

年金資金管理運営と受託者責任

—米国企業年金法判例とわが国への示唆—

2002年3月

財団法人 年金総合研究センター

「エリサ法判例研究会」

年金資金管理運営と受託者責任

—米国企業年金法判例とわが国への示唆—

2002年3月

財団法人 年金総合研究センター

「エリサ法判例研究会」

目次

緒論	エリサ法判例研究の必要性と本研究の取りまとめの経緯	1
総論	米国の最近の年金法動向とエンロン事件	7
各論 1	年金制度受認者の機能的定義に関する判例法の蓄積	14
2	投資マネージャー義務	
2-1	年金制度の現金ニーズと投資マネージャーの調査・確認義務	20
2-2	投資コンサルタント（トランジションマネジメント）	34
2-3	指名受認者による投資指図と投資マネージャーの対応	43
3	従業員持株制度における未上場自社株の株価評価	58
4	投資助言と手数料	
4-1	年金制度文書に裁量権限を有すると記載する者	72
4-2	間接的報酬受領者の地位	84
4-3	投資推奨と投資助言	90
5	違反に対する救済と民事罰	
5-1	救済	101
5-2	受認者義務違反と民事罰	114

緒論 エリサ法判例研究の必要性と本研究の取りまとめ

の経緯

奥村 明雄

(財)年金総合研究センター

専務理事

1 はじめに

平成2年に始まった年金運用の規制緩和は、ここ数年で急速に進み、平成9年度からは、厚生年金基金では、これまでの運用規制の殆どが撤廃され、自由な運用の世界に大きく足を踏み出している。又、公的年金も7年間の経過期間を経て、そのすべての積立金が市場で運用される新しい時代を迎えようとしている。企業年金の資産はおおむね80兆円、公的年金の資産は、おおむね180兆円、を数え、この他各種共済年金の資産も市場運用の度合いを強めようとしている。しかし、加入者の資産を預かる年金スポンサーや運用機関の責任は、これまで法制上必ずしも明確ではなく、又、統一性の取れたものでもなかった。厚生年金基金の理事者の責任は、民法の善管注意が援用されると解されてきたが、忠実義務との関係は必ずしも明らかではなかった。又、企業年金の一翼を担う適格年金については、そもそも税制上の措置であることから、明確な法的位置付けそのものが欠如していた。運用機関の責任については、それぞれの法制度が縦割りの的に制定されており、規定の仕方もまちまちであり、受託者責任の規定そのものがない制度もあった。このような状態では、本格的な運用自由化時代に対応できないことは明らかであり、厚生年金基金連合会の「受託者責任研究会」が「統一的企業年金法」の早期制定を求めたのも当然のことであった。その後、厚生年金基金を始めとする企業年金の役割の増大に対応し、「日本版エリサ法」の制定を求める声は年々強まってきた。そして、ここ数年の間に、急速に法制度の整備が進められ、その集大成としての「企業年金二法」が施行されるに至っている。その経緯を簡潔に整理すれば以下の通りである。

2 受託者責任法制の整備の進展

まず第一に行われたのが厚生年金基金の法整備である。平成2年の法改正においては、基金の理事の「忠実義務」の規定が整備され、その明確化が図られた。又、これと合わせて、善管注意義務、忠実義務をより具体的に示す観点から、厚生省において、「ガイドライン」が、厚生年金基金連合会からは、「受託者責任ハンドブック・理事編」「同・運用機関編」が取りまとめられた。これらは、判例の極めて少ないわが国において、理事者などが実務上参考にするものとして作成されたものであり、受託者責任に関する年金関係者の認識を高める上で大きな役割を果たしてきたものとする。

第二に行われたのは、年金資金運用基金法の制定である。同法では、理事の注意義務と忠実義務を明確に規定するとともに、運用機関についても同様の規定を設けており、従来の各制度ごとの縦割りの規定から、運用機関について初めて横割りの統一的規定を設けたものであり、画期的なものといえる。

第三に行われたのが、確定給付企業年金法、確定拠出企業年金法のいわゆる「企業年金二法」の制定である。ここでは、次の二点が重要と考えられる。その第一は、確定給付企業年金法では、従来の適格年金を将来的に移行させる受け皿として、「規約型」、「基金型」の二つの企業年金を制度化したが、そのいずれにおいても、厚生年金基金と同様の受託者責任を明記し、企業年金として認められるに足る統一的な基準が明確にされたことである。又、確定拠出年金法においても、事業主や運営管理機関、資産管理機関の責任が、一つの法律の中で、整合的に定められたことである。その第二は、確定給付企業年金法においては、事業主と並んで運用機関についても、年金資金運用基金法同様、受託者責任に関する規定を明確に設けたことである。

以上の経過を経て、年金制度についてこれまで問題とされてきた点、① 注意義務、忠実義務の規定が必ずしも明確でなかったこと、② 企業年金に関する統一的な規定がなかったこと、③ 運用機関を含めた統一的な規定がなかったこと の三点が整理され、法制度の面では大きく前進することとなったといえよう。しかし、②の適格年金自体については、法的な網は依然としてかかってはならず、「受け皿」としての「規約型」、「基金型」に規制がかけられたに過ぎず、適切な誘導措置が講ぜられる必要が残っているのではなかろうか。

3 エリサ法判例研究の必要性

以上述べてきたように、わが国の年金法制上問題とされてきた諸点については一応の法的整理がなされたことになる。しかし、法律上規定されたとしても、これが直ちに現実に動いていく保障はない。これらの規定は、必ずしも具体的ではなく、具体的ケースに対応した判断が明瞭になされるわけではない。よく指摘されるように、アメリカは訴訟社会であり、エリサ法についての多くの判例が蓄積されている。しかし、わが国では、これまで年金の資産運用に関する受託者責任の判例は殆どなく、これからも急速に増えてくる状況にはないと考えられる。そこで、受託者責任の先進国であるアメリカのエリサ法の判例を整理し、これを項目別にハンドブックの形にまとめ、年金関係者に提供することは、これからの受託者責任の定着、ひいては、年金の資産運用の発展に貢献するゆえんではないかと考えられる。

4 この研究の取りまとめ経緯等

本研究会は、財団法人年金総合研究センターの研究助成を受け、平成13年度からの2年計画で、アメリカのエリサ法の判例を整理し、年金関係者に提供することとしている。具体的判例の選定にあたっては、わが国の年金関係者にとっても関心の深い「注意義務」、「忠実義務」、「利益相反行為の認定」、「確定拠出年金に関する事業主の責務」などの事例を選定し、それぞれ「判例の内容」「判旨」「わが国への示唆」とに分け、統一的に記述し、読者の理解に便ならしめることとしている。本研究会では、毎月1回各メンバーがプレゼンテーションを行い、討議を行った上で、これを踏まえて整理することとし、できる限り統一的な理解となるよう努力がなされた。なお、全体としての報告書は研究会の小櫻代表が取りまとめを行っている。本研究会は、昨年9月に第1回会合を開いた後、7回会合を開き、10テーマの判例研究を行った。今年度報告書においては、小櫻代表の冒頭論文を掲げるほか、10テーマの判例を項目別に整理して、記述した。

この報告書は、先に述べたように2年計画の初年度の成果であり、まだ掲載判例の数も十

分ではない。来年度の研究成果も合わせて内容を充実し、年金関係者のためのより実践的なハンドブック作りを目指すこととしている。その成果が広く活用され、わが国の受託者責任制度の定着化に役立つことを願うものである。

エリサ法判例研究会メンバー一覧

小櫻 純	香川大学法学部 教授
三沢 浩司	中央三井信託銀行受託資産企画部次長
五十嵐 龍人	三井アセット信託銀行 シニアマネージャー
石垣 修一	みずほ年金研究所 主席研究員
土浪 修	ニッセイ基礎研究所 主任研究員
早川 徹	関西大学法学部 教授
志谷 匡史	姫路独協大学法学部 教授
奥村 明雄	財)年金総合研究センター 専務理事

エリサ法判例研究会開催状況

第一回研究会 平成 13 年 9 月 3 日（金）午後 2 時

- 1 研究員紹介
- 2 研究会の進め方について

第二回研究会 平成 13 年 10 月 19 日（金）午後 2 時

- 1 確定給付企業年金法及び確定拠出年金法における受託者責任の考え方について
厚生労働省企業年金国民年金課 課長補佐 尾崎 俊雄
- 2 今後の研究会の進め方及び分担について

第三回研究会 平成 13 年 11 月 16 日（金）午後 3 時 30 分

- 1 研究員の交替について
- 2 研究員からの発表

Rodrigues v. Herman, 121 F. 3d 1352(9th Cir. 1997)～

石垣 修一

GIW industries, Inc. v. Trevor, Stewart, Burton & Jacobsen, Inc., 10
E. B. C. 2290 (S. D. Ga 1989)

土浪 修

第四回研究会 平成 13 年 12 月 17 日（月）午後 2 時

- 1 研究員からの発表

DANIELS v. NATIONAL EMPLOYEE BENEFIT SERVICES, INC,
858 F. Supp. 684; 1994 U.S. Dist. LEXIS 9485

小櫻 純

Farm King Supply, Inc. Integrated Profit Sharing Plan & Trust V. Edward
D. Jones & Co., 884 F. 2d. 288(7th Cir. Ill. 1989)

早川 徹

第五回研究会 平成 14 年 1 月 21 日（月）午後 2 時

- 1 研究員からの発表

Board of Trustees v. Callan, Associates, Inc (2nd Cir. March 17, 1999)

五十嵐 龍人

ROBERT REICH v. ARTHUR McMANUS and RICHARD COVELL

小櫻 純

第六回研究会 平成14年2月28日(木)午後2時

1 新たな研究員の紹介

木村 仁 岡山大学法学部 助教授

志谷 匡史 姫路独協大学法学部 教授

2 研究員からの発表

Howard v. Shay (100 F. 3d 1484(9th Cir. 1996))

～未上場自社株の価額評価の問題～

石垣 修一

Lowen v. Tower Asset Management, Inc., 829 F. 2d 1209 (2d Cir. 1987)

土浪 修

3 エリサ法判例研究会の平成13年度の報告書の作成について

第七回研究会 平成14年3月18日(月)3時

1 研究員からの発表

Gerald W. Kerr v. Vatterott & Co.; Commerce Bank of St. Louis, 184 F. 3d 938
(8th Cir. 1999)

早川 徹

CAS 401(k) plan v. pension prof' ls, Inc., 195 F.3d 1135, 1999 U.S. App. LEXIS
30404,

99 Cal. Daily Op. Service 9201, 99 D. A. R. 11811, 23 Employee Benefits Cas. (BNA)
2241(9th Cir. Cal. 1999)

小櫻 純

2 エリサ法判例研究会の平成13年度の報告書の作成について

総論 米国の最近の年金法動向とエンロン事件

小櫻 純
香川大学
法学部教授

1、概説

米国では、ここ数年、いわゆる 401 条(k)項を利用した給料天引き積み立て方法を用い、従業員退職後所得を積み立てる責任と投資リスクを、事業主から従業員に転嫁することによって、制度スポンサーである事業主の責任軽減を図ってきたという経緯がある。同時に、米国の年金保護法であり内国歳入法（税法）とリンクしている従業員退職所得保障法 Employee Retirement Income Securities Act (ERISA という) の立法者の予想をはるかに越える確定拠出型年金が、事業主の株式に投資されてきた。

このことにより、1974 年に ERISA が制定された当時と比べ、事情は、様変わりしている。すなわち、多くの従業員は、自己指図型（投資リスクを負うのと平行に考え、自己指図ができるものと理解された）の確定拠出年金制度を選択し、そこで、事業主証券¹に投資するよう促されている。

企業が、事業主株式²を売却することによって資金調達し、株式を友好的な従業員の手元に置くことによる会社のガバナンス上の利益を得る点が、これに力を貸していることは確かであるが、さらに、事業主株式に集中させる税法上の要因を、見過ごすことはできない。

第 1 に、制度によって保有される事業主株式は、一定の条件のもとで、それが実際に従業員に分配されるまで、「未実現利益」として、長期キャピタルゲインとしての有利な扱いを受ける。

第 2 に、事業主も、危険分散の必要性を無視してでも、制度投資対象を事業主証券に振り向ける、税法上のインセンティブがある。事業主は、制度スポンサーとして、401(k)またはその一部を、従業員持株制度 Employee Stock Ownership Plan (ESOP という) とすることで、優遇税制を享受できる。ESOP は、わが国従業員持株制度とは異なり、ERISA 上、確定拠出年金制度の一種として扱われ、「主として」事業主証券に投資するものとして、原則として他の年金制度と同様、優遇されている。

ESOP の優遇措置のうち、重要なのは、内国歳入法 404(k)による配当控除である。会社は、普通、発行株式に対する配当に連邦法人税法上の控除を得られないが、ESOP 保有の株式に対する配当は、控除可能である。（その条件は、政策の変化により時々改正されるようである。）この法人税に対する配当課税控除は、事業主に相当な節税効果をもたらしているといわれている。

¹ 事業主証券とは、従業員が勤務する企業が、発行する株式その他の有価証券を指す。

² 同じく、会社たる事業主の株券を指す用語である。自社株と呼ぶこともあるが、商法上の自己株式と紛らわしいため、本文の用語を用いることにする。

さらに、ESOP は、それをレバレッジ型にすることによって、さらなる課税優遇措置を受けられる。レバレッジ型とは、事業主が、従業員に対する将来に渡っての拠出を一度に行い、従業員は、制度に沿った受給権の配分を待って、同権利が確定するものである。³ この型のESOP の事業主にとっての利点は、会社の資金調達を容易にすると共に、事業主の拠出に対する税控除が、多い点である。

2、 一般的な従業員の考えと事業主の態度

従業員は、会社が事業主株券拠出すると聞くと、それが、賢明な投資対象と推奨されているかのように感じ、会社のリードの下に、年金の多くをそれに投資してしまう傾向にある。会社に対する忠誠心が、それに加わると、なおさらその傾向に拍車が掛かる。忠誠心がなくとも、見知らぬ企業に株式に分散投資するより、事業主株式に投資する方が、安心感があるということもあろう。しかし、米国でも累卵の危機という語が死語に近いのかどうか知らないが、その意味を理解する投資教育の成果は、現れていないようである。

事業主は、現金より株式拠出を好む傾向にある。それは、現金だとキャッシュフローに影響を及ぼすのに対し、株式では、そのようなことがないためである。また、敵対的企業買収や委任状争奪戦に対する防御となると考え、年金に対する株式の拠出の方を好み、あるいは、企業業績悪化に際しても、他の株主より、売却の判断が遅くなることも期待しているのかもしれない。また、保有株式が多ければ多いほど、会社に対する忠誠心が増え、生産性が上がると信ずる事業主もないわけではないだろう。法律上求められている公正で正確な企業業績開示を行った上で、それを信ずるのは、それなりの合理性があると云えよう。

しかし、手続きを万全にすればするほど、それほどまでに親切な事業主ならばと、従業員を信じさせ、慎重さを欠いた事業主株式へ集中投資する楽観主義者にしてしまうことに手を貸してしまう結果も起こり得る。

上述の動機と、税法上の優遇措置から、経営者の株主に対する責任と年金の受認者（fiduciary の訳語、信認義務者、受任者、信託受認者などの訳がある。）としての責任の対立が、鮮明となる。株主に対しては、利潤の最大化に努め、従業員の年金ほどのためには、年金権の最大化と安全に努めなければならないためである。

ERISA が、事業主である企業の経営者に関し、ERISA 制定時に、受認者の定義を、機能的に定め、年金制度またはその資産運用に裁量権を有するか、報酬を得て投資助言するか、制度管理または資産の処分に裁量権を有する者を、抽象的に受認者として、信認義務を負わせたのは、表向きは、職責を隠して、責任を回避しつつ年金に裁量権を行使し、隙あらば自分の自由にしようという不埒者を出さないことであると説明されてきたが、年金法の碩学 Langbein 教授の言⁴によれば、上記の対立する責任を一人の者が負うために、このような定

³ 拙著 M&A 時代の企業年金保護 同文館 平成2年 104頁以下 拙稿「米国の従業員持株信託」信託法研究2号 昭和53年 21頁以下、参照。

⁴ 本人から直接お伺いしたもので、その理解は、筆者自身の責任である。

めにならざるを得なかったという側面があるようである。⁵

同教授は、従業員に対する①投資教育と投資助言との関係とその問題点②投資分散義務の有用性とその例外である 401(k)ないし従業員持株制度に対する批判を、エンロン事件以前に議会証言で次のように明らかにしている。⁶

「事業主とその投資担当者は、従業員の退職所得を増やしたいと思っているが、投資したものの価値が下落したときに受認者として責任を問われるのではと恐れている。現行法は、ERISA 上従業員に投資『教育』をすれば ERISA 上、受認者とならず、責任を負うことはないと認める一方で、『投資助言』を行うことは、受認者の機能であると定める。金融の専門家に、従業員が必要とする、彼らのために工夫した (tailored) 助言を行うよう取り決めた事業主は、ERISA 上の受認者とみなされる危険がある。それは (十分な助言を受けられない) 従業員は、すべて投資専門家になれと ERISA が、求めているようなものである。そのようなことはありえないし、彼らのライフサイクルや家庭環境、他の資産の保有状況に照らして、最適な資産分配を事業主や投資担当者が案内するより、下手な投資となるに違いない。」

「ERISA は、事業主証券投資に関して、矛盾した扱いをしていると思われる。404 条(a) (1) (C) は、分散投資義務を、制定時の投資理論であるポートフォリオ理論として先取りした形で導入し、費用を掛けずに、大きな利益を生むものとして評価した。投資リスクは、市場リスク、産業分野別リスク、個別企業リスクからなる。市場リスクは、すべての証券共通のリスクであり、経済的、政治的状況の変化、利子率の変動等々を反映し、なくすことができないものである。これに対し、産業分野別リスクは、産業や関連産業に属するすべての企業に固有のリスクである。個別企業リスクは、特定の企業だけの将来に影響する要因を反映するものである。例えば、石油産業全体に影響を及ぼした 1973 石油危機で石油会社が被った損失は、前者、エクソンがアラスカ沖で 1989 年に起こした石油流失事件での損害が、後者の例である。他の産業の株式を保有すれば、前者の損失を少なくすることができ、エクソン以外の石油株を保有すれば、同社の値下がりカバーすることができる。市場リスクは、証券保有リスクの 30%に過ぎず、産業分野別リスクは、約 50%、個別企業リスクは 20%である。分散投資すれば、おおよそ 70%のリスクを回避することができる。個別企業に属する従業員にとっては、この基本的な危険分散より重要なのが、事業主株式からの隔離である。もともと従業員は、その人的資本を、事業主に極めて密接に連結させている。この本来的に持っている雇用関係と密接な関連性を増大させて、事業主の運命とともにすることは、絶対にすべきではない。ERISA が、401(K)や ESOP で、原則を崩し、年金資産による会社株式保有に、税制優遇措置を与えるのは、間違った政策である。この目的は、従業員の忠誠心を高め、会社の利益増大と従業員の報酬を連動させようとするものであるが、経営者の報酬が、そのようなものであることは良いとしても、従業員の退職所得保障を求める従業員の最低限の恒産の蓄積にはそぐわない。したがって、議会が、従来の退職のための蓄積を、リスク回避でき

⁵ これを矛盾するものでないという判例は、多くある。例えば、Adams v. Avondale Indus., Inc., 905 F.2d 947 (6th Cir.), cert. Denied, 498 U.S. 984 (1990)。石垣 修一 「エリサ法ガイド(15)～判例紹介(4)：雇用者の経営判断と受認者義務～ 研究ノート」みずほ年金レポート No. 35 (2002・4) 25 頁以下。

ない仕組みに置き換えることがないよう強く主張いたします。」

ともあれ、多くの従業員は、危険分散できることを知りつつ、それが、重要であるとの情報を得、助言を受けているにもかかわらず、そうしないのが、実情であるといわれている。事業主株式と危険分散した投資とを同一の投資対象でなく、積極的に、後者を推進すべき時期に来ているとの主張がある。そのきっかけが、エンロン事件である。

3、エンロン事件の影響

(1) エンロン事件の年金制度への影響

わが国においても、確定拠出年金制度が、導入された機会を捉え、事業主証券を積極的に取り入れようとする動きがあると仄聞するが、エンロン事件⁷を機に、再考すべきである。

ERISA の適用があり、税法上の優遇措置をするのは、退職後の所得保障という立法目的と政策のためであるはずであるから、何も、危険を招くようなことに、力を貸すことはないと考ええる。

税制適格年金には、Tax Expenditure⁸として国家が最も多額の税優遇を行っており、900億ドルを超すとされている。⁹これは、個人で、貯蓄すれば、いつ引き出して、どう使おうと自由であるのに対し、年金資金は、慎重で、危険分散を図り、その目的を達成するために課税上、優遇措置を受けられるからであると考ええる。

このような企業年金制度は、本来、任意の制度であるから、スポンサーたる企業が何を拠出しようとする自由なはずで、事業主株式を集中させるのもその一環であるという見解に対し、過度の事業主株式集中排除は、私的な年金制度にも矛盾しないという見解が、最近多く現れた。事業主に、年金拠出を躊躇させることなく、従業員の退職所得を確保することは、その社会的責任を達成させることにつながる筈であるとするのが、説明になるであろう。

立法的には、401(k)の事業主株式割合に、上限を定めるべきとの意見がある。マッチング拠出¹⁰に、同株券を認めるべきでないという意見もある。しかし、困難なのは、事業主の年金拠出をためらわせることなく、年金制度を確保することが必要と云う点である。そこで株式を新株予約権に変えて従業員拠出の一選択肢として、従業員に与えることが、事業主の意

⁶ 2001年2月15日連邦議会下院での証言

⁷ エネルギー供給の大手企業で、わが国の電気供給業にも参入しようとしていたエンロン社は、昨年倒産し、昨年の破産法申請時の保有資産やデリバティブの評価額に、会計会社と共謀して意図的な隠蔽がなされていたのではないかと、世情を賑わせた事件である。その水増し額は、140億ドルにもものぼるといわれ、影響は、同社の倒産に止まらず、同社債券を運用対象にしていたMMFが、元本割れしたため、そのMMFの解約が殺到するなど、社会的にも大きな事件となった。

⁸ Congressional Budget and Impoundment Control Act of 1974 (P.L. 93-344) ('the Budget Act') 上の表現で、国の税政策によって如何ほどの歳入が、入らなかったかを理解するための概念と思われる。歳入控除ないし支出控除と訳されていると仄聞する。同法3条(3)参照。

⁹ 年金類似制度を含め、1000億ドルを超すと表現する論者もいる。

¹⁰ 米国では、年金制度(以下、制度という)の範囲を画し、その給付と拠出を決定するのは、事業主であるのが普通である。しかし、課税前後を問わず、従業員が、拠出を選ぶことができる制度がある。また、その拠出にマッチングさせて事業主の拠出を決める制度もある。

欲を若干削ぐことになるかもしれないが、従業員の株式に対する選択権を確保しつつ、危険負担の時期を最小限にすることができる方策であるとする意見もある。

エンロン社の株価が、急落し、同社が、破産申請したとき、同社の多くの従業員は、その退職のための資金を失った。同社は、胡散臭い会計処理と詐欺の責任を問われるはずであるが、同社従業員の損失は、その企業年金制度の性質と、事業主株式に投資を集中させていたということから、その被害は、甚大である。この損失は、退職所得保障のための資金を、損失に直結するギャンブルに変えたためとする批判がある。しかも、この損失は、経営者のための買戻請求権つき株式オプションと比較することによって、彼を博打の勧進元になぞらえ、勝ち目のないギャンブルに従業員を引き込んだ結果とする批判がある。¹¹

(2) 解決策

解決策として挙げられているものは、つぎの通りである。

① 危険分散を徹底すること

通常の年金には、事業主証券を10%までに抑える条件が付いているのであるから、401(k)にも例外なく、この要件を適用すべきである。

② リスクの低い投資を選択できるようにすること

ただし、低リスクの投資対象の場合、経費が掛かりすぎないように工夫すべきである。

③ 確定給付年金制度¹²の拡充に努めること

企業が破産した場合でも、最低積立基準のもとで、受給権が確保されている点を、拡充すべきである。団体交渉によって内容が決まる複数企業合同の企業年金に団体交渉参加資格のない者も加入資格を認めるべきである。

④ 制度資産を保証すること

事業主の企業内容の変遷に耐え得るように、現在は、確定給付年金にだけ適用がある年金給付保証公社(PBGC)の補償範囲を、確定拠出年金にも及ぼすべきである。

(3) 種々の改正法案

わが国でも、最近は、議員立法が、散見されるようになってきたが、米国では、多くの議員が、当然のこととは云え、立法に意欲を見せている。¹³

①1986年内国歳入法を改正して、10%を超える事業主証券を保有することを禁ずる法案(PENSION PROTECTION ACT (HR 3463))

②事業主が保有する株式を売り逃げた場合の、課税を強化し、証券取引法の内部者取引に

¹¹ Christian E. Weller "No more Enrons: Protecting 401(k) plans for a safe retirement" February 7, 2002 | EPI Issue Brief #174

¹² わが国の従来型の企業年金は、退職時に年金額が、勤務年数と給与の係数で計算され、支給されるものであった。これを給付建て年金制度という。これに対し、米国法を参考に、わが国でも、昨年、確定拠出年金法が、制定された。事業主が、拠出するときに、その額が、確定するために、このような表現をする。拠出建て年金制度とも云う。なお、同法は、年金運営管理機関に忠実義務を定めた、画期的な法律である。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—「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

vol.19 2001年秋 74頁以下。

¹³ Hは、下院、Sは、上院の法案であり、提案者各自が、独自の法律名を付けている。提案者の名が、法案の別名になるため、彼らの意欲が増すのであろうか。

該当することを明確にしようとする法案 (EMERGENCY WORKER AND INVESTOR PROTECTION ACT OF 2002 (H. R. 3622))

③401(k)の信託義務者が、悪意で、年金受益者のためにならない行動をとった場合、不実表示として不法行為の損害賠償の責めに任ずることを定め、かつ、年金加入者、受益者の米国破産法上の権利を強化しようとする法案 (EMPLOYEE SAVINGS PROTECTION ACT OF 2002 (H. R. 3623))

④事業主に、自社の正確な資産状況を半年毎に通知する義務を課すとともに、危険分散投資をするよう積極的に行動する義務を課す法案 (401(K) PENSION RIGHT TO KNOW ACT OF 2002 (H. R. 3642))

⑤年金権の失権を許さないものとする要件を緩和し、支払停止の企業に対しても、年金権を確保することができるようにするとともに、事業主に、刑事罰としての科料を課し、行政上の過料を強化しようとする法案 (SAFEGUARDING AMERICA'S RETIREMENT ACT OF 2002 (H. R. 3677)

⑥各受益者の年金の内容開示を1年から半年毎に改め、事業主証券を含めた年金投資では、バランスの取れた、危険分散した長期の投資が、重要である旨を平均的な加入者、受益者に理解させるように説明しなければならないと定め、また、各自の権利にどのような限定、制限、および、権利の一時停止があるかを説明しなければならないと定め、これに反する者に行政罰を課すとともに、証券取引法を改正し、一定の条件下ではあるが、年金加入者、受益者の株主としての権利が制限を受けている場合は、当該会社の取締役、役員に、事業主証券の売買を禁ずるよう求める法案 (PENSION SECURITY ACT OF 2002 (S. 1969))

4、エンロン事件は、さまざまな訴訟の形で、法的問題点が明らかにされてくるであろうから、今後の研究課題である。本研究報告で明らかになった過去の判例の問題点も、センセーショナルか否かは別として、同事件に匹敵する内容を含んでいる。1 CSA 401(k) plan v. pension prof' ls, Inc., 195 F.3d 1135 (9th Cir. Cal. 1999)では、ERISA 制定当時から、懸念されている受託者の定義の問題、2では、投資マネジャーの義務、なかでも分散投資義務を2-1、GIW industries, Inc. v. Trevor, Stewart, Burton & Jacobsen, Inc., 10 E. B. C. 2290 (S. D. Ga 1989)判決で、マネジャー変更の際に起こる問題点であるトランジションマネジメントに関し、2-2、Board of Trustees v. Callan, Associates, Inc (2nd Cir. March 17, 1999)で、さらに取引禁止行為問題の解明を2-3、Lowen v. Tower Asset Management, Inc., 829 F. 2d 1209 (2d Cir. 1987)で行なった。

ついで、3 Howard v. Shay (100 F. 3d 1484 (9th Cir. 1996))では、エンロン事件にも関係すると思われる、従業員持株制度保有の株式評価の問題を取り上げた。さらに、4では、「投資助言」にかかわる問題を3件取り上げた。4-1、DANIELS v. NATIONAL EMPLOYEE BENEFIT SERVICES, INC, 858 F. Supp. 684; 1994 U.S. Dist. LEXIS 9485では、年金制度規約に助言権限が記載された者の責任問題、4-2、Robert Reich v. Arthur Mcmanus and Richard Covell 事件では、手数料受領と言う要件の範囲の問題、4-3、Farm King Supply, Inc. Integrated Profit Sharing Plan & Trust V. Edward D. Jones & Co., 884 F. 2d. 288 (7th

Cir. Ill. 1989)では、投資推奨と投資助言の異同の問題を取り上げた。

最後に、ERISA 違反に対する救済と民事罰に関して、その内容を明らかにし、法の実効性を確認した。すなわち 5-1、Gerald W. Kerr v. Vatterott & Co.; Commerce Bank of St. Louis, 184 F. 3d 938(8th Cir. 1999)では、ERISA の特異な救済方法である、填補賠償の限界を明らかにし、5-2、Rodrigues v. Herman, 121 F. 3d 1352(9th Cir. 1997)では、民事罰と訳されている、あまり知られていない、行政罰の問題を取り上げ、ERISA の強制を支えている部分を明らかにした。以上は、数が10で限定されているものの、いずれも重要な問題を扱い、わが国の年金法制を検討するために役立つものと確信する。

しかし、当然のことながら、さらに検討を要する問題として、年金資産開示の問題、事業主破産の場合の受給者保護問題、複数の事業主が同一の年金を維持する場合の、一事業主が脱退する場合の問題等、残された課題も多い。今後の研究を待ちたい。

なお、判例解説に関する見解に関しては、個々の報告者の見解を尊重したが、本書の構成、事件選択に関しては、小櫻が有責である。

各論 1 年金制度受認者の機能的定義に関する判例の蓄積

小櫻 純
香川大学
法学部教授

【判例の概要】

CSA 401(k) Plan v. Pension Prof'ls, Inc., 195 F.3d 1135 (9th Cir. Cal. 1999)
年金制度の事務的業務を行なう者は、受認者でなく、また、横領の事実を加入者に直接通知する義務はないとした事例

【事実の概要】

1991年7月、被上訴人 PENSION PROFESSIONALS, INC. (PPI と呼ぶ) は、上訴人 CSA 401(k) 制度の資産状況報告業務と第三者としての管理業務のため、上訴人 Computer Software Analysts, Inc. (CSA と呼ぶ) によって雇われた。CSA と PPI が締結した契約では、PPI は、制度の信託義務者ではなく、第三者としての管理者 (a third-party administrator) と定められた。6ヶ月後、PPI は、従業員の給料支払小切手から CSA が年金投資のために引き落とす額と、実際の 401(k) 勘定とが、食い違うことに気付いた。そこで PPI は、不足額が、どうなったかを調べ、共同受託者であり、CSA の CEO でもある、Levi Carey の横領を疑った。

その後 PPI は、受託者たる Carey と Louis King に、従業員の退職勘定に資金を入れないと、内国歳入庁および労働省の規則に反し、横領と ERISA 違反に問われると知らせた。また、業務として PPI が、作成を求められている資産状況報告書に、資金不足があると開示しなければならぬとも伝えた。Carey は、CSA が、1993年3月31日付け文書で、不足額を支払うと PPI を安心させた。

PPI は、弁護士と相談の上、Carey が、一定の条件を飲むなら、第三者としての管理義務を継続することに同意した。その条件とは、彼が上記文書に書いたスケジュールで、必ず不足額を支払うこと、加入者勘定通知書すべてに「労働省と内国歳入庁の定めた要件に反し、信託は、401(k) 上の受給権をまだ受領していない。」と記載すること、そして支払いがあったことの確認すなわち支払われた小切手のコピーで確認することも求めた。そして、もし支払期日を違えた場合は、第三者管理業務から手を引くと述べた。Carey は、合意を証する書面に署名し、不足していた資金の内約 3,500 ドルを支払った。

後日、Carey は、支払期日の変更を申し出たが、PPI は、これを拒否し、Carey が約束を守らなければ業務を継続しないと再度、言い渡した。PPI は、Carey から 1994年7月付けの偽りの資産状況報告書を受け取った後、辞任した。

PPI は、辞任後、年金監督の諸機関や年金加入者に、Carey に横領の疑いがあることを、警告しなかった。1998年7月になって、Carey は、年金資金の横領容疑で訴追された。

1996年10月3日、CSA の元従業員と年金制度加入者が、PPI に対し、横領された資金の回

復を求めて提訴した。PPI は、Carey の横領発覚後、制度管理の監督権限を行使し、また、年金監督の諸機関や年金加入者に、Carey に横領の疑いがあることを、警告しなかったため、信託義務者であり横領された資金に対し有責であると元従業員は、主張した。

地裁は、PPI 勝訴の略式判決を下した。その根拠は、年金制度に裁量権限を行使していないため、ERISA 上信託義務者ではないというものであった。CSA は、1998 年 5 月 14 日に上訴し、再審理の申立ても行ったが、後者は、認められず、これも上訴した。2 つの上訴が、統合された。

【判 旨】上訴棄却（上訴人敗訴）

I、ERISA の信託義務

ERISA の信託義務違反の責任は、ERISA で定義された受認者にのみ、課せられる (*Gibson v. Prudential Ins. Co.*, 915 F.2d 414, 417 (9th Cir. 1990))。通常は、指名受認者に課せられるが (ERISA § 402(a), 29 U.S.C. § 1102(a))、信託義務を有する者なら誰にでも課せられる (ERISA § 405, 29 U.S.C. § 1105)。

ERISA 上、「従業員給付制度の管理運営に裁量的権限ないし監督権を行使すれば」受認者とみなされる。 (*Kyle Rys., Inc. v. Pacific Admin. Serv., Inc.*, 990 F.2d 513, 516 (9th Cir. 1993); 29 U.S.C. § 1002(21)(A))。信託義務があるか否かは、形式上 ERISA 上の制度の性格を有するかで決まるのではなく、制度に対する権限や監督権行使の機能的な内容による (*IT Corp. v. General American Life Ins.*, 107 F.3d 1415, 1419 (9th Cir. 1995))。信託義務を負うか否かは、契約上の責任がどのようなものであれ、職務上の名称ではなく、ひとの行動によって決まる (*Id.* at 1418; *Acosta v. Pacific Enterprises*, 950 F.2d 611, 618 (9th Cir. 1991)) (29 U.S.C. § 1002(21)(A) の定義を参照のこと)。

CSA 主張①

CSA と PPI で締結された業務契約には、PPI が、受認者でないと定めるが、契約後の行動のために受認者となる。

判旨① 第三者たる管理者は、資産状況報告書作成行為等の事務的行為の場合、受認者ではない (*See Pacificare v. Martin*, 34 F.3d 834, 837 (9th Cir. 1994))。労働省規則 2509.75-5 条は、弁護士、会計士、数理工、またはコンサルタントが、従業員給付制度に対し、その専門的機能を普通に果たしている場合は、そのことのみをもって、受認者とはならないと定めている。同様に、2509.75-8 条は、制度規約の解釈、慣行、または手続きに関する判断をする権限を有さず、別の人によって作られた制度規約、解釈のルール、慣行、および手続きの枠内で、特定の管理機能を果たす者は、受認者とみなされないと、定めている。

このような受認者の例外を定めた目的は、専門家が責任を負うかもしれないという不安や、責任を負うリスクを計算に入れた、高額報酬が掛かるのを避けて、必要な仕事をしてもらおうということである (*Arizona Carpenters Pension Trust Fund v. Citibank*, 125 F.3d 715, 722 (9th Cir. 1997))。

本件では、PPI の仕事は、CSA から提供された情報を元に、4 半期及び年次の資産状況報告書の準備であり、事務的な仕事であるため、信認義務を発生させない（*See* 29 C.F.R. § 2509.75-8）。

CSA 主張②

PPI が業務契約を継続するために条件を付けたことは、制度に対する監督権を効果あるものにしたのであり、事実上、意思決定権限を有していることを意味する。

判旨②

PPI が、横領を発見し、制度受託者に通知し、その後、第三者たる管理者を継続するに、横領金の弁済を条件としたのであるから、事務的業務を超えた、裁量的権限ないし監督権を行使したのではないかという疑問が残る。しかし、それは、自身の業務を確実にするために考案されたものであって、制度の管理運営に裁量的権限や監督権を行使するためではない。

当裁判所は、「受託者となるためには、制度や資産の運営に監督権を有するか、報酬を得て投資助言を行うか、制度の管理に裁量的権限行使に伴う責任を持つものでなければならない」と判示したことがある（*Arizona*, 125 F.3d at 722）。同判決では、シティバンクは、「自身で報告システムを考案し、監督し、不履行の情報を定期的に分析し、受託者に対する報告を必要とするほど重要な問題であるかを判断することで、また、不履行の情報を投資マネジャーに、問題ありと警告することで、受託者となるものではない」と判示した（*Id.* at 721）。

同様に、本件では、PPI が、金額の不一致に気づき、制度受託者に警告し、制度の報告書に注意書きするよう主張し、Carey が不足額を埋め合わせなければ業務を継続しないと彼に通知している。しかし、PPI は、CSA に文書で、PPI は CSA401(k)に必要な変更を加える権限もなければ、その能力も持たない、それは貴殿（CSA）の責任であると書いている。Carey は、その裁量権と意思決定権限を放棄したと主張するが、事実上、それを証明していない。Carey は、なくなった金員を支払うという条件を受け入れることも拒否することも自由にできたし、望めば、PPI に代わる第三者たる管理者を別に探すこともできたはずである。制度に 3,500 ドル返すという判断は、彼自身のものである。PPI にはその権限も監督権限も存在しない。同様に、Carey が、その後、横領を続け、偽りの報告を PPI に提供したことは、制度に対する支配権が、常に彼の手にあることを示すものである。したがって、PPI が、制度に対する裁量的権限を事実上行使したという証拠はなく、PPI は、ERISA の受託者ではない（*See Mertens v. Hewitt Associates*, 948 F.2d 607, 610 (9th Cir. 1991); *Arizona*, 125 F.3d at 722）。

第一巡回区上訴裁判所の判決では、銀行は、不動産評価に疑問があり、検査のため独自で評価し、最後には、当局に不正があると報告すると威嚇しても、受託者とならないとした判例がある（*Beddall v. State Street Bank and Trust Co.*, 137 F.3d 12, 21 (1st Cir. 1998)）。ERISA は、良きサマリヤ人の責任を課すものではないと同判決は、述べている（*Id.* at 21）。*Arizona* 判決で述べたように、保管者を受託者として奉仕させるとなると、「保管機関は、任意で、資金管理者や投資マネジャーに情報を提供しなくなるだろう。また、保管機関は、

受認者でない仕事に受認者としての責任を負うかもしれないというリスクを考慮して、報酬を高くする傾向をもたらすであろう (*Arizona*, 125 F.3d at 722)。」「無償で制度管理者を補助する者に、信託義務を課すのは、どのような場合でも好ましくなく、ERISA の若干、狭い受認者の範囲を画する条項は、費用の増大を避けるよう考案されたものである (*Beddall*, 137 F.3d at 21 (citing *Mertens v. Hewitt*, 508 U.S. 248, 262-63, 124 L. Ed. 2d 161, 113 S. Ct. 2063 (1993)))。

CSA は、契約書で明示的に回避したにもかかわらず受認者と判断された事例を引用している。 See *IT Corp.*, 107 F.3d at 1418-19 (administrator who interpreted plan, controlled money in plan's bank account, and who had authority to disallow benefits is a fiduciary); *Parker v. Bain*, 68 F.3d 1131, 1140 (9th Cir. 1995) (exercising discretionary authority over plan assets makes one a fiduciary whether or not the plan names one as such); *Kayes v. Pacific Lumber Co.*, 51 F.3d 1449, 1459 (9th Cir. 1995) (corporate officer could be held liable as fiduciary on the basis of his conduct and authority even if the officer was not a named plan fiduciary); *Reich v. Lancaster*, 55 F.3d 1034, 1048 (5th Cir. 1995) (authority to grant, deny or review denied claims can make one a fiduciary)。

しかし、この一連の判例は、従業員給付制度の解釈、資産の運用や支出、給付請求の承認や拒絶、受給資格の最終判定など。PPI よりも大きな裁量ないし監督権限を行使している。これに対し、PPI は、制度の運営やその資産の処分になんら権限を持たず、受給資格や、給付請求に対する裁量権限を行使する立場にない。PPI は、ただ、法律の範囲内で、なくなった資金の支払いを、受託者に求めることを第三者たる管理業務継続の条件としたに過ぎない。

結論として PPI は、制度の管理運営に対し、裁量権限も監督権も持たないため、ERISA 上の受認者とは見なされない。

II 受託者の横領の疑いを通知する義務

CSA 主張③ PPI は、Carey の信託義務に刑事上違反する疑いを制度加入者に報告する義務がある。第九巡回区裁判所は、退職給付金積み立てを脅かす他の受認者の疑わしい行動を調査する広範な義務を認定した (See *Barker v. American Mobil Power Corp.*, 64 F.3d 1397, 1403 (9th Cir. 1995))。また、同判決は、「受認者は、受給者が特に請求しなくてもその状況に応じた重要な情報を、完全に、正確に伝える義務がある。」と判示している (*Id.* at 1403 (citing *Bixler v. Central Pa. Teamsters Health & Welfare Fund*, 12 F.3d 1292, 1300 (3d Cir. 1993)))。したがって、PPI は、従業員の基金を脅かすものを調査し、結果を加入者に知らせる責任が有る。

判旨③

CSA の主張は、PPI が、受認者であることを前提とした議論で、それで受給者を保護する義務があるとの主張である。「ERISA の受認者は、積み立てを脅かす事情を受給者に伝える積

極的義務を有する (*Acosta*, 950 F.2d at 619) 」というのは正しいけれども、CSA は、同様に義務を受認者でない者に課しているという判例を指摘することはできていない。1 で論じたように、PPI は、受認者ではなく、それ故、加入者に警告する義務はない。

第四巡回区上訴裁判所判決で、ERISA 上の制度の第三者たる保険者は、事業主の保険料未納のため、健康保険資格が脅かされていると受給者に警告する義務はないと判示している (*Coleman v. Nationwide Insurance Co.*, 969 F.2d 54 (4th Cir. 1992), *cert. denied*, 506 U.S. 1081, 122 L. Ed. 2d 359, 113 S. Ct. 1051 (1993))。同判決は、「制度スポンサーの保険料未払いといった全員の給付に影響を及ぼす事情を、受給者に通知する裁量的権限および責任を」保険者に認める文書はあるかどうかを問題にした (969 F.2d at 61)。制度文書では、そのような権限を保険会社に与えていなかったため、受認者として警告する義務はないとした (*Id.*)。さらに ERISA の文言は、そのような通知義務は制度スポンサーすなわち事業主にある。

本件でも同様に、PPI が締結した業務契約は、PPI と加入者との連絡に関する条項がなく、PPI が作る報告書は、加入者に配られる前に CSA が、検討することになっている。したがって PPI は、加入者に直接通知する権限を持たず、「労働省と内国歳入庁の定めた要件に反し、信託は、401(k)上の受給権をまだ受領していない。」と記載することで、責任を果たしている。受認者でないものとして、PPI の警告義務は、ここで終わる。

結論として、PPI は、加入者に対し、受託者の横領の疑いを報告する義務はなく、裁量権限を行使するものではないため、ERISA 上の受認者としての責任はない。

【判例批評】

自らを受認者でないと考えていた者が、横領の事実を知り、通知しなかった専門家に、受認者の責任を問えるかが問題となった。

ERISA は、専門家が受認者でない場合の機能も、期待している。私的年金制度設計には、費用がかかりすぎないことが重要である。そのため、判旨①は、労働省規則を追認する形で、本件の資産状況報告書作成者を受認者としなかったのは正当である。しかし、受認者の定義が、機能的、すなわち、「裁量権を行使したものなら、名目的な役職のあるなしにかかわらず」受認者であるとした、ERISA の立場は、判決文引用のあまたの判例群を生み出すに至った。このような定義の方法は、なるほど、名目上の役職を避けて、責任を回避する輩を、補足するためには、大いに役立つことではあるが、反面、本来責任をとるべきものでない人が受認者と目されることによる危険を回避しようとするあまり、無用の混乱を生じさせかねない問題を含んでいる。

判旨②は、報告書作成中に横領を発見した者が、実質的な不足額を注記するよう求めても、それだけでは、受認者とならないと判示している。横領発見者の責任を限定する点は、上記判例①の立場からは、当然のことであろう。

判旨③は、加入者に横領を通知する義務がないと判示している。作成した文書に受給権が

確保できていない旨を記述しただけでは、効果がなかったと思われるが、それ以上の義務がないところでの、作成義務だけを基本権限とする以上、この結論も、やむをえないと考えられる。

【わが国への示唆】

確定拠出年金法の 88 条は、運営管理機関を国が認めた法人と金融機関のみに限定している。また 108 条には厚生年金基金および国民年金基金自体が、運営管理機構となることを認めている。国家の承認が得られない者を排除する定めは、米国の、本来誰でも、受認者になれば、専門家を雇うことで、受認者の義務を軽減でき、本件のように受認者でない者の能力を活用することができるとする仕組みとは、かけ離れたものである。

そこで、わが国の制度のように、国家のパターナリスティックな、あるいは、特定の金融機関等に限定した受認者資格を認めることが、米国より優れた制度なのかが、あらためて問われなければならないであろう。わが国の制度の方が、本件のような横領を未然に防ぐことができるのか、管理費用が低廉であるのか、議論されたのであろうか。加入者、受給者のために忠実義務を定めた確定給付年金法 71 条および確定拠出年金法 99 条と主務大臣の報告徴収権限をもって個別の厚生年金基金の破綻に備えることで充分であろうか。

厚生年金基金の相次ぐ破綻¹に対処する方策、さらに確定拠出年金制度の仕組み上、将来の給付額が、定まらない年金をどう管理するかは、いまだ課題として残されている。

本件に関連するわが国の例として、確定拠出年金の基金型を実施する事業所が、増えつつあるが、なんらかの原因で、資産が記録と異なるような場合が想定される。

なお株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律（商特）8 条では、監査役会に対する会計監査人の報告義務として次のような定めがある。

「会計監査人がその職務を行うに際して取締役の職務遂行に関し不正の行為又は法令若しくは定款に違反する重大な事実があることを発見したときは、その会計監査人は、これを監査役会に報告しなければならない。」会計監査人は、本来の会計監査業務とは異なる義務を、同法上の大会社（資本金が 5 億以上または負債が 2 百億以上の株式会社）に限って負わされていることは、参考になるのではなかろうか。

¹ 拙稿「年金基金の理事長等の資産管理責任について」インベストメント 52 巻 1 号（平成 11 年 2 月）4 ページ以下。森戸秀幸「厚生年金基金の破綻と損害賠償責任」別冊ジュリスト 90 ページ以下

2 投資マネージャー義務

2-1 年金制度の現金ニーズと投資マネージャーの調査・確認義務

土浪 修
ニッセイ基礎研究所
主任研究員

【判例の概要】

G I W Industries, Inc. v. Trevor, Stewart, Burton & Jacobsen, Inc., 10 E. B. C. 2290 (S. D. Ga 1989)

投資マネージャーが利益分配制度の現金ニーズを調査、確認することなく、その年金資産を長期国債に集中投資して分散投資を怠った行為がエリサ法の注意義務違反とされ、損害賠償及び運用報酬の返還を命じられた事例。

【事実の概要】

1. 事実の経過

本件は年金制度設立企業が運用機関を信託義務違反で訴えた事件である¹。

ジョージア州の会社であるG I W Industries, Inc. (以下G I Wという)は月給従業員を対象とする利益分配制度² (以下制度という)を有する。制度には、投資適格債券、上場株式及び短期市場商品に投資するファンドA、クルーガーランド金貨に投資するファンドC、短期国債に投資するファンドDの3つがある。いずれのファンドも流動性ニーズを満たすために預金保険付預金の利用が可能である。新規の資金投入先はファンドA及びDに限られ、年に1度(5月末)資金移動が認められる。従業員は退職に際して口座残高を受け取るほか、在職中の引出も一定の条件下で可能である。ファンドAからの引出は加入者の任意である。

ニューヨーク州の投資顧問会社であるTrevor, Stewart, Burton & Jacobsen, Inc. (以下Trevorという)は、1982年に、景気低迷・低金利・インフレ沈静化との経済・市場予測に基づいて、主として長期国債に投資し株式投資の割合を低くする戦略を採用した。

86年にG I WはファンドAの投資マネージャーを採用することとなり³、G I Wの主要株主で取締役・役員であるHaglerはTrevorの評判を聞き、同社の取締役Burtonと会った。同年中の契約締結前後の会合で、Burtonは長期国債に重点投資する自社の投資方針を説明し、Haglerは、やがてはG I W株式を売却、引退してファンドAの相当部分を占める自己の持分

¹ 本判決に対して被告が控訴したが、棄却された(895 F. 2d 729(11th Cir. 1990))。また、本判決に先立ち、被告のサマリー・ジャッジメントの申立を却下した判決がある(10 E. B. C. 2074(S. D. Ga 1989))。

² 個人別勘定を有する確定拠出制度の一種。事業主が会社の利益の一定割合等を拠出する。本件制度はエリサ法404条(c)(投資責任の加入者への転嫁)の要件を充たしていないものと思われる。

³ 控訴審判決によれば、従来は、加入者個人が運用指図するフィデリティグループの商品を利用していたようである(at n1)。

を引き出す考えを伝えた。前者に関して、G I Wは、Trevor からファンドAの70%が長期国債に投資されると明示的に知らされてはいないと主張し、Trevor は、G I Wは長期国債に高い割合で投資するという投資方針について一般的には知っていたと主張する。本訴訟においては、G I Wが Trevor の投資方針を知っていたか否かは本質的な問題ではなく、その投資方針がファンドAやその加入者に対するエリサ法上の義務に違反したか否かが重要である⁴。G I Wが Trevor の一般的な投資哲学を知っていても、それによって Trevor の信託義務違反が免責されるものではない。

86年6月、G I Wは Trevor とファンドAに関する投資マネージャー契約を結んだ。G I Wは制度の指名受認者であり、ファンドAの投資権限を Trevor に委任した。制度文書によれば、ファンドAは投資適格債券、上場株式及び短期市場商品に投資するとされていたが、Trevor が債券、株式及び短期市場商品に投資する権限に制限はなかった。ファンドAの当初資金は185万9千ドルであった。

Trevor は投資の開始前に、制度の文書やパンフレットを入手しも読みもせず、制度の沿革やキャッシュフローのニーズを知りも調べもせず、ファンド間の過去の資金移動、加入者の年齢構成及び引退見込みも調査しなかった。掛金の払込は不規則であり、過去3年には平均30万ドルの引出があったが、Trevor はこれらを示す資料を容易に入手し得た。

Trevor はファンドAのニーズに関する調査は十分であったと主張する。Burton は、制度の日々の管理を担当するG I Wの人事部長にファンドAの現金必要額、特に近々予想される現金引出額を教えるように依頼したと証言した。人事部長は、はるか以前に正確な額を予想する方法はないと証言した。Burton らは、Trevor は年金制度の性格や現金ニーズについては、もっぱらG I Wの情報開示を信頼したと主張した。

Trevor は、同社の通常の投資戦略がファンドAに適切である旨を合議のうえ決定した⁵。

6月26日、Trevor はファンドAの資金の69.3%を投じて利率7.25%の30年満期の国債を額面130万ドル購入した（購入価格128万8千ドル）。また25年満期のゼロクーポン国債の売買（8月18日に購入、翌87年3月3日に額面200万ドルを30万8千ドルで入替取得）等により、ファンドAのポートフォリオは、30年国債が70%、25年ゼロクーポン国債が15%、株式が10%、現金が5%となった。国債はキャピタルゲインを狙って中途売却予定であった。

87年3月19日、G I Wが6月1日付でファンドAから38万6千ドル⁶の現金支払を求めたため、Trevor は5月31日に長期国債を売却、9月にも現金捻出のために国債を売却した⁷。

⁴ 本稿の【事実の概要】は判決の Findings of Fact から、【判旨】は判決の Conclusions of Law から要約したが、Findings of Fact においても上記のような法律的な判断が述べられている。

⁵ Trevor の会長はファンドD（Trevor は投資権限をもたない）の存在が決定に影響を与えたと証言したが、Burton はこれを否定した。裁判所は後者を採用しつつ、たとえ前者であってもファンドAに関する義務違反と直接の関係はないとした。なお、Trevor は控訴審で、分散は（ファンドAを含む）制度全体の資産を踏まえて判断すべきと主張したが退けられた。

⁶ 当初資金の21%にあたる。

⁷ 売却損が生じたようであるが、判決の数値からは分かりづらい。また、ファンドAが保有する国債は86年6月に購入された30年債と87年3月に入替取得された25年ゼロクーポン債の2銘柄と推定されるが、売却に関する記述との関係は明らかでない。ファンドA全体では、185万9千ドル（86年6月）から111万2千ドル（87年11月）へと、1年5か月の間に4割値下がりしたことになる（なお、ブラックマンデーは87年10月19日）。

87年10月にG I WはTrevorとの契約を終了し、11月2日にその効力が生じた。同日のファンドAの価値は111万2千ドル⁸、Trevorへの支払報酬は1万7千ドルであった。

2. 原告の主張

G I Wは、「Trevor がエリサ法の信託義務に違反した、とりわけ、制度のニーズの確認、最も相応しい投資の確認、分散投資及び満期の分散化を怠った」として、損害賠償及び裁判費用・弁護士報酬の支払を求めた。なお、G I Wは、ファンドAにおける国債の満期の分散の懈怠を問題としているのであり、株式投資の割合を高めるべきだったとは主張していない。一般論としては合理的な投資方針の策定であっても、ファンドAの現金ニーズを考慮せず満期の分散化を怠り分散投資を怠ったことを問題としている。

3. 専門家証人の証言の概要

Trevor側の専門家証人Smith（生命保険会社のC I O）は「86年当時の経済情勢を踏まえればTrevorの一般的な投資方針は思慮深いものであった」と証言した。しかしその証言はファンドAの特性を踏まえたものではなかった。Smithは原告代理人の質問に対して「顧客の目標やニーズを知ることは投資マネジメントの基本であり、投資マネージャーは顧客にそれらを尋ねる義務がある。投資する前に投資資金のキャッシュフローや資金の沿革を確かめることはファンドマネージャーとして思慮深い行為である」と答えた。

G I W側の専門家証人Thompson（Trevorの後任となった信託銀行の年金信託部門のバイスプレジデント）は次のように述べた。「投資マネージャーがエリサ法のプルードント・パーソン基準を満たすためには、年金制度・加入者のニーズや目的に関連のある多くの要素を積極的に確かめるべきである。利益分配制度では、抛出や収益の実績、支払時期を含む流動性要件、加入者移動の実績と予想を確かめるとともに、少なくとも年に1度は現金ニーズを見直すべきである。ファンドAの70%を30年国債に投資したことは、制度を不必要なリスクに晒すことになるため思慮に欠ける。ファンドAの資産の思慮深い投資方法は、より短満期の債券に投資するとともに満期を分散化することであり、そうすれば現金ニーズにも対応できる。この方法は「金利低下時期における」大きな利得の機会を減ずるが、物価上昇や金利変動に伴う損失を最小化できる。Trevorが満期の分散化を怠りファンドAの資産を不必要なリスクに晒したことは、思慮に欠ける。」

思慮深い投資マネージャーであれば、前もって現金引出の可能性を確かめ、その必要を満たすための現金または資産売却の必要性を予測したであろう。そのような状況においては、長期債市場の価格のボラティリティは重要な考慮事項になる。

G I W側の専門家証人Andrews（金融省委員長、大学教員）も、「投資マネージャーは投資を構築する前に制度文書、加入者の人員構成及び現金ニーズを確認すべきであり、それを怠

○ 参考 30年国債金利の推移

(%)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
86年	9.34	8.27	7.44	7.46	7.76	7.23	7.42	7.20	7.59	7.61	7.40	7.33
87年	7.47	7.46	7.91	8.42	8.64	8.51	8.90	9.17	8.74	9.03	9.09	8.98

網掛けは、前二者は30年国債、25年国債の購入月、後二者は現金化のための債券売却月。

⁸ 正確には111万2117ドル52セント。なお、後述のAndrewsのモデル・ポートフォリオや損害賠償の算定に際しては10月31日付の残高として111万2千ドルが使われている。

れば思慮に欠ける。制度文書等を見ると、ファンドAは年齢や引退見込みに伴う相当量の現金流出の可能性が明らかに高い。TrevorはファンドAに価格変動性の高い証券を過度に組み入れた。制度は市場価格リスクと流動性リスクに直面していたが、いずれも満期の分散化によって減ずることができたであろう。ファンドAは分散されておらず、TrevorはファンドAの損失のリスクを分散することを怠った」と述べた。

Trevorの投資が思慮に欠けたものであったことを示すために、Andrewsは2つのモデル・ポートフォリオを作った。Trevorの国債重視の投資哲学を踏まえて国債への投資割合は同一としてある(合計90%)。いずれのポートフォリオもTrevorの実績を上回っており、現金ニーズに対応するための損失も発生しない。

○ Andrewsのモデル・ポートフォリオとTrevorの投資実績との比較 (単位：千ドル)

	T-Bill 等 (%)	中期国債 (%)	長期国債 (%)	株式 (%)	87年10月末 の投資残高	実績との 差額
モデル1	20	35	35	10	1,649	+ 537
モデル2	20	70	—	10	1,681	+ 569
投資実績	5	—	85	10	1,112	—

(86年6月の当初資金は1,859千ドル)

【判 旨】

判決は、Trevorが注意義務に違反したとして、TrevorにGIWへの損害賠償と報酬返還を命じた。以下判決のポイントを記す⁹。

1. 制度のニーズに照らした投資の利点の調査の必要性

本件を判断するに際して次の2点を強調しておきたい。①受認者の思慮深さは投資の成果ではなく受認者の行動によって判断すべきであり、後知恵ではなく投資決定がなされた時点を目安として評価すべきである。②長期国債に重点的に投資するというTrevorの一般的な投資哲学が82年から86年の経済情勢に照らして正当かつ専門性を有するものであったことを否定するものではない。もちろん裁判所の審理はこれで終わりではない。

Trevorが争点となっている投資の時点で投資の利点を調査し(investigate)投資を構築する(structure)ために適切な手法を用いたか否かを判断するには、制度の性格や目的に照らして加入者やその受益者[遺族。以下両者をあわせて加入者等という]の特有のニーズを踏まえて受認者の行動を評価しなければならない。

本件においては、「特定の投資の利点に関する受認者の独立した調査(independent investigation)がプルーフ・パーソン基準の核心である」(Fink判決¹⁰)という原則が重要である。受認者が独立した調査をしたか否かは、受認者の思慮深さに関する確立した判断基準である¹¹。

⁹ 先例の引用は、後に触れるFink判決を除き地の文と区別せずに記述する。小見出しは筆者作成。

¹⁰ Fink判決については脚注19を参照。同判決は、Donovan v. Cunningham, 716 F.2d 1455(5th Cir. 1983)及びDonovan v. Bierwirth, 538 F. Supp. 463(E.D.N.Y. 1981)を参照している。

¹¹ 判決は、先例としてDonovan v. Bierwirthを示した。Trevorは同事件と本件は区別すべきと主張したが、判決は、同事件は利益相反に関するものだが「特定の投資を調査する義務は利益相反が起こり得る状況には限らない」として退けた。

調査の義務（の対象）は投資の一般的な利点に限られない。投資の利点は特定の制度に照らして判断されなければならない。制度のニーズを調査し制度の特有の要件や制限を確認することを怠ったり、制度の加入者等の最善の利益に従い、また制度の文書や規定に従って投資することを怠れば、エリサ法の信託義務に違反する。

ある状況における受託者の思慮深さは、決定当時における他の採り得る選択肢に照らして評価されるのであり、特定の制度のニーズや制限はその評価の際に考慮される。

2. 制度の現金ニーズの調査の必要性和その不履行

受託者の行動は、同様の立場で行動する当該事項に精通した他の人々という基準によって判断される。公判の証拠によれば、思慮深い投資マネージャーは、とりわけキャッシュフローに関する制度のニーズを調査、確認すべきことが明らかになった。Trevor はファンドAのニーズを調査し、その特定の要件ないし制限を確認することを怠った結果、ファンドAの加入者等の利益、特にファンドAの現金ニーズに従って投資することを怠った。Trevor はファンドAの予測されるキャッシュフローの要件を十分に考慮せず、それらのニーズに従った投資を構築しなかった。エリサ法の基準に照らせば、ファンドAの現金ニーズや要件に関するTrevor の調査は不十分であった。

3. 投資に関する調査の意義

もちろん、調査を怠っただけではエリサ法の訴訟原因とはならない。「訴訟の原因となるのは思慮に欠ける投資であって、調査や評価を怠ったことではない。後者の義務の違反は、受託者が実際に知っていた以上に何を知らべきであったかを示すことにより、前者の違反に関する証拠となるにすぎない」(Fink 判決、強調は原文)。従って、Trevor が調査を怠ったことだけでなく、投資が思慮に欠けていたことが立証されねばならない。G I Wは、ファンドAは分散されていなかったもので、思慮深く投資されなかったと主張する。

4. 満期の分散化による分散投資の懈怠

エリサ法は信託法にならって、巨額の損失のリスクを最小化するために受託者に投資の分散を明示的に義務づけている。分散の要件に関する具体的な数値規制は立法されておらず、思慮深さについてと同様、個々の制度や投資に係る事実や状況によって判断される。分散の確保に際して考慮すべき要素には、制度の目的、資産額、金融環境、投資の種類及び満期がある。

分散の欠如の立証責任は原告にある。Trevor はファンドAの70%を30年国債に、15%を25年満期のゼロクーポン債に投資した。公判により以下のことが証明された。国債には信用リスクはないが、そのような極端な集中投資はファンドAの資産を市場価格リスクと流動性リスクに晒した。満期の分散化を怠ったことは分散の懈怠であり、その懈怠がファンドAを巨額の損失のリスクに晒した。

上記によりG I WがファンドAの分散懈怠を立証したので、被告はそれを正当化する立証責任を負う。Trevor は、投資が一般論として思慮深いことに加えて、分散しなくても巨額の損失のリスクがないことを立証しなければならない。

Trevor は、国債投資には巨額の損失リスクはない、エリサ法がいう損失のリスクはデフォルト・リスクに限られると主張する。しかしエリサ法の分散条項が言及する損失のリスクは

デフォルト・リスクに限らない。金利リスクやインフレ・リスクに触れた先例がある。

5. Trevor の調査義務と G I W の情報提供に対する依存の可否

Trevor は、ファンドAの将来の現金ニーズについてはG I Wの通知に依存したと主張する。実際、G I Wは、年度末の引出という差し迫った現金ニーズを数ヶ月前に知らせたし、他の移管も可能な限り早く伝えた。

しかし、制度の条項によればファンドAでは相当額の引出や移管が認められていることは明らかである。Trevor はファンドAを投資する前に過去の現金ニーズを調査して予測すべきであったとの証言があった。「ある投資が客観的にみて思慮に欠けていたか否かの判断は、(受認者が) 何を知り、または知り得べきであったかに基づいて行う。後者は、調査し評価する義務が完全に履行されていれば受認者はどのような事実を知ったであろうかという考慮を必然的に伴う」(Fink 判決、強調は原文)。明らかにこのような調査がなされるべきであったが、行われなかった。もし Trevor が十分に調査していればファンドAの一般的な現金ニーズは明らかになったであろう。

Trevor は、将来の現金ニーズの予測はG I Wの通告に対する信頼で十分であると主張する。[しかし、] エリサ法はG I Wに対して、Trevor 自身が決定すべきことについて Trevor に助言すべき義務を何ら課していない。投資マネジメント業界では、特定のファンドにおける資産の投資や保有に関する制限や特異点については顧客が投資助言者に直接伝えることが慣行になっているかもしれない。[しかし、] 投資マネジメント業界の慣行や実務はエリサ法が受認者に課した義務を当然に免除するものではない¹²。Trevor が投資の前にファンドAの現金ニーズをいくらかでも予測するために必要なデータの入手が可能であり、かつ利用すべきであった本件においては、特にそうである。

6. 小括

Trevor は、ファンドAのニーズを十分に調査せず、それに伴うリスクと利用可能な他の選択肢を十分調査することなく、ファンドAの資産の分散を怠ったことにより、必要な注意、技量、思慮深さ及び勤勉さをもって行動することを怠り、エリサ法の信認義務に違反した。

7. 救済

エリサ法 409 条(a)の広範な規定振りや救済を与えるという法の本質、従来からの寛大な解釈を踏まえれば、裁判所は制度に与えられる適切な救済の決定に関して広範な裁量を有する。

G I Wは、30年国債及び25年ゼロクーポン債の元本損失の賠償として21万3千ドル及び6万1千ドル[計27万4千ドル]、運用報酬の返還として1万7千ドル、Trevorの思慮に欠けた投資がなければ得られたであろう利益の賠償を請求している。

信認義務違反の救済としては、違反がなければあったであろう状態への回復が適切である。87年10月31日におけるファンドAの実際の価格は111万2千ドル、ファンドAの資産が分散されていた場合(長期債を35%含むモデルが適切である)の想定価格は164万9千ドル、差額は53万7千ドルである。Trevorに53万7千ドルの金銭損害賠償と、1万7千ドルの運用報酬の吐出(返還)を命じる[計55万4千ドル]。Trevorに悪意は認められないことから、

¹² 判決は、「そのような慣行や実務は思慮深さの評価において考慮されるが、エリサ法における受認者の特定の義務は、投資マネジメント業界ではなく法律によって規制される」と注記した。

弁護士費用の支払は認めない。

【判例批評】

1. 全般

「本事件は、制度設立企業の役員と投資助言者の間の明らかな意思疎通の欠如の結末を示したものであり、また、投資助言者による、制度の現金化要件に関するより効果的な調査の欠如（懈怠）の結末を示したものである。」¹³

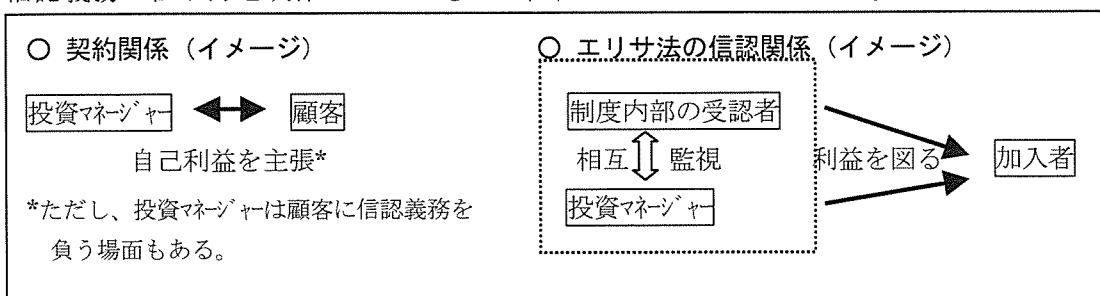
本事件は、「投資マネージャーが適切な質問をなすことの重要性を強調している。」¹⁴

本判決の注目点は、受認者である投資マネージャーたる Trevor に対して制度の現金ニーズに関する積極的な調査義務が課され、指名受認者でもある G I W の情報提供に依存したとの Trevor の抗弁が認められなかったことである。

判決の事実に照らせば、Trevor、G I W のいずれの行動にも問題があったように思われ、資産運用業界の実務慣行に照らせば、Trevor の抗弁が全く認められなかった点には違和感があるろう。

米国では、対等な当事者による自己利益の追求が許される「契約関係」と、相手方の信頼を受けてもっぱら相手方の利益を図るべき「信認関係」が区別されるという¹⁵。「信認関係」は判例によって確認（拡大）されてきたが、エリサ法は信認関係を詳細に規定した（当事者、義務の内容、救済等）という意味でむしろ珍しい法律である。

エリサ法は年金制度の加入者の利益保護を立法目的とする。受認者は機能的に定義されたことから（3条(21)）、指名受認者等の制度内部の受認者に加えて、年金制度の外部者である投資マネージャーも受認者に該当し、加入者に対して信認義務を負う。本判決はエリサ法の信認義務の在り方を明確に示したものと位置づけることができよう。



以下、主要な論点について分説する。

2. 制度の現金ニーズの調査

エリサ法のプルードント・マン (パーソン)・ルールは、その丁寧な規定振りが示すように、受認者が置かれた具体的な状況を重視した準則である。受認者の合理的な裁量を尊重する柔軟性を有する一方で、受認者には具体的な状況を十分に踏まえた行動が求められる。

判決は、受認者は制度の性格や加入者等のニーズを踏まえて投資の調査や投資の構築を行うべきであるとした。具体的には、専門家証人の証言を受けて、Trevor は制度の現金ニーズ

¹³ New York Law Journal, May 14, 1990. (控訴審判決に関する記述である)

¹⁴ S. Serota, "ERISA Fiduciary Law", BNA Books, 1995, p. 127.

¹⁵ 樋口範雄「フィデューシャリー [信認] の時代—信託と契約—」(有斐閣、99年) 121頁以下参照。なお、信託は契約であるとの主張(ラングバイン)もある(71頁)。

を調査、確認すべき義務を負っていたにもかかわらず、それを怠ったと判断した。Trevor 側の証人を含めて¹⁶専門家証人が制度ニーズの調査義務を肯定したことから、そのような結論は不可避と思われる¹⁷。なお、本件の特殊性ないし射程については6. を参照。

判決は先例を引用して「独立した調査」の必要性を述べている。受認者に利益相反（忠実義務違反）が疑われる状況では、受認者から独立した客観的な第三者（専門家）の意見を求めることが重視されてきた。他方本件は、受認者を含めて他人の情報提供に依存してはならず、自ら積極的に調査、確認しなければならない、という状況である（5. を参照）。

3. 「投資の調査」と「投資の構築」との区別

判決は、「訴訟の原因となるのは思慮に欠けた投資であって、調査や評価を怠ったことではない」との Fink 判決（少数意見）を引用し、「Trevor が調査を怠ったことだけではなく、投資が思慮に欠けていたことが立証されねばならない」と判断した。

思慮深さは手続的なもの（procedural）といわれる¹⁸。ただし、より子細に見れば、Fink 判決（少数意見）¹⁹や本判決は、投資決定（自体）の実体の思慮深さ（prudence of substance）と投資決定の際に用いられた手続の思慮深さ（prudence of procedures）を明確に区別した少数派の判例とされ、両者を一括して判断する（あるいは、投資決定自体に関する判断を回避する）判例も多いようである²⁰。

Fink 判決（少数意見）が調査義務自体の懈怠にともなう救済手段を示している点は興味深い。ただし、時効の起算点が問題となった Fink 判決とは状況が異なると思われる本件において、両者を厳密に区別して論じる実益は明らかでない。

¹⁶ Trevor 側の専門家証人が反対尋問において顧客ニーズの積極的な調査義務を肯定したことは、Trevor にとって誤算というか、準備不足の謬りを免れないのではなかろうか。

¹⁷ なお、労働省規則「投資に関する義務」（29 C.F.R. § 2550.404a-1、1979 年制定）は、注意義務の履行に際して考慮すべき要素の一つとして、「制度の予想されるキャッシュフロー要件を踏まえたポートフォリオの流動性及び当面の収入」をあげている。

¹⁸ 思慮深さは投資の「結果」で判断されるものではないという趣旨であろう。わが国では投資の「過程（プロセス）」という用語が使われることが多い。

¹⁹ Fink v. National Sav. Trust Co., 772 F.2d 951(D.C. Cir. 1985). 同判決の評釈として、小櫻純「退職後所得保護の法理—ERISA 研究—」（滋賀大学経済学部研究叢書第 29 号(2000 年)）136-140 頁参照。同事件は、自社株式に全額投資する利益分配制度の加入者が受託者を信託義務違反で訴えた事件であるが、前提問題として時効が争われた。エリサ法 413 条によれば、受託者の義務違反を追及する訴訟の時効は、違反行為から 6 年、ただし原告が違反を知った時から 3 年、詐欺または隠蔽があった場合には判明してから 6 年であるが、87 年改正前は、「違反を知り得ることが合理的に期待できる報告書（いわゆる Form 5500）が労働長官に提出された日から 3 年」という擬制認識（constructive knowledge）条項があった。

地方裁判所は、原告が違法と主張する行為（約束手形の支払い等）は 3 年以上前の報告書で開示されていたとして被告のサマリー・ジャッジメントの申立を認めた。控訴裁判所の多数意見は、原告の主張の趣旨は、支払自体ではなく、「制度の投資を調査し評価する法的義務を履行することなく支払った」ことにより信託義務に違反したことにあると解して認識擬制を否定し、原判決を破棄、差戻した。やや技巧的な解釈により加入者にとって不利な擬制認識の適用範囲を限定したものといえようか（擬制認識条項が廃止された現在においても、「違反を（現実に）知った」か否かの判断において同様の問題が残っている。Steven J. Sacher, James I. Singer, “Employee Benefits Law (2d ed.)”, BNA Books, 2000, pp765-766 参照）。

これに対して Scalia 裁判官が次のように少数意見を述べて反対した。調査し評価する信託義務の違反は差止や解任、さらには調査・評価業務の報酬返還の訴訟原因とはなりえようが、投資損失の賠償請求の訴訟原因とはならない。調査や評価を怠ったが、たまたま客観的にみて思慮深い投資を行った受託者が、投資の損失の責任を問われた先例は存在しない。投資を調査し評価する義務と思慮深く投資する義務は、関連深いものの別個の義務である（以下、本文に示した引用（【事実の概要】5.、3.）が続く）。

²⁰ 前掲 “ERISA Fiduciary Law”, p. 374、類似の指摘として前掲 “Employee Benefits Law”, p. 670 も参照。

4. 満期の分散化

判決は、本件においては投資の分散の一環として「市場価格リスクと流動性リスク」（本件で問題となるのは、金利リスクと思われる）を回避するために満期の分散化が必要であるとした。満期の分散化は、判決が引用したエリサ法制定時の両院協議会報告書が指摘するところであるが、先例の存する信用リスクや金利リスクに加えて、流動性確保に備えて満期を分散化することがエリサ法の信託義務の一内容たりうることを示した点で意義があろう。

なお、判決は、他の見解もあると述べつつ、Trevor の国債重視の投資方針自体については異を唱えていない。G I Wが投資方針自体を争わなかった²¹ためと思われるが、結果的に投資マネージャーの専門的裁量が認められている。

5. Trevor の調査義務とG I Wの情報提供に対する信頼

判決は、「投資マネジメント業界では、特定のファンドにおける資産の投資や保有に関する制限や特異点について、顧客が投資助言者に直接伝えることが慣行になっている」と述べている。顧客と投資助言者との契約という場面では²²、顧客が投資の制限等を伝えなかったために損失が生じた場合には、投資助言者の責任は免除ないし軽減されることが自然であろう。

他方、信託に基づくエリサ法においては、受託者たる Trevor には思慮深い投資を行うために制度の現金ニーズを調査すべき義務があることは前述の通りである。したがって、G I Wの行為（不作為）は Trevor の信託義務違反を免責するものではないとされた²³。Trevor はG I Wの情報提供に依存すること（受け身）は許されず²⁴、従来の用法とは異なるが「独立した調査」²⁵、すなわち、積極的な調査が必要とされたわけである。

なお、本件で敗訴した Trevor はG I Wに対する求償が可能かという問題がある²⁶。また、加入者や労働長官が、Trevor またはG I W²⁷の一方または双方（単独責任または共同受託者責任（405条(a)）による連帯責任）を訴えることも可能かもしれない。

²¹ 争えば、Trevor の調査義務の問題から離れ、G I Wの責任に波及する可能性もあろうか。

²² 顧客と投資助言者とは信託関係にあると認定される場合もあろう。

²³ G I Wの助言義務に関する判決の記述は、加入者に対するG I Wの信託義務違反（独自の義務違反及び共同受託者としての義務違反）を当然に否定するものではなからう。

²⁴ 本件の原告G I Wは、受託者という資格で制度（実質的には加入者）に対する損害賠償等を求めている（同様の訴訟は加入者等や労働長官も提起できる）。たまたま原告がG I Wであるからといって、G I Wの不適切な行為が Trevor の加入者等に対する信託義務や義務違反の責任を当然に減免するものではなからう。ただし、Trevor がG I Wに反訴を提起する（加入者や労働長官から訴えられた場合には第三者たるG I Wを訴訟に引き込む）ことは考えられよう（共同受託者に対する求償の可否については次注参照）。

²⁵ *Katsaros v. Cody*, 568 F.Supp. 360 (E. D. N. Y. 1983)（前掲・小櫻純「退職後所得保護の法理－ERISA 研究－」131-134頁参照）も「独立」した調査に触れているが、受託者自身に専門的判断能力がない場合に、貸付先（銀行持株会社）の説明を鵜呑みにせず、専門家を利用すべきことを述べている。

²⁶ 義務に違反した共同受託者間の求償（contribution and indemnification）の可否は、エリサ法に明文規定がなく判例も分かれている。前掲”Employee Benefits Law”，pp. 718-719参照。

²⁷ 指名受託者は加入者に対して投資マネージャーの選任・監督に関する注意義務を負い（405条(c)参照）、共同受託者として他の受託者の義務違反に対しても一定の責任を負う（405条(a)、自己の義務違反が他の受託者の義務違反を可能とした場合、他の受託者の義務違反を知ったのに是正措置をとらなかった場合等）。G I Wの次のような行為には問題があったと思われる

- ・ Trevor の選任に際して、投資方針を確認して制度のニーズに適する修正を要求しなかった
- ・ Trevor に対して制度の現金ニーズを明示的に伝えなかった
- ・ 短期間とはいえ Trevor の運用に対する監督（解任を含む是正措置）を怠った

6. 本件の特殊性と射程範囲

判決は、投資マネージャーに対して制度特有のニーズを積極的に調査する義務を認めた。この調査義務が求められる状況、調査の対象となる事項や方法が問題となる。

本判決や本判決が先例とする Fink 判決は利益分配制度に関するものであり、本判決引用する Lanka 判決²⁸も同様である。本件には例えば次のような特別な事情がある。

- ・運用成果が加入者の持分に直接反映される確定拠出制度における事件である
- ・小規模で資金の出入が不安定な利益分配制度において現金ニーズが問題となった
- ・大口の資金引出の可能性が伝えられていた（実際に引き出されたとの記述はない）
- ・現金のニーズに関する資料は容易に入手可能であった
- ・金利リスクの高い長期国債への集中投資がなされ満期の分散化（分散投資）が行われず、資金引出に際して売却損を生じた

これらの事情を重視すると本件の射程範囲は限定されるかもしれない。

一般に確定給付制度では流動性ニーズが低く、本件のような紛争は起こりにくい。しかし、確定給付制度においても投資マネージャーが投資を構築する際には制度の特質やニーズを踏まえるべきであり、積極的な調査が求められる事項があろう。調査すべき事項や調査の方法等は、最終的には、裁判所が個々の事実や状況に応じて専門家証人の証言も踏まえて判断することになる。

7. 救済

本件では、損害賠償としてモデルポートフォリオと実績との差額²⁹が、得た利益の吐出しとして運用報酬の返還が、それぞれ命じられた。前者は、当初資金（及び利息）の返還を命じるものではないため、当初資金を回復するものではない。長期国債重視という一般的な投資哲学自体は否定されなかったことの反映といえよう。

【わが国への示唆】

本件の利益分配制度は確定拠出制度の一種であるが、加入者の投資裁量は限定的である点で 2001 年 10 月にわが国に導入された確定拠出年金³⁰とは異なる。そこで、以下では、わが

²⁸ Lanka v. O' Higgins, 810 F. Supp. 379 (N.D. N.Y. 1992). なお、Lexis の Shepard's 機能によれば、本判決を引用する判決はなく、控訴審判決については 9 件の引用が確認されたが、投資マネージャーの制度に関する調査義務が具体的に問題となった場面での引用は Lanka 判決だけのようである（単なる cite であって follow ではない）。同事件は、歯科医院の小規模の年金制度及び利益分配制度において、逆張り投資方針のもとで少数銘柄（最終的には 3 銘柄）に集中投資した投資マネージャーが制度の受託者から訴えられた事件である。判決は、加入者の引退までの期間について、1 名については通知があり（13 年）、他の者（実際には 17 年以上等）については「被告が個々の加入者の引退ニーズの調査を怠った可能性がある」と述べたが、結論には影響を与えていない（運用期間が最低でも 13 年あったためであろうか）。判決は、被告の投資は分散に欠けていたとしつつ、原告は被告の投資哲学を知った上で被告を選任したのであり、被告は思慮深く銘柄を選択したので注意義務違反はないとした。また判決は、原告が投資方針の変更を明確に指示しなかった点も指摘した。

²⁹（当初資金ではなく）一定の運用を想定した場合の運用結果と実際の運用結果との差額を損害と認定することは一般的のようであるが（前掲 “Employee Benefits Law”, p388）、本件では賠償額を減額する方向に機能している。

³⁰ 確定拠出年金法においては（企業型年金）、運営管理機関（事業主も可）が 3 つ以上の運用商品（うち 1 つ以上は元本確保型）を選定、提示するなど、加入者の自己責任を問い得る投資環境の整備が詳細に義務づけられている（エリサ法 404 条(c)及び労働省規則が規定する、受託者の免責（加入者の自己責任）の要件に類するものがある）。運用商品の選定は「資産の運用に関する専門的な知見に基づいて」（23 条 2 項）行わなければならない

国の確定給付型の企業年金の法制を、「運用機関は年金制度のニーズを積極的に調査した上で投資方針を決定すべきであり、年金制度による情報提供不足があっても加入者に対する責任は減免されない」という判旨に照らして、比較検討してみる³¹。

一般に運用機関、あるいは広く金融サービス業者は、専門家の立場から顧客のニーズを調査して、それに相応しい商品やサービスを顧客に提供することが期待される。ただし、それが当然に法的義務と規定されているわけではない。

1. 厚生年金基金

(1) 厚生年金基金（の理事）の自己責任

厚生年金基金の資産運用規制の緩和・撤廃と並行して基金関係者の受託者責任の明確化が図られてきた。例えば、理事の資産運用に関する忠実義務が規定され（厚生年金保険法 120 条の 2 第 1 項）、基金による運用の基本方針の策定や運用機関に対する運用ガイドラインの提示が義務づけられた（136 条の 4 第 1、3 項）。

これらを踏まえれば、基金（の理事）は、運用機関の選任・監督に関する注意義務の一環として、運用方針を明確化し、それに相応しい運用機関を選任するとともに、契約や運用ガイドラインによって運用方法を指示し、定期的に報告を受けるなどして運用機関を監督すべきことになろう。つまり、基金には資産運用の専門家としての自己責任が求められている。

ただ、現実には 1800 弱の基金の全てが自己責任を十分に果たせる自立した基金であるとは限らないとの見方もある。運用機関としては、狭義の「適合性の原則」（説明義務以前の問題として、一定の顧客には、ある種の商品を勧誘・販売すること自体が許されない³²）にも留意して、より丁寧な調査、確認が求められよう。

(2) 運用機関の責任

運用機関の行為（不作為を含む）を巡って紛争が生じた場合には、その行為が法令³³や契

が、その際には、当該制度における一般的な加入者のニーズを調査、確認することが求められようか。

³¹ 判決が触れたその他の論点について補足しておく。

① 投資に関する調査と投資自体との関係

わが国においては次のような事項が参考になろう。①不法行為における過失には結果の予見可能性（予見義務）と結果回避義務の 2 つの要素がある（内田貴「民法Ⅱ」（東大出版会、97 年）315-317 頁参照）。②取締役のビジネス・ジャッジメント・ルールについて、経営判断の「前提となった事実の認識」と「その事実に基づく意思決定の過程」の要素がいわれる（東京地裁平成 5 年 9 月 16 日（野村証券代表訴訟事件）判例時報 1469 号）。なお、後者については「意思決定の過程・内容」とする判決もある（東京地裁平成 8 年 2 月 8 日（セメダイン代表訴訟事件）資料版商事法務 144 号）。

② 損害額の算定

わが国の有価証券（勧誘、運用）や変額保険（勧誘）に関する訴訟においては投資元本と売却（解約）価格との差額を損害と捉えるのが一般的のようである。ただし、「不法行為があった場合となかった場合との利益状態の差を金銭で表示したものが損害」（差額説）（内田貴「民法Ⅱ」（東大出版会、97 年）352 頁）と考えれば、不法行為がなければ一定の運用が当然に予想されるような状況においては、本件で示されたような損害の算定方法も可能ではなからうか。なお、金融商品販売法は元本欠損額を損害と推定しているが（5 条）、同法は元本欠損の恐れを説明義務の契機としていること、「推定」に止まっていることに留意すべきである。

³² 給付に要する費用に関する契約については、信託会社等は正当な理由がなければ基金との契約を拒絶できない（厚生年金保険法 130 条の 2 第 3 項）。積立金の運用（136 条の 2）については、そのような規制はない。

³³ 現行法上、信託銀行は受益者に対して善管注意義務や忠実義務を負い（信託法 20、22 条）、投資顧問会社は顧客に対して善管注意義務や忠実義務を負う（民法 644 条、投資顧問業法 30 条の 2）。生命保険会社については特段の法規定はない。運用機関の受託者責任に関連する近年の研究成果として次のものがある。

① 商事信託法要綱

商事信託研究会が 2000 年 10 月にとりまとめた標記要綱（商事信託法研究会「商事信託法の研究」（有斐閣、2001

約に違反するか否かが問題となり、後者を判断するためには当事者の合意である契約の内容（運用機関に与えられた権限、裁量の内容）が吟味されることになろう³⁴。

2000年4月に施行された金融商品販売法により金融機関の説明義務³⁵（違反した場合の民事責任）が明確になった。また、顧客の「知識、経験及び財産の状況」（同法8条2項2号）に応じた勧誘の在り方を勧誘方針に明示することが義務づけられ、広義の適合性の原則に関しても一定の前進がみられた。しかし、顧客の属性等を知るための積極的な調査義務を課したものとまでは言い難い³⁶。

また、たとえ運用機関に何らかの調査義務違反が認められたとしても、基金に情報提供や指示の不足があれば過失相殺が行われることになろう（民法418条、722条2項参照）。

なお、確定給付企業年金法にならって、厚生年金保険法にも運用機関等の基金に対する忠実義務が規定されたが（136条の5、2002年4月施行）、上記の理に基本的な変更はないと思われる。

(3) 「受託者責任ハンドブック（運用機関編）」

理事の善管注意義務（民法644条）や忠実義務の具体的内容を示したものととして厚生労働省の受託者責任ガイドライン³⁷があり、理事や運用機関の受託者責任の具体例を示したもの

年）参照）は、「受託者に対し信託財産の運用指図を行う者は、信託財産の運用指図につき、受益者に対し受託者と同様の義務を負う。」（461条）と規定している。例えば、年金特金の運用を指図する投資顧問会社は、受益者に対して注意義務や忠実義務を負うことになろう。

② 「投資顧問業者の注意義務について」報告書

日本証券投資顧問業協会の投資顧問業者の注意義務研究会が2001年9月に公表した標記報告書（<http://jsiaa.medialgalaxy.ne.jp/sintyaku/index.html>より入手可能）は年金資金の運用に関連して次のように述べている。

「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。…今般の確定拠出年金法で、資産管理機関や運営管理機関が加入者に対して忠実義務を負うことが規定され、確定給付企業年金法で、資産運用業者が基金だけでなく、加入者に対しても忠実義務を負うことがあることが規定されているのもこうした趣旨を表現するものと考えられる。このことは、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。」（27-28頁）

確定給付企業年金法が加入者等に対する忠実義務を課しているのは、年金制度の責任体制が十分とは言い難い規約型の確定給付企業年金においてである。上記報告書は厚生年金基金や基金型においても加入者等に対する何らかの義務や責任の存在を認める趣旨であろうか。今後の対応を見守りたい。

また、46-47頁では、厚生年金基金に関して「完全なプロとは判断し難い基金が未だ数多く存在する」として、「基金の実態と加入者の期待を踏まえた業務の遂行」が必要あり、「この柔軟な対応こそがまさに fiduciary として求められている」とする。なお、23頁では、確定給付企業年金法が加入者等に対する忠実義務を規定したこと、投資顧問業法上は契約の相手方に対して忠実義務を負うことを述べているが、両者の関係についての記述はない。なお、キャッシュ管理については、後述の「受託者責任ハンドブック（運用機関編）」を踏まえた記述となっており、「（大量の給付費の発生等により）仮にポートフォリオの取り崩しという事態になったとしても、免責される」（37頁）と述べている。

³⁴ 労働組合の余裕資金を運用した投資顧問会社の責任が問われた事例として東京地裁平成9年12月17日判決（判例タイムズ982号）がある。

³⁵ わが国においては対等当事者の契約関係が基本であり、説明義務は両者の情報格差を是正し契約関係を貫徹させるための手段のように思われる。なお、契約締結上の説明義務と信託関係上の説明義務の相違について、樋口範雄「フィデューシャリー〔信託〕の時代」（有斐閣、99年）173頁以下を参照。また、島崎謙治「企業年金からみた金融システム改革の課題」（ジュリスト増刊・あたらしい金融システムと法、2000年11月）は、運用機関の受託者責任は商品の販売・勧誘部分に焦点を当てたのでは不十分であると指摘する（86頁）。

³⁶ 図式的に言えば、一般的な顧客を念頭に置いた説明義務（法定）、同（信義則）、具体的な状況を踏まえた広義の適合性原則、その前提としての調査義務、の順に規範性が弱まっていくように思われる。

³⁷ 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（平成9年4月2日、年発第2548号）

として厚生年金基金連合会の「受託者責任ハンドブック（理事編）」「同（運用機関編）」³⁸がある。

ちなみに、「受託者責任ハンドブック（運用機関編）」は、キャッシュ管理に関連して、「基金としても、大量の給付費の発生など、運用機関側では知り得ない基金側の事情によるキャッシュフローについては、できるだけ時間的な余裕をもってあらかじめ運用機関に情報を提供することが必要である」（46頁）と述べて、基金固有の事情については基金が自ら進んで情報提供すべきと判断している。

2. 確定給付企業年金

(1) 事業主や基金（の理事）の自己責任

確定給付企業年金法（2002年4月施行）は、事業主の加入者等に対する忠実義務や企業年金基金の理事の基金に対する忠実義務を規定したが（69、70条）、運用の基本方針の策定義務等は、厚生年金保険法とは異なり政令事項となった（施行令45条）。

厚生年金基金による運用機関の選任・監督について述べた点は確定給付企業年金法上の企業年金についても該当すると考えられる。ただし、厚生年金基金の場合以上に、実態に応じて、さらに丁寧な対応が求められる場合が多いであろう。

(2) 運用機関等の責任

運用機関等は、規約型においては加入者等に対して、基金型においては基金に対して忠実義務を負う（71条、72条）。

基金型における運用機関の責任は厚生年金基金と同様に考えてよからう。

他方、規約型においては、運用機関は、契約相手たる事業主ではなく加入者等に対し忠実義務を負うと規定されている点が注目される。これについては、「事業主は69条により加入者等に忠実義務を負うが、事業主が本当にそのように行動するかどうかわからないケースがあることから、事業主ではなくその背後の加入者等に対する義務として規定した」（趣旨）と説明される³⁹。運用機関は形式的には事業主に選任・監督される立場にあるが、その専門性を踏まえて、実質的に、運用機関に事業主を監視する義務を課そうとするものといえよう。

確定給付企業年金法は加入者等に対する業務概況の周知義務を規定したが（73条）、加入者の自己責任には限界がある⁴⁰。運用機関に事業主を監視する義務を負わせ、監視を怠った運用機関には事業主との連帯責任を課することは、当然に公正や効率に反するとはいえず政策判断の問題ともいえる⁴¹。ただし、そのような判断に際しては、運用機関の業務の在り方

³⁸ 「受託者責任ハンドブック（運用機関編）」は、資産運用・管理プロセスを43項目に分類し、各項目について運用機関に期待される事項等を例示している。同ハンドブックは、基本的には、基金と運用機関を対等の契約当事者と位置づけるとともに、（既存の「法令の解釈」による受託者責任の明確化には限界があることから）基金と運用機関との「契約」による権利・義務の明確化を目指しているように思われる（なお、「個々の基金の特性やニーズを十分調査・把握」すべきことは運用コンサルティングを対象とした「40. 基金の実状把握と助言」に記述されているに止まる）。

³⁹ 企業年金国民年金基金課・高橋課長（当時）の第7回401k懇話会（2001年3月21日）における講演。http://www.nifty.com/401kweb/intro_nif/sumple/sumple.html（時事通信社401kWeb無料サンプル画面、2002年4月11日確認）による。

⁴⁰ なお、業務概況の周知が、違法行為を見逃したなどとして、加入者等の訴えを制限する方向に利用されることは好ましくなからう。

⁴¹ 厚生年金基金に関して、立法により基金の理事と運用機関を共同受託者とし、運用機関に基金に対する監視義

(報酬も含む)の見直しを含めて十分な検討が必要であろう。規約型に限って運用機関の忠実義務の相手方を加入者等と規定したことは、やや便宜的のように思われる⁴²。

例えば、運用機関に調査義務違反が認められ、事業主にも情報提供や指示の不足があった場合、事業主が運用機関を訴えたときには、厚生年金基金について述べたと同様、過失相殺が行われることになろう(運用機関の加入者等に対する忠実義務規定の効果として、運用機関は年金制度に対して全額の損害賠償責任を負い、別途、事業主に過失割合に応じた求償が認められるにすぎない、とはならないと思われる)。

では加入者等が訴えた場合はどうか⁴³。加入者等が上記の事情を事業主と運用機関(いずれも加入者等に対して忠実義務を負う)の共同不法行為(民法719条)と構成して、両者(または一方)を訴えた場合には、上記とは異なり事業主の過失は考慮されないことになるのであろうか(事業主と運用機関が賠償額を内部的に分担、求償する場合には当然考慮される)。そうなれば規約型の加入者等は本判決が認めたエリサ法の定める保護に類似する保護を受けられることになる。

運用機関に関する既存の契約法・業法との関係も含めて、確定給付企業年金法(これに準じて改正された厚生年金保険法を含む)の規定する受託者責任の私法的な意義の明確化が望まれる。

務と責任を課すべきとの主張がある。例えば、寺田徳「資産運用をめぐる諸問題」(企業年金臨時増刊号97年8月)21頁。また、同「受託者責任の委譲を可能に」(年金情報2001年3月5日)は理事の権限と責任の委譲を可能とすることを主張する。

⁴² 受託者責任の観点からは、規約型を認めること自体に問題があるともいえよう(拙稿「企業年金法における受託者責任規制の在り方」(ニッセイ基礎研レポート2001年2月、<http://www.nli-research.co.jp/pub.html>より入手可能)24頁参照)。

⁴³ 運用リスクを事業主が負担する確定給付型では、年金給付が滞りなく支払われている場合においても加入者等は運用機関の義務違反を追及できるかという問題がある。拙稿「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号(2001年9月)、<http://www.nli-research.co.jp/pub.html>より入手可能)101-102、104頁参照。

2-2 投資コンサルタント（トランジションマネジメント）

Board of Trustees v. Callan, Associates, Inc (2nd Cir. March 17, 1999)

五十嵐 龍人
三井アセット信託銀行
投資監理部
シニアマネージャー

【判例の概要】

従業員給付制度理事会Xが、投資コンサルタントYの投資マネージャー変更時のトランジションマネジメント¹ 実行の際、旧投資マネージャーであるMerrill Lynchへの指図(現金化手法の採用)は思慮深いものではない(imprudent)ため、エリサ法1104条(a) (1) (B)の信託義務違反であるとして、ファンド内の債券保有比率(マーケットエクスポージャー)が低下した結果生じた損害について損害賠償を求めたが、信託義務違反は認められないとされた事例。

【事実の概要】

原告X (Taft-Hartly Funds:航空業界系の2500人が加入する福祉基金(Welfare Fund)及び年金基金(Pension Fund)2ファンド)はエリサ法上の従業員給付制度の理事会であり、被告Y (Callan Associates Inc)は、投資及び資産運用に関する助言を公的・私的年金に提供することを業とするコンサルタントである。

Xは1993年時点で3億2千5百万ドルの資産をすべて債券で運用していたが、エクイティへの投資を増加させることにより分散投資を行うことを決定し、コンサルタントの採用を検討していた。制度受託者の要請によりYの上級副社長A (CFO兼SVPのCliff Axelson, Jr.)がプレゼンテーションを実施、Xのファンド管理者であるB (Neil J. Savasta)の推薦により、XとYは1994年10月26日付で1994年5月1日発効の投資コンサルティング契約を締結し、XはYを資産配分の研究・投資ガイドラインの起草・新債券投資マネージャー採用・新投資マネージャーへの資産移管の管理等を行う投資コンサルタントとして採用した。

YはXの制度受託者に対し債券と株式の資産配分につき推奨を行い、投資ガイドライン案を提示し、1994年8月に採択された。なお、Yは年金基金の資産配分については7種の案を用意したが、株式:債券配分20:80と30:70の2つを推薦し、福祉基金については100%債券運用を提案した。

¹ トランジションマネジメントとは、資産クラス、または運用期間の変更において生じるさまざまなプロセスの管理である。トランジションマネジメントにより、トレーディング・コスト要因(手数料/マーケットインパクト、機会コスト)を抑制し、エクスポージャーリスク(資産配分の歪みにより、予期せぬ相場変動リスクを被ることを抑制することを目的とする。

Yはまた、債券投資マネジャーの候補を推薦した。Xの指名を受けたサブコミッティはYの推薦を基に、1995年6月福祉基金の債券投資マネジャーをMerrill Lynchから、Morgan Grenfell及びStacey Braunに変更することを決定し、Xは当該決定を受諾した。

新マネジャーへの資産の移管にあたりXはYをトランジションマネジャーに任命し、Yは移管に当たり「現金化手法」(liquidation to cash)の採用を決定した。BはAに対し、現金化は不必要なコストがかかるとして、分割(Splitting)ないし一部現物移管(cherry picking)手法を用いるよう提案したが、Aは現金化手法が種々の市場要因²により好ましいと説明した。Bはそれに対し他の手法を用いるべきだと主張せず、制度受認者に対してYのトランジション手法を変更させるべきであるとの忠告も行わなかった。

AはMerrill Lynchに対し、1995年7月31日に1995年8月31日付で投資マネジメント契約を解約する旨のXの決定を書面で伝え、1995年8月31日までにポートフォリオを現金化するよう指示した。当時、Merrill Lynchは約94百万ドルの債券投資を行っており、当該資金はMorgan GrenfellとStacey Braunに等分される予定であった。

1995年Merrill Lynchは指図に従い8月中に現金化を進めたが、月の後半に債券価格が上昇し、結果としてマーケットエクスポージャーをとらなかった(being “out of the market”) 為にXは115万ドルの損失を被った。

XはYに対し、現金化手法を用いたトランジション実施の決断及びMerrill Lynchに対する8月31日までに現金化せよという指図が、エリサ法及び種々の州法上の信託義務違反であるとして本訴を提起した。

1998年2月の事実審理の後、第一審は、XはYがエリサ法上の信託義務に反したことにつき挙証責任を果たしていないとして、Xのエリサ法上の請求を棄却した。また、州法上の違法行為、契約違反、コモンロー違反の訴えについても、Yの行為はより厳しい行為基準であるエリサ法上の信託義務に抵触していないことを理由として請求棄却したため、Xが上訴した。

【判 旨】

上訴棄却

² 原審におけるAの証言は以下の通りである。(1)新債券投資マネジャー2社の運用スタイルがMerrillと異なるため、新投資マネジャーが資産移管の際にいずれにしても現金化することが比較的確実であった。実際Morgan GrenfellのTimothy Vileは、現金でなく証券で受け取っていたなら、1995年9月1日から売却を行っていたと証言した。(2)債券を取得した旧債券投資マネジャーが、売却に当たっても有利な取引を実行しうる(3)現金移管により、新債券投資マネジャーがより早く新投資戦略を実行に移しうるし、XもMerrillのパフォーマンスに不満であったことから、それを望んでいたことは明らかである。

上訴審において、XはYがエリサ法 404 条(a) (1) (B), (29U. S. C. 1104 条(a) (1) (B)) に抵触していることは事実認定において提出された証拠により、基本的に以下の2点で明らかであると主張した。

第1にYは投資マネジャー間の資産移管において、現金化手法が最適であるか否かについての調査に過失があった。第2にYはMerrill Lynchの現金化指図の遂行に関しての適切なモニタリングに過失があり、債券価格上昇時のマーケットエクスポージャーをとることに失敗した。これらの過失はYのエリサ法上の信認義務違反及び権利侵害、州法上の契約義務違反を構成すると主張した。

しかしながら第一審においては以下の4点を認定している。

(1) 1995年8月の投資業界においては、債券ポートフォリオマネジャー間の資産移管に当たり、Yが行ったと同様の現金化手法が受け入れられていた。

(2) YのMerrill Lynchに対する、いつどのようという正確な指示を行わずに1995年8月31日までに現金化せよという指図は当時の業界の慣習に適合していた。

(3) AはMerrill Lynchが1995年8月31日まで従来の運用スタイルを継続するであろうし、8月31日に現金で移管するという流動化戦略の下においても実行可能であると合理的に信じていた。

(4) Merrill Lynchは、売却代金でUSトレジャリーを購入(Parking)し、8月31日に売却するといったような、ポートフォリオのマーケットエクスポージャーを維持し、Xが蒙った損害を避けうる他の戦略を取り得た。

当事者間で、Yの行為が慎重さを欠くことはなく、したがってエリサ法上の信認義務違反ではないとする原審の結論についての当法廷の再審基準³につき争点となった。本争点につき解決する必要はないが、事実審理における証言を検証した結果、新基準 (*de novo standard*) においてさえ原審の事実認定は記録中の証拠に支えられており明白な過ちはなく、Yはエリサ法 404 条(a) (1) (B) の信認義務違反はないとする原審判断は支持される。

Xの州法上の専門家過誤・契約違反・信認義務違反に関する主張については、エリサ法 514 条(a), 29U. S. C. 1144 条(a) が州コモンロー法に専占⁴する。

【判例批評】

1. エリサ法の Prudence Requirement⁵

原審はエリサ法の Prudence Requirement を客観的基準として、受託者は(1)投資に当たり

³ Lopresti v. Terwillinger, 126 F. 3d 34, 39 (2d Cir. 1997) と Katsaros v. Cody, 744 F. 2d 270, 279 (2d Cir. 1984) を比較せよ。

⁴ Diduck v. Kaszycki & Sons Contractors, Inc 974 F. 2d 270, 288 (2d Cir. 1992)

⁵ ALI-ABA Course of Study Materials, October 1998

適切に調査、評価、構築する (2) その事項について能力を有する精通した人間がするであろう行動をする (3) 投資実行時に独立した判断を行う、ことを要求する。したがって、この基準は受託者の行動が資産運用業界における標準に照らして評価されることを要求する。本基準の下では、本件における事実認定に基づけば、現金による移管は思慮深いものであった。Yの資産移管方法の妥当性は資産運用業界に受け入れられており、受託者その他に取引に関して相談し、更なる調査を行う必要はない。

2. エリサ法上の受託者責任違反についての再審基準⁶

上告審においては原審の事実認定を再審理し、明確な誤りなしとして、原審を支持した。当事者はエリサ法下での再審基準として *De novo*⁷ 基準あるいは *For clear error*⁸ 基準のどちらが適切かにつき争ったが、上告審は原審の判断は双方の基準に合致しているとして、いずれの基準を適用すべきかにつき判断を下していない。

3. 本事例の背景

1970年代半ばから1980年代を通じて、年金資産の急速な成長やパフォーマンス数値への注目度の高まりとともに、エリサ法の施行により、スポンサーは腰を落ち着けて彼らのファンドにより多くの時間を費やさざるを得なくなった。エリサ法によってプレーデント・マン・ルールや分散投資基準などを含む受託者責任が明確にされたため、スポンサーは年金運用の専門的な事項につき客観的な助言を必要とし、運用の専門家である投資コンサルタントを採用するケースが増加している。コンサルティング産業はテクノロジーと現代ポートフォリオ理論を武器に人材・成果・収益の面で飛躍を遂げ始め、コンサルタントは投資政策や投資目標の設定、長期のアセット・アロケーション、投資マネジャーの構成、マネジャー選択やモニタリングなど、数多くのニーズに応え始めた。⁹

資産移管は、スポンサーのキャッシュフローの制約・政策アセットアロケーション維持・マネージャストラクチャー実践等種々の要因により必要となる。運用機関の変更を伴う場合、新旧マネジャー間の資産移管を現物または現金のいずれで実施しても、ポートフォリオの再構築が不可避となる為、ポートフォリオ全体として執行コストとエクスポージャーリスクが発生する。これら資産移管のマイナスの影響を極力圧縮する為に、トランジションマネジメントが必要となる。

4. 本事例へのコメント

また第3次信託法リステイトメント第227条を参照

⁶ ALI-ABA Course of Study Materials, October 1999

⁷ *Lopresti v. Terwillinger*, 126 F.3d 34, 39(2d Cir. 1997)

⁸ *Katsaros v. Cody*, 744 F.2d 270, 279(2d Cir. 1984) 労働長官及び年金受益者 Katsaros の訴えに基づく投資対象の選択と年金資産の損失の補償についての争いであり、信託受託者の分散投資義務違反が認められたケース。

⁹ Frank J. Fabozzi 編 「年金資産運用マネジメントのすべて」 (社)金融財政事情研究会

(1) 受認者の定義（機能的定義） 及び認定

エリサ法は信託判例法を基礎としているが、受認者の定義に関しては、形式的基準を取らず、年金資産の管理や投資に裁量権を有する者を受認者とする機能的基準（3条（21）¹⁰）を採用することにより、信託判例法における受託者の範囲を実質的に拡大し、受認者に特別な義務と責任を負わせている。

従って、被告Yがトランジションマネジャーとして制度資産に対して支配・裁量権限を有するか否かで判断することとなるが、本件においてこの点について争いとなっておらず、被告Yが受認者であることを前提として、Yが受認者としての義務を果たしたか否かが争われている。

(2) Yの行為

本事例はYが、委託者（スポンサー）によるマネジャーストラクチャー実践の為の資産移管時に行ったトランジションマネジメントに関わる指示の適切さを争うものである。Yは福祉基金9400万ドルの運用資産を現金化した上で移管するよう旧投資マネジャーに指図したが、判決では当該現金化指図についてのYの判断は思慮深いものであり、誤りはなかったとして委託者（スポンサー）側の主張を退けた。

判例上のPrudent Person基準となっているLanka v. O`Higginsのケースで要求された3つの判断基準は、4（1）で述べたように受託者の行動は資産運用業界における標準に照らして評価されることを要求しており、Yの現金化指示が当時の運用業界において妥当なものであったとの原審の事実認定に誤りが無ければ、本判決の結論は妥当なものといえる。

(3) 信認義務違反の認定

しかし、受認者の信認義務違反（思慮深さの欠如）は後知恵ではなく当該事実発生時点の運用業界の標準に照らして判断されるため、受認者となるものは運用理論・業界の実務慣行に精通し、委託者の意向を踏まえて行動する必要がある。

(4) 投資マネジャーの責任

一方本件訴訟当事者ではないがYの指図を受けた投資裁量を有する運用者Merrill Lynchの現金化手続きに過失はなかったのであろうか。Merrill Lynchを信頼して8月31日までの現金化指図を行ったことにYの過失なしとすれば、Merrill Lynchの現金化手続き及び現金化後の運用手法につき信認義務違反が認められる可能性もあろう。原審の認定においても

¹⁰ (i) ある者が制度の管理に関して自由な裁量権又は自由な支配権を行使するか、もしくはその資産の管理又は処分に関して自由な裁量権又は自由な支配権を行使し (ii) ある者が制度の資金その他の財産に関し、直接的又は間接的に、有料又はその他の報酬を得て投資の助言を行なうか、もしくはそのための権限又は責任を有し、または (iii) ある者が、制度の管理に関して、自由裁量の件現又は自由裁量の責任を有する範囲に対し、そのものが受認者 (fiduciary) である。

なお財団法人年金総合研究センター 「米国企業年金法に関する国家の後見機能と過去10年間の最高裁判決」平成12年度調査報告 Mertens v. Hewitt Associates, 508 U.S.251, 113 S.Ct 2063 (1993)参照

「Merrill Lynch は、売却代金で US トレジャリーを購入 (Parking) し、8 月 31 日に売却するといったような、ポートフォリオのマーケットエクスポージャーを維持し、X が蒙った損害を避けうる他の戦略を取り得た」とされている。

【わが国への示唆】

1. 日本においても年金運用を取り巻く環境は急速に変化しており、資産配分上の 5・3・3・2 規制の廃止・投資顧問の参入による運用機関選択の自由化・自家運用の拡大運用に関する規制緩和等が進展するのと並行して、受託者責任に対する認識が高まっている。

厚生年金基金連合会の「受託者責任ハンドブック (理事編)」は運用コンサルタント等の利用について以下のように記載している。

- 運用の基本方針や政策的資産構成割合の策定、運用受託機関の選任、運用評価等に関し、必要な場合には、運用コンサルタント等外部の機関に分析・助言を求めることが考えられる。
- なお、運用受託機関の選任または運用評価に関する助言の契約を運用受託機関又は運用受託機関と緊密な資本もしくは人的関係にある機関と締結する場合、助言の中立性・公正性の確保に十分留意する必要がある。

この記載の趣旨及び留意事項については、「高度化する基金運営の中でも、特に資産運用の分野においては、最新の理論や特殊な専門的知識等が要求されることも考えられる。このような場合には、理事自らの専門的知識を補完する為の外部機関の活用を検討することも有効な選択肢となる。その場合、外部機関による分析・助言の内容が基金の意思決定に大きな影響を与える可能性が高いことから、その選任・管理に当たっては運用受託機関や資産管理機関の場合と同様、十分な注意が必要となる。運用コンサルタント契約において助言を求める内容について制限はない。運用コンサルタント等の利用目的は、理事等の専門的知識の補完の為の分析・助言を効率的に得ることであり、最終的な意思決定の主体は基金自身である。」とされている。

2. 資産移管とトランジションマネジメントの重要性の増大

資産運用におけるパフォーマンスの中で、資産配分の影響が圧倒的¹¹であり、したがって政策アセットミクスについてはマーケットエクスポージャー維持の重要性が大である。4 (3) で述べた政策アセットアロケーション維持・マネジャーストラクチャー実践等を目的として、基金において運用管理のステップ¹²を踏まえたトランジションマネジメント利用が増大して

¹¹ Ibbotson, Roger G. and Paul D. Kaplan [2000] "Does asset allocation policy explain 40, 90, or 100% of performance?" Financial Analysts Journal, Vol. 56, No. 1, pp. 26-33, January-February.

¹² ①中長期的な目標リターンの設定 制度の負債特性も踏まえ、中長期的な視点に立った目標リターンを設

いる。

従来日本においては各業態毎に運用の器が異なっており、保険商品はいうまでもなく信託銀行の提供する商品も通常金銭信託¹³であった為、資産移管の際に現金化以外の方法がなかったが、年金基金等スポンサーの強い要望を受けた昨今の法令改正等により包括信託¹⁴での年金資金の受託が認められた為、米国と同様現物移管を含めた様々な取引手法の採用が可能（移管及び受管双方が包括信託である場合）となった。

本事例はアセットアロケーションの変更とそれに伴う投資マネジャーの変更に際し必要となる資産移管時のトランジションマネジメントにつき、投資コンサルタントの移管指図が慎重に行われたか否かが争点となったものであるが、近年の日本における基金のトランジションマネジメント利用の増大及びトランジションマネジメント業務への証券会社・一部信託銀行の参入の動きが活発化する中で、実務面でも、また投資における政策アセットミクスの維持の重要性に目を向けさせる点でも注目すべき事例である。

トランジションマネジャーは執行コスト（事務コスト・資金コスト・リスクプレミアム）・エクスポージャーリスク等を勘案しどの取引手法が最も相応しいかを、現物移管か現金化か、現金化するとした場合はどの取引手法（インターナルクロス取引、プリンシパル取引、エージェンシー取引等）を採用するかを含めて検討する。一般的に、(i) 現物移管 (ii) 旧マネジャーの資金化開始と新マネジャーのポートフォリオ構築完了までの時間の圧縮 (iii) 新(又は旧)マネジャーが先物等の利用よりエクスポージャーを維持する、等により現金化リスクを回避することが可能となる。

3. わが国におけるトランジションマネジャーと基金の関係

本件事例では受託者がコンサルタント(トランジションマネジメント契約を締結)に移管に関する裁量権を与え、コンサルタント(トランジションマネジャー)は投資マネジャーに対し、資産移管に関する概要のみを伝え、実際の現金化スケジュール等は投資マネジャーに一任していると考えられるが、詳細な事実関係は不明である。

わが国においてもトランジションマネジャーが移管の裁量権を与えられた場合には、それを信認関係の枠組みの中で捉え、受託者責任を問われることもありうる。しかしながら、わ

定する。②政策アセットミクスの策定 中長期的な目標リターンの実現に向けて、基軸となる資産構成割合を策定する。(ALM分析等から、中長期的な目標リターンをもっとも効率的に実現する最適アセット・ミクスを策定し、負債特性や外部環境の変化に応じて3～5年ごとに見直す)

③ ポートフォリオ管理 スタイル・ミクス計画の策定・管理 ④マネジャー・ストラクチャーの実践 運用
マネジャーに対する役割付を明確にし、その役割に最適なマネジャーを選択する。

¹³金銭信託：信託の引き受けに際して金銭を信託財産として受け入れ、信託終了時に信託財産を金銭で受益者に交付することを約したもの。

¹⁴ 包括信託：金銭以外の信託の1種であり、種類を異にする2つ以上の財産を1つの信託行為により引き受け、信託終了時に信託財産を現状のまま（金銭又は有価証券）受益者に交付することを約したもの。

が国において基金がトランジションマネジャーに期待するのは、効率的な移管計画の策定及び実行（調整・分析・立案・取引執行・決済保管）であり、裁量権の有無の判断にあたっては、この両機能（コンサルテーションと執行）を誰が有しているのかを、個別事例に即して判断する必要がある。

基金は通常移管日の決定とともに、移管スケジュールの詳細についても深く関与し、移管指図も基金が行なうのが通常であるため、裁量権をどちらが有しているか、判断が困難なケースが多いものと考えられる。

さらに本件事例とは違い、わが国において投資コンサルタントが政策アセットミクス策定からトランジションマネジメントまで一貫して行なうケースはほとんどなく、サービスの提供主体はそれぞれの領域で異なるようである。

またトランジションマネジャーを利用するようなケースでは、トレーディング・コスト要因（手数料/マーケットインパクト、機会コスト）を抑制し、エクスポージャーリスク（資産配分の歪みにより、予期せぬ相場変動リスクを被ること）を抑制することを目的とするものであるから、本件のように投資マネジャーに一定期間を与え、単純に期日までの投資マネジャーの裁量による現金化・移管を行なう場合、わが国では費用を支払ってコンサルタントを雇うことは現状では考えられないのではなかろうか。

ただし、トランジションマネジャーは報酬を得て役務を提供するのであるから、受託者として認定されるか否かにかかわらず、委託者のニーズを十分に汲み上げ、自らの提供する役務内容につき委託者に十分に説明し、理解を得ることが重要である。

また委託者はトランジションマネジャーの提案に対し、トランジションの手法及びスケジュール決定等に際し、自らの意向を十分に伝える等、関係者間の意思疎通を十分に行うことが重要となる。

【関係条文】

エリサ法第404条（a）（1）（B）

受託者義務（a）

（1）第403条（c）、（d）、第4042条及び第4044条に基づき、受託者はもっぱら加入者及び受給権者の利益においてのみ制度に対する義務を免除されるものとする。ただし、

（A）下記のみを目的とすること

（1） 加入者及び受給権者に給付を行うこと

（2） 制度管理の為の正当な経費を支出すること

（B）当該状況下で、同等の能力で行動し同様の事項に精通しているブルーデントマンが同様の性格及び目的を有する事業の管理に当たり行使する注意力、技量、恩恵及び勤勉さをもって、権限を行使すること

（C）巨額の損失の危険性を最低限に抑える為、制度資産の投資を分散すること。ただし

分散しないことが明らかに思慮分別あることとみなされる状況にある場合は除く。

(D) 本編または第IV編の規定に適合する限りにおいて、当該制度の内容を定める書類及び制度規程書に従うこと

第3次リステイトメント第227条

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ブルーデント・インベスター（思慮深い投資家）であれば行なうであろう方法で、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、能力及び配慮（**reasonable care, skill, and caution**）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、当該信託のポートフォリオから切り離さずにそのポートフォリオ全体との関係において判断し、かつ、合理的に見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) 投資の決定及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ブルーデントである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) 受託者としての基本的な義務である忠実義務（第170条）及び公平義務（第183条）

(2) 権限委任の是非及び方法について判断するに際して、また受任者を選任し監督する（第171条）に際して、ブルーデントに行動する義務

(3) 金額が合理的であり、かつ、委託者の投資責任（第188条）にとって妥当である費用のみを支出する義務

(d) 本状に定める受託者の義務は、信託条項又は制定法に投資に関する別段の定めがある場合について規定する第228条の準則に従う。

2-3 指名受認者による投資指図と投資マネージャーの対応

土浪 修

ニッセイ基礎研究所

主任研究員

【判例の概要】

Lowen v. Tower Asset Management, Inc., 829 F.2d 1209 (2d Cir. 1987)

禁止取引に該当する投資を実行した年金制度の投資マネージャーが、「当該投資は受託者が強要したものであり、(当社は) それに関しては受認者ではなく、禁止取引規制の適用はない」と抗弁したが認められず、禁止取引違反と判断された事例。

【事実の概要】

本件は、年金制度の受託者 (trustee) が、投資マネージャー (投資顧問会社)、その関連会社及びそれらのオーナーに対して、エリサ法の信託義務違反 (禁止取引) を理由として、手数料等の返還と損害賠償を求めた事件である。

1. 事実の経過

原告 Lowen 等は、船長、航海士及び水先案内人の労働組合の年金制度 (確定給付制度及び確定拠出制度の2つ)¹の受託者である。個人被告 Kovnat, Levy 及び Wheeler は、企業被告 Tower Asset Management, Inc. (Tower Asset)、Tower Capital Corporation (Tower Capital) 及び Tower Securities, Inc. (Tower Securities) の株式を、それぞれ 50%、25%及び25%を直接または間接的に所有するとともに、取締役及び役員として企業活動を直接支配していた。Tower Asset は本件年金制度の投資マネージャーであり、Tower Capital は投資銀行業務を行う企業、Tower Securities は登録ブローカー・ディーラーであった。

1983年から84年にかけて、年金制度の受託者は Tower Asset を、完全な投資裁量権限を有する、各年金制度の投資マネージャーとして採用し、合計約3,000万ドルの資金を託した。Tower Asset は年金資産を、その大半が海洋産業に属する会社と関連を有する、リスクの高いベンチャー企業に投資 (負債の private placement が中心) した。これら企業の多くは大幅な債務超過であり、その後に事業を休止した会社もある。

個人被告または企業被告の一部は、Tower Asset が年金資産を投資した企業のいくつかに相当の持分を有し、一部では取締役に就任していた。また投資先企業の多くは Tower Capital

¹ 当制度はタフト・ハートレー法 (労使関係法) に基づくものと思われる。タフト・ハートレー制度では、労使双方から同数選出される「受託者」の委員会が年金制度を運営する (302条、29 USC § 186)。他方、エリサ法は、年金制度の管理運営責任者として指名受認者 (named fiduciary) を制度化している (402条、USC は省略、以下同様)。また、年金制度の資産は生保契約を除いて「受託者」に信託されなければならない、信託資産の投資権限は、指名受認者が投資の指図権限を留保した場合と投資マネージャーを任命した場合を除いて、受託者に属する (403条)。

タフト・ハートレー制度では、一般に受託者委員会がエリサ法上の指名受認者とされ、本件でもそのようである。したがって、本件原告たる受託者は、エリサ法上の指名受認者という立場で投資マネージャーを任命し、また、訴えを起しており、エリサ法上の受託者という側面は本件では捨象されている。また、本件確定拠出制度は加入者が投資を指図するものではないようである。

または Tower Securities と、資本調達を含む投資銀行業務の対価として手数料支払いや株式等の交付について合意していた。大半の場合、これらの合意は Tower Asset が年金制度のために特定の投資を行うと同時にまたは直前に効力が発生し、また、制度による投資が Tower Capital または Tower Securities によって調達された資本の大半または全てを占めた。

1984 年 11 月に 3,000 万ドルあった Tower Asset が管理する制度資産の価値は、1986 年の初めには僅か 950 万ドルになった。原告は Tower Asset を投資マネージャーの地位から解任し、その直後の 85 年 12 月、訟えを起こした。86 年 4 月、原告はエリサ法の禁止取引違反に関する請求（手数料等の返還と損害賠償）に関してサマリージャッジメントを申し立てた。

2. 原審の判断と被告の控訴

一審の地方裁判所は、以下の通り原告のサマリージャッジメントの申立を認めた²。

本件投資は、受認者が自己の利益または勘定のために制度資産の取引を行うこと（self-dealing）を禁止するエリサ法 406 条(b)(1)に違反し、受認者が制度資産を伴う取引に関連して制度と取引する者から自己の個人的な勘定で報酬を受け取ること（kickback）を禁止する 406 条(b)(3)に違反した。また、被告 3 企業は受認者に該当し、企業被告と個人被告との密接な関係は法人格否認を正当化することから、全ての被告が連帯責任を負う。

そして原審は、406 条に違反して得た利益の返還と禁止取引によって生じた制度の損害の賠償を被告に命じた。前者については終局判決がなされ（手数料 108 万ドル及びその他の受取報酬の返還）、後者の損害額の算定は治安判事に任された（3,421 万ドル及び利息³）。

その後、原審は労働長官の訴訟参加を認めた。長官は、企業被告、個人被告のほか、Tower Asset を投資マネージャーに選任した制度の受託者、及び制度自体を被告に加えた⁴。

原審の判決に対して Levy、Wheeler 及び 3 企業が控訴した。

【判 旨】

1. 概要と本稿の対象

第 2 巡回区控訴裁判所は次のように判断し、原審のサマリージャッジメントを是認して被告の控訴を棄却した。

① 一人（社）または複数の被告が持分的利益を有する企業に対する制度資産の投資、及

² Lowen v. Tower Asset Management, Inc., 653 F. Supp. 1542 (S.D.N.Y. 1987)

³ Lowen v. Tower Asset Management, Inc., 1987 U.S. Dist. Lexis 15265 (S.D.N.Y. 1987)

⁴ その後、加入者が受託者に集団訴訟を提起したようである。1991 年には Tower Asset や Levy 等に対してエリサ法上の制度に受認者等として関与することを禁ずる本案的差止命令がだされた（Beck v. Levering, 947 F.2d 636 (2d Cir. 1991)）。1992 年には労働長官と受託者等との和解が成立し、制度に対する 2,400 万ドルの支払い、労組の正副委員長であった Lowen と Martin の受託者からの辞任とエリサ法制度への永久不関与等が合意された（BNA Pension & Benefits Reporter, Nov. 16, 1992）。なお、控訴裁判所で否認された当初の和解案では制度に対する支払額は 2,190 万ドルで、内訳は、受託者の受認者保険を引き受けた保険会社が 1,275 万ドル、制度の弁護士事務所（の保険会社）が 562 万ドル、制度の会計事務所が 157 万ドル、制度の資産管理（custodial trustee）銀行が 195 万ドルであった（同、Jun. 10, 1991）。また、保険会社間の訴訟では、「本件の海洋関係投資は、労組代表の受託者により（組合員の）雇用創出手段として促進された」と認定されている（なお、一般に、当該投資が選択しうる他の投資と同等のリスク・リターンを有する限り、当該投資を選択しても信認義務違反ではないと思われる）Republic Ins. Co. v. Masters, Mates & Pilots Pension Plan, 843 F. Supp. 914 (S.D.N.Y. 1994), n11。

び投資先企業からの投資に関連した報酬の受領は、406条違反である⁵。

② Tower Asset は制度の投資マネージャーという地位のゆえに、エリサ法上の受託者として責任を負う。

③ Tower Capital、Tower Securities 及び個人被告は Tower Asset と連帯責任を負う⁶。

以下では、Tower Asset の「問題とされた投資は受託者が強要したものであり、それに関しては受託者ではない（したがって禁止取引規制の適用はない）」との抗弁を退けた②の部分を取り上げて若干の検討を試みる。まず、判決の当該部分 (Discussion B. Tower Asset's Fiduciary Status, 829 F.2d 1218-1220) を訳出する。

2. 「Tower Asset の受託者としての地位」に関する判示⁷

(1) Tower Asset の抗弁

次に、禁止取引に関与した責任をいずれの被告が負うかについての問題に移る。まず、Tower Asset がエリサ法上の受託者であるか否か、その結果として 406 条(b)の禁止に服するか否かを検討する。

Tower Asset に関する争点の中心は、[Tower Asset の] 次のような主張—以下の検討に際しては事実であると仮定しておく—から生じている。すなわち、制度の受託者が Tower Asset に、406 条が受託者に禁止している投資の多くまたは全てを強要したのであり、それらの投資に関しては Tower Asset を受託者とみなすことはできない。

(2) エリサ法における投資マネージャーの任命と本件協定

Tower Asset がエリサ法上の受託者の地位を占めていたことに疑いの余地はない。エリサ法 402 条(c) (3)によれば、制度の「指名受託者」—本件では制度の受託者—は、「投資マネージャー」を任命して一定の制度資産を管理させることができる。エリサ法 3 条(38)は次のように「投資マネージャー」を定義している。

以下に該当する受託者の全てである。

(A) 制度資産を管理、取得または処分する権限を有する者

(B) (i) 1940 年投資助言法に基づく投資助言者として登録している者（または、銀行、保険会社）、かつ

(C) 自己が制度の受託者であることを書面で認めている者

Tower Asset と制度との契約 (contracts) ⁸は、Tower Asset を 3 条(38)の「投資マネージャー」に該当させるように明示的に起草されている。3 条(38) (A)については、いずれの協定 (agreements) も、Tower Asset は「自己の唯一かつ完全な裁量に基づき、信託義務に従い、

⁵ この部分は、全ての個人被告、企業被告を単一の法主体と仮定して判断がなされている。つまり、Tower Asset が自己（実際には Tower Capital や個人被告）の投資先企業に制度資産で投資を行い、当該投資先企業から自己（実際には Tower Capital が大半）が手数料を受け取ったと仮定して義務違反が認定されている。

⁶ 判決は、受託者の義務違反に悪意で関与した者は責任を負うため Tower Asset 以外の被告が受託者であるか否かは問題にならないと述べるが、結論との関係は明らかでない（受託者でない者の責任については、拙稿「企業年金の投資の責任を追究する民事訴訟における被告の範囲」（ジュリスト 1193 号(2001 年 2 月 1 日)）を参照）。判決は、救済を与えるというエリサ法の目的を強調して法人格による責任の遮断（法人間、法人とその支配者間）を否定し、法人被告及び個人被告の連帯責任を認めているようである。なお、本件企業被告は資力に乏しいため（829 F.2d 1221）、個人被告の連帯責任に実益があるようである。

⁷ 小見出しは筆者が付加し、段落は一部変更した。

⁸ 確定拠出、確定給付別に契約があるため複数になっているのであろう。協定も同様。

投資勘定資産を構成する証券、資金その他の財産を管理する権限と義務を有し」、「投資の助言と推奨を提供し」、「投資勘定資産の投資及び再投資に関する完全な裁量を有する」と規定している。3条(38)(B)については、Tower Asset は両協定において1940年投資助言法上の登録投資助言者の地位を保持することを保証している。3条(38)(C)については、Tower Asset は両協定において「制度、信託及び投資勘定資産に関して同社はエリサ法3条(21)及び3条(38)の定義する「受託者」及び「投資マネージャー」である」と明示的に認めている。加えて協定は、Tower Asset は406条の禁止取引に関与してはならないと規定している。

(3) Tower Asset の「口頭による協定の変更」の主張 <原文は(3)(4)(5)が一段落>

しかしながら Tower Asset は、多くのまたは全ての取引に際して Tower Asset から裁量権を剥奪するように、これらの協定が口頭で変更されたと主張する。たとえそれが事実でもこの主張は法的には無意味である (without legal merit)。

(4) エリサ法における投資権限委任の構成と意図

本件協定には多くのエリサ法条文が明示的に含まれており、協定はエリサ法の構成や目的に照らして解釈されなければならない。

エリサ法は、同法上の制度を管理する法的責任の所在が明確になるように注意深く構成された。しかしてエリサ法402条(a)(1)⁹は、全ての制度が制度を「支配し管理する」権限を有する「指名受託者」を任命することを義務づけている。議会は、「制度を支配し運営する責任 (responsibility) —そして管理の不始末に伴う責任 (liability) —に確実に焦点を合わせるために」この要件を含めたのである[引用判例省略]。もっとも、指名受託者の注意義務 (duty of care) における具体的義務 (obligations) は、エリサ法402条(c)(3)に従って投資マネージャーを任命することによって軽減することができる。405条(d)(1)によれば、いったん任命がなされれば、当該マネージャーに託された資産に関する限り、受託者は投資マネージャーのいかなる行為または不作為に関しても責任を負わされることはない。

このような法律構成の意図は明らかに次の通りである。制度の受託者に投資権限を専門的な助言者に委任することを認める、その者が制度に対する注意義務や忠実義務を負う受託者となる、他方、投資の賢明さ (wisdom) に関する受託者の法的責任は軽減される。

(5) 投資マネージャーの禁止取引への対応の在り方

それらに照らせば (Viewed in that context)、エリサ法上の制度の投資マネージャーは、406条が受託者に禁止している取引において何らかの役割を果たす前に、当該地位において職務を果たすことを明確に中止し、当該地位に係る制度との契約または協定の全てを書面により終了させなければならないことは明らかである。彼はもはや一刻たりとも受託者ではないのであり、その間に資産の受領者であってもならない。参照、Lewis v. Seanor Coal Co., 382 F.2d 437, 442-44 (3d Cir. 1967) (タフト・ハートレー法302条のもとにおいては、退職制度に対する書面化された[使用者による掛金]支払義務を書面化されていない申し合わせによって変更することはできない。) 裁量上訴棄却 [citation 省略]。

(6) 本件協定における投資権限の委任

⁹ 原文は、ERISA Section 1102(1)であるが、29 U.S.C. § 1102(a)(1) が正当であろう。

Tower Asset と制度との協定は上に述べたような権限の委任を明示的に含んでいる。さらに協定の1条(b)は、Tower Asset の任命により受託者は405条(d)(1)に従ってTower Asset の行為または不作為の責任から遮断されると規定している。

(7) 受託者の指示への投資マネージャーの対応の在り方（一般論） <原文は(7)(8)が一段落>

エリサ法は次のことを意図している、すなわち、制度資産の管理権限が402条(c)(3)に従って投資マネージャーに委任された場合には、マネージャーは制度の受託者となるのであり、何らの疑いを差し挟まない服従によって受託者の投資に関する気紛れを実行するための単なる道具になるものではない。投資マネージャーの制度に対する信託義務は、彼が、独立した専門的な判断を行い、彼に託された資産の投資がその判断に基づいて行われることを保証することを要求する。問題となった判断が彼自身のものでない場合、投資マネージャーは、注意義務を負う者を明確化するためにその取引への関係を一切避けるべきである。

(8) 信託義務を負う者の一貫性・明確性

エリサ法においては、投資マネージャーの信託義務は、水道水のように出したり止めたりできるものではない。ありうべき受託者の中で誰が法的責任を負うかを定めるために、事が起こった後に「それらの者の」行為、発言及び心理状態を区分けすることに従事することが原告に求められるとしたら、法的義務の所在を明確にするというエリサ法の目的は損なわれよう。注10 [省略]。

(9) 本件受託者の指示への投資マネージャーの対応（具体論） <原文は一段落>

たとえ本件受託者が Tower Asset に特定の投資を指示したとしても、Tower Asset は、裁量権を有する制度の投資マネージャーとして、提案された投資の賢明さに関して専門的で独立した判断を行う義務を制度に対して負っていた。

もし Tower Asset が投資を否定的に考えたのならば、受託者にその旨を伝えてその指示の実行を拒否すべきであった。特に、Tower Asset を支配する者が利益を得る蓋然性に照らせば、そうであった。後述C [Tower Asset 以外の被告の責任、829 F.2d 1220-1221] 参照。

たとえ投資を望ましいと考えたのであっても、406条は Tower Asset が同社を支配する者が取引 (the transaction) から利益を得ることを可能ならしめることを禁止している。

Tower Asset が取引 (the transactions) を実行したときには、Tower Asset は次のどちらかによって制度に対する義務に違反したことになる。①受託者が専門的な助言なしで投資を実行するための隠れ蓑となる、他方、Tower Asset の関係者がその投資から利益を得る、② Tower Asset を支配する者が利益を得る投資を自らの判断で選択する。いずれが事実であったかは問題ではない。なぜなら、いずれにも406条の禁止によって撲滅を意図された種類の利益相反そのもそのが伴っているからである。

(10) 結論

したがって、Tower Asset の責任に関する限り、受託者が投資を指示したか否かは法的には無関係である (legally irrelevant)。せいぜい受託者が Tower Asset と連帯責任を負うことになりうるだけである。405条(a) (共同受託者の責任に関する規定) を参照。

【判例批評】

本判決は、エリサ法の解説書において次の趣旨を述べたものとして引用されており¹⁰、わが国にとっても興味深いものがある。

「エリサ法上の投資マネージャーは、独立した専門的な判断を行いそれに基づいて投資する義務を負う。指名受認者から投資の指示を受けた投資マネージャーは、指示が適切でない場合には、指名受認者にその旨を伝えて指示の実行を拒否しなければならない。」

1. 判決の論理展開の確認

まず、【判旨】 2. で訳出した判旨の展開を簡単に追ってみよう。

(1)ではTower Assetの抗弁が示され、(2)では、協定によればTower Assetがエリサ法上の投資マネージャーに該当することが確認されている。一般論としては異論がなかろう。続く(3)では、Tower Assetの「協定が口頭で変更された」との主張を示しつつ、「法的には無意味」と断ずる。

判決は、結果的に「口頭による協定の変更」の抗弁を退けたと解されるが¹¹、その理由は何であろうか。「口頭による協定の変更」を否定する早道は、制度と投資マネージャーとの協定の書面化を要求する条文を示すことであろう¹²。エリサ法3条(38)(C)は、投資マネージャーの要件として自己が制度の受認者であることを「書面で」認めることを求めている。また402条(a)(1)は年金制度が「書面化された規定」に基づいて設立、維持されなければならないと定め、同条(c)(3)は指名受認者が投資マネージャーを任命して投資権限を委任することを制度が「規定できる」と定めている。これらは制度の側の要件である。そして404条(a)(1)(D)は受認者の制度の「規定や文書」の遵守義務を定める¹³。

しかしながら判決は、「口頭による協定の変更」がエリサ法の特定の条文に反するとは述べていない。なお(5)で示された判例は「書面化された協定」を要件としているタフト・ハートレー法302条(c)(5)(B)に関するものであり、本件とは事情が異なる。

判決は、「協定(を)エリサ法の構成や目的に照らして解釈する」¹⁴ことにより、「口頭による協定の変更」を否定しているようである。すなわち、(4)では、エリサ法が法的責任の所在が明確になるように注意深く構成されたとして、指名受認者任命の義務付けや指名受認者

¹⁰ S. Serota, “ERISA Fiduciary Law”, BNA Books, 1995, p.125、F. Bitzer and N. Ferrigno, “ERISA FACTS 2001”, National Underwriter, 2001, p.189を参照。

¹¹ ちなみに原審では、Tower Assetが「原告は、Tower CapitalやTower Securitiesが手数料を受け取ることを知りかつ同意したので、手数料について[受領が禁止取引であるとして]争うことは禁反言により認められない」と主張したのに対して、判決は、概ね、「受認者は、受益者が知りかつ同意した場合には利益相反取引を行うことが許されるが、本件原告は受託者であって受益者ではない。禁止取引に対する受託者の同意は受認者の406条違反を免責しないし、同意すること自体がエリサ法違反である(405条(a)(3)の共同受認者の責任)」と判断した(653 F. Supp. 1555)。エリサ法の受認者の原型は信託の受託者である。信託法リステイメント170条(忠実義務)2項、216条(受益者の同意)参照。

¹² 契約の一般論としては、不動産売買契約等、詐欺防止法によって書面契約を必要とするものを除いて、書面契約を口頭契約によって解除することができる(並木俊守「アメリカ契約法」(東洋経済新報社、1971年)164頁)。なお、Dardaganis v. Grace Capital Inc., 889 F.2d 1237 (2d Cir. 1989)は、コモンローでは契約違反を黙認した当事者は事後に契約違反を追及することが制限されるが、エリサ法では投資マネージャーの契約違反(ガイドライン違反)を黙認した制度受認者による(加入者の利益のための)責任追及が認められると判断した。

¹³ 制度と投資マネージャーとの協定(具体的には投資ガイドライン)を404条(a)(1)(D)の文書と判断した事例として、上記のDardaganis v. Grace Capital Inc.事件判決がある。

¹⁴ エリサ法は強行法であるので(404条(a)(1)(D)の制度規定遵守義務も、制度規定がエリサ法に合致することを条件としている)、なぜ「協定の解釈」が重視されるのか明らかでない。

による投資マネージャー任命の仕組みを説明している。投資マネージャーを専門的な助言者と位置づける一方、その任命に伴う指名受認者の責任の軽減を強調している。なお、「投資の賢明さ」(9)にも見られる)は、主として注意義務を想定した用語のように思われる。

このような構成と目的(意図)を踏まえて、(5)では、投資マネージャーが禁止取引に関与する場合には契約または協定の全てを書面で終了させること、すなわち書面で通知して辞任することが必要と述べる。逆に言えば、禁止取引への関与が予想される場面では、(Tower Asset が主張したような)「口頭による協定の変更」による義務と責任の一時的な停止は認められないことになる。一見すると口頭(被告の主張)と書面(判決)が対照的であるが、判決が述べているのは、投資マネージャーは利益相反的な地位に身を置いてはならないということであり、付加的に、辞任の明確化手段として書面に触れているように思われる。なお(8)はこの部分の理由付けにもなる。

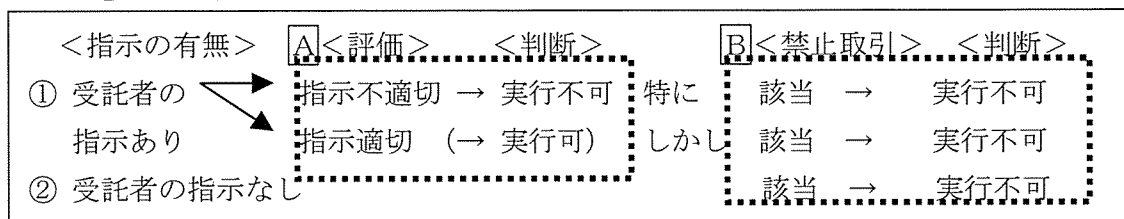
(6)は、(4)で述べたエリサ法の権限の委任と責任の軽減が本件協定に含まれているとする。そうすると、(5)の投資マネージャーに関する説示は Tower Asset にあてはまるはずであり、Tower Asset は本件禁止取引に関与する前に書面で通知して辞任すべきだったのであり、当該投資に関しては「口頭による協定の変更」があったとの主張は認められないことになる(そうだとすると禁止取引に関する限り、以下の検討は蛇足のようにも思われる)。

続いて、(協定の変更はなかったという前提で)受託者の指示に対する投資マネージャーの対応が検討されている。(7)は、受託者の指示があった場合の一般論(なお、ここでは他人の判断への不関与を、(9)の第2、第3段落では自己独自の判断を求めており、相違がある)、(8)はその実質的な理由付けであり、投資マネージャーの信認義務の一貫性が強調されている。

(9)の第1段落は一般論たる(7)の本件へのあてはめである。第2、第3段落は第1段落の各論であり、提案された投資に対する Tower Asset の判断によって場合分けされている。提案が不適切であれば「受託者にその旨を伝えてその指示の実行を拒否すべき」とされる。提案が適切であれば実行してもよいと思われる(その場合でも、判断・実行の責任は投資マネージャーが負う)。ただし本件では、受託者の指示に対する投資マネージャーの判断の適否にかかわらず、禁止取引との関係で投資の実行は禁じられる。

第4段落の「取引(複数)」は第3段落の「取引(単数)」に限らないと解しておく。そうすると、2つの場合、すなわち ①の受託者の指示があった場合(つまり第2、第3段落)、②の受託者の指示がなかった場合、いずれの場合にも取引を実行すれば Tower Asset は制度に対する義務、具体的には 406 条に違反することになる。

その意味では、(10)にあるように、受託者の指示の有無は「法的に無関係」である。



(9)における判断の流れを整理すると上図のようになる。つまり本判決の結論に不可欠の判断は、**A**ではなく**B**のように思われる。実際、判決においては指名受認者による指示

の適否さ自体の判断はなされていない。

2. 判決が示した点

以上によれば本判決から以下の点が導けよう。

まず、禁止取引（より広くは忠実義務違反）が絡む場面である。

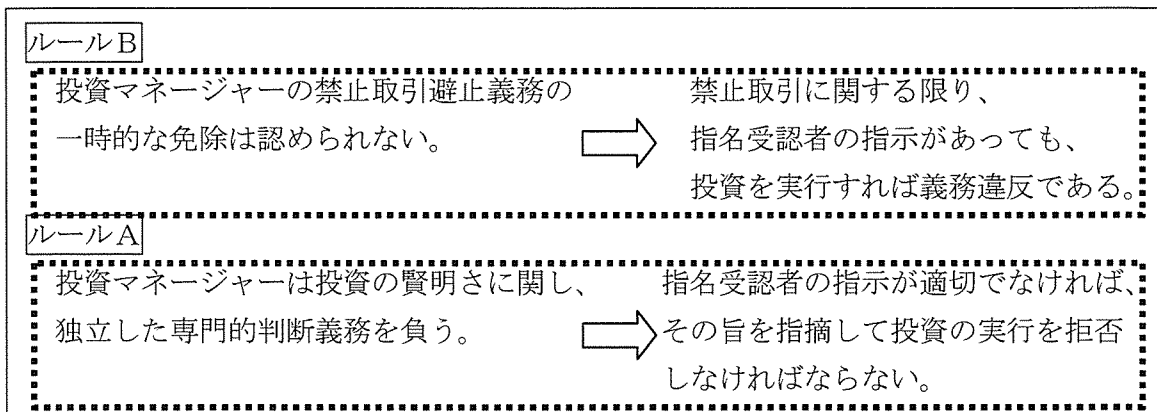
- ・投資マネージャーは、禁止取引への関与が予想される場合には指名受認者（受託者）に書面で通知して辞任することが必要であり、「口頭による協定の変更」による義務と責任の一時的な停止は認められない。
- ・したがって、禁止取引に関する限り、指名受認者の指示があっても投資マネージャーがこれを実行すれば義務違反である

次に、禁止取引がなく、純粹に「投資の賢明さ」が問われる場面である¹⁵。

- ・投資マネージャーは、独立した専門的な判断を行いそれに基づいて投資する義務を負う。
- ・指名受認者（受託者）から投資の指示を受けた投資マネージャーは、指示が適切でない場合には指名受認者にその旨を伝えて指示の実行を拒否しなければならない

なお、実際の場面では、まず、専門的な立場から指示が適切でないことを指名受認者に対して説明して指示の変更について協議することになる。また、判決には示されていないが、指示を適切と判断して実行した場合でも、判断と実行に伴う責任は投資マネージャーが負うことに変わりはない。

以上を改めて図示してみる。



つまり、本判決の判示事項（ratio decidendi）は、指名受認者（受託者）の指示があっても投資マネージャーの禁止取引避止義務は免除されない（上記のルールB）ということであり、指名受認者の指示に対する投資マネージャーの（投資の賢明さに関する）独立した専門的判断義務（上記のルールA）は傍論（obiter dictum）のように思われる。ただし後者も、

¹⁵ 本判決を引用する判例を概観した限りでは（LEXIS Shepard's機能を利用、ただし第2巡回区控訴裁判所の11件、同管内地方裁判所の55件に限定）、大半が法人格否認や非受認者の責任に関する部分の引用であり、指名受認者の指示に対する投資マネージャーの対応の在り方が問題となった事例は見当たらなかった。本件と多少なりとも関連する事件としては次のものがあつた。福祉制度の受託者が、制度に保険を売る企業の所有者を兼ね、同社が受け取る手数料を定めたのに対して、労働長官が禁止取引違反で訴えた。被告が「手数料の決定は受認者としての行動ではない」と抗弁したのに対して、判決は、「明らかに信認義務を負う者が、個人的な事業に精を出すために、少しの間受認者として機能することを停止することができる」といった「エリサ法における”separate hats” argument に対しては、明白な利益相反が存在する場合には、当巡回区の裁判所は著しく冷淡である」として、本判決を含む3件の先例を引用した（Reich v. Goldstein, 839 F.Supp. 1068(S. D. N. Y. 1993), 1072）。

わが国への示唆を含めて、重要かつ意義深い部分である。

エリサ法が制度の管理や投資に係わる者の義務や責任を明確化したのは、年金制度の加入者保護のためである。投資マネージャーは指名受認者により選任・監督される立場にあるが、同時に、加入者に対して信託義務を負っている。本判決は投資マネージャーが年金制度の加入者保護において重要な役割を担っていることを踏まえて、投資マネージャーの加入者に対する義務と責任の重要性を確認したものといえよう。

3. 受託者の責任

なお、受託者が禁止取引に該当する投資を投資マネージャーに「強要した」のであれば、判決が言うように共同受認者の責任（いわば、監視・違法行為抑止義務違反）が生じよう。本件受託者は投資を指示する権限を有しないはずだが、現実には支配力を行使して投資を実行させたと考えれば、その実態を捉えて信託義務違反を問うことも可能かもしれない。

なお、禁止取引を「強要した」受託者による投資マネージャーの責任追及は信義に反するようにも見えるが、受託者は制度（加入者）の利益のために訴訟を提起していることに注意を要する。

4. 指名受認者による投資マネージャーに対する指示

指名受認者の指示に対する投資マネージャーの独立かつ専門的判断義務と不適切な指示に対する拒否義務（前述2. のルールA）が問題となりそうな場面をいくつか取り上げる。

(1) 投資ガイドラインの提示と投資の個別指図

指名受認者が投資マネージャーに投資権限を委任する際には、投資対象や割合、投資手法、ベンチマーク等を含む投資ガイドラインを提示（必要に応じ変更）することにより投資マネージャーの裁量と責任の範囲を明示（限定）するのが一般的と思われる。投資マネージャーは投資ガイドラインを遵守することが必要であるが、理論的には、投資ガイドライン（の変更）の適切さについて意見を述べる義務を負うと考えられる場合もあろう。

次に、契約や投資ガイドライン上は指名受認者には投資の個別指図の権限がないのに、指名受認者が個別指図を行ってきた場合、投資マネージャーはいかに対応すべきか。本判決や後述のエイボン・レターにおける労働省の見解からは、契約等の「口頭による変更」は認められないように思われるが、投資マネージャーが個別指図を適切と判断した場合には自己の判断でその投資を実行する（責任も負う）ことは可能であろう¹⁶。前述のルールAが適用される場面と考えられる。

最後に、契約等により、指名受認者が投資マネージャーに対して個別指図の権限を留保することは（運用評価や運用責任の明確化等の点で好ましくないとしても）不可能ではなからう。そのような場合には、当該投資に関する義務と責任は第一次的には指名受認者に属することになる。ただし、投資マネージャーも共同受認者としての責任を問われる可能性があり、結果として前述のルールAの適用も考えられる。

以上については判例等の収集と分析が必要である。

(2) 利用するブローカーの指示 — ディレクティッド・ブローカレッジ

¹⁶ わが国と異なり自家運用に特段の制限のない米国では、投資マネージャーによるスクリーニングを通じて指名受認者の個別指図が結果的に実現することに問題はないように思われる。

ディレクティッド・ブローカレッジとは、制度（の指名受認者）が投資マネージャーに利用すべきブローカーを指示し、制度が当該ブローカーから手数料の一部割り戻しやリサーチ等の役務・物品を得ることである。ディレクティッド・ブローカレッジには、投資マネージャーがブローカーから同様の便宜を受けるソフトダラーとは異なり、通常、利益相反の問題は生じない¹⁷。

労働省は、1986年5月22日の Technical Release No. 86-1¹⁸により、ソフトダラーやディレクティッド・ブローカレッジとエリサ法の信認義務との関係を明らかにした。ディレクティッド・ブローカレッジに関連する部分を要約する。

「投資権限が投資マネージャーに委任された場合には、投資マネージャーは投資プロセス全体に責任を負うのであり、売買の決定に加えてその取引の執行者の決定を思慮深く行わなければならない。制度設立者等の受認者が投資マネージャーに特定のブローカーを通じて制度の取引を執行するように指示する場合、その指示は、投資マネージャーが最良執行を確保する義務の履行を確保しつつ、取引の一定割合等を当該ブローカーを通じて執行することを求めるものである、と労働省は理解する。

制度設立者がディレクティッド・ブローカレッジを指示する決定は、思慮深く、もっぱら加入者の利益のために行わなければならない。すなわち、始めにブローカーの最良執行能力を確認するとともに、継続的に最良執行の確保と手数料の適切さを確認しなければならない。また、[制度のためでなく]制度設立企業や受認者個人の利益ために利用すれば禁止取引等に該当する。

投資マネージャーが、制度のために物品や役務を得ることを目的として、指示されたブローカーを通じて取引を執行する場合で、制度による当該物品等に関する他の方法による支払いが必要な場合には、そのような取次手数料の利用は原則としてエリサ法の信認義務に違反しない。ただし、取次及び当該物品等の対価が適切であり、投資マネージャーによる制度の証券取引の最良執行確保義務が満たされていることが条件である。」

上記の最終段落によれば、投資マネージャーは、利用すべきブローカーの指示（書面化は求められていない）を受け入れることが可能とされている。ただし、最良執行の確保は投資マネージャーの義務であり、指示されたブローカーに最良執行能力がないと判断した場合には異議を唱える必要がある（指示されたブローカーを漫然と利用したために最良執行が確保できなかった場合には義務違反とされる可能性がある）。他方、手数料が取次及び物品等の価値の合計に相応しいか否かの確認は制度の側の責任と考えるべきであろう。

(3) 議決権行使の指図 — エイボンレター

1988年の労働省のエイボンレター¹⁹は、議決権の行使が年金制度の受認者の信認義務に含まれることを明示したものとわが国でも有名である。ただし、わが国では運用機関によ

¹⁷ ソフトダラー、ディレクティッド・ブローカレッジ全般については、寺田徳「米国のソフトダラー規制と日本への示唆(その1)(その2)」(証券アナリストジャーナル1998年10、11月)を参照。

¹⁸ 例えば、<http://www.ljr.com/legal/library.html> に掲載されているが、正確ではないようである(10頁上から10行目のX would not beのnotは不要であろう)。

¹⁹ 1988 ERISA LEXIS 19 例えば、<http://www.lens-library.com/info/dolavon.html> に写しが掲載されている(日付がFebruary 23, 1994と記載されているが、1988の誤りであろう)。

る議決権行使の積極化が議論されているのに対して、エイボンレターにおいては議決権行使に対する経営者による影響力行使の排除が問題になった点で背景が異なる。エイボンレターの背景や内容を本件に関連する範囲で紹介する²⁰。

① 年金制度の議決権行使への経営者による圧力行使と労働省の対応²¹

1987年3月、複数の経営者が他の多くの経営者に「当社株を保有する貴社の年金制度やその運用機関に対し、当社の買収対抗策（株主総会議案）に賛成するような議決権行使を働きかけてほしい」との書簡を出していたことが表面化した。中には、要請を受けた経営者が運用機関の買収対抗策への反对方針を覆す指示をしたケースもあった。エイボンのワールドロン会長は、「経営者は株主や年金受給者に責任を負っており、年金資産や議決権は企業のものだ。運用機関には、経営者に反対する議決権行使の事前チェックと、長期的観点から議決権行使をすべきことを伝えた」と語った。

経営者による圧力行使が広がりを見せる中で、当初は静観していた労働省はエイボンを含む複数の年金制度における議決権行使状況を調査した。その結果、株主総会シーズンを抑えた1988年2月、エイボンの年金委員会会長〔指名受認者と思われる〕に対して、経営者の圧力行使に警告を発する書簡（エイボンレター）を出すとともに、他の年金基金や投資マネージャーの参考に供するために書簡を公表した²²。

② エイボンレターのポイント - 議決権行使権限の所在

- ・株式の議決権行使は、受認者がなすべき制度資産の管理行為に含まれる。
- ・議決権行使の権限と責任は原則として受託者にあるが（403条(a)）、402条(c)(3)に従って指名受認者が投資マネージャーに投資権限を委任した場合には、委任期間中に受託者や指名受認者が議決権行使の決定をするとエリサ法404条(a)(1)(D)違反となる。
- ・なお、指名受認者は投資権限の委任に際して議決権行使権限を留保できるが、その場合には指名受認者が議決権行使に関する信認義務を負う。
- ・投資マネージャーは、議決権行使に際して他人の指示に従ったり他人に権限を委任した場合にも責任を免れることはできない。受託者のように他人の指示に従うことを認める規定（402条(c)(3)）がなく、投資マネージャーの権限委任を認める規定もない。

③ 本件との関係

労働省はエリサ法の手続要件、すなわち投資権限の委任や責任免除の仕組みを丁寧にたどるとともに、これを制度規定遵守義務と組み合わせることによって、議決権行使に対する経営者の不当な干渉の排除している。

投資権限の委任の仕組みの重視は本判決と同様であるが、「投資マネージャーに投資権限を委任した場合には、委任期間中に受託者や指名受認者が議決権行使の決定をするとエリサ法404条(a)(1)(D)違反となる」との判断は注目に値するし（ただし受託者や指名受認者とい

²⁰ 「年金基金の議決権行使と受託者責任（上）－エイボン・レターの背景と内容」（ニッセイ基礎研究所・年金ストラテジー2000年1月号、<http://www.nli-research.co.jp/pub.html>より入手可能）参照。

²¹ Pensions & Investment, Mar. 9, 1987, Apr. 6, 1987, Apr. 20, 1987, Sep. 21, 1987, Feb. 22, 1988, Mar. 7, 1988 等による。

²² 労働省は1994年7月、議決権行使に関する従来の見解を整理統合した「議決権行使の政策または指針を含む、投資政策の文書による表明についての解釈通達」を公表した（29 CFR 2509.94-2）。

った制度の内部者が対象である)、受託者に関する規定の反対解釈により投資マネージャーの独自の判断義務を導いている点も興味深い。権限や責任を明確化するために「注意深く構成された」エリサ法が、加入者保護のために有効に機能する例といえよう。

【わが国への示唆】

以下では、本判決の趣旨を、「年金制度の管理運営に係わる者は、年金制度（の加入者）の利益を図るために、独立した専門的（または当該立場にある者に相応しい）判断を行わなければならない、自己の権限に属する事項に関する限り他人の指示に従っても責任は免れない」と捉えて、わが国における年金資金の運用に関連する法制等を概観する²³。

1. 厚生年金基金

(1) 事業主と基金の理事

厚生年金基金の理事は基金に対して善管注意義務を負い（民法 644 条の類推適用）、管理運用業務に関しては基金に対して「忠実義務」²⁴を負う（厚生年金保険法（以下本項で法という）120 条の 2）。

例えば、基金の理事が運用機関の選定に際して基金の利益に反するような事業主の指示（法的権限は無い）に従えば、善管注意義務や「忠実義務」に違反すると考えられる（法 120 条の 3 が規定する理事の禁止行為（具体的内容は基金規則 64 条の 2 で規定）には該当しない）。

この点に関連して、受託者責任ガイドライン²⁵は、理事の忠実義務を、「理事は、その職務の遂行に当たり、もっぱら加入員等の利益を考慮すべきであり、これを犠牲にして加入員等以外の者の利益を図ってはならない」と敷衍し（3. (1)②）、事業主と密接な資本関係等のある運用受託機関等と契約を締結する際の留意点を示し（3. (10)②）、理事が自己の忠実義務について事業主の理解を得るよう努めること（3. (10)③）を規定している。

運用受託機関の選任に関連して次のように解説される。「なお、基金の利益を犠牲にしない限りにおいては、事業主の利益を勘案することは許される。例えば、運用委託先の検討に当たり、2つの運用受託機関（一方を事業主と緊密な資本関係のある会社A、他方を事業主と無関係の会社Bとする。）があった場合、2つの運用受託機関の運用評価が全く同じであるときには、どちらを選択しても基金の利益を犠牲にすることはないため、事業主の利益に配慮し、Aを選任することとしても差し支えない。」²⁶

以上によれば、基金による運用評価が全く同一の複数の運用機関があった場合には、理事が事業主の指示を付度して運用機関を選択しても義務違反はないと思われる（適正な決定手

²³ 企業年金や公的年金の資産運用に関する受託者責任については、拙稿「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 号（2001 年 9 月）、<http://www.nli-research.co.jp/pub.html> より入手可能）、「企業年金二法と受託者責任」（年金と経済 20 巻 4 号（2001 年 12 月））参照。

²⁴ 実定法上の「法令等を遵守し〇〇のため忠実に」職務を遂行すべき義務を「忠実義務」、duty of loyalty を忠実義務という。

²⁵ 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（平成 9 年 4 月 2 日、年発第 2548 号）。

²⁶ 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 年）24 頁。

続や記録の整備は当然に必要である)。

(2) 基金 (の理事) と運用機関

基金は、信託銀行、生命保険会社及び投資顧問会社に資産運用を委託するほか、一定の制限のもとで自家運用も可能である (法 136 条の 3)。

基金は運用の基本方針を作成するとともに、運用機関に対して運用ガイドラインを提示しなければならない (法 136 条の 4 第 1 項、3 項)。他方、委託運用においては基金は運用機関に対して個別指図ができない (法 130 条の 2 の契約に関して基金令 30 条 1 項 1 号 (信託契約)、3 項 (投資一任契約)、法 136 条の 3 の運用に関して同条 1 項 1 号 (信託契約)、3 号 (投資一任契約) 参照)²⁷。

以上によれば、委託運用においては、基金 (の理事) は運用機関に対して運用ガイドラインを提示する義務を負う一方、個別指図をしてはならない。運用機関から見ると、基金から提示された運用ガイドラインを遵守しなければならないが、その範囲内では基金から個別指図を受けてはならない。

厚生年金基金連合会の「受託者責任ハンドブック (運用機関編) (2000 年) は、基金から運用方針や投資対象資産等に関する提案または指示があった場合の運用機関の対応に関して次頁のように記述している (38-39 頁、下線は付加)。

基金の指示に対する運用機関の対応のあり方は説明義務と重なる場合もあろうが (新たな運用商品の組み入れ等)、基本的には、運用機関は基金の指示の「適法性」に関しては確認・指摘義務を負うが、「妥当性」に関しては確認・指摘することが望ましいと整理されている。

以上によれば、運用機関としては、基金の指示が運用ガイドラインの範疇に属するものであれば、運用の専門家として適法性を確認するとともに妥当性の確認に努めたいと、問題があれば指摘し、なければ指示の文書化を求めることが必要であろう。他方、指示が個別指図の範疇に属するものであれば、これに従ってはならない²⁸。

なお、確定給付企業年金法と平仄をあわせて、運用機関の基金に対する「忠実義務」が規定されたが (法 136 条の 5、2002 年 4 月施行)、上記の理に特段の変化はなかりう。

2. 確定給付企業年金

(1) 事業主、基金の理事及び運用機関の義務の概要

2002 年 4 月施行の確定給付企業年金法 (以下本項で法という) においては、規約型における事業主は加入者等に対して「忠実義務」を負い (法 69 条 1 項)²⁹、基金型における企業年金基金の理事は基金に対して「忠実義務」を負う (法 70 条 1 項)。

事業主 (小規模企業年金の事業主を除く) 及び企業年金基金による運用の基本方針の作成と運用機関に対する運用ガイドラインの提示は、厚生年金保険法とは異なり政令で規定され

²⁷ 自家運用においては、信託銀行を利用する場合に信託銀行に対する一定の利益相反取引の指図が禁止される (基金規則 64 条の 2 第 1 項 2 号)。

²⁸ わが国では自家運用が限定的にしか認められておらず、委託運用においては個別指図ができないことを踏まえれば、基金の個別指図を受けた運用機関が自己の裁量という位置づけで指示を実行することは、指図内容の如何にかかわらず不適切と思われる。

²⁹ 条文上、基金型における事業主も規制対象である (明示的に排除されていない)。

○ 基金の指示内容の確認（抄）

基本的な考え方	不適切と考えられる事項（例示）	運用機関として行うことが期待される事項（例示）
<p>運用機関は、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、<u>法令等に抵触していないか確認する必要がある</u>。また、提案または指示の内容について、<u>運用機関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ことが望まれる</u>。</p> <p>※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、法令に抵触していないことを確認する必要があるのは当然だとしても、当該基金にとって適切であるか否かを吟味することが受託者責任の一部を構成するかについては見解が分かれるところである。しかし、例えば、分散投資が十分に図られていないと考えられる場合や、あるいは新たな資産クラスや商品の投資が、当該基金の資産規模やリスク許容度等に照らし適切でないと考えられる場合には、基金に対してその趣旨及び理由を説明し協議することは少なくとも望ましい実務慣行であると考えられる。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・極めて少額の委託額で直投を行うことに伴うコストやリスクの増加について説明を行わない。 ・期待リターンが高いことを理由に主要な投資対象を非上場証券とした場合、流動性（換金性）に大きな制約が生ずることを説明しない。 ・<u>個別銘柄指図の禁止に該当するおそれがあるにもかかわらず、指摘しない。</u> 	<ul style="list-style-type: none"> ・基金からの提案又は指示が曖昧な場合は、双方の間で誤解が生じないように、その内容を明確化する。 ・提案や指示が法令に抵触する場合は明確に指摘する。 ・提案や指示の内容を吟味し、当該基金にとって適切でないと判断される場合には、その旨及び理由を説明し協議する。

ている（施行令 45 条 1 項、3 項）。また、委託運用においては個別指図ができないことが契約要件として規定されている（規約型に関して施行令 38 条 1 項 1 号イ（信託契約）、39 条（投資一任契約）、基金型に関して 40 条 1 項 1 号（信託契約）、41 条（投資一任契約））。

規約型においては自家運用は認められず、事業主は積立金の運用に関し特定の方法を指図してはならない（法 69 条 2 項 2 号）³⁰。基金型では自家運用が可能であるが、理事は自己または当該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してはならない（法 70 条 2 項 2 号）。

運用機関は、規約型においては加入者等に対して「忠実義務」を負い（法 71 条）、基金型においては基金に対して「忠実義務」を負う（法 72 条）。

(2) 事業主と基金の理事

事業主による企業年金基金の理事に対する指示については、前述の厚生年金基金についてと同様の問題がある。さらに、基金の理事は「自己又は当該基金以外の第三者の利益を図る目的をもって」、信託・生保・投資顧問会社と委託運用の契約を締結し、または自家運用において証券会社等との契約を締結することが禁止されるので（法 70 条 2 項 1 号）、事業主の指

³⁰ 適格年金（自家運用不可）においても、「信託銀行や生命保険会社に対して資産の運用に関し個別に指示を行わないものであること」「投資一任契約においては投資契約の全部を一任するものであること」が税制適格要件とされてきた（法人税法施行令 159 条 1 項 12 号、3 項 1 号）。

示に従って特定の運用機関と契約を締結した場合には本号との問題も生じよう。また、事業主の基金に対する指示は、事業主の「忠実義務」との問題も生じよう。

(3) 事業主及び基金（の理事）と運用機関

事業主や基金（の理事）による運用機関に対する指示については、基本的には前述の厚生年金基金についてと同様である。

ただし、規約型においては運用機関の義務の相手方が加入者等とされていることを重視すると、運用機関は事業主に対する積極的な監視ないし助言義務とその不履行に伴う責任を加入者等に対して負っていると解する余地があるのかという問題がある³¹。

3. その他

(1) 確定拠出年金における運用商品の選定・提示

2001年10月に導入された確定拠出年金（ここでは事業主が運営する企業型に限定）においては、運用商品の選定・提示は事業主または事業主から運用関連業務を委託された運営管理機関が行う（確定拠出年金法23条1項）。事業主または運営管理機関は、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）。また、事業主及び運営管理機関は加入者に対して「忠実義務」を負う（同法43条1項、99条1項）。

以上によれば、事業主が運用商品の選定を運営管理機関に委託した場合には、運営管理機関は事業主から特定の金融機関や運用商品を選択するように指示された場合といえども、自己の専門的知見に基づいて加入者等の利益のために選択を行うことが必要である。なお、事業主の運営管理機関に対する指示は、事業主の「忠実義務」との問題も生じよう。

(2) 信託の本旨に反する委託者の指示

信託法に関する判例として、自益信託において信託の本旨に反する委託者の指示があった場合、委託者が信託契約を解除しない限り、受託者はそれに従う義務はないとした判決がある（大審院昭和9年5月29日）³²。

³¹ 別稿「年金制度の現金ニーズと投資マネージャーの調査・確認義務」【わが国への示唆】2. (2)、前掲拙稿（所報）103-105頁参照。

³² 本件については、①他益信託とみることもできる、②他益信託においては、受託者はより厳しい制限を受けると考えられる、③本判決によれば委託者は、信託の管理方法（信託法23条）とは異なり、信託の本旨は変更できない、等と指摘される（中野正俊「信託法判例研究」（酒井書店、1985年）154頁以下）。四宮和夫「信託法（新版）」（有斐閣、1989年）216頁注7及びその本文も参照。

3 従業員持株制度における未上場自社株の株価評価

～ Howard v. Shay (100 F. 3d 1484 (9th Cir. 1996)) ～

石垣 修一
みずほ年金研究所
主席研究員

【判例の概要】

本判例は、従業員持株制度（ESOP）が行った受認者との適格雇用者有価証券（自社株）の売買に関するものである。制度と受認者との間の取引は自己取引となり、そもそもは禁止されるものであるが、エリサ法は第 1108 条(e)によって、「適正な対価」(adequate consideration) での適格雇用者有価証券（自社株）の売買であれば、その禁止を解除するとしている。本件の株式（自社株）は取引所で売買されていないため、評価算出した価額が「対価」として「適正」であったかどうか争点となった。

このESOPは、1974年にオーナー社長から1株10.67ドルで入手した保有自社株を、1988年に「対価」1株14.40ドルで同じ社長兼共同受認者に売却した。この売却「対価」14.40ドルは株価評価の専門会社 Arthur Young により算出されたものであるが、この価額は「適正な対価」といえず、それを採用して売却実行した受認者（買主である社長および同社役員）には受認者義務違反があったとして、従業員が提起したのが本訴である。法的争点は、株価評価を専門家に依頼した受認者の義務の問題である。

原審の地裁は、「評価人として、専門会社を選び、それに十分な情報を提供した以上、受認者に義務違反はない」として被告である受認者の勝訴としたが、上訴審である本審（多数意見）は「評価人を選び、それに情報を提供しただけでは受認者義務を果たしたとはいえず、評価の結果に対する徹底した検討が必要である。しかし、本件受認者はそれを怠っており、受認者義務違反があった」として、原告である従業員側の逆転勝訴とした。その後被告は、最高裁へ裁量上訴(*)したが、却下されている。

なお、原審および当審では事実認定が不十分であったため、差戻された地裁では、さらにそれが綿密に再検討され（特に被告からは新たな証人や証拠が出され）、その結果、差戻地裁での判決は、実質的には被告の再逆転勝訴に近いものとなっている。

(*) 上訴を受けた裁判所が、それを受理するかどうかの裁量権を持つ。

(以下、判決文を紹介するが、筆者の判断で、整理のために小見出しを付けた。)

【事実の概要】

1. 制度概要と提訴経緯

Pacific Architects and Engineers, Inc. (以下「Pacific 社」) は従業員のために、従業員持株制度(エリサ法上の制度)を設立し、1974年 Edward Shay から同社(Pacific 社)の発行済株式の約40%を単価10.67ドルで入手した(金額4,269,162ドル)。このShay は同社社長兼会長で、100%保有の株主であった。この制度の受認者はShay 自身および彼の部下で同社役員のRichard Smith と Martin Lehrer の3人である。1988年共同受認者であるSmith と Lehrer は、制度の保有する同社株式を再度Shay に単価14.40ドルで売却した。この売却「対価」は、制度の評価人であるArthur Young, Inc. の評価価額によるものであった。結局制度はこの自社株を14年間保有したことになるが、その間の年間平均収益率は2.2%に過ぎなかった。一方Pacific 社が間接的に保有していた日本の不動産価額は、Arthur Young がいうように「放物線的な値上がり」を示しており、同社はそれにより相当の利益を享受できたはずである。それにしても制度がこの自社株保有によって得た利益は少な過ぎる。そこで制度の加入者は、Shay 、Smith および Lehrer の3人を受認者義務違反で訴えた。

2. 評価人選定から売却に至る経緯

Pacific 社の事業の第一は、不動産保有であるが、エンジニアリングや建設も行っていた。不動産保有は海外不動産と国内不動産の両方にまたがっており、日本の不動産保有会社であるK.K. Halifax の50%所有者(株主)でもあった。

1987年共同受認者の1人Smith は、従業員持株制度を終了させることを考えるようになり、ファイナンシャル・アドバイザーであるPrivate Capital Corp.に相談した。Private Capital は、Pacific 社の評価人であるEmco Financial Ltd.による価額評価の手法は問題があると指摘し、日本の不動産評価についてはEmco を解任するように勧めた。そこでSmith は、評価上適用される「流動性ディスカウント率」および「少数株主権ディスカウント率」についていくつかの評価会社とヒアリングを行い、新しい評価人としてArthur Young を選んだ。就任の条件として、K.K. Halifax のもう1人の50%株主、Jardine Matheson とは接触しないことを約束した。1988年5月 Arthur Young は、第一回目の評価価額を算出、それは1株14.40ドルであった。

1988年7月、Pacific 社の役員が、Smith に「従業員持株制度保有の同社株式の購入について、Shay が関心を示している」と告げた。同年9月従業員持株制度の管理委員会は、正式にArthur Young にその株の売り値を算定するように依頼した。1988年11月8日 Arthur Young は価額評価書を出し、「公正な意見に基づくその株式の評価価額は14.40ドルである」とした。その日Pacific 社は取締役会を開き、従業員持株制度の終了を決議した。この取締役会にはShay、Smith および Lehrer も出席していた。そして翌日従業員持株制度の管理委員会で、同制度保有のPacific 社株をすべてShay (正確にはE. & A. Shay Irrevocable Trust) に売却することを決議した。Shay はこの二つ議決における投票を棄権している。Lehrer は、制度の管理委員会がArthur Young の評価価

額で事を進めることに同意したことを了解したが、その時まだ Arthur Young の評価価額を見ていなかった。

3. Arthur Young の価額評価手順

受認者は Arthur Young の評価を信頼し、他の評価を試みなかったのであるから、Arthur Young の評価方法について、点検することが肝要である。Arthur Young のため、受認者は、過去の (Pacific 社) の財務諸表および (利害関係のない) 独立した者による不動産評価 (書) を提示した。Arthur Young はこれらの資料を 100%信用したと言っている。また Arthur Young は同社監査人である Carol May の意見をも信用したと言っている。その Carol May の意見とは、「少数株主権を保護する加州会社法第 1800 条が、この制度に非任意解散(*)を起す権利を与えたものではない」というものであった。Arthur Young は「我々の考えは、Pacific 社の経営陣とこの制度の管理委員会が明らかにしたことに基づいている。それは、加州会社法第 1800 条(b)(1)-(6)に関して再チェックした結果、Pacific 社を非任意解散に導く事由を示す事実は一切ないということである」と述べている。

(*)加州会社法第 1800 条にいう非任意解散 (involuntary dissolution) を起す権利のある少数株主であれば、少数株主であることによるディスカウント率を低く押さえることができる。

Arthur Young は公正な市場価額を次のように定義した。「自由な意思を持つ売り手と買い手の間の財物交換価額で、売り買い両サイドに強制があってはならず、両者とも関連する事実すべてについて合理的な知識を公平に持っていること」である。

4. Pacific 社資産の評価

Arthur Young は Pacific 社の資産を 3 つに仕分けし、それぞれの評価を行った。

- ①日本の不動産を保有するベンチャー企業、K. K. Halifax における 50%株主権、
- ②他の不動産における権利、
- ③Pacific 社の事業。

その結果、日本の不動産会社については 120,178 千ドルであり、したがって 50%の権利は、微調整後 59,997 千ドルとなる。他の不動産の評価額は 18,178 千ドル、同社の事業の価値は 5,250 千ドルであるとした (以上合計 83,425 千ドル)。

5. Arthur Young が適用したディスカウント率

制度保有の株式の評価として、Arthur Young は一連の厳しいディスカウント率を適用した。まず、同社の K. K. Halifax における 50%権利については 60%のディスカウント率を適用した。次に、制度の同社株式の保有は 40%に過ぎず、同社を支配しているものではないことを理由に、少数株主権ディスカウント率 50%を適用した。そして最後に、この株式は既設の市場で取引されていないことを理由に、流動性ディスカウント率 50%を適用した。このようなディスカウント率適用の結果、ネット総資産価額 83

百万ドル超、1株あたり83ドル超が、1株14.40ドルと評価されるに至った。

(なお、Arthur Young の評価と、判決文で言及された「世間相場」のディスカウント率とを対比したのが、下記の〔図表〕である。)

〔図表〕 Arthur Youngによる評価と世間相場のディスカウント率による株価試算

Arthur Youngの評価		世間相場のディスカウント率	
〔Pasific社の資産価値〕			
K.K.Halifaxの50%株主権	59,997 千ドル		
他の保有不動産	18,178		
同社事業の価値	5,250		
以上 計	83,425		
(1株当り)	(約 83ドル)		
〔ディスカウント率〕		〔ディスカウント率〕	
K.K.Halifaxへの50%株主権	40 % (注1)	同左	40 % (注2)
40%保有であることによる少数株主権	50	同左	28.6
未上場株式による流動性欠除	50	同左	30~35
算定価額(1株)	14.40 ドル (注3)	同左	27.70 ~29.50 ドル (注4)

(注1) 第1回目のディスカウント率(事情は不明であるが、このディスカウント率が40%から60%にされたにもかかわらず、算定価額14.40ドルは変わっておらず、計算も40%にしないと14.40ドルとはならない。)

(注2) このディスカウント率の世間相場について判決は言及していないので、Arthur Young の第1回目のものとする。

(注3) 計算式: $[59,997 \times (1-0.4) + 18,178 + 5,250] \times (1-0.5) \times (1-0.5) / \text{株数}$

(注4) 計算式: $[59,997 \times (1-0.4) + 18,178 + 5,250] \times (1-0.286) \times (1-0.3 \text{ 又は } 0.35) / \text{株数}$

6. 適用されたディスカウント率の正当性

我々(当裁判所)は、これらのディスカウント率の正当性について検討する。

(1) K. K. Halifax 株式保有に適用されたディスカウント率への疑問

まず、K. K. Halifax における50%権利についてのディスカウントであるが、Arthur Young の評価書は、「残り50%の株主の力の方が強く、同社の権利はK. K. Halifax 支配するほどのものではない。また、日本の不動産は過大評価されており、価格の変動も激しい」と述べている。しかし、Arthur Young が、日本における少数株主権のディスカウントや流動性ディスカウントについて調査したとは述べておらず、ディスカウント要因について比較できるような日本のベンチャー企業の研究を行ったとも記していない。また5月の段階の評価ではこのディスカウント率は40%であったが、11月の評価では60%に変更されていた。それにもかかわらず、この20%の増加についての説明は一切なされていない。

(2) 少数株主権ディスカウント率への疑問

第二は、制度の Pacific 社株保有が 40%であったことによる少数株主権ディスカウントであるが、「支配」(control)的立場にある株主へのプレミアムは、1987 年後半当時通常 40%とされていた。これは(支配的立場にない)少数株主にとっては 28.6%のディスカウント率に相当したという。しかし、Arthur Young はこの(世間一般の)ディスカウント率では低過ぎるとして、50%を適用した。増率した要因として Arthur Young が挙げているのは、日本の不動産価額の将来の値下がり、日本の高い税率、ドル・円為替レートの変動である。しかし、これらの要因によりなぜ 1.5 倍以上のディスカウント率の引き上げになったかは説明されていない。また Arthur Young は加州会社法第 1800 条がこれに対抗するものであるかどうかとも検討していない。

(3) 流動性ディスカウント率への疑問

第三は、流動性ディスカウントについてである。Arthur Young が 4 つの事例を検討した結果、その平均的な流動性ディスカウント率は 30~35%であった。しかし、Arthur Young は、これでは低過ぎるとして、50%のディスカウント率を適用した。Arthur Young は平均ディスカウント率から外れた率を採用した理由として、Pacific 社は制度保有の株式の先買権(*)行使を拒絶する権利を持っていること、同社には訴訟の危険性(**)があること、日本の不動産市場が過大評価されており、価格変動が激しいことを挙げている。しかし、なぜそれが 50%となるかは説明していない。また 50%のディスカウントがなされる他の会社との比較も行っていない。

(*)first option:定款に株式譲渡制限がある場合、譲渡したい株主は先ず会社あるいは他の株主に買取りを求めることができる。本件では会社はそれを拒絶できる権利を持つというのであるから、第三者である買い手を探さなければならない。

(**)内容不詳

7. 地裁(原審)の判断

6 週間の非陪審裁判の結果、地裁は本件受認者を支持する判決を下した。地裁は、Arthur Young が受認者から、関係する書類情報をすべて受け取っていたことを確認し、「経営判断不介入の法理により、Arthur Young の行った価額評価に関して、当 E S O P 委員会に受認者義務違反はなかった」(*)と断じた。すなわち「本件受認者は、慎重人原則に即し行動し、1 株 14.40 ドルという価額は、十分、公正かつ適切な対価であった」というのが地裁の結論である。

(*)筆者注:この部分の趣旨は、今一つ判然としない。本審が指摘するように地裁の判旨に混乱がある(後述)。これはあくまで推測であるが、この自社株売却によって制度が終了することとの関係で、「制度を終了させるのは経営判断(business decision)に属することで、受認者判断ではないので、本 E S O P を終了させたことに受認者義務違反はない」と言いたかったのであろうか。なお、経営判断不介

入の法理 (business judgement rule) というのは、取締役の経営判断の正否について、裁判所が事後的に云々することできないという (会社法上の) 法理である。

【判 旨】

1. 自己取引の「適正な対価」についての受認者義務

「エリサ法は、従業員給付制度における従業員や受給権者の利益を守るための包括的な法律である」(Shaw v. Delta Air Lines, Inc., 463 U.S. 85, 90 (1983))。エリサ法の受認者は、専ら受給権者の利益のためのみに行動しなければならない、その行動は慎重人原則に則ったものでなければならない (同条第 1104 条(a)(1))。これら義務は「同法についての最高度の知見」 (“highest known to the law.”) により遂行される (Donovan v. Bierwirth, 680 F.2d 263, 272 n.8 (2d Cir.), cert. denied, 459 U.S. 1069 (1982))。この義務を全うしたかどうかを判定するために、裁判所は、当該取引のメリットが何であったかにとどまらず、そのメリット追及が徹底した調査に基づいたものであったかどうかも検討することになる (Donovan v. Cunningham, 716 F.2d 1455, 1467 (5th Cir. 1983); Donovan v. Mazzola, 716 F.2d 1226, 1233 (9th Cir. 1983) (問題は、受認者が行った、当該投資のメリットや投資手法を追及する方法が適切なものであったかどうかである)。

忠実義務や注意義務を課すことその他、エリサ法は、受認者に自己取引の禁止をも明示している (第 1106 条(b))。しかし、同法は同時にこの禁止取引の適用除外をも規定しており、「適正な対価」 (adequate consideration) による適格雇用者有価証券 (qualifying employer securities) (自社株等) の取引を許している (第 1108 条(e))。そこで、忠実義務や注意義務においてと同様に、その「適正な対価」が受認者の徹底した調査の結果によったものかどうかとも問われなければならない (Donovan v. Cunningham, 716 F.2d at 1467-68)。

2. 自己取引を行う受認者に課せられる重い立証責任

第 1108 条(e)により自己取引を行う受認者は、忠実義務と注意義務を全うしたこと、およびその取引が「適正な対価」でなされたものであることの立証責任を負わされている (Marshall v. Snyder, 572 F.2d 894, 900 (2d Cir. 1978))。この立証責任は非常に重い。受認者の忠実性に疑義の可能性があれば、受給権者のため最善の行動であったことを証明しなければならない、そのため最低限でも、それが徹底した克明な調査に基づくもので、かつ独立してなされたものであることを示さなければならない (Leigh v. Engle, 727 F.2d 113, 12526 (7th Cir. 1984))。

財務アドバイザーや法律顧問による査定が、この調査のすべてであることを証明したとしても (Martin v. Feilen, 965 F.2d 660, 670-71 (8th Cir. 1992))、それだけでは、慎重人原則に反したという非難に対する完全な防御とはならない (Mazzola, 716 F.2d at 1234)。ここで裁判官が述べているように、独立してなされた専門家の助言があったとしても、それだけで「完封勝利」 (white wash) となるわけではない (Donovan v.

Bierwirth, 680 F.2d 263, 272 (2d Cir. 1982); Donovan v. Walton, 609 F. Supp. 1221, 1227 n.10 (D.C. Fla. 1985); Cator v. Herrgott & Wilson, Inc., 609 F. Supp. 12, 16 (D.C. Cal. 1984)). 受認者に要求されるのは、①その専門家の資質を調査検討すること (Mazzola, 716 F.2d at 1234)、②その専門家に完全かつ正確な情報を提供すること (Cunningham, 716 F.2d at 1467)、そして③その専門家の助言を信頼することが、当該状況に正しく適合されるものであるかどうかを確認すること (Jordan, Pflepsen, Jr., & Goldberg, ERISA Litigation Handbook, S 3.03[A] (1994))、である。

原告は、地裁が慎重人原則ではなく、経営判断不介入法理を取り出したことを誤りであると主張する。我々（当法廷）も、地裁が、慎重人原則の正確な適用について幾分かの混乱を来していることは認める。経営判断不介入法理は会社法上のもので、信託法上のものではない。たとえ地裁が慎重人原則を適用したとしても、正しい適用とは言えないので、この地裁の判断を破棄する。本件受認者は、注意義務と忠実義務を全うしたこと、およびこの取引の対価が適正であったことの立証を行っていない。

3. 専門家を信用したことは受認者義務違反攻撃に対する防御とならない

焦点は、受認者の調査検討が徹底してなされたものかどうかである。受認者は、この取引を協議することもなく実行した。受認者は Arthur Young の評価に信を置き、第三の買い手を探すことも、競合しない受認者を新たに任命することも、この評価に疑問を持ち他の評価会社に評価見直しをさせることもしなかった。Arthur Young による大急ぎでの見直しはあったが、そのやり方の不注意ぶりは覆い隠せない。まず、Arthur Young は Pacific 社の保有する K.K. Halifax の価値を 60% 割り引いた。これにより 35 百万ドル以上の価値が消えた（流動性ディスカウントと少数株主権ディスカウントの前の段階で）。60%のディスカウント率が経験則に照らして妥当であることの証明もなく、また5月の評価から、ディスカウント率を 20% 引き上げた理由も何ら説明もなされていない。受認者であれば、そのような説明を Arthur Young に要求しなければならなかった。

第二は、Arthur Young が少数株主権ディスカウント率を、直近事例の平均よりもかなり高いものとしたことである。これについては加州会社法第 1800 条が考慮されておらず、（少数株主を保護する）同条の適用があれば、少数株主権ディスカウント率の引き上げを阻止する要素となり得る。問題とされるのは、このディスカウントがすべて Shay の利益のためのものであり、彼が E S O P 保有分を買い取れば、彼の支配部分（60% 保有分）と合わせることで、その価値は増加し、その増加価値はすべて彼が享受することになる。受認者であれば、このような想定に疑問を持ってしかるべきであった。

最後は、Arthur Young が、なぜ取引事例の平均を 15% も超える流動性ディスカウント率を適用したかである。Arthur Young はその理由をいくつか挙げているが、それらの理由も、なぜ 15% も高くしたかを説明するものではない。Arthur Young は、高い流動性ディスカウント率を採用した理由として、日本の不動産市場の過大評価と価格変動の激しさを挙げているが、これはすでに K.K. Halifax の評価および少数株主権ディスカウント率の査定で勘案されたことである。繰り返すが、慎重人原則による受認者であれば、

15%も高くされたディスカウント率の正当性に疑問を呈しなればならなかったはずだし、日本の不動産市場の過大評価と価格変動の激しさとの理由をもって、三重にディスカウントすることの適否を検討しなければならなかったはずである。

独立した者の評価があるからといって、それが受認者義務基準をすべてクリアする魔法の杖となるわけではない。それは1つの道具に過ぎず、すべての道具がそうであるように、適切に使われて始めて有用なものとなる (Cunningham, 716 F.2d at 1474)。独立してなされた評価を正当化するためといっても、利益相反の受認者が閉鎖会社の価値評価の専門家になる必要はない。しかし、受認者には、正直であること、およびその評価を読み取りかつ理解するための目的意識が要求される。また、ナンセンスな方法や想定には疑問を持つことも必要である。その評価を注意深く検討し、その専門家との意見交換の後も、なお不確かなことがあれば、他の評価会社への評定依頼も考えなければならない。

自己取引となる可能性がきわめて高いケースにおいて、「独立した評価があれば、慎重人原則違反との攻撃に対する完全な防御となる」という基準を持ち出すことは、全くナンセンスである。裁判所もこの基準を採用していない。その理由は明白である。受認者が、自己取引の対価を決めるため自由で幅広い選択肢を持っているからである。評価の専門家を自由に選抜できるし、専門家に渡す情報に手心を加えることもできる。本件はそのような危険な例である。Smith が流動性ディスカウントと少数株主権ディスカウントについて話をした他の評価会社は、少なくとも Ernst & Whinney がそうであるが、評価を引き受ける条件において、二の足を踏んでいる。

利益相反にある受認者にエリサ法が要求することは、単に専門家を雇えということではない。しかし、Shay、Smithそして Lehrer はそれ以外何もしなかった。Arthur Young の評価を手にしたわずか1日後に、その取引を完了させている。彼らはこの評価について意味のある検討も議論もせず、疑義も抱かなかった。したがって、「彼らが、エリサ法を受認者義務を満足させ、この取引は適正な対価でなされたものであるとの立証を果たしている」という地裁（原審）の判断を、我々は支持することができない。よって破棄差戻す。

【少数意見】

O' Scannlain 判事の少数意見；

エリサ法が受認者に要求する基準は、「慎重な人選」を行うことではなく、「慎重な受認者」として取引すべきであるとする多数意見に賛成する (Whitfield v. Cohen, 682 F. Supp. 188, 194 (S.D.N.Y. 1988))。もしも、受認者が慎重な判断をするのに十分な知識や経験を持ちあわせていないのであれば、独立した者の助言を仰ぐことがその義務となる。もちろん、独立した評価人を探すだけでは慎重人原則を充たすことにはならない。よく引き合いに出される文句であるが、第5巡回区裁判所は「独立した他者の評価があるからといって、それが受認者義務基準をすべてクリアする魔法の杖となるわけではな

い。それは1つの道具に過ぎず、すべての道具がそうであるように、適切に使われて始めて有用なものとなる」と述べている (Donovan v. Cunningham, 716 F.2d 1455, 1474 (5th Cir. 1983))。

エリサ法上の受認者が独立した評価人を注意深く選抜し、その評価手続のため正確な情報を提供したにもかかわらず、受認者義務違反との判決を下されたケースがないことは、承知している。事実、第5巡回区裁判所は、「独立した評価の適切な採用のためといっても、受認者が閉鎖会社株式の評価の専門家となる必要はなく、他の専門家に頼ることはできる。しかし、専門家がその意見を形成するために基礎となるのは、提供される情報ソースであり、受認者はその情報が完全でアップデートものであることを保証する責任を負っている」 (Donovan v. Cunningham, 716 F.2d 1455, 1474 (5th Cir. 1983))。多数意見は、専門家の意見を求める受認者に対して未だ認められていない新たな基準を設けようとして、この第5巡回区裁判所のケースを引き合いに出している。それは、受認者の義務として、専門家の助言を信用することが、当該状況において適切なものかどうかを検討しなければならないというものである。しかし、この第5巡回区裁判所の例 (Cunningham の例) が、この考えに添ったものであるとは言えない。このケースで、受認者が信用したのは、取引の13ヶ月前、20ヶ月前に算定した専門家の株価評価であった。そしてその取引を行うとき、受認者は専門家が使った成長予測が正しくなくなっていることを知っていた。会社はその事業を計画通りに展開できなかつたのであるが、それにもかかわらず、受認者は、以前に専門家が行った株価評価をそのまま採用してしまった。そこで第5巡回区裁判所は「受認者は義務違反を侵した。受認者は、その専門家の意見に従う前に、完全かつアップデートな情報を専門家に提供しなければならなかつた」と断じた。

この Cunningham のケースと本件とは大きな差異がある。Cunningham の受認者 (会社の取締役会) は、会社の業績が成長計画通り進められなかつたことを知っており、(以前行われた) 専門家の評価が時宜を失したものであることを知っていたことになる。しかし、本件での多数意見の誤りは、受認者が正確なデータを専門家に提供しなかつたことを問題とせず、専門家の手法や評価の前提に受認者が疑問を差し挟まなかつたことを問題としている点である。

本件において地裁は、特に受認者が Arthur Young を選んだ手続が適正なものであり、関連するすべての書面情報を提供していたことに注目した。この認定が間違つたものでなければ、地裁が、受認者は慎重人原則に即して行動したと判断するのは当然である。多数意見のいう前例のない基準は、十分な知識や経験のない問題においても、受認者に専門家となるべきことを要求することになる。受認者が専門家を活用するのは、自分自身に評価をする資質がないからである。注意深く専門家を選び、それに適切な情報を提供した以上、その専門家の出した結論を信用することは許されてしかるべきである。

地裁は、また Arthur Young の評価は適切であり、Arthur Young の勧める価額は適切かつ公正であったとする。この認定に明らかな誤りがなければ、受認者が Arthur Young の評価に信を置いたことを、不合理で慎重人原則に反すると非難することは根拠のない

ものとなる。

以上、謹んで異論を申し上げる。

【判例批評およびわが国への示唆】

1. 「専門家の評価」の適否を検討することも受認者の義務

この判例の法的争点は、そのまま多数意見と少数意見との対立に表れている。少数意見（あるいは原審）は、「注意深く専門家を選び、その専門家に十分かつ適切な情報を提供すれば、受認者義務は全うされている」としているが、本判決の多数意見は「それだけでは不十分で、専門家の評価を当該状況で採用することが適切であるかどうかを十分検討しなければならない」としている。多数意見はこのような見解の前例として、第5巡回区裁判所の判例（Cunningham のケース）を挙げるが、少数意見は、この判例を本件に適用すべきでないとする。

本件自社株売買は、制度と共同受認者（Shay）との間の典型的な自己取引であり、そもそもは禁止とされるものである。しかし、エリサ法はその売買価額が「適正な対価」なものに限っては禁止を解除している（第 1108 条（e））。すなわち「適正な対価」の場合を特例扱いとしたのである。特例である以上、その要件の「適正な対価」は厳格かつ慎重に判定されなければならない。エリサ法上の義務基準でいえば、慎重人原則および忠実義務を全うするものでなければならない。しかし、本件受認者の行動は、「杜撰」、「拙速」の印象を拭えず、とても慎重人原則を全うしたものとは思われない。また、本件受認者（特に Smith）の目は、制度（およびその加入者や受給権者）に向けられているというよりは、ボスである買手（Shay）の方を向いており、「専ら制度や加入者および受給権者の利益のため」という忠実義務を果たしたとはとても思えない。本判決多数意見も同様な心証を持ったのであろう。そのことは判決文の随所に表れている。

受認者が不案内な問題について、専門家の評価や助言を求めるのは当然で、そうすることが受認者の義務でもある。しかし、専門家を雇ったからといって、受認者の責任が免除されるものではない。専門家の評価が不適切なものであったとしても、その専門家がエリサ法上の責任を取ってくれるものではないからである。責任を負わなければならないのはあくまでも受認者である。こう考えれば、専門家の評価が適切であるかどうかの最終チェックは、受認者に課せられた当然の義務と言えよう。これは、他者に助言を求めた場合の信託法上の原則であり、たとえば、信託法リステイトメント第 171 条 f.

（助言を得ること）は、「受託者は信託の管理を他人に委任することはできないが、その事項に関して、最終的な決定は、受託者自身がするならば、他人に相談をし、助言を得ることができる」と述べている。専門家の助言を仰いだとしても、最終判断の義務と責任はあくまでも受託者（受認者）にあるのである。したがって、本判決（多数意見）の結論は正当であると考えられる。

2. 未上場株式の価額評価の問題

本判例で興味を惹かれるのは、未上場株式の株価算定の手順および手法（特に各種デ

イスカウト率の適用) についてである。これは直接の意味では法的な争点と言えるものではないが、本判決も詳しく言及しているので、疑問に思う点をいくつか挙げてみる。

〔疑問点①〕なぜ、入手時の価額は問題とされなかったのか

この判例を読んで先ず引っかけた点は、このESOPの当初入手時の自社株価額(1株10.67ドル)がどのように算定されたかについて、判例が一言も触れていないことである。相手も同じオーナー社長で受認者のShayであり、入手時と同じ株価算定基準を売却時にも使えば、少なくとも「継続性の原則」は保たれ公平ではなかったかという疑問が湧く。逆から言えば、14年前の入手時にもArthur Youngが取ったやり方を採用しておれば、その価格1株10.67ドルはもっと安くなっていたであろうということでもある。しかし、なぜか当裁判所はもちろん、原告も、被告もこの点については一切触れていない。

この疑問を解く鍵は、入手時の価額と売却時の価額が、エリサ法上では全く別物として扱われるというところにあるのではなかろうか。ここからは推測の域を出ないが、当初制度に嵌め込まれた自社株は、制度の資産である現金を以ってShayから購入したのではなく、制度設立に際して雇用者(Shay)が、現物抛出として制度に供与したものでなかろうか。抛出であれば、エリサ法が規制する自己取引とはならず、その価額が第1108条(e)のいう「適正な対価」である必要はない。露骨に言ってしまうと、これは雇用者からの贈り物であり、(税法上の価額算定基準はあるにしても、エリサ法上は) 価額をいくりに評価しようと受認者義務とは全く関係ないということになる。こう考えると、当初価額は「適正な対価」である必要はないが、売価時の価額は「適正な対価」でなければならなくなり、自ずからその価額算定は異なったものとなる。繰り返すが、これはあくまでも憶測である。

〔疑問点②〕なぜ、類似上場企業の株価との比較を行わなかったのか

Arthur Youngの評価方法は、Pacific社の「資産」評価を積み上げて行われた。同社が不動産保有会社であるという企業の性格から、あるいは発行済株数の40%もの売買で企業支配権もからむため、米国ではこのような「資産積上げ評価法」が一般的なのであろう。しかし、わが国における未上場株式の株価算定では、上場している類似企業(数社)の株価から算定する方法(「類似企業株価比較法」とする)がむしろ普通である。またその他の評価方法としては、年間の1株当たり(予想)収益を算出し、何年(PER何倍)で投資元本を回収できるかを算定する「収益還元法」もある。

「資産積上げ評価法」と「類似企業株価比較法」との決定的な違いは、後者であれば、特殊な場合を除き少数株主権ディスカウントを考える必要がないという点である。取引所で売買されているのは、まずすべて「少数株主権」であるといっているからである。すなわち、そこで形成される株価は、「少数株主権」であることがすでに加味されており、したがって、少数株主権であるとしてさらにディスカウントをする必要はなく、上場類似企業数社の平均株価に、未上場によるディスカウント率(流動性ディスカウント、わ

が国でも通常30%程度か)を掛けるだけで済むことになる。ただし、会社への支配権に影響を与えるような大きなシェアの売買では、少数株主ディスカウント(あるいはプレミアム)を考慮しなければならない場合もあろう。

[疑問点③] なぜ、少数株主権ディスカウントなのか

判決も指摘するように Arthur Young の採用したディスカウント率のすべてについて疑問が湧く。特に少数株主権ディスカウントについてである。少数株主権といっても制度の保有シェアは40%であり、確かに60%保有に比べれば、「少数」であるが1~2%の「少数」とはわけが違う。現にこれを取得した shay は100%の完全なオーナーとなったわけであり、判決も言っているように、彼にとってその価値は極めて大きい。ディスカウントどころかプレミアムを払ってもしかるべきところである。買い手が全くの第三者で依然として「40%株主」に過ぎないのであれば、「少数株主権ディスカウント」された価額でなければ買い受けることを納得しないであろう。しかし本件の買主 (Shay) はそうではない。こう考えると、「誰との取引」かということも、「適正な対価」を考える場合に重要なポイントとなるのではなかろうか。取引相手によってその価値が異なることがあり得るからである。

3. わが国への示唆

わが国の確定拠出年金(企業型)では、自社株投資もあり得るが、未上場自社株への投資が現実により得るのか、あるとしたらどの程度なのかは定かでない。現状では自社株による現物拠出はあり得ないし、未上場自社株の自己取引も起こりそうもない。ただし、「金庫株」の処分と絡み、自社株による拠出や自己取引の問題が、議論の俎上に上ることは考えられる。

さて、信託法上の論点でいえば、他人(特に専門家)の評価や意見を仰いだ場合の受託者の立場(義務および責任)の問題が、わが国にも共通する。

わが国の信託法第26条は、信託行為で定めがあるか、やむを得ない事由の場合、「他人をして自己に代わりて信託事務を処理させる」ことを認めている。この場合の「他人」は「代人」と呼ばれ、その責任は「受託者と同一」と規定されている。この代人と似て非なる概念として「履行補助者」がある。この履行補助者は信託法上責任を負う立場にないので、その行為による責任は受託者が負わなければならない。言葉を換えれば、受託者は自己の善管注意義務(エリサ法の注意義務基準では慎重人原則)の範囲内で履行補助者を使うことができるということになる。こう考えると、本判例の評価人 Arthur Young は、わが国の信託法では「代人」ではなく「履行補助者」となり、その選任および監督義務はもとより、彼の行為およびその結果についても受託者に善管注意義務が課せられることになる(エリサ法でいえば「受託者に慎重人原則が課せられる」ことになる)。

なお、米国信託判例法では、受託者による委任を広く認めようとする動き(自己執行義務の緩和)が強くなってきている。立法論としては、わが国でも同様なことがいえ、

たとえば、平成12年10月に商事信託研究会によってまとめられた「商事信託法要綱」も、現行信託法よりも「代人」を広く認めようとしている（商事信託研究会「商事信託法の研究」有斐閣）。このような立法が行われれば、Arthur Youngのような評価人の法的立場も、変容してくる可能性が出てくる。

【補 足】～差戻を受けた地裁の実質「逆転判決」～

この原告（従業員側）を勝訴とする本審の破棄差戻判決および最高裁での裁量上訴却下を受け、地裁で差戻裁判が行われたが、そこでの判決は、むしろ「被告の逆転勝訴」ともいえる内容のものとなっている。その結論は「Arthur Youngが評価した株価は、完全かつ公正なもので、「適正な対価」であり、上訴審の判示する受認者義務基準に照らしても、その株価を採用した被告に受認者義務違反はない」であり、「制度保有の自社株売却の価額が適正であり、被告に受認者義務違反が認められない以上、原告による被告への損害賠償請求は認められず」、勝訴当事者として原告が請求できるのは、「弁護士費用等訴訟費用のみである」と判示された。

上訴審で「適正な対価であったとの立証がなされていない」との指摘がなされたため、また損害賠償を算定する上でも、何が「適正な対価」であるかを確定しなければならぬため、この差戻審では、特に被告（Shay側）が、他の投資銀行や評価会社等を証人に立て、「売却価額は適正な対価であった」旨の立証を精力的に行った。その結果の事実認定は、それまでの裁判のものとはかなりニュアンスの異なったものとなっている。新たに明らかにされたいくつかの点を挙げてみる。

○Pacific社は本件に先立つ5年間純営業利益赤字で無配。

○弱い財務体質。クレジット・ライン設定に苦慮、クレジット・ライン設定に第三者の保証を要求される。

○Shayが買取りを渋り始める。

○他の買い手は見つからず。業者に買い手の打診を行ったが、否定的な回答。

○日本法人のK.K. Halifaxの価額は正当。Arthur Youngは日本に出張し調査しており、その後日本の不動産価額は下落を始めている。

○同社保有不動産は、長期投資の性格を持つもので、売却により近い将来に売却益を実現させることは無理。

○1株14.40ドルは正当。これ以上の価額は無理。他の評価会社であるPrice Waterhouseは「13.50から14.30ドル」と算定。

結局「このような切羽詰まった状況では、Shayに1株14.40ドルで引き取ってもらうしか他に方法はなかった」というのが実状で、上訴審が呈示している基準——「専門家の評価を当該状況で採用することが適切であるかどうかを十分検討しなければならない」——に照らしても、受認者（被告）に義務違反はなかったと、地裁は判断したことになる。

以上

(なお、本稿は、拙稿「エリサ法ガイド(13)～判例紹介(2):未上場自社株の価額評価と受認者義務～」(みずほ年金レポート 2002.2 No.33)を修正かつ加筆したものである。)

4 投資助言と手数料

4-1 年金制度文書に裁量権限を有すると記載する者

小櫻 純
香川大学
法学部教授

【判例の概要】

DANIELS v. NATIONAL EMPLOYEE BENEFIT SERVICES, INC. 858 F. Supp. 684; 1994 U.S. Dist. LEXIS 9485

年金管理会社は、自ら裁量権を一度も行使しなくても 1102 条(21)(A)(iii)に基づき裁量権が制度文書に記載されているため、受託者である。また同社の実質支配者と、同人支配の別会社は、1) 1102 条(21)(A)(ii)に基づき合意によって投資助言を行うことが投資判断の主要な判断材料 (the primary basis) を形成するため、および 2) ERISA 法理上、彼らは、年金管理会社の分身であるという 2 点で受託者である。

また、被告に、取引禁止行為を定める 1106 条(a)および(b)違反、1104 条(a)(1)の忠実義務違反を認め、1105 条(a)の連帯責任を認める。

【事実の概要】

原告 Steven Daniels と George Daniels は、Daniels 家具会社がスポンサーである、原告 Daniels 家具年金制度と信託 および Daniels 退職制度と信託 (利潤分配型) の受託者である。被告 National Employee Benefits, Inc. (以下 NEBS と呼ぶ) は、両制度の管理会社であった。被告 Bruce Kosinski は、NEBS の普通株の二分の一を所有し、社長でもあった。また、のこり二分の一は、その妻が所有していたが、Kosinski が、実権を握っていた。また、Kosinski は、被告 Beka Agency, Inc. (以下 Beka と呼ぶ) の一人株主であり、唯一の役員であり、同社の実権を掌握していた。被告 NEBS と被告 Beka は、事務所を共用し、営業所の住所を同じくし、電話、書簡用紙を共用していた。

原告二人は、1984 年上記二制度を設定するために被告 NEBS と契約を締結した。NEBS 社長としての Kosinski は、「制度のために独自の制度文書を作成する責務がありそのために契約を結んだ」。年金制度は、指名受託者を定め、責任を分掌するよう次のように定めた。

同制度の「指名受託者」は、(1)事業主(2)管理会社(3)受託者(4)受託者によって任命される投資マネジャーであり、契約が定めた特定の権限、義務、責任を有するものとした。その内、受託者は、投資マネジャーに運営を委ねた資産以外の、信託保有資産運営に責任がある唯一の者とされた。管理会社の責任について、両制度に以下の同様の規定がある。

「管理会社は、受託者に投資が 401 条(a)に違反しないようにするために限定して、受託者によってなされる信託基金の、投資、再投資、預金について教える (instruct) することができる。」

年金制度規約の 10.2 条(A)(i)および退職制度規約の 11.2 条(A)(i)は、NEBS に制度資産の処分 (sign) 権を付与せず、実際にも行使していない。

制度設定後、Kosinski が社長である NEBS は、制度管理会社として活動を開始し、投資助言ではなく「投資教育(instruction)」を契約に則って行った。しかし、Kosinski は、社長としてでなく個人として制度に対して証券を売買するよう助言したとの評判が立った。Kosinski が唯一の実権を握る被告 Beka は、制度に保険商品を提供した。これによって Kosinski は、NEBS から報酬や手数料を一切受け取らなかったものの、証券や保険の売買で手数料を得た。Kosinski は、1989 年まで毎年、原告と会い、投資助言を行い、制度は、1988 年までその助言だけを頼りにした。

Kosinski は、従業員給付制度にコストの低い管理業務を提供するために NEBS を創立し、顧客の制度が、彼に手数料を得させて個人的に証券を売却する業務に従事させ、Beka も同様に保険商品を売却させるのだという意図を原告と会って説明した。

受託者として Daniels は、「安全、保守的かつ流動性(liquid)のある投資」を制度が望んでいることを伝えた。Kosinski が投資商品の中で選んだものは、リミテッドパートナーシップである、Resource Pension Shares 5 (“RPS” 5 と呼ぶ)であった。“RPS” 5 が、3 年満期で流動性ある投資物であると Kosinski が、言ったかどうか、また原告が、その目論見書を受領したか否かについては争いがある。

受託者は、1989 年、年金制度廃止を NEBS に指示した。その過程で、受託者は、退職制度の管理者としての NEBS を解任したが、年金制度のそれは、解任しなかった。この廃止は、実施されず、通知も正しく送られず、残余財産の分配も実行されなかった。両当事者は、NEBS の行為範囲とその正当性につき争いがあることを認めた。原告は、被告を 29 U.S.C. § 1132(a), 28 U.S.C. § 2201, および Ohio 州コモンローに反するとして提訴した。

【判 旨】原告一部勝訴

争点 1. 被告の ERISA 取引禁止行為違反

次の 3 つの論点を順に論ずる。

- 1) 原告 (マ) が、制度の受認者か否か
- 2) 被告の行為が、ERISA 違反か否か
- 3) ERISA 以外の信託義務違反があるか、である。

A. Title 29, U.S.C. § 1102(21) (A) の関連する部分は、次の通りである。

人は、次の範囲で制度の受認者となる。(i) 資産運用や処分に関する裁量権を行使する、または裁量権の支配を行う。(ii) 直接間接を問わず、制度の資金その他の財産に関し投資助言を行う、または、その権限や責任を持つ。(iii) 制度管理に裁量的権限または責任を有する。

(i) 項は、「裁量権限が承認されたものであるか否かに拘わらず、その権限を行使した者を受認者とする」*Olson v. E. F. Hutton & Co., Inc.*, 957 F.2d 622, 625 (8th Cir. 1992)。

(iii) 項は、「裁量権限が実行されたか否かに拘わらず、その権限が承認された者を」受認者とする。

(ii) 項の投資助言に関しては労働省規則 29 C.F.R. § 2510.3-21(c)(1) で詳述されて

いる。

「次のものに限って「投資助言」とみなす。(i) 証券やその他の財産の価値に関する助言やそれらに投資し、購入、または売却の可否を薦める。(ii) 以下の者が直接間接（関係者を通じてまたは関係者と共に）を問わず

- (A) 契約または協定または制度の資産に係わるものであるかを問わず裁量権やその支配権を有し、または
- (B) その人と制度またはその受認者との間で、書面その他によって、相互の合意、協定あるいは了解事項で、資産の投資判断の主要な判断材料 (the primary basis) として役立つ仕事、またはとりわけ投資方針、投資戦略、全体的ポートフォリオ構成、投資分散に関し制度の特定の必要性から個別の助言を定期的に行う。

この (ii) (A) の部分は、合意や協定によって権限が与えられたか否かにかかわらず、投資助言したり裁量権を行使したりした者を受認者とするのに役に立つ条文である *Olson, 957 F.2d at 626*。(ii) (B) の部分は、合意が書面による必要は無いものの、相互の合意ないし了解事項が存在するときに適用される *Id.*。したがって投資助言者は、かかる合意に基づいて助言が投資判断の主要な判断材料 (the primary basis) となるか、制度に対する裁量権を有するなら、受認者となる。人が、受認者と判断されるためには、合意する必要もなければ、直接裁量権を行使することも不要である。たとえば関係人を通じて行動すれば、受認者の定義を満たす。

「受認者」の用語は、広い解釈がなされている *Brock v. Hendershott, 840 F.2d 339, 342 (6th Cir. 1988)*。にも拘わらず、1102 条 (21) (A) にいう「の範囲で "to the extent" 」という用語は、権限が合意によるか事実上のものかを問わず、裁量権またはその支配権を有する部分に限られる。参照、例えば *Coleman v. Nationwide Life Ins. Co., 969 F.2d 54, 61 (4th Cir. 1992)* (裁判所は、人が受認者か否かを問う時、それは特定の行動に関するものでなければならない。) つまり人は特定の機能に関して受認者になり、別の機能に関しては、同一人物がそうでなくなる。受認者の地位に裁量権の分散が、影響するため、まず、制度文書を確認する必要がある参照 たとえば *Firestone Tire & Rubber Co. v. Bruch, 489 U.S. 101, 109 S. Ct. 948, 954, 103 L. Ed. 2d 80 (1989)*。しかし、当事者たちの行動は、合意に基づくものだけでなく、事実上行われるものにも関係する。ただ、単なる事務的な機能を果たすだけでは、受認者とならない。 *Baxter v. C. A. Muer Corp., 941 F.2d 451, 455 (6th Cir. 1991)*。

本件の原告 (マ) が、制度受認者か否かは、次の二分するも関係する 2 点の検討を必要とする。

1) 制度管理者としての NEBS が受認者であるという程度 2) *Kosinski* と *Beka* が、制度に対して行った行動と NEBS に対する彼らの関係の結果として、受認者であるか否か、である。

1. NEBS

1102 条 (1) は、ERISA 上の制度創設に際し「連帯責任を負う指名受認者を一人以上定め、

その人に制度の実施と管理を行い支配する権限を持たせる」ように求める。この文書は、指名受認者間の「受認者の責任（受託者を除く）を分配するための手続きを明示的に定めること」ができる 29 U.S.C. § 1105(c) (1)。したがって、制度文書は、指名受認者を指名しなければならないが、すべての機能に責任を負わせる必要はない。Leigh v. Engle, 727 F.2d 113, 134 (7th Cir. 1984); しかし、参照 Arakelian v. National Western Life Ins. Co., 680 F. Supp. 400, 404 (D.C. D.C. 1987) (指名受認者は、すべての目的で義務者であるとする。) この解釈は、労働省も規則で承認している。参照 29 C.F.R. § 2509.75-8, FR-13 A

本件では、年金制度の 2.1 条(E) と退職制度の 2.1 条(C) (i) が、NEBS を管理者として指名している。年金制度の 14.3 条は、事業主、管理者、受託者および投資マネジャーを指名受認者としている。本条は、また、権限の分配も行っている。NEBS には、別の規定で定義された義務である「管理”administration,”」責任を負わせている。受託者だけには投資マネジャーに委任されるものを除く信託財産の運用責任を負わせている。したがって一見すると、制度文書は、信託資産の運用責任を NEBS でなく受託者たちに負わせているように見える。

しかし、年金制度の 10.2 条(A) (i) と退職制度の 11.2 条(A) (i) は、問題点をはっきりさせていない。両規定は、管理者たる NEBS が、信託財産投資に関し受託者に「教示 instruct」する裁量権を持つことによって責任を負わせる内容となっている。管理者と受託者の双方に投資に関する責任を負わせて運用責任の少なくとも一部の再配分を行っている。

NEBS は、「教示」が、受託者に投資助言や指示を行うのではなく投資の仕組みを情報提供することであると反論する。しかし、NEBS が、文書作成の責任を負った、文書の用語からは程遠い解釈である。同規定は、単に NEBS が信託資産の「投資に関する教示を受託者」に行うことができるとのみ記述されている。

また、同条項は、それが、内国歳入法 401 条(a)違反にならないという記載が、後に続いている。NEBS が主張するような意味なら、この後に続く部分は、無意味である。すなわち、もし、NEBS が、投資指示の権限を持たないなら、401 条(a)に従って行うという条件を設けることもないからである。最目に見ても NEBS の主張は、規定のあいまいさを明らかにしたに止まる。曖昧さが残れば、作成者に不利に扱われるべきである Bullwinkel v. New England Mutual Life Ins. Co., 18 F.3d 429, 431 (7th Cir. 1994)。したがって当裁判所は、規定が、NEBS に信託資産投資を指示する裁量的権限を与えたものと解するを相当とする。NEBS は、制度資産の投資に関する受認者である。

2. Kosinski と Beka

上述したように 1102 条(A) (21) (ii) は、助言が 主要な判断材料 (the primary basis) でなされたり、制度に対する裁量的支配権に基づくなら、受認者となる。本件では Beka と Kosinski は、定期的に投資助言を行っている。Beka は、保険証券に、Kosinski は、証券投資に助言している。1984 年から 1989 年まで毎年 Kosinski は、自身と Beka のため受託者と会い、翌年の投資に助言している点に争いはない。

残る問題は、制度投資の助言が、主要な判断材料 (the primary basis) で行われたか、

または事実上の裁量権の発露として行われたかである。Kosinski は、NEBS を制度管理者となさしめ、それによって Kosinski と Beka の投資業務を制度に利用させるために役立てた点に争いはない。また、1988 年まで制度が、NEBS と共に Kosinski と Beka の投資助言をすべて受け入れたことに争いはない。制度が、他から助言を受けた事実はない。このことから、制度と Kosinski および Beka の間で後二者が、前者に主要な判断材料 (the primary basis) として投資判断を与えるという相互理解が存在した。Kosinski と Beka は、したがって 1102 条(A) (21) (ii)にいう制度資産投資に関する受認者である。(分身理論の説明一略)

3. 要約

NEBS は、裁量権が一度も発揮されなくても 1102 条(21) (A) (iii)に基づき裁量権が制度文書に記載されているため、受認者である。Kosinski と Beka は、1) 1102 条(21) (A) (ii)に基づき合意によって投資助言を行うことは投資判断の主要な判断材料 (the primary basis) を形成するため、および 2)ERISA 法理上、彼らは、NEBS の分身であるという 2 点で受認者である。

B. Title 29 U.S.C. § 1104 は、受認者の受益者のための排他的利益確保義務を定める。1106 条は、2 つの区別するも重なり合う広範囲な行為基準を、制度と利害関係者間、そして制度と受認者間で定めている。本件と関係する同条(a) (1) (D)は、次の通り定める。「制度の受認者は行為が直接間接を問わず制度資産を利害関係者に移転し、またはその利用に付し、またはその利益となると知りまたは知り得べき場合は、かかる行為を制度にさせてはならない」ただ、1108 条(b) (2)は、その例外を定め、相当な報酬を超えないなら、制度設定や実行のため事務的、法的、会計的その他の業務を利害関係者が行うことは許されている。

1106 条 (b) は、受認者のいわゆる利益相反行為を禁止し(1)制度資産を自己利益または自己の勘定に扱うこと(3)制度資産にまつわる行為に関して制度と取引するいかなる当事者からも彼個人の勘定に対価を納めてはならないと定める。” 29 U.S.C. § § 1106(b) (1) and (3)。本条は、(a) 項と異なり、文言上例外は存しない。参照 *Gilliam v. Edwards*, 492 F. Supp. 1255, 1263 (D.C. NJ 1980); 29 C.F.R. § 2550.408b-2(a) も参照。

受認者は、すべて、1002 条(14) (A)にいう利害関係者なので、制度と受認者の取引は制度と利害関係者の取引でもある。したがって 1106 条(a) 1106 条(b)は、重なる。1106 条(b) は、受認者たる利害関係者の取り去ることができない忠実義務を定めることによって同条(a)の禁止規定を補完している。” 29 C.F.R. § 2550.408b-2(e)。

したがって、受認者には 1108 条の適用除外規定は適用されず、信託義務を果たす上で、第三者から、相当であるか否かに拘わらず対価を受領することは許されない。

さらに、1106 条(a)にも違反するので本件のように第三者との資産のやり取りに手数料をせしめることは 1108 条が、責任免除することはない。

本件では、NEBS, Kosinski, および Beka は、全員、投資に関する受認者であり、利害関係者である。Kosinski と Beka は、それぞれ制度に対する証券と保険の売買で手数料を

得た。この手数料は、制度資産を使った取引の対価である。それ故 Kosinski と Beka は、1106 条(a)および(b)で禁止された行為を行ったため、受認者の義務に違反する。

Kosinski と Beka は、29 C.F.R. § 2550.408b-2(e)(3) を引用し、1106 条(b)が、制度から直接手数料を受領することのみを禁ずると主張する。しかし、それは、2550.408b-2(e)(1)に反する理解である。さらに重要なことは、被告が「報酬その他の対価を受領しなければ」29 C.F.R. § 2550.408b-2(e)(3)違反は無いと誤解していることである。この規則は、単に第三者からの報酬受領を責任免除しないという規定である。そのためいかなる財源であれ報酬や対価を受けることがなければ、受認者は、自己取引に従事したと判断されることはない。

受認者は、他の受認者の違反、特に彼が「他の受認者の違反を知りながら違反を正す相当な努力をしない場合」違反に連帯責任を負う。本件では、NEBS と Beka は、Kosinski によって支配されており、かつ ERISA の目的上、Kosinski の分身である。したがって彼らはそれぞれ他の受認者の違反を了知している。NEBS は、自身、取引禁止行為を行っていないが、Beka と Kosinski の違反に対する連帯責任を負う。

結語

被告の取引禁止行為を定める 1106 条(a)および(b)違反、1104 条(a)(1)の忠実義務違反を認め、1105 条(a)の連帯責任を認める。しかし、金銭賠償を求める請求は、1132 条(c)に基づく訴えが、Daniels の加入者および受益者としての立場での訴えでないため、認められない。受認者としての請求である差止めは、文書開示がなされなかったことを認定できるため、認める。その余の請求は、棄却する。

【判例批評】

1. 本判決は、ERISA が、投資助言した者を、受認者として扱う範囲を画したものとして意義がある。当然の事ながら、同法は、助言を禁止しているわけではない。同様の判決として *Gray v. Briggs*, 45 F. Supp. 2d 316 (S. D. N. Y. 1999); *Abrams v. Dean Witter Reynolds Inc.*, 60 F. Supp. 2d 433, 167 A.L.R. Fed. 825 (E. D. Pa. 1999); *Mushalla v. Teamsters Local No. 863 Pension Fund*, 152 F. Supp. 2d 613 (D. N. J. 2001); *Atwood v. Burlington Industries Equity, Inc.*, 18 Employee Benefits Cas. (BNA) 2009, 1994 WL 698314 (M. D. N. C. 1994); *Brandt v. Grounds*, 687 F. 2d 895, 3 Employee Benefits Cas. (BNA) 1780 (7th Cir. 1982); *Anoka Orthopaedic Associates, P. A. v. Mutschler*, 709 F. Supp. 1475, 10 Employee Benefits Cas. (BNA) 2629 (D. Minn. 1989), judgment aff'd on other grounds, 910 F. 2d 514, 12 Employee Benefits Cas. (BNA) 2241 (8th Cir. 1990) がある。

2. 本件は、「投資助言」の意義を ERISA1002 条(21)(A)(ii)とその労働省規則で定めたものを承認することで、確認した点で意味がある。

3. 「個別の助言」の要件

主要な投資判断材料として「個別の助言」がなされたか、に関し、本判決は、他からの助言がまったくなかったことを根拠に、被告の助言が、主要な投資判断材料として用いられたと

認定した。類似判例として、個別の調整後、当該年金制度のために仕立てた (tailored) 助言の場合 *Ellzey v. Carter*, 920 F. Supp. 26 (D. Conn. 1995)、投資方針、投資戦略、当該制度の資産のポートフォリオを理解したうえで助言したのは、単なるブローカーではなく、受託者の行為であるとした例 *Matter of VMS Ltd. Partnership Securities Litigation*, 1995 WL 506605 (N.D. Ill. 1995) 9年間も平均 10%の手数料を得て、受託者と定期的に会合を開き、投資戦略、分散の必要性等、受益者のための行動を取ってきた不動産証券ブローカーを受託者とした判例がある。同判例では、より高度な相互の関係がある点を、単なるブローカーや保険代理人と区別する理由とした。 *Thomas, Head & Greisen Employees Trust v. Buster*, 24 F.3d 1114, 18 Employee Benefits Cas. (BNA) 1293 (9th Cir. 1994)

【わが国への示唆】

確定拠出年金法は次のように定める。

第百条 確定拠出年金運営管理機関は、次に掲げる行為をしてはならない。

一から五省略

六 加入者等に対して、提示した運用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（当該確定拠出年金運営管理機関が有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律（昭和六十一年法律第七十四号）第二条第三項に規定する投資顧問業者その他確定拠出年金運営管理業以外の事業を営む者として行うことを明示して行う場合を除く。）。

6号にいう「特定のものについて指図を行うこと」には厚生年金局長から通知（平成13年8月21日付年発第213号）が出され、特定の商品の推奨や助言を細かく禁止の対象にしている。

米国では、いま、助言を行った者を受託者とする法制度の改正法が施行されようとしている。Langbein 教授は、議会証言で投資助言すると受託者とされて責任を負うため、これを回避する行動が、結果として、勤労者を総投資家化しようとするものであって、現実には行えないものであり、その資産形成に悪影響を与えると批判した。わが国の法制度は、米国よりも厳しく、助言を禁止するのであるから、より大きな影響があると考えられる。以下は、その概略である。

改正理由

委員会は、取引禁止行為の適用除外を定めることは、退職用資産の投資指図に責任を負う者に対する投資助言を容易にするであろう。

H. R. 2269 Retirement Security Advice Act of 2001 (Engrossed in House)

投資助言提供のための取引禁止行為規定適用除外

(a) ERISA 改正

(1) 取引禁止行為規定適用除外—ERISA408 条 (b) は、その末尾に以下の条項を追加することによって改正する。

- (14) (A) 3条(21)(A)(ii)に規定された投資助言提供に関する(B)の各行為は、
- (i) 制度資産投資が、加入者または受益者に指示によるものであり、
 - (ii) 助言が、信託助言者(fiduciary adviser)によって、制度または、加入者または受益者に対して制度資産の投資目的のため証券その他の財産の売買保有に関連して提供され、
 - (iii) 助言提供に関する(g)項の要件を(満たす必要がある。)

(B) 本項の行為は、以下のものを指す。

- (i) 制度、加入者または受益者に対する助言提供
- (ii) 助言に基づく(証券その他の財産の売買保有に伴う金銭貸付または信用の供与を含む)証券その他の財産の売買保有
- (iii) 助言提供または助言に従った証券その他の財産の売買保有に関して、直接間接を問わず手数料その他の報酬が、信託助言者またはその関係者(または信託助言者またはその関係者の従業員、代理人、または登録代理人)によって、受領されること。

(2) 法408条は、末尾に次の新条項を追加することによって改正する。

(g) 信託助言者による投資助言提供に関する要件

(1) 制度保有資産の投資目的で証券その他の財産を売買、保有に関し、制度の信託助言者によって従業員給付制度または同制度の加入者または受益者に対し、3条(21)(A)(ii)にいう投資助言提供に関する要件は、以下の場合に充足される。

(A) 信託助言者が、制度、同制度の加入者または受益者に対し証券またはその他の財産に関する助言を初めて提供する場合、助言受領者に以下の内容の書面(電子的通信手段を含む)による通知を、助言提供と同時(at a time reasonably contemporaneous with)におこなうものとする。

(i) 信託助言者またはその関係者が、助言提供に関し、または、証券その他の財産の売買、保有に関し、受領する(第三者から支払われる報酬を含む)手数料その他すべての報酬

(ii) 証券その他の財産における信託助言者とその関係者の実質上または契約上の関係

(iii) 証券その他の財産の売買、保有に関して信託助言者が行った投資助言の範囲の、もしあるなら、その限定事項

(iv) 信託助言者が行う投資助言提供に関して、提供された業務のタイプ

(v) 助言者が、助言提供に関し、制度受認者として行動していること

(B) 信託助言者が、該当する証券諸法に従って証券その他の財産の売買、保有に関する適切な開示を行うこと

(C) 助言の受領者の指図によってのみ、売買保有が生じること

(D) 信託助言者またはその関係者が、証券その他の財産の売買、保有に関して受け取る報酬が、合理性あること

(E) 証券その他の財産の売買、保有に関する条件が、独立当事者間で取り決めら

れる条件と同様の、制度にとって少なくとも有利であること

(2) 情報提供の基準

(1) (A)に基づき提供されるべき通知は、明白で顕著な（通常人が気づくような）方法で、かつ通常の加入者が理解するよう計画された方法で記述されるべきであり、通知に含まれるべき情報を加入者や受益者が十分評価できるように、正確にわかりやすいものでなければならない。

(3) 略

(4) 略

(5) 制度スポンサーと一定の受認者の適用除外

(A) 以下の(B)項適用を条件として、もし、(i)以下の場合、(信認助言者を除く)受認者である制度スポンサーその他の者は、3条(21)(A)(ii)にいう投資助言提供すること(または助言提供の契約その他の取り決めがあるということ)のみを理由として、本文節の要件に合致していないと扱われるべきではない。

(i) 本条で述べられている投資助言を信認助言者が行うという、制度スポンサーまたはその他の受認者と信認助言者間の取り決めに従って、信認助言者が、投資助言を行った場合

(ii) 取り決めた規約が、本項の要件に従った信認助言者のコンプライアンスを求めている場合

(iii) 信認助言者が 助言提供に関する受認者であると、受認者が記述した承認書を、取り決めた規約に記載する場合

(B) プルーデントな助言者の選択と定期的審査の継続的義務

(A)項のいかなる条項も、3条(21)(A)(ii)にいう投資助言提供することを約した受認者である制度スポンサーその他の者が、プルーデントな助言者の選択と定期的審査を行うという要件を免除すると解釈してはならない。受認者である制度スポンサーその他の者は、信認助言者による、特定の助言受領者に対する特定の投資助言を監視する義務はない。

(C) 本節のなにもものも、3条(21)(A)(ii)にいう投資助言に対する相当な費用を支払うために制度資産を使用することを排除する解釈を行ってはならない。

(6) 定義—本項および(b)(14)のために

(A) 信認助言者—信認助言者(fiduciary adviser)とは、制度に関し、制度または加入者もしくは受益者に投資助言することによって制度の受認者となるものを指し、かつ、以下の者をいう。

(i) 投資助言者法(Investment Advisers Act of 1940 (15 U.S.C. 80b-1 et seq.))または、主たる営業所を有する州の法律に基づき、投資助言者として登録している者

(ii) 408条(b)(4)に定める銀行または同様の金融機関

(iii) 州法上事業資格のある保険会社

(iv) 証券取引法 Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78a et seq.)に基づきブローカーまたはディーラーとして登録されている者

(v) (i)ないし(iv)の関係者

(vi) (i)ないし(v)の従業員、代理人または登録代理人で、助言提供に関する保険法、銀行法および証券法の要件を満たす者

(A) 関係者—他の法主体の関係者(affiliate)とは、(投資会社法 the Investment Company Act of 1940 の 2 条(a)(3) (15 U.S.C. 80a-2(a)(3))に定義された)法主体の関係者を指す。

(B) 登録代理人—他の法主体の登録代理人(registered representative)とは、証券取引法 3 条(a)(18) (Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78c(a)(18))) (ブローカーまたはディーラーの代理人)または、投資助言者法 202 条(a)(17) (Investment Advisers Act of 1940 (15 U.S.C. 80b-2(a)(17))) (投資助言者の代理人)を指す。

(b)1986 年内国歳入法改正 (以下略)

この改正法に付き、賛成意見と反対意見とを紹介する。

1、賛成意見

Groom Law Group, Chartered に属し、American Council of Life Insurers(ACLI)のための弁護士である Jon W. Breyfogle 氏議会証言要旨

残高 5 兆ドルを越す、確定拠出型および個人勘定型の急速な伸びと、新しい投資手法、例えば新型のミューチュアルファンドや、保険商品などが開発され、種々の投資手法の選択肢が広がった中で、アメリカ国民は、投資判断をするよう迫られている。

同時に、労働省の規則が厳しく、事業主に投資判断をさせ責任を負わせる一方、金融サービス業者には取引禁止規則の下で、希望しても助言させないような仕組みを構築した。すなわち自己取引やキックバックを生じさせることを強調するあまり、助言によって報酬を得る意欲を失わせた。

受認者でないものが、インターネットを通じた助言を行う事業が、興っているが、いまだに受益者の「助言ギャップ(advice gap)」がある。

また、まったく無関係の人に、受益者個別の助言をしてもらうためには、費用が掛かりすぎる。

近年、投資市場のボラティリティが増え、長期的な視野での正確な助言の必要性が増している。さらに、ACLI の調査によれば、確定拠出と IRA の投資家が、自己の投資判断に十分満足しているのは 8%、そこそこなのは 41%であり、55%から 35%の幅はあるが、それだけの人々が、投資サービス会社の助言を認める法改正を望んでいる。

最後に、今年前半に“Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act of 2001”が成立し、年金制度と IRA に対する優遇税制を定めたため、ますます年金資金が増加する可能性がある。

法案は、利益相反ある助言を野放しにするのではなく、連邦及び州法の証券法や保険法に委ねようとする改正で、開示を充実させる手法は、証券法の世界で過去 60 年以上の実績が

ある。

以上の点から、ACLIは、改正を支持する。

反対意見

AARP（カルフォルニア州の退職した教育者Ethel Percy Andrus博士によって1958年に創設され、以前はthe American Association of Retired Personsと称していた。今日3千400万人の会員数があり、内、半数以上がフルまたはパートタイムの勤労者で、残りが完全退職者である）の Joseph Perkins 前会長議会証言要旨

ほとんどの加入者は、投資の基礎を理解していない。半分の家庭は、初めて持分証券やミューチュアルファンドを持つことになり、過去十年間で、50%以上が、新投資家である。ほとんどは中間所得以下の家庭であり、持分証券資産を保有しそうにない人たちであった。投資市場に参加しても、投資の基礎を学ぶ余裕もなく、事実、そのために時間を割くことはなかった。

AARPの近年の調査では、以下の4つの質問に対する回答の集計がある。

- 1、FDIC（連邦預金保険機構）は、銀行で購入したミューチュアルファンドの損失を負担するか？
- 2、ノーロード¹のミューチュアルファンドには、売買の費用その他の手数料が含まれているか？
- 3、分散投資は、投資のリスクを増加させるか、減少させるか？
- 4、フルサービスのブローカーや金融プランナーは、彼らの助言の内容で報酬を得ているか、それとも顧客に売却する投資物の額およびタイプによって報酬を得ているか？

残念なことに、金融投資に関する知識のあるアメリカ人は、そう多くない。全問正解者は11%に過ぎず、3問正解者は、25%に止まり、半分以下(46%)の人が、2問正解者であった。三分の一を少し超える人たちだけが、第3問の正解者であった。

投資知識が少なく、所得の低い人は、専門家より危険の少ない投資を選ぶ、保守的な投資家となる傾向がある。また、個人の持つ少ない資産では、分散投資が困難であり、費用も相対的に高くなる。

情報の欠如が問題ではなく、過去と比して、多くの情報源、すなわち新聞雑誌、金融ニュースプログラム、オンラインサービス、種々のソフトウェアが、投資家の需要を満たしている。制度自身も、ビデオ、セミナー、そしてパンフレットを含む情報提供に熱心である。しかし、投資家が必要としているのは、どの情報が、自己の投資に重要で正確で適切であるかを判断する時間と知識である。自己指図型の制度ではまさにここが問題である。

労働省は、解釈通牒96-1で、加入者の投資教育を促進する方策を立てた。投資教育を加入者の施すため、助言しても信認義務を負わないセーフハーバーが、アセットアロケーション手法として定められて現行法上有益な地図を加入者に提供している。

¹購入時に手数料を支払わず、ファンド保有資産から、年度ごとに手数料が差し引かれるミューチュアルファンドをいう。1980年にSECが、ルール12b-1を採用後、増加したとされている。

しかし、この情報は、加入者にとって不十分で、ときに複雑すぎる。加入者は、端的にどこに投資すればいいかを知りたがっている。AARPは、特定の個別化された情報提供が、勧誘者に役立つという点には同意するが、それは、ERISAの信託義務に基づいて、正しい投資原則を基本として、利益相反から守られたものでなければならない。

加入者が、良質の投資助言を得てしかるべきである。そして、その助言は、金融上の利益相反が、起こらないものでなければならない。ERISAは、今までずっと忠実義務の相手が分かれる利益相反を理解し、加入者の利益にならない危険があることを指摘してきた。ERISAの利益相反禁止条項を維持する必要がある。

改正法は、これを開示モデルに置き換え、開示さえすれば利益相反があっても認めようとするものである。この手法は、十分な保護とはならず今日の市場に対するアプローチとして最善のものでもない。むしろ新しい情報提供方法を駆使した、複数の独立した助言者を成り立たせるような政策のほうが、今までのERISAとの整合性からもふさわしい。

わが国の法制は、前述したように、「特定のものについて指図を行うこと」には厚生労働省年金局長から通知（平成13年8月21日付年発第213号）が出され、特定の商品の推奨や助言を細かく禁止の対象にしている。加入者に対する、特定の金融商品への資産の投資、預替え等を推奨し、助言すること等を禁止しているとともに、営業職員に係る運用関連業務の兼業禁止を定めている。

同法が、有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律（昭和六十一年法律第七十四号）第二条第三項に規定する投資顧問業者その他確定拠出年金運営管理業以外の事業を営む者を、その旨を開示することのみで、包括的に適用除外する一方、適用除外されない者に対し、上記通知でもって、こと細かく制限するのは何故か、わからないし、前述の、米国の論議のような検討が加えられたとも思えない。少なくとも現実に何を根拠に、投資決定し、それが合理的であるかを、実態調査し、² 加入者が、投資助言を必要とするか否かを論議し、彼らに、金融市場で年金資金を有効に投資できる環境を整えるべきである。

² 米国では、Employee Benefit Research Instituteの調査、Gordon P. Goodfellow & Sylvester J. Shniberの調査およびVickie L. Bajtelsmit & Jack L. Vanderheiの調査研究がある。

4-2 間接的報酬受領者の地位

小櫻 純
香川大学
法学部教授

【判例の概要】

ROBERT REICH v. ARTHUR McMANUS and RICHARD COVELL

(1) 883 F. Supp. 1144; 1995 U.S. Dist. LEXIS 5661; 19 E.B.C. 1417 および

(2) 883 F. Supp. 1144; 1995 U.S. Dist. LEXIS 1146; 19 E.B.C. 1058

制度から直接的な報酬を受けなくとも、自ら創設したパートナーシップに関連して手数料を受領したものは、ERISA 上の受託者であるとした事例

【事実の概要】

原告、労働省長官 REICH (X という) は、被告 McManus と Covelli (Y1、Y2 という。また、あわせて Y と呼ぶ) に対し、ERISA 違反を理由に提訴したのに対し、被告は、略式判決による却下の申立てを行った。一部認容、一部棄却

Y は、保険、年金 (annuities) および証券売買の免許を有するブローカーである。これに加え、Y は、年金制度管理を行う Pension Administrators, Inc. (PAI と呼ぶ) の所有者でもあった。

Y は、PAI を創設し 1981 年から 1987 年まで、多くの年金制度や給付制度のために活動してきた。Y は、PAI に雇用されていないし、PAI の顧客に対する年金関連のサービスは、(PAI の) 共同所有者 Terrence Ronczkowski (A とよぶ) とその部下が、すべて担当したと主張するが、Y が、PAI と多くの年金制度との間を取り持って (act as liaison) きたのは事実である。それらは、Dressel's Ace Hardware, Inc. 利潤分配制度、the Emco Gears 年金制度、the Supreme Cartage & Air Cargo Service, 確定給付年金、the Battery Service Corporation マネーパーチャス型年金制度および年金制度、the Tu-Kaiz Litho, Inc. 401(k) 型制度を含む。(あわせて制度と呼ぶ)

1987 年 4 月 Y は、PAI の持ち分権を A に売却し、役員と理事を辞任した。翌月、Y は、制度受託者に the 2010 Building Limited Partnership (Partnership I と呼ぶ) に投資する機会を提供した。Y が、Partnership I を設定したとき、同 Partnership I によって購入される予定の医療用建物の所有者であり、Partnership I の役員と理事でもあった。Y は、この情報を他の重要な情報と共に、1987 年 5 月作成の、投資家用資料として、全員に配布していると主張するが、X は、一部の受託者には制度資産を実際に投資するまで配布されていないと反論する。さらに X は、受託者の誰も、Partnership I に投資する前に提供された資料を読まずに、投資判断の際に Y の話を聞き助言を得て、投資していると主張する。その後、受託者全員が、Partnership I に制度資産を投資した。

1988 年、Y は、the Fox Trails Limited Partnership (Partnership II と呼ぶ) を設定し、

受託者に投資の機会を提供した。the Battery Service Corporation 年金制度と the Supreme Cartage & Air Cargo Service, 確定給付年金は、Y の助言に従って Partnership II に投資したが、他の制度は、しなかったと X は、主張する。

1990 年、Y1 は、the Crystal Lake Avenue Limited Partnership (Partnership III) をイリノイ州 Crystal Lake にある約 20 エーカーの不動産開発目的で設定した。Y1 は、Calia Development Corporation (B と呼ぶ) と組んで改良工事と家族用住居を建てる契約を結んだ。この契約書と Partnership III に関する資料によれば、不動産は、Partnership III が、所有することになっていた。しかし、Partnership III は、Y1 と B の事業には含まれず、経営に参加することはなかった。Y1 と B の契約によれば、顧客が不動産を購入すれば、そのときに、一区画ごとに Partnership III から開発済みの不動産を購入することになっていた。Y1 は、Partnership III に関する資料を発行し、the Emco Gears 年金制度、the Supreme Cartage & Air Cargo Service, 確定給付年金、および the Tu-Kaiz Litho, Inc. 401(k) 型制度が、このプロジェクトに投資した。Partnership I と同様、X は、少なくとも受託者に何人かは、資料を読まず、Y の説明だけで、投資していると主張する。

X は、Y が、ERISA の取引禁止規定 (29 U.S.C. § 1106) に違反するとして、以下のことを主張する。

- 1、Y は、Partnership I II III 提供に関し、受託者であり (29 U.S.C. § 1002(21)) 制度との自己取引が禁止されている。
- 2、Y1 は、「制度資産」を含んでいる Partnership III のジェネラルマネジャーたる立場によって制度の受託者である。
- 3、Y は、PAI を通じて制度の管理業務を行ったため「利害関係者」となり (29 U.S.C. § 1002(14))、制度との自己取引に責任がある。

Y は、ERISA 上の受託者および利害関係者ではないとして訴却下の申立てを行った。受託者達は、彼ら自身の投資判断で投資したもので、被告の推奨に追随したことは無いと供述し、さらに Dressel's Ace Hardware, Inc. の受託者は、Y が、セールスマンとして行動し、Partnership I に関する投資を資料受領後、Y1 と議論して投資決定したのは制度受託者であると供述した。さらに Y1 は、Partnership III は、「不動産運用会社」なので、そのプロジェクトに投資した制度に関する受託者ではないと主張した。最後に彼らが、利害関係者となるような、制度に対する管理業務を提供していないと主張した。

これに対し X は、上記の供述を行った受託者と面談した労働省調査官 Cheryl Leppert の宣誓供述書を提出した。とりわけ、受託者は、投資決定するときに、ほとんど Y の助言を頼りにしていたこと、Y が PAI の持ち分権を売却したことは知らなかったこと、少なくともあるひとつの制度は、資産すべてを、Y2 の推奨に従って投資したことを彼女に対し話したと述べている。

さらに、X は、Y に指導された供述書を受託者が書いたとき、労働省が、彼らに金銭上の責任を求めようとしているといった思い違いがあったと主張した。

【判 旨】（１）

A 受託者

- 1、 1978年から1989年までYは、受託者の唯一のファイナンシャルコンサルタントであり、投資決定は、その助言に基づいて行われており、受託者がその推奨に従わなければ、別の「ファイナンシャルコンサルタント」を探す必要があるとのYの文書があることなどから1002条(21)(A)(i), (iii)に関する信託義務を認める。（以下略）
- 2、 報酬(Fee)その他の報酬(Compensation)を得る制度に対し助言を行う(29 U. S. C. § 1002(21)(A)(ii))という要件につき、両当事者は、Yが、投資助言を行ったか否かに関する議論を展開している。しかし、Yと受託者は、皆、Yが、顧客に対する売買の手数料は、得ているものの、制度から報酬を受け取っていない旨、主張しているにもかかわらず、Xが、この事実の信憑性を否定する反証を挙げていない。Xの調査官も、Yが、手数料を得ていると述べているだけである。Yが、制度自身から「直接間接を問わず報酬"a fee or other compensation, direct or indirect"」を得ていることを証明しなければ、1002条(21)(A)(ii)上受託者といえない。したがって、Yが、投資助言を行ったかを判断するまでもなく、同条同項に関するYの訴却下の申立てを認める。

B 利害関係者

Yは、単に連絡係(liaison)であり、制度のために仕上げ作業(follow through)を行ったに過ぎないから、利害関係者ではないと主張し(§ 1002(14)(B))、さらに、1108条(b)(2)に基づき、合理的な報酬なら許されると主張する。

しかし、前者は、根拠がなく、後者も、業務提供の報酬ではなく、売買手数料の問題なので、合理的な報酬であれば、責任免除されるという主張は認められない。また、Ronzkowskiとその部下が、PAIの年金業務を行っているとの主張も、Yが、制度に対し追加的業務を行っていないということを必ずしも意味しない。最後に、Yによって指導された受託者の供述は、Yが、制度のためにいかなる業務を行っていないということを証明していない。Yが利害関係者でないことの証明がないため、この部分の訴却下の申立てを認めない。

【判 旨】（２）

Yと受託者は、皆、Yが、顧客に対する売買の手数料は、得ているものの、制度から報酬を受け取っていないと判示したことに対し、Xが、再考を求める申立てを承認したため、裁判所は次のように判示する。

Xは、この問題を再度取り上げ、手数料(Commission)の受領があれば、ERISA上、受託者たる立場を認定するに足りると主張する。また、Yが、制度から直接報酬を受領していないことを根拠に却下の申立てを認めたのは法の適用を誤っていると主張した。

本件では、Xは、手数料の形で報酬を受け取り、それが、ERISA上の制度によって直接支払われるものでなくとも、1002条(21)(A)(ii)にいう受託者の要件を満たすと主張し、そのために、説得力のある根拠を提出した。

- 1、 DOLと内国歳入庁が、作成した規則の前文では、報酬には、ミューチュアルファン

ドおよび保険の売買の手数料を含むと理解している（40 Fed. Reg. 50840, 50842 (Oct. 31, 1975)）。

2、ERISAの適用除外規定が、手数料の支払いを受けた売主に認められているが（42 Fed. Reg. 32395 (June 24, 1977)）、本件の行為を除外するものではない。

3、DOLのAdvisory Opinionsは、投資助言に伴う制度自身からの報酬が支払われるか否かに拘わらず、ERISA上の制度に対する投資助言を行うブローカー・ディーラーに、信託義務を認めている。制定することが授権された、曖昧な法に対する解釈権限には、敬意が払われるべきであり、その解釈は、相当である限り、支持されることとなろう。Xは、報酬が、「直接間接」を問わず、信託義務が認められるという制定法の文言から、その1002条(21)(A)(ii)の解釈は、相当であると申し出ている。

当裁判所は、制定法の「報酬（fee or other compensation）」という要件に付き、手数料（commission）のみを受け取ったYのようなブローカーを、制度の受認者から排除することはないと判示する。

以上のことに加え、投資助言によって受託者の投資決定に影響を及ぼしたため、Yの却下の申立てを認めない。（Tu-Kaiz Litho 制度に関するものは、Xが、取り下げているためこの部分の申立ては認められた。）

【判例批評】

①、本件判旨が引用する判例に次のものがある。

原告 Harris Trust (X) が、Ameritech Pension Trust (“APT”)の受託者として被告 Salomon Brothers Inc. (Y) を信託義務違反等で提訴した事件で、次のような報酬（fee）が対象となった。¹

Motels of America, Inc. (“MOA”)は、Yに対しモーゲージ付ノート（mortgage notes）を振出して得た資金を資産購入に使用した。Yは、この権利の持分を、APTに95%売却した。のこり5%は、Yが、ATPのためにMOAを監視する目的で保有するという内容の報酬契約となった。後日、MOAが、倒産し、Yの受認者としての責任が問われた。報酬に関する部分の判旨は、次のようなものである。

「Yは、ATPのために不動産等の投資を数年間推奨（advocate）してきた。Yは、ATPがYの取引情報、調査、分析、意見に頼っていることを承知し、理解している。上記報酬契約は、Yから提唱されたものである。Yは、現実には、5%をATPの投資成果を監視し吟味する目的で、獲得している。

Xは、訴状で、これが報酬に該当すると主張していないが、準備書面では、している。以上を総合すると、Xが、救済を求める事実を証明していないとする疑問を生じさせる理由はないと考えるので、当裁判所は、Yの棄却の申立てを認めない。」

②、本件判旨が、引用する判例にさらに次のものがある。²保険の代理店を営む被告が、そ

¹ HARRIS TRUST & SAV. BANK v. SALOMON BROS., 813 F. Supp. 1340, 1344(1992)

² American Federation of Unions Local 102 Health & Welfare Fund, et al., Plaintiffs-Appellants, v. Equitable Life Assurance Society of the United States, et al., Defendants-Appellees 841 F.2d 658.

の者を通じて保険を購入した組合型の基金に、自らを保険請求管理者になるよう求めて、その後、保険請求額にリンクする報酬形態を乱用して、無資格者にも保険を支払って、多額の報酬を得た事件である。

地裁が、健康保険管理者となる前に得た報酬は、受認者として得たものではないから、賠償は不要としたのに対し、上訴審は、「被告は、裁量権を行使する前に公正な立場で、彼の報酬契約を結んだのは確かだが、報酬の割合は、基金の管理者としての彼の裁量行為に直接リンクする。彼には支払い保険金額の12%と費用が支払われる。・・・したがってこの手数料 (commissions) に関して被告は、受認者である。」と判示し、無資格者に支払った保険金にリンクする彼の報酬額相当の賠償を命じた。

①②判決を引用して、本判決は、年金管理会社 PAI の所有者、役員、理事を辞めた後も、報酬受領を認め、手数料収入にも、受認者たる地位を認めたものである。

証券業界は、労働省に対し、報酬が、制度資産から直接に支払われるのではなく、制度スポンサーたる事業主から支払われるなら、受認者たる要件の「報酬」は、存在しないという解釈をするよう強く求めた。³しかし、同省は、これを拒否し⁴、報酬は、直接制度から支払われるものに限らず、投資助言される、またはされようとしている取引のかかわるすべての報酬を指すものとしている。⁵

【わが国への示唆】

1、わが国の手数料に関する法と規則

運営管理機関に関する確定拠出年金法 100 条 5 号では、手数料等の文言はないものの、自己または第三者の利益を図る目的で、特定の運用の方法を加入者に対して提示することを禁止している。また、利益相反行為禁止は、確定給付年金法では、抽象的であるが 71 条の忠実義務の中に包含されていると解釈することができよう。

事業主に関する確定拠出年金法 43 条 1 項の内容の有権解釈たる厚生労働省年金局長「確定年金制度の法令解釈について」第 6.1 の(1)の①では、手数料の額等について適正な額にすることが求められている。また 2. 運営管理機関の行為準則の(1)の②では、加入者の利益最大化という表現で、手数料の問題を解くしかないであろう。

わが国の法では、一般的な手数料の問題と、利益相反となるような手数料の問題が、区別して論じることができていないため、何らかの区別が、必要になると思われる。

2、わが国の立法と規則の関係

³ 40 Fed. Reg. at 50,842.

⁴ id.

⁵ 29 C.F.R. 2509.96-1

n3 The Department has expressed the view that, for purposes of section 3(21)(A)(ii), such fees or other compensation need not come from the plan and should be deemed to include all fees or other compensation incident to the transaction in which the investment advice has been or will be rendered. See A.O. 83-60A (Nov. 21, 1983)

この問題は、何も年金法に限ったことではない。しかし、ERISA は、法律で手数料について、受認者の義務の内容に明定している。すなわち 404 条(a)(1)(A)(ii)は、「制度のため、相当な費用で済ませるよう専念すること」が、受認者の果たすべき義務であるとしている。一方、わが国では、前述のごとく厚生労働省年金局長の解釈を通達することや、行為準則といった、およそ加入者受益者には分かりにくいところで触れられているに過ぎない。どちらの方法がよいかは云うまでもないことである。

4-3 投資推奨と投資助言

Farm King Supply, Inc. Integrated Profit Sharing Plan & Trust v. Edward D. Jones & Co.,
884 F. 2d. 288 (7th Cir. Ill. 1989)

早川 徹
関西大学
法学部教授

【判例の概要】

4 年以上にわたり、エリサ法上の制度がもつぱら証券会社 Y から証券を購入し、かつ、Y が制度の目的に適合する証券を選択して推奨していたという事実において、Y が制度資産の管理・処分につき支配を有していないこと、および、Y の投資助言が制度の投資決定のための主要な基礎となることの合意が存しないことを理由に、証券会社 Y はエリサ法上の受託者ではないとされた事例。

【事実の概要】

原告 X (Farm King Supply, Inc. Integrated Profit Sharing Plan & Trust) はエリサ法上の適格制度であり、被告 Y (Edward D. Jones & Co.) は、発行者のために有価証券の引受とセリング業務を行う証券会社である。

X は、共同原告である 6 人の受託者（以下、受託者という）によって運営されていた。受託者のトップはファイナンスについて相当の知識と経験を有する国法銀行の取締役であり、2 人の受託者はファイナンスにつき相当の知識を有し、経営学の学士号を有していた。受託者は弁護士と会計士によって補助されていた。したがって、受託者は十分な知識を有していた (competent) ということができる。

Y の販売員 (sales representative) A は、1978 年に X に投資商品を販売することに成功した。X の主要な投資対象が譲渡性預金 (CD) であることを知った A は、エリサ法で分散投資が要求されていることを引用して、X の受託者に分散投資を強く勧めた。受託者は、投資が健全であることが示されれば、A から購入することを合意した。A は、安全で利益分配型の投資を好むという受託者の説明に基づき、X に適すると考える証券を受託者に推奨し、受託者はそれを購入するかどうかを決定して A に伝えた。1979 年、A のアドバイスに基づいて X は MMF を購入したが、その月次報告は A と受託者に送付された。これにより、A は X のニーズにあった推奨を行うことができた。

1980 年、A は転勤となったが、その時、X の投資の過半が Y を通じて購入したものであった。A の後任 B は、当初、売り込みに成功しなかったが、1981 年に 10 万ドルの証券の販売に成功した。B は、A と同様に頻繁に受託者に会い、Y を通じた投資のパフォーマンスをプレゼンテーションし、どの証券を保有し、どの証券を売るべきかをアドバイスし、推奨投資の選択肢を提供した。そのどれを買うかは受託者が議論して決めた。B は自発的に Y を通じて行った投資のポートフォリオの要約を作ったが、そこには、X がとるべき投資行動に関するア

ドバイスが含まれていた。

1982年には、Xの資産の約99%、100万ドル超がYの推奨によりYを通じて行われた投資であった。しかし、Bのアドバイスに基づく投資成果は芳しくなかったため、受託者はY以外の証券会社から投資商品を買うようになり、1982年が最後の取引となった。

1985年、Xと受託者は、1982年のYの推奨に基づきYを通じて行った投資によりXは30万ドル超の損失を被ったとして、Yがエリサ法上の受託者としての誠実義務(loyalty)に違反したことに基づく損害の賠償を求めて本訴を提起した。Yは、受託者であること、あるいは受託者の義務に違反したことを否認し、予備的に、エリサ法上の受託者としての義務違反が認定された場合には、受託者の一部に対する補償を反訴として主張した。

第一審は、Yはエリサ法の意味での受託者ではないとして、Xの請求を棄却したため、Xが上訴した。

【判 旨】

上訴棄却。

第1の争点は、YがERISA法上の受託者であるか否かである。Xは、Yは「制度の金銭その他の財産に関して、直接または間接を問わず、報酬(fee or other compensation)を得て投資助言を行う者、または、そうする権限もしくは責務を有する者」にあたり、エリサ法上の受託者であると主張する。エリサ法1002条21項A号(ii)¹に該当する投資助言を行う者となる場合を明らかにする労働省規則(29 C.F.R. § 2510.3-21(c)(1))は、以下のように定める。

「(1) 以下の場合にのみ、[29 U.S.C. § 1002(21)(A)(ii)]の意味におけるEmployee benefit planに『投資助言』を行う者となる。

(i) その者が、証券その他の財産の価値に関して制度に助言を行うか、または、証券その他の財産に投資し、購入し、売却することの当否に関して推奨を行い、かつ、

(ii) その者が、直接または間接を問わず…

(A) 制度のために証券その他の財産を売買することに関して、合意(agreement, arrangement or understanding)によるか否かを問わず、裁量権もしくは支配(control)を有するか、または、

(B) 書面によるか否かを問わず、その者と制度…との間の相互の合意に従って、制度に対して定期的に…助言をする場合で、その合意が、制度への助言が…投資決定のための主要な基礎となること、および、その者が制度に対して、とりわけ、投資方針もしくは戦略、全体のポートフォリオ構成、制度の投資の分散のような事項に関して、制度の特有な(particular)ニーズに基づいて、個別化的(individualized)投資助言を行うことを内容とする場合」

¹ 条文については、判決文に従って、エリサ法の条文番号ではなく、U.S.C.の条文番号で引用する。

エリサ法の救済目的から、当裁判所は同法の受認者という語につき自由な解釈を行っている (*Thornton v. Evans*, 692 F.2d 1064 (7th Cir. 1982); *Mutual Life Ins. v. Yampol*, 840 F.2d 421 (7th Cir. 1988); See also *American Federation of Unions v. Equitable Life Assurance Society*, 841 F.2d 658 (5th Cir. 1988).)。ある者が受認者であるか否かは、客観的基準で決まり、規則の要件が満たされる限り、その者が主観的に、受認者であると信じたか否かは問題とならない (*Freund v. Marshall and Ilsley Bank*, 485 F. Supp. 629, 635 (W.D. Wis. 1979); cf. *American Federation of Unions*, 841 F.2d at 662-663.)。

A. 裁量権限または支配の要件

Xは、上記規則の(A)または(B)によりYは受認者であると主張する。まず第1に、XらはYが「制度のために証券…を売買することに関して…裁量権もしくは支配」を有していたと主張する。これは、4年以上にわたってXはほとんどYから証券を購入し、かつ、その証券はXの目的に適合するものとしてYの裁量に従って選択されたものである、という事実に基づいている。しかし、この主張は明らかに採用することができない。

「受認者とは、employee benefit fundの金銭その他の財産に関して、支配、管理もしくは処分の権限を行使する者、または、そうする権限もしくは責務を有する者をいう」(*Forys v. United Food & Commercial Worker's International Union*, 829 F.2d. 603, 607 (7th Cir. 1987))。さらに、合衆国最高裁判所は、「[エリサ法を]公正に読めば、立法者が主として制度資産の濫用を考慮していたことは明白である」と述べている(*Massachusetts Mut. Life Ins. Co. v. Russell*, 473 U.S. 134, 142-143)。

Yもその従業員も、Xの資産の処分に関して裁量権を有していなかった。Yはブローカーもしくはセリング業者として行為したにすぎない。YがXの資産の管理・処分について支配や影響力を行使することはできなかった。Yが行ったことは、手数料収入を得られる限られた証券の中からいくつかの証券を選択して、受託者に購入するよう提案することであった²。Xがどの証券を購入するかを決定した。Yが持つ唯一の裁量権は、Xにどの証券を推奨するかであった。しかし、これは明らかにエリサ法の意味での裁量権ではないし、通常の意味でも裁量権となるものではない。むしろ、この関係は、顧客のニーズを利用可能な在庫で満たそうとする、単なる販売術である。このような者を受認者であるとする判決に共通の考え、すなわち、単なる投資の提案ではなく、制度資産に対して一方的な支配権を有していることが、本件では明らかに欠けている(例えば、*American Federation of Unions*, 841 F.2d at 662-663; *Benvenuto v. Connecticut General Life Ins.*, 643 F. Supp. 87, 90 (D.N.J. 1986); *Brock v. Self*, 632 F. Supp. 1509, 1520 (W.D. La. 1986); *Eaton v. D'Amato*, 581 F. Supp. 743, 749 (D.D.C. 1980).を参照)。上記規則はこれらの判例と同じ考えに基づく。

最後に、労働省は、「制度受認者は、証券取引を行うに際して、…証券会社はその取引につき制度との関係で受認者として行動することになることを証券会社に開示することなく、

² 実際、Yの推奨する証券は、しばしば、二者択一であった。その結果、プランの資産のほとんどがYを通じて購入した証券となることがあったが、受託者はYの推奨した証券の半分程度を購入したにすぎない。

証券会社を制度との関係で「エリサ法 1002 条 21 項 A 号」の意味における受託者とするような裁量権限を証券会社に委譲してはならない」との見解を明らかにしている（40 Fed. Reg. 50843）。受託者はその裁量権限を Y に委譲しなかったから、Y に対して「制度との関係で受託者として行動することになること」を開示しなかった。

B. 投資助言を行うこと

次に、受託者は、相互の合意に従って、Y は X の特有なニーズに基づいて個別的な投資助言を行い、X は投資決定に関する主要な基礎としてその助言に依拠したのであり、これらは上記 29 C.F.R. § 2510.3-21(c)(1)(ii)(B) に該当すること、および、Y は直接または間接にこのサービスに対する報酬を得たことを理由に、Y は受託者となると主張する（29 U.S.C. § 1002(21)(A)(ii)）。出発点は、上記規則のもと、当事者間に、Y の助言が X の投資決定の主要な基礎となることについて、相互の合意が存したか否かにある。原審は、Y の助言が X の投資に関する主要な基礎となることにつき、相互の合意はなかったと認定した。当裁判所は、この認定が明らかに誤りであることが示された場合にのみ、このような事実認定を覆すが、本件では、その要件が満たされていない。

受託者は、*Eaves v. Penn*, 587 F.2d 453 (10th Cir. 1978) を、エリサ法の「受託者」の意味が広範であることの証拠として引用する。*Eaves* 判決は、「[受託者の] 定義が広範であることは明らかである。…その定義は、報酬を得て投資助言を行う者を含んでいるから、以下の者が受託者となりうる。例えば、…証券を推奨し、その証券の購入または処分に関して、そのサービスに対する手数料を得る証券会社である」と述べるある論文³を引用している。そういう場合もありうるが、エリサ法につき有権解釈権限を有する労働省の規則によれば、当事者間にある種の合意—Y が受託者として行動することの合意である必要はないが、Y が X に対して、X の投資決定に関する主要な基礎となる個別的な投資助言を提供する旨の合意—が存在しなければならない。

Y またはその従業員が X に対して個別的な投資助言を行うことに同意したことを示す記録も、受託者がそれに同意したことを示す記録もない。本件当事者間の唯一の「合意」は、受託者が Y のセールストークを聞き、受託者がそれを気に入れば、X は提案された投資商品の中から購入するという、典型的なブローカー・顧客間の関係をまさに示すものである。しかもこの「合意」は、理由の有無を問わず、自由に一方的に終了させることができる。実際、この「合意」が終了したことを示す記録は何もない。受託者は単に、Y の代理人 B にこれ以上会うことを断っただけである。原審は、受託者が A と B に対して、他の金融機関と競争していることを告げたと認定している。さらに、B が X に対して、ポートフォリオの要約のような特別な配慮を申し出たのは、明らかに X のような有望な顧客に対する売り上げを伸ばすためであった。Y が X に個別的な勧誘を行ったのは、車のディーラーが（顧客に対して）その在庫に特別な興味を惹かせようとするのと全く同じである。

受託者は、彼らが X と Y との間に合意があったと信じて行動したことを示すこともできな

³ Little and Thrailkill, *Fiduciaries under ERISA: A Narrow Path to Tread*, 30 *Vanderbilt L. Rev.* 1, 4-5 (1977).

い。受託者は、YにXの投資ポートフォリオを与えることすらしてない。Yは、Xのポートフォリオ構成を知らなければ、「制度の特有なニーズに基づいた個別的な投資助言」(29 C.F.R. § 2510.3-21(c)(1)(ii)(B))を行うことはできない。さらに、そのような基礎的な情報を持たないブローカーの助言に依拠することは馬鹿げたことであろうし、受託者自身が事業経験のない者ではないのである。そのような情報がなければ、Yの投資に関する提案は「とりわけ、投資方針もしくは戦略、全体のポートフォリオ構成、制度の投資の分散のような事項に関して」(29 C.F.R. § 2510.3-21(c)(1)(ii)(B)) 個別的な助言とはなり得ないであろう。そして、1982年にXに受託者が追加されたにも拘わらず、YもしくはYの販売員を受託者として追加したとの陳述はない。最後に、受託者は、Yが取引から得る唯一の手数料は証券の発行者から提供されるものであることを知っていた⁴。

本件は、*American Federation of Unions* 事件に類似する。保険会社が、health and welfare planに自家保険を勧めることに成功したが、他方で、より巨額な請求に関して、同社から超過した場合のカバレッジを推奨した。プランは結局、支払不能になったが、その理由の1つは、自家保険プログラムの保険数理の不健全性さにあった。プランは、保険会社が自家保険に関してプランに個別的な助言を行ったから受託者となると主張して、保険会社を訴えた。裁判所はこれを認めず、「単に自社の商品を購入するよう強く勧めることは、それらの商品に関して、保険会社をエリサ法上の受託者とするものではない」と述べた(841 F.2d. 664)。本件でも同じことが言える。受託者は、これまでうまくいっていたから、Yの勧誘のいくつかを聞いた。Yは当然、顧客の忠誠をはぐくんだ。しかし、Yも受託者も、この関係をXの投資決定のための主要な基礎として受託者が依拠する個別的な助言をYが行うことの合意だとは考えなかった。

結 論

受託者とXは、原審の事実認定が明らかに誤りであることを証明していない。反対に、原審の事実認定は記録によって十分に支持される。Yは受託者ではなくブローカーであり、AとBはその販売員であった。受託者だけがXの資産に関する裁量権もしくは支配を有していた。Yが行ったことは、受託者を説得して、Yに有利となる方法で裁量権限を行使するように

⁴ *Eaves*判決で引用される同じ論文において、当時の労働省の弁護士が、アドバイザーが受託者となるか否かを判断する際に、「…(4) コンサルタントの制度に対する関係が、利害関係当事者取引の禁止に服する程度」を考慮すべきであると述べていることが記されている。

理由は明らかである。受託者が、コンサルタントの報酬がXを当事者とする取引によって決まることに気づけば、受託者がそのコンサルタントのアドバイスに依拠することはありそうにない。本件で受託者は、Yの報酬の唯一の源がXへの販売による引受手数料によることを十分知っており、Yのアドバイスを投資のための主たる基礎とは考えなかった。彼らの行動は、これを裏付けている。さらに、この報酬スキームの故に、もしYが、Xの投資のための主要な基礎として受託者が依拠するアドバイスを提供することによって、受託者となる場合、Yを通じて行ったすべての投資はエリサ法の利害関係ある当事者の取引禁止ルール(29 U.S.C. § 1106)に違反することを受託者は気づかなければならなかった。

努力したことである。受託者と Y は、Y が X に個別的な投資助言を行うことを合意しなかった。受託者は単に、Y の説明を、それが価値を有していた限りにおいて聞いただけである。その価値がなくなった時、すなわち、投資成果が上がらなくなったとき、受託者は聞くのを止めた。したがって、Y がエリサ法およびその下での規則において受託者であると結論づける基礎は何もない。

【判例批評】

1. 投資助言とエリサ法上の受託者

エリサ法は、「制度の金銭その他の財産に関して、直接または間接を問わず、報酬その他の対価を得て投資助言を行う者」は、その限りにおいて、受託者となることを規定する (29 U.S.C. § 1002(21)(A)(ii))。この条文を文字通りに解すると、金融機関（証券会社を含む）が金融商品をエリサ法上の制度に売り込むに際して何らかの助言を行えば、その金融機関はエリサ法上の受託者となってしまうが⁵、これは明らかに不当である。そこで、労働省は規則で、同条の「投資助言を行う者」の解釈を明らかにしている (29 C.F.R. § 2510.3-21(c)(1)。以下、規則という)。

2. 裁量権または支配の要件

規則(A)は、裁量権もしくは支配を要件とする。しかし、年金資産の運用・処分に関して権限または支配を行使する者は、投資助言の有無に関わらず、エリサ法の受託者となる (29 U.S.C. § 1002(21)(A)(i))⁶。しかも、証券取引法上も、証券会社（ブローカー・ディーラー）が、顧客の口座につき裁量権を有しているか、事実上の支配を行っている場合には、信託関係 (fiduciary relationship) の存することが認められている⁷。裁量権または支配を行っている者を受託者とするのは、エリサ法に特有のものではない（まして、投資助言に特有の問題でもない）。エリサ法に特有な点は、受託者として厳格な義務が課されることであろうか。

規則(A)の定める裁量権または支配が問題となった事案として *Stanton* 判決⁸がある。この判決は、制度の受託者 X が 2 年間で 700 件以上の証券取引を行ったが、その 90%以上が、制度の証券取引口座を管理する被告証券会社 Y の外務員 A（共同被告）の招請に基づかない特有の (specific) 推奨によって促されたものであったという事案において、たとえ X が最終的な決定権限を持っていたとしても、A が有効かつ現実に支配しており、X が A の言うとおりに契約書に押印していた (rubber stamp) 場合には、A は受託者となると判示した。そのう

⁵ 報酬その他の対価は、当該制度から直接に支払われる必要はない。 *Reich v. McManus*, 19 EBC 1417 (1995, ND Ill).

⁶ *Olson v. E. F. Hutton & Co.*, 957 F.2d 622, at 626 (8th Cir. 1992); *Schloegel v. Boswell*, 944 F.2d 266, at 272-273 (5th Cir. 1993)を参照。

⁷ See Hazen, *The Law of Securities Regulation*, at 500 (3rd ed. 1996); Loss & Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, at 1008 (4th ed. 2000).

⁸ *Stanton v. Shearson Lehman/American Express*, 631 F. Supp. 100 (N. D. Ga. 1986).

えで、XがAをどの程度信頼していたかについて事実認定が必要であるとして、外務員Aが受託者であることのXのsummary judgmentの申立を却下した⁹。これは、証券取引法上の典型的な過当取引(churning)の事例である。

本件では、4年以上にわたって制度はほとんどYを通じて投資を行っていた(82年には、制度の投資の99%、100万ドル以上がYの推奨によりYを通じて行われた)が、Yの推奨する投資のどれを行うか、そもそも投資をするかどうか、受託者が自分たちで決めていたというのであるから、Yには裁量権も支配の事実も認められないとした本判決に異論はないであろう。

3. 投資助言を行うことの合意の要件

規則(B)は、投資助言が制度の投資決定の主要な基礎となることについて、相互の合意が存したことを要件とする。しかも、制度の特有のニーズに基づいて、個別的な投資助言を行うことを内容とする合意でなければならない。後者の要件は、金融商品に関する一般的な説明では足りないこと、および、投資助言をする者が、制度の投資戦略、全体的なポートフォリオ、分散投資について十分な知識を与えられていることを要求するものであろう。

相互の合意は書面による必要はなく、暗黙の了解であっても良い。後者の場合、当事者の一連の行動によってその存在が示されることになろう¹⁰。例えば、*Ellzey*判決¹¹では、制度を設計して12年間運営してきた被告が、毎年3回程度、投資に関して、安全性を10ランクに分ける格付けを用い、制度のニーズに合わせた(tailored)助言を行っていたこと、被告は、制度が洗練された投資家でなく、他からの投資助言を受けておらず、被告の投資提案を一度も拒否したことがないことを知っていたこと、制度は被告の与える情報が信頼できる投資助言だと信じ、このような被告のサービスに対して毎年報酬を支払っていたこと、以上の事実に基づき、上記相互の合意の存在が認定されている¹²。

規則(B)について判断した判決に次のものがある。*Olson*判決¹³は、被告証券会社Yの外務員A(共同被告)によるCD(譲渡性預金)の過当売買・無断売買が争われたところ、原審がAのエリサ法上の受託者でないことのsummary judgmentの申立を認めたことに対して、原告

⁹ 証券会社Yは、制度の口座にあてがわれた外務員に対する裁量権もしくは支配を有するから、「制度資産の運営・処分に関して裁量もしくは支配」を行使する者として受託者となるとして、Yが受託者であることについてXのsummary judgmentの申立を認めた。受託者としての義務違反についてYは、Aの選任と監督(train and supervise)を怠らなかった場合に、その責めを免れるとする。

¹⁰ *Ellzey v. Carter*, 920 F. Supp. 26, at 29-30 (D. Conn. 1995).

¹¹ *Id.*

¹² この事案で、原告=制度は、被告が安全性8(10が最も安全)と推奨した証券に、全資産の40~45%、22万ドル以上を投資したところ、被告は証券の発行者から販売手数料として5%を得ており、しかも、それを制度に開示しなかったことが受託者としての義務違反にあたると主張した。

¹³ *Olson v. E. F. Hutton*, supra note 6.

=制度管理者が上訴したという事案であるが、原告に最も有利に記録を解釈すれば、A が裁量権を有していたとの認定も可能であり、原告が投資に詳しい人物を捜してAに接触したこと、原告が資産の80%を社債か社債タイプの証券に投資する意図を述べたところ、Aが安全な投資としてCDを提案したこと、規則(B)の合意が存したとの認定も可能な記録も存するとして、summary judgmentを破棄して、差し戻した。

*Thomas Head*判決¹⁴は、制度がYの投資助言に基づき、担保のため信託された不動産を裏付けに振り出された約束手形 (deed of trust note) に70万ドル超、制度資産の40%超を投資したところ、本件4通の手形につきYの不実表示 (misrepresentations) があったとして、制度がYに対して、エリサ法上の受認者としての義務違反に基づき、損害(14万ドル余)の賠償を求めた事案である。Yは、うち1通について不実表示と20%の投資利回りを保証したことを認めた。また、Yは通常、これらの手形の販売につき10%の報酬を得ていたが、本件手形については、Yが自ら購入して高値で制度に売却して利益を得ていた。原審は、規則(B)に基づきYはエリサ法上の受認者となり、Yの不実表示は受認者としての義務に違反すると判示したため、Yが上訴した。相互の合意につき、上訴審は、制度とYの関係は、9年以上にわたり、制度資産の70万ドル・40%超の投資に関与し、しばしば会合を開いて、投資戦略・分散投資および投資すべき手形を選別する基準について話し合っており、制度はYの推奨に基づき迅速に行動したこと、原審が相互の合意の存在を認定したことは証拠によって支持しうるし、明白な誤りもない、と判示した。これには反対意見が付されている。反対意見は、「①自己の所有する財産を販売する者は、エリサ法の対価を得て投資助言をする者とはならない。本件でYは手数料ベースで働いて、自己の商品の購入を推奨したのであり、Yの個人的利害と忠実性は、すべての当事者に明らかであった。②ブローカーは、顧客のニーズを自己の在庫で満たすという仕事をうまくやったというだけの理由で、エリサ法上の受認者とされてはならない。会合の頻度や投資額は、合意の存在を示すものではない。州法もしくはモンローの詐欺に基づいて判決すべきである」と主張する。

本判決は、様々な事情を引いて規則(B)の要件が満たされていないことを認定しているが、本質的には、ブローカーと顧客の関係にすぎないことを理由とするものであろう。

4. 機能的定義の問題点

エリサ法は、年金資産の健全な運用を確保するため、年金資産の運用・処分の権限を行使する者(29 U.S.C. § 1002(21)(A)(i))に受認者として広範な義務を課すとともに(29 U.S.C. § 1104(a)(1))、義務違反により年金資産に生じた損害の賠償責任を定める(29 U.S.C. § 1109(a))。さらにエリサ法は、資産運用の専門家でない年金資産の運用権者は、その責務を果たすに際して、専門家の投資助言に依拠せざるを得ないことから、投資助言を行う者を受認者と定め(29 U.S.C. § 1002(21)(A)(ii))、運用権者と同じ義務と責任を課すことにより、運用の健全性確保を確実なものとしようとする。規則(B)は、このような行為基準が課される投資助言者を定義したものと理解することができる。この場面で、ブローカー・ディー

¹⁴ *Thomas, Head & Greisen Employees Trust v. Buster*, 24 F.3d 1114 (9th Cir. 1994).

ラーがエリサ法の投資助言者となることは通常ない (29 C.F.R. § 2510.3-21(d) 参照)。本判決が述べるように、投資商品を年金資産に売り込むことで利益を得るブローカー・ディーラーに、専ら制度加入者等の利益のために行為すべき義務 (29 U.S.C. § 1104(a)(1)(A)) を負う投資助言者の機能を期待することはできないからである¹⁵。

しかし、エリサ法の受認者の定義は、行為基準の設定とは別に、年金資産に生じた損害につき賠償責任を負う者を定めるという側面も併せ持つ¹⁶。ブローカー・ディーラーがエリサ法に基づく損害賠償責任を負うのは、エリサ法の定める受認者の義務に違反した場合である。そのため、裁判所は、ブローカー・ディーラーの責任を認めるに際して、年金資産に対する支配を認定できない場合、投資助言に関する規定を利用することになる。エリサ法は、受認者を機能的に定義することで、柔軟な解決を可能にしたが、同時に、受認者の定義が損害賠償責任を負う者の範囲と結びつけられたため、エリサ法の受認者には様々なものが取り込まれることになった。このことが、投資助言に関する判決例を整合的に理解することを困難にしている¹⁷。前述したように、エリサ法の広範な受認者の義務を直ちにブローカー・ディーラーに適用することは適切ではないが、他方で、ブローカー・ディーラーのエリサ法に基づく責任を認めるためには、受認者としての義務に違反したことを認定しなければならないからである。

解決の糸口は、投資助言者の定義ではなく、ブローカー・ディーラーの責任根拠に焦点を合わせることにあるように思われる。例えば、*Wolin* 判決¹⁸は、年金資産の受託者で投資経験のない X が、投資助言を得るために証券会社 Y の外務員 A (共同被告) を雇い、安全で流動性の高い投資先を尋ねたところ、A は、不動産投資を行う複数の limited partnership に 20 万ドル (年金資産の 30%) を投資するように助言し、かつ、それが安全で流動性の高いことを確約したが、実際には、ハイ・リスクで流動性の低い投資であったという事案において、従来の判決例によれば「投資助言者は、合意に従って助言を行い、それに対して報酬を受け、かつ、年金資産の投資決定を支配するのとはほぼ等しい (approaching) 影響力を有している場合、受認者となる¹⁹」と述べ、「A はこれらの要件を満たしているから、受認者であり、受託

¹⁵ これに関して、Michael Lewis, *Liar's Poker*, at 163-172 (Penguin Books) が参考になろう。

¹⁶ これにつき、拙稿・後掲「5-1救済」を参照。

¹⁷ 例えば、行澤一人「米国において年金資産を取り扱うブローカー・ディーラーの受認者としての地位—証券法規制とERISAの交錯—」神戸法学会雑誌49巻3号625頁、637頁は、規則(B)に関する上記判決をまとめて、「結局、ブローカー・ディーラーの…投資運用方針の決定に関する事実上の影響力の大きさをERISAの信託義務の基礎としてよいと考える第九巡回区の判断と、それだけでは足りず…投資判断の主要な基礎となることの明確な合意ないし契約がなければ…受認者とはならないという第七、第八巡回区の判断が鋭く対立している」と評釈する。

¹⁸ *Wolin v. Smith Barney Inc.*, 83 F. 3d 847 (7th Cir. 1996).

¹⁹ これは、行澤・前掲注17・637頁の「ブローカー、ディーラー [が] 年金資産の投資判断を事実上コントロールするようなことがあれば、年金受給者の保護という『錦の御旗』によって、ERISAを優先的に適用すべきである [エリサ法の受認者となる]」という主張と同じものであろうか。

者に対して慎重な (prudent) 助言を行うべき義務、もっと明確には、受託者を意図的に誤解させない義務を負う」と判示した²⁰。ここでは、*Thomas Head* 判決と同様に、規則(B)の要件はあまり重視されていない。この事件では、安全で流動性の高い投資先につき助言を求めた X に対し、安全で流動性が高い投資であると偽って²¹ハイ・リスクで流動性のない投資先を助言した A のエリサ法上の責任が問題となった。*Thomas Head* 判決も、不実表示を行った投資助言者 Y²²の損害賠償責任が問題となった事案である。*Olson* 判決では、過当売買が争点であった。これらの場合に、エリサ法の受託者として広範な義務を負うことになる投資助言者を定義する規則(B)を厳格に適用して責任を否定することが適切でないことは明らかである。

本判決は明らかにこれらの判決とは事情が異なる。本件で X は、A や B の行った投資助言の違法性ないし義務違反を何ら述べていない。X は、助言に従った投資により X は損失を受け、Y は利益をあげたから、Y は受託者としての忠実義務 (29 U.S.C. § 1104(a)) に違反したと主張するのみである。これこそ、規則(B)が排除しようとしたものであり、本判決が規則(B)を厳格に適用して、Y は受託者でないと判示した理由はここにある。

【わが国への示唆】

わが国の年金資産の投資決定に関して、証券会社が投資助言者としてどの程度関与しているのか知らないが、証券会社が、年金資産の運用権者の投資決定に対して、投資助言ないし投資推奨を通じて相当の影響力を及ぼす場合はあり得るであろう。この場合に、エリサ法のような高度な受託者としての義務を認める必要のあることが指摘される²³。そのことの当否は措いて、ここでは次の点を指摘するにとどめよう。

当然のことだが、年金資産の運用権者が証券会社等の投資助言に従って投資を行った結果、損失を被ったからといって、投資助言者の責任を迫及できるわけではない。それが不適切な投資助言の結果であるとするれば、不適切な投資助言に従った運用権者も義務違反に基づく責任を免れない。*Wolin* 判決²⁴における Posner 判事の言葉を引いておこう。「A に騙されたという X の主張は、X がプランに対する受託者の義務に違反したこと [筆者注：投資がハイ・リスクで流動性のないことを記述した目論見書を読まなかったことを指す] を自白してやっとな信用できるものである。…X はプランの資産を守るための最も基本的な注意を怠り、エリサ法の調査義務に違反した…。X は、原告ではなく、プランの受益者が受託者の義務違反を理由に提起する訴訟において、A やその使用者 Y とともに被告となるのがふさわしいといえよ

²⁰ *Wolin, supra note 18, at 849*. ただし、出訴期限 (29 U.S.C. § 1113) により、Xの請求は棄却された。

²¹ AがXに交付した目論見書には、本件投資はリスクが高く、流動性のないことがはっきりと記述してあったというのであるから、XがAの説明をどの程度信用したかは相当に疑わしい事件であった。

²² Yは1通の手形につき不実表示と利回り保証を認めたが、残りの3通についてもYの不実表示があったと認定されている。*Thomas Head, supra note 14, at 1120-1121*.

²³ 例えば、行澤・前掲注17・639頁。

²⁴ *Wolin, supra note 18, at 851*.

う」。

投資助言者について言えば、不適切な投資助言を行って年金資産の運用権者の投資判断を誤らせた場合には、金融商品販売法や民法の不法行為（説明義務を契約責任と解すれば、債務不履行責任）、積極的債権侵害に基づく責任が生じよう。さらに、年金資産の運用権者は、他人の資産を運用するのであり、様々な法令上の規制がある（厚生年金保険法 136 条の 3、確定給付企業年金法 67 条など）ことに注意しなければならない。自分の資産を運用する投資家であれば、十分な説明を尽くしたうえでハイ・リスクな投資を勧誘することも許されるであろうが、年金資産の運用権者については、必ずしもそうとは言えない。そのような投資が運用権者の義務違反となる場合、義務違反に加功したことの責任が生じうる可能性はある（その責任を、どのように法律構成するかは問題があるが）。

5 違反に対する救済と民事罰

5-1 救 済

Gerald W. Kerr v. Vatterott & Co.; Commerce Bank of St. Louis,
184 F.3d 938 (8th Cir. 1999)

早川 徹
関西大学
法学部教授

【判例の概要】

401(k)プランに基づく給付が不当に遅延しても、加入者が支払の遅延した間に個人別年金勘定に生じた利益を含めて給付を受けた場合には、加入者は、エリサ法 502 条(a)(3) に基づき、適時に支払が行われていれば得られたであろう利益との差額について受託者の責任を追究することはできない。

【事実の概要】

本件は、年金プランの加入者である X が、プランの運営管理者である Y1 およびプランの受託者である Y2 銀行を相手に、3 年半も支払が遅延したことに対する救済を求めた事案である¹。

X が社長で唯一の株主である A 会社は、不動産の取得・開発・販売を目的として、被告 Y1 と P パートナシップを設立した。P の業務は A 会社が行い、P の財政面は Y1 が担当した。

X を含む P の従業員は、P の事業のみならず Y1 の事業にも従事し、Y1 の 401(k) 年金プランの有資格者であった。Y1 は、P の従業員のために、事業主としてマッチング拠出を行った。1991 年 7 月 12 日、Y1 は、X を含む P の全従業員に対して、給与と年金拠出を支払うことができなくなったことを理由に、同月 14 日に雇用契約を終了する旨を通告した。

プランは、定年前に退職した加入者に、個人別管理資産勘定 (individual plan account) の純資産に対応する額の受給権を認めていた。プランでは、受託者は、加入者の退職後できるだけ速やかに給付を行わなければならないとされていたが、プラン運営管理者による指示があるまでは支払ができないことになっていた。給付の額は、支払の請求と授権があった時における直近の四半期終了日における個人別管理資産額に基づいて、受託者が裁定する。

雇用終了時点で、X は 401(k) プランの完全な受給権を有していた。91 年 10 月 28 日、

¹ なお、X は Y1 らが適時にプラン書類 (Plan Document) の要求に応えなかったことに対する民事罰 (statutory penalty) も求めており、控訴審はこの請求を棄却した原判決を破棄差し戻したが、これについては省略する。

XはY1に対して払戻請求をしたが、返事はなかった。Xの受給額は、91年9月30日現在で16,968ドルであった。その後、Xは同年12月と93年2月に請求を行ったが、応答はなかった。93年7月5日になって、Y1の社長GはXに対して、Y1がPの従業員のために行った事業主マッチング拠出の半額5,902ドルはXの負担であり、それが支払われるまで、Y1はXに対する給付を行わない旨を通知した。Xがマッチング拠出の支払を拒んだので、Y1はXに対する支払を拒んだ。

95年1月、Xは弁護士を通じて、Y1とY2に対し、Xの年金勘定の完全な計算(accounting)とプラン報告書のコピーをXに交付すること、および、Xの年金勘定につきtrustee-to-trustee移転を行うことを要求した。Y1は、Xの拠出額、事業主マッチング拠出額、年金資産が投資された投資ビークル、年金資産から生じた利益を含めてXの年金勘定について通知した。Y1はまた、プラン報告書のコピーはY2銀行によって送付されると述べた。しかしY1は、マッチング拠出に対するXの負担部分の支払を受けるまで、Xへの支払を拒絶した。Y2銀行は、プランの運用管理者であるY1からの授権がなければ、支払をすることができないとXに通知した。

95年3月22日、GはXの弁護士に、Y1はX個人ではなく、PにおけるパートナーであるA会社に対してマッチング拠出の負担を求めたと通知し、Xに払戻請求書を交付した。Xは払戻請求を95年4月11日に行い、Y1は4月17日に支払の授権を行い、5月4日、Y2は95年3月31日現在のXの年金資産額である22,490ドルにつきtrustee-to-trustee移転を行った。原審は、Xの年金勘定は最初の支払請求がされた時の基準日である91年9月30日から95年3月31日の間に5,522ドル=年8.6%の利益を生んだことを認定している。

Xは、払戻請求の前日である95年4月10日に本件訴えを起し、29 U.S.C. 1132条(a)(1)(B)²に基づく損害賠償と利息の支払いなどを請求した。さらにXは、事実審理の開始直前に同条(a)(3)に基づくエクイティ上の救済の申し立てを追加した。

原審(1998 U.S. Dist. LEXIS 22303)は、非陪審審理を行い、Xの1132条(a)(1)(B)に基づく損害賠償請求は、Xが年金資産勘定の全額につき事実審理の開始前に支払を受けたことから、争訟性を欠く(moot)と判示し、利息の支払請求は1132条(a)(1)(B)と1132条(a)(3)のいずれに基づくにせよ、救済として不適切であると否定した。

Xは控訴して、逸失利息は1132条(a)(3)に基づくエクイティ上の救済として適切であるなどと主張した。

【判 旨】 本報告の対象とする部分については、Xの上訴を棄却。

Xの上訴はエリサ法の3つの条文、すなわち1132条(a)(1)(B)、1132条(a)(3)および1132条(c)を含んでおり、当裁判所はそれらを順次取り上げる[最後の点は本報告では省略する]。

² 条文については、判決文に従って、エリサ法の条文番号ではなく、U.S.C.の条文番号で引用する。

A. 1132 条(a) (1) (B) : 受給権として回復請求できる額

1132 条(a) (1) (B) は、加入者が「プランの条項に基づく加入者の権利を実現する(enforce) ため、または、プランの条項に基づく将来の給付を確認するため」訴えを提起することを認める。X は、プランに基づき権利が認められる年金資産の支払を受けたことは争っていない。X は、支払を受けるために 3 年半も待たされ、しかも、訴訟の提起を余儀なくされたことを理由に、彼の受けた支払は不適切であると主張する。しかし、本条文の文言は支払が不適切であるとの X の主張を禁じる。本条は、X に「プランの条項に基づく加入者の権利を実現するため」に訴訟原因 (cause of action) を認めるが、プランの違反に関する契約外の損害賠償に関する請求権を認めるものではない。*Massachusetts Mut. Life Ins. Co. v. Russell*, 473 U.S. 134, 144 (1985) (…本条は、契約外の損害賠償についても、争いのある請求につきプラン運営管理者の処理が遅滞したことによる効果についても、何ら規定していない)、*Medina v. Anthem Life Ins. Co.*, 983 F.2d 29, 32 (5th Cir. 1993) (本条は、契約外の損害賠償について回復請求 (recovery) を認めるものではない) を参照。X は本条で認められる全ての支払を受けたのであり、この点に関する X の訴えは争訟性を欠くとした原判決は正当である。

B. 1132 条(a) (3) : 受認者の義務違反を理由とする回復

1132 条(a) (3) は、加入者が「(A) 本編 (This title) の規定またはプランの条項に違反する行為もしくは慣行を差し止める (enjoin) ため、または、(B) (i) そのような違反を正すために、または、(ii) 本編の規定もしくはプランの条項を実現するために、その他の適切なエクイティ上の救済を求めて」訴えを提起することを認める。本条は、個々の加入者が、受認者の義務違反を理由に、個人の資格で、1132 条の権利実現のための他の規定によって明確にカバーされていないエクイティ上の救済を求めることを認める。*Variety Corp. v. Howe*, 516 U.S. 489, 512 (1996) を参照³。X は、Y1 は不当に支払を遅延した点で運営管理者として受認者の義務に違反しており、もし支払が不当に遅れなければ、X はプランが実際に得た以上のリターンを得ることができたであろうから、X は損害を受けたと主張する。義務違反の有無は争われていないから、当裁判所は、この点につき判断しない。むしろ争いは、1132 条(a) (3) により認められる適切な救済の方法にある。

最高裁判所は、1132 条(a) (3) を「あらゆる事態をカバーしうるもの (catchall)」あるいは「セーフティネット」と特徴づけているが (*Howe*, 516 U.S. at 512 を参照)、1132 条(a) (3) は無制限に自由な利用を許すものではない。条文の文言は救済を「適切なエクイティ上の救済」に制限している。最高裁は、1132 条(a) (3) に基づく回復 (recovery) は、差止命令 (injunction)、原状回復 (restitution)、職務執行命令 (mandamus) のような伝統的なエクイティ上の救済に限定され、填補損害賠償請求にまで拡張されないこ

³ *Howe* 判決については、「企業年金法制のあり方」研究会報告書『米国企業年金法に関する国家の後見機能と過去 10 年間の最高裁判決』14 頁以下 [小櫻純担当] を参照。

とを確認した。*Mertens v. Hewitt Assocs.*, 508 U.S. 248, 256-58 (1993)を参照⁴。さらに、*Howe v. Varity Corp.*, 36 F.3d 746, 755 (8th Cir. 1994) (*Mertens* 判決により、填補損害賠償は 1132 条(a)(3)に基づき回復請求することはできない) *aff'd on other grounds*, 516 U.S. 489 (1996)を参照。Xに救済を与えないことはエリサ法の基本目的に反するとのXの主張は、回復を「適切なエクイティ上の救済」に限定する 1132 条(a)(3)の明確な文言に取って代わることはできないこと、*Mertens*, 508 U.S. at 261 (「基本目的」という曖昧な概念は、ここで検討している特定の問題に関する条文の文言を覆すには不十分である)を参照。

最高裁は *Howe* 判決で、本規定の他に救済が明確に存在しない場合に、救済を与えるというエリサ法の広範な目的について論じている。しかし、この一般的な議論は、*Mertens* 判決における「適切なエクイティ上の救済」についての最高裁の限定的解釈を変えるものではない。*Howe* 事件は、最高裁では、差止命令による救済だけが問題となり、金銭賠償は問題とならなかった⁵。右最高裁判決は、回復請求をプランを代位して行う救済に限定することに反対して、個々の加入者に受認者の義務違反を理由とする訴訟原因が与えられることを論じた。右判決は個々の加入者に権利が認められる回復請求のタイプを判示したものではない。*Howe*, 516 U.S. at 495-96 (1132 条(a)(3)に基づく回復請求が、いくつかの控訴裁判所が判示したように、プランだけに利益をもたらす回復に限定されるか否かに議論を制限している)を参照。また、*Weir v. Federal Asset Disposition Ass'n*, 123 F.3d 281, 290-91 (5th Cir. 1997) (*Howe* 判決は *Russell* 判決あるいは *Mertens* 判決を覆すものではない)も参照。事実、*Howe* 判決で最高裁は、*Russell* 判決と異なることを判示する際に *Mertens* 判決を承認して引用している。*Howe*, 516 U.S. at 509-10 (*Russell* 判決は 1132 条(a)(3)に関する先例 (control disposition) とはならない。*Russell* 判決における原告は明確に 1132 条(a)(3)に依拠することを否定したからである。[これは]「原告は填補損害賠償と懲罰的損害賠償を求めており、[1132 条(a)(3)は]『エクイティ上の』救済だけを認めているからであろう」と述べて、*Mertens* 判決 (508 U.S. at 255, 256-58 & n.8) を引用している)を参照。

要約すると、1132 条(a)(3)は、Y1 の受認者としての義務違反により X が個人として被った損害に対する救済を規定するが、その回復は「適切なエクイティ上の救済」に限定される。それは差止命令、原状回復、職務執行命令による救済を含むが、填補損害賠償まで含むものではない。X は、1132 条(a)(3)(B)は、Y1 が不当に支払を行わなかった 3 年半の間に X が支払を受けていれば得られたであろうリターンと、プランがその間に得たリターンとの差額につき金銭賠償を認めるものであると主張する。そうすると、答えるべき問題は次のようになる。X が彼の年金資産額の資金に基づき仮定的に稼ぐことができたであろうところと、プランが

⁴ *Mertens* 判決については、前掲注 3 報告書 16 頁 [小櫻純担当]、30 頁以下 [木村仁担当] を参照。

⁵ 当裁判所は *Howe* 事件で、控訴人は、控訴人が詐欺によってプランから脱退しなければ受領していたであろう額と等しい額については、「原状回復の性質を有する」として、金銭賠償の権利が認められるとも判示した (36 F.3d at 756)。この判示部分は最高裁に上告されなかったから (516 U.S. at 495)、この最高裁の判断を、どこまで金銭賠償をエクイティ上の救済と考えることができるかについて論じたものと読むわけにはいかない。

現実に稼いだところとの差額は「適切なエクイティ上の救済」であるか否か、すなわち、それは原状回復なのか、それとも填補損害賠償なのか。

原状回復にはエクイティ上のものと填補賠償とがありうる。エクイティ上の原状回復と填補賠償との基本的な区別は、請求が認められる起源 (genesis) に注目する。原状回復は被告が不法に得た利益に着目するのに対して、填補賠償は被告の違法な行為による原告の損害に注目する。原状回復は、違法に得た利益を没収して、再び不法な行為を働くインセンティブを除去することにより、不法行為者を罰しようとする。他方で、金銭賠償は原告の損害に着目し、原告の被った被害を金銭で回復しようとする。

エクイティ上の救済は明らかに差止請求による救済や宣言的救済を含む。当裁判所は *Howe* 判決で、従業員が年金プランから脱退したのは詐欺によるものであるから、その者はプランの加入者としての資格を回復する差止命令を求めると判示した (*Howe, 36 F.3d at 756* を参照)。最高裁は、従業員に差止命令を認めて、上訴を棄却した (*Howe, 516 U.S. at 515* を参照)。当裁判所は、当該従業員がプラン加入者に留まっていれば得られたであろう受給額につき金銭分与を認めた。差止命令は、当該従業員がプランによってカバーされていなかった期間について遡及的に救済を与えるものではない。したがって、当裁判所の「原状回復」の付与は差止命令—原告を「不実表示がなかったなら、原告が [プラン加入者として] 占めていたであろう地位に」回復させること—の当然の結果として必要であった (*Howe, 36 F.3d at 756*)。同様に、*Slice v. Sons of Norway* 判決で、当裁判所は原告の求める救済の性質に注目して、当該事案において原告は契約外の約束を信頼したことに基づく金銭賠償を求めており、それは「エクイティ上の」ものではないと判示した (*34 F.3d 630, 633 (8th Cir. 1994)*)。X の請求に戻り、X の請求権の特性ではなく、X の求める救済の性質を考察する。

X は、X によれば得ることができたであろうところと、実際に彼が得たところとの差額—あるいは「逸失機会費用」—を損害として金銭賠償を求めている。X は、プランに基づき支払われるべき給付を失ったことではなく、プランの運営管理者が X の積み立てられた年金勘定を X が再投資できるよう適時に支払わなかった結果として損失を被ったと主張して、本件請求をしている。Y1 は X に支払をしなかったことにより何も得ていない。X は彼の年金勘定の運用益を受領した。X の主張する損失ではなく、Y1 に利益がないことに注目すれば、吐き出すべき利益はない。したがって、X の請求は原状回復の請求ではない。「[X] が求めているのは、填補損害賠償—その主張する受認者の義務違反の結果として被った損失に対する金銭的救済—以外の何物でもない」 (*Mertens, 508 U.S. at 255*)。X の求める救済はエリサ法 1132 条(a)(3)により「適切なエクイティ上の救済」として回復請求できるものではない (*Id.*)。さらに、*Rogers v. Hartford Life and Accident Ins. Co., 167 F.3d 933, 944 (5th Cir. 1999)* (障害給付金の不当な支払拒否のため負担した医療費、すなわち、「make whole」損害賠償は、*Mertens* 判決によりエクイティ上のものではないと判示) ; *Allinder v. Inter-City Prods. Corp., 152 F.3d 544, 552 (6th Cir. 1998)* (不本意ながら、*Mertens* 判決により、不当な障害給付金の支払遅延により生じた填補損害賠償を認めなかった) cert. denied, *143 L. Ed. 2d 110, 119 S. Ct. 1115 (1999)* ; *Kemmerer, 70 F.3d 281, 289* (早期にプランを終了させた結果生じた税負担上の不利益の回復を求める金銭賠償はエクイティ上のものではない) ; *Armstrong v. Jefferson Smurfit Corp.,*

30 F.3d 11,13 (1st Cir. 1994) (一時金の分配に課税された金額の填補請求は、「make whole」救済といわれるが、エクイティ上のものではない) ; *Novak v. Andersen Corp.*, 962 F.2d 757, 760-61 (8th Cir. 1992) (プラン運営管理者が引出時のロールオーバー・オプションを加入者に通知する義務に違反したため、加入者が支払った追徴課税の回復を求める救済を否定) cert. denied, 508 U.S. 959 (1993)も参照。

X は、事業主の障害保険プログラムによる給付が遅滞したことに対する利息は、遅滞が受認者の義務違反となる場合、1132 条(a)(3)により回復請求できると判示した最近の第 3 巡回区裁判所判決を援用する。 *Fotta v. Trustees of the United Mine Workers of Am., Health and Retirement Fund*, 165 F.3d 209 (3rd Cir. 1998)。この判決は、不当利得を根拠にする。Id. at 213 を参照。プランは障害給付として原告に支払うべき資金で利息を稼ぎながら、原告に支払をする時、その利息を支払わずに保持した。これは原状回復の古典的な事例である一不正な利得を得た悪事者から利益を吐き出させる。これに対して本件 401(k)プランは確定拠出型のプランである。X の個人資産勘定が稼いだものは全て X の資産勘定に記帳される。プランではなく、X がその稼ぎを受領した。したがって、誰も X の損失で不当に利得していない。 *Fotta* 判決が契約外もしくは派生的損害として利息の回復を許すかのように読める限りにおいて、当裁判所はこの判決に同意しない。

判決前利息 (prejudgment interest) の付与は、原告に 1132 条(a)(3)(B)による「他の適切なエクイティ上の救済」を与えることが必要な場合、エリサ法により許される。 *Mansker v. TMG Life Ins. Co.*, 54 F.3d 1322, 1330-31 (8th Cir. 1995) ; *Dependahl v. Falstaff Brewing Corp.*, 653 F.2d 1208, 1219 (8th Cir.) (事業主が不当に給付を遅滞し、その間に資金を利用したことを理由に判決前利息を付与した原判決を支持) cert. denied, 454 U.S. 968 (1981), and 454 U.S. 1084 (1981) を参照。判決前利息は、原状回復と同様、コモンロー上のもの、エクイティ上のもの、いずれもありうる。 *Dependahl*, 653 F.2d at 1219 (コモンロー上、エクイティ上、いずれも、支払義務を負う金銭に対して利息が認められる) を参照。さらに、 *Stroh Container Co. v. Delphi Indus., Inc.*, 783 F.2d 743, 752 (8th Cir.) (判決前利息の目的は、「勝訴当事者に生じた金銭的損害の真の費用を補償すること [コモンロー上の、填補損害賠償]、および、…和解 (settlement) を促進し、訴訟による遅延から不当に利益を得ようとすることを防ぐこと [エクイティ上の救済]」にある) , cert. denied, 476 U.S. 1141 (1986)を参照。判決前利息を認める判決に共通するのは不当利得—不法な行為をした者が、訴訟の間、行わなかった給付を利用したり、それで稼いだ利息を保持することは許されるべきではないこと—である。しかしながら、上述したように、Y1 は、稼いだものを保持したわけでも、給付を遅滞している間に X の資金を利用したわけでもないから、不当に利得していない。

さらに当裁判所は、X が、彼の勘定の運用益を受領したとき、彼の資金の時間的価値につき補償を受けたことにも注目する。原審は、X の資金が年 8.6%の運用益を稼いだと認定した。これは、判決前利息を付与する際に使われる 5.89%の法定利息よりも高い。28 U.S.C. § 1961(a)(1994) (民事事件に関する判決前利率を「(財務省により決定された) 発行時の表面利率 (coupon issue yield equivalent) に等しい利率」と定める) ; *Mansker*, 54 F.3d at 1331 (28 U.S.C. § 1961 は、エリサ法による判決前利息と判決後利息の両方につき、利率を定める適切な基準

を定める)を参照。年金勘定が争われている間の運用益を受領したことに加えて、Xに判決前利息を与えることは、エクイティによるものではなく、懲罰的なものとなるであろう。これにつき、*Ford v. Uniroyal Pension Plan*, 154 F.3d 613, 618 (6th Cir. 1998) (1132条(a)(1)による判決前利息を填補賠償とみなして、「過度の判決前利率はエリサの原告に過剰な補償を与え、それによって判決前利息の付与が填補賠償から懲罰的賠償へと変質することになろう」と述べる) ; *Gibson v. Mohawk Rubber Co.*, 695 F.2d 1093, 1102 (8th Cir. 1982) (判決前利息と雇用法の年齢差別による定額損害賠償の両方を付与することは、二重の回復となり、「make whole」救済の考えに反するから、その両方を得ることは許されない)を参照。判決前利息がエリサの事件におけるエクイティ上の救済として許される限度で、本件において判決前利息を付与することは、Y1は不当に利得していないこと、および、Xは支払が適切に行われなかった期間につき適切な補償を得ていることから、正当ではない。それ故、Xの求める救済はエクイティ上のものではないという理由で、Xには1132条(a)(3)による救済は認められないとした原審の判断は正当である。

【判例批評】

1. エリサ法の認める加入者の救済 (remedies)

本判決が述べるように、年金の給付が不当に遅延しても、加入者が支払の遅延した間に個人別年金勘定に生じた利益を含めて給付を受けた場合には、加入者はエリサ法 502条(a)(3) (29 U.S.C. § 1132(a)(3))に基づき受認者の責任を追及することができないことは、エリサ法に関する最高裁判例であり、この点に関するXの請求を棄却した本判決の結論は正当である。

エリサ法は加入者の求めうる救済として、受給権の給付請求権を規定する (29 U.S.C. § 1132(a)(1)(B))。本件においてXは支払が遅延した間の利益を含めて個人別年金勘定の全額につき給付を受けたのであるから、右規定に基づくXの請求は認められないとした本判決の結論 (判示A) に異論はないであろう。

加入者の受給権は年金資産に対する持分 (その金額は個人別年金勘定によって表される) として観念されるから、受認者の義務違反によって年金資産自体が減少した場合、受給権自体がそれに応じて減少する。この場合の加入者の保護は受給権の給付請求権を定める右規定によっては達成できない。そこでエリサ法は、409条 (29 U.S.C. § 1109) で受認者の義務違反に基づくプラン=年金資産に対する損害賠償義務および得た利益の返還義務を定めるとともに、加入者がこのプランの権利につき、プランを代位して受認者の責任を追及することを認める (29 U.S.C. § 1132(a)(2))。

さらにエリサ法は、これらの規定によって加入権者の保護を図ることができない場合に備えた「catch-all」または「セーフティネット」として⁶、加入者は「(A)本編の規定またはプランの条項に違反する行為もしくは慣行を差し止める (enjoin) ため、または、(B) (i) そのような違反を正すために、または、(ii) 本編の規定もしくはプランの条項を

⁶ *Varity Corp. v. Howe*, 516 U.S. 489, at 512 (1996)、前掲注3報告書14頁以下 [小櫻担当] を参照

実現するために、その他の適切なエクイティ上の救済」を求めることができると規定する (29 U. S. C. § 1132(a)(3))。加入者は、(プランの権利を定める a 項 2 号とは異なり) 自己の権利として、本号に基づく救済を求めることができる⁷。しかも、本号に基づき責任を追及できる相手は受認者に限られない⁸。他方で本号の救済は、差止命令や原状回復などの伝統的なエクイティ上の救済に限定され、金銭賠償は、それがエクイティ上の原状回復に基づく場合には認められるが、填補損害賠償は認められない⁹。

2. 本判決の結論の妥当性

次述するように、エリサ法 502 条(a)(3)に基づく救済を伝統的なエクイティ上の救済に限定する最高裁判例に対しては批判もあるが、この点をどのように解するにせよ、本件において X の請求を棄却した本判決の結論に異論はないであろう。その理由は、判決前利息に関して、本判決が指摘しているところに尽きる。第 1 に、年金資産は Y2 銀行に信託されていたから、支払遅延によって、Y1 は何ら不当な利得をしてない。第 2 に、支払遅延の間の運用益は全額 X に給付されており、しかも、法定利率よりも X にとって有利なものであった。X の保護という観点からも、受領した給付以上の金銭の支払請求権を認める必要性は存しない。第 3 に、適時に支払が行われていれば、X が実際に給付を受けた利益以上の利益を獲得できたであろう蓋然性を示す証拠は何も存しない。したがって、仮に、エリサ法 502 条(a)(3)が加入者個人の権利として填補賠償を認めたと解するとしても、X の請求は棄却されることとなろう。

Y1 に利得がなく X に損失がないとすれば、本件において X の請求を認める根拠として考えられるのは、せいぜいのところ、懲罰的賠償であろう。つまり、X の得た利益は X の積み立てられた個人別年金資産の運用によって得られたもので、支払を不当に遅延して受認者の義務に反した運営管理者である Y1 は何らのペナルティも支払っていないことの不当性であろう。支払を不当に遅延しても何らのペナルティが課せられないのであれば、受認者が適時に支払をしない危険を増大させるから、X の請求を認めることはエリサ法違反を正すために適切な救済であるということになるだろうか。しかし、懲罰的賠償がエリサ法 502 条(a)(3)にいう「他の適切なエクイティ上の救済」として認められないことに異論はないし¹⁰、このような主張は次の点で支持できない。

年金資産が信託されている場合、Y1 は、給付を遅滞しても資金を節約できるわけでは

⁷ *Id.* at 509-513、前掲注 3 報告書 15 頁 [小櫻担当] を参照。

⁸ *Harris Trust & Savings Bank v. Salomon Smith Barney Inc.*, 530 U.S. 238, at 246-250 (2000)、前掲注 3 報告書 33 頁、37 頁 [土浪修担当] を参照。

⁹ *Mertens v. Hewitt Assocs.*, 508 U.S. 248, at 256-58 (1993)、前掲注 3 報告書 30 頁以下 [木村担当] を参照。*Great-West Life & Ins. Annuity Co. v. Hewitt Associates*, 534 U.S. 204 (2002) において、この解釈が再確認されている (ただし、5 対 4 の僅差である)。

¹⁰ 502 条(a)(3)の救済を伝統的なエクイティ上の救済に限定することに反対する少数意見も、同条に基づき懲罰的賠償を請求することは認められないと解していること、*Mertens*, 508 U.S. 248, at 270-272 を参照。

ない。給付の遅滞によって減少を免れた年金資産が利益をあげても、それは受給者に帰属し、Y1には帰属しない。他方、運用に失敗して年金資産が減少した場合、Xは適時に支払がされていれば受給できた額との差額を原状回復としてY1に対して請求することができる。したがって、Y1が給付を遅らせようとするインセンティブはない。本件における給付の遅延は、Pパートナーシップのマッチング拠出の負担をめぐるパートナー間の争い（PのパートナーはA会社であるが、Xはその社長で唯一の株主であった）という特殊事情に基づく。法的な対処が必要とされるような一般的な問題ではなく、懲罰的賠償を認めることの根拠とはなり得ない。

3. エリサ法 502 条 (a) (3) の解釈に対する批判

エリサ法 502 条 (a) (3) に基づく救済は伝統的なエクイティ上の救済に限定されると解する最高裁の多数意見は 5 対 4 の僅差であり、学説においても批判が少なくない。さらに、最近の Enron 事件に関して、エリサ法の定める救済に関する裁判所の解釈は年金加入者の権利を実質的に無意味なものとしているとの批判がある¹¹。すなわち、エリサ法 502 条 (a) (2) は、受認者の義務違反に対する救済を定めているにすぎず、しかも、その義務違反によりプラン自身が損害を受けたことが必要であるから、年金加入者が本条に基づいて受認者でない（ストックオプションにより多額の利益を得た）Enron の役員やアンダーセンを訴えることはできない。もっとも、*Harris Trust* 判決によれば、受認者でない者が受認者の義務違反に悪意で関与した場合、年金加入者は、エリサ法 502 条 (a) (3) に基づき、受認者でない者の責任を追及することができる¹²。しかし、裁判所は、本条の救済を伝統的なエクイティ上の救済に限定し、金銭賠償を認めることには消極的である。そして、年金加入者の保護を目的としたエリサ法が Enron のような状況において何らの保護も与えることができないことは皮肉であり、改正が是非とも必要であると結論づける。

しかし、法律論としても、具体的結論の妥当性においても、エリサ法 502 条 (a) (3) に基づく救済を限定的に解する最高裁の多数意見が勝っているように思われる。エリサ法の目的が受給権の確保にあり、受給権とは年金加入者の年金資産に対する持分であることを考えれば、年金資産の確保を通じた受給権の確保に結びつかない加入者の直接的な救済は、エリサ法にとって例外的な救済でしかない。502 条 (a) (3) に基づく救済を、年金加入者の保護という名目のもとに広範に認めることが、エリサ法の趣旨に合致するとは思われない。

反対意見は、エリサ法の基礎である信託判例法において、受益者にこのような保護が与えられていたことを主張する。しかし、このような主張こそ、多数意見が批判する、年金加入者の保護という漠然とした考えに基づいて、多様な対立する利害の調整を目的

¹¹ Testimony of Erick Olsen, AARP Board of Directors, Regarding Retirement Security: 401(k) Crisis at ENRON.

¹² 前掲注 3 報告書 39-41 頁 [土浪担当] を参照。

とした複雑で詳細な制定法であるエリサ法を無視しようとするものであろう¹³。信託判例法において義務を負うのは受託者である。これに対して、エリサ法は、このような形式的基準をとらず、年金資産の管理や運用に権限を有する者を受認者として、特別な義務と責任を負わせている。エリサ法は、このような機能的に定義された受認者の特別な義務と責任を通じて年金資産の確保を図り、もって加入者の受給権を確保しようとするのである。これは同時に、このような受認者に該当しない者はエリサ法の特別な義務と責任を負わないことを意図するものである¹⁴。この場合に、信託判例法を持ち出して、受認者でない者にエリサ法の定める義務と責任を、しかも、年金資産＝プランに対してではなく受給者個人に対して負わせることが、エリサ法に合致する解釈であるとは思われない。

確かに、エクイティとコモンローが融合してしまった現在、本条が伝統的なエクイティ上の救済に限定する趣旨で「適切なエクイティ上の救済」という語を用いたと解することが合理的であるとは思えないし、そのような区別をする実質的理由があるとも思えない¹⁵。実際、最高裁の多数意見も、それに従う本判決も、伝統的なエクイティ上の救済か否かという形式的基準に基づいて、本条に基づく救済の有無を判断しているわけではない。

金銭賠償に限定して説明しよう。加入者の受けた損害が年金資産の減少に基づくものであれば、年金資産を回復させれば済むことであるし、年金資産の回復によってその保護を図るべきものでもある。この場合に、加入者の個人的な救済を認める必要はないし適切でもない。ただ、年金資産の減少が受認者の義務違反による場合、受認者と年金資産の管理処分権者との密接な関係から、その責任が適切に追及されない定型的な危険が認められる。そこで、エリサ法 502 条(a)(2)は、加入者個人に年金資産＝プランの権利を代位して、受認者の責任を追及することを認めたのである（したがって、この加入者の訴権は、会社法における株主代表訴訟に類似する機能を果たす）。受認者でない者の不法な行為によって年金資産が減少させられた場合に、当該受認者でない者が年金資産＝プランに対してどのような責任を負うかは、本来、エリサ法の関知するところではない。一般法理に任せれば済むところであるし、一般法理で認められる以上の救済を年金資産＝プランに認める必要もない。ましてや、エリサ法 502 条(a)(3)に基づく加入者個人の救済を認める必要もない¹⁶。この場合に個々の加入者の個人的な救済を認めることは、法体系上の不整合をもたらすのみならず、コストや情報その他の面からして好ましいこと

¹³ *Mertens*, 508 U.S. 248, at 261-262 を参照。

¹⁴ *Id.* at 262 を参照。

¹⁵ これは、多数意見も認めるところである。*Mertens*, 508 U.S. 248, at 258 n. 8 を参照。

¹⁶ これに関して、*Massachusetts Mutual Life Insurance Co. v. Russell*, 473 U.S. 134, at 144 & n. 12 が、エリサ法 409 条は加入者に受認者に対する懲罰的賠償を認めるものではないとする判示は、プランが同条に基づき受認者に対して契約外の賠償請求ないし懲罰的賠償を求めることができるかという問題まで及ぶものではないと判示していることを参照。

でもない。

ただ、エリサ法が連邦法による専占 (preemption) を定めているため (29 U.S.C. § 1144)、連邦法 (制定法および判例法) に州法の救済に対応する救済が存在しない場合、裁判所は柔軟な解釈が可能なエリサ法 502 条(a)(3)を使って、妥当な結論を得るよう努めることになる¹⁷。 *Varity Corp.* 判決はその好例である。これは、事業主であり制度運営管理者でもある Varity 社の詐欺により年金制度から脱退した元加入者が、詐欺により年金受給権を失ったことを損害として、その賠償を請求した事案において、右賠償請求をエリサ法 502 条(a)(3)に基づいて認めた判決である。この事案における原告の請求は年金資産とは無関係な問題である (年金資産の権利を行使しているのではない)。このことは、仮に Varity 社が A 社の子会社で、詐欺を働いたのが親会社の A 社であった場合を考えれば、明らかであろう。また、原告の求める救済が伝統的なエクイティ上の救済か否か、填補金銭賠償か否かを議論することが無意味であることも明らかであろう。この判決は、年金資産とは無関係な場面で加入者が損害を受けた場合に、加入者の個人的な救済を認めるものである。しかし、このような場合は例外的であろうし、そもそも、この場合の加入者の保護は、年金資産の確保を通じて受給権の確保を図ることを目的とするエリサ法とは直接に関係しない。

また、*Harris Trust* 判決が、エリサ法 502 条(a)(3)に基づき受認者でない者に対する救済を認める一方で、その救済を伝統的なエクイティ上の救済に限定する *Mertens* 判決を維持したことも、同様に解することができる。この事件の原告は、加入者個人ではなく、プランの受託者と制度運営管理者であり、請求内容は、エリサ法の禁止する利害関係者との取引であることを理由とする取引の取消と原状回復並びに利益の吐き出しであった。つまり、年金資産の管理処分権者が、不法に処分された年金資産の返還を請求したという事案であった。ここでの実質的な争点は、利害関係者との取引を禁止するエリサ法の規定が、それに違反して行われた取引の取消を認めるものか否か、また、いかなる要件のもとにその返還を請求できるかにある (これは、会社法において、取締役が利益相反取引の規定に違反して行った取引の効力の問題と類似する)。これを肯定に解する場合 (最高裁はそうしたのだが)、エリサ法 502 条(a)(3)のような規定がなくても、右請求は認められることになるだろう。最高裁は、これをエリサ法 502 条(a)(3)に基づいて認めた結果、同条が加入者個人の権利としての訴権をも定めていることから、その不当な拡張を避けるために、原則として同条に基づく救済に金銭賠償は含まれないと狭く解する必要性が生じたのである。もしこの事件で、個々の加入者がエリサ法 502 条(a)(3)に基づき、個人の権利として金銭賠償を請求できることになれば、年金資産の確保を通じて受給権の確保を図ろうとするエリサ法の本来の目的が達成できないことになる。

エリサ法 502 条(a)(3)により加入者個人の救済を広く認めるべきであるとする反対意見は、契約や不法行為などに関する連邦コモンローが十分に発達していないことを考慮

¹⁷ これに関しては、Brauch, Jeffrey A., *The Federal Common Law of ERISA*, 21 *Harv. J. L. & Pub. Pol'y* 541 (1998) を参照。

すれば、理解できないわけではないが、それは連邦コモンローの発達によって図られるべき問題であろう(前述したように、エリサ法 502 条(a)(3)による救済を広く認めると、エリサ法の本来の目的と衝突する場合が生じうる)。

【わが国への示唆】

わが国では、連邦法による専占に関する問題は生じないので、ここでは、加入者個人の救済について見ることにしよう。

わが国の確定拠出年金法、確定給付企業年金法は、エリサ法にならった詳細な行為準則を定める。例えば、確定拠出年金法 43 条(事業主の忠実義務と利益相反取引の禁止)・44 条(資産管理機関の忠実義務)・73 条(個人型年金への準用)・99 条 1 項(確定拠出年金運営管理機関の忠実義務)・100 条(同禁止行為)。確定給付企業年金法 69 条(事業主の忠実義務と利益相反取引の禁止)・70 条(基金の理事の忠実義務と利益相反取引の禁止)・71 条(資産管理運営機関の忠実義務)・72 条(基金が締結した基金資産運用契約の相手方の忠実義務)など¹⁸。これらの忠実義務は、基金型を除き、加入者等に対して負うこととされる。しかし、これらの条文を根拠に、加入者個人が、忠実義務違反を理由として、事業主や運用機関等に対して損害賠償責任を追及できるわけではなかろう。基金型の忠実義務が基金に対するものとされていることから明らかなように、加入者等とは年金資産=全体としての加入者等を意味するものと解すべきであろう。したがって、忠実義務違反が何らかの私法上の効果をもたらすものであるとしても¹⁹、その責任追及は、年金資産の管理処分権を有する者が行い、個々の加入者が、個人の権利として、これを行うことはできないであろう。

それでは、その責任追及が適切に行われない場合に、加入者がこれに代位して責任を追及することができるか。加入者の代位訴訟を認める明文の規定がない以上、これもできないことになろう。適切に責任追及をしなかった管理処分権者に対して、個々の加入者が責任追及することも、明文の規定がない以上、認められないであろう。

もともと、確定給付型企業年金の場合には、事業主または基金に支払能力がある限り、加入者が義務に違反した者の責任を追及できないことにより、加入者が損害を受けるわけではない。これに対して、確定拠出型年金の場合には、加入者個人の権利を認める必要がありそうである。しかし、会社法において株主代表訴訟が、必ずしも、法の予定した機能を果たしているわけではないことを考慮すれば、年金制度において加入者個人の権利を認めることが、加入者の受給権保護にどれだけの意味を持ちうるかは、慎重に検討する必要があるように思われる。厚生労働省の監督等を通じて年金資産の健全性を確保する方が、より効率的であるかもしれない。

いずれにせよ、年金法の主たる関心は、個々の加入者の保護ではなく、年金資産の確保を通じた加入者全体の保護であるはずである。適切な責任追及の確保は、それ自体が

¹⁸ これらの受託者責任に関して、詳しくは、土浪修「年金法制における運用期間の受託者責任と生命保険会社」ニッセイ基礎研究所報 19 号 74 頁以下(2001 年)を参照。

¹⁹ 忠実義務の違反が、どのような私法上の効果をもたらすのかは明らかでない。

目的ではなく、あくまでも年金資産の健全性の確保にあり、そのための制度設計を考える必要がある。

5-2 受認者義務違反と民事罰

～Rodrigues v. Herman, 121 F.3d 1352 (9th Cir. 1997)～

石垣 修一
みずほ銀行研究所
主席研究員

【判例の概要】

エリサ法上の義務違反を侵した受認者には、どのような責任が課せられるのであろうか。制度なり、加入者および受給権者が民事訴訟を起して「救済」(remedy) (たとえば、「原状回復」(restitution)による違反状態の修復)が認められれば、その「救済」を実行することが義務違反受認者の「責任」となる。このように、(被告の)民事上の「責任」は、(原告のための)「救済」と裏腹の関係にあるといえるが、責任は、民事上のものに留まらない。刑事上の責任が問われることもあるし、税法上の責任もあり、行政上の責任もある。本判例で問題となった「民事罰」(civil penalty) (第1132条(1))は、「民事」(civil)という言葉こそ使われているが、「民事上の責任」ではなく、一種の「行政上の責任」、すなわち労働長官がその裁量で科すことになる「行政罰」といえるものである。また、「罰」(penalty)である以上「懲らしめ」の意味を持つが、同時に「指導」を目的としたものとも言い得る。このため、義務違反や違法があつたとしても、適法状態への修復の程度など状況如何によって、労働長官がその裁量で「科罰の必要なし」とすることもできる。この点で「刑事罰」とも異なる。ともかく、「民事罰」は「適法状態への回帰」を促すため、労働長官に与えられた武器(行政指導手段)の1つと言えよう。

本件は、信託受託者の Rodrigues が制度資産(信託財産)につき、分別管理義務および表示義務を怠った(制度資産で買い入れたパートナーシップ権を、制度の名義にすることを怠っていた)として、労働長官により提訴されたことに始まる。結局この訴訟は、Rodrigues が名義書換を失念していたことを認め、直ちに制度名義に変更することで「和解」(consent decree)が成立した。しかし、労働長官が Rodrigues に民事罰を科したことで、今度はそれを不服として Rodrigues が提訴した。Rodrigues の主張の要点は2つである。1つは、「民事罰を科するためには、労働長官が義務違反のあつたことを立証しなければならないが、それがなされていない」というものであり、2つ目は、「民事罰の算定基準となる「適用されるべき回復金額」(applicable recovery amount)に、制度名義に変更することは含まれていない」というものである。原審である地裁も当審もこの Rodrigues の主張を認めず、労働長官の勝訴とした。

【事実の概要】

1978年から1991年までRodriguesは、California Housing Securities, Inc.の2つの従業員給付制度の共同信託受託者で、同時に同社の従業員であり、この2つの制度の加入者でもあった。この2つの制度はどちらもエリサ法上の制度である。

1983年Rodriguesは、Dublin Land Company (“DLC”)というパートナーシップの会社のパートナー（パートナーは他に4人いる）となり、Rodriguesは個人として10%の出資を行うと同時に、他の10%出資を（彼が共同信託受託者をしている）制度の資産によって賄った。このDLCへの投資（出資）は、個人的なものと制度のためのものとの両方であるというのが彼の主張であるが、DLCのパートナーシップ記録書には、Rodriguesと他の4人のパートナーについては載っているが、制度がこのパートナーシップにおいて権利を持つとは記載されていなかった。すなわちDLCに対するRodriguesの権利は丸々20%が彼個人のものとして取扱われていた。（この点について）制度の共同信託受託者の1人が、確認を求めたところ、Rodriguesは「制度が持つDLCにおける権利を確認する」との書面を作成したという。しかし、その書面はRodriguesからもその共同信託受託者からも当裁判所に提示され得なかった。

1990年労働長官は、エリサ法の受託者義務違反でRodriguesとその共同信託受託者を訴えた。労働長官が主張するRodrigues等の違反行為とは、「制度の金銭をもって制度が何ら法的権利を持つことにならないパートナーシップへ投資したこと」である。この訴訟は同意判決 (consent decree) によって和解を見た。ただこの中で、被告(Rodrigues等)は、労働長官の主張した違反行為について肯定も否定もしなかった。この和解で、Rodriguesは「DLCパートナーシップにおける制度の権利を明確にするために必要な書面」を作成することに同意し、彼はパートナーシップ権の譲渡証書を作成、制度の持つDLCに対する10%の権利を正式に認め、そのための必要な手続を取った。

その後、労働長官は、この同意判決（和解）で留保していたエリサ法第1132条(1)による民事罰を科す権利を行使し、Rodriguesに対して33千ドル(*)の民事罰を科し、Rodriguesからの民事罰免除要求も拒否した。

Rodriguesは、この民事罰が、法定されている労働長官の権限を逸脱してなされたものであるとして、地方裁判所（原審）に提訴し、その上訴審が本件である。

(*) DLCパートナーシップの10%の権利は1,050,000ドルの価値を持つが、この「(1)項民事罰」(87年の改正で追加された条項)が発効したのが、89年12月16日であるため、その後の支払（出資）額164,992ドルが算定基準となっている。

【地裁（原審）の判断】

本判決は「原審を支持する」というものであり、その原審の判旨は次の3点である。

- ① エリサ法第1132条(1)は、受託者義務違反があったことの証明を労働長官に要求している。
- ② 本件の場合、そのような義務違反があったことは、異論のない事実として確認できる。

- ③ 20%の民事罰の算定基準となる「適用されるべき回復金額」とは、制度が取得することとなった10%のパートナーシップ権の額である。

【判 旨】

1. 労働長官は受認者義務違反を立証しなければならない

労働長官の主張は、「たとえその和解協定の中で受認者が義務違反を行ったこと認めていなくとも、和解協定が確定している以上、義務違反があったことの立証は不要である」というものである。労働長官は、第1132条(1)の「受認者の義務違反があったとき」という文言を「単に、いつ(when)科罰できるかを指すに過ぎず、科罰の構成要件ではない」と解釈している。これに依れば、労働長官はいつ義務違反が起こったかを独自に判断できることとなり、科罰につき無制約(unchecked)の権限を持つことになる。

また労働長官は、「もしも、義務違反の立証が必要ということになれば、本格的な裁判を行うと同じことになり、和解による経費節約と言う利点が喪失されてしまう」とも主張している。これは、裁判であれば、義務違反の立証が必要であることを労働長官も認めたことになる。しかし、和解の協議が進められたという事実があれば、法的事項として義務違反は証明されたということが出来る。また、労働長官が收拾のため、同意判決(裁判上の和解)上に、義務違反があったことを認定する文言を求めたのであれば、(受認者が諾否を留保したとしても)裁判手続を取ってまで、義務違反の立証をする必要はない。

確かに義務違反の立証が不要であれば、労働長官にとって科罰は容易なものとなるが、議会(立法者)の意図は、(科罰を)容易にさせようとするものではない。したがって、第1132条(1)が、労働長官に義務違反の立証を求めているという地裁(原審)の解釈は正しい。

2. エリサ法の受認者義務の範囲は信託判例法による

エリサ法第4款は受認者の一般的義務と、禁止される特定の取引について定めている。第1104条は、一般的義務について規定しているが、これは信託判例法(common law of trusts)をベースとしている。制度資産が信託で保持されているからである。

本件の場合、Rodriguesは、DLCへの出資の半分が制度信託受託者としての裁量権において行われたものであるにもかかわらず、それを明示することを怠った。どう鼻屑目に見ても、信託財産を分別管理し、信託財産である旨を明示しておかなければならないという信託判例法上の義務に違反している(信託法リステイトメント第179条の分別管理義務・表示義務の違反)。この種の義務違反は、信託受託者個人の債権者による差し押さえというリスクに信託財産を晒すことになる。さらに、その資産が信託受託者の個人名義にされておれば、値上がりしたとき、信託受託者はそれを自分自身のものだ主張し、値下がりすれば、それは信託受託者として(信託のために)行ったものだ主張する可能性がある。

エリサ法第1104条の受認者の権限と義務の範囲については、信託判例法によって定義

すること、これが議会（立法者）の意図であり、我々（裁判所）としても以前より明言してきたところである。

Rodrigues の信託判例法上の義務違反、すなわち分別管理義務・表示義務違反は、エリサ法第 1104 条(a)(1)(B)の慎重人原則違反であると考える。

3. 出資権の返還は「適用されるべき回復金額」に当たる

Rodrigues の主張は「(DLC への出資権を制度名義に変更したことは)、自腹を切つて (out-of-pocket)、制度に「支払」を行ったことにはならない。したがって、これは「適用されるべき回復金額」(applicable recovery amount) に当たらない」というものである。しかし、最高裁は「金銭による損害賠償でなくとも、資産や財物の衡平法上の移転であれば、それは第 1132 条(1)による科罰の対象である「適用されるべき回復金額」を構成する」としており、当裁判所も（この最高裁の考えに従い）労働長官や原審の意見を支持する。すなわちこの和解協定によって、制度は DLC に対して権利として主張できる経済的利益権を得た（回復した）のであり、Rodrigues がこの利益権を制度に移転したことは、第 1132 条(1)に言う「適用されるべき回復」に当たる。

【解説】

以上判決文の紹介をしたが、ここで労働省の検査との関係に触れておく。（なお、本項については、“1999 ERISA Facts” (National Underwriter)を参考にした。）

1. 労働省の検査とその評定

民事罰の前提となる義務違反や違法について、どのようにして労働省が知るところとなるのであろうか。通常は、加入者等制度の関係者からのクレームや問い合わせから始まることになり、詳しく調べる必要があると考えれば、制度への検査が実施されることになる。検査の結果、義務違反や違法があれば、是正（適法状態への修復）を求めることはもとより、民事罰や提訴（労働長官には幅広く提訴権が認められている）が検討されることになる。そこで、この労働省検査の結果評定について簡単に触れてみたい。この評定は次の 4 つの通知 (letter)・通告 (notice) のいずれかが送達がされることになってなされる。このうちの下記①②であれば、労働長官によって民事罰が科せられることも提訴されることもないが、③④であれば、民事罰の可能性も提訴の可能性も出てくる。

- ① 無違反通知 (No Violation Letter): これは、1 ページに過ぎない文面で、検査を終了し、本件について訴訟（司法手続）を考える余地はないという内容のものである。すなわち検査の結果、義務違反を見出せなかった場合に発せられる。この通知の最後は、「検査中のご協力に感謝する」と結ばれている。
- ② 注意通知 (Cautionary Letter) — 提訴不要、法令遵守基準充足: 義務違反はあったが、労働省が公式にそれを知る前に、是正措置または修正がなされている場合に発せられる通知である。検査の結果を明示することで、将来このような義務違

反を二度と起こすことのないように注意を喚起するものである。

- ③ 任意法令遵守通告 (Voluntary Compliance Notice Letter) : この通知 (V C -letter と略されている) は、制度受認者その他に対して、義務違反があることを知らせ、その是正措置を要求するものである。また、是正措置をどのようにするか、どのように制度の損害を補填するかについて、労働省との協議をも勧奨している。この通知そのものは下記④とは異なり、提訴を以って脅すものではないが、是正措置を怠れば、労働法務官事務所 (Office of the Solicitor of Labor) に送付される事案となり、司法手続 (提訴) に入る可能性が出てくる。言葉を換えれば、適正な是正措置さえ取られれば、労働省が提訴に踏み切ることはないということである。しかし、民事罰については別である。是正措置がなされたとしても、民事罰が科せられることはあり得る (本判例)。ともかく、この通知を受け取った者には 10 日間の猶予が与えられ、その間に、どのような是正措置を行うつもりなのかを書面で労働省に提示しなければならない。
- ④ 請求または提訴通告 (Demand or Litigation Notice) : 通常、最も顕著なエリサ法上の義務違反がある場合、または労働省の強制政策上重要な問題を提起するものである場合に発せられる。これはワシントン D.C. の制度給付保障局 (P B S D、Plan Benefits Security Division)、または地方法務官事務所 (いずれも司法手続の場合の窓口) から郵送されてくる。エリサ法違反があり、それについて労働省として提訴の用意があることを内容とする正式な通告である。労働省としては、V C -letter を通しての問題解決を模索できるが、禁止取引の解消をするつもりがないことが明らかで、協議をしても成果は得られないとの感触を得た場合は、提訴ということになる。

2. 受認者の義務違反に対する「民事罰」(第 1132 条(1))

エリサ法は第 1132 条(1)で、受認者 (およびその加担者) の義務違反に対して、労働長官が「民事罰」を科すことができる旨を規定している。

対象とされるのは、第 4 款の受認者義務や禁止取引に違反した受認者であるが、その受認者の義務違反を知って加担した者も含まれる。この「民事罰」の額は「適用されるべき回復金額」(applicable recovery amount)の 20%である。

この「適用されるべき回復金額」の「適用されるべき」とは、「労働長官との和解協定 (settlement agreement) による」あるいは「裁判所が命じた (court order)」の意味であり、「回復金額」とは損害賠償額あるいは原状回復として (制度に) 返還される (支払われる) 額である。

ただし、その受認者 (およびその加担者) の行動が合理的かつ誠実なものである場合、またはすべての損失を回復することが困難であるとの合理的な判断ができるときには、労働長官はその権限において民事罰を免除または軽減できる。

なお、第 1106 条の取引に関して、第 1132 条 (i) および内国歳入法第 4975 条により科せられた罰金や税がある場合、本 (1) 項の科罰は減額される。

以上が第 1132 条(1)の概略であるが、争点とされるところをいくつか挙げてみる。

(1) 「和解協定」について

この「(1) 項民事罰」の根拠となる「適用されるべき回復金額」は、「和解協定」か「裁判所の命令」による「回復金額」である。したがって、和解協定も裁判所命令もなければ、「適用されるべき回復金額」は存在せず、それによって算定される民事罰も有り得ないことになる。それでは裁判所の命令がない場合、どのような和解協定であれば、民事罰を科すことができるのであろうか。これについて、地方裁判所の判例(Citywide Bank of Denver v. Herman, 978 F.Supp.966(DC Colo.1997))は次のように述べている。

① 任意の是正があれば民事罰は科せられない

まず判例は、「和解協定に入る前に、受認者が任意に義務違反を是正した場合、その受認者に民事罰を科すことはできず」、また「和解協定に依らず、任意の是正措置によって行われた回復は、「適用されるべき回復金額」に含まれない」と述べている。したがって、労働長官との和解協定に依らずに、任意で適法状態への修復が行われておれば、それについては民事罰の対象にならないことになる。これは第 1132 条(1)の文言からは当然のことで、裁判所の命令もなく、「和解協定」による「回復」でもなければ、民事罰を科す前提は存在しないことになる。

② 「和解協定」の構成要件

それではどんな内容が盛り込まれていれば、第 1132 条(1)の「和解協定」となるのであろうか。これは「和解協定」が成立するための構成要件の問題であるが、それは「最終命令、それへの承諾、考慮すべき事項、当事者が合意するための能力と権限を持っていること」とされている。「最終命令」(final order)とは、たとえば(義務違反受認者に)「〇〇万ドルを制度に支払え」とか、「パートナーシップ権を制度名義に変更しろ」(本判例)とかいうもので、義務違反受認者がそれを「承諾」することで「和解協定」が成立する。しかし、この構成要件が欠落しておれば、第 1132 条(1)にいう「和解協定」とはならず、民事罰は科し得ないことになる。

また「和解協定」とされるためには、契約としての体裁を整えていなければならない。このため、契約と同様、当該受認者と労働省の間で書面の交換がなされていなければならない。用語やその解釈も通常契約書上で使われるものが使用されていなければならない。

この地裁の判決では、「最終命令がなく、書面の交換もなされておらず、文面も通常の契約書で使われる言葉ではなく、受認者の懇願的文言に終始していたため、第 1132 条(1)の和解協定とは言えず、民事罰を科す法的根拠はない」と判示された。

(2) 「適用されるべき回復金額」(applicable recovery amount)について

この民事罰は、和解協定または裁判所の命令によって、義務違反受認者(あるいはその加担者)から、制度に返還されることになった「適用されるべき回復金額」に基づいて科せられる。

まず、すでに述べたように「和解協定または裁判所の命令」が前提とされるため、こ

れらが存在しなければこの民事罰は科し得ない。つぎに「制度に返還される」とは、制度自体に限らず、制度の加入者や受給権者あるいは制度を代表する者に対して返還されることとなった場合をも含めての意味である。また、「適用されるべき回復金額」といっても、金銭の支払いに限るものではなく、金銭以外の財物の移転（たとえば、パートナーシップ権の移転）も含まれる。すなわち、損害賠償金の支払いのような「普通法上の救済」によるものに限らず、「衡平法上の救済」による回復も含まれることになる。

（３）「（１）項民事罰」の減免

労働長官はその権限において、この民事罰の免除または減額を行うことができる。ただしそれは次のいずれかの場合に限る。

○受認者その他の行動が合理的かつ誠実なものである場合、または、

○すべての損失を回復することが困難であるとの合理的な判断ができる場合

民事罰の支払期限は、科罰の通告があつてから60日以内であるが、この期間は、労働省に免除あるいは減額を申請できる期間でもある。またこの期間中に、一度だけなら労働省に対してこの罰算定についての協議を求めることができる。

この減免の是非の決定は、労働長官の裁量によるもので、かつ最終的なものでもある。したがって、一旦この決定が下されれば再検討される余地はない（どうしても不服であれば、提訴して争うしかない）。この決定通告は書面によってなされ、決定事由が付されている。

【判例批評】

1. 本判決の趣旨

本判決は、労働長官による Rodrigues への民事罰を正当なものとしたのであり、労働長官の勝訴ではあるが、義務違反の立証責任についての労働長官の主張は認められなかった。すなわち、本件においての「受認者義務違反」は明々白々であるため、結論は変わらないが、労働長官には「義務違反」の立証責任があるとしたのである。

繰り返しになるが、本判決の要旨は「民事罰を科すためには、労働長官は義務違反のあったことを立証しなければならない。しかし本件の場合、（新たな立証作業をするまでもなく、）Rodrigues の受認者義務違反は明白な事実である。その義務違反とは信託判例法にいう「分別管理義務・（信託財産としての）表示義務」（信託法リステイメント第179条）違反であり、エリサ法では「慎重人原則」（第1104条(a)(1)(B)）違反に当たる。民事罰の前提となる「適用されるべき回復金額」には、金銭による損害賠償に限らず、衡平法上の財物の移転も含まれる。したがって本件のパートナーシップ権の譲渡（Rodrigues 名義を制度名義に変更）はこれに当たる」である。

2. 違法性の立証責任

この判決ですっきりしないのは、労働長官の立証責任の部分である。民事罰が労働長官の裁量によるものであるといっても、「罰」である以上それを科すにはそのような「事

実（あるいは行為）」があったこと、およびそれが「違法」であることの立証は言うまでもなく当然のことであろう。ところが労働長官が「あえて立証の必要はない」と主張したため、裁判所から「(労働長官による)立証が不要なら、労働長官は無制約(unchecked)の裁量を持つことになる。しかし、そんなことを立法者が意図したわけではない」との反駁を受けている。そもそもこれは、Rodrigues が和解協定で義務違反の認否を留保したことから始まる(労働長官もこの点がネックとなるとみて「同意判決(和解)上に、義務違反があったことを認定する文言を求めた」)。Rodrigues は義務違反かどうかの認否を留保したが、それにもかかわらず是正措置を承諾し、それを実行した。このような経緯を踏まえれば、彼の言い分は、「パートナーシップ権の制度への名義書換えを失念していたという「事実」は認める。したがって是正措置を取ることはやぶさかでない。しかし、それが民事罰の対象となるような「違法性」を持つものかどうかの判断は控えさせていただく。もしも違法性があるとすれば、それは労働長官が立証すべきことである」ということになるだろう。こう考えると、裁判所が問われたのは「違法性の立証」の問題であり、当判決も「義務違反(違法性)の立証責任」が労働長官にあるとの原則を確認する一方で、本件の義務違反(違法性)は明白で、立証されているに等しいとの判断を下したことになる。もう少し突っ込んで言えば、名義書換えを失念していたという事実がある以上、そこから当然違法性が推定され、本件ではその推定を覆すような事由は何ら見出されていないのであるから、Rodrigues の義務違反は立証されていることになる。ここまでくると、本件のように、事実が明確に認定されており、そこから自ずと違法性をも推定できるような場合、必要なのは労働長官による「違法性の立証」ではなく、Rodrigues のような受認者側の「違法性阻却事由の立証」であるとも言えそうである(もちろん本判決はそこまで言っていない)。

このような議論は、重箱の隅をつついていく感を免れないが、立証責任の問題は、裁判の帰趨を決しかねない重大事である。厳格な立証責任を労働長官に求めれば、それだけ民事罰を科すことは難しくなるであろうし、労働長官の立証が必要ないとなれば、容易に民事罰を科すことができよう。そういう意味で本判決は、労働長官の立証は必要とする原則を堅持しつつも、「義務違反は明白な事実」としてそれ以上の立証を要求しなかったのであるから、中庸を得たところで折り合いをつけたものといえようか。

3. 民事罰は「罰」か「行政指導」か

なぜ労働長官は、その立証責任を重く見なかったのであろうか。労働長官と裁判所との間には、この民事罰の性格についての考えに微妙なずれがあったように思われる。民事罰には「罰」であると同時に「行政指導」の手段の要素も含まれているが、そのウエイト付けについて、労働長官と裁判所との間には少し隔たりがあったようである。労働長官は「行政指導」に重きを置き、科罰は労働長官の行政上の裁量でなし得るものと考えていたが、裁判所は、(「行政指導」の要素はあるにしても)あくまで「罰」であり、そうである以上、科罰には義務違反(違法性)の立証は不可欠だと判断したわけである。

4. 民事罰の強力な義務違反抑止効果

民事罰は、制度に損害賠償等を支払ったうえに、さらにその20%の金額を支払わなければならないのであり、当該受認者にとってかなり重い負担である。Rodrigues ならずとも、「制度への返還はやぶさかでないが、民事罰だけは勘弁してもらいたい」と思うのは当然かもしれない。民事罰を避けるためには、もちろん義務違反を行わないことであり、行ったとしても和解協定が締結される前に、違反行為を是正することである。それならば和解協定の締結をしなければいいではないかという話にもなるが、本格的な裁判に持ち込まれるだけのことで意味のあることとは思われない。それにしても Rodrigues は随分と不注意な人物である。和解協定によって速やかに是正措置が取れるのであれば、なぜ和解協定締結以前にそれを実行しなかったのであろうか。チャンスはあったはずである。判決文からは窺い知れないところであるが、あるいはこの条項（第 1132 条(1)）が 1989 年発効の改正で追加されたことと関係しているのかもしれない。

Rodrigues の側に立ってみると、「この出資は決して悪い投資ではなかったはずで、制度に実損を与えたわけではないのであるから、罰を受けるのは不本意である」ということであろう。確かに制度関係者から損害賠償を云々するクレームはなかったようだし、労働長官との和解でも損害賠償について触れられた気配はない。そう見てくると、このパートナーシップへの出資は、「良き投資」であったと推測できる。にもかかわらずこの民事罰が科せられたのである。つまり制度に実際上の損害を与えなくとも、この罰は科せられるものであり、そこにこの民事罰の性格を見る思いがする。

ともかく、Rodrigues のように必死に民事罰から逃れようとする受認者がいるということは、この民事罰の持つ義務違反抑止効果が相当強烈なものであることの証左となる。

【わが国への示唆】

わが国にはこの様な罰はない。わが国の年金関連法等にも、相当広範囲の義務規定や禁止規定が設けられているが、「義務」規定だけではなく、民事責任であれ、刑事罰であれ、行政罰であれ、「責任」形態の充実も必要とされる場所である。その意味で、エリサ法のこの民事罰は、是非はともかくとしても一考に値するものと言えよう。

さて、本判決で言及されている受認者の「分別管理義務・表示義務」については、わが国にも共通する。わが国の信託法第 28 条は「信託財産ハ固有財産及他ノ信託財産ト分別シテ之ヲ管理スルコトヲ要ス(後略)」と規定しており、厚生年金基金「受託者責任ハンドブック(運用機関編)」も、「(前略)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(銀行財産)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、(中略)委託者(受益者)ごとの帳簿上の計算(帰属割合)は明確に行う(中略)。なお、生保についても、特別勘定については、以上の取扱に準じて分別管理すべきである」(p.78)と記している。分別管理には「信託財産と固有財産の分別」および「信託財産相互間の分別」の2つ側面があるが、本件で問題となったのは、前者である。後者であれば、「帳簿上の分別」で事足りるとも考えられるが、前者では、判旨も述べてい

るように、「受託者による信託財産私物化の禁止」と「受託者の債権者からの差し押え防止」がそのの目的であるため、信託財産である旨の明示が必要である(表示義務)。株式で言えば、(わが国での現実の取扱もそうになっているが)「〇〇信託銀行(信託口)」のような名義にすることによって、信託財産である旨を明示し、受託者(信託銀行)の固有財産でない旨を明らかにしておかなければならない。

以上

(なお、本稿は、拙稿「エリサ法ガイド(11)～義務違反と「民事罰」～」(みずほ年金レポート 2001.12 No.31)の一部を加筆修正したものである。)