

# アメリカ法における年金信託投資規制 の最近の動向

——金融法との交錯——

芹澤 英明

## 目 次

- 1 序：機関投資家としての企業年金基金の投資規制
  - 1.1 実務的な視点
  - 1.2 理論的な視点
- 2 アメリカ合衆国最高裁の最近の判例から
  - 2.1 Harris Trust Case
  - 2.2 Mertens Case
- 3 ERISA 判例法の解釈
  - 3.1 ERISA Preemption
  - 3.2 インターサーキット・コンフリクト (inter-circuit conflict)
  - 3.3 ERISA fiduciary duty と保険会社
  - 3.4 non-fiduciary の責任
- 4 金融法理論との交錯
  - 4.1 Fischel, Langbein 両教授の ERISA 批判
  - 4.2 Corporate Governance と年金基金
  - 4.3 Mark Roe 教授の ERISA 批判
    - 4.3.1 過度の分散投資
    - 4.3.2 プルーデント・インベスター・ルール
    - 4.3.3 Anti-Netting Rule
    - 4.3.4 Prudent Expert Standard 対 Business Judgement Rule
    - 4.3.5 金融理論との適合性
    - 4.3.6 Liquidity 対 Control
- 5 若干の考察

5.1 企業年金基金の投資規制批判

5.2 信託法への示唆

5.3 年金基金の投資規制と他の金融法との間の調整

6 結語

1 序：機関投資家としての企業年金基金の投資規制

本稿は2つのテーマについて考察している。すなわち、第1は、アメリカ企業年金法の投資規制がその周囲の金融機関の法的規制とどのように交錯し、緊張関係を生んでいるかということであり、第2は、巨大化した企業年金基金の投資とコーポレート・ガバナンス (corporate governance) との関係である。いずれのテーマも、実は次の1つの法的事実の異なった側面であることが分かる。すなわち、企業年金の投資は設立主体である会社の manager が支配しており、そのために、信託法に起源を持つ信託義務 (fiduciary duty) による法規制は、<sup>(1)</sup> 効果の疑わしいものになってきているのではないかということである。

最近、日本でも、企業年金 (厚生年金基金、適格年金) の投資に関する法的規制がますます話題になるようになってきている。特に、厚生年金基金について見ると、1991年4月1日からは、いわゆる「ニュー・マネー」につき、厚生大臣の認定を得て、投資顧問会社との間の投資一任契約<sup>(2)</sup>、信託会社との新タイプの信託契約<sup>(3)</sup>、生命保険会社との間の特約付き生命保険契約<sup>(4)</sup>を結ぶことが可能になった。1994年に成立した法改正は、年金基金の投資裁量をさらに拡大した<sup>(5)</sup>。その上、基金が、独自の判断で、直接証券会社から有価証券を購入したり、銀行等と預貯金に関する契約を結び、また、信託会社と特定金銭信託契約<sup>(6)</sup>をすることを許す「自家運用」の道もすでに設けられている。

ここに見られるのは、厚生年金基金の投資に関する規制の自由化であり、投資手段の一層の多様化が展開しつつあるということである。これまでは、可能な投資対象の legal list が厳格に決められていて、また、1991年の改革までは、関与する金融機関も生保と信託だけだったので、年金基金の方には投資に

## アメリカ法における年金信託投資規制の最近の動向

についての裁量がほとんど無かった。しかし、今や金融規制の自由化の流れに則して、以前より年金基金は、資産運用に裁量をもてるようになってきている。これに伴い、厚生年金基金の投資について、実務的な経験の蓄積が生じるとともに、<sup>(7)</sup>その法的規制ないし法的責任のあり方が問題になってきた。<sup>(8)</sup>

この観点から、アメリカ合衆国の連邦法の1つ、Employee Retirement Income Security Act of 1974 (以下 ERISA) が脚光を浴びることになった。<sup>(9)</sup> ERISA の fiduciary duties は、信託法の影響の下、投資に実質的な裁量のある者を受認者 (以下 fiduciary) として、legal list ではなく、prudent man rule (prudent investor rule, 以下はこちらの用語を用いる) によって、その行為を規律している。さらに、ERISA は、早期に modern portfolio theory を受容し、portfolio 全体の観点から、prudence の判断をすべきであるという立場を明らかにしていた。そこで、ややもすると、投資規制としての ERISA 法の問題点を閑却して、ただ、その prudent investor rule の側面だけが強調されているきらいがないでもない。そこでは、ERISA の与えた信託法の第3次リステイトメント Prudent Investor Rule<sup>(10)</sup> や最近の統一州法案 (Uniform Prudent Investor Act)<sup>(11)</sup> への影響について、間接的に ERISA 法への言及がなされているだけなのである。

本稿では、アメリカの企業年金の投資をめぐる法的規制を、次の2つの観点からみることにする。

- (1) 信託業務 (fiduciary duty) は、信託法に起源を持ち、代理人、親権者、後見人、会社の managers や officers、医師、弁護士等に広がった法概念だが、今日最も重要なのは、本稿でみるように、金融法の領域における展開である。T. Frankel, *Fiduciary Law*, 71 CALIF. L. REV. 795 (1983), 木下毅紹介 [1986] アメリカ法151頁; D.A. DEMOTT, FIDUCIARY OBLIGATION, AGENCY AND PARTNERSHIP (1991); H. BINES, THE LAW OF INVESTMENT MANAGEMENT §§ 1.02, 1.03 (1978 Cum. Supp. 1986). cf. Jack Beatson, *The Relationship between Regulations Governing the Financial Services Industry and Fiduciary Duties under the General Law*, in COMMERCIAL ASPECTS

OF TRUSTS AND FIDUCIARY OBLIGATIONS 55 (E. McKendrick ed. 1992).

- (2) 厚生年金保険法第130条の2第2項, 有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律(以下投資顧問業法)第2条3項, 第2条4項, 基金はこの場合, 信託会社と特定金銭信託契約を締結しなければならない。厚生年金保険法第130条の2第3項。
- (3) 単独運用の指定金銭信託。太田達男『信託業務読本』186頁参照。
- (4) 分離勘定型保険(第二特約商品)。第一特約とは, 特別勘定合同運用でありオールドマネーにも利用可能とされていた。これに対し, 第二特約は, 特別勘定単独運用であり, 安全性の高い資産を50%以上(外資系は30%以上)という制限の下で, 実績配当を行う。また, 従来型は予定利率5.5%を保証し, また一般勘定は保険業法施行規則で株式30%以下, 外資建て資産30%以下, 不動産20%以下の legal list が強制されている。厚生省年金局・厚生年金基金連合会編著『厚生年金基金二十五年誌』240-41頁(1993)。
- (5) 当初, これらは, 厚生大臣の認定を受けた日以後に蓄積されていた資産(「ニュー・マネー」)のみに限られ, しかも総資産の3分の1を限度にしていたのに対し, 1994年に成立した法改正「国民年金等の一部を改正する法律」(法律第95号)によりこのような区別は撤廃された。現在では, これらの新しい投資手段は, 全資産に対して用いることができ, その限度を画する総資産に占める割合は, 政令事項になっている。同改正法第2条によって改正された厚生年金保険法第130条の2第2項, 「国民年金法施行令等の一部を改正する等の政令」(政令347号)第4条によって改正された厚生年金基金令第30条の2以降を参照。すなわち, 現在の制限は, 積立金総額の3分の1である。
- (6) 厚生年金保険法第130条の2第4項, 厚生年金基金令第30条の8以降。
- (7) 例えば, 堺雄一「企業年金の資産運用—資産運用評価研究会報告について」生命保険経営61巻1号1頁(1993); 野口昇「新たな年金資産運用のあり方をもとめて—ある年金基金実務者の体験から」年金と雇用13巻1号31頁(1994)。
- (8) ニッセイ基礎研究所プルーデント・マン・ルール研究会『わが国におけるプルーデント・インベスター・ルールの可能性—年金資産運用関係者の法的責任について』97頁以降(1994)。現行法の規定については, 厚生年金保険法第120条3項, 120条の2, 120条の3, 124条の4, 厚生年金基金規則第64条の2を参照。
- (9) The Employee Retirement Income Security Act of 1974, 29 U. S. C.

## アメリカ法における年金信託投資規制の最近の動向

§§ 1001-(as amended) [hereinafter cited as ERISA]. すでに、一般的な紹介を目的とする邦語文献は数多く、ここで網羅的に掲げることにはできない。例えば、ニッセイ基礎研究所プルーデント・マン・ルール研究会、前掲注(8)書49頁以降、渡部記安「米国の職域年金制度(7)—エリサ法上のプルーデントマン・ルール(1)」季刊年金と雇用12巻1号58頁(1993); 渡部記安「エリサ法上の信託的責任 (Fiduciary Responsibility)—The Law of Prudence の展開」年金学会誌10号3頁(1990); 海原文雄「アメリカにおける労働信託法」信託法研究1号15, 33-43頁 (1977)。

- (10) AMERICAN LAW INSTITUTE, RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS: PRUDENT INVESTOR RULE (1992) [早川真一郎監訳・トラスト60訳「アメリカ法律協会・第3次リステイメント: プルーデント・インベスター・ルール(1)—信託173号— (1993—)] [hereinafter cited as PRUDENT INVESTOR RULE]; Edward C. Halbach Jr., *Trust Investment Law in the Third Restatement*, 77 IOWA L. REV. 1151-1185 (1992).
- (11) 統一州法委員全国会議により、1994年8月に採択された。Uniform Prudent Investor Act of the National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, 21 BNA PENSION & BENEFITS REP. 2016, 2037 (1994) [hereinafter cited as Uniform Prudent Investor Act]; John Langbein, *The New American Trust-Investment Act*, 8 TR. L. INT'L (No. 4) 123 (1994). 起草者 Langbein 教授は、これが ERISA の適用になる年金信託の投資へも影響を及ぼすことを期待している。21 BNA PENSION & BENEFITS REP. 2016 (1994).

### 1.1 実務的な視点

実務的な観点から見て、判例法をみることの大切さを忘れてはならない。この点、一般的な紹介は誤解を招きやすい。アメリカ法のコンテキストの中で、日本法の比較対象を見極めるべきである。従来の紹介は、ERISA 法とその付属法令の条文の紹介にとどまり、実際の判例法理を軽視してきたように思われ<sup>(12)</sup>る。そのために、ERISA の規制は、その具体的な問題点を捨象され、いわば、prudent investor rule の一例として抽象的にしか理解されていないようである。しかし、より具体的にみれば、ERISA の大きな問題点は、信託法の

duty of loyalty (忠実義務) から発展した, exclusive benefit rule (排他的利益規則) や prohibited transaction rules (禁止取引規則) の方にあることが分かるだろう。<sup>(13)</sup>

(12) 本稿, 前注(9)に引用した文献を参照。

(13) 本稿, 2節, 3節。

## 1.2 理論的な視点

また, 最近, 理論的な観点からなされている, 年金基金投資法制の批判も閉却すべきではない。実は, アメリカの金融法の学者は種々の観点から ERISA を批判しているのである。ここでは, 80年代にシカゴロースクールの会社法, 金融法学者 Fischel 教授と信託法・年金法学者 Langbein 教授がその Law & Economics の立場から行った理論的批判と, それとは一変した状況の下で, 90年代に入ってからコロンビアロースクールのグループが corporate governance の観点から行った批判 (Mark Roe 教授の議論に代表させる) を, とりあげ<sup>(14)</sup>る。後に見るように, 両者の立場は全く異なるが, いずれも, 年金基金の sponsor<sup>(15)</sup> への従属関係を鋭く暴き出しており, ERISA の fiduciary duties (特にその exclusive benefit rule) が, 実際上実現困難であることを指摘している。<sup>(16)</sup>

企業年金基金は膨大な資産を集積しており例えば1991年のコロンビアロースクールの機関投資家に関する調査によれば,<sup>(17)</sup> 機関投資家のもつ全米株式の内の最大のものが企業年金になっている。しかもこの増加傾向は, 今も続いている。1990年に機関投資家は53.3% (1981年には38%, 1986年には44.8%) を占めていたが, その内の19.9%が年金プラン (1981年には15.5%, 1986年には16.7%) だった。<sup>(18)</sup> さらに, これは, 株式だけでなく, 社債市場でも同じ傾向だと言われる。

今や, 企業年金法の重要な側面は金融法と交錯している。そして, 他の金融法との関係で, 会社法にも大きな影響を及ぼしつつある。金融市場の構造差と企業年金の規模からみて, その影響力の大きさは, 現在の日本の企業年金基金

の比ではない。

第1に従来の日本の金融構造が、銀行の間接金融中心をその特徴としていたの<sup>(19)</sup>に対し、アメリカでは相対的に資本市場が重要だということがあげられる。アメリカにおける最近の corporate governance の論議は、巨大な年金基金を代表とする機関投資家が、短期的な投資戦略で資本市場を動かしているため、会社の長期的な経営が犠牲にさらされているという観点からなされている。他方、index fund のような長期的な portfolio 保持が前提になるような新しい投資手法が登場しており、年金基金は集団としてみればその株式保有により長期的な視点から会社の経営の積極的な監視を行いうるはずだという提案がなされるようになる。むしろ、年金基金は、投資実績が悪いからといって、ある証券について、portfolio を一斉に組み替えると、それだけで、その証券の価格を下げてしまう。つまり、これまでのように短期的な視点から証券を売買することでは、portfolio 全体の performance を上げることはできないと、論じられるのである。このように、年金基金のおかれて<sup>(20)</sup>いる文脈が違う。

第2に、年金基金の投資規制において、自由化の度合いが違う。これは一言でいえば、prudent investor rule と legal list の差である。自由化されつつあるとはいえ、ポートフォリオの構成割合まで指定されている日本とは異な<sup>(21)</sup>り、アメリカ法では、prudent investor rule 一本しかない。

第3に、企業年金の投資は、従来からこの分野で有力な、銀行信託部（信託会社）や生命保険会社だけでなく、証券会社、投資顧問業者（investment adviser）、投資会社（investment company; mutual fund）といった様々な金融機関がしのぎをけずるところとなっている。日本では、1991年以来投資顧問会社の参入がなされているが、まだ、参入の度合いや程度に、格段の差があると言わざるを<sup>(22)</sup>えない。

そこにおける、投資規制は非常に複雑であり、とても、ERISA のみを見てい<sup>(23)</sup>ればい<sup>(24)</sup>いという<sup>(25)</sup>ものではない。連邦・州の両者における、保険、証券、銀行、投資顧問業者<sup>(26)</sup>、投資会社等<sup>(27)</sup>といった諸金融機関の規制法と ERISA の間の相互作用をみなければなら<sup>(28)</sup>ない。そのとき初めて ERISA には問題が多いと言われ

ることの意味が判明するであろう。本稿では、この問題の全貌をとりあげる余裕はないが、特徴的ないくつかの局面を選んで分析を加える。なお、本稿では、<sup>(28)</sup>特記しない限り、典型的な給付建て (defined benefit plan: 以下、D.B.P. とする) <sup>(29)</sup>かつ、sponsor が単数雇用者である年金プラン (single employer pension plan) <sup>(30)(31)</sup>を念頭に置いている。

- (14) 本稿後注 (165) (166) とそれに対応する本文参照。
- (15) ERISA § 3 (16) (B).
- (16) 本稿, 4 節, 5 節。
- (17) Bernard S. Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 UCLA L. REV. 811, 827 (1992).
- (18) ちなみに 1990 年における他の機関投資家は、銀行の信託部 9.2%, 公務員の公的年金が 8.3%, 投資会社 (mutual funds) 7.2%, 保険会社 6.9%, 公益信託・法人等が 1.8% となっていた。Ibid.
- (19) 例えば、岩原・河本・神田・堀内「座談会：金融制度および証券取引制度の改革をめぐる」ジュリスト 1011 号 74, 75-76 頁 (1992) における経済学者の堀内昭義発言参照のこと。また、本稿後注 (165) の文献も参照のこと。
- (20) 本稿後注 (130) とそれに対応する本文対応。
- (21) 預貯金等安全資産 50% 以下, 株式等 30% 以下, 外貨建資産 30% 以下, 不動産等 20% 以下。厚生年金基金規則第 41 条の 2。さらに、日本法では予定利率も指定されている。これは厚生年金という公的年金の代行だからという理由であり、代行部分について 5.5% の予定利率がある。
- (22) 例えば、最近、拠出建プラン (defined contribution plan: 以下、D. C. P. とする) の一種、CODA (qualified cash or deferred arrangement) の販売合戦で、銀行や生命保険会社がシェアを落としているのに対して、投資会社 (investment company; mutual fund) がシェアを増加させているという。Int'l Her. Trib. May 28-29, 1994, at 16. CODA については、see, I. R. C. § 401(K); P. A. Reardon, *The Evolution of Life Insurance Investment Management, in INSURANCE COMPANY INVESTMENT MANAGEMENT HANDBOOK* 43, 49 (E. A. Mennis & S. D. Ryals eds. 1992).
- (23) 本稿後注 (77) とそれに対応する本文参照。
- (24) Keir N. Dougall, *Augmenting ERISA with Market Discipline: Trans-*

アメリカ法における年金信託投資規制の最近の動向

*forming Pension Plan Interests into Securities*, 24 U. MICH. J. OF LAW REF. 709, 729- (1991); Pianko & Nelson, *Special Issues Involving Broker-Dealers and Their Employee Benefit Plan Clients*, 23 REAL PROP. PROB. & TR. J. 749-69 (1988); Panel Discussion, *ERISA and the Investment Management and Brokerage Industries: Five Years Later*, 35 BUS. LAW. 189-294 (1979). 特に, Securities Exchange Act of 1934 § 28 (e) (15 U.S.C. § 78bb (e)) の soft dollars arrangement と ERISA fiduciary duty との関係につき, see, Krikorian, *infra* note (25), at 119-.

- (25) B. L. KRIKORIAN, FIDUCIARY STANDARDS IN PENSION AND TRUST FUND MANAGEMENT 21-, 67- (1989); Gilbert, *The Responsibilities and Liabilities of Fiduciaries under ERISA—A Ten-Year Anniversary Review*, 43 N.Y.U. INST. FED. TAX'N 33.1, § 33102 [1] (1985).
- (26) Susan G. Curtis & Richard G. Schwartz, *Plan Investments Legal Considerations*, 48 INST. ON FED. TAX'N 7.1, 7.25-7.31 (1990).
- (27) 3T. FRANKEL, THE REGULATION OF MONEY MANAGERS 34-36 (1980 Supp. 1992).
- (28) ERISA § 3 (35). 退職直前の一定期間の賃金に対する割合で受給年金額が確定する final salary benefit 型が多い。See, McGill & Grubbs, Jr., *infra* note (33). at 105-09.
- (29) ERISA §§ 3 (41), 4001 (15).
- (30) 給付建ての他には、拠出建てプラン (defined contribution plan: D.C.P.) がある。ERISA § 3 (34), § 4001 (3)。また、両者の中間的な形態として、団体協約により一定の積立金を雇用者から取得し、それを信託受託者が運用する労組設立の複数雇用者年金プラン (multiemployer pension plan) がある。これは、判例法上、D.B.P. に分類されている。Connolly v. Pension Benefit Guaranty Corporation, 581F. 2d729 (9th Cir.), *cert. denied*, 440 U. S. 935 (1978)。複数雇用者年金プランには、多くの場合、Labor Management Relations Act of 1947 [Taft Hartley Act, hereinafter cited as LMRA] § 302, 29 U.S.C. § 186 等と ERISA が重疊的に適用される。
- (31) しかし、本稿は、D.C.P. の重要性を軽視するものではない。1980年代を通じ、積立金が債務を超過した優良 D.B.P. が次々に D.C.P. に組み替えられてきた。これは、このような sponsor の潜在的な資産が takeover の目標と

されたという事情もあるが、さらに、D.C.P. 自体のメリットのせいでもあった。本稿後注(193)とそれに対応する本文参照。See, in general, Donald S. Grubbs, Jr., *Defined Benefit Plans vs. Defined Contribution Plans: A Reassessment*, 47 N.Y.U. INST. FED. TAX'N 4.1 (1989); R. Ippolito, II, *Observations on the Defined Contribution Drift, in WHAT IS THE FUTURE FOR DEFINED BENEFIT PENSION PLANS 15* (EBRI 1989).

## 2 アメリカ合衆国最高裁の最近の判例から

ここでは、最近出た最高裁の2つの判例を素材にして、アメリカにおける企業年金の投資をめぐる法的規制の問題の所在を明らかにする。

### 2.1 Harris Trust Case

*John Hancock Mut. v. Harris Trust & Sav. Bank*, 114S. Ct. 517(1993)<sup>(32)</sup>  
年金基金の受託者たる銀行が、保険会社を ERISA の fiduciary duty 違反で訴えた事例である。

[事実]問題の契約は、group deposit administration contract<sup>(33)</sup>ないしIPG<sup>(34)</sup>(Immediate Participation Guarantee Group Annuity Contract)と呼ばれる保険会社のグループ年金契約だが、その中心は投資のサービスだった。これは、Pension Administration Fund に資産を、Liabilities of the Fund に負債を記録するかたちをとっていたが、実際には、この2つのファンドは計算上存在するだけであり、実際の掛け金は保険会社の一般財産に入る仕組みだった。退職者がでると、Pension Plan Administrator が保険会社に通知し、その退職者の Guaranteed benefit の年金を支払う義務が保険会社に生じる。このとき、その額が Liabilities of the Fund に記帳される。もし、それにより、Minimum Operating Level (Liability + 5%) が Pension Administration Fund を越えると、自動的に契約は終了する。この場合、保険会社は、annuities を購入し、当該契約自体は deferred annuity 契約になるというものだった。

一方、当事者は、Minimum Operating Level を超過する Pension Administration Fund の surplus 部分を free fund と称していた。1977年来、受託者は、この部分を退職者の nonguaranteed benefit の支払いに当てることを保険会社に指示できるようになった。その他様々な方法で、受託者は、surplus の部分を受益者のために Pension Administration Funds から引き出した。しかし、保険会社は受託者の契約上の権利は、guaranteed benefit についての通常の仕組みに従うことだけであると主張した。実際、1982年以降、保険会社は free fund の引き出しに応じていない。一方 1977 年以来通常の accumulations を guaranteed benefit に転換する手続も行われていない。

原告受託者の主張は、保険会社は、この free fund の使用を拒否していることが ERISA の fiduciary duty 違反だという。被告保険会社は、本件年金保険契約は全体として、保険会社による guaranteed benefit policy だから、保険会社の資産は plan asset には入らない<sup>(35)</sup>。よって、自分は fiduciary でないと主張した。

第一審の連邦地裁は被告の主張をいれ勝訴の summary judgment を出した。しかし、控訴裁は、原判決を一部破棄し、free fund の部分については、guaranteed benefit とは言えないとした。したがって、この部分について保険会社は fiduciary であるという。

〔判旨〕最高裁は、6 対 3 で、この控訴裁判所の判決を支持した。Ginsburg 裁判官の法廷意見は次のようにいう。<sup>(36)</sup>

McCarran-Ferguson Act は、確かに保険の規制を州に委ねているが、そこには、「連邦法が明確に保険業に関係しない限りにおいて」という限定がついている。ERISA は一般的に、また Guaranteed Benefit Policy については特定の、保険業に関係している。したがって、McCarran-Ferguson Act の枠組みの中でも ERISA の規制が保険業が及んでかまわない。

問題は、ERISA が、非常に広い preemption clause を持つと同時に、それには、州法の保険（さらには銀行、証券）規制を免れるものではないという但し書きがついていることである。<sup>(38)</sup> (saving clause) 多数意見は、これは通常の

連邦制定法の preemption の分析に従うという。ERISA は、州法による保険規制を一般的に専占せず、ただ、ERISA の立法目的の完全な達成に障害となる限りでそうするのである。この限りで、saving clause の趣旨が、保険の規制を州に委ねた、McCarran-Ferguson Act と同じだというのは正し<sup>(39)</sup>い。そこで、年金契約については、保険会社の一般勘定に対して、州法と連邦法の二重の規制がなされることになる。そして、両者の間に直接の抵触があれば、後者が優先する。

それでは、当該保険会社は、本件のいわゆる free fund について、ERISA の fiduciary に該当するのか？

果たして、この free fund は、plan asset に含まれるのだろうか？ ERISAは、保険会社の guaranteed benefit policy においては、plan asset は保険証券自体を含むが、その背後にある保険会社の財産を含むとみなされるべきではないと規定している。<sup>(40)</sup>

しかし、この、plan asset における guaranteed benefit policy の例外は、「このような証券または契約が、その額が保険会社によって保証された給付を提供している限りにおいて (to the extent)」という文言によって、限定されて<sup>(41)</sup>いる。問題は、この限定文言の解釈である。

多数意見は、ここで、保険会社の変額年金 (variable annuity) 契約について、連邦の証券規制、investment company 規制が及ぶとした、著名な2件の先例を引いてくる。いずれも、変額年金が保険であるとともに investment であるという点が問題になった事例である。変額年金では年金給付額が investment の return によってまさに変化する。つまり、investment risk は、保険会社でなく、契約相手方が負う。したがって、証券規制上の適用除外にあたる「保険」であるとは言えない。<sup>(42)(43)</sup>

さらに、annuity contract は、その契約内容によって、accumulation period (flexible fund) の間は、investment contract だが、<sup>(44)</sup>契約で保証された確定的な年金の給付が始まると、exempt insurance contract だと考えられる場合があると判示している。<sup>(45)</sup>つまり、判例は、年金契約を構成部分に分け

## アメリカ法における年金信託投資規制の最近の動向

て、それぞれについて、投資 (investment) とみるか、保険 (insurance) とみるか考えてきた。本件でも同じである。ERISA の文言は、支払い年金額が保証されている限度で (to the extent), ERISA の適用除外資産 (asset) としての guaranteed benefit policy となるという。

本件が、accumulation phase にあるとき、保険会社が Liabilities of the Fund に記帳された通りの支払いをしている部分は、guaranteed benefit であるし、また、契約終了して、全年金受給権が確定すると、それもやはり guaranteed benefit であろう。しかし、free fund はこれとは異なる。実際、それは、1977—1982年、non guaranteed benefit として支払われていた。つまり、これは、先の判例の flexible fund に類似している。free fund は、plan asset の一部であり、保険会社はこの限りで fiduciary ある。

保険会社は、free fund の分を含む本件の契約は、全体として、guaranteed benefit を給付していると主張している。plan の受託者は、free fund を用いて、将来、guaranteed benefit を買えるからというのである。しかし、この解釈をとると、保険会社の提供する契約はどんなものでも全体として、将来 guaranteed benefit の購入に至るならば、ERISA から適用除外されてしまう。それは、「to the extent」という文言に反するであろう。

連邦の労働省は、interpretive bulletin を出していた。それは、保険会社と party in interest <sup>(46)</sup> との間の prohibited transaction <sup>(47)</sup> について、保険会社の一般財産は plan asset と考えるべきではなく、prohibited transaction <sup>(48)</sup> に当たらないという。ところが、最高裁は、これを prohibited transaction についてのみの規定であり、exempt guaranteed benefit について何も述べていないと解釈した。もし、保険会社の契約、証券が、すべて、exempt guaranteed benefit になり、したがって plan asset にならないというつもりなら、連邦議会が選択した文言「to the extent」に反することになる。やはり、exempt guaranteed benefit について規定したものではないとみるべきだというのである。

〔反対意見〕 Thomas 裁判官の反対意見は次のように論じている。このよう <sup>(49)</sup>

な場合には、労働省も保険会社の一般財産を plan asset とするつもりはなかったのに、多数意見は、逆の解釈をとってしまった。しかもこの結論には非常に大きな悪影響がある。

現実に将来の給付を保証する前の段階でも、つまり、active phase であっても guaranteed benefit だと解しうると考えるべきではなかったか。法廷意見は、investment risk を負うのが保険会社か否かという判断基準をとるが、ERISA の文言は、一言もそういうことを要求していない。保険会社の契約が保証された給付を「提供している (provided for)」かどうかを問題にしているのである。通常の意味では、「提供している」とは、将来、年金給付が確定したときに、保証給付を行う準備をして (make a provision for) おけばいいのであり、本件の事例はこの要件を満たしている。また、ERISA における「給付」とは、プラン加入メンバーへの支払いのことであって、保険会社から年金プランへの支払いを意味していない。

また、州法は、保険会社との関係を通常の契約と解しており、伝統的にこの関係を、fiduciary relation とは解していない。free fund といっても、計算上のものであり、実態は保険会社の一般財産にほかならない。

さらに、実質論として、もし、本件の free fund が、plan asset とされ<sup>(50)</sup>ると、fiduciary duty だけでなく、禁止取引 (prohibited transaction) ルール<sup>(51)</sup>もかかってくる。すると、この部分について、例えば、保険会社は sponsor の証券に投資できない。保険会社は所有不動産を sponsor に lease できないし、製品サービスを sponsor から購入できないということになるだろう。保険会社はこれらの契約締結において不自由になってしまう。

(32) John Hancock Mut. v. Harris Trust & Sav. Bank, 114 S. Ct. 517 (1993) [hereinafter cited as Harris Trust Case].

(33) E. T. ALLEN JR., J. J. MELONE, J. S. ROSENBLOOM, PENSION PLANNING: PENSIONS, PROFIT SHARING, AND OTHER DEFERRED COMPENSATION PLANS 245-49 (6th ed. 1988); D. M. MCGILL & D. S. GRUBBS, FUNDAMENTALS OF PRIVATE PENSIONS 551- (6th ed. 1989) [邦訳ダン・M・マ

## アメリカ法における年金信託投資規制の最近の動向

- ックギル, ドナルド・S・グラブス, Jr. (田村正雄監訳)『企業年金の基礎』(ぎょうせい, 1989)]; Goldberg & Altman, *The Case for the Nonapplication of ERISA to Insurance General Account Assets*, 21 TORTS & INSURANCE L.J. 475, 478-82 (1986).
- (34) Allen Jr. *et al*, *supra* note (33), at 251-52 (6th ed. 1988); K. BLACK & H. SKIPPER, LIFE INSURANCE 496-97 (11th ed. 1987); D.M. McGill & D.S. Grubbs, *supra* note (33), at 562-64 (6th ed. 1989).
- (35) ERISA § 401 (b)(2)(B).
- (36) Rehnquist 首席裁判官, Blackmun, Stevens, Scalia, Souter 裁判官が同調。
- (37) 59 Stat. 33, as amended, 15 U.S.C. §§ 1011-, § 1012.
- (38) ERISA § 514(a).
- (39) Harris Trust Case, *supra* note (32), at 526.
- (40) ERISA § 401(b)(2).
- (41) ERISA § 401(b)(2)(B).
- (42) Securities Act of 1933 § 3, 15 U.S.C. § 77c.
- (43) SEC v. Variable Annuity Life Ins. 359 U.S. 65 (1959).
- (44) Securities Act of 1933 § 2, 15 U.S.C. § 77b, なお, 本稿後注 (202)(204) とそれに対応する本文も参照のこと。
- (45) SEC v. United Benefit Life Ins., 387 U.S. 202 (1967).
- (46) ERISA § 3(14). 本稿後注 (99) とそれに対応する本文参照。
- (47) ERISA § 406.
- (48) Interpretive Bulletin 75-2, 40 Fed. Reg. 31598 (1975), 29 C.F.R. § 2509.75-2(b) (1993).
- (49) O'Connor, Kennedy 裁判官が同調。
- (50) ERISA § 404.
- (51) ERISA § 406.

## 2.2 Mertens Case

*Mertens v. Hewitt Associates*, 113S.Ct. 2063 (1993)<sup>(52)</sup>

Harris Trust Case では, fiduciary の範囲が問題になったが, この事件

では、fiduciary duty 違反に悪意で荷担した non-fiduciary である第三者の責任が問題になった。

〔事実〕年金プランのメンバーが、保険数理士を、ERISA 違反で訴えた事例である。保険数理の仮定に誤りがあり、また、sponsor が当該保険数理士の顧客の一人であることを開示せず、funding の不足について明らかにしなかったことが問題とされた。しかし、最高裁は、5対4の判決で、ERISA § 502 (a) (3) のエクイティ上の救済は、fiduciary duty 違反に悪意で荷担した第三者 (non-fiduciary) への損害賠償を含まないと判示した。本件の保険数理士は、利害関係人 (party in interest)<sup>(53)</sup> には該当するが、ERISA上の損害賠償 (金銭賠償) 責任は負わないとされたのである。

〔判旨〕Scalia 裁判官の法廷意見は、次のようにいう。<sup>(54)</sup> ERISA § 409 には、fiduciary 義務違反の場合の救済 (金銭賠償、原状回復その他のエクイティ上の救済) が規定されている。これに対応した手続き規定、ERISA § 502 (a) (2) では、労働省長官、年金プランの受認者 (fiduciary)、受益者 (beneficiary) やメンバー (member) は、同法 § 409 に規定された適切な救済 (appropriate relief) を請求することができるとしている。しかし、non-fiduciary の責任についての規定は存在しない。そこで、原告は、より一般的な規定、ERISA § 502 (a) (3) に依拠しようとした。これは、年金プランの条項、ERISA のこの編 (title) の規定に違反する行為に対して、受認者、受益者、メンバーは、差止命令 (injunction)<sup>(55)</sup> や他のエクイティ上の救済を請求できると、規定している。

しかし、この条文も、non-fiduciary の悪意荷担について明示的に責任を認めた規定ではない。また、救済の面からみて、§ 502 (a) (2) は、金銭賠償を含んでいるが、§ 502 (a) (3) は、金銭賠償の文言を含んでいなかった。

伝統的な信託法では、受託者以外の第三者でも、受託者の信託義務違反を知りつつ荷担した者は、責任を負う。<sup>(56)</sup> 受託者の信託義務違反に対する救済は、エクイティ上の対人的な救済の他に、<sup>(57)</sup> 金銭賠償を含んでおり、この場合、悪意の第三者についても、同様であるとされてきた。<sup>(58)</sup>

ERISA は、この立場を明文で採用していない、それどころか、上記のよう

## アメリカ法における年金信託投資規制の最近の動向

な詳細な規定により、これを排除したと見るべきである。伝統的な信託法では、受託者等一定の者だけが fiduciary duty を負うが、ERISA の fiduciary duty は、プラン資産について、コントロールと裁量を持つ者は誰であっても負わなければならない。つまり、fiduciary の定義自体が機能的拡張的である。さらに、悪意荷担の non-fiduciary の責任をこれに加えると、義務者の範囲が拡大しすぎてしまうだろう。このことに、立法者は意識的であったはずである。これらのことを勘案すると、ERISA § 502(a)(3) でいう「エクイティ上の救済」とは、差止や不当利得の特定の回復等の典型的なエクイティ上の救済を意味する。したがって、補償的金銭賠償は、含まれないと解される。

[反対意見] これに対して、White 裁判官は次のような反対意見を述べた。<sup>(59)</sup> ERISA の文言は、「適切なエクイティ上の救済 (appropriate equitable relief)」である。伝統的な信託法では、エクイティ裁判所は、信託受益者に、差止め命令等の特定の救済だけでなく、補償的金銭賠償を請求することも認めてきた。したがって、議会の立法意思は、損害賠償も含んでいたとみるべきである。ただ、懲罰的損害賠償のようなものは含まない。これは、コモンロー上の救済だからである。多数意見の解釈では、ERISA § 502(a)(3) は、悪意第三者だけでなく fiduciary についても補償的金銭賠償請求を許さない趣旨になってしまう。これは、ERISA 以前に受益者が州法上持っていた救済手段を ERISA が剝奪したことになるだろう。

(52) *Mertens v. Hewitt Associates*, 113 S.Ct. 2063 (1993) [hereinafter cited as *Mertens Case*].

(53) 本稿後注 (99) とそれに対応する本文参照。

(54) Blackmun, Kennedy, Souter, Thomas 各裁判官が同調。

(55) これに対応する労働省長官の提起する民事訴訟についても、同じ救済を認めている。ERISA § 502(a)(5)。

(56) A.W. SCOTT ON TRUSTS, §§ 321-326 (4th ed. W.F. Fratcher 1989); RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS, §§ 321-326 (1959).

(57) *United States v. Mitchell*, 463 U.S. 206, 226 (1983); *Mertens Case*,

*supra* note (52), at 2068.

(58) *Seminole Nation v. United States*, 316 U.S. 286, 296–297 (1942); *Mertens Case*, *supra* note (52), at 2068; A.W. Scott, *Participation in a Breach of Trust*, 34 *HARV.L.REV.* 454 (1921).

(59) Rehnquist 首席裁判官, Stevens, O'Connor 裁判官が同調。

### 3 ERISA 判例法の解釈

以上、2件の最高裁判例を紹介したが、このような ERISA の判例法理は、いったい、どのように読まれるべきか？ 巨大な資産を蓄積している機関投資家としての年金基金は、何よりも、投資をめぐる規制の中においてみなければならぬ。この節では、これら2つの判例を、一方で、ERISA の *fiduciary duty* の母体である信託法に照らし、他方で、金融法・会社法との関連で検討することにする。しかし、その場合でも、判例法理の過度の一般化抽象化は避けるべきであり、あくまでその事実関係と、先例法理のコンテクストの中で、分析されなければならない。ここでは、実際の判例実務を理解することが目的だからである。

#### 3.1 ERISA Preemption

*Harris Trust Case* の1つの争点は、保険会社に ERISA の規制がどこまで及ぶかということだった。保険会社の一般勘定に関する法規制は、*McCarran-Ferguson Act* により伝統的に州法に委ねられてきた<sup>(60)</sup>。一方、ERISAには、大変広範な専占 (*preemption*) 条項と保険除外条項 (*insurance saving clause*) が併存している<sup>(61)</sup>。原則として、ERISA の *preemption* が非常に強力であることは、判例の蓄積により確立している<sup>(62)</sup>。特に最近では、保険会社が問題になった事例で、退職年金以外の、健康保険給付のような *employee welfare benefit plan* 関係の判例が多く出されている<sup>(63)</sup>。しかも、この分野では、伝統的に州の *police power* (福祉権能) との観点から州法の保険会社に対する規制が広く認

められてきた。<sup>(64)</sup>

しかし、他方で、判例は、特に保険会社の給付債務不履行の事例において、ERISA が予定している救済方法 (remedies) を重視し、それについての州法を専占する傾向がある。これにより、例えば、州の判例法で発展してきた不誠実な保険契約違反 (bad faith breach of insurance contract) による懲罰的損害賠償 (punitive damages) の請求を、ERISA の専占という理由で否定するのである。<sup>(65)</sup>

いずれにせよ、これらの employee welfare benefit plan の判例法と年金プランのそれとは区別して考えるべきであるし、さらに、後者の場合でも、年金給付支払いの事例と年金プラン資産の投資の事例とで区別して考えなければならぬ。<sup>(66)</sup>

Harris Trust Case が示すように、保険会社の一般勘定による年金プランの投資に関しては、ERISA preemption は無制限ではなく、その意味で、州法と ERISA は相補的な規制であり、両者が真に矛盾した場合にのみ後者が優先するのである。

(60) 本稿前注 (37) 参照。この問題についての判例法は膨大であるが、さしあたり、*see*, U.S. Dept. of Treasury v. Fabe, 113 S.Ct. 2202 (1993) [保険会社の清算手続きにおける債権の優先順位は州法の領域であるとして、連邦法による専占を否定]。山本哲生「判例紹介」[1944] アメリカ法 385頁。また、出張千秋「McCarran-Ferguson 法について」損害保険研究52巻2号1頁 (1990) も参照のこと。

(61) ERISA § 514. *See*, David L. Gregory, *ERISA Law in the Rehnquist Court*, 42 SYRACUSE L. REV. 945, 957-967 (1991); Lawrence Postol, *ERISA Preemption: A Strong Shield Against State Law Claims*, 9 LAB. LAW. 561 (1993); Langbein & Wolk, *infra* note (84), at 363-; M. CANAN & W. D. MITCHELL, *EMPLOYEE FRINGE AND WELFARE BENEFIT PLANS* § 1.7 (1994).

(62) *Alessi v. Raybestos-Manhattan, Inc.*, 451 U.S. 504 (1981) [企業年金給付から労災補償 (workers' compensation) 受給分を差し引くことを禁じたニュー・ジャージー州法は ERISA に専占される]; *Mackey v. Lanier Collec-*

tions Agency & Service, Inc., 486 U.S. 825 (1988) [ERISA の適用になるプラン給付請求権の差押 (garnishment) を禁止するジョージア州法は同趣旨の ERISA § 206 (d)(1) に専占される]。cf. Guidry Sheet Metal Workers National Pension Fund, 493 U.S. 365 (1990) [プランメンバーの雇用者に対する刑事法違反行為があった場合であってもその者の年金給付を剥奪するのは, ERISA § 206 (d)(1) により許されない]; Postol, *supra* note (61), at 561; Gregory, *supra* note (61), at 957-968.

(63) ERISA § 3(1).

(64) *See, e.g.,* Metropolitan Life Ins. Co. v. Massachusetts, 473 U.S. 724 (1985) [グループ健康保険プランの事例で, 最低給付保障を義務づけたマサチューセッツ州は, ERISA の保険除外条項の適用があり, したがって専占されないと判示した]。

(65) Pilot Life Ins. Co. v. Dedeaux, 481 U.S. 41 (1987) [疾病給付プラン (disability benefit plan) の事例で, 保険会社の給付の打ち切りに対し, 懲罰的損害賠償を含む州法上の契約責任を否定し, ERISA の専占を肯定する]。cf. Mass. Mut. Life Ins. Co. v. Russell, 473 U.S. 134 (1985) [疾病給付プランにおける給付支払い拒否の事例で ERISA § 409 (a), § 502 (a)(2) における懲罰的損害賠償, 精神的損害賠償を否定]。州の契約法上の bad faith breach 法理の展開については, 樋口範雄『アメリカ契約法』77頁 (1994) を参照のこと。

(66) 本稿後注 (82) とそれに対応する本文参照。

### 3.2 インターサーキット・コンフリクト (inter-circuit conflict)

実は, 多くの場合, 最高裁が判断を下すまで, ERISA のような連邦の制定法をめぐる連邦の下級裁判所の判断は分かれている。この場合, 各サーキットでは, そのサーキットの先例にしか拘束され<sup>(67)</sup>ない。もちろん, 独立の法域をなす州の間の conflict ではなく, あくまでも1つの法域としての連邦の中での conflict なので, 本来は最高裁の判例統一機能によって解消されるはずだが, 実際にはそう<sup>(68)</sup>なっていない。

上述の2判例が最高裁で出るまで, それぞれの争点について inter-circuit conflict が存在していた。

## アメリカ法における年金信託投資規制の最近の動向

まず、前者をみると、実は、このような投資管理契約的な年金契約について insurance company が fiduciary かどうかについて、inter-circuit conflict <sup>(69)</sup>があった。多くの実務家は最高裁の少数意見の見解をとっていたし、学説の趨勢もそうだった。つまり否定説がかなり有力だったのである。本判決により、inter-circuit conflict は一応消滅したものの、この判例は、強い批判を浴びた。後述するように、このあと、保険業界は、議会と労働省に圧力をかけ、Harris Trust Case を実質的に無効にするような class exemption を求める動きが表面化<sup>(70)</sup>した。また、あらゆる年金保険契約がこの判例の射程に入るわけではない。契約の特徴ごとにみるしかない。特に、本件では、1977年の時点で、好調な free fund の分配について、保険会社との関係において、州の契約法上、受託者の側に何らかの契約上の権利が生じていたかどうか<sup>(71)</sup>が真の争点だったともいえる。この点を重視すれば、この判例の射程はかなり狭く解されることになるだろう。

non-fiduciary liability <sup>(71)</sup>についても事情は同じである。こちらでは、実は下級裁判所の有力な判例の流れは肯定説<sup>(72)</sup>だった。最高裁では5対4で僅差であるが否定説をとり、この問題に決着をつけた。しかし、後述するように、多数意見の理由付けは、過度の一般化を許さない。そもそも、この判決は、救済(remedy)の範囲についてのものであり、それを基礎付けるはずの、責任ないし救済されるべき違反(remedial wrong)については、判断を留保しているのである。

つまり、最高裁で判例が出て inter-circuit conflict が一見解消されたようにみえても、それはその事実関係限りの判断であることを忘れるべきではない。例えば、Harris Trust Case 以後も、保険会社にどれだけ ERISA の規制が及ぶかについては、それぞれの契約を事実関係ごとに検討し、各サーキットの判例法がどうなっているかみるべきである。Mertens Case についても同様の注意を払わなければならない。年金基金の管理運営をめぐる専門家の関与は拡大の一途をたどっている。新しい専門家の関与形態がでてきたとき、判例変更の可能性とともに、保険数理士との区別によりこの判例の射程が限定されて

しまうことが起こりうる。

このようにみえてくると、最高裁の判例法により、事実関係を離れた抽象的な結論が一義的に決まっていると考えるのはリアリスティックではない。ある法的に可能な複数の議論の幅の中で、どちらがより良い解釈として説得的であるかということ当該事実関係と先例法理の下で、常に解釈学的に争っているとみるべきである。inter-circuit conflict の解消に最高裁の判例が果たしている役割の重要性は否定できないが、それを過度に信頼することもできないのである。

- (67) 1891年に導入された、中間上訴裁判所としての巡回控訴裁判所 (Circuit Court of Appeals: 現在の控訴裁判所 (Court of Appeals) の前身) が、独立に連邦法の解釈適用をすることを予定していたために、各サーキットで連邦法の解釈が区々に分かれる今日のような実務が生じたといわれる。Richard L. Marcus, *Conflicts among Circuits and Transfers Within the Federal Judicial System*, 93 YALE L.J. 677, 686-87 (1984).
- (68) T.E. Baker & D.D. McFarland, *The Need for a New National Court*, 100 HARV. L. REV. 1400, 1404- (1987); R.B. Ginsburg & P.W. Huber, *The Intercircuit Committee*, 100 HARV. L. REV. 1417 (1987).
- (69) 第3巡回区での否定例。Mack Boring And Parts v. Meeker Sharkey Moffitt, 930F. 2d 267 (3d Cir. 1991). 第2, 7, DC巡回区での肯定例。Harris Trust & Savings Bank v. John Hancock Mutual Life Ins. Co., 970F. 2d 1138 (2d Cir. 1992); Peoria Union Stock Yards Co. v. Pennsylvania Mutual Life Ins. Co., 698F. 2d 320 (7th Cir. 1983) [*per* J. Posner]; Arakelian v. Nat'l Western Life Ins. Co., 724 F. Supp. 1033 (D.D.C. 1989).
- (70) 本稿後注(109)とそれに対応する本文参照。
- (71) 第9, 11巡回区での否定例。Nieto v. Eckler, 845F. 2d 868 (9th Cir. 1988) [弁護士]; Useden v. Acker, 947F. 2d 1563 (11th Cir. 1991) [銀行, ローフーム]。第2, 5, 6, 7巡回区での肯定例。Diduck v. Kaszycki & Sons Contractors, Inc., 974F. 2d 170 (2d Cir. 1992) [建設労組の年金プランにおける建築契約の相手方]; Whitfield v. Linderman, 853F. 2d 1298 (5

## アメリカ法における年金信託投資規制の最近の動向

th Cir. 1988) [弁護士]; Brock v. Hendershott, 840F. 2d 339, 342 (6 th Cir. 1988) [労組の代表者]; Thornton v. Evans, 692 F.2d 1064 (7th Cir. 1982) [弁護士].

(72) See, generally, Sherwin P. Simmons, Nonfiduciary Held Liable for Knowing Participation in an ERISA Fiduciary Breach, 60 TAX NOTES (Feb. 8) 750 (1993); Curtis & Schwartz, *supra* note (26), at 7.20-7.24; Pfeipsen, *infra* note (77), at 71-74.

### 3.3 ERISA fiduciary duty と保険会社

ERISA が明文で定めた者<sup>(73)</sup> (trustee, named fiduciary, investment managers 等)<sup>(74)</sup><sup>(75)</sup>の他に, fiduciary とされる者がどこまで及ぶか (ERISA の fiduciary の範囲) については, すでに連邦下級裁判所の膨大な判例の集積がある<sup>(76)</sup>。

保険会社が, ERISA の fiduciary にあたるかどうかは, 場合を分けて考察しなければならぬ<sup>(77)(78)</sup>。

ERISA § 3(21)(A) は, (i) 年金プランの management・資産の管理処分<sup>(79)</sup>, (ii) 投資に関する advice<sup>(80)</sup>, (iii) 年金プランの administration の 3局面を<sup>(81)</sup> 区別し, それぞれになんらかの裁量的な権限ないしコントロールがあることを要件としている。

ここでの問題は, このうち, 投資に関する前二者, 特に最初の類型である<sup>(82)</sup>。しかも, 保険会社の事例は, ERISA の fiduciary の範囲という一般的な問題群の一部をなす。判例法は, 実質的に投資権限と裁量のある者を, fiduciary ととらえてきた<sup>(83)</sup>。

問題は, 保険会社自身が ERISA の fiduciary になるかどうかである。ERISA の fiduciary duty に関する規定は, 伝統的な信託法から影響を受けて成立した<sup>(84)</sup>。

その内容は, 次の 4つに分かれる<sup>(85)</sup>。

第 1 が, 参加者・受益者に利益を供給するという「排他的」目的に従う義務 (sole benefit/exclusive purpose rule)<sup>(86)</sup> である。これは, 信託法を中心に発展し

た、fiduciary duty の中核にある忠実義務 (duty of loyalty) から生じたものであり、受託者は、自己の利益のみならず、参加者・受益者以外の一切の利益を追求してはならないとされる。

第2が、いわゆるプルデント・マン (ないしインベスター) ・ルールであり、「当該状況下で、同じような資格で行為し、このような問題を知悉している、慎重な人間が同様の性格と目的をもつ事業の行為において使うべき care, skill, prudence and diligence」を行使すべき義務として規定されている。最近の『第三次信託法リステートメント：プルデント・インベスター・ルール』や Uniform Prudent Investor Act にも引用されているように、prudence の基準として whole portfolio approach をとることが、1979年以来、労働省の regulation で定められている。これは、いわゆる modern portfolio theory を受容した早期の例といわれ、一般の信託法その他への影響が予測されていた。また、判例法理により、このような prudence の判断に、独自の調査を行ったかどうか、専門家の advice を求めたかどうかといった、手続的な基準が重視されており、しかもその基準はかなり厳格である。

第3が、分散投資ルール (diversification) である。modern portfolio theory が明らかにしたように、投資を分散させることで収益 (return) を下げることなく危険 (risk) を下げることができる。分散投資義務は、現在では、prudent investor rule の一要素である。判例法は、portfolio の規模と、問題の投資の集中との相関関係を基準に判断している。

第4が、禁止取引ルール (prohibited transaction rule) であり、これは、排他的利益ルール (exclusive benefit rule) の細則としての性格を持つ。fiduciary は、次の取引をプランに参与させてはいけない。プランと利害関係人 (party in interest) 間の直接的ないし間接的な財産の売買、交換、リース、金銭の貸借、製品、サービス、便宜の提供、プランの財産の party in interest への譲渡や使用等。fiduciary は、プランに対し、一定の例外を除いて、employer security や employer real property を保持させてはいけない。fiduciary は、自己の利益または計算のためにプランの財産を扱ってはいけないし、プラ

## アメリカ法における年金信託投資規制の最近の動向

ンやそのメンバーの利益に反する利益を持つ者のために個人その他の資格でプランにかかわる取引を行ってはいけない。また、プランと取引する相手方から個人勘定で対価(約因: consideration)を得てはいけない。<sup>(102)</sup> この禁止取引きルール<sup>(103)</sup>には、労働省長官による適用除外(class exemption)手続きの規定が存在するほか、実害のない類型的行為については、最初から例外規定が設けられている。<sup>(104)</sup>

以上の内容を持つ ERISA の fiduciary duty が、保険会社の一般勘定に適用になるとすると、どのような問題が生じるだろうか？ これまで述べてきたように、ERISA の fiduciary duty は、大きく、prudent investor rule (diversification rule を含む) と exclusive benefit rule (prohibited transaction rule を含む) に分かれる。このうち、前者については、およそ、現代の金融市場のありかたを前提にする限り、modern portfolio theory に基づくなんらかの prudent investor rule が必要であることは疑いない。現に、州法による保険会社の一般勘定の投資行為規制についても、投資対象を限定する従来の legal list 方式を変更して、なんらかの prudent investor rule を加味すべきであるという立法論が盛んになってきている。<sup>(105)</sup> しかし、保険会社の一般勘定の投資をどのように規制するかは、年金基金の投資だけの問題ではなく、保険規制全体の枠組みで考えるべき問題だろう。たとえ、保険会社の提供している多くの契約が、実態上、「年金や生命保険の形式につつまれた投資ファンド以外<sup>(106)</sup>の何者でもない」としても、だからといって ERISA を適用すべきだということにはならない。<sup>(107)</sup> これは、保険規制の問題の一部だからである。

より問題なのは、exclusive benefit rule と prohibited transaction rule の方である。投資に関する ERISA の exclusive benefit rule は、信託財産が受託者の個人財産に属さない一種の独立した財産であるという信託法の原理から生まれた。伝統的な信託法は、受益者の利益を保護するために、厳格な忠実義務を発展させたが、その結果、信託財産の独立性の観念が生じた。受託者は信託財産に対して title と管理権しか持っていないのだから、信託財産は受託者の個人財産から独立しているのは当然のこと、受益権が多数の受益

者に時間的にも分割され多くの場合その実質が特定の個人に確定的に帰属していないことを考慮すれば、受益者の個人財産の一部としての受益権からも独立しているといわざるをえない。<sup>(108)</sup> ERISA は、このような信託財産の独立性から来る信託法の法的規則を最も厳格に発展させたといえる。すなわち、誰のものでもないから、年金プランの財産は、fiduciary の個人利益など論外のこと、sponsor や労働組合や一部の受益者の利益をはかる目的で投資することもできないというのである。これが、exclusive benefit rule の含意することであり、「参加者と受益者に給付を供与するという排他的目的」を果たす義務という文言の意味である。

しかし、このような年金プラン資産の管理権濫用を予防する強力な義務が、信託とはその性格が全く異なる保険会社の一般勘定にまで及ぶことには問題がある。現に、Harris Trust Case が出るまで、保険会社は、その一般勘定資産を ERISA の年金プラン資産とは考えてこなかった。そこで、アメリカ生命保険協会 (American Council of Life Insurance: 以下、ACLI) は、労働省に働きかけ、一括適用除外 (class exemption) を求めることになった。<sup>(109)</sup>

ACLI は内部的取引 (internal transactions) と対第三者投資取引 (investment transactions with third parties) の両方で、適用除外を求めた。前者は、一般勘定の内部的な配分の問題であり、それをどの程度保険証券保有者や株主への配当にまわすかとか、賃金その他の被用者への支払いにあてるか広告やオフィスの拡張にまわすのかという一切の業務決定が問題になりうる。

後者は、利害関係人 (party in interest) との間の外部的な取引が、禁止取引 (prohibited transaction) にあたるとされることを問題にする。例えば、年金プランの sponsor が、保険会社から何らかの年金保険契約を購入していると利害関係人にあたるので、保険会社からそれら小規模、中規模会社への貸出しは、禁止取引に該当してできなくなる。また、一般勘定へのサービス提供者も、利害関係人とされるため、保険会社はこれらの第三者との取引もできなくなってしまう。<sup>(110)</sup> さらに、一般勘定の年金契約を購入している sponsor の雇用者証券、財産に対して、保険会社は一定限度以上投資できなくなってしまう

## アメリカ法における年金信託投資規制の最近の動向

(111)  
う。

これに対して、労働省は、内部的取引きについては、十分な情報がないことを理由に、適用除外の提案を行わなかつた<sup>(112)</sup>。しかし、対第三者投資取引きについては、ほぼ ACLI の要求をいれ、ERISA 制定時にまで遡及効を持つ次のような適用除外の提案をしている。

第1に、年金プランが保険会社の一般勘定の契約保持者である場合、利害関係人と保険会社一般勘定との間の取引きを、ERISA の禁止取引きルールから一般的に適用除外とする。employer securities, employer real property の一般勘定による取得等の行為も一般的に適用除外とする。ただし、qualifying employer securities, qualifying employer real property をプランが取得<sup>(113)</sup>する場合は、通常の10%の制限による。

第2に、保険会社の一般勘定へのサービス提供者が利害関係人とされる場合、その者の行為を ERISA の禁止取引きルールから特定のな適用除外とする。保険会社の一般勘定によって所有されているホテル等の公共的な施設において、一般公衆と同じ条件の下で、サービス、物品の提供を利害関係人が受けることも特定のな適用除外<sup>(114)(115)</sup>とする。

この適用除外の提案をみても分かるように、Harris Trust Case の法理は、保険会社の一般勘定の性質上、拡大的に適用されえないことが明らかである。変額年金 (variable annuity) のような分離勘定で投資を行うものとは異なり<sup>(116)</sup>、グループ年金保険契約は、本質的に他の一般勘定による契約と分離して管理できないのであるから、ERISA の禁止取引きルールを適用できない。それでは、exclusive benefit rule の方はどうだろうか。Harris Trust Case の射程は、この部分については依然残るだろう。しかし、これも、先に述べたように、free fund の利用について当事者間になんらかの契約があったのかもしれないという本件事実関係の特殊性をとらえて、後の判例によって狭められる可能性がある。

もちろん、巨大な年金基金は、自己の年金基金部分の投資実績を反映していないこのような保険会社の契約形態に不満を募らせるであろう。現に、Harris

Trust Case の反対意見が喝破していたように、これは、free fund とよばれる計算上の余剰部分の分配についての契約法上の紛争<sup>(117)</sup>だったのである。つまり、この本質は、投資に失敗した責任の所在ではなく、成功している投資の分配についての争いなのである。そもそも、この部分は、年金基金が自家運用しておれば、全額プランの資産になったはずのものだろう。グループ年金保険契約に依存せざるをえない零細な年金プランは別として、優良な年金プランは、自己の資産を保険会社に分離勘定で運用するように圧力を加えるだろうし、そのニーズが満たされなければ、保険会社以外の他の有利な投資手段を求めていくだろうと思われる。

(73) 受託者 (trustee) が置かれる場合には通常、これが投資行為に関して fiduciary となるが、いくつかの例外がある。第1に、プランの文書が、受託者を指名受託者 (named fiduciary) の監督裁量の下に置く場合。指名受託者については、次注(74)を参照。受託者は、named fiduciary の指示に従うが、ERISA と plan の規定に違反してはならない。ERISA § 403 (a)(1).

第2に、投資管理者 (investment manager) が置かれている場合。Id. § 403 (a)(2). 投資管理者については、本稿後注 (75) を参照。

(74) 指名受託者 (named fiduciary) とは、プランの運営 (operation and administration) のコントロールと管理について責任を負う者で、一人または複数置かれる。年金プランの基本文書 (written instrument) によって直接規定されるか、選定手続きが定められる。ERISA § 402 (a)(2).

年金プランの基本文書は、named fiduciaries 相互の責任分担手続きを定めることができるし、受託者責任 (trustee responsibility: 信託文書に規定されたプラン財産を管理コントロールする責任で investment manager を選任監督する権限を除いたもの) 以外の fiduciary としての責任を果たすために他の者を named fiduciary が任命する手続きを定めることもできる。Id. §§ 405 (c) (1), 405 (c)(3).

これらの場合、named fiduciary はこれら他の者の作為不作為については、原則として、責任分担ないし選任監督責任についての自己の fiduciary duty しかなかった。Id. § 405 (c)(2).

(75) 投資管理者 (investment manager) は、指名受託者 (named fiduciary)

アメリカ法における年金信託投資規制の最近の動向

に任命され、ポートフォリオの全体または一部の投資を行う。ERISA § 402 (c)(3). 任命者の fiduciary から受けた投資についての情報については、投資の義務を履行するために提供され、それが不正確であることを知らずまた知りうべからざるとき、それに依拠できる。44 Fed. Reg. 37225 (1979), 29 C.F.R. § 404a-1 (a)(3)(1993).

named fiduciary は、指名監督責任を負い、投資については、investment manager が fiduciary duty を負う。plan trustee には責任がない。ERISA § 405 (d).

investment manager の資格としては、Investment Advisers Act of 1940 の登録を持つ投資顧問業者 (investment adviser) の他、銀行 (bank), 2州以上の州法で投資管理サービスの資格を得た保険会社 (insurance company) である必要がある。また、文書でプランの fiduciary であることを認めなければならぬ。ERISA § 3 (38).

(76) ERISA § 3 (21)(a). 判例法については、see, MICHAEL J. CANAN, QUALIFIED RETIREMENT AND OTHER EMPLOYEE BENEFIT PLANS § 16.3 (1994); Langbein & Wolk, *infra* note (84), at 490-503. また、本稿後注 (83) に掲げた文献を参照。

(77) See generally, Scott V. Rozmus, *Insurers Beware: General Account Activities May Subject Insurance Companies to ERISA's fiduciary Obligations*, 88 NW. U.L. REV. 803 (1994); Waldemar Pflepsen, *Recent Developments in ERISA Pension Litigation against Insurers: Trends in Fiduciary, Non-Fiduciary and Co-Fiduciary Liability*, 27 TORTS & INSURANCE L.J. 65, 71-74 (1991).

(78) ERISA は、年金プランの資産の管理手段として信託設定を要求するが、その例外の一つが保険会社との間の契約から成るプランである。ERISA § 403; 47 Fed. Reg. 21247 (1982), 29 C.F.R. § 2550.403a-1 (1993); 47 Fed. Reg. 21247 (1982), § 2550.403b-1 (1993). この場合、実質的に保険契約 (証券) を投資手段の一つとして、選択決定権限を持つものが fiduciary となる。多くの場合、sponsor 会社の directors や officers 自体がこれに該当することが多いだろうが (in-house fiduciaries), Harris Trust Case でみたように、金融機関が受託者や investment managers として、sponsor の外部に存在する場合 (money managers) も存在する。

- (79) ERISA § 3 (21)(A)(i).
- (80) ERISA § 3 (21)(A)(ii).
- (81) ERISA § 3 (21)(A)(iii).
- (82) これに対し、年金給付の支払いについての、fiduciary duty 違反は、最後の類型に関係する。*Ibid.* この件に関して、判例法は、fiduciary duty の基準について、一時 intercircuit conflict があった。多くの下級裁判所の判例は、年金給付の支払い拒絶等の事例で、fiduciary duty 違反の要件として、それが恣意的決定であることを要求する arbitrary and capricious standard をとっていたが、最高裁は、最近これを否定した。Firestone Tire & Rubber Co. v. Bruch, 489 U.S.101 (1989). 裁判所は独自の観点から覆審的審理を行うべきだとする (de novo review standard)。
- (83) See, generally, J.K. Stanley, *The Definition of a Fiduciary under ERISA: Basic Principles*, 27 REAL PROP. PROB. & TR. J. 237-79 (1992); J.K. Stanley, *The Definition of a Fiduciary under ERISA: Functions Covered under Subsections 3 (21)(A)(i), (ii) and (iii)*, 27 REAL PROP. PROB. & TR. J. 467 (1992); J.K. Stanley, *The Definition of a Fiduciary under ERISA: Particular Persons and Entities*, 27 REAL PROP. PROB. & TR. J. 711-773(1993).
- (84) Firestone Tire & Rubber Co. v. Bruch, 489 U.S.101, 110 (1989); Central States Pension Fund v. Central Transport, Inc., 472 U.S. 559, 570-71 (1985); J.H. LANGBEIN & B.A. WOLK, PENSION AND EMPLOYEE BENEFIT LAW 476- (1990); Daniel C. Knickerbocker, *Trust Law with a Difference: An Overview of ERISA Fiduciary Responsibility*, 23 REAL PROP. PROB. & TR. J. 633 (1988).
- (85) 芹澤英明「アメリカ法における年金信託の‘Social Investment’論」ジュリスト894号106, 108頁 (1987)。
- (86) ERISA § 404 (a)(1)(A). cf. PRUDENT INVESTOR RULE, *supra* note (10), at § 227 (c)(1); Uniform Prudent Investor Act, *supra* note (11), at § 5.
- (87) A.W. SCOTT ON TRUSTS, *supra* note (56), at § 170; RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS, *supra* note (56), at § 170.
- (88) Knickerbocker, *supra* note (84), at 645-49; Daniel R. Fischel & John H. Langbein, *ERISA's Fundamental Contradiction: The Exclusive Benefit*

アメリカ法における年金信託投資規制の最近の動向

*Rule*, 55 U.CHI. L.REV. 1105 (1988).

- (89) ERISA § 404 (a)(1)(B). cf. PRUDENT INVESTOR RULE, *supra* note (10), at § 227(a); Uniform Prudent Investor Act, *supra* note (11), at §§ 1, 2.
- (90) PRUDENT INVESTOR RULE, *supra* note (10), at § 227, Reporter's General Notes at 66-67 & Reporter's Note on Comment g at 83-86.
- (91) Uniform Prudent Investor Act, *supra* note (11), at § 1, Comment.
- (92) 44 Fed. Reg. 37221(1979), 29 C.F.R. § 2550.404a-1 (1993).
- (93) 芹澤, 前掲注 (85) 論文, 109頁注 (33)。
- (94) *Katsaros v. Cody*, 744F.2d270 (2d Cir.), *cert. denied*, 469 U.S. 565 (1984) [経営の悪化した銀行へ200万ドルの融資をするのに, 専門家の補助も金融データの分析もなかった場合]; *Donovan v. Cunningham*, 716 F.2d 1455 (5th Cir. 1983), *cert. denied*, 467 U.S.1251 (1984) [Employee Stock Ownership Plan (ESOP) で, 株式購入に際して批判的評価を怠った場合] *Donovan v. Mazzola*, 716F.2d1226 (9th Cir. 1983) [150万ドルの融資の担保の評価に関し, 未経験の者に依頼した場合].
- (95) ERISA § 404 (a)(1)(C). cf. PRUDENT INVESTOR RULE, *supra* note (10), at § 227 (b); Uniform Prudent Investor Act, *supra* note (11), at § 3.
- (96) より正確には, diversifiable risk である。diversifiable risk と non-diversifiable risk については, *see, generally*, PRUDENT INVESTOR RULE, *supra* note (10), at § 227, Comment e & Reporter's Note on § 227, Comments e-h at 80-87; Modigliani & Pogue, *An Introduction to Risk and Return*, 30 FIN. ANALYSIS J.68 (1974); Edwin J.Elton & Martin J.Gruber, *The Lessons of Modern Portfolio Theory*, in BEVIS LONGSTRETH, MODERN INVESTMENT MANAGEMENT AND THE PRUDENT MAN RULE 161, 167-69 (1986).
- (97) *GIW Industries, Inc. v. Trevor, Stewart, Burton & Jacobsen Inc.*, 895F.2d729 (11th Cir. 1990) [portfolio の70%を政府の長期債に投資したがキャッシュフローの必要性からすぐ売却せざるをえず損失が生じた事例で, これ自体が diversification 違反とはいえないが prudence 違反とされた]; *Donovan v. Mazzola*, 716F.2d1226 (9th Cir. 1983) [portfolio の12%を一

つの融資に利用したことが diversification ルール違反とされた事例]。

- (98) ERISA § 406.
- (99) ERISA § 3(14). 具体的には, (A) fiduciary, (B) プランにサービスを提供する者, (C) 雇用者, (D) 労働者団体, (E) 雇用者の50%所有者等, (F) (A)-(E)の50%以上の持分を持つ会社等, (G) (B)-(F)の被用者等, (H) (B)-(F)の10%以上の株主, (I) (B)-(F)の10%以上の partner 等である。
- (100) *Id.* § 406(a)(1). また, プランが譲渡抵当等担保の負担を受けたりした場合等には, 利害関係人 (party in interest) による財産のプランへの譲渡は売買, 交換とみなされる。 *Id.* § 406 (c).
- (101) *Id.* § 406 (a)(2). 雇用者の発行する株式等の qualifying employer security や, 地理的に分散している等の要件を満たした qualifying employer real property ならば, プラン資産の10%を超えない範囲で取得・保持が許されている。 *Id.* § 407 (a), (d).
- (102) *Id.* § 406 (b).
- (103) *Id.* § 408 (a); 29 C.F.R. §§ 2570.30-2570.52. (1993).
- (104) *Id.* §§ 408 (b), (c), (d), (e), (f).
- (105) National Association of Insurance Commissioners (NAIC) は, 現在, Investments of Insurers Model Act を作成しているが, 1994年8月に公開された草案から明らかなように, 投資対象について一定の legal list を前提にしつつ, それを超える投資も資本及び剰余金の10%といった枠内で行うことを認める方向にある。 legal list を超える投資については, prudent investor rule の導入が考えられている。 See, Carl B. Wilkerson, *State Regulatory Developments*, in C954 ALI-ABA COURSE OF STUDY CONFERENCE ON LIFE INSURANCE COMPANY PRODUCTS: CURRENT SECURITIES, TAX, ERISA, AND STATE REGULATORY ISSUES 337, 339-43 (1994); David F. Babbel, *A Perspective on Model Investment Laws for Insurers*, CHARTERED LIFE UNDERWRITER J. (SEPT.) 72 (1994). legal list による現在の州法の規制については, see, Christopher D. Sposato, *Overview of the Legal Investment Framework In Which the Life Insurance Company Must Operate*, in INSURANCE COMPANY INVESTMENT MANAGEMENT HANDBOOK 507 (E. A. Mennis & S. Ryals eds. 1992).
- (106) Brian F. Wruble, *Investment Strategies for Life Insurance Companies*,

アメリカ法における年金信託投資規制の最近の動向

*in* INSURANCE COMPANY INVESTMENT MANAGEMENT HANDBOOK, *supra* note(105), at 362, 364-65.

- (107) 現に, ERISA は, プラン資産 (plan asset) の範囲について, 保険会社の保証給付証券 (guaranteed benefit policy) (ERISA § 401(b)(2)(B)) と同様の規定を, 投資会社の証券についても置いている。すなわち, Investment Company Act 1940 上の証券に投資される時, この証券はプラン資産を構成するが, 投資会社の財産自体はそれに含まない, とする。 *Id.* § 401(b)(1).
- (108) 公益信託や徳義上の信託 (honorary trust, purpose trust) さらには裁量信託 (discretionary trust) のことを考えてみればいい。さしあたり, 公益信託については, 芹澤英明「判例紹介」[1991] アメリカ法142頁, 徳義上の信託については, W.F.Fratcher, *Trust*, *in* 6 INTERNATIONAL ENCYCLOPEDIA OF COMPARATIVE LAW §§ 54-58 (1973), 裁量信託については, SCOTT, *supra* note (56), at § 155 をそれぞれ参照のこと。
- (109) ERISA § 408 (a); *Labor Department Proposed Class Exemption for Transactions Involving Certain Insurance Company General Accounts*, Aug. 22, 1994 [hereinafter cited as Labor Department Proposal], 59 Fed. Reg. 43134, 21 BNA PENSION & BENEFITS REP.1648 (1994).
- (110) ERISA §§ 3 (14)(F), (G), (H), (I). 本稿前注 (99) 参照。
- (111) ERISA § 407 (a).
- (112) Labor Department Proposal, *supra* note (109), at 1650.
- (113) Labor Department Proposal, *supra* note (109), at 1653.
- (114) Labor Department Proposal, *supra* note (109), at 1653-54.
- (115) 最後に, 労働省は, asset pool investment trust の劣後証券 (subordinated certificates) へのプランの投資を ERISA の禁止取引ルールから適用除外することを提案している。これは, それまで個別的に付与されてきた適用除外が, 劣後証券でないことを条件にしていたために, 保険会社の一般勘定が劣後証券を含む場合の手当をしたものである。 *Id.* at 1652-53, 1655. asset pool investment trust 一般と ERISA の禁止取引ルール関係については, *see, generally*, 2T.FRANKEL, SECURITIZATION, § 14.17 (1991).
- (116) これら分離勘定については, 連邦の Investment Company Act of 1940 と州の保険規制の両者の規制が及んでいる。本稿前注 (43) (45) に引用した判例参照。 *See also*, National Association of Insurance Commissioners,

Model Laws, Regulations and Guidelines, Model Variable Contract Law (1990); Jeffrey S. Poretz, *Commingling and Bunching: Issues Related to Insurance Company Separate Accounts*, in C954 ALI-ABA COURSE OF STUDY CONFERENCE ON LIFE INSURANCE COMPANY PRODUCTS: CURRENT SECURITIES, TAX, ERISA, AND STATE REGULATORY ISSUES 255 (1994).  
(117) Harris Trust Case, *supra* note (32), at 537.

### 3.4 non-fiduciary の責任

Mertens Case 判決は、潜在的には、保険数理士だけでなく、弁護士、会計士、コンサルタント等のさまざまな non-fiduciary professional の責任を限定した例となりうる。Mertens Case が出た現在、これらの者の責任はどうなるのか？

まず、ERISA による責任追及の道がこれにより全く絶たれたわけではないことに注意すべきである。この判例は、あくまで、ERISA § 502 (a) (3) の「適切なエクイティ上の救済 (appropriate equitable relief)」を、fiduciary duty 違反に悪意で荷担した non-fiduciary に対して主張できないことを明らかにしたにとどまる。ほぼ、同様の条文を持つ ERISA § 502(a)(5) による、労働省長官の提起する民事訴訟は否定されるであろう。しかし、法律構成を変えて、fiduciary duty 違反に悪意荷担した者としての責任追及ではなく直接の ERISA 義務違反で訴える道までもが閉ざされたわけではない。<sup>(118)</sup> 保険数理士は、明らかに利害関係人 (party in interest) に該当するし、合理的な報酬<sup>(119)</sup> を超える料金を課せば、禁止取引 (prohibited transaction) を構成するだろう。<sup>(120)</sup> さらに、保険数理士は、年次報告の認証を行い (certification), <sup>(121)</sup> 最低積立水準の基準となる「合理的な保険数理上の仮定 (reasonable actuarial assumptions)」を提供する。<sup>(122)</sup> これらの規定に直接違反していると認定されれば、ERISA § 502 (a) (3), § 502 (a) (5) で、責任を負うと解される可能性が残されている。さらに、労働省長官による民事罰 (civil penalty) 請求訴訟も、明文で可能<sup>(123)</sup> である。

## アメリカ法における年金信託投資規制の最近の動向

州法上（特に信託法）の損害賠償請求は可能なのだろうか。年金プランが信託により運営されていれば、州の信託法による受託者の義務違反行為に悪意で荷担した第三者への責任追及も問題になりうる。<sup>(124)</sup>

多数意見は、傍論で、ERISA の専占（preemption）<sup>(125)</sup> 規定によって、州法上の信託法における knowing participation の責任が ERISA で専占される可能性を述べているが、本当にそうなるのかどうかは判断を明示的に避けてい<sup>(126)</sup>る。この点について最高裁に判例がでない限り、連邦の各サーキットの判例法、さらには各州裁判所の判例法の発展をモニターしていくしかない。

(118) Mertens Case, *supra* note (52), at 2067-68.

(119) ERISA § 3 (14)(B).

(120) ERISA § 408 (b)(2).

(121) ERISA § 103 (d)(8).

(122) ERISA § 302 (c)(3).

(123) 1989年に追加された ERISA § 502 (1)(1)(B); Omnibus Budget Reconciliation Act of 1989, Pub. L.No. 101-239, § 2101, 103 Stat. 2123. 民事罰の額は、「回復可能な金額」の20%とされている。*Ibid.* 無論そのためには、労働省長官に ERISA 上の何らかの民事請求権が存在しなければならない。ERISA § 502 (1)(2).

(124) 本稿前注 (56) とそれに対応する本文参照。さらに、受託者の契約相手方の義務違反の責任を受益者の側から追及する手段については、*see*, Charles M. Bennett, *When the Fiduciary's Agent Errs—Who Pays the Bill—Fiduciary, Agent, or Beneficiary?*, 28 REAL PROP. PROB. & TR. J. 429 (1993).

(125) ERISA § 514. 本稿前注 (61) とそれに対応する本文参照。

(126) Mertens Case, *supra* note (52), at 2071.

## 4 金融法理論との交錯

最近会社法の分野で、年金基金を始めとする機関投資家による会社経営の active governance 問題に関する論議が盛んである。<sup>(127)</sup>しかし、アメリカにお

いて、これは、私的年金(企業年金 private pension fund)主導というよりも公務員の年金基金による積極主義(public pension fund activism)というかたちで始まったことに注意を払うべきである。そもそもこれらの基金では、受託者等の資産管理者は、政治的な任命によって行われる。そこで、社会的投資(social investing)のために、自己が株主となっている会社の経営に影響を与えようとする。<sup>(128)</sup>すなわち、地域社会活性化のために、雇用創出のために、南アフリカ関連企業に対し当時の南ア政府のアパルトヘイト政策に反対するよう<sup>(129)</sup>に、さらに takeover の嵐が吹き荒れるようになると takeover に対する防御をやめさせるようにといった様々な目的のために、公的年金基金は、委任状による議決権行使(proxy voting)<sup>(130)</sup>を積極的に利用しようとした。

しかし、一般的に私的年金基金の investment manager は、Wall Street Rule<sup>(131)</sup>に従って、株式を資本市場で売買するだけで、会社の長期的な経営には、積極的に関与しない。そもそも、このような状況下で、会社の managers に反対の議決権を行使するのは、年金プランの fiduciary として prudent な行為といえるのだろうか。また、その行為は、exclusive benefit ルールに適合したものといえるのだろうか。また、takeover battle の局面で、ERISA fiduciary は、年金プランの保有する sponsor の株式の議決権の行使について、sponsor の managers の意に反した判断をしなければならないのだろうか。<sup>(132)</sup>

労働省は、これらの問題に答えるために、1988年に ERISA 解釈の指針をいわゆる「Avon Letter」<sup>(133)</sup>で示した。

委任状の議決権行使についての活動の調査から fiduciary duty 違反がありうるとして、named fiduciary と investment manager の関係について、一般的な見解を次のように示した。委任状による議決権の行使も plan asset management についての fiduciary の行為である。その例としては、会社設立準拠州の変更、takeover に対する防御としての poison pill の取消等が<sup>(134)</sup>考えられる。investment manager が任命されている場合は、この者が<sup>(135)</sup> proxy decision について排他的な決定権を持つ。named fiduciary には、

## アメリカ法における年金信託投資規制の最近の動向

明示的に権限を保持していない限り、議決権行使の仕方を指示する権限もない。また、investment manager は、他人の指示によって下した決定について fiduciary liability を免責されるという規定もない。<sup>(136)</sup>

さらに、investment manager には、named fiduciary にあるような投資権限を割りふったり、他人に委任する権限も与えられていない。したがって、これらのことをしようとしても、自己の責任をのがれることはできない。proxy voting についても全責任を負う。

§ 404(a)(1)(B) は named fiduciary が定期的に investment manager の活動をモニターする義務を規定している。このため、proxy voting についても正確な記録をとることが要請されるという。

さらに fiduciary duty の exclusive benefit ルール、prudent investor ルールが強調されている。すなわち、メンバーと受益者に年金給付を与えるという排他的な目的のために、受益者の利益のためにのみ議決権を行使すべきであり、他の関係ない目的に受益者の利益を従属させてはならないというのである。

これは、一見首尾一貫した解釈論のように見えるかもしれない。しかし、このような ERISA の fiduciary duty は、実際にはうまく機能しないのではないかという有力な批判がなされるようになった。

(127) Bernard S. Black, Shareholder Passivity Reexamined, 89 MICH. L. REV. 520 (1990); Bernard S. Black, *supra* note (17), at 811. 日本法における議論については、「特集コーポレート・ガバナンス」ジュリスト1050号6—171頁(1994); 「日本私法学会商法部会シンポジウム資料：コーポレート・ガバナンス」商事法務1364号2—33頁(1994)。

(128) social investing 一般については, *see, generally*, PRUDENT INVESTOR RULE, *supra* note (10), at 68-70; B.L. Krikorian, *supra* note (25), at 305-60; Fischel & Langbein, *supra* note (88), at 1143-49; SOCIAL INVESTING (D.M. McGill ed. 1984). また、芹澤、前掲注(85)論文も参照のこと。

(129) Board of Trustees v. Mayor of Baltimore, 317 Md.72, 562 A.2d 720

- (1989) [市職員の年金基金に南アフリカ関連企業への投資を禁止する条例を有効とした事例]; David Billings, Case Note, 84 AM.J.INT'L LAW 568-72 (1990). 反アパルトヘイトのための投資引き上げと fiduciary duty との関係一般に関する当時の論議については, *see, generally*, Joel Dobris, *Arguments in Favor of Fiduciary Divestment of "South African" Securities*, 65 NEB.L.REV.209 (1986); Thomas Troyer, Walter Slocombe & Robert Boisture, *Divestment of South Africa Investments: The Legal Implications for Foundations, Other Charitable Institutions, and Pension Funds*, 74 GEO.L.J.127 (1985).
- (130) Roberta Romano, *Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered*, 93 COLUM.L.REV.795, 833 (1993).
- (131) *See, e.g.*, LOUIS LOWENSTEIN, WHAT'S WRONG WITH WALL STREET, 91-93, 200-202 (1988).
- (132) *See*, Donovan Case, *infra* note (144), at, and accompanying text.
- (133) Labor Department Letter on Proxy Voting by Plan Fiduciaries (Feb. 23, 1988), 15BNA PENSION REP. 391 (1988); Langbein & Wolk, *supra* note (84), at 562.
- (134) poison pill を始めとする takeover 防御手段については, *see*, Carney, *Controlling Management Opportunism in the Market Corporate Control: An Agency Cost Model*, 1988 WIS.L.REV.385, 398.
- (135) named fiduciary も trustee も決定権を持たない。逆に, これらの者がかもし決定したとしたら, ERISA § 404(a)(1)(D) 違反となるという。 *Ibid.*
- (136) trustee の方には, 明文の規定がある。ERISA § 405(d)(1).

#### 4.1 Fischel, Langbein 両教授の ERISA 批判

まず, Fischel, Langbein 両教授が ERISA に加えた批判から<sup>(137)</sup>みる。

第1に, ERISA は fiduciary duty を信託法から借用しているが, すでにこれが誤りである。そもそも, 年金基金の設立は, sponsor の贈与的な譲渡 (donative transfer) ではない。sponsor が労働契約の債務履行の一部として設立する deferred pay の支払い手段なのである。

また, family trust の信託設定者 (settlor) には信託管理について継続的な

## アメリカ法における年金信託投資規制の最近の動向

<sup>(138)</sup>利益はない。一方、給付建年金プラン (D.B.P.) は、被用者と雇用者の間の双方の利益のための複雑な契約の一部であって、family trust のような信託設定者 (settlor) から受益者 (beneficiary) への贈与ではない。

もちろん、ERISA の exclusive benefit rule の起源は、伝統的な family trust だけではない。<sup>(139)</sup> ERISA 制定以前から、exclusive benefit rule は、連邦租税法が租税優遇措置を受けるための適格要件 (qualification) の審査基準として採用していた。<sup>(140)</sup> これは、sponsor による租税優遇措置の濫用を避けるためだった。また、exclusive benefit rule は、Taft Hartley Act of 1947 <sup>(141)</sup>にも採用され、労組主導の労働協約で設立される年金信託にも用いられてきた。これは、<sup>(142)</sup> 労組の幹部によって濫用されないようにするためのものだった。

<sup>(143)</sup> ビジネス・トラストのように、family trust 以外のことで信託制度を使うのが悪いわけではない。しかし、贈与の状況のないところに信託制度を応用するときには修正が必要である。典型的な single-employer D.B.P. では、年金プラン投資の成否はメンバーの関心事ではなく、むしろ、sponsor の関心事なのである。

ここで、*Donovan v. Bierwirth* という有名な takeover 防御に関する事件が例としてあげられる。<sup>(144)</sup> グラマン社の D. B. P. が LTV 社による敵対的 takeover からグラマン社を防御するために、sponsor 株を公開買付け (tender offer) 開始後に購入し、公開買付け失敗後、新規購入した株式が 1,800 万ドルの損失を生じたという事例である。1943年設立の歴史の古い年金プランであり、当初銀行が受託者だったが、1973年以来自家運用を行い、グラマン社や関連会社の officer を fiduciary としていた。 (in house fiduciary) 判決は、ERISA § 404(a) の fiduciary duty 違反を肯定した。

しかし、この損失は、メンバーには関係ないのではないか。グラマン社の株主が損害を負っているだけである。本件のような overfunding 状態の優良な年金プランの場合、sponsor の将来の積立金支払い額に悪影響を与えるだけであり、つまり、損害を被っているのは sponsor の株主といえる。また、さらにたとえ、underfunding だったとしても、不足分を補填するのは、やはり

sponsor だろう。最終的に投資に失敗して sponsor がプランを終了せざるをえなくなっても、その不足分は、プラン終了保険 (Plan Termination Insurance) を通じて年金給付保証公社 (Pension Benefit Guaranty Corporation: 以下 PBGC) が負担する。<sup>(145)</sup>したがって、ERISA は、むしろ PBGC や、sponsor の株主の保護をすべきだということになる。さらに、ERISA は、メンバー間の利益相反を見ていないという欠陥がある。Donovan Case<sup>(146)</sup>でもほとんどの年金プランのメンバー被用者は takeover defense に賛成していた。雇用の安定のために少々の退職後の年金に関する投資を危険にさらしても良いと思っていた。彼らと、すでに退職した年金受給者との間には利益相反がある。<sup>(147)</sup>

同じことは、ERISA の fiduciary による議決権行使問題についてもいえる。Donovan Case でも分かるように、fiduciary は80年代の takeover battle で sponsor の managers の利益を追求していた。そもそも、in-house fiduciary は、sponsor の director, officer の兼職であることが多い。<sup>(148)</sup> market for corporate control に対して自己の既得権を守ろうとする director, officer は敵対的な takeover に対して防御行為をしようとする。takeover 防御に反対するような議決権行使をするわけがない。真に保護すべきなのは sponsor の株主なのに、ERISA は保護すべきでもない年金プランのメンバーを保護している。だから、効果的でない。

外部の fiduciary (money managers; investment managers) の場合もまた同じである。彼らは、最初から sponsor ないし in-house fiduciary との間の契約で年金資産の管理を委任されるのだから、sponsor の manager の意向に反対するような議決権行使をするわけがない。<sup>(149)</sup>

したがって、Avon Letter の法律論は無力といわざるをえない。ERISA の fiduciary にせいぜいできるのは、手続的な記録の保持とか、ガイドラインの設定、モニターくらいのことであろう。

(137) Fischel & Langbein, *supra* note (88), at 1105. cf. John H. Langbein, *The Conundrum of Fiduciary Investing under ERISA, in PROXY*

アメリカ法における年金信託投資規制の最近の動向

VOTING OF PENSION PLAN EQUITY SECURITIES 128 (D.M.McGill ed. 1989); Langbein & Wolk, *supra* note (84), at 561-68.

- (138) Restatement (Second) of Trust, *supra* note (56), at § 200. つまり, family trust の settlor には受託者に対する訴訟を提起できず, 受益者だけが投資のリスクを負担していることになる。
- (139) Fischel & Langbein, *supra* note (88), at 1107-10.
- (140) Revenue Act of 1921, ch 136, § 219 (f), Pub.L.No.42-98, 42 Stat 227, 247. 現在では, I.R.C. § 401 に該当する条文。ERISA の租税法の側面一般については, 水野忠恒「年金と税制—私的企業年金に対する税制と社会保障制度との交錯」金子宏編『所得課税の研究』205頁(1991) 参照。
- (141) LMRA § 302 (c)(5), 29 U.S.C. § 186(c)(5). 本稿前注 (30) 参照。
- (142) NLRB v. Amax Coal Co., 453U.S.322 (1981); Goetz, *Developing Federal Labor Law of Welfare and Pension Plans*, 55 CORNELL L.REV. 911 (1970).
- (143) さしあたり, 木下毅監訳「ビジネス・トラスト—ボガート著「信託と受益者」第14章各種信託機能(1)」信託170号67頁(1992)を参照。
- (144) Donovan v. Bierwirth, 538F.Supp. 463 (E.D.N.Y.1981), *aff'd as modified*, 680F.2d263 (2d Cir.), *cert. denied*, 459 U.S.1069 (1982).
- (145) ERISA §§ 3031-. この制度の問題点については, *see*, PBGC v. LTV Corp., 110S.Ct. 2668 (1990) [PBGC の終了プラン再開命令を支持]; Keating, *Pension Insurance, Bankruptcy and Moral Hazard*, 1991 WIS.L.REV. 65 (1991). また, 渡部記安「エリサ法上の年金給付保証制度の問題点—連邦預金保険制度との比較研究」年金学会誌 9号64頁(1989)も参照。
- (146) Donovan v. Bierwirth, *supra* note (144), at 263.
- (147) 同じことは, social investment の判例として有名な Brock v. Walton, 794 F.2d586 (11th Cir. 1986) を見ても分かる。これは, 労組主体の, multiemployer pension plan であるが, 市場の実勢を下回る譲渡抵当付きのローン (below-market mortgage loan) に投資した。この投資は建設業の労組にとって雇用の創出が目的。つまり, 退職者のためでなく, 現在の労働者のための利益を追求している。これは, ERISA の fiduciary duty に違反していないとされた。
- (148) ERISA § 408 (c)(3) は明文でこれを容認している。

(149) Langbein, *supra* note (137), at 135-37.

#### 4.2 Corporate Governance と年金基金

以上のような議論は、hostile takeover 全盛の時代に行われた。特に、Fischel, Langbein 両教授の主張には、当時のシカゴロースクールの Law & Economics の方法論が反映している。実は、彼らは、takeover に対して、director, officer 等は、defense すべきではないのであり、せいぜい、他のより高額 bidder が現れてくるのをまつように auctioneer になれという主張を展開していた。<sup>(150)</sup> 彼らは、会社法における director, officer の fiduciary duty についてのこれらの議論を ERISA の fiduciary duty に及ぼしてきていただけなのである。製品市場と、takeover bid による market for control によって agency cost を下げることができるので、それ以上の corporate governance は不要というのが彼らの基本的な立場だった。

しかし、director, officer は敵対的な takeover に対して、地域のコミュニティ、従業員、債権者等の株主以外の利益を考慮して防御措置をとってもいいという other constituency statute が各州で立法されるようになると、議論の方向は変わる。<sup>(151)</sup>

こうして、market for control を強調する理論の基盤自体が崩壊してしまった。<sup>(152)</sup> では、経営者の agency cost を下げる手段はどこにあるか。近年、コロンビアロースクールの研究者を中心に、非常に高度な金融理論を使いつつ機関投資家による corporate governance を支持する理論が展開されている。<sup>(153)</sup>

これらの論者は、すでに、小規模な大衆投資家が経営者をコントロールできないという企業の時代はすでに終わっており、<sup>(154)</sup> 今や株主は大規模な機関投資家になっているのだから、proxy voting で提案を積極的に行い、自ら取締役を選任し、<sup>(155)</sup> あるいは、一定の takeover の防御行為を禁止するような定款の変更を要求すべきだというのである。その場合、過度の法規制こそが、機関投資家の積極的な corporate governance を阻害しているのだという極端な主

<sup>(156)</sup>  
張まで出てきた。

最大の機関投資家である企業年金基金を例にとると ERISA が阻害要因であるということになる。かれらは、Wall Street Rule で積極的に経営に発言せず、短期的な思惑で株を短期売買するだけである。investment manager もまた、そのような短期の業績で判断されている<sup>(157)</sup>。しかし、一方で modern portfolio theory により index fund のような長期的な投資ができるようになってきているし、また、現実にそうしている。業績が悪いからと言って、年金基金がある特定銘柄の株を一斉に売ればそれだけで、市場は下げるということにもなる<sup>(158)</sup>。むしろ、多数の年金基金が資本市場で同時大規模な売買を行えないのだったら、相互に協力して長期的な会社の業績をもっと積極的にモニターすべきであり、それが、結局は投資の収益にも好影響を与えるのではないか。それなのに、ERISA の prudent investor rule がそうさせないような悪影響を及ぼしている<sup>(159)</sup>。

このような ERISA 批判の当否についてはすぐ後で検討するので、ここでは、SEC の委任状規制が公的年金基金等の機関投資家の corporate governance の動きを阻害しているとして公的年金基金等に批判された事例をみる。

ERISA の規制の外にある州や地方自治体の職員のための公的年金基金は、最近、積極的に corporate governance の運動を行っている。この中でも、カリフォルニア州公務員退職年金基金 CalPERS (California Public Employees' Retirement System) の動きが特に有名である<sup>(160)</sup>。そして、これらは、SEC の委任状規制 (proxy regulation) を攻撃した<sup>(161)</sup>。10%を超える株主への solicitation (委任状勧誘) は郵送前に SEC への 10 日目の filing を要求するが、経営側の委任状勧誘については SEC の審査や filing 要件を除外してある。問題は株主提案の方だった。この規定は、株主が議決権行使についての情報を得るための手続的な保障だが、年金基金が集まって株主総会で議決する事項を提案するのに、コストと手間の点で非常に阻害的とされる。

このような批判を浴びたため、少なくとも年金基金のような大株主相互の話し合いをより若干簡単にするように SEC は regulation を改正した<sup>(162)</sup>。この効

果は Fortune 500, Fortune 100 といった大企業の経営方針, 経営者の交代に現れている。CalPERS は, 他の機関投資家と話し合っ、投資先の取締役会と直接交渉するようになったという。つまり, もはや株主提案の委任状勧誘というかつて唯一と考えられていた手段によらなくても, 経営者と意思疎通をはかる<sup>(163)</sup>という, かつてない状況が生まれつつあるというのである。

- (150) さしあたり, see, Frank H. Easterbrook & Daniel Fischel, *Corporate Control Transactions*, 91 YALE L.J. 698 (1982); Frank H. Easterbrook & Daniel Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 HARV. L. REV. 1161 (1981).
- (151) John C. Coffee, *Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, 91 COLUM. L. REV. 1277, 1279 n.5 (1991). また, 吉原和志「株式公開買付の規則方法(1)(2)—アメリカにおける連邦および州の動向を中心として」法学50巻3号1頁(1986), 51巻2号83頁(1987)を参照のこと。cf. *Unocal v. Mesa Petroleum*, 493A.2d946 (Del.1985) [takeover 防御についての中間的審査基準]; AMERICAN LAW INSTITUTE, *PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS* § 6.02 (West 1994) [証券取引法研究会国際部会訳編『コーポレート・ガバナンス—アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理: 分析と勧告」の研究』(1994)] [takeover 防御について, 株主の長期的利益に反しない限り, stakeholder の利益を考慮にいれることができるとする]。
- (152) 神田秀樹「市場と企業法」『岩波講座: 社会科学の方法 VI 社会変動のなかの法』171, 188頁以降(1993)。
- (153) Mark Roe, *A Political Theory of American Corporate Finance*, 91 COLUM. L. REV. 10 (1991); Black, *supra* note (17), at 520.
- (154) A. BERLE, JR. & G. MEANS, *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY* (1932) [バーリ, ミーンズ『近代株式会社と私有財産』(北島忠男訳, 文雅堂, 1958)]。
- (155) 社外取締役の選任の提案については, see, Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, 43 STAN. L. REV. 863 (1991).
- (156) See, Black, *supra* note (17), at 811; Black, *supra* note (127), at 520.

アメリカ法における年金信託投資規制の最近の動向

- (157) See, Lowenstein, *supra* note (131), at 5-6, 56-63: L. LOWENSTEIN, SENSE AND NONSENSE IN CORPORATE FINANCE 217-20 (1991); Coffee, *supra* note (151), at 1282-83.
- (158) See, Harris & Gurel, *Price and Volume Effects Associated with Changes in the S & P 500 List: New Evidence for the Existence of Price Pressures*, 41 J. FIN. 815 (1986); Lynn A. Stout, *Are Takeover Premiums Really Premium? Market Price, Fair Value and Corporate Law*, 99 YALE L. J. 1235, 1252-53 (1990).
- (159) Black, *supra* note (127), at 598; Black *supra* note (17), at 856. このような見解に対する批判として, see, Ethan G. Stone, *Must We Teach Abstinence? Pensions' Relationship Investments and the Lessons of Fiduciary Duty*, 94 COLUM. L. REV. 2222 (1994).
- (160) 資産価値でみて, 1993年には, 690億ドル, 世界の年金基金中第三位の巨大な基金である。 *Top 300 Assets Up 5.5%*, PENSIONS & INVESTMENTS (July, 12) 16-17 (1993). その投資政策については, see, COUNCIL ON ECONOMIC PRIORITIES, PENSION FUNDS & ETHICAL INVESTMENT: A STUDY OF INVESTMENT PRACTICES AND OPPORTUNITIES—STATE OF CALIFORNIA RETIREMENT SYSTEMS (2d ed. 1986); Romano, *supra* note (130), at 804.
- (161) Securities Exchange Act of 1934 § 14 (a), 15 U.S.C. § 78 n(a); 17 C.F.R. § 240.14a (1990).
- (162) 1992年10月に発効。 Regulation of Communication Among Shareholders, Exchange Act Release No. 31326 (Oct. 15, 1992), 57 Fed. Reg. 48276 (1992). この経緯について, Mark Roe, *The Modern Corporation and Private Pensions*, 41 UCLA L. REV. 75, 110 (1993). See also, Bernard S. Black, *Disclosure, Not Censorship: The Case for Proxy Reform*, 17 J. CORP. L. (Fall) 49 (1992); Robert G. Vaneko, Comment, *Regulation 14A and 13D and the Role of Institutional Investors in Corporate Governance*, 87 NW. U. L. REV. 376 (1992).
- (163) *Revised SEC Proxy Rules Prompt Change in How Shareholders Talk to Companies*, 20 BNA PENSION & BENEFIT REP. 1572 (1993).

#### 4.3 Mark Roe 教授の ERISA 批判

上記のような議論には、株主の受動性の原因として、法規制の役割を重視すぎているという反論も当然ある。この論争の中にあつて、Mark Roe 教授は、<sup>(164)</sup>過度の法規制自体が corporate governance を阻害している主原因であるという理論をとらず、むしろそのような特殊アメリカ的な法規制を生み出した原因をアメリカの現代政治に求めている。日本やドイツと比較した場合に、アメリカの金融制度が資本市場を中心とし、金融機関の株式所有集中を極度に排除したのになつているのはなぜか。<sup>(165)</sup>彼は、証券市場中心のアメリカの金融構造が生じたのは政治文化的な事情によるという。今世紀初頭以来、銀行規制、<sup>(166)</sup>保険規制、<sup>(167)</sup>投資会社規制すべての面で、強力な金融機関が株式所有を集中することで産業を支配することを恐れ嫌う政治的な力学関係が歴史的に形成されてきたという。そして、これら先行する機関投資家の投資実務と法規制に囲まれつつ形成された企業年金の投資とその法規制もまた、同じ傾向をたどっているのだ<sup>(169)</sup>という。

また、企業年金プランで実際投資に裁量があるのは sponsor の manager (in-house fiduciary) である。だから manager は自己を監視することを帰結する<sup>(170)</sup>ような積極的な governance に賛成するわけがない。このような manager とのつながりのない公的年金プランは active governance を行おうとするが、企業年金基金にはそのようなインセンティブはない。確かに、個々の manager は、自分だけは積極的な governance を行って他者より良い投資成績をあげたいと考えるかもしれない (collective action problem)。しかし、個人主義の文化、金融慣行、歴史的な制限が、受動的な投資という文化を強固に形成しているところでは、それも起こりにくい。すなわち、銀行や投資会社、保険会社はどれも投資先の会社の支配的な株式を保持していなしい active governance を行おうという動きもないところで、このような文化を崩そうと<sup>(171)</sup>いう行為はとれない。

このような Roe 教授の観点からは、ERISA が corporate governance 積極主義を妨害している主原因とはいえず、せいぜいその傾向を助長している

<sup>(172)</sup>  
だけだということになる。

以上のことを前提にしたうえで、彼は、ERISA の問題点として次の諸点を指摘している。

#### 4.3.1 過度の分散投資

多くの論者はこれが年金基金が big block の株主になれずしたがって取締役会にも発言力のない原因だというが、<sup>(173)</sup> 今や Roe 教授は、これはあまり大きな制限でないという。そもそも modern portfolio theory では、危険の分散は、最初の15—20の株式への分散投資を行えば十分達成されるといわれている。この義務の目的は、manager が扱うポートフォリオの規模に対して大きな損失を防止するというものだと思われる。実際には、この義務は sponsor の manager が年金の投資を支配することを正当化する口実に使われているだけであるかもし<sup>(174)</sup>れない。

#### 4.3.2 プルーデント・インベスター・ルール

Roe 教授は、こちらは、active governance に対し大きな阻害要因になりうるという。ERISA の prudent investor rule は、「同様の性格と目的を持った事業の行動で」示されるべき prudence を要求している。つまり、年金プランの fiduciary は、お互いの投資パターンをマネすることを要求されている。また、他の金融機関の投資パターンをマネすることになる。逆に、支配的な金融慣行と違うことをすると、法的責任を問われるおそれがありそうである。つまり、新しいことを行うことに阻害的に働かざるをえない。

これは現在のように CalPERS のような大規模な公的年金基金が特定の会社の大株主になったり、取締役会への影響力を行使したりして積極的な governance を始めても、それが実務の趨勢にならない限り ERISA の適用になる企業年金には影響しないことを意味する。他の金融機関である銀行や保険会社が投資先の大株主になり、積極的な経営監視を行うのなら、それに従うのが prudence となろう。しかし、そうなっていない。

ここでは、「同様の性格と目的を持った」金融機関というのは、企業年金基金を中心とした同心円上に示されうる。内側から順に、まず、企業年金基金、その外側に、公的年金基金、生命保険会社、銀行信託部、銀行、投資会社、損害保険会社というように位置している。これらの投資パターンをまねるということは、つまり、受動的な投資ということが *prudence* だということの意味することになる<sup>(175)</sup>。

#### 4.3.3 Anti-Netting Rule

Anti-Netting rule とは、信託法上、信託義務違反の場合に、そこで生じた損害と他の行為から生じた利益を相殺してはいけないというものである<sup>(176)</sup>。

Roe 教授は、次のような例をあげて、この法理が *fiduciary* の積極的な *governance* に対して阻害的に働くことを示している。今、*fiduciary* が、それぞれ自分の好む者を取締役に選任できるほど大きな株式投資のブロックを3つ、合計で、全 *portfolio* の30%になるまで保持しているとする。他の70%は、高度に分散させておく。この3つのうちの1つが失敗して損害が生じた。受益者の提起する *prudent investor rule* 違反の損害賠償請求訴訟で、*fiduciary* は、どのような抗弁が出せるだろうか。

受益者は次の2つの主張をしている。(1)30%もの *big position* を保持すること自体が信託義務違反である。(2)全体的な投資のポリシーはよいとしても、*big position* について十分な情報を集めていないし、モニターが不十分だった点に信託義務違反があった。

第1の主張については、このような大きなブロックを持つのは支配的な慣行に反するかもしれないがそれでも、少数の学説の支持があることは確かだろう。受託者は、よく知らない会社に対して分散投資を行い、知悉している会社に対して大きく投資している。この場合、受託者は勝訴すべきだと Roe 教授はいう。かりに、たとえ、義務違反ありとされても、*portfolio* 全体の投資をみることができる。すると、全体の投資収益がネットでプラスならば、受託者は損害賠償を支払う必要がない、というのがその解釈だった。

## アメリカ法における年金信託投資規制の最近の動向

第2の主張は、かなり受託者に厳しい。30%の割合まで行ったことではなく、その内の1社への投資が情報不足モニター不足で失敗した点をとらえているから、これだと、Anti-Netting rule がきいてしまって、利益と損失を相殺できそうにない。原告は、たとえばポートフォリオ10%を1社に投資するという行為は、他の投資から独立した行為とみるべきといている。すると、他の独立した投資行為からあがる収益を考慮にいれることはできないだろう。

こちらの議論で来ると fiduciary は困る。そこで、fiduciary は、大きな失敗をしないように、ポートフォリオの分散投資を過大にしようとする。<sup>(177)</sup>

### 4.3.4 Prudent Expert Standard 対 Business Judgement Rule

ERISA の prudent investor rule は、専門家としてのプルデント・インベスターの基準を要求している。<sup>(178)</sup> (prudent expert rule) そこで、passive investing ならばそのことについての expert であればいい。しかし、取締役会に入っていくとなると会社の経営についての expert の基準となるのか。現在の会社法の基準は、自己利益を追求しない限り、gross negligence がなければ責任を追及されない。<sup>(179)</sup> (business judgment rule) すると、ERISA の基準の方が高いということになる。このおそれをふり払おうとすると、ERISA の fiduciary は他人を任命する。この者は ERISA の fiduciary ではないとされるかもしれない。しかし、そうであるならば、prudent expert standard を避けることができるが、今度は fiduciary と取締役会の距離が広がってしまう。結局、取締役会のメンバーは、sponsor 会社の management に捕捉<sup>(180)</sup>されてしまうだろう。

### 4.3.5 金融理論との適合性

Efficient Capital Market <sup>(181)</sup>理論, index fund の利用, 等の modern portfolio theory は、governance に頼る可能性を下げる。つまり、management の思惑通りというわけである。企業に特定的な危険は分散投資戦略によって分散し尽くされてしまう。どうしてこれ以上の governance が必要かという攻撃にさらされる。

一方、旧来の金融理論を捨てない人々 (fundamental analysis 学派) の考え方によっても、management の思惑通りになる。市場のパフォーマンスを出し抜こうとして、短期しか保有しないから、長期的な視点からの governance などするわけがない。

これらに対して、機関投資家がかなりの株式を保有して取締役会にも発言力<sup>(182)</sup>を持とうとすることに支持を与えるような有力な金融理論はまだ現れていない。

#### 4.3.6 Liquidity 対 Control

会社の支配 (control) と流動性 (liquidity) の必要性との間にはトレードオフの関係がある。機関投資家は流動性の必要性から big block を持ちたがらな<sup>(183)</sup>い。Roe 教授は、投資会社や銀行にはこの問題があるというが、企業年金ではこれはあまり重要でないという。そもそも企業年金の債務は長期でかつ予測可能である。一夜にして支払いに応じろというような流動性を要求されることはない。むしろ、big block 戦略を他の理由でたたれているから、流動性の方で投資実績をあげるしかないというのが実情だろうという。<sup>(184)</sup>

(164) Lowenstein, *supra* note (157), at 209-33; Edward B. Rock, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, 79 GEO. L. J. 445 (1991); Coffee, *supra* note (151), at 1277.

(165) Ronald J. Gilson & Mark Roe, *Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps Between Corporate Governance and Industrial Organization*, 102 YALE L. J. 871 (1993); Mark Roe, *Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States*, 102 YALE L. J. 1927 (1993). cf. Bernard S. Black & John C. Coffee, Jr., *Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation*, 92 MICH. L. REV. 1997 (1994). このような金融市場の類型的比較に対しては批判も強い。See, J. M. Ramseyer, *Columbia Cartel Launches Bid for Japanese Firms*, 102 YALE L. J. 2005 (1993).

(166) MARK ROE, *STRONG MANAGERS WEAK OWNERS: THE POLITICAL ROOTS OF AMERICAN CORPORATE FINANCE* 54-59, 94-101 (1994).

アメリカ法における年金信託投資規制の最近の動向

- (167) Mark Roe, *Foundations of Corporate Finance: The 1906 Pacification of the Insurance Industry*, 93 COLUM. L. REV. 639 (1993); Roe, *supra* note (166), at 60-93.
- (168) Mark Roe, *Political Elements in the Creation of a Mutual Fund Industry*, 139 U. PA. L. REV. 1469 (1991); Roe, *supra* note (166), at 102-123.
- (169) Roe, *supra* note (162), at 97.
- (170) Roe, *supra* note (162), at 91-94.
- (171) Roe, *supra* note (162), at 94-96.
- (172) Roe, *supra* note (162), at 97.
- (173) Black, *supra* note (127), at 598; Coffee, *supra* note (151), at 1321; Roe, *supra* note (153), at 24.
- (174) Roe, *supra* note (162), at 97.
- (175) Roe, *supra* note (162), at 97-99.
- (176) PRUDENT INVESTOR RULE, *supra* note (10), at § 213. ただし、同じひとつの違反行為から生じた損害と利益は相殺でき、この場合、受託者は、純損失 (net loss) を賠償すれば足りる。 *Id.* Comments e, f.
- (177) Roe, *supra* note (162), at 99-101.
- (178) ERISA § 404(A)(1)(B); 44 Fed. Reg. 37225 (1979), 29 C. F. R. § 2550. 404a-1 (1993). cf. PRUDENT INVESTOR RULE, *supra* note (10), at § 227, Comment(e) and Reporter's General Notes at 59 [同様の目的のための同様の基金を管理する慎重な投資家の義務]; Uniform Prudent Investor Act, *supra* note (11), at § 2(f) [専門的な受託者の場合の高度な義務].
- (179) See, e. g., American Law Institute, *supra* note (151), at § 4.01(c); R. CLARK, CORPORATE LAW § 3.4 (1986).
- (180) Roe, *supra* note (162), at 102-103.
- (181) さしあたり, see, Elton & Gruber, *supra* note (96), at 169-80; Gordon & Kornhauser, *Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research*, 60 N. Y. U. REV. 761, 771 (1985).
- (182) Roe, *supra* note (162), at 103.
- (183) Coffee 教授の学説に代表される議論である。Coffee, *supra* note (151), at 1277.

(184) Roe, *supra* note (162), at 103.

## 5 若干の考察

### 5.1 企業年金基金の投資規制批判

これらの理論的な ERISA 批判をわれわれとしてはどう考えるべきだろうか。最も根本的な批判として、ERISA は不可能事を要求しているという Langbein, Fischel 両教授による批判からとりあげてみよう。これは、一言でいえば、D.B.P. 型の年金プランで真の投資の危険を負うのは sponsor (ひいてはその株主) であるのだから、ERISA の exclusive benefit rule は経済的に合理的な規制ではない、むしろ、sponsor もまた受益者の一人と考えるべきであるというものであった。

D.B.P. といえども sponsor による年金プラン自体の終了は可能である。年金プランを overfunding しておいて、sponsor は適当なところでその裁量によりプランを終了して surplus を獲得するということが実際よく行われてきた<sup>(185)</sup>。だが、sponsor が surplus に対して復帰権 (reversion) を持っているからといって、それだけで受益者 (remainderman) になるということはないだろう。そもそも、reversion を sponsor が得るのは当然と考えること自体おかしいともいえる<sup>(186)</sup>。せいぜい、overfunding から sponsor が得られる利益とは、本来ならば、将来の積立金債務を減額できるという事実上の利益にとどまる<sup>(187)</sup>と解するべきだろう。

そして、underfunding でのリスクは、プランの終了可能性からみて sponsor ではなくて、少なくとも部分的にはメンバーが負っているとみるべきである。そして、このような underfunding によるプランの失敗の危険に伴う、PBGC の負担と保険料の算定基準についてはそれ自体別に問題とすべきである<sup>(188)</sup>。だから、投資のリスクは全面的に sponsor が負っているという Langbein, Fischel 両教授の主張は正確でない。

Fischel, Langbein 両教授は, sponsor もまた信託の受益者と考えるべきだと主張する。しかし, この主張をつきつめると, sponsor の一般財産とは独立した年金資産を信託として外部に積み立てる意味がなくなる。将来の年金給付は, sponsor の事業の成長, 成功によるしかないことは確かだとしても, reversion は sponsor の自己財産の取戻しだから当然のことであり, underfunding ならば sponsor に積立金の増額債務が生じるだけであるというのなら, 年金基金は sponsor の一般財産のようなものであり, 年金基金のメンバーは単なる sponsor の一般債権者となってしまうだろう。

これはおかしい。信託として外部に積み立てる限り, この財産は, 全体としての受益者(退職者, 潜在的な退職者としての現在の被用者メンバー)の受益権という財産権の権利の制限下にあることを無視するわけにはいかない。もちろん, 受益者は将来退職したときに得られる最終賃金の一定割合を確定的な受益権として現在持っているわけではない。受益権は, あくまでも, sponsor の終了権限を前提にし, 年金基金の基本文書に書かれている様々な条件の下にあるとみる。また, 受益者は, 現在までに継続して働いてきた部分の年金受給権を deferred pay として確定的に持っているだけで, 将来の雇用に伴う年金受給権の増加部分については期待権以外の何者も持っていない。これらの制限下で, それでも信託財産は sponsor のものではないというべきである。すなわち, sponsor はいかなる意味でも受益者ではないのである。

新しい, corporate governance 学派の ERISA 批判にも問題がある。しかし, こちらは, Fischel, Langbein 両教授のものとは比べて, かなり洗練された理論であってその反批判は簡単ではない。

年金基金に対する sponsor の利益主張を法的に正当化することは批判できても, 現実に, in-house fiduciary も外部の money manager も sponsor の manager の意図, 利益に従い投資を行っていることは否定できそうもない。投資のリターンと sponsor の積立金の債務とはまさに負の相関関係にあるのであり, fiduciary は, 年金基金の投資を成功させようとするとき, そういう sponsor の利益を事実上はかっているのである。これは, active governance

について、Roe 教授たちの理論を受け入れなくてもそれとは、独立に成立している。

こうみてくると、Fischel, Langbein 両教授と、これとは全く異なる Roe 教授等最近のコロンビアロースクールの corporate governance 論の視点には、ある種の共通の洞察がみうけられる。それは、年金基金の in-house fiduciary もそれが選任する外部の fiduciary (money manager) も、投資については sponsor 会社の manager に支配されざるをえないということである。

投資はあくまで受動的であり、fiduciary が、投資先の会社の governance を積極的にを行うことなどありえない<sup>(189)</sup>。ERISA が阻害しているというよりも、企業年金の性質上そうなっているのである。fiduciary は、實際上 sponsor のことを第一義に考えている。議決権を積極的に行使しろといってもどうしても、manager 寄りの議決権行使となる。それ以上の積極的な governance はしにくい。

Fischel, Langbein 両教授はそのことをストレートに認める。彼らにとっての問題は、sponsor の内部にある manager と株主との間の利益相反であり、後者の利益を保護すべきであるという見方をとっていた。Roe 教授は、sponsor の manager によって年金基金の投資が支配されているので、株主としての年金基金は投資先の会社に対して積極的に governance を行うことは現状ではできないという見方をとっている。いずれにせよ、ここから抜け落ちているのは、年金プランのメンバーや受益者の利益である。ERISA の fiduciary duty は、このような現実の状況下ではかなりその法的効果を失っているといわざるをえない。

exclusive benefit rule といっても、その実現は困難である。それは、in-house fiduciary を認めたことから来る。Taft-Hartley 法が労組が全面的に支配する年金基金を禁止したのと同じように sponsor が支配する年金基金を禁止することも考えうる<sup>(190)</sup>。全面的に、外部の investment manager が投資管理するという制度を構想することも可能だろう。しかし、現在のアメリカではこのような法改革の実現性はほとんどありえない<sup>(191)</sup>。

## アメリカ法における年金信託投資規制の最近の動向

prudence (diligence) といっても, prudent investor rule というのは実は模倣の準則であって文脈に依存している。もし ERISA が日本やドイツのように, 金融機関が長期的に大規模な株式保有を行う所に移植されたら, 年金基金の fiduciary はまとまった株式を取得し長期保有するし, むしろそうしないと prudence に反するとして責任追及の原因にならないかどうか不安になるだろうとまでいわれる。<sup>(192)</sup> アメリカ法が分散投資を極度に発展させてきたのは, 政治的な事情による。ERISA はそれに追随し, またそれを促進しているだけである。

つきつめると, これは, D.B.P. 自体の限界だともいえる。そこで, 最近では, D.C.P. が好調であり, むしろこちらに移行したらどうかという議論が出てくる。80年代多くの優良な D.B.P. 年金基金が終了清算され, その代わりに D.C.P. が設立された。<sup>(193)</sup> こちらには, メンバー個人の口座があり, 投資の結果がそのまま最終的な年金支給に反映する。投資を指示するメンバー自身の裁量が大きい。彼自身が一定の投資 policy を持った, fund を選択することができる。もちろん, 投資の危険は sponsor ではなくて, メンバー個人が負うので, 最終的に退職後の所得が保障されるかどうかは全く分からない。あたかも, 被用者が賃金の払い込みについて自分の好きな銀行を指定するように年金の積立金もどのファンドに投資すべきかを雇用者に対して指定するのであり, ここにあるのは, 通常の投資信託や投資会社の場合の, 投資家と investment manager との関係だけである。しかし, これだと, corporate governance の局面で, それぞれのメンバーが委任状の議決について指示できることにならないと一貫しないだろう。確かに, 投資の収益だけをめざすのならば, investment manager にまかせるという契約形態を考えても良い。しかし, 株主の議決権行使はそれだけにとどまらない。現に, 現在の D.C.P. では, メンバーに pass through voting を認めている。すると管理費用 (administration cost) がかかり, governance から得られる利益を超えるかもしれないのである。<sup>(194)</sup>

- (185) Jenifer L. Pratt, Note, *Reversion of Surplus Pension Assets upon Plan Termination: Is It Consistent with the Purpose of ERISA?*, 62 IND. L. J. 805 (1987); Richard Ippolito, *Issues Surrounding Pension Terminations for Reversion*, 54 AM. J. TAX POL'Y 81, 83-87, 96-97 (1986).
- (186) P. WEILER, GOVERNING THE WORKPLACE: THE FUTURE OF LABOR AND EMPLOYMENT LAW 165-68 (1990). 連邦租税法上、適格年金プラン (qualified pension plan) は、非課税積立金に上限が設けられている。sponsor は、reversion の場合、結果的に非課税枠を超えて、自己利益目的の投資を行ったことになる。そこで、これに対し、租税法的対応がなされている。まず、The Tax Reform Act of 1986 は、reversion を取得した sponsor に対し、10% の excise tax を課した。そして、これは、1988年には、15%に増額された。さらに、The Omnibus Budget Reconciliation Act of 1990 は、 $\langle 1 \rangle$  少なくとも、終了した plan の現在の参加者の95%を含む他の qualified plan に reversion の25%を移転し、 $\langle 2 \rangle$  終了したプランでの accrued benefits を比例的に増額するために reversion の内20%が利用され、または、 $\langle 3 \rangle$  雇用者が連邦破産法 Chapter 7 による清算手続きに置かれた場合には、20% の excise tax を課し、これら以外の reversion には、50% の excise tax を課すと規定した。
- (187) しかし、see, e. g. Mead Corp. v. Tilley, 490 U. S. 714 (1989) [早期退職年金給付 (early retirement benefit) 分は、ERISA § 4044 (a)(6) に規定された、プランがその終了時に支払いをなすべき給付ではないと判示して、sponsor への1,100万ドルもの reversion を認めた事例]。
- (188) distress termination (sponsor の破産的状況) だと、sponsor の責任は免責されるが、しかし、PBGC は、必ずしも終了時に確定した年金給付の全額を保証するわけではない。これらの例外については、see, ERISA § 4022 (b)。また、本稿前注 (145) に掲げた文献を参照せよ。
- (189) Roe, *supra* note (162), at 91-94.
- (190) LMRA § 302(c)(5)(B), 29 U. S. C. § 186(c)(5)(B). この場合、受託者は、労組代表、雇用者代表、中立の第三者から構成されなければならない。
- (191) Roe, *supra* note (162), at 105-.
- (192) Roe, *supra* note (162), at 99. 日本では、少なくともかつては、金融機関が sponsor 会社の株式を長期的に保有するのは、団体年金保険契約や年金信

## アメリカ法における年金信託投資規制の最近の動向

託の受託を sponsor から受けるための手段だった。sponsor も年金基金の管理をどこに委託するかは、投資の実績ではなくて、株式保有や貸付け等提供されるサービス全体をみた「総合的なビジネス関係」によって決めていたのである。See, Noboru Terada, *Pension Fund Management in Japan*, in PENSION ASSET MANAGEMENT: AN INTERNATIONAL PERSPECTIVE 161,170-71(Leslie Hannah ed. 1988). しかし、最近の年金基金の成長と金融の自由化により、このような描像は、急速に過去のものになっていく可能性がある。本稿前注(7)に掲げた文献をみよ。

(193) D. C. P. の例として、次のようなものがある。(1) Individually Directed Account (ERISA§ 404 (C)). 個人年金でメンバーがその資産の投資をコントロールできるもの。See, Langbein & Wolk, *supra* note (84), at 501.

(2) CODA (Qualified Cash or Deferred Arrangement IRA § 401 (K) savings plans). これについては、本稿前注(22)を参照。

(3) IRC § 403 (b) Plans. See, Langbein & Wolk, *supra* note (84), at 123.

(4) IRA (Individual Retirement Account) 個人年金。See, FUNDAMENTALS OF EMPLOYEE BENEFIT PROGRAMS 137- (3d ed. EBRI 1987).

(5) SEP (Simplified Employee Pensions Plan) 小規模雇用者向けの IRA. *Id.* 99.

(6) ESOP (Employee Stock Ownership Plan). 小桜純「米国の従業員持株信託」信託法研究 2号21頁(1978)。

cf. Keogh Plan: HR-10 Plan (個人事業主、自営業者向けの年金プラン)。

(194) Roe, *supra* note (162), at 105-07. また、本稿前注(31)とそれに対応する本文も参照。

## 5.2 信託法への示唆

『第三次信託法リステイトメント：プルーデントインベスタールール』が依拠した1つの先例が ERISA の fiduciary duty だった。実際は、family trusts よりも、巨大な機関投資家として、年金信託の方が実務的にも理論的にも投資の分野で先行していた。そこでの論議が、信託の一般法、family trusts の方へと及んでいる。日本でも prudent investor rule の研究がい

よいよ盛んだが<sup>(195)</sup>、その補助線として ERISA の議論を把握するのは重要になっている。

アメリカの信託法では、金融の高度化に従い、自己執行義務と delegation が問題となってくる。すでにそこでの最近の動きは、自己執行義務の全面的な廃止を志向しており<sup>(196)</sup>、受益者・受託者と契約相手方との関係をどう規制するかがますます問題になっている<sup>(197)</sup>。

この場合、受託者自身が delegation の選任監督について prudence を要求されるのは当然であるとして、問題は、受託者自身が prudence の義務を尽くしているとされた場合の、契約相手方の責任である。ERISA はこのような場合、実質的な投資権限について裁量を持つ者を直接 fiduciary として把握する。そうでない一般的な信託法の場合は、受益者は、受託者に対して当該第三者への訴訟を提起するように裁判所に訴えるか、その訴訟で第三者を共同被告とするか<sup>(198)</sup>、あるいは、第三者のための契約の存在を主張して直接その第三者に対して契約違反の訴訟を提起するということが考えられている<sup>(199)</sup>。

(195) 本稿前注(8)の文献参照。

(196) PRUDENT INVESTOR RULE, *supra* note (10), at § 171; Uniform Prudent Investor Act, *supra* note (11), at § 9; Bennett, *supra* note (124), at 442-67; John H. Langbein, *Reversing the Nondelegation Rule of Trust-Investment Law*, 59 MO. L. REV. 1047 (1994).

(197) 受託者に信託違反があることを知ってなされる、違反行為への関与、信託財産の受領の場合には、義務と擬制信託を含む救済 (remedy) が、受託者と同じように課される可能性がある。Restatement (Second) of Trusts §§ 280-329.

(198) RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS, *supra* note (56), at § 282.

(199) Bennett, *supra* note (124), at 467-80. 最近の日本の信託法26条をめぐる議論については、上山泰『『代人』使用の法的問題点—受託者との責任分配を中心に』信託178号46頁(1994)を参照。

### 5.3 年金基金の投資規制と他の金融法との間の調整

一般信託法の問題はさておき、年金基金の投資規制としての ERISA の問題点は、fiduciary を実質的に定義するために、そもそも信託の延長でない者にまで信託受託者類似の厳格な法的義務を負わされるおそれがあることである。受託者が使うことのできる様々な投資手段の中には、信託法が要求するような厳格な fiduciary duty をそのまま契約相手方にまで要求すべきものばかりではないはずである。他の分野で発達した金融手法はそれ特有の法的規制にまかせるべき場合もある。つまり、in-house fiduciary 以外の money manager の規制は、ERISA の fiduciary duty を適用せずに、保険、証券、投資会社、投資顧問といった個別の規制にまかせてもいいはずである。この点は、むしろ、ERISA の問題点として理解すべきだと思われる<sup>(200)</sup>。

ERISA は、内国歳入法 (Internal Revenue Code) と労働法の混合体である。それは、内国歳入庁 (Internal Revenue Service) という租税徴収機関と労働省や年金給付保証公社 (Pension Benefit Guaranty Corporation: PBGC) によって運用されている。これらは、SEC や Federal Reserve Board と比べて金融の専門家とはとてもいえない。法の執行機関の面からも問題があるとされているので<sup>(201)</sup>ある。

(200) しかし、日本の厚生年金基金の投資規制においては、信託法との接点が希薄である。特定金銭信託により基金自らが投資顧問業者に投資の指図をする場合、信託銀行には投資の裁量がないからそもそも信託法26条の管理委任の問題ではないと考えられているのだろう。しかし、ここまで論じてきたように、ERISA でも、このような場合裁量のない custodian 的な受託者には投資に関する義務も存在していないのである。信託法の一つの発展として、ERISA の fiduciary duty が展開してきたことを忘れるべきではない。日本法でも、厚生年金基金の理事とそこから投資の委任を受けた者の法的責任は、信託法をモデルとして考えるべきであり、信託法自体の発展領域を狭く区切るべきではない。

(201) See, Klikowsky & Lanoff, *ERISA Enforcement: Mandate for a Single Agency*, 19 U. MICH. J. L. REF. 89 (1985).

## 6 結 語

ERISA は、決して理想的な立法とはいえない。むしろ、問題を多くかかえている。

問題の実態を理解するためには、判例法の展開と法令の改廃を事実関係に則して追うことが一方で必要である。一般的に論じることはできない。ERISA の射程は、判例の事実ごとに変動する。また、最高裁の判例が出てなければ、連邦下級裁判所における inter circuit conflict をみる。さらに、preemption が全面的に働かないところでは州法もみななければならない。特に保険会社との間の契約形態をとる年金基金の投資規制では、Harris Trust Case がたために、州法と ERISA の両面をみるのがますます重要になった。

このように、アメリカ法の分析としては、ERISA の条文をただ紹介したり、Prudent Investor Rule について一般的に論じる段階はもはや終わったと思われる。

他方、理論的にいっても、金融規制法の全体的なコンテキストの中で、企業年金の特性を考慮に入れつつ、ERISA の fiduciary duty が果たして成り立ちうるのかを一層批判的に検討していかなければならない。

最初にあげた2つの判例はこの観点からも重要である。年金基金の投資は、金融をめぐる、多重的な法規制の下に置かれている。そのとき、いつも人々の念頭にあるのは、Harris Trust Case の法廷意見が理由づけに用いていた、証券規制における投資契約 (investment contract) のイメージなのである。<sup>(202)</sup>

最高裁は、かつて、disclosure や登録等の連邦の証券規制が直接年金プランに適用されることを multiemployer pension plan <sup>(203)</sup> の事例で否定したが、そのときの判決理由の一部は、証券規制と同等の役割を果たす ERISA が制定されたということだった。<sup>(204)</sup> 実は、ERISA は投資契約の規制の一形態としての側面を持っており、その意味で、金融法と深く交錯しているのである。そして、かつては、銀行の信託部と生命保険会社の影に隠れていた年金基金が、独

## アメリカ法における年金信託投資規制の最近の動向

立した機関投資家として金融市場の重要な担い手となっている今、その法的規制は思わぬ波及効果を既存の金融法へと与えつつある。このことの一例を、われわれは、Harris Trust Case にみることができる。

また、ますます巨大化する年金基金の投資には、金融機関だけでなく、コンサルタント、法律家、会計士、保険数理士等、様々なプロフェッショナルが周囲にいて関与している。このことは、Mertens Case に反映していた。年金基金の投資についての ERISA の規制とは、金融法の領域における fiduciary とその周囲の様々な専門家の法的責任をどう規定すべきかという、より大きな問題の一局面なのである。

(202) 投資契約については, *see*, Marc I. Steinberg & William E. Kaulubach, *The Supreme Court and the Definition of 'Security': The 'Context' Clause, 'Investment Contract' Analysis, and Their Ramifications*, 40 VAND. L. REV. 489 (1987); Park McGinty, *What Is a Security?*, 1993 WIS. L. REV. 1033.

(203) 本稿前掲注 (30) 参照。

(204) *International Brotherhood of Teamsters v. Daniel*, 439 U. S. 551 (1979). Langbein & Wolk, *supra* note (84), at 503-; 牛丸與志夫「米国連邦証券法とエリサによる企業年金規制の競合—特にダニエル事件を中心にして」信託法研究 8号29頁 (1984)。

(東北大学法学部助教授)

