

2017-5-9

白杵

「指定運用方法の位置づけ」に関する私見

## 1. DC 制度における「選択権」について

事務局資料および DC 法 1 条・25 条にあるように、「確定拠出年金では加入者が自らの意思で運用を指図する」原則であることは疑いない。また、今回の指定運用方法に関する法改正の趣旨（社会経済の要請）の一つが「あらかじめ定められた運用商品に関する規定の整備を行うとともに、当該運用商品の分散投資効果が期待できる商品設定を促す措置を講ずる（28 年 4 月 8 日参議院厚生労働委員会における塩崎厚生労働大臣の提案説明）」点（資料 1）を考慮すべきであろう。その意味で、スライド 20～22 に提示された論点について違和感はない。

## 2. よりよい選択のための改善策（メリットデメリットの比較）

ただし、労使による、指定運用方法の決定過程、当該指定運用方法の説明、さらにその後の加入者の選択における説明・情報提供、にあたっては、損失やリスクについてさまざまな側面（短期と長期、名目と実質など）があることを丹念に説明するなど、よりよい選択のための改善の余地はあると考えられる。特に従来はともすると「元本確保」かどうかという、短期的な損失可能性の有無だけを基準とした二分法が強調されすぎていたと言えるのではないか。例えば 1980 年～2016 年までドルコスト平均法で投資した場合の試算結果（資料 2）では、（国内株式ではなく）グローバル株式を含めた分散投資によって名目元本を確保する確率が非常に高くなる一方、実質的な元本を確保する確率はリスクフリー資産よりも高くなっている。

そこで・期待収益率、・短期的な収益率のリスク、・長期的な収益率のリスク（名目元本を毀損するリスク）、・老後の所得保障に求められる購買力を維持できる可能性、・（法 23 条の 2）分散投資効果、から各商品の特徴を表すと、資料 3 のようになる。こうした観点を情報提供や投資教育に盛り込んではどうか。

## 3. 具体的には、以下のような措置をとることが考えられるのではないか

## ①（改正法 24 条の 2 による指定運用方法に関する情報提供について）

- 24 条の 2 では、運営管理機関が「利益及び損失の可能性」を情報提供することになっているが、そのあり方特に「損失の可能性」について利益や損失の多様な側面（短期と長期、名目と実質）に留意し、これらを分けて表記するように省令に定めてはどうか。例えば、短期・名目リスクの低い商品にはその反面、長期投資・分散投資効果が小さく、また購買力を維持できる可能性はやや低いと言えるのではないか。

なお、公的年金でも物価・賃金上昇率がマイナスの場合に給付額のマイナス改定ができることを考慮すると、少なくとも名目元本を下回る可能性の高低だけを議論することはあまり意味がないように思われるがどうか。

- また、同条では「指定運用方法を選定した理由」を説明するとしている。ここではスライド 9 末尾にある「法の目的」を踏まえ、加入者集団のリスク許容度や期待収益率等を労使で考慮・検討したことを示すようにしてはどうか。具体的に以下の事項をどのように考慮したかを説明するよう(省令に)明示することは考えられないか。

—リスク許容度について:従業員<sup>の</sup>平均在職年数(加入期間)、公的年金など他の老後所得に対する確定拠出年金の割合、など。

—期待収益率とリスクについて:短期及び長期での当該商品(ポートフォリオ)の名目・実質期待収益率とリスク(特に実質元本を毀損する確率と毀損した場合の程度)。分散投資によるリスク減少効果の大小、など。

—手数料水準について:同種の運用方法(商品)の平均的な水準を上回っていないこと

## ② その他

- 現在の法令解釈通知(スライド 3)では「指図が不要との誤解を招くことがないように、次に掲げる事項を定期的に情報提供するものとする」としている。現在「提供すべき項目」に「当該運用方法により損失が生じた場合には、その責任は加入者本人が負うこと」としているが、今後もこの法令解釈通知(法 24 条による?)を維持する場合、名目上かつ短期的な損失だけを強調すると、株価が下がったところで売却のスイッチングをするなど、長期投資の観点からは非効率な投資行動を招く可能性がある。自然に「当該運用方法による運用の結果は、全て加入者の責任に帰属すること」とすれば十分ではないか。
- また、スライド 5(例 1. 例 2)の「情報提供」の位置づけ(改正法 24 条の 2 によるものか)は不明だが、投資信託と言っても MMF のような低リスク商品があり、他方預金といえども現状では DC の口座維持手数料を控除すると元本割れになることが多く、今後マイナス金利の可能性も非現実的ではないことを考慮すると「投資信託と元本確保商品」の二分法には疑問がある。預金を含む無リスク商品から生命保険や(国内債券ファンドなど)低リスクの投資信託、バランス型など中リスクの商品、株式ファンドなど高リスク商品、というようにリスクの高低の順番があることを前提に説明してはどうか。
- また、スライド 8 にあるようにライフプランに適合した商品の選択を助けるためには、指定運用方法だけでなく、全ての商品に関する法 24 条「利益の見込み・損失の可能性」の情報提供義務の中に、(例えば参考 3 のように)短期・長期、名目・実質の利益・損失を分け、分散投資効果の大小を含めてメリットやデメリットを情報提供するように省令に定めてはどうか。

(以上)

## <資料 1 >

確定拠出年金法の改正法案審議における政府の説明の例

塩崎厚生労働大臣提案理由（参議院 28年4月8日）

「・・・・以下、この法律案の内容につきまして、その概要を御説明いたします。第一に、・・・・ 第二に、・・・・ 第三に、確定拠出年金の運用について、加入者の運用商品の適切な選択に資するため、継続的な投資教育の実施を事業主の努力義務とするとともに、運用商品数の上限の設定等の措置を講ずることとしています。また、あらかじめ定められた運用商品に関する規定の整備を行うとともに、当該運用商品の分散投資効果が期待できる商品設定を促す措置を講ずることとしています。」

塩崎厚生労働大臣答弁（衆議院厚生労働委員会 27.8.21 浦野委員への答弁）

「加入者の年金資産をどう運用していくことが望ましいのかというような観点も今お尋ねの中にあっただかと思うわけでありましてけれども、やはり長期の観点から、物価変動などをちゃんと織り込んで対応しつつ、将来における十分な年金給付の確保が可能になるように運用されるということが当然のことながら望ましいわけでありまして、このため、確定拠出年金における運用においては、異なるリスク・リターン特性を持つ運用商品をできる限り適切に組み合わせる、いわゆる分散投資というものを行うことによって、リスクの軽減と安定的なリターンとをバランスをとっていくことが重要だというふうに思っております。」

## <資料2>等金額ドルコスト平均法の効果の検証

一四半期毎 20 年間、計 80 回の拠出をした場合の 20 年後の累積積立額の分布

第 1 回投資日を 80 年 1 月初～97 年 4 月初とする 208 回の試算（ただし外国債券を含むケースは 148 回）評価日は 99 年 12 月末から 2017 年 3 月末（80 未満が元本割れ）

<資産配分>								
グローバル株式	30%	50%	100%	40%	0	0	0	0
国内債券	30%	50%	0	30%	30%	50%	0	0
マネー（定期預金）	40%	0	0	0	40%	0	0	100%
日本株式	0	0	0	0	30%	50%	100%	0
為替ヘッジ付外債	0	0	0	30%	0	0	0	0
<実質値>								
40～60	0	0	0	0	0	0	56	0
～80	0	0	2	0	20	44	57	36
～100	49	11	24	0	168	100	56	172
～120	127	51	29	2	20	58	33	0
～140	27	95	40	72	0	6	6	0
～160	5	31	44	37	0	0	0	0
～180	0	20	31	37	0	0	0	0
～200	0	0	20	0	0	0	0	0
～220	0	0	12	0	0	0	0	0
～240	0	0	6	0	0	0	0	0
計	208	208	208	148	208	208	208	208
最低	88.4	91.1	74.1	99.1	76.3	70.7	46.2	78.1
最高	142.1	179.8	227.8	150.4	117.5	130.0	127.8	98.8
平均	109.7	128.9	146.1	123.7	90.8	93.3	78.7	85.8
<名目値>								
40～60	0	0	0	0	0	0	51	0
～80	0	0	1	0	14	23	59	0
～100	32	2	14	0	144	87	48	177
～120	80	49	34	2	38	79	31	31
～140	69	47	11	51	12	12	19	0
～160	18	72	46	65	0	7	0	0
～180	9	17	36	30	0	0	0	0
～200	0	9	27	0	0	0	0	0
～220	0	11	15	0	0	0	0	0
～240	0	1	11	0	0	0	0	0
～260	0	0	4	0	0	0	0	0
～280	0	0	9	0	0	0	0	0
計	208	208	208	148	208	208	208	208
最低	92.7	98.2	79.9	98.9	78.4	73.2	46.4	80.6
最高	168.5	220.0	280.0	149.766	136.8	154.1	134.0	111.7
平均	118.2	142.7	162.3	125.841	95.7	99.4	81.4	88.8

グローバル株式は日本株を含む MSCIWorld の円建てリターン。マネー（定期預金）はコール翌日物。ただし、0%を下限とする。またグローバル株式、日本株式、国内債券、外国債券は毎月 4bp の手数料を控除。使用データの出所は Morningstar Direct

<資料3> 指定運用方法となり得る各商品のメリットデメリットの比較の例

商品のタイプ	名目収益率における	名目収益率における	名目収益率における	名目収益率における
	無リスク商品	低リスク商品	中リスク商品	高リスク商品
商品の例	預金など	保険・債券ファンドなど	バランス型ファンド	グローバル株式 ファンドなど
特徴			TDFなど	
・ 期待収益率	低い	やや低い	中程度	高い
・ 短期的な収益率のリスク	非常に低い	低い	中程度	高い
・ 長期的な収益率のリスク (元本毀損の可能性)	非常に低い	非常に低い	低い	低い
・ 購買力を維持できる 可能性	やや低い	中程度	高い	高い
・ 分散投資効果	ほとんどない	一般的にはあまりない (商品による例外あり)	一般的には高い	一般的にはあまりない (商品による例外あり)