

確定拠出型年金に関する政策的争点の分析

—— アメリカの「投資教育」と「投資アドバイス」をめぐる議論を中心に* ——

吉 田 健 三

目 次

- 1 問題意識と課題
- 2 投資教育の普及と変化
- 3 投資教育・アドバイスの私的な性格
- 4 投資アドバイスをめぐる政策的争点
- 5 結論と示唆

1. 問題意識と課題

アメリカでは、確定拠出型(DC)の企業年金が普及して久しい。DC は、1981年に401(k)が認可されて以来拡大の一途をたどり、今日では普及率、資産などの面で伝統的な確定給付型年金(DB)を上回る存在となっている。401(k)はわが国でも注目を集め、2001年にはこの制度を参考とした確定拠出年金法が成立している。

401(k)の台頭は、退職所得保障政策との関連においても、しばしば肯定的に評価されてきた。例えば、DC は DB に比べ受給権のポータビリティに優れているといったことは、わが国でも盛んに強調された。また退職後の所得水準に関しても、401(k)は DB に比べても豊かな退職後所得をもたらすうるといったことをシミュレーションで示す EBRI (2002) や Samwik and Skinner (1998),

* 本稿は、平成 16～18 年度に交付を受けた日本学術振興会科学研究費補助金、若手研究(B) (課題番号 16730158) による研究成果の一部である。

Porterba, Venti and Wise (2001) 等の見解がある。しかしながら、401(k)所得の問題は、モデルによって表示される標準的・平均的な所得の水準ではなく、結果の分散の大きさにある。こうした結果の分散を生み出す第1の源泉は、金融市場の環境変化である。例えば Burtless (2000) は、401(k)のような個人勘定の成果は個々人の生年ごとに大きく変動しうることを示している。第2の要因は、加入者個々人の行動の多様性である。401(k)がモデルの想定どおりの結果をもたらすのは、個々人が合理的あるいは平均的に行動した場合のみであるが、現実の401(k)加入者個々人の行動は、非常に多様である。例えば、Munnell and Sunden (2004) は、401(k)への非加入、低拠出率、中途引出、ローンの利用など、従業員の資産形成行動の多様性を明らかにし、それによる401(k)の所得保障機能の低下を問題視している。また資産運用に関しても、小塩 (2002) が整理したように、401(k)加入者は必ずしも合理的な運用者ではなく、投資の基本知識に欠け、慣性に影響される受動的な投資家であることが各種の調査や実証研究を通じて示されている。

以上の状況から、近年では401(k)を中心としたDCの良好な機能には投資教育やアドバイスの充実が重要である、ということが指摘され、そのための方策が政策的争点となっている。こうした議論は、特にエンロン事件やそれに前後する2001年以降の株価停滞によって活性化した。わが国でも、アメリカ401(k)の資産運用状況を踏まえ、日米両国での投資教育の重要性を提起する小塩 (2002) などの見解があり、また厚生労働省の確定拠出年金連絡会議においても投資教育は中心的議題の一つとなりつつある。本稿は、この問題提起を受けて、アメリカにおける投資教育の発展と普及の要因を明らかにし、またこの領域に関する争点の解明を行うことを課題とする。

2. 投資教育の普及と変化

(1) ERISA による投資教育の促進

DCの加入者には十分な投資教育が提供されうるのかどうか。小塩 (2002)

は、投資教育は一般の教育と同じように「公共財」的性格を持ち、「したがって企業に委ねると過少供給となる危険性がないとはいえない」と指摘している。実際に、わが国の確定拠出年金法では、投資教育の提供は単なる努力規定としてのみ定められており、加入者に対する投資教育、とりわけ継続的なそれが十分に浸透している状況とは言い難い¹⁾。これに対しアメリカでは、法制度を通じて雇用主に投資教育提供への強いインセンティブが与えられている。

その法理は次の通りである。一般に、DC とは年金資産の運用結果を加入者自身が負う自己責任の制度として知られている。しかしながら、この自己責任という DC の特性は、法律的に無条件に与えられるものではない。雇用主は運用責任の免除を得るために、「加入者が独立の支配権を行使する機会」、すなわち加入者が自分の年金資産を自由に運用し、処分できる環境を整備しておかなければならない。そのことは 1974 年の従業員退職所得保障法（ERISA）の 404 条 (c) 項に定められている。こうした責任免除の具体的条件を明示したのが 1992 年に発表された労働省規則（第 2550 号）であり、この規則は一般に「セーフ・ハーバー・ルール」と呼ばれている。そして、このルールに含まれた「プランおよび運用商品に関する十分な情報開示」という条項が、雇用主が投資教育を提供する法的な促進要因となった²⁾。それは雇用主に投資教育の提供を雇用主に義務付けるものではないが、遵守しない雇用主に対して 401(k) の資産運用結果に対する責任という法的リスクを与えているからである³⁾。

同ルールが発布される 1992 年以前は、加入者に提供される情報はプラン概要、取引明細などの最低限の情報に限られている場合がほとんどであった。しかし規制発布後、投資教育を採用するスポンサーの数は増大し始めた。例え

1) わが国における DC 加入者への投資教育や知識の実態調査として例えば、2004 年第 12 回確定拠出連絡会議資料。またその後の厚生労働省による確定拠出型年金の投資教育の法令解釈の通達は、<http://www.mhlw.go.jp/shingi/2005/11/s1125-15c1.html> を参照。

2) *Pensions & Investment (P & I)*, March 19, 2001, p. 23.

3) 加入者への情報提供が不十分であるとして雇用主の責任を追及した代表的な判例として、第 9 管区裁判所が下した 1999 年 US ウェスト社への判決がある。*Managing 401 (k) Plans*, June 1999, p. 1.

ば、1994年2月に行われた Gallup Organization の調査によれば、調査対象の813人の加入者のうち、「従業員コミュニケーションを提供されている」と回答したものは44%にすぎなかった⁴⁾。1997年 Hewitt Associates の調査では、457プランのうち59%が退職計画に関する正式な投資教育を提供と回答し⁵⁾、さらに2001年時点の従業員給付資産委員会 (CIEBA) の調査では、80%のプランが何らかの形態で従業員教育を提供しており⁶⁾、さらに2005年の IOMA の調査では、401(k)スポンサーの99%の企業が従業員コミュニケーションプログラムを持っているという結果が出ている⁷⁾。今日ではほとんど全ての401(k)において、何らかの投資教育が実施されているといえる。

(2) 投資教育の内容とアドバイスへの発展

次に、401(k)の加入者に提供される投資教育の内容と媒体について見ておきたい。表1-aは、労働省が1996年に発布した規制書に示された投資教育の定義である。ここに示されているのは、制度の概要や投資や貯蓄に関する一般的な知識の範囲を超えていない。実際の投資教育もこのガイドラインに沿って、貯蓄の重要性を訴え、401(k)加入や拠出率上昇を促進させること、分散投資や投資商品に関する一般的な知識といった内容に限定されている⁸⁾。こうした投資教育は、表1-bに見るように、制度導入期、加入後、退職時などの様々な場面で、電話やパンフレットやインターネット、カウンセリングなど多くの媒体を通じて提供されている。

ただし、こうした投資教育の普及にもかかわらず、実際には多くの401(k)加入者が今日なお十分な投資知識や合理的判断を有していないとする調査も

4) *P & I*, February 21, 1994, p. 21.

5) Hewitt Associates (1997), p. 28.

6) *P & I*, November 26, 2001, p. 1.

7) *Managing 401 (k) Plans*, March, 2005, p. 1.

8) 実際に提供されていた教育内容に関しては、沼田 (1999), p. 23., 証券団体協会 (2001), p. 29 など参照。

少なくない。例えば、2005年のモルガン社の調査では、確定利回型ファンド (stable value fund)、債権ファンド (bond fund)、成長株ファンド (growth fund)、自社株 (company stock) の4種の基本的な商品カテゴリをリスク順に整列できたものは、回答者300人中4%であった⁹⁾。また、2002年EBRIの調査では退職時に必要な資産額を計算したことのある加入者は32%であった¹⁰⁾。

表1-a 「投資教育」の範囲に関する労働省の定義

1) プランに関する情報 [ex.] 加入の利益, プランの概要, 運用選択肢の説明 ×商品の推薦
2) 一般的な金融・投資に関する情報 [ex.] リスクとリターン, 分散投資, インフレの影響, 将来収入
3) アセット・アロケーション・モデル [ex.] 投資期間やリスク許容度別の資産配分モデル
4) 双方向的な投資教材 [ex.] 質問表, ワークシート, ソフトウェアなどによる教育

出所) Department of Labor, Interpretive Bulletin 96-1 より作成

表1-b 従業員コミュニケーションの概要

	加入者向けキット		ニュースレター	セミナー・ワークショップ	フリーダイヤル	取引明細書	電子メール	ウェブ	個人カウンセラー	シミュレーションソフト	フィナンシャル・プランニング
	パンフレット	ビデオ									
採用時・プラン設立時	○	○		○	○						
加入者向け	口座情報の提供				○	○	○	○			
	投資教育		○	○					○	○	○
退職前	○	○		○					○	○	○
提供企業比率※	90%	19%	65%	76%	79%	88%	27%	30%	41%	3%	27%
効果 (企業側回答)	87%	55%	80%	99%	95%	92%	52%	54%	87%	52%	78%
効果 (加入者回答)	75%	73%	75%	89%	NA	NA	NA	79%	78%	NA	95%

※加入・変更は61%提供。

※福利厚生担当者137人に対する電話アンケートの結果。

“Exploring the Provision of Investment Advice and Guidance Among Retirement Plan Sponsors”,
Merrill Lynch. April 1999.

出所) 沼田 (2002), p. 167 より作成

こうした中で、金融機関の間では、「膨大な費用を費やした投資教育はうまく機能せず、投資アドバイスこそが重要である」といったことがいわれている¹¹⁾。また、加入者や雇用主の間にも、投資教育にはマス媒体を通じた一般的な知識や情報の提供だけではなく、個別の状況やニーズに応じたより具体的なアドバイスを求める声が以前からあった。例えば、1999年のバンガード社による「加入者が加えてほしい投資教育の項目」(複数回答)に関する調査によれば、回答者の78%が投資アドバイスに対して、「やや興味がある」(47%)「興味がある」(31%)と回答し、個人退職年金制度(62%)や退職後の投資(51%)を上回る内容になっている¹²⁾。1997年に実施された雇用主企業に対する「加入者教育で有効と思われる方法」に関するメリル・リンチの調査では、個人のニーズに合わせた実際の資金計画の立案が83%とトップ、続いて79%が個別カウンセリングの実施を回答し、ニュースレター、パンフレット、小冊子の配布(71%)や、セミナーの実施(68%)、ソフトウェアの提供(64%)、ビデオ・オーディオ教材の提供(63%)を上回っている¹³⁾。

このような要望を背景に、近年では投資アドバイスを提供する企業が増加しつつある。投資アドバイスとは、一般的な投資知識や制度の説明などの投資教育の範囲を超えて、個人別に推奨ファンドや望ましい資産配分などに関して、より具体的なアドバイスを提供するサービスである。こうした具体的なアドバイスは、電話や個人カウンセリングで提供されるほか、近年ではインターネットによるサービスも行われている。例えば、投資アドバイスの代表的な業者であるm-power社は、インターネットを通じて定量的・定性的な手法を用いてポートフォリオに関する具体的なアドバイスを行っている。また、Financial

9) ステープル・バリュエーション・ファンドをトップに挙げられたものは16%。Plansponsor, April 4, 2005.

10) *Managing 401(k) Plans*, March 2005, p. 8.

11) *Managing 401(k) Plans*, June 2004, p. 1.

12) 証券団体協会(2001), P. 36。

13) 財形福祉協会(2000), p. 32。

Engines 社は定量的手法を駆使して個々の投資家の将来目標額の達成確率を示している。その際に、結果の表示に天気予報記号を用いるなど、情報の簡素化も行われている¹⁴⁾

投資アドバイスの普及は、1990 年代の末から加速した。1999 年の時点では、投資アドバイスを提供する企業の割合は、大規模なプランで 13%であったが¹⁵⁾、2001 年に 141 社を対象に行われたアメリカ利益分配制度協議会 (PSCA) の調査によれば、投資アドバイスを提供している企業の割合は 22%となっている¹⁶⁾。また、2004 年時点での IOMA の調査では、38%の 401(k)がインターネットを通じたアドバイスを加入者に対して提供している。Plan Sponsor 誌の調査でも、投資アドバイスを提供する雇用主の割合は、2002 年の 37.1%から 2004 年には 49.0%と、増大傾向を示している¹⁷⁾

3. 投資教育・アドバイスの私的な性格

アメリカの 401(k)加入者に対する投資教育は、法律上の措置を契機として、1990 年代を通じて拡大の一途をたどってきた。しかしながら、この時期における投資教育の拡大は、法的措置による雇用主のインセンティブの確保のみを要因としていたわけではない。すなわち、401(k)における投資教育は単なる公共財ではなく、その供給主体である金融機関に便益をもたらす私的な性格を持ち合わせており、このことが同時期に投資教育の供給を拡大、発展させる原動力となっていた。

まず第 1 に、投資教育やアドバイスの提供は、401(k)サービス業者にとって効率的に顧客を獲得できるマーケティング手段である¹⁸⁾。401(k)の投資教育が

14) こうした投資アドバイスの具体的な内容に関しては、野村 (2003), p. 177。証券団体協会 (2001), P. 36。

15) 沼田 (1999), p. 23。

16) みずほ総合研究所 (2002), p. 160。

17) Plansponsor, "Defined Contribution Survey", 2002-2004。

18) 沼田 (1999)。また、Bernheim (1996) では、401(k)と類似の IRA の普及と、金融機関のマーケティングとの関係を指摘している。

導入される基本的な目標は、加入率の向上と拠出率の上昇である。たとえば、1998年の類似の調査では、「投資教育を始めたきっかけ・目的」(複数回答)として加入者比率の増加(71%)がトップとなっている。類似の調査として投資教育導入の主要な目的に関する2002年のPSCAの調査でも、加入率の増加は32%でトップである¹⁹⁾。また、教育導入後の評価を見ても、1997年時点でのHewitt社の調査では、401(k)サービス提供の成功度合いを図る指標として用いられているのは、分散投資(81%)と加入率の上昇(81%)がトップで並んでおり、拠出率の増加(73%)がそれに続いている²⁰⁾。また別の調査でも、従業員向け投資教育の評価方法として、「確定拠出プランの加入者比率」(74%)、「従業員拠出比率」(67%)が、「非公式のフィードバック」(58%)や「アセット・アロケーション」(48%)を上回り上位となっている²¹⁾。

これらの機能は、401(k)に運用商品を提供する金融機関にとっては、運用商品の拡販の効果を持つことを意味している。特に、具体的な商品の推奨につながる投資アドバイスは、より直接的に商品の販売に結びつきうる²²⁾。また、投資教育やアドバイスの営業効果は、単に401(k)資産内部に止まらない。プランスポンサー誌の調査では、2003年時点で401(k)アドバイスを採用するスポンサーのうち、31.2%が401(k)資産外のアドバイスの提供を行っている²³⁾。また、代表的な業者であるFinancial Engine社の場合、顧客の6割が401(k)プランにとどまらず、個人金融資産全体のアドバイスを受けている²⁴⁾。その結果、401(k)加入者は他の人に比べ、より貯蓄性向と株式への投資性向が高くなるということがいくつかの調査で示されている。例えば、Weisbenner(1996)は消費者財

19) Holden (2003), p. 13.

20) Hewitt Associates (1997), p. 30.

21) 沼田 (1999), p. 23.

22) たとえば、バンガード社は傘下企業が提供する投資アドバイスが自社商品の商品に偏重する批判を受けて、アドバイス提供者を外部のFinancial Engineへと切り替えた。証券団体協会 (2001), P. 36.

23) Plansponsor (2003), *Defined Contribution Survey 2003*.

24) 沼田 (2002), p. 168.

力調査データー（SCF）を用い、加入者が投資選択できる DC プランの加入者は、他の加入者に比べ、17%高い蓋然性で1,000 ドル以上の株式を非年金資産として保有し、上昇し非年金資産の株式シェアで6 %高くなるという結果を示した。また、2005 年のシュワブ社の調査では、401(k)でアドバイスを受けている加入者の貯蓄率は全体の平均 4.57%の 2 倍近くの 9.57%にも達しているという結果が発表されている。²⁵⁾ Bernheim and Garrett (1996) や Pence (2002) もまた、401(k)の投資教育に関して類似の調査結果を提示している。すなわち、401(k)を通じた投資教育には「個人投資家」を育て、金融業界全体としての潜在的な顧客層の拡大を促す効果があると考えられている。こうした効果があるため、金融機関は投資教育やアドバイスを比較的安価に、あるいは時に無料で提供し、加入者に対する教育の普及に努めてきた。²⁶⁾

第2に、近年の新しい傾向として、各金融機関が投資アドバイスを自社の金融商品自体の付加価値を向上させる手段とする動きが盛んになってきている。すなわち、投資信託などの金融商品は持続的に株価の上昇する 1990 年代とは異なり、2001 年の株価低迷期以降はその高い利回りに支えられた魅力を失っていた。加えて運用商品の提供をめぐる競争の激化は、単純な投資信託商品の日用品化を進行させ、単純な投資商品の手数料低下を招き、利幅の縮小を招いた。その結果、金融機関は何らかの付加価値の付与を通じて他社の製品との差別化や高付加価値化を図る必要が出てきた。

そこで新たに発展してきた商品が、一任売買口座勘定（マネジド・アカウント）である。マネジド・アカウントとは、資産運用会社が加入者の目標、年齢、リスク許容度に応じて投資方針を決定し、市場環境の変化などに基づいて資産構成をリバランス（再調整）する商品である。それは、言い換えれば、自

25) *Managing 401 (k) Plans*, May 2005, p. 1.

26) 例えば、801 人の給与人事専門家を対象とした人的資源管理協会（SHRM）の調査では、51%がアドバイス費用はプロバイダーが負担している。*Managing 401 (k) Plans*, November 2006, p. 6. その他の例は、*Managing 401 (k) Plans*, May 2005, p. 1, June 2004, p. 1 など参照。

動的に資産調整を行う投資アドバイス機能が組み込まれた新しい金融商品である。こうした同商品は通常の手数料とは別途に、運用資産から0.5%–1.5%程度の手数料が課せられる²⁷⁾。また、ファンドの組み合わせによって作られた高付加価値ファンド、いわゆるファンズ・オブ・ファンズにも類似の機能を果たすものがある。すなわちライフスタイルファンドやライフサイクルファンドである。前者は、年齢層別に提供されたファンドを加入者が加齢に応じて乗り換えていくタイプ（年齢層別提示型）であり、代表的商品は「バンガード・ライフストラテジー」である。後者は「2020年退職予定ファンド」のように、自らの退職予定に合わせた商品を購入し、あとはファンドのほうで自動的に退職年齢が近づくにつれて資産配分を保守化させていくタイプ（退職予定年ターゲット型）であり、「フィデリティ・フリーダム」に代表される²⁸⁾。

こうした自動調整商品は、1990年代からすでに存在していたが、401(k)の間では株価低落期の2001年以降、加入者にとっての「簡素さ」が注目を集め、急速に普及した。今日ではほとんどの401(k)プランが、これら商品を投資オプションのひとつに組み入れている。例えば、フィデリティの分析によると、ライフサイクルファンドの需要は2000年から2003年にかけて倍増し、75%のプランが運用オプションに組み込み、6%のプランがデフォルトのオプションに組み入れている²⁹⁾。同社のフリーダム・ファンドは、2003年時点で同社が管理するDC資産の3.4%にあたる201億ドルの残高であった³⁰⁾。また、シュワブの顧客では、投資アドバイスを受ける加入者のうち、84%がマネジド・アカウントを実際に購入しているというデーターもある³¹⁾。また、フィナンシャル・リサーチ社のレポートによると、ライフサイクルファンドは2004年の1年で

27) Plansponsor, *Magazine Articles*, October 2004, April 2005.

28) これらの定義に関しては, Plan Sponsor, *Magazine Articles*, April 2005. 主要業者のアドバイス活動の紹介は, 野村 (2003), p. 172.

29) *Managing 401 (k) Plans*, March 2005, p. 8.

30) Plan Sponsor, *Magazine Articles*, October 2004.

31) *Managing 401 (k) Plans*, May 2005, p. 1.

68%拡大し430億ドルにまで成長し、ライフスタイルファンドは、32%の増加で1,020億ドルにまで成長している³²⁾。こうした勢いは今後も継続されると見られ、マネジド・アカウントに投資されたDCプランの資産は、2010年までに6,000億ドル以上に達する、とする強気の見方もある³³⁾。

4. 投資アドバイスをめぐる政策的争点

(1) 投資アドバイスの禁止規定とその緩和

このように、アメリカにおける投資教育やアドバイスは金融機関にとっての私的な営業活動の性格を持っており、そのことが同サービスの提供の原動力となってきた。しかしながら、投資教育・アドバイスの私的活用はERISAで規定された受託者責任の原則とは対立しうる。ERISAは、企業年金の管理・運営に関わるものに受託者責任を課し、「年金資産を加入者の利益のためのみ」に用いることを規定している。この点からすれば、自社や提携企業の営業戦略として行われる投資教育は、加入者と金融機関の利益相反可能性を含み、この受託者責任に抵触する恐れがある。表1-aに示された1996年の投資教育に関する労働省定義は、この受託者責任に抵触しない投資教育範囲の確定を目的に作成されている。これを超える具体性をもつ情報提供は、投資アドバイスと規定される。投資アドバイスは、雇用主がその提供に関する受託者責任を負い、またプロバイダーが投資アドバイスを提供することはERISAの禁止取引にあたるとされた。すなわち、投資アドバイスを金融機関が私的に活用することに対しては、加入者の利益と対立するものとして、法律上の制約がかけられていた。

投資アドバイスの禁止規定は、しかしながら翌年の1997年には部分的に緩和される。TCW社が労働省に申請した401(k)に対する投資アドバイス業が、独立業者の開発プログラムを使用する等の条件付きで、『禁止取引』の除外を

32) Plan Sponsor, *Magazine Articles*, April 2005., March 14, 2005.

33) 遠山 (2004), p. 69.

受けたからである³⁴⁾。ただし、投資アドバイスの緩和は依然として部分的な措置であり、ERISAの受託者責任は依然として大きな投資アドバイス提供のディスインセンティブとなっていた。PSCAが雇用主に対して行った調査によると、「投資アドバイスを提供しない理由」(複数回答)として、上位に「損失発生責任」(93.1%)、「アドバイザー選択責任」(91.1%)「アドバイザー監視責任」(90.2%)、「アドバイザーの利益相反の責任」(83.8%)などが主要な理由として挙げられ³⁵⁾、またIOMAの調査でも、アドバイスを提供しないと答えた雇用主の89%が、受託者責任への懸念を理由として挙げている³⁶⁾。したがって、401(k)サービスを提供する金融機関業者にとっては、受託者責任こそが、投資アドバイス普及の障壁であった。

投資アドバイス規制緩和への動きは、表2-aに見るように2001年から活性化し始めていた。その契機となったのが、同時期から鮮明となった株式市場の低下傾向、およびエンロン社の破綻事件である。エンロン社の社員は、自らの401(k)資産の多くを自社株に投資していたため、同社の破綻によって彼らの資産の多くは失われた。この事件は、401(k)の自社株の保有比率、売却制限、またブラックアウト問題など自社株投資をめぐる一連の規制議論を引き起こした。自社株偏重の投資は、合理的な投資の観点から見れば当然不適切なものであるため、加入者に合理的な投資を促す投資アドバイスの強化がエンロン事件の教訓として取りざたされていた³⁷⁾。この過程の中で投資アドバイス規制緩和の急先鋒となったのは、下院の共和党議員のボーナー (Boehner) である。彼は、従来禁止取引とされたプロバイダーによる投資アドバイス提供の解禁を求め、エンロン社破綻以前の2001年6月21日に退職所得アドバイス法案を提出していた。この法案の内容は、推奨ファンドや手数料収入など潜在的な利益相反に関わる情報開示の条件を満たせば、プロバイダーを含め誰でも投資アド

34) 沼田 (1999), p. 20.

35) みずほ総合研究所 (2002), p. 161. *P & I*, March 4, 2002, p. 12.

36) Committee on the Education and Workforce, House (2003).

37) エンロン社の破綻事件およびその後の政策の対応については、吉田 (2006) 参照。

表 2 - a

1996年	6月11日	労働省、投資教育と投資アドバイスの定義を明示する最終規則の発布 (Interpretive Bulletin 96-1; Participant Investment Education; Final Rule)
1997年	11月4日	労働省、TCW社の投資アドバイス提供を認可 (Grant of Individual Exemptions)
2001年	6月21日	ボーナーのアドバイス法案、下院に提出 (HR-2269, The Retirement Security Advice Act)
	11月13日	ビンガマン、コリンズの独立投資アドバイス法案、上院の金融委員会に提出 (S. 1677, Independent Investment Advice Act of 2001)
	11月15日	ボーナーアドバイス法案が下院で可決 (HR-2269, The Retirement Security Advice Act)
	12月14日	労働省の意見勧告書 (条件付で投資アドバイスの提供を認める) (U. S. Department of Labor Advisory Opinion 2001-09A)
	12月19日	労働省が下院案に関して支持を表明
2002年	2月1日	ブッシュ大統領の資本市場改革案 → ボーナー案を支持 Choice Focus of Bush's Pension Plan encourage companies to provide outside investment advice
	2月28日	ブッシュ大統領の声明 → ボーナー案を支持 Specific on the President's Plan to Strengthen Retirement Security
	3月6日	ケネディ法案の提出を上院に提出 (S. 1992, PROTECTING AMERICA'S PENSIONS ACT OF 2002)
	4月11日	ボーナーの年金保障法案の下院通過 (ブッシュ提案に基づいた包括的提案) (HR-3762 The Pension Security Act of 2002)
	7月9日	ブッシュ大統領のウォールストリート演説
	7月30日	サーベランス・オクスリー法が大統領の署名により通過 → 投資アドバイスや自社株規制の先送り
2003年	5月14日	ボーナーの年金保障法案が下院で可決
	9月17日	国民従業員貯蓄及び信託株式保障法の提出 (上院案) the National Employee Savings and Trust Equity Guarantee Act, S 2424
2004年	5月14日	同法案が上院に提出される
2005年	1月31日	同法案が再び上院に提出される

出所) Pensions & Investment, Washington Post, EBSA, Bill Tracking などから報告者作成

バイスを提供することを認める、というものである。同法案は、共和党が多数派を占める下院において支持され、同年の11月15日に可決された。この法案は、エンロン社破綻事件への対処に動き出していた行政府においても強い支持を受け、大統領や労働省はこの提案を議会に促す声明をたびたび発表した。民間では、年金のスポンサー団体の PSCA や投資信託協会 (ICI) がこの法案成

立を支持していた³⁸⁾。同様の趣旨の法案は、翌年4月11日、2003年5月14日など、数回にわたり提出され、下院の可決を勝ち得ている。

このボーナー案は、しかしながら2006年の年金改革法成立までは、両院の賛成をかちえなかった。2002年6月には、エンロン社の破綻事件の総括として、いわゆるサーベランス・オクスリー法が成立したが、その中には、投資アドバイスの規制緩和は盛り込まれなかった。その主な要因の一つは、当時民主党が多数派を占めていた上院で強い反対を受けたからである³⁹⁾。その反対は、米国退職者協会（AARP）や労働組合のAFL-CIOなどの従業員・高齢者の団体によって支えられていた。しかしながら、上院もまた、投資アドバイスの普及とそのための規制緩和自体には必ずしも反対というわけではなく、下院とは別の規制緩和提案を行っていた。すなわち、上院では2001年11月13日に民主党ビングアマン（Bingaman）、共和党コリンズ（Collins）が独立投資アドバイス法案を提出し、2002年の3月には民主党ケネディ（Kennedy）が同様の趣旨の規定を含むアメリカ年金保護法案を再度提出した。その内容は、投資アドバイスが認可を受けた独立の業者から行われる場合に、雇用主はそのアドバイスに関する受託者責任を免除されるというものであった。

このように、上院・下院では共にアドバイス規制の緩和が議論されながらも、表2-bに見るように、その手段に関して合意は得られなかった。その結果、投資アドバイス緩和政策は議会において一本化されず、それぞれの法案は、提出、通過を幾度も繰り返されながらも、実現には至らなかった。

議会における投資アドバイスの規制緩和の試みが上記のように頓挫している中、これを大幅に推し進めたのが監督省庁である労働省であった。上記のように、同省はエンロン事件以前から意見勧告書による法解釈を通じて、投資教育の範囲確定や、投資アドバイスのうち禁止取引の適用除外を認め、積極的に投資アドバイスの規制緩和に努めてきた。上記の下院案に対しても、当時の労働

38) *P & I*, March 4, 2002, p. 2.

39) *P & I*, July 22, 2002, p. 23., *Washington Post*, April 12, 2002, p. E 01.

表 2 - b

	下 院 案	上 院 案	2001年の労働省意見勧告
主な提案者	Boehner	Bingerman, Collins, Kennedy	—
主な法案	(107th, HR-2269, 108th, HR-3762) ほか	(107th, S-1677, 107th, S-1992, 108th, S-2525)	(Advisory Opinion 2001-09A) (※ 1)
投資アドバイ スを提供でき る業者の範囲	すべての手数料と 利益相反の可能性 に関する情報公開	(1) 法的に適格性 を与えられた投 資アドバイザー 者 (2) 受託者として ERISA の 禁 止 取引に当たるア ドバイスや手 数料、報酬の徴収 は行えない。 (つまり独立業 者である必要が ある。)	プロバイダー自身がアドバイスを 提供する場合は次の条件を満たす 必要がある。 (1) 独立系業者のプログラムを使 用 (2) プロバイダーの支払う手数料 は、アドバイザーの総収入の 5 % (3) アドバイザーに支払われる手 数料は加入者に推奨されるファ ンドとは無関係である (4) プロバイダーはアドバイザー による資産配分プログラム作成 には一切関与しない ほか
プロバイダー 自身による投 資アドバイス 提供	○	× (※ 2)	△
投資アドバイ スに関する雇 用主の責任免 除	○	○	×
支持者	大統領、労働省、 PSCA, ICI, ほか Fidelity (※ 3)	AARP, AFL-CIO Fidelity (※ 3)	—

※ 1. 法案ではなく意見勧告書に基づく。

※ 2. ただし法案提出後に提示された労働省の意見勧告との関連は明確ではない。

※ 3. 最大手 401(k)業者の Fidelity は原則として下院案指示であったが、上院案についても支持の姿勢を見せた。

出所) Bill Traching ほか議会資料, Pensions & Investment, 労働省資料などより筆者作成

省長官は2001年の11月19日に、「11月15日に下院を超党派多数で通過したアドバイス法案が上院でも通過することを期待している。」と支持を表明している⁴⁰⁾。こうした動きの最大のものが2001年12月14日のサン・アメリカ・リタイアメント・マーケット社への意見勧告書 (advisory opinion) であった。この勧告書は、当該の401(k)に運用商品を提供するプロバイダーであっても表2-bに示された一定の条件の下で加入者に投資アドバイスの提供を認めた。これは、情報公開のみを条件とした上記のボーナー法案と比較すれば、利益相反可能性に関して依然として厳しい規制ではあるものの、プロバイダーが傘下企業を用いて投資アドバイスを提供することを事実上容認するものであった。

実際に、この決定を受けて認可を申請したサン・アメリカ社だけではなく、多くの企業が投資アドバイスの提供を拡大させていった。たとえば、野村(2003)では、この規定を用いて、オンライン・アドバイス・ツールを加入者ではなくコールセンターの応対者に使わせ、生身のファイナンシャル・アドバイザーにオンライン・アドバイス・ツールを持たせることでコストを削減する業者の事例が紹介されている⁴¹⁾。また、前節で説明した年金分野における一任勘定の台頭は、基本的にはこの規制緩和を契機としている。

投資アドバイスの解禁は、監督省庁主導で進められていった点で、401(k)成立の事情に類似している⁴²⁾。その後も、民主党案が意図している投資アドバイスの提供に関する雇用主の責任軽減に関して、ERISA 諮問会議 (Advisory Council) では投資アドバイス業の代表者らが法改正によってではなく労働省の受託者責任の定義の明確化によって実現するよう労働省に訴えている⁴³⁾。

40) “Statement of Assistant Secretary Ann L. Combs Regarding SunAmerica Advisory Opinion”, December 19, 2001. www.dol.gov, 淵田・大崎 (2002), p. 27。

41) その事例として、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。野村 (2003), p. 179。

42) 401(k)の成立過程については、吉田 (2002) を参照。

(2) 401(k)受給権保護に関する対立軸

次に、この投資アドバイス解禁議論における争点を確認し、問題の性質を分析していこう。

表2-bによれば、上院と下院の提案の中で具体的に対立していた論点は、投資アドバイス業者の独立性をめぐる規定である。下院のボーナー提案は、投資アドバイス提供の条件を情報公開に関する一定の基準にまで限定するという点に主眼を置いている。この規定が実現すれば、投資アドバイス業者は、加入者との利益相反可能性やプロバイダーや資産運用機関との独立性を考慮する必要はほぼ無くなり、プロバイダー自体がこれを兼務することや、さらには業者に販売手数料を支払い自社の販売商品を推奨させることさえ可能となる⁴⁴⁾。これに対し、上院案や反対論者が堅持していたのは、アドバイス業者はあくまで一定の独立性を持ったものでなければならない、という点であった。

アドバイスの議論の対立の背景にあったのは、投資アドバイスの私的財的な性質と加入者利益との調和の問題であった。賛成案の立場は、金融機関の私的利益と加入者の利益との調和を強調する。彼らの論理は、投資教育の私的活用をもアドバイス普及の原動力として認識し、これを最大限容認することで、加入者はより充実した投資アドバイスへのアクセスが可能となるというものである⁴⁵⁾。こうした認識は、たとえばエンロン事件後のブッシュ大統領演説でもたびたび言及されており、またセラーリ・アソシエーツ従業員給付コンサルタント会社のジョシュア・ディチも、「この法案に関して興味深い点は、それが自社商品を生み出すことで、低コストな商品を潜在的に提供する機会を創出することだ」と述べている⁴⁶⁾。同案の支持基盤は、全米投資信託協会(ICI)などア

43) *Managing 401(k) Plans*, August 2003, p. 2.

44) この下院案は、他にアドバイス業提供のための資格も大幅緩和し、無免許によるアドバイス提供も認める規定が含まれていた。Committee on the Education and Workforce, House (2003).

45) *P & I*, November 26, 2001, p. 2.

46) *Pensions & Investments*, November 26, 2001, p. 2.

メリカの金融機関の業界団体（ただし、保険業界は除く）や雇用主団体（PSCA）であり、彼らは同案の成立に向けて激しいロビー活動を展開していた⁴⁷⁾。彼らにとって下院案は、従来ビジネス拡大の障壁となっていた ERISA の責任を撤廃するものである。こうした立場からすれば、エンロン事件や後の投資信託スキャンダルなどの業界にとっての逆風でさえ、アドバイス業の必要性を訴える根拠として活用されうる⁴⁸⁾。

これに対して、反対論は、営業戦略の一環として提供される投資アドバイスは潜在的に偏向しており、加入者の利益を損なう可能性を持つことを懸念する⁴⁹⁾。すなわち、ここでは投資アドバイスの私的な性格が加入者の利益と対立の関係にある、という点が強調されている。彼らが問題としているのは、金融機関の利益相反行為からの加入者の保護である。この法案を支持するアドバイス業者も、同法案は「潜在的に偏向したアドバイスを容認するものである」とことは認めている⁵⁰⁾。また、議会での反対意見では、証券取引委員会（SEC）の元議長であるアーサー・レビット氏による次の言葉が、反対の論拠として引用された。「私の投資原則の基礎は、アドバイスは下心のない中立の相手から受けるべきだということだ」。同法の反対者は、また、そもそもエンロン事件とは証券アナリストや監査法人などの金融機関の間の利益相反問題に関する教訓を示した事件であり、多くの分野で利益相反に関する規制を強化が実施される中で、何故この投資アドバイスだけは利益相反可能性の規制を緩和するのか、という点を問題としている。たとえば、AARP は「ERISA は利益相反取引を正しくも禁止しているのに、エンロン事件後に、この禁止の撤廃を考えるのは非常識である。」としている⁵¹⁾。また、下院の少数派見解（MINORITY VIEW）で

47) *Pensions & Investments*, March 4, 2002, p. 1.

48) 実際に労働省は、投資信託スキャンダルが加入者に対する退職投資に関するアドバイスの必要性を生み出した、としている。*Pensions & Investment*, February 23, 2004, p. 2.

49) 例えば、*CQ Weekly*, Vol. 60 Issue 15, 2002, p. 2 の反対意見を参照。

50) *Pensions & Investments*, November 26, 2001, p. 2.

51) *Pensions & Investments*, March 4, 2002, p. 1.

も、下院案を「危険な抜け穴」を開くものであるとし、同様の見解が示されている⁵²⁾ この立場の主な関心は、加入者および退職者であり、全米高齢者団体(AARP)や、労働組合 AFL-CIO などが反対のための激しい活動を行っている⁵³⁾

これら対立する立場のいずれが、より説得力を持っているのか。現在では、その是非いずれの見解も直接的な事例や理論的証拠に乏しい。しかし、議会における政治的対立の現出にも拘らず、全体の過程としては投資アドバイスに関する雇用主の責任を軽減し、禁止取引の範囲を縮小する方向で事態は進行している。まず、実態の面においては、労働省の法解釈を通じた規制緩和は実現しており、この法令が今日のアドバイス業の普及の根拠となっている。また、この過程ではそもそも投資アドバイスへの規制強化が問題とされることはほとんどなかった。むしろ上院・上院案ともに、責任軽減を通じた投資アドバイスの規制緩和という方向性を志向している。上院案は、下院案の反対者である AARP や AFL-CIO にも支持されていた。逆に金融機関もまた必ずしも下院案に固辞するわけではなく、たとえば 401(k)サービスの最大手であるフィデリティが、上院案にも支持を表明する現象などが現れている⁵⁴⁾ 投資アドバイス業をめぐる対立は、現実の政治勢力としては根本的で排他的な関係が形成されているわけではない。投資アドバイスは、その私的活用を原動力として認め、その障壁を払う規制緩和によって普及させていく、ということが全体的な方向となっているのが今日のアメリカ年金政策の現状である。

5. 結論と示唆

本稿では、投資教育はその公共財的性格から過少供給の恐れがある、という小塩（2002）の提起を手がかりに、実際のアメリカの投資教育およびアドバイスの普及と発展の要因、また関連する政策的論点の分析を行ってきた。1990

52) Committee on the Education and Workforce, House (2003).

53) *Pensions & Investments*, March 4, 2002, p. 1., May 27, 2002, p. 1, July 8, 2002, P. 1, September 20, 2004, p. 4.

54) *P & I*, March 4, 2002, p. 1., May 27, 2002, p. 1.

年代アメリカにおける投資教育の普及と発展を支えた第1の要因は、ERISAのセーフ・ハーバー・ルールを通じた雇用主に対するインセンティブの設定であった。また第2に、投資教育の提供自体が401(k)サービス業者にとって私的な性質を持っており、このことが投資教育やアドバイス普及の原動力となっていた。特に2001年以降は、この私的活用の制約をさらに緩和することで投資アドバイスの普及を促そうという方策が議論され、その動きは2001年の労働省解釈によって部分的に実現した。

しかしながら、この規制緩和の過程は同時に投資教育・アドバイスが抱える課題を明確にするものであった。すなわち、投資アドバイスを私的に活用する金融機関と加入者の利益相反可能性である。この争点は現実の過程において激しい対立とはなっていない。しかしそれは、かつて労使の利害調整が中心であった企業年金分野において、DC普及とともに現出した新たな対立軸、すなわち金融機関と加入者との間の利益相反可能性を反映したものであった。この軸は、投資アドバイスのほか手数料や普及政策、情報公開など401(k)に関わる政策的課題の中心であるばかりでなく、総投資時代を迎えつつあるわが国の退職所得政策全般において重要性を持つ論点でもある。本稿は、投資アドバイスの分析を通じてこうした新しい政策軸の一端を提示した。しかし、この対立の正当性の吟味に関しては、まだアメリカに十分な事例がないこともあり、十分に検討ができなかった。今後の課題としたい。

参 考 文 献

- 小塩隆士 (2002), 「企業年金と投資教育 ～アメリカでの実証研究と日本版401(k)へのインプリケーション」, 『日本労働研究雑誌』, No. 504, 2002年7月号, pp. 12-23。
- 財形福祉協会 (2000), 『確定拠出型年金制度における投資教育について ～アメリカ・イギリスの勤労者保護の現状と法規制』。
- 証券団体協議会議 (2001), 『米国における投資教育の現状』。
- 遠山勤 (2004), 「米国401(k)の現状と新たな課題」, 『みずほ年金レポート』, 2004年, 7・8月合併号。
- 沼田優子 (1999), 「米国における401(k)プランの従業員向けコミュニケーションの実態」,

- 『FUND MANAGEMENT』, 1996 年秋季号。
- 沼田優子 (2002), 『米国金融ビジネス～金融先進国に学ぶ事業再編のヒント』, 東洋経済新報社。
- 野村亜希子 (2003), 「米国 401(k) プランの加入者教育の新潮流」, 『資本市場クォーターリー』, 2003 年夏季号。
- みずほ総合研究所 (2002), 『エンロン・ワールドコム・ショック』, 東洋経済新報社。
- 吉田健三 (2002), 「アメリカ年金政策における 401(k) 成立の意義～企業 IRA との競合関係の分析を中心に」, 社会政策学会『社会政策学会誌』, 第 7 号。
- 吉田健三 (2006), 「確定拠出型の企業年金 ～受給権の財産化の帰結」, 渋谷博史・中浜隆編, 『アメリカの年金と医療』, 日本経済評論社。
- Bayer, P., D. Berheim, and J. Sholz, (1996), “The Effects of Financial Education in the Workplace: Evidence from a Survey of Employers”, *NBER Working Paper*, No. 5655, July 1996.
- Berheim, D. and D. Garrett, (1996), “The Determinants and Consequences of Financial Education in the Workplace: Evidence from a Survey of Households”, *NBER Working Paper*, No. 5667, July 1996.
- Bernheim, D. (1996), “Rethinking Saving Incentives”, *Stanford Economics Working Paper*, No. 96-009.
- Burtless, G. (2000), “Social Security Privatization and Financial Market Risk”, *Center on Social and Economic Dynamics Working Paper*, No. 10.
- Committee on the Education and Workforce, House (2003), *MINORITY VIEWS, H. R. 1000, the “Pension Security Act of 2003”*, Thursday March 13, 2003.
- EBRI (Employee Benefit Research Institute) (2002), “Can 401(k) Accumulations Generate Significant Income for Future Retirees?”, *EBRI, Issue Brief*, No. 251.
- Hewitt Associates (1997), *Trends and Expense in 401(k) plans*.
- Munnell, A. and A. Sunden (2004), *Coming Up Short—The Challenge of 401(k) Plans*, Brookings.
- Pence, K. (2002), “Nature or Nurture: Why Do 401(k) Participants Save Differently than Other Workers?”, *Finance Economics Discussion Series (FEDS) 2002-33*, Federal Reserve Board.
- Porterba, J., S. Venti and D. Wise (2001), “The Transition to Personal Accounts and Increasing Retirement Wealth: Macro and Micro Evidence.”, *NBER Working Paper*, No. 8610.
- Samwick, A. & J. Skinner (1998), “How Will Defined Contribution Pension Plans Affect Retirement Income?”, *NBER Working Paper*, No. W6645.
- Weisbenner, S. (1999), “Do Pension Plans with Participant Investment Choice Teach Households to Hold More Equity?”, *FEDS*, 1999-61, Federal Reserve Board.