

米国 401(k)プランの手数料をめぐる議論

野村 亜紀子

■ 要 約 ■

1. 米国 401(k)プランの手数料をめぐる議論が活発化している。争点となっているのはレベニュー・シェアリングと呼ばれる慣行で、401(k)プランで提供される運用商品の手数料の一部が、運営管理サービス業者に支払われる取り決めである。
2. レベニュー・シェアリングには、それに見合う形で運営管理手数料が割り引かれる等の利便性があり、中小企業の 401(k)プラン普及を促進したという指摘もある。他方、事業主や加入者による 401(k)プラン手数料の把握を困難にする面もあり、ディスクロージャー強化の必要性が認識されていた。
3. 2006 年秋以降、大手企業の 401(k)プラン手数料に関する訴訟が次々と申し立てられたことを一つの契機に、この問題に対する注目が高まった。2007 年 3 月には連邦議会の公聴会が開催され、加入者、事業主、規制当局への効果的・効率的なディスクロージャー拡充が模索されている。
4. 事業主が運営管理機関に商品選定を委託できるわが国確定拠出年金では、運営管理機関がレベニュー・シェアリングを行うと、自らの収入の大きい商品を選定する誘因が働きうる。また、このような取り決めに伴う、手数料の透明性に関する課題が大きいことは、米国の議論からも明らかであろう。

I 再燃する 401(k)プラン手数料問題

米国では、401(k)プランが確定給付型企业年金を加入者数、資産残高ともに上回り、主たる企業年金の地位を占めている。2006 年には、1974 年従業員退職所得保障法 (ERISA) 以来の包括的な法改正と言われる「2006 年年金保護法」が成立し、401(k)プランの法制についても近年の実態面での変化に対応する手直しが行われた。

このような中で、401(k)プランをめぐる今ひとつの懸念事項とされていたのが、手数料の問題だった。僅かな手数料であっても長期にわたる運用成果への影響は多大であり、その適切性がきわめて重要であるにも関わらず、事業主や加入者による理解が不十分ではないかという認識からだった。401(k)プランの手数料は、90 年代後半にも一度注目され、本稿のテーマである「レベニュー・シェアリング」と呼ばれる慣行もその際の争点だったが、2006 年秋以降、大手企業十数社に対する訴訟が提起されたのを一つの契機に、再び注目

が高まっている。本稿では、米国における議論のポイントを紹介し、わが国への示唆を考える。

II 401(k)プラン手数料とレベニュー・シェアリング

1. 401(k)プランのサービスと手数料

まず、401(k)プランをめぐってどのようなサービスが提供され、それらに対する手数料が誰によりどのように負担されているのかを確認する。401(k)プランは企業年金であるが、加入者自身が口座資産の運用指図を行うため、図表1にあるように、個人口座管理、投資教育など個人投資家向けの証券サービスとの共通点が多い。提供業者は、金融サービス業者の職域サービス部門や福利厚生コンサルティング会社などで、業者の観点から分類すると、運用商品、口座管理、投資教育などが加入者向けサービス、規制対応などが事業主向けサービスと大別できる。

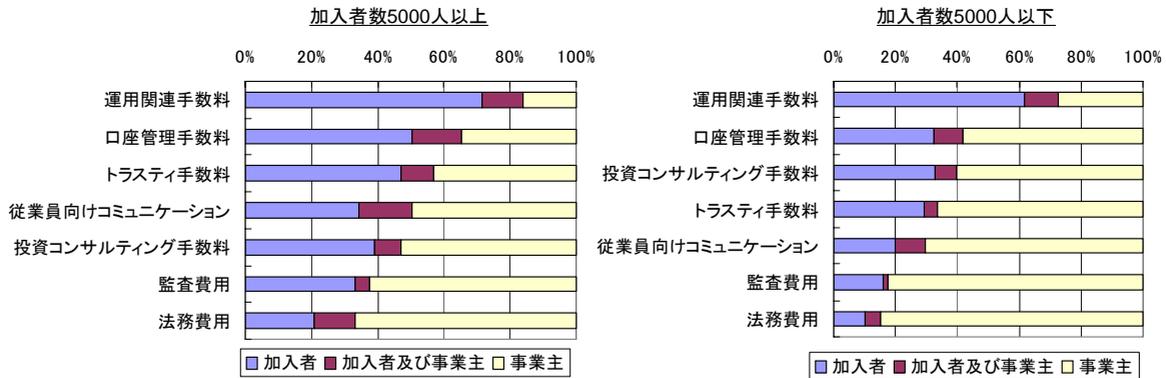
手数料負担も上記の分類に沿って見ると理解しやすい。図表2にあるように、加入者数5000人以上の大型プランとそれ以下とで違いはあるものの、基本的には、投資信託など運用商品の手数料は加入者負担、監査、法務といった規制関連は事業主負担というパターンが中心的である。

図表1 401(k)プランをめぐるとサービス

運用関連	
加入者コミュニケーション	従業員ミーティング、コールセンター、音声応答システム、ウェブサイト、SPD（要約プラン説明書）その他資料
投資教育・アドバイス	オンライン試算ツール、対面の投資アドバイスなど
資産運用	通常、専門家が運用する多様な投資の選択肢が提供される
証券口座	加入者による個別株式の購入を可能にする
自社株ファンド	自社証券への投資を容易にする
ローン	ローンがプランで提供される場合の諸手続及び事務処理
保険、アニュイティ	年金化を給付の選択肢として提供するなど
運営管理・資産管理	
レコードキーピング	プランの記録管理、従業員の加入手続き、加入者の運用指図・拠出・給付の処理、加入者への口座ステートメントの発行
取引処理	加入者の運用指図等に伴う取引処理
トラスティ・サービス	信託でのプラン資産管理
規制対応	
プラン書類関連サービス	プロトタイプ・プランの提供など
コンサルティング	加入者に提示する運用商品の選定を支援
会計・監査サービス	年次報告書（フォーム5500）の準備など
法務アドバイス	プランの要件の解釈、法令遵守、プランの修正、給付に関する問題処理などに関する助言
差別禁止テスト	内国歳入法差別禁止規定の遵守
年金分割の処理	離婚による口座の分割がERISAに則って行なわれるようにする

(出所) ICI, Fundamentals, Nov. 2006 より野村資本市場研究所作成

図表 2 401(k)プラン手数料の負担者 (2005年)



(注) 回答プランの比率。「加入者」と「加入者及び事業主」の合計が大きい順
 (出所) GAO レポート 07-21 より野村資本市場研究所作成

ここで口座管理手数料に注目すると、大型プランの半分以上が加入者負担となっている。ただ、必ずしも、加入者に別建てで口座管理手数料が課金されているという意味ではない。投資会社協会 (ICI) によると、運営管理サービス手数料の負担者は誰かという問いに対し、事業主の負担という回答が 37%、加入者が運用商品手数料を通じて負担という回答が 38% だった¹。運用商品手数料の一部が運営管理サービスに当てられているということであり、この背後にあるのがレベニュー・シェアリングである。

2. レベニュー・シェアリングの存在

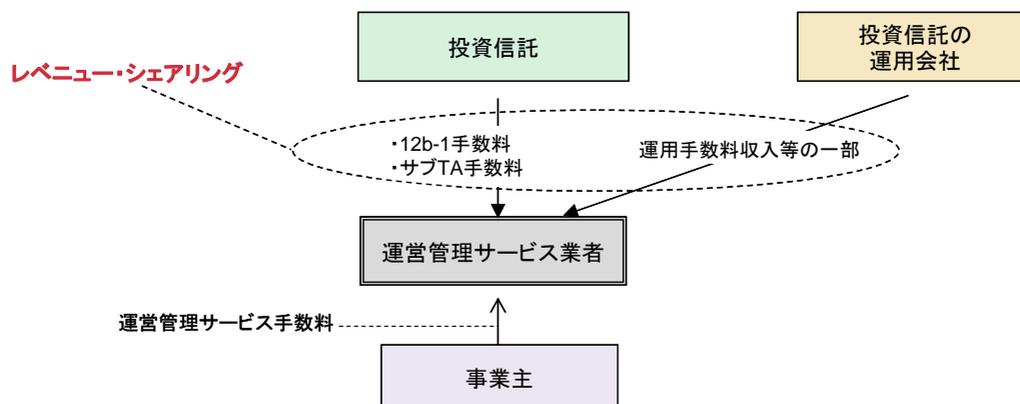
レベニュー・シェアリングとは、401(k)プランで提供される運用商品の手数料の一部が、運営管理サービス業者を含むプランへのサービス提供者に支払われる取り決めである。401(k)プラン資産の半分以上を占める投資信託をめぐるレベニュー・シェアリングを図示したのが図表 3 であるが、投資信託の手数料 (信託報酬) の一部や、投信運用会社の収入の一部が、口座管理等を行う運営管理サービス業者に支払われている。レベニュー・シェアリングは広く普及した慣行と言われており、運営管理サービス業者にとっては事業主から直接受け取る手数料とは別に、重要な収入源となっている。

レベニュー・シェアリングは、口座管理や投資家向け情報提供など、通常の運用商品の販売において販売業者の提供するサービスを、401(k)プランでは運営管理サービス業者が代わりに提供しているという考え方にに基づき行われている。本来であれば 401(k)プランの運営管理サービス業者が受け取るべき対価が、運用商品の手数料に含まれているので、その部分を切り出して運営管理サービス業者等に支払うという考え方である²。

¹ ICI, Fundamentals, Nov. 2006.

² 事業主に商品選定のアドバイスを行う年金コンサルタントなどの業者が、運用会社から自社商品を勧める見返りとして報酬を受け取る取り決めも、レベニュー・シェアリングと呼ばれる場合があるが、本稿ではそのような慣行は対象としない。なお、年金コンサルタントをめぐる利益相反の可能性について 2005 年に SEC から

図表3 レベニュー・シェアリングの仕組み（投資信託のケース）



(注) 12b-1 手数料は、投信残高から差し引かれる販売関連手数料。サブ TA 手数料は、名義書換及び付随する投資家向けサービスの再委託先に支払われる手数料。

(出所) 野村資本市場研究所

401(k)プランの運営管理手数料は、元々は運営管理サービス業者が事業主に対し、別建てで請求する形が中心的だった。ところが、自社の運用商品と運営管理サービスをパッケージで提供するバンドル・プランなどで、プラン提供業者が運用商品からの収入を見込んで、事業主に請求する運営管理サービス手数料を割り引くというマーケティングが普及した。さらに、401(k)プラン市場の競争激化の中で、自社商品のみではなく他社の商品も併せて提供するパターンへのシフトが進んでいくと、バンドル・プラン提供業者は、他社商品に投資される分についても運営管理サービスを低料金で提供する格好になった。他社商品の分だけ事業主に課金する運営管理サービス手数料を引き上げるという方法もあり得たが、実際に普及したのは、他社商品の運用会社に対して収入の一部を共有するよう求める慣行、すなわちレベニュー・シェアリングだった³。

レベニュー・シェアリングは、業者にとって 401(k)プラン・ビジネスの収益性維持の途を残しつつ、総合的なプラン運営コストの抑制を可能にしたとも言われる。プラン運営のコスト抑制は、中小企業による 401(k)プラン導入を容易にし、401(k)プランの普及に貢献したという指摘も行われている⁴。

3. レベニュー・シェアリングと商品選定の受託者責任

レベニュー・シェアリングが可能なのは、事業主が受託者として商品選定の責任を負う

調査報告が出されている（野村亜紀子「米国 SEC の年金コンサルタントに関する調査報告」『資本市場クォーターリー』2005 年夏号を参照）。また、連邦議会下院教育・労働委員会のジョージ・ミラー委員長がこの問題に関心を示しており、公聴会開催の可能性も報じられている（Doug Halonen, “Miller to probe 401(k) consultant conflicts,” *Pensions & Investments*, 5/14/2007.）。

³ もっとも、他社商品を含まないバンドル・プランにおける手数料のやり取りも含めて、レベニュー・シェアリングと称される場合もある。

⁴ Judy Ward, “Payback,” *Plan Sponsor*, Aug. 2005

からである。実務上は、プランの商品・サービス提供者や年金コンサルタントが様々なアドバイスを行うとしても、事業主が最終的な決定権と責任を持つことが大前提となる。仮に、図表 3 の運営管理サービス業者が商品選定を行うと、自らの得る収入を最大化するような商品を選定することへの誘因が働き、加入者の利益のみを考えて商品選定を行うべき立場との対立が生ずる。

事業主はプランの商品選定を行う際に、手数料も含めた総合的な判断を下すことを求められる。単純に手数料が低ければ良いわけではなく、また、レベニュー・シェアリングが行われていても、事業主がその事実を認識し加入者の利益になると判断するのであれば問題ないと考えられている。

ただ、レベニュー・シェアリングは、プランのサービスと手数料の対応関係を複雑化させる側面がある上に、定型化されたディスクロージャーも存在せず、事業主が本当に理解できているのかという懸念は根強くあった。例えば、レベニュー・シェアリングの金額は通常、残高に対するパーセンテージで計算されるため、残高が大きくなるにつれて増加する。したがって、提供されるサービスもこれに伴い充実するのが筋だが、これを把握し監視し続けるのは容易ではない。また、加入者向けのディスクロージャーも不十分であり、結果的に加入者による過度な手数料負担につながっているのではないかという指摘も行われていた。

4. 90年代の議論とその後の展開

上記のような懸念から、90年代後半に一度、レベニュー・シェアリングを含む 401(k) プランの手数料が本格的に議論された。97年12月には労働省による公聴会が開催され、手数料のディスクロージャーに関する課題が主要な争点となった。さらに、98年4月には、手数料の水準及び構造を分析し、事業主及び加入者向けのディスクロージャーの不備を指摘する報告書が作成された⁵。これらを受けて99年7月には銀行、保険、投信の業界団体が共同で 401(k) プラン手数料の事業主向け開示書類の雛形を作成し、これが労働省のウェブサイト上で提供されるようになった。この時は、事業主向けディスクロージャー向上に努めることで一応の決着をみた感があった。

その後も、401(k)プラン内で証券口座並みの投資を可能にするサービスの定着や、Rシェアと呼ばれる 401(k)プラン向けの投信手数料体系の登場など、事業主や加入者による 401(k)プラン手数料の把握は難しさを増していったが、再び 401(k)プランの手数料に焦点が当てられたのは、ネットバブル崩壊、エンロン事件などが一段落した 2004 年のことだった。米国投信業界では 2003 年秋以降、投信運用会社等の不正事件の摘発と規制強化が進められたが、争点の一つが投信手数料であり、その余波のような形で 401(k)プランのレベニュー・シェアリングにも関心が寄せられた。

2004 年 7 月には、証券取引委員会 (SEC) から投信運用会社に対し、401(k)プランをめ

⁵ Pensions and Welfare Benefits Administration, Study of 401(k) Plan Fees and Expenses, 4/13/1998.

ぐる手数料のやり取りに関する質問状が送付された。また、2004年11月には労働省 ERISA 諮問委員会から、年金プランの労働省向け年次報告書（フォーム 5500）における手数料開示と、加入者向けの手数料開示に関する2本の提言が行われた⁶。これらは、後述する労働省による規則改正案のベースとなった。

III 401(k)プラン手数料をめぐる訴訟

1. 大手企業相手の訴訟

上記のように規制当局による対応が進められていた中で起きたのが、大手企業の401(k)プランの手数料に関する訴訟だった。2006年9月以降、図表4にある企業の401(k)プラン加入者が、事業主を相手に401(k)プラン手数料の監視が不十分だった等の理由で訴訟を申し立てた。いずれも Schlichter, Bogard & Denton という弁護士事務所が原告代理人のクラス・アクション訴訟で、以下のような点を挙げて事業主が従業員退職所得保障法 (ERISA) の受託者責任違反を犯したと主張した⁷。

- ・事業主はレベニュー・シェアリングの構造を十分に理解していなかった。レベニュー・シェアリングにより401(k)プランの投資信託から運営管理サービス業者に支払われた手数料は、実はプラン加入者以外のためにも使われていた。
- ・事業主がレベニュー・シェアリングを追究していれば、業者に対し運用商品の手数料引き下げ交渉を行えたはずだった。
- ・事業主は加入者に対し、レベニュー・シェアリングの存在に関するディスクロージャーを十分に行わなかった。

要するに、事業主が商品選定及びモニタリングに際してレベニュー・シェアリングを十分に把握しておらず、結果的に加入者が過度な手数料を負担することになったという主張だった。

2. 手数料と運用の結果責任との関係

一連の訴訟ではさらに、加入者に対する手数料のディスクロージャーが不十分であったため、事業主は、投資の損失に関する責任を免除する ERISA404条(c)項のセーフハーバー

⁶ ERISA 諮問委員会 (ERISA Advisory Council) は ERISA により設立された労働長官の諮問機関。フォーム 5500 については、プランが負担する直接・間接の手数料が総合的に報告されるよう書式を変更することと、99年に作成された上述の事業主向け開示書類の雛形を見直し、事業主がレベニュー・シェアリングを理解するツールを提供することが提言された。加入者向け手数料開示については、加入資格発生時点で従業員にプロフィール目論見書（投資信託の主な情報をコンパクトにまとめた、目論見書の簡易版）を交付すること、加入者向けの年次ステートメントに各運用商品の手数料及び事業主負担の運用手数料を記載すること、労働省が加入者向け開示書類の雛形をウェブサイト上で提供することなどが提言された。

⁷ Judy Ward, "Paying the Price," *Plan Sponsor*, Dec. 2006 他を参照した。

図表 4 401(k)プラン手数料関連の訴訟

	訴訟対象企業
2006年9月	インターナショナル・ペーパー ロッキード・マーチン ベクテル エクセロン キャタピラー ノースロップ・グラマン ゼネラル・ダイナミクス ユナイテッド・テクノロジーズ ボーイング
10月	クラフト・フーズ
12月	ディア&カンパニー ユニシス
2007年2月	ABB シグナ・コーポレーション

(出所) 野村資本市場研究所

規定が適用されないという主張がなされた。すなわち、ERISA404条(c)項では、加入者が個人口座資産の運用に関する「コントロール」を与えられていれば、その運用の結果について、事業主等の受託者は責任を負わないと規定されている。口座資産に対する「コントロール」が与えられていると見なされるためには、加入者が、①3本以上のリスク・リターン特性の異なる投資の選択肢、②四半期に1回以上の乗り換え、③適切な情報提供を得ている必要がある等の要件が労働省規則404-cに規定されており、③の情報提供の中には手数料情報も含まれる。

訴訟の主張が通れば、事業主は過度な手数料分の回復に加えて、加入者に損失が発生していた場合はその分の回復の義務も負うことになる。ただし、エクセロン社のケースでは、原告は訴訟の請求内容と損失の間に何らかの関連性があることを示す必要があるとして、投資損失の回復の訴えは棄却されている。

3. 商品・サービス提供者も訴訟対象に

一部の申し立てでは、事業主のみが訴訟の対象となったわけではない点も注目される。ディア&カンパニー、ABB、ユニシスのケースでは、3社の401(k)プランで提供される投資信託の運用会社で、レコードキーパー及びトラスティでもあるフィデリティが同時に対象とされた。商品選定の最終的な決定権は事業主が有したものの、投資の選択肢をフィデリティの投資信託中心に限定するという取り決めがなされていた等の理由から、フィデリティは商品選定の役割を担う受託者であること、直接課金の運営管理サービス手数料に自社の投資信託を通じた収入を合わせると、過度に高額な手数料を3社のプランに対し請求していたことが主張された。

これは、事業主が最終決定権を有する限り、業者は受託者とは見なされないという、一般的な401(k)プランの商品選定の考え方とは大きく異なると思われ⁸、この主張が受け入

⁸ 実際、事業主は、特定の会社の商品が中心的なパッケージや取り決めが不本意であれば、他の業者に401(k)

られるかどうか注目されたが、ディア&カンパニーのケースについては、自らは受託者ではないというフィデリティの主張が受け入れられた⁹。また、ディア&カンパニー及びフィデリティは、現行の規制上要求される手数料開示を行っていたとされ、この訴えは棄却された。

さらに、事業主が 401(k)プランの商品・サービス提供者を訴える事例も出ている。フェアマウント・パーク社の副社長であり同社の 401(k)プランのトラスティでもある人物が、プランのサービス提供者であるプリンシパル・フィナンシャルに対し、クラス・アクション訴訟を提起した。プリンシパルが、401(k)プランの商品選定に対し有する権限ゆえに受託者であること、それにも関わらずレベニュー・シェアリングにより収入を得るのは ERISA の受託者責任及び禁止取引規定違反であることなどが主張された。

従来、401(k)プランの運用商品をめぐり事業主を相手に提起された訴訟は、しばしば母体企業の破産などを契機に、自社株という選択肢を提供し続けたことの適切性やディスクロージャーの不備などが問われるケースが中心だった。今回の 401(k)プラン手数料訴訟は、まだ裁判所への申し立ての段階であり、どのような形で決着するかは現時点では不明である。他方、これを契機に、事業主によるプラン手数料の再確認や、加入者向けディスクロージャーの見直しが進むだろうと指摘されている¹⁰。

IV ディスクロージャー強化に向けた動き

1. 連邦議会の関心

訴訟により 401(k)プラン手数料への関心が高まる中で、2007 年 3 月には連邦議会下院教育・労働委員会により公聴会が開催された。「隠れた 401(k)プラン手数料がリタイアメント・セキュリティを脅かしているのか？」と題する公聴会で¹¹、レベニュー・シェアリングを含む手数料のディスクロージャーが主要な論点だった。

公聴会では、本当であればレベニュー・シェアリングの禁止が望ましいもののそれは困難であり、現実的な解決策として、手数料ディスクロージャーの標準フォーマットを策定

プランの運営を委託することができる。運営管理サービス業者の変更や運用商品の入れ替えも、米国では実例が数多くある。

⁹ 正確には、プランで提供される投信の運用会社フィデリティ・マネジメント・アンド・リサーチは、自らがプランの受託者ではないとし、プランのトラスティであるフィデリティ・マネジメント・トラストは、自らの受託者としての役割は限定されており、提訴内容に関与していないとした。

¹⁰ 401(k)プランとは別に、地方公務員向け確定拠出型年金プランである 457 プランなどでも、手数料に関して業者に対する訴訟の動きが広がっている。また、2006 年 5 月にはニューヨーク州検事総長のエリオット・スピッツァー氏（当時）が 401(k)プランなどの商品選定の実態について調査を開始したと報じられた。（“New York Is Probing 401(k) Plans,” *Los Angeles Times*, 5/10/2006; “Spitzer Aims at Another Mark: Fee Disclosure,” *Wall Street Journal*, 10/10/2006; “Revenue-sharing suit filed,” *Pensions & Investments*, 11/27/2006; “ING Groep is Sued Over Funds’ Fees,” *Wall Street Journal*, 1/11/2007）

¹¹ “Are Hidden 401(k) Fees Undermining Retirement Security?” Committee on Education & Labor, U.S. House of Representatives, 3/6/2007.

すべきであるといった見解が示された¹²。401(k)プランの全サービス提供者による手数料の徹底開示、プランからの手数料の受領者全員に対する受託者基準の適用、レベニュー・シェアリングの禁止、労働省規則 404-c の廃止などを主張する意見もあった¹³。

一方、手数料水準については、業者間の競争激化により全体としては低下傾向にあること、手数料がどのようなサービス等を伴うのか、何を比較対象とするのかを踏まえて評価する必要があることなどが指摘された。また、過剰なディスクロージャーは加入者に混乱をもたらしうる上に、プランの運営コストの増加につながることで、最終的にコスト増は加入者に転嫁されることを常に念頭に置く必要があるという指摘や、手数料の透明性確保は最善策だが、その際、全ての商品・サービス提供者に対する義務づけとし、商品の種類や業者の業態に応じた損得が生じないようにするのが重要であるという指摘も行われた¹⁴。

教育・労働委員会のジョージ・ミラー委員長は、2006年11月の中間選挙で民主党が多数党となり委員長職を得る前から、401(k)プランの手数料問題に関心を寄せており、次に紹介する米国会計検査院(GAO)の報告書の依頼者でもあった。ミラー委員長は、公聴会終了後も、法改正の可能性も含めて「何も行動しないという選択肢はあり得ない」と発言しており¹⁵、401(k)プラン手数料は引き続き同委員会の議題になると思われる。

2. 米国会計検査院の提言

401(k)プラン手数料のディスクロージャー強化が議論される際に、しばしば参照されているのが、2006年11月に公表されたGAO報告書の提言である¹⁶。同報告書では、401(k)プランの運営管理サービス手数料等が加入者にシフトしているにも関わらず、加入者に対する手数料のディスクロージャーは限定的かつ断片的であることが指摘された。すなわち、加入者は要約プラン説明書、口座ステートメント、要約年次報告書、投信目論見書を通じて手数料情報を入手できるが、これらは開示の趣旨がそれぞれ異なる上に、提示のタイミングもバラバラで、加入者が手数料情報に基づき投資対象を比較するのは困難であるとされた。また、現状のディスクロージャーでは、事業主及び労働省も、レベニュー・シェアリングを把握するのは困難であるとされた。

このような現状認識を踏まえ、GAO報告書では、以下の3点が提言された。

- ・ 議会は ERISA の改正により、全ての事業主に対し、加入者が投資対象の比較を容易に行えるような手数料開示を義務付けることを検討すべきである。経費率のような形で年

¹² Pension Dynamics Corporation 社長の Stephen Butler 氏の証言。

¹³ 独立年金受託者の Matthew Hutcheson 氏の証言。

¹⁴ American Benefits Council 会長の Robert Chambers 氏の証言及び American Society of Pension Professionals & Actuaries の提出したコメント。レベニュー・シェアリングの開示は投資信託のケースが目されがちだが、投資信託よりも保険商品の方が、よほど問題が多いという指摘も行われている (Judy Ward, "Payback," *Plan Sponsor*, Aug. 2005 を参照)。

¹⁵ "House Labor Committee to Take Some Action on 401(k) Fee Disclosure, Chairman Says," *BNA Daily Report for Executives*, 3/7/2007.

¹⁶ U.S. Government Accountability Office, "Private Pensions: Changes Needed to Provide 401(k) Plan Participants and the Department of Labor Better Information on Fees," GAO-07-21, Nov. 2006.

に1回、パフォーマンスやリスクといった運用商品の重要データと共に、加入者に提供される形が考えられる。

- ・ 議会は ERISA の改正により、401(k)プランのサービス提供業者が他の業者から受け取る報酬を、事業主に対し開示するよう明確に義務付けることを検討すべきである。
- ・ 労働省は事業主に対し、プラン資産または加入者により支払われた全手数料を要約した報告を義務付けるべきである。

3. 労働省のイニシアチブ

年金プランの監督官庁である労働省も、従前より3つのイニシアチブを推進していたが、議会公聴会を受けて動きを加速させ、2007年4月25日、加入者に対する401(k)プラン手数料のディスクロージャー向上についての情報を募るリリースを公表した¹⁷。同リリースでは、加入者、事業主、業者の観点から、①加入者が投資判断に当たり考慮すべき運営管理及び投資関連の手数料情報は何か、②それらの情報が加入者に提供される方法、③誰がそれらの情報提供の責任を負うべきかについての意見を得ることが目的とされた。労働省は、得られた意見を踏まえて、加入者向け手数料ディスクロージャーの改善のために必要な規則改正等を検討するとしている。

これが労働省の1つ目のイニシアチブだが、2つ目は事業主が労働省に提出する年次報告書(フォーム5500)で開示される手数料情報の見直しである。これについては、2006年7月、①事業主がフォーム5500の付属資料で、業者に支払う間接・直接の報酬全ての開示を義務付けられることの明確化と、②主要な業者が事業主及びプラン以外から受け取る年間1000ドル以上の報酬について、支払い元と金額の開示を事業主に義務付けることが提案された。この改正案の目的は、事業主が業者から得る情報の改善にあった。ただし、業者間の報酬のやり取りの情報を事業主が得られるようにするためには、ERISAの改正により業者に対する情報開示の義務づけが必要となる可能性はあった。

3つ目のイニシアチブは、手数料の合理性の評価に必要な情報など、事業主が業者選定・継続に当たって考慮すべき情報を労働省規則で明示するというもので、目的は、事業主が知るべきことの明確化、ひいては業者が事業主に提供すべきことの明確化だった。

労働省に加えて、2007年4月には、SECも、401(k)プランで提供される投資信託等のディスクロージャーの適切性について検討していることを明らかにした。クリストファー・コックス委員長のスピーチによると、運用関連手数料を含め、健全な投資判断に必要な情報を加入者が得られるような401(k)プランのディスクロージャーを目指して、労働省を含む他省庁と連携する。SECは今後数ヶ月内に専門家を集めたラウンドテーブルを開催し、そこでの議論に基づくコンセプト・ペーパーの公表を経て、2007年後半には規則改正案を公表したいという方向性が示された¹⁸。

¹⁷ 42 Federal Register 20457, 4/25/2007.

¹⁸ "Speech by SEC Chairman: Address to the Mutual Fund Directors Forum Seventh Annual Policy Conference," 4/13/2007.

V 日本への示唆

以上が、最近の 401(k)プランの手数料をめぐる米国の議論であるが、最後に、これらから得られる日本への示唆を考える。

1. 401(k)プラン手数料の水準ではなくディスクロージャーが争点

まず、米国で行われているのは、401(k)プラン手数料が単純に高い、低いという議論ではなく、加入者、事業主、規制当局に対するディスクロージャーの適切性が問題とされている点に留意する必要がある。仮に水準の議論をするのであれば、どのようなサービスの対価として適正な水準かどうかを見なければならぬ。冒頭の図表 1 で挙げたように、401(k)プランはリテール証券サービスにも似たサービスを伴う。したがって、例えば同じ企業年金とはいえ、このようなサービスを伴わない確定給付型年金の手数料と、そのまま比較することはできない¹⁹。

401(k)プラン手数料のディスクロージャー問題の中核は、レベニュー・シェアリングにある。この慣行が、事業主や加入者による手数料の把握を困難にしており、加入者、事業主、規制当局に対するディスクロージャーの強化が必要である点についてはコンセンサスが形成されていると言える。他方、加入者、事業主、規制当局のそれぞれにとって、効果的かつコスト効率のよいディスクロージャーのあり方は、今後、議論と試行錯誤が予想される。なお、加入者向けのディスクロージャーをめぐるのは、運用商品の手数料比較を行いやすくする必要があるという指摘も行われている。これは、手数料情報の開示に関する前述の労働省規則 404-c がセーフハーバー規定であり、全てのプランが遵守しているわけではないこと、運用商品によっては、投資信託のように目論見書で手数料情報がすぐに入手できる限りではないことなどから、そのようなディスクロージャーの不均衡をなくそうとする動きと理解できる。

わが国では、ほとんどの確定拠出年金で、運用関連の手数料は加入者が負担し、運営管理及び資産管理の手数料は事業主が負担する形が取られていると思われる²⁰。いわばレベニュー・シェアリングが普及する前の米国 401(k)プランの姿に近いと考えられ、本稿で紹介したような米国 401(k)プランの直面するディスクロージャーの課題を踏まえると、透明性の観点からは利点が大きいと言える。また、確定拠出年金における運用商品の手数料比較は、投資信託については米国と同様、明確である。預金などのそれ以外の商品まで含めると単純な横比較が可能な形にはなっていないが、この点は、手数料込みのトータル・リターン比較

¹⁹ 他方、リテール投資家向けの投信手数料と比較すると、401(k)プランの投信の方が低いという指摘もある。ICI の調査によると、2005 年の株式投信手数料の資産加重平均は、業界全体の 91bps に対し 401(k)プラン内の株式投信は 76bps だった (ICI, Fundamentals, Nov. 2006)。

²⁰ 企業年金連合会の調査によると、約 98%の規約が運営管理、資産管理手数料の加入者負担なしと回答した。他方、受給者負担なしとしたのは約 60%にとどまった。企業年金連合会「2006 年度確定拠出年金に関する実態調査 (第 1 回) 報告書」(2007 年 3 月)を参照。

及び、預金等も運用のコストを伴うことを投資教育で確認することなどが考えられよう。

2. わが国確定拠出年金とレベニュー・シェアリング

前述の通り、レベニュー・シェアリングは事業主が商品選定を行うことが前提となる。一方、わが国の確定拠出年金では、事業主は運営管理機関に商品選定を委託することが可能である。図表3の運営管理サービス業者を日本の運営管理機関に置き換えると、商品選定を行う受託者がレベニュー・シェアリングを行う形になり、自らの収入の大きい商品を選定する誘因が働き、利益相反の問題が生ずる。

年金運営には、そもそも、事業主が株主に対する責任と加入者に対する責任の両方を負うという問題が内在する。加えて、わが国確定拠出年金は、運営管理業務と金融商品販売の兼業が認められる中で、自社商品の優先的な選定という利益相反をいかに回避するかという課題が指摘されている²¹。レベニュー・シェアリングは、他社商品も含めた利益相反問題を招き入れることになり、確定拠出年金の商品選定をめぐる課題をいっそう深刻化させる。

3. わが国の課題：確定拠出年金ビジネスの確立

レベニュー・シェアリングは、米国 401(k)プランの商品・サービス業者が、当該ビジネスにおける収益性を追求する中で生まれた。本稿で紹介した問題を抱えつつも、レベニュー・シェアリングが 401(k)プラン普及の一要因であったことは否めず、その功罪が今、改めて問われているとも言える。翻って、わが国確定拠出年金では、制度の普及と業者の収益性をどのような形で両立させていくのだろうか。

もともと、開始から四半世紀を経た米国の 401(k)プランでも、ビジネス・モデルが固まっているとは言い難い。厳しい競争による手数料の低下などもあり、多くの業者にとって 401(k)プランは「リテールなど他のビジネス部門への波及効果のために維持される赤字ビジネス」という指摘すら行われている²²。実際、ここ数年、運営管理サービス業者の統合が着実に進行しており、金融サービス業者の多くは、本業回帰ということで 90年代までは自前で持っていた運営管理サービス部門を他社に売却している(図表5)。他方、確定拠出型年金以外の職域サービスを同時に提供し、職域サービスの充実による横展開を目指す業者もある。また、リテール・ビジネスや中小企業オーナー向けビジネスとの関連で 401(k)プランを捉えるなど、各社各様の試行錯誤が続けられていると言える。

運営管理機関ビジネスに規模の経済が必要な点は日米共通であり、わが国で現在 600以上ある運営管理機関も、いずれは集約化が進むと考えるのが合理的である。事業の継続を

²¹ 上田憲一郎「確定拠出年金（企業型）における運営管理機関の受託者責任－運用商品選定の忠実義務と注意義務－」『年金と経済』Vol. 25, No. 4を参照。

²² “Route 66: Drivers on the 401(k) provider highway,” *Cerulli Edge Retirement Edition*, Inaugural Issue.

図表 5 米国 401(k)プラン運営管理サービス業者の統合

時期	売却者	買収者
2001年10月	Merrill Lynch ¹	BISYS 他
2001年10月	MetLife	Hewitt Associates
2003年4月	PFPC Retirement Services (PNC)	Wachovia Retirement Services (RS)
2003年4月	Northern Trust Retirement Consulting	Hewitt Associates
2004年4月	Delaware Investments	BISYS
2004年3月	Mellon HR & Inv. Solutions ²	Affiliated Computer Services, Inc
2005年4月	AMVESCAP	Merrill Lynch
2005年8月	Federated Retirement Plan Services	Great West
2006年5月	Ameriprise	Wachovia RS
2006年6月	MetLife	Great West
2006年12月	Nationwide Financial Services (傘下の The 401(k) Company)	Charles Schwab

(注) 1.小企業向けプランのアウトソーシング

2.HRO (ヒューマン・リソース・アウトソーシング) ビジネスからの撤退

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

選択した運営管理機関の間で、独自の運営管理ビジネス・モデルが確立されていくことが求められる。確定拠出年金が民間の営利組織により運営される以上、業者のビジネス・モデルの確立は、制度の長期的発展に不可欠と言える。