

日証協（企）28第155号
平成29年3月10日

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 御中

日本証券業協会

確定拠出年金の運用に関する要望

平素は格別のご高配を賜り厚く御礼申し上げます。

弊協会におきましては、平成27年8月及び平成28年4月の2回にわたり、「確定拠出年金法等の一部を改正する法律案に関する要望」を厚生労働省年金局企業年金国民年金基金課宛に提出し、指定運用方法、運用商品選定・提示（運用商品の上限数等）、兼務規制の緩和、営業職員の活動範囲の明確化及び手続の簡素化等について要望させていただきました。

当該要望事項のうち、指定運用方法及び運用商品選定・提示（運用商品の上限数等）につきましては、貴専門委員会の検討事項とされております。

つきましては、確定拠出年金制度の更なる普及・拡充を図るべく、指定運用方法及び運用商品選定・提示（運用商品の上限数等）につきまして、改めて以下の内容について要望させていただきますので、格段のご高配を賜りますようお願い申し上げます。

1. 指定運用方法について

(1) 指定運用方法の基準

平成28年確定拠出年金法等の一部を改正する法律（以下「改正DC法」という。）の「指定運用方法」は、投資教育の充実化を図りつつも、運用商品の選択が困難な者は一定数残ると考えられることから、指定運用方法の設定が極めて重要であるという認識の下で導入されるものと理解しております。これを踏まえると、指定運用方法は、DCの運用指図が加入者の能動的な商品選択により実施されることを大原則としつつも、仮に未指図のままの者（以下「未指図者」という。）が発生した場合、当該未指図者が一般に年金運用として適切と考えられる運用を長期にわたり実践することが可能な商品であり、未指図者の資金の一時的な待機先とは根本的に異なる位置づけの商品と考えます。

また、改正 DC 法において、指定運用方法は「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」であると規定されておりますが、これらの規定を満たすのは、以下の理由により長期的な資産分散を期待できる運用商品が相当であり、元本確保型商品は該当しないものと考えます。

改正 DC 法における指定運用方法の規定にある「物価その他の経済事情の変動」は、インフレ率、金利、経済成長率及び株価等の指標の変動を示していると考えますが、長期的にインフレ率を上回る運用を行い、かつ、経済・市場変動の影響を長期的に抑制することが可能なのが資産分散と考えます。また、同規定にある「収益の確保」については、一般に、損失の可能性と収益確保はトレードオフの関係ですが、これを調整可能なのも長期的な資産分散を行う投資になります。したがって、指定運用方法の要件は、長期的な資産分散が期待できる商品であることを中核とすべきであり、これを満たす商品としては、「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等の運用手法が内包された商品」が適当と考えます。

また、このような特性を有した運用商品が指定運用方法として選定されることを確保するため、指定運用方法の具体例を示すことが有効であると考えます。具体的な商品としては、バランス型の投資信託が挙げられます。バランス型投信は、国内外株式・債券・不動産といった幅広い資産に投資する投資信託の総称ですが、DC の運用商品においては、株式比率を一定比率に保つ投資信託複数本（たとえば株式比率 30%、50%、70%など）を、ワンパッケージとして提示するタイプがしばしば採用されています。また、加入者の年齢や許容可能な最大価格下落率についてのリスク管理を内包した商品も指定運用方法の商品例として挙げられます。具体的には、加齢に応じて投資リスクを調整する投資信託でリスク調整の終了年が異なる複数本をワンパッケージの形で提示するタイプ（ターゲット・イヤー型と呼ばれる投資信託）や、最大価格変動率の目標を設定した投資信託（アロケーション型と呼ばれる投資信託）が考えられます。

DC の普及が進む米国においても、401(k)プランのデフォルト商品制度として、2006 年年金保護法及び 2007 年適格デフォルト商品（Qualified Default Investment Alternative、以下「QDIA」という。）規則が制定されております。当該規則では、どのような運用商品が QDIA として適格であるかの基準、さらには、それらの基準に合致する商品・サービスの例示が行われました。すなわち、①幅広い分散投資を行い、加入者の年齢等に基づき資産配分及びリスクを保守化させる商品（例：ターゲット・イヤー型投信）、②幅広い分散投資を行い、加入者全体にとって適切な資産配分を維持する商品（バランス型投信）、③上記①と同様な効果を提供する投資サービス（マネージド・アカウント）の 3 タイプが示

されました。これに対して、元本維持を目的とする MMF や保険商品等は、最初の加入者税前拠出から 120 日間に限って QDIA に含まれるとされました。元本維持目的の商品を QDIA に入れるべきか否かは意見が分かれた点でしたが、最終的に、これらの商品は長期投資に適切でなく QDIA は長期投資を前提に指定されるべきであること等の理由から、上記の判断が下されております。

なお、指定運用方法は長期投資を前提としていますが、加入者自身の意思決定により他の運用商品への乗り換えを行う場合、他の運用商品と同様に円滑な乗り換えが可能となっている必要があります、乗り換えの手続き、要する時間及び手数料等において他の商品に劣後することはあってはならないと考えます。

(2) 運用指図の特例

ア. 指定運用方法の選定

法改正後の新規の制度導入に際しては、原則として DC 規約において指定運用方法を設定するものと理解しております。指定運用方法の選定は、通常の運用方法の選定において実施されているものと同等に、運営管理機関の専門的知見を参考にしたうえで行われるべきものと考えます。前述のとおり、指定運用方法の基準を通じて一般的な内容は示されるものの、事業主及び運営管理機関は、自社の従業員の特性等に鑑みて、自社の DC 制度にとって適切な指定運用方法を選定する必要があると考えます。

イ. 加入者への通知

指定運用方法に関する加入者への商品情報の提供においては、指定運用方法を選定した理由の提示が求められていますが、これは他の運用商品にはない通知であり重要な内容であると考えます。指定運用方法の特性が理解できれば、多くの加入者が運用指図の特例措置を経るまでもなく、能動的に指定運用方法を選択するようになることも考えられます。DC の運用において加入者自身による運用指図が原則であることに変わりはない以上、これはむしろ歓迎すべきと考えます。また、指定運用方法に掛金を拠出するに当たっては、上記の選定理由とともに、他の運用商品と同様、指定運用方法の特性（運用の特徴、リスク・リターン特性、手数料等）等の商品情報及び乗り換え可能であることも通知する必要があると考えます。

さらに、指定運用方法の基準を満たす運用商品（指定運用方法に選定した運用商品を除く。）については、年金運用における一般的な運用方法（下記 2.（1）参照）として、他の運用商品とは区分した表示・説明を行うことで、指定運用方法以外の運用商品を選択する際の参考となる情報を提供すべきであり、また、その場合においては確定拠出年金法第 100 条第 6 号における「特定のものについ

て指図を行うこと、又は指図を行わないことを勧めること」には該当しない旨を明示していただければより実効性が高まるものと考えます。

ウ. 事業主の責任

運用指図の特例により、加入者が能動的な商品選択を行っていなくても、指定運用方法を選択したとみなされることとなります。一般に、DC 制度において、加入者の商品選択の結果について事業主が責任を問われることはありません。改正 DC 法において、指定運用方法の選定や運用指図の特例により求められる通知等の手続きを適正に実施している場合は、加入者により商品選択が行われたものとみなす旨規定されていることから、事業主が運用の結果について責任を問われることはないと理解しております。しかしながら、事業主が安心して指定運用方法を選定していただくためには、責任を問われることがない旨が明記される必要があると考えられるところ、政省令等においてその旨を明記することをお願いいたします。

2. 運用商品選定・提示の改正について

(1) 運用商品の上限数規定の考え方

ア. 上限数の考え方

改正 DC 法により、DC 制度において提示される運用商品の上限数が政令により規定されることとなります。選択肢が多過ぎると、かえって加入者の選択が困難になり得るという考え方のもと、選択肢の数を適正範囲に収めることは、商品選択のための環境整備の一つのアプローチであると考えます。一方、加入者の選択を困難又は容易にする要素としては、運用商品の提供数に加え、運用商品の情報提供の方法、加入者の知識・経験の度合い及び投資教育の充実度等も挙げられるところ、運用商品の上限数は、これらを総合的に勘案して決定されるべきものと考えられます。また、DC 導入企業や加入者の多様性が増していることや、今後とも新たに年金運用にふさわしいコンセプトの商品が出てくる可能性があることを考慮すると、加入者が意図せざる不利益を被ることのない適正な本数を見出すのは必ずしも容易ではないのも事実であります。

以上を鑑みるに、運用商品の上限数規定において最も重視されるべきは加入者の利益であり、上限数については、全ての加入者にとって望ましいと考えられる提供数を見出そうとするのではなく、多様な加入者の利益に資すべく、あくまで最大数を規定する方向で、貴専門委員会にてご議論いただくべきと考えます。仮に望ましいと考えられる提供数を示すのであれば、それは法令解釈通知等において示すことが考えられます。

イ. 具体的な上限数の提案

前述のとおり、運用商品の上限数規定において最も重視されるべきは加入者の利益であり、DC 運用指図の原則が加入者自身の商品選択にある以上、多数の選択肢を望む加入者が不当な扱いを受けないことが、政令上の数の設定において最も優先されるべき事項であると考えます。現状の企業型 DC における提供数を踏まえて、企業型 DC においては、少なくとも 30 本から 40 本程度までを上限数の目安とすることが考えられます。

ウ. 加入者の選択を容易にする情報提供方法

前述のとおり、運用商品の情報提供の方法により、加入者の選択が困難又は容易になるものと考えられます。この点、「指定運用方法」、「当該規約においては指定運用方法に採用されなかったものの、指定運用方法の選定基準に適合した運用方法」¹、「その他運用方法」²といった形で、運用の選択肢を階層的に提示することを政省令において認めることが必要と考えます。これにより多数の選択肢を望む加入者の利益を守りつつ、多数であるために選択が困難になる加入者が、自らの選択対象を容易に絞り込める環境を提供できると考えます。(参考資料 1－①、②)

(2) 個人型 DC の上限数

企業年金制度である企業型 DC と異なり、個人型 DC は、多様な個人を対象に商品・サービスを提供するという特性を有します。さらに、今回の改正 DC 法により、個人型は基本的に全国民が加入対象となり、加入者の多様性はさらに広がりました。運用商品の上限数規定の検討に当たっては、企業型 DC と個人型 DC は分けてご検討いただくよう、お願い申し上げます。

加入者の投資に対する考え方が多岐にわたりうることを踏まえると、個人型 DC の運用商品数の上限は、多種多様なニーズに応えるに十分な提供数を設定すべきと考えます。また、個人型 DC の加入先は個人が自由に選択することができます。すなわち、多様な選択肢を望む加入者は品揃えが豊富な金融機関で加入し、シンプルさを望む加入者はそのような品揃えの金融機関で加入することができます。金融機関の競争を促し、制度の一層の普及を図るという観点から、できるだけ制約のないようにすべきと考えます。さらに、個人型 DC における

¹ 長期にわたる安全かつ効率的な運用を実践するために必要な分散投資が期待できる運用商品。例：ターゲット・イヤー型投信、アロケーション型投信、・バランス型投信。

² 指定運用方法の選定基準に適合していないが、複数の運用商品を選択することにより年金運用に資する長期にわたる分散投資が可能な運用方法や、加入者のニーズに対応できる運用方法。例：国内株式型投信、国内債券型投信、海外株式型投信、海外債券型投信、元本確保型商品等。

商品除外に際しては、除外の必要性の周知徹底や同意取得の手続きが企業型 DC 以上に困難であることを踏まえ、上限数規定を設定すべきと考えます。

(3) 運用商品の数え方、運用商品の除外と上限数の関係

ア. 運用商品の数え方

運用商品の数え方については、加入者の捉え方、加入者にとっての分かり易さが最も優先されるべき事項であることを踏まえ、バランス型投信、ターゲット・イヤー型投信、アロケーション型投信等 DC 向け運用商品の中でパッケージで提示されている運用商品は一つの運用方法として数えることが適当と考えます。これらは、複数のサブファンドで一体のものとして加入者に提示されており、それらを単独に一本として数えることは加入者の捉え方と矛盾するものと考えます。

前述のとおり、上限数規定の導入の趣旨は、選択肢が多すぎることにより加入者が運用商品を選択することが困難になることを防ぐことにあると理解しております。この点、加入者の運用商品の選択過程に注目すると、パッケージ型の運用商品については、直ちにパッケージ型の運用商品のサブファンドを選択するのではなく、まずは、バランス型投信やターゲット・イヤー型投信といったパッケージのレベルで運用商品を選択し、その後、当該パッケージの中から個別のサブファンドを選択することが通常と考えられます。そして、選択肢が多すぎることによる選択の困難は、主として、パッケージのレベルで運用商品を選択する段階で発生しうる問題と考えられるところ、上限数に係る運用商品の数え方もパッケージのレベルで観念することが妥当と言えます。

また、仮にターゲット・イヤー型投信のように数年ごとにサブファンド（年限別ファンド）が追加される運用商品について、サブファンド（年限別ファンド）を一つと計算する場合、上限数との関係で若年加入者向けに新たなサブファンド（年限別ファンド）を提供できなくなる不都合が発生してしまう可能性があります。

同様に、預金や保険商品においてパッケージあるいはワンセットで提示されているものがあるのであれば、それらも一つの運用方法として数える方がよいと考えます。

イ. 運用商品の除外と上限数の関係

運用商品数が政令による規定数を上回る DC 規約については、5年の移行期間が設けられているものの、それを過ぎると法令違反になるおそれがあります。そのため、商品除外を行わざるを得ないと考えますが、これにより除外対象となる運用商品に投資している既存の加入者に対し、一定の不利益をもたらすことは避けられません。そもそも商品除外の規制緩和が求められた背景には、運用内容等

は同様にもかかわらず手数料が低いなど、より優れた後発の類似商品との入れ替えができないという問題がありました。そのような場合は、除外対象の利用者が新商品への乗り換えを強制されても不利益を被ることはありませんが、自ら選んで投資した商品が、法令上の上限数に合致させるためという理由で除外又は閉鎖されるのは不利益と言わざるを得ません。

このため、将来的には、既存加入者の利益を最大限守りつつ法令上の上限まで商品数を減らす一つの方策として、新規の投資は停止するが既存の利用者の運用は継続可能とする商品（閉鎖型）を特定し、これらの商品は上限数の規制上、実質的に除外されたものとして扱うことの検討をお願いいたします。

除外及び閉鎖型商品に関しては、できる限り加入者の利益を損なわないという観点で、運用商品の選定・提示を行う運営管理機関等の専門的知見を有する主体の意見を取り入れ、事業主の責任において決定する必要があると考えます。また、通常の運用商品から閉鎖型商品に移行するに当たっては、5年間の移行期間に一定の手続きが必要になると考えます。しかし、移行期間に当該手続きが完了しない規約が存在した場合、法令上の上限数を上回る状態が継続するとともに、除外も新規加入停止もできない規約が生じることが考えられます。このような点を含め、将来的に整理・検討していただくよう、お願いいたします。

3. リスク・リターン特性の定義について

改正 DC 法により、現行の一つ以上の元本確保型商品を含む少なくとも三つ以上の運用商品の提供から、「運用から生ずると見込まれる収益の率、収益の変動の可能性その他の収益の性質が類似していない」三つ以上の運用商品の提供を義務付けられることとなります。この性質が類似していないとはどのような基準によって定義されるのかについても貴専門委員会において整理・検討していただき、示していただくようお願いいたします。

以 上

【参考資料 1-①】 運用方法の情報提供方法・従来の提示方法（例）

商品カテゴリー	商品名
国内株式型	○○○国内株式アクティブ・オープン
	△△△国内株式インデックス・オープン
国内債券型	◇◇◇国内債券アクティブ・オープン
	▽▽▽国内債券インデックス・オープン
外国株式型	●●●外国株式アクティブ・オープン
	▲▲▲外国株式インデックス・オープン (為替ヘッジあり)
	▲▲▲外国株式インデックス・オープン (為替ヘッジなし)
外国債券型	□□□外国債券アクティブ・オープン
	◆◆◆外国債券インデックス・オープン (為替ヘッジあり)
	◆◆◆外国債券インデックス・オープン (為替ヘッジなし)
新興国株式型	☆☆☆新興国株式インデックス・オープン
新興国債券型	***新興国債券インデックス・オープン
不動産投信	J-REIT
	外国 REIT
バランス型	バランス・ファンド 30
	バランス・ファンド 50
	バランス・ファンド 70
アロケーション型	リスクコントロール・ファンド (リスク小)
	リスクコントロール・ファンド (リスク中)
ターゲット・イヤー型	ターゲット・イヤー・ファンド 20××年
	ターゲット・イヤー・ファンド 20□□年
	ターゲット・イヤー・ファンド 20★★年
	ターゲット・イヤー・ファンド 20◇◇年
元本確保型	利率保証型積立生命保険 (△年)
	利率保証型積立生命保険 (□年)
	定期預金 (◎年)
	定期預金 (×年)

【参考資料 1-②】 運用方法の情報提供方法・階層的提示方法（例）

	階層	商品名
「指定運用方法」、 「当該規約においては指定運用方法に採用されなかったものの、指定運用方法の選定基準に適合した運用方法」	指定運用方法	ターゲット・イヤー・ファンド (20××年・20□□年・20★★年・ 20◇◇年)
	階層① 投資の知識、関 心がなく、自分で 商品の選択ができ ないタイプ	バランス・ファンド 30
		バランス・ファンド 50
		バランス・ファンド 70
		リスクコントロール・ファンド (リスク小)
		リスクコントロール・ファンド (リスク中)
「その他の運用方 法」	階層② 基本的な資産配分 は自分でできるタ イプ	利率保証型積立生命保険 (△年・□年)
		定期預金 (◎年・×年)
		△△△国内株式インデックス・オープン
		▽▽▽国内債券インデックス・オープン
		▲▲▲外国株式インデックス・オープン (為替ヘッジあり)
		▲▲▲外国株式インデックス・オープン (為替ヘッジなし)
		◆◆◆外国債券インデックス・オープン (為替ヘッジあり)
		◆◆◆外国債券インデックス・オープン (為替ヘッジなし)
	階層③ 投資の知識、関 心が高く、自分で 商品の選択ができる タイプ	○○○国内株式アクティブ・オープン
		◇◇◇国内債券アクティブ・オープン
		●●●外国株式アクティブ・オープン
		□□□外国債券アクティブ・オープン
		☆☆☆新興国株式インデックス・オープン
		***新興国債券インデックス・オープン
J-REIT		
外国 REIT		
...		
...		