

等につきまして、何か類型化というような形で整理をなされて、それを今後の継続教育の方に活かすというような仕組み、ないしシステムは構築されておりますでしょうか。その点をお聞かせください。

○ 河合委員

システムというご質問を受けますと、甚だ心もとないですが、通常の業務でもよくやりますように、当然アンケートはとっておりますし、それは集約し分析はしております。それをオートマタリにそれが回るようにというふうな中身を分析するシステムというのは特に用意はしていませんけれども、アンケートの項目をそれぞれ、今の時点ではまだ1回だけですけれども、ハンドで集計した中で、どんな声が強いかというふうなことはまとめてはおります。

○ 今井代理

導入教育の後に、アンケート調査を実施いたしまして、無記名で記入していただいたのですが、短時間ということではあったのですけれども、その中でわからなかったこと、何でも書いてくださいと。「わかった」、「わからないところ」は当然マルつけ等もあったのですが、そのところで質問を全部集めまして、その質問の内容も類型化いたしまして、約1カ月後に質問に対して、1の質問は全員の質問というスタンスで回答をつくりまして、全員に冊子をつくって、1カ月後配布したという経緯がございます。そうした形で、導入教育の質問とかそういうものに対応していったと。そして理解度に関しても対応していったということを実施してまいりました。

○ 石田教授

ありがとうございました。

○ 御手洗座長

それでは、まだご質問あるかと思えますけれども、時間でございますので、この辺でC質疑を終わらせていただきます。河合委員、今井様大変ありがとうございました。

それでは、次の議題でございますが、本日は、白鷗大学経営学部の今井激教授をお招きしております。「投資家教育についての私見」というテーマでご講演をいただきます。

今井教授から20分程度ご講演いただきまして、質疑応答につきましては、本日のフリートークのテーマが投資教育でございますので、その中で併せて行いたいと思っております。

それでは、今井教授よろしく願いいたします。

○今井教授

「投資家教育についての私見」ということでお時間いただきます。

初めに私の経歴について申し上げます。私は昭和34年に山一證券に入りまして、当時の調査部におりました。昭和49年から調査部が研究所に代わりまして、私はそのまま転籍し、山一グループには1989年の4月までおりました。

中途、1960年代、山一證券は日銀の特融を受けるという事件があったのですが、その後、私はウォールストリートに派遣されてトレーニーに参りました。そのときに、私は多少英語ができたものですから、ピーター・ドラッカーが証券会社に来まして、そのときに年金の話聞いたのが初めてでございます。まだ私が30代のころでございました。彼はこう言ったわけですね。GMの社長のウィルソンという人が、新しい年金についてのプランを言い出したと。

これはどういうことかと言いますと、その後、1974年にERISA法として施行された精神そのままでありまして、例えば年金というと、ほとんど当時はアメリカの国債を買う、債券型のファンド、それから自社株ファンドというのが中心だったわけですが、これは両方とも正しくない。国債といえども借金だから、その借金に年金という労働者の将来を託すことは正しくない。もう一つ、自社株を全部買うというファンドも、これは、その当時はエネルギー革命の最中でありましたので、石炭会社がつぶれて、同時に年金なくなってしまったという例が多いので正しくない。この両方の主張を入れて、ウィルソンは、アメリカの将来を買うと。できるだけ分散する。株式あるいは債券、いろんなものを入れるのだという発想で、GMのファンドをまずリノベートした。これは正しい考え方だ。その後、彼は本に書きまして、これは現在でもかなり売れているようですが、『見えざる革命』という本でございます。この本を、私、彼にサイン入りでもらしまして、残念ながらその本はなくなってしまったのですけれども、私の生涯に大きな影響を与えました。

私は研究所の後、山一投資顧問に行きまして、投資顧問で年金を運用するという仕事を始めました。そのときに、アメリカの年金にも参りまして、日本株の運用ということで年金営業をいたしました。当然80年代の年金営業を通じて、その当時はブローカーを通じた売り込みでございますが、80年

代から401Kという形での今の確定拠出型が始まったわけなので、その当時の年金の人たちの反応ということをよく覚えております。

その前に、ちなみにERISA法についても一言申し上げておきますと、これができたとき、私はちょうど山一証券経済研究所のニューヨークの支所長で、ワールドトレードセンターにいましたけれども、あのか、ERISA法、エントリズ・リタイアメント……という法律ですけれども、アメリカのブローカーでは、これは今まで年金という、ブローカーの安定したビジネスと考えていたので、当然のことながらかなりの反発がありました。冗談ですけれども、エブリー・リディキュラス・アイディア・シンス・アダム、つまり人類始まって以来の、最もリディキュラスのアイディアだと。この程度のウォールストリートは理解であったように記憶しております。

前後して、80年から今度は例の国債投資というのが始まり、金とか不動産などへの投資も始まり、ベンチャーへの投資も始まり、大きな多様化がはじまりました。90年になってから、今度再び自社株を入れたファンドが復活するようになりました。私はそのときアメリカの年金のコンサルタントたちと、このドラッカーの意見を踏まえて、間違っているのではないかとということを中心に議論した記憶がございます。これは将来、何らかの形で大きなトラブルがあるのではないかとというふうに申し上げたわけですが、その当時はプロフィット・ヒアリング・プランというものがあるのだと。そのプロフィット・ヒアリング・プランは、会社の利益を分配するという形でプランができ上がっているのです、その利益の分配は自社株で払うということが多いので、その流れで自社株を入れた投資というのが重要になってきたのだ、こんな話でございました。

その後、私は89年に日債銀にスカウトされまして、あと8年半いて、それから現在、慶應の講師をや、今、白鷗大学でお世話になっております。

少し時間をいただいて、初めに経歴を申し上げたのは、私、この流れを通じて、投資家の教育については、アメリカは恐らく間違っていたと思います。これが最近になって、昨年からはまったあの株の暴落、ことしの4月のエンロン騒動、これに絡んで、法律はきちんと通って、もう一度見直しということにはなっていないようでございますけれども、かなり401Kそのものについて問題点というのは、今年の春以降明らかになってきたように思います。それは基本的には投資家教育の基本ということを何か忘れてしまったのではないかと反省でございます。

そこら辺、私5月にも実はアメリカに行きまして様子を聞いてきたので、そのあたりの印象を、ちょっとまとまらないながら、これから少しお時間いただいております。レジュメをお配りしておりますので、これに従って申し上げようと思っております。初めミスプリがございまして、2カ所ばかり直していただきます。初め1枚目ですけれども、IIの「401K投資家教育の実情」というところの2行目、「積み立てた資産を担保に86%の加入者」と書いてありますが、これは「加入企業」の間違いでございます。すみません。

その次の2枚目のところで、「アメリカの投資家教育プログラムの基本的内容」、「内容と問題点」というところの(5)に「福利」と書いてある、幸福の福になっていますが、これは複合の複、「福利」のミスプリでございます。申し訳ありません、訂正してください。

さて、そこで「NY株価の急落で再認識されている投資家教育」という項目のレジュメの1に入ります。ことし春ごろに、ご案内のとおり、4月、5月ごろからエンロンの倒産、倒産自体は去年の11月でしたけれども、その後、大トラブルが幾つか明らかになりました。特にケネス・レイ会長以下、主力の幹部が自社株をかなり高いところで売り抜けてしまって、自社株で買っていた401Kの加入者は、凍結期間という契約があったものですから売れないということで大変な悲劇が起きて、これが会員を中心に大きく自社株への投資ということを見直すべきではないかということが議会で言われる騒ぎになりました。

そのときに、その国会議員の要請を受けて二、三、余り大きくないコンサルタントが調べてみたら、株というのは元本保証でないと、これはごく当たり前の、これ以上、基本的なことがないことについて、知らなかった401K加入者は20%を超えていたという事実が明らかになった。

これは驚くべきことでありまして、債券への投資も金利の上下で額面に対して市場の評価額が上下すると、これも債券の基本ですけれども、これも知っていなかった人が3人に1人ぐらいいたということで、これは少しおかしいのじゃないかということが言われたわけでございます。

それから、先ほどのプロフィット・シェアリング・プランから、401Kは、自社株についてのファンドというのは結構多いよと申し上げたのですが、大体40%のファンドが自社株導入、あるいは

自社株そのものだけのファンドということがわかったので、これも大きな問題ではないか。改めてERISA法というものの基本精神を考えるべきではないか。つまり“ブルーデントマンルール”あるいは“分散”という言葉について、もう一度きちんと考えるべきではないかということが言われて、これはその都度運用関係のマスコミでは大きく取り上げられたというのが現状でございます。

その後、実は8月、9月になってから経済関係とか、あるいはご案内のとおり、企業会計の不信問題というのがもっと大きくなってきたものですから、それに絡む方が中心になってしまって、現在ややり切れトンボのままに401Kの見直しということが、法案になっていないようですが、これははまだもう一回蒸し返しをするのではないかとというのが関係者の見方でございます。

その理由は、訴訟問題でございまして、現在自社株に投資して、非常に損をして、エンロンはもちろんのことながら、それ以外にも破たんしている企業はうんとありますから、これに絡んだ訴訟問題というのは大変に大きな問題なので、これに絡んで、アメリカの投資家教育の基本に帰れというのは、一つの今の401Kに絡んだアメリカでの大きな問題のテーマであろうと思います。

では、それに絡んで投資家は一体どんな動きをしたのか。お配りした資料の3ページ目の下の方をごらんください。コンサルタントのHEWITT ASSOCIATESのインデックスがそのグラフにございます。これは401Kの加入者、約150万人、資産にして710億ドルを対象にプランを入れ替えるわけです。例えば昨年9月のあのテロ事件、そのところは棒が非常に長くなっておりますけれども、これは1週間株式がとまっていたので、それに絡む受け付けがとまっていたということがありますが、空前の長さになっております。

この幅は、どういう意味があるかといいますと、全体の加入者に対してどのくらいのプランの変更があったか。これはトレンドとしてある程度右肩上がりになりますので、トレンドからの乖離率という形でグラフにしておりますが、これは実数でいきますと、全体の1.15%、8億ドルぐらいに相当するというふうに言われております。710億ドルのうちの8億ドルですから、多いというのか少ないというのか、これが1週間に出た今までの記録でございます。

今回の暴落に絡んで、案外大きくないことにお気づきになると思います。これはその後も含めて、株式から、例えば預金あるいは債券というところでのプランの変更というのはそうは大きくないというのが今のところ現状のように思われます。したがって、401Kそのものの基本的な変動というものはある程度ないようには思いますけれども、それでも、先ほど申し上げたような理由で、投資家教育の一番のファンダメンタルなところは足りなかったのではないかとということ、もう一つ、実はこれだけ下がってまいりますと、資産残高としては、実は案外多くないということがわかりました。401Kで蓄積して、リタイアした後、アメリカの労働者は不安がないというふうに何となく誤解しておりますけれども、これはとんでもないということが明らかになってきました。労働者の中位数というか、上限から下限、その間のところ、これが一番多いかどうかは疑問ですけれども、中位数は大体5万数千ドル、四捨五入しても6万ドルあるかないかでございます。6万ドルですと、利回り仮に5%で回してもそう大したお金になりません。ということは、401Kでそれをメインの年金の収入としては、それだけでというわけにはどうもいかないということがわかってきた。

それから、積み立てた資産を担保に借入れをしていいよというのは86%の加入企業はオーケーしているわけですが、現実には借りているのは、2001年の末の段階では19.4%の加入者が利用しております。300億ドルのお金が借りられております。この300億ドルのお金は、大多数が住宅を買っているお金でございまして、これによって最近の傾向としては、リタイアメントエイジを予定より遅らすというのがどんどん増えてきております。そうすると企業にとっても、これはある程度負担があるかないかの問題はありますけれども、従業員教育をこれから企業の負担で増やさなければならぬということが流れといたしますと、これは企業にとっても真剣な問題なので、今のところ、これはトラブルの種になり得るとというのが問題でございます。

リタイアメントの時期の延期というのがどのくらいであるかというのが問題ですが、これはコンサルタントの調査では大体4~5年は延ばさなければならぬのではないかと、こんなふうに言われております。

401Kの拠出は課税前のお金でやるわけですが、しかし成果を流動化すると、働いていますと当然税金がかかります。アメリカではキャピタルゲイン税は5年以上の長期投資の場合には18%、これに連邦税としての所得税がかかります。年3万ドル以上の所得は28%で上限は39.6%、これに別枠で州税がかかります。これは州によって随分と上下がございまして、常識的に普通

4～5%はかかるだろうと思います。これはかからない州もございますけれども、そこは不動産の絡みの税金が高いというのが常識なので、現在株が下がってきて、これからも見通しが容易でないということになりますと、リタイアメント以前に、流動化をしてしまっただけで税金を払ってということになってくるので、これは今非常にシリアスな問題であろうと思います。

その場合、投資家教育は一体企業は、後でちょっと申し上げますが、今3ページ目のBARRA ROGERS/CASEYの表を見ていただきますと、投資アドバイス・サービスのコスト負担というのは、今雇用主が持つというのが急増しております、2000年と2001年を比較いたしますと倍以上に増えております。2002年現在では50%は当然大きく超えているというふうに一般的に見られております。

では、コストはどのくらいということになるのですが、私の聞いている範囲以内では大体ヒアリングで、例えば面談を何カ月かに1回、それに加えていろんなレポートをつくってもらおうというので850ドルというのが下限であるように聞いております。1,000ドルを超えるというケースも試算によってはあるようでございますが、それだけの経費を企業が負担して、しかも従業員の数が多いところは多いわけですから、これはかなりの負担になるのではないかとということで、その場合、どうしたらいいかというところがポイントでございます。

そこで2ページ目の「投資家教育プログラムの基本的内容」というところを見ていただきます。今言われております問題点は、投資家教育の少なくとも私が知っておりました80年代のころは、今の日本の証券会社と同じ、単にプロスペクタスを従業員に送りつけるとか、あるいは工場のところに山のように積んでありまして、これを持って帰れというふうなことを職員の長が言うとか、80年代のころにはその程度でございました。

それがその後、セミナーを開いたり、それからパソコンが普及してきましたら、インターネットで問い合わせをしたりをする。あるいはホームページから情報をとるということになってきたのですが、まだ90年代の前半ぐらいには、これから申し上げる6点を中心とした簡単なリーフレット、プロシユアが配られるという程度が普通であったように思います。

この内容はここに書いてあるとおりでございまして、第一はハイリスク・ハイリターン、これはアメリカの労働省が投資というものは、ハイリスク・ハイリターン、ミドルリスク・ミドルリターン、ローリスク・ローリターン、この三つの組み合わせ、これ以外にはないのだ。つまりハイリスクで、しかもローリターンという組み合わせはあり得ないということをちゃんと教育しろということを通達で出しまして、それがしたがって第1番目に入ったわけでございます。

それから、長期投資によりリスクは低下し、必ずリスクテイクは報われる。アメリカ人好みの“チャレンジ”という言葉が非常に多く使われるというのがポイントでございまして、これが2番目。

3番目は分散投資せよ。

4番目はドル平均法、毎月毎月買っていく均等投資というのがメリットだということ。

5番目、複利の有利性と大概これと一緒にくっつけて、インフレのインパクトというものをくっつけて、複利投資した場合にはインフレということをきちんとヘッジできるということを言うわけでありまして。

それから、最後は課税繰り延べの効果というのがポイントでございまして。

ごく最近になって、ことしになってからホームページに増えてきたのは、これに加えて、7番目としては、年代による投資ストラテジー、先ほど伺っておりましたら、投資の人生プランみたいなものをゲームでおやりになる。あれに似たようなことが入ってきているように思います。これが7番目と言ってよろしいように思います。

これが載っているのが大体通常でございまして、これ以外のものが載っているというのはほとんどありません。どこかで話し合いをしているのではないかといいくらい共通しております。

私が見ているところ、これは問題点が非常に多いと思うのでございます。つまりリスクについて、リスクとは一体具体的にどんなリスクなのか。例えば株式で言ったら、それは株価、マーケットリスクというものがありますが、それ以外にも、例えば債券なら債券でも、いろんなマーケットのリスクもありますし、クレジット関係のリスクもある。現に高い格付けであったエンロンが倒産したおかげで、向こうの債券市場やそのほかのマーケットでも、日本でも同じですけれども、かなり打撃を受けたわけですから、これについての説明がほとんどやっていないか、説明しても1行しかないという程度である。

第2は、ドル平均法にした場合に、例えば先ほど申し上げた自社株投資をしていて、これが最後につぶれる場合に、ドル平均法をとっていった場合に、このようなケースは最後は必ず大変に悲惨な結果になります。リスクの取り過ぎになるわけです。つまり分散をしていないでドル平均法をした場合にはリスクは非常に過大になるというのは投資の常識ですが、これについて、説明しているところはほとんどありません。

3番目、手数料でございませけれども、先ほどトヨタさんの方から非常に安くということをおられました。これは安いからもちろん良いのですけれども、これ以外に、例えば証券会社関係への手数料とか、投信会社の運用手数料、ファンドをトランスファーするときはほとんど手数料はかからないのが常識ですけれども、取る場合もないではありませんので、その場合の手数料、これについての説明は、現実には私は見たことがありません。それについては口頭で説明することにならないとわからないように思います。

現在、私は最近になって日本に來日したマーサーという年金のコンサルタントがありますが、その連中に聞いてみましたら、彼らも1年間に一回ヒアリング調査をしております、今のところ八つほどPRする方法があるのだというふうに言っておりますが、まず、それはプランの説明書を配る、ファンドの目論見書を配る、ミーティングをやる、プロシユアを配る、これが大体ほとんどである。

残りの四つは、パーソナライズをされたステートメントを、これはインターネットで質問を受けて返事をするというのが一つ。会社のニューズレター、これもパソコンを使った場合が多い。それから、トールフリーの電話、コールセンターを使う。あとセミナーを開いて、そのワークショップでのいろんな資料を配るというのが多いと言われております。

ただし、アメリカの場合、最大の問題点は、5%ほどの受益者は、どんな格好をやってもPRというか教育にのらない。セミナーにも来ないし、いろんなパソコンを通じた情報供給にも応じる気配がない。これをどうやって参加させるかということとはなかなか名案がない。しかも損をした場合には、そういう連中に限って必ず提訴する。私、これは相当に日本のことを考えても、私は証券会社に30年おりましたからよくわかりますけれども、合致するのではないかと思います。

そこで、私なりの考えを最後に申し上げようと思います。お時間大分いただきまして、すいません。

第一に、現在の分散という考え方、これは今の年金は、モダン・ポートフォリオ・セオリーという考え方の影響下にあるので分散ということが中心であり、それはそれで正しいと思います。

ただ、アメリカの最近のポートフォリオ理論は、このモダン・ポートフォリオ・セオリーをさらに一歩進めまして、投資技法をいろいろ高度化することによってリスクを低く、しかも安定した収入を得ることができるという技法が今開発されていて、例えば最大の年金でございませ CALPERSなどは資産の1割ぐらいは、日本で言うヘッジファンドですけれども、デリバティブをいわば安全に使ってリスクを少なく、リターンを高く運用できるというふうな手法に少しずつ資産を増やしつづいて、長期的には私の聞いている範囲内では、2割あるいは3割もあり得るというふうなことで、大手の州年金ですら考えているように見受けられます。

こういう時代の変化というものと、日本の年金の発想法という、連合会は発想法がモダン・ポートフォリオ・セオリーそのままですから、新しい考え方が入っていないのではないのかなという考え方が一つあります。これに対する答えはまだもちろん出ておりませんけど、投資ハイテクというものを、今度運用会社がどう導入してくれるのか。現時点では、まだ定期預金が圧倒的に多いようですから、現時点ではまだそれ以前の段階なので、長期的な課題であろうと思っておりますけれども、これに対するモダン・ポートフォリオ・セオリーのマーケットに対する指標をアウト・パフォーマンスできないという、そういう仮説があるわけですが、その仮説については、最近ではアメリカでは余り通用していないということ。

それから、日本の場合には、今株式を入れた年金をスタートすることは長期的に大底に私は近いと個人的には思っておりますので、絶対に有利であろうと思っておりますが、それでも、かつてのバブルのときのような、3万円、4万円というところまで行くのは大変だろうと思っております。そうすると、ある程度資金効率をよくするために、いわゆるマーケットの指標よりもいい運用をする。アウト・パフォーマンスするという、アクティブ運用というものについての考え方というのをどこかで入れないと、現在はすべて恐らくインデックス運用のパッシブ運用になっているように見受けられるので、これは逆に言うと長期的に問題ではないかというふうに考えております。これが私の私見の1でございませ。

第2、これはSECの情報公開が一昨年から変わりました。どういふふうに変ったかといひませ

と、情報を公平に同時に公開しなければならないという考え方でございます。これは例えばホームページで公開するというだけではない。例えばアナリストに有利な情報を早めに話すというのもしかんということになっている。これはニューヨーク上場の会社さんもおられるようなのでご存じだと思います。

これは恐らく日本の証券監督絡みの官庁も、今の状況ですと、何年か先には必ず導入することになると考えます。これと年金とどういう関係があるかということなのですが、アナリストは、私も実はアナリストを20年やっておりましたからよくわかりますが、アナリストが、はっきり言えば、社長なり何なりに気に入られて早めに有利な情報をとる。それを自社のグループのファンド・マネージャーに耳打ちして、そこでファンド・マネージャーはいわば付加価値をつけるという形で運用があるわけですが、これが恐らくそうでなくなるという事態がここから5年先を考えたらほぼあり得ると考えた方がよろしいように思います。

そのときに運用というものがどういう形になるのかということでございます。したがって、株式なり債券なりの運用というものは基本的に変わるだろう。つまり売り建、買い建というものが同時に並行するようなファンドとか、そういうファンドが恐らく出てくるだろう。

そのときに、運用をする企業が非常に少数であった場合に、そういう実験的なことをする会社というのは常に非常な少数派ですから、社会的な常識になるまで遅れるということになると、その受益者はあり得るべき利益をもらえないということになるのかなとか、それから、社員教育を、先ほどいろんなコンサルタントですけれども、それは恐らくグループの中に運用会社がある金融機関や、どこか利害関係がある、そういうフィナンシャル・プランナーが、営業マンの代わりに帽子をフィナンシャル・プランナーとしてかぶって出てくるというのが多いので、私は公平無私なアドバイスというものをどこかで年金の運用機関さんはどなたか入れるか、あるいはそれに絡んだ情報をしょっちゅうおとりになるかというふうなことにしないと、ここからの流れは正直申し上げて、右肩上がりの上げがずっと続いたという体制が無理だということは日本中の誰もがわかっていると思いますが、その体制に対して対応ができていのかどうかということが私は問題点であろうかなと。従業員教育と同時に、運用するファンド・マネージャー選びの体制、運用する商品の選ぶ体制というものについても、ある程度必要ではないのか。

きょうはメインテーマが従業員教育ですけれども、従業員教育がそこまでの私はハイレベルになるのは物すごい時間がかかると思いますし、アメリカでもそこまでやっているのは、まだ完全に少数派でございます。しかし、私は5年先考えたら、今のうちに教育の基準なり何なりをきちんつくること。

それから、どうしても参加しない5%をどうやって引きずり込んで教えるかということを中心にすること。それから、あと理論的な変化とSECの基準、運用商品の多様化というものをどう考えるかということについての考え方があって、これはまだなかなか一朝一夕には解決しないと思いますが、どこかで申し上げておく必要があるかと思ったら、いいチャンスをいただきましたので申し上げます。

ちょっとお時間をとりまして申し訳ありません。以上で、私の考え方は終わりでございます。ありがとうございます。

#### ○ 御手洗座長

どうもありがとうございます。それでは引き続きフリートキングをいたしたいと思っております。本日のテーマは投資教育を中心に議論したいと思っております。従業員に対する投資教育とか情報提供につきましては、その内容、体制、導入時のみならず導入後のあり方などもいろいろあるかと思っております。ご自由にご発言をお願いいたします。

それから、ただいまの今井教授のご講演につきましても、何がご質問等ございましたら、それも併せてお願いしたいというふうに思っております。それではご自由にどうぞ。

#### ○ 秦委員

どうも先生、今日は貴重なお話ありがとうございます。私も現在いろいろ教育について頭を悩ませている中であって、やはり今先生がご指摘されたように、“最低限どういう教育をしなければいけないのか”というスタンダードというか、基準を絶対つくる必要がある。しかも、それに、場合によってはちょっと細くなるかもしれませんが、例えばこういう商品を入れる場合には、少なくともこの追加説明を必ずやらなければいけないというような一つのモデルを作らないと、今、いろい

るな運営管理機関である金融機関さんが迷われて困っておられるところもあると思うのですね。

方々、FPに委託していく場合にも、そういうスタンダードができてないと、人によって違ったりすると、一つの企業の中で説明がちょっとずつ違っていったりして、これはなかなか問題になってしまいます。いろんな企業さんは入れるときには、その辺、できる限りスタンダード化するようにしていると思いますが、例えば質問があった場合などの答えなんかは違ってしまおうというようなことになってくる可能性が十分あると思うので、そういう共通化は絶対必要だと私は思っているのですね。

併せて、場合によっては、既にFPでも松竹梅とかというランクはあるようですけれども、何をベースにして松竹梅なのかということがもうちょっと明確になるような、というか、それを判定していくような基準なり何なりが、もうこれだけ一般化してきたので必要なのではないかと思っております。

ちょっと先生にご質問なのですけれども、私が、先ほどから問題になっています継続教育で非常に頭を悩ませているのは、任意参加でセミナーをやるということが企画されて、私どもも実は実質的には補習校みたいにしてやったわけなのですけれども、出てくる、出てこないという問題があるわけなのです。たまたまその日が空いているから出てきた人は、いい知識が得られたけれども、たまたま出てこなかった人はうまくいかなかったと。ある意味で、今投資したら得だったぞ、という情報が入った、入らないというようなところで有利、不利が出て、結果として、それが例えば企業サイドに訴えられるとかということも起こり得るのかなということで、私は任意参加ということに対して、今のところのちょっと消極的に弊社の場合やっているのですね。

ですから、むしろあるタイミングでもって、すべての社員が、例えばWEBを使えば見ることができる。具体的に申しますと、今初級用の教育みたいのはかなりWEBで、そういう確定拠出関係のサービス会社がつくるようになっていきますけれども、今ある会社とやっていますのは、それに例えば単科みたいな物を作るわけですね。例えば為替リスクをどう考えたらいいかとか、インデックス型とアクティブ型は本当に言うところどう違っているのかとか、結構もう少し深いところへ入ったものを科目ごとみたいに勉強できるような、例えばカントリーリスクをどう考えとか、そういうようなテーマ別のものをWEBに載せてしまうというようなことを今考えているわけなのですけれども、実際セミナーを任意参加ベースでやって、企業側にリスクは残らないのかどうなのかという点はいかがなのでございましょうか。

#### ○ 今井教授

初め申し上げた教育の質の基準、私も大賛成でございます。それから後でおっしゃられた任意制にするというのは、今まさにそれはアメリカが困っていることでございまして、訴訟されちゃうと。訴訟の国ですから、日本よりはそれは頻度が高いのは当たり前と言えども当たり前かもしれませんが、強制すると、またそれはそれでトラブルになるのですよね、必ず。したがって、どうしても任意で参加ということにならざるを得ないし、そうすると必ず面倒くさいから出ないかということになって、知識がなしで、しかもそれで不足だったということに、今堂々めぐりをどうしようかと思って、アメリカの方もおっしゃいます疑問は、誰もが答えを出せないというのが現状だと思っておりますが、私なりの考えとしては、職場の一応全員参加を建前とするというのを、恐らく自主ルールで、さっき労組が参加されるというのはそれなりに有利だと思っております。会社の職制としてどうということ、またうるさいことになりましようから、労働組合さんの支部なり何なりで、みんなが出るのだというようなことをある程度前提にした会議で、そこでついでに何かやるというのは、私はそれなりの解決策かなという気がさっきから見ているとしておりました。

#### ○ 秦委員

ちょっと追加なのですけれども、私ども任意というと、今確かに組合というのは一つのアイディアなのですが、じゃあ、管理職をどうするのだ、という議論が出てきてしまうわけですね。確かに組合はいいアイディアだと思うのですが、すべてそれが可能ではないだろうとしたときに、任意で勉強会を会社なり組合主催でやるということが難しいとすれば、例えば昨今投資クラブというのが大分できてきていますけれども、ああいうものをつくって、それに対して情報を提供していただくような業者と連携して、本当に任意で勉強したい人は、それに参加していくようなインフラづくりだけを企業がやるというのは、訴訟上どうなのか。ちょっと細かいのですけれども。

#### ○ 今井教授

それはそれでいいと思っておりますけれども、それでも、なお、ボランティアということになるのではないかなど。ただ、おっしゃいますとおり、確かに管理職のことは、私も考えにありませんでした。

○ 秦委員

ありがとうございました。

○ 御手洗座長

その件に関連しましてちょっとよろしいですか。任意で教育をやっているということで、5%方出てこない。その方たちから訴えられると。実際に訴訟で負けているのですか、それは。訴えられる可能性は常にあると思うのですけれども。

○ 今井教授

まだ判例出ておりませんから、恐らく判例が出そうになったら、どこかで和解をして手打ってしまうのではないかと思うので、現実には判例は出ないと思います。ただ、現実の問題としては、何十件とか一説には100件超えたとか、非常に頭が痛いというのは、今のところアメリカの経営者はみんな言っておりますですね。

○ 御手洗座長

アメリカの法律の枠組みというのは、今日本の法律の枠組みとほぼ同様のなんですか。その辺につきましては。

○ 今井教授

すいません、私ちょっとそこら辺は。

○ 御手洗座長

そうですね。それから、もう一つは、5%の人たちを、アメリカでは常に5%ぐらいの人たちは多分受けてないということになると、その人たち、何かしようということでも相当努力されていると思うのですが、その辺、具体的に例えばこんなことやっているとか、そういう事例のようなものはないのですか。

○ 今井教授

私もよくそれはわからないので聞いてみましたが、それは友達同士で間接の話を聞くとか、その程度が残りの5%。それでも401Kに参加するのだと。

○ 御手洗座長

まさにそれこそ自己責任じゃないかという気はするのですけれども。

○ 今井教授

自己責任というのは、アメリカはそんなのわかっているじゃないかと言われるかもしれないけど、現実には。

○ 御手洗座長

そうなのですか。

○ 今井教授

ええ。

○ 御手洗座長

どうぞほかに、ご自由に。

○ 中村委員

今、うちは個人型でやっているものですから、ちょっと特殊なのですけれども、企業型の場合には企業が主催して投資教育という、そういう形で、5%の人の問題はあるのでしょうかけれども、 magari なりに一応教育できるという環境はあるのですけれども、J R 東は個人型でやっているものですから、そういう意味では、投資教育というのが一番やりにくいといいますが、そういう部分があります。

基本的には金融機関からやっていただくというのが建前になっているわけですけれども、会社としては、制度のアウトラインの説明、それから問い合わせはこういうところにしてほしいというようなことの説明しかできないということで、それで実際には金融機関の方からやっていただくという形になるのですけれども、ただし、それも会社が音頭をとってという形はなかなかできないという、音頭をとらなかったというか、声をかけなかった金融機関の方が有利だった場合の問題とかいろいろありますので、そういう意味ではなかなかできないという状況になって、前回もまどろっこしいという言い方したのですけれども、それでは金融機関の方の個人型確定拠出年金に対する教育がどうかという、これもまだ十分にはされていないなという感じがするのですね。

申し込む、資料請求すると、確かに分厚い資料が送られてくるのですけれども、それだけにとどまっているというか、自分でコールセンターへ電話したりすれば、またそれはそれでいいのでしょうか。



れども、まずその分厚い資料を読むことから始めなければならない。先ほど高校生でもわかるビデオという話がありましたけれども、実際には本当はそういうものから始めていかないとすそ野が広がらないのかなと思いますし、それから、そういう高校生でもわかるようなレベルの投資教育の場を、一般のサラリーマンでも参加しやすい場所、あるいは自営業者でも参加しやすい場所、時間、そういうもので幾つか金融機関あたりが開いていただけるともっと進むのではないかという気がするのです。

金融機関に勤めている友人に、何でやらないのだという話をしたのですけれども、個人はマーケットも小さいし限度額も小さいし、なかなかそこまでやっても見合わないのだという話がありましたけれども、限度額の問題でまたいくのかとは思いますが、しかしながら、非常に貴重な制度でありますので、そういう意味では金融機関の方ももう少し力を入れてやっていただければというふうに思っております。

○ 御手洗座長

ほかにいかがでしょう。

○ 矢崎課長

教育のモデル化とか標準化、大事だというお話でありますけれども、例えばアメリカなどですと、特定の団体とか機関で、そういうような取組とかは行われているのでしょうか。

○ 今井教授

やっております。コンサルタント会社の独立したところが始めておりまして、それはかなり細かく、それからホームページなんか見ますと、ちょっとした雑誌になるぐらい載っておりますから、それはそれなりの努力は見受けられます。最近です、でもそれは、上がっているうちは、みんな、それ行けどんどんですから、そんなに要らないのですよ。下げ始めてから、慌ててつくったというのが現状ではないか。アメリカでもそうです。上がっているうちは、入りますと、翌年、成績よかったって、胸張っちゃって、やっぱりうちのということになりますから、基本な話は質問もしにくいし、確かにやらないわけですね。下げてから慌てたというのが、これは正直申し上げて、洋の東西問いませんですね。

○ 御手洗座長

継続教育の何か代表的ないい例みたいなご存じないですか。継続教育といいますか、導入時だけではなくて、その後の教育がかなり重要だと思うのですが、その辺についての、アメリカのこういったいい事例があるとか、コンサルタントはこんなふうに考えているとか、その辺。

○ 今井教授

そういう投資家教育協会とか、その手の機関とかというのは幾つもございますし、それから年金コンサルタントが大概みんな子会社を通じてやっています。それは継続の一つのプログラムを持ってやっております。日本の場合にもNPOでそういう教育をやろうかというようなところも二、三あるようには聞いております。

○ 御手洗座長

何かご意見含めましてどうですか、ございませんですか。今井教授が、この後、所用がございますので、この辺で退席されます。

では、今井教授、本日はお忙しいところ、どうもありがとうございました。

○ 今井教授

失礼いたしました。

(今井教授退席)

○ 御手洗座長

投資教育の関係の議論もまだちょっと不十分だと思いますが、その辺も含めて、それから、それに傍聴者の方もぜひご参加いただいて、意見交換をしたいなというふうに思っております。よろしくお願いたします。

今、最初に秦さんの方から、少し強制的なことも含めてやるのはどうかというご意見ありました。それに対して一方では、やはり任意が基本ではないかというご御意見も、これは継続教育でございますが、あったわけでございますが、その辺についていかがでしょうか。

○ 徳住委員

日本の確定拠出年金の運用を考えていくときに、導入時点に、加入者に対してはまず教育をきちんとやるということは、各社さん皆さんやられている。それで、教育責任は果たせたということは十分

ではないのではないかと。やはり何らかの形でフォローアップが必要ではないか。では、フォローアップをする内容をまずどうするのか。今もお話がありましたけれども、基準的なものを一つ作っていただく必要があるのではないかと建設的な意見がありましたが、ただ、これもどこがつくるのか。

それと、今、今井先生がおっしゃいましたけれども、モダン・ポートフォリオ理論による分散投資に対して、今疑念が持たれていて、一般的な企業年金を運用するサイドにおいては、モダン・ポートフォリオ理論をいかに凌駕するような形でプラスアルファをとるかというようなことがやられているわけですが、このあたりの話については、到底個人にやるということではできないわけですね。アメリカも株式が大きくダウンをしてきたという中で、そういう問題が非常にクローズアップされてきたのだらうと思うのですが、基準をつくるにしても、誰がどのような内容をつくるか、内容もどういうタイミングでつくっていくかという、その変更みたいな部分もあると思います。

私が聞いております限りにおいては、投資教育をコンサルタントされる場所も、独立系もあれば、旧来の機関投資家というか、大きな金融機関でも機能を持たれているところもあると思いますけれども、先ほど今井先生の方から話がありましたけれども、投資教育に関する協会みたいな組織を、行政の方で働きかけられるというのも如何かなと思います。投資家協会みたいな形で、一つの横の連絡協議会というか、何かそういうようなものをお作りになって、そのあたりからタイムリーにアドバイザリー的なコメントが出てくる、何かそういうような働きかけが必要になってくるのではないかと、いうふうにお聞きいたしました。

○ 御手洗座長

その他、ご自由に。

○ 石田教授

先ほど秦委員の方から、個別な企業が投資クラブ等への橋渡しというようなお話があって、これは非常にこれからのスキームとして重要だと考えておりますけれども、その際に、投資の助言アドバイス、それと一般的な投資教育というのですか、それを明確に区分するというようなガイドラインをきちんとしておくことも併せて必要になってくるのではないかと考えております。

○ 御手洗座長

いかがでしょうか。

○ 秦委員

余りご意見出ないので、ちょっと低次元の話になるのですが、今どちらかという、より勉強したい方に対してのどうするかという議論がいろいろ出ているのですね。これはやりたい人がやっていたら、いかようにしても、そういう人たちはついてくるので、極言すると余り問題は、実はないのだらうと思うのですね。インフラさえ整えてやればどうにもでもなります。

問題は、先ほど来、座長からもお話ありますけれども、積極的でない、消極的な人をどうするかというところが非常に大きな問題なのだと思うのですね。ですから導入する企業サイドからすると、勉強会にとにかく出席させて、“現におまえ、2時間半座っていたじゃないか”とか、例えばテキストとかビデオはちゃんとご自宅にお送りしてあるではないかと。見るか見ないかはおまえの判断だけ、企業としては最低限のことはやったのだから、これで我々としてはお役御免というとおかしいのだけど、法的に免責だよ。そういう形に現在残念ながらなっていないと思うのですね。だから、どこまでやればいいのか。我々も少なくとも聞いてもらうために、眠らせないため、勉強会でガム配って噛んでもらったり、それから物理的に来られない方、産休の方だとかご病気の方なんかについては、ご自宅まで行って、場合によっては、ご本人がもうだめな方の場合には奥様にやったりとか、やれるだけ一応はやったのですけれども、どこまでやるのがいいのか、また、そこまでやる必要ないのかとか、今はわからないのですね、こういうところが。

ですから、こういうあたりのところの、悪いのですけれども、企業からすると最低限ここまでやっておけば、リーガリーには行けるよ、という線も同時にスタンダード化する必要があるのではないかと、思います。

○ 井口審議官

同じような経験が私もありまして、十数年前には公的年金の積立金を自主運用やろうということで1兆円ほど資金をいただいたものですから、運用というのが余りよくわからずに一から勉強した経験があります。職員を各証券会社に派遣したり、信託銀行に派遣したりして一から勉強しましたが、もともとモダン・ポートフォリオ理論なんて言われても、なかなか理解するのが容易じゃない。統計学

に関してイロハのイの字ぐらいは知ってないと、共分散がどうだ、こうだとかなんとかということと言われてもちょっとわかりませんね。当初は本当かなというような感じの中で、だんだん勉強していくうちにそういうこともあるのかなというような気がしてきたわけですが、いずれにしても、アメリカではそういう運用のスタイルが確立されていた。

そういうような運用方式が正しいということが一応定着しつつあった時代なものですから、分散投資の考え方でやっていくのがいいのかなと、そんなことで実施していった訳です。しかし、最後は過去の実績に基づいた判断になってしまいますから、未来が過去と同じような構造になっているのかどうかというようなことの判断はなかなかつけない。そういうような限界も踏まえた上で、今度のファンドは、それぞれの各個人の持たれているファンドですから、それぞれの方の自己責任の範囲で自由に運用してもらうこととされています。

したがって、その後はリスクがあるのですよということを十分理解していただいて、先ほど秦委員からお話があったような方向で考えていくしかないのではないかと思います。その場合にも、先ほどの今井先生から話があった教育プログラムの6点の問題点、ハイリスク・ハイリターン、こういうところだけは踏まえてくださいというようなものも要るのかなという気がいたします。先ほど言ったように、その場の雰囲気、十何年前のバブルのときは、とにかく、イケイケというので、何か危ないのじゃないかと言う人もいたのですが、それが全然声にならない。それで気がついたら、プロの方ですら、こんなことになっているわけですから、素人が本当にどこまで行けるのかというようなことも踏まえて、やっていただくというようなことにならざるを得ない。

運用の責任を、どこまで行政が持ち、どこまで企業が、どこまでが自己が責任持つか、これを仕分けしていくというのは正直なところ難しいのかなと。ただ、教育すべき点については我々の方も考えていかなければいけないような、そんな感じが強くいたしております。

ご意見を伺いながら、マニュアル化できるようなものは考えていくべきなのかなと思いますが、それが果たしてどこまでできるか、またご議論いただければという感じがいたしております。

○ 御手洗座長

この場は結論を出す場ではございませんので、言っぱなしということでございますけれども、今、審議官に少し締めていただきましたけれども、その方向で今後も進めていただけたらというふうに思っています。

それで、きょう傍聴されている実施企業の方、せっかく時間を取ったのですが、何かございませんか。特にございませんか。

それではそろそろ時間も参りましたので、最後に次回の予定につきまして、事務局から説明をお願いいたします。

○ 矢崎課長

次回の議題といたしましては、この連絡会議メンバーの方々の各企業における実施状況等のご報告、それから、今日もご紹介ございましたけれども、実態調査の結果についてとりまとめが済みましたら、その内容。それから、テーマとしましては資産運用等についてフリートリーキングなどをしていただけたらどうかというふうに考えております。

メンバーの方々からのご報告につきましては、今回は株式会社ジューテックの光谷様、日商岩井株式会社の長久保様のお二人から、それぞれの企業における確定拠出年金の導入状況や今後の課題などについてご報告していただければと考えております。光谷様の方には、きょうご欠席でございますが、事前にご了解いただいておりますが、長久保様。

○ 長久保委員

はい。

○ 矢崎課長

ということでよろしく申し上げます。

次回の開催でございますけれども、今のところ、私どもとしましては、1月中旬でどうだろうかというふうに考えております。日程調整でございますが、テーブルの上に、前回と同様に日程調整表を置かせていただいているかと思っておりますので、終了後、ご記入して置いていただければと思っております。調整の上、また具体的な日程、場所等はご連絡申し上げたいと、かように考えておりますので、どうぞよろしく願いいたします。

○ 御手洗座長

ありがとうございました。それでは、本日の連絡会議をこれで終了いたします。大変お忙しいところ、ありがとうございました。