

米国の 401(k)制度における投資助言（2）

401(k)制度の加入者に投資助言する者はエリサ法の受託者（fiduciary）とされるため、制度に投資商品を提供する運用機関が投資助言を行うためには、原則として利益相反防止策を講じて労働省に申請することが必要である。しかし、最近では効率的な助言提供も課題となっており、今回は、労働省や議会による投資助言促進策の検討状況を紹介します。

運用機関の利益相反防止策として、「運用機関から独立した金融専門家が作成したコンピュータープログラムを利用する」投資助言がある。労働省は昨年 12 月、サンアメリカの申請に対して、「この方法を利用すれば利益相反は発生せず、禁止の対象外であり、申請は不要」との新たな解釈を公表した。面倒な申請手続が不要となったのを受けて本年 6 月にシティストリートが、10 月にはメリルリンチが投資助言の提供開始を発表したが、投資助言を促進する規制緩和といえよう。

労働省によると、上記の方法の利用条件は以下の通りである。

- ① 事業主が投資助言サービスに関する与えられた十分な情報に基づき採用を決定すること
- ② 投資助言は、運用機関から独立した金融専門家が作成したコンピュータープログラムを利用して、加入者から得た情報に基づいて行われること（運用機関の裁量が排除されること）
- ③ 金融専門家の報酬体系等は、その独立性を脅かすものであってはならないこと

他方、連邦議会においても、投資助言の促進に向けたエリサ法改正の動きが見られる。当初は投資助言に的を絞った法案が審議され、昨年 11 月には共和党主導の下院で民主党の一部の賛成も得て法案が可決された。しかし 12 月のエンロン破綻を受けて、投資助言は 401(k)制度改革に組み込まれることとなった。エンロン従業員にみられた過大な自社株投資の原因として、401(k)制度には自社株投資の法的制限がないこと（確定給付制度では 10%が上限）のほか、加入者が投資教育や投資助言を受ける機会が不十分なことが問題とされたからである。

投資助言に関する部分は昨年 11 月に可決された法案とほぼ同内容であるが、ブッシュ大統領の提案も取り入れた 401(k)制度改革法案が下院で本年 4 月に可決された。他方、民主党主導の上院でも 3 月と 7 月に二つの委員会で異なった内容の 401(k)制度改革法案が可決されたが、投資助言に関する部分はほぼ同内容である。夏休み明けの議会では上院の法案一本化の動きもあったが、11 月の中間選挙を控えて会期が限られる中で、401(k)制度改革のためのエリサ法改正法案が年内に成立する可能性は低いようである。

もっとも、両院の法案は投資助言に関する信託義務や利益相反への対応において対照的で、わが国にとっても興味深いため、以下ポイントを紹介する。まず下院案は、エリサ法の禁止取引に関する規定を改正し、「利益相反等に関する情報（例えば、自社または関係会社が投資商品を利用して報酬を受け取ること）の加入者に対する開示」を条件に、運用機関による投資助言を認めるものである。

401(k)制度加入者に対して効率的に投資助言を提供するには、投資商品を提供する運用機関に投資助言を認めることが早道であり、運用機関からの解禁要望も強い。下院案は、運用機関は金融・証券当局の監督下にあり、新たな情報開示を義務づければ利益相反を回避でき、加入者保護に問題はないとの考えである。しかし、下院案に対しては、エンロンやワールドコム の破綻に関連して運用機関の公正さが問題となり、投資助言の公正さの確保に疑問が投げられている。また同法案では投資助言の範囲を限定できる（助言対象から自社株の除外を認める）点に批判もある。

次に上院案は、助言資格を投資商品を提供しない運用機関に限って、投資助言者を任命し監視する事業主の義務や責任を軽減するものである。具体的には、事業主は、投資助言者の任命時（および毎年1回）、「自己が受認者として投資助言の責任を負うこと、利益相反がないこと、投資助言に際して自社株も考慮すること」等の確認書を徴求、点検すれば、投資助言者を選任・監督する義務は履行されたものとみなされる。投資助言者の義務違反に積極的に関与しない限り、事業主は加入者の投資損失に関する責任から免れる。

上院案は投資助言の公正さの確保を重視し、情報開示によっても利益相反を防げないと考える。他方で、投資助言者の利用にともなう事業主の訴訟リスクを削減して、投資助言の提供を促進しようとするものといえよう。しかし、投資商品を提供する運用機関による投資助言を引き続き禁じる上院案に対しては、中小企業も含めた投資助言の普及、拡大は望めないとの批判がある。

○ 投資助言に関する規制

項 目		エリサ法	労働省の解釈	下院法案	上院法案
投資助言者	投資助言者の制限	利益相反ある者は不可	投資商品提供機関も可	投資商品提供機関も可	投資商品提供機関は不可
	助言方法の制限	(制限なし)	独立した金融専門家が作成したプログラム利用	利益相反に関する情報開示	利益相反がないこと等の確認書提出
事業主	投資助言者の選任・監視	具体的な状況に応じた選任・監視が必要	同左	同左	一定の条件をみたせば義務履行とみなされる

ところで、わが国の確定拠出年金においては、運営管理機関による投資助言は禁止されるが、銀行・生保等が運営管理機関を兼務する場合に、銀行・生保等の資格で自社商品を推奨することは可能とされる。今後、確定拠出年金の資産増にともない、業態横断的な投資助言の必要性も高まろう。その際には、「投資助言の効率的な提供」と「助言内容の公正さの確保」のバランスを図りながら、米国の事例も参考に、現在の仕組みを見直すことが必要であろう。