

(年金法制) : 米国 401(k)制度における自社株投資と受託者 (トラスティ)の義務

401(k)制度の自社株投資により損害を被った加入者による損害賠償請求訴訟が多発している。事業主に加えて、受託者が訴えられる事例もある。労働省は昨年12月、受託者の義務を限定的に解釈する見解を公表し、本年2月には、これに沿った下級審の裁判例も現れた。

米国の401(k)制度では、事業主が投資商品の選定を行い、加入者はその中から投資商品を選択して掛金を配分する。保険契約を除く年金資産は信託形態で保管されるが、受託者 (trustee、具体的には銀行の信託部門や信託会社) は、事業主や加入者の指図に従って年金資産を受動的に管理、投資することになる。ところで米国では、事業主の株式 (以下、自社株という) が投資商品に含まれる場合が少なくない。2001年のエンロン、2002年のワールドコムの大倒産に際しては、過度の自社株投資の結果、雇用と年金を同時に失うという問題点が顕在化した。

両社を含めて、不正経理の公表により株価が急落した企業に対しては、401(k)制度加入者による集団訴訟が多発している。加入者は、「不正経理により割高となった自社株への投資は思慮深くない (imprudent) ことを知りつつ、情報提供や投資商品からの除外を怠った」として、事業主を訴えている。さらに、「当時の報道等に照らせば、事業主の指図がなくても、自己の判断で除外すべきだった」として、受託者も訴えられている。

米国の企業年金法であるエリサ法によれば、企業年金の管理や投資に裁量を有する者は受託者 (fiduciary) とされ、受託者は加入者に対して忠実義務や注意義務を負う。従って事業主は、もっぱら加入者利益の観点から思慮深く投資商品を選定し、その後も継続的に監視 (必要により除外、入替) しなければならない。このように、自社株を含めて、投資商品の選定に関して第一次的な義務と責任は事業主にある。では、受託者 (受託者の一員である) の役割とは何か。

エリサ法によれば、受託者は原則として年金資産を管理、投資する排他的権限を有するとされ、確定給付制度において資産運用と資産管理の双方を行う場合がこれにあたる。ただし、401(k)制度のように、「受託者は指名受託者 (named fiduciary、制度規約に規定された管理責任者であり、受託者に含まれる。ここでは事業主) の指図に従う」ことが明確に規定されている場合には、受託者は指名受託者の正当な (制度規定に基づいてなされ、エリサ法に反しない) 指図に従わなければならないとされ、被指図受託者 (directed trustee) と称される。

受託者の権限

通常受託者	年金資産を管理、投資する排他的権限を有する
被指図受託者	指名受託者 (事業主等) の正当な指図に従って年金資産を管理、投資する

* これらのほか、投資する権限が投資顧問会社等に委任される場合がある

つまり、被指図受託者は指名受託者の正当な - 制度規定に基づいてなされ、エリサ法に反しない - 指図に従う義務があり、それに従えば免責される。では、被指図受託者は指名受託者による指図の「正当」性を、どのように判断すればよいのだろうか。

「正当」性の判断方法については、指名受認者の指図が制度規定等に反することが「外見から明らか」でない限り指図に従ってよいとの考え（エリサ法制定時の議会の見解が根拠）が有力であった。ところが、労働省は2002年8月、エンロンの401(k)制度に関する訴訟において、指図がエリサ法等に反することを受託者が「知りまたは知るべき」場合には免責されないと主張して、積極的な調査義務を示唆した。これに対して銀行業界は、「外見基準が正当であり、それに従って業務を遂行してきた。知るべき基準は実行不可能だ」と反発した。また、受託者の報酬上げや、自社株を含む401(k)制度の受託拒否といった悪影響も懸念された。

そこで、労働省は2004年12月、銀行業界の照会を受けて、上場証券、特に自社株に関する指図を受けた被指図受託者の義務の具体的内容に関して見解を公表した。概要は以下の通り。

労働省「被指図受託者の信認責任」(FAB 2004-03)の概要

指図が制度規定に適合しているか否かの判断

被指図受託者の義務に関連する制度規定を請求して点検する

指図がエリサ法に反していないか否かの判断

(a) 指図が法により禁止された利益相反取引でないか否かの判断

指名受認者から禁止取引規制の遵守表明文書を取得すれば、それを信頼できる

(b) 指図が思慮深いかなどの判断

証券に関する重要な非公開情報（財務諸表の重要な不実記載等）を有する場合、指名受認者に質問する

臨時報告書提出・破産申立等の公開情報（企業の存続性に関する推測記事は該当しない）により会社の存続性に重大な疑問が生じる場合、指名受認者に質問する

財務不正により当局に起訴された（当局の調査開始は該当しない）会社が自社株の購入・保有を指図する場合、拒否するか独自の調査を行う

労働省は、(b)に関して、個々の投資の思慮深さを判断する第一次的な義務が指名受認者にあり、受託者は指名受認者の行為を再度行い評価する義務はないと述べている。例えばエンロン事件のような不正経理や倒産の危機がある場合に、被指図受託者が公開情報に基づいて質問義務等を負うのは、破産申立や起訴といった極めて例外的な状況に限られる。労働省の見解は、「知りまたは知るべき」基準を維持しつつも、質問義務等が生じる場面を例外的かつ明確な事象に限定して、被指図受託者の実務に配慮したものであり、訴訟リスクも軽減されよう。

2005年2月には、ワールドコム（WorldCom）の401(k)制度を巡る訴訟において、上述した労働省の見解を採用して、被指図受託者の責任を否定する地裁判決が現れた。

被指図受託者は受認者の一員として、加入者を保護することが期待される。他方、事業主の指図の思慮深さを全て再検証する必要があるとすれば、企業年金の投資の効率低下と費用増加を招くことにもなる。このような観点から、被指図受託者の義務を限定的に解した労働省の見解やワールドコム訴訟の判決は妥当なものと言えよう。ただし、確定拠出制度に自社株投資が深く組み込まれた米国の特異性も無視できないように思われる。（土浪 修）