

米国 401(k)プランのデフォルト（初期設定）商品に関する 規則改正

野村 亜紀子

■ 要 約 ■

1. 米国では、401(k)プランの「デフォルト（初期設定）商品」に関する新規則が2007年12月に発効した。これによりターゲット・イヤー・ファンドへの投資が拡大すると見られている。
2. デフォルト商品とは、401(k)プラン加入者が自分の口座資産の運用指図を行わない場合の投資先として、あらかじめ指定されている商品である。従来はMMFやGICなど低リスク・低リターンの商品が中心的だった。
3. 今回の新規則は、ある程度のリスク・リターンが期待でき、従って元本割れの可能性もある商品をデフォルト商品に指定しても、事業主が損失の責任を問われないための条件を「適格デフォルト商品」の形で示したものである。事業主の商品選定に関する受託者責任、加入者への事前通知、他の商品への自由な乗り換えなどが条件として示され、ターゲット・イヤー・ファンドを含む商品が例示された。
4. 401(k)プランが主たる企業年金の米国と状況は異なるものの、わが国でも確定拠出年金のデフォルト商品のあり方に関する議論は始まっている。米国の規則改正に至った経緯、考え方や新規則を受けた今後の展開は参考にすべきであろう。

I 「デフォルト（初期設定）商品」をめぐる議論

1. 「デフォルト商品」とは

401(k)プランでは、加入者が自分の口座資産の投資先を決定し、この運用成績が将来の年金給付額を大きく左右する。自助努力・自己責任の年金と言われる所以だが、中には、運用指図をしない加入者もいることから、そのような加入者の拠出金の投資先として、あらかじめ特定の運用商品が指定されている。これが、401(k)プランの「デフォルト（初期設定）商品」である。

デフォルト商品は、従来、MMF や、GIC（利回り保証契約型保険商品）に代表される

ステーブル・バリュー・ファンドが中心だった。米国の包括的企業年金法である従業員退職所得保障法（ERISA）では、加入者が自分の口座資産に対しコントロールを行使できる形になっていれば、事業主など年金プランの受託者は、その口座の運用結果である損失についての責任を問われないとされている。デフォルト商品への投資は、加入者による明示的な意思表示が伴わないことから、この規定が適用されず、そのため、元本割れの可能性の低い、低リスク・低リターンの商品が指定されることが多かったのである。

投信運用会社大手であり、401(k)プラン運営管理サービス業者大手でもあるバンガードが、同社の顧客プランを対象に行った調査によると、2004年時点で、53%がMMF、27%がGIC、16%がバランス型ファンドをデフォルト商品として指定していた¹。

2. 問われるデフォルト商品の適切性

この状況に変化をもたらしたのが、401(k)プランの「自動化」と呼ばれるプラン設計の登場だった。日本の確定拠出年金と異なり、401(k)プランでは、加入するかどうか及び給与の何パーセントを拠出するかを、各従業員が決定する。これに対し、「自動化」は、従業員が非加入の意思表示をしない限り、自動的に401(k)プランに加入するという「自動加入」、加入者が自分で拠出率を設定しない限り、毎年自動的に拠出率が引き上げられる「拠出率の自動引き上げ」を伴うプラン設計である。従来のやり方では、401(k)プランの平均的な加入率は70%程度にとどまっていた。残りの30%のうち、可能な限り多数を401(k)プランを通じた退職資産形成に参加させようというのが、自動加入の考え方だった。

自動化措置を伴う401(k)プランでは、デフォルト商品への投資比率も高まると考えられる。自動加入ゆえに加入者となった人たちの運用への関心は、従来の加入者に比べて低いと想定されるからである。ただ、せっかく自動化措置を導入しても、低リスク・低リターンの商品への投資では、長期的に十分な退職資産形成につながるのか覚束ない。こうして、401(k)プランの自動化への注目が高まるにつれて、長期的なリターンが相対的に低いMMFやステーブル・バリュー・ファンドをデフォルト商品に設定することの適切性も、改めて問われるようになった。

II 新たに規定された「適格デフォルト投資選択肢」

1. 「2006年年金保護法」の制度改正²

2006年8月に成立した「2006年年金保護法」は、ERISA制定以降、最も広範な企業年

¹ “Selecting a Default Fund for a Defined Contribution Plan,” Vanguard Center for Retirement Research, July 2005.

² 2006年年金保護法については、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。

金制度改革とも評されたが、その中では、401(k)プランの自動化をめぐる法的な懸念への対応もなされた。これにより自動化措置の本格普及の可能性が高まることとなったが、同時に、上記のデフォルト商品をめぐる議論にも重要な進展が見られた。すなわち、同法の624条(a)項で、「長期的な資産の値上がり、または、長期的な資産の維持と整合的と考えられるデフォルト商品」に関する規則制定が労働省に対して求められ、この要件を満たすデフォルト商品への投資については、「加入者による口座資産へのコントロールの行使があったと見なす」とされた。要するに、ある程度のリスク・リターンを期待できる運用商品、すなわち元本割れの可能性もある商品を401(k)プランのデフォルト商品として指定しても、事業主が運用の責任を問われない形にするための条件が、新たな労働省規則により明確化されることとなった。

これを受けて労働省は2006年9月、「適格デフォルト投資選択肢」(Qualified Default Investment Alternative、以下、「適格デフォルト商品」とする)に関する規則案を公表した。同規則案では、適格デフォルト商品として、ターゲット・イヤー・ファンド、SMAの401(k)プラン版であるマネージド・アカウント³、バランス型ファンドの3類型が示される一方で、MMF及びGICなどのステーブル・バリュー・ファンドが含まれなかった。

ターゲット・イヤー・ファンドは、投資家の年齢やライフサイクルに応じたアセット・アロケーションの提供を目指すライフサイクル・ファンドの一種である⁴。ライフサイクル・ファンドは、通常、複数本が一つのパッケージとして提供され、ターゲット・イヤー・ファンドの場合、2020年ファンド、2030年ファンド、2040年ファンドといった具合に、ファンド名にターゲット・イヤーが付けられるのが一般的である。このターゲット・イヤーに向けて、ファンドのリスクの保守化が行われ、ターゲット・イヤー到達時点では債券・キャッシュ中心の保守的な運用内容になっている。401(k)プラン加入者の場合、極言すれば、自分のおおよその退職年齢に合致したターゲット・イヤーのファンド1本に投資することで、あとはリバランシングも、加齢に合わせた運用内容の調整も、全てファンド内で実施されることになる。なお、ライフサイクル・ファンドのもう一つのタイプとして、事前に設定されたリスク水準を維持するターゲット・リスク・ファンドもある。

ターゲット・イヤー・ファンドは投資信託の一種であり、MMFがこれにより代替されることについて、投信業界から異論はなかった。一方、ステーブル・バリュー・ファンドの提供者である保険業界は、労働省のアプローチに強く反発した。保険業界団体の米国生命保険協会(ACLI)がホワイトハウスに意見書を提出し、投信業界団体の投資会社協会(ICI)がこれに反論するという激しい業界対立に発展したことから⁵、最終規則の採択は当初の見込みよりも大幅に後れた。2007年10月、ようやく採択に至り、2007年12月24日に発効した。

³ マネージド・アカウントは、コンピュータ・モデルに基づき、加入者のプロフィールを反映して401(k)プラン内の投資計画を策定・実行していく運用サービス。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。

⁴ 長島亮「米国で急拡大を遂げるライフサイクルファンド」『資本市場クォーターリー』2006年夏号を参照。

⁵ “Insurers ask Bush to save default option,” *Pensions & Investments*, 5/14/2007; “ICI fights insurers on 401(k) defaults,” *InvestmentNews*, 5/31/2007.

2. 適格デフォルト商品規則の概要

上述のように、適格デフォルト商品に関する規則は、当該商品への投資について、事業主等が損失に関する受託者責任を問われないための条件を設定する。ただ、その前提として、事業主が受託者として適切な形で、適格デフォルト商品の選定を行っている必要がある。換言すると、事業主は、適格デフォルト商品についても、商品選定及びモニタリングの受託者責任は免れ得ない。

その上で、加入者が運用指図を行わなかった場合について、自分の口座資金が適格デフォルト商品に投資されることに関して事前に通知を受けている、適格デフォルト商品から他の運用商品への乗り換えが可能など、事業主が責任を問われないための条件が規定されている。（図表 1）

最終規則では、適格デフォルト商品として、ターゲット・イヤー・ファンド、バランス型ファンド、マネージド・アカウント、さらに、制約条件付きで MMF やステーブル・バリュウ・ファンドのような元本維持商品が含まれた。ターゲット・イヤー・ファンド及びマネージド・アカウントについては、各加入者の年齢を勘案することから、「個人ベース・メカニズム」と整理され、プラン全体について適切なアロケーションを勘案するバランス型ファンドは、「グループベース・メカニズム」と整理された。なお、ターゲット・リスク・ファンドについては、実質的に個人ベース・メカニズムに分類された。

元本維持商品については「最初の投資から 120 日以内に限り適格デフォルト商品となるが、それ以降は不可」という制約条件が付けられた。ただし、新規規則発効前にステーブル・バリュウ・ファンド等に投資された資金については、適格デフォルト商品への投資と同様に扱うとされた。

自動加入による加入者は、加入後 90 日以内に非加入を選択し、口座資金を引き出すことができる。労働省によると、非加入選択者をめぐるオペレーションを簡略化したい事業主を念頭に、120 日の期間限定付きの元本維持商品の選択肢は用意された。

労働省は上記のような決定を下した理由を、次のように説明している。

- ① デフォルト商品は長期投資を想定すべきであり、長期投資を前提にすると、本規則で制約なしに適格デフォルト商品として含まれた商品と比べて、元本維持商品のリターンは低いと思われる。
- ② 元本維持商品を、同等な形で適格デフォルト商品に含めると、これらの商品から他のタイプへのシフトという、現在進行中のデフォルト商品変更のトレンドを阻害する可能性がある。
- ③ 元本維持商品を、同等な形で適格デフォルト商品に含めると、政府が、これらへの投資はリタイアメントのための長期投資に適しているというお墨付きを与えたとの誤解を、加入者の間に生じさせる懸念がある。

図表1 適格デフォルト商品規則の概要

◆ 商品選定の受託者責任	<ul style="list-style-type: none"> プラン受託者は、適格デフォルト商品の選定及びモニタリングの責任を免れない。ERISAの受託者に対する利益相反禁止規定も適用される
<ul style="list-style-type: none"> ◆ デフォルト商品への投資に関する受託者責任 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 運用指図の権利不行使 ➢ 事前通知及び年次通知 ➢ 商品情報提供 ➢ 乗り換えの権利 ➢ 幅広い分散投資 ➢ 適格デフォルト商品 	<ul style="list-style-type: none"> 以下の条件を満たす運用の結果については、プラン受託者は損失の責任を問われない 加入者が運用指図の機会を与えられているにも関わらず、行わなかった 加入資格発生または初回の運用指図の期限の少なくとも30日以上前に、加入者に対して分かりやすい文言で、運用指図を行わない場合に適格デフォルト商品に投資されることなどについて通知する 同様な通知を、毎年、プラン年度開始の30日以上前に行う 適格デフォルト商品に関して他の投資の選択肢と同様な情報提供を行う 加入者は通常の投資の選択肢と同じ条件で、少なくとも3ヶ月に1回、適格デフォルト商品から他の商品への乗り換えが可能である 自動加入により適格デフォルト商品に投資された資金を、非加入の選択のために引き出す場合、解約手数料を含む制約を設けてはならない 加入者はプランの中で幅広い分散投資が可能 自社株への直接投資は、原則、不可 投資顧問業者・銀行・保険会社でプランの受託者となる者（ERISA上の投資マネジャー）もしくはプランのトラスティもしくはプランの指名受託者により運用される商品、または、1940年投資会社法上の登録投資会社、または、元本維持目的（下記）の商品 次のいずれかに該当する。 <ol style="list-style-type: none"> ①加入者の年齢・退職目標日・平均余命に基づきアセット・アロケーションが保守化する、株式・債券に分散投資された商品。例えば、ライフサイクルまたはターゲットデート・ファンド ②加入者全体にとって適切なリスク水準のアセット・アロケーションを維持する、株式・債券に分散投資する商品。例えば、バランス型ファンド ③株式・債券への分散投資を通じて、加入者の年齢・退職目標日・平均余命に基づきアセット・アロケーションを保守化させる運用サービス。例えば、マネージド・アカウント ④元本維持を目的とし、流動性提供の範囲内で、保証の有無に関わらず合理的な利回り提供を目指す商品。ただし、適格デフォルト商品となるのは、最初の拠出から120日以内のみ。 上記を満たせば、変額アニュイティ及び類似商品を通じた提供も可能
◆ 発効日	<ul style="list-style-type: none"> 官報掲載から60日後（2007年12月24日）
◆ 移行措置	<ul style="list-style-type: none"> 2007年12月23日以前にステーブル・バリュー・ファンドに投資された資金については、適格デフォルト商品への投資と同じ扱い

（出所） U.S. Dept. of Labor, “Default Investment Alternative under Participant Directed Individual Account Plan,” (72 FR 60452, Oct. 24, 2007)より野村資本市場研究所作成

なお、適格デフォルト商品規則の制定は、401(k)プランの自動化との関連で議論が進んだが、自動化措置を伴わない401(k)プランでも、適格デフォルト商品を設定できる。

III 今後の展望

1. 業界の反応

最終規則の内容について、投信業界団体の ICI からは、401(k)プランを可能な限り効果的な制度とするために、有意義な規則内容であるという賛辞が寄せられた⁶。

他方、保険業界団体の ACLI からは、事業主がデフォルト商品としてステーブル・バリュー・ファンドを指定するインセンティブは低下したものの、自分で投資先を決定する加入者にとって、ステーブル・バリュー・ファンドは依然として重要な投資の選択肢であり続けることが指摘された⁷。また、ステーブル・バリュー投資協会（SVIA）からは、労働省規則はプルーデントなデフォルト商品選定を事業主に対し求めており、適格デフォルト商品規則に適合する商品であっても、自社のプランのデフォルト商品としてはプルーデントでない場合があり得ること、したがって、たとえ適格デフォルト商品に含まれなくても、ステーブル・バリュー・ファンドがデフォルト商品として相応しい場合もありうるということが指摘された⁸。

2. ターゲット・イヤー・ファンドへの投資

規則の内容が最終決定される前から、すでに、デフォルト商品としてライフサイクル・ファンド、中でもターゲット・イヤー・ファンドを指定するプランが増加し、自動化措置の普及と相まって、401(k)プランを通じたこれらのファンドへの投資が拡大するであろうという見方は根強かった。ライフサイクル・ファンドは、過去数年、着実に拡大しており、そのうちターゲット・イヤー・ファンドは、401(k)プランなど職場を通じた確定拠出型年金及び IRA（わが国の個人型確定拠出年金に相当）を合わせた確定拠出型年金経由が、残高の9割を占めるパターンが定着している感がある（図表2）。

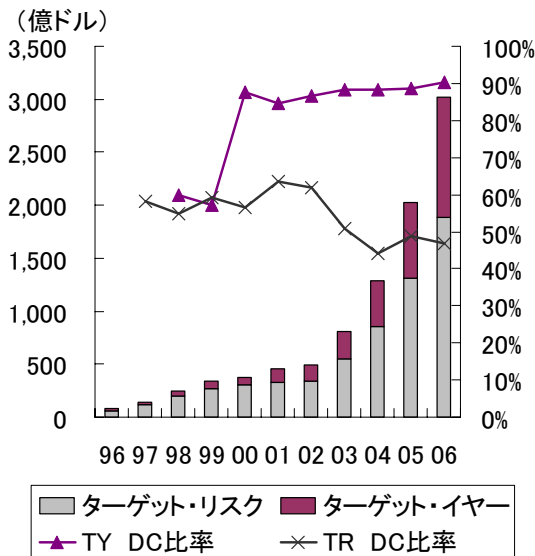
新規規則では、加入者の年齢や退職目標年を勘案した個人ベース・メカニズムの一つとしてターゲット・イヤー・ファンドがクローズアップされた。マネージド・アカウントも同じ個人ベース・メカニズムであるが、普及状況で勝っていることなどから、ターゲット・イヤー・ファンドの方が目下のところ有力視されている。ターゲット・イヤー・ファンドは通常、異なるターゲット・イヤーを持つ複数のファンドが一組になっているので、運用指図を行わなかった加入者の年齢に応じて、適当と思われるターゲット・イヤーが自動的に割り当てられる形になる。バランス型ファンドと比べて、よりきめ細かい制度設計が可能と捉えられている。

⁶ “ICI President Applauds Labor Department’s QDIA Decision,” ICI statement, 10/23/2007.

⁷ “ACLI Responds to Labor Department’s Default Investment Rule,” ACLI News Release, 10/23/2007.

⁸ “DOL Finalizes Regulation on Qualified Default Investment Alternatives(QDIA),” SVIA, 10/23/2007.

図表2 ライフサイクル・ファンドの残高及び確定拠出型年金比率



(注) 1.TY=ターゲット・イヤー、TR=ターゲット・リスク
 2.DC=職場提供の確定拠出型年金とIRAの合計。
 (出所) ICI, 2007 Investment Company Fact Book より野村資本市場研究所作成

401(k)プランによる自動化措置の導入について、年金コンサルティング会社キャラン・アソシエーツの2007年3月のサーベイでは、85%が2007年に実施または検討中と回答し、そのうち7割以上がデフォルト商品としてターゲット・イヤー・ファンドが最有力候補とした⁹。また、年金業界の情報誌『プラン・スポンサー』が毎年行う確定拠出型年金サーベイの2007年版では、自動加入措置を伴うプランにおけるデフォルト商品は、ターゲット・イヤー・ファンドが33.3%で、ステイブル・バリュエーション・ファンドの20.0%、バランス型ファンドの15.6%を上回った¹⁰。

401(k)プランにおけるターゲット・イヤー・ファンドの重要性が増すと予想される中で、同ファンドの内容にまだまだ改善の余地があることも、従来以上の真剣味をもって議論され始めている。従前より、事業主にとっての留意点として、類似の名前でも運用内容が大きく異なりうること、ファンド・オブ・ファンズが多いので手数料を確認する必要があること、ベンチマークの設定が難しいことなどが指摘されていたが、最近では、インフレ連動債のようなアセット・クラスを含めるべきではないか、LDI（債務主導型運用）の考え方を組み込めないか、といった指摘も出ている¹¹。

一方、今回の最終規則で、制約付きにせよ、元本維持商品が適格デフォルト商品に含まれたことにより、ステイブル・バリュエーション・ファンド等をデフォルト商品に設定している事業主が、見直しを先延ばしする可能性も否定できない。しかしながら、元本維持商品に関

⁹ “PPA one year later,” *Pensions & Investments*, 9/3/2007.
¹⁰ “2007 Defined Contribution Survey,” *Plan Sponsor*, Nov. 2007.
¹¹ “Cracks showing in target-date funds,” *Pensions & Investments*, 10/29/2007.

する一定の措置が講じられたことで、意図せざる急激なデフォルト商品変更やそれに伴う資産の流動化といった事態を引き起こさず、秩序だった形でのデフォルト商品見直し・変更の道筋が付けられたという評価もなされている¹²。

IV インプリケーション

1. 確定拠出型年金の位置付け

今回の規則制定に際して、米国労働省は、長期投資のためには元本維持型の商品は望ましくないという見解を明示した。デフォルト商品への投資は長期である可能性が高く、ゆえに、適格デフォルト商品における元本維持商品の位置付けは、限定的にとどめるという判断だった。

この背景には、確定給付型企业年金が縮小し、多くの従業員にとって、401(k)プランを通じた資産形成の重要性が格段に増しているという米国の現実がある。401(k)プランへの加入を自動化措置の普及により拡大し、より多くの加入者が、現在の投資理論と実績に鑑みて、十分な退職資産形成を達成する確率を高めることへの政策的なニーズが、米国ではきわめて大きいのである。

この点は、企業年金の中心は確定給付型であり、普及し始めているとはいえ、確定拠出年金は補助的な存在にとどまるわが国の現状とは、異なると言える。

2. わが国でも始まるデフォルト商品の議論

しかしながら、デフォルト商品の考え方をめぐる議論は、すでにわが国でも始まっている。わが国でも、法的規制はないものの、事業主が責任を問われうるということで、実際には、デフォルト商品は預貯金等の元本確保型商品に限定されている。この点に関し、厚生労働省年金局の下に設置された企業年金研究会の報告書（2007年7月公表）では、「投資信託等の運用方法をデフォルトファンドとしても、事業主が責任を問われないことを明確にすべきではないかとの指摘がある」、「運用に関する知識・経験が乏しい加入者等を想定して、運用指図までの間のつなぎの運用方法ではなく、恒久的な運用方法としてデフォルトファンドを活用すべきではないか、との指摘もある」などとした上で、「今後、加入者等のニーズも見極めながら、デフォルトファンドを設定する際の一定のルールのあるり方等について、検討する必要がある」とされた¹³。

さらに、このようなルール策定を待たずに、デフォルト商品の変更に踏み切ろうとする企業も出ている。2007年4月16日付けの「年金情報」によると、カゴメは、デフォルト

¹² Nevin Adams, "IMHO: It's About Time," *Plan Sponsor*, Nov. 2007.

¹³ 企業年金研究会「企業年金制度の施行状況の検証結果」（平成19年7月）

商品を定期預金からバランス型ファンドに変更し、同社の 3.5%の想定利回りを達成できる加入者を増やそうとしている¹⁴。

結局のところ、「元本確保型商品よりも、長期的なリスク・リターンを期待できる商品をデフォルト商品に指定する方が、事業主としての受託者責任を果たしている」という考え方が、どの程度受け入れられるかが、ポイントとなろう。

3. 投資教育との関係

ターゲット・イヤー・ファンドのメリットを理解するためには、アセット・アロケーション、リバランシングといった投資の基礎知識が欠かせない。加入者に対する投資教育の重要性は、ターゲット・イヤー・ファンドをデフォルト商品にすることで、減るどころか、増加すると言っても過言ではない。

また、事業主の中には、従来、加入者に対し、投資教育で知識装備して、自分で運用指図することを促し続けてきたのが、ターゲット・イヤー・ファンドのような、いわばファンド・マネジャーに「お任せ」のファンドをデフォルト商品に据えるアプローチにシフトすることについて、どう説明すれば良いかと考えるところもあろう。しかしこれは、投資の知識を備えることと、何十年にもわたり実行し続けることとを、切り離して考えれば解決するのではないだろうか。投資の知識装備や理解の深まりを投資教育で目指し、その先にある実行は、ファンド・マネジャーのような運用の専門家に、ある程度任せる選択肢も用意されていて良いのではないかと考える。

¹⁴ 「点検 確定拠出年金の「デフォルト商品」 預金から投信へ、カゴメが変更を検討」 『年金情報』2007年4月16日号