

求められる確定拠出年金加入者向け投資アドバイスの解禁 —米国の制度整備からの示唆—

岡田 功太、中村 美江奈、野村 亜紀子

■ 要 約 ■

1. 米国では、1990年代以降に、確定給付型年金プランから確定拠出型年金プランへのシフトが進展する中で、加入者の運用商品の選択を支援する措置の必要性が高まった。米労働省は、1974年従業員退職所得保障法（ERISA）の厳格な利益相反管理規制を一定の要件下で緩和し、401(k)プラン加入者向け投資アドバイスの提供を認めてきた。
2. 1990年代後半から2000年代前半にかけての段階的な規制緩和を経て、2006年年金保護法においては、①投資アドバイスの手数料が「レベルフィー」である、または客観的なコンピューター・モデルを採用すること、②投資アドバイス手数料等の詳細な情報開示を加入者に対し行うこと、といった要件が明確化された。
3. また、投資アドバイス業者選定等を受託者として適切に行えば、雇用主が、個別の投資アドバイスの結果（損失）について責任を負わないこと等が明示された。これらを通じて、資産運用の専門家が、加入者のリタイアメント資産形成を後押しする態勢が強化された。
4. 日本の確定拠出年金においては、運営管理機関を含む金融機関は、法令上の規制によって、加入者に対し投資アドバイスを提供することができない。しかしながら、確定拠出年金加入者が投資アドバイスというニーズを有することについて、日米に大きな相違はないと言ってよい。利益相反の管理方法については米国からの示唆も得つつ、確定拠出年金の投資アドバイス解禁に向けた制度改革が望まれる。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 橋本基美、野村亜紀子「成立した確定拠出年金法と米国からの示唆—企業型年金における運用商品の選定を中心に—」『資本市場クォーターリー』2001年夏号。
- ・ 沼田優子「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～」『資本市場クォーターリー』2000年夏号。
- ・ 野村亜紀子「米国の企業年金改革法について」『資本市場クォーターリー』2006年秋号。

I はじめに

米国では、長年に渡って、401(k)プランの加入者に対する投資アドバイスの提供に係る規制枠組みが整備されてきた。ここで言う投資アドバイスとは、401(k)プラン加入者個人に対し、投資モデル等に基づき、同プランの運用商品品揃えの中から個別の商品を特定して、投資することを助言する行為を指す。米国企業年金制度の基盤である 1974 年従業員退職所得保障法 (ERISA) は、利益相反を最小化するために、年金プランとサービス提供業者との取引を厳格に規制するが、401(k)プラン加入者向けの投資アドバイスの提供については、様々な手直しを経て、現在、一定の条件の下で可能とされている。

米国では、1990 年代以降に、確定給付型年金 (DB) プランから確定拠出型年金 (DC) プランへのシフトが進展する中で、加入者の運用商品選択を支援する措置の必要性が高まった。そのような社会的な要請の下、ERISA に基づく規制の明確化が行われたことで、金融機関による 401(k)プラン加入者向け投資アドバイスが普及・拡大し、米国民のリタイアメント資産の形成を後押しした。

他方で、日本の確定拠出年金においては、確定拠出年金法及び政省令等の規制によって、加入者に対し投資アドバイス（「推奨」、「助言」といった文言で表現されている）を提供することができない。しかしながら、今後、少子高齢化が進む中で、公的年金を補完する確定拠出年金の役割への期待が一層高まることは確実である。自身の個人勘定資産を長期的に運用指図することが求められる加入者が、専門家の投資アドバイスを必要とすることについて、日米に大きな相違はないと言ってよい。本稿では、米国の 401(k)プラン加入者向け投資アドバイスに係る規制枠組みを整理し、日本への示唆を考察する。

II ERISA の利益相反管理の規制アプローチ

米国の 401(k)プラン加入者向け投資アドバイスの規制の枠組みを整理するにあたって、まず、その根幹を成す ERISA の利益相反管理の規制アプローチについて述べる。ERISA 第 3 条(21)(A)のフィデューシャリーの定義に、直接・間接の報酬を得てプランの資金や資産に関する投資アドバイスを提供または提供する権限を有する者が含まれており、401(k)プランの投資アドバイス提供者は ERISA のフィデューシャリーに該当するからである。

ERISA 第 406 条は、401(k)プランを含む年金プランのフィデューシャリーに対し、忠実義務の観点から、当該年金プランとその利害関係人 (party in interest) が取引を行うことを原則として禁じている。これは禁止取引規定と呼称され、401(k)プランのサービス・プロバイダーが、同プランの利益よりも、自らの利益を優先し得る立場に置かれることがないように規制している。利害関係人とは、401(k)プランを提供する雇用主及び関係会社、レコード・キーパー、トラスティ、運用商品を提供する金融サービス業者、コンサルタントや弁護士、会計士等が該当する。

禁止取引規定は、非常に厳格である。これをそのまま適用すると、例えば、レコード・

キーパーは、401(k)プランの利害関係人に該当するため、同プランに対する様々なサービス提供に制約を受けることになる。しかし、レコード・キーパーは401(k)プランに係る記録関連業務、同プランを採用する雇用主の支援や、加入者向けのウェブサイト運営及び投資教育ツールの提供等を行うITシステムの提供者であり、同プラン運営に必要なサービス・プロバイダーである。

そこで、ERISA 第 408 条は、401(k)プランの運営上必要な契約を利害関係人と交わすこと等については、①プラン運営上妥当で、②プラン及び加入者の利益となり、③加入者の権利を保護する、と米労働省が認めた場合、禁止取引の適用から除外することを認めている。ERISAは、禁止取引の適用除外規定を設けることで、レコード・キーパー等のサービス・プロバイダーが、加入者の最善の利益を追求しながら自身も合理的な報酬を得て、401(k)プランにサービスを提供することを可能にしている。

要するに、ERISAは、利益相反を最小化するために、利害関係人の取引を一旦禁止とした上で、プランの運営に必要なサービス提供を合理的な形で認めるという規制アプローチを採用している。

Ⅲ 投資アドバイス提供に関する規制緩和

次に、1990年代後半頃から、独立系の投資顧問業者等の金融サービス業者が、投資アドバイス提供に関する規制緩和を得つつ401(k)プラン加入者向け投資アドバイス提供事業に参入した背景について紹介する¹。

1. ERISA の禁止取引規定と投資アドバイス

上記の通り、年金プランへの投資アドバイス提供者はERISAのフィデューシャリーに該当する。米労働省の定める規則によると、次の5つの要件を満たすものが、ここで言う投資アドバイスに該当する。すなわち、①証券等の価値に関するアドバイスの提供、または証券や資産の売買に関するアドバイスをする、②定期的にアドバイスを実施する、③双方の合意に基づいて行われる、④アドバイスが加入者にとって投資判断の主要な情報源となる、⑤アドバイスの内容が加入者毎に個別化されている、である²。

金融機関等の401(k)プラン・サービス・プロバイダーが、手数料を徴収して投資アドバイスを提供すると、ERISAの禁ずるフィデューシャリーの自己取引に該当する可能性がある。自己取引とは、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や、資産に関する取引を第三者と行い、フィデューシャリーの勘定で報酬を受けること

¹ ここで紹介する独立系の投資顧問業者は、現在、独立系ファイナンシャル・アドバイザーの一種として位置づけられる。詳細は、岡田功太、下山貴史「米国の独立系ファイナンシャル・アドバイザーを巡る近年の動向」『野村資本市場クォーターリー』2019年冬号を参照。

² 詳細は、野村亜紀子「米国DCの投資アドバイス提供者のフィデューシャリー・デューティーをめぐる議論」『野村資本市場クォーターリー』2016年夏号（ウェブサイト版）を参照。

等である。これを厳格に適用すると、仮に 401(k)プラン加入者がサービス・プロバイダーから投資アドバイスを得たいと考えたとしても、同プロバイダーは、利益相反回避の観点からそれを提供することができないと考えられた。

2. TCW に対する禁止取引適用除外

上記に対し、米資産運用会社の TCW は、1996 年 7 月に、ERISA 第 408 条が規定する禁止取引の適用除外を受けるべく、米労働省と協議を開始した。そして、同社は 1997 年 11 月に、401(k)プラン加入者に対する投資アドバイスの提供について承認を得た³。その際、米労働省は、TCW に対して、利益相反を最小化するために、第三者の開発した、加入者の投資志向等に応じて適切な投資配分を示すプログラムを使用すること等を条件とした。

当初、TCW は、自社による 401(k)プラン加入者向け投資アドバイスの提供事業を展開しようと考えていたが、米労働省の方針の下、同社は 1999 年 11 月に、オンライン投資アドバイス部門をガイデッド・チョイスに改称し、独立させた。現在、ガイデッド・チョイスは、米国の著名なロボ・アドバイザーとして知られている⁴。

3. サンアメリカに対する助言意見

2001 年には、米労働省がサンアメリカに対して発出した助言意見により、次の要件を満たした場合、401(k)プラン加入者に同プランで提供される運用商品の投資比率を提示し、自動的に執行するマネージド・アカウントの提供が可能であることが示された。その要件とは、①投資アドバイスの内容が、サンアメリカとは独立の専門業者のコンピューター・プログラムによって作成されること、②投資アドバイス業者の受け取る手数料は、運用商品への投資によりサンアメリカが受け取る手数料とは無関係・独立していること等から成る⁵。

一般に、マネージド・アカウントは、顧客資産の増加に連動して自身の収益も増加する構造であることから、サービス提供業者と顧客の利益相反を最小化した投資サービスとして位置づけられやすい。サンアメリカの助言意見を受け、米国金融機関は、401(k)プラン加入者向けにマネージド・アカウントの提供を積極化した。例えばチャールズ・シュワブは、ガイデッド・チョイスが作成したマネージド・アカウントの提供を開始し、メリルリ

³ 詳細は、沼田優子「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～」『資本市場クォーターリー』2000 年夏号を参照。

⁴ ロボ・アドバイザーの詳細は、岡田功太、杉山裕一「米国の家計資産管理ツールとして注目されるロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2017 年春号（ウェブサイト版）、岡田功太、幸田祐「米国ミレニアル世代顧客化の重要性とロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2016 年夏号、同「米国の資産運用業界で注目されるロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2015 年秋号、和田敬二郎、岡田功太「米国で拡大する「ロボ・アドバイザー」による個人投資家向け資産運用」『野村資本市場クォーターリー』2015 年冬号を参照。

⁵ 詳細は、野村亜紀子「米国 401(k)プランのマネージド・アカウントについて」『資本市場クォーターリー』2004 年秋号を参照。

ンチは、イボットソン・アソシエイツが作成したマネージド・アカウントの取り扱いを始めた。モーニングスターやエーデルマン・ファイナンシャル・エンジンズ等の独立系の投資顧問業者も、401(k)プラン加入者向けにマネージド・アカウントを提供している。特に、ノーベル経済学賞受賞者であるウィリアム・シャープ氏らによって創業されたファイナンシャル・エンジンズ（2018年にエーデルマンに買収されエーデルマン・ファイナンシャル・エンジンズとなった）は、独立系の業者として中立性・客観性を確保したサービスを提供し、良好なパフォーマンスを創出したこともあり、現在、同社は米国最大級の預かり資産を有する独立系の投資顧問業者として成長を遂げている⁶。

このように、ERISAは、利益相反を最小化するために、401(k)プラン加入者向けのサービス提供を厳格に規制するが、投資アドバイスやマネージド・アカウント等については、適用除外の付与という形で、同プランに必要なサービスとして容認されてきたことが見て取れる。

4. 2006年年金保護法による投資アドバイス規制の整備

現在の米国では、資産運用会社、保険会社、証券会社等の金融機関は、米労働省による個別の適用除外を得ることなく、一定の要件下で401(k)プラン加入者向け投資アドバイスの提供を認められている。

前述の通り、米国では、DBプランからDCプランへのシフトが進展する中で、2000年代にはDCプラン加入者の運用を支援する制度整備の必要性が顕在化していた。2006年に成立した年金保護法第601条は、禁止取引の適用除外を規定するERISA第408条を改正し、それまでの段階的な規制緩和をいわば総括した⁷。これを受けて、米労働省は2011年10月に、401(k)プラン加入者向け投資アドバイスに係る規則を最終化し、適格投資アドバイス措置（eligible investment advice arrangements）に係る要件等を規定した。

適格投資アドバイス措置は、401(k)プラン加入者向け投資アドバイス事業を展開する金融機関に対して、レベルフィーを採用するか、または投資アドバイスの生成におけるコンピューター・モデルを使用することを求める。ここで言うレベルフィーとは、投資アドバイス提供者が取得する報酬が、アドバイスに基づく投資の内容にかかわらず均一であることを指す⁸。コンピューター・モデルとは、当該モデルが一般的に認められた投資理論に基づき、加入者年齢や退職年齢、平均余命やリスク許容度といった広範な情報を活用し、客観的かつ公平であるものを指す。つまり、401(k)プラン加入者に対して投資アドバイスを提供する場合に、レベルフィー、または客観的なコンピューター・モデルを採用してい

⁶ 詳細は、荒井友里恵、野村亜紀子「米国DC加入者のニーズに応え拡大するファイナンシャル・エンジンズ」『野村資本市場クォーターリー』2015年夏号を参照。

⁷ 詳細は、野村亜紀子「米国の企業年金改革法について」『資本市場クォーターリー』2006年秋号を参照。

⁸ レベルフィーは、米労働省がバラク・オバマ政権の下で策定したフィデューシャリー・デューティー規則においても採用された。詳細は、岡田功太、杉山裕一「変貌を遂げる米国の個人向け証券ビジネス—米労働省フィデューシャリー・デューティー規則の影響—」『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号を参照。

れば、利益相反を抑止可能という考え方が改めて明確化された。

また、投資アドバイス提供者は、加入者に対し予め投資アドバイス・フィー等の詳細な情報提供を行うこと等が求められた。その上で、適格投資アドバイス措置の要件を満たしているか否か、年1回の監査を受けることが義務付けられた。

更に、雇用主は、投資アドバイス提供者の選定及び定期的なモニタリングに係る受託者責任を負う一方、個別の投資アドバイスにより損失が生じても、その損失については責任を負わないことが明確化された。

これらの制度整備を経て、米国においては、資産運用会社、保険会社、証券会社、独立系の投資顧問業者等の金融機関による401(k)プラン加入者向け投資アドバイス提供事業が拡大し、個人のリタイアメント資産形成を後押ししている⁹。

IV 日本でも求められる投資アドバイスの解禁

1. 日本の確定拠出年金法と投資アドバイス

上記のように、米国では、ERISAの厳格な受託者責任規定を見直す形で、401(k)プラン加入者向け投資アドバイスの提供が認められてきた経緯がある。これは、米国401(k)プラン加入者の間で、いわゆる投資教育では提供できない、個別性の高い投資アドバイスのニーズが根強かったからに他ならない。日本の確定拠出年金加入者においても、投資教育の集合研修やコールセンターへの電話で、「自分はどの商品に投資すればよいのか」という質問が含まれることは珍しくなく、米国と同様な投資アドバイスのニーズを有すると考えられる。

日本の確定拠出年金では、運営管理機関が雇用主及び加入者のサポートを行う。運営管理機関は、確定拠出年金法第100条6号において「加入者等に対して、提示した運用の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」が禁止されている。「特定の運用の方法を勧めること」について、確定拠出年金法の法令解釈通知では次のように規定されている。

- 加入者等に対し、特定の金融商品への資産の投資、預替え等を推奨又は助言すること
- 加入者等に対し、価格変動リスク又は為替リスクが高い外貨預金、有価証券、変額保険等について、将来利益が生じることや将来の利益の見込み額が確実であると告げ、又は表示すること
- 加入者等に対し、提示した他の金融商品と比較して、特定の金融商品が有利であることを告げ、又は表示すること

⁹ 詳細は、岡田功太、中村美江奈「米国401(k)プランのレコード・キーパーの生き残り戦略―鍵を握るデジタル化と投資アドバイス提供―」『野村資本市場クォーターリー』2021年冬号を参照。

- 提示した運用の方法のうち一部の運用の方法について情報提供すること。ただし、加入者等から特定の運用の方法を求められた場合において、運用の方法の一覧を示して行うときを除く

ここで言う「推奨」は「当該金融商品进行评估し、当該金融商品への運用の指図を行うことは良いこと又は好ましいことであるということ加入者等に伝えること」で、「助言」は「当該金融商品への運用の指図を行うよう加入者等に伝えること」とされている。

また、金融庁の事務ガイドラインにおいても、運営管理機関は、確定拠出年金法に鑑み「特定の運用のみ进行评估したり、特定の運用商品のみ进行评估しないようなことは行わないこと、また、提示した運用商品のうち一部の運用商品について情報の提供を行うことのないこと（加入者等から特定の運用商品の説明を求められた場合において、運用商品の一覧を示して行うときを除く）」と定められている。

上記を要すれば、日本の運営管理機関は、確定拠出年金加入者に対する投資アドバイスの提供が認められていない。なお、確定拠出年金法第 100 条 6 号には「当該確定拠出年金運営管理機関が金融商品取引法（中略）に規定する金融商品取引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」という括弧書きがある。この括弧書きの記述に基づき「加入者からの投資相談に乗ったりすることは可能か」についても、「情報提供又は投資教育の範囲であれば可能だが、特定の商品の推奨は認められない」とされている¹⁰。

2. 運営管理機関の兼務規制

運営管理業務を行う金融機関等は、兼務規制による制約も受ける。兼務規制とは、金融商品の販売等を行う金融機関等が運営管理機関である場合、同金融機関の営業職員は、運営管理業務を兼任してはならないという規制である。兼務規制は、同一の金融機関が運営管理業務と金融商品販売の両方の役割を担うと利益相反が生じ得るため、それを抑止しようとするものである。

兼務規制は 2019 年に一部緩和され、金融機関の営業職員が、確定拠出年金の加入者に対して運用商品の提示及び情報提供等を行うことができるようになった。しかし、依然として、運営管理機関の専任担当者及び営業職員のいずれも、加入者に対する「運用商品の推奨」については、中立性確保の観点から認められないとされている。

3. 投資アドバイスの提供に係る法令整備の必要性

今後、公的年金の給付抑制が進む中で、確定拠出年金が果たす役割は一層増していく。そのため、確定拠出年金加入者が、自身にとって最適な形で個人勘定資産を長期的に運用

¹⁰ 確定拠出年金 Q&A（令和 2 年 10 月 1 日施行）No. 262-5。

できるようにすることの重要性も増す。他方、現在、確定拠出年金加入者の運用商品の選択状況を見ると、企業型及び個人型共に、預金及び保険商品が50%超を占めており、一般的な年金運用の観点から、必ずしも合理的に長期運用されているとは言い難い¹¹。前述の「自分はどの商品に投資すれば良いのか」という加入者の声と相まって、日本の確定拠出年金加入者が、望めば専門家の投資アドバイスを受けられるようにするべきであることが見て取れる。

投資アドバイスの提供者は、運用に関する専門的知見を有する者（対面・コールセンターのアドバイザー、ロボ・アドバイザーに関わらず）とすることが重要である。金融事業者（金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行う全ての金融機関等）に限定すれば、当該事業者は金融庁の「顧客本位の業務運営に関する原則」の採択を広く求められている。同原則の中には、顧客の最善の利益追求や利益相反の適切な管理が含まれる。

金融事業者としての行為規制・行動原則の全うを前提に、確定拠出年金法令の観点から、投資アドバイス提供者と運営管理機関の間の、適切な利益相反管理策を講ずればよい。例えば、運営管理業務を担う金融機関A社と、投資アドバイスを提供する金融機関B社が、資本関係等のない別個の主体である場合、AとBが連携して、確定拠出年金加入者に投資アドバイスを提供しても、両社間に利益相反が生じるとは考えにくい。投資アドバイス提供者が、いわゆる独立系ファイナンシャル・アドバイザーのような業者である場合も、中立性を確保可能と考えられる。また、運営管理業務を担う部署Cと個人向け投資サービスを提供する部署Dを有する金融機関が、CとDの間に適切な利益相反管理の体制を整備の上で、Dを通じて投資アドバイスを提供することも、本質的に上記のA、Bの関係と相違しないのではないかと考えられる。本来、確定拠出年金法の運営管理機関等の行為規制は、利益相反の抑止と中立性の確保を目的としていると解されるが、足元の枠組みは、結果的に、それらの懸念を抑制可能な状況であっても、加入者向け投資アドバイスを禁じる形になっているように思われる。

米国においては、401(k)プラン加入者向けの投資アドバイスのニーズが顕在化し、独立系の投資顧問業者等のサービス・プロバイダーによるアドバイス・サービスが開発される中で、ERISAにおける受託者責任規定の適用が見直されてきた。具体的には、401(k)プラン加入者に対して投資アドバイスを提供する場合に、①レベルフィー、またはコンピューター・モデルを採用し、②投資アドバイス・フィー等の詳細な情報開示を行う、といった要件が示され、雇用主が、受託者として適正な業者選定を行えば、個別の投資アドバイスの結果については受託者責任を負わないこと等が明確化された。これらの点については、日本の制度を改正する際に、検討すべき事項であろう¹²。

¹¹ 運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料 2002年3月末～2020年3月末」。

¹² なお、米国では年金プランにおける重大な問題発生時に、加入者がフィデューシャリーに対し訴訟を提起する事例も散見されるが、日本には馴染まない方法と言える。仮に加入者と投資アドバイス提供者の間でトラブルが生じた場合の解決方法として、金融ADR制度（金融分野における裁判外紛争解決制度）の活用が考えられる。

日本において、より多くの個人が確定拠出年金に加入し、長期に渡る資産形成を実践することを後押しする環境整備は急務である。効率的な資産運用を支援するべく、確定拠出年金加入者向けの投資アドバイス提供を容認する規制改革は、その重要な第一歩となるのではないだろうか。早急な実現が望まれる。