

《論 説》

フィデューシャリー・マネジメントと 受託者責任

飯 塚 真

- 第1章 はじめに
- 第2章 フィデューシャリー・マネジメントの概要
 - 第1節 序
 - 第2節 投資計画の作成
 - 第3節 運用会社の選定と評価
 - 第4節 リバランス
 - 第5節 小 括
- 第3章 米国における加入者・受給者保護とフィデューシャリー・マネジメント
 - 第1節 序
 - 第2節 ERISA の目的
 - 第3節 ERISA における信認法理
 - 第4節 ERISA における忠実義務と慎重人原則
 - 第5節 小 括
- 第4章 日本の年金法制における年金基金とフィデューシャリー・マネジメント
 - 第1節 序
 - 第2節 企業年金基金の運営機構
 - 第3節 年金ガバナンス上の問題
 - 第4節 企業年金基金とフィデューシャリー・マネジメントとの関係
 - 第5節 小 括
- 第5章 おわりに

第1章 はじめに

米国の大手証券会社であったリーマン・ブラザーズの経営破綻を発端とする世界的な金融経済危機から2年が経過した。しかしながら、世界経済はいまだに完全に回復せず、欧州財政不安などを契機に再び先行きの不透

明感が増し、危機の震源となった米国も景気の減速感が強まっている。このような世界経済の状況を受けて、企業年金の資産運用も厳しい環境が続き、今後年金資産の積立不足の問題が深刻化し、企業会計に与える影響が懸念⁽¹⁾されている。

ところで、確定給付型の企業年金は、長期的な視点に立って、運用基本方針を作成し分散投資するのが基本と⁽²⁾されている。しかしながら、今回の金融経済危機以降の運用環境の特徴として、ボラティリティが想定以上に上回るとともに、分散効果があると考えられていた資産間の相関関係が高まり、分散投資の効果が減少してきているといわれている。この分散投資効果の減少を背景に、一部の企業年金基金は、十分な議論や機関決定することなく、リバランス・ルールに抵触しながら、株式などのリスク資産の組み入れ比率を下げる動きが出てきていると言われており、年金ガバナンス⁽³⁾上の問題が指摘されている。

このように、企業年金基金において、資産運用に関する検討課題は、運用市場の厳しい環境などをうけて、長期的な運用政策から短期的な対応まで、広範にわたるとともに、運用手法・運用戦略の複雑化、高度化が相まって、極めて専門的になってきており、資産運用に係る年金マネジメントは非常に難しいものになってきているといえるであろう。しかしながら、一般的な企業年金基金は、このような一連の問題を解決するスタッフやインフラを保有しておらず、外部の専門家に年金マネジメントの一部をアウトソースして、年金ガバナンスの体制をより強固にする必要性が認識されるようになってきている。このようなニーズに対応するために、最近注目されているのが、企業年金基金が行う、運用基本方針の作成、政策アセットミックスの策定、運用会社・戦略の選定、投資タイミング・リバランスの判断、運用会社の評価などの業務に関与する「フィデュシャリー・マネジメント」といわれるサービスであり、一部の企業年金基金ではこのサービスを採用し始めて⁽⁴⁾いることが報じられている。

一方で、フィデュシャリー・マネジメントを「年金の資産の一部または

全部に関して、資産配分の決定、運用会社と運用商品の選定を年金の理事等に代わって裁量権と責任の下に実行する」ものと位置づけ、米国の ERISA（Employee Retirement Income Security Act、従業員退職所得保障法）のもとでは、フィデューシャリー・マネジメントを提供する者は、受託者（fiduciary）となり信託義務を負うのに対して、「日本の年金の根拠法及びそれにもとづくガイドライン等の特殊性を考慮すると、このサービスは法的根拠が明確でないだけでなく、サービスが年金の加入者・受益者の利益を保護しているとは考えにくい」ので、日本においてはフィデューシャリー・マネジメントを否定的に評価すべきであるとの意見がある。⁽⁵⁾

これに対して、実務家から、「運用形態が多様化する中、基金において限られた体制で効率よく運用しなければならないとするならば、ゲートキーパーの専門的知見を得つつ、フィデューシャリー・サービスを利用することは極めて有効であろう。換言すれば、理事等が基金（加入者を含む）に対する善管注意義務を果たすために本サービスの存在意義がある」との反論が見られる。⁽⁶⁾

ここでは、企業年金の世界で新たに登場したフィデューシャリー・マネジメントについて、上記の議論を踏まえながら、欧米でのフィデューシャリー・マネジメントの展開、米国の ERISA での位置づけなどを概観し、いわゆる企業年金基金にかかわる年金ガバナンスの観点から日本におけるフィデューシャリー・マネジメントの位置づけについて検討をしていきたいと考えている。

第2章 フィデューシャリー・マネジメントの概要

第1節 序

フィデューシャリー・マネジメントとは、サービスを提供する会社によってその内容はまちまちであるが、一般的には、企業年金基金に対して、資産・負債分析、投資方針の決定、政策アセットミックスの策定、運用会社

の選定と監督、運用会社の評価などにかかわるサービスを提供することとされている。⁽⁷⁾このようなサービスは、1995年に、米国のGTE（General Telephone Electric）が、大手投資顧問会社4社を通常の投資顧問契約より広汎な資産運用・管理に関する権限と責任を与える「戦略的パートナーシップ（strategic partnership）」⁽⁸⁾として採用したことを先駆けにして、2005年に、オランダのPhillipsが企業年金基金の資産運用について、資産運用会社であるBlackRockとフィデュシャリー・マネジメント契約を締結したことによりオランダを中心に急速に普及してきたと言われている。⁽⁹⁾

このようなサービスが生まれてきた背景には、第一には、企業年金基金または母体企業だけでは、日々進歩する運用手法・運用戦略などを受けて高度化する年金マネジメントに対応することが困難になってきたことがあげられる。資産配分を決め、運用会社を選定し、運用を委託するという一般的に採用される特化型の運用戦略を企業年金基金または母体企業のみによって行った場合、企業年金基金または母体企業のガバナンスのレベルが上限となってしまう、運用戦略の高度化に対応しきれない問題が生じてしまう。

第二には、年金ガバナンスの体制の不備をあげることができる。前述した第一の問題に対応するため、多くの企業年金基金または母体企業は年金コンサルタントを採用して対応してきた。その結果、企業年金基金は、アクチュアリーなどを含め、基金運営の多くの部分を外部委託した結果、限られた知識しか持たない小規模の組織となってしまった。そのため、企業年金基金が制度運営全般を把握することができなくなり、実質的に制度全般について責任を負う者が欠如してしまう問題が生じて、年金ガバナンスの不備が指摘されてきた。フィデュシャリー・マネジメントを採用することには、フィデュシャリー・マネジメントに年金制度全般について関与させ、専門性と責任を再統合し、年金ガバナンスを強化する意図があげられてい⁽¹⁰⁾る。

ところで、年金の資産運用は、長期にわたる年金給付をまかなうために

必要とされる収益率を確保するために行われているため、そのプロセスは、PLAN—DO—SEE のサイクルで系統立って行われるのが一般的である。そして、日本では、このサイクル全般、つまり、投資計画、マネジャーストラクチャー、リスク管理と評価などについては「運用の基本方針」として、基金が定めることが法令上求められている⁽¹¹⁾。以下では、このプロセスに従いながら、フィデュシャリー・マネジメントの具体的なサービス内容について検討する。

第2節 投資計画の作成

企業年金基金は、負債分析に基づき、その負債に対応するための運用の目的と運用の目標について定めることが求められる⁽¹²⁾。そしてこの目的と目標を達成するために基準となる資産構成割合を策定することになる。この割合のことを政策アセットミックスという。この政策アセットミックスは、積立の状況、将来のキャッシュフローの予測、将来の各資産のリスク・リターン・相関係数の予測、ALM 分析に基づき策定される。

従前、日本の年金運用では国内株式、外国株式、国内債券、外国債券の4資産に限定して運用されてきたが、現在では、企業年金基金が投資することが可能な投資対象は増えてきている⁽¹³⁾。ヘッジファンド、プライベート・エクイティ、インフラ投資、為替戦略、デリバティブ、オーバーレイ商品、ハイ・イールド債、エマージング市場などを新しい投資対象としてあげることができるであろう。

これらの資産についての将来のリスク・リターン・相関係数の予測は、昨今の金融市場の危機などを受けて、困難な作業となっており、様々な投資対象を的確に組み合わせる政策アセットミックスを策定することは困難さが増してきている。現代投資理論の根幹といわれ、プルードント・インベスター・ルール（prudent investor rule）の具体的内容とされる分散投資を適切に実現することは、簡単なことではなくハードルの高い課題⁽¹⁴⁾となっており、

フィデュシャリー・マネジメントは、資産運用の専門家として、様々な投資対象の将来のリスク・リターン・相関係数の予測を行い、年金基金や母体企業のリスク負担能力などを加味し、年金制度の成熟度や将来のキャッシュフローなど年金制度の財務特性の情報を踏まえ、投資対象のリスク・リターン・相関係数から最適ポートフォリオの算出し、政策アセットミックス策定のサポートを行うことをサービスの内容としている。この政策アセットミックスを含む運用の基本方針は、フィデュシャリー・マネジメントを提供する者（以下、「フィデュシャリー・マネジャー」という）に決定権があるわけではなく、あくまでも企業年金基金に対して助言することがその役割であることには留意が必要である。⁽¹⁵⁾

第3節 運用会社の選定と評価

企業年金基金は、政策アセットミックスに基づき、投資対象ごとに、①経営理念、経営内容、経営者の能力および社会的評価、②年金制度に対する理解と関心、③運用方針および運用スタイル・手法、④情報収集システムや投資判断プロセスなどの運用管理体制、⑤法令遵守体制、⑥運用担当者の能力、経験、⑦年金運用の経験と実績などを基準にして、適切な運用会社を選定し、資産運用を委託しなければならない。

日本において、年金分野に参入している資産運用会社は相当数あり、そのすべての会社について前述した①から⑦までの情報を収集することは、企業年金基金にとって困難である。フィデュシャリー・マネジメントは、これらの情報を提供したり、またはふさわしい運用会社の候補を選出したりして、企業年金基金の意思決定をサポートするサービスを提供することを内容とする。

また、運用会社の運用成績の評価は、定量的評価（資産区分ごとに算出した収益率とベンチマークとの比較によるベンチマークとの比較評価、資産別に同一のベンチマークを対象とする運用会社との比較評価を行うユニバース評価など）に、定性的評価（運用会社の経営方針・体制、投資方針、

リスク管理、運用能力など）を加味して総合的に行うことが求められている。

フィデュシャリー・マネジャーは、これらの運用会社の評価を代行し、さらにリスクに見合った収益を獲得しているかなど必要な情報を企業年金基金側に提供し、運用会社評価を意味あるものにし、運用会社と企業年金基金との間に存在する情報や能力の格差縮小を図り、企業年金基金による運用会社に対する統制の実現に寄与することがそのサービスの目的となる。

第4節 リバランス

実際の資産構成割合は、市場の変動により、放っておくと政策アセットミックスの比率と乖離する。これを放置すると、意図せざるリスクを取ることになるので、乖離を縮小させるための調整を行うことが必要となる。これをリバランスという。一般的には、市場の変動により、乖離幅が許容範囲を超えた場合、上方乖離している資産を売却し、下方乖離している資産に配分するなど調整を行う。

ところが、前述したように、いわゆるリーマン・ショック後の神経質な市場の動向に対して、一部の企業年金基金は、十分な議論や機関決定することなく、リバランス・ルールに抵触しながら、株式などのリスク資産の組み入れ比率を下げる動きが見られたといわれている。

これに対して、一部のフィデュシャリー・マネジメントにおいては、資産ごとに定められている比率との乖離を管理するのではなく、ポートフォリオ全体のリスクについて許容範囲を定め、それとの乖離を管理する手法を提供したり、デリバティブを使って、リバランスを計画的に実施し、より低廉で高度な管理手法を提供したりする動きが見られる。このようなリバランスに係るサービスが、現状の一般的な企業年金基金のスタッフとインフラの状況を鑑みると、フィデュシャリー・マネジメントの重要な内容になってくると考えられる。なお、日本においては、欧米で実施されている、投資一任契約を締結し、企業年金基金に代わってリバランスを実施す

るサービスを提供しているところはまだ一般的ではないようであるが、今後大きく発展していく可能性があるものと思われる。

第5節 小 括

フィデュシャリー・マネジメントとは、企業年金基金に対して、資産・負債分析、投資方針の決定、政策アセットミックスの策定、運用会社の選定と監督、運用会社の評価などにかかわるサービスを提供することである。

このようなサービスが登場してきた背景には、運用手法・運用戦略などが日々高度化するなかで、特に資産運用について専門的な知識を有していないスタッフしか抱えていない平均的な企業年金基金では、資産運用に係る年金マネジメントに対して、十分対応することができなくなってきたことがあげることができる。そうした中、企業年金基金の資産運用全般について関与させ、専門性と責任を再統合し、年金ガバナンスを強化することを目的にして、フィデュシャリー・マネジメントが登場してきたといわれている。特に日本においては、リーマン・ショック後の神経質な市場の動向に対して、一部の企業年金基金は、十分な議論や機関決定することなく、リバランス・ルールに抵触しながら、株式などのリスク資産の組み入れ比率を下げる動きが見られたといわれており、年金ガバナンスの強化は急務のテーマということができ、このフィデュシャリー・マネジメントについて関心が高まってきたといえる。

ところで、論者が、このフィデュシャリー・マネジメントについて、日本の年金法制と米国の ERISA との対比をして、「法的根拠が明確でなく、サービスが年金の加入者・受益者の利益を保護しているとは考えにくい」ので、日本においてはフィデュシャリー・マネジメントを否定的に評価すべきとしているので、つぎに、米国の ERISA のもとではどのように、年金の加入者・受益者の利益を保護され、また、フィデュシャリー・マネジメントがどのように位置づけられているか検討する。

第3章 米国における加入者・受給者保護と フィデューシャリー・マネジメント

第1節 序

わが国の企業年金における資産運用の受託者責任については、年金制度に信託法理を導入し、受益者の保護を図ったと言われる米国の ERISA を参考にして、整備されてきたといわれている⁽¹⁶⁾。また、前述したフィデューシャリー・マネジメントについての議論も、ERISA を参照していることもあわせて、ここでは、ERISA において、どのように企業年金基金の加入者・受給者の保護が定められているかを概観する。

第2節 ERISA の目的

ERISA は、債務不履行リスク、および業務執行リスクから、年金制度の加入者・受給者を保護することを主な目的にしているといえる。

債務不履行リスクは、母体企業などの年金スポンサーが年金債務の履行を怠る危険性であり、将来一定額の給付を行うことを内容とする確定給付型の年金制度に存在するリスクである。加入者が掛金を拠出する時点と年金制度が年金の給付を行う時点に時間差が存在するため、年金制度が支払不能になるなど年金債務の履行ができなくなることがあり得る。

ERISA は、年金制度の最低積立基準をもうけ、年金数理上、年金債務を履行するのに十分な資金の拠出を経営者などの年金スポンサーに求めている⁽¹⁷⁾。また、加入者に受給権を付与することによって、年金給付が削減されることも制限している⁽¹⁸⁾。さらに、ERISA は、年金制度が破綻した際に備えて、制度終了保険制度も導入している⁽¹⁹⁾。これは、1930年代の金融システムを保護するために導入された預金保険制度を参考にしたもので、確定給付型年金制度が、PBGC（Pension Benefit Guarantee Corporation、年金給付保証公社）に保険料を支払い、PBGC が確定給付型年金の給付

の支払の一部を保証する制度である⁽²⁰⁾。

もう一つの業務執行リスクは、年金資産の管理運用におよび給付に責任を有する者が、その権限を濫用する危険に関するものである。具体的には、これらの者が注意義務に違反すること、自己または第三者の利益のために年金資産を濫用すること、正当な給付の請求を不当に拒否することなどを指す。債務不履行リスクは、確定給付型年金制度のみに関連するものであるのに対して、業務執行リスクは、年金制度に限らず、健康保険制度などを含む従業員給付制度全般に関わるものである。特に、複数の企業がスポンサーになっていて、労働組合が支配する受託者が管理運営する場合、この業務執行リスクは高まるといわれている⁽²¹⁾。したがって、ERISAは年金制度を含むすべての従業員給付制度に対して、信託法理を導入して、加入者・受給者の権利の保護を図っている⁽²²⁾。

第3節 ERISAにおける信託法理

ERISAは、債務不履行リスクに対処するために、最低受給権付与基準、最低積立基準、制度終了保険制度などの新しい仕組みを導入したのに対して、業務執行リスクに対抗するためには、新しい仕組みを考案せずに、信託法理を利用することによって対処している。つまり、第一に、ERISAは、「従業員福祉給付制度のすべての資産は一名以上の受託者がいる信託に保管しなければならない⁽²³⁾」と規定し、資産の独立性を確保するとともに、信託義務を負う受託者にその資産の管理運用をゆだねている。第二に、ERISAは、信託義務を負う者を制度の受託者以上に広げている。ERISAは、制度の運営管理を実行する権限を有する指名受託者を一名以上おくことを求めるとともに、制度または資産に対して、事実上裁量権を行使するすべての者も受託者として取り扱っている⁽²⁴⁾⁽²⁵⁾。

このようにして、ERISAは制度を管理運営するにあたり、重要なところを信託法理から発展した信託法理にゆだねて、統制を図っているということができる。

ところで、ERISA は、母体企業の役員や従業員が、年金制度の受託者を兼ねることを認めており、この場合、そのような者を「二つの帽子をかぶっている (wear two hats)」と称している。もちろん、その者が、年金制度の受託者として行動する場合は、ERISA 上の信託義務に服することになる。ERISA 上、信託義務の対象となる行為は、制度の管理、投資、運営に関わる行為であり、制度の設立、変更、終了は信託義務の対象外と⁽²⁶⁾される。

また、米国においては、財務、人事担当の役員によって構成される年金委員会が、設置されることが多いが、この年金委員会の委員は、年金制度に裁量権を行使するので、受託者と位置づけられる⁽²⁷⁾。

この場合、年金委員会の委員を兼務する役員に利益相反が生じる場合があり得るが、その役員に代わって、企業年金を一時的にまたは部分的に運営する、加入者受給者の利益のみを追求することが求められる独立受託者 (independent fiduciary) が選任されることがある。ERISA は、後述する忠実義務違反を予防する観点から、年金制度と利害関係者（受託者、雇用主など）との売買、賃借などの取引を一律禁止しているが、労働省の規則や個別承認による適用例外が認められている⁽²⁸⁾。この際、しばしば、労働省は、独立受託者の選出を求めている⁽²⁹⁾。昨今は、禁止取引の適用除外の場面だけでなく、受託者に利益相反が生じる場面において、加入者や受給者保護の観点から、しばしば独立受託者が選任されているという⁽³⁰⁾。

第 4 節 ERISA における忠実義務と慎重人原則

信託法理には、忠実義務と注意義務という二つの主要な原則があるが、ERISA はこれらを明記している。

忠実義務については、ERISA は、信託法第 2 次リステイトメントと同⁽³¹⁾様に、「受託者はもっぱら加入者および受給権者の利益を図ることのみを目的として、制度に関する義務を遂行しなければならない」と規定する⁽³²⁾。したがって、受託者自身が年金制度と取引を行う自己取引、および受託者

自身の利益に重大な影響を与える取引について、禁じられることになる。⁽³³⁾

注意義務については、慎重人原則の形で導入している。慎重人原則は、受託者の注意義務の基準を明確にしたものである。慎重人原則は、もともとは信託財産の運用の分野で発展してきたものであり、⁽³⁴⁾同様な状況において慎重人であれば、期待される注意義務の客観的な水準を指し、合理的注意義務のことをいう。ERISA は、この原則を投資に関する義務に限らず、⁽³⁵⁾受託者の業務執行すべてに関わる基準として採用している。

ERISA は、細かく受託者の義務について規定するのではなく、この忠実義務と慎重人原則という大原則を導入することにより、行政当局と司法当局の関与の下で、受託者の義務について具体化させようとしている。つまり、ERISA は、労働省に対して、ERISA の解釈に関する権限など広範な権限を付与するとともに、労働長官にこれらの義務に違反する者に対して民事上の責任を追及するため訴訟を起こす権限も付与しており、この過程で裁判所においても、ERISA に対して判断を下すことが多い。⁽³⁶⁾このことを通じて、忠実義務と慎重人原則という大原則を、現実に即して具体化しているといえることができる。

このことは、裁判所が、必要に応じて具体的な細則を、従業員給付制度全般に導入すること可能にしている。過去30年間において、信託法理上認められている義務であるものの、ERISA 上明記されていないが、裁判所が認めた年金資産の管理運用上の受託者の義務として、年金信託の重要な事項について受益者に通知する義務、⁽³⁷⁾拠出金を徴収する義務、⁽³⁸⁾分別管理義務、⁽³⁹⁾年金財産保存義務、⁽⁴⁰⁾権利主張義務⁽⁴¹⁾などがある。

ところで、財産管理を目的にする典型的な信託と労使間の契約から生じる従業員給付制度においては、当然のことながら、いくつかの点で違いがある。例えば、信託法は原則として任意法規であるのに対して、⁽⁴²⁾ERISA は強行法規である。また、信託法上、受託者は第三者になることを基本とするが、⁽⁴³⁾前述したように ERISA は経営者が受託者になることを容認している。⁽⁴⁴⁾したがって、裁判所は、受益者の権利を保護するという ERISA の

目的を前提にし、信託法理を柔軟に従業員給付制度に合致するようにして導入している。⁽⁴⁵⁾

つまり、ERISA は、①すべての従業員給付制度の資産を信託で管理させること、②制度の資産または制度の運営管理に対して裁量権を行使する者を受託者とする事、および③制度の運営管理において、信託法理の主要な原則である忠実義務と慎重人原則に従わせることを定めている。このようにして、流動的な年金分野において、細かい規定を設けることなく、当事者間の規律を実現させ、加入者・受給者の受給権を保護することを実現している。

第5節 小 括

ERISA は、債務不履行リスクおよび業務執行リスクから、年金制度の加入者・受給者を保護することを主な目的にしている。

債務不履行リスクに対して、ERISA は、年金制度の公正さを確保するために、最低受給権付与基準、最低積立基準、制度終了保険制度という新しい仕組みを導入することによって対処している。

これに対して、年金制度を含む従業員給付制度の資産の管理運用および給付に責任を有する者が、その権限を濫用するという業務執行リスクについては、ERISA は長い歴史を有する信託法理に従業員給付制度に導入することによって対処している。具体的には、制度の資産の独立性を確保するために、制度の資産を信託に保管させるとともに、従業員給付制度に対して裁量権を有する者を受託者として位置づけ、信託義務に服させている。

信託義務には、主要なものとして、忠実義務と注意義務があるが、ERISA は、この忠実義務と慎重人原則という大原則を導入することにより、細かく受託者の義務について規定するのではなく、行政当局と司法当局の関与の下で、受託者の義務について具体化させようとしている。

このように、ERISA は、従業員福利制度に幅広く信託法理を導入する

ことによって、制度運営に携わる者と受益者との関係の規律を維持させ、加入者・受給者の権利の保護を実現させている。

以上より、米国においては、フィデュシャリー・マネジャーは、ERISA における受認者に該当して、年金制度の加入者・受給者に対して、直接信認義務を負う地位にあることになる。

さらに、受認者となっている経営者に、利益相反が生じるおそれがある際に選出する必要が出てくる独立受認者の候補に、フィデュシャリー・マネジャーはなり得ると考えられる。

これに対して、日本の年金法制においては、フィデュシャリー・マネジャーは、どのように位置づけられるか、次に検討していく。

第4章 日本の年金法制における年金基金と フィデュシャリー・マネジメント

第1節 序

わが国の確定給付型の企業年金は、公的年金を代行する厚生年金基金制度と代行しない確定給付企業年金制度に区分される。さらに、確定給付企業年金制度は、事業主が自ら実施する規約型企業年金と別法人を設立する基金型企業年金に分けることができる。ここでは、一般的な企業年金の形態である基金を設立して企業年金を運営する厚生年金基金と基金型企業年金を前提して議論を進めていく。

第2節 企業年金基金の運営機構

企業年金基金は、事業主から独立した法人であり、意思決定機関としての代議員会、業務執行機関としての理事会がおかれている。代議員会は、企業年金基金を運営する上で中心となる重要事項について審議・議決する。事業主から選出される「選定代議員」と加入者において互選される「互選代議員」⁽⁴⁶⁾によって、それぞれ同数で構成される。理事会は、企業年金の基

本的な業務の執行を司る。代議員の中から互選された理事によって構成される。理事は、民法の一般原則が適用され、基金に対して善管注意義務を負うとされ、⁽⁴⁷⁾また基金に対する忠実義務については、厚生年金保険法および確定給付企業年金法⁽⁴⁸⁾によって定められている。また、理事が、自己または基金以外の第三者の利益を図る目的で一定の行為をすることも禁じられている。⁽⁴⁹⁾さらに、厚生年金保険法および確定給付企業年金法に基づく厚生労働省の受託者ガイドラインにおいて、忠実義務について、「理事は、その職務の遂行にあたり、もっぱら加入者の利益を考慮すべきであり、これを犠牲にして自己または加入者以外の利益を図ってはならない」とするとともに、「理事は、管理運用業務の執行に当たっては、もっぱら加入員等の利益を考慮すべきであり、事業主の利益に配慮することが加入員等の利益を犠牲にするような場合には、基金に対する忠実義務に違反することについて、事業主の理解が得られるよう努めなければならない」と定めている。

第3節 年金ガバナンス上の問題

最近、一部の企業において、取締役が自社の企業年金基金の運営を直接監督できるようにするための専門組織を設置し、企業年金基金が担当していた年金の資産運用⁽⁵⁰⁾に対して、経営層が関与する姿勢を強める動きがあると伝えられている。これによると、このような専門組織は、年金委員会などと呼ばれ、人事、経理、および法務担当の取締役などで構成され、年金資産の運用の基本方針および資産配分などについて企業年金基金の理事会に同意を与え、また必要に応じ改善を指導することが役割として与えられている。このような動きは、多くの企業で見られ、年金ガバナンスの強化として言われているところである。

このような年金ガバナンス強化の背景に、企業会計に退職給付会計が導入されたことにより、年金基金の資産・負債の管理が経営上重要な課題に浮上してきたこと、並びに確定拠出型企業年金法および確定給付企業年金法の成立を受けて、厚生年金の代行部分の返上が可能になったこと、およ

び確定拠出年金制度またはキャッシュバランス制度⁽⁵¹⁾の導入が可能になったことなどがあげられる。さらに、経営者が年金制度への関心を持つのは、従前、財政再計算が行われるときなど限られた時だけであり、年金基金や母体企業の人事・財政部門を横断した継続的な管理が不十分であったこと⁽⁵²⁾に対する反省もあるといわれる。

企業年金は、優秀な従業員の確保といった人事政策根幹に関わるものであり、母体企業がその運営に関心を持つことは当然のことである。しかしながら、母体企業の利益を最大化することを責務とし、企業年金基金の運営に年金法制上何ら責任を負わない取締役が、企業年金基金に対して監督・指図することは、基金の運営機構を形骸化し、年金基金の加入者および受給者の利益に反する場合がありますという問題を生じさせる。すなわち、企業年金基金の理事には、前述したように、企業年金基金に対する善管注意委義務と忠実義務という信認義務があり、母体企業の取締役による監督・指図は、その信認義務と緊張関係をもたらしたり、企業年金基金の意思決定機関である代議員会や執行機関である理事会を形骸化させ、年金ガバナンス上の問題⁽⁵³⁾を生じさせたりすることがあり得るわけである。

第4節 企業年金基金とフィデューシャリー・マネジメントとの関係

米国の ERISA のもとでは、制度の資産または制度の運営管理に対して裁量権を行使する者を受認者としているので、フィデューシャリー・マネジャーも受認者となり、加入者・受給者に対して信認義務を負う。これに対して、日本の年金法制では、企業年金基金の理事と運用会社に、年金基金に対する忠実義務が定められているのみであるので、フィデューシャリー・マネジャーの企業年金基金に対する義務は契約によることになる。

企業年金基金とフィデューシャリー・マネジャーとの契約は委任契約であると考えられ、企業年金基金の理事同様に、企業年金基金に対して善管注意義務を負うことになる。

さらに、企業年金基金には、フィデューシャリー・マネジャーの判断、知

識、能力に依存し、企業年金基金運営の事務をゆだねた方が良いという判断があり、企業年金基金がフィデュシャリー・マネジャーに大きく依存し、幅広い裁量権を付与しているという、依頼者と「専門家」⁽⁵⁴⁾という依存的関係が存在する。

このように依頼者が専門家に依存する場合、依頼者は多かれ少なかれ自己の財産についての管理を部分的に専門家に委ねることを余儀なくされるが、最終的な決定権は依頼者にあり、あくまでも専門家は依頼者の自己決定を支援するために契約関係に入っており、結果として依頼者の利益に介入するので、専門家は本人の利益にもっとも合致するように行動する義務、すなわち忠実義務を負うことになる。⁽⁵⁵⁾

したがって、フィデュシャリー・マネジャーは年金基金に対して、理事同様の善管注意義務と忠実義務という信認義務を負うと考えるべきである。

第5節 小 括

最近、一部の企業において、年金ガバナンスを強化する目的の下で、取締役が自社の年金基金の運営を直接監督できるようにするための専門組織を設置し、年金基金が担当していた年金の資産運用に対して、経営層が関与する姿勢を強める動きがあると伝えられている。これによると、このような専門組織は、年金委員会などと呼ばれ、人事、経理、および法務担当の取締役などで構成され、年金資産の運用の基本方針および資産配分などについて年金基金の理事会に同意を与え、また必要に応じ改善を指導することが役割として与えられている。従業員給付制度に対して裁量権を有する者を受託者として位置づけ、さらに利益相反が懸念される場面では受託者が職務を離れ独立受託者の選出を求める米国の ERISA とは異なり、理事と運用会社にしか信認義務を負わせていない日本の年金法制のもとでは、この結果、年金ガバナンス強化という言葉とは裏腹に、年金基金の運営機構の形骸化が懸念されるところである。

こうしたなか、企業年金基金に対して、理事同様の善管注意義務と忠実

義務という信託義務を負うと考えられるフィデュシャリー・マネジャーの存在は、加入者・受給者の利益保護の観点から重要であると思われる。もし、フィデュシャリー・マネジャーが、年金基金の理事の意向を受け、基金に対する信託義務に違反するような行為をとった場合、一定の条件の下で、加入者・受給者は債権者代位権の行使などによりフィデュシャリー・マネジャーに対して責任を追及することが可能になる。また、理事が、フィデュシャリー・マネジャーの意見や助言に反して行動した場合、注意義務のレベルは上がることになる。以上から見て、フィデュシャリー・マネジャーの存在は、年金基金の運営機構の形骸化が懸念されるところにおいては、企業年金基金の加入者・受給者の利益保護に寄与するものと考えられるべきと思われる。

第5章 おわりに

企業年金基金において、資産運用に関する検討課題は、運用市場の厳しい環境をうけて、長期的な運用政策から短期的な対応まで、広範にわたるとともに、運用手法・運用戦略の複雑化、高度化が相まって、極めて専門的になってきており、年金マネジメントは非常に難しいものになってきているといえるであろう。しかしながら、一般的な企業年金基金は、このような一連の問題を解決するスタッフやインフラを保有しておらず、外部の専門家に年金マネジメントの一部をアウトソースして、年金ガバナンスの体制をより強固にする必要性が認識されるようになってきている。このようなニーズに対応するために、最近注目されているのが、企業年金基金が行う、運用基本方針の作成、政策アセットミックスの策定、運用会社・戦略の選定、投資タイミング・リバランスの判断、運用会社の評価などに関与する「フィデュシャリー・マネジメント」といわれるサービスであり、一部の企業年金基金ではこのサービスを採用し始めている。

これに対して、フィデュシャリー・マネジメントを「年金の資産の一部

または全部に関して、資産配分の決定、運用会社と運用商品の選定を年金の理事等に代わって裁量権と責任の下に実行する」ものと位置づけ、米国の ERISA のもとでは、フィデューシャリー・マネジメントを提供する者は、受託者（fiduciary）となり信託義務を負うのに対して、「日本の年金の根拠法及びそれにもとづくガイドライン等の特殊性を考慮すると、このサービスは法的根拠が明確でないだけでなく、サービスが年金の加入者・受益者の利益を保護しているとは考えにくい」ので、日本においてはフィデューシャリー・マネジメントを否定的に評価すべきであるとの意見がある。

ところで、日本において、年金ガバナンスを強化する目的の下で、取締役が自社の年金基金の運営を直接監督できるようにするための専門組織を設置し、年金基金が担当していた年金の資産運用に対して、経営層が関与する姿勢を強める動きがあると伝えられている。これによると、このような専門組織は、年金委員会などと呼ばれ、人事、経理、および法務担当の取締役などで構成され、年金資産の運用の基本方針および資産配分などについて年金基金の理事会に同意を与え、また必要に応じ改善を指導することが役割として与えられている。

このような動きは、母体企業の利益を最大化することを責務とし、企業年金基金の運営に年金法制上何ら責任を負わない取締役が、企業年金基金に対して監督・指図することは、基金の運営機構を形骸化し、年金基金の加入者および受給者の利益に反する場合がありますという問題を生じさせる。すなわち、企業年金基金の理事には、前述したように、企業年金基金に対する善管注意義務と忠実義務という信託義務があり、母体企業の取締役による監督・指図は、その信託義務と緊張関係をもたらしたり、企業年金基金の意思決定機関である代議員会や執行機関である理事会を形骸化させ年金ガバナンス上の問題を生じさせたりすることがあり得るわけである

つまり、従業員給付制度に対して裁量権を有する者を受託者として位置づけ、さらに利益相反が懸念される場面では受託者が職務を離れ独立受託者の選出を求める米国の ERISA とは異なり、理事と運用会社にしか信託

義務を負わせていない日本の年金法制のもとでは、この結果、年金ガバナンス強化という言葉とは裏腹に、年金基金の運営機構の形骸化が懸念されるところである。

こうしたなか、企業年金基金に対して、理事同様の善管注意義務と忠実義務という信認義務を負うと考えられるフィデュシャリー・マネジャーの存在は、加入者・受給者の利益保護の観点から重要であると思われる。もし、フィデュシャリー・マネジャーが、年金基金の理事などの意向を受け、企業年金基金に対する信認義務に違反するような行為をとった場合、一定の条件の下で、加入者・受給者は債権者代位権の行使などによりフィデュシャリー・マネジャーに対して責任を追及することが可能になる。また、理事が、フィデュシャリー・マネジャーの意見や助言に反して行動した場合、その理事への注意義務違反による責任追及は容易になることになる。

以上から見て、フィデュシャリー・マネジャーは、日本の年金法制上、「年金の資産の一部または全部に関して、資産配分の決定、運用会社と運用商品の選定を年金の理事等に代わって裁量権と責任の下に実行する」ということはあり得ず、むしろ企業年金基金の運営機構の形骸化が懸念されるところにおいては、企業年金基金の加入者・受給者の利益保護の観点から、肯定的に評価すべきものであると考える。

- (1) 格付け投資情報センターによると、2010年4月から8月までの企業年金の運用利回りはマイナス6.2%だったとされる(2010年9月3日付 日本経済新聞電子版)。
- (2) 「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて(通知)」(厚生省、1997年)など参照
- (3) 水島達夫ほか「企業年金運用の瀬戸際」金融財政事情2832号11頁〔山田発言〕(2009年)
- (4) 年金情報532号9頁(2010年)
- (5) 「法的根拠を欠くフィデュシャリー・サービス」年金情報526号6頁(2010年)(匿名の批評である。)
- (6) 飛田公治「日本型フィデュシャリー・サービスの存在意義」年金情報530

号43頁（2010年）

- (7) 「フィデュシャリー・マネジメント提案広がる」年金情報516号9頁
- (8) Anton van Nunen, *Fiduciary Management: Blueprint for Pension Fund Excellence* (2007),42
- (9) オランダで急速にフィデュシャリー・マネジメントが発展してきた理由の一つには、年金資産・負債の評価方法への時価主義の導入と積立水準についての充足性テスト（年金資産が年金債務を将来的にも下回らないかの検証）の導入により LDI (liability-driven investing, 負債対応の運用戦略) のマネジメント能力強化の必要性があったためとされている（水島達夫ほか「企業年金運用の瀬戸際」金融財政事情2832号15頁〔佐川発言〕（2009年））。
- (10) *Supra* Note 8, at 11
- (11) 厚生年金保険法136条の4、確定給付企業年金法施行令45条
- (12) 例えば、「現状の積立不足を明示的に意識し、その効率的な回復を目指す」ことを目的にし、「リスク配分の定量化による投資効率の改善」を目標にすることなどを定めることとされている。
- (13) 年金基金が資産クラスとして選ぶ条件として、①相応の市場規模があり流動性が高いこと、②市場アクセスが容易であること、③投資対象についての情報の透明性が高いこと、などが上げられている（年金シニアプラン総合研究機構著『年金資産運用の手引き』（2009年）28頁）
- (14) *Supra* Note 8, at 11
- (15) 投資計画、マネジャーストラクチャー、リスク管理と評価などについては「運用の基本方針」として、基金が定めることが法令上求められているのは前述したとおりである。
- (16) 厚生省「厚生年金基金の資産運用に係る受託者責任ガイドライン研究会報告」（1997年）など参照
- (17) ERISA § 302-305
- (18) ERISA § 203-204
- (19) ERISA § 4001-4402
- (20) Paul J. Schneider & Barbara W. Freedman, *ERISA: A Comprehensive Guide* 1-8 (2nd, 2002)
- (21) 古くは、全米トラック運転手組合（Teamsters）の不正をきっかけに、労使関係の腐敗に関する事項について調査するために設置された上院の「労使分野における不適正行為特別委員会（いわゆるマクレラン委員会）」において、全米トラック運転手組合は年金制度を導入し、その年金資産の運用の際に、組合幹部が多額の不当利得を得ていたことなどが明らかにされている。（See Robert F. Kennedy, *The Enemy Within* (1960)）

- (22) ERISA § 3 は、従業員給付制度について、医療、事故、傷病、死亡、失業、育児、教育訓練、休暇などに関する給付を行う制度を含むと定義している。
- (23) ERISA § 403 (a)
- (24) ERISA § 402 (a)
- (25) ERISA § 3 (21) (A)
- (26) John H. Langbein & Bruce Wolk, Pension and Employee Benefit Law 672 (3d ed. 2000)
- (27) 土浪修「企業年金のガバナンスと受託者責任」ニッセイ基礎研レポート 2004年11月号31頁
- (28) ERISA § 408 (a)
- (29) Susan P. Serota & Frederick A. Brodie, ERISA Fiduciary Law 551 (2 ed. 2007)
- (30) Samuel W. Halpern, The Role of The Independent Fiduciary, 22 NO.5 JCAB 10
- (31) 米国信託法リステイトメント (第2版) 170条は、「受託者は、信託事務の処理に当たっては、もっぱら受益者の利益のためになすべき義務を負う」と規定する。
- (32) ERISA § 404 (a) (1) (A)
- (33) さらに、ERISA はいわゆる禁止取引についても規定する。これは、忠実義務の内容を明確にし、かつ拡張したもので、利害関係者と年金制度との取引、受託者の自己取引的な行為を禁止している。例えば、年金スポンサーである会社への貸付、労働組合への利益供与などが禁止されている。
- (34) 米国における受託者の投資判断に関するルールは、19世紀の court list rule (裁判所がエクイティ上の権限に基づき、投資の適格性を判断することで、認められていたのは国債などの公共債、不動産に対する第一譲渡抵当貸付などだけであった)、20世紀初期の legal list rule (制定法により投資対象を限定することで、公共債、不動産に対する第一譲渡抵当貸付、担保付譲渡抵当債券、一定以上の信用力のある担保付社債などが投資対象とされていた) という受託者の裁量を狭める形で投資判断の適切性をはかる時代を経て、受託者に経済状況等の変化に応じて柔軟な対応をとることを可能にするルールへと発展してきている。これが、prudent man rule (合理的な投資家の裁量によって投資判断をしてよいとするもの) であり、現代投資理論に基づきその趣旨を徹底したものが prudent investor rule である。この趣旨は、信託法リステイトメント (第3版)、統一信託法典 (Uniform Trust Code) にも採用されている。(See George Bogert, Cases and Text on the Law

- of Trusts, 329-330 (6th ed. 1991))
- (35) ERISA § 404 (a) (1) (B) は、「そのような状況の下で、同等の能力で行動し、同じく事情に精通している慎重人ならば、同様な性質や目的を持つ事業の管理に当たっては当然発揮するであろう注意、技量、慎重さ、勤勉さを持っていること」が要求されると規定する。
- (36) Langbein & Wolk, *supra* note 26, at 91-92
- (37) Fischer v. Phila. Elc. Co., 994 F.2d 130 (3 d. Cir. 1993) See Langbein & Wolk, *supra* note 26 at 697-701
- (38) N.Y. State Teamsters Conference Pension & Ret. Fund v. Boening Bros. Inc., 92 F.3d 127 (2 d Cir. 1996)
- (39) Rodrigues v. Herman, 121 F.3d 1352 (9th Cir. 1997)
- (40) Oscar A. Samos. M.D., Inc. v. Dean Witter Reynolds, Inc., 772 F. Supp. 715 (D.R.I. 1991)
- (41) N.Y. State Teamsters Conference Pension & Ret. Fund v. Boening Bros. Inc., 92 F.3d 127 (2 d Cir. 1996)
- (42) 統一信託法典105条 (b)
- (43) ERISA § 404 (a) (1) (D)
- (44) ERISA § 408 (c) (3)
- (45) 判例は、信託法理を ERISA に導入したのは、複雑なシステムを導入して経営者が授業員給付制度の導入を躊躇することを回避するとともに、加入者および受給者の権利を保護するためである旨を述べ、ERISA における受託者の義務を検討する際に、信託法理は出発点のみを提供するものであるとしている (Varity Corp. v. Howe, 516 U.S. 489 (1996))。
- (46) 企業年金連合会『企業年金に関する基礎資料 平成21年12月』45頁、88頁 (企業年金連合会、2009年)
- (47) 池田秀雄『厚生年金基金・管理運用責任者のための受託者責任Q & A』10頁 (企業年金研究所、1998年)
- (48) 厚生年金保険法120条の2、確定給付企業年金法70条1項
- (49) 厚生年金保険法120条の3、確定給付企業年金法70条2項
- (50) 「特別レポート—注目を集める年金ガバナンス」年金情報361号2頁 (2004)
- (51) キャッシュバランス制度とは、元利合計額を従業員に給付する年金制度で、元金相当部分は「持分付与額」とよばれ、定額や給与の一定率など規約で定められた一定のルールに基づいて累積される。また、利息相当部分は「再評価額」とよばれ、国債利回り等を指標として自動的に変動させることができる。その持分付与額と再評価額の累計を年金化する制度で、確定給付型年金

制度でありながら確定拠出型年金制度の要素を兼ね備えた年金制度と言うことができる。

- (52) 土浪・前掲注(27) 28頁
- (53) 単一企業が設立する単独型の年金基金の場合、理事は母体企業の人事部長など母体企業の従業員が就任することが多く、この緊張関係は顕著に表れる。
- (54) 一般的に専門家責任を議論する際、専門家の特徴として①仕事の性質が高度で専門的であり、マニュアルな作業よりも精神的・判断的作業が中心となる、②高い職業的倫理、顧客との信頼関係が重視される、③専門家集団によってレベルが維持され、資格が要求されることも多い、④高い社会的身分があるなどを上げることが多い（能見善久「専門家の責任」(NBL544号52頁、1994年)）
- (55) 河上正二「「専門家の責任」と契約理論」(法律時報67巻2号8頁、1995年)