

投資資金運用機関の投資判断における 信認義務

行澤一人

目次

1. はじめに
2. 慎重投資義務 (prudent investor rule) の構造～アメリカ法
 - (1) 概観
 - (2) ERISA 上の「分散投資義務」に係る判例法の分析
 - (3) 「取締役の経営判断原則」との類似性
3. 委任契約における善管注意義務との関係

1. はじめに

今日、資本市場は企業活動における資金調達ないし資産形成を支える軸として、その重要性をますます増大させている。ところが、膨大な量に上るわが国の国民金融資産は、その多くが依然として銀行や郵便局における預貯金として間接金融の原資となっており、資本市場ないし直接金融市場に、そのポジションをシフトさせていない。国民金融資産を資本市場に呼び込むものとして、アメリカにおいて重要な役割を果たしてきている投資信託や確定拠出型年金も、わが国においては必ずしも国民の広範な支持を得るには至っておらず、資本市場の流動性に厚みを加えるものとしては機能していないことが指摘されている。その主要な理由としては、やはり、国民資産と金融・資本市場を結ぶ投資運用機関に対する根強い不信感が、国民意識の根底にあるからではないだろうか。

今日、国民の投資運用機関に対する信頼を支えるのは、徹底した情報

開示と、信認義務観念の成熟にかかっているといえるであろう。ここで特に投資運用機関の信認義務に絞って考えてみると、それはアメリカ法に由来するものであり、大きく見て、注意義務基準としての「慎重義務」と、利益相反防止を主旨とする「忠実義務」から成るということが出来る。

ところで、日本において、この信認義務という法概念が、アメリカ法から導入される際には、ほとんどの場合、利益相反防止という観点の方に目が注がれてきたように思われる。それは、投資運用機関としての性格を持つ事業者への業法規制には、必ずといってよいほど「忠実義務」が盛り込まれ、これに関連する制度が整備されてきているという立法動向からも窺うことができる。では、信認義務のうち、注意義務の基準としての慎重義務に関する部分はどうかといえ、アメリカ法における理論や経験の蓄積が、この点では、必ずしも十分に吟味されてきていないのではないだろうか。それは、受託者の注意義務の問題が、わが国における民法の委任法に解消され、従来の善管注意義務論の延長線上においてしか捉えられてこなかったからではないだろうか。

本稿では、信認義務における注意義務としての慎重義務、その中でも、とりわけ資産運用機関の「慎重投資義務」に焦点を当ててみたい。それは、この点における理論的發展は、投資運用機関のパフォーマンスそのものに焦点を当てて、その責任のあり方を問うていくことを可能にすると共に、今後この点での理論、実務の發展に資すると思われるからである。従来、投資運用機関に対する、投資家による責任追及のあり方は、過当取引（回転売買）等による利益相反に起因するものを除けば、圧倒的に、金融・投資商品の販売局面における説明義務・情報提供義務違反といった、契約締結過程に因る瑕疵を問うものが主流となっているが、実はその事案をよく見ると、問題の本質が販売過程にあるというより、むしろ投資運用機関の本来のパフォーマンスそのものにあるのではないか、と思われるケースも決して少なくない。それなのに、なぜ、こういうことになるのか、という点については、様々な理由があり得ようが（例えば投資信託において、投信委託会社よりも、それを系列傘下に

おさめている証券会社・販売会社の責任追及がより本質的であると思われるケース等)、やはり、投資運用機関のパフォーマンスそのものの問題を分析し、これを法的に責任追及し得るまでの法的理論枠組みが構築されてこなかったことにも原因があるのではないだろうか。

そのような問題意識から、本稿では、慎重投資義務を、従来の善管注意義務との親和性という側面においてよりも、むしろ異質性の面に着目して、その特質を抽出してみたい。その際、事例研究として、特にアメリカ法における「分散投資義務」に関する判例分析を試みてみたい。

2. 慎重投資義務 (prudent investor rule) の構造～アメリカ法

(1) 概観

アメリカにおいて、信託法における受託者の信託義務とは、大きく分けて、「忠実義務 (duty of loyalty)」と、「慎重義務 (duty of prudence)」の二つの要素から成り立っている。忠実義務とは、受託者は受益者の利益のためにのみ行動しなければならず、とりわけ受益者の犠牲の上に、自らの利益を図ってはならない、というものであり、主として利益相反防止を要請する (第二次信託法リステイトメント (1959) §170)。慎重義務とは、当該信託の運営に関して、受益者に対して、通常の慎重さを有する者であれば自己の財産を処分する際に用いるであろう注意と技量を行使すべき義務、とされ、いわゆる注意義務のレベルに関わる基準である (第二次信託法リステイトメント §174)。信託法上のこのような義務は、当事者間の合意のみによって基礎付けられる契約上の義務とは異なり、むしろ財産権法 (the law of property) のそれとして、特に高度の基準が要求される義務として伝統的に理解されてきた。

受託者の慎重義務の一環として位置付けられる慎重投資義務は、1830年の「ハーバード大学事件」 (Harvard College v. Amory, 9 Pick. 26 mass. 446 [1830]) における有名なプルードントマン・ルール¹の公式化 (「思慮と分別と聡明さを備えた者が、自らの資金を、投機ではなく、元

本の安全性と同時に安定収益の確保を目的とした長期的な運用をするのであれば採用するであろう方法に従って、運用しなければならない」以来、判例が積み重ねられ、1959年の第二次信託法リステイトメント §227において明文規定として定式化された。又、投資におけるポートフォリオ理論の発展に伴い、投資リスクを最小限にするための分散投資義務が、やはりこの慎重投資原則の一形態として第二次信託法リステイトメント §228に規定されるに至った。両条を訳すと下記の通りである。

第二次信託法リステイトメント (1959)

§227 [受託者が適法になし得る投資]

「受託者は信託資金の投資に際して、受託者に対して次のような義務を負う。

- (a) 信託条項又は法令に別段の定めがない限り、慎重人 (a prudent man) であれば、自己の財産につき、その保全及び収益の額ならびに収益の規則性を考慮に入れて行うであろう投資方法を選択すること」

§228 [損失の危険分散]

「信託条項に別段の定めがない限り、受託者は、投資の種類を適度に多様化させることによって、損失の危険を分散させる義務を受益者に対して負う。但し、事情によりこのような考慮をする必要のない時はこの限りでない。」

ところで、このような慎重投資義務の整備が本来意図していたのは、受託者の投資判断により柔軟な裁量を与えようとする点にあったとされるが、次第にそれは「投機」を禁止するための厳格な「当然違法 (per se illegal)⁽¹⁾」の行為類型として理解されるようになった、とされる。ここでは、義務違反の有無は専ら外形的に判断されるべきものとされ、そこから受託資産を投資・運用する受託者には、特にその投資方法・投資対象の選択判断に大幅な制約を課すようなものになっていった。

以上のような信託法における展開を経て、1974年に ERISA (従業員

投資資金運用機関の投資判断における信託義務

退職所得保障法)が制定され、そこに信託法上の「受託者」の概念と共に、次のような慎重投資義務・分散投資義務の概念が織り込まれるに至った。ERISAは、特に年金プランの運営・投資に関わる者を広範囲にわたって、信託法上の信託義務の規律の下に置き、年金受給者の権利を保護しようとするものである。下記に見るように、その「受託者」の信託義務の構造は、第二次信託法リステイトメントのそれと、ほとんど同じであることが分かる。

29 USC §1104(a)

「受託者は、自己の義務の履行に際し、…(B)当該具体的な事情の下で、同様の能力と当該事項に関する知識を有して行動する慎重人 (a prudent man) であれば、同様の性格及び目的を有する事業を運営する際に用いるであろう注意、技量、慎重さ、そして勤勉さをもって、(C)そうしないことが明らかに慎重であるという特段の事情がない限り、当該プラン資産を分散投資することによって、著しい損失の危険を最小化するように、…行動しなければならない。」

しかし、上述したような厳格な信託法上の「当然違法」ルールを、ERISAが適用される年金資産の投資・運用のような、優れて高度の事業判断が要求される商事信託のケースに適用することは、いたずらに受託者の投資裁量を縛ることになり、およそ非現実的であることは明らかであった。

問題は、ERISAの慎重投資義務を、財産権法としての信託法に引き寄せて、外形的な当然違法ルールを読み込んで解釈するのか、それとも当該当事者間において意図された投資目的を具体的な個々の事情に即して、かつ投資マネジメント業界全体に置いて一般に認められる原則、理論、技法、慣行等に照らして判断すべきなのか、という判断基準の捉え方であった。

この点、ERISAにおける慎重投資義務に関する、必ずしも豊富とはいえない裁判例を見ると、明らかに判例は「いずれも雄弁にERISA

の合理性に関する基準を個別具体的な事情に即して適用するというやり方を支持して、当然違法ルールに抵抗してきている⁽²⁾」。

そして、このような ERISA を運用する実務及びこれに関する判例法の流れは、逆に信託法における価値判断にも影響を及ぼすようになり、ついに下記のような第三次信託法リステイトメント (1992) 227条 [ブルーデント・インベスター・ルール] として結実するに至った。

第三次信託法リステイトメント §227

[慎重投資家ルール・慎重投資に関する一般的基準]

「受託者は、当該信託の目的、文言、配分条件、その他の事情に照らしてみると、慎重な投資家であればそうするであろう方法で、当該資産を投資し、運用する義務を受益者に対して負う。

- (a) この基準は合理的な注意、技量及び慎重さを要求するが、個々の孤立したものとしての投資にではなく、信託のポートフォリオの文脈に即して、かつ投資戦略全体における一部としての投資に適用される。そして、その投資戦略は、当該信託に合理的に適合するようリスクとリターンの目標を組み込んでいるべきである。
- (b) 投資判断をなし、かつ実行する際には、受託者は当該事情の下ではそうしないことが慎重であるという場合以外には、当該信託の投資を分散するべき義務を負う。」

これらの慎重投資義務に関する動向を見ると、分散投資義務は、常に一つの主要な柱を構成していることが分かる。そこで、以下に、分散投資義務が問題とされた ERISA における主要な判例の傾向を分析してみよう。そうすることによって、現在の信託義務法における慎重投資義務の捉え方に関する主要な流れを、より詳細に理解することができると思われるからである。

(2) ERISA 上の「分散投資義務」に係る判例法の分析

① 分散投資義務違反が否定された事例

(i) 連邦地区裁判所レベルの判例

～ Lanka v. O' Higgins, 810 F. Supp. 379 (1992)

(事実の概要)

原告の Lanka 氏（以下、ランカ氏と記す）は、歯科医師であり、自ら他の医師と共同して経営する歯科医院の従業員のために設けられた退職年金プランの運営者、かつ共同受託者であった。1983年、ランカ氏は、被告 O' Higgins 氏（以下、オーヒギンズ氏と記す）を当該年金基金の唯一の投資マネージャーとして任命し、完全な投資裁量を与える投資一任契約を締結した。

オーヒギンズ氏は、自らの投資戦略として、比較的少数の優良銘柄に投資資金を集中し、より小さなリスクにおいて利益をあげようとする独自の投資理論を採用し、当該年金資産の全部を、常にダウジョーンズ工業株のうち3～5銘柄に集中して投資していた。ランカ氏は、このようなポートフォリオに対する懸念を数回に渡り表明し、投資を分散してもらいたい旨をオーヒギンズ氏側に伝えた。特に1985年には、ランカ氏は資産運用の専門家である友人 Izzo 氏の勧めに従って、優良銘柄90のうち、30の株式をコンピューター・プログラムに従って自動的に選択・投資するという、より保守的で分散的な投資方法を採用するように提案したが、オーヒギンズ氏は、「このような方法は巨大な機関投資家には適しているが、当該年金基金のような小規模な資産には不向きである。けれども、適当な時期が来れば、ポートフォリオをそのような方法に従って組みなおす」と応答した。その後、投資実績が悪化し、ランカ氏は、再三ポートフォリオの構成に関する問い合わせを試みたが、オーヒギンズ氏側は、適当な時期が来ればポートフォリオを組み直すとの返答を繰り返すにとどまった。

1986年10月、ついにランカ氏はオーヒギンズ氏との投資一任契約を終了し、当該年金資産をランカ氏の友人 Izzo 氏の管理する資産運用会社に移行した。その時点で、年金資産の98%は、三つの銘柄の株式に投資されており、そのいずれもが最安値を記録し、買い入れ時の価格を下

回っていた。

1988年8月、ランカ氏は、オーヒギンズ氏らを相手取って、ERISAにおける受託者の分散投資義務違反を理由として、損害賠償を求める訴えを提起した。

(判決の要旨)

・分散投資義務について

「ERISAにおいて受託者は、受益者の最善利益のためにのみ行動する信託義務を負い、その手段として、受託した年金プランの資産を分散投資することによって、被り得る損失を最小限にとどめるべき義務を負っている (29 USC §1104(a)(1)(C)。この場合、分散投資義務を満足するための分散の程度として、ERISAは、一定の数値目標を定めてはいないが、同法制定過程における議会審議資料から、次の諸点を総合的に考慮して義務違反の有無を定めることが合理的である。即ち、i 当該年金プランの目的、ii 年金資産の規模、iii 経済・産業上の背景、iv 投資の形態、v 投資対象の地理的分布、vi 投資対象の産業分布、vii 年金の支給開始日、等の要素である。

当該投資ポートフォリオが一見明白に分散投資に反することの証明責任は原告が負うが、これに成功すると、証明責任を被告に転換させることになり、今度は被告において当該非分散投資が明らかに『慎重 (prudent)』であることの証明責任を負う。」

・非分散投資の慎重性に係る被告側の証明について

「Katsaros v. Cody, 744 F. 2d 270 (2nd Cir. 1984) において示された次の三つの要素が考慮されるべきである。即ち、当該受託者は、i 当該投資を調査し、評価し、そして構成するために適切な方法を用いたか、ii この事柄に関する類似の専門家がそうしたように行動したか、iii 投資判断をするに際して独立の判断をなしたか、というものである。そしてこの基準は、投資マネージメント・ビジネスに関する産業基準に照らし合わせ、かつ当該年金プランの具体的な目的・ニーズに即して判断されなければならない。

この点、双方の側からの専門家証言を聴取したところ、原告側証人

は、被告の採用した投資理論は、年金資産のような神聖な資産の運用としては、『当然に慎重でない』(per se imprudence) のものであると証言したが、このような理論を提示する先例は存在しない。他方、被告側証人は、当該投資対象銘柄は少数であるにもかかわらず、その産業的な分散が図られていること、常に最安値もしくはそれに近い価格で買入れられていること、しかもこの投資対象企業は、いずれも大企業であり、一夜のうちに株価が大きく値崩れする危険性は小さいことから、十分損失発生リスクは最小化されていると証言した。

本件では、原告は、i 被告が当該投資理論でならした投資マネージャーであり、これにより大きな成功を収めてきたものであることを知り、さらに面接において被告から当該投資理論・投資方針、加えてこの投資理論に伴うリスクについて十分説明を受けた上で、被告を投資マネージャーとして選任したこと、ii 本件審理の過程で、被告はなぜこのようなポートフォリオを構成したか、なぜ当該具体的な銘柄を選択したのかにつき、十分合理的な説明を与えたことが認められるから、被告は前記証明責任の基準を満たしたといえる。」

(コメント)

本件は、事実関係をほとんど同じくする Jones v. O' Higgins, [N.D.N.Y. Sept. 5, 1989] 1989 WL 103035における判断を踏襲するものである。そこでは、年金資産の90%以上を3つの銘柄の株式に集中投資していた被告投資マネージャーの行為は、一応、分散投資義務に外形的に反するが、当該投資戦略は、被告が投資助言の分野で長年の訓練と経験に基づいて発展させてきた成果であること、当該銘柄の選択についても詳細な説明がなされていること、そして被告側の専門家証人により当該投資戦略の合理性に対する支持が与えられたこと、が認定された。そして本件でも引用された Katsaros ケースを先例として、そこで示された3つの要件に照らしても、当該被告の行為は投資マネージメント業界の「産業基準」の範囲内といえるものであり、従ってかかる非分散投資にも「明白な慎重性」が認められる、と判示した。

さらに、本件以後の判例として、Reich v. King, 867 F. Supp. 341

(1994) が同様の判断を示した。これは、年金プランの受託者が、年金資産の約77%を、特定の地域の不動産を担保とする住宅ローン債権を小口化した抵当証券に投資した事案である。裁判所は、まず原告（年金プラン加入者）は当該被告（年金プラン受託者）の行為が年金資産を十分に分散投資するものでなかったことの一応の証明に成功したと認定し、当該非分散投資が明らかに慎重であったことの証明責任が、被告に移転すると判示。しかし、結論として、被告は、この証明に成功したとして、分散投資義務違反を認めなかった。その理由として、特に被告側専門家証言が重視されたが、それは、被告が投資対象である特定地域の不動産市況に精通していたこと、及び本件ポートフォリオを構成する貸付債権の全てが具体的な調査によって裏付けられた優良な資産であった、ということである。なお、同裁判所の認定によれば、原告労働省長官側は、抵当証券の有する固有のリスクのゆえに、本件非分散投資には「当然違法」の判断基準が適用される旨を主張したが、この立場は、「これは問題となった地域における抵当証券の実際の現状からは遠くかけ離れた教科書的理論にもとづくもの」だとして、退けられた。

(ii) 連邦控訴裁判所レベルの判例

～ Metzler v. Graham, 112 F. 3d 207 (5th Cir. 1997)

(事実の概要)

被告 Graham (以下、グラハムと記す) は、Graham Associates, Inc. (以下、当該会社と記す) の唯一のオーナーとして最高経営責任者であり、かつ当該会社従業員のための確定給付年金プラン (123名の加入者) の唯一の受託者 (trustee) 兼管理運営責任者 (administrator) である。

当該年金資産の20%は、グラハム所有にかかる資産 (土地) が信託設定されたものであった。

1985年の時点で、当該年金資産は、20%のグラハム資産のほかは、ほとんど短期の小口預金債務証券と短期国債 (財務省証券) に投資されていた。

投資資金運用機関の投資判断における信認義務

1985年に、グラハムは、年金資産の約63%に当たる1,743,000ドルをテキサス州ダラス市郊外にある産業開発区域にある土地に投資した。購入された土地に隣接する土地は、グラハムが個人的に利害関係を有するものである。

グラハムは、この購入した土地について、1985年末の時点において、約2,154,000ドルの独立した不動産鑑定評価を得ている。

労働省長官は、グラハムに対して、分散投資義務違反及び利益相反により、ERISAにおける受託者の信認義務に反したとして、当該土地購入取引の差し止め及び年金資金への損害回復を求めて、訴えを提起した(ERISA § 502(a)(2)(5))。

原審は、グラハムにおいて、分散投資義務違反、及び利益相反の双方とも認められないとして、これを退けた。原告、控訴。

(判決の要旨)

・分散投資義務について

「ERISAにおいて受託者は、受益者の最善利益のためにのみ行動する信認義務を負い、その手段として、受託した年金プランの資産を分散投資することによって、被り得る損失を最小限にとどめるべき義務を負っている(29 USC §1104(a)(1)(C))。この場合、分散投資義務を満足するための分散の程度として、ERISAは、一定の数値目標を定めてはいないが、同法制定過程における議会審議資料から、次の諸点を総合的に考慮して義務違反の有無を定めることが合理的である。即ち、i 当該年金プランの目的、ii 年金資産の規模、iii 経済・産業上の背景、iv 投資の形態、v 投資対象の地理的分布、vi 投資対象の産業分布、vii 年金の支給開始日。

当該投資ポートフォリオが一見明白に分散投資に反することの証明責任は原告が負うが、これに成功すると、証明責任を被告に転換させることになり、今度は被告において当該非分散投資が明らかに『慎重(prudent)』であることの証明責任を負う。」

・原審判断について

「本件では、結論として、被告は『分散しないことの明白な慎重性』

を証明し得たとする原審判断を承認する。それは以下の理由による。

- i) グラハム自身が、当該地区における経済的背景事情、及び不動産投資に習熟していた。
- ii) グラハムは、当該投資がなされる前に、その妥当性について、基金の会計士、弁護士、経理担当者、それにプランに加入する主要な受給権者と相談していた。
- iii) 結論として、当該投資により、参加者に著しい損害を発生させていない。

これに対して、原告は、投資のポートフォリオそれ自体の不適切さ、非合理性を強調するが、

- i) 本件では、年金受給開始年齢が65歳であるのに対して、当該投資時点の基金加入者の平均年齢は37歳であり、当該不動産投資によって当該年金資産の潜在的損失リスクが著しく拡大したと見るのは無理がある。
- ii) 潜在的リスクの評価として、短期の債務証券等はインフレリスクに非常に弱いものに対して、そのようなポートフォリオを不動産にシフトさせるのは、年金受給開始時期までの期間が長期にわたる場合には、とりわけ合理的な投資方法だといえる、との専門家証言もある。

そして、分散投資の要請も、非分散投資が一定の事情の下で法により許容されていることも、結局、著しい損失リスクを負う可能性を最小限にすることに向けられたものであるから、実質的に年金基金が著しいリスクにさらされたということが本件では証明されなかった以上、原審判断に明白な誤認があったとは認められない。」

・利益相反について

「原告は、グラハムは、基金資産による土地投資によって、自己の有する隣接土地の価値をより高めようとし、かつ、基金帰属の土地と、自己が利益を有する土地を、いっしょに単独の代理人を通じて売却しようと試みたのであり、これは典型的な利益相反を生み出す事態であった、と主張する。しかし、ERISA にいう『受益者の最善利益のみのため

に』とは、形式的な利益相反性が問題となるわけではなく、むしろ実質的に判断する必要性がある。

本件では、単に、グラハムが、当該投資対象土地と隣接した不動産に対して、パートナーシップによる投資利益を有していたとしても、それだけで当該投資が忠実義務違反となるわけではなく、当該投資が、実質的に、当該プランに対して著しい損失リスクを与えたかどうか、がポイントとなる。本件では、そのような意味で、グラハムの隣接土地への投資が、基金による土地資産に損失リスクを与えたということではなく、むしろ基金の投資価値を高めたといえる面さえある。従って、信認義務、忠実義務に反したということはいえない。」

・先例との整合性

「原告は、Donovan v. Bierwirth, 680 F. 2d 263 (2nd Cir), cert. denied 459 US 1069 (1982) を引用し、本件被告も、また同事件と同様の中立的かつ暫定的な基金受託者を選任し、投資にあたらせるべきであったのに、これをしなかったとして、忠実義務違反を主張する。同事件で判示されたのは、年金受託者は、自らの会社役員もしくは取締役としての行動が、年金プラン受託者として要求される受益者への完全な忠誠を妨げるような状況に立つ場合、あらかじめかかる事態を回避することを要求され、そのために、彼らに取りえた唯一の適正な行動は、受託者を即座に辞任し、暫定的な中立的受託者を指名することであった、というものである。

しかし、同 Bierwirth 判決では、年金資産が会社支配権の争奪戦に関わっている状況での受託者の義務が問題とされたものであり、裁判官も、同事案は、『特に当該争奪戦に関して他の誰かに法的判断を要請しなければならない特殊な状況であった』と述べている。本件において、グラハムが置かれた状況は、このようなものとは程遠いので、同判決を先例として引用することは不適切である。」

(コメント)

本件は、(i)で紹介したような、連邦地裁レベルにおいて示された一連の判断傾向を踏まえ、ほぼこれと同じラインに立つ立場を、分散投資義

務違反が正面から争われた事案における連邦控訴裁判所レベルの判例として示したものであることに大きな意義を認めることができる。特に、年金資産を不動産に対して集中的に投資した事案であるという点に鑑みて、先に引用した Reich v. King ケースを正面から引用している点が注目される。

連邦控訴裁判所レベルでは、他に、第七巡回区において、本件と同様に、不動産投資に関する事案で、年金プラン受託者が当該特定地域の不動産市況に精通していることが重視され、分散投資義務違反が認められなかったケースがある (Etter v. J. Pease Constr.Co., 963 F. 2d 1005 [7th Cir. 1992])。同事案では、年金プラン資産のうち、約88%が、地方にある同一区画の不動産に投資されていたけれども、受託者は、当該地域における不動産、不動産市況、及び開発事情に精通していたとされ、この点についての考慮が非分散投資の明白な慎重性を認定する際の決め手となった。

なお、上記 Reich v. King ケースについては、第四巡回区において、関連する控訴裁判所の判断が出されている (Reich v. King, 98 F. 3d 147 [4th Cir. 1996])。同事案は、原審において、Equal Access to Justice Act⁽³⁾の下で、被告に弁護士費用の賠償が認められた点に対して、原告が控訴したものであるが、その中で、原告・労働省長官は、「我々は不動産投資への非分散投資には当然違法基準が適用されるということを主張したわけではなく、この点で、原審認定はあやまっている。むしろ、その主張の骨子は、地理的に同一の区画に属する不動産を担保とする抵当証券への集中投資は、次の四つの点で、当該年金プランを巨額の損失リスクにさらすことになるというものであった。それは、債務不履行リスク、利子率変動リスク、インフレ・リスク、流動性リスクである。」と主張した。しかし、同控訴裁判所は、原告・控訴人は、これらのリスクの顕在化することについて、その蓋然性を示唆するいかなる具体的根拠も示し得ていない、として、原審が同法 (Equal Access to Justice Act) 違反を主張する原告の立場は「実質的に正当化されない」とした判断を、そのまま承認した。

② 分散投資義務違反が肯定された事例

～ GIW Ind. v. Trevor, Stewart, Burton & Jacobsen, 895 F. 2d 729 (11th Cir.1990)

(事実の概要)

原告 GIW は従業員のために退職年金プランを設計、維持しており、その中で、特に運用特性に応じた三つの基金を設けている。そのうち、一つの基金 A は、特に確定利付き債券、公開会社の株式、そして金融市場商品に投資するために割り当てられた資産を保持していた。その他、二つの基金は、それぞれ、南アフリカのクルーガーランド金貨、及び合衆国短期国債等に投資されるものとして設定され、年金プラン参加従業員は、それぞれ自己の保持する口座資産の三つの基金に対する振り分けを、どのような割合にするかを決定し、年に一回ごとにこれを変更することができた。

1986年1月、GIW は、被告 Trevor 社との間で、同社を基金 A の資産を運用する単独の投資マネージャーとする投資一任契約を締結した。Trevor 社は、1982年以来、一貫して、弱含みの株式市場における運用を避け、資産を長期公社債において運用するという基本的投資戦略を採用してきており、この姿勢は、若干の修正を除いて、GIW 社のためにも維持された。具体的には、Trevor 社は、GIW 社のために受託した年金資産のうち、70%を長期公社債に、15%をゼロクーポン債に、10%を株式に、それぞれ投資し、5%を預金として保持していた。

1987年3月までに、GIW 社は、同年6月には、退職給付金支払いのために、基金 A から約386,600ドルの現金が必要となることを、Trevor 社に通知した。同年5月、Trevor 社は、同基金から30年物合衆国国債を売却して、340,000ドルを作ったが、そのためには、結局基金 A に対して、396,312ドルのコスト負担をかけ、結果、基金 A の資産に約60,000ドルの損失をもたらした。同様に、Trevor 社は、同年9月、合衆国国債売却により76,625ドルを捻出したが、そのために、約22,000ドルの損失を基金 A にもたらした。

GIW 社は、同年10月、Trevor 社との投資一任契約を解約し、同社を

相手取って損害賠償を求める訴えを提起した。その主張の主要な根拠は、被告 Trevor 社は、分散投資義務を怠り、十分な流動性を確保し得るポートフォリオを構成しなかったゆえに、基金に対して著しい損失を与えたことにより、ERISA の受認者が負う慎重義務・分散投資義務に違反した、というものである。

原審は、結局、被告は、基金Aの運用に際して、事前に十分な現金需要を調査することを怠り、そのニーズに応じて基金A資産を分散投資することをしなかったという理由で、原告の請求を認容した。被告、控訴。

(判旨)

・「被告は、ERISA における慎重投資・分散投資義務 (29 USC §1104 (a)(1)) に違反したとする原審判断を承認する。」

・被告の調査懈怠について

「原審において、被告は、i 原告運営に係る基金に関する基本文書やパンフレットの類を、投資前に入手したこともなければ、これを読むこともなかったこと、ii さらに基金Aからの現金引き出し履歴を調査し、そこからあり得べき将来の現金引き出しニーズのパターンを予想するということもなかった、という事実が認定されている。この点、被告側の専門家証人でさえ、投資マネージャーにとって、顧客の過去のキャッシュ・フローに関する履歴を調査すること、及び投資戦略を構築するために可能な限りの資料を入手・分析することは、『慎重な義務』を構成する、と証言している。特に、当該年金プランを構成する参加者の年齢や退職予想年限、人数等の諸特性を把握することは重要である、と述べている。」

・投資戦略の合理性の判断基準

「被告は、長期国債への投資という戦略自体は、確固たる市場調査に基づいてなされた慎重な投資方法であり、当時、多くの者に健全な投資方法であると認められていた、と反論する。しかし、受認者の慎重投資義務というのは、抽象的に決定され得るものではなく、具体的に判断された当該基金の最善利益にかなうという目的との関係において決定され

なければならない。従って、たとえ被告が事前に市場条件等を調査したとしても、当該基金の具体的な目的に合致した投資戦略が構築されなかった以上、慎重投資義務違反は免れない。

特に、専門家証言によると、長期債というのは、短期債に比べて、満期前に売却することが予想される場合には、より価格変動リスクにさらされやすくなり、これを大きな割合で保有する基金は、結果として、流動性欠如、つまりキャッシュ・フロー不足という事態を招きやすくなるということが認識されている。被告は、このようなことを十分予想して、基金のためのポートフォリオ組成を分散していれば、容易に、本件のような事態は防ぎ得たはずである。」

③ 小括

これらのアメリカ法における「分散投資義務」に関する判例を分析すると、次のようないくつかの推論を得ることができよう。

- i) 判例は、分散投資義務違反の有無を判断するのに際して、外形的な集中度という基準をほとんど問題とはしていない。これは、ERISA 立法過程における議会審議資料においても明らかにされているが、改めて、量的な観点からのみ判断すれば、なぜ、90%以上の集中投資をしていた Lanka ケースにおいて分散投資義務違反が否定され、資産全体の70%を合衆国長期国債を中心に運用していた GIW ケースにおいて分散投資義務違反が肯定されるのか、説明がつかない。
- ii) 判例は、投資手法、投資対象それ自体の安全性ということの問題としていない。GIW ケースについて見れば、合衆国長期国債という、伝統的には最も安全とされてきた投資商品が投資対象であるにもかかわらず、この事実は、裁判所の判断に影響を与えていない。
- iii) 判例が重要視しているファクターは、第一に、当該投資マネージャーの投資戦略が、一見、分散投資の枠組みに入らないかに見えるても、投資マネジメント産業において、合理的な産業基準と

して容認され得るものなのかどうか、ということであり、第二に、当該投資戦略が、当該年金プランの具体的なニーズないし実情に照らして合理的なものであるかどうか、第三に、当該投資戦略の採用に際し、外部の専門家らの意見を十分に聴取したか、あるいは顧客である年金プランとの合意形成が十分になされ、そのプラン特有の個性・目的等について可能な限りの情報収集がなされたか、ということである。

(iii)のうち、特に第一の点に関しては、特に、専門家証人による証言が、重要な意味を持たされている事が分かる。その中で、Lanka ケース、Jones ケースにおいては、いずれも O' Higgins 氏の採用した投資戦略が、長年の訓練と経験に基づいて発展させられ、かつ大成功を収めたものとして広く知られていることが証明されており、また Reich ケース、Metzler ケースでは、不動産市場に関連する投資において、当該特定地域の不動産市場に対する、投資マネージャーの個人的な熟知、精通ということが証明されている。

第二の点に関しては、特に、Metzler ケースでは、当該年金プランの参加者の年齢構成が非常に若く、当面、年金給付のための流動性確保という要請は小さいこと、かつむしろインフレ・リスクを最小化するという目的に即して、不動産投資という投資戦略が合理的であるとされたのに対し、逆に、GIW ケースでは、当該年金プラン参加者の年齢構成、及び今まで年金給付のために必要とされた現金需要の履歴等からすれば、大きな流動性を常に維持しておく必要があったのに、このプランの個性・目的を無視して長期国債を集中保有した結果、このプラン資産を価格変動のリスクにさらし、流動性欠如という事態を招いてしまったことが、結論を左右したということが出来る。

第三の点に関しては、Metzler ケースにおいて、当該投資の前に、その妥当性について、会計士、弁護士、経理担当者等の専門家の意見を聴取しており、可能な限りの情報収集に努めたこと、及びプランに参加する主要な年金受給者とのコミュニケーションをも図り、当該投資戦略に対する顧客との合意形成が図られていたことが、重要な判断要素となっ

ている。Lanka ケース、Jones ケースでも、当事者が、当該投資マネージャーの投資戦略に関して、十分な説明を受けて、これを承諾していることが、重視されている。逆に、GIW ケースでは、投資マネージャーが、当該プランの目的や特性に関する必要な文書も読まず、また必要な情報収集を全く怠っていたことが認定され、これが決定的なマイナス・ファクターとして働いている。

以上を要するに、「判例は、受認者が勤勉かつ注意深く、合理的に入手し得る情報と、適切かつ独立の判断をするのに必要とされる外部の専門家の意見を収集したならば、受認者に明白な悪意、もしくは利益相反がない限り、たとえ外形的には分散投資義務に違反しているように見え、あるいは結果として当該投資によるパフォーマンスが資産の減少をもたらしたとしても、その投資判断ないし決定が不合理であった⁽⁴⁾ということは認められない傾向を有している」というように、まとめることができよう。

(3) 取締役の経営判断原則との類似性

実は、このような投資マネージャーの投資判断を分析する基準は、会社・取締役の経営判断⁽⁵⁾に対するそれと非常に類似していることが、指摘されてきている。このことは、両者の本質的な性格の共通性に思いを至りせば、容易に推察されよう。即ち、両者とも、広い意味における信認関係法において、受認者 (fiduciary) とされ、包括的な裁量権限を有している。そして、その権限行使の適法性は、個々の結果の妥当性において判断するというよりも、全体としてそれが、権限を付与された者の資質を最大限に発揮した上でのベスト・パフォーマンスであったかどうかで判断されるべきであるという点で、共通している。従って、そこでは、判断の結果の妥当性ではなく、むしろ当該判断をなすに至るまでのプロセスが重視されるのである。

アメリカ会社法においては、経営判断の原則を適用するための要件として、以下の4つが必要とされている。即ち、i) 経営判断の事項につき、取締役が利害関係を持っていないこと、ii) 経営判断の事項につい

て、当該状況の下で、適切であると合理的に取締役が信じる範囲で十分に情報を得ていること、iii) 当該経営判断は、会社の利益になると取締役が理性的に信じたこと、iv) 当該経営判断が法令に違反するものでないこと、の要件を満たす場合、当該取締役の経営判断は裁判所においても尊重され、裁判所はその内容の当否を事後的視点から判断（second-guess）しない、というルールが確立している⁽⁶⁾。これらの要件は、投資マネージャーの投資判断の適法性を分析する枠組みとしても、ほぼそのまま妥当させても良いのではないかと考えられる⁽⁷⁾。

3. 委任契約における善管注意義務との関係

上記のアメリカ法におけるような分析を、日本法の枠組みにおいても、投資マネージャーの慎重義務ないし慎重投資義務という観念の下で行うことができるだろうか。

通常、他人の資産の投資運用機関と顧客との法的関係は、民法上の委任契約であるとされ、そこでは、善管注意義務（民法644条）が中心的な役割を果たす。しかし、アメリカ法において、契約概念とは区別された固有の信託関係法として展開される豊かな法内容を、日本法では、委任契約—善管注意義務の枠組みにおいて全て片付けてしまうことには、いかにも無理がある。なぜなら、委任契約の枠組みが余りにも広範囲にわたるので、結局、それは、固有の法的効果をもたらすべき固有の法形式を認識するための道具概念としては、ほとんど無内容なものとなってしまふからである。

ことに、利益相反禁止を主旨とする忠実義務については、信託法の枠組みにおいてようやく認められるものなので、信託形式を取らない資産投資・運用契約の場合、委任契約の枠組みの中で、どのように投資マネージャーにこの規制を及ぼすのか（もちろん業法上特に規定が設けられている場合は別段）、ということが問題として認識されてきている。

この点につき、道垣内弘人教授は、委任契約の枠組みにおいても、当該契約が信託類似の機能を果たす場合、信託法理の持つ諸特性を当該契

約を規律するものとして及ぼすことができること、その前提として、民法と信託法をともに整合的な私法体系の一環をなすものとして理解すべきという見解を提起されている⁽⁸⁾。これによれば、委任契約上の受任者にも信託に類似する各種の義務を課すべきことが主張され、投資マネージャーにも忠実義務を含む、信認義務を構成する義務内容を課することができることになる。この見解は、民法との連続性において、民法に引き付ける形で、信託法理・信認義務法理を日本の私法体系に実質的に位置付けようとする試みであると言える。今日まで、英米の広範な信認関係法の研究成果が、日本にもってきたとたんに信託法の枠の中に閉じ込められ、これを一般私法理論として吸収、適用することはできない、とされてきたことに鑑みれば、この見解は、一つのブレークスルーをもたらす卓見であるといえる。しかし、本稿の問題関心との関係で言えば、この見解では、信認義務のうち、特に注意義務のレベルに属する慎重投資義務・分散投資義務の位置付けについて、結局、委任契約上の善管注意義務の中に吸収されてしまい、特に伝統的な委任類型の取引との違い、区別の必要性を認識させる概念上の指標とはなり得ないことになる。

この点、樋口範雄教授は、アメリカ法において信託を契約とは区別された固有の類型として理解すべき趣旨の本質を忠実義務—利益相反防止において捉え、この区別の必要性を、日本法においても活かすべきである、と主張される。樋口教授によれば、信認的法律関係—信認義務を、民法上の委任契約—善管注意義務の中に、一元的に溶解させてしまうべきではない、むしろ固有のカテゴリーとして認識すべきである、ということが主張の軸となる。そこには、次のような鋭い問題意識が表されている。「自己責任を原則とすべき契約類型と、信認を機軸として理解すべき人間関係が、同じ契約の言葉で語られ、分析される」と、「契約的処理をする結果として、信認的契約にも、自己責任的要素が忍び込む可能性があり、⁽⁹⁾「あいまいな『日本の契約』法の下では、信認関係の生成が十分に行われるか疑問である。」

もっとも、樋口教授の認識では、あくまで信認関係をカテゴライズする際に重要視されるのは忠実義務であり、むしろ注意義務・慎重投資義

務については、「投資運用に関する善管注意義務が、プルーデント・インヴェスター・ルールの下で、柔軟化し合理化されたとすると、車の両輪のもう片方である忠実義務⁽¹⁰⁾の重要性が、その分だけ強まることになるのではないかと考えられる。」とあるように、善管注意義務を「柔軟化、合理化」したのものとしてしか捉えられていない。確かにその通りなのであるが、この部分は、読み方によっては、少なくとも注意義務のレベルについての信認義務は、委任契約上の善管注意義務と殊更区別して捉える必要のないものである、という見解を導きかねない。しかし、信認義務の内容を、ただ委任契約上の義務よりも高度なものかどうかというだけで、そのユニークさに関する判断を下すべきではない。むしろ、忠実義務も、注意義務としての慎重投資義務も、共に「車の両輪」として機能する一つの信認義務として捉えるべきであり、そのような配慮を必要とする社会的実体としての、「資産投資運用取引」という取引類型自体を「信認的關係」として包括的に認識し、捉える必要があると思われる。

この点、大村敦志教授は、今日の委任契約は、それが持つ諸特性を、それぞれ現代社会のニーズに生かす形で、①義務の高度化の要請に答えるものとしての信認義務関係、②社会保障の制度代替的要請としての監視付委任（任意後見制度等）、③組織拡大の要請に答えるものとしての委任類似の事務処理委任契約（NPO等）、の三つの方向性に機能分化する方向性が認められると分析される⁽¹¹⁾。これによれば、資産投資運用取引は、まさに①に属するものとしての委任契約類型であるといえる。

この見解には、全ての事務処理契約を包括的な委任契約—善管注意義務の枠内に収めてしまおうという求心力ではなく、むしろ委任—善管注意義務の白地性を手がかりとして、様々な社会的特質を持つ取引類型を個別化し、固有にカテゴライズしていこうという遠心力が働いている。そして、それぞれのカテゴリーにふさわしい義務内容が、そこで発展していく可能性を秘めている。従って、本稿の課題である資産投資運用取引についても、これを実定法上の根拠としては委任契約に根拠を持ちつつ、信認關係としてのサブ・カテゴリーを併せ持つもの、いわば準典型

契約としての信認関係取引としてこれを位置付けることができる。そして、これにふさわしい信認義務というものを堂々と観念することができるはずである。上に分析してきたように、アメリカ法上発展してきた投資マネージャーの慎重投資義務、ことに分散投資義務に関する理論展開は、このような形で、信認義務理論として、日本法に導入・応用していくことが望ましいと思われる。こうして、大村教授の理論モデルに、筆者は大いに共鳴するものである。

丁度、わが国において、商取引のスキームとしての信託形式の利用という極めて広範な経済事象を法的に有効に捉えるために、これを商事信託と規定し、信託法においては想定されていない種々の要請を、これに固有のものとして規定していこうという動きがようやく緒についたばかりである。こうして作成された商事信託法要綱案⁽¹²⁾431条には、アメリカ法の展開を受けて、これを吸収するものとして、資産投資マネージャーの慎重投資義務、分散投資義務が、明文において規定されている。今後は、これを、現実の資産投資運用ビジネス・取引の中で、彼らのパフォーマンスを、投資家の経済的ニーズはもちろんのこと、広く社会的ニーズも含めた広範な要請に基づいて適正にコントロールしていくための道具概念として、どのように効果的に用いていけるか、が課題となってくるであろう。

(1) E. Stone, 'Must We teach abstinence? Pensions' relationship investments and the lessons of fiduciary duty', 94 Columbia l. Rev.2222, 2239 (1994)

(2) Id. at 2240

(3) 28 U.S.C. §2412(d)(1)(A)

「制定法に別段の定めがない限り、裁判所は、合衆国以外の勝訴当事者には、裁判費用その他の支出に対する補償請求権を認めなければならない。但し、裁判所が、合衆国の立場が実質的に正当化される (the position of the United States was substantially justified) と認めた場合、もしくは補償請求を認めることが、特に不当となるような特別な事情が認められる場合には、この限りではない。」(下線筆者)

(4) Supra note (1) at 2248

- (5) Supra note (1) at 2247
- (6) 近藤光男「経営判断と取締役の責任」(中央経済社, 1994年) 34頁
この四つの要件は, アメリカ法律家協会による「コーポレートガバナンスの原理」§4-01(c)の立場として紹介されている
- (7) 山田誠一教授は, 委任契約における受託者の善管注意義務に係る一般論として, その義務内容の確定のためには, 取締役の経営判断原則を補助的基準として用いることが有用であると主張される。
「現代信託法の展望Ⅲ 受託者の義務」(信託法研究42号, 1999) 92頁～95頁。
- (8) 道垣内弘人「信託法理と私法体系」(有斐閣, 1996年) 168頁～174頁
- (9) 樋口範雄「フィデユシャリー [信託] の時代—信託と契約—」(有斐閣, 1999年) 250頁～251頁
- (10) 同上書209頁
- (11) 大村敦志「現代における委任契約—「契約と制度」をめぐる断章—」
中田裕康・道垣内弘人編「金融取引と民法法理」(有斐閣, 2000年) 95頁・118頁～119頁
- (12) 商事信託研究会「商事信託法の研究」(有斐閣, 2001年)
商事信託法要綱案431条 [善管注意義務]
「①受託者は, 信託契約に従い, 善良な管理者の注意をもって信託事務を処理しなければならない。
②受託者は, 信託財産の運用については, 信託契約に別段の定めがない限り, 分散投資をする等の信託財産全体におけるリスクとリターンの関係及び管理費用について配慮しなければならない。」
(神戸大学法学部教授)