

運用機関の受託者責任

－受託者責任研究会の議論と成果を踏まえて－

厚生年金基金連合会の「運用機関の受託者責任に関する研究会」（以下、「受託者責任研究会」という。）は、98年の理事編に続き、2000年4月17日に運用機関編の「受託者責任ハンドブック」をとりまとめ、公表した。

このハンドブックは、運用機関の受託者責任についての初の横断的な実務マニュアルであり、2000年度内の成立が見込まれる確定拠出年金法における運営管理機関等の責任、金融商品販売法における金融商品販売業者の責任等に対する具体的対応に当たって、大きな影響を与えるものとみられる。

1. 運用機関の受託者責任が問われる背景

年金運用の規制緩和が急速に進み、金融ビッグバンにより取引規制が大幅に自由化され、資産運用ビジネスの業務展開が急速に拡大するなど、年金基金を取り巻く運用環境は、運用担当者により大きな裁量を持って高度化かつ効率的な運用を行うことを可能とした。しかし、その運用に伴う責任については、具体的にどのように果たして行くべきかについては、こうした運用自由化のペースに追いついていない。

1) 年金運用の規制緩和

株式・債券等への投資比率の上限を定めた「5・3・3・2」規制をはじめとする年金資産に対する厳格な運用規制は、運用手法の高度化に伴い、効率的な投資の妨げになっていたことから、順次撤廃されてきた（表1）。

さらに、今通常国会に提出され3月31日に公布された年金改革関連法では、厚生年金基金に関する運用規制がほぼ完全に撤廃されるに至っている。今回の改正で自由化された事項としては、①運用資産の信託契約に関して、金銭信託の制限を撤廃し、現物による移管を可能とする（厚生年金保険法130条の2）、②自家運用を行おうとする場合の資産規模規制¹を撤廃する（旧法130条の2第3、4項の削除）、③学識経験監事の設置強制を撤

¹ 運用資産総額が500億円以上である基金であって、運用資産の管理および運用体制について厚生大臣の認定を受けた基金は、特定金銭信託、一定の債券、預貯金への預け入れという制限の下に、自家運用（インハウス運用）ができるとされていたが、この認定を受けていたのは厚生年金基金連合会のみ

廃する（旧法 119 条 4 項）、④年金資産への拠出を現金に限らず上場株式によることも認める²（新法 139 条 4 項）、⑤管理業務に特化した信託契約を可能とする、⑥積立金の管理運用に関する契約について届け出制（認可）を廃止する（旧法 130 条 4 項削除）、というものである。

これらの改正のうち、④は 2000 年 4 月 1 日から、そのほかは公布後 3 ヶ月以内（6 月 1 日予定）から施行となる。

表 1 年金運用に関する規制緩和

年月	規制緩和の内容
90.4	・ 企業年金の一部の投資顧問への運用委託が解禁（総資産の 1/3） ・ 運用拡大部分の資産配分「5.3.3.2」規制、運用機関ごとに安全性資産 50%以上 ・ 自家運用（資産規模 500 億円以上、債券・預貯金のみ）
93.7	・ 投資顧問会社への最低委託額が 1 億円に引き下げ
94.11	・ ニューマネーとオールドマネーの区分撤廃（運用拡大の資産要件は総資産の 1/3）
95.4	・ 運用拡大部分について、運用機関ごとの「5・3・3・2」規制撤廃 ・ 運用拡大認定要件について「設立後 8 年以上」から「3 年以上」に緩和
96.4	・ 運用拡大の資産要件について 1/3 から 1/2 に緩和 ・ 従来運用部分について、運用機関ごとの「5・3・3・2」規制撤廃 ・ 一定要件を満たす基金及び連合会の「5・3・3・2」規制の撤廃
96.7	・ 掛金シェア・給付シェアの自由化
97.12	・ 「5・3・3・2」規制の完全撤廃
98.1	・ 予定利率の一律適用の撤廃
98.3	・ 運用拡大認定要件のうち「設立後 3 年以上」が撤廃 ・ 財投協力義務の廃止
98.4	・ 厚生年金基金の自主運用の上限撤廃
99.4	・ 従来運用と運用拡大の区分の完全撤廃
00.4	・ 年金信託及び指定単契約について現物移管の解禁
00.6 以降	・ 自家運用の資産規模規制の撤廃 ・ 年金資産への上場株式の直接拠出の解禁（信託拠出に加えて） ・ 管理業務に特化した信託契約の解禁（マスタートラスト業務が可能に）

（出所）野村総合研究所

2) 拡大する資産運用ビジネス

金融ビッグバンの総仕上げとなる金融システム改革法の施行により、資産運用ビジネスの規制が大幅に緩和され、金融機関・証券会社・保険会社がこぞって拡充・強化している。

であった（厚生年金基金令 30 条の 6～30 条の 9、厚生年金基金規則 39 条～40 条の 3）。

² 上場株式による掛金の納付は、①基金の規約にその旨が定められていること、②納付する株式の価額は時価により、厚生省令に基づく算定額とすること、③運用資産における株式とあわせて基金の資産総額の 5%以下であること、④1 銘柄当たり、運用資産における株式とあわせて発行済株式総数の 5%以下であることなどが要件となっている（厚生年金保険法施行令 34 条の 2、厚生年金基金規則 32 条の 3 の 2～5）。

私募投信や会社型投信が導入され、法律上の仕組みとして投資運用手段が多様化したこと、運用規制の緩和に伴い、デリバティブ取引やオルタナティブ投資といったリスクの高い取引も投資対象として考えられるようになってきたことが理由として挙げられる。

また、運用手法の高度化・専門化や業務運営の効率化の要請等から、投資顧問会社が、さらに専門的な運用を行う他の投資顧問会社や投資信託委託会社に再委託することが業務上可能となったほか、売買注文をまとめて出し、一定の按分ルールで取引配分を行う一括発注といった取引手法が可能となった。また、99年10月以降、証券取引に係る売買委託手数料の完全自由化および取引所集中義務の撤廃により、運用コストを大きく引き下げるといった観点からより割安な手数料で注文執行する証券会社や、より有利な取引市場や相対での取引を選択することが可能となっている。

こうした運用規制の緩和は、運用効率を高めるための高度な専門性に大きく依存することとなる。他方で、運用の結果や運用リスクは基金に帰属するものであり、運用機関は、運用過程における責任を、基金理事は運用機関の運用に対するモニタリングを通じた責任を、十分に認識しなければならない。

2. 企業年金における運用責任（受託者責任）

1) 企業年金を取り巻く関係者

企業年金³の管理・運営・運用には、企業年金基金を設立した母体企業、企業年金基金に常駐する理事、企業年金基金から資産運用を受託した運用機関、そして企業年金基金に拠出し、退職後給付を受ける従業員という4者が密接に関連している。

年金資産を有する委託者(受益者)は、その資産の管理や運用について、その能力や技量を見込んだ専門家に委託し、自ら資産の管理・運用を行う以上に大きな利益を期待する⁴。図1のように、委託者は本来は最終的に利益を受ける従業員であるが、スキーム上、基金理事が従業員を代表する基金から委託される形で担当する。

年金基金の資産運用における究極的な目的は、従業員に対して確実に退職給付を行うことであり、予定された支払い運用の失敗や保有資産の価値下落によって退職給付が行えないとなると、誰に対してその損害賠償を請求すべきなのかが明確にされていることが必要である。運用の結果責任は、年金理事にあるとはいえ、その運用次第で積み立て不足に当

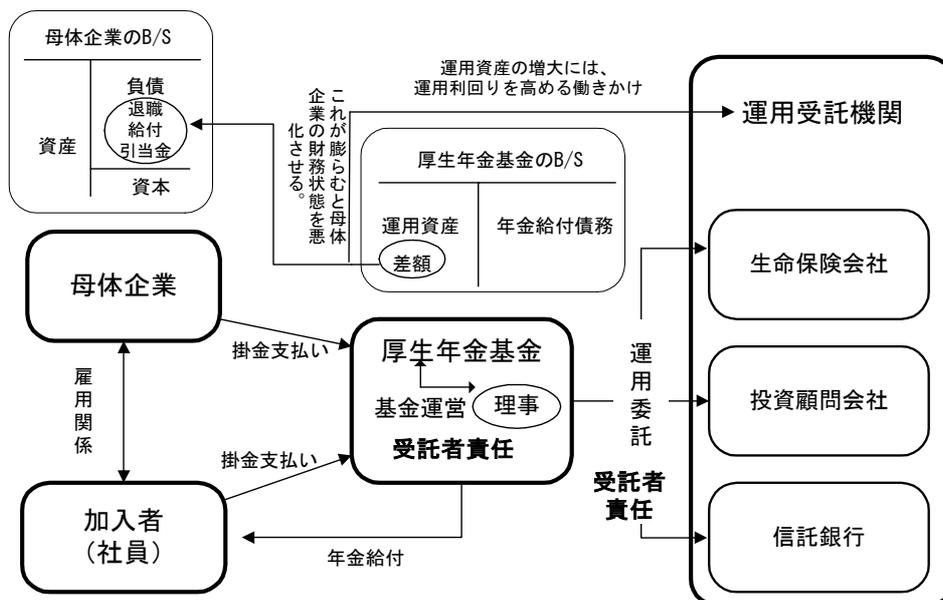
³ 企業年金には厚生年金基金、税制適格年金があるが、ここでは厚生年金基金について取り上げる。また、2000年通常国会に上程されている「確定拠出年金法」により、企業年金に新たに確定拠出型年金が登場することになるが、ここでは確定給付型年金について取り上げる。

⁴ 英米における信託では、こうした関係は契約関係よりも受託者の責任が重い信託関係となる。わが国では、両者を明確に区別していないが、今後の資産運用の発展にはこうした考え方の浸透が不可欠と考える。

たる退職給付引当金を積み増さなければならない母体企業にもその資産を減少するリスクがある。こうした運用責任は、年金基金の受益者のみならず、退職給付債務を負担する企業の株主からも、直接訴えられる可能性がある。

このような運用の受託関係からも、資産運用を委託された基金理事、受託運用機関に対し忠実かつ注意深い行動を要請する受託者責任意識の浸透が重要となっている。

図1 厚生年金基金を取り巻く関係者



(出所) 野村総合研究所

2) 厚生年金基金における運用責任

我が国には、法令上受託者責任を明確に定義したものはない。米国では、従業員退職所得保障法（ERISA）が、年金資産の管理・運営について裁量権を有するまたは行使しうる者を受託者として、忠実義務、プルーデント・マン・ルール、分散投資義務、文書遵守義務を受託者責任として規定し、年金加入者（受益者）の受給権を保護するため、受託者による受託者責任違反に対して厳しい制裁や損害賠償の訴権が認められている。

ERISA の受託者責任規定に照らして、我が国年金基金における受託者責任を考えると、専ら受託者の利益のために行動し、受託者は委託者の利益を害する行為を行ってはならないという忠実義務と、善良な管理者の注意深さをもって行動しなければならないという注意義務（善管注意義務）という2つの義務からなると指摘できる。

基金理事は厚生年金保険法、厚生年金基金令において、基金（加入者・受給者）に対し

忠実義務及び善管注意義務を負っており、厚生年金基金において、年金資産の運用・管理は、一義的に基金理事が責任を負うことが規定されている。

3) 運用機関ごとに異なる受託者責任

年金運用という観点からではなく、業者として求められる義務という観点から、各運用機関の業法に個別に受託者責任らしき規定が定められている。だが、運用機関の業者としての義務を規定する各根拠法には、この忠実義務と善管注意義務の両方が明確に定められていない。

厚生年金基金の運用には、信託銀行が行う年金信託、年金指定単（年金指定金銭信託契約）、年金特定金銭信託（運用は投資顧問会社）、投資顧問会社が行う投資一任契約（信託銀行に有価証券の保管）、生命保険会社が行う一般勘定、特別勘定（第一特約、第二特約）といった形態がある（図2）。それぞれの契約上、運用責任は様々に定められている。

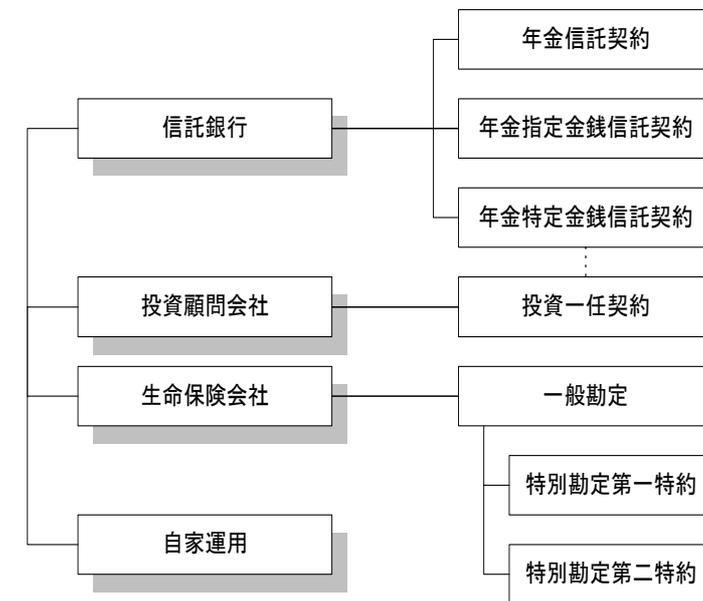
信託銀行の年金運用及び資産管理に関しては、善管注意義務（信託法20条）、忠実義務（信託法22条、兼営法4条、信託業法10条2、3項）、自己執行義務（信託法26条）、分別管理義務（信託法28条）、共同受託者の合手的行動義務（信託法24条2項）、書類設置・報告義務（信託法39条、40条）があるほか、「事務ガイドライン」や信託協会の信託業務通達、業務方法書、契約書などで定められている。

生命保険会社の年金運用及び資産管理に関しては、保険業法に受託者責任の規定はない。厚生年金基金保険契約に基づき、民法上の「信義誠実の原則」に基づき自己資産を運用するという形になる。一般勘定分は「元本の償還と保証利率までの利息の支払いが保証された金銭上の債権債務関係」であるため、受託者責任という考え方が馴染まないと指摘されることが多い。他方、特別勘定分は運用リスクを契約者である年金基金が負担することになるため、生命保険会社に受託者としての誠実運用義務が生じる。誠実運用義務は法律上の義務ではなく、協定書における「生命保険会社は基金の本特別勘定特約を付加する趣旨に従い、誠実に注意深く当特別勘定の適正な運営を行うものとする」というところに依拠しており、運用の基本方針においても明示されている。

投資顧問会社の年金運用に関しては、年金基金との投資一任契約に基づき、契約の履行上の義務である善管注意義務（民法644条）と、忠実義務（投資顧問業法21条：投資顧問業者、30条の2：認可投資顧問業者）がある。

このように、委託された運用形態やその根拠法の違いにより、運用機関が果たすべき責任は一樣ではないことから、運用結果について最終的にリスクを負担することになる年金基金（委託者）は、どの程度の責任を自己または運用機関が負うべきなのかについて不安定な状態にある。

図2 厚生年金基金の運用形態



(出所) 野村総合研究所

3. 受託者責任研究会の議論と成果

1) 問題意識と議論の進め方

厚生年金基金連合会は、97年に厚生省から「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」が公表されたのを受け、98年に基金理事に対する「受託者責任ハンドブック」をまとめている。基金理事に対する受託者責任について、厚生省のガイドラインに基づき、事例をあげて紹介したものである。

連合会は、運用機関についても受託者責任を明確にしていくべきだと考え⁵、99年4月より、新たに受託者責任研究会をスタートした。運用機関については、基金理事のようなガイドラインがなく、運用機関における受託者責任という考え方が明確でない。受託者責任研究会では、訴訟等による判例の積み重ねも不十分な中で、立法的な手当てを待たず、現行法令及び各運用契約に散在する運用機関の責任規定を受託者責任という考え方に照らして整理・参照しつつ、資産運用管理に対する責任をプロセスごとに例示していくこととしたのである⁶。

受託者責任研究会に3つのワーキング・グループを設け、それぞれ、基金関係者及び運

⁵ これに先立ち、98年秋に第一次報告を示している。

⁶ 筆者も受託者責任研究会のワーキンググループのメンバーであるが、本稿において意見に渡る部分は私見である。

用関係者、シンクタンク、運用コンサルティング会社が参画し、議論を進めた。3つのワーキンググループ（A、B、C）では、3区分した資産運用管理のプロセスのそれぞれについて議論を重ねた。資産運用管理プロセスに従って、43の事項を列挙し、「帰納的なアプローチ」によって、基本的な考え方、関連する法規制、各項目に関し「不適切と考えられる事項」及び「運用機関として行うことが期待される事項」を例示している⁷。あわせて、こうした運用機関の行為に対し、基金がどういった観点からモニタリングすることが望ましいかについて「チェック事項」を例示している（表2）。

表2 資産運用管理プロセスごとの留意事項一覧

I. 運用機関の評価・選定、契約時	II. 投資の基本スタンス	III. 投資対象の選定
1. 重要事項の説明 2. 過去の運用パフォーマンスの提示 3. 運用プロセス 4. 運用体制 5. 運用の再委任先等の選定・管理 6. 基金の指示内容の確認 7. 運用機関選定・契約時の母体企業に対する干渉	8. 運用基本方針・運用ガイドライン等の遵守 9. 的確なリスク管理 10. 中長期的なトータルリターン の追及	11. 資産配分 12. キャッシュ管理 13. 分散投資 14. 新規投資 15. デリバティブ取引 16. 自社株、関係会社株式、社債、投信等の取得 17. 政策投資 18. 不公平な取扱い 19. 顧客間取引 20. 銘柄選定モデル
	V. 報告	
	30. 運用結果の報告 31. 運用スタイル等の変更 32. 法令・契約違反の報告	
IV. 売買の発注・約定	VI. 運用に関するその他の問題	VIII. 運用コンサルティング
21. 発注証券会社の選定 22. 兼業に伴う利益相反 23. 売買発注約定 24. 取引執行コスト 25. ソフトダラー 26. 短期売買取引一回転売買 27. 円転、外貨滞留 28. 銀行勘定貸し 29. 自行為替	33. 株主議決権の行使 34. 株主優待物	40. 基金の実状把握と助言 41. 助言内容 42. 運用機関評価 43. 関係会社等の運用機関評価等
	VII. 資産管理	
	35. 資産管理体制の整備 36. 分別管理 37. 約定照合・受渡決済 38. コーポレート・アクション 39. カストディアンや保護預り先の選定、管理	

(注) 各チームの主要テーマは以下の通り。Aチーム：I. 運用機関の評価・選定、契約時、II. 投資の基本スタンスおよびVIII. 運用コンサルティング、Bチーム：III. 投資対象の選定、IV. 売買の発注・約定、Cチーム：V. 報告～VII. 資産管理および受託者責任の法的根拠と基本性格
(出所) 野村総合研究所

また、Cグループでは、実務マニュアルの法的位置づけについても議論している。「帰納的なアプローチ」によってチェック事項を例示するだけでは不十分であり、やはり、研究会としてどのような観点から受託者責任を論じているのかを明確にする必要があると考

⁷ 各事項における例示については、実際に起こった問題または生ずる可能性の高い事例を取り上げている。

えたためである⁸。受託者責任の法的根拠および法的論点についての議論を通じてクローズアップされた問題については、金融サービス法および企業年金法による立法的解決を期待している。

受託者責任研究会は、2000年2月10日までの間、受託者責任研究会の中間報告に対して一般から寄せられた意見も踏まえ、同年4月17日に最終報告を公表した。最終報告では、運用機関の受託者責任に対する考え方を「演繹的アプローチ」により示し、資産運用管理プロセスの各項目ごとに根拠となる関係法令や各業界の自主ルールをあわせて列挙することにより、全体として「『運用機関の受託者責任』実務マニュアル（以下、「実務マニュアル」という）」となっている。

2) 今後の検討課題

受託者責任研究会では、今後の運用環境の変化を見据えつつ、いまだ過渡期にある運用上の諸問題⁹についても積極的に問題提起するとともに、今後のさらなる検討を要する事項として、具体的に以下の4つを示している。

(1) 最良執行の確保とソフト・ダラー

最良執行とは、売買執行に当たって、売買委託手数料や税金だけでなくマーケット・インパクト・コスト等の把握しにくいコストを含め総取引コストを最小限に抑えることをいい、運用機関は最良執行を確保すべきだといわれる。実際に、最良執行が確保されているかどうかを検証することは難しく、ある程度、システム的な対応が相当の費用で行えるようになるのを待つほかないと考えられる。

取引コストとの関係から取り上げられているソフト・ダラーとは、米国で一般的な取引慣行であり、運用機関が証券会社に一定の発注をする契約に基づき、対価の支払いなしに、証券会社の提供する売買執行以外のサービスを受けるものである。ソフト・ダラーで提供されるサービス分について割高な手数料を支払うこともあり、運用機関との間に利益相反が生ずるといった懸念があるため、取り上げられている。わが国においてこうした慣行が一般化する前に、ソフト・ダラーの利用を抑制するねらいがある。

ソフト・ダラーでの情報提供に似たものとして、証券会社がアナリスト・レポート等を

⁸ 法的論点として、①信託法理と契約法理、②忠実義務と注意義務、③ERISAにおける受託者責任、④わが国における受託者責任、⑤生命保険と受託者責任、⑥運用機関の受託者責任に関する立法論などを取り上げた。特に、生命保険と受託者責任については、生命保険契約は「保険会社が一定額の保険金を支払うことを約し、保険料はその対価として保険会社の固有の資産に組み入れられる」ものであり受託者責任に馴染まないという生命保険会社の主張に対し、運用の実質に着目すべきとの観点から検討が行われ、特別勘定については運用リスクをすべて基金が負担するという点で受託者責任を論じうるが、生命保険会社が元本及び利率を保証している一般勘定については、議論の一致をみなかった。

⁹ ソフト・ダラー、セキュリティーズ・レンディング、海外でのデフォルトを考慮した外国証券の決済方式の検討などを取り上げている。

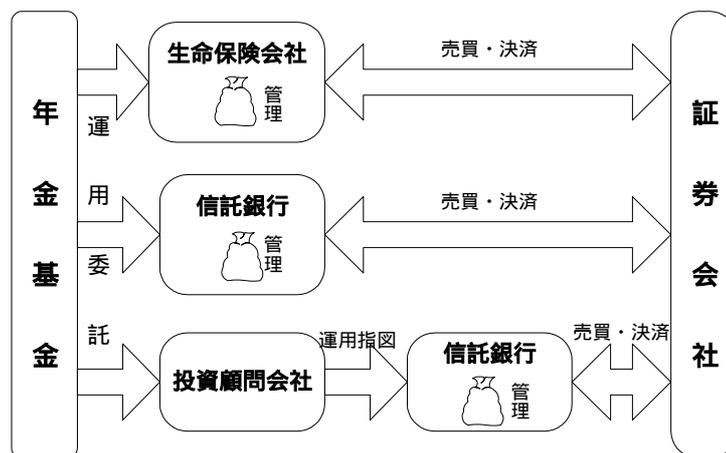
運用機関に無償で提供することをどう考えるかについては議論が分かれている。ファンドパフォーマンスの向上を目指す上での有効な判断材料であるが、こうした情報提供サービスに対する対価性についての認識は定まっているとは言えず、ソフト・ダラーと断じることはできないであろう。情報提供サービスに対する対価等の問題については、売買発注先の選定を含めた最良売買執行の問題としてとらえ、適正性を確保していくことが必要であるといえる。

(2) 資産運用と資産管理の業務隔壁の確立

チェック事項の「資産管理」のところにもみられるように、運用機関のなかでも、信託銀行と生命保険会社は資産運用と同時に資産管理も行っているが、投資顧問会社は、法律上、資産管理は禁じられているため、対象とされていない(図3)。

資産管理業務としては、運用機関の日々の売買情報が集中し、さらに運用評価等の付随業務等が行われることもあわせて考えれば、資産運用機関として他社と競合状態にあるにもかかわらず、他社の運用状況を知り得る立場にある資産管理機関としての立場も有するというのは、公正な競争の確保が図られているとは言い難い。資産管理業務と資産運用業務を社内規程上分離し、ファイアー・ウォールを設けるということでも足りるという次元のものではなく、今後発展していくとみられる資産管理に特化したマスター・トラスト業務の望ましいあり方を考える上でも、法律上の明確な分離が必要と考えられる¹⁰。

図3 年金運用における証券取引の売買・決済・保管の流れ



(出所) 野村総合研究所

¹⁰ 資産管理ビジネスの発展と、信託銀行の機能分化の動きについては、片山英治「日本における有価証券管理ビジネスの新展開」『資本市場クォーターリー』2000年冬号参照。

(3) TOBに対する対応など株主議決権を巡る問題

99年度は、IDC、エスエス製薬、昭栄に対する非友好的なTOBが行われるなど、わが国企業の長く安定した経営権がいよいよマーケットにさらされる時代がやってきたようである。TOBが行われ、これに応じるかどうかについては、米国でも受託者責任上の議論が行われている。非友好的なTOBに応募することは、市場で売却するよりも、プレミアムが高く、収益も高い。非友好的なTOBが成功した場合、TOBに応募しなかった株主は、少数株主となり、いずれは非公開会社の株主となって、その後の投資価値は大きく減少することになる。一方、TOBが失敗した場合には、株価は下落する傾向があり、たとえTOBに応募して株を手放したとしても、対象会社がその後の株主価値を向上させる余地がある場合には、下がったところで新たに買い付けるということで、同株式を割安に購入できる。運用機関は受託者としてTOBにどう対応するかは、今後ますます難しい判断を伴ってくると思われる。

そのほか、米国で提起されるクラス・アクションへの参加を勧誘されるケースがある。米国では機関投資家が経営陣に対して訴訟を提起することはそれほど珍しくないが、海外における訴訟への参加に要する費用や労力は決して軽くない。勝訴すれば株主の利益として報われるわけだが、基金の利益の観点から、費用対効果を考えて個別に対応すべきものであるとしている。

実務マニュアルでは、基金の利益という観点から議決権を行使することを求めているが、今後は、企業間の株式持合解消が進むなか、議決権を自ら行使するほかに、TOBへの応募の勧誘や、他の株主からの議決権行使の勧誘が増える可能性もある。コーポレート・ガバナンスに関する運用機関の株主行動は、基金の利益という観点から、さらに一層積極的に行っていくべきものであろう。

(4) 投資信託に関する受託者責任

基金の資産運用において、投資一任契約を通じた私募投信の購入が行われている。また、自家運用として投資信託に投資することも今後行われるものとみられる。

だが、実際に問題として指摘されている、勝手な運用スタイルの変更や、投資パフォーマンスの悪化に伴い、類似ファンドを創設して乗り替えを促すことなどが、年金基金の運用における受託者責任に照らしてどう取り扱って行くべきかについては今後の検討課題としている。

なお、2000年5月23日に成立した投信法改正法（14条）では、金融審議会での議論を踏まえ、投資信託の設定・販売を行う投資信託委託業者に対して現行の忠実義務に加えて善管注意義務および行為準則を明確に規定されており、今後の投資信託に関する受託者責任を議論する上で非常に心強い。

4. 今後ますます本格化する受託者責任に関する議論

1) 基金と運用機関の間の共通ルールの確立

「運用機関の受託者責任」実務マニュアルは、運用責任に関する包括的な検討が行われた初の成果であり、未だ過渡期にある年金運用の世界において、具体的な行為基準の先鞭をつけたものと評価できる。「運用機関の受託者責任」の意義は、基金及び運用機関の裁量が大きくなった今日における年金運用において、両者の「緊張関係を有する協働性」に着目して、個別の事例ごとおよび各運用管理プロセスごとに受託者として留意すべき事項についての共通の理解・認識を組成し、明確化することであると思われる。受託者責任研究会では、運用機関の受託者責任として実務マニュアルに示された各事項が実務レベルで広く活用されることを期待している。

一方、運用機関や基金は実際にこの実務マニュアルをどのように受けとめるべきであろうか。実務マニュアルは、運用機関だけに厳しい責任を課そうとするものではない。基金がお任せ運用から完全に脱却し、自己責任原則に則り、自ら運用方針の策定・運用機関の構成の決定などを行った後も、これまで以上にモニタリングに努めていく必要があることを示唆しているものである。基金としては、まずは運用機関に対するモニタリングの要所を理解し、実行することである。これに対し、運用機関は、各項目に関する社内規程および社内管理体制を見直し、整備することが必要となろう。

さて、運用機関に対して厳格なモニタリングを行う以上、基金も自らの運用知識等の向上に努める必要がある。基金における管理に関する責任は、現行法上は唯一基金理事にあることを念頭に置かなければならない。例えば、基金理事の指示が運用機関からすると不適切である場合、単に指示に従うのではなくて、不適切であることを助言すべきと考えられるが、たとえその助言に基づき指示を変更した結果、運用が芳しくなくても、この助言に関する結果責任は運用機関ではなく、実際の指示についての責任のみがあると考えべきである。

また、こうしたモニタリングおよび遵守状況のチェック等に当たっては、相応の費用が発生することも考えられる。特に、実際の取引が公正かつ適正であることについて外部監査を求めたり、売買執行に関わるコストを最適に管理していることを証明するためのシステム導入などが考えられる。さらに、法令遵守の徹底と再発防止プログラムを社内的に整備するなど、リーガル面でのリスク管理も不可欠となる。こうした費用を基金と運用機関いずれが負担するのか、その負担によって責任関係はどうなるのかについても、協議する必要が出てこよう。

実務マニュアルに個別に示されている事項はいずれも当然のことと受けとめられているようだが、実際にどの程度遵守されるかはあいまいである。「運用機関の受託者責任」とは唱っているものの、運用機関に対して法的強制力のある機関によるルールではない。今

後は、運用機関においてこうした事項が確実に遵守されるためのエンフォースメント体制の確立が求められるところである。運用機関のサイドにおいても、業者としての自主ルールが存在し、遵守されているようであるが、受託者責任の観点から、各運用機関共通のルールを策定し、自ら実施・検証していくことも望ましい。

他方、これはセーフ・ハーバー・ルールではないと断言されているように、この実務マニュアルに従って運用機関が不適切な事項をしないからといって、受託者責任は問われたいとは言い切れない。運用環境の変化により、今後も実務マニュアルにはない様々な場面において、受託者責任の問題が提起されることが往々にしてあり得るからである。

実務マニュアルは、これで完成というものではなく、実務における幅広い活用を通じて、現状に合わないものは削除し、さらに求められるものを取り上げていくという、不断の見直しが行われることによって、ブラッシュアップされることが望まれる。今後、こうした責任に対する意識が高まっていくことを期待したい。

2) 今後の資産運用に関する立法との関わり

今後の資産運用に関わる立法の中で、契約における受託者としての現行の責任以上に厳しい責任を一般的に規定することも議論されていくようである。わが国における資産運用の発展に伴い、法律上、受託者責任という概念を取り入れ、契約と信託を明確に区別して認識する必要もでてこよう¹¹。

金融サービス法（仮称）を議論する金融審議会でも、集団投資スキームにおいて、横断的・包括的に、金融サービス業者に受託者として一定の範囲の任務を遂行すべき義務を負っていることを明確化すべきであるということが確認され、新しい投資信託法の中で忠実義務に善管注意義務をあわせて規定しなおしている¹²。また、企業年金法（仮称）の構想でも、ERISA に準じて、受給権の明確化とともにそれを担保する受託者責任規定を盛り込むことが考えられている。

さらに、第 147 回国会に提出された確定拠出年金法案では、運営管理機関が、直接の契約相手方である事業主等だけでなく年金加入者に対して忠実義務を負うと明示されているほか、善管注意義務というよりはプルードント・マン・ルールのような「専門的知見」に基づく注意義務を課しており、ERISA の受託者責任の考え方が垣間見られる。今後、この法律の施行に際して、受託者責任研究会の成果がどのように参考にされるかにも注目したい。

¹¹ 樋口教授は、わが国における信託の現状に照らして、信託を契約から独立させ、受託者責任の概念を法定することが必要だと説いている（樋口範雄「フィデユシャリー（信託）の時代」有斐閣）参照。

¹² 今通常国会において集団投資スキームに関しては「投資信託法（現証券投資信託及び証券投資法人法）」として、金融サービス業者一般の説明責任を強化する目的に照らして「金融商品販売法」として、上程されている。

3) 急速に高まる訴訟リスク

究極的には、裁判による救済が求めやすくなれば、訴訟リスクという抑止力が高まっていくものと思われる。受託者責任研究会では、現実の訴訟に関する言及は行っていないが、一連の司法制度改革によって、訴訟費用の軽減、弁護士数の増加、訴えの利益を共通にする人々が集団で提訴することを可能とする集団訴訟制度の導入など、訴訟へのアクセスは格段に改善される方向にある。我が国民事訴訟制度において、株主代表訴訟は比較的責任を問いやすく、実際に訴訟費用が 8200 円に引き下げられるや、相次いで提訴されたことは記憶に新しい。新たに施行される消費者契約法・金融商品販売法などにみられるように、消費者保護、投資者保護はさらに強化されていくものとみられ、訴訟リスクは確実に高まっている。

長期的な資産価値の向上のために、ますます裁量権が拡大する中で、基金理事及び運用機関が責任の内容、責任の所在、責任の分担、といった意識を明確に持つことが求められている。こうした状況を踏まつつ、わが国の資産運用が公正なものとして定着・発展していくことが望ましい。そのためにも、訴訟を含めた、契約に基づく責任およびリスクの明確化を絶えず行っていかなければなるまい。

(橋本 基美)