

重要性を増す確定拠出年金の 加入者教育

野村亜紀子

CONTENTS

米国401(k)プランの拡大の歴史
加入者教育の有効性への疑問
加入者教育の新潮流

投資アドバイスへの期待
日本への示唆

要約

- 1 米国の代表的な確定拠出型企業年金である401(k)プランは、1980年代初めの登場以来、順調に拡大を続け、今や米国の主たる企業年金制度となりつつある。401(k)プランでは加入者自身が運用指図を行うことから、その普及とともに加入者教育も目覚ましい発展を遂げた。
- 2 しかし最近、ネットバブル崩壊後の株価低迷による資産残高の減少や、過大な自社株投資の問題により、従来の加入者教育の有効性が問われ始めている。加入者教育の重要性が再度強調されるとともに、いくつかの新しい試みが始まっている。
- 3 1つは、「すべての加入者に対し、合理的な投資家になることを求めるのは現実的でない」と、加入者の多様性を認める動きである。異なるタイプの加入者には、異なるタイプの運用商品や教育内容を用意する方が効果的という考え方である。
- 4 例えば、資産配分は加入者ではなく運用マネジャーが行うライフサイクル型ファンドが、改めて注目されている。また、個々の運用商品への投資比率を推奨する投資アドバイスについても、加入者の運用指図を支援する方法の1つとして、期待が高まっている。
- 5 2001年10月から始まった日本の確定拠出年金では、加入者教育のなかで大量の情報が一度に提供されることなどから、教育内容が加入者に十分に理解されているかについては、今後の課題といえる。日本企業の退職給付制度における確定拠出年金の重要性がいっそう増していくなかで、米国の動向から示唆を得つつ、制度のさらなる充実と発展が期待される。

米国401(k)プランの 拡大の歴史

1 制度の普及

日本の確定拠出年金の範となった米国401(k)プランは、1980年代初めの登場以来、順調に拡大を続けてきた。

企業年金全体の資産残高の推移を見ると、図1に示すように、1990年代には確定給付型と確定拠出型が逆転し、同時に確定拠出型のなかでは401(k)プランが着実に増加した(401(k)プランは確定拠出型の一つである)。また、企業年金加入者に占める401(k)プラン加入者の比率も、1998年時点で50%を超えた。401(k)プランは、制度開始から20年の間に、米国の主たる企業年金制度としての地位を築き上げたといえる。

2 加入者の自己責任と加入者教育

401(k)プランの基本形は、

- 加入者自身の拠出とそれに対する企業のマッチング拠出

- 加入者自身による個人口座資産の運用指図(プランで用意された投資商品の中で配分指図)

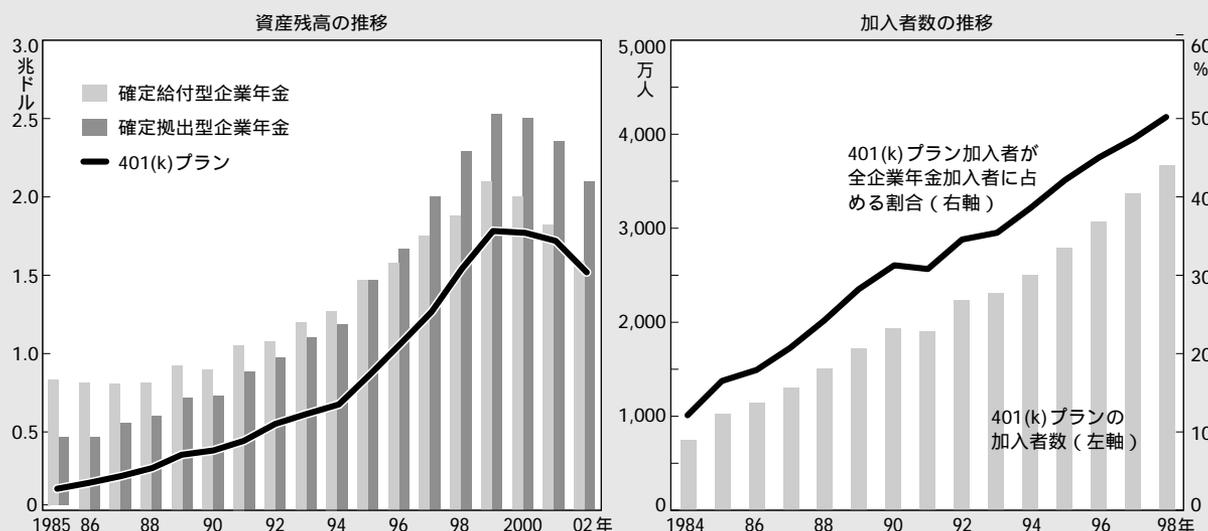
- 将来の給付は運用の結果次第

というものであり、自助努力の年金、自己責任の年金と称される。すなわち、401(k)プランでは、運用の結果については加入者自身の責任となる。

これは換言すると、事業主など、通常は責任を負うべき受託者が、運用についての受託者責任を問われないということである。米国の包括的な企業年金法であるERISA(従業員退職所得保障法)では、この事業主等の責任の免除について、「加入者自身が口座資産に対するコントロールを有する場合には、事業主等の受託者がその運用結果について責任を問われない」とされている。

しかし、このような重大な責任の移転が行われる以上、事業主には、加入者が自己責任を全うできるような環境を用意する責任があると考えられる。すなわち、加入者が制度を理解し、投資や運用商品に関する基本的な知

図1 米国401(k)プランの拡大



注) 加入者数は、現役加入者のみ

出所) Flow of Funds (FRB)、Mutual Fund Fact Book (ICI)、および米国労働省の資料より作成

識を得たうえで、運用指図を行えるようにする責任である。

この責任をいかに果たすべきかについて、具体的な指針が示されたのが、1992年の労働省規則だった。上述の「加入者自身が口座資産に対するコントロールを有する場合」の「加入者によるコントロール」とは何かを規

定したもので、

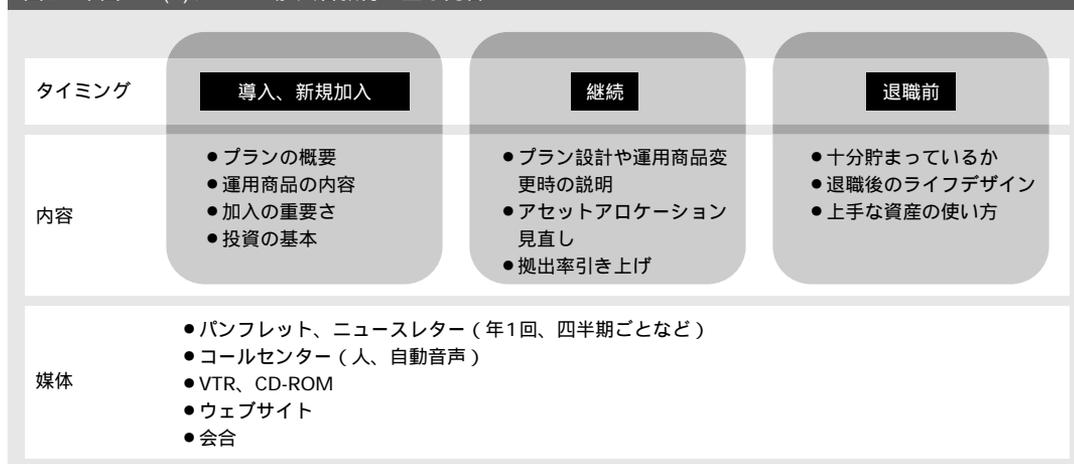
リスク・リターン特性の異なる運用商品を3本以上加入者に提示する
最低限、四半期に1回、加入者が口座資産の運用指図を行えるようにする
加入者に十分な情報提供を行う
という内容だった。このうち、の「加入者

表1 米国401(k)プランの加入者教育の発展史

加入者教育関連の制度改正		主なサービス
1970～80年代	74年 ERISA（従業員退職所得保障法）の制定 81年 401(k)プランの本格開始	70年代後半～80年代 80年代半ば～後半 ●確定拠出型において、加入者による運用指図が普及し始める ●資産の日次評価開始 ●4本程度の選択肢 ●パンフレットの配布、フリーダイヤルの問い合わせ等
1990年代	92年 内国歳入法404条(c)項規則 企業が整えるべき環境として、十分な情報提供、3本以上の異種の投資の選択肢、少なくとも四半期に1回の投資変更 96年 労働省解釈96-1 「投資教育」と「投資アドバイス」の違いを明確化 一般的な資産配分の提示、双方向のソフトウェアの提供なども、投資教育のなかで可能	90年代初め 90年代半ば～後半 ●レコードキーピング（記録関連業務）の進歩 ●投資の選択肢の拡大始まる ●加入時教育 ●フリーダイヤル、自動音声サービスの発展 ●401(k)プラン関連業務の外部委託の普及 ●投資の選択肢の急拡大 ●投資教育、ファイナンシャルプランニングの普及 ●インターネットの利用 ●投資アドバイスの登場
2000年代	01年 労働省助言意見2001-09 プランの商品・サービス提供金融機関が、一定の条件下で、投資アドバイスを加入者に提供できることを明確化	今日 ●数十本の選択肢や、証券口座並みの投資が可能に ●ペーパーレス化の進展 ●投資アドバイスの普及 ●インターネット利用の拡大（加入者向けの情報提供、事業主向けの報告書など）

出所) 各種資料より作成

図2 米国401(k)プランの加入者教育の主な内容



に対する十分な情報提供」を満たすために、加入者教育が必要と考えられたのだった。

規制面でもう1つ重要なのが、加入者教育と「投資アドバイス」の線引きを行った1996年の労働省解釈通知である。

加入者教育では、加入者の投資の判断を支援するためのさまざまな情報やサービスが提供される。このサービスがきめ細かく充実していくにつれて、事業主やサービス提供金融機関は、教育内容が「投資アドバイス」とみなされることを懸念し始めた。

ERISAでは、投資アドバイスは、報酬を得て年金プランの資産運用に関するアドバイスを提供することなどと定義されており、投資アドバイスの提供者はプランの受託者となる。事業主や加入者教育の提供金融機関は、図らずも投資アドバイスを提供したとみなされ、加入者の運用指図について受託者責任を問われることを懸念したのである。

そこで、労働省から「どこまでが加入者教育の範疇で、どこからが投資アドバイスなのか」を明らかにするために出されたのが、1996年の解釈通知だった。

この通知では、

- 加入者の年齢層、リスク許容度などに応じた資産配分の提示
- 加入者の退職資産予測を支援する、質問票、ソフトウェアといった双方向のプログラム

なども、加入者教育の一環として提供できることが明らかにされた。

3 加入者教育の目覚ましい発展

上記のような動きを背景に、加入者教育の内容や媒体は、1990年代を通じて拡大・充実

していった(表1)。

現在、提供されている典型的なメニューを示したのが図2である。かつては加入時の制度概要説明書の配布や、残高報告書の配布程度だったものが、今や内容面ではプラン加入の重要性、拠出の重要性、投資の基本知識、プランで提供される運用商品の説明、年齢層別の資産配分等を示すシミュレーションプログラムなどに広がった。また、媒体面でも、パンフレットやニュースレター、会合、コールセンター、ビデオ、ウェブサイトと、拡大の一途をたどっている。

加入者教育の有効性への疑問

前述のとおり、401(k)プランが登場したのは、1980年代初めである。一方、米国株式市場が、1970年代の10年を超える低迷から脱し、上昇に転じたのが82年のことだった。したがって、一時的な調整は何度かあったものの、401(k)プランの登場以来、米国株式市場は基本的に好調で、加入者は本格的な株価調整を経験せずにきたのだ。

この状況が一変したのが、2000年初めのネットバブル崩壊に続く株価調整である。一時懸念されたような、多数の加入者によるパニック的な行動は見られなかったものの、株式関連商品への投資比率が1999年末で平均53%というなか(次ページの表2の上)、多くの加入者がこれまでにない大幅な資産価値の下落を経験した。

さらに、エンロンが象徴的な事例であるが、401(k)プランの中の自社株比率が高い企業が破産し、過度な自社株投資のリスクが顕在化した。ICI(米国投資会社協会)および

表2 米国401(k)プランの資産配分

資産配分の推移	(単位：%)					
	1996年	97年	98年	99年	2000年	2001年
株式ファンド	44	48	50	53	51	48
バランス型ファンド	8	8	8	7	8	8
債券ファンド	7	6	6	5	5	8
マネーファンド	5	5	5	4	4	5
自社株	19	19	18	19	19	17
GIC等	16	13	12	11	11	14
合計	100	100	100	100	100	100

提示商品のパターン別資産配分 (2001年)	(単位：%)					
	株式F	バランス型F	債券F	マネーF	GIC等	自社株
株式F (ファンド)、バランス型F、債券F、マネーF	64.8	9.5	14.3	9.7		
株式F、バランス型F、債券F、マネーF、GIC等	52.0	12.9	5.1	3.4	25.2	
株式F、バランス型F、債券F、マネーF、自社株	43.1	4.8	10.9	7.4		33.0
株式F、バランス型F、債券F、マネーF、GIC等、自社株	39.0	6.4	3.4	2.5	22.6	25.3

注1) 株式ファンド、バランス型ファンド、債券ファンド、マネーファンドは、ミューチュアルファンド以外の集合投資商品も含む
注2) GIC (Guaranteed Investment Contract) は保険会社の利回り保証商品
出所) ICI Perspective, March 2003

EBRI (従業員給付研究所) の調査によれば、2001年末時点で、自社株が選択肢として提供されている401(k)プランにおける自社株投資の比率は25%に上がった(表2の下)。

401(k)プランの自社株投資が問題視されたのは、今回が初めてではない。1990年代後半にも、自社株比率が8割という401(k)プランを持つ企業が破産し、議論が盛り上がったことがあった。1997年には、確定拠出型の自社株比率に上限を課す法案が議会で審議されたが、反対意見も強く、結果的にきわめて限定的な制限にとどまった。その後、株価も景気も好調ななかで、懸念の声がかき消された感があった。

しかし、高い自社株比率は、多くの加入者に分散投資の重要性が理解されていなかった

ことを示唆していた。エンロンの破綻を契機に、2002年にかけて、米国では401(k)プランの自社株投資に関する調査報告が数多く出され、加入者教育のさらなる充実の必要性が指摘された。さらに、分散投資の重要性という、加入者教育における最も基本的なメッセージすらも、多くの加入者に理解されていなかったことは、1990年代に目覚ましい発展を遂げた加入者教育が本当に有効なものだったのか、という疑問につながった。

加入者教育の新潮流

加入者教育の有効性が問われるなかで、米国401(k)プランでは、いくつかの新潮流ともいえる動きが見られる。

1 加入者像の修正

1つは、加入者教育の対象である加入者像の修正である。

従来の加入者教育の目的は、加入者が必要な拠出を行い、自分に適したポートフォリオを構築して、退職資産を形成できるようにすることにあった。これは、適切な環境さえ整えれば、すべての加入者が合理的な投資家と

して行動できることを暗黙の前提としていたといえる。

ところが最近、この前提が現実的かどうか、見直す動きが始まっている。2001年頃から、加入者が必ずしも合理的な投資家とはいえないことを実証する研究論文が出され始めていた。例えば、加入者自身のポートフォリオと専門家のポートフォリオのそれぞれにつ

図3 バンガード・グループの加入者向け質問票と加入者のタイプ別分類

あなたは、どのタイプの投資家でしょうか？

下記の質問に答えてください。

	全く違う							全くその通り		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1. 退職のための貯蓄は無意味である。あまりにも先の話だ。	<input type="checkbox"/>									
2. 私は自分の投資スキルに自信がある。	<input type="checkbox"/>									
3. 退職のために十分な資産があるか心配だ。	<input type="checkbox"/>									
4. 投資に関しては、リスクを取る方ではない。	<input type="checkbox"/>									
5. 過去数年の株式市場で、資産を大いに増やした。	<input type="checkbox"/>									
6. 退職資産のプランニングについて考えると、ストレスを感じる。	<input type="checkbox"/>									
7. 資産運用を楽しんでいる。	<input type="checkbox"/>									
8. 私は自分の退職資産形成のための主な目標を満たしている。	<input type="checkbox"/>									
9. 資産や金融と関わるのは嫌いだ。	<input type="checkbox"/>									
10. 高いリターンを得るためなら、相当なリスクを取っても構わない。	<input type="checkbox"/>									

	加入者のタイプ	特性	加入者の割合
従来の加入者像 (またはあるべき姿)	成功したプランナー (successful planner)	<ul style="list-style-type: none"> ●ファイナンス、プランニングは好き ●個別ファンドレベルのアドバイスに関心 	21%
	これからのプランナー (up & coming planner)	<ul style="list-style-type: none"> ●多額の投資、しかし最大限ではない 	26%
加入者の多様性	安全志向の実行者 (secure doer)	<ul style="list-style-type: none"> ●貯蓄する ●プランニングは好きではない ●資産運用は好きではない ●リスク回避的 ●投資教育に無関心 	20%
	ストレス下の判断先送り (stressed avoider)	<ul style="list-style-type: none"> ●貯蓄しない ●「お金がない」 ●圧倒されているが、関心はある ●人事部に助けを求める 	19%
	刹那的な判断先送り (live-for-today avoider)	<ul style="list-style-type: none"> ●プランに加入、プラン以外では貯蓄せず ●ローンを受ける ●公的年金が面倒を見てくれると信じている 	14%

注) 加入者の割合 = バンガード・グループがサービスを提供している加入者の割合

出所) Carolyn M. Marconi and Stephen P. Utkus, "Using 'Money Attitudes' to Enhance Retirement Communications," Vanguard Center for Retirement Research, July 2002

いて、退職時の資産残高（達成可能な残高の範囲）予想を行い、それぞれのポートフォリオ名を伏せて加入者に見せると、専門家のもの方が魅力的であるとする加入者が多い、という結果が、2002年にカリフォルニア大学ロサンゼルス校とシカゴ大学の研究者により報告されている^{文献1}。

こういった研究報告を背景に、そもそもすべての加入者に対し、自分で自分のポートフォリオを構築できるような一人前の投資家になることを求めるのが、はたして現実的か、考えられ始めたのである。

このような見方に基づく加入者向けサービスも始まっている。例えば、米国投資信託業界2位の運用会社であるバンガード・グループは、401(k)プランの商品・サービス提供者としても大手だが、加入者教育の一環として、加入者のタイプ別分類を支援するサービスを提供している。加入者が前ページの図3のような質問票に記入し、自分がどのようなタイプの加入者か自己診断するというものである。質問は「投資のスキルに自信があるか、ないか」「金融は好きか、嫌いか」といった主観的な内容を含んでいる。

回答に基づき、加入者は、貯蓄や投資に関心を持ち実践もしている「プランナー」、貯蓄はするが投資に関心のない「安全志向の実行者」と、退職資産の形成が必要だとわかっているのに行動に移さない「判断先送り」に分類される。このうち「プランナー」が従来の加入者像（あるべき姿も含む）だとすると、バンガードのサービス対象である加入者のうち、「プランナー」に属するのは半分弱に過ぎず、残りは「安全志向の実行者」や「判断先送り」という結果が出た。

このようなタイプ別分類を行ったうえで、「判断先送り」や「安全志向の実行者」を無理に「プランナー」に変えることを目標としない点が、従来のアプローチとの違いといえる。異なるタイプの加入者がいることを、加入者教育の前提に据えるのである。

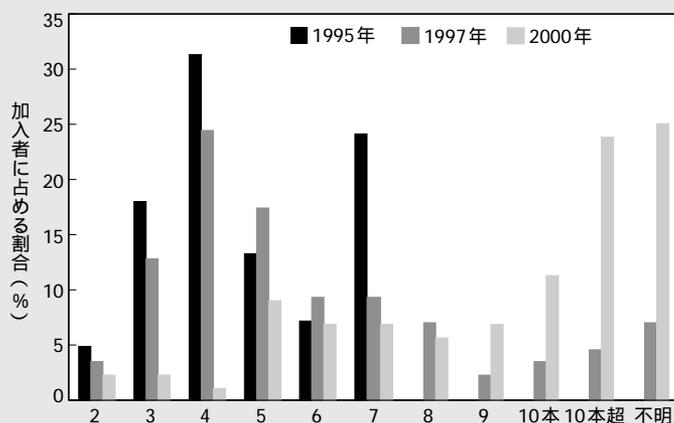
2 商品提示の工夫

加入者像の修正は、401(k)プランの運用商品の品ぞろえにも影響を及ぼしている。

従来は、加入者に多様な運用商品を提供し、その中から加入者が自分に適した資産配分を行えるようにすることが目指された。その結果、加入者に提供される運用商品の本数は着実に増加した。

図4は米国401(k)プランで提供される運用商品数の推移を示したもののだが、1995年には4本提供されている加入者の割合が最も高かったのが、2000年には10本超へとシフトしているのが見て取れる。また、米国の年金業界誌である『プラン・スポンサー』が2002年に行った調査によると、401(k)プランの提供運用商品数は平均15.9本、なかでも、資産残高が5億ドルを超える大型プランでは、平均

図4 米国401(k)プランで提供される運用商品数の推移



注) 1995年の7本のデータは、6本超を意味する
出所) 米国労働省の資料より作成

31.1本に上った。

ところが、自ら資産配分を行う意思のない加入者の存在を認めるとすると、それらの加入者にとって運用商品の種類や本数の拡大は無意味となる。それどころか、多数の運用商品の情報を消化しきれずやる気をなくす加入者が出る、制度の複雑さを嫌って加入しない従業員が出る、といった弊害の可能性も指摘され始めた。

では、既存の運用商品数を減らせばよいのかというと、そう単純にはいかない場合が多い。1つには、多様な商品の提供を望む加入者も当然存在するのであり、事業主は運用商品の削減に当たって、それらの加入者の不満を覚悟せねばならない。

また、401(k)プランの運営上、既存の選択肢の削除は、すでにその商品に投資されている資産の処遇について加入者への説明を要するなど、厄介な問題を伴う。削除する商品が

ら他の商品への強制的な資産移管を、加入者が不満に思うことを懸念して、完全な削除ではなく、新規の投資を受け付けない「凍結」の形にする場合も多いといわれている。

そこで、最近、事業主の間で注目が高まっているのが、ライフサイクル型ファンドの提供と、「階層的な」運用商品の提示である。

ライフサイクル型ファンドとは、若年層なら株式中心のハイリスク・ハイリターン型、中高年層なら債券中心のローリスク・ローリターン型といった形で、加入者の年齢に合わせた資産配分を提供する投資信託である。投資信託の分類としては、株式と債券の両方に投資するバランス型に属する。

ライフサイクル型ファンドには2つの提供のされ方がある。

1つは「保守的運用ファンド」(中高年層向け)、「積極運用ファンド」(若年層向け)といった品ぞろえの中で、加入者自身が自分

表3 米国のライフサイクル型ファンド(2003年3月)

ファンド名	運用会社	(単位:百万ドル)	
		タイプ	残高
1 フィデリティ・フリーダム	フィデリティ・インベストメンツ	退職年	13,574
2 バンガード・ライフストラテジー	バンガード・グループ	年齢層	10,326
3 Tロウ・ブライス・パーソナル・ストラテジー	Tロウ・ブライス	年齢層	1,176
4 シュワップ・マーケットトラック	チャールズ・シュワブ・インベストメント	年齢層	1,175
5 ウェルズ・ファーゴ・アウトルック	ウェルズ・ファーゴ	退職年	702
6 BGIライフパス	パークレイズ・グローバル	年齢層	545
7 ストラテジック・パートナーズ	ストラテジック・パートナーズ	年齢層	502
8 ドレイファス・ライフ・タイム	ドレイファス	年齢層	466
9 AIMデント・デモ・トレンド	AIMアドバイザーズ	年齢層	440
10 スカダー・パスウェイ	スカダー・インベストメンツ	年齢層	344
11 エクセター・プロブレンド	エクセター・インベストメント	年齢層	295
12 スカダー・ライフ	スカダー・インベストメンツ	年齢層	148
13 INGストラテジック・アロケーション	ING	年齢層	136
14 スカダー・パスウェイAARP	スカダー・インベストメンツ(AARP向け)	年齢層	97
15 スカダー・ターゲット	スカダー・インベストメンツ	退職年	68
16 コブレン・グロース	コブレン・インサイト	年齢層	47
合計			30,042

注1)「タイプ」の列の退職年=退職予定年をターゲットとするタイプ、年齢層=運用内容の異なるファンドの中から選ぶタイプ
2)ストラテジック・パートナーズのファンドは、ブルデンシャル・フィナンシャル、PIMCOなど数社がサブアドバイザーとなっている

出所) Morningstar Principia (モーニングスターのデータベース)より作成

の加齢に合わせて乗り換えていくというものである。

もう1つは、加入者は「2020年退職予定ファンド」「2030年退職予定ファンド」といった品ぞろえの中から、自分の退職予定年に合わせて選択し、あとはファンドの方で、特定された退職予定年が近づくにつれて資産配分を保守化させていくというものである。

現在、フィデリティ・インベストメンツ、バンガード・グループをはじめとする大手投信運用会社がライフサイクル型ファンドを提供している（前ページの表3）。

このファンドであれば、加入者は、自分の年齢層や退職予定年に合致したファンドを1つ選ぶだけでよい。この選択だけは加入者が行わねばならないが、複数の運用商品を組み合わせるのに比べると、加入者の投資への関与は大きく後退する。

ただ、ライフサイクル型ファンドは基本的に、資産配分を運用マネジャーに一任するものである。このため、加入者自身が自分のポートフォリオを構築する（あるいは、できるようにすることを旨とする）という従来の加入

者教育のアプローチとは方向性が異なる。

そこで、ライフサイクル型ファンドと従来の品ぞろえを併存させる場合、加入者への提示方法に工夫が必要となる。そうしないと、異なるタイプの運用商品をそろえている意図が加入者に理解されず、適切な活用につながりにくいからである。これが「階層的な」商品提示である。

具体的には、ライフサイクル型ファンドを導入する際に、401(k)プランの既存の品ぞろえを整理し、図5にあるように、異なるタイプの加入者を念頭に置いた3つの階層に分けて提示するという方法である。

階層1は、投資に対する知識も関心も高くないタイプの加入者向けで、ライフサイクル型ファンドからなる。

階層2は、基本的な資産配分を自分でできるタイプの加入者向けで、インデックスファンドなど中核的な商品が該当する。階層2の中だけでも、基本的なポートフォリオの構築は可能である。

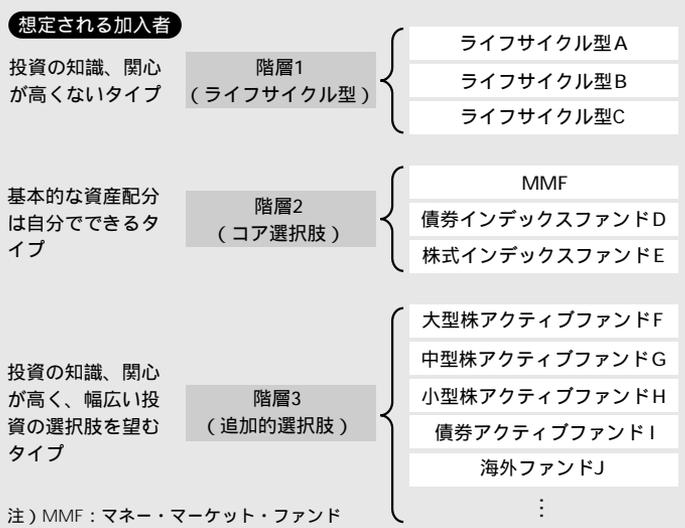
階層3は、投資の知識・関心の高いタイプの加入者向けで、アクティブ運用のファンドや海外ファンドなどが該当する。

ライフサイクル型ファンドの提供と階層的な商品提示は、加入者の多様性を認識した一部の401(k)プランでは1990年代から行われていたが、市場環境の変化や加入者像の修正を受けて、より多くの事業主の間で注目を集めるようになっている。

3 加入者教育の変化

加入者像の修正は、加入者教育の提供方法にも影響を及ぼしている。すなわち、異なるタイプの加入者がいることを前提とし、タイ

図5 階層的な商品提示の例



づごとに加入者教育の内容やアプローチに違いを持たせた方が有効だと考えられ始めている。

一般に、加入者教育では、制度の内容や投資に関する説明が行われ、その中に自助努力、複利の効果、長期投資、分散投資といった加入者向けの重要メッセージが盛り込まれている。運用環境が変わっても、加入者像が修正されても、これらの基本的なメッセージが変化するわけではないが、最近、その提供方法が工夫され始めている。

まず、制度の導入時や新規加入者に対しては、確かに上記のような内容の教育が一通り行われるが、その際、すべての加入者にすべての内容が理解されることを期待するのは現実的でないとする。そこで、加入から離退職までの間に行われる継続教育において、導入時・新規加入時の教育で十分に理解を得られなかった内容全般の復習を続ける。

従来、継続教育の内容としては、定期的に資産配分を見直す必要性や、加齢とともに運用を保守化させる必要性などがあったが、これらはいずれも、初期の教育内容を加入者が一通り理解したことを前提とする、「次の一歩」である。しかし、多くの加入者がこのレベルに達していない可能性があるとする、これだけでは十分といえず、復習としての継続教育の重要性が増す。

ただし、単に新規加入時と同じ内容を何度も繰り返すという意味ではない。例えば、加入者に対するアンケートの結果や、加入者の行動に関する情報に基づいて、加入者をタイプ別に分類し、タイプごとに伝えたいメッセージを絞り込む。1本の運用商品にしか投資していない加入者向けに、分散投資の重要性

を説く記事を電子メールで配信する、といった具合である（ライフサイクル型ファンドを提供していない401(k)プランの場合）。

前述した階層的な商品提示をとっているプランでも、階層の選択を加入者に強制するわけではないので、なかには何も行動を起こさない加入者もいる。また、自分がどの階層に属するかの選択は加入者自身が行うので、それが適切に行われるという保証はない。継続教育において、徐々に加入者の理解を得ていく以外に早道はないと考えられている。

米国401(k)プランにおいて、従来の加入者教育の力点は、導入時・新規加入時の教育に置かれていたことは否めなかった。この点を改め、継続教育にも十分な資源を割こうとする動きが始まっているのである。

4 加入者教育「通知」義務

このように加入者教育をめぐるさまざまな試みがなされるなかで、法制面でも、若干の動きが見られる。

前述のとおり、米国401(k)プランでは、加入者教育の内容が法文で明示的に規定されているわけではない。事業主等の受託者が、加入者自身の運用指図の結果について責任を問われないための条件として、必要と考えられて発展してきた経緯がある。

この点について、「加入者に分散投資の重要性について通知すること」を法律で義務づけようとする動きが起こっている。2003年5月14日に米国議会下院を通過した「2003年年金保障法案」(Pension Security Act of 2003)では、四半期に1回、加入者に対する口座残高などの通知の中で、バランスのとれた分散投資の重要性について説明することを、受託

者に義務づける規定が盛り込まれた。さらに、自社株を含む単一銘柄に資産の25%以上を投資することのリスクについても、記載することとされている。

これは、法文により加入者教育の内容について義務づけを行うというほど厳格な提案ではないが、最低限、分散投資の重要性について毎四半期、加入者に対して通知することにより、理解の浸透を図ろうとするものといえる。

投資アドバイスへの期待

1 加入者教育の限界と投資アドバイス

前述の労働省解釈通知にもあるように、現行の規制上、加入者教育では、加入者の年齢層などに応じた一般的な資産配分を提示することまでしかできない。すなわち、個々の加入者の具体的な投資の内容に踏み込むとしても、「30代の場合は株式に何%、債券に何%投資する」といった形が限界である。

ところが、加入者が最も知りたいのは、結局のところ、「何にいくら投資すればよいのか」という問いの答え、すなわち、投資アドバイスであるということは、1990年代から指摘されていた。このニーズに対応しようとしたのが、プランへの商品・サービス提供金融機関とは独立の、第三者による投資アドバイスの提供だった。

2 オンラインアドバイスの登場

ところが、在野のファイナンシャルプランナーなどを活用して、加入者に投資アドバイスを提供しようとする、2つの問題に直面する。

1つはコストである。生身のファイナンシャルプランナーのサービスを、運用商品提供との抱き合わせなしで行うとなると、多額のコストがかかると考えられた。

もう1つは、物理的な人員配置の問題である。企業によっては、401(k)プランの加入者が全米各地の事業所に散らばっている。そのような企業にとって、すべての加入者に差別

表4 主要オンラインアドバイス業者のアドバイス内容

	ファイナンシャル・エンジンズ	mパワー	モーニングスター
手順	<ul style="list-style-type: none"> 加入者は基本的な質問に回答 退職時の目標資産の決定 上記目標の達成確率を提示 リスク許容度の引き上げ、貯蓄率の引き上げ、退職年齢の先送りのいずれかの選択を支援 さまざまな市場環境下での予測と、各投資商品への配分の提示 	<ul style="list-style-type: none"> 加入者は簡単な質問に回答 加入者の退職時の目標資産の入力 リスク許容度の決定 各投資商品への配分と、貯蓄率引き上げに関するアクションプランの提示 現状維持と上記プラン反映後のそれぞれについて、退職時の目標達成確率を提示 	<ul style="list-style-type: none"> 加入者は基本的な質問に回答 現在の貯蓄率に基づき、3つの異なるリスク水準の資産配分ごとに、期待できる退職資産を提示 目標退職資産と貯蓄計画への修正を段階的に誘導、各投資商品への配分を提示 ベア・マーケット・シミュレーターで最悪の事態を提示
特色	<ul style="list-style-type: none"> 退職プラン外の資産についてのアドバイスも可 	<ul style="list-style-type: none"> 退職プラン外の資産についてのアドバイスも可 退職時の目標達成確率の提示に際して、「何歳まで生きた場合」を指定可 	<ul style="list-style-type: none"> ベア・マーケット・シミュレーターは1973～74年および98年9月と同様の株価下落時の残高減を提示

注) 2003年5月、モーニングスターによるmパワーの買収が発表された
出所) 各社ウェブサイト、「Advice engine test drive,」 Plan Sponsor, May 2002などより作成

なくファイナンシャルプランナーの投資アドバイスの機会を提供するのは、容易ではなかった。

そこで、1990年代半ばに登場し、脚光を浴びたのが、オンラインアドバイス業者だった。ウェブサイト上で自社特製のアドバイスプログラムを走らせ、個々の加入者が入力した情報に基づいて、401(k)プランの運用商品を組み合わせた推奨ポートフォリオを提示するというサービスである。インターネットを使うことでコスト抑制が可能となり、同時に、加入者のインターネットへのアクセスさえ確保できれば、物理的な制約も解消可能と考えられた。

主要3社であるファイナンシャル・エンジズ、mパワー、モーニングスターのアドバイスの内容を整理したのが表4である。それぞれに特色があるが、基本的には、加入者の現状、希望する退職資産、達成確率、推奨ポートフォリオを提示するサービスである。

株式市場の動向が不透明な現在、このようなオンラインアドバイスを含む投資アドバイスへの期待が高まっている。それを受けて、サービスの改善や規制改革など、一層の普及を目指す動きが始まっている。

3 投資アドバイス提供の課題と対応

オンラインアドバイスを採用する401(k)プランは、1990年代半ばの登場以来、着実に増加しており、2002年のプラン・スポンサー誌の調査によれば、37.1%のプランが投資アドバイスを採用していると回答した。しかし、普及が進むにつれて、課題も明らかになり始めている。

(1) 「人間味」をいかに持たせるか

1つは、期待したほど加入者の利用が進まないという問題である。オンラインアドバイスはウェブサイト上のツールの1つであるので、パソコンやインターネットになじみのある加入者でないと、そもそも利用しづらい。これらに、それらの加入者についても、加入者自身が行動を起こさないと利用につながらない。

また、基本情報の入力に意外に手間がかかる、表現が画一的といった難点も指摘され始めた。これらは、アドバイスがオンラインで提供されるがゆえの課題といえる。インターネット経由であることが強みのオンラインアドバイスに、いかに人間味を持たせるかという課題が生じているのである。

いくつかの対策が試みられている。オンラインアドバイス業者が提供するツールを、加入者自身が使うのではなく、コールセンターの応対者が操作して結果を加入者に提示する、あるいは、生身のファイナンシャルプランナーに持たせることでアドバイスのコスト抑制を狙う、といった試みである。例えば、AIG VALIC (AIG傘下の運用会社)、アメリカン・エクスプレス、メリルリンチなどが、ウェブサイトに加えて、営業職員、コールセンターを通じた投資アドバイスの提供に乗り出している。

なお、これらのサービスが可能になった背景には、2001年12月の労働省助言意見があった。前述のとおり、401(k)プランへの商品・サービス提供金融機関は、原則として、投資アドバイスを提供することができない。この規制について労働省が、独立系業者のコンピュータプログラムを使用するなど一定の条件

を満たせば、提供可能という見解を示したのである。

したがって、ここでの営業職員やコールセンターの応対者の役割は、オンラインアドバイス・プログラムの内容の伝達にとどまり、独自の意見や助言を加味することは一切できない。しかし、例えばインターネット上のサービスであることを理由に、オンラインアドバイスを利用しない加入者への普及につながる可能性はあるといえた。

(2) 事業主の受託者責任をめぐる問題

もう1つの課題は、投資アドバイスをめぐる事業主の受託者責任についての解釈が明確でない点である。

現在、受託者である独立系アドバイザーが加入者に提供したアドバイスの内容については、事業主が直接責任を問われることはないと考えられている。例えば、アドバイスに従った結果、損失を被った加入者が、その責任を事業主に問う訴訟を起こしても、受け入れられない。しかし、この見解は決定的な裏付けを持たないことから、受託者責任の懸念はいまだ、事業主が40(k)プランの加入者向けサービスとして投資アドバイスを採用しない理由の筆頭となっている。

この問題については、「2003年年金保障法案」に対策が盛り込まれている。この法案では、投資アドバイス提供業者が年金プランの受託者になるといった条件を満たしたうえで、投資アドバイスを加入者に提供する場合は、事業主は、アドバイスの提供について、受託者責任を問われることはないとしている。ただし、事業主は、投資アドバイザーの選定、監視を慎重に行う受託者責任を負うと

されている。

(3) 商品・サービス提供金融機関による アドバイス提供

投資アドバイスのさらなる普及のために、法改正を行い、40(k)プランへの商品・サービス提供金融機関が、投資アドバイスを提供できるようにしようとする動きもある。

上述の「2003年年金保障法案」では、商品などの提供金融機関であっても、

アドバイスを受けたうえでの運用指図は、加入者自身が行う

アドバイス提供業者はプランの受託者になる

加入者向けに、投資アドバイス提供業者の手数料、アドバイスに関する制約の有無と内容などについて、ディスクロージャー（情報開示）を徹底させる

アドバイス提供業者の報酬は合理的水準に定める

といった条件を満たせば、加入者に投資アドバイスを提供できる、とする提案が盛り込まれている。

この改正案は、運用商品や加入者教育を提供している金融機関が、投資アドバイスをも提供できるようになれば、独立系業者の利用にこだわるゆえに生じた問題が解消され、投資アドバイスの普及が進むという考え方に基づいている。

一方で、運用商品提供金融機関ゆえに直面する利益相反は、容易に想像されることである。仮に、上記法案が成立して商品提供金融機関が投資アドバイスを提供できるようになったとしても、事業主や加入者に受け入れられるかどうかは、未知数といえよう。

日本への示唆

1 開始された確定拠出年金

日本では、2001年10月に確定拠出年金が開始されたが、約1年半を経過した2003年4月末時点で、企業型では380規約が承認され、34.4万人の加入者を得ている。

日本の確定拠出年金では、確定拠出年金法22条により、事業主は加入者に対し「資産運用に関する基礎的な資料の提供その他必要な措置を講じるよう」努めなければならないとされている。すなわち、加入者に対する投資教育の提供は、事業主の努力義務として法律レベルで規定されている。また、一般に日本国民は投資になじんでいないという意識も手伝い、投資教育は多くの事業主が重視するところとなっている。

2 苦戦が予想される加入者教育

しかし、その実態はどうだろうか。

現在、確定拠出年金の導入時には、制度の説明、投資関連の情報・教育などが加入者に対して提供されている。その際、日本の一般的なサラリーマンが、そもそも、自分が加入している厚生年金基金、適格退職年金、退職一時金といった制度について、十分に理解しているとは考えにくく、加入者教育の現場では、まずは自社の既存の制度説明から入らねばならないのが実情と思われる。

しかも、確定拠出年金の導入に伴って、既存の制度を変更するケースが少なくない。2003年3月末時点の確定拠出年金導入企業では、規約数ベースで半分以上が、厚生年金基金、適格退職年金、退職金から、確定拠出年金への資産移管を行った（表5）。資産移管

表5 他制度から確定拠出年金への資産移管（2003年3月時点）

	規約数	比率	
厚生年金基金	9	2.5%	} 53.3%
適格退職年金	119	33.0%	
退職金	36	10.0%	
厚生年金基金と適格退職年金	1	0.3%	
厚生年金基金と退職金	1	0.3%	
適格退職年金と退職金	25	6.9%	
厚生年金基金、適格退職年金、退職金	1	0.3%	
なし	169	46.8%	
合計	361	100.0%	

出所）厚生労働省「企業型年金の運用実態について」

は行わなかったものの、確定拠出年金の導入と同時に、既存の年金制度を見直した企業もあるだろう。これらの企業の加入者は、既存制度、その改正や資産移管、確定拠出年金の導入と、制度関連だけでも大量の情報を得たことになる。

そのうえで、確定拠出年金の特色としての投資関連の情報提供・教育が登場する。ここで注目されるのが、日本の確定拠出年金では、運用商品数が平均12本（2003年3月末時点）と、徐々に増加した米国と比べて、開始当初から数多い点である。運用商品数が多いほど、教育の負担は確実に増すのである。

このように、確定拠出年金の導入時には、一般に、加入者は大量の情報にさらされることになる。事業主や運営管理機関が奮闘したとしても、加入者の十分な理解を得るうえで苦戦を強いられるのは想像に難くない。

3 示唆深い米国の動向

上記のような状況下で、米国の動向から得られる示唆は貴重である。

まず、継続教育のあり方があげられる。日本でも、継続教育の重要性は意識され始めて

いるものの、何をすればよいのか、導入時・加入時教育との違いは何かなど、未知の領域の感がある。

米国でも、明解な答えが出ているわけではないが、例えば、導入時・加入時教育の内容のすべてがすべての加入者には伝わっていないことを前提に、すでに提供した内容を復習する場として位置づけることが考えられている。その際、加入者のタイプごとに、メッセージを絞り込んで放つというアプローチは参考になる。

加入者教育の内容は、いずれも重要性においては甲乙つけがたいかもしれないが、多くの情報を一度に出して、結局どれも理解されないということもある。導入時・加入時は、そうはいても、提供する情報の恣意的な取舍選択は難しい。その点、加入者の理解度の調査などを経て、事業主と運営管理機関が相談のうえ、継続教育において内容の優先順位を付けるのは、十分考えられることである。何が優先されるかは一律にいえず、年金プランごとに決定されることになる。

もう一つは、専門家の助けを得る道を加入者に提供する動きである。投資アドバイスの提供は、まさにこれに該当するし、ライフサイクル型ファンドも、資産配分を運用マネージャーに一任するのだから、同様である。

その際、確定拠出年金の特色として、自助努力、自己責任といったキーワードが使われること、加入者教育のかなりの部分が加入者自身による運用指図の支援で占められていることを念頭に、専門家に頼る道をも提供する意図を、加入者に明示する必要がある。例えば、ライフサイクル型ファンドの提供に際して、階層的な商品提示を行うといった工夫で

ある。

また、専門家の助けを得ることを選んだ加入者に対しても、加入者教育は依然として不可欠な点に留意する必要がある。例えば、ライフサイクル型ファンド3本に3分の1ずつ投資するといった誤りを防ぐためにも、加入者は最低限の投資の知識を身につけなければならない。

4 加入者運用指図型プランの行方

最後に、米国401(k)プランや日本の確定拠出年金のような、加入者自らが運用指図を行うタイプの年金プランについて、若干の考察を述べたい。

米国では今でこそ、確定拠出型年金の資産残高、加入者数のいずれについても401(k)プランが7割以上を占めており、加入者が運用指図を行うことが当然のように見えるが、401(k)プランの登場以前は、確定拠出型においても運用指図を加入者に任せるのは一般的でなかった。401(k)プランの普及とともに、加入者の運用指図を支援するサービスが充実し、現在に至ったのである。

本稿で紹介したライフサイクル型ファンドや投資アドバイスをめぐる動きは、米国401(k)プランで、いったん「加入者による運用指図」に向かった流れが、一部「専門家に運用は任せる」方向に戻りつつあることの表れともいえる。その背景には、「加入者は合理的な投資家なのか」という問いかけがある。「加入者による運用指図」が主流であることは変わらないとしても、それを望まない加入者にとって、選択肢の多様化が進んでいるといえる。

日本では、確定拠出年金法1条(目的)

で、「個人が自己の責任において運用の指図を行い、高齢期においてその結果に基づいた給付を受けることができるようにするため、……国民の高齢期における所得の確保に係る自主的な努力を支援し……国民の生活の安定と福祉の向上に寄与することを目的とする」とされており、確定拠出年金イコール加入者自身の運用指図というのが共通認識のようになっている。

確かに、当面は、自己責任の年金という新しい概念が加入者の間に浸透するのを待つことになるのかもしれない。しかし、いずれは、米国401(k)プランの発展の流れを参考に、確定拠出年金の中で、専門家の助けを得る道を認知し、明確に位置づけることを考えてもよいと思われる。

少子高齢化による公的年金の役割の後退が避けがたいなかで、民間の制度による補完が期待されるとしても、伝統的な確定給付型の企業年金にはその力はない。足元の運用難や積み立て不足もさることながら、掛け金増加

の不確実性を将来にわたって背負い続けることが、もはや日本企業にとって難しいと考えられるからである。

確定拠出年金の重要性がいつそう増していくなかで、米国の動向から示唆を得つつ、制度のさらなる充実と発展が期待される。

参考文献

- 1 Shlomo Benartzi and Richard H. Thaler, "How Much is Investor Autonomy Worth?" *Journal of Finance*, August 2002
- 2 淵田康之・大崎貞和編『検証 アメリカの資本市場改革』日本経済新聞社、2002年
- 3 野村亜紀子「米国401(k)プランが直面する課題と日本への示唆」『証券アナリストジャーナル』2003年3月号
- 4 和泉哲郎・河野哲也『確定拠出年金法大全』時事データサービス、2002年

著者

野村亜紀子（のむらあきこ）
資本市場研究部主任研究員
専門は金融・資本市場制度、年金制度