から、信託業法4章、すなわち指図権者の規定は金融商品取引業者等が投資運用業を行う場合については適用しないこととしている（金商法42条の8）。そのため、年金特定金銭信託である場合にはかかる金商法の規定が適用される。

金商法の規定については指定金銭信託である場合の金商法に関する規定が参考になる。

3. AIJ事件後の法改正

国内信託銀行は、(i) その算出者（アドミニストレーター等）から直接入手したファンドの「基準価額」、(ii) 外部監査が行われるファンドに投資対象を限定し、かつ国内信託銀行が入手したファンドの「真正な監査報告書」、(iii) 投資一任業者が顧客に交付した運用報告書に記載の「基準価額」の突き合せを行い、その結果を顧客に通知する体制整備を義務付ける。（金融機関の信託業務の兼営等に関する法律施行規則（以下「兼営法施行規則」）22条9項、信託業法施行規則40条9項、信託会社等に関する総合的な監督指針（以下2「監督指針（信託会社等）」）3-5-1（5））

第四節．生命保険会社の特別勘定と受託者責任

生命保険会社については、生命保険会社が元本と一定の利率を保証する一般勘定の団体年金保険契約と、顧客が資産運用のリスクを負う特別勘定を利用する団体年金保険契約（以下では特約とする）に分けられる。生命保険会社の場合、年金基金の運用は一般勘定とは区分して経理された特別勘定で運用し、生命保険会社が定める運用方針に基づいて複数の契約の積立金を合同で運用する特別勘定第一特約と、個別契約の積立金を単独で運用し、資産配分や個別資産の運用方針に対する契約者の意向を運用内容に反映させる特別勘定第二特約によって年金積立金を運用している²¹⁸が、一般勘定、特定勘定の各契約の特性に応じた保険契約者保護の仕組みになっている。

1. 一般勘定

元本と一定の利率を保証する一般勘定と信託契約や投資一任契約を比較してみると、信託契約や投資一任契約においては、信託銀行や投資顧問会社が顧客の資産を運用し、運用成果は顧客に属するのに対して、生命保険会社

²¹⁸ 日本生命保険・生命保険研究会『生命保険の法務と実務』（社団法人金融財政事情研究会）529頁参照。

の提供する一般勘定の団体年金保険契約は、「保険会社が一定額の保険金を支払うことを約し、顧客がその対価として保険料を支払う」保険契約の一種であり、顧客が拠出した保険料は保険会社の固定財産となる。また、信託契約や投資一任契約では受託者責任の仕組みによって顧客保護が図られるのに対して、一般勘定の保険契約では、保険会社の財務健全性（＝保険金支払能力）の確保を通じて保険契約者の保護が図られる同時に信託契約や投資一任契約にはない支払い保証制度（セーフティネット）も法定されている。これらの点は銀行預金と類似している。現行法には受託者責任は規定されていない。

厚生年金基金連合会「受託者責任ハンドブック（運用機関編）」は、運用業者の行為規範を業態横断的に例示したものであるが、生命保険会社については特別勘定が対象であって、一般勘定については、ハンドブックの作成に当たってワーキンググループにおいて、一般勘定は受託者責任にはなじまない旨の主張がなされ、意見の一致がなかったため、対象外とされた。一般勘定は受託者責任になじまないとする主張のポイントを整理すると以下のようである²¹⁹。①、保険会社は元本および利率の保証により運用リスクを相当程度負担している。②一般勘定に導入された区分経理は、特別勘定とは異なり、管理会計の手法に止まるのであり、運用リスクを保険会社が負担するという一般勘定の基本特性を変えるものではない。③利率変更権は保険期間の定めがないという企業年金の特質を踏まえて保険会社に保留された契約上の権限であり、契約に従って適切に行使される。④受託者責任、特に分別管理義務や忠実義務（他の顧客に対する優先）は、一般勘定における資産の混合や多数の契約者の公正・衡平な取扱い義務に反し、実行不可能である。⑤一般勘定を規制する手段としては、行政監督、相互会社における総代会、市場競争等が存在する。⑥米国のエリサ法でも一定の保証のある保険は明文により受託者責任の対象外とされている。

2. 特別勘定

一方で、顧客が資産運用リスクを負う変額保険契約は顧客が運用リスクを負担する点という実質や機能に着目すれば、信託銀行や投資顧問会社への委託運用と本質的に変わらない理由で、改正保険業法300条の2により、以下の金融商品取引法の利用者保護ルールが準用される。①広告等の規制（金融商品取引法37条）、②契約締結前・締結時の書面の交付義務（金融商品取引法37条の3、37条の4）③一定の場合における不招請勧誘・再勧誘の禁止など（金融商品取引法38条3号～6号）④損失補てんなどの禁止（金融商品取引法39条（ただし、3項但書き、5項は準用しない））⑤適合性の原則等（金融商品取引法40条）。しかしながら、金融商品取引法の善管注意義務、忠実義務に関する

²¹⁹ 厚生年金基金連合会・前掲注(191)16頁参照。

規定は適用されない。

その代わりに、特約の契約（特約協定書）においては、「誠実運用義務」の規定が設けられているが、その内容は、生命保険会社の運用力を信頼し、損失を含めて運用実績を全て自らに帰属する特別勘定特約の付加を選択するという顧客の本意に従い、生命保険会社は、特別勘定を活用する保険契約という特徴・性格を踏まえ、誠実に注意深く当特別勘定の適正な運営を行うことにより、当特別勘定特約を選択した顧客の利益を図るということを意味するとされる²²⁰。ただし、このような誠実運用義務は民法の信義則（1条2項）上の義務を明確化したものと位置づけられ、信託の受託者と同様の忠実義務を負うことになるものではないと言われている²²¹。

判例上、保険会社は特別勘定の運用にあたって原告は保険会社が銀行借入利率を上回る利率を確保する注意義務があると主張し、変額保険の勧誘行為の違法性を訴えた事件がある。判決は、しおりの記載（運用実績の効率性・安全性を高め）等と記載されていた」や資産運用の成果が契約者の受取額に直接反映されるという変額保険の仕組みに鑑み、保険会社は「信義則上、特別勘定について、可及的に契約者に損失を被らせることのないよう運用すべき注意義務を負っている」とした。また、当該注意義務は保険会社が「特別勘定を運用するにあたって広範な裁量を与えられているから、裁量の範囲を逸脱したものと認めるべき特段の事情のない限り、右注意義務違反の問題は生じない」とし、本件は特段の事情はなく、注意義務違反は認められないと判断した²²²が、裁判所は信義則を根拠として変額保険の運用に関する注意義務を認めた。

そのため、特別勘定の場合、受託者責任は問われるか否かの問題は依然として残っている。

第五節．投資一任業者の受託者責任

一．仕組み

年金基金は投資顧問業者に積立金の運用を委託する場合、投資顧問業者と投資一任契約を締結すると同時に、信託契約とは年金特定金銭信託を締結し資産管理を行う。

二．受託者責任

²²⁰ 厚生年金基金連合会・前掲注(191)181-182頁参照。

²²¹ 土浪・前掲注(133)85頁参照。

²²² 東京地裁平成8年10月29日（生命保険文化研究所編『文研変額保険判例集、第3巻』（1999）309頁参照。

1. 金商法における規定

証券投資顧問業は1986年(昭和61年)5月の「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」(以下「投資顧問業法」という)により法的位置付けがなされきたが、2006年(平成18年)8月7日号外内閣府令によって廃止され、2006年(平成18年)6月に改正された「金融商品取引法」によって規制されるようになった。

投資顧問業者は①投資顧問契約を締結し、当該投資顧問契約に基づき、有価証券の価値等または金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に関して助言すること、②投資顧問契約または投資一任契約の締結の代理または媒介をすること(28条3項)、③投資一任契約を締結して、金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に基づき誘拐証券またはデリバティブ取引に係る権利に対する投資として行う金銭その他の財産の運用(2条8項12号口)を業として、2条11項により仲介業者として位置づけられ内閣総理大臣の登録を必要としている²²³。

ここでは金商法における投資運用業にかかる行為規制と指図権者に対する行為規制の適用関係が問題になるが、金商法では、明確化の観点から、指図権者の規定(信託業法4章)は金融商品取引業者等が投資運用業を行う場合については適用しないこととしている(金商法42条の8)²²⁴。

具体的に見ると以下のような責任を負う。

(1). 誠実義務

投資一任業者及びその役員・使用人は、顧客に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない(金融商品取引法36条1項)。

(2). 忠実義務

投資一任業者は、投資一任契約の相手方のため忠実に投資運用業を行わなければならない(金融商品取引法42条1項)。また具体的な禁止行為も金商法42条の2で定めている。

(3). 善管注意義務

運用業者は権利者に対し、善良な管理者の注意をもって投資運用業を行わなければならない(金融商品取引法42条2項、民法644条)。

(4). 分別管理義務

金融商品取引法は、運用業者は、内閣府令で定めるところにより、運用財

²²³ 川村正幸『金融商品取引法』(中央経済社、第5版、2015年)235頁。

²²⁴ 高橋康文『詳解新しい信託業法』(第一法規、2005)207頁。

産と自己の固有財産および他の運用財産とを分別して管理しなければならないと規定した。(金融商品取引法 42 条の 4)

(5). 適法性原則

投資一任業者は、投資一任契約を締結し、当該契約に基づく運用を行うことについて、顧客の知識、経験、財産の状況及び投資一任契約を締結する目的に照らして不相当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けること、またはそのおそれがないように、その業務を行わなければならない。(金融商品取引法 40 条 1 号)

(6). 運用報告書の交付 (金融商品取引法 42 条の 7)

運用業者が権利者に対して運用成績の報告を行う義務も、受託者の忠実義務・善管注意義務から導かれる。金融商品取引法は、運用業者は、年に 2 回以上、内閣府令で定めるところにより運用報告書を作成し、知っている権利者に交付しなければならないとする(金商法 42 条の 7、金商業府令 134 条)。

このような法規定によって、当該業者に忠実義務と注意義務の規定が明文文化されたが、信託銀行と同じく、注意義務の内容は明らかにされていないままである。

2. AIJ 事件後の改正

(1). 投資一任業者等が年金基金等に交付する契約締結前交付書面や運用報告書等の記載事項に、運用資産に組み入れるファンドのスキーム構成(関係会社の有無等)、基準価額の算出方法、外部監査の有無等を追加する。(業府令96条、107条、134条、兼営法施行規則19条、31条の22、信託業法施行規則30条の23、37条、監督指針(金商業者等) VI-2-2-2 (2) ④～⑥、VI-3-2-3 (1) ④、⑤、監督指針(信託会社等) 3-5-1 (3)、(4))

(2). 運用資産に対する第三者(国内信託銀行等)のチェック機能の強化を図るため、投資一任業者が年金基金等からの受託資産(管理は国内信託銀行)にファンドを組み込む場合、そのファンドに関し、投資一任業者は以下の措置等を講じるものとする。① 国内信託銀行が、ファンドの「基準価額」を、その算出者(アドミニストレーター等)から直接入手できるようにする措置、② 外部監査が行われるファンドに投資対象を限定し、かつ国内信託銀行が、ファンドの「真正な監査報告書」を入手できるようにする措置、③ 投資一任業者は顧客に交付した運用報告書に記載の「基準価額」を国内信託銀行にも送付することを義務付ける。(金融商品取引業等に関する)

る内閣府令（以下「業府令」）123条1項29号、130条1項15号、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（以下「監督指針（金商業者等）」）VI-2-2-1（1）⑦～⑨）

(3). 年金基金等の運用受託機関である投資一任業者等は年金基金等に分散投資義務違反が発生するおそれを把握した場合に年金基金へ通知、顧客の知識・経験等に応じたリスク説明等の体制整備、個別指図に応じることを禁止し、断定的判断の提供を行うことの禁止を義務付ける等の措置を行う。また、投資助言・代理業者に対し、投資助言に係る利益相反のおそれのある場合の告知を義務付ける等の投資一任業者等によるチェック体制を整備した。（業府令117条1項34号、123条1項28号、130条1項12号～14号、兼営法施行規3則22条10項、23条2項、保険業法施行規則53条1項11号、信託業法施行規則40条10項、41条2項、監督指針（金商業者等）Ⅲ-2-3-1（1）③、VI-2-2-5（4）、Ⅶ-2-2-3（1）③、監督指針（信託会社等）3-5-1（2）、3-5-2④、監督指針（保険）Ⅱ-3-5-1-2（12）

三. 実務上契約による責任関係の明確化

以上のように年金基金の運用業者である信託銀行と投資一任業者（生命保険の特別勘定の場合は除外）は注意義務、忠実義務、分別管理義務、販売の際には適合性原則、報告書の作成と交付義務を負う。したがって日本においての運用業者の受託者責任については、現行法制の下では、民法の委任に関する規定を基礎とし、また、基金が運用業者を訴える場合も、基本的には債務不履行を請求理由とせざるを得ない。しかし、判例・学説の蓄積は不十分のままで、運用期間の受託者責任については、現行の金融法制における規定の趣旨・内容は依然として曖昧である。そのため、現実的には基金の理事等と運用業者の間で「責任の空白」が生じないようにするためには、民法の委任に関する規定を基礎として、契約によって責任関係を明確化しなければならない。その際、旧厚生年金基金連合会の「厚生年金基金受託者責任ハンドブック（運用機関編）」が参考²²⁵になる。

1. 運用業者の評価、選定、契約時

①. 重要事項の説明

²²⁵ 厚生年金基金連合会・前掲注(191)30-91頁参照。

運用業者は、契約締結にあたっては、投資対象資産・商品の仕組みやリスク・リターン特性等について十分な情報提供と的確な説明を基金に対して行うとともに、契約内容を明確化する必要がある。

② .過去の運用パフォーマンスの提示

運用業者は、過去の運用パフォーマンスを提示するにあたって、基金をミスリードすることがないように常に真実に即して公正な表示と十分な開示を行わなければならない。

③ .運用プロセス

運用業者は、契約にあたっては、運用プロセスについて、その内容及び考え方、運用方針・運用体制との関係や整合性等について十分説明することが必要である。

④ .運用体制

運用業者は、適正な運用を行うために体制を整備するとともに、担当ファンドマネジャーや組織体制について、基金に対し事前に十分説明を行うことが必要である。

また、組織の見直し等によって、運用哲学・手法・スタイル・運用プロセス・体制・主要なファンドマネジャー等を変更する場合には、事前に十分説明を行うことが求められる。

⑤ .運用の再委任先等の選定・管理

運用業者は、運用手法の高度化・専門化や業務運営の効率化の要請等を背景に、他の運用業者等に、資産の運用を再委任したり、助言を求める場合がある。再委任先の選定にあたっては、当該資産に係る運用実績の自社との比較による有利性の確認を行う必要がある。また、再委任については、責任は再委任元の運用業者が負うにしても、運用プロセスの相当部分を実質的に任せることになるため、信用リスク、資産管理体制、報酬の取扱等について十分調査し判断することが求められる。なお、選定後においても、再委任先に関する定量面・定性面のレビューを定期的実施する必要がある。

一方、助言に関しては、実質的な運用判断の依存度及び運用パフォーマンスに与える実質的な影響度合い等に応じて、助言元を適切に選定、管理

しなければならない。

⑥ . 基金の指示内容の確認

運用業者は、基金からの運用方針や投資対象資産等に関する提案又は指示があった場合、その内容については合法性を確認し、提案または提示の内容について、運用業者は妥当性について吟味し、当該基金にとって適切ではないと判断される場合には、基金に対しその旨及び理由を説明し協議する。

⑦ . 運用業者の選定・契約時の母体企業に対する干渉

基金の理事等はもちろん加入者及び受給者の利益のために職務を遂行する義務を負っている。基金が運用業者の選定や契約改定を行う際に、運用業者が母体企業との取引関係等を理由に、母体企業に対し基金の意思決定に影響を及ぼすような干渉を行うことは、適切な運用業者の選定等を妨げるおそれが高い。

2. 投資の基本スタンス

⑧ . 運用基本方針・運用ガイドライン等の遵守

運用業者は、基金から提示される運用基本方針や運用ガイドライン等を遵守しなければならない。基金と運用業者との間で運用内容に関する理解が不十分なまま、運用が開始されたり、運用業者内の連携ミスなどにより、基金の運用基本方針や運用ガイドライン等と相違しないよう十分に留意する必要がある。また、基金によって示された運用ガイドライン上の指示内容と投資方針書等との間で齟齬を来す場合には、運用業者は事前に基金に対してその旨説明するとともに、基金との協議の上、運用ガイドライン等の指示内容を優先すべきである。

⑨ . 的確なリスク管理

運用業者は、基金が了解した想定リスクのもとでリターンを極大化するよう、ポートフォリオの適切なリスク管理を行う必要がある。運用業者が想定以上にリスクをとることで、基金に意図せざる過大なリスクを負わせるといったリスク管理の欠如には、十分に留意する必要がある。また、バランス型の契約で、モデル・ポートフォリオの資産構成比率の乖離許容幅

を実際のポートフォリオの資産構成比率が超えている場合は、その理由の説明を求め、妥当性の確認をする。

⑩ . 中長期的なトータルリターンの追求

運用業者は、中長期運用という年金資産の持つ特性を十分に把握し、そのトータルリターンが向上するように運用を行う必要がある。ただし、急激な市場変動により指示された資産配分の許容範囲を超えることが有り得る。その場合には、運用業者は速やかに基金に報告を行い、今後の対応について協議を行うことが必要である。

3. 投資対象の選定

⑪. 資産配分

基金が運用ガイドライン等により指示した資産配分は、遵守しなければならない。また、基金としても一定の許容範囲に収まっているかどうか確認する必要がある。ただし、急激な市場変動等により指示された資産配分の許容範囲を超えることが有り得る。その場合には、運用業者は速やかに基金に報告を行い、今後の対応について協議を行うことが必要である。

⑫. キャッシュ管理

運用業者は、給付費等のキャッシュフローについて流動性の確保の観点からキャッシュポジションの管理について十分注意を払い、資金ショートが発生することがないようにしなければならない。また、基金が原則としてフルインベストメントを指示している場合、待機資金の名目で給付等に必要となる資金を超えたキャッシュポジションをとることは避けなければならない。

⑬. 分散投資

基金の資産の運用にあたっては、分散投資を行うことは基本的な注意義務である。したがって、運用業者は、資産クラスや銘柄が偏らないよう適切な分散投資に十分注意を払うことが必要である。ただし、分散投資は、基金の資産全体として確保されていれば足りることから、例えば、特化型や準特化型運用などの場合で基金が指示したときにはこの限りではない。なお、分散投資については、資産クラスの分散を意味する場合と、銘柄等

の分散を意味する場合の2つがある。

⑭. 新規投資

運用業者が新たな資産クラスやリスク・リターン特性が異なる商品等に投資しようとする場合には、その投資対象資産や商品のリスク・リターン特性、流動性、ベンチマークの有無、適切な時価評価の有無や値洗いの頻度、社内の管理体制等について、自ら十分調査・分析するとともに、基金の了解を得ることが必要である。逆に基金から新規投資を求められた場合であっても、調査分析の結果、基金にとって投資することが不適切であると考えられる場合には、その理由等について十分説明することが望まれる。

⑮. デリバティブ取引

運用業者は、受託資産の原資産価値に大きな影響を与えるようなデリバティブ取引や信用取引等を基金の了解を得ることなく行うべきではない。デリバティブ取引やその要素を内在する取引については、基金に対し事前にその内容等について十分な説明を行い、了解を得た上で行う必要がある。

⑯. 自社株、関係会社株式、社債、投資等の取得

運用業者は自社や関係会社の発行する株式等を優先的に取得することは、利益相反になる。基金の運用ガイドライン等に合致し、業種、銘柄等適切な分散を図るために関係会社の発行する株式等が必要であると考えられる場合など基金の利益に反しない場合には、関係会社株式等を組み入れることも認められるが、事前にその投資判断が合理的である理由を十分説明し了解の下に行う必要がある。なお、自社株等の取得は関係会社以上に利益相反の可能性が高い。したがって、自社株等の取得は合理的な理由がない限り避けるべきである。

⑰. 政策投資

運用業者が自社又は関係会社の融資、取引の拡大等運用効率とは別の配慮の下に株式等の取得を行うことは、基金の利益相反に該当するため行うべきではない。

⑱. 不公正な取扱い

基金間の公平性を確保するために、取引における価格の適正性、利益及びコストの適正な配分に十分注意を払うべきである。

⑱．顧客間取引

基金間で資産の売買を行うことは、片方の顧客に不利益を招く恐れがあることから原則として行うべきではなく、顧客双方にとってメリットがある場合に限り、検証可能な適正な価格により取引を行うなど公平な取扱いに十分配慮し、事前に顧客双方の了解を得て行うべきである。なお、合同口の場合には、事前に全顧客の了解を得ることは事実上困難であることから、顧客間取引実施のための要件をあらかじめ社内規程等で文書化しておくとともに、その遵守状況を定期的に監査・検査する体制の整備が求められる。

⑳．銘柄選定モデル

年金運用においてモデルを利用した銘柄選定を行う場合、銘柄の流動性を取引執行コストを考慮することは不可欠である。また、銘柄選定モデルの構築にあたってこのような点を反映させるとともに、モデルの前提条件等を基金に説明を行い、了解を求めておく必要がある。

4. 売買の発注、約定

㉑．発注証券会社の選定

運用業者は証券会社の選定にあたり、信用力や売買執行能力、事務の正確性、リサーチ能力などに関する一定の評価基準を定め、これらの要素を総合的に勘案して選定することが必要である。

㉒．兼業に伴う利益相反

運用業者の自己取引については、関係会社等への発注以上に利益相反が生じる可能性が高いため、自己取引を行う場合については、その明確なルールの下に取引の公正さを厳格に確保するとともに、事前に基金の了解を得る必要がある。

㉓．売買発注約定

運用業者は、発注先について、最良執行義務を負う。とりわけ、親子・関係証券会社への発注については利益相反が生ずるおそれが高いことから、特に留意することが必要である。

②4. 取引執行コスト

取引執行コストには、売買委託手数料や税金のような「把握しやすい」コストの他、マーケット・インパクト・コスト、タイミングコスト、機会損失コスト等の「把握することが難しい」コストがあり、しかもこれらのコストが取引執行コスト全体に占める割合は小さくない。株式売買委託手数料の自由化により売買委託手数料の多寡だけに目を向けがちであるが、取引所集中義務の撤廃や証券会社の自己執行取引の拡大等による取引チャンネル、取引手法が複雑、多様化している状況を踏まえ、運用業者は、基金にとって最も有利となるようなコストの総合管理を行うことが必要である。

②5. ソフトダラー

運用業者は、専ら基金の利益を考慮して運用を行うべきであり、ソフトダラーを用いて自己又は関係会社の利益を得ることは利益相反に該当する。なお、最良執行が確保されており、かつ、対象となるサービス等の用途が明確であり、基金の直接的な利益になることが明確であればソフトダラーを用いることが利益相反にならないことは理論的には有り得るが、その場合も基金に対し事前に十分な説明と情報開示が行われるべきである。また、執行コストの的確な管理及び最良執行が確保されているか否かの実証並びにソフトダラーを用いることの利害得失の判断は、実際には非常に難しいことに留意する必要がある。

②6. 短期売買取引一回転売買

年金資産は長期的運用を行うものであり、こうした年金資産の特性を考慮しない回転売買を行うことにより不必要なコストやリスクを負うことは避けるべきである。

②7. 円転、外貨滞留

運用業者は、トータルリターンを最大化を図るため、運用コストについても総合的に勘案しなければならない。不必要な外貨滞留や円転が生じな

いようにするとともに、為替取引や現地保管等のコストについても十分な注意を払いそのコスト削減に努めることが必要である。

⑳. 銀行勘定貸し

信託勘定と銀行勘定との取引は、利益相反が生じないように、適正な取引条件が確保される場合に限り行うべきである。

㉑. 自行為替

運用業者は、発注先の選択にあたっては、最良執行を考慮し行うことが必要である。そのため、決済の簡便性等の理由のみで自行為替を利用すべきでなく、他行との比較を行い、自社の銀行勘定部門に発注することが最も有利であるなど正当な理由がある場合に限り行うべきである。

㉒. 運用結果の報告

基金は、運用業者に運用を委託するにあたって、運用ガイドライン等により運用業者に運用スタイル、ベンチマーク、許容されるトラッキングエラー等を指示するが、運用業者は、運用結果について、単に収益率だけでなく、実際の投資行動がこうした運用ガイドライン等に沿ったものであるかどうか確認することが必要である。そのため、運用結果の報告にあたっては、必要な情報を十分開示するとともに、正確かつ分かりやすい説明を行わなければならない。また、収益率についても、運用業者は、基金がその要因分析を的確に行うために必要な情報を開示しなければならない。なお、収益率は時価ベースで計算することが必要であるが、運用業者の運用能力の評価という観点から、キャッシュフローの影響を受けない時間加重収益率の表示も行うべきである。

㉓. 運用スタイル等の変更

基金は自らの資産規模や運用管理体制の実態を踏まえマネージャー・ストラクチャーを構築し、運用ガイドライン等により各運用業者に対し運用スタイル等を指示し運用を委託している。したがって、運用業者はこうした指示に忠実に従うべきものであり、基金の了解なく、運用スタイル等を勝手に変更しては行けない。

㉔. 法令・契約違反の報告

運用業者は法令等を遵守するとともに、運用ガイドライン等も含め契約に忠実に従うことが必要である。このため、社内の法令遵守体制の整備を図るとともに、事務処理のミスにより契約違反が発生しないように組織的な事務処理体制の整備を図る必要がある。また、仮に、法令や契約等に違反する行為があったときは、速やかに基金に対し報告を行うとともに、その内容・程度に応じ適切な対応措置をとる必要がある。

③③. 株主議決権の行使

運用業者は、もっぱら委託者たる基金の利益の増大のために、株主議決権を行使すべきである。株式は資産管理機関名義であるが、実質の所有者は、委託者である基金であり、受託者責任という観点からも、運用業者が株主議決権を適切に行使し株式の価値の増大を図ることが必要である。

③④. 株主優待物

資産管理機関は、株主優待物のうち換金性のあるものは換金し基金のファンドに入金すべきであり、その処分ルールを明確にすべきである。

③⑤. 資産管理体制の整備

資産管理機関は、資金決済等の業務を的確に行うとともに基金の資産を保全するために、組織的な資産管理体制の整備を図ることが不可欠である。具体的には不正行為の監視や事務ミス等のチェックが的確に行われるよう、内部牽制体制の整備や独立した法令遵守担当部による検査体制の整備を図る必要がある。なお、こうした管理体制の整備や遵守状況等について外部の監査を受けることも検討することが望まれる。

③⑥. 分別管理

基金の資産の保全および忠実義務違反の未然防止の観点から、資産の分別管理は重要な義務である。信託の場合、信託財産と固有の財産は明確に分離を行わなければならない。また、信託財産相互間については、運用形態の性格上、あるいは、預託機関のシステム上の理由や費用対効果等により、資産の分別管理が難しい場合があるが、この場合でも、委託者ごとの帳簿上の計算は明確に行うとともに、その合計と資産額との照合は適時適切に行わなければならない。

③7. 約定照合・受渡決済

資産管理機関は、約定照合や受渡決済等にあたって事務ミスが生じないよう体制整備に努める必要がある。また、仮に事務ミスが発生したときは、速やかに基金に対し報告を行うとともに、そのミス等の内容・程度に応じ適切な対応措置をとる必要がある。

③8. コーポレート・アクション

資産管理機関は、配当、株式分割、会社合併など株式や社債の価値に変動を及ぼすコーポレート・アクションについて迅速かつ的確な情報収集を行い、機会損失の防止を図るとともに運用成果の正確な把握の必要がある。

③9. カストディアンや保護預かり先の選定、管理

海外投資において、カストディアンや保護預かり先の破綻が生じた場合、資産保全等の問題があるため、資産管理機関はカストディアンや保護預かり先を選定する際、選定先の信用力や事務処理能力等について十分確認することが必要である。なお、海外資産の管理・決済方法としては預り証方式と現地決済方式がある。取引の規模やコストとの兼ね合い等もあり一律に現地決済方式をとるほうが適当だというわけではないが、預り証方式では、資産保全の観点からは、証券会社名義で混蔵保管されている等の問題があることに留意が必要である。

第六節. 年金基金と年金運用業者の受託者責任の関係

100年も前に先進諸国で年金基金が創設された。事前積立方式を採用した事業主の中には、年金基金の管理・運用を自家運用するところもあるが、ほとんどの事業主は年金基金の管理、運用の専門家ではないため、その業務を外部に委託した²²⁶。日本でも同じく、年金基金の管理運用をプロである信託銀行、保険会社、投資一任業者に委託するのが普通である。上でも述べたように、上村教授はこのような年金の特徴について、受益者が「不特定多数の場合」であり、「中間に一定の専門家が介在する」とし、専門家には、資金の最終的

²²⁶ アントン・ヴァン・ヌーネン著、大輪秋彦訳、『フィデューシャリー・マネジメントー年金ガバナンスをサポートする新たなソリューション』（金融財政事情研究会、2000）8頁。

な出し手と直接に対応する専門家」と、管理運用の専門家がいるが、「両者の責任の関係が問題になる」と指摘された。この問題を議論する際には、やや古いながら投資顧問業界が2001年（平成13年）9月に公表された「投資顧問業者の注意義務について」との研究報告書²²⁷が参考になる。

一．研究報告書の背景

投資顧問業者は1990年（平成2年）の厚生年金基金への参入解禁をはじめとして公的年金市場への参入²²⁸を開始したが、運用能力のレベルアップと同時に投資家の投資顧問業に対する信頼度も一気に高まり、運用業者の一大資産運用勢力となった。一方で、投資顧問業務は英国で発祥し、米国で発展した業務であり、日本における投資顧問業務も行為自体は英米におけるものと何ら変わりはない。英米における歴史を踏まえれば、投資顧問業法を制定する際に、英米法の fiduciary duty に基づく忠実義務を規定した²²⁹。投資一任契約は、民法上の委任契約であることから、善管注意義務（民法第644条）が適用されると解されている。しかし、「善管注意義務」の判断は非常に曖昧であり、善管注意義務の程度と範囲は必ずしも明確とは言えない。一方英米法の信託的法律関係によって規律されることを想定する投資顧問業法²³⁰においては、注意義務と民法上の「善管注意義務」はどんな関係なのか、注意義務は善管注意義務に含まれると言えるかと言った問題は決して明確ではない。

したがって、当業界は、当時忠実義務遵守の観点からの利益相反防止に関する自主規制ルール²³¹は整備されたが、注意義務に関しては、必ずしも十分ではない状態であった。この情勢に従って、証券投資顧問業協会は2000年（平成12年）10月から「投資顧問業者の注意義務研究会」を発足させ、14回の研究会を経て、2001年（平成13年）9月に「投資顧問業者の注意義務について」との研究報告書²³²を公表した。

二．投資顧問業者の注意義務について

報告書は fiduciary duty の概念を取り入れた投資顧問業法上の注意義務に関する規定について、「注意義務の内容を単なる委任契約上の善管注意義務

²²⁷ 報告書・前掲注(122)。

²²⁸ 運用の仕方は特金の仕方を取っているが、即ち、GPIFは投資顧問会社と投資一任契約により金銭を運用する信託契約を締結する同時に信託銀行と証券の管理業務を行う資産管理型の信託契約を締結する。

²²⁹ 報告書・前掲注(122)23頁参照。

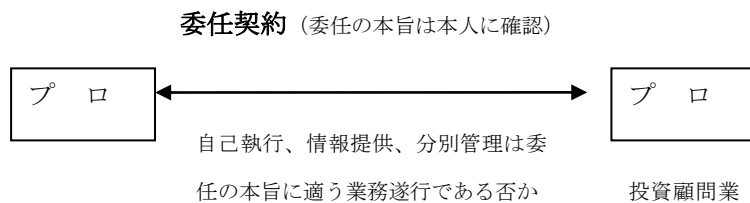
²³⁰ 投資顧問業務は英国で発祥し、米国で発展した業務であり、日本における投資顧問業も行為自体は英米におけるものと何ら変わりはないが、英米法では投資顧問業法を制定する際に、fiduciary duty の概念が用いられた。報告書・前掲注(122)23頁。

²³¹ 平成3年のいわゆる損失補てん問題に関連して、業界では、利益相反行為の排除を行うとともに忠実義務を具体化した自主規制ルールを遵守することにより顧客からの信頼回復に努めようとした。

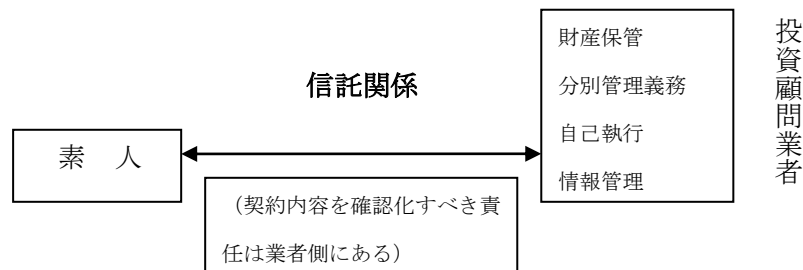
²³² 報告書・前掲注(122)を参照。

務と捉えてみても、その具体的意義は当該契約の性格、契約締結時の状況に応じて評価され、必ずしも一義的に明白とは言えない」とし、投資顧問業者の業務について次のように分類している。

第一は、対等当事者間取引すなわち、委託者自身に一定の見識があり、顧客に具体的な指示を出す能力を有しているにもかかわらず、投資顧問業者に一定の業務を委任しているような状況である²³³。この場合の投資顧問業者の注意義務は「最低限」の注意義務であり、「委託者が委託の趣旨を明らかにするように努めるのが望ましいとされており……その他の自己執行、情報提供、分別管理は委任の本旨に適う業務遂行を行っているか否かの判断に吸収される。委任関係は任意法規の世界である」とした²³⁴。



第二は、資金の出し手は資金を提供すること以外に専門的知識を有さず、業務の一切を投資顧問業者に委ねる状況である。こうした状況にあって、「全面的に信託を受けた業者として、自己執行、情報提供、財産の保管、あるいは分別管理は自らの誠実さを示すための責務として位置づけられるし、これは委託者ばかりではなく、業者自身の免責のために特別の意義を有することになる…この場合、契約内容を明確化すべき責任は主として業者側にある。この場合、外形的な誠実性の証となりうる責務を十分に履行することこそが、業者としての本質的責務と見なされる」とした²³⁵。



²³³ 報告書・前掲注(122)参照。

²³⁴ 報告書・前掲注(122)参照。

²³⁵ 報告書・前掲注(122)参照。

第三に、上述の1と2の両極端の状況の間に多種多様な状況に存在するため、柔軟に対応すべきであるとしている。

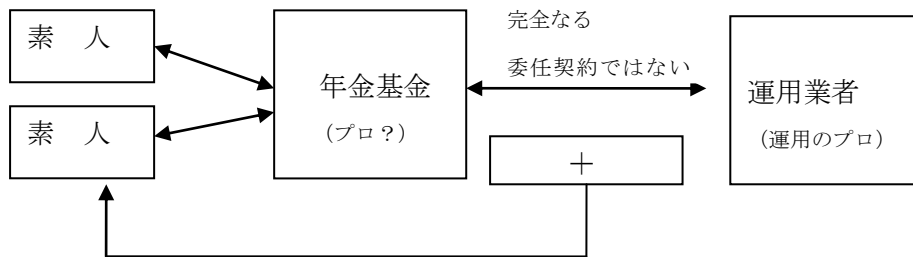
いずれにせよ、状況によって投資顧問業者に問われる注意義務は異なるので、報告書では、「まずは当該契約がいかなる程度の注意ないし誠実さを要求される場面の下で締結されているかを知る努力をする必要がある」とし、こうした投資顧問業者に課せられた責務は「多様なマーケットに応じた役割と責務を自ら判断するという資本市場に一翼を担う業者としての独特の責務であり……ここで注意義務とは、委託者の委託の趣旨に合致した業務を行うべき義務であると同時に、あるいはその前に、自らが置かれた状況を適切に判断して、その状況に相応しい対応を選択すべき注意を含むものと見るべきである」²³⁶としている。

三. 年金基金の理事の責任と投資顧問業者の受託者責任の関係

報告書では投資顧問業者の注意義務を分析する際に二つの理念型としての概念を用いたが、上村教授は以下のようにまとめている²³⁷。「第一類型」は「高度の専門性を有する単独の顧客による一任であり、この場合には顧客の自己責任が強調され、不明な場合には顧客に問い合わせ、分別管理も、自己執行義務も契約の問題である」。この類型は(3)での第一の場合を想定した状況であるが、「これを法定することの意義は、注意義務違反を理由とする行政処分や自主規制機関による制裁の発動を容易にすることにある」としている。つぎは「第二類型」であるが、(3)での第二の状況である。具体的には「全く専門性を有しない大衆が顧客の場合であり、それが仮に一人の場合には業者は全面的な誠実義務を負担する。ここでは一定の外形的行為を行うことが業務の本質的業務とされるし、違反の効果も厳格なものとなる」。「第三類型は顧客が専門性を有しない大衆であるが、それが不特定多数の場合には、中間に一定の専門家が介在し、そうした資金の最終的な出し手と直接に対応する専門家の役割と、運用業者の責任との関係が問題になる」としている。本稿の議論対象である年金基金の理事と受託機関である投資顧問業者の関係はこれに相当する。これは、「契約相手がプロであるにもかかわらず、背後に多くの個人を抱えている場合であり…年金基金の資金の有する公共性の程度に応じた資本市場の担い手としての注意義務」であり、「完全にプロ同士の取引であれば許される程度のことであっても取引相手たるプロの背景にある最終需要者との関係では許されないこともありうる」としている。

²³⁶ 報告書・前掲注(122)参照。

²³⁷ 上村・前掲注(139)20頁参照。



上村教授はこの問題に対して報告書には書いていない個人的な見解を示しているが、「この場合、投資顧問業者としては基金理事の職責を理解し、基金理事がその職務を果たしていることに期待しつつも、当該契約が究極的には末端の受益者のためのものであり、しかもそうした契約に高度の公益性があることを理解することも求められる。従って、かりに基金理事が一定の職責を果たしていない場合には、末端の受益者に対する責務の観点から、その職責の履行を促し、あるいはそれを補完することも期待される場合がありうる。この意味において、両者の関係は個々の職責を有しつつも、最終目的実現のために協力し補い合う関係ということができよう。」と述べている。

四. 小括

100 年も前に事前積立方式を採用した先進国の事業主の中には、年金基金の管理・運用を自家運用するところもあるが、ほとんどの事業主は年金基金の管理、運用の専門家ではないため、その業務を外部に委託したという年金積立金の源をみると、もともと、年金基金が負うべき責任を業務の一部を外部に委託したがゆえに、年金基金と運用業者があわせて年金加入者に責任を取るべきであるというように思われる。そのため、上村教授が指摘された「両者の関係は個々の職責を有しつつも、最終目的実現のために協力し補い合う関係ということができよう。」の主張には賛成である。また、100 年前の先進国の議論を見ると年金基金を最初から年金運用のプロとは認定していないが、日本においては、AIJ 事件の前は年金基金のプロとしての立場を黙示的に認めていたのが AIJ 事件後初めて法によって改正されるようになった。

日本の年金基金を見ると、第三章でもまとめたように、公的年金を運用する GPIF には経済、金融等の専門家である投資専門委員が置かれ (3 人以内)、管理運用業務に関する事項の審議の際には理事会に出席し (GPIF 法第 17 条)、それによって専門性が確保される仕組みが整えられている。また、ある基準によって良いファンドを選び、そこに運用させる GPIF の心臓部である運用部も仕組み的に確保されている。

一方で、厚生年金基金の理事は AIJ 事件の前は年金基金（厚生年金基金や基金型確定給付企業年金を含む）を当然に特定投資家と見ていたが、AIJ 事件後法改正が行われ、一定の財産要件を満たした上で届出を行っている場合を除き、大規模な年金基金を除いて、年金基金は原則として特定投資家に該当しないが、個別に業者に申し出ることにより特定投資家として取り扱われることが可能となった。

すなわち、公的年金である GPIF は報告書で指しているプロとは言えるが、厚生年金基金と確定給付企業年金は特別な届出がないと、特定投資家に該当しない、すなわち、報告書でのプロではない。そのため、報告書のプロであるか否かによって、契約相手である年金運用業者の責任はことなるという観点から見たら、GPIF の場合とそれ以外の場合の年金運用業者の責任のあり方は異なるべきであるという結論に辿りつく。すなわち、GPIF の場合は両方プロであるがゆえに、委任契約だけで解決できるので、委任の本旨は GPIF に確認すれば済むし、年金運用業者は契約に書かれたことさえまもればよい。一方で、厚生年金基金等の場合は、一方が他方に頼る信託関係であるため、契約を確認する義務は年金運用業者側にあり、契約に定めた内容以上に最も厳格な注意義務が問われるように思われる。ここで厳格とは契約違反がない場合も、忠実義務と注意義務によって受託者責任が問われる可能性があるということである。

しかしながら、保険料の支払が強制的に課せられ、公益性ももっとも高く、積立金の規模が一番大きいため資本市場に与えるインパクトがもっとも大きいというような GPIF の諸要素を考慮した場合、厚生年金基金等の場合と比べて、年金運用業者の代わりに GPIF の責任が重くなる。

第六章 年金基金と運用業者に関する事例分析

第三章、第四章及び第五章では理論的な面から年金基金と運用業者に対する責任、特に年金基金が素人であるかそれとも運用のプロであるかが運用業者の責任に大きく影響を与えることについて焦点を当てて検討を行った。したがって、第六章では受託者責任が問われた極わずかな裁判例の中から年金運用業者である信託銀行、投資一任業者に関する裁判例について事例分析を行い、博士論文の問題意識に照らして、妥当な結論を導くことを試みることにする。

第一節. 信託銀行の年金信託契約における合同運用義務、アセット・ミックス
遵守義務(平成 15・3・12 神戸地判、平成 17・3・30 大阪高判)

一. 事実の概要

(一). 当事者

第 1 審被告 Y` 三菱信託銀行株式会社
控訴審 Y` Y` に吸収合併される前の日本信託銀行
第 1 審原告 X 兵庫県乗用自動車厚生年金基金

(二). 事案の概要

厚生年金基金である X は、昭和 45 年 4 月頃、Y とその他 4 社を共同受託者²³⁸として、X を委託者兼受益者とする年金信託契約を締結したが、平成 9 年当時加入員の減少に伴う掛金収入の減少等の要因により、多額の積立金不足が生じていたので、代議員会において、積立金不足を解消するためにハイリター

²³⁸ 三菱信託銀行株式会社、東洋信託銀行、三井信託銀行、日本生命保険相互会社、第一生命保険相互会社及び住友生命保険相互会社と承継前控訴人である日本信託銀行株式会社である。

ン²³⁹の運用方法を追求するほかないと判断し、10月30日、上記共同受託者の中で、受託された30億円全額について、日経平均株価を形成する225銘柄の価格から平均算出される指数に連動する日経平均リンク債による単独運用を行い、最大利益及び最大損失を20%の範囲内に限定することを提案した第一審の被告²⁴⁰であるY、比較的高利回りでの運用を提案した東洋信託銀行²⁴¹、業務委託報酬の抑制を提案をした幹事会社であるYという3社を共同受託者と変更し、同年12月1日、従前の共同受託者に信託していた財産のうち30億円の運用をYに委託し、Yに対して、3年間の利回りを目標24%(年率約8%)に設定した²⁴²。

平成9年12月1日、Yとの間で「年金信託契約に係る信託財産の運用割合に関する覚書き」を締結した(以下「本件覚書き」という)。本件覚書きは、1条において「XがYに対して運用ガイドラインをもって運用割合等を提示した場合、Yはその趣旨を尊重し、運用を行うものとします。」、2条において「XからYに対し運用ガイドラインの提示がない場合には、YはYの年度アセットミックスを基に、Yが適当と定める運用割合の上下限範囲内で運用を行うものとします。」、3条において「上記運用割合は、信託財産の月末時価を基準とした割合とします。」、4条において「尚、上記2条の場合に、Xは別途運用割合を記載した確認書をYに差し入れることができます。Xが同確認書の運用割合を変更する場合には、Yに対し、改めて書面に通知するものとします。」とそれぞれ規定している。

その後、共同受託者各社との個別の年金信託契約に切り替えられることになり、平成11年10月1日に、XはYと新たな年金信託変更契約(以下、「本件年金信託契約」という。)を締結した。本件年金信託契約第5条1項には、「委託者は、受託者に対し、信託財産の運用に関する基本方針及び運用ガイドラインを提示することができるものとし、提示があった場合には、受託者は、委託者との協議に基づき運用するものとします」とあり、第2項においては、「この信託財産は、次の財産に運用するものとします。」と柱書きの下に、合同運用を示す各種の年金投資基金信託受益権の列挙と、単独運用を示す投資対象が列挙されていた。

また、平成11年当時、年金信託契約に基づき信託された財産を年金投資基金信託(株式口)で運用する場合に適用される約款として、年金投資基金信

²³⁹ 平成8年度における厚生年金基金の修正総合利回りの平均は3.65%と低く、当時の経済情勢では8%の運用利回りを達成することは困難であった。

²⁴⁰ 日本信託銀行が提案した運用方法はXから受託する85億円を国内債券・転換社債40%、国内株式25%、外国債券10%、外国株式13%、その他7%の割合で運用するというものであったが、Xは高利回りを上げるため、安全性の高い国内債券・転換社債の割合を下げて株式の割合を高めることにし、国内債券・転換社債26%、国内株式41%、外国債券3%、外国株式24%、その他6%の割合で運用する方針を決定した。

²⁴¹ 東洋信託が提案した運用方法は、Xから受託する30億円の30%に相当する9億円について主として単独運用の方法を用いて国内株式で運用するというものである。

²⁴² 三井信託銀行、安田信託銀行及び大和銀行は共同受託者としての地位を辞任した。

託（株式口）約款（以下「本件約款」という。）が定められていた。本件約款 3 条は、「信託財産は、運用方法が同じである他の信託契約と合同して運用します。」と規定している。また 8 条は 1 項において「この信託が締結されたときに、運用方法が同じである他の信託がまだ契約されていない場合は、1 万円相当額を 1 口として、その整数倍の財産を信託財産の額として引き受けます。」、2 項において「前項以外の場合は、受託者が承諾を行なった日の計算基準価格と同額を 1 口として、その整数倍の財産を信託財産の額として引き受けます。」、4 項において「この約款において計算基準価格とは、既に信託された運用方法が同じである信託財産の純資産総額を、計算日の総口数で除して得た価額をいいます。」と規定している。

Y は、受託財産を平成 9 年 12 月 1 日から平成 11 年 11 月 12 日までの間、Y は X から受託した 30 億円のうち、29 億 9050 円を提案した通り日経平均リンク債で運用していたが、平成 11 年秋頃、株式相場の回復により、日経平均リンク債の売却によって相当程度の利益を確保することができる見通しとなり、Y は X の了承を得て日経平均リンク債を売却した。X はその後も信託資産の運用を引き続き Y に依頼した。当時、X の資産のうち、合同運用されていたのは、年金基金投資信託貸付口の 1764 万円余りのみであった。

Y に対する X からの信託は、そもそも日経リンク債での運用を目的としていたものであったが、今後の信託資産の運用をどうすべきかを論じる際に、Y は平成 11 年度における基本アセットミックスは標準型バランスモデル（期待利回り 5.19%、リスク 9.34%）と安定型バランスモデル（期待利回り 4.38%、リスク 7.61%）の 2 種類であり、X から強く求められていた 8% の期待利回りとはかけ離れたものであった。そこで、Y の受託運用部調査役でポートフォリオマネージャーとして Y の資産運用を担当していた訴外春山一夫（訴外 B）は期待利回りが 8% 以上となるアセットミックスを作成し、平成 11 年 11 月 19 日ころ、X に対し、「基本アセットミックスのご提案」と題する書面を送付した。Y が上記書面で提案した基本アセットミックスは、バランス型、2 資産準特化型、特化型の 3 種類あったが、このうち 2 資産特化型と特化型はいずれも期待利回りが高い反面、リスクも非常に高いことから、バランス型運用（期待利回り 8.04%、リスク 12.63%）のアセットミックスを推薦する旨が記載された。バランス型のアセットミックスは、国内債券 15%（上限 17%、下限 13%）、国内株式 45%（上限 52%、下限 38%）、外国債券 15%（上限 17%、下限 13%）外国株式 25%（上限 28%、下限 22%）、短期資産等 0%（上限 5%、下限 0%）とされたいが、単独運用と合同運用のいずれの方法で運用するかについては言及されていなかった。

平成 11 年 11 月 24 日、X 内部で事業運営委員会が開催され、それについて

議論を行った。業運営委員会が終了すると、Xの常務理事甲野三郎（訴外A）は訴外Bに架電してバランス型を採用する旨の電話連絡をした。ただし、その際に、アセットミックスの修正や合同運用を指示することはなく、XとYとの間で、これらの話題に上がるようなこともなかった²⁴³。平成12年1月31日時点までXの信託財産の運用は全て合同運用方式によりなされていた。

平成12年2月9日、Yは平成11年度第3四半期の運用報告会を開催し、それまでの特化型運用からバランス型運用へと移行した状況や運用実績をXに報告したが、その時点でバランス型アセットミックスへの移行途中であるため、とりあえず貸付け金等で運用されていた5億円弱を他の資産に移行する必要が生じていた。平成12年2月当時、株式相場は好調であり、Yの運用実績は単年度利回りで14%を超えていたにも関わらず、Xに、他社より単年度利回り及び過去2年間を通しての運用実績が劣後していることを指定され、さらに、残り1年弱で利回りを14%に上げるように強く求められた。

これを受けて、Yは残り1年弱で14%を上回る高利回りを目指すには、値上がり期待される株式銘柄への運用を増やす必要があると考え、本件年金信託契約の受託者として、平成12年2月15日、受託財産の年金投資基金信託（貸付金口）で運用されていた5億円弱を、Yが受託者となってIT関連の株式銘柄に集中投資する年金投資基金信託〔株式口〕の1つ（以下、「19ファンド」という。これが「第2の信託」である）に投入した。当時、平成12年2月当時、Yには、IT関連の株式銘柄に絞り込んで集中運用する年金投資基金信託（株式口）はなかったところ、IT関連の株式銘柄の一部の株価が大きく上昇している相場展開の中で、X以外の厚生年金基金の間にも、高成長銘柄に絞り込んでハイリターンを追求する投資手法に対する要望があったことから、Yは、19ファンドを新設し、とりあえずXからの受託財産5億円のみで19ファンドの運用を開始した。なお、平成12年2月の時点では、19ファンドに信託された財産は、IT関連の株式4銘柄に集中的に投資されたが、当該4銘柄の株式時価がXの信託財産全体に対して占める割合は、いずれも10%以下にとどまっており、本件年金信託契約が解除されるまでの間、信託財産の10%を超えて同一会社の株式等に投資することを制限した本件年金信託契約5条8

²⁴³ この点につき原審は控訴審と異なる事実認定が行われたが、「同月24日、X内部で事業運営委員会が開催され、その後の資産運用についてX側で協議した結果、「国内株式に関しては、合同運用であるならば、大きく下落することはないので、他の資産に投入するよりも国内株式の割合をもう少し高め、そのかわり、外国株式のウェートを下げればよいのでないか。」という点で合意が成立した。但し、国内株式を50%にすることについては問題があるとされたので、リスク分散のためにも資産運用は合同運用方式にすることが不可欠の前提とされた。同日夕刻ころ、上記事業運営委員会が終了すると、Aは上記決議事項を、Y側の担当者としてXの資産運用を任されていたBに架電により指示し、基本的にバランス型運用のアセットミックスを採用する旨を通知すると同時に、国内株式については45%を50%にすること、外国債券については、15%を20%に引き上げること、外国株式については25%を15%に引き上げること、それぞれ指示して、株式のウェートを下げてリスクの抑制を図る旨伝えた上、「ただ、念のため今一度確認させていただきますが、全資産とも合同運用に間違いはないということでもいいですね。」と告げて、資産とも合同運用にすることの確認をしたところ、Bは「分かりました。明日からバランス型で運用させていただきます。もちろん合同運用です。」と返答した。

項の規定に違反する状態が生じたことは一度もなかった。

その結果、Xの資産構成割合（時価を基準としたもの）は国内債券6.8%、国内株式58.5%、外国債券17.4%、外国株式15.9%、貸付金等1.5%となった。その後、国内株式の割合は低下し続け、本件信託契約解約の意思表示がなされた同年7月末には50.8%となった。また、19ファンドは平成12年2月末には評価益が生じたものの、その後、ITバブルの崩壊により、評価損が生じた。

平成12年5月18日の打ち合わせの際、19ファンドでは運用先の株式銘柄数が少なく、X以外の厚生年金基金の信託財産は運用されていないことが判明され、XはYに対して、本件約款の定める合同運用義務に違反している旨を主張するようになった。本件年金信託契約が解除されるまでの間、X以外の厚生年金基金の信託財産が19ファンドで運用されることはなかった。

平成12年9月14日、XとYは、本件年金信託契約を解消したが、19ファンドへ投入した5億円については、2億余りの支払いを受けるに止まった。

二. 裁判所の判断

1. 判決要旨

原審（平成15・3・12神戸地裁第6民事部判決、平成13年（ワ）第455号損害賠償請求事件、）²⁴⁴で、被告は原告に対し、8670万円及びこれに対する平成12年9月15日から支払済みまで年6分の割合による金員を支払うよう判決に対して、控訴審（平成17・3・30大阪高判民事三部判決、平成15（ネ）1195号損害賠償請求控訴、同附帯控訴事件）²⁴⁵では原判決取消し、Xの請求をいずれも棄却した。

2. 判旨

Xは合意に基づく合同運用義務、黙示に基づく合同運用義務、約款に基づく合同運用義務を主張し、アセット・ミックス尊重義務違反を主張した。それに対して原審と控訴審ではそれぞれ異なる判断を下した。

争点①. 合同運用義務違反について

ア. 明示の合意の成否

²⁴⁴ 金融・商事判例1167号（2003）21-32頁。

²⁴⁵ 判例時報1901号（2005）48-59頁。

原審では「……平成 11 年 11 月 24 日における A と B の受け答えが、日経リンク債を解消した後の X の資産全額についての運用を決めるという局面でなされたものであること、そして A と B がそれぞれ投資担当者あるいは投資の専門家という立場において、厚生年金基金から信託されている資産のほとんどが他の基金からの信託金と合同されて多数の銘柄に分散投資されて運用されていることを熟知していたことが推認されること等を考慮すると、上記のやりとりにおいて、A が全資産の合同運用を求める趣旨で資産運用についてバランス型運用を求めるとの提示を行い、B もこれを十分理解しつつ了承したことは、B が合同運用することに対する異議ないし協議を求めた等特段の事情が本件で窺われ運用されてきたこと、19 ファンド投入後しばらくは、Y は合同運用義務事態は否定していなかったと窺われること等からも推認される。そうであるとすれば、遅くとも平成 11 年 11 月 24 日の時点で、Y には X から受託した財産を合同運用方式で運用する義務が発生していたと認められる。」とした

それに対して控訴審では X は平成 11 年 11 月 24 日、Y との間で、信託財産を合同運用の方法で運用する旨合意したと主張するのに対して

「……平成 11 年 11 月当時、Y は X に対して特化型、二資産準特化型、バランス型の三種類の基本アセット・ミックスを提案していたところ、これら三種類の提案は……単独運用と合同運用のいずれの方法で運用するかについては全く言及していなかったこと……X は 3 年間毎年 8% の運用利回りという目標の達成に強い関心を抱いていたところ、期待利回りは上記 3 種類の基本アセット・ミックスのいずれを採用するかによって影響を受けるものの、単独運用と合同運用のいずれを選択するかによって左右されるわけではないこと等を指摘することができるのであって、これらの諸点に加えて……X は、自らの主張を裏付ける証拠として、平成 12 年 8 月 8 日に甲野理事と承継前控訴人の関西営業部長である丁原梅夫との間で行われた電話による会話内容を反訳した報告書を援用し、丁原部長は合同運用の合意の存在を認めていた旨指摘する。しかしながら、上記会話内容を子細に検討すると、丁原部長は、合同運用の申し合わせがあったことの確認文書の提出を求める甲野理事に対し、甲野理事の要求内容を確認する趣旨で「はい」という相づちを打っているにすぎないことが明らかであるから、上記書証をもって被控訴人の主張を裏付ける証拠として採用することはできず、他に、被控訴人の主張を認めるに足りる証拠はない。したがって、X の上記主張を採用することはできない。」とした。

イ. 黙示の合意による合同運用義務違反について

原審では、この点 Y が指摘した①X が 3 年で 24% という高い利回りを Y に

求め、現に、平成 11 年度第 3 四半期報告会の席上でも、Y の運用成績が良くないことを具体的に指摘して更なるハイリターンを要求していたこと、そして、②X は高いリターンを目的としてそれまでも日経リンク債への投資を Y に求めたことがあったこと等の事情を考慮すると、X が安定的運用であると理解されている合同運用方式での運用のみを絶対的に Y に要求していたとは考えにくい。そして、第 3 四半期の運用報告会における X の対応……を斟酌すると、Y から X に対しては、事前の説明があれば単独投資による方法を X が許容する場合がある旨の黙示的な意思表示がなされていた事実も窺われるところであるし、加えて、そもそも X が個別に了承するのであれば、当然、Y も合同運用方式によらない方式で運用を行うことができたであろうことも併せ考えると、当時者間においては X による個別の承認に基づく単独投資の方法をとることも前項の合同運用義務と矛盾することなく可能であったと解することができる。Y が合同運用義務に拘束されない場合もありえないものと考えられる。という指摘に対して「……本件においては 19 ファンド投入についての事前の説明や X の個別の承諾があったと認めるに足りる証拠はないから、合同運用義務に違反しない旨の Y の主張にはもとより理由がない。」とした。

それに対して控訴審では X は年金信託契約では合同運用を行うのが慣行であり、バランス型アセット・ミックスを選択したことにより合同運用の方法で運用する旨の黙示の合意が成立した旨主張する。

「……年金信託契約に基づき信託された財産を単独運用と合同運用のいずれの方法で運用するかについては、法的規制はなく、年金信託契約上の定めや運用ガイドラインによる指示がない限り、受託者である信託会社の裁量に任されていること、……本件年金信託契約においては、投資先として単独運用である株式、国債、貸付金等と合同運用である年金投資基金信託受益（株式口）、……（貸付金口）等とが並列的に列挙されているだけで、単独運用の制限や合同運用を原則とする旨等を定めた規定は存在しないこと、……一般的には、信託額が少額である場合には、合同運用の割合が高くなる傾向にあるものの、信託額が少額であっても、単独運用が行われることもあること、……現に、X 自身、平成 9 年 12 月から約 2 年間、Y に信託した財産をほぼ全額日経平均リンク債で単独運用してきたのみならず、東洋信託銀行に信託した財産の一部についても、国内株式による単独運用を行ってきたこと等を指摘することができるのであって、これらの諸点にかんがみると、年金信託契約では合同運用を行う旨の慣行が存在するとは到底認め難い。……X がバランス型アセット・ミックスを選択したからといって、合同運用の方法で運用する旨の黙示の合意が成立したものであるということとはできない……」とした。

ウ. 本件約款に基づく合同運用義務について

原審では、YはXとの間の年金信託契約書第5条2項等を指摘し、同契約は財産運用方法として単独運用の場合と合同運用する場合と両方が予定されているのでYに合同運用義務はないと主張するのに対して「第5条はその1項において、運用方針についての基本的な指示を委託者によってなしうることを前提としているものと解するのが相当であるから、同条1項の提示によって合同運用が義務とされた以上、同条2項で列挙された単独運用も否定されるものと解されるところであって、同条2項を根拠とするYの主張には理由がない。」と判断した。

したがって、「……YにはXから受託した財産の全額を合同運用する義務があり、19ファンドへの投資を行った平成12年2月15日の時点においても、Yはその義務を負っていたものというべきである。……なお、本件では、甲野と春山のやりとりのみによってYの合同運用義務を認めることができるから、その他の成立根拠の当否の点、すなわち、バランス型運用が合同運用を意味するものか否か、黙示の意思表示により合同運用義務が発生したか否か、約款により合同運用義務が生ずるか否かについては判断する必要がないので、判断しない。」とした。

また、合同運用の具体的内容につき、「……将来他の基金が参加することが可能であれば合同運用義務は果たされたことになるとのYの主張は、形式的には全ての委託財産を単独で運用することを可能とするものにほかならず、かくしては合同運用を義務としてYに課した趣旨を実質的に没却するものとしてXの了承するところでなかったことは容易に推認できるから理由がないものである。むしろ、YがXの資産を単独で運用する場合には個別にXの了承を得ることが当事者間で予定されていたというべきである。したがって、本件合同運用義務においては、現に他の基金からの資金の一部が参加していることも具体的に要求されていたのであるから、Xからの単独の資金のみで19ファンドを設立し、投資したYの行為は合同運用義務違反行為に該当するというべきである。」とした。

それに対して、控訴審では、「……本件約款は、3条において「信託財産は、運用方法が同じである他の信託財産と合同して運用します。」旨を規定しているものの、他方、新たに年金投資基金信託（株式口）を立ち上げた場合には、一つの厚生年金基金からの受託財産のみで当該年金投資基金信託（株式口）の運用が始まることも有り得ることから、8条1項において「この信託が契約されたときに、運用方法が同じである他の信託がまだ契約されていない場合は、1万円相当額を1口として、その整数倍の財産を信託財産の額として引き受けます。」と規定しているというのである。そうすると、本件約款が、特定の厚生年金基金からの受託財産のみが年金投資基金信託（株式口）において運用される事態が生ずることを予定していることは明らかであるから、本

件約款が、年金投資基金信託（株式口）では、常時、複数の厚生年金基金からの受託財産を運用していなければならないことまでを定める趣旨のものであるとは解し難い。……また、X 以外の厚生年金基金にも IT 関連の高成長銘柄に絞り込んでハイリターンを追求する投資手法に対する要望があったことから、19 ファンドを新設し、とりあえず Y……のみで 19 ファンドの運用を開始したところ……本件年金信託契約が解除されるまでの間、X 以外の厚生年金基金の信託財産が 19 ファンドで運用されることはなかったというのである。そうすると、本件においては、19 ファンドの下で X 以外の厚生年金基金の信託財産の運用が行われなかったことには相応の理由があったというべきであり、Y が他の信託財産と合同運用する意思がないにもかかわらず、あえて 19 ファンドを新設したというような背信的な事情を見出すこともできない。……」とした。

争点②. アセット・ミックス義務違反について

この点、Y は構成割合についての X の指示は、中心値や上下限等、運用形態を選択するための参考として使用されるものにすぎないし、その後の実際の運用において Y を拘束するものではない。このことは資産構成比が X の指示に反していることが明白であったのに、今まで一度も Y は X からその旨の非難や指摘を受けたことがなかったことを主張するのに対して原審では以下のように述べた。

「……X と Y との本件年金信託契約第 5 条 1 項によると、委託者には運用方針に関する提示権があること、平成 11 年 11 月 24 日に甲野から春山に対してアセット・ミックスの割合について提示されたこと、春山からアセットミックスについての特別協議を求めたような事情が窺われないこと等を総合すると、同日、Y には X から指示された割合に積極的に反する投資を行ってはならない義務が生じたものと認められる。……信託契約に基づく投資運用活動は、受託者における迅速柔軟な投資判断において行われ、当事者の指示に完全に拘束されているは成り立たない性質のものであることも明らかであるから、受託者においてある程度の裁量が認められることも信託契約の性質自体から明らかというべきであって、この場合の債務不履行責任は、受託者の合理的裁量の範囲を逸脱したことが明らかな場合にのみ問題とされるというべきである。そして、与えられた裁量に反しない旨の主張は、指示された割合に反したことに基づく責任を免れるための主張であり、同時に、受託者の判断内容についての主張でもあるから、被告において主張立証責任を負うものと考ええる。

本件につきこれをみると、19 ファンドへの投資は国内株式の指示割合を大幅に超える結果となるものであり、このことは Y においても容易に認識しえ

たものであるから、アセット・ミックスの割合に積極的に違反する投資であったことが明らかであり……アセット・ミックス尊重義務違反に基づく債務不履行責任を負うというべきである。」

これに対して、控訴審では以下のように述べた。

ア. 本件通知の存否について

「……①厚生年金基金が信託会社に対してアセットミックス（資産構成割合）を指示する場合には、運用ガイドラインと称される書面が信託会社に交付されるのが通常であるにもかかわらず、XはYに対して書面の交付をしていないこと②Xは、専ら合同運用義務違反を問題にして本件年金信託契約の解除に至ったものであり、上記解除までの間、XがYに対して本件通知の存在やアセットミックス尊重義務違反等を主張したことは一度もなかったこと、③Xが本件訴訟提起前に送付した内容証明郵便においても、専ら合同運用義務違反が主張されていたこと、④Xは、本件訴訟提起後も、専らYの合同運用義務違反を主張していたものであって、本件訴訟提起から一年以上経過した後に初めてアセットミックス遵守義務違反を主張し、これを裏付ける証拠として、上記各書証を提出するに至ったこと、⑤Xが本件訴訟提起後の早い段階で提出した証人甲野理事作成の平成13年7月3日日付報告書にはバランス型のアセットミックスの修正を決定したことやYに本件通知をしたこと等は全く記載されていないこと等を指摘することができる。これらの諸点に加え、春山調査役の反対趣旨の証言に照らすと、上記各書証をもって被控訴人の主張を裏付ける証拠として採用することはできず、証人甲野理事の証言をそのまま信用することはできない。……また、Yの指摘する供述部分は、Yが本件訴訟提起後に平成11年11月24日におけるアセットミックスの変更を主張するに至ったことを念頭に置きながら、……の一部であり、春山調査役の証言内容を子細に検討すると、春山調査役が本件通知の存在を一貫して否定し続けていることは明らかであるから、上記供述部分をもってXの主張を裏付ける証拠として採用することはできず、他に、Xの主張を認めるに足りる証拠はない。……」

イ. バランス型アセットミックスを前提としたアセットミックス遵守義務違反の有無について

「……Yは、Xから提案した三種類の基本アセットミックスのうちのバランス型アセットミックスを選択する旨の電話連絡を受けたというのであるから、バランス型アセットミックス遵守義務違反の有無が問題になる余地がある。

そこで、この点について検討するに……平成12年2月9日に開催された第3四半期の報告会では、同年1月末におけるバランス型アセットミックスへの

移行状況や資産構成割合の報告が行われたところ……とりあえず貸付金等で運用されていた5億5180万9358円の運用先が問題になっていたこと、……当時の運用実績（単年度利回り14%超）を超える運用利回りの達成を強く求めたこと、……これを受けて、YがIT関連の株式銘柄に集中投資する年金投資基金信託（株式口）を運用先に組み入れることを提案したのに対し、Xは異議を述べず、資産構成割合について質問や意見を述べることもなかったこと、……Yは資産構成割合を問題にすることはなく、本件訴訟提起後1年以上経過した後初めて本件通知によりバランス型アセット・ミックスの修正を指示したとしてアセットミックス遵守義務違反を主張するに至ったこと等を指摘することができる。…これらの諸点に照らすと、Xはバランス型アセットミックスにおける国内株式の割合を超える事態が生ずることを認識した上で、当時の運用実績を超える運用利回りを達成するため、とりあえず貸付け金等で運用されていた5億5180万9358円を国内株式で運用することを了解していたものと認めるのが相当である。……さらに①資産の種類によって時価の変動状況が異なる上、市場の急激な変動等が生ずることもあるため、信託財産の資産構成割合が指示された資産構成割合の許容度範囲を超えることは珍しくないこと、②この場合の対処方法には、定期的な是正、許容範囲の上下限值までの是正、許容範囲の中心値への是正、相場の流れ次第等といった手法があるところ、これらの対処方法の選択は信託会社に一任されていることが多く、現に、XとYとの間でも対処方法の取り決めは存在しなかった。③5億円が19ファンドに投入された平成12年2月時点の国内株式の割合は、バランス型アセットミックスにおける国内株式の上限値を6.5%上回ったものの、翌月以降、国内株式の割合は低下し続け、本件年金信託契約解除の意思表示がされた同年7月末には、バランス型アセットミックスにおける国内株式の上限値である52%を下回る50.8%となっていたこと等を指摘することができるのであって、これらの諸点に照らすと、平成12年2月時点における国内株式の割合がバランス型アセットミックスにおける国内株式の上限値を上回ったからといって、直ちにYがバランス型アセットミックスを遵守すべき義務を怠ったものと断ずることはできない。……以上の検討により、判決は主位の請求のうち、アセットミックス遵守義務違反による損害賠償請求は理由がないとして原判決を取り消した。……」

XとYの間で、信託財産を合同運用する旨の明示または黙示の合意が成立したとは認められず、約款上の合同運用義務も認められないうえ、Xが主張する合同運用義務違反と損害との間に因果関係関係があるとはいえず、また、Y信託銀行がXから指示されたアセットミックスを遵守すべき義務を怠ったということもできない。

争点③. 損害

ア. 合同運用義務違反に基づく損害

原審では「……19 ファンドの騰落率は約 42.34%であるのに、ファンドのうち最も成績の悪かった 18 ファンドに投資されていた場合でも下落率が 25%に至らなかったことからすると、その差額である 5 億円の 17.34%にあたる 8670 万円は、騰落を免れていたことになり、合同運用義務違反に基づく損害額であることになる。」

控訴審では「……19 ファンドでは、……IT 関連の株式銘柄へ集中投資が行われたところ、19 ファンドの新設直後から、IT 関連の株式銘柄の株価が急落したこと、……、IT 関連の株式銘柄を中心に投資を行っていた他社の国内株式投資信託においても、IT 関連の株式銘柄への集中投資は行われておらず、IT 関連の株式銘柄の株価急落による影響は限定的なものにとどまったこと等を指摘することができる。これらの諸点に照らすと 19 ファンドの運用実績が他のファンドの運用実績を下回った原因が、19 ファンドにおいて IT 関連の株式銘柄への集中投資が行われたことにあることは明らかであり、X が主張する合同運用義務違反と 19 ファンドの運用実績が他のファンドの運用実績を下回ったこととの間には、因果関係はないという他はない。」とした。

イ. アセットミックス尊重義務違反に基づく損害

原審では、X はアセットミックス尊重義務に違反することにより生じた損害として、X が指示していた国内株式の割合 50%を超過して国内株式に投資された額の相当分を指示された割合からの不足部分が最も多かった国内債券部門に投入したと仮定した場合の投資結果と実際になされた投資結果とを比較して算定している。裁判所は以下のように判断をくださった。

「……X はアセットミックス尊重義務に違反することにより生じた損害として、X が指示していた国内株式割合（50%）を超過して国内株式に投資された額の相当分を、指示された割合からの不足部分が最も多かった国内債券部門に投入したと仮定した場合の投資結果と、実際になされた投資結果とを比較して算定すべきものであるから……X 主張の方法をもって損害算定の方法とするのが相当である。そして、本件のアセットミックスの提示においてはアセットミックスの上限および下限が示されているが、これらは、上限値、下限値までの投資を無条件に許容するものとは解されないので、本件事実関係の下では、不足分および超過分の算定については、指示されたアセットミックスの中心値を基準に計算すべきものである。……これをもって計算す

るに、上記金額を国内債券部門へ投資していた場合、2月末から8月末までの間に、上記金額の約0.3%の利益があった一方で、上記金額の約42.55%にあたる損害を免れたので(19ファンドに投資されていた場合に被ったであろう暴落を免れた)あるから、国内債券に投資されるべきであった上記の2億3532万207円の約42.85%(国内債券であれば得られたであろう利益約0.3%に19ファンドへの投資によって失われた約42.55%を合算した割合)にあたる1億83万4708円については、アセットミックス尊重義務違反に基づき損害であると認められる。もっともこの算定方法による場合、計算の過程において本件5億円の一部が19ファンドに投入されることを一部是認することになるが、Xの主張を合理的に解釈すると、Xは前記合同運用義務違反の主張とアセットミックス尊重義務違反の主張とは別個独立の請求原因として主張しており、アセットミックス尊重義務違反を主張する場合には合同運用義務違反は主張しないものと解される。……なお、仮に、先に認定した合同運用義務違反の効果により、19ファンドへの一部投入を前提としている計算方法をとることができないとした場合には、要するに、「Yがアセットミックスの割合を遵守しつつ、全てを合同運用によって投資していた場合の結果」と、「本件投資による結果」との差額とみることになり、加えて、「合同運用した場合の成績は最も成績の悪かったファンドを参考にしてマイナス25%とするということになる」というのであるから、これを本件で計算することになる。本件で計算すると、アセットミックス尊重義務違反である2億3532万207円を国内債券に投入しつつ、残りである2億6467万9793円を合同運用する(成績はマイナス25%)場合の合計(4億3453万6011円)と、本件5億円を全額19ファンドへ投資した場合との差額を計算することとなる。これがアセットミックス遵守義務違反に基づく損害金となる。したがって、XがYの合同運用義務違反行為により被った損害は8670万円であり、アセットミックス尊重義務違反行為により被った損害は1億83万4708円である……もっとも、Xはアセットミックス尊重義務違反に基づく損害については8670万円を限度として損害賠償請求をするものであるから、アセットミックス尊重義務違反についてはこの範囲でのみXの請求は認められる。」

控訴審「……アセットミックス遵守義務違反による損害賠償請求は理由がない。」とした。

三. 検討

(一) . 判決の意義

判決は、信託銀行において一般に利用されている年金資産の合同運用の手

法に関して、合同運用義務及びアセットミックス遵守義務について争われた裁判例であるが、判決は信託銀行の実務慣行について認めた点に意義があり、理論的にも、実務的にも参考になる判決である。その後改正法において合同運用義務に関する規定が定められた。また、判決は筆者の博士論文の問題意識である年金基金と運用業者の受託者責任の責任分配の問題を真正面から論じた判例であり、厚生年金基金と運用のプロである信託銀行にはどのような責任が生じるかといった観点から検討した場合に参考になる判決である。

原審判決では認定事実から債務不履行判断を導く仮定に苦心が伺われるという指摘に対して²⁴⁶、控訴審は原審とは全く異なる事実認定を通して、原審が真っ正面から肯定した信託銀行の合同運用義務違反やアセットミックス義務違反の判決を取消し、信託銀行の責任を否定した。即ち、合同運用義務違反に関して、原審は合同運用について明示の合意が生じたとした上で合同運用義務違反があるとしたのに対して、控訴審ではそもそも合同運用の合意が認められない以上、合同運用は信託銀行の裁量の問題である。したがって、厚生年金基金は従来から単独運用を行ってきたため、30億円前後の規模の厚生年金基金なら合同運用義務を行うのが慣行である主張は認められない、アセットミックス遵守義務違反については、原審ではアセットミックスの通知の存在を認めた上で、信託銀行は積極的にそれに反する投資を行なったと判断したのに対して、控訴審では通知の存在自体を認めないとし、また仮にアセットミックス尊重義務が存在したとしても、義務違反はないとしている。

(二) . 争点に対する検討

厚生年金基金は、年金給付等積立金の運用に関して、運用の目的その他厚生省令で定める事項を記載した基本方針を作成し、年金信託契約の相手方である信託会社に対して、協議に基づき当該基本方針の趣旨に沿って運用すべきことを、厚生省令で定めるところにより、示さなければならないものとされた（厚生年金保険法 136 条の 3 第 2 項）。そして、厚生年金基金規則（平成 12 年厚生省令 98 号による改正前のもの。以下同じ）は、41 条の 2 において、「厚生年金基金は、年金信託契約に係る資産について、長期にわたり維持すべき資産の構成割合を適切な方法により定めるよう努めなければならない。」旨を規定し（1 項 2 号）、42 条において、厚生年金保険法 136 条の 3 第 2 項所定の基本方針に定めるべき事項の一つとして、年金信託契約に係る資産の構成に関する事項を挙げた上（1 項 1 号）、「厚生年金基金は、信託会社に対して基本方針の趣旨に沿って運用すべきことを示す場合には、当該基本方針に係る事項を記載した書面を交付しなければならない。」旨を規定している（2 項）。上記各規定に基づいて行われた厚生年金基金の指示は、一般に「運用ガイド

²⁴⁶ 浅井弘章「判批」銀行法務 21、630 号(2004)3 月増刊号 89 頁参照。

ライン」である。即ち、厚生年金基金は信託会社と協議に基づき、資産の構成に関する事項を含んだ基本方針を書面で示すべき義務がある。しかし、本件においては書面による資産構成割合の提示がおろそかになっているのが今回訴訟の原因の一つになっている。

また、合同運用と単独運用のいずれの方法で運用するかについては法律上の規制がなく、年金信託契約上の定めと運用ガイドラインによる指示がない限り、受託者である信託銀行の裁量に任されている。この際、信託銀行は厚生年金保険法の目的である「加入員及び加入員であった者（以下「加入員等」という。）の老齢について給付を行い、もって加入員等の生活の安定と福祉の向上を図ることにあり、基金は加入員等の受託権を保護するため、安全かつ効率的に資産の運用」を行ない、受託者責任を果たしているか否かが問題となる。

1. 合同運用義務違反の問題点について

原審と控訴審において裁判所は合同運用義務違反の有無を認定する際、まず合同運用義務は厚生年金保険法上定められた規制であるかを述べ、厚生年金保険法上定められていないので、合意のもと、契約、約款、覚書きを持って合同義務違反であるか否かについて判断を行った。

原審は「投資の専門家という立場において、厚生年金基金から信託されている資産のほとんどが他の基金からの信託金と合同されて多数の銘柄に分散投資されて運用されている」業務慣行を考慮し、基金資産規模から見れば、合同運用したほうが多数の銘柄に分散投資しやすいし、それによってリスクが逡減できるため、合同運用義務は分散投資義務と直接関係があるという判断が事実認定の背後にあるように思われる。しかしながら、合同運用義務は分散投資しやすいとはいえ、合同運用しているからといって必ず分散投資するかと言ったらそうでもなく、単独運用が必ずしも集中投資にはつながらないはずである。原審ではいわゆる合同運用の「入」の問題と分散投資義務の「出」の問題を混沌しているといえる²⁴⁷。

それに対して、控訴審では「単独運用と年金投資基金信託による合同運用のいずれの方法を取るかは、委託者ごとに信託財産の分別管理を行うかどうかの問題であって、信託財産の投資先の（株式銘柄等）の選択や期待利回りの高低とは無関係であり、単独運用の場合には投資先（株式銘柄等）が限定され、期待利回りが高くなるのに対し、年金投資基金信託による合同運用の場合には多数の投資先（株式銘柄等）への投資、運用が行われ、期待利回りが低くなるというような関係にあるわけではない」と判断を下した。

合同運用金銭信託は、「受託者が引き受けた利殖目的の金銭信託で、共同し

²⁴⁷ 池田秀雄「判批」銀行法務 21 620号 (2003) 53頁。

ない多数の委託者の信託財産を定型的な信託契約に基づき合同して運用するもの」と定義²⁴⁸することができる。合同運用が認められる根拠については従来から、金銭に関する分別管理義務の例外を定める旧信託法 28 条但し書を根拠とする見解がある一方で、信託契約とする説（通説）がある。信託契約の説によれば、旧信託法 28 条は信託財産と受託者の関係では、強行規定として位置付けられる忠実義務の規定が存在するのに対して、複数の信託財産間の分別の部分については何らの規定も存在しないことを理由として、特約によって排除することができることとする²⁴⁹。このような観点に立つと、本件においては、投資者の合同運用団参加への合意が必要とされ、合同運用指定金銭信託の契約（約款、覚書きを含む）にこのような合意と契約要件を内容とするもの²⁵⁰が必要である。また、営業信託については、合同運用するときは、信託契約の書面でその旨を明らかにしなければならない（兼営法施行規則 5 条 1 項 12 号）が本件においてはそれが曖昧になっているがゆえに問題が起きている。

この観点からすれば原審で合意の有無について判断することは妥当であるように思われる²⁵¹。しかし、原判決に比べて、控訴審では「単独運用と合同運用いずれの方法で運用するかについては全く言及していなかった」との事実認定により、合同運用義務についての明示の合意を排除するとともに、「年金信託契約では合同運用を行う旨の慣行が存在するとは到底認め難」く、「X がバランス型アセットミックスを選択したからといって、合同運用の方法で運用する旨の黙示の合意が成立したものであるということとはできない」として、黙示の合意による合同運用違反について否定している。また本件約款に基づく合同運用義務については、「本件約款は、特定の厚生年金からの受託財産のみが年金投資基金信託（株式口）において運用される事態が生ずることを予定していることは明らかであるから、本件約款は、特定の厚生年金基金からの受託財産のみが年金投資基金信託（株式口）では、常時、複数の厚生年金基金からの受託財産を運用していなければならないことまでを定める趣旨のものであるとは解し難い」として、約款上の解釈においても、合同運用義務違反を否定しているが、自然な解釈であるように思われる²⁵²。

²⁴⁸ 三菱信託銀行信託研究会『信託の法務と実務』（第 5 版）（三菱 UFJ 信託銀行、2008）99 頁参照。

²⁴⁹ 四宮和夫『信託法〔新版〕』86、87 頁。山下陽久「企業年金信託」鴻常夫編『商事信託法制』（1998）99 頁。同様の立場に立って問題点を整理しているものとして、松島岩尾「信託財産の分別管理について」信研 7 号（1983）65-84 頁。これに対し、大阪谷博士は、分別管理義務の趣旨が受益者保護であることを理由に、同条全体を任意規定とした。大阪谷公雄「信託法第 28 条（分別管理）は強行法規か」信託 61 号（1965）4-5 頁参照。

²⁵⁰ 三菱信託銀行信託研究会・前掲注（248）99 頁参照。

²⁵¹ 芳賀良「判批」金融商事判例 1177 号（2003）66 頁、有森美木「判批」季刊労働法 214 号（2006）238 頁参照。

²⁵² 楊林凱「判批」新井誠等編『信託法実務判例研究』（有斐閣、2015）171 頁、「現に他の基金からの資金の一部が参加していることも具体的に要求していた」と解釈するには問題がある」との批判につき、佐藤智晶「判批」ジュリスト 1315 号（2006）206 頁においては「少なくとも現に他の基金の参加を必要とする

ただし、運用受託機関である信託銀行に適用される新信託法（2007年）26条により、受託者は、信託行為の制限のない限り、信託の目的の範囲内で信託財産を管理・処分する等の権限を有しているはずだという規定が明文化された。これにより本件のような財産の利殖のような目的とする信託であれば、効率的な運用を求め合同運用の手法を取ることは、信託の目的のための合理的な行為であると言うことができ、信託行為に定めがなくても、規模の利益を追求し、リスクの平準化を図ることができる点において、受益者の利益に資するものという合同運用の目的から受託者の裁量で合同運用することは可能であるという指摘がなされている²⁵³。そうすると、本件における合同運用義務違反の有無は合意の有無を判断する必要がないため、明示による合意、黙示による合意、及び約款による合意を検討するまでもなく、厚生年金基金の合同運用の指示がない限り合同運用は運用受託機関の裁量によってそれが可能となる。したがって、合同運用していないことが「信託目的の範囲内で受益者の利益に資するための信託財産の管理・処分」であるか否かの注意義務違反の有無の問題に置き換えることができる。30億円規模の年金基金の運用はほとんどが合同運用である業務慣行からして、特別な合意がない限り合同運用するのが注意義務に叶うことであるといえる。控訴審判決では、他の基金がファンドに参加しなかったこと即ちしばらく単独運用した背景には、19ファンドを立ち上げた直後にITバブルが崩壊したことが指摘されているが、それによって合同運用していない有責性は阻却されたといえるだろう。したがって、改正法の下でも合同運用義務違反があるとはいえない。

2. アセットミックス義務違反の問題点について

この点において、原判決ではまず本件通知の存在を認めている、すなわち、アセットミックス遵守義務が生じると判断した上、「19ファンドへの投資は国内株式の指示割合を大幅に超える結果となるものであり、このことは承継前被告においても容易に認識しえたものであるから」と言い、信託銀行の責任を認めた。この点については、「運用ガイドラインの交付がないにもかかわらず、当事者の合意を認めている点²⁵⁴、「受託者の合理的裁量の範囲を逸脱したことが明らかな場合」とは、中心値ではなく、当該上限値・下限値を逸脱した場合が該当するものであるべき点²⁵⁵、またアセットミックスの遵守、アセットミックスを乖離した場合の是正方法、およびその報告については、基本方針と運用ガイドラインに規定して提示することになっているものの、書面によ

という意味でのYの合同運用義務を認めた点で妥当ではない」という見解もあれば、井上健一「判批」ジュリスト1347号（2007）76頁において、「本件約款の解釈として単独運用は立ち上げ時に例外的に認められ、立ち上げ後は速やかに合同運用を実現すべき義務」がYにはあるとの見解もある。

²⁵³ 押原宏明「信託財産を合同運用する場合の留意点」金融法務事情1791号（2007）13頁参照。

²⁵⁴ 有森・前掲注（251）239頁参照。

²⁵⁵ 芳賀・前掲注（251）68頁参照。

る具体的な提示は行われていない点²⁵⁶での指摘があった。

原判決に対して、控訴審においては基金の側から信託銀行に書面が交付されていないこと、基金の側が単年度利回り 14%を超える運用利回りの達成を強く求めたこと、市場の急激な変動等によってアセットミックスが指示された割合の許容範囲を超えることは珍しくないところ、この場合に、定期的な是正、許容範囲の上下限值までの是正、中心値への是正、相場の流れ次第等といった手法があり、これらの選択は信託会社に一任されていることが多く、本件でも対処方法の取り決めは存在しなかったことを理由に信託銀行にアセットミックス尊重義務違反を否定した。

基金の側が単年度利回り 14%を超える運用利回りの達成を強く求めたこととしても運用受託機関は運用のプロであるが故に漫然とそれに従うのではなく、ハイリスクハイリターンであることをきちんと基金に説明してコミュニケーションをとり、基金側の理解を得なければならない。

また市場の急激な変動等によってアセットミックスが指示された割合の許容範囲を超えることは珍しくないところ、この場合に、定期的な是正、許容範囲の上下限值までの是正、中心値への是正、相場の流れ次第等といった手法があり、これらの選択は信託会社に一任されていることが多く、本件でも対処方法の取り決めは存在しなかったことを理由に信託銀行にアセットミックス尊重義務違反を否定した。しかし、対処方法がないからといってアセットミックス尊重義務違反がないことは妥当ではなく、実務上運用のプロであるがゆえに、自らそれを是正するための対処を行なった証拠をしめさなければならないが、ここでは証明責任転換の問題が生じるのである。それを示さなかった場合にはアセットミックス義務違反が生じると思われる。

3. 損害賠償責任の問題点について

控訴審においては、信託契約における債務不履行責任を否定したため、損害賠償についても言及していないが、原判決においては、アセットミックス尊重義務違反の損害について、算定基準を定立している。

(三) .その他の問題点

基金の理事長等は、厚生年金保険法の目的である「加入員及び加入員であった者（以下「加入員等」という。）の老齢について給付を行い、もって加入員等の生活の安定と福祉の向上を図ることにあり、基金は加入員等の受託権を保護するため、安全かつ効率的に資産の運用」を行なうように、運用の基本方針を策定しなければならない（厚年法 136 条の三）が、運用の基本方針を策定す

²⁵⁶ 佐藤・前掲注 (252) 207 頁参照。

る際には、基金の成熟度・積立水準、事業主の掛金負担能力、経営状況等、基金の個別事情に応じて、基金自らの判断の下に策定されなければならない。また、基金は自らの判断の下に当該基金にとって最適と認められる資産構成割合（以下「政策的資産構成割合」という）を定めるよう努めなければならない（規則第四条の二）が、政策的資産構成割合については、ALM 分析等による積立の状況、将来のキャッシュフローの予測、将来の各資産のリスク・リターン・相関係数の予測等将来にわたる資産及び負債の変動予測を踏まえ、基金の個別事情に応じて許容できるリスクの範囲内で最大のリターンを得るような資産構成を求める手法等の合理的な方法により、適切に定められなければならない。

年金 ALM の方法というのはいくつかの種類があるが、基金はシミュレーション型 ALM という方法を利用するのが一般的である。具体的にはまず最初に資産側である投資対象となる資産クラス、通常は短期資産、国内株式、外国債券、外国株式についての期待リターン、およびリスク、相関係数という前提条件を設定する。さらに、制約条件なども設定する場合もある。一方、負債側については、年金数理上の基礎率などを用いて将来の数理債務や責任準備金といった負債と、掛金・給付といったキャッシュフローの予測を行う。

次に各資産の前提条件、効率的フロンティア上の資産配分、負債とキャッシュフローの予測をコンピュータに入力し、仮想的に運用を行う。ここから出てくるアウトプットは、不足発生の確率、不足の額、それに伴う積立水準などで、これらの結果からリスク許容度を勘案して個々の基金に合う資産配分を選択するというプロセスを経る²⁵⁷。

要するに基金は場合によっては運用コンサルタント等外部の機関に分析・助言を求めながら真剣に政策アセットミックスを制定する受託者としての注意義務が存在する。

このような実務上のあり方に照らして見た場合、X は平成 11 年度第 3 四半期の運用報告会で Y の運用が単年度利回りトップの東洋信託より大きく劣後していること、通期の運用利回りが目標 24% を達成していないこと等を指摘してリターンを 14% に上げるように強く求めた。当該基金が政策アセットミックス及び目標リターンを制定する際に、また当該基金のリスク許容度を考慮に入れたかが疑問である。また、いくら厚生年金基金の積立金不足の問題を解決するためにハイリスクハイリターンの運用に走ったとしても、運用利回りを制定する最初からハイリスクハイリターンの投資方針を決議し、それが達成できなかった場合に更なるハイリスクハイリターンを求めるのは厚生年金基金の「安全かつ効率」な運用目的に大きく違反している。ここで理事長及び基金の受託者責任が問われる可能性がある。

また、ガイドラインによると、運用受託機関の選任については、運用受託機

²⁵⁷ 小林弘明『年金基金の資産運用』（東洋経済新報社、2004 年）65 頁。

関の得意とする運用方法を考慮するとともに、運用実績に関する定量評価だけでなく、投資哲学、運用体制等に関する定性評価を加えた総合評価をすることにより行うようにしているが、本件では日経リンク債運用のためにYに運用を委託したが²⁵⁸、日経リンク債に投資した後、引き続き投資をして任せたのであるが、それは基金としての運用受託機関の選定からくる注意義務違反が問われる可能性があるのではないかともいえるように思われる。

(四) .まとめ

合同運用義務につき、新信託法（2007年）26条によると、受託者は、信託行為の制限のない限り、信託の目的の範囲内で信託財産を管理・処分する等の権限を有しているはずだという規定が明文化された。これにより本件のような財産の利殖のような目的とする信託であれば、効率的な運用を求め合同運用の手法を取ることは、信託の目的のための合理的な行為であると言うことができ、信託行為に定めがなくても、規模の利益を追求し、リスクの平準化を図ることができる点において、受益者の利益に資するものという合同運用の目的から受託者の裁量で合同運用することは可能になった。そうすると、本件のような合同運用義務違反の有無は厚生年金基金の合同運用の指示がない限り、合同運用は運用受託機関の裁量によってそれが可能となった。したがって、合同運用していないことが「信託目的の範囲内で受益者の利益に資するための信託財産の管理・処分」であるか否かの注意義務違反の有無の問題に置き換えることができる。

実務上、アセットミックスの記載したガイドラインは書面を持って交付すべきであり、変更する際も書面を交付すべきである。また、市場の急激な変動等によってアセットミックスが指示された割合の許容範囲を超えることは珍しくないところ、この場合に、定期的な是正、許容範囲の上下限值までの是正、中心値への是正、相場の流れ次第等といった手法があり、これらの選択は信託会社に一任されていることが多く、対処方法の取り決めは存在しないときには、実務上運用のプロであるがゆえに、自らそれを是正するための対処を行なった証拠をしめさなければならないが、ここでは証明責任転換の問題が生じるのである。それを示さなかった場合にはアセットミックス義務違反が生じる可能性があるように思われる。

また、厚生年金は「安全かつ効率的に資産の運用」を行わなければならないが、運用の基本方針を策定する際には、基金の成熟度・積立水準、事業主の掛金負担能力、経営状況等、基金の個別事情に応じて、基金自らの判断の下に策定すべきであり、ハイリスクハイリターン運用の運用利回りを策定することは善管注意義務違反の可能性はある。

²⁵⁸ 金融・商事判例 1167号（2003）25頁。

なお、運用受託機関の選任については、運用受託機関の得意とする運用方法を考慮するとともに、運用実績に関する定量評価だけでなく、投資哲学、運用体制等に関する定性評価を加えた総合評価をすることにより行うようにしているが、根拠なく運用受託機関を選定する場合には、基金としての運用受託機関の選定からくる注意義務違反が問われる可能性がある。

第二節. 年金運用業者である投資一任契約におけるアセットミックス遵守義務²⁵⁹（平成 18・7・12 日大阪地判）

一. 事実の概要

1. 当事者

X：大阪家具厚生年金基金

訴外 A：X の常務理事、年金給付等積立金の管理及び運用に関する基金の業務を執行する運用執行理事を兼任していた。

丙川：X 当時の理事長であり、A 家具の会長であって、年金や社会保険の事務に関する経験がなく、X の事務所に常駐していなかった。

Y：第一勧業アセットマネジメント株式会社、投資顧問業者

訴外 B：X が UFJ 信託銀行に預託した 10 億円についての担当投資判断者である。

訴外 C：ポートフォリオマネジメント部長

訴外 D：大阪支店長

2. 事案の概要

X は、平成 14 年度まで信託銀行 5 行、生命保険会社 1 社に積立金を信託したり、保険契約を締結するなどして運用してきたが、国内株式市場の低迷によって平成 12 年度ないし 14 年度における運用実績が連続してマイナスとなっていた。そのため平成 15 年 2 月 3 日に開催された財政運営委員会において、①新たに投資顧問会社 2 社（Y および UFJ アセット）と年金投資一任契約を締結し、それぞれ 10 億円の運用を任せること、②運用スタイルについてバランス型で行うことが決定された。当日、X は、Y との間で、本件受託資産の運用について年金投資一任契約を締結し、UFJ 信託銀行との間では、平成 15 年 4 月 1 日、年金特定金銭信託契約を締結した。

同契約及び年金投資一任契約細則（以下「本件細則」という）によれば、

²⁵⁹平成 16 年（ワ）第 10915 号、判例時報 1963（2006）号 88 頁。

Xは、本件受託資産の運用に関し、Yに対して、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断の全部を一任し（本件投資一任契約2条）、投資を行うのに必要な権限を委任することとされていた（本件投資一任契約3条）。ただし、同契約に定める受託資産の額、運用に関する特別な指定事項等については、XとYの協議の上、本件細則に定めるものとし（本件投資一任契約6条）、資産の運用の割合については、原告の指示があった場合それに従うものとするとした（本件細則2（2））。

なお、同委員会において、Xは、Yに運用を任せる10億円について、当初は国内株式の比率が少なく債券の比率が高いローリスクの安定型の運用をし、国内株式市場が好調であればすぐに国内株式の比率を高くした運用をするとの意見を述べていた。そして、平成15年2月20日に行われた第81回代議員会で本件事項が承認された。上記のように財政運営委員会及び第81回代議員会を経て本件事項が可決されたものの、そこでは新たに契約する投資顧問会社の選定と運用スタイルを「バランス型」で行うということが決定又は承認されたにとどまり、ファンド構築期間の設定については特に定められなかった。

その後、Yは、Xから年金投資一任契約の相手として採用されたとの通知を受け、平成15年2月26日、ポートフォリオマネジメント部長である訴外C及び大阪支店長である訴外DをXの事務所に訪問させ、同人らが平成15年度の市況の見通しを説明し、上記見通しに基づき策定されたアセットミックスを記載する「来年度資産配分計画」（以下「本件計画」という）を訴外Aに交付し、本件計画を提案した。

本件計画は、中心値（本件計画ないし本件ガイドラインにおける投資対象の基本時価構成割合をいう）をみれば基本的にはローリスク型であって国内債券に比して国内外株式の構成割合が小さかったが、許容乖離幅が大きく設定されており、市況に応じて国内株式の構成割合を大きくするなどしてミドルリスク型の運用をすることも可能なものであった。訴外Bは、当初はローリスク型の運用をすることを訴外Aに提案し、訴外Aはこの提案を了解し、平成15年3月24日、「投資顧問業者にかかる資産配分計画について」と題する書面を起案し、これに本件計画から抜粋したアセットミックスが記載された書面を添付して丙川の決裁を仰ぎ、同日、丙川は本件起案を15分程度読んだ後、これを決裁した。

なお、丙川の決裁を受けた本件起案には未だファンド構築期間の設定についての記載がなかった。

続いて訴外Bは、本件計画及び本件起案に基づいて、「資産配分ガイドラインについて」と題する書面を起案した。訴外Aは、平成15年3月26日、訴外Bから本件ガイドライン書面の提示を受け、同書面に自らが保管していた丙川の印鑑登録済みの印章を押印し、これをもって本件ガイドラインはY

に提示される場所となった。

なお、本件ガイドライン書面には、それまでの書面とは異なり、ファンド構築期間の設定に関し、「本資産配分ガイドラインは、平成15年4月1日から適用する。なお、平成15年4月1日から平成15年5月31日までの間を移行期間として認めることとする」と初めて記載されていた。その後、訴外Aがファンド構築期間の設定について何らかの決裁又は承認を受けたことはなかった。

平成15年5月31日経過時の本件受託資産のアセットミックスは、国内債券が15.8%、国内株式が8.5%、外国債券が4.3%、外国株式が0%、短期資産が71.3%からなり、本件アセットミックスとは乖離した状態となっており、本件受託資産の大部分が未だ短期資産に割り振られたままであった。

訴外Bは、平成15年5月29日、訴外Aに電話をかけ、国内外の株式相場や債券相場が下落するとの見通しから、国内外債券、国内外株式の組入れを控えたために平成15年5月29日時点でのアセットミックスが本件ガイドラインとは乖離した状態になっていることを伝えたが、訴外Aはその会話の中で訴外Bに対して「分かりました。」と述べた。

Yは、平成15年6月11日、実際のアセットミックスが本件ガイドラインで示された割合とは乖離した状態になっていることが記載されている運用報告書を訴外Aに送付した。そして、訴外Aは同月25日、X事務所を訪問した訴外Dに対し、外国株式が全く組み入れられていないことについて苦情を述べた。

XとYとは、平成15年7月25日、四半期ミーティングを開き、訴外Bから「本件レポート」と題する書面が訴外Aに交付された。本件レポート1頁の「1 総合（1）運用実績（時間過重収益率）の四半期」の部分には「ファンド構築期間中につきご参考扱い」と記載されていた。上記四半期ミーティングにおいて、訴外Aは訴外Bらに対し、「5月位は組入れのチャンスもあったのではないか」、「あと3四半期残ってはいるが、挽回は難しいだろう。せめてかっこうがつく程度まで持っていてもらえればと思う。」と述べた。

訴外Aは、平成15年9月17日のXの理事会において、「Yに同年5月31日までにアセットして欲しいと契約していたのに、それがされていないのは被告の契約違反である。」旨の発言をした。

訴外Aは平成15年9月24日の代議員会において、「同年7月25日に訴外BからYの運用実績が低迷していることについての理由を聞いた、契約違反とのからみでYに対する報酬がどうなるのかについて、Yの運用責任者を呼んだ上で、財政運営委員会として説明を聴くことにしたい。」旨の発言をした。また訴外A以外の代議員からも被告の同年5月31日までにアセットされていないのは契約違反である旨の発言がされた。

Xは平成15年11月5日、訴外B及び訴外Eから事情を聴取するための財

政運営委員会を開催し、訴外 B 及び訴外 E が出席した。席上、訴外 B は、「特に国内株式が上半期約 30%上昇する中で他社に比べて少なかったことが非常に大きかったと認識している」と発言したが、本件延長合意については言及しなかった。

訴外 A 並びに原告の己田委員長、訴外 B 及び訴外 E は、平成 15 年 11 月 20 日、X の事務所で面談し、その際、Y 側からアセットミックスをよりハイリスク・ハイリターンを指向したものに變更する提案がされた。また、本件アセットミックス遵守義務違反が問題となったが、訴外 B は、XY 間で本件延長合意が成立している旨を述べた。

X は、Y の提案を検討した上、平成 15 年 12 月 3 日、Y に対し、變更ガイドラインを提示した。

變更ガイドラインは、本件ガイドラインに比し、国内債券の構成割合を下げ、主に国内株式の構成割合を上げたもので、超ハイリスク型というべきものであった。そして、變更ガイドライン提示後、国内株式市場が好調に推移したことにより、国内株式を多く組み入れていた Y の運用成績は急激に向上し、Y 実績値は 10 億弱となった。

なお、X は、国内株式市場が好調であったことを受けて、平成 15 年 7 月 3 日や同年 11 月 18 日に UFJ 信託銀行や UFJ アセットとの間でも適宜アセットミックスを變更し、国内株式の割合を上げたガイドラインを提示していたが、それらのアセットミックスは国内株式の中心値をいずれも 34 ないし 35%とするものであって、国内株式の中心値を 50%とした變更ガイドラインほどの超ハイリスク型ではなかった。

結局、平成 16 年 3 月 31 日の本件投資一任契約の解除時点における元金を含めた最終的な運用実績は 10 億 9707 万 9000 円であった。

平成 16 年 1 月 28 日、X、Y に対し、本件投資一任契約を平成 16 年 3 月 31 日をもって解除すると意思表示をした。

以上の事実に基づき、X は、Y に対して、本件投資一任契約上ガイドラインをもって定められた資産構成割合を Y は遵守せず X に損害を与えた（平成 15 年 5 月 31 日に本件ガイドラインに基づいてファンドを構築した上、同年 12 月 3 日以降は變更ガイドラインに基づいてファンド構築したと仮定した場合の推計値と被告実績値との差額である 2692 万 6000 円）と主張して、債務不履行に基づく損害賠償を請求した。

二. 判決要旨

1. 主文

原告の請求を棄却する

2. 争点に対する裁判所の判旨

XはYに対して、本件投資一任契約上ガイドラインをもって定められた資産構成割合をYは遵守せずXに損害を与えた（平成15年5月31日に本件ガイドラインに基づいてファンド構築した上、同年12月3日以降は変更ガイドラインに基づいてファンドを構築したと仮定した場合の推計値と被告実績値との差額である2692万6000円）と主張して、債務不履行に基づく損害賠償を請求した。

Xの請求に対して、Yは①資産構成割合の一時的な乖離は投資顧問業者の裁量の範囲である。②ファンド構築期間延長（5月31日から同年7月末日とする合意）について、その権限を有していたBとの合意がある。③仮にYに本件アセットミックス遵守義務違反があったとしても、それによる損害は発生していないとの主張に対して以下のように判断した。

①. 被告が本件受託資産について本件アセットミックスから乖離した運用をした場合に債務不履行責任を負うのか

「投資一任契約における投資顧問業者の投資判断は、優れた専門的なものであり、流動的な市場に合わせて迅速柔軟な判断が要求されるものであるから、被告のような投資顧問業者に一定の合理的裁量が認められるのは明らかである。しかしながら、厚生年金基金受託者責任ハンドブックや関係法令（厚生年金保険法136条の4、厚生年金基金規則41条の5第1項1号、42条1項、4項参照）によれば、資産配分規制が撤廃されて運用の専門化・分散化が進む中、厚生年金基金はリスクとリターンを考慮して政策アセットミックスを策定した上で各受託機関に対しても個別に具体的なアセットミックス等を提示しなければならないとされているし、本件投資一任契約上も資産運用割合において原告の指示があった場合にそれに従うものとされているのであるから、投資顧問業者である被告の合理的裁量も無制限とはいえず、被告は本件投資一任契約上、原告から提示された本件アセットミックスを遵守する義務を負っているものと解される。そして被告の合理的裁量の範囲については、通常の場合はアセットミックスの上限ないし下限から特段の理由もなく乖離した値で本件受託資産の運用をすることは本件アセットミックス遵守義務に違反するものとして債務不履行となるものと解される。そして、本件においては、ファンド構築期間の最終日である平成15年5月31日経過時において実際に行われていたアセットミックスが、前記認定のとおり、本件アセットミックスから乖離している状態になっていたのであるから、被告は、本件アセットミックス遵守義務違反による債務不履行責任を免れない。」

- ① .原告と被告との間でファンド構築期間の終期を平成 15 年 5 月 31 日から同年 7 月末日とする合意（以下「本件延長合意」という）が成立していたか

ア. 訴外 A の権限について

「……訴外 A が Y との間でファンド構築機関を設定するに当たって代議員会、理事会、財政運営委員会及び丙川から事前に承認又は決裁を得ていなかったことは明らかである……事実関係の下においては、ファンド構築機関の設定は常務理事への委任事項に含まれていないものの、X において、訴外 A はファンド構築期間の設定を単独で決定する権限を有していたものと認めるのが相当である。……そして、①上記のように甲野からファンド構築期間を設定する権限を有していたことに加え、②同人が前記（1）アのとおり、の経歴を有し、年金資産の管理及び運用に関する業務を執行する運用執行理事と常務理事を兼任する者であったことや同人の原告における立場によれば甲野は常勤の理事として実質的に原告の実務一般を専ら取り仕切る者であったと認めるのが相当であることを併せて考えれば、上記ファンド構築期間の設定権限の延長線上にあり、これよりも軽微なものと認められるファンド構築期間の延長を決定する権限を甲野が有していたものと優に認めることができる。」

イ. 本件延長合意の成否について

「……⑤前記認定のとおり、甲野が乙山との会話の中で「分かりました。」と述べた言葉の意味は多義的であり、甲野が被告の本件アセットミックス尊重義務違反を問題にしていた事実経過の下において、上記の言葉のみをもってファンド構築期間延長の申し込みに対する甲野の承諾の意思表示の有無を判断することは相当でないこと、⑥ファンド構築期間設定の場合にはその内容が書面で明示されていたところ、本件延長合意については格別書面が作成されていないこと、それらの諸点に照らせば、上記の「分かりました。」との返答をもって、乙山の本件延長合意の申し込みに対する甲野の承諾と認めるには足りないと言わざるを得ない。なお、前記 1 (6)イに認定した平成 15 年 7 月 25 日付けの本件レポート 1 頁の「ファンド構築期間中につきご参考扱い」との記載の存在も、当時の甲野らと乙山との前示のやり取りに照らせば、これをもって上記認定を覆すに足りないというべきものである。以上より、本件延長合意の成立は認められないから、被告は、本件アセットミックス遵守義務違反による債務不履行責任を免れ

ない。」

(6). 損害の発生及びその額

ア.「そもそも本件において X が主張する損害は、ファンド構築期間が遵守されていたれば得られたであろう本件推計値と被告実績値の差額である。すなわち X は、Y 実績値が同額の資金を同一の期間に運用した UFJ アセットの実績値に比して約 8000 万円劣後していることに照らせば、変更ガイドラインは、ファンド構築期間の遵守のいかんにかかわらず、UFJ アセット等との遅れを挽回するために必ず提示されたはずであるから、推計値の算定に当たっては、平成 15 年 6 月 1 日から同年 12 月 2 日までの間は本件ガイドラインに基づきアセットされ、さらに同月 3 日から平成 16 年 3 月 31 日までの間は変更ガイドラインに基づきアセットされたはずであると仮定し、この仮定を前提とする本件原告推定値と被告実績値との差額を本件における損害として算定すべきである旨主張する。……しかしながら①積立金の管理及び運用に関する基金の業務を執行する運用執行理事を兼任していた甲野は、当法廷において「本件ガイドライン通りにアセットされていたら、変更ガイドラインと全く同じアセットミックスとはならず、変更ガイドラインに比して国内株式の割合はもっと低かった。」旨を明確に供述していること。……④前記認定のとおり、甲野は平成 15 年 7 月 25 日の四半期ミーティングの時点で挽回は難しい、ある程度まで持って言ってもらえばよい旨発言しているのであって、このことから甲野は、上記時点までに被告の実績値と他社の実績値との間に約 7000 万円の差が生じていることから、今後、劣後している被告が上記の差を挽回することは極めて困難であると考えていたと認められることを併せて考えると、本件において、ファンド構築期間が遵守されたかどうかにかかわらず UFJ アセットの実績値との差を挽回するためにあえて超ハイリスク型である変更ガイドラインが提案されたとは容易に首肯できない。むしろ、上記①ないし④に説示したところによれば、被告からよりローリスク型のアセットミックスが提案されていた蓋然性が高かったものと認めるのが相当である。」

イ. 進んで、本件受託資産を推定アセットミックスに基づいて運用をした場合に推定される損害額（以下「推定損害額」という）についてさらに検討するに……②他方、運用執行理事を兼任していた甲野が当法廷において「本件でファンド構築期間が遵守されていたら国内株式の構成割合は他の同様の 34%程度に留まった可能性がある。」旨を明確に供述しており、これらによると推定アセットミックスにおける国内株式の割合は 34%程

度になることが伺われること、③被告の試算によれば、仮にファンド構築期間が遵守されたと仮定した場合に達成し得るその推計値は被告実績値を下回るものとなることを併せ考えると、被告には前説示のとおり本件アセットミックス遵守義務違反があるものの、仮にその違反がないとした場合にも、その後に被告実績値を上回る結果をもたらす内容の推定アセットミックスが提示されたと想定することは著しく困難であり、結局、被告の上記の義務違反により原告の損害が発生したと認めることはできないと言わざるを得ない。」

以上によれば、原告の本件請求は理由がないからこれを棄却することとし、主文のとおり判決する。

三. 検討

1. 本件判決の意義

本件はアセットミックスの構築期間の延長について、合意の成立が曖昧であるため、その間のアセットミックスの尊重義務違反の有無が問われた事件である。

投資顧問業者は基金が提示する基本方針と運用ガイドライン等を遵守しなければならない点に対して注意義務がある²⁶⁰。また資産運用の割合に関するアセットミックスは実務上ガイドラインという形で年金基金から提示されるが、このガイドラインは法的なルールではなく、形式的には契約書でもない。しかしながら実務上年金基金はガイドラインを契約書の一部であると考えているのが一般的である²⁶¹ため、ガイドラインの一部である、提示されたアセットミックスに違反した場合には注意義務違反として受託者責任が問われ、債務不履行による損害賠償責任が生じる可能性がある。本件においては、アセットミックス尊重義務違反における判断の枠組みを示した判例として意義があるように思われる。また実務上どのようにアセットミックスをガイドラインに示すべきかということについても参考になる判例であると思われる。

2. 争点に対する判断

(1). 争点①についての判断

²⁶⁰ 報告書・前掲注(122)34頁。

²⁶¹ 報告書・前掲注(122)36頁。

裁判所はまず年金基金と投資顧問業者の両者の受託者責任の関係の角度から、投資顧問業者の資産運用の専門家としての立場及び、流動的な市場に合わせて迅速柔軟な判断が求められるという要素を考慮し、投資顧問業者に一定の裁量権を認めていることを指摘した。これは資産運用のプロとしての視点、また資本市場の特徴からなる判断であり、妥当であるように思われる。

従って、厚生年金基金受託者責任ハンドブックや関係法令に基づき、厚生年金基金にはリスクとリターンを考慮して政策アセットミックスを策定し、各受託期間に対しても個別に具体的なアセットミックス等を指示すべき義務があるとし、投資顧問業者は年金基金がその指示があった場合にはそれに従うものとされ、その範囲内で裁量権が認められていたとした。すなわち、投資顧問業者は投資のプロであるからといって無制限の裁量権を有しているのではなく、示された範囲内で裁量権が認められるとした。本件においては実務上アセットミックスの上限ないし下限値が設定されていることが多いことを考慮して、裁量権の範囲を「上限値ないし下限値」にした。本件におけるアセットミックスは基本的にはローリスク型であって市況に応じてミドルリスク型の運用をすることも可能であることから判断すれば、同年5月31日経過時の乖離の幅は、許容乖離幅を大きく超えていたと想定することができる²⁶²。

したがって、裁量権を逸脱した場合には直ちに注意義務違反による債務不履行が問われるか否かであるが、資本市場の特徴を考え、投資顧問業者が年金基金から示された資産配分の範囲を一時的に超えることは顧客の委任の本旨に反せず、かつ、一時的である限りにおいては、投資顧問業者が判断する裁量の範囲である²⁶³とすべきであり、この場合にはその逸脱（本件ではアセットミックスとガイドラインの乖離である）が、一時的であり、また委任の本旨に反するかどうかを判断する必要がある。

この点につき、本件において裁判所は「特段の理由もなく乖離した値で受託資産を運用することはアセットミックス遵守義務違反」になるとしたが、裁判所は「委任の本旨に反するか否か」の判断を「特段の理由があるか否か」の判断に置き換えた。したがって、ここでは証明責任の転換が生じるわけである。具体的にいえば、原告側が乖離の事実を証明し、被告側が乖離した場合の特段の事実の有無について証明する責任が生じる。本件においては「特段の理由」についての判断が明白ではない。

なお、実務上翌月の一定期間内に許容限度内に戻せばよいという「リバランス期間」を設定して対応しているケースが多いが、本件において仮に「リバランス期間」が設置されたのであれば、アセットミックスの遵守義務違反

²⁶² 石田清彦、「判批」ジュリスト1390号（2009）142頁。

²⁶³ 報告書・前掲注(122)37頁。

は認定されていないかもしれない。

なお、本件においてガイドライン等を作成する際に、投資顧問業者のポートフォリオマネジャーがまず市況を見通し、その見通しに基づきアセットミックスを年金基金側に提案する。また、年金基金は提案に基づきガイドラインの提示をすとしたが、この点中国の年金基金の実務にも参考になると思われる。

(2)．争点②について

本件において、ファンド構築期間の設定はYが本件計画及び起案に基づいて起案したガイドラインによって定められているが、訴外Aは理事長等の了承を得ることなく、それに押印した。それをもって、XはYにガイドラインを提示することとなった。これに対して、裁判所は訴外Aは年金資産の管理及び運用に関する業務を執行する運用執行理事と常務の理事として実質的に原告の実務一般を専ら取り仕切る者であったと認めるのが相当であるという事実関係のもと、訴外Aには権限があることを認めた。したがって、その延長線上にあるファンド構築期間の延長についても権限があることを認めた。さらに、「ファンド構築期間設定の場合にはその内容が書面で明示されていたところ、本件延長合意については格別書面が作成されていないこと」とのXの主張を取り入れ、ファンド構築期間の延長の合意について否認した。

訴外Aにファンド構築期間の設定に関する権限を有しているか否かにつき、理事会において管理運用業務の執行に係る意思決定を行い、理事長は基金を代表して管理運用業務を執行する。また理事（常務理事、運用執行理事等）は、理事長の定めるところにより、理事長を補佐し、管理運用業務を執行することができる（旧厚年法第120条）。理事長の事情を考えると、理事長を補佐する常務理事に管理運用業務の権限が与えられる裁判所の判断は妥当であるように思われる。ただそれを理事会に事後的に報告していないことによって常務理事の注意義務違反による任務懈怠責任が生じるおそれがある。

また、ファンドの構築期間の延長についてもアセットミックス尊重の義務違反と損害額の認定に関わる重要な事項である以上、その内容が書面で明示されなければならない、この点につき「投資顧問業者」は金融商品取引法上の投資助言・代理業（同法二八条三項）ないし投資運用業（同法二八条四項）となるため、金融商品取引業者として契約締結前の書面交付義務（三七条の三第一項・第二項）と契約締結時の書面交付義務（三七条の四）違反が問われる。それに違反した場合には行政処分の対象となり得る²⁶⁴。またファンド

²⁶⁴ 池田秀雄「本件判批」銀行法務21 670号(2007)40頁、石田清彦「本件判批」ジュリスト1390号(2009)

構築期間は時間リスクがあるため、前もってはっきりした日にちを決められない場合にはその旨を年金基金と報告しながら理解を得るのが受託者として正しいスタンスであるように思われるが、本件において、Yはファンド構築をいつまで守れるかという見通しなどについては何も説明していないのは運用の専門家としての基金側に対する報告義務をきちんと果たしていなかったと言える。その後6月25日、7月25日また9月になっても訴外A及びXにアセットミックスの乖離を指摘されつつありながら、アセットミックスに沿うように直さなかったのは債務不履行責任を負うという裁判所の判断は正しいと思われる。

(3). 争点③について

裁判所は「原告推計値」と「被告実績値」の差額という判断の枠組を示したが、「推計値」と「実績値」をどのように認定するかが問題になる。

Xは「原告推計値」を同額の資金を同一の期間に運用したUFJアセットの実績値に比して約8000万円劣後していることからそれを挽回するために変更ガイドラインが提示されたことから、8000万円にするとした。これに対して裁判所はファンド構築期間が遵守されたか否かにかかわらず、必ず変更ガイドラインが提示されたことを前提とするXの主張に対し、50%のハイリスク型の変更ガイドラインが提案されたのは「ファンド構築期間の延長の成否を巡る双方の見解の対立が背後に存在した」と認めつつ、仮にファンド構築起案が遵守されていれば、本件ガイドラインを変更する場合においても、Yからよりローリスク型のアセットミックスが提案される蓋然性が高かったものとし、訴外Aの34%程度の割合を推定アセットミックスとした。思うに本件はファンド構築期間が遵守されなかったことによって被る損害であるがゆえに、遵守されたらどうなるかによって推定値を決めるべきであるが、本件においては仮に遵守されたとしても、国内株式市場が好調であったことを受けて、他の運用業者ともガイドラインを変更したことを考慮し株式の割合を他社と同じく34%に設定した、したがって、その場合は短期資産を許容乖離幅の上限である20%まで組み込んで、残りを4資産(国内債券、国内株式、外国債券、外国株式)の中心値に応じて分配したものと仮定したが、裁判所の判断妥当であるように思われる。ただし、裁判所が認定した原告推定値が被告実績値を下回る実態から、Yの上記の義務違反によりXに損害が発生したと認めることはできないという結論にはやや違和感を感じる。すなわち、変更ガイドラインが提案される以前の時間内にファンド構築期間が遵守されたなら推定値と被告実績値を持って損害額を計算したら異なる

結果になったかもしれない²⁶⁵。

3. まとめ

年金基金と投資顧問業者の両者の受託者責任の関係の角度から、投資顧問業者の資産運用の専門家としての立場及び、流動的な市場に合わせて迅速柔軟な判断が求められるという要素を考慮し、投資顧問業者に一定の裁量権を認めるべきである。したがって、裁量権を逸脱した場合には直ちに注意義務違反による債務不履行が問われるか否かであるが、資本市場の特徴を考え、投資顧問業者が年金基金から示された資産配分の範囲を一時的に超えることは顧客の委任の本旨に反せず、かつ、一時的である限りにおいては、投資顧問業者が判断する裁量の範囲であるとすべきであり、この場合にはその逸脱が、一時的であり、また委任の本旨に反するかどうかを判断する必要がある。本件において裁判所は「特段の理由もなく乖離した値で受託資産を運用することはアセットミックス遵守義務違反」になるとしたが、裁判所は「委任の本旨に反するか否か」の判断を「特段の理由があるか否か」の判断に置き換えた。したがって、ここでは証明責任の転換が生じるが、具体的にいえば、原告側が乖離の事実を証明し、被告側が乖離した場合の特段の事実の有無について証明する責任が生じる。

実務上、ファンドの「リバランス期間」を設置するのが望ましい。従って、ガイドライン等を作成する際に、投資顧問業者のポートフォリオマネージャーがまず市況を見通し、その見通しに基づきアセットミックスを年金基金側に提案し、年金基金は提案に基づきガイドラインの提示をする。

また、ファンドの構築期間の延長についてもアセットミックス尊重の義務違反と損害額の認定に関わる重要な事項である以上、その内容を書面で明示しなければならない、前もってはっきりした日にちを決められない場合にはその旨を年金基金と報告しながら理解を得るのが受託者として正しいスタンスである。

なお、裁判所が示した「原告推計値」と「被告実績値」の差額という判断の枠組も今後参考になる。

第三節 信託銀行の年金信託における注意義務—分散投資助言義務²⁶⁶ (平成 25・3・29 大阪地判)

一. 事案の概要

²⁶⁵ 石田・前掲注(262)143頁。

²⁶⁶ 損害賠償請求事件、大阪地判／平成 22 年（ワ）第 18097 号

1. 当事者

X 厚生年金保険法（以下「厚年法」という）に基づき、九州地区のガソリンスタンド、石油販売事業を営む事業法人 426 社を設立事業所として、昭和 46 年 2 月 1 日に設立認可された厚生年金基金（「基金」という。）である。

Y 銀行業及び信託業等を営む株式会社であり、金融商品の販売等に関する法律（以下「金融商品販売法」という。）所定の金融商品販売業者等である。

2. 事実経過

Xは昭和 46 年 4 月 7 日、Yら 6 社との間で、X を委託者兼受益者、Yら 6 社を共同受託者として年金信託契約（以下「第 1 契約」という）を締結した。

Y は、第 1 契約締結以来、総監事受託機関として、X の業務運営に関与してきた。

Y は、平成 14 年 8 月頃まで、「第 1 契約」及び原告が作成して被告に提示した「第 1 契約」に係る運用指針（運用ガイドラインを含む。）に基づき、原告から受託した財産の運用として、「いわゆる伝統四資産」（国内債権、外国債権、国内株式、外国株式）への投資を行ってきた。

X は、同月 29 日、X 代表者の知人で、株式会社乙山年金運用研究所の代表取締役である乙山春男（以下「乙山」という）を年金運用コンサルタントとして採用した。X は、乙山の採用以降、「第 1 契約」の共同受託者であった三井アセット信託銀行及びみずほ信託銀行との信託契約を解約した。X は、乙山の採用以降、資産構成割合を変更し、オルタナティブ資産（伝統四資産以外の資産をさし、不動産投資信託「J-REIT」や不動産ファンドなどがこれに当たる。）の割合を増加させた。

X は、平成 15 年 9 月 29 日、理事会及び代議員会において不動産ファンドへの出資を可決し、それを受け、X と Y との間で、同年 10 月 17 日、「第 1 契約」の内容を変更する旨の契約が締結され、出資対象として不動産ファンドが含まれた。

Y は、平成 16 年 6 月頃、乙山に対して、投資顧問業及び投資事業を行っている株式会社ダヴィンチ・アドバイザーズ（以下「ダ・ヴィンチ」という）の担当者である丙川夏彦（以下「丙川」という）を紹介し、乙山は、以降、X に対し、ダ・ヴィンチが組成する私募不動産ファンドへの出資を推奨するようになった。

X は、同年 7 月 26 日、資産運用委員会において、丙川からダ・ヴィンチが組成する私募不動産ファンドである「オフィスファンドⅢ」についての説明を受け、「オフィスファンドⅢ」に投資する方針となり、X 理事会及び代議員

会は、同年9月22日、「オフィスファンドⅢ」への25億円の出資に同意し、Yにその旨の同意書を提出した。

Xは、Xの意思が通らない体質であることを理由に、平成16年8月1日付けで三菱信託銀行との信託契約も解約し、同月13日、同社が受託していた信託財産を被告に移管したため、同日以降、Yが「第1契約」の単独受託者となった。

Xは、同年9月27日、Yとの間で、Xを委託者兼受益者、Yを受託者とし、信託財産を25億円とする「第2契約」を締結した。「第2契約」では、委託者であるXは、受託者であるYに対し、信託財産の運用に関する基本方針及び運用ガイドラインを提示することができるものとし、提示があった場合には、受託者は委託者との協議に基づき運用すると定められていたが、YによるXの基金に係る資産（以下「基金資産」という）全体の分散投資についての助言義務は定められていない。

「第2契約」に基づいて設定された信託は、単独運用指定金銭信託である（以下「指定単」という）。Xは、「第2契約」に係る運用指針において、資産構成割合について、不動産ファンドが100%と指定した。

Yは、「第2契約」に基づき受託した25億円を「オフィスファンドⅢ」に出資した。

Xは、同年11月29日、ダ・ヴィンチの組成する私募不動産ファンドである「3号ファンド」（オポチュニティ型の私募不動産ファンド）への出資に同意する旨の同意書をYに提出し、Yは、同年「第2契約」に基づき受託した資産から、「3号ファンド」に50億円を出資した。

Xは、平成17年3月11日、ダ・ヴィンチの組成する私募不動産ファンドである「オフィスファンドⅣ」（コア型の私募不動産ファンド）への45億円の出資に同意する旨の同意書をYに提出し、Yは、同月、「第2契約」に基づき受託した資産から、「オフィスファンドⅣ」に45億円を出資した。

Xは、同年4月28日、「3号ファンド」への50億円の追加出資に同意する旨の同意書をYに提出し、Yは、同日、「第2契約」に基づき受託した資産から「3号ファンド」に50億円を追加出資した。Xは、同年10月26日の資産運用委員会で、ダ・ヴィンチの組成する私募不動産ファンドである「4号ファンド」（オポチュニティ型の私募不動産ファンド）への150億円の出資を検討し、平成18年2月3日、上記出資に同意する旨の同意書をYに提出し、Yは同年3月、「第2契約」に基づき受託した資産から、「4号ファンド」に150億円を出資した。Xは、同年12月8日、「4号ファンド」への150億円の追加出資に同意する旨の同意書をYに提出し、Yは、「第2契約」に基づき受託した資産から、「4号ファンド」に上記出資と併せて累計329億あまりを出資した。

Xは、平成19年3月20日、ダ・ヴィンチの組成する私募不動産ファンドである「コアファンドⅠ」への62億円の出資に同意する旨の同意書をYに提出

し、Yは「第2契約」に基づき受託した資産から、「コアファンドⅠ」に62億円を出資した。

Yは、平成20年7月11日、ダ・ヴィンチの組成する私募不動産ファンドである「5号ファンド」(おポチュニティ型の私募不動産ファンドである)への最大100億円の出資に同意する旨の同意書を被告に提出し、Yは、ダ・ヴィンチとの間で、「5号ファンド」に対する出資枠100億円の匿名組合契約を締結し、「5号ファンド」への出資確約を行ったが、平成23年2月10日付けの終了契約により、出資がされないまま解約された。

Xは、Yに対し、「オフィスファンドⅢ」に係る信託報酬として、3424弱、「3号ファンド」に係る信託報酬として2億円弱、「オフィスファンドⅣ」に係る信託報酬として5223万弱、「4号ファンド」及び「コアファンドⅠ」に係る信託報酬として4億弱を支払った。

Xは、「オフィスファンドⅢ」から14億円弱、「オフィスファンドⅣ」から52億円弱、「3号ファンド」から4億円弱の合計72億円弱の利益をそれぞれ得た。

Xは、「4号ファンド」から115億円弱しか回収できなかったため214億円弱の損失を被り、「コアファンドⅠ」から14億円弱を回収できなかったため47億円弱の損失を被り、損失額の合計額は、261億円弱となった。

XはYに対し、

- ① Yに、Xの基金資産全体の分散投資のために、平成18年2月3日付け、同年12月8日付け及び平成19年3月20日付けの各増額契約又は増額指図の受託を差控えるべき注意義務違反があると主張し、債務不履行又は不法行為による損害賠償請求権に基づき、主位的請求として263億余り及び遅延損害金の支払を求め、第2次予備的請求として209億余り及びこれに対する遅延損害金の支払いを求める。
- ② Yに、安定運用すべき年金資産を5年から8年の運用期間に投資対象不動産の価値が20%~30%程度下落しただけで、出資元本全額が毀損されるリスクがあるハイリスク商品であり、人的・資本的倒産隔離に、基金の全資産の75%を出資した注意義務違反があると主張し、債務不履行又は不法行為による損害賠償請求権に基づき、第1次予備的請求として261億円弱及び遅延損害金の支払いを求める。
- ③ Yに、「第2契約」締結時及び各増額契約締結時に、個別の私募不動産ファンドのレバレッジリスク(私募不動産ファンドが投資家からの出資金以外に外部からの借入金を不動産の購入資金にあてることで、利益率は高まるが、借入金の返済が出資金の返還よりも優先されるために損失が膨らむ危険性があること)を具体的に説明しなかった注意義務違反があると主張し、不法行為による損害賠償請求権に基づき、主位的請求とし

て 263 億円弱及びこれに対する遅延損害金に支払いを求め、第 3 次的予備的請求として 197 億円弱及びこれに対する遅延損害金の支払いを求め、第 4 次的予備的請求として 140 億円弱及びこれに対する遅延損害金の支払いを求めている。

二. 判旨

主文 X の請求をいずれも棄却

争点 (一) . 助言義務違反の有無

1. 厚年法、厚生年金基金令及び厚生年金基金規則は「労働者の老齢、障害又は死亡について保険給付を行い、労働者及びその遺族の生活の安定と福祉の向上に寄与するという厚年法 1 条所定の目的を達成するために、基金に対し、基金資産の分散投資義務を課し、そのために、基金が自ら基金資産の構成割合及び運用受託機関の選任に関する事項等を定めた基本方針を定めるとともに、運用指針を作成して運用受託機関に交付し、運用受託機関に基本方針の趣旨に沿って運用すべきことを示すことを義務付けており、運用受託機関は、基金によって示された運用指針を遵守し、委託された範囲内で基金との協議に基づいて運用することが義務付けられているのであり、運用受託機関に対し、委託された範囲を超えて基金資産全体の分散投資についての助言義務は課していない。」とし、「厚生省ガイドラインでは、管理運用業務について、基金の理事に、理事として社会通念上要求される程度の注意を払うことを義務付け、特に理事長等は『管理運用業務に精通している者』が通常用いるであろう程度の注意を払って業務を執行しなければならないとして、基金の理事（特に理事長等）に高い注意義務を課した上、理事長等が自らに基本方針策定のための能力が不足していると考えられる場合、年金運用コンサルタント等に助言を求めることが考えられるとしているのである。」

2. 第 2 契約において、Y による X の基金資産全体に対する分散投資義務についての助言義務の定めはないのであるから、旧信託法 20 条、第 1 契約、第 2 契約所定の運用受託機関である Y に課せられた善管注意義務は、Y に委託された範囲を超えて基金資産全体の分散投資についての助言義務を含んでいない。

民法上の委任においては、委任者の指示が不適切であった場合に、受託者はその指示と漫然と従うべきではないと一般的に解されているが、上記厚年法等の規定に照らすと、年金信託の場合にこれと同様に解すべき根拠

はない。米国のエリサ法においては、『共同受託者の責任』が定められ、基金の策定した基本指針が誤っていた場合（基金が受託者責任に反する行為を行っている場合）、運用受託機関は、基金に対して問題点を指摘し、場合によっては基金に問題点を修正させる働きかけをしなければならないとされているが日本の厚年法等の規制は、これとは異なっている。

3. 「また、金融庁において、いわゆる AIJ 事件を契機に、①平成 24 年 9 月 4 日に、基金の運用受託機関となる信託銀行に対し、信託銀行が基金に分散投資義務違反が生ずるおそれを把握した場合、基金等への通知義務を課す方向で金融商品取引業等に関する内閣府令の改正を予定しており、同改正につき義務規定ではなく、努力規定とすべきであるとのパブリックコメントに対し、基金から各運用受託機関に総資産額等の通知をすることを前提に、一つの運用受託機関が当該基金から資産の相当部分を受託した場合、自らが運用している資産が分散投資義務に違反しているおそれがあるかどうかについて把握できるときは、基金に対して通知を行うことを義務付けることが合理的であることを理由に、行政処分の対象となる法的義務とする見解を表明しており、②兼営法施行規則 23 条 2 項を改正して、指定単の受託者から基金に対する資金資産の分散投資に関する通知義務を法定することを予定し、さらに監督指針において、通知義務の履行にもかかわらず、基金の分散投資義務違反のおそれが解消しない場合、受託者に『協議義務』及び『受託者の辞任』を前提とした監督方針の新設を予定しているが、これらの改正は、監督指針だけでなく内閣府令の改正をも含むこと、一般社団法人信託協会が厚生労働省に設置された有識者会議において AIJ 事件を契機として発覚した問題状況に対する対処として、基金資産全体の分散投資に係る助言を行うことを目指すべき対応として提案していること……からも、現行法下の規制を確認したものではなく、現行法下で上記助言義務が存在しないことを裏付けているものであることが明らかである。

4. X は「新規オルタナティブ資産組入れに際してのリスク特性についての X との十分な事前協議義務」を定めた運用指針は、バランス型運用である第 1 契約において Y に示したものであり、私募不動産ファンド特化型である第 2 契約についてはこれを示しておらず、上記運用指針が第 2 契約には適用されないので、上記運用指針を根拠に上記助言義務を認めることはできない。なお、Y が X の基金資産全体の資産構成割合を知り得たとしても、上記結論は左右されない」。

5. X が第 2 契約において、Y に対して、X の基金資産全体の資産構成割合に

ついて相談をしたことはないし、助言をしたこともなく、それを了承する立場にもなかったのであるから、Yに信義則上の助言義務を認めることもできない。

6. 仮に、例外的にYにXの基金資産全体の資産構成割合に関する助言義務が認められる場合があるとしても、厚生省ガイドライン上、分散投資を行わないことにつき合理的理由がある場合には、分散投資を行わなくても良いとされていることも考慮すれば、Xの基金資産全体の資産構成割合が当時の状況下で全く合理性を欠いた状況にあったということもできないので、そのような場合にも当たらない。

争点（二）. 受託拒絶義務

上記のとおり、助言義務が認められない以上、Xがその延長として主張する受託拒絶義務も認められない。

争点（三）. 運用受託機関としての注意義務の有無

1. 運用受託機関の注意義務

年金信託を受託した運用受託機関は、自らの判断と責任において資産運用を行うのであるから、その投資判断について裁量が認められ、与えられた裁量の範囲を逸脱し、またはその裁量権を濫用して投資判断を行わない限り、注意義務違反が認められないと解すべきである。

2. 運用マネージャーの分散義務

私募不動産ファンドに投資する際、同一の運用マネージャーの運営する不動産ファンドに投資をするのではなく、複数の運用マネージャーの運営する不動産ファンドに分散投資をしなければならない義務はなく、同一の運用マネージャーであれば、類似の不動産が投資対象となる場合が多いという問題点があるとしても、それは投資対象不動産の分散の問題として検討すれば足りる。

3. 他の私募不動産ファンドとの比較検討義務

運用受託機関に、私募不動産ファンドへの投資に際し、他の具体的な私募不動産ファンドとの比較検討義務があると認めることができず、私募不動産ファンド一般と比べて当該私募不動産ファンドが特に不利益でないか否

かの検討を行っていけば足りるというべきであるし、Yは、Dファンドに出資するに当たり適切なデュー・ディリジェンスを行っていたとすることができる。

4. Dファンドにおける倒産隔離の有無

Yは、倒産予防措置につき、定款または匿名組合契約上、SPV（特別目的事業体）の営業内容が制限されていることおよび借入等の上限が定められていることを確認したこと及びSPVの親会社と運用マネージャーとの隔離（利益相反行為の防止）については、私募不動産ファンドでは使われることが多いセームポート出資の仕組みを採用していることを確認したのであるから、倒産隔離が出資をするのに問題がない程度には達成されているとYが判断したことが不合理であると認めることができない。

Xは、Dファンドの倒産隔離がされていなかったことにより現実化した弊害について主張するが、いずれもYの投資判断の過失を基礎付けることはできない。

5. Dファンドがハイリスクであるか否か

Xは、Dファンドは、同時期に組成されていた他の私募不動産ファンドに比して極めてハイリスクな不動産ファンドであったと主張するが、いずれもDファンドが同時期に組成されていた他の私募不動産ファンドに比して極めてハイリスクな不動産ファンドであったことを基礎付けるものということとはできない。

Xは、Dの組成する不動産ファンドが他の私募不動産ファンドに比してハイリスクであったことは、ARESの公表している調査結果からも明らかであると主張するが、Xの主張は採用することはできない。

争点（四）. 個別の私募不動産ファンドのリスクの説明義務違反の有無

1. 投資対象が決定している場合の説明義務

顧客が信託金の運用の範囲を指定して、運用を運用受託機関に委ね、運用受託機関が指定された範囲内で、自己の判断で運用することを内容とする信託である指定単においては、個々の投資商品への投資は運用受託機関が自らの判断において行い、その判断について与えられた裁量の逸脱や裁量権の濫用があれば、運用受託機関がその責任を負うが、そのような指定単の仕組みからすれば、運用受託機関であるYは、顧客であるXに対し、個々の具体的商品についての説明義務を負うことはないと解すべきであり、仮に、契約時

点で個々の投資商品が決まっている場合であっても、変わるところはない。

2. 私募不動産ファンドのリスクの説明義務

Xは、第1契約において、自らの主導の下、運用対象として私募不動産ファンドを指定し、少なくとも第2契約締結前には、私募不動産ファンドには、資金として出資者からの出資金以外に他からの借入金が入り込まれること、借入金の返済が出資金の償還よりも優先されることを認識していたことに加え、レバレッジリスク自体の理解は、一般人にとっても困難ではなく、平成17年から平成19年にかけて、一般にも購読されている投資金融情報紙や各種ビジネス誌においても、私募不動産ファンドについて、レバレッジリスクが報じられていたこと、基金は、個々の投資商品の一般的なリスク特性を理解して自ら基金資産全体の資産構成割合を策定しなければならず、必要な場合には、年金運用コンサルタント等の機関に助言を求めることが予定されており、現に、Xは、Bを年金運用コンサルタントとして採用していたことに照らせば、Yは、Xに対し、第2契約において上記レバレッジリスクの説明義務を負わない。

四. 検討

(一). 本件の意義

本判決は、年金信託契約における受託者の義務につき、助言義務という点においても、受託拒絶義務という点においても、また、投資対象が決定している場合の説明義務という点においても、私募不動産ファンドのリスク一般の説明義務という点においても、これを否定した上で、投資対象の分散義務についても、その義務違反が認められないとした裁判例である²⁶⁷。また、AIJ事件後の改正の検討の中で、その解釈を踏襲する形で判示された。

また、本論文の問題意識に照らして、本論文の理論的基礎である投資顧問業界が平成13年9月に公表された「投資顧問業者の注意義務について」との研究報告書によって妥当な結論が導かれることを指摘しておきたい。

その後も法改正が行われたが、これは実務に大きな影響を与えると思う。

(二). 争点についての検討

1. 争点①について

²⁶⁷ 金融・商事判例1423号22頁。

ここで争点①における裁判所の判決の中に「民法上の委任においては、委任者の指示が不適切であった場合に、受託者はその指示と漫然と従うべきではないと一般的に解されているが、上記厚年法等の規定に照らすと、年金信託の場合にこれと同様に解すべき根拠はない。」との判断を下しているが、ここでは委任契約における善管注意義務と厚年法における受託者責任との関係をどのように理解するかによって結論は大きく異なってくるが、この点を検討するに当たり、投資顧問業界が平成13年9月に公表された「投資顧問業者の注意義務について」との研究報告書²⁶⁸が参考になる。

民法644条によって規定された善管注意義務とは受任者は、合意された委任契約の本旨に従って、善良な管理者の注意を払って委任事務を処理することが要請され、このことが本条により明らかにされている。

「委任の本旨に従い」とは、委任契約の目的とその事務の性質に応じて最も合理的に処理することとされ、したがって、受任者は、委任者が指示を与えたとしてもそれが不適切な場合には、それを委任者に報告し変更を求めるか、急迫の場合には、委任契約の趣旨にかなうならば、委任者の不適当な指示に反して、事務を処理することが可能である。事務処理の範囲も同様に解するべきであり、契約において事務処理の範囲が確定されていた場合でもその範囲を超えなければ、委任の目的を達成し得ないならば、その範囲を超えて事務を処理することが受任者に求められる。つまり、委任者の指示に受任者がどこまで従うべきかは、委任の目的である事務についての委任者・受任者のそれぞれが有する知識・才能・手腕及び委任者の受任者に対する信頼の程度から決定するべきとされる²⁶⁹。ここでの注意義務はその分野における職業人としての通常的能力を有するものがその状況下において当然尽くすべきと考えられる程度の注意を尽くすべき義務を「善管注意義務」と言い、既に何らかの義務を負っている場合において当該義務を履行する際に一定の程度の注意を尽くすべき義務として捉えているものであって、注意の程度の問題である²⁷⁰。

民法中の善管注意義務と受託者責任においては、両者は異質であるとする説と、同質であり善管注意義務が受託者責任を含み得るとする説がある。報告書の議論は実質的には注意義務の拡張という形で論じられている。すなわち、注意義務を委任契約上の注意義務として捉えつつ、受託者責任及びその内容たる忠実義務の意義のみを抽出するという発想である²⁷¹。報告書は平等関係を表す「最低限」対等な委任関係を想定し、「委任」の本旨を明確に伝えることが重要であるが、このような委託関係は委任法規の世界である。もう一つは委託者が受託者に全面的に頼る関係であるが、全面的に信頼を受けている者は自らの

²⁶⁸ 報告書・前掲注(122)。

²⁶⁹ 我妻栄『債権各論(中)』巻二671-673頁。

²⁷⁰ 報告書・前掲注(122)4頁。

²⁷¹ 報告書・前掲注(122)24頁。

誠実さを示すための責務として位置付けられる²⁷²。このような極端の状況の中で年金基金の場合のように、顧客が一定水準の専門性を有していても、その顧客自身が第三者に対して一定の業務の受託を行っており、相当水準の注意義務ないし受託者責任を負担している場合には、そうした末端の資金提供者の性格を理解しながら、業務を遂行すべき場合も生じる。契約相手がプロであってもその背後に多くの個人を抱えているような場合、そうした資金の有する公共性の程度に応じた注意を払うことも資本市場の担い手として“投資顧問業者”に対して要求される場合がある。このことで、完全にプロ同志の取引であれば許される程度のことで、取引相手たるプロの背景にある最終需要者との関係では許されないこともありうることを意味している。上村教授はこの問題に対して報告書には書いていない個人的な見解を示しているが、「この場合、投資顧問業者としては基金理事の職責を理解し、基金理事がその職務を果たしていることに期待しつつも、当該契約が究極的には末端の受益者のためのものであり、しかもそうした契約に高度の公益性があることを理解することも求められる。従って、仮に基金理事が一定の職責を果たしていない場合には、末端の受益者に対する責務の観点から、その職責の履行を促し、あるいはそれを補完することも期待される場合が有り得る。この意味において、両者の関係は個々の職責を有しつつも、最終目的実現のために協力し補い合う関係ということができようであろう。」²⁷³と述べている。

それは本件はAIJ事件以降の判例であるため、厚生年金基金は自らプロであると申請しない限りプロではない扱いが明文化されているため、厚生年金基金と信託銀行は一方が他方に全面的に頼る信託関係にある。この場合、契約内容を明確化する義務は信託銀行にあるが、信託銀行は自ら置かれた状況を判断し、その状況に照らして年金基金及びその末端の市民の最善の利益のために受託者責任を尽くすべきである。

なお、受託者責任ハンドブック²⁷⁴を見た場合も、信託銀行は、顧客から運用方針や投資対象資産等に関する指示等があった場合は、その内容について資産運用に関する法令等における適法性を確認する必要がある。また、顧客の運用基本方針に照らして、当該指示等に明らかに問題があった場合は、その妥当性を確認する必要があると定められている。すなわち、厚生年金基金の場合にも「受託者はその指示と漫然と従うべきではない」と解されるべきである。しかし、裁判所は厚生年金は基金に対し基金資産全体としての分散投資義務を課しており、受託者には基金が決定した枠組みの下で、受託した範囲において個別の投資判断に係る責任を負うものとして規定している被告の主張を受け入れ判断を下したように見える。

²⁷² 報告書・前掲注(122)25頁。

²⁷³ 上村・前掲注(139)20頁参照。

²⁷⁴ 厚生年金基金連合会・前掲注(190)参照。

本件におけるYのおかれば状況から見た場合、「平成16年8月1日付けで三菱信託銀行との信託契約も解約し、同月13日、同社が受託していた信託財産を被告に移管したため、同日以降、Yが第1契約の単独の受託者となった」ため、Yは、全体の資産状況を把握できる地位にあったということである。すなわち、基金資産全体が分散投資をしていない状態にあったということは容易に把握できる立場にあったはずである。そのため、第2契約に分散投資義務が定められていないにもかかわらず、Yは当然に助言義務が発生するし、それを怠った場合には義務違反となる。

2. 争点②について

争点②Yは、安定運用すべき年金資産を5年から8年の運用期間に投資対象不動産の価値が20%~30%程度下落しただけで、出資元本全額が毀損されるリスクのあるハイリスク商品に基金の全資産の75%を出資した。このことは日本における受託者義務の源であるプルードント・インベスター・ルール (prudent Investor Rule) すなわち「思慮分別のある人であればするであろう注意義務の基準で行動する」義務の一番目の意味である「ポートフォリオ全体としてプルードントに運用しななければならない」という趣旨に明らかに反し、「政令に定めるところにより、安全かつ効率的に行わなければならない」との厚年法第136条の3の規定に反し、厚年法の「加入者の生活の安定と福祉の向上」という法目的(106条)とも反する。しかし、裁判所は真正面から注意義務違反があったか否かについて判断するのではなく、「与えられた裁量の範囲」を逸脱し、又は「その裁量権を濫用」して投資判断を行う枠組みによって判断が下されている。これは東京地判平9・12・17(判例タイムス982号181頁)の判旨の判断の枠組みを引用したものであるように思われる。「裁量権の逸脱」につき「当該投資判断が当時の客観的状況および投資顧問業者に与えられていた法令及び約定の規律に照らして明らかに合理性を欠いたものか否か」という一般的な判断基準を示したこと、「明らかに合理性を欠いたか否か」につき、「同じ投資目標を実現できる代替案が存在するか、代替案の方が明らかに低リスクであるか、一般的な投資顧問業者であれば当該代替案を当然に考慮していたか」という具体的な判断基準を示したことという内容が含まれている。当時、判旨は「裁量権の逸脱」や「裁量権の濫用」などの明らかに違法性がある場合を念頭においた基準を立てているが、信託法としては「何が顧客にとって最善の利益となるのか」という前向きスタンスで業務を行うべきであり、このような前向きスタンスで業務を行なった場合にも常に注意義務違反から逃れられるとは限らないという指摘がなされているがそのまま本件にも当てはまるように思われる²⁷⁵。

²⁷⁵ 報告書・前掲注(122)44頁。

すなわち、本件では非常にハイリスクハイリターンの投資商品に続けて投資することは最早厚生年金基金の目的に明らかに反し、年金運用業者である信託銀行がこの厚生年金基金の目的のために運用を行なうことは言うまでもなく、善管注意義務違反になると言えるだろう。

2. 争点③について

本件では運用の範囲を指定して、運用を運用受託機関に委ね、運用受託機関が指定された範囲内で、自己の判断で運用することを内容とする信託である指定単であるため、個々の投資商品への投資は運用受託機関が自らの判断において行い、その判断について与えられた裁量の逸脱や裁量権の濫用があれば、運用受託機関がその責任を負う。それにしたがって、個々の具体的商品についての説明義務を否定した。しかし、私募不動産ファンド一般のリスク（レバレッジリスク）の説明義務については基金が個々の投資商品の一般的なリスク特性を理解して自ら基金資産全体の資産構成割合を策定しなければならず、必要な場合には、年金運用コンサルタント等の機関に助言を求めることが予定されており、Xがコンサルタントとして採用していたことに照らせば、YはXに対して、第2契約において上記レバレッジリスクの説明義務を負わないというべきであるとしたが、完全にプロ同志の取引であれば許される程度のことでも、取引相手たるプロの背景にある最終需要者との関係では許されないこともありうることを意味している。上でも述べたように、厚生年金基金はプロではない、信託銀行はその末端の投資者を考え、厚生年金基金の有する公共性の程度に応じた注意を払うべきあり、丁寧な対応が必要となる。本件においてはこのようなハイリスク、ハイリターンの投資商品に投資する以上、商品に対する説明義務を果たすのは当然であるように思われる。

(三)．争点以外の問題点

今回のような件で一番利益が害されるのは実質意味での受益者としての加入員・受給者に並んで、大きな利害関係を有するのは、基金に加入し、制度運営に必要な掛金を負担している企業である。しかし、厚生年金基金が運用業者の受託者責任を追求した以上はこのような真の関係者は訴訟の当事者として登場してこない。これは制度上の問題によって起こされた悲劇であり、立法によって解決されるべきである。

五. まとめ

この判例が出た後兼営法施行規則23条2項が改正され、同項6号において、

信託銀行には、指定単の受託者から基金に対する基金資産の分散投資に関する通知義務が課せられることとなった。また、監督指針3-5-2においても、信託会社等の受託者に対し、通知義務の履行のための体制整備や、通知義務の履行にもかかわらず、基金の分散投資義務違反のおそれが解消しない場合に、運用指針の変更の検討を基金に求める協議を行い、さらには、当該協議を経てもなお分散投資義務に違反するおそれしないことが解消しない場合においては、最終的に受託者が辞任することを含めけんとうすることを求めるよう改正されるようになった。これは中国に立法に大きい示唆を与えられると思われる。

また、プロではない年金基金と運用のプロである運用業者の場合、年金基金の公共性と末端の受益者を考え、最も厳しい受託者責任が問われ、この場合には、運用業者自ら契約内容を確認し、置かれた状況を判断し、その状況に照らして末端の受益者の最善のために尽くす受託者責任を負う。そのため、受託者は委任の指示に漫然と従っても責任は免れないことについて明確化される判例であった。

第七章 日本の年金基金における議決権行使と受託者責任

戦後、日本の企業においてはメインバンクである取引先と株式を持ちあうことにより、間接金融が資金調達方法の中心であったが、バブル崩壊後は、株式持ち合いの解消が進み、受け皿として外国投資家及び機関投資家が増え、合計比率は5割に達している。

メインバンクを中心とした間接金融から直接金融へシフトする際に、年金基金をはじめとした機関投資家によって会社のコーポレート・ガバナンスは大きな影響を浴びている。

一方、機関投資家の中でも年金基金は公的年金であれ、企業年金であれ、国民老後の生活をサポートする重要な役割を担っているので受益者利益を保護するためにどのような法的責任を負わせるべきであるか、また年金の法的制度の中核概念である受託者責任につき、判例法系から歴史をかけて作り上げた信託上の受託者責任の法概念を大陸法系である日本の法体系に取り入れる際に、直面した問題を如何に解決しているかを考察し、中国に示唆を与えることにする。

1974年に制定されたERISA法において受託者はERISAに定める信託義務を負うが、年金基金受託者の議決権行使義務は、ERISAの信託義務が拡大されたものであり、1988年エイボン・レターにおいて初めて当該義務について確認したのに対して、日本においては受託者責任と株主議決権行使の関係においては判例、学説上未だ定見が確立していないし、かかる問題に関してもかならず明瞭な議論がなされていない。そのため、ここでは関連議論を整理するとともに、問題点を提出することを試みる。

一. 年金と株主議決権行使

(一). 公的年金の株式への投資

GPIFは、独立行政法人通則法及び年金積立金管理運用独立行政法人法第20

条の規定による中期計画（以下「中期計画」という。）に基づき、管理運用方針を定め、通則法の規定に基づいて厚生労働大臣が定める中期目標（以下「中期目標」という。）の達成を目指し、業務方法書、中期計画及び本管理運用方針に沿って管理運用業務を実施している。「管理運用方針」²⁷⁶によれば、年金資金運用基金は、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式及び短期資産、および、それらを原資産とする派生商品（デリバティブ）及び債券の貸付け（有価証券信託の方法により運用するものを含む。）を投資対象とする分散投資を基本とし、基本ポートフォリオに基づき、多くはベンチマークに連動するように運用するパッシブ運用であるが、一部はアクティブ運用も行っている。詳しくみると、2011年9月まで、積立金は109兆円余りになるが、分散投資のためのポートフォリオをみると、目標利回りを確保するためには国内債券は68.28%、国内株式は11.42%、外国債券は8.37%、外国株式は9.25%、短期資産は2.68%であったが、資産配分構成には一定の許容幅が設けられている。また、自家運用の開始以来、株式に投資している割合を見ると、平成14年は25.57%、平成15年は23.36%、平成16年は24.97%、平成17年は21.21%、平成18年は26.28%、平成19年は15.11%、平成20年は12.01%、平成22年は11.53%、平成23年は23.36%になっている。株式への投資に関する議論につき、バブル崩壊後、日本の株式市場は惨たんな状況に直面したが、2000年度から3年間株式市場は20%も下がり、3年間6割下がり、2000年の年金の利回りだけでマイナス6%という状況²⁷⁷のもと、日本の株式はバブル以降十数年たっても回復しないから投資対象から外すべきとの議論（？）があったにもかかわらず、富を創造する企業に投資して経済を発展させ、年金の支払いに役立つ関係が最良であると考え、株式を投資対象から外すのではなく、株式投資を続けながら問題企業に「モノを言う」必要があると判断し²⁷⁸て、株式への投資をし続けた。

（二）．株式議決権を行使する理由

年金基金の側からみると、元本と運用収益で将来の年金給付を確保する年金財政の論理からすれば、リターンは高ければ高いほどいい。そこで年金基金等の機関投資家はキャピタルゲインを狙って、いわゆる「ウォール・ストリート・ルール（Wall Street Rule）」と言う短期売買を中心に投資活動を行っていた。しかし、年金基金の規模が大きくなるにつれ、全体としての株

²⁷⁶ 「管理運用方針」 GPIF ホームページ http://new.gpif.go.jp/kanri/pdf/kanri03_h20_p04.pdf より入手。

²⁷⁷ 2000年度の運用状況・企業年金連合会ホームページ (<http://www.pfa.or.jp/jigy/shisan/shisan03.html> より入手)。

²⁷⁸ 矢野朝水 ブレイン・ストーミング最前線「機関投資家からみた日本のコーポレート・ガバナンス」(2005) 12月号独立行政法人経済産業研究所ホームページ <http://www.rieti.go.jp/jp/index.html> より入手した。

式の運用比率が大きくなり、したがって、各年金基金の目的が同じである限り、持株や売買行動も似てくるが、一つの年金が持株を売買しようとしていると、他の年金も売買しようとする。したがって、自らの株の売買で市場に与えるインパクトが生じ、ウォール・ストリート・ルールでは利益を得られなくなる。そこで1980年代、アメリカにおける資産運用に関する理論的実証研究に基づき、基本的に企業の選別のないインデックス投資である分散ポートフォリオにより、株式を長期保有することになった。したがって、保有株式から得られるリターンを向上するためには何らかの行動をとる必要が生じるわけであるが、長期保有株主となった機関投資家は、投資収益という観点から会社の業績を監視して、会社の戦略や企業統治に影響力を行使する方向へと向かう²⁷⁹。しかし、議決権の行使がコーポレート・ガバナンスに関与し、それがどれだけ企業価値向上につながり、投資収益を生み出すことができるかは、未だに疑問である。ただし、各国では、コーポレート・ガバナンスの見直しを経済の発展に寄与するとの前提で議論されている²⁸⁰。

ところが、すべての年金基金が議決権行使を行使することによって投資収益を上げるのを試みるわけではなく、年金基金が積立方式で運用されるか否か、また、少なくとも株式に投資するか否かによって、議決権を通してコーポレート・ガバナンスに関与するかが決められる。ここで問題になるのは公的年金の自家運用部分の議決権行使についてであるが、自家運用では国内債券パッシブ運用を中心ファンドとして位置づけるとともに、委託運用における資産の入替（リバランス）や運用業者の変更を行う際の調整、引受財投債の管理、国庫納付金の納付等に必要な流動性の確保という役割を果たすものとして、有効に活用することが考えられる²⁸¹ため、公的年金の自家運用部分については議決権行使の問題が生じないのである。一方、2001年4月から、自家運用にて国内株式のインデックス運用を始めた企業年金基金連合会（当時は厚生年金基金連合会）においては、議決権行使は問題として存在する。

また、だれが運用リスクを負うかによって、議決権行使に関与する度合いも違って来るが、私的年金における確定拠出型は運用成績が従業員の受け取る年金額を左右し従業員が運用リスクを負うのに対して、確定給付型では、雇用者が運用リスクをとるので、年金基金の母体企業は、運用成績を向上させるインセンティブが働き、それが資産運用者の議決権行使による投資収益の向上につながるのである²⁸²。

²⁷⁹ 佐藤正典「わが国企業の会社運営に対する問題提起（上）－米国機関投資家の株主行動主義－」商事法務 1357号 34頁参照。

若杉敬明「コーポレート・ガバナンス－日本企業に何が求められるのか」フィナンシャル・レビュー（財務省財務総合政策研究所）December－（2001）195頁参照。

Jeffrey N. Gordon, Institutions Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting, 94 Colum. L. Rev. 126, n. 5. (1994)

²⁸⁰ 関孝哉「株主構成と議決権行使」ジュリスト 1271号（2004）28参照。

²⁸¹ GPIF ホームページ参照。

²⁸² 梅本剛正「コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の位置付け」甲南法学（1997）298頁。

なお、公的年金が議決権行使に熱心で私的年金はそうでもないという事情は、アメリカでもまったく変わりはないが、公的な年金基金は退職者に年金を支払う義務を負っているため、受託者責任を果たそうという使命感が強く、これに対して企業などの私的年金基金、投資信託、信託・生保の固有勘定などは、規模こそ大きいものの、議決権の行使に関しては比較的慎重である。

一方、株式会社側からみれば、日本では戦後、間接金融における資金調達方法が中心であったが、1980年代に入り証券・資本市場の国際化とグローバルキャピタリズムの台頭により、間接金融から直接金融へシフトし始めた²⁸³。その中で、日本における「物言わぬ株主」である金融機関を主としてきた株式持合いが、企業経営を甘やかして、バブルとバブルの崩壊をもたらしたとの認識があった²⁸⁴。バブル崩壊後1990年代に入ってから、株式持合いの崩壊が進み、金融機関および事業法人等の持ち株比率は徐々に減少し、代わりに受け皿となる外国人株主及び年金信託をはじめとする日本国内機関投資家の持ち株比率は上昇しつつある。日本の上場企業の所有構造は、これまで安定保有、株式相互持合い、上場子会社などによって特徴づけられてきた。銀行・事業法人などの主体をその投資目的が単に金融上のパフォーマンスの最大化だけでなく、長期関係の維持や私的便益の確保にあったが、この所有構造は銀行危機の発生した1997年以降大きく変容した。企業・銀行間の相互持合いが急速に解消され、生命保険会社の保有は減少した²⁸⁵。全国証券取引所業議会は毎年6月に「株式分布状況調査の調査結果について」を公表しているが、東京証券取引所等が行なった「平成25年度株式分布状況調査の調査結果」²⁸⁶によると、1990年代中頃から状況が変わり始め、株式保有比率の推移を見ると「個人・その他」と「都銀・地銀等」はそれぞれ減少し、「国内機関投資家等」と「外国法人等」が増加し、投資目的がもっぱら金融上のパフォーマンスの最大化にある内外の機関投資家の保有比率が50%に達し、これに個人株主を加えれば60%を超えた²⁸⁷。そのため、従来の安定株主に定足数を確保するためには、企業は特に機関投資家の議決権行使促進に期待しているようになった。

このように基金側と株式会社側の理由により、年金基金は議決権行使を積極的に行うようになった。

(三)．受託者責任としての議決権行使

1974年に制定されたERISAにおいて、給付制度の受託者は信託義務を負う

²⁸³ 吉岡洋三・講演「日本の議決権行使の新しい動向—議決権助言サービス会社の分析—」日本証券アナリスト協会(2006) (<http://g-koushi.jp/pdf/seminar/20070214.pdf> より入手)。

²⁸⁴ 川北英隆「議決権行使のコスト—株式インデックス運用を巡り—」アメリカ法(2004)43頁参照。

²⁸⁵ 宮島英昭「日本企業の株式保有構造—歴史的進展と国際的特徴—」商事法務2007号(2013)17頁参照。

²⁸⁶ 東京証券取引所ホームページ参照。

²⁸⁷ 宮島・注(285)17頁参照。

が、年金基金受託者の議決権行使義務は、ERISA の信認義務が拡大されたものであり、1988 年エイボン・レターにおいて、初めて当該義務について確認した。

ERISA によれば、信認義務は、忠実義務、注意義務、分散投資義務、及び文書遵守義務の 4 つの義務からなる。

年金基金受託者の議決権行使義務は ERISA の信認義務が拡大されたものとの論理によれば、年金基金が所有する株式の議決権はそれ自体が基金の財産であるがゆえに、財産を管理する受託者の責任には、株式の価値に影響を及ぼす問題について議決権を行使することが含まれる。したがって、議決権は株式の経済的価値に影響を及ぼすことがあるから、最大限の注意をもって行使することが要請されるが、受託者が保有株式の価値を減少する可能性のある事項について議決権の行使を怠る場合は、注意義務を欠き、信認義務違反となる。また、受託者が自己利益のために議決権を行使することは、明らかに忠実義務違反となるが、盲目的に経営者に賛成を投票することも注意義務だけではなく、忠実義務違反となる²⁸⁸。

一方、英国でも2001年、いわゆる「マイナーズ・レビュー」において、「すべての年金基金（受託者）は、議決権行使等に関するエリサ法の米国労働省解釈通牒（1994年）における原則を資産運用権限委託書に盛り込むべきである。また、この原則は、しかるべき時期により明確な形で英国法において規定されるべきである。」との勧告が出されている²⁸⁹。

日本においては、このような国際的な動きを背景として、バブル崩壊の国内環境に直面しながら、カルパスをはじめとする海外年金基金等外国人株主の影響も受け、公的年金および企業年金基金連合会は株主議決権行使に関する問題に積極的に取り組み始めた。しかし、受託者責任と株主議決権行使の関係においては判例、学説上未だ定見が確立していないが、いくつかの問題に関してはかならず明確ではなく、検討を行うことを試みる。

二．年金基金の運用業者と株主議決権行使

（一）．年金基金の株主議決権を行使する主体

1．公的年金の場合

公的年金積立金の資金運用部を廃止し、自主運用へと転換される際、厚

²⁸⁸ IRRC, Writing Proxy Voting Guidelines, PP. 3-5. 参照。

相原隆「米国年金基金の日本における議決権行使について」国際商事法務 22 卷 8 号(1994)823 頁参照。

²⁸⁹ 「英国マイナーズ報告書と機関投資家のガバナンス責任」商事法務 1594 号(2001)6 頁、「マイナーズ・レビューの背景と機関投資家の議決権行使——ポール・マイナーズ氏に聞く——」商事法務 1665 号(2003)32 頁。

生労働大臣は、自主運用へ移行するための三つの検討会または研究会を設置し²⁹⁰、様々な議論を行ったが、株主議決権の行使についても検討作業を行った。1997年4月に設置された年金自主運用検討会では「運用に当たっては、国等が民間企業の経営を支配したり、これに影響を与えることがないよう、個別銘柄の選択を伴う運用については、民間運用業者の判断に任せるとともに、株主議決権の行使については、何らかの制限を検討することが必要である」²⁹¹とし、その後1998年1月の年金積立金の運用の基本方針に関する研究会においては、国が議決権を行使することの是非について、運用受託機関を通して議決権を間接的に行使する方法について検討を行った。

最後に、2000年9月に年金積立金の運用の基本方針に関する検討会が設置されたが、検討会は国が直接的に議決権を行使しないことが確認されたほか、運用受託機関に対する指示のあり方も議論されているが、具体的には①受託機関ごとに行使内容が大きく異ならないように、行使に当たっての一定の基準を設けることが必要である。②株式価値の極大化のみではなく、反社会的な会社における議決権行使について考慮が必要である。「反社会」の基準が不明確であるが、これを明記すると国による経営介入につながるおそれがあるから、運用受託機関の判断に委ねることが適当である。さらに、同一銘柄への投資制限に関連して、運用受託機関がかなりの数の議決権を有することになり、受託機関が統一的な行動をとると、国による企業支配の問題が生じる可能性があることが指摘された。

2. 厚生年金基金の場合

一方、厚生年金基金の場合、投資顧問業が厚生年金及び厚生年金基金の資産運用に参入する際に、議決権行使権限は厚生年金基金、信託銀行、投資顧問業者の中のだれが行使し得るかとの問題につき、「厚生年金基金等は公的資金の性格を有する代行部分があるため、厚生年金基金等が直接に議決権等を行使することは国の間接な産業支配に繋がるという懸念があり、他方で、信託銀行が実質的な議決権行使の権限を持った場合には、独占禁止法の5%ルールを枠を超える可能性²⁹²が生じるという事情があったので」²⁹³、議決権

²⁹⁰ 旧厚生省年金局のホームページ <http://www1.mhlw.go.jp/shingi/s0901-1.html> より入手した。相原隆「機関投資家の株主活動—株主によるコーポレート・ガバナンスとその課題—」法と政治 53 巻 4 号 (2002) 847 頁以下参照。

²⁹¹ 年金自主運用検討会報告書から引用。前掲・注 (68) 旧厚生省年金局のホームページ <http://www1.mhlw.go.jp/shingi/s0901-1.html> より入手した。

²⁹² 独占禁止法は、信託銀行が信託勘定で保有する株式と固有勘定で保有する株式を合算して、当該株式会社の発行済株式総数の百分の五を超えて保有することができない旨を定める (独禁 11 条 1 項 4 号)。

²⁹³ 日本証券投資顧問業協会・投資一任会社の議決権等株主権行使に係る諸問題の研究を目的として平成 13 年 8 月 8 日に議決権等株主権行使研究会を設置し、検討がなされた。その後、研究会に基づき作成し、発表された「投資一任会社の議決権等株主権行使について」との報告書・1 頁参照。

行使指図の権限を含めた議決権行使は投資顧問業者が投資一任契約によって行われることにした。

以上を踏まえてみると、日本における公的年金、厚生年金基金は公的機関による民間企業の支配あるいは経営介入を避ける趣旨で受託機関が指図するという間接指図方法が取られているが、信託銀行、生命保険会社及び投資顧問会社などの外部の資産運用者が議決権を行使することになっている。また、前述したように、公的年金の自家運用部分においては、債券のパッシブ投資であるがゆえに株主議決権行使の問題はまったく生じなく、厚生年金の一部を代行する厚生年金基金の連合体である企業年金基金連合会の自家運用部分については連合会自ら行うこととなった²⁹⁴。

(二)．運用業者の議決権行使に関する法令上の根拠の有無

年金の運用業者である信託銀行では単独運用指定金銭信託契約または単独運用指定包括信託契約によって年金の運用を行い、また、投資一任契約に係る年金給付積立金の管理は、特定金銭信託契約または特定包括信託契約によって行われるが、信託銀行の株主議決権行使に関する法令上の根拠は必ずしも明確に定められていなく、単独運用指定金銭信託契約に基づき、信託法 29 条 2 項、30 条、31 条、32 条に定められた注意義務及び忠実義務の解釈によって受託者の管理義務として議決権行使の指図を行っている。

投資顧問業者の場合は、投資一任契約によって運用を行っているが、金融商品取引法の投資運用業として位置づけられ、41条、44条の注意義務、忠実義務の規定及び、日本証券投資顧問業協会が2002（平成14）年4月に「投資一任会社の議決権等株主権行使について」との報告書を公表し、これを受けて2002年（平成14年）4月24日制定された同議決権行使等に関する自主ルールとして「年金投資一任契約にかかる議決権等行使指図の適正な行使について」に基づき、議決権行使を行っている。

生命保険会社では生命保険会社が定める運用方針に基づいて複数の契約の積立金を合同で運用する特別勘定第一特約と、個別契約の積立金を単独で運用し、資産配分や個別資産の運用方針に対する契約者の意向を運用内容に反映させる特別勘定第二特約によって年金積立金を運用しているが、生命保険会社にも議決権に関する法的根拠も特に明確ではなく、契約上明記されている「運用誠実義務」に基づき株主の議決権行使を行っている。

以上を踏まえてみれば、現行法上、投資信託法第22条及び同施行規則第34条において投資信託委託会社にいくつかの議決権等の行使が義務つけられ

<http://jsiaa.mediagalaxy.ne.jp/syuppan/pdf/itinin0430.pdf> 社団法人日本証券投資顧問業協会 ホームページより入手した。

²⁹⁴ 企業年金連合会ホームページ <http://pfa.pinpointfinder.jp/search.cgi> に入手した。

ている以外、年金の運用業者である信託銀行、生命保険会社及び投資顧問会社の株主議決権行使に関する法令上の根拠は必ずしも明確に定められていないとは言えない状態である。一方、信託契約であれ、投資一任契約であれ、受託者は委託者に対して注意義務及び忠実義務を負うのであるが、注意義務の内容は必ずしも明確ではなく、また、投資一任契約は委任契約であるがゆえに、民法上の規定と受託者責任との関係も問題となる。この議論につき参考となるのが2001年（平成13年）9月に日本証券投資顧問業協会に設置された「投資顧問業者の注意義務研究会」によって公表された「投資顧問業者の注意義務について」との報告書（以下「報告書1」と称する）と、2002年（平成14年）4月に「議決権等株主権行使研究会」を通して公表した「投資一任会社の議決権等株主権行使について」との報告書（以下「報告書2」と称する）である。

（三）．投資一任業者の株主議決権行使と受託者責任

1. 投資一任業者の議決権等株主権行使の開始

日本においては、従来、信託銀行と生命保険に限って年金の運用が認められていたが、投資顧問業界からの金融当局等への働きかけや、年金基金側の多様な資産運用ニーズの高まりを背景に、1990年4月から厚生年金基金と厚生年金基金連合会の積立金に関する運用規制は緩和された。基金は積立金の3分の1を限度とし、運用額のうち50%は債権等変動リスクのない投資対象とすること等を限定的な条件に、投資顧問会社と投資一任契約を締結することが可能となったが、これをきっかけとして、投資顧問業者は年金の運用に順次参入されはじめた²⁹⁵。したがって、日本におけるコーポレート・ガバナンスの意識が高まる中で、高度な専門性を持つ投資一任会社による議決権行使への期待は増加しつつある。

投資一任業者は年金基金の資産運用を受託されるにあたり、年金基金と投資一任業者の両者のだれが株主議決権行使を行うかについては、実務上、投資一任業者と顧客との投資一任契約の内容によって決定される。仮に、年金基金自らが、株主議決権行使を行う場合は、株主議決権行使について投資一任契約書には特段の規定は置かれていない。そして、投資一任契約に係る年金給付積立金の管理は、特定金銭信託契約または特定包括信託契約によって行われるが、自らが信託銀行に対して指図を行うべき旨は当該

²⁹⁵ 当時、年金福祉事業団、国家公務員共済組合連合会をはじめとする共済組合、国民年金基金、適格退職年金等の年金の運用を含む。「投資サービス法（仮称）に向けての提言－資産運用の見地から－」（投資顧問業法研究会報告書（2006）一般社団法人日本投資顧問業協会ホームページ <http://www.jiaa.or.jp/>より入手した。

特定金銭信託契約書等に規定するのが一般的である²⁹⁶。

一方、投資一任業者が株主議決権行使を行う場合は投資一任契約書にその旨が規定されるが、そのとき、投資一任業者と信託銀行との間に結ばれた特定金銭信託契約書においては、株主議決権行使は代理人である投資一任業者が信託銀行に対して指図を行うことができる旨を規定する形で行われている。この場合、信託銀行は特定金銭信託契約書の規定により、投資一任業者に株主総会通知書の写しや、株主議決権行使の指図書を送付することによって株主議決権行使を行うことを可能にする²⁹⁷。

2. 投資一任業者が議決権行使を行う法律的根拠

2007年（平成19年）の改正に伴い有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律（以下投資顧問業法とする）は廃止され、投資顧問業者は金融商品取引法28条4項の規定により投資運用業として位置づけられた。「報告書2」によると、「金融商品の価値等の分析に基づく投資判断の全部又は一部を一任されるとともに、当該投資判断に基づき当該顧客のため投資を行うのに必要な権限を委任されることを内容とする投資一任契約」という投資一任契約の「当該顧客のために投資を行うのに必要な権限」の文言（金商法2条84、85）を根拠として株主議決権を行使することにした。

投資一任業者の株式運用はやはりウォール・ストリート・ルールが主体であるが、インデックス運用の場合および、アクティブ運用においても、便益対効果を考えて議決権行使等を考える必要が生じてくる²⁹⁸。「報告書2」によれば、株主議決権行使を行う場合は株式価値の著しい毀損ないし一見明白な増加が起りうると合理的に判断されたにもかかわらずその議決権の行使を怠る場合限り、投資一任業者はかかる受託者責任を負う²⁹⁹と規定した。ここで問題になるのは株主議決権行使指図権が規定されていない場合には、受託者責任は起り得るのか、起り得るのであればどのような状況が想定されるのか、そうなるなら委任契約で定められた議決権行使と受託者責任はどのような関係にあるか、即ち民法上の善管注意義務と受託者責任はどのような関係なのか、また違反した法的効果はどうなっているのか等々である。

このような問題を解決するために、まず「報告書1」及び「報告書2」の内容について見てみることにする。

²⁹⁶ 三和裕美子「わが国機関投資家の株主議決権行使—現代株式会社制度における意義」経営研究第53巻第4号(2002)26頁。

²⁹⁷ 「投資一任会社の議決権等株主権行使について」報告書・前掲(293)9頁参照。

²⁹⁸ 横浜国立大学経営学部教授米澤康博監修『パッシブ・コア戦略』東洋経済新聞社232頁参照。

²⁹⁹ 「投資一任会社の議決権等株主権行使について」報告書・前掲(293)3頁参照。

3. 投資一任業者の株主議決権行使と受託者責任

「報告書 2」では「最終的に企業価値（株式価値）の増大のため、または、その毀損を防ぐために、専門家として最善と判断される議決権行使を行う必要がある³⁰⁰」とし、投資一任契約に議決権等の行使指図権が規定されている場合と規定されていない場合とに分けて考えている。投資一任契約に議決権等の行使指図権が規定されている場合は、委任の本旨により、原則としてそれに従う。この状況を上村教授は「商法の単純な議決権代理行使に近いものである」と述べている³⁰¹。一方、投資一任契約に定めがない場合も受託者の観点から、議決権等に関する義務が発生することがありうる。即ち、投資顧問業者が資産運用の専門家であること、また証券市場の発展・公正性の確保、投資家保護等の責務を負う公的な存在であることから、投資顧問業者の受託者責任は発生しうるが、「報告書 2」によれば、「一定の投資判断に基づいて既に投資を行っている場合において、その投資の価値に対する著しい障害を除去しまたは一見明白な当該投資の価値増加を促進するための手段として議決権の行使を指図することが必要または有用であるときには、投資一任契約に議決権等の規定があるかどうかに関係なく、最終受益者の利益をも確保すべき資産運用の専門家として、運用委託またはその趣旨の実質的解釈に基づき議決権等に関する義務を負うと解される³⁰²」とした。ただし、「一定の投資判断に基づいて既に投資を行っている場合において、その投資の価値に対する著しい障害を除去しまたは一見明白な当該投資の価値増加を促進するための手段として議決権等行使をすることが必要または有用であるとき」との文言の解釈に当たっては、委任契約の本質上、顧客との間の投資一任契約の内容が一つの基準となることであるが、議決権等に関する義務の範囲は、究極的には、委任の本旨に従って決定されるものである。一方、「顧客が一部の議決権等行使の指図権を留保したうえで、議決権行使の権限を契約上各投資一任会社に付与する場合があるが、顧客の知識が十分ではなく、その留保された議決権行使の具体的内容が専門家の目から見て不適切な場合には、投資一任会社は受託者責任の一環として、顧客に対し意見を述べる義務がある。また、年金資産のように顧客自身が最終受益者に対し受託者責任を負っている場合で、顧客の具体的指図内容に妥当性や合理性がないときに投資一任会社が具体的指図に漫然と従うことは、最終受益者に対する受託者責任の精神に反するおそれがあるので、受託者責任が生じうる。」としている³⁰³。この点に対して上村教授は「投資一任会社による議決権行使」において「一任契約の顧客が

³⁰⁰ 「投資一任会社の議決権等株主権行使について」報告書・前掲注(293)1頁参照。

³⁰¹ 上村達男「投資一任会社による議決権行使」商事法務 1631号(2002)4頁参照。

³⁰² 「投資一任会社の議決権等株主権行使について」報告書・前掲注(293)6頁参照。

³⁰³ 「投資一任会社の議決権等株主権行使について」報告書・前掲注(293)13頁参照。

末端の出資者たる労働者等に対して受託者責任を負っている場合には、顧客の指図等を顧客自身が負っている場合には、顧客の指図等が顧客自身が負っている受託者責任に適っていることを前提に顧客の指図に従うべきことになり、投資一任会社の顧客に対して直接に負っている受託者責任は顧客自身が出資者に対して負っている受託者責任の履行のいわば延長戦上の問題である³⁰⁴」と述べている。

ここでの疑問になるのは委任契約で定められた議決権行使と受託者責任はどのような関係にあるか、即ち民法上の善管注意義務と受託者責任はどのような関係なのかであるが、既に、前章でも述べたように、「報告書1」によれば、民法上の「注意義務は一定の程度の注意をなすべき義務であるとされる³⁰⁵」。この「注意義務」の概念につき、「既に何らかの義務を負っている場合において当該義務を履行する際に一定程度の注意を尽くすべき義務として捉えているものであって、「新たに」何らかの行為を行うことを導き出す概念として捉えているものではない」としている。また、契約相手がプロであるか否かによって、委任契約であるかそれとももっとも厳格な信託契約であるかが異なってくるが、「注意義務とは、委託者の委託の趣旨に合致した業務を行うべき義務であると同時に、あるいはその前に、自らが置かれた状況を適切に判断して、その状況に相応しい対応を選択すべき注意を含むものと見るべきである」とし、したがって、年金の投資一任契約は年金の公的年金か私的年金かによって異なる注意義務を負うべきであり、また当該株主議決権行使における受託者責任も異なるであろう。「報告書2」は多様な市場の特性に応じた法効果と行為規制を分析的に位置づけるべきという視点を提供した³⁰⁶と言える。かかる詳しい議論においては学説と判例の更なる蓄積が必要であるが、アメリカの議論が参考になるだろうが、後日の研究に回したいと思う。

4. 投資一任業者の株主議決権行使における立場

「報告書2」では、投資一任会社が議決権等を行行使する立場を述べる際、「投資一任会社は専門性の高い誠実な「投資家」であることが期待されているが……ウォールストリート・ルールが支配する中では、株主になった後の投資一任会社もやはり「売り」によって市場から離脱しようとの意識を持ち続ける「投資家」である……したがって、投資家としての投資一任会社が……「取得者」として損害を被った場合には、投資家として損害賠償請求を行うべき状況も生じうる」とした。したがって、「買い」を行った後に、株

³⁰⁴ 上村・前掲(301)4頁参照。

³⁰⁵ 報告書・前掲注(122)4頁参照。

³⁰⁶ 上村・前掲注(301)4頁参照。

主権行使についていかなる姿勢をとるべきかが二義的に問題となる。」とした。

この点にあたり、上村教授は投資一任会社による議決権行使の意義について以下³⁰⁷のように述べている。「まずは、投資家にとってもっとも大切な証券市場の健全性確保に貢献し得る方向で議決権行使を行うことはきわめて自然である。……もとより、こうした方向での議決権行使は、それにしないと義務違反になるといった性格のものではない。顧客の指示があればそれに従うことが契約上の責務となる。株式売却においても、こうした方向で議決権行使をすることは望ましい」。つぎは、株主として「もっとも増価といっても一時的、短期的な増価可能性が、長期的な投資環境を損なうと判断する場合にはそれに賛成する必要性がない」とし「証券市場の健全化、投資環境の向上、企業統治の充実への貢献という効果をもたらすことになり、そのことはとりわけ日本にとっては重要な意義を有する」と述べている。このような視点から受託者の同時に株主でもある運用業者等の機関投資家は伝統的な株主とは異なる株主権を所有するであろうし、会社法にも影響を与えてくれるであろう。

4. 小括

投資一任契約に議決権等の行使指図権が規定されている場合は、委任の本旨により、原則としてそれに従うが、一方、投資一任契約に定めがない場合も、投資顧問業者が資産運用の専門家であること、また証券市場の発展・公正性の確保、投資家保護等の責務を負う公的な存在であることから、受託者の観点から、議決権等に関する義務が発生することがありうる。「報告書2」によれば、「一定の投資判断に基づいて既に投資を行っている場合において、その投資の価値に対する著しい障害を除去しまたは一見明白な当該投資の価値増加を促進するための手段として議決権の行使を指図することが必要または有用であるときには、投資一任契約に議決権等の規定があるかどうかに関係なく、最終受益者の利益をも確保すべき資産運用の専門家として、運用委託またはその趣旨の実質的解釈に基づき議決権等に関する義務を負うと解される³⁰⁸」とした。ただし、「一定の投資判断に基づいて既に投資を行っている場合において、その投資の価値に対する著しい障害を除去しまたは一見明白な当該投資の価値増加を促進するための手段として議決権等行使をすることが必要または有用であるとき」との文言の解釈に当たっては、委任契約の本質上、顧客との間の投資一任契約の内容が一つの基準となることであるが、議決権等に関する義務の範囲は、究極的には、委任の本旨に従っ

³⁰⁷ 上村・前掲注(301)6頁参照。

³⁰⁸ 「投資一任会社の議決権等株主権行使について」報告書・前掲注(293)6頁参照。

て決定されるものである。一方、「顧客が一部の議決権等行使の指図権を留保したうえで、議決権行使の権限を契約上各投資一任会社に付与する場合があるが、顧客の知識が十分ではなく、その留保された議決権行使の具体的内容が専門家の目から見て不適切な場合には、投資一任会社は受託者責任の一環として、顧客に対し意見を述べる義務がある。また、年金資産のように顧客自身が最終受益者に対し受託者責任を負っている場合で、顧客の具体的指図内容に妥当性や合理性がないときに投資一任会社が具体的指図に漫然と従うことは、最終受益者に対する受託者責任の精神に反するおそれがあるので、受託者責任が生じうる。」

第八章 年金基金及びその運用業者の受託者責任から見た日本版スチュワードシップコード

2012年（平成24年）12月、日本経済は再生に向けて、円高・デフレーションから脱却し、強い経済を取り戻すため、政府一体となって、必要な経済対策を講じるとともに、成長戦略を実現することを目的として内閣に「日本経済再生本部」が設置された。また、2013年（平成25年）1月の「産業競争力会議」の議論を踏まえて、2013年（平成25年）6月にいわゆる「第三の矢」としての成長戦略を定める「日本再興戦略」において、『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》（以下、「日本版コード」と称する）、すなわち、企業の持続的成長を促す観点から幅広い機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則について取りまとめることにした。

しかしながら、「スチュワードシップ」という概念は、信託の概念、株式会社制度の発展やシティの伝統など英国の長い文化、慣習それに経済の歴史がある概念であり³⁰⁹、日本には馴染みの薄い法概念である。一方で、日本版コードの文言で使われている「受託者責任」という概念は、日本で従来使われている「機関投資家の受託者責任」と同じ概念であるかそれとも異なる概念であるかが、未だにはっきりされていない。そのため、ここでは日本版コードと fiduciary duty という関係を論じ、中長期的な投資リターンを図る年金基金及びその運用業者の受託者責任から、両者の差異をはっきりすることを試みる。

一. スチュワードシップ・コードの背景及びその後の動き

³⁰⁹ 関孝哉「英国スチュワードシップ・コードが示す論点」監査役619号（2013）10頁参照。

日本の上場企業の所有構造は、これまで安定保有、株式相互持合い、上場子会社などによって特徴づけられてきた。銀行・事業法人などの主体をその投資目的が単に金融上のパフォーマンスの最大化だけでなく、長期関係の維持や私的便益の確保にあったが、この所有構造は銀行危機の発生した1997年以降大きく変容した。企業・銀行間の相互持合が急速に解消され、生命保険会社の保有は減少した³¹⁰。

一方、リーマンショック後、日本株の回復が他国に比べ遅く、TOPIX指数は30年前とほぼ同じ水準、それに日本企業のROE（株主資本利益率）も他国に比較して長期的に低迷が続いている³¹¹。

2008年の世界金融危機後、機関投資家が上場会社に対して、たとえ企業の持続的成長を犠牲にしても株主に短期でリターンを実現させるよう圧力をかけていたことが、経営者の暴走に拍車をかけたという批判と反省³¹²から、資産運用業界をそのような短期主義に陥らず、長期的視野を持って投資運用をするように導くための手法として制定した英国版コードとは違って³¹³、日本では経済再生を目指し、市場の活性化を実現するために日本企業の価値向上と持続的成長は必要不可欠と判断し、2013年6月に政府で閣議決定された、いわゆる「第三の矢」としての成長戦略を定める「日本再興戦略」において、さまざまな取組みが行われていた。その中で、日本版スチュワードシップ・コードの制定を含むコーポレート・ガバナンスの強化は、重点課題の一つとして取り上げられ、2014年2月26日、金融庁に設置された「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」は、『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～（以下、「日本版コード」と称する）を公表した。これは、2010年に制定された英国におけるスチュワードシップ・コードを参考に、2013年8月から合計6回開催された有識者検討会を通じて2014年2月に策定されたものである³¹⁴。

続いて同年6月には「コーポレート・ガバナンスコード」の策定作業に着手し、2015年3月5日、金融庁及び東京証券取引所に設置された有識者会議において、「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」が策定公表された。また、今回の会社法改正において外部取締役の起用が求められ、導入しない場合には、その理由を開示する「Comply or Explain」ルールが求められるようになった。

³¹⁰ 宮島・前掲注（285）17頁参照。

³¹¹ 大場昭善=徳田展子「国内機関投資家の見方」企業会計66巻8号（2014）28頁参照。

³¹² Andrew Keay, *The Global Financial Crisis: Risk, Shareholder Pressure, and Short Termism in Financial Institution: Does Enlightened Shareholder value Offer a Panacea?* 5 *law & Fin.M.Rev*435.

³¹³ 高橋美加「「受託者の注意義務」とスチュワードシップ責任」信託フォーラム2号（2014）48頁参照。

³¹⁴ 金融庁（ホームページ <http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/>）報告書「「責任ある機関投資家」の諸原則（案）《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために」（2015）参照。

ようするに会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために「責任ある機関投資家」のステewardシップ・コードとコーポレート・ガバナンスコードは車の両輪のように同じ方向に向かうという意味で制定されたのである。

二. ステewardシップ (stewardship) とは

英国版コードにおいてはステewardシップの定義が定められているわけではなく、一般用語としてステewardシップの用語が使われている。

ステewardシップという言葉が記載された最初の書物は旧約聖書である。聖書は創世記 1 章 26-27 節において、人間は神の形に似せて創造されたと書いており、創世記 2 章 15 節において、人間はこの地球と地上のあらゆる生き物を管理する責任と義務を与えられていると書いてある。神の形に似せて人間に与えられた知恵・知性・理性を使って、あるいは科学技術を賢明に利用して、究極の所有者である神の委託を受けた基として、創造主である神の目的に沿うように、「神の家令 (steward)」として、この世を運営するということであるが、英語ではこのことを、「ステewardシップ (stewardship)」と表現している。「ステeward (steward)」即ち、家令とは、主人のためにさまざまな世話をする者のことである。支配・管理というよりも運営といったほうがより適切である³¹⁵³¹⁶。

2012 年に改訂されたコードの背景には信託の概念、株式会社制度の発展やシティの伝統など英国の長い文化、慣習それに経済の歴史がある³¹⁷。そのため、国際的な機関投資家の団体である International Corporate Governance Network (ICGN) が 2013 年に公表した機関投資家責任原則では、英国以外の国ではステewardという言葉について十分理解がなされていないとして、“stewardship” の用語を避けて³¹⁸、“fiduciary duty” との表現が用いられている。

英語のステewardシップの概念を辿ってみると、「他人の財産を管理する」という関係性が核心に存在する場合の考え方で³¹⁹あり、信託の概念の下で

³¹⁵ 大谷順彦『この世の富に忠実に—キリスト教倫理と経済社会』(すぐ書房、2002)24 頁参照。

³¹⁶ この見解以外にも Stewardship の用語は、もともと英国において中性の荘園領主に雇われて荘園領主が保有する土地の管理を行う者を Steward と呼んでいたことに由来するとされている。上田亮子「英国におけるステewardシップ・コード改正と機関投資家の対応」資本市場リサーチ 27 号 (2013) 59 頁参照。笠原基和「責任ある機関投資家の諸原則」《日本版ステewardシップ・コード》の概要」商事法務 2029 号 (2014) 59 頁。有吉尚哉「日本版ステewardシップ・コードへの実務対応」商事法務 No. 2034 (2014) 19 頁。

³¹⁷ 関・注(309)10 頁参照。

³¹⁸ ICGN, Statement of Principle for Institutional Investor Responsibilities(2013), paragraph 6.24, p.21.

³¹⁹ 上田亮子「日本版ステewardシップ・コードの背景とその内容、今後の課題」企業会計 66 巻 8 号 (2014) 19 頁参照。

他者の財産を受託した場合、その信託財産の管理にあたる者（スチュワード）の心構え（シップ）である³²⁰。「スチュワードシップコード」での機関投資家としての責任は会社株式の所有者としての義務と権利から生じる結果であり³²¹、会社の長期的健全性を保護し投資の長期的価値を獲得するためには取締役のみならず株主に対してもスチュワードシップの役割が与えられていると解釈される³²²。

日本版コードにおいては英国版コードと異なり、スチュワードシップについて明確な定義づけがなされているが、「スチュワードシップ責任」とは機関投資家が投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」（最終受益者を含む。以下同じ。）の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する³²³とした。

三. スチュワードシップと fiduciary duty の関係について

このようなスチュワードシップと fiduciary duty の関係についてはイギリスではスチュワードシップは、fiduciary の範疇に入る概念としてとらえられており³²⁴、スチュワードシップとした背景には、機関投資の分野に携わる者の受託者責任であることを再確認する目的があるという指摘がなされている³²⁵。イギリスにおいて中世に発展した株式会社制度は信託制度の応用であり、取締役には fiduciary として、そしてスチュワードとして株主から所有権が移転された株式会社の財産を管理する責任が要求されている³²⁶。

一方で、信託の伝統及び信頼と伝統に則った慣習を背景としない日本において両者の関係はどのように論じられているのか？主にこの二つの立場あら

³²⁰ リーダーズ英和辞典 2421 頁参照。

³²¹ Arad Reisberg, The notion of stewardship from a company law perspective; Re-defined and re-assessed in light of the recent financial crisis?, 18Journal of Financial Crime126, 129(2001), 上田・前掲注 (319) 19 頁参照。

³²² Tomorrow's Company, Tomorrow's Stewardship-Why stewardship matters?(2011),p.4(<http://tomorrowscompany.com/governance-stewardship-2>) . 上田・前掲注 (319) 19 頁参照。

³²³ 「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」・前掲注 (314) 参照。

³²⁴ 関・前掲注 (309) 22 頁、上田・注 (319) 20 頁参照。

³²⁵ 関・前掲注 (309) 10 頁参照。

³²⁶ イギリス会社法における取締役の一般的義務における受託者の義務や、その違反に係わる会社の救済などについて論じ、少なくとも、近時において、イギリス会社法がアメリカ会社法に比して、信託的性格・信託法理がより維持・残存していると言える。小野里光広「会社法の信託的性格再論—トラスティーシップ・モデルの検討を通じて—」京都学園法学 63 号 (2010) 43 頁以下参照。その他、英国の会社が信託の概念を原点に置き、取締役とは受託財産の管理者（スチュワード）であって、個人的に利益相反を回避する責任があるという考え方である。関・注(309)15 頁参照。

説明がなされた。

1. ハードローとソフトローの立場から

まず明らかに根拠が違う。信託受託者は注意義務、忠実義務、分別管理義務、自己執行義務を負い、これは信託法等及び信託契約に基づき、それが委託者または受益者から信託を受けて信託事務を処理することになる。ここから逸脱すると民事責任の原因にもなる³²⁷、また信託業法及び金融商品取引法等業法上も様々な参入規制や運用規制が規定されている。それと同時に、受託者責任についても厚生労働省の「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて」が制定され、他にも2009年に公表された金融審議会金融文科会における「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレートガバナンスの強化に向けて～」は、議決権行使に関するガイドラインの作成と公表結果の公表³²⁸について定めた。これは法的な拘束力がなくソフトローに属する³²⁹。

それに対してステュワードシップはソフトローである。しかも上でも言及したように日本版コードは「プリンシプルベース・アプローチ」を採用し、機関投資家が各々置かれた状況に応じて自らのステュワードシップ責任を実質的に適切に果たすことを求めるため、法的拘束力がなく、この趣旨に賛同し、受け入れる用意がある機関投資家はそれぞれのウェブサイトにおいて公表するとともに、当該ウェブサイトのアドレスを金融庁に通知し、通知を受けた金融庁は受け入れを表明をした機関投資家のリストを公表する³³⁰。

2. 対象となる機関投資家の範囲の立場から

経済活動や投資連鎖が複雑化し、関係する当事者が拡大する中で、機関投資家の責任について fiduciary の範疇だけでは捉えられない環境が生じている。特に、資産運用においては、アセット・マネジャーは運用委託契約に基づいてアセット・オーナーに対して受託者責任を負うが、アセット・マネジャーが議決権行使助言会社を採用した場合、アセット・オーナーは議決権行使助言機関とは直接の接点がない。また、アセット・オーナーの背後にいる最終的な受益者との関係でも、アセット・マネジャーや議決権行使助言会

³²⁷ 神作裕之「機関投資家のステュワードシップ責任—受託者責任との比較」信託フォーラム 2 号. (2014) 42 頁、高橋・前掲注 (313) 47 頁参照。

³²⁸ 金融審議会金融文科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレートガバナンスの強化に向けて～」(2011) 17-18 頁参照。

³²⁹ 神田・前掲注 (164) 30 頁参照。

³³⁰ 日本版ステュワードシップ・コードに関する有識者検討会「責任ある機関投資家」の諸原則<<日本版ステュワードシップ・コード>>～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～の受け入れを表明した機関投資家のリスト」・前掲注 (312) 参照。

社とは直接の関係が存在せず、受益者に対する責任の所在が明確ではない³³¹。すなわち、スチュワードシップの考え方は、最終的な投資家の繁栄のためという観点から、サービス・プロバイダーを含むいわゆる投資の連鎖「インベストメント・チェーン」全体を視野に入れて投資家と投資先企業とのエンゲージメントを促進し、投資先企業のガバナンスの向上に資そうとするものであるがゆえに、株式投資に関連する者が相当広範囲に、スチュワードシップ・コードの適用範囲には、厳密には fiduciary に該当しない者も含まれることになる³³²。したがって、このような広範かつ複雑な関係を捉えるためには、ある意味、関係性の曖昧なスチュワードシップの概念を採用している³³³。

四. 日本版スチュワードシップコードの概要

日本版コードは英国版コードを参考にしながら作られているが、英国版コードとは違って、機関投資家については定義規定を設けていなく、資産運用者と資産保有者とを区別して規定した。また、海外機関投資家もそのコードの対象に含まれる³³⁴。内容面では、機関投資家は適切な場合には、他の投資家と協調して行動するとのような英国版コードとの規定と対応する規定は設けられていなく、英国版にはない当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備える内容が定められている。コードの内容については以下のようなものである。

原則1：機関投資家は、スチュワードシップの責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

原則2：機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

原則3：機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。

原則4：機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて投資先企業と認識を通じて、投資先企業と認識の共有を図ることともに、問題の改善に努めるべきである。

原則5：機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準に留まるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるように工夫すべきである。

原則6：機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をど

³³¹ 上田・前掲注(319) 20頁参照。

³³² 神作裕之「コーポレート・ガバナンス向上に向けた内外の動向—スチュワードシップ・コードを中心として—」商事法務 2030号(2014) 13頁参照。

³³³ 上田亮子「英国の『スチュワードシップ・コード』と機関投資家の責任」資本市場リサーチ 15号(2010) 104頁参照。

³³⁴ 「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」・前掲注(314) 3頁参照。

のように果たしているのかについて原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。

原則7：機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先偉業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

五. 年金基金の受託者責任から見る日本版スチュワードシップ・コード

「Comply or Explain」という手法を採用する理由の一つとしては機関投資家の中には様々な機関投資家があり、そもそも日本版コードのいうスチュワードシップ責任を果たすことが合理的とは考えられないような投資戦略を採用する者例えば、特殊な運用手法を取るヘッジファンドが存在するのであるため、ここでは日本版コードで受入れ表明がもっとも多い中長期的な投資リターンの拡大を図る年金基金およびその運用業者の受託者責任から一歩踏み込んでスチュワードシップ責任を論じることとする。

1. 原則1との関係から

原則1ではスチュワードシップ責任の定義及び目的が示されているが、すなわちスチュワードシップ責任は「エンゲージメント」等手段を通じて、「当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促す」という直接目的を達成することであり、最終的な目的は「顧客・受益者」の中長期的な投資リターンの拡大を図ることである。

英国版コードは「最終受益者に帰属する価値を保全・増大させる」³³⁵という一元的な目的しか規定されていないがこれは英国の株式の大部分を保有する機関投資家に対し、最終的な受益者の利益のために、投資先企業のモニタリングや経営陣との対話等を通じ、投資先企業の株主価値を高めるように促すことであり、最終受益者の利益保護を根本的な目的とすると理解される。³³⁶一方で、日本版コードは「顧客・受益者」の中長期的な投資リターンの拡大を図ること」の最終目的と並んで、「当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促す」という直接目的も規定している。しかも、一見定義付けを見た限り、直接目的の達成が必然的に最終目的に繋がるような曖昧な表現が使われているように読めなくもない。日本版コード制定の背景である、経済再生を目指

³³⁵ FRC. The UK Stewardship Code (2012)

(<https://www.frc.org.uk/getattachment/e2db042e-120b-4e4e-bdc7-d540923533a6/UK-Stewardship-Code-September-2012.aspx>) 「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」資料。注(314)参照。

³³⁶ 大崎貞和「英国におけるスチュワードシップ・コードの運用実態」NRI 内外資本市場動向メモ 13-12号 (2013) 1-2頁、田中亘「コーポレート・ガバナンスの観点から見た日本版スチュワードシップ・コードー英国コードとの差違に着目して」信託フォーラム1号 (2014) 37頁参照。

し、市場の活性化を実現するために日本企業の価値向上と持続的成長のためスチュワードシップ・コードを策定したことを考えると、直接目的こそ日本版コードの最終目的のように思われる。日本版コードの副題が「企業の持続的成長を促すために一」となっていることから明白であるように、日本版コードは企業の持続的成長を促すためにコーポレート・ガバナンス改善の手段として年金基金およびその運用業者の役割を強調したのである。

しかしながら、年金基金及びその運用業者等の機関投資家にとって、多くの顧客を獲得するために、運用成績を高めて市場で評価される必要がある。彼らにとってコーポレート・ガバナンスへの介入が如何なるメリットをもたらすかであるが、この点に関し、イギリスの機関投資家による資金調達における影響力確保、アメリカの機関投資家によるポイズンピルへの反対、さらに、会社運営機構や経営者報酬についての指針を遵守させることは、経営者の機会主義的行動を抑止するとともに、適切な会社運営を確保し効率的な経営がなされる蓋然性を高めるといえる。これらにより長期的には、株式より得られるリターンが向上し、資産運用の効率を挙げることに繋がるかもしれない³³⁷という推測からなる。当然のことながら、年金基金及びその運用業者等にとって、コーポレート・ガバナンスそれ自体に意味があるのではなく、あくまで会社業績の向上とそれに伴う良好な運用成績が最優先課題なのである³³⁸。

また、年金基金及びその運用業者にとっては利益がコストを上回る限り、経営に関与することが合理性を有する。しかしながら、積極的な経営関与から生ずる機関投資家へのリターンが、機関投資家の価値を最大化するためのひとつの可能な道具として介入するコストよりも大きいということはだれもいまだに証明していない。すなわち、経営関与が実際にどの程度の経営効率向上につながり、株式からのリターンを上げるかは確かではない。確かにガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン株式会社では TMAM—GO ジャパン・エンゲージメント・ファンド（以下 JEF）に対し、エンゲージメント並びに投資助言を提供し、ベンチマークを大きく上回るパフォーマンスを上げている実績はある³³⁹ものの、これはアクティブ運用であるがゆえに年金基金のような普通使われている投資手法であるインディックス運用である場合、結果がどこまで左右されるかは不明である。場合によっては年金基金及びその運用業者により、会社にとって過度なコストをもたらしたり迅速な意思決定が阻害されたりして、会社業績に返ってマイナスであると判断されることも有り得る³⁴⁰。そのため、そのような確実な証明がなされていない場合には、年金基金

³³⁷ 梅本・前掲注(282)298頁参照。

³³⁸ 関・前掲注(280)28頁参照

³³⁹ 小口俊郎「日本版コードの視点で振り返るこれまでのスチュワードシップ活動」企業会計 66 巻 8 号 (2014) 45. 46 頁参照。

³⁴⁰ John Holland, *Self Regulation and the Financial Aspects of Corporate Governance*(1996)J.B.L.156.

及びその運用業者が全部の卵をモニタリングというひとつの籠に入れることは、競争上不利になるか、または恐らく違法であろうとの指摘がある³⁴¹。そのため、年金基金およびその運用業者が介入するとしても、それはほかではなく、受益者のためであるという理由で介入するのである。このような関係においては、機関投資家と会社との関係の構造及びその限られた性質をもっているが、要するに単なる投資関係にすぎない。そして、リレーション・インベストメントが流行語となった今日においてさえ、長期株主といえども、合理的に行おうとする関与には限界がある³⁴²。すなわち、機関投資家である株主にとっては、その資本コストを上回るリターンを上げられつつ成長する企業に投資をした場合に限り彼らの最終目的と企業の直接目的両立出来るのである³⁴³。

すでに述べたように、日本版コードは日本の企業が資金を内部留保し、有効に活用して企業の成長を目指すことがなかったことに加えて、上場会社の株式の過半数が徐々に国内外の機関投資家によって保有され、このような機関投資家が株主総会の決議に大きな影響力を持っていることから、機関投資家の影響力により、企業の資金を設備投資や配当に振り向け、資金の流れを円滑にし、経済全体の活性化に寄与するため³⁴⁴であるが、年金基金およびその運用業者の主たる責任は、日本経済一般の健全性を促進することよりも、彼らが受託者責任を負うファンドの運用成績を最大化することであるかぎり、経営関与は、運用成績を最大化する一つの可能な方法にすぎないことからすれば、日本版コードの「企業の持続的成長を促す」直接目的が受託者責任を負っている年金基金およびその運用業者によってどれほど達成できるかは疑問のように思われる。

2. 原則3、4との関係から

機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである（指針3-1）とし投資先企業との間でエンゲージメントを通じて、当該企業と認識の共有を図るよう努めるべきである。なお、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、当該企業の企業価値が毀損されるおそれがあると考えられる場合には、より

³⁴¹ 北川克忠「コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割」『コーポレート・ガバナンス—英国の企業改革—』（商事法務研究会、2002）67頁参照。

³⁴² Paul L.Davies. 'Institutional Investors in The United Kingdom', in *Contemporary Issues in Corporate Governance* 96(D.D. Prentice and P.R.J.Holland eds,1993).

³⁴³ 田中・注（336）35頁以下、田中「日本版スチュワードシップ・コードの検討—機関投資家の役割についてのアン・ド・ヴァレントな見方」監査役629号（2014）69頁参照。

³⁴⁴ 葭田英人「責任ある機関投資家の諸原則」法セミ60巻1号（2015）5頁参照。

十分な説明を求めるなど、投資先企業と更なる認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである（指針4-1）と規定されている。すなわち、このようなエンゲージメントは単なる形式的な量の多寡ではなく、活動によって生み出される成果の実質によって評価・判断されるものであり、このような実効性のあるエンゲージメントを実現するためには事業や投資に関する深い理解や経験を持ったエンゲージメントの専門家を確保するだけでなく、エンゲージメントを通して企業価値を向上させる企業を選定することも非常に大事になってくる。しかも企業価値の向上やその持続的成長を促すことを目的としたエンゲージメントであることから、息の長い取組みとなる場合がある³⁴⁵。

どころが、上でも既に述べたように年金基金および運用業者は経営のプロではなく、ただの投資のプロであるがゆえに（投資のプロでも言えないような場合も有り得る）コーポレートガバナンス向上を目的にエンゲージメントをするために、場合によっては事業や投資に関する深い理解や経験を持ったエンゲージメントの専門家を雇う必要が出てくるがそれは年金基金およびその運用業者にとってまたコストの増加につながりかねない。これは大半の運用担当者は1名のみで、企業年金連合会を含め、運用業務の費用等が厳しく制限された企業年金³⁴⁶及び同じ費用の制限に直面されている公的年金にとっては日本版コードを実行するのはハードルの高いことはともかく、場合によって便益対効果によって善管注意義務違反の受託者責任が問われる可能性すらある。また、不十分な体制で直接取組もうとすると、企業との対話は表面的、形式的な側面に止まらざるを得ず、その効果は限られる³⁴⁷ことになる。

3. 原則5との関係から

ここでは第七章での年金基金の議決権行使の議論にあたり、日本証券投資顧問業協会・投資一任会社の議決権等株主権行使に係る諸問題の研究を目的として平成13年8月8日に議決権等株主権行使研究会を設置し、検討がなされ、その後、研究会に基づき作成し、発表された「投資一任会社の議決権等株主権行使について」との「報告書2」の内容³⁴⁸が参考となる。

投資顧問業者によって運用が行われる場合には、議決権行使は金融商品取引法28条4項の規定の中で「投資に必要な権限」に該当し、一定の投資判断に基づいて既に投資に行っている場合においては「その投資の価値に対する著

³⁴⁵ 小口俊郎「日本版コードの視点で振り返るこれまでのスチュワードシップ活動」企業会計 66 巻 8 号（2014）43 頁参照。

³⁴⁶ 「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（第3回）議事次第」添付資料、金融庁ホームページより入手。

³⁴⁷ 「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」・前掲注（314）参照。

³⁴⁸ 報告書・前掲注（293）参照。

しい障害を除去しまたは一見明白な当該投資の価値増加を促進するための手段として議決権行使をすることが必要又は有用であるとき」に投資一任契約書に名文の規定がなくとも議決権等に関する義務を負う場合が有り得る³⁴⁹。すなわち、投資顧問業者にとって議決権行使はあくまでも投資価値（企業価値）に影響を与える手段の一つとして考えるのであって、投資価値に影響を与えることが明白である場合に限り、しかも「必要及び有用である」場合だけ議決権行使による受託者責任が問われる。ここで実際どのような場面で議決権行使をするのが「必要または有用」なのかを判断するのは極めて困難であるが、すくなくとも受託者責任からは議決権行使への態度がそれほど積極的ではないように思われる。その理由としては恐らく、企業価値と議決権行使の直接的な繋がりには未だに不明であり、ウォールストリートルールがあくまでも第一の行動原理であるのが一つであり³⁵⁰、もう一つはコスト面での問題が大きいように考えられる。年金基金の場合は年金基金がそのコストを払わなければならないが、充実した議決権行使のために、運用にかかるコストを削減しなければならないが、これは場合によっては便益対効果の関係で民法第644条受託者の注意義務であるが問われる可能性があるからである。

一方で日本版コードの指針5-1、5-2においては「機関投資家は、すべての保有株式について議決権を行使するよう努めるべきであり、議決権の行使に当たっては、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえた上で、議案に対する賛否を判断すべきである。機関投資家は、議決権の行使についての明確な方針を策定し、これを公表すべきである。当該方針は、できる限り明確なものとすべきであるが、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。」と規定し、議決権等を通しての積極的な企業への監視、経営関与、エンゲージメントのような態度が伺われる。しかし、年金基金のような機関投資家が場合によっては受託者責任を問われる状況においても積極的に企業のために監視を行うかについては疑問のように思われる。

六. 小括

以上の議論をまとめると、年金基金およびその運用業者の主たる責任は、日本経済一般の健全性を促進することよりも、彼らが受託者責任を負うファンドの運用成績を最大化することであるかぎり、経営関与は、運用成績を最大化する一つの可能な方法にすぎないものである。また、実効性のある議決権行使を含めた「エンゲージメント」を行うためにはかなりのコストが想定

³⁴⁹ 報告書・前掲注(293) 1頁参照。

³⁵⁰ 議決権の行使がコーポレート・ガバナンスに関与し、それがどれだけ企業価値向上につながり、投資収益を生み出すことができるかは、未だに疑問である。ただし、各国では、コーポレート・ガバナンスの見直しは経済の発展に寄与するとの前提で議論されている。関・前掲注(280)28参照。

できるが、これはコスト面で厳しく制限されている年金基金およびその運用業者の現実からみれば場合によっては便益対効果の関係で注意義務違反が問われる可能性がある。というのはこの仲介者が受託者としての責任を負う時、積極的に投資先企業のガバナンスに関与するインセンティブを常に持つかは疑問である³⁵¹。とくにインディックス運用を行う年金基金にとって、これはその理由の一つであるかも知れない。また限られた環境のもと強いて行われたとしても形だけに留まる可能性が考えられる。

ところで、世界各国において、リーマンショックの経験をふまえ、経済社会の持続可能性が問われる中で、金融市場における短期志向、すなわち株主や投資家が、実体経済とかけ離れた金融市場における短期的な利益のみを追求する、いわゆる「マネーゲーム」の問題が直面する課題の一つとして挙げられている。その中で、個別の企業のレベルにおいても、単に短期的な利益を最大化するのではなく、サステナビリティを経営の目標に掲げたり、中長期的な利益や多様なステークホルダーに対する貢献を重視する等の企業の取組みが増えており、今回の日本版コードもそれを意識しつつ定められている³⁵²。したがって、株式市場が「効率的」である場合、株主はどんなに遠い将来に実現する利益も、その割引現在価値が株価に反映されているという形で自己利益に繋がるため、株主こそがすべての会社関係者の中で最も会社の長期的利益を考慮できる主体といえるという指摘もなされているが³⁵³、「効率的」とはいえない現実世界で、ファンド運用のパフォーマンスが短期で評価される場合に、『資産運用者としての機関投資家』の評価に当たり、短期的な視点のみに偏ることなく、本コードの趣旨を踏まえた評価に努めるべきである。」という何の法的拘束力もない「コンプライ・オア・エクスプレイン」という手法の下、どこまで実質的に実行されるかは疑問のように思われる。それより法的拘束力のある、より日本に馴染んでいる受託者責任をしっかりと意識させるほうが肝心のように思われる。

³⁵¹ Ronald Gilson=Jeffrey Gordon, The Agency Cost of Agency Capitalism: Activist Investor and the Revaluation of Governance Rights. 113 Columbia L.Rev.863,865 (2013) .

³⁵² 目指すべき市場経営システムに関する専門調査会「中間報告」(2014) 3頁、金融庁ホームページ (http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/minutes/2013/0606/shiryo_01.pdf) より入手。

³⁵³ 田中・注 (343) 監査役 629号 (2014) 71頁参照。

第九章 中国に与える示唆

本稿の検討対象である年金基金及びその運用業者、すなわち、不特定多数の労働者の年金運用のような場合には、受益者の意思を常に確認することができないために、代わって要求されるのが受託者責任であるが、ここでは、制度の公益性が重視されており、特定のファンドや資産家のために、契約ベースで運用されるという意味での商事信託とは異なることを議論の前提にする。

資産運用には、プロ対プロ、プロ対公衆、公衆に責任を負うべきプロとプロ、といった局面によって運用業者の責任は異なるし、そうした局面の相違を、市場の構造に応じた専門家責任として捉え公的年金の場合と企業年金である場合に分けて検討を行った。

すなわち、資産運用業者の受託者責任を分析する際に三つの類型に分けると、「第一類型」は「高度の専門性を有する単独の顧客による一任であり、この場合には顧客の自己責任が強調され、不明な場合には顧客に問い合わせ、分別管理も、自己執行義務も契約の問題である」。つぎは「第二類型」であるが、具体的には「全く専門性を有しない大衆が顧客の場合であり、それが仮に一人の場合には業者は全面的な誠実義務を負担する。ここでは一定の外形的行為を行うことが業務の本質的業務とされるし、違反の効果も厳格なものとなる」。第三類型は「顧客が専門性を有しない大衆であるが、それが不特定多数の場合には、中間に一定の専門家が介在し、そうした資金の最終的な出し手と直接に対応する専門家の役割と、運用業者の責任との関係が問題になる」としている。本稿の議論対象である年金基金の理事と資産の運用業者の関係はこれに相当する。これは、「契約相手がプロであるにもかかわらず、背後に多くの個人を抱えている場合であり…年金基金の資金の有する公共性の

程度に応じた資本市場の担い手としての注意義務」であり、「完全にプロ同士の取引であれば許される程度のことであっても取引相手たるプロの背景にある最終需要者との関係では許されないこともありうる」としている。この意味において、両者の関係は個々の職責を有しつつも、最終目的実現のために協力し補い合う関係ということが出来る。そのため、年金基金が資産運用のプロであるか否かは資産運用業者の受託者責任に大きく影響を与える。

公的年金を運用する GPIF には経済、金融等の専門家である投資専門委員が置かれ（3 人以内）、管理運用業務に関する事項の審議の際には理事会に出席し（GPIF 法第 17 条）、それによって専門性が確保される仕組みが整えられている。また、ある基準によって良いファンドを選び、そこに運用させる GPIF の心臓部である運用部も仕組み的に確保されているのに対して、厚生年金基金の理事は AIJ 事件の前は年金基金（厚生年金基金や基金型確定給付企業年金を含む）を当然に特定投資家と見ていたが、AIJ 事件後法改正が行われ、一定の財産要件を満たした上で届出を行っている場合を除き、大規模な年金基金を除いて、年金基金は原則として特定投資家に該当しないが、個別に業者に申し出ることにより特定投資家として取り扱われることが可能となった。

筆者が思うに、公的年金である GPIF は報告書で指しているプロとは言えるが、厚生年金基金と確定給付企業年金は特別な届出がないと、特定投資家に該当しない、すなわち、報告書でのプロとは言えない。そのため、報告書のプロであるか否かによって、契約相手である年金運用業者の責任はことなるという観点から見たら、GPIF の場合とそれ以外の場合の年金運用業者の責任のあり方は異なるべきであるという結論に辿りつく。すなわち、GPIF の場合は両方プロであるがゆえに、委任契約だけで解決できるので、委任の本旨は GPIF に確認すれば済むし、年金運用業者は契約に書かれたことさえまもればよい。一方で、厚生年金基金等の場合は、一方が他方に頼る信託関係であるため、契約を確認する義務は年金運用業者側にあり、契約に定めた内容以上に最も厳格な注意義務が問われるのようと思われる。ここで厳格とは契約違反がない場合も、忠実義務と注意義務によって受託者責任が問われる可能性があるということである。

しかしながら、保険料の支払が強制的に課せられ、公益性ももっとも高く、積立金の規模が一番大きいと資本市場に与えるインパクトがもっとも大きいというような GPIF の諸要素を考慮した場合、厚生年金基金等の場合と比べて、年金運用業者の代わりに GPIF の責任が重くなる。

このような日本の議論をこの先必ず意識されることになる課題であるのを念頭に置きつつ、中国の課題である全国社保基金の仕組み作り、及び投資運用の規範化、企業年金の仕組み改革、投資運用の規範化に示唆を与えることを試みることにする。

一．養老保険年金基金の場合

1. 独立性

日本の公的年金の積立金は、保険料拠出者の利益のために、年金積立金に最もふさわしい方法で運用すべきであると模索した結果、自主運用に辿り着き、一連の改革を通じて、独立性、専門性の徹底と責任の明確化を図る独立行政法人である GPIF を設立した。そこで、理事長、運用委員は厚生労働大臣によって任命される。理事長以下は理事 1 名が理事長を補佐し、監事 2 名いるが、官僚の天下りをなくし、政治家や業界との癒着の温床になる特殊法人などを廃止、整理し、無駄をなくす、すなわち、政治、政府から独立して透明性を高め、無駄を無くすことに集中することが趣旨として理事を 1 名だけ任命した。

これに対して、中国では①中央財政からの予算配分、②国有株の売却に伴う収入の組入れ、③宝くじ収入を財源とし、基本養老保険基金を含む社会保障基金の将来の給付財源不足に備え、最終的なセーフティネットの役割を果たす「全国社会保障基金」を設立した。今は地方の養老保険基金の運用も委託される。社保基金は国務部によって設立された、国務院直轄の事業単位で、部（省）と同格の理事会が運営に当たる。理事会のメンバーは国務院によって任命もしくは招聘されるが、現在理事の中には曾て国家指導者であったり、国務院にかかる副部長、省政府の副省长という人物がメンバーに加わる³⁵⁴が、これは日本公的年金が最初から政治政府から独立して、委託者である国民の利益を保護する年金積立金の趣旨を全く念頭においていないことであり、中国にとって仕組み及び理事会のメンバーの独立性を確保することは一つの大きな問題であるように思われる。

2. 透明性及び責任の徹底化

日本において、年金積立金の管理運用の中で最も重要である「基本ポートフォリオを含め中期計画は厚生労働大臣が作成するが、作成された中期目標は運用委員会において審議される。これは運用委員会のもっとも重要な権限である（GPIF 法 15 条 2 項の二）。中期目標の中には GPIF の運用方針の中核となる「基本ポートフォリオ」が設定されるが、これの作成は運用委員会が法的な権限と義務を持って行う。それに応じて GPIF が運用基本方針を含んだ「中期計画」を作成する（同法 20 条）が、運用委員会がかかわり議論を行う（同法 15 条）。ただし、基本ポートフォリオを含め中期計画の最終決定するのは

³⁵⁴ 全国社会保障基金理事会ホームページ
http://www.ssf.gov.cn/jj/sbjjh/201403/t20140326_6022.html より入手。

理事長という策定のプロセス及びかかわる機関も詳細に法的に規定している。それに運用基本方針を含んだ「中期計画」はインターネットで常に公開し、透明性及び責任の徹底化を図っている。

それに対して中国では社保基金の理事会で運用基本方針を作成するが、どのように作成し、運用実績については何の公開もされていないのが現状である。そのため、その詳細を制定し、公開するは課題であるように思われる。

3. 専門性

日本においては、GPIF の政策的資産構成割合を決定するに当たっては、専門的な知識や能力が必要になるが、経済、金融等の専門家である投資専門委員を置き（3 人以内）、管理運用業務に関する事項の審議の際には理事会に出席し（GPIF 法第 17 条）、それによって専門性が確保される仕組みが整えられている。

これに対して、中国の社保基金は非常設機関として、専門家評価審査委員会、投資政策決定委員会、リスク管理委員会という専門家委員会を置いているが、これは非常設機関であるがゆえに仕組み上専門性が確保されているとは言えない状況である。それに理事会のメンバは政治に携わる比率が大きいため、資本市場の投資に詳しい専門家を意識しながら理事会構成をしたほうがよいように思われる。また、投資運用業者という専門機関の人材育成も直面した大きい課題であるように思われる。

4. 安全性

日本においては、積立金の運用のあり方については「積立金の運用は、専ら被保険者のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行う」とされている（同法 21 条）。したがって、中期目標においても「安全・効率的かつ確実を旨とした資産構成割合を定め、これに基づき管理を行うこと」と運用目標が設定されている（同法 20 条）。このように法律によって「安全かつ効率的」というキーワードで運用を規定しているが、ここで「安全」とは必要最小限のリスクで済ますということで、「国債並みのリスク」になる。「効率的」というのは分散投資のことである。また、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式、リザーブに当たる短期資産というカテゴリーに分けて分散投資をしている。

これに対して中国の社保基金の投資は、①バリュート投資及び長期投資、②専門的かつ規範化された投資、③安全投資、④責任投資の四つの理念から成るとし、「弁法」は養老基金の投資運用は「安全性」を第一原則とし、リスク管理を徹底する姿勢を示した。

日本と中国の投資原則は両方とも安全性を投資の第一原則と掲げられるところに相違はない。

「社保基金」の「暫定弁法」25条によると、「社保基金が投資する対象は銀行預金、国債やその他流動性の良い金融商品、たとえば上場した基金、株券、信用度の高い企業債、金融債等有価証券に限るが、全国社保基金が直接運用する年金基金の投資対象は銀行預金、プライマリーマーケットで購入した国債であり、その他の投資は年金基金受託機関に委託して管理、運用する」と定められている。すなわち、自家運用の対象は銀行預金、国債に限定されている一方、委託運用は国債、企業債、金融債、証券投資ファンド、株式等の有価証券が対象となっている。

また「暫定弁法」28条は、社保基金の国内運用の投資資産の資産構成割合を「銀行預金、国債：企業債、金融債：証券投資ファンド株式」の順に「5：1：4」とし、「一つの銀行においての預金は年金の銀行預金総額の50%より高くしてはならない」と定められている。委託運用に当たっては、理事会が運用方針を委託候補先に提示し、各社の提案を考慮して委託会社及び運用内容を決定している。

中国の投資運用は曾て日本の公的年金の資産構成割合を5：3：3：2に設定し、安全性資産：株式：外貨建て資産：不動産等に分散投資していたのと同じように資産構成割合を決め、それによって投資を行うという形を取っているが、資本市場が未だに発展段階にある中国においてはこれは投資リスクを回避する一つの方法であるように思われる。しかし、どのような段階で規制緩和を行うべきかは慎重に検討すべきであろう。

また、養老保険基金は、国家重大工事及びプロジェクトに参加し、国有重点企業の再編、上場等の方式を通して、養老保険基金の投資によって長期的に安定収益の獲得を保障すると指摘されているが、社保基金の投資運用の政府政治からの独立性が確保されていない限り、国家企業もしくは重大工事に参加することを促すことは国民の老後の生活を保障するのに非常に大きい危険が伴うことは言わなくていいことであるように思われる。

5. 受託者責任

第一章でも指摘したように社保基金の仕組み上、信託法理によって養老保険基金を投資運用するというのが明確ではなく、実務上締結されている契約も民法上の委任投資契約、託管契約と投資管理契約だけであり、信託法理である忠実義務と注意義務の規定はない。国民の老後生活に関わる公益性の極めて高い年金積立金を保護のために信託法理の根幹である忠実義務と注意義務の規定は非常に重要であるように思われる。その規定は日本の議論が参考になる。

二．企業年金の場合

(一)．ガバナンス

1．理事会型の場合

(1)．日本の確定給付年金の基金型にも理事会が設置されているが、企業と別法人格である基金が成立され、その中に理事会が設置されているのに対して、中国の理事会は企業内に設置されているため、日本ほど独立性が保たれていない。そのため、法律によって事業主は企業年金理事会の基金管理業務が企業側によって干渉されないようにしなければならない(20-19条)と規定されているにもかかわらず、どれほど実効性があるかは疑問のように思われる。

また、実際、理事会型の仕組みは日本における契約型の確定給付年金の仕組みと類似している。すなわち、事業主が積立金の運用の目標、資産の構成、運用受託機関の選任・評価などを記載した運用の基本方針を作成し、資産の運用は外部に委託する。ただし、日本の確定給付年金は企業側が運用リスクを負うため、事業主にかかるプレッシャは拠出型より強いはずであるのに対して、中国の理事会型は企業内部に設置されているので独立性に欠けているのみならず、後ほども触れるが、確定拠出型と言っても実際は加入者もしくは受給権者がリスクを負うため、企業側の利益相反に晒される確率は日本に比べて極めて高いことが推測される。

(2)．企業年金理事会は企業と従業員代表で構成されるが、企業外部の専門家を採用することもできる。11-18条3項によると、理事会の構成員は、法律、金融、会計、社会保障またはその他企業年金理事会の理事が職務を果たすのに必要な専門的知識を有する人でなければならないと定められている。しかしながら、実務上理事会構成員はほとんど企業の中の中高管理職であり、基金または経済管理に係わったことのない人がほとんどであり、企業の職務以外に企業年金理事の職務も果たさなければならないので、年金運営管理のプロとして認められるかどうかは極めて疑問である。

(3)．理事会以外に、さらに加入員とか事業主とか、または理事会から、そして外部の学識経験者を選んで、資産運用委員会をつくり助言を得る資産運用委員会、ほかに理事会の業務が適切であるかということについて監査をする監事があるが、中国の理事会型にはこのようなガバナンスは充実されていない。それに上でも指摘したように、企業型の干渉度の高さが懸念されるた

め、受益者の利益は日本の確定給付・基金型に比して高いリスクに晒されやすい。

(二)．法人受託機関である場合

1. 運営管理機関等

日本の確定拠出年金の運営管理業は、記録関連業務と運営関連業務のいずれか、または両方を行う事業をいう（2条7項）。事業主は、運営管理業務を自ら行うことができるほか、運営管理機関に委託することもできるし、運営管理機関は委託を受けた業務の一部を他の運営管理機関に再委託することもできる（7条）。

中国の場合には運営関連業務を担当する機関と記録関連業務を担当する機関はそれぞれ法人受託機関と口座管理人が担当する。

2. 資産管理運用業者

日本では、資産管理運用業者によって資産の管理と運用が行われるが、通常は信託銀行、生命保険会社等が資産管理運用業者に該当する。それに通常は投資管理人が託管人を兼任するのが普通である。また日本の確定拠出年金の場合、資産管理機関は加入者個々人の指図に基づき、運用商品を提供する商品提供機関と契約を締結するため、加入者は商品提供機関との間で直接の契約関係に立たない。

中国の場合、投資管理人は企業年金基金財産の投資を行う機関であり、実際に投資管理人となりうるのは証券会社、養老金管理会社、信託会社、基金管理会社、保険資産管理会社、証券資産管理会社である。日本の商品提供機関は資産管理機関によって集中された加入者の運用指図によって実際の運用を行うため加入者または受給権者が最終リスクを負うことに対して、中国の場合は指定された投資管理人が法人受託機関の制定された投資戦略に基づき投資を行うにもかかわらず、企業の拠出金は限定されているため、実際のリスクは加入者が負担する仕組みになっている。

結局のところ、中国の確定拠出年金は、加入者が完全なる自己責任で投資運用を行い、最終リスクを負担する日本の確定拠出年金とは異なる存在である。事業主の拠出金が限定されている面では日本と同じであるが、投資運用の面では受託者が投資戦略を制定し、それに基づき投資管理人が実際に投資し、それに最終リスクは加入者が負担するハイブリット型になっている。このような仕組みにより、事業主の負担は軽減できるが、一番保護すべき加入者又は受給権者の利益が犠牲にされることになる。

(二) . 契約関係面

中国の場合、企業と従業員である委託者と理事会型の受託者、法人受託機関は信託関係にあり、受託者と口座管理人、託管人、投資管理人はそれぞれ委託関係にある。そのため、受託者が口座管理人、投資管理人を兼ねるケースである“3+1”型、受託者が投資管理人を、託管人が口座管理人を兼任する“2+2”型である場合にはそれぞれ不都合が生じる。

すなわち、“3+1”型においては、受託者が口座管理人、投資管理人を兼ねるため、受託者責任を負うが、託管人は受託者責任を負わないことになる。また、投資管理人と口座管理人から特立性を保つべき託管人がそれらによって選任される不都合が生じる。一方で、“2+2”型においては、受託者が投資管理人を、託管人が口座管理人を兼任するため、託管人もしくは口座管理人の選任は投資管理人が決め、託管人や口座管理人の利益が投資管理人の手元にあるため、制度設計者が希望した託管人の監督機能および投資管理人を制約する目的は実現することができなくなってしまう問題もある。

日本の場合、企業型年金では、事業主が管理・運営の主たる責任者と位置づけられているが、金融商品の実際の運用・管理については、運用関連および記録関連の運営管理機関、資産管理機関及び商品提供金融機関との間で各種の委託契約が締結されることになる。一方で、運営管理機関、資産管理機関及び商品提供金融機関が受益者に対して負うべき受託者責任も法律によって定められている。そのため、実際に委任契約が締結されていても、法律によって受託者責任を負われることが可能になった。それによって受益者の利益が厚く保護され得るようになった。

そのため、中国でも法律によって、投資管理人、口座管理人、託管人の受託者責任を明確に規定することによってこのような不都合は解決できるように思われる。

また、100年も前に年金基金が創設された先進諸国で、事前積立方式を採用した事業主の中には、年金基金の管理・運用を自家運用するところもあるが、ほとんどの事業主は年金基金の管理、運用の専門家ではないため、その業務を外部に委託した経緯を鑑みると、実務上受託者と投資管理人の兼任を避けるように思われる。また、日本のように口座管理人と投資管理人の兼任によって競争力を高めることは適当であるように思われる。それによって受託者の形骸化の問題も解決することができる。

三. このような日本の議論をこの先必ず意識されることになる課題であるのを念頭に置きつつ、中国の課題である全国社保基金の仕組み作り、及び投資運用の規範化、企業年金の仕組み改革、投資運用の規範化に示唆を与える

ことを試みると養老保険年金基金の場合は独立性、透明性及び責任の徹底化、専門性安全性を重視した仕組み作りでなければならない。即ち、政治政府から独立して、委託者である国民の利益を保護する年金積立金である認識をもっと高め、信託法理によってそれを確保し、信託法理である忠実義務と注意義務の規定を法律によって明確化する。

企業年金の場合は理事会型は企業内部に設置されているので独立性に欠けているのみならず、確定拠出型と言っても実際は加入者もしくは受給権者がリスクを負うため、企業側の利益相反に晒される確率は日本に比べて極めて高いことが推測される。また、法人受託機関型である場合は、加入者が完全なる自己責任で投資運用を行い、最終リスクを負担する日本の確定拠出年金とは異なり、事業主の拠出金が限定されている面では日本と同じであるが、投資運用の面では受託者が投資戦略を制定し、それに基づき投資管理人が実際に投資し、それに最終リスクは加入者が負担するハイブリット型になっている。このような仕組みにより、事業主の負担は軽減できるが、一番保護すべき加入者又は受給権者の利益が犠牲にされることになる。そのため、日本のように委託者に投資運用権限を与える徹底した確定拠出型に改革することに加え、受託者責任を法律によって明文化するのが高齢化が猛スピード進む中国の老後問題の対策として喫緊の課題であるように思われる。