

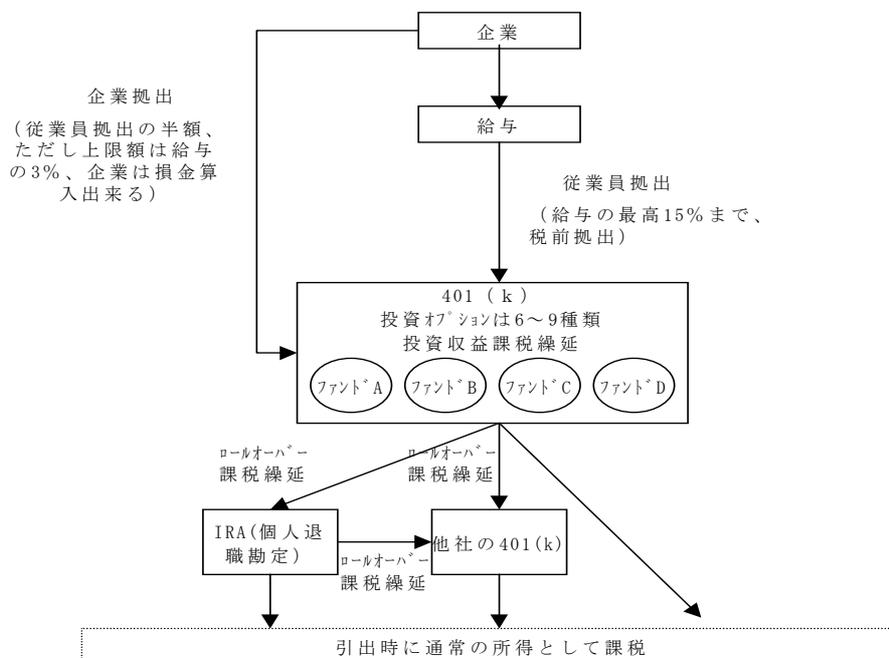
## 米国 401(k)プランの運用に関わる従業員向けコミュニケーション ～台頭するオンライン・アドバイス業者～

米国では、確定拠出型年金 401(k)プランの加入者向けコミュニケーションの重要性が指摘されるようになり、その形態も単純な情報提供から投資教育・アドバイスへと発展していった。投資アドバイスに関しては、既存の 401(k)サービス業者によるサービス提供に対する法的制約が多いこともあり、オンライン・アドバイスの専門業者が台頭しつつある。

### 1. 従業員向けコミュニケーションが必要とされる背景

米国における確定拠出型年金プランの中核となる 401(k)プランは、公的年金・伝統的確定給付型年金と合わせ、米国民の老後を支える重要な基盤となりつつある。典型的な 401(k)プランは、従業員と企業が拠出を行い、従業員自身が投資対象とする金融商品を決めて運用する。年金給付額は、主に投資パフォーマンスと投資期間によって決まる（図 1）。

図 1 典型的な 401 ( k ) プランの仕組み



(注) 拠出率は、最も多く採用されている数字を組み合わせた。

(出所) Buck Consultants資料 (IOMA's Report on Managing 401(k) Plans 99年8月号掲載) よりNRIA作成

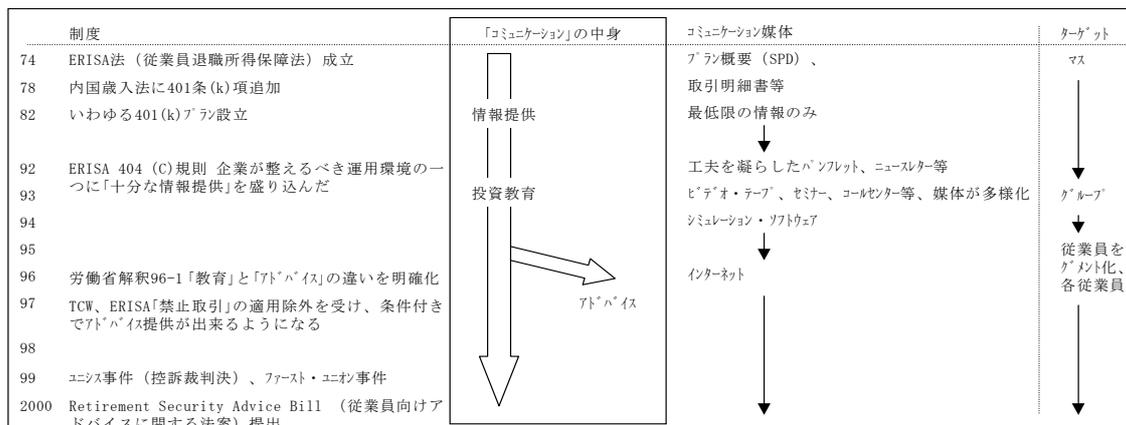
401(k)プランには、①従業員拠出の税控除、②企業拠出の損金参入、③投資収益の課税繰延べという3つの税制上の恩典がある代わりに、早期引出には原則、通常の所得税の他にペナルティ税がかかる。ただし、退職・転職時等に、プラン資産を個人退職勘定 (IRA) に移せば、税制上の恩典を維持出来る。

401(k)プランを巡るサービス業務には、①資産運用、②運営管理(口座記録・事務処理等)、③資産管理(証券の保護預り等)の3つがあり、伝統的には、それぞれ独立した業者が個別にこれらの業務を提供してきた。しかし近年は、資産運用会社が一社で全サービスを提供したり、独立した3業者が提携する場合が増えている。401(k)プランに関するサービスの中心は、資産運用業務となるため、3業務一体となって運用資産の拡大を最優先し、その収入を分配した方が、通常は総合的な営業効率が良いためである。こうした背景から、いわゆる401(k)サービス業者として、スポンサーたる企業と直接接してリレーションシップ・マネジメントを行うのは、実態として資産運用業者や運営管理業者であることが多い。

401(k)プラン資産内訳を見ると、投資信託比率がほぼ右肩上がりに増加し、99年は45%と主力商品となっている。しかし、401(k)を通して投資信託投資を行っている加入者(プランを開設している会社の従業員)のうち、4割弱が401(k)プラン外には投信信託を保有していない<sup>1</sup>。すなわち、401(k)プランは、いわば証券投資への入り口としての役割を果たしており、これら投資の初心者が増加と共に、運用の基本概念等を説明する加入者向けコミュニケーションが重要となっている。

一方、401(k)サービス業者にとって、従業員向けコミュニケーションは、絶好の営業機会でもある。そこで、他社のサービスとの差別化の意味合いもあり、媒体を多様化したり、より対象を絞ったきめ細かいサービスを提供するようになった。これに伴い、従業員向けコミュニケーションは、単純な情報提供から、投資教育や投資アドバイスへと発展していったのである(図2)。

図2 従業員向けコミュニケーションの変遷



(出所)NRIA

<sup>1</sup> 投資信託協会 (ICI) 調べ。

## 2. 従業員向け情報提供と投資教育の実態

### 1) 提供されるサービスの内容

401(k)プランに関して提供される従業員向けコミュニケーションには、①プラン設立時、採用時の概要説明・加入奨励、②加入者向けの取引関連情報提供・投資に関する継続的な教育、③退職前の情報提供・教育、などがある。

①概要説明・加入奨励教育は、プランの仕組みと取引方法、投資の基礎概念や継続的貯蓄による老後に向けた準備の重要性等を説明して、プラン加入を促すのが目的である。プランを新規に設立する場合は、その旨と手続きスケジュールを手紙やポスターで通知することに始まり、加入者向けキットと呼ばれる資料一式を配布していく。新規採用者も通常、この加入者向けキットを最初に受け取る。加入希望者数がまとまっている時は、セミナーを開催することも多い。

米国の 401(k)プランは基本的に任意加入であるため、401(k)サービス業者は、企業との契約を取り付けても、従業員に対して直接マーケティングを行わないと、運用資産は増えない。従って、従業員向けコミュニケーションの中で最も一般的に行われるのが、この概要説明・加入奨励教育である。

表1 従業員コミュニケーションの概要

	目的・内容	媒体	提供企業比率	効果 (企)	効果 (加)	キャンペーン・イベント
プラン 採用 設立 時	貯蓄の重要性 を訴えて、加 入を促す	加入者向けキット				プラン設立キャンペーン、 採用者向けキャンペーン
		パンフレット	90%	87%	75%	
		ビデオ/カセット・テープ	19%	55%	73%	
		セミナー、ワークショップ	76%	99%	89%	
加入者 向け	口座情報の提供	フリーダイヤル(加入・変更等)				プラン・デザイン変更、 サービス業者変更、 プランの統廃合
		取引明細書	88%	92%	NA	
		フリーダイヤル(口座情報)	79%	95%	NA	
		フリーダイヤル(加入・変更等)	61%	78%	NA	
		電子メール/掲示板	27%	52%	NA	
	投資教育ー拋 出比率を上げ る、アセット・ア ロケーションの調整、 ファイナンシャル・プラン ニング	ウェブ	30%	54%	79%	
		パンフレット				
		ニュースレター	65%	80%	75%	
		ビデオ/カセット・テープ				
		セミナー、ワークショップ				
退職 前	給付手続きの 説明、退職準 備教育、IRA口 座開設を促す	シミュレーション・ソフト				退職前キャンペーン、 早期退職パッケージ
		個別カウンセリング	41%	87%	89%	
		シミュレーション・ソフト	3%	52%	NA	
		ファイナンシャル・プランニング	27%	78%	95%	
		フリーダイヤル(加入・変更等)				

(注) 数字は企業の福利厚生担当者137人に対する電話アンケートで、上記媒体を使っていると答えた人の割合。“Exploring the Provision of Investment Advice and Guidance Among Retirement Plan Sponsors”, Merrill Lynch, April 1999より。  
 ハイライトは、提供プラン比率が対前年比で大きく拡大したサービス。  
 効果(企)は、効果があると答えた企業の割合、効果(加)は、効果があると答えた加入者の割合。  
 (出所)NRIA

②の加入者向け情報提供では、加入者が投資の意思決定を自ら行えるように、取引関連の情報を頻繁かつ迅速に提供していくことが重要である。より一般的な投資関連情報の提供は、ニュースレターを利用することが多い。定期的な投資教育の必要も認識されているが、実際には、加入者と一口に言っても、年齢・投資経験・ニーズ等が多様であるため、一律に行う形では効果的なコミュニケーションが難しいという声もある。プランの統合や業者変更等を機に、その説明を兼ねたキャンペーンを行うことも多い。

③の退職前情報提供・教育の目的は、退職時の選択肢（①プラン資産を引出す、②退職後もプランに残す、③転職先の401(k)に移す、④IRAに移す）を説明し、その後の生活設計の支援を行うことである。しかし現状は、退職者の6割弱が、現金による一括給付を受けていると報告されている<sup>2</sup>。これでは、401(k)関連サービスを提供している金融機関からみれば、自社のIRAの潜在顧客を囲い込むチャンスを活かしていないということになるため、退職前教育にも、より力を入れていくべきであるとの認識が高まっているようである。

## 2) サービス提供の媒体

従業員向けコミュニケーションの媒体として最も普及しているのは、紙ベースの資料であり、パンフレット(90%)、取引明細書(88%)等がある。従業員に広く配布することが出来、費用も安いいため、小規模企業も導入し易いからである。セミナー・ワークショップ(76%)、個別カウンセリング(41%)やファイナンシャル・プランニング(27%)等、ターゲットが狭まり、コストが上がるにつれ、普及率は下がっていく。

401(k)サービス業者が、プラン加入者向けのサービスを行うコールセンターを設置している例もある。コールセンターでは、加入・変更の手続きを受けつけたり、口座情報を提供する。後者は自動音声装置(VRU)で自動的に処理することも多い。電話対応を担当するオペレーターは、PC端末上で、拠出比率などのプラン固有の情報と共に、加入者の個別データを見ることが出来るようになっている。加入者数の多い大手企業に対しては、専属スタッフを配置していることも多い。

最近では、①フリーダイヤルでの口座情報提供(98年69%→99年79%)、②インターネットのホームページ(98年15%→99年30%)、③電子メール・電子掲示板(98年18%→99年27%)、④ビデオ・カセット・テープ(98年12%→99年19%)等を提供する企業が増加している。

ただし、これらはいくまでも一般的な傾向であり、企業カルチャーを汲み取ったメニューを作成していくことが重要である。例えば、弁護士事務所であれば手紙形式、運送会社であれば運転手が聞くことの出来るカセット・テープ、ハイテク会社であれば電子媒体で情報提供を行う等、様々な工夫が可能である。

---

<sup>2</sup> Hewitt Associates 社調べ。

### 3) サービスの提供者

401(k)プラン加入者のための様々なコミュニケーション・サービスは、企業の福利厚生部門が提供することも少なくなかったが、近年は、外部の 401(k)サービス業者が積極的に請け負うようになっている。すなわち、401(k)サービス業者がパンフレットやウェブ・サイトを作成したり、コールセンターの運営やセミナー講師の派遣などを行ったりするのである。大手 401(k)サービス業者であれば、従業員向けコミュニケーションの担当者として、広告デザイナー、ライター、福利厚生・投資専門家、弁護士（パンフレット等の文言をチェックする）、エンジニア、電話オペレーター等、様々な分野の専門家を抱えており、営業担当者を通して、企業と接する組織体制となっていることが多い。

加入者向けキットや加入奨励セミナー等は、401(k)サービス業者が、プラン・スポンサー企業から追加手数料を取らずに提供する基本サービスの中に組込むことが一般的なようである。ただし、大手の顧客に対しては、専用のパンフレットやメニューを作成するなど、より木目細かいサービスを競い合っている。また近年は、①従業員のデータ・ベースを活用したマーケティング（例えば、勤続\*年以上であるにも関わらず、401(k)プランに加入していない従業員を抽出し、加入を促すダイレクト・メールを送る）、②他の福利厚生サービスも含めた総合サービス（例えば、福利厚生関連の問い合わせ全般に対応するコールセンターを運営する）、③企業が自ら加入者の特性の分析を行うことの出来るシステム（例えば、自社株投資を行っている加入者のリストを作成する）を提供する等、追加的サービスで独自性を見せようという動きもある。

### 4) 情報提供の費用

一般に、従業員向けコミュニケーションの提供は、401(k)サービス業者が提供する基本サービスの範囲内に押さえようとする企業が多いこともあり、従業員一人当たりの費用は 3 ドル以下の企業が 49%を占める<sup>3</sup>。従業員コミュニケーションの頻度やカスタマイズ度を高めると、追加的コストが発生するため、その際にはこれを正当化する理由と手続きが必要となる。そのため、プラン統合や業者変更等を機に、従業員コミュニケーションの予算を組むことも、一般的に行われているようである。

従業員向けコミュニケーション費用は、企業が負担する場合は 8 割前後<sup>4</sup>と殆どであるが、昨今は最終的に加入者に転嫁するプランの割合も増えつつある。

<sup>3</sup> IOMA's Exclusive 1998 401(k) Plan Costs and Salary Survey

<sup>4</sup> 97 年。Hewitt Associates 社調べ。

### 5) 情報提供の効果

従業員向けコミュニケーションの効果測定のための指標としては、加入者比率（加入者÷加入資格のある従業員）、拠出比率（拠出額÷給与）、運用資産の分散度合いや株式比率（伝統的に加入者は、保守的な運用を行う傾向が高いため）等を使う。セミナー終了後等にアンケートを取ったり、従業員のグループ・インタビューを行う等、より定性的な情報を収集する企業もある。

前掲表1は、企業の担当者と従業員に対するアンケート調査の結果を比較しており、効果に対する認識に差が見られることが、興味深い。従業員は、ファイナンシャル・プランニングや個別カウンセリング、セミナー等の人を介した媒体を、企業は、セミナーやフリーダイヤル、取引明細書等、基本的な情報を効率的に提供出来る媒体を評価している。

## 3. 高まる投資アドバイス需要

### 1) 投資アドバイス市場の現状

99年の調査では、401(k)プランを設定しているスポンサー企業の内、投資アドバイスを提供している企業の比率は29%に過ぎない（表2）。しかし、アドバイスを提供していない企業の24%が、1年以内にこれを提供するつもりであると答えている。

401(k)プラン加入者に対する投資アドバイス提供サービスでは、401(k)サービス業者と密接な関係を有しない独立の業者が主流をなしているが、これは401(k)サービス業者によるアドバイス提供に対する法的な制約が大きいからである。すなわち、アドバイス需要は高まりつつあるものの、401(k)サービス業者の組織的な関与の難しさが、その普及の阻害要因となっていると見ることも出来る。

表2 従業員向けアドバイス提供の実態

従業員数	投資アドバイスを提供する企業	投資アドバイスは非常に重要であると考える企業
合計	29%	36%
25-499人	31%	36%
500-1,499人	20%	41%
1,500人以上	11%	32%

(出所) "Exploring the Provision of Investment Advice & Guidance Among Retirement Plan Sponsors", Merrill Lynch, April 1999よりNRIA作成

## 2) 金融専門家によるアドバイス提供

アドバイスの提供媒体を見ると、いわゆるファイナンシャル・アドバイザー等の金融専門家と従業員で面談を行う場合が多く、その比率は 90%となっている（表 3）。しかし、この手法は労働集約的でスケール・メリットが効かないため、加入者数が多く、勤務地も分散している大手企業にとって、その実施には制約が多い。実際、アドバイスの提供状況を企業の規模別に見ると、小規模企業程、その浸透率が高くなっている（前掲表 2）。

プラン加入者に対するアドバイスが、金融専門家にとって、魅力的な業務なのかという疑問もある。例えば大手証券会社の平均顧客残高は 10 万ドルを超える<sup>5</sup>が、同水準の残高を持つ 401(k)加入者はわずか 18%である<sup>6</sup>。401(k)加入者の平均残高は 4 万ドルであるため、彼らに対するアドバイスは、より効率的な媒体を利用しない限り、収益的に見合わない指摘する声もある。

こうした背景から、面談型アドバイスの提供業者としては、職域マーケットや特定の地域をターゲットとする小規模な金融機関の利用が少なくないようである。例えば企業幹部向けファイナンシャル・プランニングの老舗として知られるエイコ社は、90 年より 401(k)も含めた一般従業員向けアドバイスを提供してきた。同社の一従業員当たりのアドバイス手数料は、年間 100～300 ドルである<sup>7</sup>。また同社は電話による簡易プランニングも従業員一人当たり 5～35 ドルで提供している。

表3 アドバイスの提供媒体

金融専門家によるコンサルテーション	90%
パンフレットや自習資料	70%
セミナー	56%
アセット・アロケーション、ライフ・スタイル/ライフ・サイクル・ファンド	22%
オンライン・サービス	21%
一任勘定サービス	20%
CD-ROM/ディスク	7%

(出所) "Exploring the Provision of Investment Advice & Guidance Among Retirement Plan Sponsors" Merrill Lynch, April 1999よりNRIA作成

## 3) オンライン・アドバイザー業者の台頭

より効率的なアドバイス手段として、96 年前後から脚光を浴び始めたのがオンライン・アドバイスの専業業者である。現在の全 401(k)プラン加入者に占めるオンライン・アドバ

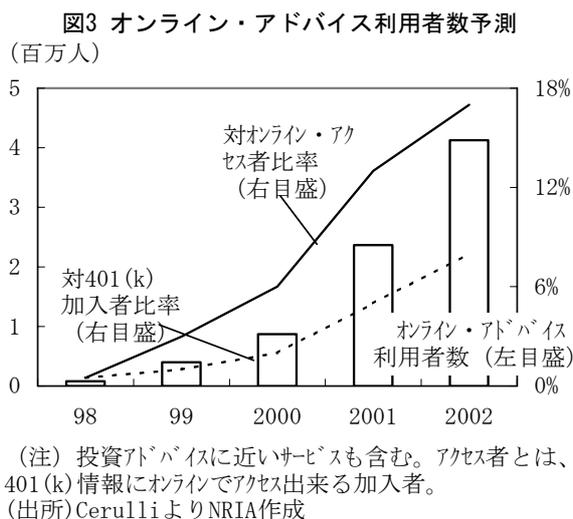
<sup>5</sup> 沼田優子「米国フルサービス証券会社によるオンライン取引」資本市場クォーターリー2000年春号

<sup>6</sup> Kahn, Virginia Munger. "Amazing Money-Colored Online Retirement Machines." *Individual Investor*, October 1999

<sup>7</sup> Brenner, Lynn. "Getting Direction." *Bloomberg Personal Finance*, May 1998, Kahn, Virginia Munger. "Assistance for the 401(k) Challenged." *New York Times*, November 30, 1997

イス利用者の割合は1%であるが、2002年は8%の400万人超となるとの予測もある(図3)。

オンライン・アドバイス業者は基本的に、加入者が個人情報を入力すると、モダン・ポートフォリオ理論に沿った分析をその場で行い、PC画面上にその結果を提示する。これらの業者は、投資顧問業者登録を行った上で、一般的なアセット・アロケーションに留まらず、個人の特性に基づいた分析結果を個別銘柄レベルで提示している。



オンライン・アドバイス業者の営業方法は主に、①プラン・スポンサーたる企業に直接アプローチする場合、②401(k)サービス業者と提携し、その顧客たる企業にサービスを提供する場合、がある。ただし、オンライン・アドバイス業者がこれら企業・401(k)サービス業者との契約を獲得しても、実際にそのサービスを利用するかどうかは、プラン加入者や企業の判断に委ねられていることが多いようである。

こうしたオンライン・アドバイス業者の中で、ファイナンシャル・エンジン社と m パワー社の潜在顧客数(上記①の企業の加入者数と、②の金融機関がサービスする企業の加入者数の合計)は、401(k)市場の 8 割に達するとの試算もある(表 4)<sup>8</sup>。両社に加えて、E\*トレードと提携する等、個人向けアドバイスの提供を先に開始したダイレクト・アドバイス社が、現在の米国オンライン・アドバイス市場の主力プレイヤーと見られているようである。この他、格付機関の S&P、投資信託評価機関のモーニング・スター及び CDA ワイゼンバーガー(アドバイス部分はイボットソン社が提供)等も、同様のサービスを提供している。

<sup>8</sup> Franco, Stephen C. "Online Financial Services Update." *Piper Jaffray*, January 2000

米国 401 (k) プランの運用に関わる従業員向けコミュニケーション  
—台頭するオンライン・アドバイザー—

表4 主要なオンライン・アドバイザー

	ファイナンシャル・エンジン	mハバー (元401(k)フォーラム)	ダイレクト・アドバイザー	S&P 401(k)アドバイザー (元ナショナル・インベスター)	クリア・フューチャー
創業年	96	95	サービス開始は99年	96	サービス開始は2000年
創業者の経歴	ノーベル賞学者	元ミス・バーニー証券退職プラン担当	元ワトキース保険CEO	元バンク・ホーストン・プライベート・バンカー	NA
出資	ベンチャー・キャピタル	ベンチャー・キャピタル	ソフト・バンク等	S&Pが買収	モーニングスターの一部門
顧客 (企業)	アルザ、クロックス、ギャップ、ネットスケープ、エアライン・パイロット協会	富士通アメリカ、サウス・ウェスト・エアライン・パイロット協会、ブルシールド・カルフォルニア、オラクル、トール・フート	NA	NA	NA
顧客 (401(k)サービス業者)、提携金融機関等	ヒューイット、メリル・リンチ、ステート・ストリート、アーンスト・ヤング	MFS、スカター、メット・ライフ、ヒューイット、アーサー・アンダーソン、CSFB、エトナ、ファースト・エニオン、トロウ・プライス、GEアセット・マネジメント、マニライフ、アムックス	E*トレード、コンピュータバンク、マネ・ドット・ネット (金融ポータル)	ステート・ストリート、バン・アメリカン・ライフ、メット・ライフ、ジョン・ハンコック	NA
人間によるアドバイザー	×	電子メールにて	×	×	×
導入コスト	2,500~2.5万ドル以上	2万~5万ドル	NA	1,000~5,000ドル	5万~10万ドル
従業員1人当たり手数料	10~50ドル	15~50ドル	75ドル	24~30ドル	15ドル
個人用サイト	○	×	○	個人用は異なる商品	○
投資顧問業者登録	○	○	○	○	○

(出所)Myers, Randy. "What Price Advice?" *PlanSponsor*, May 2000、各社サイト情報よりNRIA作成

#### 4. 従業員向けコミュニケーションを巡る規制の動き

##### 1) 「十分な情報提供」を促した 404(c) 規則

ERISA (従業員退職所得保障法)<sup>9</sup>は、企業年金プランの運営・運用等について裁量・管理 (control) 権を行使し得る者を「受託者」と定め、①忠実義務、②善管注意義務、③分散投資義務、④文書順守義務の受託者責任を課している<sup>10</sup>。一方で、ERISA404 条(c)項は、

<sup>9</sup> ERISA の受託者責任については主に以下の文献を参照した。

遠藤幸彦「機関投資家の受託者責任について」『財界観測』96年1月号

橋本基美「資産運用ビジネスにおける受託者責任」『財界観測』99年2月号

Investment Company Institute. "Investment Advisors Guide." 1997,

Krass, Stephen J. "The Pension Answer Book 1999." *A Panel Publication*, 1999

<sup>10</sup> ERISA 3(21)、404(a) - 「忠実義務」は、プラン加入者の利益のためだけに行動しなければならない、「善管注意義務」は、同様の知識を持った慎重な人が、同様の状況下で用いるであろうと思われる注意深さ、能力、慎重さ、勤勉さをもって行動しなければならない、「分散投資義務」は、分散しないことの方が慎重人原則に明らかに則る場合を除いて、リスク及び大きな損失を最小化するために、分散投資を行わなければならない、「文書順守義務」は、プランの定めた文書が ERISA に則っている限り、これを順守しなければならない、と規定している。

加入者に個人口座の資産の管理権行使を認める場合は、それ以外の場合は受託者となるべき何人も、加入者の行使によって生じた損失に対して、受託者責任を負わないと規定している<sup>11</sup>。すなわち企業が、401(k)プランの加入者に対して、口座の管理権が行使出来るような環境を提供すれば、受託者責任は著しく軽減されるため、企業にとっても望ましいこととなる。

そこで、労働省は 92 年、加入者に独立した管理権を与えたと見なす具体的な指針を、404(c)規則で示した（同規則の順守は任意）。この条件の1つが「加入者が意思決定を行えるような情報を十分提供すること」であったため、受託者責任を軽減しようとする企業が、情報提供に対する関心を一気に高めたのである<sup>12</sup>。

上記の「十分な情報」には、①当該プランが 404(c)規則を順守しているという情報、②代替投資選択肢の概要、③取引手数料、④（投資選択肢に 33 年証券法が適用される場合は）目論見書等、加入者に自動的に提供されるべき情報と、投資選択肢の年間運用手数料や投資選択肢・個人資産の時価情報及びパフォーマンス等、加入者の要請に基づいて提供されるべき情報が含まれる。ただし、提供頻度や従業員の理解度の面で「十分」とされる水準が明らかでなかったこともあり、401(k)サービス業者は競争力強化も兼ねて、従業員コミュニケーションを充実させてきた。またこの間、情報提供の水準については、法廷でも議論が行われるようになっていった。

## 2) 判例に見る従業員コミュニケーション

### (1) ユニシス事件

87~88 年にかけて、ユニシス社は、エグゼクティブ・ライフ社の利回り保証商品(GIC)を、401(k)プランの2つのファンドに組込んだ。エグゼクティブ・ライフ社はジャンク債投資に傾倒したため、91年の破綻に伴い、GICの給付を凍結した後、結局元本と利息の1部を支払った。そこでユニシス社従業員は、同社がエグゼクティブ・ライフ社のGICに投資したことは、受託者責任違反にあたるとして同社を訴えた。原告は、ユニシス社が①投資選択肢を選定する際、受託者として慎重な行動を取らなかった、②エグゼクティブ・ライフ社に関する情報を十分に開示しなかった、等と主張した。

しかし、①に関してはユニシス社が、GICの入札時にコンサルタントを採用したこと、GICの評価に格付機関の格付を利用したこと等から、適切な手続きを踏んでいたと見なされた。②は原告が、一般のメディアを通して、エグゼクティブ・ライフ社の経営危機を認識していたこと、GICファンドからの乗換えが可能であったにも関わらず、これを行わなかったこと等から、ユニシス社が重要な事実を伝えなかったとは言えないとされた。

<sup>11</sup> ERISA 404(c)

<sup>12</sup> 残りの2項目は、①分散され、リスク・リターン特性の異なる投資商品を少なくとも3種類提供する、②少なくとも4半期に1度は乗換えを可能にする、である。

最終的にユニシス社の行動は、受託者責任違反にあたらないとの判決が下された<sup>13</sup>が、404(c)規則については、たとえエクゼクティブ・ライフ社の GIC の選定が善管注意義務に反していたとしても、404(c)規則を順守していれば、受託者責任違反に問われなかったであろうという見解が示された。すなわち、同規則が実際にセーフ・ハーバーの機能を果たし得ることを示唆したのである。

## (2) ファースト・ユニオン事件

97 年、ファースト・ユニオン銀行はシグネット銀行を買収し、シグネット銀行の 401(k) プランを自行の 401(k) プランに統合した。シグネット銀行の 401(k) プランは、キャピタル・ワン株式（シグネット銀行の元クレジット・カード部門。独立して新規公開を果たしたところ、プラン統合後に株価が 3 倍となった。）や他社投信を含む 8 種類の投資商品を採用していた。シグネット銀行プランの資産は統合により、ファースト・ユニオンの投信に移管した。

99 年 5 月、元シグネット銀行のプラン加入者が、①ファースト・ユニオン銀行がシグネット銀行プランのキャピタル・ワン株式や、運用成績の優れた他社投信の換金を強制し、ファースト・ユニオン銀行の自社投信に資産を移管させたこと、②プラン移管に関する重要な情報（特に退職者は IRA へ資産を移管すれば、換金せずに済んだ）を提供しなかったこと等は、受託者責任違反であると訴えた<sup>14</sup>。

これに対して 2000 年 2 月、バージニア地裁は、②について原告側の主張を 1 部認める判断を示した。今後は、同事件の中心である①の動向が見守られている。

同様に 99 年 9 月、ファースト・ユニオンの現役・元行員も、ファースト・ユニオン銀行が、①自社の利益の最大化ために自社投信を選択したこと、②自社の資産管理・運営管理部門をサービス業者として選択したこと、③不当な手数料を課し、この事実を開示しなかったこと、等は ERISA の受託者責任違反にあたると訴えた<sup>15</sup>。

問題の本質は、企業が自社のプランにおいて、自社商品・サービスを提供することが認められている中で、いかにこれらを他社商品同様に公平に扱い、十分な開示を行っていくかということである。実態として、自社商品を利用している場合は多いため、ファースト・ユニオン事件をきっかけとして、同様の訴えは SBC コミュニケーション（株価が急上昇した子会社の株式を強制的に売却させた）やニューヨーク・ライフ（自社プランに自社投信を利用した）等、広がりを見せつつある。

<sup>13</sup> In Re: Unisys Savings Plan 97 年地裁判決。99 年控訴裁も原判決を支持。

<sup>14</sup> Franklin et al. v. First Union Corp I

<sup>15</sup> Franklin et al. v. First Union Corp II 原告側の主張によれば、同行は自社投信を選択したことにより、手数料収入を拡大し、また自社投信の競争力を高めるための残高確保に、同行プランを利用した。

### 3) 明確化された投資アドバイスの位置づけ

#### (1) 労働省解釈による「投資教育」と「投資アドバイス」

初期の従業員教育は、一般的な投資概念の説明等が主であったが、よりカスタマイズしたサービスを提供していった方が、教育効果が高いことが明らかになってきた。そこで、加入者に対しても、彼らの提供情報をもとに作成したアセット・アロケーション等を提示するようになった。しかし、このサービスのカスタマイズ化をつきつめると、最終的には最適銘柄を提示することになるため、アドバイスの様相を帯びてくる。

ところが、こうした従業員教育が、アドバイスと認定されてしまうと、その提供者は受託者責任を負うこととなる。ERISAは、「直接・間接に手数料その他の対価を得て、投資アドバイスを提供する者」も、受託者と規定しているからである。そのため、受託者責任を極力避けたい企業は、投資教育にも、慎重な姿勢を見せざるを得なかった。

こうした状況を憂慮した労働省は96年、①プラン情報（プラン概要・選択肢概要等）、②一般的な金融及び投資情報（リスクとリターン、分散投資等）、③アセット・アロケーション・モデル（投資期間やリスク許容度の異なる架空の個人のアセット・アロケーションを提示）及び④双方向教材（質問票、ワークシート、ソフトウェア等）は、「投資アドバイス」に相当しないとする解釈を明らかにした<sup>16</sup>。これにより、企業や401(k)サービス業者は、受託者責任を懸念することなく、積極的に従業員教育に取り組めるようになった。

なお、投資顧問業者法は、「対価を得てアドバイスを行う者<sup>17</sup>」を投資顧問業者として登録することを義務づけている。証券取引委員会（SEC）は、同法と労働省解釈との関係について、企業が労働省解釈で列挙されるような従業員教育を提供する場合は、投資顧問業者登録しなくても良いが、第三者が提供する場合は個別に判断しなければならないとの立場を示している<sup>18</sup>。

#### (2) 資産運用業者によるアドバイスに対する規制

一方で、ファイナンシャル・アドバイザーや、オンライン・アドバイス業者等、受託者責任をあえて引受けて、アドバイスを提供する業者も登場した。しかし、401(k)サービスの中核をなす資産運用業者によるアドバイス提供には、ERISA上の大きな制約があった。

ERISAは、受託者責任にて運用業者の行動を規制することを基本方針としているが、その代わりに、その責任の執行に影響を与え兼ねない取引を事前に禁止している。その1つが、①自己の利益のため、もしくは自己の勘定で、プラン資産を取引すること、②プラン資産に関する取引を第三者と行い、受託者の勘定で報酬を受けること、等の”self-dealing”と呼ばれる取引<sup>19</sup>である。ただし、労働省が、①プラン運営上、妥当で、②プラン及び加入

<sup>16</sup> Interpretive Bulletin 96-1

<sup>17</sup> 40年投資顧問業者法 202(a)(11)

<sup>18</sup> Investment Advisors Guide, Investment Company Institute

<sup>19</sup> ERISA406(b)

者の利益となり、③加入者の権利を保護する、と判断した場合は、禁止取引の適用除外 (Prohibited Transaction Exemption—PTE) を認める。

そこで 97 年、TCW 社は、第三者の開発したシステムを使用する等の条件下で PTE を受け、運用業者によるアドバイス提供の先鞭を付けた<sup>20</sup>。しかし実際は、PTE 取得のための制約が多いこともあり、むしろ、401(k) サービス業者によるアドバイスに近いサービスや、独立アドバイザーのサービスの方が普及しつつある。TCW も 99 年 11 月、投資アドバイス部門のスピン・オフ (ガイドド・チョイス・ドット・コムとなる) を発表した。

### (3) 運用業者等によるアドバイス提供規制を緩和する法案

従業員教育の発展過程を見ると、大手 401(k) サービス業者の貢献度は大きく、彼らの関与なくしては、投資アドバイス市場の発展も難しいとの見方もある。そこで 2000 年 6 月 26 日、下院雇用主・従業員関連小委員会 (Employer-Employee Relations Subcommittee) の Boehner 委員長は、運用業者等によるアドバイス提供規制を緩和する法案 (Retirement Security Advice Act of 2000) を議会に提出した。同法案は、十分な情報開示等を条件に、運用業者等によるアドバイス提供を認めようとするものである。その背景には、証券法のもとでは、情報開示による投資家保護が上手く機能しているとの認識がある。しかし、金融機関は同法案を概ね支持しているものの、クリントン政権、従業員向けアドバイス専門業者、退職者等の団体は、従業員の保護が十分でないとして、反対の意向を示す模様であるため<sup>21</sup>、法案成立の見通しは明るくない。

## 5. おわりに

米国の株式市場は、401(k)プランの導入以来、基本的に右肩上がりであったが、いわゆるベビー・ブーマーの退職を控え、今後一層、アドバイス提供の気運が高まっていくと予想される。こうした従業員のニーズに応じていくために誕生したオンライン・アドバイザー専門業者は、現在の法的制約やコスト効率を考慮しても、より利用されていく可能性が高い。その一方で、同市場への 401(k) サービス業者の本格参入を望む声もあるため、より柔軟な法的枠組みが模索されていくこととなる。

(沼田 優子)

<sup>20</sup> PTE 97-387

<sup>21</sup> Anand, Vineeta. “Advice Bill Opposed.” *Pension & Investments*, July 10, 2000