

2016年7月7日 全8頁

DC 法改正におけるデフォルト商品の考察

海外で普及するライフ・サイクル・ファンドが参考となるだろう

金融調査部 研究員
佐川 あぐり

[要約]

- 2016年5月24日、「確定拠出年金法等の一部を改正する法律」が衆議院で可決、成立した。確定拠出年金（以下、DC）の運用の改善を目的として、あらかじめ定められた指定運用方法（いわゆるデフォルト商品による運用）に関する規定が整備されることになった。
- わが国のDCは、制度導入以来、DC全体の資産構成が元本確保型の商品に偏っていることが課題とされてきた。今回の法改正により、デフォルト商品として分散投資効果が期待できる商品設定を促す措置が講じられることになった。具体的なデフォルト商品としては、ライフ・サイクル・ファンドなどが想定されよう。
- OECDでは、「DC改善のためのロードマップ」を発表し、その中で、DCのデフォルト商品としては、ライフ・サイクル・ファンドが検討されるべきだと指摘している。しかし、各国の事例を確認すると、デフォルト商品戦略のみならず、制度への自動加入の仕組みを利用するなど、様々な工夫がなされている。また、デフォルト商品としてライフ・サイクル・ファンドを設定するにあたり、注意すべき点も確認できる。
- わが国においても、デフォルト商品としてライフ・サイクル・ファンドが設定されれば、ある程度の分散投資効果が得られることが期待される。その一方、事業主等には、これまで以上に加入者に対する十分な投資教育や情報提供が求められることになろう。また、英国を参考に、わが国のDC普及拡大に向けたさらなる制度見直しも進められてよいのではないだろうか。

はじめに

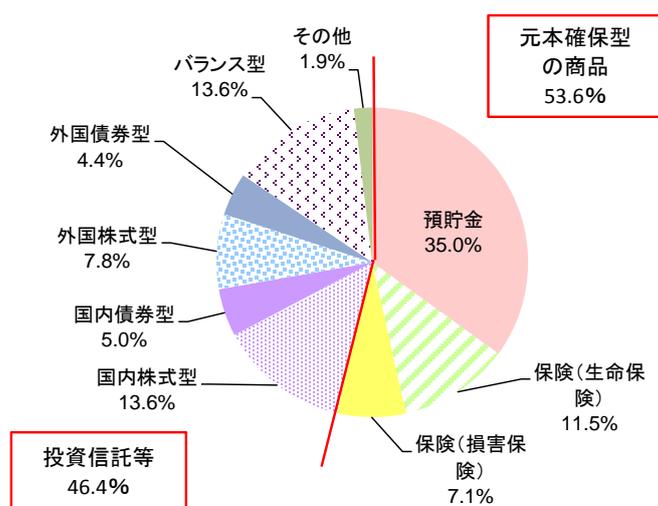
2016年5月24日、「確定拠出年金法等の一部を改正する法律」が衆議院で可決、成立した¹。今回の法改正では、確定拠出年金（以下、DC）の運用の改善を目的として、あらかじめ定められた指定運用方法（いわゆるデフォルト商品による運用）に関する規定が整備された。デフォルト商品については、今後、厚生労働省令にて一定の基準が設定されることになっている。本レポートでは、今後のデフォルト商品設定の議論において、海外の事例を確認し、わが国に対する示唆を考察した。

1. わが国のDCにおけるデフォルト商品による運用方法 ～現状と課題

DCは、事業主等が拠出した掛金を、加入者自身が運用し、その運用成果に基づく年金を受け取るという制度である。自己責任を原則とし、運用成果により将来の給付額が変動する。安定的な給付を受け取るためには、加入者個々人の運用商品の選択が重要になる。しかし、自らの運用状況について把握していない、運用商品の選択に困難を感じている、といった加入者が少なくない。こうした加入者の投資行動への対応として、運用指図を行わない加入者の掛け金が自動的に投資されるように、あらかじめ指定する運用商品がデフォルト商品である。

現在、DCを導入している事業主の約6割が、デフォルト商品を設定しているが、そのほとんどが元本確保型の商品（預貯金や保険商品）となっている。運用未指図の加入者が拠出した掛金の多くは、元本確保型の商品に投資されていると考えられる。これは、DC全体の資産の半分以上が、元本確保型の商品に偏っていることの大きな要因と言える（図表1）。現在の低金利下では、運用利回りが低く、将来の年金資産が十分に積み立てられない可能性がある。

図表1 DC資産構成割合（2015年3月末時点）



（出所）企業年金連合会「企業年金に関する基礎資料（平成27年12月）」をもとに大和総研作成

¹ 具体的な内容については、大和総研レポート「個人型確定拠出年金の加入対象者の拡大」2016年6月13日（鳥毛拓馬）を参照。http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20160613_010975.pdf

こうした課題への対応として、今回の法改正では、デフォルト商品に関する規定の整備を行うとともに、デフォルト商品として分散投資効果が期待できる商品の設定を促す措置が講じられることになった。改正法の条文では、デフォルト商品による運用方法について「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厚生労働省令で定める基準に適合するものでなければならない」としている。今後、厚生労働省令で定める基準については、社会保障審議会企業年金部会の下に設置される専門委員会で、専門的な見地から検討が行われる予定となっている²。

2. デフォルト商品選定の議論 ～ライフ・サイクル・ファンド～

DC の運用資産は退職後の年金の原資であり、長期運用、分散投資が基本となる。また、デフォルト商品は、運用指図をしない、あるいはできない加入者の老後に向けた資産形成を支援できるものであることが望ましい。長期分散投資効果が期待され、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組み込まれた商品が適切と考えられる。

海外に目を転じると、OECD 諸国においても、運用指図を行わない DC の加入者の資金がデフォルト商品として設定される元本確保型の商品に投資された結果、十分なリターンを確保できていないことが課題とされていた。こうした現状を受け、OECD では 2012 年に「DC 改善のためのロードマップ³」を発表した。これによると、DC の加入者のリスク特性やリスク許容度に応じた最適な投資戦略、また、退職間際の資産の保護という観点からすれば、デフォルト商品としてはライフサイクル型のファンド（以下、ライフ・サイクル・ファンド）が検討されるべきだと指摘している。実際に、OECD 諸国の DC 制度では、米国、英国、チリ、スウェーデン、オランダなどが、デフォルト商品としてライフ・サイクル・ファンドを設定している。

ライフ・サイクル・ファンドとは、投資家のライフサイクルの変化とともにリスク許容度が変化すると考え、ライフサイクルの変化に合わせて、ファンドのリスク量を調整していくファンドをいう。一般には、年齢が若いほどリスク許容度が高いため、株式などリスク資産の比率を高めにし、年代が上がるにつれてリスク許容度は低下するので、株式などの比率を徐々に低めて債券などの比率を高めていくのが適切と考えられている。

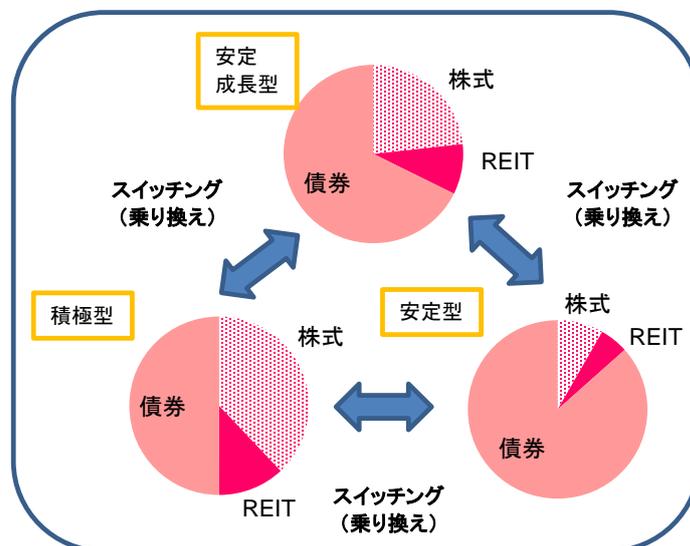
ライフ・サイクル・ファンドは主に 2 つのタイプに分類される。1 つは「スタティックアロケーション型」とよばれる、アセットアロケーションの異なる複数のファンドで構成されるタイプのファンドである。例えば、株式投資比率の低い「安定型」、逆に株式投資比率の高い「積極型」、そしてその中間の比率の「安定成長型」といった 3 本のファンドが一連のファンドとし

² 第 18 回社会保障審議会企業年金部会（2016 年 6 月 14 日）資料 5 「確定拠出年金の運用に関する専門委員会（仮称）」の設置について（案）

³ 世界的に DB（確定給付型の制度）から DC（確定拠出型の制度）へという潮流の中、DC には、拠出不足に伴う受取額の不十分性、退職後所得の変動リスク、加入者の金融リテラシーが低いといったデメリットがあり、こうした問題に対処するために発表された。OECD 「THE OECD ROADMAP FOR THE GOOD DESIGN OF DEFINED CONTRIBUTION PENSION PLANS」<http://www.oecd.org/finance/private-pensions/50582753.pdf>

て構成され、投資家はリスク許容度に応じてファンドを選択し時間の経過とともにスイッチング（乗り換え）していくという仕組みとなる（図表2）。

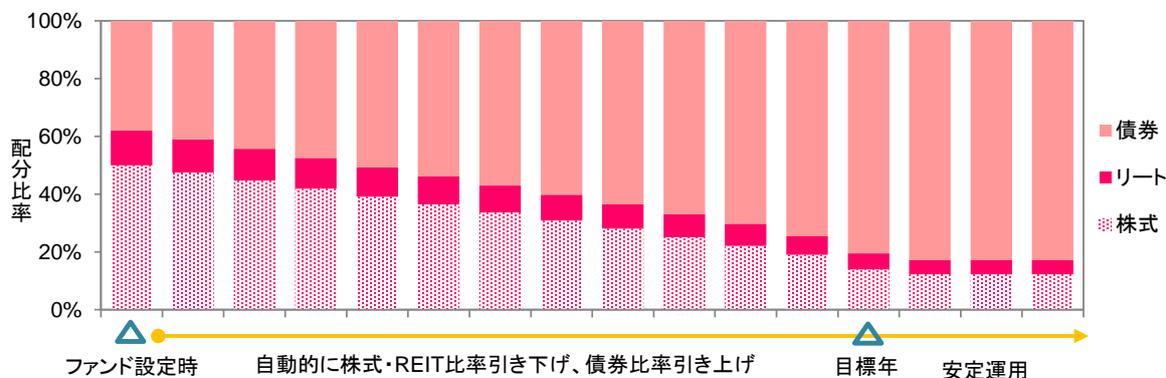
図表2 スタティックアロケーション型のイメージ



(注) 投資する資産を「株式」「債券」「REIT」の3資産とした場合。
(出所) 大和総研作成

もう1つは「ターゲットイヤー型」とよばれ、時間経過とともに、ファンド内のアセットアロケーションを変更していくタイプのファンドである。2020年や2030年など目安となる目標年が設定され、その目標年とほぼ同時期に退職などのイベントを迎える投資家を対象として、ファンド内のリスク量が調節される設計となっている（図表3）。

図表3 ターゲットイヤー型のイメージ



(注) 投資する資産を「株式」「債券」「REIT」の3資産とした場合。
(出所) 大和総研作成

3. OECD 諸国における、デフォルト商品設定の状況

前述のように、OECD 諸国の DC 制度では、デフォルト商品としてライフ・サイクル・ファンドを設定する国が多い。しかし、各国の事例を確認すると、DC 制度の普及拡大を図るためには、デフォルト商品戦略のみならず、制度への自動加入の仕組みを利用するなど、様々な工夫がされている。また、デフォルト商品としてライフ・サイクル・ファンドを設定するにあたり、注意すべき点や参考とすべき点も確認できる。米国、英国の事例から、得られる示唆を考察したい。

(1) 米国

米国では、401 (k) のデフォルト商品として、ターゲットイヤー型のファンド（以下、「ターゲット・デート・ファンド⁴⁾」とする) を設定する例が多い。2006 年の年金保護法 (the Pension Protection Act of 2006) の成立により、401 (k) において加入自動化の仕組みが導入されるとともに、デフォルト商品についての規定が整備された。米労働省規則で定める要件に該当する商品を「適格デフォルト商品」とし、その1つとして、ターゲット・デート・ファンドが認められた。これにより、事業主が自社の 401 (k) のデフォルト商品として、ターゲット・デート・ファンドを設定する例が増加した。また、401 (k) のデフォルト商品を適格デフォルト商品の中から設定した場合には、その運用結果について受託者責任が問われないとする、セーフハーバールールが示されたことも、大きく影響している。ターゲット・デート・ファンドの資産残高のうち、2006 年以降、401 (k) を経由して投資された残高は 7 割近くを占めている (図表 4)。

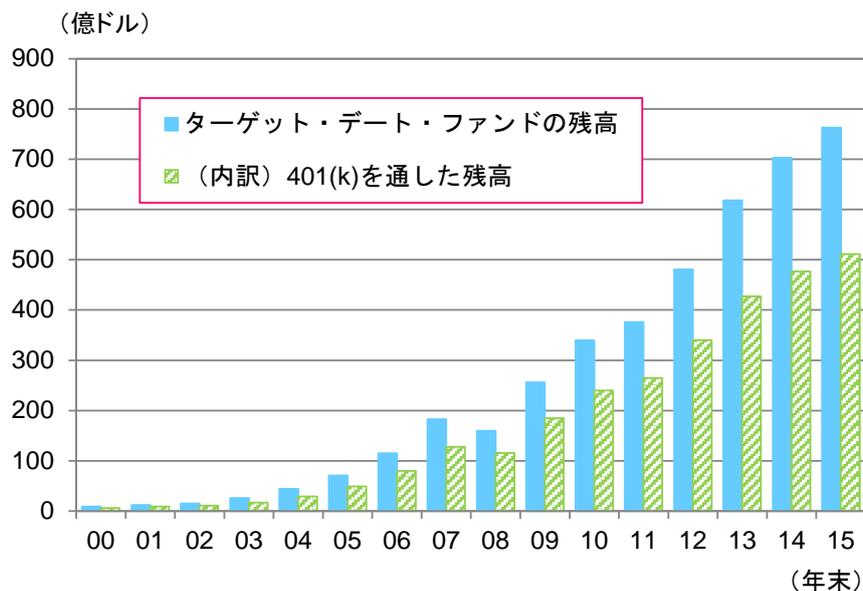
一方で、2008 年の金融危機等による株価下落時には、一部のターゲット・デート・ファンドのリターンが大きく低下する事態となった。中には、目標年間近な 2010 年ファンドの中で、30% 超も価格が下落したものがあったという⁵⁾。一般に、目標年に向けてリスクを抑えるように設計されているわけだが、ファンドによっては資産配分の調整内容が異なるため、リターンが低下するファンドが存在したのだろうと推測される。こうした事態により規制当局等からの批判が強まった結果、ターゲット・デート・ファンドについてはディスクロージャーが強化されている。また、資産配分の調整については、退職時点のリスクをより低く設定するファンドが増えたとも指摘されている⁶⁾。

⁴⁾ ICI (Investment Company Institute : 米国投資信託協会) では、「Target Date Mutual Fund」と表記している。

⁵⁾ 野村 (2011)。

⁶⁾ 藤林 (2012)。

図表4 ターゲット・デート・ファンドの残高



(出所) ICI より大和総研作成

年金資産運用においては、短期的なリターンの変動にとらわれず、長期的な視点から評価すべきであろう。とはいえ、仮にわが国で同様の事態となった場合、DC のデフォルト商品へ投資される資金の出し手の多くが、運用指図をしない、できない加入者であることを踏まえると、一時的な資産減少が制度そのものへの不安につながることも想定されよう。今回の法改正により、DC を実施する事業主等（運営管理機関も含む）は、デフォルト商品の選定理由について、加入者へ情報提供することが求められている。加入者が理解を深め、さらには加入者の金融リテラシーの向上につながるような、幅広い情報提供や継続的な投資教育が求められることになろう。

(2) 英国

英国では、NEST (National Employment Savings Trust) のデフォルト商品として、ターゲットイヤー型のファンド（以下、「リタイアメント・デート・ファンドとする）が設定されている。英国では、2008 年年金法の成立により、一定条件を満たす被用者を職域年金に自動加入させるよう、全事業主に義務付けている。単独では職域年金を導入できない中小事業主向けに創設されたのが、NEST (National Employment Savings Trust) である⁷。なお、NEST へは自動加入とし、希望者は脱退する（オプトアウト）ことができる。

デフォルト商品として設定されているリタイアメント・デート・ファンドは、積立開始当初の数年間にはリスクを抑えたファンド設計となっている。これは、退職時における資産額を大き

⁷ 運営・口座管理業務については、政府出資の NEST コーポレーションが行っている。

くするためには、拠出額の低い若い年齢時にはリスクを抑え、少額でも継続的に資産を積み上げていくことが重要だという考えに基づいている⁸。また、NEST は行動経済学の知見を取り入れた制度として知られており、臼杵 (2016) によれば、加入しないという意思表示をした人に「なぜ加入しないのか」と問いかけ、またデフォルト商品以外の商品についてそれらの負の側面を表に出し、デフォルト商品へ投資を誘導するための工夫を行っているという。結果、NEST への加入率（自動加入からオプトアウト率を引く）は 92%、加入者全体におけるデフォルト商品の選択率は 99% となり、NEST の取り組みは成功と評価されている。

わが国同様、英国においても、少子高齢化の影響等により縮小が進む公的年金を補完するため、私的年金の充実が求められている。2001 年にはステークホルダー年金（確定拠出型の個人年金制度）が導入され、DC 制度の普及が期待されたが、任意加入であったことから、加入率は伸び悩んでいた。こうした経験から、英国では自動加入の仕組みを導入し、さらに行動経済学の知見を取り入れた結果、NEST への取り組みが成功との評価につながっている。個人的な見解ではあるが、加入者（従業員）にとって、NEST のデフォルト商品におけるファンド設計の考え方が受け入れやすいものであったということも影響しているのではないだろうか。DC の普及・拡大に向けた英国の取り組みについては、わが国においても一考に値するといえよう。

まとめ

OECD 諸国では DC のデフォルト商品として、ライフ・サイクル・ファンドの設定が普及している。わが国でも、こうしたファンドがデフォルト商品として設定されれば、加入者にはある程度の分散投資効果が得られるだろうと期待される。しかし、分散投資効果が期待できるデフォルト商品を設定することで、事業主等（運営管理機関も含む）がその役割を果たしたと言えるわけではない。ライフ・サイクル・ファンドは、あくまで投資期間の観点から平均的な投資家を想定して資産配分を決定しているファンドである。また、米国の事例のように、株価下落局面においてリターンがマイナスとなる可能性も含んでいる。これまで以上に、加入者に対する十分な投資教育や情報提供等が求められることになるだろう。

一方で、本レポートでは論じていないが、今回の DC 法の改正においては、企業年金を含む私的年金の充実を図る狙いもある。今後、英国の取り組みを参考に、わが国の DC の普及・拡大に向けたさらなる制度改革についての検討も進められてよいのではないだろうか。

わが国では、1998 年 11 月に初のライフ・サイクル・ファンドが誕生した。その後、DC 制度の導入時に大きく注目され、ファンド数や資産残高は増加している。大和ファンド・コンサルティングによると、2015 年 12 月末時点でのライフ・サイクル・ファンドの規模は、ターゲットイヤー型でファンド数が 68 本、純資産総額が 417 億円、スタティックアロケーション型で 427 本、4 兆 620 億円であり、合計すると 495 本、4 兆 1,036 億円となる。

⁸ 杉田 (2015)。

スタティックアロケーション型は、ファンド数、純資産総額のいずれにおいても、ターゲットイヤー型の規模を大きく上回っている。ターゲットイヤー型については、2014年12月と比較するとファンド数が16本増加した（スタティックアロケーション型は14本減少）。これは、2015年9月に5本、12月に7本の新規設定があったことが影響している。わずか1年の動きではあるが、今後わが国でもターゲットイヤー型が増加していく可能性もあるだろう。

図表5 国内のライフ・サイクル・ファンドの純資産総額、ファンド数推移

		2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
ターゲットイヤー型	純資産総額(億円)	191	191	188	222	285	341	417
	ファンド数	47	46	45	50	50	52	68
スタティックアロケーション型	純資産総額(億円)	67,302	52,678	37,927	37,794	39,622	41,525	40,620
	ファンド数	416	429	436	438	438	441	427

(注1) 各年12月末。「株式債券型(大分類)」のうち、「国際型(中分類)」に属する「バランス型(小分類)」に分類されるファンドを対象とした。

(注2) スタティックアロケーション型については「株式組入れ高位型」「株式組入れ中位型」「株式組入れ低位型」のデータを合計した。

(出所) 大和ファンド・コンサルティングのデータをもとに大和総研作成

<参考文献>

- ・藤林宏(2012)「確定拠出年金の資産運用とターゲット・イヤー型ファンド」、三井住友信託銀行ペンション・リサーチ・センター『研究ノート』2012年11月15日
- ・杉田浩治(2015)「確定拠出年金(DC)をめぐる世界の動き」、日本証券経済研究所
- ・野村亜紀子(2015)「衆議院を通過した確定拠出年金法改正法案—運用改善の鍵を握る「指定運用方法」の基準策定—」、野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2015年秋号
- ・野村亜紀子(2011)「米国確定拠出年金の意義と展望—変化し続ける401(k)プラン—」、(公社)日本証券アナリスト協会『証券アナリストジャーナル Vol.49』, PP.37-46.
- ・臼杵政治(2016)「(年金運用)行動経済学と確定拠出年金—英国NESTを中心に—」、ニッセイ基礎研究所『年金ストラテジー Vol.235』
- ・岡本裕介、矢口満(2015)「確定拠出年金法等改正：年金制度の一層の拡充に向けて」(公財)資本市場研究会『月刊資本市場 No.361』, PP.32-39.
- ・企業年金連合会「企業年金に関する基礎資料(平成27年12月)」