

企業年金加入者教育と投資助言に関する ERISA の
枠組みとわが国への示唆

小
櫻

純

目次

第一章 本稿の目的
第二章 ERISA とその規則
第三章 個別の助言
 第1節 判例法
 第2節 DoL の規則
 第3節 新しい動き
 第1款 改正法の内容
 第2款 論議
第四章 わが国の法制度への示唆

第一章 本稿の目的

ERISA の中心概念は、信認義務者⁽¹⁾である。信認義務者は、同法上の責任を負い、してはならない行為(取引禁止行為と呼ぶ)が、定められている。これに対し、非信認義務者は、たとえ投資助言を行っても民事責任は、問われず、取引禁止行為の範囲も限定されて、さらに、ERISA の州法に対する専占のため、州法上の責任を免れている。

米国労働省(DOL と呼ぶ)の加入者教育と投資助言に関する規則が、複雑になるにつれ、事業主も、投資物を提供する業務提供者(Service Provider)も、信認義務者と目されて、責任を負いたくないため投資助言をしないで済ませようとしている。同法は、決して投資助言を禁止しているわけではないのに、あたかも禁止したのと同様の効果をもたらしていると言わざるを得ない。

ERISA の目的は、従業員の退職以降の所得を確保して、加入者を保護することと、退職制度を私人間にゆだねることによって、制度全体を、「複雑にして、管理費用が高くつき、訴訟費用も必要になるような、事業主に不当に負担を負わせて、制度そのものを採用、維持させない⁽²⁾」というようなことにならないようにすること、の二点であると云われている。

複雑な規則の制定は、この目的に反し、可能な限り回避されなければならないが、現実には、異なる。

一方、わが国では、確定拠出年金法およびその規則等で、原則として投資助言を禁止している。

本稿では、投資助言にまつわる規制のあるべき姿を、ERISA の現状を踏まえて考察する。

(1) Fiduciary の訳語であるが、種々の訳がある。受任者、受認者、信託受託者などである。その義務を論ずることが多く、それを信託義務と説明することが多いため、本稿では従来どおり信託義務者とする。この訳のみが正しいと主張するものではない。

(2) H. R. Rep. No. 93-533, at 1.

第二章 ERISA とその規則

信託義務者に関する 29, U. S. C. § 1102(2)(A) の関連する部分は、次の通りである。

人は、次の範囲で制度の信託義務者となる。(i) 資産運用や処分に関する裁量権を行使する、または裁量権の支配を行う。(ii) 直接間接を問わず、制度の資金その他の財産に関し投資助言を行う、または、その権限や責任を持つ。

(iii) 制度管理に裁量的権限または責任を有する。

(i) 項は、「裁量権限が承認されたものであるか否かに拘わらず、その権限を行使した者を信託義務者とする」⁽³⁾。(iii) 項は、「裁量権限が実行されたか否かに拘わらず、その権限が承認された者を」⁽⁴⁾ 信託義務者とする。

(ii) 項の投資助言に関しては労働省規則 29 C. F. R. § 2510.3-21(c)(1) で詳述されている。

「次のものに限って「投資助言」とみなす。(i) 証券やその他の財産の価値に関する助言やそれらに投資し、購入、または売却の可否を薦める。(ii) 以下の者が直接間接（関係者を通じてまたは関係者と共に）を問わず

(A) 契約または協定または制度の資産に係わるものであるかを問わず裁量権やその支配権を有し、または

(B) その人と制度またはその信託義務者との間で、書面その他によって、相互の合意、協定あるいは了解事項で、資産の投資判断の主要な判断材料 (the primary basis) として役立つ仕事、またはとりわけ投資方針、投資戦略、

全体的ポートフォリオ構成、投資分散に関し制度の特定の必要性から個別の助言を定期的に行う。

この(ii)(A)の部分は、合意や協定によって権限が与えられたか否かにかかわらず、投資助言を行うか、裁量権を行使する者を信認義務者とするのに役に立つ条文である。⁽⁵⁾ (ii)(B)の部分は、合意が書面による必要は無いものの、相互の合意ないし了解事項が存在するときに適用される。したがって投資助言者は、かかる合意に基づいて助言が投資判断の主要な判断材料(the primary basis)となるか、制度に対する裁量権を有するなら、信認義務者となる。人が、信認義務者と判断されるためには、合意する必要もなければ、直接裁量権を行使することも不要である。たとえば関係人を通じて行動すれば、信認義務者の定義を満たす。

「信認義務者」の用語は、広い解釈がなされている。⁽⁶⁾ にも拘わらず、1102条(21)(A)にいう「の範囲で“to the extent”」という用語は、権限が合意によるか事実上のものかを問わず、裁量権またはその支配権を有する部分に限られる。⁽⁷⁾ つまり人は特定の機能に関して信認義務者になり、別の機能に関しては、同一人物がそうでなくなる。信認義務者の地位に裁量権の分散が、影響するため、まず、制度文書を確認する必要がある。⁽⁸⁾

次に1106条は、二つの区別するも重なり合う広範囲な行為基準を、制度と利害関係者間、そして制度と信認義務者間で定めている。同条(a)(1)(D)は、次の通り定める。「制度の信認義務者は行為が直接間接を問わず制度資産を利害関係者に移転し、またはその利用に付し、またはその利益となると知りまたは知りうべき場合は、かかる行為を(年金)制度にさせてはならない」ただ、1108条(b)(2)は、その例外を定め、相当な報酬を超えないなら、制度設定や実行のため事務所、法的、会計的その他の業務を利害関係者が行うことは許されている。

1106条(b)は、信認義務者のいわゆる利益相反行為を禁止し(1)制度資産を自己利益または自己の勘定に扱うこと(3)制度資産にまつわる行為に関して制度と取引するいかなる当事者からも彼個人の勘定に対価を納めてはな

らないと定める⁽⁹⁾。本条(b)は、(a)項と異なり、文言上例外は存しない。信認義務者は、すべて、1102条(14)(A)にいう利害関係者なので、制度と信認義務者の取引は制度と利害関係者の取引でもある。したがって1106条(a)と1106条(b)は、重なる。1106条(b)は、信認義務者たる利害関係者の忠実義務を定めること⁽¹⁰⁾によって同条(a)の禁止規定を補完している。

したがって、信認義務者には1108条の適用除外規定は適用されず、信認義務を果たす上で、第三者から、相当であるか否かに拘わらず対価を受領することは許されない。

さらに、1106条(a)にも違反するので本件のように第三者との資産のやり取りに手数料をせしめる行為に対して1108条が、責任免除することはない。

(3) *Olson v. E. F. Hutton & Co., Inc.*, 957 F.2d 622, 625 (8th Cir. 1992) この事件は、被告証券会社Y1の外務員Y2被告による譲渡性預金の過剰売買に関する。原告が、投資に詳しい人を捜してY2に接触したこと、および資産の80%を社債または類似の証券に投資する意思を告げたところ、被告Y2が、安全な投資として譲渡性預金を提案した事例で、巡回区裁判所は、相互の合意が存在したとの認定も可能であったとした。

(4) *Id.*

(5) *Id.* 626.

(6) たとえば *Brock v. Hendershott*, 840 F.2d 339, 342 (6th Cir. 1988).

(7) たとえば *Coleman v. Nationwide Life Ins. Co.*, 969 F.2d 54, 61 (4th Cir. 1992). (裁判所は、人が信認義務者か否かを問う時、それは特定の行動に関するものでなければならぬ。)

(8) たとえば *Firestone Tire & Rubber Co. v. Bruch*, 489 U.S. 101, 109 S.Ct. 948, 954, 103 L.Ed.2d 80 (1989)。しかし、当事者たちの行動は、合意に基づくものだけでなく、事実上行われるものにも関係する。ただ、単なる事務的な機能を果たすだけでは、

信託義務者とならなう。 *Baxter v. C. A. Muer Corp.*, 941 F.2d 451, 455 (6th Cir. 1991).

(9) 29 U.S.C. §§106(b)(1) and (3) 参照 *Gilliam v. Edwards*, 492 F.Supp. 1255, 1263 (D.C. NJ 1980); 29 C.F.R. §2550.408b-2(a) も参照。

(10) 29 C.F.R. § 2550.408b-2(e).

第三章 個別の助言

第1節 判例法

個別の助言に関し、以下のような判例群がある。ERISAが、投資助言した者を、信託義務者として扱う範囲を画した判例として意義がある。当然の事ながら、同法は、助言を禁止しているわけではなう。 *Gray v. Briggs*, 45 F. Supp. 2d 316 (S. Abrams v. Dean Writer Reynolds Inc., 60 F. Supp. 2d 433, 167 A.L.R. Fed. 825 (E.D. Pa. 1999)); *Mushalla v. Teamsters Local No. 863 Pension Fund*, 152F (D. N. J. 2001); *Atwood v. Burlington Industries Equity, Inc.*, 18 Employee Benefits Cas. (BNA) 2009, 1994 WL 698314 (M. D. N. C. 1994); *Brandt v. Grounds*, 687 F. 2d 895, 3 Employee Benefits Cas. (BNA) 1780 (7th Cir. 1982); *Anoka Orthopaedic Associates, P. A. v. Mutschler*, 709 F. Supp. 1475, 10 *Employee Benefits Cas. (BNA)* 2629 (D. Minn. 1989), judgment affd on other grounds, 910 F. 2d 514, 12 *Employee Benefits Cas. (BNA)* 2241 (8th Cir. 1990) *Thomas Head & Greisen Employees Trust v. Buster* 24 F3d 1114 (1994) ^(H) 参照。

DANIELS v. NATIONAL EMPLOYEE BENEFIT SERVICES, INC. 858 F. Supp. 684; 1994 U.S. Dist.

LEXIS 9485 も「投資助言」の意義を ERISA 1102 条(21)(a)(ii)とその労働省規則で定めたものを承認することとで、確認した点で意味がある⁽¹²⁾。

同判例は、次のような事件である。

【事実の概要】

原告 Steven Daniels と George Daniels は、Daniels 家具会社がスポンサーである、原告 Daniels 家具年金制度と信託および Daniels 退職制度と信託（利潤分配型）の受託者である。被告 National Employee Benefits, Inc. (以下 NEBS と呼ぶ) は、両制度の管理会社であった。被告 Bruce Kosinski は、NEBS の普通株の二分の一を所有し、社長でもあった。また、のこり二分の一は、その妻が所有していたが、Kosinski が、実権を握っていた。また、Kosinski は、被告 Beka Agency, Inc. (以下 Beka と呼ぶ) の一人株主であり、唯一の役員であり、同社の実権を掌握していた。被告 NEBS と被告 Beka は、事務所を共用し、営業所の住所を同じくし、電話、書簡用紙を共用していた。

原告二人は、一八八四年上記二制度を設定するために被告 NEBS と契約を締結した。NEBS 社長としての Kosinski は、「制度のために独自の制度文書を作成する責務がありそのために契約を結んだ」。年金制度は、指名信託義務者を定め、責任を分掌するよう次のように定めた。

同制度の「指名信託義務者」は、(1)事業主(2)管理会社(3)受託者(4)受託者によって任命される投資マネジャーであり、契約が定めた特定の権限、義務、責任を有するものとした。その内、受託者は、投資マネジャーに運営を委ねた資産以外の、信託保有資産運営に責任がある唯一の者とされた。管理会社の責任について、両制度に以下の同様の規定がある。

「管理会社は、受託者に投資が 401 条(a)に違反しないようにするために限定して、受託者によってなされる信託

基金の、投資、再投資、預金について教える (instruct) することができる。」

年金制度規約の10・2条(A)(i)および退職制度規約の11・2条(A)(i)は、NEBSに制度資産の処分(sign)権を付与せず、実際にも行使していない。

制度設定後、Kosinskiが社長であるNEBSは、制度管理会社として活動を開始し、投資助言ではなく「投資教育(instruction)」を契約に則って行った。しかし、Kosinskiは、社長としてでなく個人として制度に対して証券を売買するよう助言したとの評判が立った。Kosinskiが唯一の実権を握る被告Beckaは、制度に保険商品を提供した。これによってKosinskiは、NEBSから報酬や手数料を一切受け取らなかったものの、証券や保険の売買で手数料を得た。Kosinskiは、一九八九年まで毎年、原告と会い、投資助言を行い、制度は、一九八八年までその助言だけを頼りにした。

Kosinskiは、従業員給付制度にコストの低い管理業務を提供するためにNEBSを創立し、顧客の制度が、彼に手数料を得させて個人的に証券を売却する業務に従事させ、Beckaも同様に保険商品を売却させるのだという意図を原告と会って説明した。

受託者としてDanielsは、「安全、保守的かつ流動性(liquid)のある投資」を制度が望んでいることを伝えた。Kosinskiが投資商品の中で選んだものは、リミテッドパートナーシップである、Resource Pension Shares 5 (“RPS” 5と呼ぶ)であった。“RPS” 5が、三年満期で流動性ある投資物であるとKosinskiが、言ったかどうか、また原告が、その目論見書を受領したか否かについては争いがある。

受託者は、一九八九年、年金制度廃止をNEBSに指示した。その過程で、受託者は、退職制度の管理者としてのNEBSを解任したが、年金制度のそれは、解任しなかった。この廃止は、実施されず、通知も正しく送られず、残余

財産の分配も実行されなかった。両当事者は、NEBSの行為範囲とその正当性につき争いがあることを認めた。原告は、被告を 29 U.S.C. § 1132 (a), 28 U.S.C. § 2201 および Ohio州コモンローに反するとして提訴した。

【判旨】原告一部勝訴

管理会社は、自ら裁量権を一度も行使しなくても1102条(21)(A)(iii)に基づき裁量権が制度文書に記載されているため、信託義務者である。また同社の実質支配者と、同人支配の別会社は、(1)1102条(21)(A)(ii)に基づき合意によつて投資助言を行うことが投資判断の主要な判断材料(the primary basis)を形成するため、および(2)ERISA法理上、彼らは、年金管理会社の分身であるという二点で信託義務者である。

また、被告の取引禁止行為を定める1106条(a)および(b)違反、1104条(a)(1)の忠実義務違反を認め、1105条(a)の連帯責任を認める。

以上の諸般例に対し、個別の助言と認めなかった事例も、多々ある。

Farm King Supply v. Edward D. Jones & Co., 884F. 2d288 (1989)では、四年以上にわたり、被告証券会社から証券を購入し、同被告が、制度の目的に適合する証券を選択し、推奨していたという事実を認定しながら、同被告が、制度資産の管理・処分につき支配を有していないこと、および被告の投資アドバイスが、投資決定の主要な判断材料となるという合意が存在しないことを理由に、信託義務者でない⁽¹³⁾と判断した事例である。同様の判例もいくつか存在する。

このように、個別の助言があるか否かで、業者が、義務違反に問われるか否かが決まるとなると、実務界が、不安ないし不満に感じたとしても不思議ではない。

第2節 DoLの規則

加入者投資教育に関するDoLの解釈通牒(96-1)

DoL通牒は、非信認義務者による投資教育と信認義務者の投資助言とを区別することによって、事業主が、加入者に対し効果的な投資教育を行うことを目的としている。

通牒は、四つのセーフハーバールールを定め、その範囲内で加入者に提供される情報や資料は、「教育的」であり、信認義務を問われるような投資助言とならない。四つの内、一番目と二番目は、制度内容の要旨を加入者に提供すべきとするERISA上の事業主の義務に似ていて、一番目の例として、制度加入や拠出を増加した場合の利点、退職前に年金を引き出す場合の不利益、転職の際、年金移転しないときの不利益、および制度上、選択できる投資対象がある⁽¹⁴⁾。これらの情報は、一般的で特定の選択肢が、ある加入者に適当であるといった性格のものではないことをDoLは、理由としているようである。二番目の例としては、リスク・リターン、分散投資ドルコスト平均法、複利、課税繰り延べ投資といった「投資理論速習コース」とも云うべき内容、持分証券(株式など)債券それに現金などの投資物の違いによる、過去の収益率の違い、インフレの影響、退職後の必要所得の推計方法、投資期間の判断方法、リスク許容度の判断方法である⁽¹⁵⁾。DoLは、このような理論的な説明なら、教育と解している。三番目は、資産アロケーションモデルの提示である。個人の資産プロファイルを行った上で、年金資産のアロケーションをする種々の要素(退職年齢、平均余命など)を考慮するよう教育することである⁽¹⁶⁾。あくまでもモデルであるため、加入者個別のニーズを完全には満たし得ないものである⁽¹⁷⁾。最後は、双方向の投資資料の提供であり、投資のアロケーションが異なれば、将来の退職所得が違ってくるかを推定するために用いる道具であり、質問票、ワークシート、ソフトウェア、その他類似の資料である。後二者が提供されるときは、「同様のリスクとリターンの性格を有する別の投資選択肢があるということ、お

よびそれら情報が、得られる場所を特定する「情報を提供することが追加的に求められる。DoLは、このような情報なら、加入者個人の独立した判断を妨げることがないと考えているようである。

しかし加入者からみれば、結局は、ある結論に導かれてしまうのではないかという疑問を払拭できないのではないだろうか？ あるソフトウェアが、国内株式六〇％長期債二〇％海外株式二〇％という結論を出した場合、それと反することができであろうか？ さらにその結論に、投資物の手数料が相対的に高いミューチュアルファンドが、含まれている場合、「同様のリスクとリターンの性格を有する別の投資選択肢がある。」といった決まり切った文句を付け加え、それら情報が、得られる場所を特定するだけで、足りると思えないのである。⁽¹⁸⁾

第3節 新しい動き

第1款 改正法の内容

上述の規制の困難さ、複雑さを批判する論者が増え、ERISA改正法が論議されている。助言を行った者を信託義務者とする法制度を改正し、助言を行っても信託義務者の責任を負わされることがないようにする改正法が制定されようとしている。Langen教授は、議会証言で投資助言すると信託義務者とされて責任を負うため、これを回避する行動が、結果として、勤労者を総投資家化しようとするものであつて、現実には行えないものであり、その資産形成に悪影響を与えると批判した。その影響もあつてか、一言で言えば、信託助言者なる者を定め、一定の要件を満たした助言者は、助言によって責任を問われることがないよう改正されようとしている。以下は、改正案の概略である。

改正理由

委員会は、取引禁止行為の適用除外を定めることは、退職用資産の投資指図に責任を負う者に対する投資助言を容

易にするであろう。

H. R. 2269 Retirement Security Advice Act of 2001 (Engrossed in House)

投資助言提供のための取引禁止行為規定適用除外

(a) ERISA 改正

(1) 取引禁止行為規定適用除外—ERISA 408条(b)は、その末尾に以下の条項を追加することによって改正する。

(14)(A) 3条(21)(A)(ii)に規定された投資助言提供に関する(B)の各行為は、

(i) 制度資産投資が、加入者または受益者に指示によるものであり、
 (ii) 助言が、信託助言者(fiduciary adviser)によって、制度または、加入者または受益者に対して制度資産の投資目的のため証券その他の財産の売買保有に関連して提供され、

(iii) 助言提供に関する(g)項の要件を(満たす必要がある。)

(B) 本項の行為は、以下のものを指す。

(i) 制度、加入者または受益者に対する助言提供

(ii) 助言に基づく(証券その他の財産の売買保有に伴う金銭貸付または信用の供与を含む)証券その他の財産の売買保有

(iii) 助言提供または助言に従った証券その他の財産の売買保有に関して、直接間接を問わず手数料その他の報酬が、信託助言者またはその関係者(または信託助言者またはその関係者の従業員、代理人、または登録代理人)によって、受領されること。

- (2) 法408条は、末尾に次の新条項を追加することによって改正する。
- (g) 信認助言者による投資助言提供に関する要件
- (1) 制度保有資産の投資目的で証券その他の財産を売買、保有に関し、制度の信認助言者によって従業員給付制度または同制度の加入者または受益者に対し、3条(21)(A)(ii)にいう投資助言提供に関する要件は、以下の場合に充足される。
 - (A) 信認助言者が、制度、同制度の加入者または受益者に対し証券またはその他の財産に関する助言を初めて提供する場合、助言受領者に以下の内容の書面（電子的通信手段を含む）による通知を、助言提供と同時(at a time reasonably contemporaneous with)におこなうものとする。
 - (i) 信認助言者またはその関係者が、助言提供に関し、または、証券その他の財産の売買、保有に関し、受領する（第三者から支払われる報酬を含む）手数料その他すべての報酬
 - (ii) 証券その他の財産における信認助言者とその関係者の実質上または契約上の関係
 - (iii) 証券その他の財産の売買、保有に関して信認助言者が行った投資助言の範囲の、もしあるなら、その限定事項
 - (iv) 信認助言者が行う投資助言提供に関して、提供された業務のタイプ
 - (v) 助言者が、助言提供に関し、制度信認義務者として行動していること
 - (B) 信認助言者が、該当する証券諸法に従って証券その他の財産の売買、保有に関する適切な開示を行うこと
 - (C) 助言の受領者の指図によってのみ、売買保有が生じること
 - (D) 信認助言者またはその関係者が、証券その他の財産の売買、保有に関して受け取る報酬が、合理性あること

(E) 証券その他の財産の売買、保有に関する条件が、独立当事者間で取り決められる条件と同様の、制度にとつて少なくとも有利であること

(2) 情報提供の基準

(1)(A)に基づき提供されるべき通知は、明白で顕著（通常人が気づくよう）な方法で、かつ通常の加入者が理解するよう計画された方法で記述されるべきであり、通知に含まれるべき情報を加入者や受益者が十分評価できるように、正確にわかりやすいものでなければならぬ。

(3) 略

(4) 略

(5) 制度スポンサーと一定の信認義務者の適用除外

(A) 以下の(B)項適用を条件として、(i)以下の場合、(信認助言者を除く)信認義務者である制度スポンサーその他の者は、3条(21)(A)(ii)という投資助言提供すること(または助言提供の契約その他の取り決めがあるということ)のみを理由として、本文節の要件に合致していないと扱われるべきではない。

(i) 本条で述べられている投資助言を信認助言者が行うという、制度スポンサーまたはその他の信認義務者と信認助言者間の取り決めに従って、信認助言者が、投資助言を行った場合

(ii) 取り決めた規約が、本項の要件に従った信認助言者のコンプライアンスを求めている場合

(iii) 信認助言者が助言提供に関する信認義務者であると、信認義務者が記述した承認書を、取り決めた規約で記載する場合

(B) プルーデントな助言者の選択と定期的審査の継続的義務

(A)項のいかなる条項も、3条(21)(A)(ii)にいう投資助言提供することを約した信託義務者である制度スポンサーその他の者が、プルードントな助言者の選択と定期的審査を行うという要件を免除すると解釈してはならない。信託義務者である制度スポンサーその他の者は、信託助言者による、特定の助言受領者に対する特定の投資助言を監視する義務はない。

(C) 本節のなにもものも、3条(21)(A)(ii)にいう投資助言に対する相当な費用を支払うために制度資産を使用することを排除する解釈を行ってはならない。

(6) 定義—本項および(b)(14)のために

(A) 信託助言者—信託助言者(fiduciary adviser)とは、制度に関し、制度または加入者もしくはは受益者に投資助言することによって制度の信託義務者となるものを指し、かつ、以下の者をいう。

(i) 投資助言者法 (Investment Advisers Act of 1940 (15 U.S.C. 80b-1 et seq.)) または、主たる営業所を有する州の法律に基づき、投資助言者として登録している者

(ii) 408条(b)(4)に定める銀行または同様の金融機関

(iii) 州法上事業資格のある保険会社

(iv) 証券取引法 Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78a et seq.) に基づきブローカーまたはディーラーとして登録されている者

(v) (i)ないし(iv)の関係者

(vi) (i)ないし(v)の従業員、代理人または登録代理人で、助言提供に関する保険法、銀行法および証券法の要件を満たす者

(B) 関係者—他の法主体の関係者 (affiliate) とは、(投資会社法 the Investment Company Act of 1940 の 2 条 (a) (3) (15 U. S. C. 80a-2(a)(3)) に定義された) 法主体の関係者を指す。

(C) 登録代理人—他の法主体の登録代理人 (registered representative) とは、証券取引法 3 条 (a) (18) (Securities Exchange Act of 1934 (15 U. S. C. 78c(a)(18))) (ブローカーまたはディーラーの代理人) または、投資助言者法 202 条 (a) (17) (Investment Advisers Act of 1940 (15 U. S. C. 80b-2(a)(17))) (投資助言者の代理人) を指す。

(b) 一九八六年内国歳入法改正 (以下略)

第 2 款 論 議

この改正法に付き、賛成意見と反対意見とを紹介する。

1 賛成意見

Groom Law Group, Chartered (以下「Groom」) American Council of Life Insurers (ACLII) のための弁護士である Jon W. Breyfogle 氏議会証言要旨

「残高五兆ドルを越す、確定拠出型および個人勘定型の急速な伸びと、新しい投資手法、例えば新型のミューチュアルファンドや、保険商品などが開発され、種々の投資手法の選択肢が広がった中で、アメリカ国民は、投資判断をするよう迫られている。

同時に、労働省の規則が厳しく、事業主に投資判断をさせ責任を負わせる一方、金融サービス業者には取引禁止規

則の下で、希望しても助言させないような仕組みを構築した。すなわち自己取引やキックバックを生じさせることを強調するあまり、助言によって報酬を得る意欲を失わせた。

信認義務者でないものが、インターネットを通じた助言を行う事業が、興っているが、いまだに受益者の「助言ギャップ (advice gap)」がある。

また、まったく無関係の人に、受益者個別の助言をしてもらうためには、費用が掛かりすぎる。

近年、投資市場のボラティリティが増え、長期的な視野での正確な助言の必要性が増している。さらに、ACLIの調査によれば、確定拠出とIRAの投資家が、自己の投資判断に十分満足しているのは8%、そこそこののは41%であり、五五%から三五%の幅はあるが、それだけの人々が、投資サービス会社の助言を認める法改正を望んでいる。

最後に、今年前半に“Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act of 2001.”が成立し、年金制度とIRAに対する優遇税制を定めたため、ますます年金資金が増加する可能性がある。

法案は、利益相反ある助言を野放しにするのではなく、連邦及び州法の証券法や保険法に委ねようとする改正で、開示を充実させる手法は、証券法の世界で過去六〇年以上の実績がある。

以上の点から、ACLIは、「改正を支持する。」

2 反対意見

AARP（カルフォルニア州の退職した教育者 Ethel Percy Andrus 博士によって一九五八年に創設され、以前は the American Association of Retired Persons と称していた。今日三、四〇〇万人の会員数があり、内、半数以上がフルまたはパートタイムの勤労者で、残りが完全退職者である）の Joseph Perkins 前会長議会証言要旨

「ほとんどの加入者は、投資の基礎を理解していない。半分の家庭は、初めて持分証券やミューチュアルファンドを持つことになり、過去一〇年間で、五〇%以上が、新投資家である。ほとんどは中間所得以下の家庭であり、持分証券資産を保有しそうでない人たちであった。投資市場に参加しても、投資の基礎を学ぶ余裕もなく、事実、そのために時間を割くことはなかった。

AARPの近年の調査では、以下の四つの質問に対する回答の集計がある。

1. FDIC (連邦預金保険機構) は、銀行で購入したミューチュアルファンドの損失を負担するか？
2. ノーロードのミューチュアルファンドには、売買の費用その他の手数料が含まれているか？⁽¹⁹⁾
3. 分散投資は、投資のリスクを増加させるか、減少させるか？
4. フルサービスのブローカーや金融プランナーは、彼らの助言の内容で報酬を得ているか、それとも顧客に売却する投資物の額およびタイプによって報酬を得ているか？

残念なことに、金融投資に関する知識のあるアメリカ人は、そう多くない。全問正解者は一一%に過ぎず、三問正解者は、二五%に止まり、半分以下(四六%)の人が、二問正解者であった。三分の一を少し超える人たちだけが、第三問の正解者であった。

投資知識が少なく、所得の低い人は、専門家より危険の少ない投資を選ぶ、保守的な投資家となる傾向がある。また、個人の持つ少ない資産では、分散投資が困難であり、費用も相対的に高くなる。

情報の欠如が問題ではなく、過去と比して、多くの情報源、すなわち新聞雑誌、金融ニュースプログラム、オンラインサービス、種々のソフトウェアが、投資家の需要を満たしている。制度自身も、ビデオ、セミナー、そしてパンフレットを含む情報提供に熱心である。しかし、投資家が必要としているのは、どの情報が、自己の投資に重要で正

確で適切であるかを判断する時間と知識である。自己指図型の制度ではまさにここが問題である。

労働省は、解釈通牒96-11で、加入者の投資教育を促進する方策を立てた。投資教育を加入者に施すため、助言しても信認義務を負わないセーフハーバーが、アセットアロケーション手法として定められて現行法上有益な地図を加入者に提供している。

しかし、この情報は、加入者にとって不十分で、ときに複雑すぎる。加入者は、端的にどこに投資すればいいかを知りたがっている。AARPは、特定の個別化された情報提供が、勧誘者に役立つという点には同意するが、それは、ERISAの信認義務に基づいて、正しい投資原則を基本として、利益相反から守られたものでなければならない。

加入者が、良質の投資助言を得てしかるべきである。そして、その助言は、金融上の利益相反が、起こらないものでなければならない。ERISAは、今までずっと忠実義務の相手が分かれる利益相反を理解し、加入者の利益にならない危険があることを指摘してきた。ERISAの利益相反禁止条項を維持する必要がある。

改正法は、これを開示モデルに置き換え、開示さえすれば利益相反があっても認めようとするものである。この手法は、十分な保護とはならず今日の市場に対するアプローチとして最善のものでもない。むしろ新しい情報提供方法を駆使した、複数の独立した助言者を成り立たせるような政策のほうが、今までのERISAとの整合性からもふさわしい。」

(11) 最後の判例に関する論考がある。行澤一人「米国において年金資産を取り扱うブローカー、ディーラーの受認者としての地位―証券法規制とERISAの交錯―」神戸法学雑誌第四九巻第三号六二五頁以下（二〇〇一年一月）。

(12) 米国の判例の進展は、確定給付年金制度から生じた。助言者が、企業である年金スポンサーに対する助言で損失を被った場合が、

中心となった。今後、問題となるのは、確定拠出年金制度であると思われる。なぜなら、米国でも確定拠出年金制度の発展が著しく、加入者自身が助言を受けて、投資判断を行う場合が増加するからである。後述する改正法は、これを対象としている。

- (13) Consolidated Beef Indus. Inc. v. New York Life Ins. Co., 949 F.2d 960 (1991) など。
- (14) 29 C. F. R. 2509. 96-1(d)(1)(i)(ii) 服部 哲郎「米国における投資教育ガイドラインー日本の確定拠出年金導入に必要な投資教育とは何か？」年金レビュー 20頁以下一九九九年八月号参照。および 61 Fed. Reg. 29, 586, 29588 (1996).
- (15) 29 C. F. R. 2509. 96-1(d)(2).
- (16) 29 C. F. R. 2509. 96-1(d)(3).
- (17) Dave Veneman & Erizabeh McWirtler “Implementing Effective Asset Allocation” at 51EBRI “When Workers Call the Shots: Can They Achieve Retirement Security?” の掲載論文。
- (18) Collen E. Medill “the Individual Responsibility Model of Retirement Plans Today: Conforming ERISA Policy to Reality” 49 Emory Law Journal 1 at 54, 55 参照。
- (19) 購入時に手数料を支払わず、ファンド保有資産から、各年度ごとに手数料が差し引かれるミューチュアルファンドをいう。一九八〇年にSECが、ルール 12b-1 を採用後、増加したとされている。

第四章 わが国の法制度への示唆

確定拠出年金法は次のように定める。

「第百条 確定拠出年金運営管理機関は、次に掲げる行為をしてはならない。

(一から五省略)

六 加入者等に対して、提示した運用方法のうち特定のものについて指図を行うこと、又は指図を行わないことを勧めること（当該確定拠出年金運営管理機関が有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律（昭和六一

年法律第七四号）第二条第三項に規定する投資顧問業者その他確定拠出年金運営管理業以外の事業を営む者として行うことを明示して行う場合を除く。」。

六号にいう「特定のものについて指図を行うこと」には厚生年金局長から通知（平成一三年八月二一日付年発第二一三号）が出され、特定の商品の推奨や助言を細かく禁止の対象にしている。加入者に対する、特定の金融商品への資産の投資、預替え等を推奨し、助言すること等を禁止しているとともに、営業職員に係る運用関連業務の兼業禁止を定めている。

同法が、有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律（昭和六一年法律第七四号）第二条第三項に規定する投資顧問業者その他確定拠出年金運営管理業以外の事業を営む者を、その旨を開示することのみで、包括的に適用除外する一方、適用除外されない者に対し、上記通知でもつて、こと細かく制限するのは何故か、わからないし、前述の、米国の論議のような検討が加えられたとも思えない。少なくとも現実には何を根拠に、投資決定し、それが合理的であるかを、実態調査⁽²⁰⁾し、加入者が、投資助言を必要とするか否かを論議し、彼らに、金融市場で年金資金を有効に投資できる環境を整えるべきである。

(20) 米国では、Employee Benefit Research Instituteの調査、Gordon P. Goodfellow & Sylvester J. Shniberの調査およびVickie L. Bajtelstmit & Jack L. Vanderheiの調査研究がある。