

# 社会的責任投資と企業年金の受託者責任

## －米国の法制、判例、行政解釈を中心に－

保険研究部門 主任研究員 土浪 修

tonami@nli-research.co.jp

### <要旨>

1. 投資先の選定に際して環境や人権といった社会的、倫理的評価を考慮する社会的責任投資に対する関心が高まっている。本稿では、企業年金の投資に伴う信託義務（受託者責任）と社会的責任投資との関係を巡る法的状況を、米国を中心として英国にも触れつつ整理、紹介する。なお、年金制度の関係者に付随的便益（投資の恩恵）を与えるような投資を含めて検討を進める。
2. 米国信託法の権威スコット教授は、会社による寄付の類推から、信託の受託者は投資の成果を犠牲にしても投資に際して企業の社会的成果を考慮できると主張されたが、その後の信託法のリステイトメントや統一法には採用されていない。企業年金を規制するエリサ法によれば、年金資産を運用する者は、もっぱら加入者の利益のために（忠実義務）、思慮深く（注意義務）投資しなければならない。
3. 米国の判例によれば、投資の付随的便益が事業主や労働組合に及ぶ場合に関して、注意義務がみたされていれば、付随的便益の提供を主目的としたり加入者を犠牲にするものでない限り、忠実義務に違反しないとされる。また、地方公務員年金が保有する南アフリカ関連企業の株式の処分を命じる条例について、加入者の不利益は僅かであり連邦憲法の契約条項に違反しないとされた判例がある。
4. エリサ法の信託義務規定を執行する米国労働省は、1980年代以来、選択可能な他の投資と同等の経済的価値（リスクを勘案した投資の期待リターン）を有する限り、社会的責任投資がもたらす非経済的要素（付随的便益）の観点からそれを選択しても、信託義務に違反しないとの見解を示してきた。
5. 英国の判例によれば、企業年金の受託者は投資収益の最大化を目指さなければならないが、他の投資と同程度に有利な場合に限って社会的考慮が可能とされる。なお、教会の信託基金については、重大な財務的損失の恐れがない場合には信託目的を踏まえた道徳的考慮も可能とされる。2000年に施行された年金法の規則により、年金基金は投資に際して社会的、環境的または倫理的考慮を行う場合には、その程度を投資方針書に記載しなければならないが、当規則は社会的考慮自体を義務づけるものではなく、判例に示された受託者の義務を変更するものではないようである。

6. 米英の判例等をまとめると、年金制度の受認者は加入者の利益すなわち投資収益最大化を図らなければならない、「投資の経済的価値が同等」、つまり投資収益を犠牲にしない場合に限って社会的責任投資を選択することができる。近年では、「社会的責任投資には高い運用成果を期待できる」との主張もあるが、これを含めて、実際の投資手法をよく見極める必要がある。わが国において、社会的責任投資に関する法的検討に加えて、投資や経済面からの検証が進むことを期待したい。

## <目次>

I. はじめに	3
1. 社会的責任投資の概要	3
2. 社会的責任投資と信託義務	4
II. 信託法およびエリサ法	6
1. 信託法の受託者の義務	6
2. エリサ法の信託義務	9
III. 社会的責任投資に関する判例	12
1. 企業年金に関する判例	12
2. 地方公務員年金、教育・宗教基金に関する判例	16
3. 判例のまとめ	22
IV. 社会的責任投資に関する労働省等の法解釈	23
1. エリサ法の信託義務に関する労働省の解釈	23
2. 内国歳入法の排他的給付ルールに関する内国歳入庁の解釈	33
V. 英国における社会的責任投資と信託義務	36
1. 社会的責任投資に関する判例	36
2. 年金法規則に基づく社会的責任投資に関する方針の開示	41
VI. おわりに	44
1. 社会的責任投資に関する企業年金の信託義務の基準	44
2. 社会的責任投資の類型に応じた検討	47
3. わが国における今後の課題	49

# I. はじめに

## 1. 社会的責任投資の概要

### (1) 社会的責任投資の意義

近年、わが国においても、投資先の選定に際して社会的、倫理的評価を考慮する社会的責任投資（socially responsible investment, SRI）に対する関心が高まってきた。主として個人投資家を対象とする投資信託<sup>(1)</sup>に加えて、企業年金等の機関投資家向けのファンドも開発されつつある<sup>(2)</sup>。

社会的責任投資の意義を本稿に必要な範囲で簡単に述べる<sup>(3)</sup>。社会的責任投資の一致した定義はないようだが、概ね、経済的な投資価値、つまりリスクを勘案した期待収益の最大化に加えて（または、最大化を犠牲にしても）一定の社会的、倫理的価値の実現を目指す投資である。社会的責任投資は欧米に起源を有し、倫理的投資（ethical investment）とも呼ばれる。投資先の選定に際しては、企業の財務的側面に加えて（または、代えて）当該企業が行っている事業の社会的、倫理的評価が考慮される。企業の社会的責任（corporate social responsibility, CSR）を考慮する投資ともいえよう。重視する価値や投資手法は多様であり、例えば、人権侵害が行われている国（かつての南アフリカ等）で活動する企業やタバコ、ギャンブル、兵器関連企業への投資を控えたり（negative screening）、自然環境の保護や雇用環境の向上（女性、マイノリティ雇用等）に熱心な企業、労働組合員を雇用する建設工事や地域社会に有益な事業（市街地再開発、低所得者向住宅の建設等）等に積極的に投資する（positive screening）。また、議決権や株主提案権の積極的な行使もみられる。

### (2) 投資成果の追求と社会的価値の実現

当初の社会的責任投資はキリスト教等の信念に従うことを重視し、投資成果を犠牲にすることを厭わない傾向があった。その後、環境保護等広く市民に共有される価値観を掲げ、投資によってより良い社会を形成できるだけでなく優れた投資成果も期待できる（do well while do good）

---

<sup>(1)</sup> 社会的責任投資を掲げる投資信託は、1999年8月以降、環境問題に注目するエコファンドを中心に11種が販売されており、本年2月末現在の残高は先発で最大の日興エコファンドの約350億円を含めて約650億円とされる（徳野明洋「年金運用の社会的責任投資」財界観測2003年春、46頁）。

<sup>(2)</sup> 東京都教職員互助会は投資顧問会社に委託する方式で、2000年12月に医療事業資金から10億円のエコファンドを設定し（日経金融新聞2000年10月25日3面）、本年5月には年金資金から20億円の社会的責任ファンドの運用を開始したと報じられている（日本経済新聞2003年5月30日3面）。また、住友信託銀行は日本総合研究所と共同で企業年金向けの社会的責任投資ファンドを7月にも立ち上げると報じられている（日経金融新聞2003年2月13日3面、日本経済新聞6月11日12面）。

<sup>(3)</sup> ここ数年、社会的責任投資を紹介したレポートは数多いが、最近、社会的責任投資の詳細な解説書が出版された。谷本寛治編著『SRI 社会的責任投資入門』（日本経済新聞社、2003年）。また、米国における社会的責任投資の投資哲学等を説いたものとして、エイミー・ドミニ著、山本利明訳『社会的責任投資』（木鐸社、2002年）がある。なお、校正中に、環境省「社会的責任投資に関する日米英3か国比較調査報告書—我が国における社会的責任投資の発展に向けて—」（2003年6月、[http://www.env.go.jp/policy/kinyu/rep\\_h1506/index.html](http://www.env.go.jp/policy/kinyu/rep_h1506/index.html)）に接した。

と主張して、幅広い投資家へのアピールを強めている。ただしその場合でも、もっぱら投資成果を追求するのではなく一定の社会的価値の実現も目指す（と主張する）点で、いわば二兎を追う投資である。

## 2. 社会的責任投資と信託義務

### (1) 社会的責任投資と企業年金の信託義務

自己の資金をいかに投資するかは個人の自由である。他方、他人から資金運用を委託された者は、その者の意向に従い、もっぱらその者の利益を図るために（忠実義務）、思慮深く（注意義務）、当該資金を運用する信託義務（fiduciary duty、受託者責任）を負う。一定の社会的、倫理的価値の実現を目指す社会的責任投資は、もっぱら資金拠出者（または受益者）の利益を図るものといえるか、また、投資ポートフォリオのリターン（収益）とリスクという観点で最適な投資選択といえるか、つまり、社会的責任投資は資金拠出者（または受益者）に対する信託義務に合致するか否かが問題となる。

本稿では、資金量や社会的影響の大きい他人の資金運用として企業年金に焦点を当て、企業年金の投資に伴う信託義務と社会的責任投資との関係を巡る海外の状況を整理、紹介する。

### (2) 本稿の構成

具体的には、企業年金を規制するエリサ法により信託義務が明確に規定されており、裁判事例も多い米国に着目し、法制（Ⅱ）、判例（Ⅲ）、労働省のエリサ法解釈等（Ⅳ）を示す。もっとも米国においても、わが国で注目されているような意味での社会的責任投資に関する法的検討は少ない。

米国の企業年金は自家運用が特段の制限なく可能であるなど投資の自由度が高いこともあって、投資に様々な思惑が混入しやすい。例えば、事業主（本稿では、雇用主(employer)と同義）は自己の事業遂行に資するような投資を望み、労働組合は組合員の雇用確保や組合の勢力拡大に合う投資を要求し、また、地域経済の振興に向けた投資が求められる場合もある。さらに、慈善基金や大学基金から始まった、人種隔離を行っていた南アフリカと関連の深い企業の株式の売却処分を求める動きが公私の年金基金に向けられたこともあった。これらは「社会的投資（social investment）」とも称され、その適法性に関する議論が戦わされ、若干の裁判例も存する。

また、クリントン政権の初期には「経済振興投資（economically targeted investments）」の名のもとに、公私の年金資金を住宅、都市再開発事業等に対する投資に誘導する動きがみられ、反対論も活発化した。

社会的投資や経済振興投資と社会的責任投資との相違は必ずしも明確でない。あえて単純化すれば、社会的投資と称される投資には、当該年金制度の関係者（事業主、労働組合、加入者）に事業機会拡大や雇用確保といった投資の付随的便益（投資の恩恵、波及効果）を及ぼすことを目

的とするものも含まれるが、社会的責任投資は、地域社会から地球全体に至るまで社会全体に対する投資の影響を考慮する点に特徴がある。また、経済振興投資は、国家や地域に対する経済的波及効果を念頭におきながら非流動的な投資をポジティブ・スクリーニングにより選択する。

### ○ 社会的投資、経済振興投資、社会的責任投資の対象

投資の付随的便益を受ける者		ネガティブ・スクリーニング	ポジティブ・スクリーニング
制度関係者		①	②
社会全体	経済的波及効果	③	④
	その他	⑤	⑥

社会的投資 … ①～⑥の全て、社会的責任投資 … 主として③～⑥、経済振興投資 … 主として④

他方、社会的投資、経済振興投資および社会的責任投資は、投資決定に際して投資の経済的価値以外の要素を考慮するという点で、信託義務との関係において、同様の性格と問題を有する。また、制度関係者よりは不特定多数に付随的便益を与える方が望ましいとも言い難い。

以下の本稿では、説明の都合上、制度関係者に投資の付随的便益を及ぼすことを目的とするような投資を含めて社会的責任投資と称し、そのような投資を除外する場合には、狭義の社会的責任投資と称する。

本稿の主たる対象は米国であるが、英国の状況にも若干触れる（V）。ただし、資料収集の制約から、社会的責任投資に関する著名な判例と社会的責任投資に関する投資方針の「開示」を求め、年金法の規制の紹介に止める。

最後に、全体のまとめと今後の課題を記す（VI）。「社会的責任投資は高い運用成果を期待できる」との主張についても簡単に触れる。

## II. 信託法およびエリサ法

米国の企業年金法であるエリサ法の信託義務規定の起源は信託法であり、信託の受託者は他人のために資産運用を行う者の原型でもある。社会的責任投資との関係が問題となる法制として、まず信託法における受託者の忠実義務と注意義務に触れ、次いでエリサ法の信託義務を概観する。

### 1. 信託法の受託者の義務

#### (1) 信託法第二次リステイトメントの忠実義務

信託法第二次リステイトメント<sup>(4)</sup>は受託者の忠実義務を次のように規定する。

「受託者は、信託事務の処理にあたっては、もっぱら受益者の利益のためになすべき義務を負う。」(170条1項)

忠実義務は受託者の最も重要な義務であり、「もっぱら受益者の利益のため」という厳格な規範である。信託法は事前予防の観点から利益相反の外形を有する取引には厳格に臨んできた。例えば、信託財産を受託者自身に売却すること(自己取引)は、市場価格であって受託者が利益を受けなくても信託違反とされる(コメント a)。他方、受託者の親族または友人に対する売却については、親族または友人関係にあることが不当に影響し、他の人に売却するよりも安く売ったり、売却について受託者の有する裁量権を濫用したことが明白な場合には信託違反とされる(コメント e)。換言すれば、「受託者は、第三者の利益になるように、信託事務の処理をしない義務を受益者に対して負っている。たとえば、信託財産というよりはむしろ第三者のためを思って、信託財産を第三者に売却することは、受託者としては不適當なことである。」(コメント q)

また、受託者が裁量権を付与されている場合には、その濫用を防止する場合に限って裁判所の監督に服するが(187条)、「受託者が不誠実ではないにしても不適切な動機、すなわち信託目的から離れた動機から行動する場合…たとえば…悪意ないし偏見により、受益者以外の者または自己の利益をはかるために行動するのであれば、裁判所が介入する。」(コメント g)

受託者の忠実義務は企業年金による社会的責任投資を考える際にも出発点となる。ただし、企業年金は個人間の民事信託とは異なり多くの関係者が存在し投資の影響が及ぶ範囲も広いだけに、「もっぱら受益者の利益のため」か否かの判定はそれほど容易ではない。投資に際して社会的、倫理的考慮を行う社会的責任投資は「もっぱら受益者の利益のため」の投資であろうか、それと

---

<sup>(4)</sup> リステイトメントとは、米国において、州の判例法によって規律される分野に関して、アメリカ法律協会が当該分野の権威者に依頼して各州の判例を取捨選択して条文形式で示すと共にコメント(解説)や事例を付したものである。信託法に関しては、1935年に第一次、57年に第二次リステイトメントが、90年には投資分野に限定した第三次リステイトメントが先行的に採択され(刊行は92年)、残りの部分も順次採択、刊行されつつある。信託法リステイトメントの訳文は、慶應義塾大学信託法研究会訳『アメリカ法律協会 米国信託法リステイトメント(第2版)』(トラスト60、1996年)、アメリカ法律協会編、早川眞一郎訳『米国信託法上の投資ルール—第3次信託法リステイトメント: プルーデント・インベスター・ルール』(学陽書房、1996年)を参照した。

も「第三者の利益」を図る投資であろうか。

## (2) 信託法第二次リステイトメントの注意義務とスコット教授の見解

信託法第二次リステイトメントは受託者の投資に関する注意義務を次のように規定する。

「信託資金の投資をなすに際しては、受託者は、受益者に対して、次のような義務を負う。(a) 信託条項または法令に別段の定めがない限り、相当の思慮を有する人 (prudent man) が自己の財産につき、その保全と相当の収益を規則的にあげることとを考慮して行うであろう投資を行う。(b)、(c) … (略)」(227 条 1 項)

信託法の泰斗であり第一次、第二次リステイトメントの起草者でもあるスコット教授 (1884-1981) は、注意義務に関連して、会社の取締役が短期的には収益を減少させる場合でも会社財産から寄付をしたり社会的責任を考慮することが許されることを指摘して<sup>(5)</sup>、受託者が投資に際して道徳的な考慮 (moral consideration) を行うことを次のように認めている。

「受託者は、当然のことながら、企業株式の投資に際して企業の社会的成果を考慮することができる。…受託者は、汚染、人種差別、公正な雇用、消費者に対する責任を考慮することが可能である。…もちろん、受託者は、社会的義務について適正な感覚を有する企業は、収益の極大化に執心する企業よりも長期的にみて高い成果を生む可能性が高いと考えることができよう。しかし、たとえそうでなくても、投資家は、他人の資産の受託者であっても、地域社会の福利を考慮したり、社会を害するような方法で資金を利用することを避ける権利を有する。」<sup>(6)</sup>

スコット教授の見解は信託投資の成果を損なう場合においても企業の社会的成果の考慮を認めたものとして注目される。ただし、忠実義務との関係の整理は明らかでない。

## (3) 信託法第三次リステイトメントの忠実義務

1992 年に刊行された第三次リステイトメントは、第二次リステイトメント中の信託財産の投資に関する基準を現代化したもので、「プルーデント・インベスター・ルール」と称される。中心的規定である 227 条 (プルーデント・インベストメントの一般的な基準) は、注意義務 (ポートフォリオの重視、当該信託に適したリスク・リターン目標設定等が求められる) に加えて忠実義務、公平義務等にも確認的に言及している。同条のコメント c は忠実義務について次のように述べている。

<sup>(5)</sup> 会社の慈善寄付の可否については、20 世紀初頭の判例は会社の営利目的に反する等として否定的であったが、それから半世紀後には会社の利益に直接役立つ場合には認められるようになり、最近ではそのような要件をみたくなくとも認められるようになったとされる (証券取引法研究会国際部会編訳『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—』(日本証券経済研究所、1998 年) 113 頁 (龍田)。詳細は、American Law Institute, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, vol. 1, pp. 70-71 を参照)。会社による倫理的考慮や公益上の寄付等に関する「コーポレート・ガバナンスの原理」の規定については、VI 1 (2) ②を参照。

<sup>(6)</sup> III, Austin W. Scott & William F. Fratcher, *The Law of Trusts*, §227.17 (4th ed. 1988). 当該記述は、当初、同書第 3 版の 1980 年の補巻において同教授自身の手で加筆されたようである。なお、受託者が信託財産 (の一部) を贈与することは原則として不適法であり、信託財産にとって有利である場合に限り適法とされる (信託法第二次リステイトメント 190 条コメント n)。これについてはスコット教授の見解も同様である (§ 190.10)。

「受託者の決定が、社会的・政治的な問題や事柄に関する受託者の個人的見解を実現または表明するという動機に基づいてなされることは、通常許されない。もっとも、このような考慮も、信託条項がこれを承認し、または受益者がこれを承認する範囲内においてならば、受託者が投資決定をするにあたって斟酌することが許されるといえよう。」

コメントcに関する起草者注記は、「受託者が「社会的投資 (social investing)」と呼ばれるようになってきた投資をした場合の適否の判断基準は、これについてわずかの判例法しか存在しないため、明確ではない」と述べて、いくつかの判例と多くの論文<sup>(7)</sup>を紹介している。

スコット教授が信託資金の投資に際して受託者に道徳的な考慮を認めたのに対して、第三次リステイトメントは社会的な問題に対する考慮の可否を信託条項や受益者の同意にかからしめている。確立した判例が存しないことを踏まえれば穏当な判断と思われる。

なお、コメントcは、公益信託については次のように社会的な問題の考慮を認めている<sup>(8)</sup>。

「公益信託の資金の投資については、その社会的な問題や事柄のために信託資金を支出することが当該信託の公益目的に照らして正当化される範囲内で、または、その投資決定が信託による公益事業を財政上、業務上発展させるという理由で正当化される範囲内で、社会的な問題についての考慮を勘案することができる。」

#### (4) 統一プルーデント・インベスター法等

近年採択された統一法<sup>(9)</sup>のうち、社会的責任投資に関連する条項や記述を示す。それぞれのコメントによれば、いずれも労働省の解釈通達 94-1 (IV 1 (5)参照) の趣旨に従ったものであり、前述のスコット教授の見解は採用されていない。社会的責任投資と信託義務との関係についての労働省の見解が法曹界に受け入れられたことを示すものである。

##### ① 統一プルーデント・インベスター法 (Uniform Prudent Investor Act, 1994年採択)

忠実義務を規定する5条のコメントが次のように述べている。

「いかなる形態にせよ、いわゆる「社会的投資」は、投資活動が、特定の社会的動機の追求によって利益を受けるであろう者の利益のために信託受益者の利益の犠牲 — 例えば市場を下回る収益の甘受 — を伴う場合には、忠実義務に反する。」

なお、統一プルーデント・インベスター法を取り込んで2000年に採択された統一信託法典 (Uniform Trust Code) には同様の記述は見当たらない。

<sup>(7)</sup> 社会的投資全般、南アフリカ関連企業の投資の処分、労働組合主導の年金投資、地方公務員年金による地域投資、労働省が提唱した経済振興投資等を巡って数多くの論文が発表されている。入手した論文を参考までに末尾に掲げたが、筆者の力不足からそれらの検討は割愛する。

<sup>(8)</sup> 英国の公益信託における信託目的等に基づく社会的考慮の可否についてはHarries判決 (V 1 (2)②) を参照。

<sup>(9)</sup> 統一法とは州法を統一するためのモデル法であり、各州の代表からなる統一州法委員会全国会議 (National Conference of Commissioners on Uniform State Laws) が策定する。州議会が同様の立法を行うか否かは任意である。同会議のウェブ (<http://www.nccusl.org/nccusl/DesktopDefault.aspx>) によれば、本稿で紹介した統一プルーデント・インベスター法は39州で立法化されているが、統一公務員退職制度管理法を立法化した州はない。



## ② 統一公務員退職制度管理法 (Uniform Management of Public Employee Retirement Systems Act, 1997 年採択)

制度資産の投資・管理に関する受託者の義務を規定する 8 条によれば、受託者は、「付随的便益をもたらす投資が付随的便益がなくても思慮深いと受託者が判断する場合に限って、投資収益に加えて投資がもたらす便益を考慮することができる」(8 条(a) (5))。

本条のコメントは、経済振興投資を規定する法が 22 州に、南アフリカ、北アイルランド、キューバ等に対する投資を制限する法が 10 州に存在するとして、本統一法が立法化される場合には当該規定は削除されるべきとしつつ、存置された場合には、当該規定が義務的でなければ受託者は統一法の規定に基づいて裁量を行すべきであり、当該規定が義務的な場合には受託者の裁量が残された領域に限って統一法の規定が適用されるとする。

つまり、地方公務員の年金制度は、州法に社会的責任投資を義務づける規定があればそれに従う(憲法上の制約については Baltimore 判決 (III 2 (1)②) を参照)。

## 2. エリサ法の信託義務

### (1) エリサ法の立法目的と信託義務の概要

1974 年に制定されたエリサ法 (Employee Retirement Income Security Act of 1974) <sup>(10)</sup> は、その名の通り従業員の退職所得を保障するための法律であり、企業年金の加入者保護の一環として年金制度の管理や投資に係わる者の義務や責任を厳格化した。

エリサ法は年金制度の管理や投資に裁量権を有する者を「受託者 (fiduciary)」と定義した。年金制度内部の管理者に加えて運用機関 (保険会社については原則として分離勘定 (わが国の特別勘定) 契約に限る) も受託者に該当する。

受託者の年金制度に関する義務、すなわち「信託義務 (fiduciary duty)」として以下のものが規定された。①もっぱら加入者 (受給者を含む、以下同様) の利益を図るべき忠実義務、②思慮深く行動すべき注意義務、③分散投資義務、④制度規定遵守義務、⑤禁止取引。

これらの義務を社会的責任投資との関連にも触れながら説明する <sup>(11)</sup>。

### (2) 忠実義務と禁止取引

#### ① 忠実義務

エリサ法 404 条 (a) (1) 柱書は、次のように忠実義務を規定している。

「受託者はもっぱら加入者および受給者の利益のために、制度に関する義務を果たさなければならない。」

<sup>(10)</sup> 29 USC §1101 et seq.

<sup>(11)</sup> エリサ法制定時に議会で証言した労働組合代表やラルフ・ネーダーは社会的投資を容認する規定の立法化を求めたが、実現しなかったという (Hutchinson & Cole (参考文献[13]) pp. 1365-1366)。

同条の(A)～(D)の各号は、より具体的な義務を規定している。忠実義務に関するものとして、受認者は「加入者および受給者に給付を提供すること、および制度を運営する合理的費用を支払うことだけを目的(exclusive purpose)としなければならない」(404条(a)(1)(A))。類似の規定として403条(c)(1)は、「制度資産は事業主への便益となつてはならず、制度の加入者および受給者に給付を提供すること、および制度を運営する合理的費用を支払うという目的だけのために(exclusive purposes)保有されなければならない。」と規定している。「排他的目的(exclusive purpose)」という表現は税制上の非課税要件に由来するようであるが(内国歳入法の排他的給付(exclusive benefit)ルールについては、IV 2(1)で触れる)、エリサ法においては忠実義務と同義と解されている。

社会的責任投資は投資の経済的価値以外の社会的、倫理的要素を考慮することから、忠実義務―「もっぱら加入者の利益のため」「加入者に給付を提供することだけを目的とする」―に合致するか否かが問題となる。

## ② 禁止取引

エリサ法制定前は内国歳入法の排他的給付ルールが実質的に忠実義務の一部を規制していた。もともと、年金制度と事業主との取引もアームズレングス基準(無関係の第三者と取引条件が同様)をみたせば許容された。

これに対してエリサ法は、事前予防の観点から忠実義務違反の恐れのある一定の取引を禁止した(406条、禁止取引)。これらの取引は、たとえ制度や加入者の利益となる場合にも後述の適用除外に該当しない限り行えない。

具体的には、まず、受認者が利害関係者(partly in interest)と制度との各種取引を行うこと等が禁止される(406条(a))。利害関係者には、受認者のほか、その従業員が制度の対象となる事業主、その構成員が制度の対象となる労働組合、当該事業主や労働組合の役員および従業員(加入者はこれに含まれるので、利害関係者に該当する)が含まれる(3条(14))。その結果、制度と事業主、労働組合または加入者との各種取引(売買、貸付、役務提供等)は、原則として行えない。

また、受認者は、①自己の利益や勘定のために制度と取引すること、②制度や加入者の利益に反する利益を有する者との取引に関与すること、③制度の取引に関して手数料を受け取ること、も禁止される(406条(b))。

## ③ 禁止取引の適用除外

以上の禁止取引には適用除外があり、エリサ法自体が加入者に対する「合理的な金利」による金銭貸付等を認めているほか(408条(b))、労働長官は制度や加入者の利益保護に適うと判断した場合には禁止取引の適用除外を認めることができる(408条(a))。また、事業主が発行する株式や上場債券等、事業主に賃貸する不動産への投資が制度資産の10%を上限として可能とされるが(407条)、実質的には禁止取引の法定の適用除外である。なお、禁止取引の適用除

外は忠実義務を免除するものではない。

以上の結果、社会的責任投資に関しても、禁止取引に該当する場合には法定または労働長官の制定する適用除外がない限り行えない<sup>(12)</sup>。

### (3) 注意義務（プルードント・マン・ルール）と分散投資義務

受託者は「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（prudent man）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なければならない」（404条(a)(1)(B)）。また、受託者は「巨額の損失のリスクを最低限に抑えるため制度資産の投資を分散しなければならない。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」（404条(a)(1)(C)）。

投資に関する注意義務を規定する労働省の規則（29 CFR § 2550.404a-1）は、受託者はポートフォリオにおける投資の役割に関する事実や状況を考慮し、それに基づいて投資判断を下さなければならないと述べている。

社会的責任投資が注意義務や分散投資義務に合致するか否かが問題となる。例えば、社会的考慮から、利用可能な他の投資よりもリターンが低い、またはリスクの高い投資（ポートフォリオ）を選択すれば（忠実義務違反となりうることに加えて）、原則として注意義務違反となる。また、多くのネガティブ・スクリーニングにより投資対象を限定すると分散投資が難しくなる。

### (4) 制度文書遵守義務

受託者は「エリサ法の規定に適合する限りにおいて、当該制度の内容を定める制度規定および文書に従わなければならない」（404条(a)(1)(D)）。

信託法が原則として任意法規であるのに対して、エリサ法の信託義務を免責する合意は無効とされる（410条(a)）、つまりエリサ法の信託義務規定は強行規定である。従って、たとえ制度規定に社会的責任投資を指示ないし容認する条項があっても、個々の社会的責任投資が忠実義務や注意義務の違反を当然に免れるものではない。企業年金は、州法や信託条項による投資制限が可能な地方公務員年金や各種信託とは法的性格が異なる。

---

<sup>(12)</sup> エリサ法制定時の両院協議会報告書は、オハイオ州デイトンに本社を置く主要企業の年金制度が市街地再開発事業に参画し、完成したビルに当該企業がテナントとして入居するという当時進行中の事例に言及して、「地域社会全体にも大きな利益をもたらすものであり、（エリサ法制定後は）制度と利害関係者の間接的な賃貸取引として禁止取引に該当するものの、加入者の利益は十分保護されていることや地域社会全体にとっての重要性等の理由から、労働長官により適用除外がなされるであろう」と述べている（*ERISA: Selected Legislative History 1974-1986* (BNA, 1988), pp. 45-46)。地域社会への影響を考慮している点が注目される。

### Ⅲ. 社会的責任投資に関する判例

本章では、企業年金による社会的責任投資に関連する米国の判例を紹介する。はじめに述べたように（I 2 (2)参照）、事業主、労働組合、加入者といった制度関係者に付随的便益（投資の恩恵）を提供する事例も取り上げる。また、企業年金に関する判例が少ないことから、企業年金以外の判例で参考になりそうなものも示す。

#### 1. 企業年金に関する判例

##### (1) エリサ法制定前の判例

###### ① Blankenship v. Boyle (1971年)<sup>(13)</sup> – 石炭購入を働きかけるための電力株投資

###### (7) 事実の概要

炭鉱労働者を対象とするUMWA (United Mine Workers of America) 福利年金基金は、タフト・ハートレー法<sup>(14)</sup> 302条 (29 USC § 186) (c)に基づく信託である。受託者は労使各一名および中立者（基金の管理者を兼務）の3名からなっていたが、実際には労組委員長でもある組合側受託者が仕切っていた。基金は賦課方式で運営され、炭鉱事業主が採炭1トン当たり一定額の掛金を支払い、受託者が給付設計に大幅な裁量を有していた。

受託者が、①多額の資金を約20年にわたり組合が支配する銀行の無利子預金に滞留させ、②組合が組織されている炭鉱の事業主から石炭を購入させることを目的として電力会社の株式を購入したので、加入者が受託者や組合等を信託違反、共同謀議で訴えた。

###### (イ) 判旨の概要

被告は、「労働または経営を代表する受託者が自己の特別の利益に付随的な利点 (collateral advantages) (例えば、組合関係炭鉱の出炭量増加) が生じるように基金を運営することは、掛金収入の増加により受益者を利するから、正当であり受託者の責任に反しない」と主張するが、タフト・ハートレー法は受託者のコモンロー上の厳格な信認責任を何ら軽減しておらず、受託者は受益者に完全なる忠実の義務を負う。

受託者は収益を生じるように信託財産を投資する義務を負う。本件預金は受益者ではなく組合と銀行を利した。資金を預金に滞留させ投資しなかったことは、思慮深い投資により信託の収入を最大化すべき受託者（労働側および中立受託者。使用者側受託者は反対を表明していた）の信認義務の継続的かつ重大な違反である。

---

<sup>(13)</sup> 329 F. Supp. 1089 (D. D. C. 1971).

<sup>(14)</sup> 労使関係法 (Labor Management Relations Act) の通称。終戦直後の大規模ストライキを受けて1947年に制定された。302条の(a)、(b)項は使用者による組合への金品提供を禁止し、(c)項はその例外を列挙する。その(5)号として、労働者に対する医療・年金等の給付のための信託基金に対する拠出が規定されている。本号に基づく制度はタフト・ハートレー制度といわれる。また、(5)号の柱書が排他的給付ルールを(本文参照)、(B)が労使同数の代表による基金の管理を規定している。

基金は電力株の購入に際して、主として組合および炭鉱事業者の付随的便益 (collateral benefit) のために行動した。これらは労使受託者の明白な自己取引で信託違反であり、中立受託者は悪意で同意したので有責である。

預金にかかる損害賠償 (組合も共同謀議者として有責とされた) については、受益者は基金の投資収益の点で損害を被ったものの過去の組合活動により何らかの便益を得たこと、長い目で見れば組合の力は受益者の利益を保護すること等の要素を考慮して、時効を3年とする<sup>(15)</sup>。

エクイティ上の救済として以下を命じる。受託者の解任と新受託者の選任、中立の専門家から投資助言を得て思慮深い投資により収益を最大化するための投資方針を策定し実行すること、預金の解約、組合・炭鉱事業主または受託者と関係を有する銀行に口座を開設しないこと、受託者は全面的または部分的に組合または事業者が付随的利点を提供することを意図する方法で基金を運営してはならないこと、等。

## (ウ) 検討

本件は、労働組合および事業主を利する投資が信託義務違反とされた事例である。

判決は、本組合が福利資金を闘争資金として利用したことがタフト・ハートレー法による規制につながったとの指摘を引用している。本制度の設立根拠となったタフト・ハートレー法は、「信託基金は、当該事業主に係る労働者と家族に対する給付だけのために (for the sole and exclusive benefit) 設立される」と規定するが (302 条(c) (5)、設立時の規制のようである)、判決はコモンロー (信託判例法) を根拠として義務違反を認定した。具体的には、預金については注意義務 (収益を図る義務、リステイトメント 181 条参照)、電力株投資については忠実義務 (自己取引の禁止) の観点から信託義務違反と判断した。

本制度は賦課方式であり、電力株投資に伴う石炭の売上増加<sup>(16)</sup>が雇用拡大や掛金増加により受益者の利益になる面も否定できないように感じられるが、判決は、電力株投資を組合と事業主に対する付随的便益を主目的とする投資と認定して信託違反と判断した。

## (2) エリサ法下の判例

### ① Donovan v. Bierwirth (1982 年)<sup>(17)</sup> - 忠実義務と付随的便益

#### (ア) 事実の概要

公開買付の標的となった会社の取締役会長や C F O が、公開買付を拒否する取締役会決議を経て各種対抗策をとった後に、同社の年金制度の受託者として制度が保有する同社株を公開買

---

<sup>(15)</sup> 具体的な損害賠償額は後の判決で決定された (337 F. Supp. 296 (D.D.C. 1972))。なお、電力株投資に関しては、法定利率を超えて値上がりしたとして損害賠償は否定された。

<sup>(16)</sup> 電力会社の取締役が大株主の要請に基づいて割高な石炭を購入したとすれば、取締役としての義務違反が問題となろう。

<sup>(17)</sup> 680 F.2d 263 (2d Cir. 1982).

付に提供せず、値上がりした同社株を法定上限の制度資産の10%まで買い増したので、労働長官が受託者（前記2名および子会社財務部長）をエリサ法の信託義務違反を理由に訴えた。公開買付は独禁法上の問題等から失敗した。多くの加入者（従業員、退職者）が公開買付に反対し、その一部が受託者を支持して訴訟に参加した。

原審が受託者は思慮深く投資決定をしなかった可能性があるとして受託者による同社株売買の差止等を命じたため、受託者が控訴。

#### (イ) 判旨の概要

労働長官は、受託者の行為は「制度または加入者の利益に反する利益を有する者のための取引」（406条(b)(2)、禁止取引）に該当すると主張する。会社が「制度…有する者」に当たるとの労働長官の解釈は、拡大解釈であり議会の意図に反する。

受託者は、[忠実義務規定における]「もっぱら」「だけ」という文言にかかわらず、受託者でもある役員または取締役が受益者と同時に会社の利益を図っても義務違反ではないと主張する。受託者でもある役員が、注意深く公平な調査をした上で加入者の利益を図るために最善であると合理的に判断した場合には、それが会社あるいは彼ら自身に付随的便益を与える（*incidentally benefit*）というだけで受託者の義務に違反するものではないが、彼らの決定は、加入者の利益だけを視野に入れて行われなければならない。したがって受託者は、役員や取締役としての行動が、加入者に対する完全な忠実をもって彼らが機能することを妨げるような地位に身を置くことを避ける義務を負う。

受託者は外部専門家の法的助言を求めず、買収申出企業の年金の状況（その積立不足が公開買付反対の主な理由とされたが正確な認識ではなかった）や買収された場合における自社年金の保護方法についての調査を怠った。制度による同社株買増しの目的が買収阻止でなかったとは信じ難い。このような状況では辞任が唯一の正しい進路であった。受託者はエリサ法404条(a)(1)(A)および(B)の課す高度の義務に反した。

#### (ウ) 検討

本件は、企業の経営者が年金制度の受託者を兼ねる（いわゆる2つの帽子）場合の敵対的買収への対応に関する事例である。

標的とされた企業の取締役や役員は自己の地位や収入といった大きな個人的利害を有するため、受託者の地位に止まれば利益相反は不可避である。敵対的買収を積極的に評価する立場からは年金資金による防戦買いは問題外であろうが、敵対的買収の後に予想される人員整理等が従業員の雇用維持<sup>(18)</sup>（さらには地域経済等）に与える影響に着目すれば別の評価も可能であろう。ただし本件受託者は、買収に伴う企業年金の財務悪化の恐れから防戦買いを正当化するに

<sup>(18)</sup> 敵対的企業買収に対する年金制度の対応を巡って、雇用重視の現役労働者と年金重視の退職者という加入者グループ間の利害対立が生じる。Fischel & Langbein（参考文献[19]参照）は、本判決、後述のWalton判決およびWithers判決における加入者グループ間の利害対立の存在を鋭く指摘している。

止まっている。

本稿にとって重要なのは、判決が、受託者の注意義務をみたま決定が会社や彼ら自身に付随的便益を与えることを一般論として認めている点である（ただし、当該決定は加入者の利益だけを視野に入れたものでなければならない）。この付随的便益容認論は次に紹介する判決に受け継がれた。

## ② Donovan v. Walton (1985年)<sup>(19)</sup>－ 労働組合を主要テナントとする不動産投資と組合員雇用条件付建設工事

### (ア) 事実の概要

建設現場の運転技師を対象とする年金制度（タフト・ハートレー制度）の受託者が、投資成果改善のために、外部専門家を加えて検討した上で不動産開発事業を始めることを決定した。労働組合が保有ビルを売却予定だったことから、受託者（組合の事業責任者が受託者の一人であった）は、組合本部を主要テナントに想定して土地を取得し、事務所（1階建）を建設し、その約半分を組合に賃貸した。建設会社は競争入札で決定されたが、入札資格は組合と年金協定を締結している会社に限定された。労働長官がエリサ法の信託義務違反を理由に受託者を訴えた。

### (イ) 判旨の概要

労働長官は、本件ビルは華美で組合の支払家賃は低廉であり、受託者が組合のために制度資金で事務所ビルを建設して賃貸したことは思慮に欠け 404 条(a)(1)(B)に違反すると主張するが、立証がない。受託者の投資や賃貸の決定は各種の外部専門家の助言を得て思慮深く行われた。

労働長官は、本件賃貸は組合を利するもので 404 条(a)(1)(A)に違反すると主張する。組合は貸借や組合員雇用条件付建設工事により何らかの便益を得たが、これらの便益は基金や加入者が得た利益と不可分一体である。404 条(a)(1)(A)は、制度の加入者以外の者が制度にとって思慮深い取引から何らかの便益を得ることを禁止してはいない。ある判決が Bierwirth 判決を引用して言うように、「制度加入者の最善の利益を合理的に意図した行為は、それが付随的に会社を利するというだけで 404 条(a)(1)(A)違反とはならない」。受託者の決定は主として基金構成員に便益を与える（**primarily benefit**）ために行われ、基金構成員の犠牲において組合に便益を与えることを意図したものではない。労働長官の主張は排他的便益と付随的便益を混同しており採用できない。

また、労働長官は本件賃貸を禁止取引違反と主張するが、労働長官が制定した適用除外<sup>(20)</sup>の

---

<sup>(19)</sup> 609 F. Supp. 1221 (S. D. Fla. 1985).

<sup>(20)</sup> 複数事業主制度による労働組合等に対する事務所の賃貸については、賃料が合理的（アームズレングス取引に通常含まれる利益を含まなくてもよいが、費用を賄うことが必要）である等の要件をみたせば、禁止取引の適用が除外される（禁止取引適用除外 76-1、77-10）。

要件をみたしている<sup>(21)</sup>。

#### (ウ) 検討

本件は、いわば年金資金による組合本部の建設と賃貸であり、労働省は企画段階から警告していた。判決は、注意義務の観点から投資プロセスを詳細に検討して義務違反はないと判断した後、それを前提として忠実義務違反もないと判断した。Bierwirth 判決が一般論として示した付随的便益容認論が実際に適用された。判決によれば、忠実義務違反となるのは加入者以外の者に便益を与えることが「主目的」の場合や「加入者の犠牲」において第三者に便益を与えることを意図した場合である。エリサ法の「排他的目的」は、判決によれば「主目的」と解されている。

また判決は、建設工事の入札資格を本制度の対象となる事業主に限定したこと（現役労働者は雇用を得たが、投資収益が低下した恐れがある）を特に問題視していない。

## 2. 地方公務員年金、教育・宗教基金に関する判例

### (1) 地方公務員年金に関する判例

#### ① Withers v. Teachers' Retirement System of the City of New York (1974年)<sup>(22)</sup> — 市の財政破綻回避を目的とする市債購入

#### (ア) 事実の概要

ニューヨーク市の教員退職年金制度の受託者（6名中3名は加入者代表）が、市の財政破綻を回避するために、期間2年半、金額8億6千万ドルの市債を購入した。制度の積立率は約4割で、市の拠出が絶えれば最長で8から10年で資金の枯渇が予想された。

受託者は市の財政再建計画案を検討し、他の4つの公務員年金制度が市債購入を決定した後も、市財政を支援する連邦法の制定、年金基金による市債購入を特に認める州法の制定、本件市債購入により制度が非課税を失わないことの確保等の各種条件を付した上で、購入を決定した。

年金受給者が、受託者は基金の健全性ではなく市の救済を目的として市場性がなく投機的な市債を購入したので信託義務に違反したとして、損害賠償、差止等を求めた。

#### (イ) 判旨の概要

市の破綻の恐れがなければ本件の投機的市債の過大購入は慎重さ（prudence）の概念に違反する。問題は投資決定に際して市の破綻の恐れをどの程度考慮してよいかである。

受託者は、年金制度に対する主要かつ不可欠の拠出者という立場に限定して市の利益を考慮

---

<sup>(21)</sup> なお、本判決に先行する判決が、基金による加入者に対する住宅貸付は、金利が競争的であるなど信託義務違反ではないと判断した。労働長官は住宅貸付についてのみ控訴したが、控訴審は、禁止取引の適用除外の要件である「合理的金利」は市場実勢金利とは限らないとして、市場実勢を主張する労働長官を退けた（Brock v. Walton, 794 F.2d 586 (11th Cir. 1986)）。敗訴した労働長官は89年に規則を制定し（29 CFR § 2550.408(b)-1、提案は88年）、禁止取引の適用除外にいう「合理的金利」を市場実勢金利と規定した。

<sup>(22)</sup> 447 F. Supp. 1248 (S. D. N. Y. 1978).



した。投資決定は市の教員の雇用確保や公共の福祉を目的としたものではなく、市への援助は全ての受益者の利益のために制度資産の枯渇を回避するという正当な目的のための、彼らの判断によれば唯一の、手段であった。なお、受託者の中には市の財政再建計画を立案した公務員もいたが、受託者としての義務をわきまえていた。

受託者は慎重な検討により、市債を購入しなければ年金基金が破綻すると信じるに十分な根拠を有していたので、市債の購入決定は思慮深いものであった。彼らの投資環境は通常とは異なり、「投機的」債券の購入が基金の保全に不可欠であった。受託者は制度に対する信託義務を全うした。

原告が控訴したが棄却された<sup>(23)</sup>。

#### (ウ) 検討

本件は、市の財政危機に際して公務員年金制度が最後の貸手となった事例であり、異議を唱えたのは退職者である。

判決は、受託者が投資に際して年金制度の利益を慎重に検討したことを踏まえて、市債の購入を「全ての受益者の利益のため」と認定しているが、退職者の犠牲（危険）において現役教員の雇用を確保したという側面は否定できない（なお判決は、退職者が主張した年金資産に対する優先権を否定した）。その意味で、本判決を雇用確保という受益者の便益のために注意義務基準を緩和した事例と位置付ける論者もあるが、本件は財政危機に伴う特殊事例である。なお、積立不足が大きかったことから投機的債券の購入が容認されたが、完全積立であれば同様の説明は難しいかもしれない。

#### ② Board of Trustees of the Employees' Retirement System of the City of Baltimore v. Mayor and City Council of Baltimore City (1989年)<sup>(24)</sup> — 南アフリカ関連株式の処分を定める条例の合憲性

#### (7) 事実の概要

ボルチモア市議会が、同市の公務員年金制度に南アフリカで事業を行う企業や南アフリカに融資している銀行への投資の処分 (divestiture) を命じる条例を制定し市長が署名した。処分の期限は2年とされたが、受託者には、過去5年平均と比較して運用利率が低下した場合や売却が基金に財務的損失をもたらすと判断した場合等には90日を限度として処分を延期する権限が与えられた。本制度には確定給付に加えて、運用利率が7.5%を超えた部分（ただし10%超はその半分）を財源とする変動給付があった。

受託者（市の職員のように）は運用利率低下を理由に四半期毎に延期権限を行使しつつ、市長および市議会を相手に条例の無効確認を求める訴えを起こした。原審が請求を棄却した

---

<sup>(23)</sup> 595 F.2d 1210 (2d Cir. 1979).

<sup>(24)</sup> 317 Md 72 (Md. Ct. App. 1989).

め、受託者が控訴。

#### (イ) 判旨の概要

判決は、原告が条例の無効原因として主張した連邦憲法および州憲法違反、すなわち①立法権の不当な委譲（処分対象企業の特定に際して第三者作成リストを参照）、②契約条項違反、③適正手続違反、④連邦法による専占、⑤連邦の外交権限の侵犯、⑥通商条項違反、を全て否定して控訴を棄却した。受託者の信託義務と関係のある②に関する判旨を紹介する。

原告（受託者）は、条例は受益者と市との年金契約の債務を損なうので、[契約上の債務を損なう州法の制定を禁止する] 連邦憲法の契約条項（1条10節）に違反すると主張するが、同意できない。

（投資方法の変更（見出しは筆者、以下同様））

受託者は、条例は投資方法の変更により契約を間接的に変更したと主張する。しかし、確定給付を受ける権利には何ら変更はない。また、処分に伴う初期費用は運用利率換算で32分の1%、毎年の増加費用は20分の1%にすぎず<sup>(25)</sup>、条例が将来の変動給付に与える損失は僅かであり、このような名目的な変更は憲法違反たる契約上の債務の毀損には該当しない。

（投資対象の制限と受託者の注意義務）

受託者は、受益者は年金基金がもつばら受益者の利益のために思慮深く投資されることを要求する権利を有し、条例は受益者の期待を裏切ることにより契約を間接的に変更したと主張する。年金契約には受託者の注意義務と忠実義務が含まれており、法律がこれらの義務を実質的に改変すれば契約上の債務の変更となる。

受託者は、条例は投資対象を大幅に制限することにより注意義務を改変すると主張する。確かに条例は投資対象を制限するが、被告は経済的に同価値の代替的投資が利用可能なことを示した。受託者は処分により株式ポートフォリオの成果が損なわれることを立証できなかったことから、分散された南アフリカ抜きのポートフォリオを注意義務に沿って運用することが可能と思われる。処分は無分別にリスクを増加させたり収入を減少させるものではない。受託者はアクティブ運用への影響を懸念するが、特定の運用手法は契約上の権利となっておらず、パッシブ運用への移行は何ら思慮に欠けるところはない。

条例によれば、南アフリカ抜きのポートフォリオへの移行は2年にわたり徐々に行われ、受託者は処分が思慮深くないと判断した場合にはいつでも90日以内の処分延長権限を与えられている。原審は、「2年の期間は延長期間分だけ先送りされ、延長の回数に制限はなく、延長期間中は南アフリカ関連の新規投資も可能である」と判断し、両当事者も同意している。これらによれ

---

<sup>(25)</sup> 原審は、条例によりS&P500銘柄のうち120銘柄（時価ベースでは40%）が除外され、制度の保有株式の47%および債券の10%の売却が必要となること、売却に伴うコストは初期費用75万ドル（全資産の運用利率換算で16分の1%）、毎年の増加費用120万ドル（同10分の1%）と想定されること、従来のように運用利率が10%を超えれば加入者の損失はその半分である等と判断した。なお、原審が処分銘柄を特定する第三者作成リストは法的拘束力がないと判断したことから、本判決は、処分に伴う損失は低下しうるとした。

ば、受託者の注意義務に合致しない限り処分は起こりえないとの多くの保護手段が存在している。

#### (社会的考慮と注意義務)

受託者は、条例は投資成果と無関係の社会的要素の考慮を義務づけることにより注意義務を改変したと主張するが、本件状況では同意できない。

ほかならぬ権威のスコット教授が、「受託者は収益最大化の確保を目指すことを厳格に義務付けられる」との〔受託者が主張する〕命題を退け、受託者は投資に際して企業の社会的な成果を考慮することができるかと述べている。この見解は、受託者の義務は必ずしも投資収益最大化ではなく、過度のリスクを避けつつ「正当(just)」または「合理的」なリターンを確保することであるとの見解に符合する<sup>(26)</sup>。受託者は受益者の収益最大化のために売春が合法的な州で売春宿を開く義務はない。したがって、本件のように社会的投資が同等のリスクで経済的に同等(economically competitive)のリターンをもたらす場合には、当該投資は思慮に欠けるところはない。条例が制定された理由の一つは制度の受益者や市民が受託者の従来の投資方法に反感を抱いたからである。年金資金の米国社会に対する影響力に照らせば、受託者が投資の社会的影響を考慮することを、僅かな損失が生じるというだけで禁止することは賢明でない。以上により、本件のように社会的考慮に伴う投資の損失が僅かな場合には注意義務違反はなく、条例は注意義務を改変してはいない。

#### (忠実義務)

受託者は、条例は受益者以外の者の利益の考慮を受託者に求めることから忠実義務を改変すると主張する。忠実義務は受託者の自己取引を禁止するに止まらず、受託者が受益者の犠牲において第三者の利益のために行動することも禁止する。しかし受託者が投資の社会的影響を考慮することは必ずしも忠実義務違反ではない。本件のように、影響の考慮にともなう損失が僅かである場合には、通常、受託者は忠実義務に違反しない。スコット教授も言うように、社会的責務を正当に認識している企業に対する投資は長期的に見れば受益者の利益や将来の給付の確保に最も資する。

#### (まとめ)

以上により、条例は年金契約に黙示的に含まれる受託者の注意義務および忠実義務を改変していないことから、憲法に反して契約上の債務を毀損してはいない。

### (ウ) 検討

米国では、南アフリカの人種隔離政策への反対運動の一環として80年代中頃から公務員年金制度の保有する南アフリカ関連株式の処分を求める州法や自治体条例の制定が広がったようである。86年には連邦議会が反アパルトヘイト法(Pub. L. No. 99-440)を制定したが、株式処

---

<sup>(26)</sup> 判決はWithers判決(①参照)等、Ravikoff & Curzan(参考文献[14])等を示し、反対としてLangbein & Posner(参考文献[15])があることを示した。

分までは規定されなかった。

ボルチモア市の法典には年金制度の受託者の忠実義務や注意義務がエリサ法にならって規定されていたが、南アフリカ関連企業の株式の処分を命じる本件条例はこれを立法的に修正するものである。したがって原告は条例の無効確認に際して、上位規範である連邦や州の憲法の諸条項を援用している。また、本制度には運用実績に連動する給付があったことから契約条項に基づく訴訟が可能になったものと思われる。

判決は、処分に伴う増加費用を当初分 0.03125%、継続分 0.05%と算定して、これらを「僅か」と判断したが（当時は運用利率が 10%を超えていたようである）、条例が連邦憲法の契約条項に違反するか否かという場面における判断であることに留意すべきである。

注意義務との関係については、判決は、①南アフリカ関連銘柄抜きでも思慮深い分散投資が可能である、②延長権限を活用すれば処分は先送りできる、との理由から義務の改変はないとした。また、社会的考慮の可否や忠実義務との関係については、スコット教授の所説も引用しつつ、投資の損失が僅かであれば注意義務や忠実義務の違反はないと判断した。判決は、一般論として受託者の投資収益最大化義務を否定しているようにも見えるが、具体的には本件投資を同等のリスクで同等のリターンをもたらすとして正当化している。ただし、ここでの「同等」は投資制限に伴う「僅かな損失」を容認するものである。

本判決は、年金資金の米国社会に対する影響力も踏まえて、社会的考慮に伴って「僅かな損失」が生じても注意義務や忠実義務に違反しないと判断した点で注目される。ただし、議会が制定した条例（による公共政策）を憲法の契約条項から擁護するという場面における判断であり、住民の税金で運営される地方公務員の年金制度に関する判決であることに留意すべきである。

受託者が自らの意思で社会的責任投資を実行した場合に、同様の不利益が「僅かな損失」であって信託義務違反はないと判断されるとは限らない。

## (2) 教育・宗教基金に関する判例

### ① Associated Students of University of Oregon v. Oregon Investment Council (1986 年)<sup>(27)</sup> —教育基金の保有する南アフリカ関連株式の処分

#### (7) 事実の概要

オレゴン州の高等教育基金は私的寄付からなる公益信託 (charitable trust) であり、高等教育委員会が管理していた。教育委員会は、南アフリカ等で事業を行う企業の株式の処分を投資委員会に指示する決議を行った。決議によれば、投資マネージャー (投資委員会) は処分の際には思慮深く行動し基金の保全を害してはならないとされた。投資委員会は、処分はプル

---

<sup>(27)</sup> 728 P.2d 30 (Or. Ct. App. 1986).

ーデント・インベスター・ルールに反するので決議に従わないと議決した。

基金から奨学金を受給する学生や学生団体が、①投資委員会は教育委員会の決議に反して基金を投資してはならないこと、②決議の遵守はプルーデント・インベスター・ルールに違反しないこと、の確認を求めて投資委員会等を訴えた。

原審は、原告は訴えの利益を欠くとの被告の主張を退け、①教育委員会が基金の管理権限を有するので、投資委員会は教育委員会の投資に関する適法な指示に従わなければならない、②処分を命じる決議は制定法によるプルーデント・インベスター・ルールに違反する、と判断したことから双方が控訴。

#### (イ) 判旨の概要

学生らには訴えの利益がないので、原判決を取り消す。

#### (ウ) 検討

本件は、受託者の自由意思により南アフリカ関連企業株式の処分を決議した事例であり、原審は処分決議を注意義務違反と認定した。決議には処分により基金を害さない等の要件が付されていたが、これがどのように評価されたのかは不明である（原審判決は非公表）。

### ② Basich v. Board of Pensions (1995年)<sup>(28)</sup> — 教会の年金における南アフリカ関連投資の入替

#### (7) 事実の概要

本件年金は教会の牧師や職員を対象とする確定拠出年金で、信徒が掛金を拠出し教会会議の決定した方針により年金委員会が管理する。教会および委員会は州法上の非営利法人であり、定款によれば、委員会は、宗教目的および教会の目的遂行に利するためだけに運営される。

教会の世界組織による反アパルトヘイト宣言、年金制度は南アフリカで事業を行う企業に投資しないとの教会会議の決議を受けて、委員会は「等価値方針 (equivalency policy)」を採用し、[入替えに?] 保有する株式や債券が同等のリスク、リターンを有するかぎり、南アフリカ関連投資を処分することとした。この方針に反対する牧師等は自己の年金の引出を要求したが拒否された<sup>(29)</sup>。

牧師等は、年金委員会のもっぱら制度加入者の経済的に最善の利益を図るのではなく社会的関心に従って投資、処分を行うことにより、基金の管理を誤り契約および信託義務に違反したと主張して訴えた。

原審が、連邦憲法の政教分離条項等を理由に裁判所は事物管轄権を有しないとの被告の申立を却下したので、被告が控訴。

---

<sup>(28)</sup> 540 N. W. 2d 82 (Minn. Ct. App. 1995).

<sup>(29)</sup> 詳細は不明だが、道徳的考慮を行うファンドと行わないファンドの2つがあり、後者についても「等価値方針」に基づく入替えが行われた結果、3年間で約2億ドルの機会損失が生じたようである (BNA Pensions & Benefits Reporter, May 6, 1996, p. 1232)。

### (イ) 判旨の概要

本件を審理すれば教会教義の審理に伴う宗教と国家との過度の関与を招くこと等から、連邦憲法修正1条の政教分離条項およびミネソタ州憲法の宗教の自由条項により、裁判所は事物管轄権を有しない。原審判決を破棄し本件を却下する。

### (ウ) 検討

本件は前掲の2判決とは異なり、実際に南アフリカ関連投資の処分が行われ加入者が異議を唱えた事例である。

判決は政教分離の観点から司法審査を拒否した。教会の年金制度はエリサ法の対象外であり、本判決によれば、教義に関連の深い投資方針については州の契約法や信託法の適用も排除され教会の自律に委ねられることになろう。なお判決は、制度規定に規定されたプルードント・パーソン・ルールにおける「同様の目的を有する」との規定に関して、(退職年金の準備ではなく)教会の「目的」を想起して政教分離の観点からの管轄権否定を補強した。

## 3. 判例のまとめ

米国は訴訟大国とも評されるが、社会的責任投資と信託義務に関する有益な判例は少ない。

企業年金に関する判例は、年金制度関係者に対する付随的便益の提供が問題となった事例であり、不特定多数に対する社会的影響を考慮する、狭義の社会的責任投資に関するものではない。

Blankenship 判決では、石炭購入要請を目的とする電力株投資が、主として組合や事業主の付随的便益を図るものであり受託者の自己取引(忠実義務違反)と判断された。エリサ法下の事例であるBierwirth判決は一般論として付随的便益の存在を容認し、Walton判決は、注意義務がみたまされ、付随的便益の提供が主たる目的でなく加入者を犠牲にするものでもないとして、付随的便益の存在を実際に容認した<sup>(30)</sup>。

企業年金以外の判決では、Withers判決が、雇用主たる市の財政援助や現役教員の雇用確保の効果をもつ市債購入を認めたが、あくまで全受益者の利益のためであり、信託義務に反するものではないと説明した。Baltimore判決は、南アフリカ関連投資の処分に関連して投資における社会的考慮を認め、僅かな損失しか生じない場合には注意義務や忠実義務には違反しないと判断したが、条例の合憲性が問題となった事例である。

Walton判決を参考にすれば、企業年金による社会的責任投資、すなわち投資に伴う付随的便益の考慮が認められるのは、①投資が思慮深く検討、実行されること、②加入者の利益を主目的とする投資であって、加入者の利益を犠牲にしないこと、の条件をみたした場合と整理できよう。

---

<sup>(30)</sup> なお、ラングバイン教授はBierwirth判決を端緒とする付随的便益容認論に対して次のように批判される。「信託法が自己取引を予防的観点から一律に禁止するのは誘惑を絶つと共に事後的に受託者の目的を審査することを避けるためである。付随的便益を認めてしまうと、どの程度の便益なら許されるかといった困難な問いに直面する」(John Langbein, Bruce Wolk, *Pension and Employee Benefit Law—Teacher's manual* (Foundation Press, 2000), pp. 183-184)。

## IV. 社会的責任投資に関する労働省等の法解釈

本章では、エリサ法の信認義務規定を執行する労働省および内国歳入法を執行する内国歳入庁という2つの行政機関の社会的責任投資に関する行政解釈を紹介する。

### 1. エリサ法の信認義務に関する労働省の解釈

まず、社会的責任投資とエリサ法の信認義務との関係についての労働省の見解を、禁止取引の適用除外、解釈通達 (interpretive bulletin)<sup>(31)</sup> および助言意見 (advisory opinion)<sup>(32)</sup> によって紹介する<sup>(33)</sup>。ここでも、事業主、労働組合、加入者といった制度関係者に付随的便益 (投資の恩恵) を提供する投資を含める。不特定多数に対する社会的影響を考慮する、狭義の社会的責任投資に関する事例は、(2)に含まれる南アフリカ関連企業への投資抑制、(5)の経済振興投資、(6)の社会的責任ファンドである。

#### (1) 事業主に対する建設融資 (禁止取引適用除外 76-1<sup>(34)</sup>)

##### ① 適用除外制定の背景

本適用除外は複数事業主制度を対象とする適用除外であり、エリサ法施行 (75年1月) 後間もなく制定された。米国の企業年金には事業主が設立・管理する制度のほか、労働組合が設立・管理する制度 (典型的には、企業を横断する労働組合と複数の事業主との集団交渉に基づいて設立される複数事業主制度) がある。後者はタフト・ハートレー法 302条(c)(5)(B)により、労使双方から同数選出される代表 (受託者) によって運営しなければならない。

エリサ法制定前の建設業の複数事業主制度においては、加入者に雇用機会を提供する観点から資産の一定割合を「建設融資 (construction loan)」<sup>(35)</sup>に投資する慣行がみられ、実際の投資決定は銀行や保険会社に委ねられていた。エリサ法においては事業主は利害関係者であり、年金制度による事業主への投資は禁止取引に該当するため、適用除外が制定された。

##### ② 適用除外の要件

労働省が定めた適用除外の要件は以下の通りである。

- ・事業主や労働組合から独立した銀行や保険会社が融資決定の裁量を有すること。銀行等によ

<sup>(31)</sup> 解釈通達とは労働省の法律解釈を一般的に示すものであり、連邦行政命令集 (具体的には 29 CFR 2509) に収められている。

<sup>(32)</sup> 助言意見とは、年金制度や運用機関による具体的事例に関する照会に対して労働省がエリサ法の解釈を示すもので、公開される

<sup>(33)</sup> このほかに、確立した法解釈に対する注意を促すものとされる (必ずしも公開されないようである) 情報書簡 (information letter) にも社会的責任投資に関するものがあるが省略。Serota (参考文献[1]) 241-249 頁参照。

<sup>(34)</sup> 「複数事業主制度に係るある種の取引の禁止に関する類型的適用除外」、提案 40 FR 23798 (Jun. 2, 1975)、決定 41 FR 12740 (Mar. 26, 1976)。

<sup>(35)</sup> 工事期間中に限定した比較的短期の貸付のようである。

る制度への報告や制度の同意を要するものであってはならないが、制度資産の一部を一定種類の融資に充てることを規定する大まかな投資ガイドラインを制度が示すことは銀行等の裁量を否定するものではない

- ・銀行等が自己資産から同様の条件で建設融資を行っており、本件建設融資がその融資条件をみたすこと
- ・一事業主に対する投融資は制度資産の10%以下、建設融資の総額は35%以下であること

### ③ 検討

本適用除外は複数事業主制度による事業主への建設融資を認めるものである。事業主の事業遂行に資するという意味で主として事業主が、また雇用機会の提供という意味で副次的には加入者も投資の付随的便益を受ける。労働省がこのような適用除外を制定したのは、従来の慣行、雇用確保、年金制度設立のインセンティブ等に配慮したためであろうか。

労働長官は、制度や加入者の利益に適合すると判断した場合に限って適用除外を制定できる(408条(a))。本適用除外は、事業主から独立した融資の専門家である銀行等に融資の決定を委ね、銀行等の注意義務の履行を通じて利益相反取引の発生を排除するものといえよう。

## (2) 介護施設等への投資の促進と南アフリカ関連投資の抑制(助言意見 80-33A<sup>(36)</sup>)

### ① 協定の概要

本助言意見は、クライスラー社が、同社が1979年に全米自動車労働組合(UAW)と結んだ年金制度の投資方法に関する協定に対するエリサ法の信託義務規定の適用を照会したのに対して、労働省が回答したものである。協定の概要は次の通りである。

- ・年金制度の資産は信託され、受託者が管理する
- ・投資機会に関する広範な情報提供により受託者を支援するために、労使が3名ずつ指名する委員からなる「投資助言委員会」を設置する
- ・委員会の主要な役割は、①住宅用モーゲージ投資を行いうる地域の選定と推奨、②組合員が集中している地域に所在する介護施設、保育園、病院に対する各年におけるデット投資の機会の推奨、である。住宅用モーゲージの貸付条件は当該地域の実勢に従い、対象者には組合員を含むがそれに限定されない。受託者が毎年の会社掛金の10%相当額をこれらの投資に充当できるよう、委員会は十分な推奨を行う
- ・組合は、③南アフリカと事業を行い人種差別廃止を支持しない企業を5社を超えない範囲で示して、当該企業に対して新規投資を行わないよう受託者に推奨することができる
- ・受託者は委員会や組合の推奨を拒絶することも、推奨を超えて投資することもできる

---

<sup>(36)</sup> Jun. 3, 1980 (1980 ERISA LEXIS 45).



## ② 労働省の見解

労働省は上記協定に関して次のような見解を示した。

本協定によれば、受託者は委員会または組合の推奨を実施するか否かについて完全な権限を有する。貴簡によれば、会社も組合も、委員会や組合の個別の推奨に関して受託者に公式、非公式に影響を及ぼすことはないとのことである。本協定の目的は、伝統的な投資マネージャーによっては調査されないものの、思慮深く高収益が望める投資機会に対して受託者の注意を喚起することにあると思われる。

以上によれば本協定の実施はそれ自体としてエリサ法の信認義務に違反するものではない。

## ③ 検討

本件や後述する(4)は、年金制度の投資に対する労働組合の影響力行使を示すものである。米国では70年代後半以降、労働組合から、年金資金を組合員の雇用拡大や組合の社会的主張の実現に資するように投資すべきとの主張が強まった。

本協定の目的は、①組合員を含む地域住民に対する住宅貸付の促進（主たる対象は組合員か）、②組合員が多数居住する地域の介護施設等の充実に向けた貸付促進、③人種差別を容認する南アフリカ関連企業への新規投資の抑制、であり、①②は社会的に有用な投資の促進、③は社会的に望ましくない投資の抑制、と考えられる。

①では、貸付を受けた組合員（加入者）等が投資の付随的便益を受ける。加入者に対する貸付は禁止取引に該当するが、実勢金利を要件とする本件貸付は法定の適用除外の要件をみたすものと思われる。②では、投資対象地域に居住する組合員は付随的便益を受ける機会を有するが（介護施設の充実は年金制度の目的たる退職者の所得保障に資するとも主張される）、付随的便益は地域住民にも均霑される。③はネガティブ・スクリーニング方式の社会的責任投資の一種である。排除される企業数に上限があり既存の投資の処分は不要であるなど、穏健な手法に見える。加入者の付随的便益は、（あるとしても）精神的なものである。

労働省は、「委員会や組合は推奨を行うに止まり、受託者は投資裁量を保持している」という本協定の形式に着目して協定にお墨付きを与えた<sup>(37)</sup>。

## (3) 労働省の社会的投資に対する実体的判断基準

上述の2件は、やや形式重視とはいえ、投資の意思決定「手続」から利害関係者による影響力行使を排除し、意思決定を行う受託者の注意義務の履行を通じて利益相反取引の発生を防止するものである。企業年金による社会的責任投資に関する「実体」基準を示すものとして、労働省の

---

<sup>(37)</sup> 本協定は若干の変更（受託者に代わって投資マネージャーが投資権限を行使、モーゲージ投資等の枠は10%から5%に減少、南アフリカ関連企業の数はいくつかから10に増加等）に伴い、88年に再度労働省のお墨付きを得た（助言意見88-16A, Dec. 19, 1988 (1988 ERISA LEXIS 16)）。80年の助言意見がもつぱら形式面に着目したのに対して、本助言意見は、その間の助言意見も踏まえて、注意義務や忠実義務との関係にも言及した。

エリサ法執行部局の長の Lanoff が 1980 年に発表した論文がある<sup>(38)</sup>。次のような趣旨が示されている。

「忠実義務は第三者に付随的便益が提供されることを排除するものではないが、制度資産の投資を規制する全てに優先する社会的目的は退職所得の保護である。他の要素の評価の結果、2つの投資が同程度に望ましい場合には社会的判断により投資を選択することも許される。他方、年金制度が、経済的財務的利点を考慮することなく社会的目的により投資の可能性を排除すること〔ネガティブ・スクリーニング〕は、加入者に対する注意義務や忠実義務に反する。」

その後の労働省の助言意見や解釈通達に見られる、「経済的価値が同等であれば社会的責任投資の選択も許される」という基準の原型が示されている。

#### (4) 組合員雇用条件付の建設モーゲージへの投資（助言意見 85-36 A<sup>(39)</sup>）

##### ① 投資協定の内容

本助言意見は、ロングアイランドの電気（工事）産業労働組合の年金ファンドの受託者が保険会社との間で、「ファンドの一定割合を、組合の活動地区内の建設モーゲージであって、工事に際して AFL-CIO に加盟する労働組合の組合員のみを雇用するものに投資する」協定を締結するに際して禁止取引との関係を照会したのに対して、労働省が回答したものである。照会者は、「受託者は、同様のリスクを有する同様の投資と比較して投資収益が同等または優ると判断した場合に限って投資を行う」と説明した。

##### ② 労働省の見解

（注意義務（見出しは筆者、以下同様））

受託者は、思慮深く行動するために、他の投資の利用可能性、リスクおよびリターンを考慮しなければならない。照会された投資〔の選択、実行〕は他の投資の機会を奪うので、当該投資が利用可能な同様の投資と比較して、より低いリターンまたはより高いリスクをもたらすのであれば、思慮深くない。

---

<sup>(38)</sup> Lanoff（参考文献[12]）、80年6月の講演記録。Lanoffは79年2月の上院反トラスト小委員会においても同趣旨の証言を行った。なお、(2)で紹介した1979年のUAWとクライスラーの協定も契機となり、1980年には他にも社会的投資に関する多くの論文が発表されている。Hutchinson & Cole（参考文献[13]、HutchinsonはLanoffの前任者のようである）は社会的投資には否定的である。Lanoffの考えに対しても、2つの投資の経済的価値が全く同一という仮定は現実的でなく、濫用の恐れがあると指摘し、社会的考慮を行うことは「給付（年金給付に限定される）の提供のみを目的とする」ことに反するのではないかと主張する。Ravikoff & Curzan（参考文献[14]）は、スコット教授の所説やWithers判決を踏まえて、加入者の便益を広く捉えて（年金給付のほか雇用確保や労働条件改善を含める）、その限りにおいて投資収益の最大化を求めるプルーフ・マン・ルール（注意義務）の緩和を主張する。ただし、エリサ法の対象となる企業年金においては、加入者に直接的な便益が及ばない投資には否定的である。Langbein & Posner（参考文献[15]）は、投資理論を踏まえると社会的投資は第三者の利益のために受益者の財務的利益を犠牲にするものであり、信託法やエリサ法の忠実義務や注意義務に違反すると断ずる。

<sup>(39)</sup> Oct. 23, 1985 (1985 ERISA LEXIS 8)。

(忠実義務)

受認者はおもっぱら加入者の利益のために、また加入者に給付を提供することだけを目的として行動しなければならないので、退職所得に関する加入者の利益を無関係の目的に劣後させてはならない。受認者は投資決定に際して、通常、退職所得に関する加入者の利益だけを考慮しなければならない。投資の決定は、当該投資をおもっぱら制度に対する経済的価値の点から判断した場合に、制度にとって採用可能な他の投資と比べて同等または優る場合を除いて、建設産業振興や雇用創出といった望みに影響されてはならない。

(小括)

したがって、経済的に同等の利点を有する広範な投資機会を第一に考慮した後であれば、非経済的要素を踏まえて投資行動を選択しても、受認者はエリサ法 403 条(c)および 404 条の要件に反するものではない。

(禁止取引)

本件協定は掛金を拠出する事業主やその従業員に何らかの便益をもたらすことから、利害関係者の便益のための制度資産の間接的な利用となるか否かが問題となる<sup>(40)</sup>。このような場合には、禁止された便益の提供を目的として投資が行われたか否かに関する事実認定を要するため、ここでは判断の限りでない。労働省としては、利害関係者の便益となることが合理的に予想されるような条件〔組合員雇用のことか〕に従う投資は、そのような条件のない投資と比べてリスクが大きいかりターンが低い場合には 406 条(a) (1) (D) (さらには 403 条(c)および 404 条) に違反すると考える。

### ③ 検討

本件に見られる組合員雇用条件付の建設モーゲージ投資は、建設業界の年金制度であって労働組合が主導権を握る制度においてしばしば利用されたようである。このような投資により組合員(加入者)は現在の雇用に加えて将来の年金の獲得、増額が可能となると主張された。工事を受注した事業主はもちろん、組合にも掛金(年金資産)増加、労働者の組合加入促進、事業主の組合敵視政策除去といったメリットがある。つまり投資の付随的便益は事業主、組合員(加入者)、労働組合に及ぶが、これらはエリサ法上の「利害関係者」である。本事例では運用機関を通じて投資が行われているが、Walton 判決(Ⅲ 1 (2)②参照)は年金制度が自ら不動産開発事業に乗り出した事例である。

本助言意見では、年金制度の建設モーゲージ投資に際して組合員雇用を条件とすることの可否が検討されている。前述(1)(2)が「手続」の整備により適用除外を認めたり信託義務違反ではないとの結論を導いたのに対して、本助言意見は、(3)で紹介した Lanoff 論文と同趣旨の、「実体」的判断基準を示している。

---

<sup>(40)</sup> 利害関係者による、またはその便益のための制度資産の直接的または間接的な利用は禁止される(406 条(a) (1) (D))。

労働省見解の第1段落は注意義務の観点から当該建設モーゲージ投資が他の投資よりローリターンまたはハイリスクであってはならないとする。第2段落は忠実義務の観点から受託者は「退職所得に関する加入者の利益だけを考慮しなければならない」との原則（「通常」とされ、「常に」ではない点に留意）を示しつつ、例外的な場合として、他の投資と比べて「経済的価値が同等または優る」場合には、建設産業振興や雇用創出を図ることも許されるとしている。なお、「経済的価値が優る」場合には、経済的価値の観点から当該投資が選択されるべきではなからうか。

第3段落は以上のまとめであり、経済的価値の評価を行った後であれば非経済的要素を考慮しても忠実義務や注意義務に反しないとする<sup>(41)</sup>。

第4段落は禁止取引について述べる<sup>(42)</sup>。投資目的に関する事実認定<sup>(43)</sup>が必要としつつ、組合員雇用条件付の投資が無条件の投資と比べて投資価値が低い場合には禁止取引に該当するとし、禁止取引における目的の判断に際して経済的価値を重視している。

「他の投資と比べて経済的価値が同等または優る」という注意義務の基準が、忠実義務や禁止取引との関係においても援用されている点が注目される。

## (5) 経済振興投資（解釈通達 94-1<sup>(44)</sup>）

### ① 経済振興投資の意義と解釈通達制定の背景<sup>(45)</sup>

本解釈通達によれば、経済振興投資（economically targeted investments、ETIs）<sup>(46)</sup>とは、「従業員福祉制度に対する投資収益とは別個の経済的便益（economic benefits）のゆえに選択される投資」と広く定義されている。解釈通達の前文では不動産、ベンチャーキャピタルおよび中小企業への投資が例示されており、いずれも流動性が低く投資情報が十分とはいえない投資対象である。実際には、経済活性化や雇用拡大に向けた住宅、都市再開発事業等の社会的インフラ投資が念頭に置かれていたようである。

レーガン、ブッシュと続いた共和党政権による政府支出の削減や公私の年金資金の増大の中で、労働省に置かれたエリサ法諮問委員会は92、93年の報告において、年金資金を伝統的

<sup>(41)</sup> 同趣旨の見解が、投資顧問会社が運営する「組合建設ファンド」（具体的内容は不詳）に関する1982年の助言意見82-52A（Sep. 28, 1982（1982 ERISA LEXIS 18））においても示されている。

<sup>(42)</sup> 制度資産の「間接的」利用が問題となっていることから、本件モーゲージは、（労働組合員を雇用し、年金掛金を支払う）事業主ではなく、当該事業主に工事を発注する建築主に対するものと思われる。

<sup>(43)</sup> 一般に禁止取引に該当するか否かは取引の外形から判断できるが、本件では「利害関係者の便益のための制度資産の間接的な利用」という抽象的な要件が問題となっているため、投資目的の究明が必要とされている。

<sup>(44)</sup> 59 FR 32607, June 23, 1994. 本文は労働省規則として29 CFR 2509.94-1に収録されている（[http://www.dol.gov/dol/allcfr/Title\\_29/Part\\_2509/29CFR2509.94-1.htm](http://www.dol.gov/dol/allcfr/Title_29/Part_2509/29CFR2509.94-1.htm)）。

<sup>(45)</sup> 解釈通達制定の背景やその後の状況については、Serota（参考文献[1]）262-264頁、同書補巻2000年版143-147頁等によった。

<sup>(46)</sup> 従来の「社会的投資」という用語には社会的目的のために投資収益を犠牲にするというニュアンスが強かったこともあり、新たな用語が用いられたようである。また、経済的波及効果に着目した投資でもある。

投資（上場証券等）以外に振り向けることを促進するために、労働省が、①その種の投資は信託義務に反するのではないかとの年金制度の懸念を払拭するための法制面の手当をすること、②投資機会に関する情報収集提供機関（information clearinghouse）を設立すること、を提言した。また、92年秋の大統領選挙で当選した民主党のクリントン大統領は、選挙戦に際して公的年金（地方公務員年金）や企業年金の資金による都市再開発等の社会的インフラ整備を主張した。経済振興投資を規定する州法も存在し、そのような投資の失敗例も報じられていた。

このような状況で、94年6月に労働省が「経済振興投資を考慮する際のエリサ法の信託基準に関する解釈通達」（I B94-1）を公表した。

## ② 解釈通達の内容

解釈通達において労働省は次のような見解を示した。

受認者はもっぱら加入者の利益のために、また加入者に給付を提供することだけを目的として行動しなければならないので、退職所得に関する加入者の利益を無関係の目的に劣後させてはならない。

投資における思慮深さの要件については規則（29 CFR § 2550.404a-1）に規定したところであり、受認者は、投資のポートフォリオにおける役割に関する事実や状況を考慮し、それに基づいて投資判断を下さなければならない。また、同様のリスクを有する他の投資のリターンを考慮することも必要である。

ある投資は他の投資の機会を奪うことになるので、当該投資が利用可能な同様の投資と比較してより低いリターンまたはより高いリスクをもたらすなら、思慮深くない。

経済振興投資に適用される受認者の基準は〔上に示した〕投資一般に適用される基準と異なるところはない。したがって、上記要件がみたまされる場合には経済振興投資を選択してもエリサ法404条(a)(1)(A)および(B)ならびに403条の排他的目的要件に違反しない。

## ③ 解釈通達の意義とその後の展開

労働省は解釈通達の前文で、「経済振興投資はエリサ法の定める受認者の義務に反するとの見解が投資界にあるが、このような誤った認識を除くために解釈通達を制定する。…労働省は従来から禁止取引や助言意見等によって、投資の付随的効果（collateral effect）を考慮することが許されるとの見解を示してきた」と説明した。

確かに、本解釈通達はこれまで紹介してきた助言意見と同様の論理を展開しており、特段の目新しさはない。もっとも、本解釈通達は経済振興投資の促進を目的として労働省が自発的に制定したものであり、解釈通達は助言意見より上位に位置する。

本解釈通達に対しては、共和党等から「年金資金の流用を容認するもので、politically

targeted investments である」といった厳しい批判が寄せられた<sup>(47)</sup>。連邦議会では共和党のサクソン下院議員が95年5月に、①解釈通達を無効とする、②労働省による経済振興投資促進の禁止、③クリアリングハウス設立・維持の禁止等を内容とする法案（HR1594(104 議会)）を提出し<sup>(48)</sup>、9月には下院を通過した。上院では同内容の法案（S774）が通過しなかったものの、経済振興投資促進の是非が政治問題化する中で、96年5月に労働省はクリアリングハウスの設立断念を表明した。

労働省の解釈通達が法律により無効とされるような異例の事態には至らなかったが、企業年金による経済振興投資はあまり進まなかったようである。

## (6) 社会的責任ファンド（助言意見 98-04 A<sup>(49)</sup>）

### ① 確定拠出制度における投資の選択肢の選定

米国では加入者が投資リスクを負担する確定拠出制度（401(k)制度が代表的。なお、401条(k)項は内国歳入法の条文）が確定給付制度と肩を並べるまでに成長してきた。確定拠出制度においては、事業主が複数の投資の選択肢（株式ファンド、債券ファンド、G I C、自社株等）を選定、提示し、加入者はその中から具体的な投資方法を選択して投資額を決定する。また、エリサ法404条(c)に基づく規則が定める、投資の選択肢に関する情報提供、投資の選択肢の数や分散状況、投資の変更頻度等の要件をみたした確定拠出制度においては、加入者が十分な投資裁量を行使したとみなされ、受託者は加入者の投資選択の結果に責任を負わない（つまり加入者の自己責任）。これが404条(c)制度である。

本助言意見は、社会的責任ファンドを運用する Calvert Group からの、「年金制度の受託者が[確定給付]制度の投資や404条(c)制度における投資の選択肢として社会的責任ファンドを選択することは、それ自体として403条(c)または404条(a)(1)に違反するか」との照会に対して、労働省が回答したものである。

これまで紹介した事例が確定給付制度を念頭においたものであったのに対して、本助言意見はミューチュアルファンド（投資信託）を対象としたものであり、照会者の狙いは確定拠出制度における投資の選択肢としての社会的責任ファンドの採用促進にあったと思われる。照会者によれば、事業主の約半数が社会的スクリーニングを行うファンドは忠実義務に反するのでは

<sup>(47)</sup> Zelinsky（参考文献[22]）は、「経済振興投資は、市場の効率性を前提とすれば成り立たず、忠実義務に反し、悪しき産業政策である」と労働省の解釈通達を強く批判した。また、Lanoff の見解（(3)参照）を「エリサ法制定から間もない時期における社会的投資を求める各界の圧力に対する一時的な妥協策と位置付けるべき」と主張した。他方、Zanglein（参考文献[23]）は、解釈通達は労働省が一貫して維持してきた見解を述べたものに過ぎない、注意義務が履行される限り加入者保護は全うされる等として解釈通達を擁護した。Zelinsky（参考文献[25]）は反論し、労働省が Walton を訴えた（III 1 (2)②参照）ことと経済振興投資の容認は相容れない等と指摘した。

<sup>(48)</sup> 同議員は前年9月にも、年金資金の投資の選択に際して加入者の経済的な利益以外の事項を考慮することを忠実義務違反とする法案（HR5135(103 議会)）を提出したが、委員会を通過しなかった。

<sup>(49)</sup> May 28, 1998 (<http://www.dol.gov/ebsa/programs/ori/advisory98/98-04a.htm>) .

ないかとの懸念を示していたという<sup>(50)</sup>。

なお2002年にCalvert Groupが行った調査によれば、401(k)制度加入者のうち約1/3が社会的責任ファンドを投資の選択肢として提供されているという<sup>(51)</sup>。

## ② 社会的責任ファンドの仕組み

Calvert Groupによれば、本件の社会的責任ファンドは以下のような仕組みであり、投資対象は財務基準、社会的基準の2段階で選定される。

社会的責任ファンドは投資会社法に基づいてSECに登録されたミューチュアルファンドの一種である。それは、伝統的な投資プロセスに加えて、製品、サービスおよび事業遂行方法を通じて社会に顕著な貢献をするとファンドマネージャーが考える会社に投資することにより、一定の投資目標を達成するように設計されている。具体的には、投資候補はまず財務健全性により選別され、その後、個々のファンドの社会的基準 — 製品やサービスの自然環境への影響、従業員の経営参加、労使の交渉状況や労働環境、従業員の創造性発揮の促進等 — によって投資が評価される。社会的責任ファンドのマネージャーは社会的な事項について企業と積極的に対話したり株主提案を行う場合もある。ファンドの方針や基準は目論見書に記載される。投資の成果は市場の指標により評価され、ベンチマークは年次報告書に記載される。

## ③ 労働省の見解

労働省は、エリサ法403条や404条の信認基準は投資機会の評価に際して社会的責任ファンドがもたらすような付随的便益(collateral benefits)の考慮を禁じるものではないとの見解を示してきた。ただし、付随的便益の存在は当該投資が同様のリスクを有する代替的な投資と同様の投資収益が期待できると受認者が判断した場合に限って決め手となりうる。

受認者は、もっぱら加入者の利益のために加入者に給付を提供することだけを目的として行動しなければならないので、退職所得に関する加入者の利益を無関係の事項に劣後させてはならない。換言すれば、[確定給付制度における]投資または[確定拠出制度における]投資の選択肢の選定を決定する際には、受認者は、通常、退職所得に関する加入者の利益のみを考慮しなければならない。投資または投資選択肢の選定に際しては、選択された投資がもっぱら経済的価値の点から判断して利用可能な他の投資と同等または優る場合を除いて、非経済的な要素に影響されてはならない。

受認者は投資に際して、分散、流動性およびリスク・リターン特性を考慮し、ポートフォリ

---

<sup>(50)</sup> Pensions & Investments, Sep. 7, 1998, p. 28.

<sup>(51)</sup> 谷本・前掲(注3)70頁。元資料は、<http://www.socialfunds.com/news/article.cgi/article933.html>。代表的な社会的責任投資ファンドの一つであるドミニオン・ソーシャル・エクイティ・ファンドは、フォード、ヒューレット・パッカー・カードといった大企業やカリフォルニア、バーモント州等の公務員年金に採用されているという(<http://www.domini.com/Institutional-Services/Retirement-Plan-Administrators/index.htm>)。フォードは同ファンドの採用について、「UAWが社会的責任投資ファンドを401(k)制度の投資方法に加えることに関心を示したことを受けて、複数のファンドから選択された」と説明している(Pension & Benefits Reporter, Jan. 2, 2001, p15)。

オにおける当該投資の役割を考慮しなければならない。ある投資は他の投資の機会を奪うことになるので、受託者は同様のリスクを有する利用可能な投資の期待リターンも考慮しなければならない。

社会的責任ミューチュアルファンドの選択にも同様の基準が適用される。上記条件をみたく限り、制度の投資または 404 条(c)制度の投資の選択肢として社会的責任ミューチュアルファンドを選択することは、それ自体として 403 条(c)または 404 条(a) (1)が規定する信託基準に反しない。

#### ④ 検討

本助言意見で検討されているのは、Calvert Group の投資手法ではなく、年金制度の受託者がそのような投資手法を採用する社会的責任ファンドを選択することの可否である。投資信託における投資は投資会社法の規制対象であり<sup>(52)</sup>、エリサ法の信託義務規定は適用されない（3 条(21) (B)、401 条(b) (1)）。

労働省の社会的責任ファンドに対する見解は、確定給付制度、確定拠出制度を通じて、これまで紹介してきた社会的投資や経済振興投資に対する見解と同趣旨である。つまり、投資のリスク・リターンと付随的便益を区別して、利用可能な他の投資と比較して前者が同一（以上）であれば後者を考慮した選択が可能とされる。これは、「企業の社会的要素を考慮すれば高い運用成果を期待できる」という、近年の社会的責任投資の正当性の主張とは異なるが、他方で、それを否定しているわけでもない。

なお、確定拠出制度では加入者が自己責任で投資を選択することから、十分な情報開示を条件に「投資成果よりも社会的価値の追求を優先するファンド」（それを自認するファンドが存在するか否かは別として）の選定を認める余地もあろう。ただし、年金制度の目的は加入者の退職所得の確保であり、それゆえにエリサ法の保護や税制優遇を受けている（税制適格要件は労働省の管轄外）ことを踏まえれば、そのような投資の排除も許されよう。

#### (7) 労働省の判断基準のまとめと評価

以上の助言意見や解釈通達に示された労働省の社会的責任投資に関する判断基準は、1980 年代以来、「選択可能な他の投資と同等（以上）の経済的価値（リスクを勘案した投資の期待リターン）を有する限り、社会的責任投資がもたらす非経済的要素（付随的便益）の観点からそれを選択しても、信託義務に違反するものではない」というものである<sup>(53)</sup>。

<sup>(52)</sup> Djurasovic (参考文献[26]) は、社会的責任ファンドは目論見書に「投資決定に際してファンド所有者の経済的便益以外の要素を考慮する」旨を記載するよう、SEC 規則の制定等を主張する。

<sup>(53)</sup> 労働省は、その後、新たな見解を示していないようである。例えば、Fred Reish, "Doing Well While Doing Good" (PLANSPONSER, May 2003) は、401(k) 制度に社会的責任ファンドを含めることの可否について、労働省の解釈通達 94-1、助言意見 98-04A を参照している。



この基準においては、注意義務と忠実義務が統合的に判断されており<sup>(54)</sup>、注意義務（プルーデント・マン・ルール）に適った投資選択がなされれば、原則として忠実義務違反はないと判断されている。

なお、「他の投資と比べて経済的価値が同等（以上）」という基準は、これまでの例が示すように、投資の経済的価値以外の動機から予め選択された投資の消極的容認基準であって、何らかの投資を積極的に奨励するものではない。

制度の内外に多くの利害関係者を有し資金量も大きい企業年金においては、投資に何らかの付随的便益が生じることは避け難い。そうであれば、それを投資プロセスに明示的に取り込むことが適切で透明な投資判断を可能とする。労働省の判断基準は年金制度の受認者が踏むべき投資プロセスを明確化するという点でも有益と評価できよう。

また、数が少なく十分な検討がなされているとは言い難いものの、判例も付随的便益を伴う投資を直ちに忠実義務違反とはしておらず、労働省の判断基準と符合する。また、近年の統一法が労働省と同様の考え方を採用した点も（II 1 (4) 参照）、労働省の判断基準の妥当性を示すものである。

## 2. 内国歳入法の排他的給付ルールに関する内国歳入庁の解釈

### (1) 内国歳入法上の非課税要件としての排他的給付ルール

内国歳入法は、「(年金信託の) 元本または収益が、従業員またはその受益者に対する給付の目的だけのために利用される」こと、すなわち排他的給付 (exclusive benefit) ルールを非課税要件の一つとして掲げてきた (現行法では 401 条(a)(2))。財務省の規則<sup>(55)</sup>によれば、上記以外の目的には、「信託に係る従業員またはその受益者に対する全ての債務の正当な履行をもつばら意図するもの以外の全ての目的が含まれる」。

本要件は企業年金のみならず公務員年金にも適用される。社会的責任投資は本要件に適合するであろうか。

### (2) エリサ法制定前の見解

#### ① 個別通達 (revenue ruling) 69-494 (1969 年)<sup>(56)</sup>

本件は、年金信託による事業主株式への投資の可否に関する内国歳入庁の通達である。

通達は、「信託資金の投資に際しては、従業員またはその受益者に給付するという主目的

---

<sup>(54)</sup> 一般に、忠実義務は行為の「目的」に関する制約 (目的把握の際には時として信託執行の「効果」が利用される)、注意義務は目的達成のための「手段選択・実行」に関する制約と位置付けられる (木南敦「信託受託者の思慮分別 (prudence) と忠実 (loyalty) について—アメリカ法を手かがりとして—」信託法研究 17 号 (1993 年) 参照)。

<sup>(55)</sup> 26 CFR § 1.401-2(a)(3).

<sup>(56)</sup> 1969-2 C.B. 88.

(primary purpose of benefiting) が維持されなければならない。しかしこの要件は、他の者が信託との取引により何らかの便益を得ること (derive some benefit) を禁止するものではない」と述べて、公正な価格と利回り、流動性、プルーデント・インベスターが従うであろう保護措置や分散といった要件をみたせば、事業主株式への投資は排他的給付ルールに合致すると判断した。

本通達においては、受益者に対する給付が「主目的」であれば第三者（この場合は事業主）が付随的便益を得ることが認められており、また、排他的給付ルールの判断に際して注意義務（思慮深さ）の要素が重視されている<sup>(57)</sup>。

## ② 個別通達 70-536 (1970 年)<sup>(58)</sup>

本通達は、労働組合と企業の交渉に基づいて設立された失業給付制度が、地域社会に便益をもたらすような投資（具体的内容は不明）であって、低リスクのため信託元本毀損の恐れはないが市場を下回る期待収益率の投資を行っても、関係者（組合、企業、受託者）に直接便益を与えないことが条件とされており、また、従業員の利益に反するものではないので 501 条(c) (17)（排他的給付ルールに類する非課税要件）に反するものではないと判断した。

市場利率を下回る社会的投資を明示的に認めた点が注目されるが、元本保全を重視するかつての信託法の影響もうかがわれる。

## (3) エリサ法制定後の見解

### ① 個別回答 (private ruling) 9122081 (1991 年)<sup>(59)</sup>

本回答は、教会の牧師と職員を対象とする年金制度（確定拠出制度）が投資の選択肢に社会的目的ファンド（特定の国と関連の深い企業の証券および受託者委員会が定める一定の投資が排除される）を加えても、教会制度の非課税を規定する内国歳入法 403 条(b) (9)（排他的給付ルールは直接には規定されていない）に反しないと判断した。

### ② 総合委員会覚書 (General Counsel Memorandum) GCM39870 (1992 年)<sup>(60)</sup>

本覚書は、市場利回りを下回る社会的投資を認めた上記個別通達 70-536 を変更した。覚書は、E S O P（従業員持株制度）受託者が、公開買付の際の事業主株式の提供や議決権行使等の際に非財務的な雇用に関連する要素（加入者の従業員としての雇用の安定、雇用条件等）を考慮することを可能とするような信託協定は、内国歳入法 401 条(a) (2)の排他的給付ルールやプ

---

<sup>(57)</sup> エリサ法制定後の判例であるが、年金制度（利益分配制度、個人別勘定制度の一種であり事業主株式等に対する 10% の投資制限は適用されない）が資産の 96% を事業主会社や親会社の約束手形や優先株に投資した事例に関して、信託投資が（従業員以外の）他者に何らかの便益を与える結果になったとしても、資金の悪用がない限り排他的給付ルールに反しないとした事例がある (Shelby U.S. Distributors v. Commissioner, 71 T.C. 874 (1979))。

<sup>(58)</sup> 1970-2 C.B. 120.

<sup>(59)</sup> Mar. 8, 1991 (1991 PRL LEXIS 472).

<sup>(60)</sup> Apr. 7, 1992 (1992 IRS GCM LEXIS 16).

ルーデント・マン基準に反すると判断した。さらに、社会的投資に次のように言及した。

「受託者に非財務的要素の考慮を認めると、受託者は一種の「社会的投資」に関与することになる。従業員の雇用安定の継続や将来の雇用は社会的目的に資する。[しかし]社会的投資は受託者に、制度の負債を全うするという信託義務を超えて、法が許容しない目的を考慮することを要求する。個別通達 70-536 は内国歳入法 501 条(c) (17) に合致せず、現在の有効性は疑問である。」

本覚書の「社会的投資」に関する見解によれば、受託者が非財務的要素を考慮すること自体が排他的給付ルールに反することになり、同程度（以上）の経済的価値があれば非経済的要素を考慮しても信託義務に違反しないとの労働省の見解より厳格である。

内国歳入法上の非課税要件とエリサ法上の信託義務とは目的を異にし所管官庁も異なるものの、内国歳入庁が上記の厳格な見解に基づいて企業年金等による社会的投資の課税免除を否定した実例は報じられていないようである。

## V. 英国における社会的責任投資と信託義務

英国における年金法制の改正が英国においては欧州諸国における社会的責任投資の拡大に大きな影響を及ぼしたと評されることが多い。その当否はさておき、本章では、英国の社会的責任投資に関連する著名な判例と2000年に施行された年金法の開示規則の概要について述べる。

### 1. 社会的責任投資に関する判例

#### (1) 企業年金に関する判例

##### ① Cowan v. Scargill (1984年)<sup>(61)</sup> — 組合方針に基づく海外投資・競合産業への投資の禁止

#### (ア) 事実の概要

炭鉱労働者を対象とする年金制度の投資方針の改定に際して、労働組合側の受託者が組合方針であるとして海外投資および石炭競合産業（石油産業）への投資の禁止を主張し、そのような方針は受託者の義務に反すると主張する経営者側の受託者と対立した。経営側受託者が裁判所に、組合側受託者が信託義務に違反しているか否かの判断を求めた。

本制度の掛金は労使折半だが、物価上昇対応分を使用者が任意拠出していたため使用者が掛金の3分の2を負担していた。

#### (イ) 判旨の概要

受託者の最も重要な義務は現在および将来の受益者の最善の利益を図ることである。信託目的が受益者の財務的便益の提供である — それが通例である — ときには、受益者の最善の利益はごく例外的な場合を除いて最善の財務的利益であり、リスクを勘案しつつ受益者にとって最善のリターンをあげるように投資権限が行使されなければならない。

組合側受託者は、受託者は社会的政治的理由から特定の投資をしなくても非難される謂れはないと主張するが、その代わりに実行された投資が受益者にとって同程度に有利ならばそうだが、不利な場合は非難を免れない。

受託者は投資決定に自己の個人的利益や見解を差し挟んではならない。個人として南アフリカ、アルコール、タバコ、武器等に関連する企業への投資を避けるのは自由であるが、信託においては、それらが受益者にとって他の投資よりも高収益ならば個人的見解のゆえに当該投資を避けてはならない。判例も示すように、受益者の利益のために必要とあらば受託者は（違法でない限り）不名誉な行動もしなければならない<sup>(62)</sup>。もっとも、受益者の全てが厳格な道徳観や社会観を有しアルコール等を糾弾する成人ならば、そのような投資によって財務的収益を増

<sup>(61)</sup> [1984] 2 All ER 750

<sup>(62)</sup> 判決は、「受託者は信託財産の売却に際して、ある買手との交渉が道徳的には拘束力を有するとしても法的拘束力を有する段階に達していない限り、より有利な条件を示した新たな買手に対して信託財産を売却すべき義務を負う」とした判決等を示した。

しても受益者の「便益 (benefit)」とはなるまい。「便益」は広い意味を持つ語である。しかし、このような事例は極めて稀であり、本件は該当しない。

組合側受託者は、投資制限は英国経済を再生させ石炭産業を利するので受益者の最善の利益に適うと主張するが、投資制限は組合方針の実現を目指したものであり、石炭産業の繁栄を図ることが受益者の最善の結果につながるとみなすことはできない。多くの受益者はもはや同産業に従事するわけではなく、同制度は完全積立である。投資制限により受益者や制度が得られる便益は極めて疑わしく望み薄である (far too speculative and remote)。

受託者は、投資制限は受益者に害を与えない、海外投資を行わない年金制度も存在すると主張するが的外れである。受託者は害を与えなければよいのではなく、最善を尽くさなければならぬ。受託者は、投資の選択肢を限定するのではなく、信託条項で認められた全ての投資対象を受益者の利益のために活用する義務を負う。市場の大きなセクターや海外投資の排除は分散の点で利益をもたらさない。

労働側受託者が年金資金の海外投資や石炭競合産業への投資の禁止を試みることは信託義務に違反する。

#### (ウ) 検討

本件は石炭労働者の年金制度において自国や自産業を振興する（と主張される）投資方針と受託者の義務との関係が問題となった事例である。

判決は、企業年金のように信託目的が受益者に対する財務的便益の提供である場合には、受託者は投資収益最大化を目指さなければならないとし、同程度に有利な投資である場合に限って社会的考慮が許されるとした。また、本件とは直接関係のない南アフリカ、アルコール等に対する投資制限にも言及し、同様の基準が適用されるとした。

判決が財務的収益を犠牲にしてもよいとした条件は、成人たる全受益者の同意と思われる（企業年金では受益者は特定しておらず、遺族給付があれば未成年の受益者も存在しうる）。

労働組合が主張する海外や競合産業に対する投資の禁止は心情的には理解可能としても、英国産業や石炭産業の振興に役立つか否かは明らかでない。他方で、判決は、そのような投資制限が投資収益に与える損害を数量的に検討したわけでもない。なお、制度が完全積立であったことが石炭産業振興を目指す投資を否定する材料となっている。米国の Withers 判決 (III 2 (1) ①参照) とは対照的である。

本判決は、企業年金においては、制度関係者に便益を与える（と主張される）投資に限らず、狭義の社会的責任投資に関しても、他の選択肢と同程度に有利な場合に限って選択が許されることを示した点で重要である。

## (2) 地方自治体および教会の信託基金に関する判例

### ① Martin v. City of Edinburgh District Council (1987年)<sup>(63)</sup> – 市議会が管理する信託が保有する南アフリカ関連株式の処分

#### (7) 事実の概要

選挙により労働党が多数を占めるに至ったエジンバラ市議会は、反アパルトヘイト政策を採択し、その具体策として市議会が管理する58の信託(225万ポンド)における南アフリカ関連企業への投資の回収を決議し、証券会社の提案を得て入替を実行した。

保守党の議員会長が裁判所に、市議会〔の労働党議員は〕は南アフリカ投資を回収する政策を予め決定しており、受託者として決議が受益者の最善の利益に適うか否かについて検討せず専門家の助言も得なかったことで信託義務に違反したことの確認を求めた。

#### (イ) 判旨の概要

市議会は南アフリカ投資の処分政策の遂行に際して、それが受益者の最善の利益となるか否かについて明示的な検討を行わず、また、専門家の助言も得なかったことで、信託違反である。

#### (ウ) 検討

本件は、地方公共団体の信託資金における南アフリカ関連投資の処分が問題になった事例である。議会の少数派が、信託受託者としての議会の役割に焦点を当てて議会の決定を争った。

判決は、政策決定が先行し受託者として受益者の利益を十分に考慮しなかった点を信託違反とした。なお、英国の信託法では、投資における注意義務の一環として、専門家の助言が重視されている。

### ② Harries (Bishop of Oxford) v. Church Commissioners for England (1991年)<sup>(64)</sup> – 教会の信託財産の投資における道徳的考慮

#### (7) 事実の概要

英国国教会の財務委員会は、教会の信託財産(不動産、貸付、有価証券等)を管理運営し、牧師の生活費・年金等を支給していた。牧師への給付は十分ではなかった。

委員会の一員でもある主教(bishop)等が、委員会の投資方針は財務的考慮を偏重しており倫理的考慮が不十分であるとして、裁判所に、委員会は資産管理に際して教会を通じるキリスト教教義の促進という資産保有目的を考慮しなければならず、財務的損失の恐れがある場合においても当該目的に反する行動をしてはならないことの確認を求めた。

#### (イ) 判旨の概要

公益(慈善)のための受託者は、信託目的を増進するように投資権限を行使する義務を負う。受託者が保有する財産には、機能発揮を目的とするもの(ナショナルトラストが保有する歴史

<sup>(63)</sup> [1988]SLT 329

<sup>(64)</sup> [1993]2 All ER 300

的建造物、救世軍が保有する宿泊所、事務所等)と活動資金を稼ぎ出すこと、つまり投資を目的とするものの二種類がある。後者では一般に営利的な思慮深さ (commercial prudence) に従って収益最大化を追求することが信託目的に最も資する。多くの信託は資金を必要としている。

ただし例外もある。ある種の投資が信託の目的遂行に反する場合には (例えば、がん研究基金によるタバコ株式投資)、受託者は投資してはならない。理論的には信託に重大な財務的不利益が生じうる場合でも同様であるが、特定の会社ないしセクターを除外しても十分に分散したポートフォリオを選択できるので、実例は稀であろう。また、ある種の投資は潜在的な受給者が援助を拒否したり財政支援者を離反させることにより信託の活動を妨げる場合がありうるが、受託者は投資を保持した場合と排除した場合の得失を均衡させなければならない。さらに、信託条項が非財務的基準の考慮を規定している場合には、受託者はそれに従う。

受託者は投資のために保有する財産を投資以外の目的に利用してはならないが、受託者が責任ある (responsible) 地主、株主として行動できないというわけではない。他方、受託者は思慮深く行動しなければならず、道徳的見解の表明手段として慈善事業の犠牲において投資財産を利用することは許されない。自己財産においては自由だが、信託財産で行ってはならない。

付言すれば、慈善事業を支援したり給付を受ける者においても、ある者は特定の投資が道徳的観点から信託目的に反すると判断し他の者は何ら問題ないと判断するなど、見解は大きく分かれる。道徳的問題に対する明確な回答はない。受託者は、重大な財務的不利益が生じる恐れがないと判断した場合に限って、道徳的観点からある投資は慈善事業の目的に反すると主張する人々の見解を受け入れることができる。

委員会が保有する信託資金の目的は牧師に対する財務的支援である。委員会の投資方針は、「資産管理の主目的は総合収益の最大化であるが、責任ある投資家として社会的、倫理のおよび環境問題についても適切な考慮を払う。証券投資に際しては武器、ギャンブル、アルコール、タバコおよび新聞を主たる事業とする企業、南アフリカ関連企業には投資しない。不動産投資に際しては環境問題に十分配慮する」等と規定している。委員会は「倫理的」投資方針を有しており、これに従ってきた。

上記投資方針は、教会構成員が宗教的道徳的観点からその種の事業に反対していることを踏まえたものであろうが、反対の見方をする構成員も多いであろう。委員会は、十分な代替的投資が残されていたがゆえに、道徳的評価が分かれているにもかかわらず特定の投資を排除できると判断したのであろう。

原告は排除すべき南アフリカ関連企業の拡大 (従来の英国企業の 13% (時価) から 37%へ) を提案し、委員会は分散投資が制限される等として拒否した。いずれの基準がキリスト教の倫理に適するかを論じても結論は出ない。委員会が重大な財務的損失の恐れから判断したことは正当である。

原告は、住宅困窮地域で市場価格を下回る住宅の提供を提案した。しかし委員会は住宅に関する慈善者（housing charity）ではない。地域計画を実施する当局の許可が得られる限り、委員会が保有土地を社会的目的の促進のために低価格で売ることは正当ではない。

原告の申立を却下する。

#### (ウ) 検討

本件は、従来から一定の社会的考慮が行われてきた教会系信託基金の投資に関して、財務的損失が生じて倫理的考慮を優先すべきとの主張が退けられた事例である。

判決は、保有財産を信託目的遂行のための財産と投資財産に区別し、後者においては収益最大化が必要との原則を示した。また、例外として、①信託目的に反する投資は（理論的には）重大な財務的損失の恐れがあっても排除できる、②道徳的観点から信託目的に反すると主張される投資は重大な財務的損失の恐れがなければ排除できる、③信託の活動を妨げる投資は得失を均衡させるように可否を決定する、④信託条項に規定があればそれに従う、ことを示した。

本件は上記②に属するものであり、裁判所は、原告が主張する南アフリカ関連企業の範囲拡大や不動産の低廉譲渡は重大な財務的損失の恐れがあるとして拒否した受託者の決定を追認した。なお、財務的損失の程度が詳しく検討されたわけではない。

原告の主張は教会の教義の解釈とも関連する。米国の Basich 判決（Ⅲ 2 (2) ②）が政教分離の観点から司法判断を避けたのに対して、本判決は、教会の信託基金といえども重大な財務的損失の恐れがない場合に限って道徳的観点から特定の投資を排除できると判断した点で対照的である。

### (3) 判例のまとめ

上記の 3 判決は、理由は異なるが、いずれも社会的責任投資を否定した。信託財産の投資に際しては収益最大化が原則であり、問題は、社会的、倫理的考慮がどの程度許されるかである。

企業年金に関する Cowan 判決は、他の投資と同程度に有利な場合に限って社会的考慮が許されるとした。例外は、成人たる全受益者が同意した場合である。

教会系の信託を対象とする Harries 判決は、投資に際して信託の目的や活動との関係の考慮を認め、重大な財務的損失の恐れがない場合には信託目的を踏まえた道徳的考慮も可能とした。Cowan 判決と比べると受託者の裁量が広く認められているが、これは企業年金信託と公益信託の性格の相違を反映したものであろう。また、Cowan 判決が受託者は受益者の利益のためには不名誉な行動も必要とまで述べたのに対して、Harries 判決は責任ある投資家としての行動を認めている。

Martin 判決は受託者の意思決定手続、特に複数の立場を兼ねる者が踏むべきプロセスを示したもので、先行する意思決定にとらわれない、専門家の助言を含む独立した調査の必要性を指摘した。



以上によれば、年金給付を目的とする企業年金の資金運用に際しては、受託者は収益最大化を目指さなければならない、他の投資と同程度に有利な場合に限って社会的考慮が許される。

## 2. 年金法規則に基づく社会的責任投資に関する方針の開示

### (1) 1995 年年金法と 99 年の規則による開示規制

#### ① 年金法と開示規則

英国の企業年金は信託形式をとっており基本的には信託法により規律されてきたが、大規模な資金流用が発覚したマックスウェル事件を契機として 1995 年に年金法 (Pensions Act 1995, 1995 c. 26) が制定され、企業年金の管理や投資の規律が強化された。

年金法 35 条は受託者に投資方針書の策定を義務づけ、その記載内容として、投資対象と割合、リスクとリターン、投資の評価のほか、「その他の規定される事項」(同条(3)(f))を規定した<sup>(65)</sup>。これに基づく規則 (statutory instrument) として 99 年に SI 1999 No. 1849 が制定され<sup>(66)</sup>、1996 年職域年金制度 (投資) 規則 (SI 1996 No. 3127) に、以下の事項が追加された (2000 年 7 月 3 日施行)。

「11A 投資方針書に関する追加的内容

1995 年年金法 35 条(3)(f)に規定する事項は以下のものとする。

- (a) 投資の選択、保有および換金に際して社会的、環境的または倫理的考慮が払われる場合には、その程度 (to the extent (if at all))
- (b) 投資に付随する権利 (議決権を含む) の行使に関する方針がある場合には、その方針 (if any)」

#### ② 投資方針書の記載例

年金法規則の施行から 2 年を経た 2002 年の調査<sup>(67)</sup>によれば、年金基金による社会的責任投資は必ずしも進んでいないようである (調査団体は社会的責任投資の推進派のようであり、厳しい評価は割り引いて考えるべきであろう)。同調査から投資方針書における社会的責任投資の記載状況を確認する<sup>(68)</sup>。

まず当団体が高く評価するのが、英国有数の基金である B T 年金基金の投資方針書である<sup>(69)</sup>。同基金の運用は子会社であるハーミーズを中心とする運用会社に委託されている。記述は簡略であるが、企業の倫理的行動と株主の長期的利益との因果関係を認めている点が高い評価につ

<sup>(65)</sup> なお、受託者は投資方針書の策定に際して、金融専門家から書面による助言を得てこれを考慮するとともに、事業主と相談 (同意は不要) しなければならない (同条(5))。

<sup>(66)</sup> <http://www.legislation.hmso.gov.uk/si/si1999/19991849.htm>

<sup>(67)</sup> JUSTPENSIONS, Do UK Pension Funds Invest Responsibly? (July 2002) (<http://www.justpensions.org/ukpf2002-exec.shtml>)

<sup>(68)</sup> 同上 5-6 頁参照。

<sup>(69)</sup> 同基金の 2001 年アニュアルレポート (<http://www.btpensions.net/PDF/BTPS2001.pdf>) 30 頁にも掲載されている。

なだったのであろう。

「本制度の全ての投資マネージャー任命書は、受命者は制度資産を投資する株式の選択に際して以下の事項を考慮すべきことを、投資方針により指示するものとする。－ 株主の長期的利益からみた会社運営には、従業員、仕入先および顧客との関係を効率的に運営し、倫理的に行動し、環境や社会の全体を顧慮することが必要である。同様に、任命書は、マネージャーが株式に付随する所有者としての権利の行使に際して最善の努力を払うことを要請する。

本制度の主要な投資マネージャーであるハーミーズは、英国および海外におけるコーポレート・ガバナンスの方針書を策定しており、同社ウェブサイトに掲載されている。」

他方、不適切な事例として次の記載を示している。前述の規則によれば社会的責任投資に関して何も記載しないという選択肢もある中で、このような記載が存在することは、英国の年金基金の社会的責任投資に対する多様な考え方を示唆するものである。

「もっぱらまたは主として社会的、環境的または倫理的な理由により、特定の会社に積極的に投資したり処分することはない」

「受託者は、企業のいかなる事業活動が受容可能かについては政府が適切な枠組を設定することを信頼し、通常、追加的な制約を加えることはしない」

## (2) 開示規則の法的意義

本規則は、法律論としては、社会的責任を考慮する場合や議決権行使方針がある場合に、その「開示」（投資方針書への記載であり、公開ないし全加入者に周知されるとは限らない）を義務づけたものに止まり、受託者に社会的責任投資や議決権行使自体を義務づけたものではない<sup>(70)</sup> <sup>(71)</sup>。

もちろん、このような規則の制定の背景に英国政府の社会的責任投資や議決権行使を推進する意図があることは想像に難くない。本規則は、年金基金に対する社会的責任投資に関する意識喚起を通じて、基金から運用を委託される運用会社の社会的責任投資を促し、ひいては、投資対象となる事業会社の社会的責任に対する積極的な取組を促すという連鎖を意図し

---

<sup>(70)</sup> 98年7月に開示規則の制定方針を公表した際に Denham 年金担当大臣は「通常の財務的要素を考慮した結果、加入者の財務上の利益が等しい投資から選択を行うという「同点決勝」状況（'tie-break' situation）においては、受託者が社会的な考慮を行っても非難することはできない」と述べた（<http://www.dwp.gov.uk/mediacentre/dss/pressreleases/1998/jul/09-07-98-2.htm>）。米国労働省の見解と同趣旨である。また、99年7月の開示規則の制定に際して Timms 年金担当大臣は、「(社会的責任投資に関する) 投資方針の採択を強制するものではない。規則は開示を求める措置であり、受託者が社会的責任に沿った方法で投資することを求めるものと解されてはならない」と述べた (Financial Times, Jul. 17, 1999, p.5)。

<sup>(71)</sup> 本規則は社会的責任投資と議決権行使を、共に開示規制の対象としている。ちなみに米国労働省は、1987年のエイボンレター以来、議決権行使は信認義務の一部であるとの判断を示してきた一方で、社会的責任投資については本稿で示したように中立的である。

たものであろう<sup>(72)</sup>。実際に、運用会社の団体が上場企業に対して社会的責任等に関する開示を求めるなど<sup>(73)</sup>、企業の社会的責任に対する注目は投資という側面からも高まっているようである。

ただし、英国の判例は投資における収益最大化義務を（米国以上に）強調してきただけに、本規則が判例を修正し、社会的責任投資に伴う忠実義務や注意義務を免除、軽減するものとは考えにくい。英国における社会的責任投資と企業年金の信託義務との関係については、今後の展開を注意深く見守る必要がある<sup>(74)</sup>。

---

<sup>(72)</sup> 首藤恵教授は、「英国では、企業の社会的責任の推進を公的規制によるのではなく、市場に委ねることを選択した。企業の社会的責任への対応の適切さを内部リスク管理の一環とみなし、年金基金に社会的責任投資に関する情報開示を義務付けることにより、機関投資家によるコーポレート・ガバナンス行動を通じて企業の社会的責任を推進するという考え方が確立している。年金基金の社会的責任投資に関する情報開示は、企業の社会的責任を重視する政府の公共政策であると同時に、社会的責任を果たす企業への投資は、代表的株主である機関投資家が果たすべき社会的役割でもある」と指摘される（「機関投資家のコーポレート・ガバナンスと社会的責任投資—英国の経験—」経済学論叢（中央大学）43巻3・4号（2003年3月）193-194頁）。

英国の社会的責任投資の専門家（Sparkes）は、年金法規則の制定の背景として次の要因をあげている。①80-90年代の世界的な民営化・規制緩和によりタガの外れた企業活動に対する資本市場を通じる是正手段としての役割が期待されたこと、②英国の地方公共団体が全国的に推進していた環境保護政策（Local Agenda 21）を地方公務員年金の投資方針に反映される必要があったこと（年金法規則と同様の規則が別途制定された）、③機関投資家のコーポレート・ガバナンスへの取組みが不十分であるとの批判の高まりへの対応（参考文献[5] 13-16頁）。なお、この論者は、年金法規則は社会的環境的な考慮とその開示の双方を義務付けるものであり、従来の信託法の枠組みの変更を明示するものと位置付けている（同6-7頁）。

<sup>(73)</sup> 例えば、英国保険協会（<http://www.abi.org.uk>）は社会的責任投資に関する開示ガイドライン（[http://www.ivis.co.uk/pages/gdsc7\\_1.PDF](http://www.ivis.co.uk/pages/gdsc7_1.PDF)）を公表して企業に開示を要請しているが、その趣旨は（社会を良くするというよりは）企業に社会的、環境的または倫理的事項に関するリスクの認識と管理を求めることにより短期・長期の企業価値の増大を目指すものようである。

<sup>(74)</sup> 英国の社会的責任投資の専門家（Mansley）は、概略次のように述べている。「年金法の規則は年金基金を規制する信託法の原理を変更するものではないが、財務的事項を最重視しつつ倫理的事項等を考慮する投資方針（'tie-break' approach）を策定することは十分可能である。さらに、倫理的事項等を考慮することがより高い成果を生むとの投資方針（performance-based approach）を採用しても、これを法的に攻撃することは容易でない。実際には受託者の取組みは両者を混ぜ合わせたものになる。年金スポンサーでもある企業は環境、倫理等に関する社会からの批判に能動的に対応し、企業価値を高める方向に経営を転換してきた。年金基金や機関投資家もそれを見習うべきである」（参考文献[4] 11-25、27-35頁）。

## VI. おわりに

最後に、前章までに紹介した米国の法制、判例および行政解釈ならびに英国の判例等から社会的責任投資に関する企業年金の信託義務の基準を要約し、社会的責任投資の類型に応じた検討を行うとともに、わが国における今後の課題を記す。

### 1. 社会的責任投資に関する企業年金の信託義務の基準

#### (1) 複数の基準の可能性

米英の基準をまとめるに先立って、社会的責任投資と企業年金の信託義務との関係をどのように整理するかについては、複数の選択肢が存在しうることを示しておく。

##### ① 加入者の利益や給付の意義

受託者は「もっぱら加入者の利益を図り」「加入者に給付 (benefit) を提供することだけを目的とする」べき忠実義務を負う。まず、企業年金における「加入者の利益」や「加入者の給付」の内容については次のような選択肢が考えられる。

- ・アー 1 … 加入者に対する将来の年金給付に限定する
- ・アー 2 … 上記に加えて、加入者に対する直接的便益（例えば現役労働者の雇用安定、退職者のための介護施設）を含める
- ・アー 3 … 上記に加えて、加入者に対する間接的便益（例えば地域住民としての環境保護や経済発展、地球市民としての環境保護や人権擁護）を含める

アー 1 は、年金給付財源である年金資金における投資収益最大化の要請と結びつく。

##### ② 付随的便益の提供の可否

忠実義務には「もっぱら」「だけ」という限定がある。付随的便益の存在やその意図的提供の可否については次のような選択肢が考えられる。

- ・イー 1 … 受託者の主観的な目的や認識にかかわらず（加入者以外の者、特に一定の制度関係者に）付随的便益をもたらす取引は忠実義務違反である
- ・イー 2 … 受託者が（加入者以外の者に）付随的便益の提供を意図する取引は忠実義務違反である
- ・イー 3 … 受託者が（加入者以外の者に）付随的便益の提供を主目的とする取引は忠実義務違反である

イー 1 は取引の効果、イー 2、イー 3 は受託者の意図に着目した基準である。受託者の自己取引禁止やエリサ法の禁止取引は、現実の利益相反の有無と関係なく一定の取引を禁止するもので、対象者や取引類型を限定した上でイー 1 を徹底したものである。イー 2、イー 3 においては、意図や目的の証明が難しい場合には取引の効果（誰がどのような付随的便益を得たか）等から判断されることになる。

### ③ 投資収益最大化からの乖離の可否

アー 2、アー 3 で示したような投資の付随的便益が存在する場合において、アー 1 から導かれる投資収益の最大化（通常、注意義務の要請でもある）を犠牲にすることが許されるか否かについては、次のような選択肢が考えられる<sup>(75)</sup>。

- ・ ウー 1 … 投資収益最大化を犠牲にすることは許されない
- ・ ウー 2 … 僅かな犠牲であれば許される
- ・ ウー 3 … 重大な犠牲でなければ許される
- ・ ウー 4 … 重大な犠牲でも許される

## (2) 米英における社会的責任投資に関する企業年金の信託義務の基準

### ① 「経済的価値が同等」基準

本稿で紹介した米国の法制、判例および行政解釈ならびに英国の判例等に照らせば、米英における社会的責任投資と企業年金の信託義務との関係についての判断基準は、概ね次のように要約できる。

年金制度の受認者は加入者の利益すなわち投資収益最大化を図らなければならない。選択可能な他の投資と同等（以上）の経済的価値を有する場合、つまり投資収益を犠牲にしない場合に限って、投資に際して社会的考慮を行い、社会的責任投資を選択することができる。

この「経済的価値が同等」基準は上記選択肢のアー 1、アー 3、ウー 1 を組み合わせたものである。企業年金の目的は加入者の将来の年金給付であること、他方で資金量の大きい年金資金の運用に際しては付随的便益の存在を無視できないことを踏まえれば、現実的な選択である。

### ② 企業年金と会社の相違

前述のように、スコット教授は会社による寄付の類推から信託投資における道徳的考慮を認めた（II 1 (2)）。1992 年にアメリカ法律協会が採択した「コーポレート・ガバナンスの原理」<sup>(76)</sup>の 2.01 条（会社の目的と行為）は、(a) 項で会社の目的は会社利潤と株主利益の増進であるとの原則を示しつつ、(b) 項は、それらが増進させられない場合においても、(1) 法の定める範囲内で行動しなければならない、(2) 責任ある事業活動にとり適当であると合理的にみなされる倫理上の考慮を加えることができる、(3) 公共の福祉、人道上、教育上、及び慈善の目的に合理的な額の資源を充てることことができる、旨を規定している。つまり、会社においては事業活動に関する倫理的考慮や公益上の寄付は、たとえ会社の利益（長期的利益と解されている）に

<sup>(75)</sup> ウー 1 は企業年金に関する米国の Walton 判決（III 1 (2)②、労働組合の付随的便益）や英国の Cowan 判決（V 1 (1) ①、投資方針における社会的考慮）、ウー 2 は地方公務員年金に関する米国の Baltimore 判決（III 2 (1)②、条例の合憲性）、ウー 3 は教会系信託に関する英国の Harries 判決（V 1 (2)②、信託目的に関する道徳的考慮）、ウー 4 は同（信託目的に反する投資）、がそれぞれ示した基準を参考にした。

<sup>(76)</sup> 注 5 を参照。

反する場合でも合理的範囲内であれば認められる。

上記の会社の基準と比べると企業年金の「経済的価値が同等」基準は倫理的考慮に対して制限的とも感じられる。しかし会社は、広範な目的を有し活動も多岐にわたること、取締役や経営者に広い経営裁量を認めることが有益であること、株主が取締役等を監視する仕組みが整っていること（公開企業については資本市場の監視もある）、取締役等に対して満足できない株主は退出が可能であること、といった企業年金にはない特徴を有する。

企業年金においては社会的考慮を認められる範囲が会社より狭いことは、不合理ではない。

### ③ 運用会社の位置づけ

年金基金から運用を委託された運用会社は企業年金の上記制約を受け継ぐ。

運用会社は社会的責任の一環として本業たる投資において社会的考慮を払うべきとの主張はありえよう。企業の社会的責任は古くて新しい課題であり、状況に応じた適切な対応が求められる。企業や商品のイメージやブランドが消費者の選択に大きな影響を与え企業の生死さえ決するような業種に属する会社と、顧客資金の運用成果が数字に表れる運用会社（特に、企業年金等のプロ顧客を相手にする場合）とでは状況も対応も異なる<sup>(77)</sup>。

運用会社は運用を委託した年金基金等の顧客の意向を尊重するべきであり、運用リスクを負担する顧客の指図や納得なくして投資成果を犠牲にするような社会的責任投資を行うことは顧客に対する信認義務に反する。

### ④ 確定拠出制度と確定給付制度

加入者が投資リスクを負担する確定拠出制度においては、適切な情報開示がなされる限り、投資の選択肢に社会的責任ファンドを含めて、加入者の自己責任による選択を認めても問題はなかろう。なお、米国労働省は、当該ファンドが他の選択肢と同等の経済的価値を有することが必要との条件を付している（IV 1 (6) 参照）。

他方、確定給付制度においては、社会的責任投資により損害が生じた場合に追加掛金を負担するのは事業主であり、加入者の年金給付は原則として影響を受けない。投資収益最大化を犠牲にするような社会的責任投資には、年金基金の受託者に加えて、投資リスクを負担する事業主も、株主に対する責任上、反対せざるをえない（ただし事業主としての制度的な拒否権はなかろう）。もっとも、年金基金による社会的責任投資を自社の社会的責任遂行の一環と位置付けることは考えられよう。

---

<sup>(77)</sup> 英国保険協会および英国銀行協会が関係大臣等の参画も得て 2002 年に作成した、金融機関を対象とする企業の社会的責任（CSR）に関するガイドライン（"A Practical toolkit—Guidance on Corporate Social Responsibility Management and Reporting for the Financial Services Sector"（[http://www.abi.org.uk/Display/File/301/forgesfull\\_doc.pdf](http://www.abi.org.uk/Display/File/301/forgesfull_doc.pdf)）は、資産運用会社については、SRI や CSR に基づく選択や運用が全てのファンドに適用されるものではないこと、CSR の推進に伴うリスクとして信認義務違反と受け取る向きもありうる、と述べている（79 頁）。

### (3) 「経済的価値が同等」基準とわが国における企業年金の信託義務

米英の「経済的価値が同等」基準は、わが国の企業年金の信託義務（受託者責任）の判断基準とも無縁ではない。厚生労働省が策定した厚生年金基金の受託者責任ガイドライン<sup>(78)</sup>は忠実義務を次のように敷衍している。

「理事は、その職務の遂行に当たり、もっぱら加入員等の利益を考慮すべきであり、これを犠牲にして自己又は加入員等以外の者の利益を図ってはならない。」(3 (1)②)

上記規定の「これを犠牲にして…ならない」に着目すれば、基金の理事は、加入員等の利益（投資収益最大化）を主目的とし、加入員等の利益を犠牲にしない限り、第三者に付随的便益がもたらされることを認識、認容していても忠実義務違反ではないと思われる<sup>(79)</sup>。

ちなみに、運用機関の選択に関して行政当局は次のように解説している。

「基金の利益を犠牲にしない限りにおいては、事業主の利益を勘案することは許される。例えば、運用委託先の検討に当たり、2つの運用受託機関（一方を事業主と緊密な資本関係のある会社A、他方を事業主と無関係の会社Bとする。）があった場合、2つの運用受託機関の運用評価が全く同じであるときには、どちらを選択しても基金の利益を犠牲にすることはないため、事業主の利益に配慮し、Aを選任することとしても差し支えない。」<sup>(80)</sup>

運用機関の選定に際して、一種の「経済的価値が同等」基準が採用されている。

## 2. 社会的責任投資の類型に応じた検討

社会的責任投資と企業年金の信託義務との関係の検討に際しては、具体的な「社会的責任投資」の投資理念（投資成果の追求と社会的価値の実現との関係の整理）や投資手法<sup>(81)</sup>をよく見極めることが必要である。

### (1) 「投資により社会を変える」社会的責任投資

投資を一定の社会的価値の実現手段と位置付ける社会的責任投資である。企業年金の目的は加入者の引退後の所得保障であり、その投資目標は長期的にみた収益最大化である。投資収益最大化を犠牲にしても一定の社会的価値の実現を目指すことは企業年金の運用としては不適切であり忠実義務や注意義務に反する<sup>(82)</sup>。

---

<sup>(78)</sup> 「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」厚生省年金局長通知平成9年4月2日、年発第2548号

<sup>(79)</sup> 厚生年金基金連合会『受託者責任ハンドブック（理事編）』1998年、85-86頁参照。

<sup>(80)</sup> 厚生省年金局運用指導課監修『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の解説』（法研、1997年）24頁。

<sup>(81)</sup> 社会的責任投資における投資評価の仕組みについては、谷本・前掲（注3）101頁以下が詳しい。

<sup>(82)</sup> このことは、社会的責任投資あるいは企業の社会的責任に対して無関心であれと主張するものではない。各人が自己の価値判断に基づいて投票、市民運動、訴訟、投資、消費等の中から最も相応しい方法により自己の信じる社会的価値の実現を推進すればよいのであり、他人の資金（リスク負担）で自己の主張の実現を試みることは適切でないというだけである。

## (2) 「投資成果を犠牲にすることなく、社会的価値の実現を目指す」社会的責任投資

投資の経済的価値としての投資収益と非経済的価値としての社会的影響を区別し、前者を確保した上で後者を実現するという社会的責任投資である。米英における社会的責任投資に関する信託義務の基準である「経済的価値が同等」基準に適合する。

ただ、この基準が適用されてきた事例を踏まえれば、「経済的価値が同等」基準は、投資収益向上以外の動機<sup>(83)</sup>からある投資（非市場性の投資が中心<sup>(84)</sup>）を選択する場合における、「実害がなければ禁止するまではない」という消極的容認基準である。収益最大化を目的とする企業年金においては、そのような動機が存在する場合は少なからう<sup>(85)</sup>。

投資手法の検討に際しては、①目指す非経済的価値の選択<sup>(86)</sup>が妥当であること（例えば、年金基金の加入者の意向との整合性）、②社会的考慮により経済的価値が損なわれないこと、の二点を見極める必要がある。もっとも年金運用において最も重視すべきは投資収益の最大化であるから、①②の大前提として、③経済的価値の追求自体が適切に行われているか否かの見極めが重要である。この点は、次の(3)を含む、新たな投資手法（商品）の採用の際の検討と基本的に同様である。

## (3) 「高い運用成果が期待できる」社会的責任投資

近年では、「社会的責任の遂行に熱心な企業は高い株主価値を実現できるので、このような企業を選別して投資する社会的責任投資は高い運用成果を期待できる（do well by doing good）」といった観点から社会的責任投資を正当化する主張がなされており<sup>(87)</sup>、これを裏付ける検証結果も見られる<sup>(88)</sup>。

それらの当否は別として、このような社会的責任投資は高い運用成果を目指す投資戦略の一つ

---

<sup>(83)</sup> 信託法第三次リステイトメントの「社会的・政治的な問題や事柄に関する受託者の個人的見解を実現または表明するという動機」（Ⅱ 1 (3)）、英国の Cowan 判決の「自己の個人的…見解」（V 1 (1)①）、Harries 判決の「道徳的見解の表明手段」（V 1 (2)②）といった表現を参照。

<sup>(84)</sup> ただし、証券市場での投資についても、非経済的な理由から一定企業の株式を排除する場合等に適用できる。例えば、市場と同様のリスク、リターンを有する南アフリカ・フリー（含まない）・ファンドやタバコ・フリー・ファンドに投資する。

<sup>(85)</sup> また、「経済的価値が同等」か否かを厳格に判定すれば、2つの投資の経済的価値が同等と判断される機会は少ないかもしれない。他方で、予め採用が内定した投資を正当化する隠れ蓑として緩やかな判定が悪用される恐れもある。さらに、市場が効率的であれば、ある投資家による社会的責任投資の選択は「私達のおカネでこの会社を応援する」という満足感はあるにせよ、社会全体の資金供給を変えないとの指摘もある（この点は(3)についても同様）。

<sup>(86)</sup> 非経済的価値を考慮するためには追加的な調査費用を要するので、「経済的価値が同等」か否かは当該費用を含めて比較することになる。

<sup>(87)</sup> このような投資戦略が有効なら、社会的倫理的側面を強調する（たとえ投資成果が劣っても心理的な補償が期待できよう）必要はないし、他方で、有効性が周知されれば収益獲得機会は失われるかもしれない。なお、経済同友会の海外調査に際して、英国経営者協会の関係者は、社会的責任投資の発展の背景の一つとして「現実的な問題として、株価が低迷する中、「SRI」という看板を掲げないと、証券会社の人間が見向きをされないという事情もある」と答えたという（経済同友会『第15回企業白書―「市場の進化」と社会的経営責任』2003年、142頁）。

<sup>(88)</sup> 首藤・前掲（注72参照）186頁によれば、実務サイドの検証はどちらかというとSRIファンドの良好なパフォーマンスを支持する結果が多いが、中立的な立場に立つアカデミックな研究ではSRIファンドと非SRIファンドのリターンには有意な差は認められていない、とされる。



であり、それ自体として信託義務に違反するものではない。しかし、年金基金なり運用会社が自己の投資をそのように規定しさえすれば信託義務の問題が無くなるものでもない。

つとにスコット教授が指摘されたように、「社会的義務について適正な感覚を有する企業は、長期的にみて高い成果を生む可能性が高い」(II 1 (2)) かもしれない。しかし、証券市場はより高い運用成果を求めて熾烈な運用競争が繰り広げられている場である。具体的な投資手法が、例えば、企業のいかなる社会的側面に着目し、どのような情報の活用により、いかなる経路で高い運用成果を獲得できるのかといった点を十分に見極める必要がある。もちろん投資には不確実性がつきものであり、厳密な事前検証は不可能である。当該投資手法が、必要経費を勘案した上で、投資収益の向上に結びつく合理的に予測できるか否か、専門性と先見性を備えた判断が求められる。

社会的責任を十分に果たす企業の株主価値が高まることは望ましいことであるが、それが証券市場の現状(ないし近未来)であるとは限らず、社会的責任に関して全ての人の考えが一致するものでもない。「高い運用成果が期待できる社会的責任投資」は、個人の価値観や道徳観から出発し犠牲も厭わないという意味での伝統的な社会的責任投資とは区別すべきかもしれない<sup>(89)</sup>。そのためにも、具体的な投資手法の見極めが重要である。

### 3. わが国における今後の課題

わが国における社会的責任投資は始まったばかりである。企業年金の資金はもっぱら加入者の利益のために思慮深く投資しなければならないという点で、英米とわが国に異なる点はない。

今後、具体的な社会的責任投資の投資理念や投資手法も踏まえながら、法的検討を深めることが望まれる。また、①社会的責任投資には高い運用成果を期待できるのか、②社会的責任投資(による資金配分の変更)により社会的価値が増進されるのか(他の方法と比べて有効か)、といった点の理論的、実証的な検証が進むことも期待したい。

芹澤英明教授は米国企業年金の社会的投資に関する1987年のご論考において、「将来、日本の私的年金(特に企業年金)が、社会福祉の後退に伴って発達してくるならば、その投資の行方は必ず問題となるはずである。'social investment'論は、その時、再び取り上げられなければならないだろう」と展望された<sup>(90)</sup>。

本稿が社会的責任投資と企業年金の信託義務に関する検討の一助となれば幸いである。

---

<sup>(89)</sup> 近年の社会的責任投資の市場拡大傾向に対しては、「倫理観に基づいて投資を行う純粋のSRI投資家からは、「倫理観に基づかないSRIの増加はSRIの墮落である」とか、「企業価値およびパフォーマンスに結びつかない社会性の要素が切り捨てられる懸念がある」という批判がある」とされる。谷本・前掲(注3)107頁。

<sup>(90)</sup> 芹澤(参考文献[11])112頁。

○ 主要参考文献（本文に注記したものを除く、発行年順）

1. 概説書等

（米国法制）

- [1] Susan P. Serota ed., *ERISA Fiduciary Law* (BNA, 1995)、特に、Chapter11, Leon E. Irish, Arthur G. Kent, The Social Investment Quandary
- [2] Douglas G. Cogan ed., *Tobacco Divestment and Fiduciary Responsibility*, (IRRC, 2000)、特に、Chapter 3, Analysis of Legal Issues Concerning Tobacco Divestment and Socially Screened Investments
- [3] John H. Langbein, Bruce A. Wolk, *Pension and Employee Benefit Law 3d. ed* (Foundation Press, 2000)、特に、Chapter14-C, Social Investing  
（英国の社会的責任投資全般）
- [4] Mark Mansley, *Socially Responsible Investment — A Guide for Pension Funds and Institutional Investors* (Monitor Press, 2000)
- [5] Russell Sparkes, *Socially Responsible Investment — A Global Revolution* (John Wiley & Sons, 2002)

2. 論文等（全て米国法制、日米順）

- [11] 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（1987 年）
- [12] Ian D. Lanoff, The Social Investment of Private Pension Plan Assets, 31 Lab. L. J. 387 (1980)
- [13] James D. Hutchinson and Charles G. Cole, Legal Standards Governing Investment of Pension Assets for Social and Political Goals, 128 U. Penn. L. Rev. 1340 (1980)
- [14] Ronald B. Ravikoff and Myron P. Curzan, Social Responsibility in Investment Policy and the Prudent Man Rule, 68 Calif. L. Rev. 518 (1980)
- [15] John H. Langbein and Richard A. Posner, Social Investing and the Law of Trusts, 79 Mich. L. Rev. 72 (1980)
- [16] John H. Langbein, Social Investing of Pension Fund and University Endowments: Unprincipled, Futile, and Illegal (*Disinvestment: Is it Legal? Is it Moral? Is it Productive?*, National Legal Center for the Public Interest, 1985 所収)
- [17] Thomas A. Troyer and Walter B. Slocombe and Robert A. Boisture, Divestment of South Africa Investments: The Legal Implications for Foundations, Other Charitable Institutions, and Pension Funds, 74 Geo. L. J. 127 (1985)
- [18] Comment, Job Creation for Union Members through Pension Fund Investment, 35 Buffalo L.

Rev. 323 (1986)

- [19] Daniel Fischel and John H. Langbein, ERISA's Fundamental Contradiction: The Exclusive Benefit Rule, 55 U. Chi. L. Rev. 1105 (1988)
- [20] Maria O'Brien Hylton, "Socially Responsible" Investing: Doing Good versus Doing Well in an Inefficient Market, 42 Am. U. L. Rev. 1 (1992)
- [21] Edward S. Adams and Karl D. Knutsen, A Charitable Corporate Giving Justification for the Socially Responsible Investment of Pension Funds: A Populist Argument for the Public Use of Private Wealth, 80 Iowa L. Rev. 211 (1995)
- [22] Edward A. Zelinsky, ETI, Phone the Department of Labor: Economically Targeted Investments, IB 94-1 and the Reincarnation of Industrial Policy, 16 Berkeley J. Emp. & Lab. L. 333(1995)
- [23] Jayne Elizabeth Zanglein, Protecting Retirees while Encouraging Economically Targeted Investments, 5 Kan. J. L. & Pub. Pol'y 47 (1996)
- [24] Alvin D. Lurie, ETIs: A Scheme for the Rescue of City and Country with Pension Funds, 5 Cornell J. L. & Pub. Pol'y 315 (1996)
- [25] Edward A. Zelinsky, Economically Targeted Investments: A Critical Analysis, 6 Kan. J. L. & Pub. Pol'y 39 (1997)
- [26] George Djurasovic, The Regulation of Socially Responsible Mutual Funds, 22 Iowa J. Corp. L. 257 (1997)
- [27] Angela Read, Building Signposts for the Future: Pension Fund Investment Strategy, Socially Responsible Investing, and ERISA, 23 J. Pension Planning & Compliance 39 (1997)
- [28] Thomas M. Griffin, Investing Labor Union Pension Funds in Workers: How ERISA and the Common Law Trust May Benefit Labor by Economically Targeting Investment, 32 Suffolk U. L. Rev. 11 (1998)
- [29] Alec Sauchik, Beyond Economically Targeted Investments: Redefining the Legal Framework of Pension Fund Investments in Low-to-Moderate Income Residential Real Estate, 28 Fordham Urb. L. J. 1923 (2001)