

米国のターゲット・イヤー・ファンド規制をめぐる議論

野村 亜紀子

■ 要 約 ■

1. 米国では近年、自動加入をはじめとする 401(k)プランの「自動化措置」が普及する中で、ターゲット・イヤー・ファンドが運用の中心的存在に据えられつつあった。
2. そのような中で金融・経済危機が発生し、2008 年には目標年の近いターゲット・イヤー・ファンドがマイナスのリターンを記録した。401(k)プランの「適格デフォルト商品」として特別な地位を占めつつあったことなどから、一部の政治家の間でターゲット・イヤー・ファンドの定義付け等が必要ではないかという議論が高まり、2009 年 2 月と 10 月には議会公聴会が、同年 6 月には労働省と証券取引委員会（SEC）の合同公聴会が開催された。
3. 金融商品規制の観点からは、投資家がファンドの名称に含まれる目標年の意味を理解できているのかという疑問が提起され、SEC がファンド名に目標年を含めることの規制を検討している。ファンドの販売資料のレビューも予定している。年金規制の観点からは、労働省が加入者向けディスクロージャー強化や事業主の理解向上に向けた施策を検討中である。
4. 一連の議論では、米国 401(k)プランにおけるターゲット・イヤー・ファンドの活用そのものへの異論は出ておらず、その将来的な重要性に鑑みて正すべき欠点は早めに正そうという関係者の姿勢が見て取れる。

I. ターゲット・イヤー・ファンド規制が主張される背景¹

ターゲット・イヤー・ファンドとは、目標年に近づくにつれて運用内容が保守化していくタイプのバランス型投資信託で²、2010 年ファンド、2020 年ファンドといった具合に、ファンドの名称に目標年が示されているのが一般的である。

米国では、ターゲット・イヤー・ファンドと、401(k)プランなどの確定拠出型年金との結びつきが強い。同ファンドの残高は 2009 年 6 月時点で 1,940 億ドルだったが、その 86%

¹ 野村亜紀子「金融危機下で方向性を探る米国企業年金」『資本市場クォーターリー』2009 年春号も参照。

² ターゲット・イヤー・ファンドの形態は、SEC による規制対象の投資信託の他、信託銀行が提供する集団投資スキームなどがあり得るが、現状、約 78%が SEC 登録の投資信託とされる。本稿では基本的に投資信託のケースについて記述する。

がIRA (Individual Retirement Account) を含む確定拠出型年金経由だった³。また、2008年未時点で、75%の401(k)プランがターゲット・イヤー・ファンドを提供し、加入者の31%が同ファンドに投資していた⁴。401(k)プラン資産全体に占める割合は、足下では7%弱だが、これも時間の経過と共に拡大していくと見られている。

このような結びつきの背景には、第一に、全ての加入者が合理的な投資家として運用指図を続けられると考えるのは非現実的であり、運用の作業をプロに任せられる選択肢が必要だという認識が、受け入れられるようになったことがある。加入者は自分が退職する年に最も近い目標年を持つターゲット・イヤー・ファンドに投資すれば、市場変動に起因する調整（リバランシング）や、加齢に基づく資産配分変更といった運用の作業を、全て投資信託のファンド・マネジャーに任せることができる。

第二に、401(k)プランにおける「自動加入措置」の普及がある。2006年年金保護法により、従業員が非加入を選択しなければ自動的に401(k)プランに加入する自動加入措置の本格普及の途が付けられた。同法はまた、労働省に対し、これにより投資が増加すると考えられるデフォルト商品⁵に関する規則制定を指示した。2007年12月に発効した「適格デフォルト商品」に関する労働省規則では、ターゲット・イヤー・ファンドが適格デフォルト商品の一つとして挙げられた。その後、401(k)プランの自動化が着実に進行する中で、ターゲット・イヤー・ファンドは運用の中心的存在に据えられつつあった。

そのような中で金融・経済危機が発生し、ターゲット・イヤー・ファンドもマイナスのリターンを記録した。特に、目標年が間近の2010年ファンドですら2008年のリターンがマイナス30%を超えるようなものがあったこと、同じ2010年ファンドでも運用会社により資産配分変更のペースが大きく異なり（株式比率が10%のファンドもあれば40%のファンドもある）、それゆえにリターンにも大きな開きがあることが注目された。

ファンドの投資対象や資産配分変更の考え方（ガイドパスと呼ばれる）は、投資信託であれば目論見書で開示されており、また、リスク性商品である以上、運用成績に変動があるのは当然と言える。ただ、適格デフォルト商品として401(k)プランの中で特別な地位を占めつつあったことなどから、一部政治家の間で、ターゲット・イヤー・ファンドの定義付けなど、何らかの規制対応が必要ではないかという論調が強まった。

2009年2月25日には、連邦議会上院高齢化特別委員会のリタイアメント・セキュリティに関する公聴会で、ターゲット・イヤー・ファンドが取り上げられた。同委員会のコール委員長の要請に基づき、労働省と証券取引委員会（SEC）が協力して現状確認と新たな規制対応の検討に当たることとなり、2009年6月18日には両省庁合同の公聴会が開催さ

³ 401(k)プランなど職場経由の確定拠出型年金経由が67.5%、IRA経由が18.6%。IRAはわが国の個人型確定拠出年金に相当する。ICIデータより。

⁴ EBRIとICIの共同調査（“401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2008,” EBRI Issue Brief, Oct. 2009）。

⁵ デフォルト商品とは、加入者が投資対象を指図しない場合に拠出を入れる先としてあらかじめ設定されている商品。当該労働省規則に基づく適格デフォルト商品への投資については、運用の損失が生じても事業主等の受託者は責任を問われないとされ、投資信託などのリスク性商品のデフォルト商品指定が行いやすくなった。

れた。次いで、2009年10月28日には、上院高齢化特別委員会でターゲット・イヤー・ファンドに関する2回目の公聴会が開催された。

以下で、SECの管轄下にある金融商品規制と、労働省の管轄下にある年金規制のそれぞれについて、現在挙げられている主要な論点を整理する。

II. 金融商品規制の観点からの主要な論点

1. ターゲット・イヤー・ファンドの名称

1) ターゲット・イヤー・ファンドの目標年

前記のように、ターゲット・イヤー・ファンドは目標年を名称の一部に含むのが一般的で、投資家はファンド名を見て自分の退職年に近いものを選べばよいというシンプルさがこのファンドのメリットの一つでもある。これに対し、一連の議論の中では、「ターゲット・イヤー・ファンドの投資家は、ファンドの目標年の意味するところを本当に理解しているのか」という疑問が提示された。

目標年の異なるターゲット・イヤー・ファンド群から成るパッケージには、資産配分変更の完了した「インカム・ファンド」などと呼ばれるファンドが含まれるのが一般的である。今は株式比率の高い2030年ファンドや2040年ファンドも、ガイドパスに沿った資産配分変更により、いずれはインカム・ファンドと同じ株式比率に引き下げられる。インカム・ファンドは退職後の投資家向けであり、その資産配分は当該パッケージの中では最も保守的だが、多くの場合、それでも株式比率がゼロではない。退職後もインフレに負けることによる資産の目減りを防ぐためには、ある程度の株式投資を継続する必要があるという考え方に基づくが、これは、インカム・ファンドといえども、株式市場の大幅な下落に際してはマイナスのリターンを記録しうることを意味する。

また、米国のターゲット・イヤー・ファンドでは、目標年の時点で、インカム・ファンドと同じ資産配分に未到達のものが珍しくない。目標年から5～10年かけて資産配分変更を完了するといった具合である。多くの人々は仕事の第一線から退いた後も完全には引退せず、本格的な引き出しニーズが生ずるのもしばらく先という認識の下、目標年到達後も一定のリターン獲得を目指しているわけだが、これは目標年到達時点でインカム・ファンドに比べてかなり高い株式比率を保持していることを意味する。

上記のような情報は目論見書に開示されており、投資家は、目標年に近くても株式比率がまだ下がりきっていないこと、したがって市場の変動の影響を十分に受け得ることを把握できるはずである。しかし、前述のような2010年ファンドのパフォーマンスをめぐる議論は、多くの投資家が、自分の保有する2010年ファンドの「2010年」が何を意味するのか理解していなかった可能性を示唆した。また、異なる運用会社の商品が、仮に同じ商品カテゴリーに属しても異なる運用を行うことは、通常であれば理解されていて良さそうなものだが、同じ目標年を示すことにより、同様な運用内容になっていると誤解する投資家

が出ているのではないかという指摘も行われた。これらが、「目標年を付すというファンド名のシンプルさが、かえって投資家の誤解を招く結果になってはいないか」という論点につながった。

2) 投資信託の名称をめぐる投資会社法の規制

投資会社法 35 条(d)項は、投資信託において、著しく虚偽的もしくは誤解を生じさせると SEC が判断する名称の使用を禁じている。同条項の規則 35d-1 では、具体的に以下の規定が設けられている。

- ① 保証付きもしくは米国政府の承認付きであることを名称で示唆してはならない。
- ② 特定のアセットクラスやセクターを名称に用いる場合（例えば〇〇株式ファンド）、通常の状況下で当該アセットクラスやセクターに資産の 80%以上を投資するという方針を設けなければならない。
- ③ 特定の国・地域を名称に用いる場合（例えば〇〇欧州ファンド）、通常の状況下で当該国・地域に資産の 80%以上を投資するという方針を設けなければならない。
- ④ 「非課税」を名称に用いる場合、該当する証券に資産の 80%以上を投資する、もしくはファンドの分配金の 80%が非課税扱いという基本方針を設けなければならない。

その他、短期・長期（債券）、大型・小型（株式）といった用語についても、SEC は書簡やリリースを通じてガイダンスを出している。

2009 年 10 月の上院高齢化特別委員会公聴会で、SEC のアンドリュー・ドノヒュー投資管理局長は、ファンドの名称に目標年を用いることを制限もしくは禁止する必要があるかどうかを検討すると発言した。すなわち、規則 35-d-1 の見直しの可能性が示された。

2. ターゲット・イヤー・ファンドの販売資料

ターゲット・イヤー・ファンドは元来、リバランシングや資産配分の調整といった運用の作業をファンド・マネジャーが行う形にすることで、個人にとって長期にわたる合理的な運用を容易にすることを目的とする。それゆえに、ファンドの販売資料も、個人の退職年齢に近いファンドを選び、あとは見守るだけでよいという簡潔なメッセージを前面に押し出すケースが一般的である。

ドノヒュー投資管理局長によると、SEC は販売資料のレビューを手掛ける自主規制機関の FINRA（金融取引業規制機構）と連携の上、ターゲット・イヤー・ファンドがシンプルなソリューションであるという販売資料のメッセージが、当該ファンドについて投資家に非合理的な期待を持たせていないかを精査する予定である。

なお、投信業界団体の投資会社協会（ICI）は、ターゲット・イヤー・ファンドの問題は投資家教育の向上で対応するべきであり、同ファンドの設計、運用、401(k)プランにおける選定といった方面の個別的な規制は適当でないと主張している。ICI はターゲット・イ

ヤー・ファンドを提供する主要な運用会社によるワーキング・グループを組成し、「ターゲット・イヤー・ファンドに関する理解向上のための原則」を2009年6月に公表した⁶。同原則に基づき、目標年の意味や目標年到達時の資産配分などを簡潔に示したファクト・シートのサンプルも提示し、業界発の問題解消の努力をアピールしている。

Ⅲ. 年金規制の観点からの主要な論点

1. 加入者向けディスクロージャーの向上

上述の、投資家によるターゲット・イヤー・ファンドに関する理解不足の問題は、401(k)プラン加入者にもそのまま当てはまる。年金規制の観点からは、まず、加入者向けディスクロージャーの強化の必要性が指摘された。

労働省は従来より、401(k)プランの運用商品の利点、リスク、手数料等に関する加入者の理解向上に取り組んできた⁷。労働省のフィリス・ボルジ労働次官補（従業員給付保障局担当）によると、同省はこの取り組みの一環として、ターゲット・イヤー・ファンドに関するディスクロージャーのあり方を検討している。同時に、ターゲット・イヤー・ファンドがデフォルト商品指定された場合に、加入者向けに意味のあるディスクロージャーが行われるよう、適格デフォルト商品規則の再検討も行われている。

加入者向けディスクロージャーに、「要約目論見書」を利用してはどうかという指摘もある。要約目論見書とは、3～4ページの中に投資信託の主要な事項がコンパクトに記載された開示書類である。米国では、2009年3月発効の新規則により、要約目論見書の交付により投資信託を販売できるようになった。SECは、効率的・効果的な一般投資家向けディスクロージャー制度を長年模索してきたが、その一つの成果物が投資信託の要約目論見書と言える。2009年9月には、従業員退職所得保障法（ERISA）の規制上求められる加入者向けの目論見書交付義務を満たすのに、要約目論見書を用いても構わないことが労働省により明らかにされている⁸。

2. 事業主による理解の向上

401(k)プランの運用商品選定やデフォルト商品の指定は、事業主が受託者として行う。実務上は金融サービス業者の支援を得るが、責任と権限は事業主にある。運用商品のモニタリングも同様である。

⁶ ①ファンド名に含まれる目標年の意味、②目標年以降の取り崩しに関する想定、③どのような投資家向けに設計されているか、④ガイドパスの形状（目標年と変更終了年における資産配分など）、⑤リスクの説明（退職年間近に損失を被る可能性があること、保証は提供していないことなど）の5つを簡潔に説明する。

⁷ 背景として、401(k)プランの手数料に関する加入者の理解不足が指摘されたことなどがある。野村亜紀子「米国401(k)プランの手数料をめぐる議論」『資本市場クォーターリー』2007年夏号を参照。

⁸ “Delivery of a Summary Prospectus in an ERISA Sec. 404(c) Plan,” U.S. Department of Labor Field Assistance Bulletin 2009-03.

ターゲット・イヤー・ファンドの理解をめぐっては、加入者もさることながら、実は事業主も十分に理解していないのではないかという懸念が示されていた。労働省は、これまでも受託者責任に関する情報提供を出版物やセミナー、ウェブキャストなどを通じて行ってきた。その中には、業者選定や商品選定、手数料、自動加入措置といった個別テーマも含まれているが、今後、ターゲット・イヤー・ファンドの選定・モニタリングに関する具体的なガイドラインを受託者向けに出すかどうかを検討中である。

3. 自社ファンドに投資するファンド・オブ・ファンズ

現在、ターゲット・イヤー・ファンドのほとんどが自社ファンドに投資するファンド・オブ・ファンズで占められている。投資対象を自社ファンドにするメリットは、ファンド・オブ・ファンズのマネジャーが投資対象ファンド及びそのマネジャーを、同じ社内ということで熟知していること、ファンド・オブ・ファンズの手数料を割引して投資家のコスト負担を減らせることが挙げられる。ただ、全ての投資対象自社ファンドが、市場で最良という訳にはいかない。その点、他社ファンドを投資対象とするメリットは、アセットクラスや運用スタイルごとに、市場にある最良のファンドを選べることであるが、その一方で手数料はファンド・オブ・ファンズの上乗せ分だけ高くなる可能性が高い。

本来、これらのメリット・デメリットを勘案の上、事業主が受託者として自社 401(k)プランのターゲット・イヤー・ファンドを選定すべきであり、政策的には、事業主が適正な判断を下せるよう、上記のような受託者への支援策を講じれば良いと言える。ただ、一連の議論の中で、ファンド・オブ・ファンズの運用者は、ERISA 上の受託者と見なされるべきではないか、その場合、自社ファンドへの投資は利益相反規定に抵触しうるのではないかという指摘がなされ、新たな論点として浮上した。この点については労働省が実体を検討中とのことである⁹。

IV. 今後の方向性¹⁰

最終的にターゲット・イヤー・ファンド規制の議論がどこに落ち着くのかは、現時点では不透明である。年末までには適格デフォルト商品規則の修正案が出されるのではないかという見方もある。

また、以下の点が指摘できる。

- ・ ターゲット・イヤー・ファンドの定義付けや要件規定を仮に年金規制の中で行うのであれば、適格デフォルト商品規則の中が考えられる。それに先立ち、適格デフォルト商品そのものの定義見直しの議論が再度行われる可能性もある。
- ・ 他方、仮に SEC によるターゲット・イヤー・ファンドの名称に関する規制が導入され

⁹ “Target Date Retirement Funds: Lack of Clarity Among Structures and Fees Raises Concerns,” Summary of Committee Research prepared by the Majority Staff of the Special Committee on Aging, U.S. Senate, Oct. 2009.

¹⁰ 2009年10月に行った現地ヒアリングで得た指摘も参考にした。

れば、401(k)プランで提供される場合に限らず、ターゲット・イヤー・ファンド一般について何らかの定量的・定性的な規定が行われることにもなり得る。

- 401(k)プラン加入者向けのディスクロージャー強化は、不可避と考えられる。一つの新たな試みとして要約目論見書の積極活用が考えられるが、ターゲット・イヤー・ファンドの最大の特徴であるガイドパスについて、要約目論見書のいずれかの項目において的確な説明が行われるようにする必要がある。
- 金融リテラシー向上の必要性が改めて意識されている。401(k)プランにおける運用の作業はプロに預けるとしても、例えばターゲット・イヤー・ファンドのガイドパスの意味合いを理解する必要性は、依然として加入者に残されるということが再認識されている。なお、2009年10月22日にはSECが、投資教育専用のウェブサイトである Investor.gov を立ち上げ¹¹、投資教育全般への注力を表明している。

いずれにせよ、一連の議論からは、米国 401(k)プランにおけるターゲット・イヤー・ファンドの活用そのものに対する異論は出ていないこと、むしろその将来的な重要性に鑑みて、正すべき欠点は早めに正そうという関係者の姿勢が見て取れる。コール委員長は10月の公聴会に際して、「ターゲット・イヤー・ファンドに関する議論は、実際のところ米国のリタイアメント・セキュリティの将来に関する議論に他ならない」と発言した¹²。いかに課題を解消し、さらなる発展を遂げていくのか、今後の議論が注目される。

¹¹ 中村仁「SEC が立ち上げた個人向け投資教育の専門ウェブサイト」『資本市場クォーターリー』2010年冬号（冊子版）を参照。

¹² “Target Date Fund Practices Targeted in Senate Hearing,” Plansponsor.com, 10/28/2009.