

神戸市外国語大学 学術情報リポジトリ

Principles for prudent investment : duty to diversify investments under ERISA and the law of trusts

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2004-09-30 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 植田, 淳, Ueda, Jun メールアドレス: 所属:
URL	https://kobe-cufs.repo.nii.ac.jp/records/772

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 International License.



「慎重な投資(prudent investment)」 に関する一考察

——エリサ法(ERISA)および信託法の分散投資義務を中心として——

植 田 淳

- I はじめに
- II 第2次信託法リステイトメント
- III エリサ法
- IV 第3次信託法リステイトメント
- V 新しい投資準則に関する考察
- VI 判例分析
- VII おわりに

I はじめに

昨年度は、株価の回復により、信託銀行をはじめとする年金運用機関のパフォーマンスは比較的良好であったが、それ以前は、3年連続の株価下落を受けて、惨憺たる運用実績に終わった年金基金が多い。こうした運用難を背景として、慢性的に基金の運用機関に対する不満や不信感が高まるなか、運用機関としては、いかに「受託者責任」を全うするか、そして、法的リスクからいかにして自身を防御するかが重要な課題となってきた。

わが国では、現実には運用実績の悪化を理由とする訴訟事件は起こっていないが、今後は予断を許さない状況にある。そこで、運用機関の受託者責任のあり方を考える手がかりとして、米国のエリサ法や信託法が考えられる。

本稿では、米国法における年金運用規制、とくに分散投資に関する準則を

* 本稿は、財団法人トラスト60の研究助成の成果である。ここに記して謝意を表する。

考察する。まず、第2次信託法リステイトメントとエリサ法の関連規定を考察し、そのうえで第3次信託法リステイトメント（プルードント・インベスター・ルール）の規定を検討する。さらに、分散投資義務に関する米国の判例を分析することによって、分散投資のあり方について検討を加える。

Ⅱ 第2次信託法リステイトメント

（1） 慎重義務

英米信託法の基本原則は、受託者の忠実義務(duty of loyalty)と注意義務ないし慎重義務(duty of prudence)である。¹ 本稿の対象である慎重義務について、第2次信託法リステイトメント174条は、次のような一般規定を置いている。「受託者は、受益者に対して、信託の執行に際し、通常¹の思慮分別を有する者(a man of ordinary prudence)ならば自己の財産を扱う際に用いるであろう注意(care)と技能(skill)を用いる義務を負う。受託者が、通常²の思慮分別を有する者の技能より優れた技能を有する旨表示して、受託者としての任命を受けた場合には、このような技能を行使する義務を負う」と。²

同条の前半部分は、受託者の行動基準として「通常³の思慮分別を有する者(通常慎重人)」という抽象的基準を設定している。したがって、個々の具体的な受託者が、自己にとって可能な限りの注意と技能を用いたとしても、かかる抽象的基準を満たさなければ、それによって生じた損失につき責を負うことになる。³

同条の後半部分は、法人受託者（信託会社）など信託の引受を業とする者を想定した規定と考えられる。すなわち、通常より優れた技能を有すると表示して、受託者の地位に就いた者は、かかる高度な技能を用いるべきであっ

1 拙稿「エリサ法(ERISA)の信託義務に関する基礎的考察」神戸外大論叢54巻5号、31頁。

2 Restatement (Second) of Trusts, s.174.

3 Ibid., comment a. また、木南敦「信託受託者の思慮分別(prudence)と忠実(loyalty)について」信託法研究17号44頁参照。

て、それを怠れば、それによって生じた損失につき責を負うのである。ここに言う「通常の技能」とは、信託の引受を業としない一般の受託者（通常慎重人）の技能と考えられる。

（２） プルーデント・マン・ルール

かつてイギリスでは、信託基金の投資に関して、「リーガル・リスト (legal list)」, すなわち「投資適格対象一覧」というアプローチが採られていた。信託基金の投資対象としては、法定の一覧表にある証券に限定されるというルールである。当初、アメリカでもこの原則に従っていた。ところが、1830年の判例、Harvard College v. Amory 事件⁴において、ショー (Shaw) 裁判官は、次のように述べた。「(受託者は,) 思慮と分別と聡明さを備えた者が、自己の資金を、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」と。

これは、最初の「プルーデント・マン・ルール (prudent man rule)」の定式化に他ならない。その後の判例の蓄積を踏まえて、1959年に刊行された第2次信託法リステイメントの227条は、このルールを次のように規定した。「受託者は、信託基金を投資する際に、受益者に対して次のような義務を負う。信託条項または法令に別段の定めがない限り、慎重人 (prudent man) であれば、自己の財産につき、その保存および収益の額と規則性に留意して行うであろう投資方法を選択すること」⁵と。

（３） 分散投資義務

さらに続いて第2次信託法リステイメント228条は、227条の「プルーデ

4 9 Pick. (26 Mass.) 446 (1830).

5 Restatement (Second) of Trusts, s.227(a). なお、信託投資に関する基本的義務として、受託者は、信託財産を維持保存する義務 (Ibid., s.176), および信託財産を生産的なものとする義務 (Ibid., s.181) を負う。

ント・マン・ルール」の具体化として、次のように分散投資義務について規定する。「信託条項に別段の定めがない限り、受託者は、受益者に対し、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負う。但し、事情によりかかる考慮の必要がない場合は、この限りではない」と。⁶受託者は、特定の証券に、不釣り合いな額を投資してはならず、たとい当該投資それ自体が227条のもとで適法なものとされたとしても、やはり違法とされる。⁷

この原則を例証する判例として、Dickinson, Appellant 事件⁸を挙げることができる。この事件では、16,000ドルを管理する受託者が、ある鉄道会社の株式に3,500ドルを投資したが、その3ヶ月後にさらに同一の株式に2,500ドルを追加投資した。その後、この株式の価値は大きく下落した。裁判所は、1回目の投資は適法としたが、2回目の投資は違法であり、それによる損失を受託者は填補すべきであると判示した。1回目の投資により、当該信託基金に占める当該株式の割合は22パーセントであったが、2回目の投資により、当該株式は全体の37パーセント以上を占めるに至った。裁判所は、受託者が同一の証券に、かかる多額の投資をすることは正当化されないと述べた。⁹

判例の趨勢から、信託基金の額の30パーセントを超える同一銘柄の株式への投資は、別段の正当化理由がない限り、分散投資義務違反となる、というのが当時の状況であった。¹⁰

Ⅲ エリサ法

(1) プルーデント・マン・ルール

⁶ Restatement (Second) of Trusts, s.228.

⁷ Ibid., comment a.

⁸ 152 Mass. 184, 25 N.E. 99, 9 L.R.A. 279 (1890).

⁹ Restatement (Second) of Trusts, s.228, d参照。その例証として、50,000ドルを管理する受託者が同一の銘柄の株式に25,000ドルを投資する行為は、信託違反であるとする。

¹⁰ Davis, Appellant, 183 Mass. 499, 67 N.E. 604 (1903).

1976年に制定されたエリサ法 (Employee Retirement Income Security Act; ERISA) は、アメリカにおける企業年金に関する一般法であり、年金制度の運営や投資に関わる者に信託義務を幅広く課することにより、年金受給権の保護を図っている。¹¹

エリサ法404条(a)(1)(B)は、受託者の慎重義務、すなわち「プルーフ・マン・ルール (prudent man rule)」について次のように規定する。¹²「受託者は、制度に関して、同様の地位にあり、かかる問題に精通した慎重人が、同様の性格・目的を有する事業での行動において用いるであろう注意 (care)、技能 (skill)、思慮分別 (prudence)、および勤勉さ (diligence) をもって義務を履行しなければならない」と。

ここに言う「慎重人」基準も抽象的基準であり、第2次信託法リステイメントのアプローチと同様であるが、「年金運営に精通する慎重人」が基準とされるから、その注意義務のレベル（要求される専門性のレベル）は、一般信託法に比べて高いと言える。例えば、後述の分散投資の面では、「現代ポートフォリオ理論」に基づく合理的投資が求められることになる。

ただし、基金に損失をもたらしたからといって、必ずしも投資マネジャーや受託者が義務違反を犯したことにはならない。「受託者の注意義務は、先見の明 (prescience) を要求しているのではなく、思慮分別 (prudence) を要求しているにすぎない。」¹³ すなわち、慎重義務違反は、結果責任ではなく、「プロセス責任」である。

(2) 分散投資義務

エリサ法404条(a)(1)(C)は、慎重義務の帰結としての分散投資義務について、次のように規定する。¹⁴「受託者は、制度に関して、そうしないことが

11 エリサ法の基本的性格については、拙稿・前掲注1参照。

12 29 USC s.1104(a).

13 DeBruyne v. Equitable Life Assurance Soc., 920 F.2d 457, 465 (7th Cir. 1990).

14 29 USC s.1104(a).

明らかに合理的である場合を除き、損失のリスクを最小にするために制度の投資を分散しなければならない」と。

アメリカ労働省も、現代ポートフォリオ理論に依拠して、次のような規則を制定している。¹⁵①一般的に、特定の投資または投資行動の相対的リスクは、かかる投資または投資行動を、当然に合理的に、または当然に非合理的にするものではない。②当該投資または投資行動が、基金のポートフォリオ全体の中で果たす役割を考慮することなしには、投資決定の合理性は判断されるべきではない。したがって、例えば、ベンチャー企業への投資は、優良大企業への投資に比べて、よりリスクイカもしれないが、前者への投資は、エリサ法の慎重人原則のもとでは、全く適切なものでありうる。

このアプローチは、個別の投資ごとに適法性を判断せず、ポートフォリオ全体の中でその適法性を判断するという点において、後述のプルードント・インベスター・ルール of の考え方と同一であり、伝統的な信託法の考え方を修正している。この考え方の詳細については、IVおよびVにおいて考察する。

IV 第3次信託法リステイメント¹⁶

(1) 背景¹⁷

第2次信託法リステイメントの「プルードント・マン・ルール」は、リール・リスト・アプローチのもつ硬直性を排除し、信託投資に柔軟性を付与することを意図したものであった。しかし、その後、裁判所がこのルールを詳細に展開し、事件ごとに具体的にこれを適用していくにつれて、このルールの本来の柔軟性は、著しく失われていった。すなわち、抽象的なリスク度が高いという理由で、多くの種類の投資対象と投資手法について、それが

15 29 C.F.R. s.2550.404a-1.

16 第3次信託法リステイメントの邦語訳として、早川眞一郎訳『米国信託法上の投資ルール——第3次信託法リステイメント：プルードント・インベスター・ルール——』がある。

17 本項の叙述は、主として次の文献に依拠している。Restatement (Third) of Trusts (Prudent Investor Rule), pp.3-5.

「投機(speculation)」であり、それゆえそれ自体として当然に慎重さを欠く(imprudent per se)と判断された。よって、受託者が採用した投資戦略が判例法により許容されないタイプのものである場合には、たとえ受託者が注意を尽くし、技能を発揮し、かつ配慮を払ったとしても、それは抗弁とはならなかった。

現代の投資理論の知見によれば、信託投資について、一つひとつの投資に対する個別的な制約を課することは、合理的ではなく、また非生産的でもある。一方、従来の法準則の述べるところに従ったのでは、受託者は信託投資について、一般的な投資理論を実行できないという懸念が持たれている。それゆえ、従来のプルーデント・マン・ルールのもとで一連の禁止事項が展開されてきたために、受託者が不当に責任を負わされる恐れが生じ、さらには、優れた受託者による健全な投資判断の実行が抑制される恐れが生じてきた。このような矛盾が生じる例としては、受託者がベンチャー・キャピタル投資などのハイリスク・ハイリターン戦略をある程度含む投資計画を実施する場合や、ポートフォリオ全体のリスク・レベルを引き下げるために、それ自体としてはリスクの高い投資（例えば、先物取引およびオプション取引）を使う場合が挙げられる。

伝統的な信託投資に関する法準則と新しい投資理論とのあいだの矛盾は、いわゆる「現代ポートフォリオ理論」¹⁸の論者によって指摘されているところである。このことが、伝統的なプルーデント・マン・ルールを現代化する必要性の根拠であった。このような背景のもとに、1992年に第3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）が公刊されるに至った。

18 マーコウィッツ (H. M. Markowitz) の1952年の論文 ("Portfolio Selection") に始まる証券投資理論の総称である。現代ポートフォリオ理論は、効率的市場仮説を前提とし、ポートフォリオの銘柄構成を適切に変化させることによって、リスクを増大させることなく期待リターンを改善することが可能であることを理論的に示した。すなわち、投資の効率的分散に関する経済理論である。この理論に関する入門書として、井出正介＝高橋文郎『ビジネスゼミナール証券投資入門』、概説書として、日本証券アナリスト協会編『証券投資論』がある。

(2) 目的¹⁹

第3次信託法リステイトメントの「プルデント・インベスター・ルール」の目的は、次の通りである。すなわち、①プロの受託者に、当該信託に適するのであれば、難度の高い手法だがリターンも大きく見込まれるような新しい投資戦略を実施する自由を付与すること、②その他の受託者に、実行しやすく相応のリターンが期待できるような安全な投資方法についての明快な指針を提供すること、である。

プルデント・インベスター・ルールは、従来の投資に関する信託法の基本準則を、現代の投資理論との矛盾を排除すべく現代的に再構成し、一般性と柔軟性を回復することを目指すものであると言えよう。

(3) プルーデンスの基本原則²⁰

第3次信託法リステイトメントのプルデント・インベスター・ルールの基礎となっている諸原則は、次の通りである。

いかなる投資ないし投資手法も、それ自体として当然に慎重さを欠くものではない。これは、既に述べたように、伝統的な法準則に対する現代の投資理論からの重要な批判であり、プルデント・インベスター・ルールの基礎をなす考え方である。

これに加えて、次の5つの基本原則が存在する。

- ① 健全な分散投資は、リスク管理の基本であり、よって受託者には、これが要求される。
- ② リスクとリターンは、直接的に関連しているため、受託者は、当該信託の目的等に見合ったリスク水準に関して分析し意識的な決定を下す義務を負う。
- ③ 受託者は、当該信託投資の目的によって正当化されないような取引費

19 本項の叙述は、主として次の文献に依拠している。Supra, note 17 at p.5.

20 本項の叙述は、主として次の文献に依拠している。Supra, note 17 at pp.5-8.

用の発生を回避する義務を負う。

- ④ 公平義務の要請するところに従い、現在のインカムの維持と元本価値の保存とのあいだのバランスを保つべきである。
- ⑤ 受託者は、慎重な投資家に相応しい代人使用をなす権限を有し、義務を負う。

上記の①および②の原則は、リスク管理の基本である。分散投資義務は、従来のリステイトメントでは、228条に規定されていたが、この義務がプルードンスの現代的概念にとってきわめて重要なものであることに鑑み、第3次リステイトメントでは、227条のプルードント・インベスター・ルールの中に組み入れられた。

(4) プルードント・インベストメントの一般的基準 (第227条)

第3次信託法リステイトメント227条は、慎重な投資(prudent investment)の一般的基準について、次のように規定する。

「受託者は、信託目的、信託条項、収益分配要件、その他の状況に照らして、慎重な投資家(prudent investor)であれば行うであろう方法で、信託基金を投資運用する義務を、受益者に対して負う。²¹」

以上の一般規定を受けて、同条は、さらに次のように規定する。

「(a)この基準は、合理的な注意(care)、技能(skill)、および配慮(caution)の行使を要求する。基準の適用にあたっては、個々の投資を当該信託のポートフォリオから切り離さずに、そのポートフォリオ全体との関係において判断し、かつ、合理的に見て当該信託に適切であるようなリスクとリターンの目標を設定した総合的な投資戦略の一部として判断しなければならない。²²」

続いて、分散投資義務に関する次の規定が置かれている。

「(b)投資判断および投資の実行にあたっては、受託者は、投資を分散す

21 Restatement (Third) of Trusts, s.227.

22 Ibid., s.227(a).

る義務を負う。但し、状況によって、そうしないことが合理的である場合は、この限りではない。²³」

V 新しい投資準則に関する考察

(1) 受託者に要求される注意と技能²⁴

第3次信託法リステイトメント227条(a)において、受託者に要求される「注意(care)」とは何か。それは、信託投資の実行・監督について合理的で勤勉な努力をすることであり、また、これに関連して、常に投資に関する情報を把握しておくことである。受託者は、投資戦略の立案・実施のために合理的な注意を払い、当該戦略に適合するような方法で投資対象の選定・見直しをすべきである。当該信託および受益者についての諸事情、信託財産の内容、および利用可能な投資の特徴などに関して、必要な情報を常に入手すべきである。

注意を尽くせば、それで十分というわけではない。受託者は、通常の知力をもつ人が有する程度の技能(skill of an individual of ordinary intelligence)を行使しなかったことから生じた損失につき責を負う。また、信託会社などプロの受託者については、通常人以上の技能を有することを明示または黙示に表示したうえで受託者に任命された場合、受託者は、かかる技能を行使しなかったことから生じた損失について責を負う。すなわち、専門的な知識・経験を有するために通常以上の技能を発揮できるはずの受託者が、気を抜いたいい加減な行為をすることは容認されない。

(2) 受託者に要求される配慮²⁵

次に227条(a)にいう「配慮(caution)」とは何か。注意をし、技能を行使

23 Ibid., s.227(b).

24 本項の叙述は、主として次の文献に依拠している。Supra, note 21, s.227 comment d.

25 本項の叙述は、主として次の文献に依拠している。Supra, note 21, s.227 comment e.

する義務に加えて、受託者は、同様の基金を同様の目的のために運用している慎重な投資家が払うような配慮を払う義務を負う。配慮義務の内容は2つある。①元本の安全を図る義務、および、②相応のリターンを得る義務、である。

ここに言う「元本の安全」とは、単に名目価値の減少リスクから信託財産を守ることだけではなく、その実質価値を維持する（インフレーションによる目減りを防ぐ）ことも含まれる。また、ここに言う「相応のリターン」とは、インカムゲインのみならずキャピタルゲインも含まれる。

配慮義務が受託者に求めるものは、「リスクの回避」ではなく、「慎重なリスクの管理」である。ここに言う「リスク」には、信用リスクや通貨価値の下落リスクのみならず、価格・利回りのボラティリティ、流動性リスクなどが含まれる。経済学上の「リスク」とは、リターンのボラティリティ（ぶれ幅）を言うが、受託者は、この意味におけるリスクも適切に管理すべきであり、当該信託のリスク許容度を十分考慮に入れて投資しなければならない。その際には、受益者への分配要件がボラティリティ・リスクのあり方を決定づける。

リスク管理における受託者の義務・責任を考える際に重要なことは、「分散可能リスク(diversifiable risk)」と「非分散可能リスク(non-diversifiable risk)」の区別である。前者は、分散投資によって軽減可能なリスク（個別リスク）であるのに対して、後者は、市場リスク（システムティック・リスク）である。

配慮義務は、受託者に対し、分散可能リスクをなるべく小さくすべく、注意を払い技能を行使するよう要求する。受託者は、ポートフォリオを適正に分散することによって、このリスクを減じることができる。既述の現代ポートフォリオ理論は、このリスクへの対処に関する有益な考え方の枠組みを提供するものである。

一方、市場リスクの管理に関する受託者の義務内容は、必ずしも明確では

ない。配慮義務には、暗黙のうちに保守的な投資（リスクに対して慎重な投資）の要求が含まれているが、市場リスクは、それ自体として必ずしも悪ではないと認識すべきである。ある信託にとって市場リスクをどの程度取りうるかの判断は、当該信託の目的や受益者の事情等を注意深く検討してはじめて可能になるといえる。短期間の運用成績が悪いことが許されないような信託の場合には、ハイリスク・ハイリターンのポートフォリオ戦略をとるべきではなく、収益分配要件等を勘案しつつ個別の信託のリスク許容度に応じた投資戦略がとられるべきである。

配慮義務のもとでは、アクティブな運用戦略をとることは、禁止されないし、「投機的 (speculative)」といわれる投資行動をとることも禁止されていない。例えば、不動産やベンチャー・キャピタルへの投資、あるいは借入やオプション・先物取引といった投資手法も、ポートフォリオ全体のリスクの軽減のため、またはポートフォリオ全体のリスク水準を過度に増大することなく期待リターンを大きくするために、慎重な配慮に基づいて採用することは、許容される。²⁶ 要するに、配慮義務違反の有無を判断する際には、個々の投資や投資行動について、それが慎重か否かを抽象的に判断するのではなく、それ自体として投機的であったとしても、受託者の配慮義務の履行に沿うような投資戦略に貢献しているかどうかによって判断される。

(3) リスクと分散投資義務²⁷

第3次信託法リステイトメント227条(b)に規定されるように、原則として受託者は、慎重なリスク管理という目標を達成するために、信託投資を分

26 ある受託者の投資行動を正当化するためには、類似の信託において同様の投資や戦略が広く行われていることを示すことが有用であるが、新しい投資手法であってもそれが十分な情報に基づいて注意深く行われるのであれば、たとえそれが広く行われていなくても、慎重さを欠くということにはならない。Supra, note 21 at p.21. ただし、アクティブ運用においては、それにかかる費用・リスクの増加分を正当化しうるだけのリターンが、現実に期待できるのでなければならない。Ibid., at p.30.

27 本項の叙述は、主として次の文献に依拠している。Supra, note 21, comment g. なお、受託者は、期待リターンが同一レベルである場合には、リスクと費用が最小になるような投資を選好すべきである。Ibid., comment f.

散させる義務を負う。

資産配分(asset allocation)の決定は、投資戦略の基本であり、分散投資の出発点である。信託のポートフォリオに組み込む投資の種類、およびそれらの割合を決定するのが資産配分である。この決定は、経済状況の変化や信託のニーズの変化に伴って随時調整されるべきである。

ひとつのポートフォリオに、すべての種類の投資対象（現預金、債券、株式、不動産等の資産クラス）が含まれている必要はない。正当化しうる投資戦略は多様だし、信託目的等によって事情が異なるのであるから、単一の投資対象（資産クラス）に重点的に投資するような投資計画も、配慮義務と公平義務が尽くされていれば、分散投資の要件ゆえに妨げられるものではない。

経済の動向に影響を与える出来事は、すべての投資資産の価値に対して一様の影響を及ぼすわけではない。経済の変動要因に対する個々の資産の反応が相互に打ち消しあって、ポートフォリオ全体のリスク水準を引き下げる。これが分散投資の効果である。そのため、それ自体としては、ボラティリティが高く疑問の大きい資産であっても、そのリターンの変動がポートフォリオの他の資産の動きに逆行する傾向をもつならば、リスク管理に多大な貢献をなすことがありうる。それゆえに、個々の投資についてではなく、ポートフォリオ全体の中で、当該投資の是非が評価されるべきなのである。

VI 判例分析²⁸

(1) Lanka v. O'Higgins 事件²⁹

以上の一般的考察をふまえて、分散投資義務に関する米国の判例を検討する。

まず、分散投資義務違反が否定された事例として、Lanka v. O'Higgins

28 分散投資義務に関する優れた論稿として、行澤一人「投資資金運用機関の投資判断における信託義務」(『信託法研究』27号所収)がある。本稿もこれを参照している。

29 810 F.Supp.379 (1992).

事件を挙げることができる。原告は、退職年金制度の運営者兼共同受託者で、被告を当該年金基金の投資マネジャーに任命し、完全な投資裁量を付与する投資一任契約を締結した。被告の投資戦略は、少数の優良銘柄に集中投資することにより、小さなリスクで利益を得るというものであり、資金の全部を3ないし5銘柄の株式に集中投資していた。原告は、このような投資戦略に疑念を表明し、被告に対して投資の分散を要求した。さらに原告は、投資専門家の助言に基づき、90の優良銘柄からコンピュータで30銘柄を選定して投資するという、保守的かつ分散的な投資戦略を被告に提言したが、被告はこれを拒絶した。その後、運用実績が悪化した。原告は、再度ポートフォリオの見直しを被告に依頼したが、被告は、時期尚早との返答に終始した。投資一任契約締結から3年後、原告はこれを解約し、エリサ法上の分散投資義務違反を理由に損害賠償を求めて訴訟を提起した。

裁判所は、次のように判示した。エリサ法のもとで受託者は、受益者の利益のためにのみ行動すべき信託義務を負い、その手段として、年金資産を分散投資することによって、損失を最小限にとどめるべき義務を負う。要求される分散の程度については、エリサ法は具体的数値を定めていないが、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勘案して義務違反の有無を判断するのが合理的である。すなわち、①当該年金制度の目的、②年金資産の規模、③経済・産業上の背景事情、④投資の形態、⑤投資対象の地理的分布、⑥投資対象の産業分布、⑦年金の支給状況等、である。ポートフォリオが一見明白に分散投資されていないことの挙証責任は、原告が負うが、この証明に成功すれば、今度は被告が当該集中投資が合理的であることの証明責任を負うことになる。被告による集中投資の合理性を判断する際には、次の3点が考慮される。すなわち、①投資の調査・評価に際して適切な手法を用いたか、②類似の専門家がそうしたように行動したか、③投資判断をするに際して独立の判断を下したか、である。当該基準は、投資運用業界の産業基準に照らし、かつ当該年金制度の目的・ニーズに照らして判断すべ

きである。本件では、投資対象銘柄は少数であるが、産業分布が適正であり、値動きが安定した優良株ばかりである。しかも原告は、被告の投資戦略の評判を熟知し、投資方針およびそれに伴うリスクについて十分な説明を受けたうえで投資一任契約を締結した。さらに被告は、ポートフォリオ構築および銘柄選択につき十分な合理的説明を原告に対して行っていた。よって、被告は、集中投資の合理性に関する上記証明責任を果たした。裁判所は、以上のように述べて、被告勝訴の判決を下した。

(2) GIW Industries, Inc. v. Trevor, Stewart, Burton & Jacobsen, Inc.
事件³⁰

次に、分散投資義務違反が肯定された事例として、GIW Industries, Inc. v. Trevor, Stewart, Burton & Jacobsen, Inc. 事件がある。原告は、その従業員向けの退職年金基金の運用につき、被告との間で被告を投資マネジャーとする投資一任契約を締結した。当該基金の投資対象としては、確定利付債券、株式、金融市場商品が認められていたが、被告は弱含みの株式を避け、70パーセントを長期債に、15パーセントをゼロクーポン債に、そして10パーセントを株式に投資した（残り5パーセントは預金として保有した）。翌年原告は、退職給付の必要から、多額の現金を被告に要求した。被告は、これに対処するために長期国債を売却したが、それによって多額の実現損が発生した。原告は、ただちに投資一任契約を解約し、ポートフォリオに十分な流動性を確保しなかったことは、分散投資義務違反であるとして、損害賠償請求訴訟を提起した。

控訴裁判所は、次のように判示した。投資マネジャーは、顧客のキャッシュ・フローに関する履歴を予め調査し、それを考慮に入れてポートフォリオを構築すべきである。ところが被告は、これを怠り、長期債という価格変動の大きい投資対象を保有したことによって、原告基金に多大な損失をもたらした。

30 895 F.2d 729 (11th Cir. 1990).

これは、慎重義務違反を構成する。以上のように述べて、原告勝訴の判決を下した。

(3) 分析

すでにⅡ(3)で述べたように伝統的な判例法によれば、基金全体の30パーセントを超える同一銘柄株式への集中投資は、分散投資義務違反を構成すると考えられる。しかし、これには例外がある。すなわち、①信託条項に別段の定めがある場合³¹、および、②分散投資しないことが合理的な場合³²である。

上述のLanka事件の場合、3銘柄の株式への集中投資であったから、明らかに外形的には分散投資義務違反があったと言える。ところが、このような投資方針を契約締結前に原告が熟知していたから、契約条項に明示の定めはなかったとしても、黙示の集中投資の許容が含まれていたとも言えよう。つまり、このケースは、①に該当すると言える。さらに、被告は、このような集中投資の合理性を原告に説明していたことから、②の「分散投資しないことが合理的な場合」にも該当するであろう。以上のように考えると、Lanka事件は、分散投資義務が排除された例外事例と見ることができる。

一方、GIW事件は、投資に関して価格変動リスクのみならず流動性リスクが問題になったケースであり、その意味でより複雑である。全資産の70パーセントを長期債に集中投資したことは、価格変動リスクの面でやや問題があるが、それ自体としては分散投資義務を排除するだけの合理性をもちえたと考えられる。ところが、被告がキャッシュ・フローを無視したポートフォリオを構築したことによって流動性リスクが表面化し、長期債への集中投資が裏目に出たケースであり、この点において合理性を欠く集中投資であって、

31 Restatement (Second) of Trusts, s.228.

32 ERISA s.404(a)(1)(C); Restatement (Third) of Trusts, s.227(b).なお、第2次信託法リステイメントが挙げる「分散投資しなくてよい特別な状況」の例としては、①信託財産がきわめて小さい場合、②経済状況が危機にあり、または一般的に不安定な時期であって、信託財産の大部分を例えば政府証券のような1種類の証券に投資するのが適切な場合、がある。Restatement (Second) of Trusts, s.228, comment c.

②に該当しないと言えよう。すなわち、原則論に戻って、分散投資義務が尽くされなかった事例であったとすることができる。

VII おわりに

「全部の卵をひとつの籠に入れるな」という諺がある。「リスクは分散せよ」という知恵であり、分散投資が要請される根拠はここにある。株式投資を考えてみると、1銘柄より2銘柄に分散するほうがリスクは小さくなる。さらに、産業分布を考慮しつつ、3銘柄、4銘柄……と投資を分散すればするほど、リスクは逡減していく。最終的にインデックス・ファンドになると、完全なパッシブ運用となり、前述の分散可能リスク（個別リスク）は極小化される。しかし、市場リスク（システムティック・リスク）は、依然として残る。分散投資義務の射程は、主として分散可能リスクの問題であるが、時には市場リスクにも及びうる。³³ 米国の法準則において、明確に数値化された分散基準というものは存在しない（前述の「同一銘柄30パーセント・ルール」は一応の目処に過ぎない）。最終的に、すべては、「集中投資の合理性」の証明にかかっていると言える。³⁴

米国の事例を検討することによって得られる、わが国の実務にとっての教訓は、次の点である。まず、運用機関が投資方針・投資戦略を策定する際には、客観的・理論的に見て合理性（プルーデンス）の高いものを目指すべきである。そして、運用機関が顧客と投資運用に関する契約を締結する際には、投資方針・投資戦略、およびそれに伴うリスクについて顧客に十分説明し、深い理解を得ておくということに尽きるであろう。

33 本稿V（2）参照。

34 本稿VI参照。