

「企業型確定拠出年金のガバナンスに関する研究」

研究成果報告書

平成 30 年 4 月 19 日受付

西 村 佳 子*

要 旨

本稿では、特定課題研究（準備研究支援）「企業型確定拠出年金のガバナンスに関する研究」においてどのような問題に取り組み、何を明らかにしたのかについて報告する。

企業型確定拠出年金の運用メニューはどのように選ばれているのか、提示された運用メニューは、加入者にとって望ましいものなのか。我々は、企業型確定拠出年金のスポンサー企業 64 社と個人型確定拠出年金運営管理機関 129 機関が採用している投資信託のデータを基に、確定拠出年金のガバナンスについて検討を行った。驚くべきことに、選定された投資信託の多くは、スポンサー企業とその親会社の主要な取引銀行、幹事証券会社、主要な取引先企業が運用や販売に関わる投資信託であった。さらに、スポンサー企業はパッシブ・ファンドよりも手数料率の高いアクティブ・ファンドを選ぶ傾向があり、また活動する多くの投資信託運用会社の中から少数の投資信託運用会社に限定してファンドを選ぶ傾向があった。選ばれた投資信託は、代表的な DC 向けファンドよりもコストが低いという仮説は支持されなかった。公表されている個人型投資信託の運用メニューについても同様の傾向があり、運用メニューの選定という観点から見ると、確定拠出年金のガバナンスには、大いに改善の余地があることが指摘できる。

キーワード：企業型確定拠出年金、個人型確定拠出年金、年金ガバナンス、投資信託、企業型確定拠出年金スポンサー企業

1. 本研究の目的

高齢化社会の進展とともに、賦課方式の公的年金を補完する個人勘定の企業型確定拠出年金の重要性が高まっている。企業型確定拠出年金が導入されて 18 年が経過し、2017 年 1 月には個人型確定拠出年金（iDeCo）の加入者範囲が第 3 号被保険者や公務員等に拡大されるなど、その社会的な影響は増大している。このような状況下にもかかわらず、日本の確定拠出年金のスポンサー企業と加入者の間の情報の非対称性の問題や、企業型確定拠出年金のガバナンスの問題についてほとんど明らかになっていない。本研究の目的は、企業を対象とした確定拠出年金運用メニューに関する調査を行い、

* 京都産業大学経済学部

現行の企業型確定拠出年金が加入者に資する制度となっているかについて明らかにすることである。

2. 研究の背景

高齢化社会の進展とともに、賦課方式の公的年金を補完する個人勘定の企業型確定拠出年金の重要性が高まっている。さらに、個人型確定拠出年金の加入範囲が拡大され、その社会的な影響も増大している。このような状況の下で、年金ガバナンスへの関心が急速に高まっている。2005年、OECDは、ガバナンスの強化が年金基金の適正な運営に資するという考えに基づき、年金基金の責任分担や監査、情報開示のあり方など11の項目からなる年金ガバナンスに関するガイドラインを提唱した。我が国でも、厚生労働省は、企業年金は運用方針の決定や指示、管理に携わる関係者が多く存在するために責任の所在が不明確になりやすいとして、確定給付企業年金法と確定拠出年金法の施行から5年が経過した2006年以降、研究会や有識者会議を設置し、企業年金の権限と責任分担のあり方や企業年金のガバナンスの強化について検討している。ただし、我が国では、企業年金のガバナンスの議論はもっぱら確定給付企業年金に関して行われており、企業型確定拠出年金のガバナンスに関する議論はまだ始まったばかりである。

企業型確定拠出年金の加入者は、スポンサー企業の提供する運用商品という制約の下で投資の選択を行う必要があり、提示される運用メニューが望ましくないものであっても、それを受け入れるしかない。だからこそ、提示される運用メニューが真に加入者の利益にかなうものになっているのか、という視点は重要である。しかしながら、企業が提示する運用メニューの詳細に開示の義務はなく、日本の企業型確定拠出年金のスポンサー企業と加入者の間の情報の非対称性の問題や、企業型確定拠出年金のガバナンスの問題については、ほとんど明らかになっていない。

先行する米国の状況を見ると、エリサ法（従業員退職所得保障法）404条で、企業年金受託者はもっぱら加入者及び受益者の利益のためだけに義務を果たすことと規定されているが、加入者と経営者の間に存在する情報の非対称性によって加入者の利益が損なわれる状況が生じていることが指摘されている。例えば、Elton et al. (2007) と Elton et al. (2013) は、スポンサー企業が選択した個々のファンドのパフォーマンスについて調査し、スポンサー企業の提供する投資信託はランダムに選択したポートフォリオより優れたパフォーマンスを示すものの、同じリスクのインデックス型投資信託よりもパフォーマンスが下回ることを指摘した。また、Chen et al. (2016) は、スポンサー企業がアクティブ運用型の投資信託を選択する傾向にあることを明らかにし、確定拠出年金で選択されている投資信託は、同様の投資目的を持つ投資信託よりパフォーマンスが優れ、経費率も低いことを明らかにしている。ただし、Chen et al. (2016) は、確定拠出年金の運用メニューはアクティブ運用型の成長投資信託に偏る傾向にあり、また総純資産がトップ10のファンド群から選択される傾向にあることも指摘している。Pool, Clemens and Irina (2016) は、13367プランのデータを用いて、過去のパフォーマンスに関わらず、系列会社のファンドは確定拠出年金の運用メニューに追加されやすく、削除されにくい（企業の取引関係を良くするために、スポンサーはパフォーマンスの良くないファンドであっ

ても加入者向けのメニューに選択し得る) ことを明らかにしている。スポンサー企業が事業取引の円滑化や資金調達環境の維持を考慮して投資信託を選ぶ状況は、当然ながら加入者に資するとは言い難い。確定拠出年金を主たる個人勘定の年金制度として推進するならば、スポンサー企業のインセンティブという観点からも、制度設計上の問題を放置するわけにはいかない。我々は、日本の確定拠出年金にも同様の問題が生じている可能性が高いと考え、企業型確定拠出年金スポンサーおよび個人型確定拠出年金の運営管理機関が、4000 を超える投資信託の中から 10 から 20 本ほどの投資信託がどのように選ばれているのかを明らかにし、確定拠出年金のガバナンスの問題について考察を行う。

3. 調査と分析の概要

(1) 企業型確定拠出年金

我々は、日本の企業型確定拠出年金の運用メニューを分析する準備として、平成 24 年に企業型確定拠出年金導入企業 17 社で聞き取り調査を行い、平成 27 年には全国の企業型確定拠出年金導入企業（平成 27 年 1 月現在で 1810 社）から無作為に 700 社を抽出し、従業員に提供している預金・保険・投資信託等の運用メニューの詳細や、その決定方法について質問紙によるアンケート調査を実施した。調査は、全国の企業型確定拠出年金導入企業（2015 年 1 月現在で 1,810 社）から無作為に 700 社を抽出し、各企業の確定拠出年金担当者を対象に 2015 年 1 月から 7 月にかけて郵送アンケート形式で実施した。調査では、企業の属性（業種、経営形態、従業員数、資本金、確定拠出年金導入年月）に加え、確定拠出年金規約において現在設定している運用商品の名称、運用商品の選定方法（社内の委員会などで検討して選定、運用管理会社からのアドバイスを参考に選定、取引金融機関からの要望によって選定など）について質問を行った。

ところが、確定拠出年金導入企業には、提供している運用商品について公表する義務がないため、アンケートの回答率はかなり低い上に、アンケート調査に回答しても我々の最も知りたい運用商品の具体的な名称を非公開とする企業とする企業もあった。結局、2015 年 1 月から 7 月までの調査期間に送付企業 700 社のうち 76 社から調査用紙の返送があったが、そのうち 13 社は、確定拠出年金で提供している投資信託の具体的な名称に関する質問以外の項目には回答してくれたものの、投資信託の具体的な名称（運用メニュー）は非公開と回答した。そのため、最終的に 64 社の企業から運用メニューの詳細な情報が得られた。

運用メニューを開示してくれた 64 社をサンプルとする分析を行った結果は、驚くべきことに、選定された投資信託の多くが、スポンサー企業とその親会社の主要取引銀行、幹事証券会社、主要な取引先企業が運用や販売に関わる投資信託であり、この傾向は、運用メニューの選択を社内委員会で決定する企業で顕著であった。さらに、スポンサー企業は、パッシブ・ファンド以外のファンドを多く選ぶ傾向があり、運用メニューに選定する投資信託の運用会社数を少なくする傾向があった。運用メニューに選ばれた投資信託は、代表的な DC 向けファンドよりもコストが低いという仮説も支持されなかった。スポンサー企業の多くは、社内委員会での協議や運営管理機関の助言によって運用メニュー

を選定しているが、運用メニューの選定という観点から見ると、確定拠出年金のガバナンスには改善の余地があるという結果である。しかしながら、64 というサンプルは小さく、運用メニューの「開示」「非開示」の企業の方針の違いにより、そもそもデータに何らかの偏りが発生している可能性が考えられる。

(2) 個人型確定拠出年金

2017年1月から加入できる対象が広がった個人型確定拠出年金は、1月以降多くの運営管理機関が参入し運用メニューを競う状況にある。企業型確定拠出年金は、自社の従業員に向けて閉じた状態で加入者を募るのに対して、個人型確定拠出年金はオープンに加入者を募る点が異なり、前者の運用メニューは外部に出にくいのが、後者は“加入を検討するすべての人”が運用メニューを閲覧可能である。我々は、2018年10月現在で入手可能な個人型確定拠出年金運営管理機関129社の135の運用メニューに選定された2,371資産のうち、元本確保型金融商品を除く投資信託1,940本に焦点をあて、どのような投資信託が運用資産としてメニューに採用されるのかについて調べた。ただし、投資信託1,940本は複数の運営管理機関から運用資産として選ばれて重複カウントされているため、実際の本数は438本である。このうち、投資信託のデータベースから信託報酬や基準価格等の情報の得られた424本について、①信託報酬、②純資産残高、③投資カテゴリー、④専用設計の4つの観点から検討を行った。その結果明らかになったのは、以下の5点である。

- ・運営管理機関のバックグラウンド（銀行、生損保、証券など）により運用メニューに選ばれる投資信託に特徴がある
- ・オンライン証券や新興投信会社から運営管理会社を選ぶには、金融に関するより高度な知識が必要である
- ・運営管理機関による運用メニューの選択は、同じ投資カテゴリー内ではより信託報酬の低い投資信託を選んでおり、さらに専用設計の利点を生かすことも考慮している
- ・個人型確定拠出年金運用メニューには、バランス型（少なくともパッシブ運用であるとはいえない）投資信託の割合が高く、中には信託報酬がかなり高いものが含まれている
- ・確定拠出年金用の投資信託が多く存在する投資カテゴリーの投資信託が安易に選ばれており、運用メニューのバランスを欠く

個人型確定拠出年金のベンチマークのデータや、運営管理機関のメインバンク、親会社や関連企業等のデータがそろっていない段階ではあるが、個人型確定拠出年金は企業型確定拠出年金よりもコストに関してより注意が払われている制度であることが明らかになった。これは、企業型確定拠出年金が従業員に閉じた制度であり、基本的には企業が確定拠出年金の導入を決めると、従業員はその制約の範囲で年金の運用を行う制度である一方で、個人型確定拠出年金の加入者は、2017年10月の時点で135の運用メニューを提示する129の運営管理機関から自由に運営管理機関1社を選択できると

いう競争原理の下にある制度であることに起因すると考えられる。運営管理機関は、企業型確定拠出年金のスポンサー企業と同様に、パッシブ・ファンド以外のファンドを多く選ぶ傾向があり、運用メニューに選定する投資信託の運用会社数を少なくする傾向があり、年金ガバナンスに問題が高いことも指摘できる。

4. まとめと展望

我々は確定拠出年金のガバナンスに興味を持っているが、それを直接的に観察する方法はない。それゆえ、運用メニューに注目するという間接的なアプローチによって研究を進めてきた。企業型確定拠出年金・個人型確定拠出年金はともに、理論的には合理的とはいえない運用メニューを提示しているという点で非常に似た状況にある。しかしながら、そのようなメニューを提示している理由はまだ明らかでない。今後は、企業型確定拠出年金の受託者責任やガバナンスの問題について詳細に論じるために、企業型確定拠出年金のスポンサー企業の提供する運用メニューの投資信託ラインナップを、多くの運営管理機関が運用メニューを開示している個人型確定拠出年金の投資信託ラインナップと比較して分析を進める予定である。京都産業大学・研究機構と学術研究推進支援制度「科研費再挑戦支援プログラム」への感謝を記し、実績報告書を結びたい。

引用文献

- 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*, Vol.16, 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., Clemens S. and Irina S.(2016), “It Pays to Set the Menu: Mutual Fund Investment Options in 401 (k) Plans”, *The Journal of Finance*, Vol. 71 (4), pp.1779-1812.
- 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*, Vol. 35, pp.78-100.

【平成 29 年度業績リスト】

論文

- (1) 西村佳子・村上恵子 (2018), 「確定拠出年金の運用資産メニューと求められる金融知識」, 『季刊個人金融』2018 冬号, pp93-103.

学会等報告

- (1) 第 67 回金融経済研究会 (於岡山商科大学, 平成 29 年 12 月 2 日)
西村佳子, 報告テーマ: 「投資メニューに見る確定拠出年金のガバナンス」

Governance of the Defined Contribution (DC) Pension Plan

Yoshiko NISHIMURA

Abstract

How do sponsors of defined contribution (DC) pension plans choose mutual funds for investment options? How good is the investment options provided by DC plan sponsors? We have examined the governance of DC pension plans based on mutual funds employed by 64 corporate DC plan sponsors and 129 individual DC plan operational management institutions. To our surprise, many of the selected mutual funds were those in which main banks, underwriters, major business partners and their parent companies of sponsors involved their investment and sales. In addition, the sponsors and operational management institutions tended to select more active funds than passive funds. They had only a small number of managing companies of mutual funds. The hypothesis that the selected mutual funds by DC pensions are low-cost options compared to the typical mutual funds was not supported. We suggest that the governance of DC pension plans has room for improvement in their investment options.

Keywords : corporate defined contribution pension plan, individual defined contribution pension plan, pension governance, mutual funds, plan sponsor