

企業年金の運用機関による顧客ファンド間の内部クロス取引と 401(k)制度加入者に対する投資助言

—米国エリサ法における利益相反取引の規制見直しを巡る最近の動向—

保険研究部門 主任研究員 土浪 修

tonami@nli-research.co.jp

<要旨>

1. 本稿では、米国の企業年金の運用機関の2つの業務を取り上げて、利益相反取引に対する規制の見直しが進んでいる様子を紹介する。運用機関（関係会社を含む）による多様なサービスの提供は顧客にとっても便宜であるが、利益相反が生じる機会も増える。
2. 米国の企業年金法であるエリサ法では、年金資産の投資を行う者や投資助言を提供する者は、運用機関を含めて「受認者」とされる。受認者は忠実義務や注意義務を負うとともに、利益相反の外形を有する取引を一律に禁止される。ただし労働長官は、年金制度や加入者の利益となり加入者保護上問題がない場合には禁止取引の適用除外を認めることができる。
3. 運用機関が顧客ファンド間の売買を証券会社を介さずに帳簿上の振替で処理する「内部クロス取引」は、年金制度の取引費用削減という利点があるが、他方、顧客間の利益付替が行われる恐れがあり（顧客間の利益相反）、エリサ法上も禁止取引に該当する。
4. 労働省は、利益相反防止策を講じて適用除外を申請した個々の運用機関に対して内部クロス取引を認めてきた。運用機関の裁量が限られるインデックスファンドでは比較的緩い条件が、裁量が広いアクティブファンドでは、より厳しい条件が設けられてきた。
5. 本年2月、労働省はインデックスファンドにおいて内部クロス取引を認める一般的条件を示して、投資顧問会社や信託銀行が個別申請なしで内部クロス取引を行うことを認めた。主な条件は、インデックスの構成の変化やファンド資金の出入り等にもなう機械的な売買に限ること、終値で執行すること、手数料を徴収しないこと、年金制度の受認者が事前に文書で同意すること等である。
6. 401(k)制度に投資方法（株式ファンド、債券ファンド等）を提供する運用機関が加入者に「投資助言」を提供することは、加入者の適切な投資決定に資するが、他方、自己の運用報酬増加を図るための偏った投資助言がなされる恐れがあり（加入者と運用機関の利益相反）、エリサ法上も禁止取引に該当する。
7. 労働省は、投資助言の提供に関しても適用除外を認めてきた。利益相反防止策として2つの方法がある。第一は投資方法の相違にかかわらず運用機関が受け取る報酬を平準化する方法、第二は外部の金融専門家が作成したコンピュータプログラムを利用して投資助言を提供する方法である。

8. 昨年12月、労働省は上記の第二の方法は、一定の条件をみたせば禁止取引に該当しない（適用除外なしで行える）との新たな法律解釈を公表した。また議会でも投資助言を促進するエリサ法改正法案が審議されている。下院では、投資方法を提供する運用機関も利益相反に関する情報を加入者に開示すれば投資助言が可能となる法案が通過した。上院では、助言資格を投資方法を提供しない運用機関に限りつつ、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法案が委員会を通過した。
9. わが国の企業年金においても、取引コストの重視やインデックス運用の増加、確定拠出年金の導入といった事情を踏まえれば、米国の事例は参考になろう。なお、わが国の企業年金法制においては、運用機関に対する規制は抽象的な「忠実義務」に止まり具体的な禁止行為は規定されていない。金融法制との二重規制は回避されており、これを維持すべきである。

<目次>

I. はじめに一企業年金の運用機関と利益相反	100
1. 企業年金と運用機関の業務	100
2. エリサ法による運用機関の利益相反取引規制	101
II. 運用機関による顧客ファンド間の内部クロス取引	104
1. 内部クロス取引の利点と弊害	104
2. クロス取引に関するエリサ法の規制	105
3. インデックスファンド等に関する類型的適用除外	113
4. 内部クロス取引に関する小括	121
III. 運用機関による401(k)制度加入者に対する投資助言	125
1. 401(k)制度と加入者に対する投資助言	125
2. 投資助言に関するエリサ法の規制	126
3. 外部専門家を利用した投資助言に関する助言意見	132
4. 投資助言を促進するためのエリサ法改正法案	135
5. 投資助言に関する小括	142
IV. おわりに — エリサ法とわが国の企業年金法制	146
1. エリサ法における禁止取引と労働長官による適用除外	146
2. わが国の企業年金法制	147

I. はじめに — 企業年金の運用機関と利益相反

1. 企業年金と運用機関の業務

(1) 多様なサービスと利益相反

企業年金には大別して、事業主が将来の給付を約束して必要資金の積立を行い、運用リスクは事業主が負担する確定給付制度（defined benefit plan）と、事業主または従業員が掛金の拠出と運用指図を行いその元利合計が年金原資となり、運用リスクは加入者が負担する確定拠出制度（defined contribution plan）がある。いずれの制度においても年金資金の運用は企業年金の中核的な機能であり、制度から年金資産の運用を委託される運用機関（信託銀行、生命保険会社および投資顧問会社）は重要な役割を果たしている。

運用機関は、その関係会社を含めて、多くの年金制度に対して資産運用を含む多様なサービスを提供している場合が多い。これにより効率的なサービス提供が可能となり、年金制度や加入者にとっても有益であるが、他方で、取引関係者の増大や複数業務を営むことにともない利益相反取引⁽¹⁾が発生する可能性は高まる。

(2) 内部クロス取引と投資助言

本稿では、米国における企業年金の運用機関の2つの業務を取り上げて、外形的には利益相反取引であるものの年金制度や加入者に利益をもたらす取引の取扱いを紹介、検討する。一つは、運用機関が複数の確定給付制度の資産を運用する場合に、顧客ファンド間の証券取引を市場（証券会社）を介さずに帳簿上の付替で執行する「内部クロス取引」である（II）。他の一つは、代表的な確定拠出制度である401(k)制度において、投資商品を提供する運用機関が加入者に対して「投資助言」を提供することである（III）。

内部クロス取引は取引費用の削減により年金制度の利益となるが、顧客間の利益（損失）の付替が行われる恐れもある（顧客間の利益相反）。投資助言は加入者による適切な商品選択に資するが、運用機関自身の利益を図るために偏った投資助言がなされる恐れも否定できない（加入者と運用機関の間の利益相反）。

企業年金の加入者保護を目的とするエリサ法（Employee Retirement Income Security Act）においては、運用機関によるクロス取引や投資助言は、利益相反の外形を有することから原則として禁止される。ただし、それらは制度や加入者の利益にかなう取引でもある。昨年末以来、それらの取引に対する規制の見直しが行政、立法の双方で進んでいる。内部クロス取引については労

⁽¹⁾ 本稿では、原則として、取引の外形に利益の相反があれば「利益相反（取引）」と称し、「潜在的（または外形的）利益相反」があっても、取引内容の公正化や情報開示といった「利益相反防止策」があれば「実際の利益相反」は防止され则认为する。ただし、取引の実質に着目して称する場合もある（「利益相反の恐れ」等）。

働省がインデックスファンドにおいて取引を認める規則を制定した。また加入者に対する投資助言を促進するために、労働省は運用機関による投資助言を容易にする行政解釈を公表し、議会では投資助言の提供促進を目的とする複数のエリサ法改正法案が審議されている。エリサ法の枠組みの中で、あるいは枠組みを若干変更して、利益相反防止策を確保して年金制度や加入者にとって有益なサービスの提供が可能になり、また、なろうとしている。

以下、内部クロス取引や投資助言に関する規制やその見直しを巡る最近の状況を紹介するが、まず、それらの取引に共通して適用されるエリサ法の規制の枠組みを本稿に必要な範囲で説明する。

2. エリサ法による運用機関の利益相反取引規制

(1) エリサ法の受託者規制の概要

米国では1974年に制定されたエリサ法が企業年金の運営全般、すなわち給付設計、事前積立から支払保証制度までを包括的、網羅的に規制している。年金制度の管理や資産運用に係わる者の義務と責任は同法1編B章4節(401条~414条、29 USC 1101~1114。以下、エリサ法の条文番号による)に規定されている。

エリサ法の信託義務は基本的には信託法を成文化したものであるが、年金制度の加入者保護を図るために義務の内容や義務違反の責任を明確化、強行法化するなどの特徴を有する⁽²⁾。

エリサ法においては、制度の管理・運営権限を有する者として制度規定に記載される「指名受託者」(402条(a)、例えば、事業主の役員や役員クラスの年金委員会等が指名される)に加えて、以下の者は「受託者(fiduciary)」とされる(3条(21)(A))⁽³⁾。

- 制度の管理や制度資産の投資に関して裁量的な権限ないし支配力を有しまたは行使する者
- 制度の資金その他の財産の投資に関して報酬を得て投資助言を提供する者

指名受託者は、制度資産を管理するために投資マネージャーを任命することができる(402条(c)(3))。投資マネージャーは、投資顧問会社、銀行または生命保険会社のいずれかであって、自己が受託者であることを文書で認めなければならない(3条(38))。

これら受託者は制度の加入者に対して信託義務(fiduciary duty)を負う。具体的には、もっぱら加入者の利益を図るべき忠実義務、適切な注意を払って任務を遂行すべき注意義務(プルードント・マン・ルール)、投資を分散する義務および制度文書を遵守する義務である(404条(a)(1))。

最後の制度文書遵守義務は当然の規定ではあるが、制度文書がエリサ法に合致することを条件

(2) 米国の金融実務における各種フィデューシャリーの義務と責任については、久保淳一「金融実務における受託者の義務と責任の多様化」信託法研究26号(2001年)参照。

(3) ただし、投資会社(わが国の投資信託に相当する。米国の投資信託は会社型が中心であり、ミューチュアルファンドはその一種)やその投資助言者は制度が投資会社の証券に投資したことのみによっては受託者とはならない(3条(21)(B))。同様に、投資会社や給付が保証された保険(ほぼ一般勘定に相当)に属する個々の資産は制度資産ではない(401条(b))。

としており、受認者の義務違反の免責禁止（410条(a)）とあいまってエリサ法の信認義務を当事者の合意によっても排除できない強行規定としている。

忠実義務を補足し具体化する観点から、受認者は、（実際の）利益相反が発生する恐れがあると考えられる一定の取引を行うことを禁止される（406条、いわば、最広義の利益相反取引）⁽⁴⁾。この禁止取引（prohibited transaction）に該当する取引は、たとえ年金制度や加入者の利益となる場合でも、違法である。

禁止取引は次の2つに大別される。

- 制度と「利害関係者」（制度の受認者、制度に対する役務提供者、事業主、従業員等）との売買、貸付、役務提供等の取引（406条(a)）
- （広義の）利益相反取引（406条(b)）

後者には次の3つが含まれる。本稿でとりあげる運用機関による内部クロス取引や投資助言は、一般に、行為の外形からこれらに該当する。

- 自己の利益のための、または自己の勘定による、制度資産の取引（406条(b)(1)、自己取引）
- 制度または加入者の利益に反する利益を有する者のための（またはその者を代理する）、制度に係わる取引（406条(b)(2)、狭義の利益相反取引）
- 制度資産に係る取引に関して制度と取引する者から自己の勘定で報酬を受け取ること（406条(b)(3)、キックバック）

禁止取引には法定の適用除外（exemption）および、年金制度や加入者の利益となり加入者保護上問題ないと認めて労働長官が制定する適用除外がある（408条）。内部クロス取引や投資助言については、該当する法定の適用除外がないため労働長官が制定する適用除外が重要な役割を果たす。なお、適用除外は取引の禁止を解除するだけで、一般的な信認義務を免除するものではない。

信認義務に違反した受認者は制度が被った損害の賠償等の責任を負う（409条）。また、受認者（例えば年金制度の指名受認者）は他の受認者（例えば運用機関や投資助言提供者）の義務違反を知りつつ関与した場合、自己の義務違反により他の受認者の義務違反を可能とした場合、および他の受認者の義務違反を知りつつ適切な措置をとらなかった場合には、当該他の受認者と連帯責任を負う（405条(a)、共同受認者責任）。

(2) 運用機関と禁止取引

以上の仕組みを運用機関の側から見ると、年金制度の資産運用を委託された運用機関は、年金制度内部の受認者と同様に、エリサ法上の受認者として禁止取引を含む信認義務に服することになる。

運用機関は顧客保護を目的とする連邦法または州法に基づいて各種の規制、監督を受けている

⁽⁴⁾ 企業年金の税制優遇を規定する内国歳入法にも禁止取引があるが、省略。

が、それらは基本的には業態別規制である。これに対してエリサ法は年金資金の運用機関に共通する信託義務や具体的な禁止取引を設定している点に特徴がある（エリサ法は州法に優先する。ただし、保険、銀行または証券を規制する州法上の義務を免除するものではない。514 条(a)、(b)(2)(A)）。

忠実義務等の一般的な信託義務がいわば抽象的な規範に止まるのに対して、禁止取引は、前述のように、取引の外形を捉えて広範な取引を禁止しており、運用機関の業務展開の障害となる場合も生じる。

以下、具体的な事例に進もう。

II. 運用機関による顧客ファンド間の内部クロス取引

1. 内部クロス取引の利点と弊害

(1) クロス取引の意義と利点

一般に運用機関では、運用部門（ポートフォリオマネージャー等）が決定した証券の売買を、トレーディング部門が証券会社への委託（上場株式の場合等）または証券会社との売買（非上場債券の場合等）によって執行する。トレーディング部門が運用部門から同一証券の反対方向の売買の指示（例えば、顧客AのファンドでX株式1万株の売却、顧客BのファンドでX株式1万株の購入）を受けた場合、米国では次の二つの方法によるクロス取引⁽⁵⁾が考えられる⁽⁶⁾。一つは運用機関が証券会社（ブローカー・ディーラー）に売りと買いをセットで発注する「ブローカークロス取引（brokered cross-trade）」である。執行が容易なため手数料は通常より安いという。他の一つは証券会社を利用せずにファンド間の直接取引により売買を執行する「直接クロス取引（direct cross-trade）」である。本稿では「直接クロス取引」（以下、内部クロス取引、または単にクロス取引という場合がある）を取り上げる。

内部クロス取引を利用すれば証券会社に対する発注の手数が省け確実に執行できる。また委託手数料の支払い（または売買スプレッド）が不要となり、マーケットインパクトを回避できる。したがってクロス取引は顧客の利益に資する。

米国においては、「クロス取引は、投資マネージャーがエリサ法の適用されない顧客の勘定に係る証券取引を執行する方法として一般的慣行である」（労働省）⁽⁷⁾とされ、「投資顧問会社（investment adviser）はクロス取引を、顧客に最良執行を提供する義務をみたすための重要な手段と考えている。エリサ法の適用されない顧客は投資顧問会社の採用に際して当該投資顧問会社のクロス取引の可否を考慮することが多い」⁽⁸⁾といわれる。

クロス取引の利用実態は明確でないが、特にインデックス運用においては、取引費用を削減してトラッキングエラー（インデックスの動きからの乖離）を減少させるための有力手段として活用されているようである⁽⁹⁾⁽¹⁰⁾。

⁽⁵⁾ わが国では、「クロス取引」は主として、①投資家が保有株式の益出し目的で行う一時的売却と買戻し、②証券会社が取引所に同一銘柄・同量の売りと買いを提出して市場で売買を成立させる取引、の意味で使われている。

⁽⁶⁾ 63 FR 13696（注27参照）、13696。

⁽⁷⁾ 64 FR 70057（注29参照）、70058。

⁽⁸⁾ 労働省が2000年2月10-11日に開催したアクティブ運用に係るクロス取引に関する公聴会（3.(1)参照）におけるICI（Investment Company Institute）の発言記録（http://www.ici.org/crosstrades_tmy.html）II。

⁽⁹⁾ 労働省は、インデックスファンドにおけるクロス取引による取引費用の節減（マーケットインパクトは売方買方で相殺されるため算入していない）を5.7ベースポイント（0.057%）と試算している（67 FR 6614（注26参照）、6615）。

⁽¹⁰⁾ ステート・ストリートグループやバークレー・グローバル・インベスターズは、世界中の拠点の売買を集中してクロス取引を行っていると報じられている（日経金融新聞2001年12月13日、2002年7月1日（ステート・ストリートグループ）、同2001年8月2日、28日（バークレー・グローバル・インベスターズ。8月2日の記事によれば、S&P500ファンドの株式売買の90-95%がファンド間クロス取引ですむとされる））。

(2) クロス取引の弊害

他方、クロス取引には顧客間の利益相反がともなう。証券の売手は高価格での売却を、買手は低価格での購入を望む。このように相反する利益を有する両当事者に対して同一の運用機関が投資裁量を行使することは、外形的にみて利益相反取引であり、一方の不利益において他方を利する実際の利益相反取引（例えばファンド間の利益や損失の付替）が行われる恐れがある。また、クロス取引における希望売買数量が不一致で、過剰の側に複数のファンドが存在する場合には、ファンド間の割当の公平性も問題となる。

したがって、クロス取引を利用する場合には適切な利益相反防止策を講じることが必要となる。

2. クロス取引に関するエリサ法の規制⁽¹¹⁾

(1) クロス取引のエリサ法上の位置づけ

企業年金の運用機関（投資マネージャー）はエリサ法上の受認者に該当し、信託義務を負うとともに一定の取引を禁止される（I 2. 参照）⁽¹²⁾。

複数の年金制度の資産に投資裁量を有する投資マネージャーが両者のクロス取引を行うことは、禁止取引の一類型である「制度…の利益に反する利益を有する者のための（またはその者を代理する）…取引」（406 条(b)(2)）に該当すると考えられている⁽¹³⁾。売買取引の両当事者の利益は相反するからであり、取次手数料の有無とは関係ない（なお、制度から手数料を受け取れば、自己の利益のための制度資産の取引を禁止する 406 条(b)(1)、制度の取引相手から手数料を受け取れば、制度の取引相手から報酬を受け取ることを禁止する 406 条(b)(3)との関係も問題となろう）。その結果、クロス取引は、たとえ年金制度の利益にかなう取引であっても、法定⁽¹⁴⁾または労働長官が制定する適用除外に該当しない限り、エリサ法違反となる。さらに取引内容（例えば意図的な利益の付替）によっては一般規定たる忠実義務や注意義務違反となる場合もある。

クロス取引に関する裁判として労働省が Strong Capital Management 社を約 1600 件のクロス取引を行いエリサ法に違反したとして訴えた事例があるが、和解で終結したようである⁽¹⁵⁾。

⁽¹¹⁾ クロス取引とエリサ法の関係を論じた文献として、米澤康博監修・中央三井信託銀行年金運用研究会『バッシブ・コア戦略』（東洋経済新報社、2001 年）226-231 頁がある。

⁽¹²⁾ 年金制度が投資会社の証券に投資した場合には、投資会社やその投資顧問会社は原則として受認者には該当しないため（注 3 参照）、投資会社間のクロス取引は投資会社法の規制（後述）に従うものと思われる。

⁽¹³⁾ 労働省は、直接クロス取引、ブローカークロス取引の区別なく 406 条(b)(2)違反の可能性を論じつつ、「個別的適用除外は直接クロス取引を対象としてきた」とする（63 FR 13696, 13696、64 FR 70057, n8）。投資決定（A ファンドにおける X 株式の売却と B ファンドにおける X 株式の購入）がそれぞれ適切に行われる限り、その実行行為である（にすぎない）執行を同一証券会社に委託することは当然に 406 条(b)(2)に違反するとはいえない（実際の利益相反の恐れも少ない）と考えることができる。

⁽¹⁴⁾ 顧客ファンド間のクロス取引に関して利用可能な法定の適用除外はない。

⁽¹⁵⁾ 63 FR 13696, n3, Pensions & Investments, Jun. 10, 1996, p1.

(2) クロス取引に関する証券法の規制

クロス取引は企業年金に特有の取引ではない。クロス取引に関連する証券諸法上の規制⁽¹⁶⁾として、労働省や証券団体がクロス取引のエリサ法上の取扱いの検討に際して言及した2つのSEC（証券取引委員会）規則を取り上げる。

① 投資顧問会社によるエージェンシークロス取引 - SEC規則 206(3)-2

(7) 投資顧問法とエージェンシークロス取引

投資顧問会社はブローカー・ディーラー業務を兼営することが可能であるが、兼営にともなう利益相反の防止が必要となる。投資顧問法 206 条(3)は、投資顧問会社が顧客のための証券売買に際して、自己の取引資格を取引完了前に顧客に書面で開示してその同意を得ることなく、①当該顧客を相手として自己取引を行うこと、②当該顧客以外の者のブローカーとして取引することを禁止している。

以下では上記②のように、投資裁量を有する者が、同時に顧客の証券取引をブローカーとして執行することをエージェンシークロス取引という。

投資顧問会社による自己取引やエージェンシークロス取引は顧客の利益ともなることから、投資顧問法はこれらの取引を一律に禁止するかわりに、事前の開示と同意を条件に認めている。もっとも開示と同意は個々の取引毎に必要なと解されており⁽¹⁷⁾、取引に際して負担となる。

(1) エージェンシークロス取引の条件

SECは投資顧問法 206 条(3)を遵守しているとみなされるエージェンシークロス取引の条件を示した規則を制定している（17 CFR § 275.206(3)-2、助言顧客のためのエージェンシークロス取引）。その条件は概ね次の通りである。

- 顧客が、投資顧問会社（関係会社（親子兄弟会社）たるブローカー・ディーラーを含む）が取引の両当事者に関して①ブローカーとして行動すること、②手数料を受け取ること、③忠実および責任の衝突・分裂を潜在的に有すること（have a potentially conflicting division of loyalties and responsibilities）について書面の開示を受けた上で、投資顧問会社のエージェンシークロス取引に対して将来に向けて書面で同意すること
- 各取引の完了時または完了前に、取引の性質、日時、他の報酬等を記載した確認書（written confirmation）を顧客に送付すること

⁽¹⁶⁾ ICAA（Investment Counsel Association of America）は2000年2月10日の公聴会で、不適切なクロス取引を防止する現行法制として、エリサ法のほか、①判例法および投資顧問法（Investment Advisers Act）における投資マネージャーの一般的な信託義務、②投資顧問法その他の証券法における詐欺禁止条項を指摘している（<http://www.icaa.org/public/letters/comment021000.pdf>、10-11頁）。

⁽¹⁷⁾ Tamar Frankel et al, *The Regulation of Money Managers : Mutual Funds and Advisers*, 2d ed (Aspen Law & Business, 2002), 13-58. なお、開示と同意が必要な「取引完了前」の意義については、SECは「execution（執行）前」と解してきたが98年に「settlement（決済）前」に解釈を変更した（SEC Release No. IA-1732(Jul. 17, 1998)）。なお開示や同意は電子的方法により行うことも可能である（SEC Release No. 33-7288(May 9, 1996)）。

- 少なくとも年1回、当該期間における取引回数、手数料その他の報酬を記載した報告書を送付すること
- 確認書または報告書に、同意はいつでも撤回可能であることを明示すること
- 売買の両当事者に取引を推奨する場合には取引を執行してはならないこと
- 本規則は投資顧問会社の最良執行義務や情報開示義務を免除するものではないこと

本規則においては、顧客の同意は書面化を要するものの、取引毎ではなく包括的な同意が認められている。他方、投資顧問会社が売買の両当事者に取引を推奨する場合にはエージェンシークロス取引は認められない。両当事者に対して投資裁量を行行使する者がクロス取引を執行することにともなう利益相反を懸念したものであろう。

(ウ) エージェンシークロス取引（の規制）と内部クロス取引との関係

SECは当初、手数料を徴収しない社内の帳簿付替によるエージェンシークロス取引も 206 条(3)の対象と解していた。従って、売買の両当事者に投資裁量を有することとなる内部クロス取引は本規則の条件を充たさず、個々の取引に関する事前の開示と同意がない限り 206 条(3)違反となろう。

しかしSECは93年に取扱いを変更し、98年には「投資顧問料以外の報酬を受け取らない場合には「ブローカーとして取引する」ことには該当しない」との見解を明らかにした⁽¹⁸⁾。つまり、内部クロス取引は取次手数料を徴収しない限り、投資顧問法 206 条(3)やSEC規則 206 (3) -2 とは無関係となった。ただし、同法上の他の禁止取引（206 条(1)、(2)）や判例法上の信託義務に従うことは引き続き必要である。

② 投資会社間のクロス取引 – SEC規則 17a-7

本規則は複数の投資会社（わが国の投資信託に相当）の資金を運用する投資顧問会社が当該ファンド間でクロス取引を行う場合を規制対象とするもので、証券団体が年金制度間のクロス取引の規制緩和のモデルとして推奨してきたものである。

投資会社法 17 条(a)は利益相反を防止するために、投資会社と特定の関係者との証券取引等を禁止しており、例えば、同一の投資顧問会社が運用する投資会社間の取引は原則として行えない。ただし、SECは次の条件のもとで取引を認める規則を制定している(17 CFR § 270.17a-7、投資会社と関係者との間の売買の適用除外)。

- 市場気配が容易に入手可能な証券の現金、現物取引であること
- 独立した、市場の現在価格〔市場類型毎に具体的に定義される〕により執行されること
- 取引が双方の投資会社の登録届出書等に記載された方針〔投資会社法 8 条(b)参照、投資方針等〕と整合的であること
- 取次手数料（通例の移転手数料を除く）が支払われないこと

⁽¹⁸⁾ SEC Release No. IA-1732(Jul. 17, 1998).

- 投資会社の取締役会（利害関係者でない取締役の過半数を含む）が、①上記条件に則った売買を執行するための手続を採択し、②必要に応じて修正し、③少なくとも四半期に一度、当該期間の全ての売買が手続を遵守して執行されたことを確認すること
- 取締役の過半数が投資会社の利害関係者でなく、それら取締役が利害関係者でない取締役を指名すること。利害関係者でない取締役の法律顧問は独立した法律顧問であること
- 投資会社が、手続の写しを永久に保存し、売買対象証券、取引相手および売買条件を示す取引書類ならびに「四半期に一度行われる手続遵守の」確認の根拠となる情報を少なくとも6年間保存すること

上記条件をまとめると、クロス取引の内容に係る実体要件としては、市場性のある証券を対象として、投資会社の投資方針等と整合的な売買を、独立した、市場の現在価格で執行すること、取次手数料を徴収しないことである。適正な投資決定や公正な取引条件が確保され、また、過当取引の誘因となりがちな取次手数料の受取が禁止されている。

次に、クロス取引の利用に係る手続要件としては、独立性のある取締役会が実体要件に則った売買手続を定め、四半期に一度手続遵守を確認し、手続や取引書類・確認根拠を保存することである。独立取締役を含む投資会社の取締役会が重要な役割を果たしている⁽¹⁹⁾。

(3) エージェンシークロス取引に関する類型的適用除外 — 労働省 PTE86-128

労働長官は、行政執行上可能であり、年金制度や加入者の利益となり、加入者保護上問題ない場合には、パブリックコメント手続を経て、禁止取引の適用除外を制定することができる（408条(a)）。

① 概要

投資顧問法とは別に、エリサ法においても投資顧問会社を含む運用機関による年金制度に係るエージェンシークロス取引の取扱いが問題となる。

投資マネージャー（関係会社を含む）によるエージェンシークロス取引はエリサ法の禁止取引に該当すると考えられる。例えば、（自己をブローカーとして利用して）制度から取次手数料を受け取れば 406 条(b)(1)が禁止する自己利益のための取引に、他方当事者から取次手数料を受け取れば 406 条(b)(3)が禁止する制度の取引相手からの手数料の受取に、取引の双方当事者に裁量を行使すれば 406 条(b)(2)が禁止する制度の利益に反する利益を有する者のための取引に、それぞれ該当する可能性がある。

ただしエージェンシークロス取引は制度の利益となる場合もある。そこで労働省は 86 年に、

⁽¹⁹⁾ 現実には、「ミューチュアルファンドは、投資管理の報酬・手数料を得ることを期待される投資顧問によって設立され、支配されている」（落合誠一編『比較投資信託法制研究』（有斐閣、96 年）15 頁）面は否定できないようである。

「従業員福祉制度およびブローカー・ディーラーを含む証券取引に係る類型的⁽²⁰⁾適用除外」(PTE 86-128)⁽²¹⁾を制定して、エージェンシークロス取引が認められる条件を示した。関係する部分の概要を示す。

② エージェンシークロス取引の条件

(7) 禁止取引の適用除外となる取引

(i)の条件をみたせば、以下の取引には 406 条(b)は適用されない。

- 受認者が制度の取引を代理人として執行し手数料を受け取ること。ただし手数料は過当でないこと [エージェンシークロス取引以外の取引も対象とした規定]
- 受認者が制度と他の者とのエージェンシークロス取引において代理人として行動すること [制度の投資マネージャーが、制度と他の者との売買の取次を行うこと]
- 受認者が当該他の者からエージェンシークロス取引に関して合理的な報酬を受け取ること

(i) 適用除外の条件

- 制度の受認者（エージェンシークロス取引の執行者から独立した者であること）が取引を事前に文書で承認すること
- 上記の承認はペナルティなしで撤回できること、その旨の通知を少なくとも年 1 回行うこと
- 承認前 3 ヶ月以内に、本適用除外の写し、撤回通知書、ブローカレッジの方法等の情報を制度の受認者に提供すること。この情報には「エージェンシークロス取引においては、取引執行者は、取引当事者に対する忠実および責任の衝突・分裂を潜在的に有している」との告知を含む
- 制度の受認者に対して、取引執行後 10 営業日以内に取引確認書を提供するか、少なくとも 3 ヶ月に一度、当該期間における取引確認書に係る情報の集約、手数料総額等を記載した報告書を提供すること
- 制度の受認者に対して、少なくとも年 1 回、取引確認書に係る情報の概要を提供すること。この概要には、エージェンシークロス取引の回数、手数料総額の説明を含むこと
- 取引執行者は売手または買手の一方だけに裁量的権限を有するか投資助言を提供すること、双方に対しては不可
- 市場気配が容易に入手可能な証券の、現金・即時渡しの売買であること
- 取引時点における、独立した売り呼び値または買い呼び値もしくはその間の価格で執行す

⁽²⁰⁾ 「個別的 (individual)」適用除外では労働省に申請して承認を受けた主体（特定の運用機関、年金制度等）による、適用除外に規定された条件をみたした取引だけが対象となる（他者が同様の取引を行っても禁止取引に該当する）のに対して、「類型的 (class)」適用除外では規定された条件をみたす取引は全て対象となる。業界団体が申請したり労働省が自ら発案することが多い。

⁽²¹⁾ PTE は Prohibited Transaction Exemption、86 は制定年、128 は当該年における番号。提案 50 FR 3427(Jan. 24, 1985)、決定 51 FR 41686(Nov. 18, 1986)。

ること

労働省は適用除外の提案に際して、上記条件は投資顧問法の規則 206(3)-2 や投資会社法の規則 17a-7 を参照したものであり、「取引の公正さに関する独立した客観的な基準を提供し、制度の受認者による取引の監視を助けるためのものである」と説明した。

条件をまとめると、取引の内容に係る実体要件として、取引対象証券や取引執行価格に制限があるほか、取引の利用に係る手続要件として、独立した制度受認者に対する情報提供と事前承認、事後報告が求められる。

運用機関が売買の両当事者に裁量を有する場合にはクロス取引は認められない。この点については、投資会社に関する S E C 規則 17a-7 に準じた規制を設ければ制度を（投資マネージャーによる）権限濫用から守ることができる等とする反対意見も寄せられたが、労働省は、「（クロス取引を認めることにより）制度にもたらされるであろう利益が、受認者が利益の相反する両当事者のために行動することにもなう権限濫用の恐れを上回るとは考えられない」等として認めなかった。

なお、エージェンシークロス取引においては、取次手数料の受取自体は可能である。

以上によれば、本稿で検討している内部クロス取引は、運用機関が売買の両当事者に裁量を有するものであることから、本適用除外の対象とはならない。

ここまで述べた S E C 規則、労働省の適用除外等の関係をまとめておく（図表－1）。

図表－1 顧客間のクロス取引が認められる条件

	双方に対する 投資裁量	取次手数料 の受領	顧客の事 前同意	備考
投資顧問法 206 条(3)	可	可	個別	投資顧問会社を規制、取次手数料を受け 取らなければ本項の規制対象外
S E C 規則 206(3)-2	不可	可	包括	－エージェンシークロス取引の条件
投資会社法 17 条(a)	(取引条件にかかわらず禁止)			投資会社を規制
S E C 規則 17a-7	可	不可	包括	－投資会社間のクロス取引の条件
エリサ法 406 条(b)	(取引条件にかかわらず禁止)			年金制度の受認者（運用機関等）を規制
労働省 PTE86-128	不可	可	包括	－エージェンシークロス取引の条件
労働省・アクティブファ ンドの個別的適用除外	可	不可	個別	－アクティブファンドの内部クロス取 引の条件 ((4) 参照)
同・パッシブファンドの 類型的適用除外	可	不可	包括	－パッシブファンドの内部クロス取引 の条件 (3. 参照)

(4) 内部クロス取引に関する個別的適用除外

① 個別的適用除外の概要

労働省は、11 の運用機関に対して 12 件の、内部クロス取引⁽²²⁾を認める個別的適用除外を制定してきた（図表－2）⁽²³⁾。

図表－2 クロス取引に関する個別的適用除外の概要

適用除外 (制定)	申請者	適用除外となる証券	適用除外となる取引	利用可能な制度等
PTE 82-133 47 FR 35375	Chase Manhattan Bank, N.A.	株式	大型株ファンドから小型株ファンドへの売却（過去の取引の遡及的救済）	
PTE 87-51 52 FR 22558	Wells Fargo Bank, N.A.	株式	I + M + L	PTE92-11 に継承
PTE 89-9 54 FR 8018	State Street Bank and Trust Company	エクィティ	I + M + L	
PTE 89-116 54 FR 53397	Capital Guardian Trust Company	証券	限定なし	総資産 25 百万ドル以上の制度
PTE 92-11 57 FR 7801	Wells Fargo Bank, N.A.	株式 (含自社株)	I + M + L	PTE87-51 の後継
PTE 94-36 59 FR 19249	The Northern Trust Company	株式	I + M + L	
PTE 94-43 59 FR 30041	Fidelity Management Trust Company	証券	インデックス、アクティブ	総資産 25 百万ドル以上の制度
PTE 94-47 59 FR 32021	Bank of America National Trust and Savings Association	株式 (含自社株)	I + M + L	
PTE 94-61 59 FR 42309	Batterymarch Financial Management	エクィティ	限定なし、独立ブローカーが執行	総資産 25 百万ドル以上の制度
PTE 95-56 60 FR 35933	Mellon Bank, N.A.	証券 (含自社株)	I + M + L	
PTE 95-66 60 FR 39012	BlackRock Financial Management L.P.	エクィティ、デット	限定なし	総資産 25 百万ドル以上の制度
PTE 95-83 60 FR 47610	Mercury Asset Management	証券	限定なし	総資産 25 百万ドル以上の制度

(注) I + M + L = インデックスファンド、モデル準拠ファンドおよび大口勘定（大規模制度）

これらの個別的適用除外規則には二つの類型がある。第一は、投資決定がパッシブないしプロセス準拠（process-driven）であるため運用機関の裁量が限定されるインデックスファンドやモデル準拠（model-driven）ファンドの間のクロス取引を認めるものである。本年 2 月に制定された類型的適用除外（3. 参照）の原型となったものである。第二は、投資マネージャーが（年金制度が提示したガイドラインの範囲内で）広範な投資裁量を行使するアクティブファン

⁽²²⁾ 運用機関が売買両当事者の証券保管機関（カストディアン、トラスティ）を兼ねる場合には取引は社内内で完結すると思われるが、両者が異なる場合には取引の便宜から（独立した）ブローカーが利用されるようである（例えば、PTE89-9 に関して 53 FR 33198, Summary 8, PTE94-36 に関して 58 FR 64973, 64977 を参照）。

⁽²³⁾ 63 FR 13696, n6.

ドにおいてクロス取引を認めるもので（図表－２の「適用除外となる取引」欄で、限定なし、アクティブと表示）、前者に比して厳しい条件が付されてきた。労働省は個別的適用除外に規定された条件を次の通りまとめている⁽²⁴⁾。

② クロス取引の条件

(ア) インデックスファンド等、アクティブファンドに共通する条件

- 一般に認識された市場（generally recognized market）が存在する証券を対象とすること
- 投資マネージャーはクロス取引に関して報酬を受け取らないこと
- 債務証券の価格は、投資マネージャーから独立した、客観的で評価の高い市場ソースに従って決定されること
- クロス取引の機会は、公正なシステムにより客観的な基準（例えば比例配分）に従って各勘定に配分されること

(イ) インデックスファンド、モデル準拠ファンド、大規模制度に係る追加的条件

- 利用するインデックスは、機関投資家に対する金融情報の提供を業とする独立した機関が作成するものであること
- インデックスまたはモデルに含まれる証券の構成または割合に影響を与える「発動事象（triggering event）」がクロス取引の機会をもたらすことにより、投資マネージャーの裁量が限定されていること
- 発動事象は一般にマネージャーの支配外にあり、自動的に売買決定を生じること
- 発動事象には次のものがある。①インデックス作成者が行うインデックスまたはモデルにおける構成または割合の変更、②独立した受認者による特定株式〔例えばタバコ会社の株式〕を除外する決定にともなうモデル準拠ファンドにおける構成または割合の変更、③資金の出入りにともなうファンドの投資総額の変化、④ファンドにおける現金の増加
- クロス取引は発動事象から３営業日以内に行われること
- 独立した制度受認者の承認があれば、投資マネージャーがポートフォリオの再構築を行う大規模制度（例えば総資産５千万ドル以上）は、インデックスファンドまたはモデル準拠ファンドとクロス取引ができること
- エクィティ証券の取引価格は当日の終値とすること

(ウ) アクティブファンドに係る追加的条件

- 独立した制度受認者がクロス取引プログラムへの参加を明示的に承認すること
- クロス取引の機会は投資マネージャーの裁量により生じることが、上記受認者に開示して執行前に承認を受けること。承認の有効期間は３営業日
- 取引条件および価格に関する取引確認書を１０営業日以内に提供すること

⁽²⁴⁾ 63 FR 13696, 13698-13699.

- エクィティ証券の取引価格は当日の終値で、かつ承認日前日の終値の±10%以内であること
- 上記受認者が明示的に認めた場合を除き、取引量は取引承認前1週間の平均取引量の5%以内であること

③ クロス取引の条件の整理と評価

インデックスファンド、アクティブファンドのいずれにおいても、クロス取引の内容に係る実体要件として、取引される証券の市場性、公正な価格およびファンド間の公正な割当が求められ、また、投資マネージャーにクロス取引にともなう報酬を与えないことにより、クロス取引を濫用する誘因が排除されている。

インデックスファンドにおいては、(新規上場や増資等に起因する)インデックスの構成等の変化やファンドの資金の増減等に基づいて機械的に売買が行われる。適用除外はこの点に着目して、インデックス、売買の契機となる発動事象、取引可能期間といった実体要件を設定して投資マネージャーの裁量を限定している。また相対的に判断能力に優れると考えられる大規模制度については、売買方針が明確となる(例えば、一定期間における保有全証券の売却)ポートフォリオ再構築の場合にもクロス取引が認められる。

他方、投資マネージャーが広範な裁量を有するアクティブファンドでは、実体要件として取引価格や取引量が制限されるほか、クロス取引を利用できる制度の総資産の下限が設定されている(2千5百万ドル、図表-2参照)。資産規模が制度受認者の同意能力の基準とされている。また手続要件として、独立した制度受認者によるプログラム参加の事前同意に加えて、個別取引に関する同意も求められる。この個別同意については「年金制度は運用機関に委託したはずの日々の投資決定への関与を望まないし、承認を求めているは取引機会を逸する」といった批判もあるが⁽²⁵⁾、広範な裁量を有する投資マネージャーによる権限濫用を防ぐために必要な条件と位置づけられている。

3. インデックスファンド等に関する類型的適用除外

(1) 類型的適用除外 (PTE2002-12) の制定経緯

本年2月12日、労働省は、「インデックスおよびモデル準拠ファンドによる証券のクロス取引に関する類型的適用除外」(PTE2002-12)の制定を公報した⁽²⁶⁾。施行日は4月15日である。

本適用除外は、インデックスファンド等の内部クロス取引が認められる一般的条件を示したものであり、この条件をみたせば、従来のように個別的適用除外を受けなくても内部クロス取引を行うことができる。なお適用除外は、受認者の一般的な信託義務(忠実義務や注意義務)を免除

⁽²⁵⁾ 労働省の意見照会に対する ICAA の 98 年 5 月 19 日付コメント (<http://www.icaa.org/public/letters/compendiums/letterscompendium-1998.pdf> 参照)、4-5 頁。

⁽²⁶⁾ 67 FR 6614(Feb. 12, 2002)。

するものではない。

本適用除外の直接の契機は、98 年 3 月 20 日の意見照会「投資マネージャーによる証券のクロス取引」⁽²⁷⁾まで遡る。前述のように労働省はクロス取引を認める個別的適用除外を制定してきたが、さらなる適用除外の申請⁽²⁸⁾を受けて、適用除外に関する従来の政策の見直しも視野に入れて、適用除外の条件としていかなる基準や保護策が必要かに関する意見の提出を求めた(5 月 19 日締切)。

労働省は本意見照会において、クロス取引にともなう利益相反の恐れを強調するとともに、投資マネージャーの裁量が限定的であるとして個別的適用除外を認めてきたインデックスファンドやモデル準拠ファンドの運用プロセスといえども「申請者が労働省に説明したほど自動的ではなく」「労働省が認識していた以上に、油断のならない(subtle)裁量の余地がある」との懸念を示した。また、労働省も S E C 規則 17a-7 と同様の基準を採用すべきとの意見に触れて、「同規則の中核的な要件は独立した市場の現在価格による執行であるが…エリサ法の信認義務に照らせば、それだけでは利益相反の恐れを排除できず年金制度を十分に保護することはできない」等と反論した。そして 25 項目の具体的な質問を示した。資産運用業界等から 29 件のコメントがあったという。

上記の意見照会から 1 年 9 ヶ月を経た 99 年 12 月 15 日、労働省は、インデックスファンド等のクロス取引を対象とする「インデックスおよびモデル準拠ファンドによる証券のクロス取引に関する類型的適用除外の草案」⁽²⁹⁾と、アクティブ運用におけるクロス取引に関する公聴会の開催⁽³⁰⁾を公報した。前者は、インデックスファンド等を対象とする類型的適用除外の制定を提案するものである。草案に規定されたクロス取引の条件は、基本的には従来の個別的適用除外に沿ったものであるが、前述の労働省の懸念を反映して、条件や定義の追加修正も行われた。後者は、証券団体等から要望があったが適用除外の提案には至らなかったアクティブ運用に係るクロス取引についてさらに意見を聴くもので、翌 2000 年 2 月 11、12 日に公聴会が実施された。証券団体は S E C 規則 17a-7 と整合的なルールによるクロス取引の解禁を要望した⁽³¹⁾。

草案に対する 14 通のコメントを踏まえて制定されたのが今回の類型的適用除外である。提案時と同様、対象はインデックスファンド等に限定されている。

⁽²⁷⁾ 63 FR 13696(Mar. 20, 1998).

⁽²⁸⁾ 63 FR 13696, n8 によれば以下の 7 件の申請(既存の適用除外の修正も含むものと思われる)があった、つまり処理が滞っていた。Wells Fargo Bank, N.A., Bankers Trust Company of New York, Rowe Price Fleming International, Inc. and T. Rowe Price Associates, Inc., State Street Bank and Trust Company, Brinson Partners, Putnam Advisory Company, Inc., ANB Investment Management and Trust Company.

⁽²⁹⁾ 64 FR 70057(Dec. 15, 1999).

⁽³⁰⁾ 64 FR 70070(Dec. 15, 1999).

⁽³¹⁾ 証券団体等が解禁に賛成、労働団体(米国では業種別労働組合が労使交渉に基づいて年金制度を設立、管理(但し受託者は労使同数)する場合がある)である AFL-CIO が反対(インデックスファンドに関する適用除外の草案には賛成)した。AFL-CIO は、エリサ法は S E C 規則 17a-7 より高度の義務を確立することを目的としている、エリサ法は最も脆弱な投資家である退職者を対象としている、S E C 規則の開示要件では不十分である等と主張した(<http://www.aimr.org/advocacy/crosstrade.html>)。

(2) 類型的適用除外の内容

本適用除外は4条からなり、1条は適用除外の対象、2条および3条は適用除外の条件、4条は用語の定義をそれぞれ規定している。以下、やや長くなるが適用除外の内容を適宜紹介する。

① 適用除外となるクロス取引を執行できる者

クロス取引を執行できる「マネージャー」は次の者である（4条(i)）。

- 州または連邦機関に監督される銀行もしくは信託会社またはそれらの関係会社
- 投資顧問法の登録を受けた投資顧問会社またはその関係会社

② 適用除外となるクロス取引と対象条項

2002年4月15日以降、以下の取引は③の条件をみたせばエリサ法406条(b)(2)等⁽³²⁾が適用されない（1条）。

- 「インデックスファンド」または「モデル準拠ファンド」（以下、インデックスファンド等という）と他のインデックスファンド等との間の証券の売買（少なくとも一方が制度資産を含むこと）（1条(a)）
- インデックスファンド等と「ポートフォリオ再構築プログラム」を行う「大口勘定」との間の、および同プログラムにおける大口勘定間の証券の売買（同上）（1条(b)）

（用語の定義）

- ・「インデックスファンド」… マネージャーまたはその関係会社が受託（trustee）または運用（manage）する投資ファンドであって、①完全法または抽出法によって「インデックス」に追従することを目指し、②売買すべき証券や売買高に影響を与えるような裁量または自己の管理する情報をマネージャーが有さず、③制度資産を含むか、投資会社法の登録を受けた投資会社であるか、機関投資家（保険会社の特別勘定または一般勘定、政府の制度、大学の寄贈基金等）の資産を含むものであって、④マネージャーまたはその関係会社等を利するような、ファンドの設計や運営に関する協定を含まないもの（4条(a)）
- ・「インデックス」… 米国または外国のエクィティまたは債務証券の公の市場の特定部分の投資パフォーマンスを表す証券インデックスであって、①機関投資家に対する金融情報提供等を業とする者、公の証券取引所または証券ディーラー団体等が作成するものであって、②作成者はマネージャーから独立した者であり、③一般に受け入れられた標準的インデックスであって、当該マネージャーのために特に作成されたものではないもの（4条(c)）

⁽³²⁾ 他に、①406条(a)(1)(A)、②連邦従業員退職制度法（FERSA）8477条(c)(2)(B)、③内国歳入法4975条の適用が除外される。①は受託者が制度と利害関係者との取引を行うことを禁止している。クロス取引に2つの制度が関与し、一方が他方の利害関係者である状況を念頭に置いたもののようである（63 FR 13696, n7）。②は連邦公務員の確定拠出制度に関連する規定でエリサ法406条(b)(2)と同趣旨の禁止規定、③は①と同趣旨の内国歳入法上の禁止行為に対する課税規定である。なお、内国歳入法にはエリサ法406条(b)(2)に相当する行為を禁止する規定はない。

- ・「モデル準拠ファンド」… マネージャーまたはその関係会社が受託または運用する投資ファンドであって、①インデックスを変更する（transform an Index）⁽³³⁾ために、客観的な基準に基づき、独立した第三者が提供するデータを用いるコンピューターモデルによって選択された銘柄と数量の証券から構成され、②（インデックスファンドに関する③と同様）、③（インデックスファンドに関する④とほぼ同様）（4条(b)）
- ・「大口勘定」… マネージャーが受託、運用する投資ファンドであって、①-1 総資産5千万ドル以上の年金制度、①-2 総資産5千万ドル以上の機関投資家、または、①-3 当該マネージャーが助言していない投資会社であって、②-1 マネージャーが当該勘定のポートフォリオの全部または一部の再構築の権限を有するか、②-2 マネージャーが「ポートフォリオ再構築プログラム」の「取引助言者（trading adviser）」となるもの（4条(e)）
- ・「ポートフォリオ再構築プログラム」… 大口勘定のためにする証券の売買であって、① インデックスファンド等となるポートフォリオの構築、② マネージャー以外の者が指定したポートフォリオの構築、または、③ 特定のポートフォリオの流動化（liquidation）を目的とするもの（4条(f)）
- ・「取引助言者」… 大口勘定のポートフォリオ再構築プログラムにおけるポートフォリオの処分のみを役割とする者（4条(g)）

③ 適用除外となるクロス取引の条件

上記のクロス取引が適用除外となるための条件は以下の通りである（図表－3）。

図表－3 適用除外の条件

条項	規定内容	条項	規定内容
2条(a)	取引価格	(i)	移行措置
(b)	発動事象と取引期間	(j)	承認の際の告知
(c)	モデル変更後の取引禁止期間	(k)	承認の際の情報提供、告知
(d)	ファンド間の割当	(l)	承認の更新と撤回
(e)	自社制度による投資上限	(m)	大口勘定
(f)	対象となる証券	3条(a)	取引記録の保存
(g)	ブローカレッジ手数料	(b)	取引記録の閲覧
(h)	独立した受認者による承認		

- クロス取引は終値（予め投資家に開示された客観的な手続により決定、4条(h)）で執行されること（2条(a)）

⁽³³⁾ 「変更」の意義は今一つ明確でない。労働省はモデル準拠ファンドとして、ヘッジ、セクター、コントラを例示している（63 FR 13696, 13698。エンハンスドインデックスは、一応インデックスファンドに含めている）。「インデックスを変更するため」を「インデックスに基くかインデックスにより評価される投資リターンを達成するため」に変更すべきとのコメントが寄せられたが、労働省は、「インデックスは単にポートフォリオのパフォーマンスのベンチマークであってはならない」として退けた（67 FR 6614, 6624）。

- クロス取引は「発動事象 (triggering event)」の直接的な結果として生じるものであり、当該発動事象から 3 営業日以内に執行されること (2 条(b))

(用語の定義)

- ・「発動事象」… ①インデックスを作成する独立した機関による、インデックスファンド等が依拠するインデックスにおける構成または割合の変更、②インデックスファンド等に対する投資または引出にともなう、ファンド総資産の相当量の純変化。ただし、事前に金額が特定され制度の受認者に開示されていること等が必要、③利子配当・テNDER オファーにともなう現金の増加または株式配当にともなう株式の増加による、インデックスファンド等の相当量の増加。ただし、事前に金額が特定され制度の受認者に開示されていること等が必要、④コンピューターモデルの運用に基づく、モデル準拠ファンドのポートフォリオの構成の変化。ただし、変化をもたらす基本的要因が制度の受認者に開示されていること、⑤独立した受認者の裁量に基づく特定または特定種類の証券の除外にともなう、インデックスファンド等のポートフォリオの構成または割合の変化 (4 条(d))
- モデル準拠ファンドにおいてはマネージャーがモデルを変更した場合には、その 3 営業日以内には取引を行わないこと (2 条(c))
- 取引に参加する機会を、事前に制度の受認者に開示されマネージャーが裁量を行使できない客観的な基準 (例えばプロラタ) に従って、全てのインデックスファンド等または大口勘定に割り当てること (2 条(d))
- マネージャーの従業員を対象とする制度 (マネージャーが投資裁量を行使するものに限る) の資産は、インデックスファンド等または大口勘定の資産の 20% を超えないこと (2 条(e))
- クロス取引の対象となるエクィティ証券は、①広範に保有され活発に取引され、②機関投資家や公衆に対する金融ニュースや価格情報の提供を業とし、正確かつ信頼できる情報源と広く認識されている、独立した情報源から市場気配が容易に入手できるものに限る。インデックスに含まれる「エクィティ」証券は①をみたすとみなす
クロス取引の対象となる確定利付証券は②をみたすこと (2 条(f))
- マネージャーはクロス取引に関してブローカレッジ手数料を受け取らないこと (2 条(g))
- マネージャーから独立した制度受認者 (マネージャーの自社制度を除く) が、インデックスファンド等への投資にともなうクロス取引プログラムへの参加を、事前に書面で承認すること (2 条(h))
- 本適用除外制定時にインデックスファンド等に投資している制度に関しては、マネージャーは独立した制度受認者に、ファンドのクロス取引プログラムへの参加を書面で通知すること。通知には、参加を望まない制度はペナルティなしで引出ができること、一定期間内に不参加を連絡しない制度は参加を承認したとみなすことを記載すること (2 条(i))

- 前二項における承認を得る前または通知に際して、マネージャーは独立した制度受認者に次の旨を告知すること。「インデックスファンド等のための投資決定（いかなる証券を、どれだけ、いつ売買するか等）はマネージャーのクロス取引の機会の有無に基づくものではなく⁽³⁴⁾、クロス取引の機会の確認と決定に先立って行われるものである。全てのクロス取引は、もっぱら適用除外に規定された発動事象に基づく。マネージャーは各クロス取引の記録を保管する」（2条(j)）
- また承認前または通知時に、承認の可否を決定するために必要な情報が独立した制度受認者に提供されること。これには少なくとも、本適用除外の写し、承認の撤回方法、クロス取引の手続の詳細（発動事象、取引価格決定に利用する独立した価格サービス、終値の決定方法を含む）、および制度受認者が要求した事項に関する相当な情報が含まれる。また、次の旨も告知すること。「マネージャーは、クロス取引の当事者に対して忠実および責任の衝突・分裂を潜在的に有し、クロス取引の実務と手続がそのような衝突を緩和する方法を説明しなければならない」
承認後におけるクロス取引プログラムへのインデックスファンド等の追加、発動事象の変更・追加は、事前または事後10日以内に独立した制度受認者に通知すること。その際には、制度はクロス取引プログラムへの参加とインデックスファンド等への投資をペナルティなしで何時でも終了する権利を有することを伝えること（2条(k)）
- 少なくとも年1回、参加を承認した独立した制度受認者に対して、クロス取引プログラムへの参加とインデックスファンド等への投資をペナルティなしで何時でも終了する権利を制度が有することを伝えること。この通知には終了連絡票を添付し、一定期間に返送されない場合には参加継続の承認とみなす旨を記すこと。この際に、制度が投資するインデックスファンド等に関する情報を提供するとともに、制度が投資していないインデックスファンド等のクロス取引における発動事象の追加等に関する情報の請求が可能なことを知らせること（2条(l)）
- 「大口勘定」を含むクロス取引は以下の条件をみたすこと。
 - ・ 大口勘定が自ら決定したポートフォリオの流動化または再構築を実施するために、マネージャーが実行するか取引助言者となることを大口勘定の独立受認者（マネージャーの自社制度を除く、以下同様）が承認した、大口勘定の投資の全部または一部のポートフォリオ再構築プログラムに関連して実施されること
 - ・ クロス取引に先立って、大口勘定の独立受認者が、クロス取引プログラムについて十分な情報を与えられ、承認の可否を決定するために必要な情報（2条(k)参照）を与えられた上

⁽³⁴⁾ 例えば、流動性を基準に購入証券を選定する場合、「外部データ」により選定しなければならず、自己の運用するファンド内の流動性（例えば、ある証券が売却予定である、つまりクロス取引が可能であり流動性が高い）を考慮してはならないと解説されている。モデル準拠ファンドの定義の①（独立した第三者が提供するデータ）参照。

で、再構築に関するクロス取引への関与を事前に書面で承認すること。承認はペナルティなしで書面により撤回できる旨を、承認した受認者に伝えること

- ・クロス取引は承認後 60 日以内に完了すること。同意により 30 日間延長できる
- ・大口勘定のポートフォリオ再構築プログラムの完了後 30 日以内に、大口勘定の独立受認者に対して全てのクロス取引を書面で通知すること。その際、3 条(b)に規定する記録の閲覧を請求できる旨を伝えること（2 条(m)）
- マネージャーは、次項に掲げる者が適用除外の条件充足の有無を確認するために必要となる記録を 6 年間保存すること。記録には以下のものを含む
 - ・各インデックスファンド等の、モデルが特定の証券のクロス取引を示す売買リストを導くこととなった、特定の発動事象
 - ・各インデックスファンド等の、売買銘柄や数量を示したモデルの売買リスト。各インデックスファンド等の売買決定が特定の発動事象に基づいてなされたことを独立した制度受認者が確認できるよう、詳細であること
 - ・各インデックスファンド等の、特定日において実際に執行された取引とそのうち発動要件に基づく取引（3 条(a)）
- 労働省または内国歳入庁の職員、制度の受認者、拠出を行う雇用主、マネージャーの自社制度の加入者等は上記の記録を閲覧できること。ただし、制度の受認者等に対しては営業秘密の開示を拒否できる（3 条(b)）

(3) 類型的適用除外の意義

適用除外で示された内部クロス取引の条件を整理し、本適用除外の意義を確認しておこう。

① クロス取引の条件の整理

本適用除外に規定された条件は、インデックスファンド等に関する従来の個別的適用除外における条件とほぼ同様である。草案段階では若干の規制強化もみられたが、草案に対するコメントを踏まえて緩和されたものも多い⁽³⁵⁾。

⁽³⁵⁾ 労働省に寄せられたコメントの多くは、草案を支持しつつも条件の緩和や明確化を求めたという（BNA Pension & Benefits Reporter, Mar. 7, 2000, p.657）。条件のうち数値基準については要望を受けて緩和されたものも多い。例えば、クロス取引の取引期間（2 条(b)）は発動事象の 2 営業日以内（草案、以下略）→3 営業日以内（決定、以下略）、モデル変更後の取引禁止期間（2 条(c)）は 10 営業日→3 営業日以内、自社制度による投資の上限（2 条(e)）は 10%→20%、大口勘定の当初の承認に係る取引期間（2 条(m)）は 30 日→60 日、といった修正が行われた。他方、「広範な保有、活発な取引」要件（2 条(f)）、独立した制度受認者による事前書面承認（2 条(h)）、マネージャーが告知すべき事項（2 条(j)(k)）、記録保持（3 条(a)）等については、不当な制限、不要、煩雑等の意見があったが、労働省はそれらの重要性を指摘して修正を拒んだ。なお、草案段階では、自社株のクロス取引には個別的適用除外の取得が必要との条項があった。これに対して、「個別的適用除外を取得した運用機関がある一方、具体的な状況に照らして適用除外は不要と判断している機関もある。インデックスファンド等における自社株組入れは機械的に執行され裁量行使の余地はない。クロス取引に際して自社株を除外する必要はない」等の意見が出された。労働省は上記意見を受け入れて本項を削除しつつ、投資マネージャーによる裁量的な変更は本適用除外の対象外であると付記した。

(7) クロス取引の内容に係る実体要件

クロス取引の問題点は、市場の取引条件から乖離した売買が不可能ではない（取引執行段階）こともさることながら、そのことを奇貨として利益付替等の不適切な投資決定がなされやすい（取引決定段階）ことと考えられる⁽³⁶⁾。適用除外においては、取引の実体要件として、まず、売買決定における投資マネージャーの裁量をできるだけ制限して、クロス取引が機械的になされる仕組みが求められている。

- 対象となるファンド（運用手法）はパッシブに限られアクティブは認められない。具体的にはインデックスファンドまたはモデル準拠ファンドの相互間のクロス取引、および、それらファンドとポートフォリオの流動化等を行う大規模ファンド（大口勘定）との間のクロス取引に限定され、売買すべき証券や数量は、インデックスの構成の変更等の客観的な外部要因（「発動事象」）に従って決定される

- モデル準拠ファンドにおいては、モデル変更後3営業日はクロス取引が認められない。クロス取引の機会を作り出すための恣意的なモデル変更を排除するためである

また、クロス取引が、価格操作の恐れのない証券を対象として、公正な取引条件で執行され各ファンドに割り当てられることを確保するための条件として、次のものがある。

- 対象証券は、信頼できる市場気配が容易に入手可能であること。さらにエクイティ証券については、インデックスに含まれているか広範に保有され活発に取引されていること
- 取引価格は終値とすること
- 発動事象から3営業日以内に取引が執行される。この期間内では投資マネージャーの裁量は残るが、他方、あまりに短期間だと売買が会合する機会が減少しよう
- 売買数量が一致せず過剰側に複数のファンドが存在する場合には、事前に開示された客観的な基準により割当が行われる

さらに、自己の利益のためにクロス取引の機会を作り出す誘因を排除するために次の条件がある。

- 投資マネージャーは手数料を受け取らないこと。これだけ見るとタダ働きであるが、運用成績の向上による顧客の維持拡大が期待できよう
- 投資マネージャーの自社制度による投資はインデックスファンド等の20%以下であること
最後に、以上の点がいつでも確認できるように取引記録を保存し関係者に閲覧を認めることが求められる。
- 投資マネージャーが取引記録を6年間保存し、制度の受認者等がそれを閲覧できること

(1) クロス取引の利用に係る手続要件

実体要件が厳格である反面、手続要件は簡素である。例えば、制度の受認者が各クロス取引

⁽³⁶⁾ 「クロス取引は投資決定の二次的産物（secondary product of the investment decision）にすぎない」（ICAA の98年5月19日付コメント・前掲、5頁）、「クロス取引を作り出すために、尻尾が犬を振ることはない」（64 FR 70057, 70061）とも主張されるが、そうであればクロス取引の問題は少なからう。

が適切に行われたことを事後的に確認する義務は示されていない。制度受認者が高度の判断能力を有しなくてもクロス取引が可能となる仕組みとなっている（ただし、受認者は状況に応じた注意義務を負う）。

- 独立した制度の受認者が必要な情報を得た上で、事前に文書で承認すること。この情報には潜在的利益相反の告知等を含む
- 上記の承認はいつでもペナルティなしで撤回可能であること
- 最低年1回、制度受認者にプログラム参加の終了が可能なことを知らせること。実質的には更新手続といえよう

② 類型的適用除外の評価

本適用除外は内部クロス取引が認められる条件を一般的に示した「類型的」適用除外である。これにより、クロス取引を行える運用機関（投資顧問会社、信託銀行）やその顧客たる年金制度の数が拡大し⁽³⁷⁾、年金制度の取引費用の低下が期待される⁽³⁸⁾。もっとも、クロス取引のメリットやニーズが大きいインデックスファンドに注力している大手銀行の多くは個別的適用除外を取得済のようであり（図表－2参照）、適用除外の条件を遵守するためにはシステム開発も必要となる。

なお、従来の個別的適用除外も当面有効とされ、個別的適用除外を取得済の運用機関は個別的、類型的のいずれかを選択できる。個別的適用除外を得た運用機関を優遇するものとの意見もあったが、一概にどちらが有利とは判断しがたく、従来の個別的適用除外を前提としたシステム投資も考慮されたようである。

本適用除外は、意見照会から約4年、草案公表から2年2ヶ月を経て制定された。本適用除外は類例的適用除外の制定という意味では労働省の発案であるが、個別的適用除外の申請の処理が滞っていた。禁止取引の適用除外の制定に要する期間の長さは問題であろう。

なお、アクティブ運用は本適用除外の対象外である。労働省は「アクティブ運用のクロス取引における濫用の恐れに対していかなる条件が必要であるかを検討中であり、別途の類型的適用除外の制定に関して引き続き関係者から情報を受け付け検討する」と説明したが、半年経過した現在のところ新たな動きは見られない。

4. 内部クロス取引に関する小括

(1) 内部クロス取引と加入者保護

① クロス取引に関する規制の比較

以上、クロス取引に関するエリサ法の規制の経緯や最近の見直し状況を、関係する証券諸法

⁽³⁷⁾ 労働省は、本適用除外によるクロス取引の拡大を、20の運用機関について各40顧客、40の大口勘定、と推定した（67 FR 6614, 6614）。

⁽³⁸⁾ 労働省は、年金制度のインデックスファンドの資金量を5,840億ドル、取引費用の節減を5.7ベース、全体で3億3,200万ドルが節減されると推定した（既存の個別的適用除外の対象を含む）（67 FR 6614, 6615-6616）。

にも触れつつ概観した。取次手数料を徴収しない内部クロス取引は、投資顧問法上は可能（禁止されていない）と解されているようである。他方、投資会社法やエリサ法上は投資会社や年金制度に係わるクロス取引は原則として禁止されており、SECや労働省が規則や適用除外を制定して一定の条件のもとで取引を認めてきた。

SECの規則と労働省の適用除外の条件の概要を比較してみよう（図表－4）。SECは投資会社間のクロス取引を、取締役会に事前承認や事後確認の義務を課しつつ、比較的簡素な条件のもとでパッシブファンド、アクティブファンドの区別なく認めてきた。投資会社の取締役会が自己責任でクロス取引を利用できる仕組みとなっている。これに対して労働省は、クロス取引における利益相反や権限濫用を懸念して、より厳しい事前規制を講じてきた。また、運用機関の投資裁量が限定されるインデックスファンドについては包括同意が認められるが、アクティブファンドについては取引毎の個別同意が必要とされる。

図表－4 クロス取引に関するSECと労働省の規制の比較

取引の類型 （規制対象）	投資会社間の取引 （投資会社を規制）	年金制度に係わる取引 （年金制度の投資マネージャーを規制）	
規制の形式	SEC規則	労働省・類型的適用除外	労働省・個別的適用除外
ファンドの運用 手法	（規定なし）	インデックスファンド、モデル 準拠ファンド、大口勘定	アクティブファンド
取引執行者	投資顧問会社	投資顧問会社・信託銀行	適用除外を得た運用機関
対象証券	市場気配を入手可能な証券	市場気配を入手可能な証券。 かつ、エクイティ証券はイン デックス対象または広範保 有かつ活発取引	「一般に認識された市場」が 存在する証券
取引の一般的条 件	投資方針等と整合的な取引 であること	インデックスの構成の変更 等、外部的な「発動事象」の 直接の結果であること	（規定なし）
取引価格	独立した、市場の現在価格	終値	エクイティは終値かつ承認 日前日終値の±10%以内。債 券は客観的な価格
取引期間	（規定なし）	「発動事象」から3営業日以 内。モデル変更後3営業日以 内は不可	独立受認者による承認後3 営業日以内
取引数量	（規定なし）	（規定なし）	過去1週間の平均取引量の 5%以内
取次手数料	徴収不可（通例の移転手数料 を除く）	徴収不可	徴収不可
配分方法	（規定なし）	客観的基準により配分	客観的基準により配分
取引の事前承認	取締役会が要件遵守のため の採択 （個別取引の承認は不要）	独立受認者が、情報提供を受 けてプログラム参加を事前 承認。毎年再承認 （個別取引の承認は不要）	独立受認者がプログラム参 加を事前承認。 独立受認者が個別取引を事 前承認
取引の事後確認	取締役会が要件遵守を四半 期毎に確認		取引確認書を10営業日以内 に提供
取引記録の保存	投資会社が手続を永年保存、 取引記録を6年間保存	マネージャーが取引記録を 6年間保存	（規定なし）

② 投資会社と年金制度

証券団体は労働省に対して、クロス取引に関するエリサ法の規制を証券法の規制、具体的には投資会社に関するSEC規則に合わせるように求めてきた。SECの規則と労働省の適用除外の相違の背景には投資会社と年金制度の投資判断能力に対する評価の相違があるように思われる。

労働省は、アクティブ運用におけるクロス取引に関する公聴会（3.（1）参照）において取引解禁を主張する証券団体等に対して、「年金制度は極めて多様である。全ての年金制度の受認者がクロス取引の監視に必要な程度の能力（sophistication）を有しているか」との問いを繰り返したという⁽³⁹⁾。これを踏まえて証券4団体は後に共同意見書を提出した⁽⁴⁰⁾。4団体は、労働省がSEC規則と同様の規則の制定に消極的である理由を同省がエリサ法の受認者と投資会社の取締役の相違を重視しているためと考えて反論を提示した。4団体は、①受認者も取締役も加入者や株主に対して同様の忠実義務や注意義務を負う、②従って両者とも義務遂行に必要な方策をとらなければならない、例えば制度の受認者はコンサルタントを利用する場合も多いと主張した。もっとも、制度の受認者がクロス取引の監視に必要な能力を備えていることを確保する観点から、資金規模による線引き（sophistication test）を容認した（公聴会でもその旨回答していた）⁽⁴¹⁾。

③ 加入者保護における労働省の役割

「裁量を認めながら濫用を防止する」ことが信託法の最大のジレンマであると指摘される⁽⁴²⁾。クロス取引においても専門家たる投資マネージャーに広範な裁量を認めれば、効率的な運用が可能となる一方で権限濫用の恐れも拡大する。

クロス取引に関しては証券団体から規制緩和と要望が強いが、その専門性、技術性もあり、年金制度や加入者の関心は高いとはいいがたい。そもそも事業主が運用リスクを負担する確定給付制度においては加入者の制度に対する関心は限られる。年金制度の加入者保護の義務と責任を担う者は第一に年金制度内部の受認者であるが（各種の適用除外においても、独立した制度受認者に対する説明やその事前同意が条件とされることが多い）、全ての制度受認者が十分な知識経験や判断能力を有しているとは限らない。したがって、証券諸法にみられるような一定の事項を開示すれば危険負担が移転する（利用者の自己責任となる）仕組みを年金制度にそのまま適用することが適切でない場合もあろう。同意を与えるにふさわしい能力の有無に加えて、不適切な取引に対する効率的な監視手段や実効的な救済策の有無も考慮する必要がある。

年金制度の加入者保護を目的とするエリサ法は、利益相反の外形を有する取引を事前予防的

⁽³⁹⁾ BNA Pension & Benefits Reporter, Feb. 15, 2000, p459.

⁽⁴⁰⁾ 2000年7月10日付。例えば、http://www.sia.com/2000_exemption_letters/html/joint_submission.html 参照。4団体とは、AIMR(Association for Investment Management and Research, ICI(Investment Company Institute), ICAA(Investment Counsel Association of America), SIA(Securities Industry Association)。

⁽⁴¹⁾ 個別的適用除外においては、アクティブファンドにおけるクロス取引は総資産2千5百万ドル以上の年金制度に限って認められてきた（図表－2参照）。資金量による線引きは運用機関にとっても、採算や訴訟リスク回避の観点からみて合理的であろう。

⁽⁴²⁾ 樋口範雄『フィデュシャリー「信託」の時代』（有斐閣、99年）208頁。

な観点から一律に禁止するという、利益相反に厳格な姿勢で臨んでいる。労働省が運用機関による内部クロス取引の適用除外の制定に際してパターンリスティックな事前規制を維持していることは、エリサ法の立法趣旨を踏まえた一つの政策判断といえよう。また、利益付替等を目的とする不適切なクロス取引を排除するために、投資裁量の程度の相違という観点からインデックスファンド等とアクティブファンドの規制を区別することにも合理性がある。ただし、取引の定型化、迅速化が求められる証券取引において、証券諸法の規制と企業年金の規制に整合性がないことは問題であり、過度の規制により投資判断能力の高い年金制度が有利な取引機会を失っている恐れも否定できない。

(2) クロス取引に関するわが国への示唆

近年、わが国の年金運用においても取引コストに対する意識が高まり（例えば、最良執行の重視、現物移管やトランジションマネジメントの利用）、インデックス運用が増加している。マスタートラストの導入、トレーディング部門の独立・専門化といった取引インフラの高度化も進んでいる。これらを踏まえれば、わが国においても内部クロス取引の活用が期待される場面は増加しているように思われる⁽⁴³⁾。

内部クロス取引には取引費用の節減という利点があるが、実際の利益相反取引が行われる恐れも否定できない。したがって内部クロス取引を認めるためには、公正で透明な取引が行われるよう、十分な利益相反防止策を講じることが必要である。運用機関による内部クロス取引の可否やその条件は、当面、各業態における業法、契約法、契約等に照らして判断されよう⁽⁴⁴⁾。本稿で紹介した米国のSECや労働省の規制は、その相違を含めて参考になろう。

⁽⁴³⁾ ただし、わが国の運用機関においては社内で相当量の売り買いが会うことは期待しにくいようである（米澤康博監修・中央三井信託銀行年金運用研究会・前掲『バッシブ・コア戦略』231頁参照）。

⁽⁴⁴⁾ クロス取引に関連するわが国の法制を示しておく。信託法や各業法の規制は整合的とはいえない（なお、本年4月に施行された改正厚生年金保険法（136条の5）や確定給付企業年金法（71、72条）は運用機関の「忠実義務」を規定したが、その規範内容は明確でない）。

① 民法…民法108条は代理人の自己契約や双方代理を禁止しているが、本条は強行規定ではないとされる（四宮和夫・能見善久『民法総則 [第5版]』（弘文堂、99年）273頁）。

② 信託法…信託銀行が信託勘定間の取引を行うことが直ちに忠実義務（22条）に違反するとは解されていない（貸付信託の資金を土地信託に貸しつける事例について、三菱信託銀行信託研究会編著『信託の法務と実務 [3訂版]』（金融財政事情研究会、98年）693-694頁参照）。

③ 投信法…投信法15条1項2号は投資信託委託業者が投資信託財産相互間の取引を指図することを原則として禁止し、施行令17条がその例外（投資信託契約の終了に伴うもの等）を規定している。

④ 投資顧問業法…投資顧問業法30条の3第1項5号は投資顧問業者が顧客相互間において、他の顧客の利益を図るため特定の顧客の利益を害することとなる取引を禁止している。投資顧問業協会の自主ルールである「業務運営にあたり留意すべき基準について」は、上記禁止行為に該当しない場合にも顧客資産相互間の取引は原則として行わないとしつつ、例外的に行う場合の条件（顧客の文書による事前同意等）を示している。

⑤ 保険業法…保険業法118条2項は勘定間（一般勘定と特別勘定、複数の特別勘定）の振替を原則として禁止し、施行規則75条がその例外（金銭の振替に限定）を規定している。

⑥ 証券取引法…かつて、証券取引所において「同一会員の売付と買付とを、…実際には立会場に出さないで、他の会員間の競争売買によって成立した約定値段によりつけ合わせて、売買約定を成立させる」バイカイといわれる制度が存在したが、需給の市場集中による公正な価格形成を妨げる等の理由から昭和42年に廃止された（鈴木竹雄・河本一郎『証券取引法（新版）』（有斐閣、87年）442、444頁、同・旧版（68年）223頁）。

III. 運用機関による 401(k)制度加入者に対する投資助言

1. 401(k)制度と加入者に対する投資助言

(1) 情報提供、投資教育、投資助言

米国の確定拠出型企業年金の一種である 401(k)制度（プラン）においては、①加入するか否か、②拠出額、③拠出額の投資方法（制度で提供される、A社の国内株式ファンドX、B社の国内債券ファンドY、C生保のG I C（利率保証契約）等の投資オプションをいう。以下同様）に対する配分は、いずれも加入者が自己責任で決定する。もっとも全ての加入者がそれらの決定に必要な知識や情報を十分に有しているとは限らない。そこで、加入者の引退後（老後）の所得保障を確実にするためには、加入者に対して制度の仕組みや加入のメリットを説明するとともに、公的年金（他に確定給付型企業年金、個人貯蓄、遺産等も含まれよう）も踏まえた引退後必要資金を予測して、早期かつ着実に引退後所得を準備するように促すこと（加入者教育）が望まれる。

401(k)制度への加入や拠出は、労働条件および資金面でのライフプラン支援としての側面に加えて投資としての側面を有する。加入者が自己責任で適切な投資決定を行うためには、①各投資方法の商品内容に関する情報提供が不可欠であり、②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が求められようし、③加入者の投資目標やリスク耐性等を踏まえた、専門家による具体的な投資方法の推奨も有益である。以下本稿では①②③をそれぞれ、情報提供、投資教育、投資助言という。

(2) 投資助言の阻害要因と必要性

401(k)制度の加入者に対して投資方法に関する正確かつ十分な情報提供を行うことは、投資商品の販売として当然必要な行為と考えられる⁽⁴⁵⁾。他方、投資助言については、詳細は後述するように、いくつかの法的障害がある。投資助言を提供する者はエリサ法上の受認者に該当し信託義務を負う。事業主（プランスポンサー）は投資助言に従った加入者から訴訟を起こされるリスクを恐れて自社制度において投資助言を提供することに消極的であるといわれる。また、投資方法を提供する運用機関が同時に投資助言を提供することは、自社の利益を図るための偏った助言が行われる恐れがあり、エリサ法上も禁止取引に該当する。

そこで、投資助言に該当しない、投資教育の役割が重要となる。労働省は、401(k)制度が急速に拡大する中で、事業主が投資助言の提供とみなされる懸念なく十分な投資教育を提供できるよ

⁽⁴⁵⁾ ただし、加入者の投資は年金制度（信託）を通じた間接的なものになるため、例えば、証券諸法の投資者に対する情報開示規定が個々の加入者に直接適用されるわけではないようである（Salisbury(ed), “When Workers Call the Shots”, EBRI, 1995, pp97-98. 証券法や投資会社法の集合信託基金に対する適用除外を指摘するとともに、労働省の 404(c) 規則（2.(3)①参照）を加入者の投資情報不足に対する一定の解決策と評価する）。

う、エリサ法解釈の明確化を進めてきた。しかし、投資にはある程度の専門的な知識が不可欠であり、多様な加入者に対して効果的な投資教育を実施することには困難も多い。401(k)制度のメリットとして加入者の自己決定が強調されるが、専門家による投資助言の必要性や有用性もまた否定できない。

事業主が自社の 401(k)制度において投資助言を提供するか否かは事業主の任意である。したがって、加入者に対する投資助言の提供促進を検討する際には、助言の公正さの確保とともに事業主の訴訟リスクへの配慮も欠かせない。

2. 投資助言に関するエリサ法の規制⁽⁴⁶⁾

(1) 運用機関と投資助言者

エリサ法においては、制度の投資に裁量を有する者や有償で投資助言を提供する者は受認者とされる（I 2.(1)参照）。

まず、401(k)制度に投資方法を提供する運用機関は、投資裁量を有することから受認者に該当し、信託義務を負い一定の取引を禁止される⁽⁴⁷⁾。

次に投資助言者であるが、その定義は正確には「制度の資金その他の財産に関して、直接間接をとわず、手数料その他の報酬を得て投資助言を提供し、またはその権限もしくは責任を有する者」である（3条(21)(A)(ii)）。エリサ法施行直後の 75 年に制定された労働省規則（29 C F R § 2510.3-21(c)、「受認者」の定義）によれば、ある者が投資助言を提供したというためには、その者が、

- 制度に対して証券等の価値について助言を提供するか証券等の売買の適否を推奨し、かつ
- 制度のために証券等を売買する裁量を有するか、または、制度資産の投資決定の主たる根拠となり、投資方針やポートフォリオの構成等に関する制度固有のニーズに基づく個別的な投資助言を提供するとの相互協定または相互理解に基づいて、制度に定期的に助言を提供すること

が必要である。労働省は、確定拠出制度において加入者が投資を指図する場合にも上記規則で示された基準が適用されると述べている⁽⁴⁸⁾。投資助言を提供したか否かは具体的な状況次第であるが、運用機関やサービスプロバイダーが継続的に具体的な投資方法を推奨すれば投資助言に該

⁽⁴⁶⁾ エリサ法と投資助言の関係を論じた文献として、Colleen E. Medill, The Individual Responsibility Model of Retirement Plans Today: Conforming ERISA Policy to Reality (49 Emory L.J. 1(Winter, 2000))、藤井康弘「米国の年金基金における投資教育に関する調査研究」（(財)年金総合研究センター、2001年3月）87頁以下、小櫻純「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」香川法学 21 巻 3・4 号（2002 年）がある。

⁽⁴⁷⁾ 投資会社やその投資顧問会社は原則として受認者ではないが（注 3 参照）、加入者に投資助言を提供すると受認者に該当するため、禁止取引の規制対象となるものと思われる。

⁽⁴⁸⁾ 労働省解釈通達 96-1（(3)②参照）(c)。

当する可能性が高かろう。投資助言を提供する者もまた受認者に該当し、信託義務を負い一定の取引を禁止される。

(2) 投資助言にともなう法的問題

事業主が自社の 401(k)制度において加入者に投資助言を提供する場合（一般に事業主は金融の専門家ではないので、事業主自身による投資助言は想定しない）には次のような問題がある。

① 運用機関による投資助言

401(k)制度に投資方法を提供する運用機関は、自社または関係会社を通じて、加入者の記録管理、加入者に対する情報提供や投資教育、コールセンターでの対応、資産管理、税務資料作成等の各種サービスをあわせて提供する場合が少なくない（バンドルド (bundled) サービス）。このような運用機関（サービスプロバイダー）が加入者に対して投資助言を提供すれば、効率的なサービス提供が可能となり、加入者や事業主にとっても便宜である。

しかし、この方法はエリサ法の禁止取引に該当する可能性が高い。例えば、運用機関が自社（関係会社を含む）にとって運用報酬が高い投資方法（例えば、債券ファンドより株式ファンド、インデックスファンドよりアクティブファンド）を推奨した場合には、客観的には適切な助言であったとしても行為の外形から禁止取引（具体的には、自己利益のための制度資産の取引、406 条(b)(1))に該当する可能性が高い⁽⁴⁹⁾。したがって投資方法を提供する運用機関は、(法定の適用除外には利用可能な条項がないため) 労働長官による適用除外がない限り投資助言の提供は不可能である⁽⁵⁰⁾。なお、運用機関が禁止取引を行った場合には、運用機関が義務違反の責任を負うことは当然として、事業主も運用機関の選任・監督責任（共同受認者責任を含む）を問われる恐れがある。

② 独立の投資助言業者による投資助言

事業主が、投資方法の提供に関与しない独立（専業）の投資助言業者⁽⁵¹⁾を利用して加入者に投資助言を提供する場合には禁止取引の問題は生じない。ただし、新たな契約の締結が必要であり費用が嵩む場合もあるなど⁽⁵²⁾、特に中小企業にとっては負担となろう。

⁽⁴⁹⁾ 投資助言を提供する者の関係会社が投資方法を提供する場合には、助言にともなう投資の実行が、利害関係者との取引（406 条(a)）に該当する可能性があろう。なお、（確定給付制度における）投資マネージャーによる自社商品に対する投資の適用除外として、銀行の集合信託基金や保険会社の合同投資基金（わが国の特別勘定の合同口に相当）については法定の適用除外が（408 条(b)(8)）、投資会社の証券については労働長官の適用除外がある（PTE77-4, 42 FR 18732）。

⁽⁵⁰⁾ なお、投資商品を自ら提供しないサービスプロバイダーによる投資助言の提供は可能であるが、①当該プロバイダーは受認者として信託義務を負う、②当該プロバイダーが投資商品に関する管理手数料等を受領すると禁止取引（制度と取引する者からの報酬の受取、406 条(b)(3)）に該当するといった問題がある（Medill・前掲、p47 参照）。

⁽⁵¹⁾ インターネット等を利用して 401(k) 制度の投資助言を提供するオンライン投資アドバイザーとしては Financial Engines、mPower、Morningstar 社の ClearFuture の 3 つが有力であり、個人契約（Financial Engines は四半期あたり 39.95 ドル）のほか、多くの年金制度で直接に、またバンガード等の運用機関を通じて、利用されているという（Newsweek, Mar. 4, 2002, “Help! I’m scared for my 401(k)”参照）。

⁽⁵²⁾ 退職保障助言法案（4. (1) 参照）の提案者であるポーナー議員は「独立業者の投資助言は極めて高額である」と述べている（BNA Pension & Benefits Reporter, May 7, 2002, p1369）。

投資助言業者は受認者として信認義務を負う。加えて事業主も助言業者の選任・監督責任を負う。その場合、事業主が専門家たる投資助言業者をどのように選任・監督すればよいかという問題がある。事業主が、投資助言に従って投資指図をした加入者で運用結果に不満をもつ者から、投資助言業者の監督を怠ったとして訴訟を起こされるリスクは否定できない。

(3) 加入者による投資決定、投資教育と投資助言

投資助言に関連する労働省規則と解釈通達に簡単に触れておく。

① 加入者による支配力行使と投資助言 — 労働省規則 404c-1

エリサ法においては制度資産の投資に裁量を有する者は受認者として信認義務を負うが、この仕組みは加入者が投資指図を行う確定拠出制度において若干修正されている。すなわち、加入者が自己の勘定の資産に（労働省規則が定める）支配力を行使（exercise control）した場合には、当該加入者はそれゆえに受認者とみなされることはなく、また、受認者は加入者の支配力の行使に基づく投資損失の責任を負わない（404条(c)(1)）。本項は受認者の免責を規定することによって、いわば裏側から加入者の投資の自己責任を規定している。

本条に基づく労働省規則（29 CFR § 2550.404c-1、エリサ法 404条(c)制度）は、エリサ法制定後 20 年近くを経た 92 年に制定された⁽⁵³⁾。本稿との関係では以下の点が重要である。

- 各投資方法に関して、適切な投資決定（informed decision）に必要な、十分な「情報提供」が求められる（(b)(2)）
- 「投資教育」には触れられていない⁽⁵⁴⁾
- 受認者は「投資助言」を提供する義務を負わないことが明示されている（(c)(4)）

② 「投資教育」となる 4 つのセーフハーバー — 労働省解釈通達 96-1

労働省は、96 年 6 月、「加入者の投資教育に関する解釈通達（interpretive bulletin）」を公表し、「投資教育」に該当するものとして 4 つの範疇を示した（I B 96-1, 29 CFR § 2509.96-1）⁽⁵⁵⁾。加入者に対する各種の情報提供がエリサ法上の投資助言に該当することを危惧する事業主やサービスプロバイダーの法的懸念を解消し、加入者に対する投資教育を後押しするための措置である。

具体的には、以下の 4 類型に関する情報や資料の提供は投資助言ではなく投資教育とされた。後に進むほど具体的、個別的になり、投資助言に接近するように思われる。

- a 制度に関する情報 … 制度に加入するメリット、投資方法に関する情報提供等
- b 一般的な金融・投資情報 … リスクとリターン・分散投資、引退後必要資金の推定等
- c アセットアロケーションモデル … 投資期間やリスク耐性の異なる架設人のためのアセ

⁽⁵³⁾ 57 FR 49906(Oct. 13, 1992).

⁽⁵⁴⁾ 次に述べる解釈通達 96-1 では、404 条(c)制度においては投資助言だけでなく投資教育の提供も不要とされる（n1）。

⁽⁵⁵⁾ 61 FR 29586(Jun. 11, 1996).

ットアロケーションポートフォリオ等

- d 双方向投資教材 … 加入者が回答した情報に基づいて引退後必要資金の推定や異なったアセットアロケーションの影響評価を行う質問票やコンピューターソフト

解釈通達によれば、cやdは、一般的な投資理論に基づくことが必要であり、加入者に対して「当該 401 (k)制度以外の資産も考慮すべき」ことを注意喚起しなければならないとされた。ただしdによりその種のデータを加入者から収集することも可能である。また、cやdのアセットアロケーション（資産配分）⁽⁵⁶⁾については、当該制度で選択可能な具体的な投資方法に言及することも可能とされる（例えば、「国内株式に 45%を配分」ではなく「当社が提供する国内株式ファンドXに 45%を配分」）。この場合には同様のリスク・リターン特性を有するファンド（他社が提供するファンドであろう）がありうる旨を示さなければならない。逆にいえば他社商品を具体的に提示する必要はない⁽⁵⁷⁾。

つまり、cとdを組み合わせると、個々の加入者の状況に応じた、当該 401(k)制度で提供される具体的な投資方法に対する掛金の配分方法の推奨も可能となり、投資助言との相違は必ずしも明確ではないように思われる⁽⁵⁸⁾。

なお、cやdが投資教育とされたことから、投資教育の提供者による実際の利益相反行為（例えば手数料の高いファンドの推奨）はエリサ法の規制対象外となり同法に基づく責任追及が困難になるという問題も生じる⁽⁵⁹⁾。事業主等の制度受認者は投資教育を提供する者を選任、監督する信認義務や責任を負う。例えば、制度受認者は、投資教育提供者による各種の情報提供が投資助言に該当しないように確認することも必要であろう。

(4) 投資助言に関する個別的適用除外 — フラットフィーまたは専門家利用

運用機関による投資助言の提供はエリサ法の禁止取引に該当する。そこで、利益相反防止策を講じた上で労働長官に個別的適用除外⁽⁶⁰⁾の制定を申請し、適用除外を得て投資助言を提供する運用機関も現われてきた。加入者の投資助言に対するニーズにこたえることにより、運用機関としての競争力を高めるものである。これには大別して2つの方法が存在する。いずれの方法においても、独立した制度受認者（または加入者）に対する情報開示と投資助言プログラムへの参加の事前承認、投資方法の売買手数料を徴収しないこと、投資方法の売買は公正な条件で行うこと等が必要である。

⁽⁵⁶⁾ アセットアロケーションは、一般には「国内株式」「国内債券」（より狭くは「大型株」「小型株」）といった資産クラスに関する配分であるが、401(k)制度加入者に対する投資助言に関しては、具体的な投資方法への配分を含めて使われる（アセットアロケーションの名において具体的な投資方法まで示される）場合が少なくないようである。

⁽⁵⁷⁾ 解釈通達の草案（95 年 12 月公表）では、偏った提示を防ぐため、同様のリスク・リターンを有する全ての投資方法を提示しなければならないとされていたが、コメントを受けて修正された（61 FR 29586）。

⁽⁵⁸⁾ 解釈通達の草案に対するコメント（61 FR 29586, 29587）参照。労働省は解釈通達の発出に先立って実際に使われている教材類を調査したという（61 FR 29586）。cやdは既に利用されていたものと思われる。

⁽⁵⁹⁾ Medi11・前掲、p56 参照。事業主等の制度受認者の監督責任の追及は可能。

⁽⁶⁰⁾ 「個別的」適用除外の意義については、注 20 を参照。

図表－５ 加入者に対する投資助言に関する個別的適用除外の例

適用除外 (制定)	申 請 者	利益相反防止策
P T E92-77 57 FR 45832	Shearson Lehman Brothers, Inc.	フラットフィー
P T E93-59 58 FR 47288	Prudential Mutual Fund Management, Inc.	フラットフィー
P T E96-59 61 FR 40000	Paine Webber Incorporated	フラットフィー
P T E97-12 62 FR 7275	Wells Fargo Bank, N.A.	レベニューニュートラル
P T E97-60 62 FR 59744	TCW Group, Inc., Trust Company of the West 他	外部専門家が作成したコンピュータープログラムを利用
P T E2000-39 65 FR 49018	Standard & Poor's, Standard & Poor's Investment Advisory Services, LLC	投資方法を提供せず
P T E2000-46 65 FR 56337	Bank of Oklahoma	レベニューニュートラル
P T E2001-15 66 FR 19527	Ibbotson Associates, Inc.	投資方法を提供せず

(資料) Medill・前掲 p59 および各種資料による。P T E92-77 は、取引主体や取引内容の変更をともないつつ、P T E 94-50 (Smith Barney, Inc., 59 FR 32024)、P T E99-15 (Salomon Smith Barney Inc., 64 FR 16486) P T E 2000-45 (Salomon Smith Barney Inc., 65 FR 54315) に承継されている。

① 総報酬の平準化（フラットフィー、フィーニュートラル）

第一の方式は、Shearson に対する適用除外（P T E92-77）で採用された、加入者が選択した投資方法の如何にかかわらず運用機関（関係会社を含む）が受け取る総報酬を一定にする方法である（フラットフィー）。単純化すると、債券、株式、外国株式ファンドの運用報酬が本来は 20、25、30 ベーシスポイント（100 ベーシスポイントは 1 %）であるところを最低の 20 ベーシスに揃えてしまう。具体的には、20 ベーシスを超える運用報酬（運用報酬はファンド財産から控除される）を、加入者から徴収する投資助言料と相殺する。例えば、投資助言料が 150 ベーシスで、債券ファンドと株式ファンドに半額ずつ投資した加入者の実際の投資助言料は、株式ファンドの運用報酬の一部が控除されて 147.5 ベーシスとなる（ $150 - (25 - 20) \times 0.5$ ）⁽⁶¹⁾。

この方法によれば「運用報酬が高いファンドを推奨する」ことは起こらない。ただし、本来の費用構造（例えば、債券ファンドより株式ファンドの方が運用費用は高いはずである）を歪めるという別の問題が生じる。

なお、Wells Fargo に対する適用除外（PTE97-12）は、受け取った報酬のすべてを助言手数料から控除する仕組みである（レベニューニュートラル）。具体的には、自社（関係会社を含む）

⁽⁶¹⁾ この方法は、A運用機関が各ファンドの組成（運用方針決定、運用機関選定等）を行い、A運用機関から独立したB運用機関等が各ファンドの日常的な運用を行う場合において、A運用機関による投資助言の提供を可能とするために利用されているようである。つまり、一定水準に揃えられるのは、Bの報酬ではなくAの報酬（投資対象の違いによる報酬格差は相対的に小さかろう）のようである。

が提供する投資方法について運用報酬および管理報酬を、他社の提供する投資方法について管理報酬を、すべて助言手数料から控除する⁽⁶²⁾。

これらはいずれも、比較的大口のIRA等を主たる対象とした仕組みのようである。

② 外部専門家が作成したコンピュータープログラムの利用

第二の方式は、97年のTCWに対する適用除外（PTE97-60）で採用された、運用機関から独立した金融専門家（および行動科学の専門家）が作成したコンピュータープログラムを用いて投資助言を提供するものである⁽⁶³⁾。加入者が質問票に回答した情報に基づいて、コンピュータープログラムを用いて各人に相応しいアセットアロケーションモデルが算出される。具体的には、13のミューチュアルファンドを組合わせた、リスク・リターン異なる4つの信託（一種のライフサイクルファンド）から一つが推奨される。つまり、アセットクラスに関する助言というよりは、具体的な投資方法に関する助言である。助言手数料は無料とされるが（13のファンドの運用報酬から賄われる）、資産残高の1%を上限に、外部専門家に係る費用等の直接費用が請求される。

投資助言を伝達するのは運用機関であるが、運用機関には助言内容に対する裁量の余地はないため、実際の利益相反は起こらない仕組みとなっている。また前述のフラットフィーのような不自然さもない。

ただし、この方法と前述の投資教育セーフハーバーのcやdとの区別は明確でない。加入者から収集した情報に基いて作成される具体的な投資方法の推奨が、一方では、投資教育の名において行われ（運用機関自身による作成、提供も可能）、他方では、投資助言とされ独立の専門家を利用することを条件に禁止取引から適用除外されており、統一を欠くように思われる⁽⁶⁴⁾。

③ 独立系の投資助言者に対する適用除外

投資方法を提供しない独立系の助言業者に対する適用除外も制定されている。例えば、2000年に適用除外（PTE2000-39）を得たS&Pは、適用除外を申請した理由を（制度、事業主または加入者ではなく）「サービスプロバイダーから報酬を得るため」と説明している⁽⁶⁵⁾。適用除外の条件には、助言報酬が加入者による投資方法の選択に影響されないこと、助言報酬がサービスプロバイダーに割戻しされないこと、サービスプロバイダーと支配関係をもたないこと等の条項が見られるが、適用除外の必要性は今一つ不明である。

⁽⁶²⁾ やや状況異なるが、確定拠出制度の受託者（trustee）を務める信託銀行が、制度受託者に対して投資方法として採用すべきミューチュアルファンドを推奨する場合において、受託者が当該ミューチュアルファンドから管理手数料（12b-1 fee）を受け取っても、それを制度から受け取るべき報酬から全額控除（相殺）するのであれば406条(b)(1)、(3)違反は生じないとされる（労働省助言意見（A0）97-15A（May, 22, 1997））。

⁽⁶³⁾ 本件の紹介として、藤井・前掲98-100頁。本件に関与した弁護士による紹介論文が <http://www.erisa-lawyers.com/pages/misc/advice.html> に転載されている。TCWはその後、助言業務から撤退したようである（Pensions & Investments, Nov. 1, 1999, p1）。

⁽⁶⁴⁾ Medill・前掲、p61 参照。投資教育と投資助言の線引きや適用除外の要否に関する判断は、運用機関の間でも一致していなかったようである。

⁽⁶⁵⁾ Pensions & Investments Aug. 21, 2000, p2.

3. 外部専門家を利用した投資助言に関する助言意見

ブッシュ政権下の労働省は、共和党のボーナー議員が提出した、運用機関による投資助言を禁止取引の適用除外とする法案（4.(1)）の支持を表明してきたが、同法案の下院通過後、2001年12月19日に助言意見（Advisory Opinion 2001-09A、12月14日付）⁽⁶⁶⁾を公表して、独立した金融専門家がコンピュータープログラムを作成する場合には、運用機関によるアセットアロケーションの助言（実際には、アセットクラスに関する助言ではなく、具体的な投資方法に関する助言）、さらには当該助言に基づく投資を自動的に執行することも禁止取引には該当しないとの判断を示した。

(1) 労働省助言意見 2001-09 の概要

本助言意見は、401(k)制度に対する金融サービスプロバイダーである SunAmerica Retirement Markets, Inc.（以下、SunAmerica という）が投資助言を提供するプログラムを実行するために適用除外の制定を申請したのに対して、労働省が、申請されたプログラムは禁止取引には該当せず適用除外の制定は不要であるとの見解を示したものである。SunAmerica はA I Gグループに属し広範な金融サービスを提供する SunAmerica Inc.の子会社であり、関係会社には投資顧問会社がある。

① プログラム（加入者に提供されるサービス）の概要

SunAmerica は、個人別勘定制度〔確定拠出制度〕の加入者に対して、金融専門家〔イボットソンと報じられている⁽⁶⁷⁾〕が作成したコンピュータープログラムを利用して、各人が質問票に回答した情報に基づいて、各人の勘定に関する特定のモデルアセットアロケーションポートフォリオ（以下 MAAP）を作成する。具体的には、金融専門家が現代投資理論を利用して、まずアセットクラスレベルの戦略的ポートフォリオを作成し、次に当該制度において選択可能な投資方法から MAAP を作成する。つまり、具体的な投資方法が特定される。MAAP の全部または一部は SunAmerica またはその関係会社〔SunAmerica の関係会社である投資顧問会社〕が投資助言サービスを提供するファンド（以下、自社ファンドという）である。この MAAP を、加入者に推奨し（＝非裁量的アセットアロケーションサービス）、または、自動的にこれを執行する（＝裁量的アセットアロケーションサービス）。

SunAmerica（関係会社を含む）は、投資助言プログラムの手数料（1%を上限とする手数料および0.25%を上限とする実費）のほか、自社ファンドの運用報酬を受け取る。

⁽⁶⁶⁾ <http://www.dol.gov/dol/pwba/public/programs/ori/advisory2001/2001-09A.htm> 参照。一般に助言意見は事業主や運用機関等による個別事例に関するエリサ法解釈の照会に対する労働省の回答であるが、本件では禁止取引の適用除外制定の申請に対して発出、公表された。

⁽⁶⁷⁾ Pensions & Investments, Dec. 24, 2001, p61. イボットソンは前述のTCWの投資助言プログラムにも関与したようである（同、Jun. 15, 1998, p43）。

② プログラムに関する労働省のエリサ法解釈

当プログラムに対する労働省の法律判断は概ね以下の通りである。

一般に、手数料を得て投資助言を提供することは受認者としての行為であり、SunAmerica は裁量的、非裁量的いずれのアセットアロケーションサービスに関しても、404 条（信託義務）および 406 条（禁止取引）を含むエリサ法の受認者の責任規定に服する。SunAmerica はエリサ法 404 条の要件に従って「金融専門家および自己の提供する」投資助言サービスを思慮深く選択し定期的に監視する義務を負う。

エリサ法 406 条(b)の禁止に関しては、プログラムにおける、個々の投資決定⁽⁶⁸⁾または提供もしくは執行される推奨は、同条が意図する「禁止している」ところの SunAmerica の権限等の行使の結果ではない⁽⁶⁹⁾。したがって自社ファンドに対する投資の結果 SunAmerica またはその関係者が受領する投資助言手数料（運用報酬）が増加しても、当然に 406 条(b)(1)または(3)に違反するものではない。

労働省は、この結論は以下の事実を前提としていると説明する。つまり、以下の諸点は本プログラムが禁止取引に該当しない条件と考えられる。

第一に、プログラムの選択に責任を負う制度受認者が、プログラムおよび金融専門家の役割を含む提供されるサービスの性質に関して十分な情報を与えられ、それらを承認すること。

第二に、加入者に提供され、またはそのために執行される投資の推奨は、SunAmerica およびその関係者から独立した者（金融専門家）によって開発、維持および監視された手法の結果であること。金融専門家（独立した者）だけが手法の開発と維持に対する支配権と裁量を保持すること。金融専門家によって使用され、コンピュータープログラムの作成に携わるコンピュータープログラマーは、SunAmerica と従属関係を有しないこと。SunAmerica が加入者に提供し、または加入者のために執行する推奨は、もっぱら、金融専門家が提供した手法とパラメーターを利用するコンピュータープログラムに対する加入者情報の入力に基づくものであり、SunAmerica もその関係者もアウトプットを変更したり影響を与えたりすることはできないこと。プログラムにおいて提供される投資の推奨の伝達または執行に対して SunAmerica は何ら裁量を行行使しないこと。

第三に、SunAmerica と金融専門家の協定において、金融専門家がもっぱら制度加入者および受給権者の利益のために MAAP を開発できることが確保されていること。金融専門家が SunAmerica

⁽⁶⁸⁾ 投資助言を受けた加入者による投資決定という意味であろうか。

⁽⁶⁹⁾ 助言意見は、次のように説明する。「労働省規則（29 C.F.R. § 2550.408b-2(e)(1)）が規定するように、受認者が、彼を受認者ならしめるところの権限を利用して、受認者としての最善の判断に影響を及ぼすような利益が存在する取引「自己の利益を図る取引」を制度に実行させた場合には、406 条(b)(1)に違反する。他方、受認者が、彼を受認者ならしめるところの権限を利用して、制度をして、受認者が提供するサービスに対して追加的な費用を支払われたり、受認者としての最善の判断の行使に影響を与えるような利益を受認者が有するところの第三者が提供するサービスに対して手数料を支払わせただけでなければ、406 条(b)(1)には違反しない。」

から受け取る報酬も、金融専門家と SunAmerica との協定における他の点も、ポートフォリオにおいて実行された投資によって SunAmerica または関係者が受け取る収入とは無関係であること。

(2) 助言意見の意義

① 従来の個別的適用除外との関係

これまでは、TCWに対する適用除外に見られたように、たとえ外部の金融専門家が開発したコンピュータープログラムを利用するものであっても、運用機関（関係会社を含む）による投資助言の提供は禁止取引に該当すると考えられていた。今回の助言意見では、そのような方法による投資助言は禁止取引に該当しないと判断している。助言意見は当プログラムが禁止取引に該当しない理由を「SunAmerica または関係会社の収入の増加をもたらすこととなる個々の投資の決定は、SunAmerica の権限行使の結果ではない」と説明し、その判断根拠として過去の規則を示しているが、投資助言の提供を促進するために、禁止取引の捉え方を若干変更したように思われる⁽⁷⁰⁾⁽⁷¹⁾。

助言意見が示した条件、すなわち利益相反防止策は次のように要約できる。

- 独立した制度受認者がプログラム採用を決定すること
- 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、つまり運用機関は助言内容に何ら裁量を有しないこと
- 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

運用機関は投資助言の提供に関して受認者として信託義務を負うことになるが、事業主もまた、助言提供者を適切に選任・監督することが必要である。

② 裁量的サービス

SunAmerica のプログラムには、推奨アセットアロケーションを自動的に執行する裁量的サービスが含まれている。加入者の「お任せ運用」に対するニーズをうかがわせる⁽⁷²⁾。

⁽⁷⁰⁾ 従来は、運用機関による投資助言を「全体」として観察して禁止取引に該当すると判断し、助言内容決定プロセスに実際の利益相反が生じない仕組みを確保して個別的適用除外を制定してきたが、助言意見では投資助言の「個々のプロセス」に着目し、助言内容決定プロセスに実際の利益相反が生じない仕組みが確保されている場合にはそもそも禁止取引には該当しないと判断したものと整理できようか。なお、助言意見ではなく、類型的適用除外の制定という選択肢もあったように思われる。

⁽⁷¹⁾ 労働長官や年金福祉給付局（エリサ法を所管）担当次官は運用機関の投資助言を解禁するボーナー議員の法案（4. (1)）の支持を表明してきたが、省内の幹部（career officials）には反対意見が多いとされる（Pensions & Investments, Dec. 24, 2001, p61）。ちなみにクリントン政権時代の労働省は2000年のボーナー議員の同趣旨の法案（HR4747）には利益相反等を理由に反対していた（BNA Pension & Benefits Reporter, Jul. 25, 2000, p1739）。労働省の助言意見は、現行法の禁止取引を維持しつつ、投資助言の提供を容易にするために行政として歩み寄った対案のような印象を受ける。

⁽⁷²⁾ 米国における実証分析によれば「401(k)をめぐる従業員の意思決定は”受動的”であり、企業任せにしている面が強い」とされる（小塩隆士「企業年金と投資教育」日本労働研究雑誌2002年7月、22頁）。

もっとも、裁量的サービスを利用すると受託者の免責に関する 404 条(c) の「自己の勘定の資産に支配力を行使した」という要件を満たさないとの見解が労働省の担当者から示された⁽⁷³⁾。反論もあるものの、事業主としては裁量的サービスの利用は躊躇されよう。

③ 他の運用機関への影響

今回の助言意見は、個別的適用除外とは異なり、他の運用機関（サービスプロバイダー）が投資助言の提供を検討する際にも参考となる。

本年 6 月には、シティグループとステートストリートの合併会社であるシティストリートがファイナンシャル・エンジンと提携して投資助言の提供を開始すると発表した。同社はこれまで利益相反を回避するために手数料が同一の 5 つのインデックスファンドに限りコールセクターで助言してきたが、今後は、オンラインや顧客との対面を含めて、制度の投資オプションに沿った助言を提供するとしている⁽⁷⁴⁾。

4. 投資助言を促進するためのエリサ法改正法案

(1) 下院案 - 運用機関による投資助言の容認

① 立法の経緯

2001 年 6 月 21 日、下院の教育労働委員会のボーナー委員長（共和党）が、401(k)制度に投資方法を提供する運用機関（関係会社を含む）による投資助言を認めるためにエリサ法を改正する、退職保障助言法案（Retirement Security Advice Act of 2001, HR2269）を提出した⁽⁷⁵⁾。金融業界等が同法案に賛成したが、労働団体等は利益相反の容認を批判した⁽⁷⁶⁾。同法案は政府（労働省）の支持も得て 11 月 15 日に 280 対 144 の超党派⁽⁷⁷⁾で下院を通過し上院に送付された。また前述のように、12 月 19 日には労働省が投資助言を促進する助言意見を公表し、これらにより投資助言に関する規制緩和が進むかに見えた。

しかしエンロンの突然の経営破綻（12 月 2 日）は、米国の企業統治、企業会計等の不備に加えて、自社株投資を含む 401(k)制度の問題点を明らかにすることになった。エンロンの 401(k)制度においては⁽⁷⁸⁾、事業主のマッチング拠出が自社株で行われ他の投資方法への移管が制限さ

⁽⁷³⁾ Pension & Investments, Jan. 21, 2002, p3.

⁽⁷⁴⁾ 日経金融新聞 2002 年 6 月 20 日、シティストリートの 6 月 13 日プレスリリース (<http://www.citistreetonline.com/> 参照)。

⁽⁷⁵⁾ ボーナー議員は 2000 年にも同様の法案（HR4747、106 議会）を提出したが、小委員会通過にとどまった。なお、同議員は、取引条件が公正であること（arm's length transaction）等の要件をみたす取引を禁止取引の適用除外とするなど、禁止取引の仕組みを大幅に変更するエリサ法現代化法案（ERISA Modernization Act of 2000, HR4749）も提出したが、審議未了となった。尚、各法案の詳細は、<http://thomas.loc.gov/>参照。

⁽⁷⁶⁾ 議会の公聴会における米国生保協会の賛成意見、AARP（高齢者の団体）の反対意見について、小櫻・前掲、94 頁以下参照。

⁽⁷⁷⁾ 下院は共和党 222、民主党 211、その他 2 名、上院は各 49、50、1 名である（日経新聞 2002 年 5 月 4 日）。

⁽⁷⁸⁾ エンロンの破綻の経緯や同社の 401(k)制度については、例えば、上院・健康教育労働年金（HELP）委員会の米国年金保護法案（(2)参照）の委員会報告書 ([http://thomas.loc.gov/cgi-bin/cpquery/R?cp107:FLD010:@1\(sr226\):](http://thomas.loc.gov/cgi-bin/cpquery/R?cp107:FLD010:@1(sr226):)) 4-6 頁参照。

れていたことに加えて、加入者の任意拠出においても自社株投資を選択した加入者が多かった。その結果制度全体として自社株投資の割合が高く（約6割）エンロンの倒産により従業員は雇用と年金原資の双方を失った。これらに関しては、現行法には確定拠出制度における自社株投資の制限がないことのほか、加入者が十分な投資教育や専門家による投資助言を受ける機会がなかった（受けていれば投資を分散していたであろう）ことも問題視された⁽⁷⁹⁾。また、エンロンの業績悪化公表後の株価下落過程でサービスプロバイダー変更にとまなう投資方法の移管停止（ブラックアウト）が行われたため、加入者は自社株から他の投資方法に投資を移管する機会を失った。加入者には自社株投資を熱心に勧めていた経営陣が実は自社株を売却していたことも明らかになった。

議会の上下両院の関係委員会ではエンロン破綻に関連する公聴会が開催され、その後、企業年金、特に401(k)制度改革を目的とする多くの法案が提出された。ブッシュ大統領も本年2月1日、エンロン破綻を受けた企業年金改革提案を発表し、その中で「労働者の投資助言に対するアクセスの拡大」のために下院を通過した退職保障助言法案の上院での成立を求めた。

2月14日、ボーナー委員長は大統領提案を概ね法案化した年金保障法案（Pension Security Act of 2002, HR3762）を提出した。投資助言に関する部分は退職保障助言法案に若干の追加を行ったものである。年金保障法案は4月11日に255対163で下院を通過した。

② 下院案の概要

年金保障法案の投資助言に関する規定（105条 投資助言提供の禁止取引適用除外）は、禁止取引の法定の適用除外を新設し、利益相反等に関する情報開示を条件に運用機関（「信託助言者（fiduciary adviser）」と称される）による投資助言の提供を認めるとともに、制度受託者の義務を明確化ないし限定するものである。以下、ポイントを紹介する。

(7) 禁止取引の適用除外となる行為

- 「信託助言による」制度または加入者（受給権者を含む、以下同様）に対する投資助言の提供
- 助言に基づく証券その他の財産〔投資方法〕の売買および保有
- 信託助言者またはその関係者（またはそれらの従業員等）による、助言の提供または助言に基づく証券その他の財産の売買等に関する、直接的または間接的な、手数料その他の報酬の受取

(1) 信託助言者となりうる者

- 投資顧問法または州法の登録を受けた投資顧問会社
- 連邦または州に監督される銀行その他の金融機関、ただし連邦または州当局の定期検査を

⁽⁷⁹⁾ 過大な自社株投資の抑制に投資助言が果たす役割は限定的のように思われる。ただし、企業年金の設立や事業主拠出は事業主の任意であり、（事業主の裁量を制約する）自社株の保有制限の法制化が容易ではないことも事実である。

受ける信託部門を通じて助言する

- 州の認可を受けた保険会社
- 証券取引所法の登録を受けたブローカー・ディーラー
- 以上の者の（投資会社法にいう）関係会社
- 以上の者の従業員、代理人または（証券取引所法等にいう）登録代理人で、保険・銀行・証券法上の助言提供に関する要件をみたす者

(ウ) 投資助言の条件

- 信認助言者が助言を提供すること
- 制度資産の投資は加入者（助言受領者）の指図に従って行われること
- 初回の助言に際して次の事項を助言受領者に遅滞なく書面で通知し、また、通知した手数料等に関する最新情報を少なくとも年1回、また変更に際して、助言受領者に提供すること。通知は明確で平均的加入者に理解可能であり、通知に係る情報を加入者が知るに足るほど正確かつ包括的であること。労働長官は手数料開示の標準様式を定める
 - ・ 信認助言者またはその関係会社（affiliate）が助言の提供または証券その他の財産の売買等に関して受け取る手数料
 - ・ 信認助言者またはその関係会社の、証券その他の財産における重要な関係（affiliation）または契約関係
 - ・ 投資助言の範囲に関する制限
 - ・ 投資助言のサービスの種類
 - ・ 助言者は助言の提供に関しては制度の受認者として行動していること
 - ・ 加入者は利害関係のない助言者から助言を受けるよう手配することが可能であること
- 信認助言者は、証券その他の財産の売買等に関して、証券諸法に従い適切な開示を提供すること
- 証券その他の財産の売買等に関して、信認助言者および関係会社が受け取る報酬が合理的であること
- 証券その他の財産の売買等の条件が少なくともアームズレングス取引と同程度に有利であること
- 信認助言者は、投資助言が要件をみたしたことを示す記録を少なくとも6年間保存すること

(I) 事業主等の適用除外

事業主（プランスポンサー）その他の受認者（信認助言者を除く）は以下の条件が満たされる場合には、投資助言の提供（のための契約締結）のみを理由として本節〔エリサ法1編B章4節、信認任責任〕の要件に違反するとみなされてはならない。

- 信認助言者が、事業主等の受認者との協定に基づいて、助言を提供すること

- 協定が信認助言者に(ウ)の条件の遵守を求めていること
- 協定において、信認助言者が助言の提供に関して自己が受認者であることを文書で認めていること

上記のことは、信認助言者を思慮深く選任し定期的に見直すべき、事業主等の受認者に係る本節の要件を免除すると解されてはならない。事業主等の受認者は、本節において、信認助言者が加入者に提供する個々の投資助言を監視する義務を負わない。

③ 下院案の特徴と評価

(7) 運用機関による投資助言の容認

下院案の最大の特徴は、投資方法を提供する運用機関（関係会社を含む）も、加入者（助言受領者）に対して利益相反に関する情報を開示すれば投資助言の提供が可能となることである。労働長官が同内容の適用除外を制定することは法律上は可能と思われるが、利益相反に厳しい態度をとる労働省に代わって議会が「投資助言に対するアクセスの拡大」⁽⁸⁰⁾を図るものといえよう。

これにより運用機関は、個別的適用除外や助言意見で示された報酬の平準化や外部専門家の利用といった制約を受けることなく投資助言を提供することが可能となる。

(1) 信認助言者の意義と義務

投資助言の提供が認められる「信認助言者」は既存の金融・証券諸法による監督規制を受けている運用機関やその従業員である。なお、投資方法を提供する運用機関も除外されない。

利益相反防止策として、投資助言手数料、投資方法の売買手数料、運用機関と投資方法との関係（例えば自社または関係会社がAファンドを運用し報酬を受け取ること）に関する情報開示が求められる。開示の相手方は助言受領者、つまり個々の加入者である。明確で平均的加入者に理解可能な開示が求められている。

投資方法の売買については報酬の合理性や公正な取引条件が求められる。他方、投資助言手数料や投資方法に係る運用報酬については特段の制限はない。

助言にともなう売買の指図は加入者が行わなければならない、労働省の助言意見（3.）に見られた、助言内容を自動的に執行するサービスは認められていない。なお、投資助言の範囲を限定できるとの規定については、例えば自社株を投資助言の対象外とすることを可能にするとの批判がある。

適用除外は投資助言者の一般的な信認義務を免除するものではないので、例えば運用報酬の増加を目的とする投資助言は義務違反となるが、その立証は容易ではなからう。

下院案は、「信認助言者」はもともと金融・証券当局の規制下にあり、加えて一定の情報開示を義務づければ、実際の利益相反行為は防止でき加入者保護は全うされるとの考えであろう。

⁽⁸⁰⁾ 年金保障法案に関する教育労働委員会の報告書（[http://thomas.loc.gov/cgi-bin/cpquery/R?cp107:FLD010:@1\(hr383\):](http://thomas.loc.gov/cgi-bin/cpquery/R?cp107:FLD010:@1(hr383):)）47 頁。

他方、情報を開示すれば潜在的利益相反取引も認められるという仕組みは、(投資方法の説明書にすら十分に目を通さないともいわれる) 加入者を保護する手段として十分で有効かといった疑問もあろう。

(ウ) 事業主の「適用除外」

事業主の「適用除外」として規定された内容は、基本的にはエリサ法の解釈の範囲内とも思われる。もっとも、①事業主が信託助言者と契約する際に協定に記載すべき事項を明確化し、②事業主は信託助言者の個々の投資助言に対する監視義務を負わないことを明示したことは、事業主の訴訟リスクに対する配慮といえ、事業主が自社の 401(k)制度において投資助言を提供することを後押しする効果を期待できよう。

(2) 上院案 — 投資助言者の独立性の確保

① 立法の経緯

上院においては、健康教育労働年金委員会のケネディ委員長（民主党）が3月6日に提案した企業年金改革法案である米国年金保護法案（Protecting America's Pensions Act of 2002, S 1992）が3月21日に同委員会を11対10（民主党と共和党の党派対決）で通過した。投資助言に関する部分は昨年11月にビングマン議員が提案した独立投資助言法（Independent Investment Advice Act of 2001, S 1677）をほぼ踏襲したものである。法案名の示す通り投資助言者の投資方法（を提供する運用機関）からの独立性を求める点に特徴がある。以下、米国年金保護法案の投資助言に関する規定（103条 独立投資助言者を指名する事業主の信託ルール）のポイントを紹介する⁽⁸¹⁾。

② 上院案の概要

上院案は、信託義務を規定する404条に新たな項を設けて、「適格投資助言者（qualified investment adviser、後述するように、投資方法を提供する運用機関は含まれない）」を利用する事業主の信託義務の内容を定型化し、義務履行の見做し規定と義務違反の責任を限定する規定を置くものである。

(7) 事業主の義務の見做し履行と責任の限定

加入者が自己の勘定の資産に支配力を行使できる個人勘定制度において、事業主（プランスポンサー）その他の受託者が、(ウ)の要件に従って適格投資助言者を指名（designate）し監督した場合には、当該受託者は、

⁽⁸¹⁾ 財政委員会においては、7月11日に全国従業員貯蓄信託衡平保証法（National Employee Savings and Trust Equity Guarantee Act (NESTEG), S1971）が全会一致で通過した。同法案は共和党のグラスレー議員が2月27日に提案した401(k)制度に関する包括的な改革法案であるが、投資助言に関しては審議段階でビングマン議員が提案した独立投資助言法（S1677）の内容を取り入れた（306条 独立投資助言者を指名する事業主の信託基準）。8月末時点では上院の企業年金改革法案は健康教育労働年金委員会案と財政委員会案の2つがあるが、投資助言に関する部分はほぼ同一である。以下では前者を上院案として紹介する。

- 投資助言者の思慮深い指名と定期的な見直しに関する本条（404 条）の要件をみたしたものとみなす
- 投資助言者による加入者に対する投資助言の提供に係る〔加入者の〕損失または義務違反にともなう本条に基づく責任を負わない
- 投資助言者による加入者に対する投資助言の提供に係る共同受認者責任（405 条）の一部を免除される（投資助言者の違反に悪意で関与した場合や違反を知りつつ是正しなかった場合には原則通り連帯責任を負うが、自己の義務違反により違反を可能にした場合には連帯責任を負わない）

(イ) 適格投資助言者となりうる者

- 投資顧問法または州法（試験要件がある場合に限る）の登録を受けた投資顧問会社
- 連邦または州に監督される銀行その他の金融機関
- 州の認可を受けた保険会社
- 労働長官が定める基準をみたす上記に準ずる者
- 前 4 者の従業員等のうち以下の者
 - ・ 投資顧問法または州法の登録を受けた投資顧問（個人）
 - ・ 証券取引所法の登録を受けたブローカー、ディーラー
 - ・ 証券法または投資顧問法に規定する登録代理人
 - ・ 労働長官が定める基準をみたす上記に準じる個人

(ウ) 事業主の行為基準

- 事業主その他の受認者は、適格投資助言者の指名時および毎年 1 回、当該助言者から以下の内容の資格確認書（written verification）を徴求すること
 - ・ 適格投資助言者であり、今後もこれを保持すること
 - ・ 投資助言者は制度の受認者であり投資助言については専ら自らが責任を負うことを認めること
 - ・ 制度文書（投資方法を含む）を点検し、制度との関係、加入者に提供する投資助言および自己が受け取る手数料が 406 条〔禁止取引〕に違反しないことを確認したこと
 - ・ 投資助言の提供に際しては、加入者の勘定に存する雇用主証券〔自社株等〕または雇用主不動産を考慮すること
 - ・ 加入者からの賠償請求に備えて（労働長官が定める）必要な保険に加入していること
- 事業主その他の受認者は、適格投資助言者の指名に際して、助言者から提出された文書（(エ)参照）を点検し、助言提供の協定を締結すべきでない相当の理由がないことを確認すること
- 事業主その他の受認者は、投資助言者が適格性を失ったこと、または多くの加入者が助言者のサービスに懸念を示した事実を知った場合には、30 日以内に投資助言者の指名の継続

の可否を判断すること

(I) 適格投資助言者の義務と責任

- 適格投資助言者は、彼を指名する事業主その他の受認者に対して以下の文書を提供すること
 - ・ 加入者に対して提供されるサービスに関する、事業主その他の受認者との契約書
 - ・ 投資助言にともない投資助言者が受け取る手数料に関する開示
 - ・ SECに届け出た投資顧問登録申請、または労働長官が定め長官に届け出た開示申請
- 資格確認書において受認者を自認した適格投資助言者は、本節において受認者とみなされる
- 適格投資助言者は、404条(c)(1)(B)の免責の対象から除外される

③ 上院案の特徴と評価

(7) 適格投資助言者の意義と義務

上院案における適格投資助言者は、下院案の信認助言者と同様、金融・証券諸法により規制されている運用機関とその従業員である。ただし下院案のように禁止取引の適用除外の新設はないため、投資方法を提供する運用機関は従来通り投資助言の提供が禁止される。

適格投資助言者は、事業主等に提出すべき資格確認書の記載内容に示されるように、自己が適格性を有し受認者として投資助言に専ら責任を負うことを認めること、禁止取引への非該当を確認すること、加入者に対する賠償責任に備えて付保することなどの負担を課される。なお、下院案とは対照的に自社株も投資助言の対象に含めるべきことが明示されている⁽⁸²⁾。また、投資助言手数料の開示を含む一定の文書の提供義務や404条(c)の免責の適用除外⁽⁸³⁾も規定されている。

これらは加入者保護を図るものである。他方、投資助言者の負担が大きく増えるものではないとしても、助言提供者の事業意欲を殺いだり助言費用を高めることも考えられる。上院案には、下院案のような禁止取引の適用除外の新設はないため、適格投資助言者に該当する者は現在でも投資助言の提供が可能と思われる。当該事業者としては、現行の仕組みで助言を続けるのか、義務や責任の若干の加重を甘受しつつ事業主にとって法的リスクの少ない上院案に則った新たな方式を採用して事業主に訴求するのか、選択可能のように思われる。

(I) 事業主の義務と責任

上院案は、投資助言者の指名、監督に関する事業主の信認義務の内容を定型化し、これを遵

⁽⁸²⁾ 独立系のオンラインアドバイザーが加入者の自社株投資に対して異なった対応をしていることについて、PLANSponsor.com, “Advice Providers Differ on Company Stock Treatment”, Feb.11,2002. (<http://www.plansponsor.com/content/News/Finance/enronadviceprov>) 参照。

⁽⁸³⁾ 同条による免責（加入者が支配力行使した場合の免責）が否定されるだけであり、助言者が責任を負うためには、通常の義務違反と同様、助言者の義務違反、加入者の損失、両者の因果関係の存在が必要と思われる。なお、投資教育の提供ならびに投資教育者および投資助言者の指名は、それ自体によって404条(c)の免責を否定するものではないとされる（労働省解釈通達96-1、(b)n2、(e)）、

守すれば信認義務の履行を擬制する。また、事業主は加入者の投資損失に対する責任を負わないことが明確化され、さらに共同受認者責任の一部も免除される。事業主の行為基準をみると、適格投資助言者に資格確認書の提出による自己認証義務を負わせており、事業主はこれを確認すればよく積極的に調査することまでは求められていない。委員会報告書は、これらの規定について、労働省の解釈通達 96-1 を法典化し (codify)、雇用主は投資助言者を適切に選任・監督している限り個々の投資助言には責任を負わないことを明確化したものであり、事業主の信認責任のセーフハーバーを創設するものであると説明している⁽⁸⁴⁾。

エリサ法の信認義務、特に注意義務 (プルードント・マン・ルール) は具体的な状況に応じて柔軟に解釈されることにより、専門的な裁量を認める一方で加入者保護にも貢献してきたが、柔軟な解釈が予見可能性を減じ事業主 (や運用機関) の法的リスクを増加させることは否定できない。上院案は、事業主の義務を定型化⁽⁸⁵⁾し責任を限定することにより、投資助言の提供に関する事業主の法的懸念を払拭し投資助言の提供を促進するものである。投資助言者を利益相反のない者に限ったこと、投資助言者の義務や責任を加重したことにより、このような措置が可能になったともいえよう。

5. 投資助言に関する小括

(1) 投資助言と加入者保護

① 投資助言の促進策の比較 — 労働省助言意見と上下両院のエリサ法改正法案

米国は自助努力が強調される国であり、引退後の所得保障においても企業年金や個人貯蓄の果たす役割が大きい。本年6月には第2回引退後貯蓄全国サミットが開催されるなど (エリサ法 516、517 条参照)、引退後に備えた貯蓄が奨励されている。急速に増大する 401(k) 制度の加入者に対して適切な投資教育や投資助言を提供することも重要な課題となる。

労働省や議会の投資助言促進策のポイントをまとめておこう (図表-6)。

労働省の助言意見は、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運用機関による投資助言を、一定の条件のもとで禁止取引に該当しないとの判断を示して、全ての運用機関に利用可能としたものである。現行エリサ法の枠内での対応策ではあるが、禁止取引の解釈を若干変更したようにも感じられる。なお、助言内容を自動的に執行する裁量的サービス (お任せ運用) を認めた点は興味深いが、別途の法的問題があるようである。

下院のエリサ法改正案は、禁止取引の適用除外を新設して、利益相反に関する情報開示を条件に運用機関による投資助言を解禁しようとするものである。運用機関 (関係会社を含む) に投資助言を認めることは加入者の「投資助言に対するアクセスの拡大」方法として一番の早道

⁽⁸⁴⁾ 健康教育労働年金委員会の報告書 (注 78 参照)、15 頁。

⁽⁸⁵⁾ 法律に規定された義務の具体的内容を示すために労働省がセーフハーバー規則を制定することがある。前述の労働省規則 404c-1 も一種のセーフハーバー規定であり、投資の注意義務に関する規定として労働省規則 404a-1 がある。

である。幅広いサービスの提供を望む運用機関からの要望も強い。

下院案に対しては、エンロンやワールドコム破綻を契機にアナリストの中立性が改めて問われている中で、投資方法を提供する運用機関が公正で偏りのない（unbiased）投資助言を提供する保証があるのかとの疑問もあろう。加入者が投資に自己責任を負うことはともかくとして、運用機関の利益相反に関してまで「情報開示によるリスクの転嫁」という手法が適切かという問題である。

上院案は、禁止取引には手を付けず、助言提供者を従来通り利益相反のない者に限る。「助言内容の公正さの確保」を重視するものであり、情報開示によっても利益相反は容易に回避できないと考える。上院案は、他方で、事業主の信託義務を定型化し責任を軽減している。上院案は投資助言の促進手段として事業主の訴訟リスクに対する懸念の払拭を重視する。

上院案に対しては、既存の運用機関による効率的な助言提供が認められないことから、中小企業の従業員に対する助言拡大を含めて、投資助言の促進に十分な効果があるのかという疑問も生じよう。

図表－６ 投資助言に関する規制の比較

		エリサ法	労働省助言意見	下院案	上院案
助 言 者	助言者の要件	（禁止取引に該当しない者）	運用商品を提供する運用機関	運用機関（運用商品提供可）	運用機関（運用商品提供不可）
	助言の条件	制限なし	金融専門家が作成した投資助言ソフトを利用	利益相反に関する情報開示	禁止取引非該当等の資格確認書提出
	禁止取引	適用	適用	適用除外	適用
	404条(c)免責	免責あり	免責あり	免責あり	免責なし
事 業 主	助言者に関する義務	選任・監視	選任・監視	選任・監視、ただし個別助言の監視義務なし	選任・監視、要件遵守によりみなし履行
	共同受託者責任	あり	あり	あり	要件遵守により一部免除

② 今後の動向

エンロンの破綻を契機とする、投資助言促進策を含む 401(k)制度改革法案は、結局、議会の夏休み前には成立しなかった。法律成立のためには、まず上院の 2 つの委員会案（健康教育労働年金委員会案（S1992）と財政委員会案（S1971））の一本化、続いて上下両院案の一本化が必要である。これらの法案は投資助言の部分に限らず自社株投資の制限、制度運営への加入者の関与、訴権の拡大等、401(k)制度の改革方法全般について隔たりがある⁽⁸⁶⁾。中間選挙（11 月

⁽⁸⁶⁾ 7 月 30 日に成立した企業改革法（サーベンス・オクスレー法、HR3763、PL107-204）に、管理機関の変更にとともに投資の移管停止（ブラックアウト）期間の加入者に対する事前予告や同期間中の取締役・役員の自社株売買禁止の規定が、先行的に取り込まれた（306 条）。

5日)のため審議期間が限られるなか、年内の法案成立の見込みは不透明である。

米国議会が投資助言の促進のためにどのようなエリサ法改正を行うのか、あるいは立法に至らず当面は労働省の助言意見の活用に止まるのか、今後の動向が注目される。

(2) 投資助言に関するわが国への示唆

わが国では、昨年の通常国会で確定拠出年金法が成立し、10月に確定拠出年金が導入された。同法における情報提供等の位置づけは次のように整理できる(企業型で運営管理業務を運営管理機関に委託する方式を想定)。

- 運用方法(金融商品)に関する「情報提供」は運営管理機関の法的義務(24条)
- 「投資教育」は事業主の努力義務(22条。運営管理機関に対する委託が可能、97条)
- 事業主および運営管理機関による「投資助言」⁽⁸⁷⁾は禁止(事業主について43条3項2号、施行規則23条3号(投資指図の委託の勧誘も禁止、4号)、運営管理機関について100条6号)⁽⁸⁸⁾

米国では運用方法の選定は事業主の役割であるが、わが国では運営管理機関が行う(23条、なお事業主が運営管理業務を行うことは可能)。銀行、信託、保険会社等の運用商品提供機関は運営管理業務を営むことが可能であり(88条2項)、この場合の運営管理機関による運用方法の選択には利益相反をとまなう。この点も踏まえて同法は、運営管理機関の行為規範、具体的には専門的な知見に基づく運用方法の選定義務(23条2項)、加入者に対する忠実義務(99条1項)および禁止行為(100条、例えば自己の利益を図ることを目的とした特定の運用方法の提示、5号)を規定している。

わが国においては、運用方法の選定や情報提供を担う運営管理機関が加入者に投資助言を提供すれば効率的な助言提供が可能になり加入者にとっても便宜と思われる。ただし、現行法は運営管理機関の投資助言を禁止している⁽⁸⁹⁾⁽⁹⁰⁾。上述のような利益相反状況を踏まえれば、運営管理機

⁽⁸⁷⁾ 確定拠出年金法上は、特定の運用方法の指図を行うこと(行わないこと)を勧めることである。詳細は「確定拠出年金法並びにこれに基づく政令及び省令について(法令解釈)」(平成13年8月21日、厚生労働省年金局長通知、年発第213号)第6-2-(4)参照。

⁽⁸⁸⁾ 行澤一人「投資教育に対する法的義務」(年金と経済、20巻5号(02年2月))57頁は、運営管理機関は加入者に対して信認関係に立つことから、資産状況等に照らして不適切と思われる指図があった場合にはこれを止めるように勧める義務を負い、その限りで100条6号は制限的に解釈されるべきとする。

⁽⁸⁹⁾ 禁止の趣旨については例えば、尾崎俊雄『日本版401k導入・運営・活用のすべて』(東洋経済新報社、2002年)131-132頁参照。過去の金融業者の推奨にとまなう社会問題等を踏まえれば、「加入者の運用権(運用指図権)」を保護する必要がある」とする。

⁽⁹⁰⁾ 同法は、運営管理機関による投資助言禁止の例外として「投資顧問業者その他…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」を示している(100条6号)。投資顧問業者のほか金融機関が想定されているようである(法令解釈通達(注87参照)、第6-2-(5)参照)。投資顧問業者の助言契約における投資助言は、銀行や保険会社による自社商品の勧誘とは性質が異なり、また、保険や預金は助言の対象外と思われる。利益相反防止策を含めて、特定の確定拠出年金制度に含まれる全ての運用方法に対する業態横断的な投資助言の、金融法制上の位置づけの整理が必要であろう。

関による投資助言の禁止は現実的な選択肢であろう。また、確定拠出年金は加入者の自己責任に立脚した制度であり、当面は加入者の個人勘定残高は少額で投資助言のニーズも限られよう⁽⁹¹⁾。米国においても、十分な情報提供の明確化（92年の404(c)規則）、投資教育の後押し（96年の解釈通達）と順次進んできた。

今後、確定拠出年金の資産残高が増大し運用方法が増加・多様化していけば、専門家による投資助言の必要性も高まるものと予想される。運営管理機関あるいは運用商品提供機関による確定拠出年金の加入者に対する投資助言のあり方を検討する際には、利益相反防止策を含めて、本稿で紹介したエリサ法における運用機関による投資助言の取扱いが参考になろう。

⁽⁹¹⁾ 藤井・前掲 108 頁は、わが国において「あまりにも投資アドバイスの提供に傾斜するようなことがあれば、必要な投資教育が蔑ろにされることになりかねない」ことを懸念する。

IV. おわりに — エリサ法とわが国の企業年金法制

1. エリサ法における禁止取引と労働長官による適用除外

本稿は、いわば「禁止取引と適用除外からみたエリサ法」である⁽⁹²⁾。運用機関による内部クロス取引と 401(k)制度加入者に対する投資助言を例に、制度や加入者にとって有益ではあるが潜在的な利益相反を抱える取引に関する規制の見直し動向を紹介、検討してきた。

禁止取引と労働長官による適用除外は、米国の企業年金の過去を踏まえた歴史的産物であるエリサ法の重要な一部であり、制定後の様々な経験を経て米国企業年金の世界に定着している。最後に、禁止取引と適用除外の仕組みと運用の特徴を今一度確認しておこう。

第一に、受託者の機能的な定義である。エリサ法においては運用機関も規制対象に取り込まれている。エリサ法による運用機関の規制は、業界横断的であることに加えて、規制権限が連邦と州に分属している米国では統一的な連邦規制としての性格も有する。

第二に、忠実義務を補足し具体化する禁止取引である。制度内部の受託者と制度外部の運用機関の区別なく、利益相反の外形を有する取引が包括的に禁止される。利益相反の排除を最優先する強力な事前予防である⁽⁹³⁾。

第三に、禁止取引の不都合を是正するための、労働長官による適用除外である。エリサ法の立法に際して議会は「信託的機能を果たす金融機関の確立した事業慣行を混乱させることのないよう、ある種の禁止取引については〔行政の適用除外により〕認められるべきである」「一般に受託者は複合的なサービスを禁じられる。…〔利益相反に対する〕十分な防止策がある場合には、健全な通商または金融慣行に対して行政による適用除外の制定が期待される」⁽⁹⁴⁾として、労働長官の適用除外が果たす役割に期待していた。

第四に、以上の仕組みを前提として、労働長官は多くの類型的、個別的適用除外を制定してきた。労働長官は適用除外の制定や訴訟を含むエリサ法の執行を通じて運用機関規制の一翼を担うこととなった。なお、適用除外の制定手続については、簡素化が進められているものの⁽⁹⁵⁾運用機関や企業からは多大の手数と時間がかかり機動的な取引を阻害するとの批判が強い。

第五に、運用機関は、利益相反防止策を工夫して労働省から類型的、個別的適用除外を獲得することにより、年金制度や加入者に対する有益なサービス提供を競ってきた。適用除外を得るために

⁽⁹²⁾ なお、最近のエリサ法の判例研究として、筆者も参加した、エリサ法判例研究会「年金資金管理運営と受託者責任—米国企業年金法判例とわが国への示唆—」((財)年金総合研究センター、2002年3月)がある。

⁽⁹³⁾ 例えば、信託法においては、受託者と信託財産との取引は、公正な内容であって受益者に重要な情報を説明した上でその同意を得れば可能であり、同一受託者による複数の信託間の取引も、取引内容が公正である限り可能である(信託法第二次リステイトメント 170 条(2)、コメント r 参照)。

⁽⁹⁴⁾ エリサ法制定時の両院協議会報告書(例えば、*ERISA Selected Legislative History 1974-1986*, BNA(1986), pp45, 49)。

⁽⁹⁵⁾ 過去5年以内に実質的に同内容の個別的適用除外が2件制定されている場合には、原則として75日で個別的適用除外が制定される(PTE96-62, 61 FR 39988(Jul. 31, 1996))。

は自己の取引方法が加入者保護上問題がないこと等の要件をみたすことを、労働長官（およびパブリックコメント手続におけるコメント提出者）に詳細に示して納得を得なくてはならない。

2. わが国の企業年金法制

昨年の通常国会で、確定給付企業年金法、確定拠出年金法の制定、厚生年金保険法の改正といった企業年金法制の整備が進み、その一環として年金制度の管理や資産運用に係わる者の「受託者責任の明確化」が図られた。運用機関に関しては、共通の「忠実義務」が規定されたものの、具体的な禁止行為は規定されなかった⁽⁹⁶⁾

企業年金に関する法制において運用機関の受託者責任を業態横断的に規定すべきとの主張がなされてきたが⁽⁹⁷⁾、具体的な禁止行為に踏み込めば既存の金融法制（業法、契約法等）との無用の二重規制を生じ、時として本稿でみたような制度運営を覚悟しなければならない。もちろん、わが国においては基金の理事等の禁止行為と運用機関の禁止行為は別々に規定されるであろうし、禁止行為は法令等により具体的に示されるであろう。それにしても、運用機関に共通する禁止行為を規定しようとするれば既存の金融法制との重複や不一致は避けられない。

金融各業態における顧客保護の整合性を確保することはもちろん必要であるが⁽⁹⁸⁾、それは、企業年金だけを保護対象とする企業年金法制によって図られるべきものではない。企業年金法制による運用機関に対する二重規制は回避すべきである。

本稿で紹介してきたエリサ法の禁止取引と適用除外の仕組みとその運用から学ぶべきは、利益相反に対する鋭い認識、オープンな議論そして現実を踏まえた建設的な対応であろう。

⁽⁹⁶⁾ 厚生年金基金や確定給付企業年金の運用機関につき厚生年金保険法 136 条の 5、確定給付企業年金法 71 条、72 条。確定拠出年金の資産管理機関につき確定拠出年金法 44 条。確定拠出年金の運用方法提供機関については規定なし。なお、確定拠出年金の運営管理機関については「忠実義務」（確定拠出年金法 99 条 1 項）に加えて専門的な注意義務（23 条 2 項）や具体的な禁止行為（100 条）のほか監督規定（88 条等）も整備されたが、これは運営管理業務が既存の運用機関にとっては法定他業と位置づけられること（88 条 2 項参照）を踏まえたものといえよう。これらに関する検討として、拙稿「年金法制における運用機関の受託者責任と生命保険会社―「年金 3 法」の受託者責任規定と最近の米国エリサ法判決―」（ニッセイ基礎研 所報 19 号(2001 年 9 月)を参照。

⁽⁹⁷⁾ 例えば、島崎謙治「企業年金からみた金融システム改革の課題」（ジュリスト増刊「あたらしい金融システムと法」2000 年 11 月）86 頁参照。

⁽⁹⁸⁾ 横断的な金融規制の例として、昨年 4 月に施行された金融商品販売法がある。