

米国の 401(k)制度における投資助言（1）

米国では、401(k)制度の拡大にともない、加入者に対する投資教育に加えて、加入者の状況を踏まえた具体的な投資助言の効率的な提供が課題となっている。そこで、エリサ法における投資助言の位置づけと従来の対応（今回）、労働省や議会による最近の投資助言促進策（次回）、について紹介する。

401(k)制度においては、加入者が自己責任で投資商品を選択する。加入者が適切に投資決定するには、その前提として、制度を設立・運営する事業主が加入者に対して、以下のような3種類の情報提供を行うことが有益であろう。

- ・「商品説明」… 当該制度において選択可能な投資商品の内容説明
- ・「投資教育」… 金融や投資に関する基本的な知識や一般的な理論に関する教育
- ・「投資助言」… 加入者の投資目標やリスク耐性等を踏まえた具体的な投資商品の推奨

そこで、米国の企業年金法であるエリサ法や労働省の規則等における「商品説明」「投資教育」「投資助言」の位置づけについて説明する。なお、エリサ法には、「商品説明」等をそれ自体として義務づけたり禁止する規定はない。

まず、401(k)制度に限らず、およそ投資商品の販売には「商品説明」は不可欠の行為である。エリサ法 404 条(c)項は、「加入者が自己の個人別勘定資産に支配力を行使した場合には、受託者（fiduciary、具体的には事業主や運用機関）は、加入者の支配力行使に基づく損失の責任を負わない」と、加入者の自己責任を規定している。本項に関して労働省の規則は、商品説明（加入者が適切な投資決定を行えるように、投資商品に関する十分な情報を得る機会を提供すること）が必要と規定している。他方、本項は、投資助言や投資教育を提供する義務を事業主に課すものではないとされる。

次に、加入者に「投資助言」を提供する者は、エリサ法上の受託者とされ、忠実義務や注意義務等の信託義務（fiduciary duty、受託者責任）を課される。また、忠実義務を具体化する観点から、利益相反の外形を有する行為は一律に禁止される（禁止取引）。

その結果、401(k)制度に投資商品を提供する運用機関は、加入者に投資助言を提供できない。というのは、運用報酬の高い投資商品（例えば、債券ファンドより株式ファンド）を推奨した場合、客観的には適切な投資助言であっても、行為の外形から自己の運用報酬増加を目的とする投資助言とみなされ、禁止取引に該当するからである。そのため、投資助言は運用機関から独立した業者によって担われてきた。インターネットも活用されているが、手数料が高いなど中小企業には利用しにくいとの見方もある。

また、事業主は、自社制度において投資助言を提供する場合には、専門家（投資助言業者）を注意深く選任し、定期的に監視する義務を負っているが、それを実行することは容易でない。それもあって、事業主は、自己の運用結果に不満をもつ加入者による訴訟リスクを懸念して、投資助言の提供に消極的であるといわれる（確定給付制度においても同様の問題があるが、投資リスクは事業主負担のため、加入者が訴訟を起こす可能性は小さい）。

投資助言については以上のような障害があるため、投資助言には該当しない「投資教育」によって加入者の適切な投資決定を支援することに目が向けられている。

労働省は、1996年に「加入者の投資教育に関する解釈通達」を公表し、投資教育に属する情報提供を例示した。事業主やサービスプロバイダーが、投資助言とみなされる懸念なく、加入者に対して十分な投資関連情報を提供できるようにするための措置である。具体的には、投資助言に該当しないものとして、①制度に関する情報（商品説明が含まれる）、②一般的な金融・投資情報、③アセットアロケーションモデル、④双方向投資教材、の4つを例示した。③と④を組み合わせれば、加入者の状況を踏まえた具体的な投資商品の提示も可能であることから、投資助言との違いはそれほど明確ではない。

ところで、禁止取引に関しては、労働長官は運用機関からの申請に基づいて、加入者の利益保護上問題がないと判断した場合には、適用除外を認めることができる。これまで労働長官は、利益相反防止策を備えた投資助言として2つの方法を認めてきた。

第1は、投資に必要な手数料を実質的に一律にする（高い運用報酬のファンドに投資した場合に、投資助言料を割り引く）方法で、1992年のシェアソン・リーマン・ブラザーズ（当時）に対する適用除外が第1号である。各投資商品の運用報酬を一律にすれば、「運用報酬が高い投資方法」を推奨するようなことは起こることがない。

第2は、独立した金融専門家が開発したコンピュータープログラムを用いて具体的な投資商品を推奨する方法で、1997年にTCWグループに対して認められた。プログラムは金融専門家が投資理論に基づいて開発するため、運用機関が助言内容を左右できないからである。

○運用機関による投資助言にともなう利益相反と利益相反防止策

