

野村資本市場研究所  
研究部  
野村 亜紀子

## 確定拠出年金の運用改革をめぐる議論—専門委員会報告書を踏まえて—

2017年6月6日、確定拠出年金(DC)の運用に関する専門委員会より、報告書が公表されました。これにより、改正DC法において政令で定めるとされた運用商品数の上限、及び、省令で定めるとされた指定運用方法の基準について、およその方向性が示されたこととなります。本稿では専門委員会の議論を紹介し、DCの運用に対する示唆を考察します。

### 確定拠出年金の運用に関する専門委員会

2016年5月に成立した改正確定拠出年金(DC)法は、iDeCo(イデコ、個人型DC)の加入対象者をほとんど全ての現役世代に拡大すると共に、DCの運用に関する本格的な制度改革を行うものでした。

DC運用の制度改革は、①継続的な投資教育の強化、②運用商品の品揃えに関する制度改革(元本確保型提示義務の撤廃、運用商品数の上限規制、運用商品除外の規制緩和等)、③指定運用方法の導入、などから成ります(図表1)。改革の背景には、企業型DC資産の54%が元本確保型商品に入れられており、多くの加入者により長期分散投資が実践されていると難しいという実情がありました。加入者のDC運用に対する支援を強化するのがこの制度改革の目的でした。

運用関連の制度改革事項のうち、運用商品数の上限は政令により、指定運用方法の基準は省令により定めるとされました。これらに先立ち、より専門的な見地からの検討が必要と考えられたことから、社会保障審議会企業年金部会の下に

「確定拠出年金の運用に関する専門委員会」(以下、専門委員会)が設置され、2017年2月から6月にかけての8回の会合を経て、6月6日に報告書が公表されました<sup>1</sup>。

### 運用商品数の上限

運用商品数の上限は、専門委員会における活発な議論を経て、「35本が適当」とされました。

運用商品数の上限規制が改正DC法に盛り込まれた背景には、「選択肢が多すぎると選べない加入者が増加する」という考え方がありました。専門委員会の議論では、この考え方を支持する意見もある一方で、多様な選択肢を望む加入者もいる、企業型DCにおいては労使の判断が尊重されるべきであるといった意見も出されました。提供数が法令で定める上限を超えると、運用商品を除外する必要性が生ずるため、DC運営の現場が大きく混乱する懸念も指摘されました。

<sup>1</sup> 社会保障審議会企業年金部会確定拠出年金の運用に関する専門委員会「確定拠出年金の運用に関する専門委員会報告書～確定拠出年金の運用商品選択への支援～」平成29年6月6日。

### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

図表 1 改正 DC 法の運用関連部分の概要

|           |   |
|-----------|---|
| 継続投資教育の強化 | ・ 継続投資教育を「配慮義務」から「努力義務」に強化  |
| 運用商品の品揃え  | ・ 元本確保型商品の提示義務の撤廃<br>・ リスク・リターン特性が異なる商品 3 本以上の提示義務<br>・ 政令により、加入者に提示される運用商品数の上限を設定<br>・ 加入者に提示される運用商品の除外に関する規制緩和(全員同意から3分の2同意へ) |
| 指定運用方法    | ・ 運用商品を選択しない加入者について、事前の通知等の手続きを経てなお選択が行われない場合、資産を指定運用方法に入れ、加入者が指図したものと見なす   |

(出所) 厚生労働省資料より野村資本市場研究所作成

専門委員会では、最終的に、事務局より出された「商品数が35本を超えると不指図<sup>2</sup>が増加する」という分析結果が一つの決め手となり、議論が収束していった感があります。企業年金連合会の調査によると、運用商品提供数が31本以上の規約は調査対象の3.9%にとどまり、ほとんどの企業に影響を及ぼさないことも、35本で決着した背景にあったと思われます。

iDeCoを企業型DCと同様に扱うべきかも、意見の分かれた点でした。企業型DCと異なり、iDeCoは、個人が加入先を自由に選択できます。商品数が多すぎると感じるのであれば、その金融機関のiDeCoを選ばなければ良いわけです。したがって、iDeCoについては、上限は不要ではないか、あるいは企業型DCとは別に、個人の多様なニーズに十分対応可能な数を設定すべきではないかという意見がある一方で、多すぎると選べないという問題は企業型DCであれiDeCoであれ変わらないという意見もありました。結局、企業型DCと同数とされましたが、35本であればそれなりに多様な商品を揃えられるだろうという現状認識の下、強い異論は出されませんでした。

<sup>2</sup> 従来、運用商品を選択しない加入者は「未指図者」と呼ばれていましたが、専門委員会の資料及び報告書では「不指図」という用語が初めて使用されました。

商品数の上限については、ほとんどの企業、金融機関が「事なきを得た」と感じているのではないのでしょうか。しかしながら、理念的な問題は残ります。そもそも、DC法により、運用商品の選定・提示は運営管理機関が専門的知見に基づき行うとされています。また、法令で一律に縛るのは、企業型DCにおける労使合意重視のアプローチとも矛盾します。商品数が多すぎることへの懸念があるなら、運営管理機関の商品選定に対する規制強化や、事業主の運営管理機関選定・監督の適切性確保といった方法が、DC法の趣旨に則ったアプローチだったのではないのでしょうか。

### 運用商品の提示方法の工夫

運用商品数の上限をめぐる議論を契機に、運用商品の数え方<sup>3</sup>、運用商品の選定時の留意点、商品の提示方法、運用商品の除外手続きの留意点なども、重要な論点として取り上げられました。

上記のうち、運用商品の提示方法については、これを工夫し加入者にとって理解しやすい形にできれば、商品数を厳しく制限しなくても「多すぎる

<sup>3</sup> ターゲット・イヤー型ファンドについては、複数の目標年の商品が一つのパッケージとして提示されますが、これらはまとめて1つと数えることができるとされました。

### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

と選べない」という問題を解消できるのではないかと、という指摘もありました。報告書では、パッシブ運用の投資信託を「基本的な運用商品」、アクティブ運用の投信を「応用的な運用商品」と示すといった例示がされています。あるいは、バランス型投信を「自分で資産分散を行わなくてもよい商品」、内外株式・債券投信を「自分で資産分散を行う商品」などと示すことも考えられるのではないのでしょうか。いずれにせよ、どのような提示が分かりやすいのかについては、加入者目線で考えることが重要になります。

### 指定運用方法の基準

指定運用方法は、いわゆるデフォルト商品、すなわち、不指図者(未指図者)の拠出の行き先として、あらかじめ設定された運用商品です。従来、

デフォルト商品は実務対応の形で登場し、DC法令解釈通知の記述等に基づき運営されてきました。改正DC法により指定運用方法の制度が導入され、初めて法令上の明確な位置づけが与えられることとなりました。

とりわけ重要だったのは、一定の手続きを経た上で指定運用方法に入れられた資金については、「加入者が運用指図したものとみなす」とされた点でしょう(図表2を参照)。仮に加入者が後から不満を抱いたとしても、自分自身の指図ですので、雇用主や運営管理機関の責任を問えるとは考えにくいからです。

指定運用方法の基準をめぐる最大の関心事項は、「どのような運用方法が適格とされるのか」にあったと言っても過言ではありません。専門委員会により、一定の方向性が示されるのではな

図表 2 指定運用方法の制度の概要

|           |  |
|-----------|--|
| 指定運用方法設定  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 設定する・しないは事業主の任意</li> <li>・ 加入者に提示する商品品揃えの中から選定</li> </ul>   |
| 指定運用方法の目的 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 長期的な観点から、物価その他の経済事情の変動により生ずる損失に備え、収益の確保を図るためのものとして省令で定める基準に適合するもの</li> <li>・ 運営管理機関等が専門的知見に基づき選定</li> </ul>   |
| 加入者への情報提供 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 利益の見込み・損失の可能性</li> <li>・ 指定運用方法を選定した理由</li> <li>・ 運用指図の特例(下記)について</li> </ul>  |
| 運用指図の特例   | <p style="text-align: center;">運営管理機関は指定運用方法の内容を加入時に通知<br/>↓<br/>3ヶ月以上経過しても商品選択がない<br/>↓<br/>運営管理機関から加入者に商品選択するよう通知<br/>↓<br/>2週間以上経過しても商品選択がない<br/>↓<br/>加入者が指定運用方法を選択し、<br/>未指図資産の全額を充てる指図を行ったとみなす</p> |

(出所)「確定拠出年金法等の一部を改正する法律」より野村資本市場研究所作成

### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

図表3 専門委員会報告書で示された指定運用方法の基準の考え方

| 改正 DC 法 23 条の 2 の文言   | 指定運用方法の基準(専門委員会報告書)  |
|-----------------------|--|
| 長期的な観点から              | 長期的な観点から、物価、為替相場、金利その他経済事情の変動(価格変動、信用の変化等)により生ずる損失(名目・実質)の可能性(リスク)に関し、加入者集団にとって必要な考慮がなされているものであること |
| 物価その他の経済事情の変動により生ずる損失 | 指定運用方法により見込まれる収益(名目・実質)が上記で規定する損失の可能性(リスク)との関係で合理的であることを説明できるものであって、加入者集団にとって必要な収益の確保が見込まれるものであること |
| 収益の確保を図る              | 指定運用方法に係る手数料、信託報酬その他これらに類する費用(販売手数料、信託財産留保額、保険商品の解約控除等)が、見込まれる収益に照らし、過大でないこと                       |

(出所) 専門委員会報告書より野村資本市場研究所作成

いかという期待がありました。しかしながら、報告書では、指定運用方法の基準は「不指図者に適用しても適切であるよう、指定運用方法が目指す目的」を定めており、「特定の運用商品を指定あるいは除外するものではない」とされました。その上で、指定運用方法の基準は、図表3のようなものとするのが適当であると記されましたが、何らかの方向感をここから読み取るのは難しいと言わざるを得ません。

結局のところどのような商品が適切なのかは、労使と運営管理機関が検討して決めることとなります。報告書では、その際の着眼点として、加入者属性や金融商品の理解度、想定利回りやDCの位置付けなど加入者に係るものと、リスク・リターン特性など商品に係るものが挙げられました。

長期分散投資の促進という観点からは、元本確保型商品は不適格とする、あるいは、一定の条件下でのみ適格とするといった措置が期待されたところです。もっとも、専門委員会報告書には、「一律に決まるものではない」という断り書きを入れつつも「長期的な年金運用の観点からは

分散投資効果が見込まれるような商品が有用であることが少なくない」といった記述もあり、従来以上に長期分散投資の重要性が強調されたのは事実です。この点は重く受け止めるべきでしょう。

### DC運用への示唆

今後の注目点は、まずは政省令の策定ですが、さらにその先を考えるなら、今般の制度改正を実際のDC運用にいかに関与していくかにあります。一つのアプローチとして、以下で「スタンダードな運用商品としての指定運用方法」について考察します。

指定運用方法の選定過程では、「不指図の資金であっても入れて良いような、年金運用に資する運用商品とは何か」が各社において検討されるはずですが、一時的な資金の置き場ではなく長期的な観点からの投資先ですから、当該企業のDCで運用指図を行う、平均的加入者にとって望ましい運用内容と極端に異なるものは考えにくいでしょう。すなわち、指定運用方法は、その会社のDCにおける「スタンダードな運用商品」が選定

### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

されると考えるのが自然でしょう。

そのような理解の下で、指定運用方法として長期分散投資に資する投資信託が設定されれば、未指図ではないものの、「運用はよく分からないのでとりあえず預金に入れておいた」、「分散投資が重要だと理解したがすぐに決められないのでとりあえず預金に入れておいた」といったタイプの加入者に対し、「これが我が社のDCのスタンダードな運用」という一定のメッセージ効果を持つ可能性があります。結果的に長期分散投資を実践する加入者が増加することにつながれば、これは新制度の有効活用と言えるのではないのでしょうか。指定運用方法に関する政省令においては、様々な創意工夫の余地を持たせることが肝要でしょう。

— 次号のお知らせ —

次号は

**7月10日(月)**

発行予定です。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合)、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号  
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2  
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981

Email: [nenkin@jp.nomura.com](mailto:nenkin@jp.nomura.com)

**野村年金マネジメント研究会**

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。