

確定拠出年金の運用改善に向けた制度改正の動き

野村 亜紀子

■ 要 約 ■

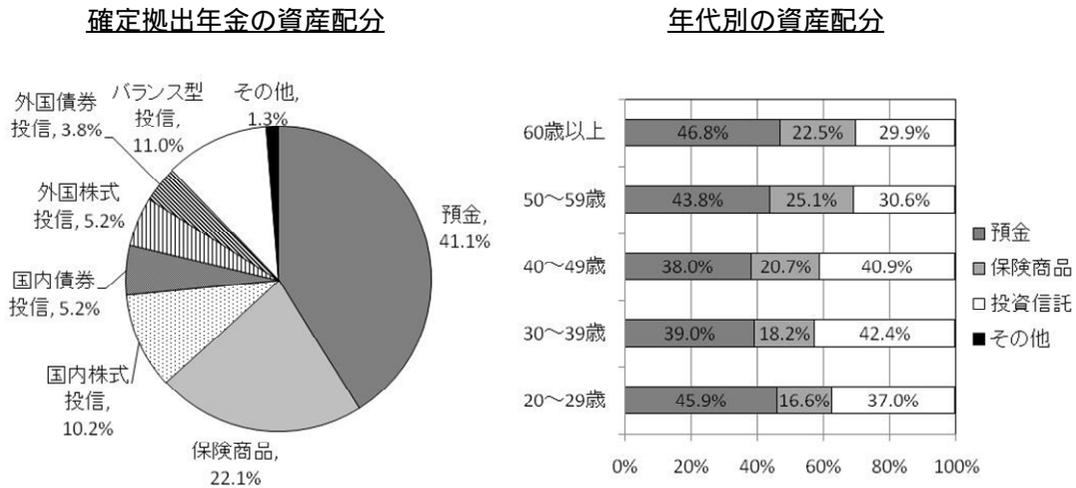
1. 確定拠出年金（DC）は加入者数 455 万人に達し、我が国の年金制度における存在感が増している。DC では加入者が自分の個人勘定資産の投資先を選択するが、2012 年 3 月時点で投資信託が 4 割で、残りの 6 割が元本確保型商品（預貯金及び利率保証型保険商品）で運用されていた。
2. 低利回りの運用が自分の退職資産形成に及ぼす影響について、加入者が十分に理解しているかは疑問が残るところである。加入者の老後のための資産形成という本来の目的が果たされるよう、DC の運用内容を改善する必要があると思われる。
3. そのための施策として、「DC 運用に適した商品」の提示を認めること、同商品を「デフォルト商品」（加入者が運用指図を行わない場合に掛金を入れる商品）として設定すること、投資教育に「ライフプランニング」を導入すること、「投資アドバイス」を導入すること、が考えられる。
4. デフォルト商品やライフプランニングについては、2013 年 3 月の DC 法令解釈通知の改正により手当てされた部分もあり、制度改正は進められている。既存の加入者による十分な退職資産形成と同時に、DC のさらなる普及拡大のためにも、投資アドバイスの導入など残された課題に対応し、DC の運用改善のための施策を打ち出し続ける必要がある。

確定拠出年金の運用の現状と課題

政権交代を機に株式市場が回復を見せる中で、すでに 455 万人に達した確定拠出年金（DC）加入者の間では、投資信託への投資を通じて運用環境好転の恩恵に浴する人と、そうでない人との差が生じているものと思われる。

2012 年 3 月末時点で、DC の資産の 4 割が預貯金、2 割が利率保証型保険商品（これらは「元本確保型商品」と呼ばれる）、4 割が投資信託により運用されていた。引退まで 30 年ある 30 歳代でも、資産の半分以上が低利回りの元本確保型商品に入れられていた（図表 1）。同じ年金運用ということで確定給付型年金（DB）の資産配分を見ると、短期資金は 5%に満たず、生保の一般勘定が 14%で、残りは内外株式・債券、ヘッジファンド等

図表1 DCの運用指図の現状



(出所) 運営管理機関連絡協議会より野村資本市場研究所作成

に分散投資されている¹。DCの運用は、この平均像とは大きく異なると言わざるを得ない。

DCの運用指図をめぐる制度は、加入者の自己責任と自助努力の考え方の下に整備されている。個人勘定資産の運用指図は加入者自身が行う。事業主からの委託を受けて運営管理機関は加入者に投資教育を提供するが、その内容は年金制度の概要や投資の基礎知識に関するものであり、特定の運用商品への投資を勧めることはできない。事業主も同様で、運営管理機関や運用商品の選定には関わることが、加入者に対して特定の運用商品への投資を勧めることはできない。これらはいずれも確定拠出年金法（DC法）及び施行規則で定められている²。

現在のDC運用の流れを要約すると、加入者が投資教育を通じて知識を与えられ、並列された多様な運用商品の中から自分で投資対象を決める、となる。元々投資経験があったり、DCの投資教育を契機に投資に関心を持ったりする加入者は、この流れで十分かもしれないが、多くの加入者は、DCで初めて投資に触れる初心者であり、投資の必要性について一定の理解はしたとしてもどう行動してよいか分からず、取りあえず元本確保型商品を選択するといった事態が生じていると言われる。投資対象の変更は随時可能だが、ほとんどの加入者はいったん投資対象を決めると、そのまま据え置く傾向にある³。

DCでは各加入者が自分の口座資産の投資先を決めるので、どのような運用であれ加入者の自由と言われればその通りである。しかし、多くの企業がDCの掛け金を決定するに

¹ 国内債券 27.2%、国内株式 17.4%、外国債券 12.0%、外国株式 16.3%、一般勘定 14.0%、ヘッジファンド 5.2%、その他 3.6%、短期資金 4.2%。2012年3月時点、企業年金連合会「企業年金における資産運用の状況（2011年度）」より。

² DC法 25条（加入者の運用指図）、同法 100条 6項（運営管理機関の行為準則）、同法 43条 3項 2号及びDC法施行規則 23条 3号（事業主の行為準則）。DBのような給付の約束が与えられない以上、自分の資産に対するコントロールを有するのは加入者に与えられるべき権利とも言える。

³ 野村證券 NSAS センター部によると、同社が運営管理サービス対象を提供する企業において、拠出開始来、DCの資産配分変更を一度も行っていない加入者の比率は89%に上る。

際して「想定利回り」を 1.5～2.5%に設定しており、元本確保型偏重の運用のままだと、DC 導入前より給付が確実に減少することになる⁴。このことやインフレ・リスクの存在なども含めて、加入者が低利回りの運用が自分の退職資産形成に及ぼす影響について、十分に理解した結果、現状のような運用指図を行ったのかどうかについては、疑問が残るところである。また、2001 年の導入から 10 年余りを経て、DC 制度が企業年金制度の一角を占めつつある今、元本確保型偏重の運用を放置しておいてよいのかという危機意識も、従来に増して高まっている。

DC の運用改善に向けた施策

加入者が自分に適した運用を実践できるよう環境を整えるのは、本来的には DC の投資教育の役割であり、投資教育の重要性は今後一層増していく。しかし、投資教育のみで、投資の初心者も含めた全ての加入者が自分に最適な DC 運用を実践できるようになると考えるのは、無理があることも認識され始めている。そのような中で、DC 制度が加入者の老後のための資産形成という本来の目的を果たせるよう、DC の運用内容を改善するには、いくつかの施策が考えられる。

まず、DC の運用商品の品揃えの中から特定の運用商品を、「DC の運用に適した商品」として提示するという施策である。投資の基礎知識は得たものの行動に移せない加入者であっても、このように提示されれば、当該商品を選びやすくなると考えられる。

次に、「DC の運用に適した商品」を「デフォルト商品」として設定するという施策である。DC のデフォルト商品とは、加入者が運用指図を行わない（未指図の）場合に掛金を入れる先としてあらかじめ指定される商品である。加入者が「他の商品を選択する」という行動を起こさない限り、掛金が自動的にデフォルト商品に入れられ、DC に適した運用が実践できているという仕掛けである。投資教育による運用商品の理解が大前提となり、また、運用状況の確認を続けることなどは必要だが、加入者の運用指図に関する作業負担は大幅に軽減される。

これらは運用商品の提示方法の工夫だが、加えて、投資教育を発展させるアプローチもある。一つは、投資教育の一環で「ライフプランニング」を提供し、幅広い観点から加入者の気づきを促すことである。さらに踏み込んで、加入者に対する個別の投資アドバイスを解禁するという施策もある。現在の投資教育は、「30 歳代の平均的な資産配分」といった一般的な事例の提供になるが、投資アドバイスは、より具体的にどの商品にどれだけ投資するかを助言するサービスである。

実は、上記の「DC の運用に適した商品」、「デフォルト商品」、「ライフプランニング」、「投資アドバイス」は、2012 年秋以降半年余りの間の、我が国 DC の運用改善を

⁴ 加入者が個人勘定資産の運用指図において長期的に達成可能と想定される利回りの期待値。既存の退職給付制度の一部を DC に移行する場合、企業はしばしば、想定利回りをを用いて DC 掛金を設定し、従業員が長期的に想定利回りを達成すれば、従前の制度と遜色のない年金給付を得られる形にする。

めぐる議論の中で取り上げられており、中には規則改正に至ったものもある。以下で、最近の動向を紹介し、残された課題を指摘する。

「DCの運用に適した商品」の提示

1. 「年金運用型商品」の提言

「DCの運用に適した商品の提示」は、2013年1月31日、日本証券業協会及び投資信託協会が共同で厚生労働省年金局企業年金国民年金基金課に提出した「確定拠出年金の制度改善提案について」に盛り込まれた⁵。

当時、社会保障審議会年金部会の下に「厚生年金基金制度に関する専門委員会」が設置され、AIJ投資顧問の不正事件に端を発する厚生年金基金制度見直しの議論が行われていた。上記の提案書は、同委員会において新たなDC制度の類型が提示されたことなどを踏まえ⁶、中小企業にとっての利便性向上も含めたDC制度改善策を提示したものだ。

この中で提言された「年金運用型商品」の導入が、まさに「DCの運用に適した商品の提示」に他ならない。提言の概要は以下の通りである。

- ・ DC法を改正し、DC制度において、元本確保型商品と共に年金運用型商品の提示を義務付ける⁷。
- ・ 年金運用型商品とは、「加入者が自分の老後に向けた資産形成に適した投資判断を行うことを支援するための、投資期間や資産分散を含むリスク管理などの運用手法が内包されている商品」と定義される。例えば、加入者の年齢に基づいて評価されたリスク許容度や、加入者の許容最大下落率によって評価されたリスク許容度の違いによる選択を可能にする商品、などが候補となる。
- ・ 年金運用型商品は、十分なディスクロージャーがなされているなど、投資家保護の視点から適切な措置が図られている。
- ・ 公的な主体（委員会等）が、加入者の年金運用に資するための基準策定、商品の評価と認定・公示及び事後的な運用経過のモニタリングなどを実施することで、透明性を担保する。
- ・ 運営管理機関は、加入者に対する投資教育などを通じて、当該商品は元本の保証はないものの、ライフプランに基づく老後に向けた資産形成を長期的に行う上で、一人ひとりの加入者の年金運用に適した選択を可能にするための商品であることを、加入者に対して明示する。

⁵ 両協会の連携により設立された「個人の自助努力による資産形成に関するワーキング・グループ」が取りまとめた。(http://www.jsda.or.jp/katsudou/teigen/iken/files/20130219kakuteikyosyustunenkintean.pdf.)

⁶ 資産運用委員会という新設の主体が運用商品を絞り込み、加入者向け投資教育は不要とする「集団運用型DC（仮称）」が提案された。同委員会から2013年2月に最終報告書が提示されたが、厚生年金基金を積立状況が極めて良好な一部を除いて解散に持ち込むことを提言するもので、DCを含む他の年金制度改善への言及は限定的だった。

⁷ DC法23条（運用方法の選定・提示）に元本確保型、年金運用型を並記することになる。

2. 公的な主体による規定のポイント

この提言のポイントは、まず、公的な主体が年金運用型商品の特性、加入者への提示方法等の要件を規定することにある。これにより企業、加入者ともに年金運用型商品に対する信頼感が増す。また、DCにおける年金運用型商品の提示が義務付けられることである。現在、DCの運用商品の品揃えには、DC法の規定により、必ず元本確保型商品が1本以上含まれるため⁸、元本確保型商品というカテゴリーが必要以上に目立っているという懸念があるが、これを解消できる。

年金運用型商品は、具体的にはターゲット・リスク・ファンドやターゲット・イヤー・ファンドのような投資信託が該当すると考えられる⁹。例えば図表2のような形で年金運用型商品が提示されることになれば、より多くの加入者が、DCの運用に相当であるという年金運用型商品の特性を理解し、同商品を選択しやすくなると思われる。

なお、「厚生年金基金制度に関する専門委員会」の第5回会合（2013年1月10日）において、運営管理機関連絡協議会より、DCの持続可能性を高めるための施策の一つとして「商品を選びやすくする『商品推薦』認定制度の導入」が提言されている¹⁰。同制度は、DCの関係省庁が基準を設定する「商品推薦認定制度」により加入者の運用指図をサポートするというもので、年金運用型商品と同様なアプローチと言える。

図表2 年金運用型商品の加入者への提示

現行		年金運用型商品の導入	
元本確保型		年金運用型	ターゲット・リスク・ファンド、ターゲット・イヤー・ファンド など
定期預金	D銀行1年定期預金 E銀行1年定期預金	元本確保型	X銀行定期預金、Y保険商品
保険商品	利率保証年金(5年保証) 利率保証年金(10年保証)	分散投資追求	バランス型ファンド 国内株式インデックス・ファンド 国内株式アクティブ・ファンド 国内債券ファンド 海外株式ファンド 海外債券ファンド MMF など
投資信託			
バランス型	株式25ファンド 株式50ファンド 株式75ファンド		
国内株式型	A社日本株ファンド B社日本株ファンド C社日本株ファンド 国内株式インデックスファンド		
国内債券型	国内債券ファンド 国内債券インデックスファンド		
外国株式型	グローバル株式ファンド(為替ヘッジあり) グローバル株式ファンド(為替ヘッジなし) グローバル株式インデックスファンド		
外国債券型	外国債券ファンド(為替ヘッジあり) 外国債券ファンド(為替ヘッジなし) 外国債券インデックスファンド		
MMF	MMF		

(出所) 野村資本市場研究所

⁸ DC法23条(運用方法の選定・提示)の規定。

⁹ ターゲット・リスク・ファンドは、運用リスクを、あらかじめ示した範囲内に収めることを目指すファンド。ターゲット・イヤー・ファンドは目標年に向けて、運用内容が保守化していくファンド。2020年ファンド、2030年ファンド、2040年ファンドなどファンド名に目標年を付すのが一般的。

¹⁰ <http://www.mhlw.go.jp/stf/shingi/2r9852000002sgw1-att/2r9852000002sh1g.pdf>

「デフォルト商品」の見直し

前述の通り、DCの「デフォルト商品」とは加入者が運用指図を行わない場合に掛金が入られる商品である。DCでは加入者の運用指図が行われることが原則なので、デフォルト商品はあくまでも一時的・例外的な掛金の行き先という位置づけであり、現在、定期預金が指定されることが最も多い。これを、一時的・例外的ではなく、「他商品への投資を選択する加入者を除いた、全員にとっての中長期的な投資先」という位置づけに修正し、デフォルト商品として「DCの運用に適した商品」を指定できるようにすれば、加入者のDC運用に関する負担は大幅に軽減される。

上記の に相当する制度改革が、2013年3月29日、「確定拠出年金法並びにこれに基づく政令及び省令について（法令解釈）」（以下、DC法令解釈通知）の改正により行われた¹¹。DCの法令解釈通知には、DCの制度設計、投資教育、商品に関する情報提供、行為規制等について事業主や運営管理機関などが理解しておくべき事項が示されている。3月の改正では、DC法令解釈通知におけるデフォルト商品に関する規定に、「元本確保型に限らず、複数の資産の組み合わせによりリスク分散・資産分散効果や時間分散効果が得られる運用方法なども、労使で十分に協議し設定すること」という内容が追加された。

今回の改正は、2012年7月に閣議決定された「日本再生戦略」及びそのベースとなった「成長ファイナンス推進会議とりまとめ」において、デフォルト商品を通じた分散投資の促進など、DCの運用に関する制度改革が盛り込まれたことに対応したものである¹²。具体的には、厚生労働省は2012年度中に、「年金運用の基本原則たる分散投資の促進に向け、継続投資教育の充実に加え、投資経験が十分でない者や自ら運用の指図を行うことが困難な者の選択肢の一つとして、運用の指図がない場合であっても、規約で定めた場合には、十分に分散された、あらかじめ定められた運用方法により運用を行うことができること及びその際の留意点」を通知にて明示することが求められていた。

今後、DC導入企業においては、労使の話し合いを踏まえ、デフォルト商品の見直しが適宜行われると思われる。単に元本割れしないので預金にするということではなく、例えばバランス型投信、ターゲット・リスク・ファンド、ターゲット・イヤー・ファンドといった、分散の効いた投資信託も検討することが求められていると言える。また、これを契機に自社のDCの運用の実状や投資教育の内容などについても改めて議論されることが期待される。

¹¹ 「確定拠出年金法並びにこれに基づく政令及び省令について（法令解釈）」（平成13年8月21日年発第213号）。

¹² 再生戦略や成長ファイナンスの一環でDCの運用改革が打ち出されたのは、DCが個人に対し投資教育及び投資信託への長期投資を実践する場を提供し、それが結果的に成長マネーの供給につながるという見方に基づく。実際、米国の投資信託は株式や債券の主要な投資主体だが、13兆ドルに上る米国投信市場の4割が、企業年金の401(k)プラン、個人向けのIRAといったDC経由の資金で占められている。

投資教育への「ライフプランニング」の導入

「ライフプランニング」では、加入者が老後に向けて貯めなければならない資金が例示され、その全体像の中に DC 資産が位置づけられる。DC の投資教育の一環としてライフプランニングが提供されれば、加入者は、より幅広い人生設計の中で DC を捉えることができ、DC の運用の必要性に対する理解も得やすくなると考えられる。

2013 年 3 月の DC 法令解釈通知改正では、投資教育の内容に「DC 制度を含めた老後の生活設計」、すなわち「ライフプランニング」の提供が追加された。ライフプランニングは、具体的には以下の ~ のポイントから成るとされた。

老後は定期収入が減るので資産形成は現役時代から取り組むことの必要性。

老後が長期にわたること、及び、老後の費用もその分確保する必要があること。

老後に必要な生活費総額を例示しつつ、公的年金・退職金等でもなお不足する費用の考え方。

現役時代の生活設計を勘案しつつ、DC や退職金等を含めた老後の資産形成の計画や運用目標の考え方。

加入者が運用商品を容易に選択できるよう運用リスク度合いに応じた資産配分例の提示。

また、投資教育において、「老後までに時間のある若年層は比較的风险が取りやすく、老後を間近に控える高年層はリスクを抑えるといった投資の基本的な考え方を意識付けることが望ましい」とされ、その具体例として、加入者に対し「資産形成期に過度に元本確保型比率が高い状態や、年金資産を確定していく時期に過度に元本確保型の比率が低い状態にならないよう、計画的に元本確保型比率を設定するよう説明すること」が示された。要するに、引退までの投資期間が長い若年期に運用リスクを取り、年齢が高くなるにつれてリスクを低減させるという、ライフサイクルに合わせた投資の一般的な考え方を加入者に示すことが求められている。

今回の通知改正により、ライフプランニングは、DC 制度の概要、金融商品及び資産運用の基礎知識と共に DC の投資教育において実施すべき事項の一つに位置づけられた。ライフプランニングの提供は元々禁止されていたわけではなく、運営管理機関の中にはすでに加入者向けにプランニング・ツールを提供するなど先進的な事例もあるが、今後は全ての運営管理機関に対しライフプランニングを含む投資教育の提供が求められることになる。

今後の課題

上記のように、この半年余りの間、DC の運用改善をめくり様々な動きがあった。以下では、今後の課題を指摘する。

まず、年金運用型商品の実現である。運用が必要と理解しつつ行動に移せない加入者をサポートする必要性は高く、そのためには「DC の運用に適当な商品の提示」という施策が実施されるべきである。

次に、デフォルト商品の位置づけの変更である。今回の通知改正は、デフォルト商品の、「一時的・例外的に掛金を入れる先」という位置づけを変更するものではなかった。しかし、今回の改正で、「複数の資産の組み合わせによりリスク分散・資産分散効果や時間分散効果が得られる運用方法」がデフォルト商品の対象として示された背景には、当該運用方法が DC の運用として適当であり、未指図者の掛金を入れるのにも資するという考え方があるように思われる。そうであるなら、未指図の掛金が一時的に留まる商品というよりは、中長期的に投資し続ける商品と位置づけるのが適当ではないだろうか。また、未指図者対応のみに限定する必要はなく、「他商品への投資を選択する加入者を除いた、全員にとっての投資先」として位置づけるのが良いのではないだろうか。

これは、米国など DC の普及が進む海外諸国のトレンドとも一致する。米国 401(k)プランでも、かつては MMF や GIC (利率保証型保険商品) がデフォルト商品として一般的だったが、401(k)プランが主たる企業年金としての地位を確立するにつれて、成長が見込めない投資先に資産を放置する加入者を見過ごして良いのかという意識が高まっていった。その後、行動しない加入者であっても長期分散投資を実践できるような運用商品をデフォルト商品に指定するという方法が受け入れられていき、2006~2007 年にはデフォルト商品に関する要件の明確化等、制度面の整備も行われた。今やデフォルト商品の主流と目されるターゲット・イヤー・ファンドが、401(k)プランの運用の中心的な存在になるとも見られている。

最後に、「投資アドバイス」の導入である。投資アドバイスは、加入者に対し具体的にどの商品に投資するかをアドバイスするサービスである。投資教育では一般的な資産配分モデルの提示などは行われるが、個別の商品を勧めることが認められないので、それ以上踏み込んだアドバイスは行えない。しかし、現実には、投資教育を受けた加入者が、より具体的なアドバイスを求めることは珍しくないと言われる。

これも、米国の 401(k)プラン加入者の間で 1990 年代に起きたことだった。米国では、そのような加入者のニーズに応えるべく、個々の加入者の年齢、拠出、運用、資産形成目標などに基づき、プランの運用商品への投資を具体的にアドバイスするサービスが提供されている。

我が国でも DC に投資アドバイスを導入するには、アドバイスの内容、提供する業者の要件、事業主の責任範囲の明確化といったルールの整備が必要となる。実は、今回の法令解釈通知改正の過程では、「投資助言」の導入も検討されていたが、十分な整理が必要と

判断され見送りとなっている。いったん着手された制度改正であり、近い将来、投資アドバイス導入に向けた改正案が再提示され、導入が実現することを期待したい。

DC の普及と共に、運用改善のための施策の必要性は高まっていくと考えられる。また、現在国会で審議中の¹³厚生年金基金制度の改正法案が成立すれば、厚年基金制度は収束に向かうと見られるが、厚年基金は中小企業が複数集まり設立する総合型が中心的事から、これを機に中小企業向けの企業年金としての DC に対する期待も高まると予想される。中小企業では、大手企業以上に「我が社の従業員に運用は無理ではないか」という懸念が大きいとされるが、本稿で紹介した施策によりこの懸念が払拭されれば、中小企業による DC 導入の一助ともなる。既存の DC 加入者による十分な退職資産形成と同時に、DC 制度のさらなる普及拡大のためにも、DC の運用改善策を講じていく必要がある。

¹³ 2013年6月4日時点。