

受託者責任を考えるヒントー米国エリサ法に学ぶ（3）

企業年金の資産運用規制の緩和、撤廃に関連して、エリサ法が定めるようなブルーデント・マン・ルールを確立することの必要性が主張されている。今回は、受託者の注意義務に関する規範であるブルーデント・マン・ルールにつき、歴史的経緯を踏まえて説明する。

ブルーデント・マン・ルールとは、元来、信託財産の投資に際して受託者に課される「注意義務」の基準であり、受託者は、思慮深い人（prudent man）が行うように信託財産を運用しなければならないという内容である。このルールは、エリサ法に採用され、今日では、他人のために投資を行う者の注意義務に関して、基本的な規範になっている。

ブルーデント・マン・ルールの誕生は、1830年のマサチューセッツ州最高裁判所の判例にさかのぼる。この裁判では、信託資金を株式に投資して損失を生じさせた信託受託者の責任が問題となった（当時の判例法では、原則として国債に投資しなければならなかった）。裁判所は、次のような一般論を述べた上で、信託受託者に義務違反はないとした。

ハーバード大学対エイモリー事件判決

受託者は、思慮深さと分別と聡明さを備えた者が、自己資金を運用する際に、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に用いると考えられる方法に、従わなければならない。

しかし、受託者の裁量を認めるブルーデント・マン・ルールは、しばらく少数派にとどまり、多くの州では、信託資金の投資対象（国債、社債等）や割合を明記するリーガル・リスト法が制定された。

リーガル・リスト法の有効性に疑問が投げかけられたのは、1929年に始まる大恐慌であった。リーガル・リスト法により安全とされた債券も暴落したからである。その結果、1940年頃から各州においてブルーデント・マン・ルールへの転換が進んだが、実際の裁判においては、旧来の思想（例えば、株式の信用取引やベンチャー株式投資は、「投機」として不適法）を払拭できなかった。

そこで、1974年に制定されたエリサ法は、効率的な資産運用の障害とならないように、より柔軟なブルーデント・マン・ルールに手直しを行った。従来、ともすれば保守的な判断の根拠になりがちだった、「投機の禁止」、「元本の安全性」といった文言が削除される一方、具体的な状況が重視されている。

エリサ法404条 受託者の義務(抄)

- (a) (1) 受託者は、…もっぱら加入者および受給権者の利益のために、かつ以下の
ように制度に対する義務を果たさなければならない。
- (A) (排他的目的ルール → 前号参照)
- (B) 当該状況下で、同様の立場で行動し同様の事項に精通している思慮深い人が、同様の性格および目的を有する事業の運営にあたり行使するであろう注意、技量、思慮深さおよび勤勉さを用いること。
- (C) 巨額の損失の危険性を最低限に抑えるため、制度資産の投資を分散すること。ただし、分散しないことが明らかに思慮深いとみなされる状況にある場合を除く。
- (D) (制度規定遵守義務)

エリサ法の主管官庁である労働省は、企業年金関係者の要望に応じて、1979年には「投資に関する義務」と題する規則を制定し、「プルーデンス（思慮深さ）」の判断基準を示した。ある投資が思慮深いとされるには、ポートフォリオ全体にもたらすリスクとリターンを考慮し、さらに、ポートフォリオの①投資の分散、②キャッシュフローの必要性に応じた流動性と経常収入、③積立の必要性に応じた計画的収入、の3点を図ることが必要となった。

労働省規則は、抽象的な表現ながら、かつてのように個々の投資を切り離さずに、ポートフォリオ全体の中で判断することや、負債に見合った投資を求めている。また、「プルーデンス（思慮深さ）」か否かは、事後的な結果ではなく、投資の計画、実行プロセスの適切さで判断される。このことは、当時発展しつつあったモダン・ポートフォリオ理論と整合的な、さらには、年金ALMにも通じる基準を示すものとして評価されよう。

ちなみに、各州の信託法の集大成ともいえる信託法第3次リステイトメント（1990年制定）では、信託資金の投資に関して「プルーデント・インベスター・ルール」を定めているが、モダン・ポートフォリオ理論の教科書を読んでいるかと錯覚するような内容である。

エリサ法のプルーデント・マン・ルールは、モダン・ポートフォリオ理論の発展と投資実務への定着により、専門家による効率的な投資を促進した。科学的な投資理論に従い、適切なプロセスを踏んで投資を実行することが、受託者責任の一つの内容であることを明確にしたという意味で、重要な役割を果たしたといえるだろう。