

# REPORT I

## 401(k)プランと行動ファイナンス — 米国年金保護法にみる —

金融研究部門 臼杵 政治  
usuki@nli-research.co.jp

### 1. 米国401(k)プランの光と影

2006年は米国の確定拠出年金401(k)プランがスタートして25周年にあたるという。その間、制度は、特に1990年前後から飛躍的に成長し、現在の制度数は42万件にのぼるといふ。現役の加入者数、資産規模を確定給付年金と比較すると、401(k)プランでは加入者数が4700万人、資産残高は2兆4000億ドルに達している（データはいずれもInvestment Company Instituteの調べ）。他方、確定給付年金の加入者数は2100万人、資産残高は2兆ドルと401(k)プランを下回っている。最近では有力な大企業でも、確定給付年金を凍結したり、閉鎖して確定拠出年金にシフトする例が目立つ。そのため、2000年代前半から、この差は年々開く傾向にある。

その一方で、加入者の老後のための貯蓄として相応しいかどうか、さまざまな問題がある。一例として、引退時だけでなく、転職した場合にも年金化せず、一時金で引き出して使ってしまう場合が多いことがある。

さらにこの数年、指摘されているのは、従業員1人1人の独立した意思決定が合理的とは言えないのではないか、という点である。

第1に企業が401(k)プランを提供していても、

未加入の従業員が少なくない。未加入者の割合は平均で25～30%であり、加入率60%未満のプランも2割程度ある。特に低所得者や若年層で加入率が低く、老後の準備が足りない。

第2に掛金率は平均6%、事業主のマッチングを含めて9%前後にとどまる。上限まで拠出している従業員は1割程度にすぎないという。しかも、賃上げなどにより生活に余裕が生まれても、なかなか掛金率を引き上げない。

第3に投資行動が合理的とはいえない。まず、投資対象を何も選択しない結果、デフォルトファンドに投資している人が多く、しかも、その4割がMMF（マネーマーケットファンド）などリスクの低い商品に投資しているという。また、株式や株式投信への配分は、平均すれば50%であるものの、20%以下の配分の加入者が20%、逆に80%を超える配分が加入者の40%を占めており、両極端に分かれている。しかも、年齢別に見ても、20代・30代でも20%以下の配分をしている加入者が20%近くを占め、80%を超える配分が50代・60代でも30%を超えている。通常、ファイナンシャルプランニングでは年齢が上がるにしたがって、株式などリスク資産への配分を減らしていくことが賢明であると

されている。ところが、実際にはそうしたルールで配分が決まっているわけでもないようである。

さらに、自社株への投資が多く、従業員5000人以上の企業では3割が自社株投資だという。

このようにリスクを分散しながら、高いリターンを獲得するポートフォリオ理論からみると、理に当たっていない行動が多い。そのためか、401(k)プランのリターンは確定給付年金よりも低く、リスク当たりでみても見劣りする。

## 2. 事業主による改革と法律上の障害

影ともいえるこれらの問題に対して、事業主もさまざまな対策をとってきつつある。

第1に自動加入 (automatic enrollment) の導入である。採用した従業員を自動的に加入させている企業が徐々に増えている。この場合には、掛金率や運用対象も自動的に決まる。

第2に確定利回り商品ではなく、加入者の年齢に応じて適切なライフサイクルファンドや、引退するであろう年に目標をおいて、ポートフォリオを組んだターゲットイヤーファンドをデフォルト商品として提供し始めた。

第3にコンピューターソフトなどを使い、加入者個人に対するアドバイスを提供するようになった。

ところが、これらの対策をとることにより、法律上の責任についての疑義が生じてきた。第1に自動加入については、内国歳入法の規定により、自動加入した一般従業員と、自らの選択で加入した高給従業員との間で、掛金率やマッチング拠出の格差が差別的に大きくならないように、いくつかの基準を満たさなくてはならなかった。また、州法には、事業主が従業員を給与からの天引きをする制度に自動的に加入させ

ることを認めていない例もあった。

第2にデフォルト商品として、ライフサイクルファンドなどの変動利回り商品を選ぶと、結果として生じた損失に対して事業主が責任を問われる懸念があった。エリサ法404条(c)項に関する労働省規則によると、加入者が運用指図をした場合には、事業主は運用結果に責任を負わない。しかし、加入者がデフォルト商品に投資した場合には、受託者である事業主が、運用の結果生じた損失について責任を負う可能性がある。

第3にアドバイスについても、外形的に利益相反に当たる行為を禁じるエリサ法408条により、加入者に商品選択のアドバイスをした業者は、運用商品を提供できなかった。そのため、運用業者の多くは、モーニングスターなどの第三者と提携し、アドバイス提供を依頼してきた。

## 3. 年金保護法による解決

これらの障害を除いたのが、2006年8月に発効した米国年金保護法 (ペンション・プロテクション・アクト) である。この法律は、企業年金に関する包括的な内容を持ち、積立不足に悩まされていた確定給付年金制度における財政の健全化や年金給付保証公社 (PBGC) の立て直しのための方策を盛り込んでいた。また、適法かどうか争いがあったキャッシュバランスプランなどハイブリッドプランが、年齢差別禁止法に合致するための条件を明確にした。

ただ、本稿で注目したいのは、401(k)プランを初めとする確定拠出年金の改革策が盛り込まれ、その中で、上記の3つの課題への解決策が明示されたことである。

第1に、一定の条件を満たした自動加入制度を差別的でない制度として扱うこととし、また、

そのような制度であれば州法の規定にも触れないこととした。いわゆるセーフハーバー・ルールの1つである。

年金保護法が定めた、その具体的な条件は、自動加入による掛金率が少なくとも加入後1年目は3%、2年目4%、3年目5%、4年目が6%以上で、かつ常に10%以下であること、事業主が、A．掛金率1%まで従業員拠出の100%、掛金率1%～6%の間は同50%のマッチング拠出、あるいは、B．3%の単独掛け金を拠出し、その拠出について2年以内に受給権を与えること、従業員が、A．掛け金を拠出しなかったり、異なる掛金率を選択したりできる権利、及びB．特に指図をしなかった場合の掛け金の投資対象、について事前説明を受けること、の3つである。

第2に一定のデフォルト商品への投資を、運用指図があったものとして扱い、事業主の受託者責任を軽減することにした。すなわち、労働省が長期的なリスク・リターンの観点から定めたルールを満たすデフォルト商品であれば、実際は自動的に投資をした場合でも、加入者の指図があったとして扱うこととした。ただし、加入者には毎年、投資対象を指図する権利があることを説明し、その権利を行使する十分な時間を与えなくてはならない。

1月末現在、提案中の労働省ルールによると、適格なデフォルト商品（Qualified Default Investment Alternative）であるためには、加入者の売却・乗換を制限しない、適格な業者により運用されている、十分にリスク分散している、ことが必要である。その例として、A．ライフサイクルファンドあるいはターゲットイヤーファンド、B．バランスファンドあるいはファンドオブファンズ、C．マネージドアカウント（個人勘定）があげられている。

法律上、加入者の運用指図があったとみなされれば、事業主が運用結果に対する責任を問われる可能性はなくなる。短期的なリスクへの懸念なしに、ライフサイクルファンドなど長期的にみて最適な商品をデフォルト商品として提供できるようになる。実際、労働省としても、長期的なリスク・リターンの観点から見て必ずしも有利とはいえない、確定利付商品への投資を積極的には勧めない考えを持つという。

第3に運用業者による投資アドバイスを認めた。運用業者が直接、加入者にアドバイスし、同時に運用商品を提供しても、エリサ法で禁止される取引には該当しないとした。ただし、アドバイスは、投資理論にもとづき、必要な情報や取りうる選択肢をすべて考慮した偏りのないコンピューターモデルによるアドバイス、あるいは、どの運用手段が選ばれても、同一の手数料を徴求する対面アドバイス、でなければならない。

#### 4. 背景にある行動ファイナンスの考え方

年金保護法では、401(k)プランの影の部分に対して、事業主が実施した対策を認めた。

さらにその背景を探ると、1990年代以降の行動ファイナンス（行動経済学）の研究成果がある。行動ファイナンスでは、人間の判断力には限界があり、常に合理的な決断・行動をすることは限らないという前提で意思決定を分析する。

401(k)プランへの加入に関連していうなら、従来の経済学では、人々は一生涯の所得・消費についての計画にもとづき、毎年の貯蓄・消費額を決定するとする（ライフサイクル仮説）。

この考えでは、年金に加入するか、あるいは掛金率をどのくらいにするか、という選択も、自らの生涯を通じての効用（満足）が最大にな

るように合理的に実施することになる。

しかし、行動ファイナンスによると、今日の貯蓄額は、長期的な貯蓄・消費の計画から決まるわけではなく、今日の消費を我慢できるかどうかにより決まる。401(k)プランにおいて、多くの人々が未加入、あるいは低い掛金率に止まっているのは、目の前の消費を我慢できなかった現れということになる。

また、行動ファイナンスでは、人々は一旦とった決断を簡単には変更できない「現状維持バイアス」がある。現状維持バイアスがあると、改めて加入する、あるいは掛金率を引き上げるという行動を取りにくい。

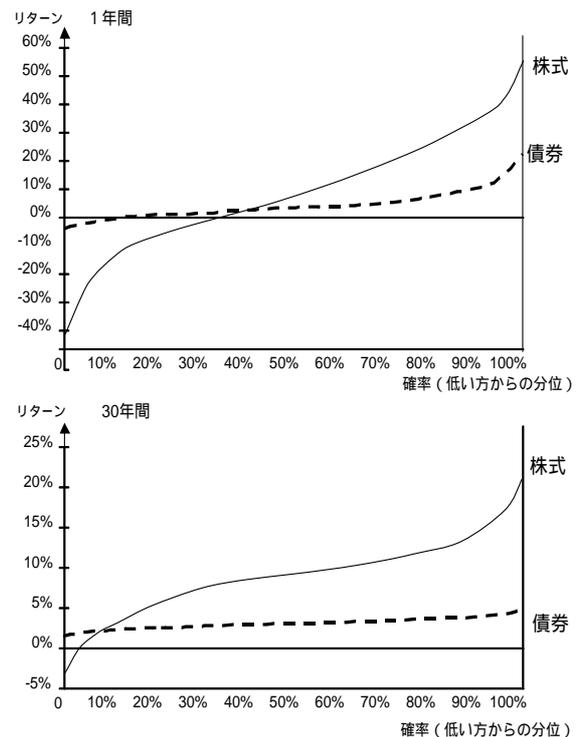
行動ファイナンスの研究者である、カリフォルニア大学のペナルチ、シカゴ大学のセーラーの2人の教授によると、提供商品のメニューも資産配分に影響する。例えば、5つのファンドのうち、A．4つが債券ファンドで1つが株式ファンドの場合と、B．4つが株式ファンドで1つが債券ファンドの場合とで株式ファンドへの配分合計を比較すると、前者では平均43%、後者では平均68%であった。この行動は、n個の商品が提供されていると、それらに均等に1/nずつ資金を配分する傾向があるという仮説によって説明されている。

また、提供商品が多すぎると、どれにするか迷ってしまい、そもそも加入を先送りにする、あるいは投資先の選択ができずにデフォルト商品に落ち着いてしまう、とされる。

さらに株式と債券のリスク・リターンの提示方法を変えると、資産配分にも影響が生じる。その違いを示したのが図表-1である。左の図

は株式、債券に1年間投資した場合のリターンの確率分布であり、図は両者に30年間投資した場合の分布である。30年間でみると、下位から5%程度のところで、株式のリターンが債

図表-1 債券・株式リターンの確率分布に関する2つの表示の仕方



(注) 1926～1993年の実績をもとに作成  
(資料) ペナルチ&セーラー論文

券を上回る。

ところが、1年間のリターン分布では、株式リターンが債券リターンを下回る確率が40%になる。また、株式リターンがマイナスになる確率も、30年間より1年間の方がずっと高い。

結局、1年間の分布を示した場合の株式ファンドへの配分が40～65%であったのが、30年の分布を示した場合には90%であった。想定する投資期間が短期的になるほどリスク回避度が強まる、「近視眼的損失回避」がこの結果を招いているという。

前出の2人は、さらに事業主の協力を得て、401(k)プラン加入者の非合理的な行動を逆手にとった方法を提案して、加入率の改善に役立てたのがSMarT (Save More Tomorrow) プログラムである。このプログラムは、401(k)プランに未加入の従業員に対し、現時点でなく、将来の賃上げがあった時点で401(k)プランに加

入・拠出すること、加入後も質上げがあるごとに、予め決めておいた水準に達するまで掛金率を引き上げること、を約束させる。

このプログラムを実施した企業では、加入率が大幅に上昇しただけでなく、導入後4年経過しても、90%の加入者は高い掛金率を受け入れていた。今すぐ加入することには難色を示しても、掛け金を将来負担するのなら抵抗が小さいという、行動ファイナンスの示唆が実務にも役立つのである。

年金保護法において、401(k)プランが差別的でないのみならず、自動加入だけでなく掛金率の引上幅までも条件としたのは、同じ趣旨といえよう。

以上のように、行動ファイナンスは401(k)プラン加入者が、従来、経済学が想定していたような、自分にとって最適な運用商品・ポートフォリオを選ぶ能力を、常に備えているとは限らないことを理論的に説明し、その対応策をも実施して見せた。

年金保護法では、政府や事業主が従業員の「あるべき姿」に配慮して、自動加入させたり、掛金率や運用商品のデフォルトを決めたりすることを認めている。こうしたやり方には、個人の選択や自由を重視する立場から、過度の干渉、あるいは「パターナリズム(父親のように、他人の行動に干渉すること)」ではないか、という批判も出よう。しかし、人間が常に合理的には行動できないという、行動ファイナンスの立場からは、完全な強制ではなく、加入者が希望すればデフォルト以外の選択肢をとりうるのなら、パターナリズムも許容できることになる。

米国の有識者の間でも、加入者には、投資教育の効果がある層と、どんなに教育をしても効果のない層があるといわれている。後者の層の加入者が持つ行動の傾向を変えるのは難しく、

年金保護法のデフォルト条項のような方法の方が効果的である、という声が強い。

そうした考えを下敷きにした、年金保護法の下では、個人の資産配分や商品選択に事業主が関与する。その点を見ると、資産運用の責任を全て事業主が負う確定給付年金に歩み寄ったという見方もできるだろう。

## 5. 日本への示唆

最後に、今回の米国の動きから、日本の確定拠出年金に対してどのような示唆が得られるかを考えてみたい。

日本でも確定拠出年金は徐々に広がりつつある。それとともに、米国で問題となった加入者の投資行動が、日本でも指摘されつつある。

たとえば、元本確保型商品が、資産のうちおよそ5割を占めている。また、一旦決めた投資先を、その後もほとんど変えずに放っておく。その結果、リスクのある商品に投資している人と、1%にも満たないリターンの元本確保型に投資している人の間の大きな格差が生じつつある。事業主の間には、退職金や確定給付年金から確定拠出年金に移行した際に、従来の制度と同じ水準の給付を得るために必要と想定した利回りを、達成できないのではないかという懸念もある。

これまで、それらの問題への対策として、投資家への情報提供や投資教育の重要性が強調されてきた。しかし、米国の状況をみると、継続的な教育が第一歩としても、それだけで投資行動がすべて合理的になるというのはナイーブ過ぎる見方であろう。

その対策としては、日本でもデフォルトの重要性が強調される。たとえば、過半の確定拠出年金では、加入者が投資先を選択しない場合の

デフォルトとして、元本確保型商品が選ばれている。しかし、これではせいぜい1%ほどのリターンしか得られない。リスク・リターンの観点から見て効率的であり、かつ想定利回りを達成する確率がもっとも高い、バランス型ファンドをデフォルト商品に設定することも一案ではないか。

また、賃金に上乗せして退職金前払いと確定拠出年金への掛け金拠出を選択できる場合には、前払い制度をデフォルトにしている例が多い。しかし、老後の資金を確実に貯蓄しておくためには、確定拠出年金に加入し掛金拠出することをデフォルトにするべきかもしれない。

もう1つの対策はアドバイスやコンサルティングの提供である。加入者全体を対象にした説明会などよりも、個別事情に合わせたアドバイスが有効であろう。

最後に強調したいのは、加入者行動の分析の必要性である。米国では、行動ファイナンスの理論にもとづいて、研究者と運用機関、さらに行政との協力が進んできている。それが年金保護法として結実し、確定拠出年金制度の発展に役立っている。

日本でも、2001年に確定拠出年金制度が導入されてから5年が経過し、導入企業は1万、加入者はおよそ200万人に達している。加入者の商品選択に関するデータの蓄積も進んできたはずである。制度のさらなる発展には、米国などと同様に、加入者のデータを行動ファイナンスの立場から分析することが必要ではないか。

<参考文献>

シュロモ・ベナルチ、リチャード・セーラー（1999）

"Risk Aversion or Myopia? Choices in Repeated Gambles and Retirement Investments" *Management Science*, Vol.45, No.3,

*Annual 401k Benchmarking Survey*, 2005/2006, Deloitte Consulting

"401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2005", *Research Perspective*, August 2006, Investment Company Institute

"401(k) Plans: A 25-Year Retrospective", *Research Perspective*, November 2006, Investment Company Institute

白杵政治（2006）「米国年金保護法と行動経済学」『企業年金』12月号、企業年金連合会