

米国 401(k)プランのマネージド・アカウントについて

小堀（野村）亜紀子

要 約

1. 米国 401(k)プランのマネージド・アカウントとは、希望する加入者のために、プランで提供される運用商品の投資比率を提示する投資アドバイスを自動的に執行するサービスである。大手証券会社のメリルリンチやオンライン・アドバイス業者大手のフィナンシャル・エンジンズなどが同サービスの提供に乗り出しており、最近、注目が高まっている。
2. 投資アドバイスやマネージド・アカウントをめぐるのは、企業の負う受託者責任の範囲が不明確という課題が未だ残されている。米国労働省の諮問委員会からは、企業のそのような懸念を払拭するためのセーフハーバー規則制定が提言されている。
3. わが国でも、今後、確定拠出年金がいっそう普及していくにつれて、多様な加入者のニーズに対応するために、商品・サービスのさらなる拡張が必要になってくると思われる。その際、米国 401(k)プランのマネージド・アカウントは、次世代のサービスの一つとして参考になる。

I. 多様化する米国 401(k)プランの商品・サービス

米国 401(k)プランでは、1981年の登場から 20 年余りの間に、商品・サービスの多様化が進められてきた。加入者に提供される投資の選択肢に注目すると、年金業界誌のプラン・スポンサーによる 2003 年調査では、平均 16.7 本、大企業プランでは 25.4 本の運用商品が提供されているという結果だった¹。95 年には投資の選択肢が 5 本以下という加入者が全体の 67%だったものが、2000 年には 15%に低下したという米国労働省の調査結果もあり、90 年代後半に 401(k)プランの提供商品数が急速に増加していったことが伺われる²。

また、運用商品の種類としては、投資信託、

利回り保証型保険商品（GIC）、自社株といったものに加えて、90 年代には自己指図型証券投資（self directed brokerage、以下、SDB）が登場した。これは、401(k)プランの中で個別株式を含む一般の証券投資が可能になるというサービスで、加入者の投資の選択肢を急拡大させるものだった。当初は受託者責任上の懸念などから普及を疑問視する意見もあったようだが、前述のプラン・スポンサー誌 2003 年調査によると、22%のプランが SDB を提供していた³。

SDB は投資への関心の高い加入者の存在を前提に開発されたサービスだが、一方で、投資経験のない加入者や投資判断に多くの時間を割けない加入者も存在する。そのような加入者に向いていると考えられたのが、ライフサイクル型ファンドで、2002 年頃から企業の間で注目が高まった。

ライフサイクル型ファンドには大きく分けて2つのタイプがある。一つは、保守的運用ファンド、積極運用ファンドなどを一つのパッケージとする「運用スタイル別提示型」である。目標アセット・アロケーション維持のためのリバランシングはファンド・マネジャーが行うので、加入者は基本的に、自分のリスク許容度が変化した時にファンドを乗り換えることだけを意識すればよい。もう一つが、ターゲット・イヤー・ファンドとも呼ばれるタイプで、ファンド・マネジャーが特定年に向けて運用内容を保守化させるので、加入者は、例えば、自分の退職年をターゲットとするファンドに投資するだけでよい。ライフサイクル型ファンドの中でも昨今注目が集まっているのがターゲット・イヤー・ファンドで、2003年以降に設定されたファンドも多数ある。

知識を身につけ自分で投資判断を行う加入者を念頭に、投資対象を拡大していった90年代のトレンドがSDBに象徴されるとすると、加入者の運用指図へのコミットメント低

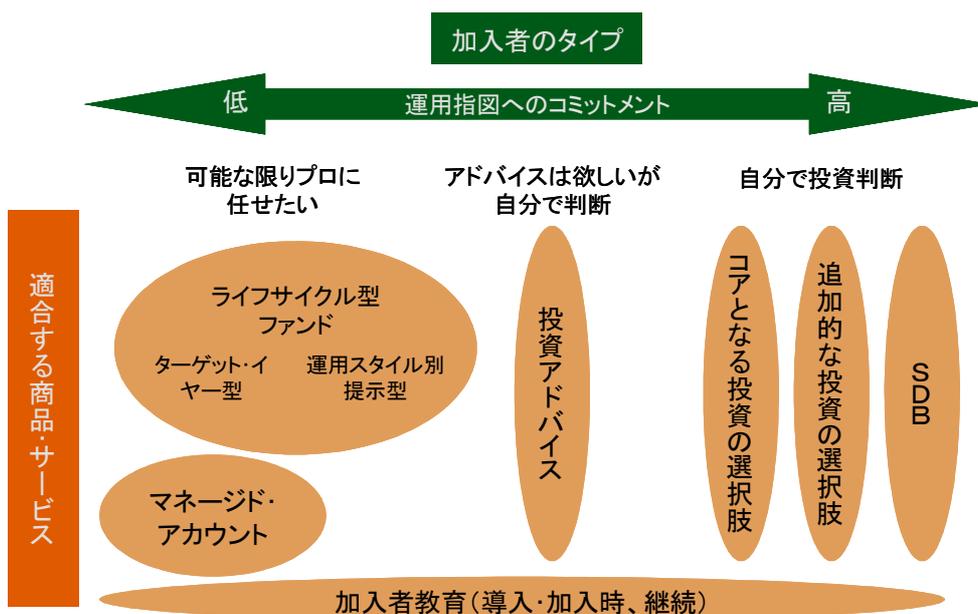
下を許すライフサイクル型ファンドへの注目は、そのアンチテーゼとも言える(図表1)。このような趣旨の異なる商品・サービス登場の背後には、加入者は多様であるという現状認識に基づき、より多くのニーズに対応しようとする企業や業者の姿勢がある。

II. マネージド・アカウントの登場

このように商品・サービス開発の動きが進む米国401(k)プランで、最新の動向に挙げられるのが、401(k)プランの中でのマネージド・アカウントの提供である。

一般に、マネージド・アカウントとは、投資家が証券会社や投資顧問会社に銘柄選択等の運用の裁量を与える取り決めである。証券会社等は事前に顧客の属性に基づき投資戦略を立案するが、それに基づく個々の取引に際して顧客の了解を事前に得る必要はない⁴。このようなサービスを401(k)プランの中で、一つの選択肢として提供する動きが始まっているのである。

図表1 加入者のタイプに応じた401(k)プランの商品・サービス



(出所) 野村資本市場研究所

1. 401(k)プランの中の投資アドバイス

401(k)プランの中のマネージド・アカウント提供は、同プランにおける投資アドバイスの提供から発展したサービスと言える。

401(k)プランの投資アドバイスとは、プランの品揃えの中の具体的な商品名を挙げて投資比率を加入者に提示するサービスである。個別の商品名を挙げる点が、一般的なアセット・アロケーションの提示にとどまる従来の投資教育と決定的に異なる。

401(k)プランの投資アドバイスは、利益相反の問題から、プランの商品・サービス提供者とは独立の業者が作成する。近年、インターネットの普及と共に、人を介するよりも低コストでサービス提供が可能なオンライン・アドバイス業者が活躍している⁵。主要業者を挙げると、フィナンシャル・エンジンズ、投信評価会社のモーニングスター、投資コンサルティング会社のイボットソン・アソシエイツなどである。

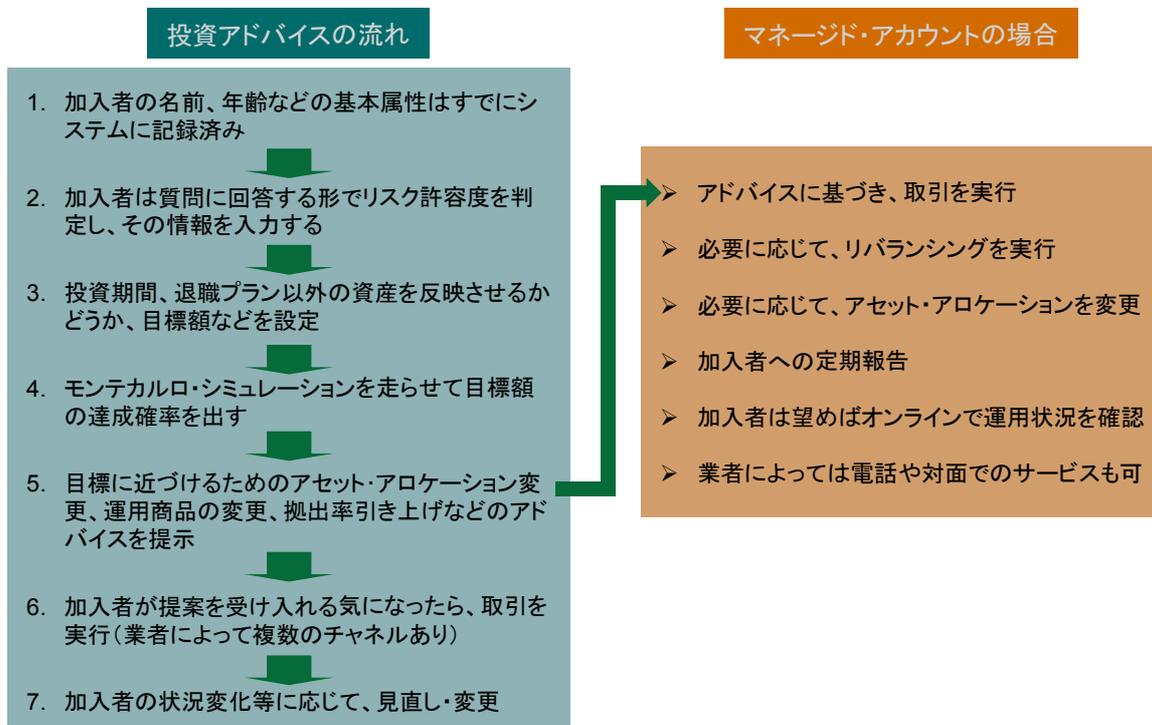
それらの業者によるサービスの手順を示すと図表2のようになるが、見ての通り、アドバイスの内容は、加入者のリスク許容度や目標額などの情報に基づき、期待収益率等の前提条件を置いてシミュレーションを行い、結果を提示するというコンピュータ・プログラムにより作成される。「今年は何が儲かるか」といった問いへの答えを示すものではない点には留意する必要がある。

2. マネージド・アカウントへの展開

米国でも、結局のところ加入者の最大の悩みは「何に投資すればよいのか」であると言われており、そのニーズに応えようとする投資アドバイスは、プラン・スポンサー誌の2003年調査では採用率が43.5%に上った。

ただ、同サービスでは、アドバイスを実行するかどうかは、加入者自身が最後に決断せねばならない。また、一度アドバイスを受けたら、以後定期的に見直しを行うことが望ま

図表2 401(k)プランの投資アドバイスとマネージド・アカウント



(出所) 野村資本市場研究所

しいが、それを実施するかどうかは加入者次第である。

このような加入者に残されたコミットメントをも取り除いたのがマネージド・アカウントである。マネージド・アカウントでは、作成された投資アドバイスが自動的に執行される。ポートフォリオのリバランシングやアセット・アロケーションの変更も、アドバイスの内容に則して、加入者がその都度指示しなくても行われる（図表2）。

マネージド・アカウント・サービスのコストは、口座残高に対する手数料の形で、同サービスを利用した加入者の負担となることが多いようである。このため、マネージド・アカウントに対する批判的な意見として、加入者が追加的なコストに見合うサービスを受容できるのかという疑問が呈示されている⁶。

3. 401(k)プランのマネージド・アカウント提供業者

前述の通り、401(k)プランのマネージド・アカウント・サービスは、投資アドバイスから発展してきたという経緯もあり、両方を一つのパッケージとして提供する業者が多いよ

うである（図表3）。

例えば、フルサービス証券会社大手のメリルリンチは、メリルリンチ・アドバイス・アクセス（Merrill Lynch Advice Access）というサービス名で、①1回きりのアドバイス提供、②リバランシングも任せられるリバランシング・プログラム、③加入者の属性変化に応じたアセット・アロケーションと投資対象の変更も任せられるパーソナルマネジャー（Personal Manager）の3バージョンを提供している。ベースとなる投資アドバイスを作成するプログラムは、イボットソン・アソシエイツのものである。

また、同じく証券会社大手のチャールズ・シュワップも、投資アドバイスと同アドバイスに基づく自動リバランシング・サービスを提供している。同社のプログラムは、独立系オンライン・アドバイス業者のガイドドチョイス（GuidedChoice）による。

シュワップは2003年9月、上記サービスを、企業及び加入者への追加手数料なしで提供すると発表して、業界内で注目を集めた。ガイドドチョイスのサービスの対価はチャールズ・シュワップが負担し、シュワップの

図表3 401(k)プランのマネージド・アカウント提供業者

業者名	特色
メリルリンチ	<ul style="list-style-type: none"> メリルリンチ・アドバイス・アクセス（Merrill Lynch Advice Access）では、通常の投資アドバイス、リバランシングは業者に任せられるリバランシング・プログラム、パーソナルマネジャー（Personal Manager）の3つのオプションを提供 パーソナルマネジャーでは、加入者の属性変化に合わせたアセット・アロケーション及び投資対象の変更も対応 アドバイス作成は、イボットソン・アソシエイツのプログラム 提供チャンネルは、オンライン、コールセンター、対面
チャールズ・シュワップ	<ul style="list-style-type: none"> 通常の投資アドバイスに加えて、加入者が不要の意思表示をしない限り、自動リバランシングを実行 アドバイス作成は、ガイドドチョイスのプログラム 提供チャンネルは、オンライン、コールセンター、対面 シュワップの運営管理サービスを受けるプランは、追加コストなしで同サービスを利用可
フィナンシャル・エンジンズ	<ul style="list-style-type: none"> 同社のアドバイス・プログラムを、通常の投資アドバイスはパーソナル・オンライン・アドバイザー（Personal Online Advisor）、マネージド・アカウントはパーソナル・アセット・マネジャー（Personal Asset Manager）のサービス名で提供 パーソナル・アセット・マネジャーでは通常の投資アドバイスに加えて自動リバランシングを実行 四半期に1回の加入者向け報告書 提供チャンネルはオンライン、コールセンター

（出所）各社ウェブサイト等より野村資本市場研究所作成

401(k)プラン運営管理サービスの一環でガイドドチョイスの投資アドバイスと自動リバランス・サービスを利用するプランには、追加的な課金を行わないというものである。シュワップによると、2004年8月の段階で100以上のプランがガイドドチョイスのアドバイス・サービスをシュワップ経由で利用している⁷。加入率や従業員拋出率の向上などの効果も計測されているということである。

オンライン・アドバイス業者大手のフィナンシャル・エンジンズもマネージド・アカウント・サービスに進出している。フィナンシャル・エンジンズは2003年10月、同社のプログラムに基づくアドバイスの内容を実行し、リバランス等も請け負うパーソナル・アセット・マネジャー（Personal Asset Manager）の提供を開始した。また、フィナンシャル・エンジンズの実力提携先であるバンガードは2004年4月、フィナンシャル・エンジンズのプログラムを利用した401(k)プランのマネージド・アカウント・サービスであるバンガード・マネージド・アカウント・プログラム（Vanguard Managed Account Program）の提供を発表した⁸。同プログラムでは、四半期ごとに利用者のポートフォリオが見直され、必要なリバランスが実行される。また、利用者の加齢に合わせたポートフォリオの保守化も行われる。

モーニングスターも2004年9月、モーニングスター・リタイアメント・マネジャー（Morningstar Retirement Manager）を翌月から開始すると発表した⁹。これは、同社が従来から提供してきた、401(k)プラン向け投資アドバイス・プログラムであるモーニングスター・アドバイス・オンライン（旧クリアフューチャー）と、同社が2003年7月に買収したエムパワー（mPower）のパーソナル・アドバイザー（Personal Advisor）を統合したもので、投資アドバイスに加えてマネージド・アカウントも提供される。同社はさらに、

2005年第1四半期には、退職者向けに投資アドバイス及びマネージド・アカウント・サービスを提供すると発表した。これらのサービスの退職者向けの提供は業界初とされている。

この他にも、保険会社大手のプリンシパルが2004年5月、同年末から2005年初めにかけて、プリンシパル・マネージド・アカウント・プログラム（Principal Managed Account Program）の提供を開始する旨、発表している¹⁰。

90年代後半、オンライン・アドバイスへの注目が高まった頃は、投資教育は自分で判断するタイプの加入者向け、投資アドバイスは誰かに助けを求めたいタイプの加入者向けのサービスであると考えられた。ところが今や、「投資アドバイスはドゥ・イット・ユアセルフ型の加入者向け、マネージド・アカウントは投資に時間を割かない・割けないタイプの加入者向け」と表現されている。マネージド・アカウントは、現在提供されている401(k)プランの商品・サービスの中で、ターゲット・イヤー・ファンドと並んで、加入者が運用指図へのコミットメントを最も低くとどめることを可能にするサービスと位置付けられる。

Ⅲ. 受託者責任の問題

1. マネージド・アカウントを可能にした規制解釈

規制上、401(k)プランのマネージド・アカウントを可能にしたのは、2001年12月、米国労働省がサンアメリカに対して出した助言意見である¹¹。同助言意見により、①アドバイスの内容がサンアメリカ（プランの商品・サービス提供者）とは独立の専門業者のコンピュータ・プログラムにより作成される、②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

手数料とは無関係である、等の一定の条件を満たせば、投資アドバイスの内容を自動的に執行する「裁量的サービス」をサンアメリカが提供しても、従業員退職所得保障法（ERISA）上の利益相反には当たらないという労働省の解釈が示された。

しかし、この助言意見だけでは、必ずしも企業にとって、投資アドバイスやマネージド・アカウントを採用する際の、受託者責任上の懸念を払拭するには十分ではないようである。企業等の受託者は、ERISA404条(c)項により、加入者が自らの資産をコントロールする確定拠出型においては、その結果生じた損失について責任を負わないとされている。投資アドバイスやマネージド・アカウント採用の結果、ERISA404条(c)項の要件が満たせなくなり、運用の結果についての受託者責任が発生するのではないかという懸念は根強く残っていると言われる。

例えば、人的資源管理協会（SHRM）・従業員給付研究所（EBRI）他が共同で行った調査によると、401(k)プランの投資アドバイスを採用しない企業の大半が、法改正により、アドバイスの内容に関する受託者責任は企業ではなくアドバイス提供者にあることが明確化され、アドバイスに関して不満を持った加入者に企業が訴えられる懸念が除去されれば、投資アドバイスの採用に踏み切りたいと回答した¹²。

ただ、以前と比較すると、投資アドバイスやマネージド・アカウントを採用しなかった結果、加入者が的確な運用指図を行えなかったとして不満を抱くリスクの方が、採用した結果、加入者がアドバイスの内容に不満を抱くリスクよりも大きいとする論調が強まっているようではある¹³。サンアメリカの助言意見により制度上可能になってから3年弱という中で、PSCA（Profit Sharing / 401(k) Council of America）の調査によると、すでに22%のプランがマネージド・アカウント・サ

ービスを採用していたが¹⁴、これはそのような論調の変化に負うところが大きいと思われる。

2. 米国労働省諮問委員会の関心

マネージド・アカウントは、ERISAにより設立された労働長官の諮問委員会である、従業員福利厚生及び年金給付プランに関する諮問委員会（Advisory Council on Employee Welfare and Pension Benefit Plans）の関心を惹くところにもなっている。同委員会は2003年11月、「確定拠出型年金における選択的専門家運用指図に関するワーキンググループ報告書」を公表した¹⁵。

同報告書は、近年の確定拠出型年金における最大の変化として、投資に関する加入者の選択肢に、専門家による運用指図（本稿のマネージド・アカウントも含まれる）が加わったことを挙げ、その点に関して労働省が果たすべき役割は何かを模索することを目的とした。図表4にあるように、マネージド・アカウント提供をめぐる様々な論点が挙げられた上で、以下の4つの提言がなされた。

図表 4 401(k)プランのマネージド・アカウントに関する労働省諮問委員会報告書の概要

テーマ	議論
利用実態	<ul style="list-style-type: none"> ・ 企業のマネージド・アカウントへの関心は強い。受託者責任軽減の一助になると考える企業、加入率、拠出率、投資リターンの向上につながると考える企業など。 ・ 加入者による利用率は現時点で 15～37%。 ・ 導入により拠出率の向上がみられた。 ・ 業者の報酬体系は、プラン資産から支払う方法と、利用した加入者が支払う方法が採られている。 ・ 既存の投資の選択肢に対する追加オプションとして提供される。
企業の受託者責任	<ul style="list-style-type: none"> ・ 企業の間で投資アドバイスやマネージド・アカウント・サービスの採用により ERISA404 条(c)項の保護がなくなるという誤解があるので、労働省からの明確化が望まれる。 ・ 投資アドバイスの採用により、企業の受託者責任は軽減しうる。ところが、増加すると思っている企業もある。労働省は、企業の懸念を払拭するために、投資アドバイス業者の選定・モニタリングに関するセーフハーバー規則を制定すべきである。 ・ 業者の選定は、企業の受託者としての行為である。 ・ 業者の選定とモニタリングについては、96 年に本諮問委員会が作成したプロセス（業者選定時の留意点、投資マネジャー採用時の追加的な留意点、モニタリングに関する留意点の諸項目から成る）が最も包括的。
業者の要件	<ul style="list-style-type: none"> ・ 業者が、企業と加入者に対し、潜在的な利益相反及びプランと加入者によりもたらされる収入・報酬（ハード・달러、ソフト・달러の両方）について全面的な開示を行う旨、義務付けられるべき。 ・ 加入者は業者の資格等に関する情報全般についてアクセスを与えられるべき。 ・ 業者がサービスを提供するに当たって、①加入者のアセット・アロケーション決定、②加入者ごとの投資戦略実行のための投資商品選定、③加入者ごとの投資戦略のモニタリング、④加入者の投資費用のコントロール、について、リスク許容度の評価、トータル・ポートフォリオの理解、商品選択とアセット・アロケーション、継続的モニタリングの各事項について手続きを定めるのが、一般的な受託者責任を果たす上での出発点。
加入者による業者選定	<ul style="list-style-type: none"> ・ 加入者はこれまでも、プランの外でアドバイザー等を雇うことは自由に行えた。 ・ 加入者が自分でマネジャーを選定した場合、ERISA404 条(c)項の考え方に基けば、一般に企業やトラスティはそのモニタリングについて責任を有さない。

（出所）U.S. Dept. of Labor, *Report of the Working Group on Optional Professional Management in Defined Contribution Plans*, 11/7/2003 より野村資本市場研究所作成

- | | |
|---|--|
| <p>① 労働省は、現行の「デフォルト選択肢」（加入者の運用指図がない場合に拠出金が投資される運用商品）に、ライフサイクル型ファンドを追加すべきである。</p> <p>② 労働省は、マネージド・アカウントの採用が総合的な受託者責任の軽減につながりうることを企業に対し明確にすべきである。</p> <p>③ 労働省は、企業によるマネージド・アカウント提供業者の選定とモニタリングに関して、新たなセーフハーバー規則（一定の要件を提示しそれらを満たせば企業</p> | <p>が労働省により受託者責任違反を問われることはないとする規則）を設けるべきである。その際、中小企業の業者選定・モニタリング能力の限界が勘案されるべきである。</p> <p>④ 労働省は、加入者自身が自分の口座資産を運用する業者を選定し、企業がその手数料を負担するという取り決めの場合、企業の受託者責任がどこまで及ぶのかを明確にするべきである。</p> <p>なお、投資アドバイスやマネージド・アカウント採用の受託者責任問題は、規則改正で</p> |
|---|--|

はなく法改正により対応する必要があるという考え方も根強い。そのための法案提出はこれまでにいくつもあり、例えば直近では2003年にジョン・ボナー下院議員とトーマス・ダッシュル上院議員がそれぞれ法案を提出したが、会期中の成立は難しいと見られている¹⁶。

マネージド・アカウントの今後の普及については、企業が同サービスや投資アドバイスの採用に関して抱く受託者責任上の懸念が、規則改正あるいは法改正により払拭されるかどうかの影響も大きいと言えよう。

IV. 米国の方向性とわが国への示唆

冒頭で述べたように、米国 401(k)プランは、90年代に SDB に象徴されるような投資の選択肢の拡大が進み、ネットバブルの崩壊後は、加入者の運用指図へのコミットメントという意味では、対極的とも言えるライフサイクル型ファンドやマネージド・アカウントが注目を浴びた。この動きは、投信直販やオンライン証券取引の普及から、再び証券会社営業職員等の専門家のアドバイスを求める方向への転換が観察される、米国リテール証券ビジネスの潮流とも一致する。

ここで一つ誤解してはならないのは、ライフサイクル型ファンド、投資アドバイス、マネージド・アカウントのいずれも、あくまでも加入者教育の存在があつてこそ、それぞれの長所を發揮できる点である。基本的なアセットクラスを理解、分散投資の重要性といった投資の基本知識がなければ、これらの商品・サービスの十分な理解と活用は望めない。401(k)プランのマネージド・アカウントを採用している米国企業でも、加入者教育は当然のこととして提供されている。

わが国の確定拠出年金導入企業の間では、加入者教育、中でも制度導入後、継続的に行われる継続教育に対する関心が高い。加入者教

育の重要性に異論を差し挟む余地はないが、一方で、わが国でも今後、確定拠出年金がいつそう普及するにつれて、多様な加入者の多様なニーズに対応するために、さらなる商品・サービス拡張が必要になってくると思われる。そのような事態を念頭に置くと、米国 401(k)プランのマネージド・アカウントは、わが国確定拠出年金の次世代のサービスを考える上で、大いに参考になるといえる。

¹ “2003 Plan Sponsor DC Survey,” *Plan Sponsor*, Nov. 2003.

² U.S. Dept. of Labor, *National Compensation Survey: Employee Benefits in Private Industry in the United States*, 1995 and 2000.

³ 401(k)プランのスポンサーたる企業は、プランで提供される投資の選択肢の選定及びモニタリングについて受託者責任を負う。投資機会が事実上無限に広がる SDB では、投資対象のモニタリングは不可能であり、その点を懸念する企業もあった。

⁴ マネージド・アカウントについては、沼田優子「多様化する米国の資産管理型サービス」『資本市場クォーターリー』2004年秋号を参照のこと。

⁵ 401(k)プランの投資アドバイスにおいてオンライン・アドバイス業者が活躍する経緯については、野村重紀子「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 76~80 ページを参照のこと。

⁶ 例えば、401(k)プランの創始者でコンサルタントのテッド・ベナ氏は「加入者ごとにテイラーメイドのアドバイスを提供するとしつつ、その実態は 8~10 種類のポートフォリオの中で割り当てているのに過ぎず、よりコストの低いライフサイクル型ファンドに投資した方がよい」としている。“No More Hard Choices,” *Wall Street Journal*, 7/19/2004.

⁷ “Schwab and GuidedChoice Take More Than 100 Plans ‘Live’ with Advice Services,” Charles Schwab News Release, 8/19/2004 及び同社ウェブサイトより。

⁸ “Vanguard to Provide Personal Portfolio Management to 401(k)/403(b) Plan Participants,” The Vanguard Group, 4/28/2004. なお、フィナンシャル・エンジンズとバンガードは 2001 年 3 月に提携し、バンガードの運営管理サービスを受ける 401(k)プランがフィナンシャル・エンジンズの投資アドバイス・サービスを採用する際には、追加的な課金を行わないとして話題になった。他方、今回のマネージド・アカウントについては、利用者の口座資産に対する残高手数料を設定している。

⁹ “Morningstar Announces Next Generation of Retirement Planning Service, Expects to Add Offerings for Retired Investors in 2005,” Morningstar Press Release, 9/21/2004.

¹⁰ “The Principal Financial Group Launches Managed

Accounts Program for Retirement Plan Investors,” The Principal News Room, 5/25/2004（同社ウェブサイト）。

¹¹ U.S. Dept. of Labor Advisory Opinion 2001-09A, 12/14/2001. なお、同助言意見は、本文中の条件を満たせば、投資アドバイスをサンアメリカが提供しても、ERISA 上の利益相反に当たらないという労働省の解釈を示したことでも知られる。

¹² “Survey Finds Nearly Half of All Employers Offer Retirement Investment Advice; More Employers Want To,” Employee Benefit Research Institute News Release, 7/29/2004.

¹³ 例えば、Scarlett Ungurean, “401(k) Plans: Are Employers Taking on More Risk by Providing Investment Advice to Participants?” Mercer Investment Consulting, May 2004.

¹⁴ PSCA は確定拠出型年金に関する調査・政策提言を行う非営利組織。このコメントは“*No More Hard Choices*,” *Wall Street Journal*, 7/19/2004 より。

¹⁵ U.S. Dept. of Labor, Employee Benefits Security Administration, *Report of the Working Group on Optional Professional Management in Defined Contribution Plans*, 11/7/2003.

¹⁶ ボーナー法案は「2003 年年金保障法案」（Pension Security Act of 2003、HR1000）で 2003 年 5 月に下院通過まで至った。ダッシュル法案は「2003 年年金保護及び拡張法案」（Pension Protection and Expansion Act of 2003、S9）で 2003 年 1 月に提出された。