

## (年金法制)：米国の投資信託の不正取引と 401(k)制度の受託者責任

米国労働省は、投資信託の不正取引の摘発を踏まえて、投資信託を保有する 401(k)制度の事業主の対応指針を示した。それによると、保有する投資信託が当局の捜査対象となった場合でも、「パニック的な切り捨て」をしてはならず、投資に対する経済的影響、不正再発防止策を含む十分な情報を収集した上で、思慮深く決定し、文書化するといった手続が肝要である。

2003年9月以来、ニューヨーク等の州司法当局や連邦証券取引委員会（SEC）が、投資信託の不正取引に関与した投信会社や証券会社を摘発（刑事訴追、民事制裁金の賦課等）している。摘発対象は、投資信託の発注締切時刻（通常、午後4時）を過ぎた注文を認める「事後取引」や、投資信託の基準価格の算出方法の不備に着目した「短期売買」等であり、多数の一般投資家の不利益のもとに一部大口投資家を優遇するものであった。

摘発を受けた投信会社等は、不正関与者の処分等の社内体制の改善や投資家への損害補填を進めている。またSECは、不正取引の再発防止に向けた各種の規制強化を打ち出している。例えば、事後取引の防止策として、締切時刻の厳格化（投資家の発注時刻ではなく投信会社の受付時刻で判定）を、短期売買の抑制策として、5日以内の売買に対する2%の買戻手数料の義務付け等を提案している。ただし前者については、売買発注が仲介業者を通じて集計、伝達される401(k)制度の加入者は締切時刻の大幅繰上を余儀なくされるとの批判が強く、代替案も検討されている。なお、連邦議会でも公聴会が開催され、複数の投資信託改革法案が提出されているが、成立には至っていない。

米国では、投資信託が一般家計に広く普及しているほか、代表的な確定拠出型の企業年金である401(k)制度においても、資産の半分近くが投資信託に投資されている。401(k)制度においては加入者が自己責任で拠出額や投資商品への配分を決定するが、制度が提供する投資商品の選定は、通常、事業主が行う。

企業年金を規制するエリサ法によれば、年金制度の管理・投資に関する権限を有する者は受託者（fiduciary、受託者）と定義され、信託義務（fiduciary duty、受託者責任）を課される。したがって、事業主は、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、ブルーデント・マン・ルール）投資商品を選定、監視しなければならず、これを怠った場合には損害賠償責任を負う。

投資信託の不正取引の発覚は401(k)制度を設立・管理する事業主にとって、自己の法的責任にかかわる問題である。訴訟社会、弁護士社会である米国では、投資で損をした401(k)制度の加入者が事業主を訴えることも珍しくない。しかも、事業主がどのように行動すれば401(k)制度における投資信託の選定・監視に関する信託義務を全うしたと判断されるかについては、参考となる裁判事例も少なく、明確な基準がないのが実情である。

投資信託の不正取引が報じられるにつれて、エリサ法の受託者責任に関する条項を執行する労働省には、401(k)制度の受託者（主として事業主、以下同様）の対応のあり方に関する照会が多く寄せられたという。労働省の担当局長は2003年10月の講演の中で受託者の対応方法に言及し、また、「受託者は、パニックに陥って、十分な情報収集を行うことなく[不正取引への関与が報じられた]投資商品を切り捨ててはならない。そのような行動は思慮に欠ける」と警告したという。401(k)制度における投資商品の除外は、加入者の投資方法を強制的に変更することになるだけに（この点、わが国の確定拠出年金では、除外には、当該商品に投資している全加入者の同意が必要）、軽はずみに除外すれば法的責任を問われる恐れがある。

また同局長は2004年2月、「最近の投資信託の捜査を踏まえた受託者の義務」と題する文書を公表して、401(k)制度の受託者の対応指針を示した。主な内容は次の通りである。

- ✓ 制度の受託者は、投資信託の不正取引問題の影響を評価しなければならない。
- ✓ 受託者には思慮深さが求められ、注意深い過程（プロセス）、すなわち可能な限りの情報を得た上で決定を行わなければならない。
- ✓ 制度が提供する投資商品が当局の捜査対象になった場合には、不正の性質、投資に対する経済的影響、講じられた不正再発防止策、投資家に対する損害補填策、を考慮しなければならず、その際には、投信会社と連絡をとることも求められる。和解や訴訟に参加する際には、費用と効果の比較が必要。
- ✓ 捜査対象になっていない投資信託や類似の投資商品についても、情報を収集して不正防止策が講じられていることを確認しなければならない。
- ✓ 何が適切な行動であるかは具体的な状況次第であるが、制度の手続に従い、決定を文書化することが必要である。受託者を導く原則は、思慮深く、加入者の利益を図るために、適切な努力を払うことである。
- ✓ 自制度の加入者の短期売買に対処するために、合理的な買戻手数料を課することや一定期間の売買回数を制限することは、制度規定で認められ、加入者に明確に開示されていれば、可能である。

上記の文書で注目されるのは、制度の投資商品である投資信託が捜査対象となった場合、「不正の性質」に加えて、「経済的影響」「再発防止策」「損害補填策」を考慮すべきとされている点である。十分な情報収集と経済合理性を重視した判断が求められており、たとえ善意であっても、「パニック的な切り捨て」は許されないのである。「何が適切な行動であるかは具体的な状況次第」であり、最終的には司法の場で判断されるとはいえ、制度の手続を遵守し、十分な情報を収集し、それに基づいて決定し、文書化するという、手続的な思慮深さが重視されている点は、わが国においても参考になる。

（土浪 修）