

早稲田大学大学院法学研究科

2016年7月

博士学位申請論文審査報告書

論文題目 「年金基金と年金運用業者における受託者責任
—日本法が中国法に与える示唆を中心に—」

申請者氏名 李 敏

主査 早稲田大学教授
早稲田大学教授
早稲田大学教授

博士（法学）（早稲田大学） 上村達男
尾崎安央
大塚英明

李敏氏博士学位申請論文審査報告書

早稲田大学大学院法学研究科博士後期課程学生李敏氏は、早稲田大学学位規則第7条第1項に基づき、2015年10月13日、その論文「年金基金と年金運用業者における受託者責任—日本法が中国法に与える示唆を中心に—」を早稲田大学大学院法学研究科長に提出し、博士(法学)(早稲田大学)の学位を申請した。後記の委員は、上記研究科の委嘱を受け、この論文を審査してきたが、2016年7月4日、審査を終了したので、ここにその結果を報告する。

1 本論文の構成と内容

本論文は、年金基金等の資産運用業が負担する受託者責任概念について、その本来的な意義、それが適用される市場状況の相違に応じた機能等を包括的に検討し、日本でも未だ十分とは到底言えない問題を咀嚼して、その知見を中国において切実な問題となる状況に応えたいとの高い志をもって執筆されたものである。本論文は「はじめに」「第一章 中国における年金制度の状況とその受託者責任」「第二章 日本の年金制度」「第三章 受託者責任の法概念について」「第四章 日本の献金基金における受託者責任」「第五章 日本の年金基金の運用業者における受託者責任」「第六章 年金基金と運用業者に関する事例分析」「第七章 日本の年金基金の議決権行使と受託者責任」「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」「第九章 中国法に与える示唆」から成る。

「はじめに」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、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ずるとの問題意識が示されている。

第一章では中国の年金制度について紹介している。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している。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が、十分に機能していない。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が、受託者責任の概念が曖昧で抽象的であり、受託者責任の形骸化空洞化という問題が起きている。

第二章では日本の年金制度について紹介している。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で紹介している。

しかし、日本では理論面の進展はあるものの、AIJ 事件に見られるように受託者責任以前と見られるような事例もあとを立たない状況にあり、現実には、年金基金の資金不足による基金の解散問題が優先され、受託者責任問題は現実には十分な態勢とは言えない。

第三章では受託者責任の意義について、英米法における起源、日本での理論面での検討、アメリカにおける商事信託の進展、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上の受託者責任と慎重人原則 (prudent man rule) ,分散投資義務等について、詳細に検討を加えている。とりわけ、日本における受託者責任をめぐる理論状況と、実務の取扱いの変遷についても詳細に検討を加えている。注意義務と忠実義務の関係についても、会社法の場合も含めて日本での関係する諸問題を検討している。特に日本で、受託者責任について最も詳細に検討した文献である日本投資顧問業協会「投資顧問業者の注意義務研究会」の報告書での分析に詳細な検討を加えている。

第四章では、日本の年金基金における受託者責任問題として、近時特に注目を浴びている GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)の組織、運用方針、受託者責任等について詳しく検討し、この検討を踏まえて厚生年金基金制度の概要をさらに検討する。ここでは基金の理事の忠実義務と運用業者の忠実義務との関係に着目し、末端の出資者である労働者に対する基金理事の受託者責任が運用業者の受託者責任に反映すべきことがエリサ法との関係で論じられ、さらに受託者責任の内容としての資産の分別管理義務、分散投資義務の意義に言及している。また、年金について、確定給付年金と確定拠出年金とで受託者責任の意義に変化が生じたことについても検討している。

第五章では、前章の検討を踏まえて、樋口範雄教授の信託法理と商事信託における受託者責任との関係について論じ、信託を契約と見る見解、公序と見る見解について分析を加えている。その上で、信託銀行受託者責任を信託法、信託業法、金融商品取引法のそれぞれの観点から分析する。また、従来受託者責任を認めてこなかった生命保険会社の特別勘定と受託者責任の関係についても言及している。

第六章では年金基金と運用業者に関する事例分析を行っている。合同運用義務違反に関する事例、アセットミックス遵守義務に関する事例、分散投資助言義務に関する事例について、その内容を詳細に紹介し、とりわけ社会的な注目を浴びた分散投資義務に関する事例では、実質的な出資者たる労働者の利益よりも、運用業者およびその親会社本意の判断がなされたことについて、これを一種の悲劇として捉えている。

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ている。運用業者の受託者責任の問題のもう一つの重要課題である議決権行使に関する問題について、日本投資顧問業協会の研究会報告書「投資一任会社の議決権等株主権行使について」を素材にしてこの問題を検討する。年金基金およびその運用機関の主たる責任は、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、経営関与の問題は二次的な問題とされがちであるが、持ち株数が大きい以上、意識しなくても事実上の影響力は看過できないほどのものとなる。運用業者や年金基金が期末後に株式を売っていても議決権行使を行う以上、そこでは経営の行方を左右するような対応を取るべきではなく、あくまでも投資家として資本市場や企業社会のあるべき姿に照らした議決権行使がなされるべきとの見解を紹介している。

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ずる。政府の成長戦略との関係でスチュワードシップ・コードが導入された背景及びその後の動きについて触れた後に、そもそもスチュワードシップ (stewardship) とは何かについて、旧約聖書に遡った紹介がなされている。そのうえで、スチュワードシップと fiduciary duty の関係について、法的拘束力のないソフトローとしてのスチュワードシップコードは、その前に法的拘束力のある受託者責任をしっかりと認識することが先行されるべきとしている。

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ことを受けて、そこで得られた知見が中国の年金基金制度に与える示唆について検討する。ここで筆者は、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ついて、その方向性を指摘する。養老保険年金基金の場合は組織自体の独立性、透明性及び責任の徹底化を前提とする、専門性安全性を重視した仕組み作りが必要であり、すなわ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制度を、信託法理によって確保し、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ことが必要であるとする。

また、企業年金については、理事会の独立性を確保し、確定拠出型において加入者もしくは受給権者のリスクを最小にするための態勢を確立する必要があるとし、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とする。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しまっているとする。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り易い。そこで、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ことが、高齢化が猛スピードで進む中国の老後問題の対策として喫緊の課題であるとしている。

2 本論文の評価

本論文は、英米法に対する深い理解なしには把握することが困難な受託者責任という難

しい問題に果敢に挑戦した貴重な論文である。受託者責任概念は、親権者と子供の関係のような市民法的問題から、資本市場の存在を前提にする資産運用に至る広範な内容を有する問題であり、かつ年金運用のように運用業者に対する委託者としての年金基金が末端の出資者である労働者に対して自ら受託者責任を負っているような、二重の受託者責任が問題になる場合が通常の状態である。また受託者責任から派生する責務の多様性、違反した場合の効果の多様性等、その理解が容易でない問題である。アメリカでは受託者責任概念でインサイダー取引を説明し、証券業者の責務を説明するという具合に、本来の受託者責任問題とはかけ離れた問題すら受託者責任概念に頼るという状況もある。

日本でもこの問題は、学問的には相当のレベルに達してはいるものの、現実には業規制としてこの概念が十分に尊重されているとは到底言えない状況にある。そうした中で、資本市場自体が緒に就いたばかりの中国にこの概念の普及を図りたいという筆者の志の高さには感銘を覚える次第である。そして、本論文は単に志だけではなく、丹念に文献に当たり、判例を検討する等、非常な努力の跡をはっきりと見ることができる。受託者責任問題をこれだけ広範に総合的に論じた文献は日本にも多くは見られない。

本論文の特筆すべき点としては、第一に、英米法の古い厳格原則としての受託者責任に遡る概念の基本的性格について、詳細な検討を加えていることである。ここに記述されていることは、丹念に文献に当たれば、見いだすことのできるものであるが、中国への示唆を求めようという筆者にとっては、この次元から年金問題にアプローチしなければならない必然性があったといえる。

第二に、本論文は日本の年金問題、運用業者の注意義務等に関する、想定しうる広範な文献に当たり、実務の深いレベルで日本の実態を理解していることである。このことも、筆者の創見に出るものとは言えないが、この問題を中国に伝えなければと言う筆者の熱意が、きわめて多大な努力を可能にしたものと評することができる。

そのうえで第三に、受託者責任の本質的な意義を理解した筆者として、中国の年金制度のあり方等について、政府から独立した組織や、信託を活用した契約のあり方についてきわめて有意義な提言をしていることは、日本で重要な問題を学ぶ留学生のあり方として望ましい研究成果を獲得しているものと評価できる。

このように本論文は、きわめて高い意義を有するものであり、筆者の研究者としての将来に大いに期待するところであるが、なお不十分な点が存在することも確かである。

この問題の難しさによるために、無理な注文でもあるが、また、これだけの文献を渉猟する多大な努力には深い敬意を表するものの、やはり既存の文献に依存しすぎる傾向が強いことは否めない。各章末に披瀝されている筆者の見解に、筆者の独創を見いだそうとすることは、日本やアメリカの枠内に止まらない最高水準の研究者たることを求めることに他ならないが、中国で筆者が共同研究者を中国国内に見いだし難い中で、筆者に奮迅の活躍を期待する以上、さらにワンランク上の研究者たらんとする意思と努力を要請したい。

第二に、本論文が指摘している中国への示唆について、さらに踏み込んだ具体的な提言に結びつける研究を引き続き継続することを期待したい。とりわけ、中国において政府のあり方と年金運用母体の組織のあり方については、現状の即したきめ細かな提言を行うことが必要であろう。

もとより、こうした注文は現時点では高望みとも言いうる注文であり、課程博士論文としての本論文の意義をいささかも損なうものではない。

3 結論

以上の審査の結果、後記の審査員は、全員一致をもって、本論文の執筆者が博士（法学）（早稲田大学）の学位を受けるに値するものと認める。

2016年7月4日

審査員

主査 早稲田大学教授 上村 達男（会社法、金融商品取引法）

副査 早稲田大学教授 尾崎 安央（会社法、金融商品取引法）

早稲田大学教授 大塚 英明（会社法、保険法）
