

年金シニアプランフォーラム 記念講演

# 投資メニューに見る 企業型確定拠出年金のガバナンス

令和元年9月17日（火）

県立広島大学  
京都産業大学  
東海大学

村上 恵子  
西村 佳子  
西田小百合

# I. 受賞論文の概要

## (1) 企業型確定拠出年金ガバナンスとは

責任	OECDガイドラインの内容(概要)
DB・DC 共通の責任	<ul style="list-style-type: none"><li>・年金基金の主たる目標と使命の設定, 主なリスクの特定, 主要な基本方針の設定 (例えば, 政策的資産構成割合を含む運用基本方針, 積立方針, リスク管理方針など)</li><li>・年金基金の運営状況の監視</li><li>・内部の経営スタッフ及び外部サービスプロバイダの選定・報酬決定・監視及び必要に応じての解任</li><li>・組織の諸活動の法令や規制等に対するコンプライアンスの確定</li></ul>
DC 特有の責任	<p>以下の事項について確実な実行を確保すること。</p> <ul style="list-style-type: none"><li>・<b>適切な運用商品の加入者に対する提供</b>(デフォルト商品を含む)</li><li>・提供商品の実績モニタリング</li><li>・加入者が負担しているコストが適正であること, また, コスト内訳の加入者に対する開示</li><li>・加入者に対するガイダンスの提供, 及び関連する場合には将来給付予想額の提示</li></ul>

注: OECD「OECD GUIDELINES FOR PENSION FUND GOVERNANCE」(2009)を厚生労働省において要約

出所: 第6回社会保障審議会企業年金・個人年金部会(2019年7月24日)資料2

## (2) 目的と結論

### 【目的】

記述式アンケート調査によって得た64の投資メニュー・データを用いて企業型確定拠出年金の運用商品(特に投資信託)を評価

⇒ スポンサー企業が選択した投資信託は**加入者の利益を図る目的**で選択されているか。

### 【結論】

企業型確定拠出年金のスポンサー企業は、加入者にとって望ましい投資メニューを選択していない可能性を示唆。

# 企業型確定拠出年金導入企業の聞き取り調査結果(2011年9月～2012年2月)

会社名	A社	B社	C社	D社	E社	F社	G社	H社	I社	J社	K社
業種分類	その他製品	電気機器	ゴム製品	食料品	電気機器	化学	小売業	その他製品	電気・ガス業	食料品	輸送用機器
従業員数(人)	5,000	2,000	970	5,100	270	180	2,400	1,500	10,000	1,600	20,000
株式上場	東証1部	東証1部	東証1部	東証1部	東証1部	東証2部	東証1部	東証1部	東証1部	非上場	東証1部
DC導入時期(年)	2004	2011	2005	2003	2010	2011	2005	2007	2004	2009	2004
DC導入以前の年金	厚生年金基金	税制適格	税制適格	厚生年金基金 税制適格	厚生年金基金 税制適格	税制適格	税制適格	税制適格	税制適格	税制適格 企業年金基金	厚生年金基金 企業年金基金
金融商品数	16	16	26	16	18	21	22	28	15	18	14
元本確保型	4	6	7	7	5	7	6	9	8	5	5
投資信託	12	10	19	9	13	14	16	19	7	13	9
うち株式投信	8	非公表	16	非公表	10	12	13	非公表	7	10	7
商品選択理由 (複数選択)											
収益性・コスト など商品性検討	1	0	1	1	1	1	1	0	0	1	1
管理会社の勧め	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
メインバンク・ 系列企業重視	0	1	0	0	1	1	1	1	1	1	1
事前受取り制度	有り	無し	有り	有り	無し	無し	有り	無し	有り	無し	有り
事前受取り従業員の 割合(%)	30	0	3.7	半数以上	0	0	5	0	10	0	
専門担当者 (有資格者等)	有り	有り	有り	無し	有り	無し	有り	無し	無し	有り	無し

### (3) 仮説と検証結果

➤ 選択された投資信託は信託報酬が低い商品である

選択されている投資信託のコストとランダムに選んだ確定拠出年金向け投資信託のコストに有意差なし。

➤ 選択された投資信託は関係機関の提供する商品に偏っている

企業が選択している投資信託に占める関係機関の投資信託の割合の平均は67.0%。

➤ 選択された投資信託はアクティブ・バランス等の商品に偏っている

- ・企業が選択している投資信託に占めるアクティブ・バランス等の投資信託の割合の平均は63.4%(最小値は25.0%, 最大値は90.0%)。
- ・運用商品の1/2以上がアクティブ・バランス等の投資信託である企業は58社(90.6%)。
- ・運用商品の2/3以上がアクティブ・バランス等の投資信託である企業は29社(45.3%)。

## Ⅱ. 今後に向けての議論

### (1) 企業型確定拠出年金の重要性の高まり

#### 企業の退職年金制度実施状況の推移 (%、複数回答)

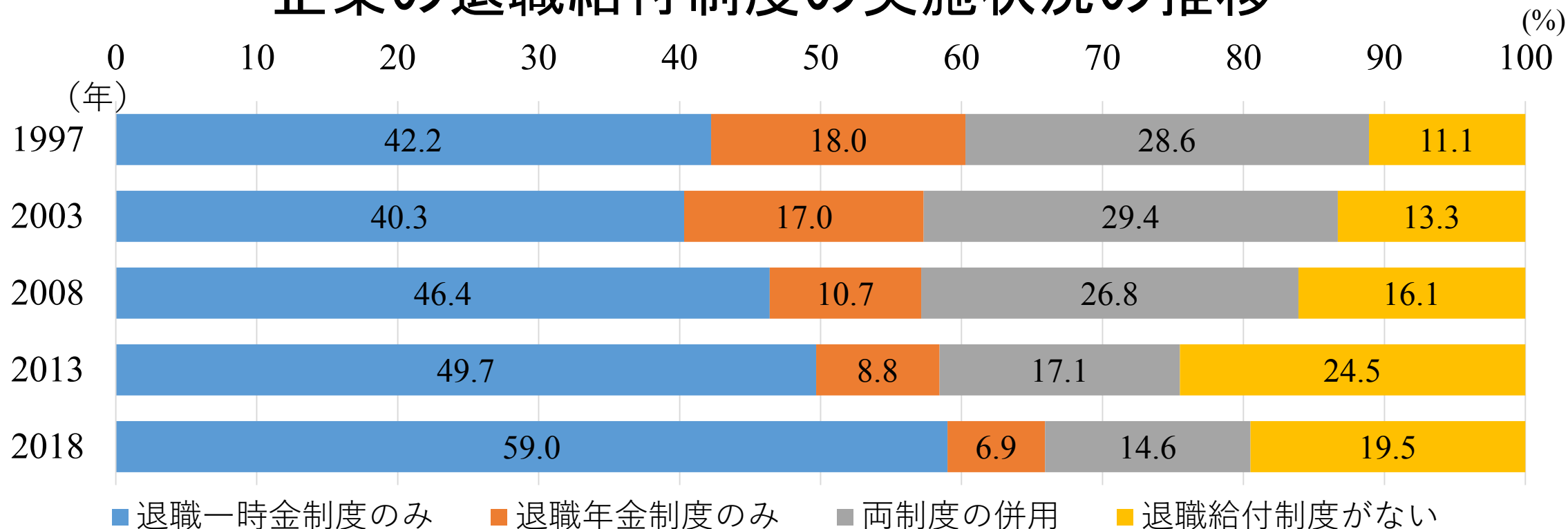
	退職年金制度がある企業					
		厚生年金 基金	確定給付 企業年金	確定拠出年 金(企業型)	適格退職 年金	企業独自 の年金
1997年	52.5	43.8	...	...	74.9	6
2003年	53.5	46.5	0	1.8	65.8	2.7
2008年	46.9	35.6	12.9	15.8	50.1	2.2
2013年	34.2	44.8	35.6	35.9	...	2.8
2018年	29.1	17.1	45.0	50.6	...	3.3

注: 1) 「常用労働者30人以上である会社組織の民営企業」で、「複合サービス事業」を含まない集計。

2) 退職年金制度がある企業: 退職給付(一時金・年金)制度がある企業のうち、「退職年金制度がある」企業割合。

出典: 厚生労働省「就労条件総合調査」各年版。

# 企業の退職給付制度の実施状況の推移



注： 1) 「常用労働者30人以上である会社組織の民営企業」で、「複合サービス事業」を含まない集計。  
 2) 退職一時金制度がある企業：退職給付（一時金・年金）制度がある企業のうち、「退職一時金制度がある」企業割合。  
 退職年金制度がある企業：退職給付（一時金・年金）制度がある企業のうち、「退職年金制度がある」企業割合。

出典：厚生労働省「就労条件総合調査」各年版。

## 退職一時金制度を持たない企業の 退職年金制度実施状況

(社)

	確定給付型のみ	確定拠出型のみ		確定給付・ 確定拠出型 とも
			企業型確定 拠出年金のみ	
2015年	277	71	40	254
2016年	260	79	44	273
2017年	246	88	51	292

出典：日経NEEDS・退職給付制度と退職給付会計に関するデータ  
3,252社の有価証券報告書をもとに筆者作成

退職給付制度が確定拠出年金のみの企業の増加は、  
企業型確定拠出年金ガバナンスの重要性をさらに高める。



## (2) 第三者による検証が可能な体制に

### ▶ 投資メニューの検証が進む米国

大規模な企業型確定拠出年金の投資メニュー・データが利用可能であり、多様な観点（パフォーマンス、投資信託の種類、手数料等）から投資メニューが検証されている。

#### 【先行研究】

Elton et al.(2006), Elton et al.(2007), Tang et al.(2010),  
Brown and Harlow(2012), Elton et al.(2013), Pool et al.(2016),  
Chen et al.(2016), Doellman and Sardarli(2016) 他

※ ただし、企業型確定拠出年金の投資メニューに関する確定的な結論は出ていない。

➤ 投資メニューの検証が遅れている日本

企業型確定拠出年金の運用商品が公開されてこなかったこともあり、投資メニューの検証はほとんど行われていない。

【我々の研究の歩み】

➤ 2013～2014年 厚生労働省に対する行政文書（確定拠出年金運営管理機関業務報告書）開示請求

⇒ 運用商品名は非開示

➤ 2015年1～7月 投資メニューに関する記述式アンケート調査実施

⇒ 回収率10.9%（送付企業700社，76社回収）

76社中12社は運用商品の名称は公開不可と回答

## ➤データの公開等が始まった日本

2019年7月 運営管理機関の選定した運用商品の一覧公表(厚生労働省)  
(2016年6月施行「確定拠出年金法等の一部を改正する法律」)

2018年6月 投資信託の販売会社における比較可能な共通KPI(金融庁)  
(2017年3月公表「顧客本位の業務運営に関する原則」)

さらなるデータの公開等により、手数料・メニューの偏り等、  
複数の観点から第三者が投資メニューを検証できる体制へ。

# 引用文献

- Brown K.C. and W.V. Harlow (2012), “How Good are the Investment Options Provided by Defined Contribution Plan Sponsors?”, *International Journal of Portfolio Analysis and Management*, 1(1), pp.3-31.
- Chen, H.C., C.W. Lai, and S.C. Wu (2016), “Mutual fund selection and performance persistence in 401(k) Plans”, *The North American Journal of Economics and Finance*, 35, pp.78-100.
- Doellman, T.W. and S.H. Sardarli(2016), “An Investigation of Administrative Fees in Defined Contribution Plans”, *Financial Analysts Journal*, 72(2), pp.41-51.
- Elton, E.J., M.J. Gruber and C.R. Blake (2006), “The Adequacy of investment choices offered by 401(k) plans”, *Journal of Public Economics* , 90 (6-7), pp.1299-1314.
- Elton, E.J., M.J. Gruber and C.R. Blake (2007), “Participant reaction and the performance of funds offered by 401(k) plans”, *Journal of Financial Intermediation* , 16, pp.249-271.
- Elton, E.J., M.J. Gruber and C.R. Blake (2013), “How do Employers’ 401(k) Mutual Fund Selections Affect Performance?”, Briefs, Center for Retirement Research at Boston College , Number 13-1.
- Pool, V.K., S. Clemens and S. Irina (2016), “It Pays to Set the Menu: Mutual Fund Investment Options in 401(k) Plans”, *The Journal of Finance*,71(4) , pp.1779-1812.
- Tang, N., O.S. Mitchell, G.R. Mottola and S.P.Utkus(2010), “The efficiency of sponsor and participant portfolio choices in 401(k) plans”, *Journal of Public Economics*,94, pp.1073-1085.