

確定拠出年金における運用資産の商品性

石田成則

1. 確定拠出年金をめぐる動向

現在、公的・私的年金の財政を取り巻く環境はさらに逼迫し、その改善策や代替策が模索されている。そのなかで、2001年10月より導入された、企業型の確定拠出年金は加入者が100万人を超え、今後さらに伸長が見込まれている。順調に成長しているようにみえる確定拠出年金であるが、その実態を調査すると、個別企業や関連金融機関の取組みだけでなく、政策的な側面でも課題を垣間見ることができる。

わが国の現状では、英国やドイツの事例とは異なり、確定給付と確定拠出の組合せにより、一定の所得代替率を確保していく方向に向かっているわけではない。この点は、財政方式の異なる公私年金のインテグレーションを重視する米国とも異なる。今後、公的年金の給付・負担構造を保険料率（拠出率）固定型に舵取りしていくなかで、徐々に所得代替率は切り下げられていく。このとき、確定給付と確定拠出の組合せや公私年金のインテグレーションの発想を強めて、公的な枠組みの中で、一定の所得代替率を維持していくことは不可避になる。

一方で、米国の企業年金普及が5割程度に留まり、英国やドイツの確定拠出年金も当初の期待ほど伸長していないことが指摘されている。人口動態にも労働市場の変動にも頑強で、世代間の公平性も配慮しながら、公的年金の安定性や持続性を確保することは重要である。しかし、自助努力の喚起や、年金民営化による市場原理の導入が、公的年金全体の再分配要素を薄め、同一世代内の不平等感を高めてしまえば、公的年金の理念の根幹を揺るがすことになる。またそれが、消費の下支え機能の低下に繋がるのならば、かえっ

て経済全体のパイ拡大にとってもマイナスになる。よって、諸外国の年金改革の評価にも慎重を期すべきである。

とくに、民間機関を通じた確定拠出年金の普及が進捗しないことは、私的年金市場自体のワーキングに、疑問を呈することになる。本来、公的年金の存在意義のひとつとして、市場の失敗の補正があることは論をまたない。私的年金市場においても、取引ないし契約当事者間に情報の非対称性があることから、逆選択やエージェンシー（モニタリング・コストの発生）問題が生じる。また、市場の利用可能性（アフォーダビリティ）問題も発生するが、取引コストが高額になるにしたがって、前者の逆選択が先鋭化することも確認されている。しかしながら、私的年金市場の整備のために、規制の網を強化することは、‘規制のコスト’を高額化させ、とくに中小企業などへの年金プランの導入を阻害している。また、近時では、確定拠出年金などのDCプランにおける管理・運営コスト高も指摘される¹⁾ところである。

ところで、確定拠出年金を受託する金融機関には、契約（制度）管理業務、コミュニケーション業務、そして運用管理業務が発生する。契約（制度）管理業務には、制度の創設のための業務の他に、口座記録管理、資産管理業務そして個人口座の明細書作成などの情報開示業務などがある。コミュニケーション業務には、コールセンターやウェブ・サイトなどによる情報提供サービスや投資教育サービスなどが含まれる。実際に資金を動かす運用管理業務は、全体の費用・手数料の大半を占めている。もちろん、これらの業務を一括して請け負うバンドル型のトータル・サービスを提供する金融機関と、アンバンドリング型で個別業務を受託する金融機関とが混在している。本稿では、こうした運営機関のサービスに対応した費用構造と個別商品の手数料体系について、実態調査に基づいた分析を展開する。

1) Mitchell, O.S. & S.J. Schieber, *Living with Defined Contribution Pensions*, pp.166-177.

2. 確定拠出年金における費用構造

まず、米国の401(K)プランの管理費用について、「年金プランの提供者が直面する料金体系」と「プラン規模や投資種目に応じたコスト（構造）の相違」について考える。それは、401(K)プランの加入者にとり、手数料と費用の水準が、退職貯蓄の潜在的な成長に影響を及ぼすからである。こうした費用は、加入者の口座残高の金額を実質的に減少させる。また、投資ポートフォリオを管理・維持するために加入者の口座から引き落とされる費用は、拠出期間を通じて投資の機会損失ともなる。ファンドのリターンが同一のケースでも、経費率1%の相違が2割以上の口座残高の違いとなる例も示されている。

通常、401(K)プランの手数料と事務費用の種類については、つぎのように整理されている²⁾。

(1) 制度管理のための事務費用

1) 設立・システム構築費用

これは、記録管理、経理・シミュレーションのソフト提供、制度情報の開示、日々の口座資産評価とオンライン取引などの費用、そして制度設計アドバイスのための手数料などである。こうした費用・手数料の算定ベースは以下の通りである。

- ・資産ベース手数料；総資産に対する一定比率として算出(資産管理の経費など)

- ・人数ベース手数料；加入者1人当たり費用を積算(記録管理費用など)

- ・項目別手数料；特定サービスに対する定額、ないしサービス量に比例

典型的なプロバイダーは定額手数料に加入者数に応じて変動する手数料を加えた手数料を徴収しているものの、設立手数料は多く固定的である。より低

2) エコノミック・システム会社(日興証券監訳)『401(K)プラン その手数料と費用』、46頁を参照のこと。

額な手数料を、投資管理手数料で穴埋めするケースもある。

2) 継続的管理費用

これには、信託・受託サービスのための費用、法的処理費用、報告書類の作成費用、そして記録管理費用・口座管理費用などが含まれる。こうした費用の特徴として、(1) 小規模年金プランではこの費用が相対的に大きいこと、(2) 記録管理業務と投資管理業務が同一のプロバイダーにより提供される場合、投資管理手数料で利益をあげ、記録管理手数料は赤字サービスのこともあること、そして(3) 同様にして、バンドル型のミューチュアル・ファンド契約では、記録管理費用はミューチュアル・ファンドの経費率に含まれることも多いこと、などが挙げられる。

(2) 資産運用に関する費用・手数料

投資手数料は運用資産額に比例し、それにより運用収益率は低下する。そして、手数料と税金が控除されてはじめて、純運用収益率が確定することになる。こうした費用・手数料について、投資信託の場合、「資産委託」「資産信託」「資産運用」「記録管理」そして「各種アドバイス」に関連する機関毎の手数料として把握される。具体的には、運用指図を行う投資信託会社(委託者)は運用報酬、信託銀行(受託者)は受託報酬(保管料)、そして販売会社は各種代行報酬(手数料)を受け取る。

1) 口座管理手数料

これは信託契約に基づく信託財産の保管・管理に課される。

2) 運用手数料

この費用は、金融商品の売買判断を支えるリサーチの対価として支払われる。たとえば、保険商品では一括した管理手数料に含まれる。同様に、ラップ・フィーの形態で、個人口座の総資産額に対する年間手数料を徴収する商品もある。

3) 販売手数料

たとえば、リテール向けのミューチュアル・ファンドなどでは、販売委託手数料はClass AとClass Bに分けられる。前者はファンドへの新規拠出時に支払われるフロント・エンド手数料であり、後者はファンドの純資産価値をベースに毎年控除される手数料(12b-1)である。後者について、5年以内の解約時には支払い手数料の回収のために、バック・エンド手数料を課すので総額については開示されても、その細目は不明なことが多い³⁾。

とくに投資信託の場合、以下のふたつの要素により構成される。

・販売手数料

フロント・エンド・ロード；運用原資からの控除

バック・エンド・ロード；期間比例かつ低減式の手数料，運用収益からの控除

・ブローカーや販売員の報酬となる継続費用（ルール12b-1）

販売促進などの目的で生じる費用で，毎年の資産残高から一定比率の控除

4) 死亡・経費リスク手数料（年金・保険商品）

この手数料は，年金・保険口座にある総資産に基づくラップ・フィーとして課される。たとえば，保険会社が提供する団体変額年金の手数料体系は，付加保険料，解約手数料，解約控除，そして投資関連手数料である⁴⁾。

ここで例示として利率保証契約（GIC）を取り上げる。GIC契約は，年金ファンドの一部または全部の投資資金を，一定期間，利率保証して受託し，償還時点で元利金を支払う仕組みである。典型的なGICは，無配当である一方，満期がありまた金利も固定されていることから，債券に性格が近く，GIC契約は保険会社が発行する私募債とも似ている。

こうしたGIC契約の優位性はつぎのように整理され，それが確定拠出年金で活用されると，退職時点での一時払い金額の据置金利が保証され，また金

3) R. グレミング（稲野和利監訳）『投資信託ビジネスのすべて』，255から262頁を参照のこと。

4) 石田重森・庭田範秋共編『キーワード解説 保険・年金・ファイナンス』，116から117頁を参照のこと。

利が保証利率を下回っても解約控除はとられない有利性がある。

- ・元本保証性
- ・運用利回りは中長期の債券程度
- ・特別なケースで解約手数料なしで簿価での解約可能

なお、特別なケースとは、加入者の死亡、就業不能、離職、医療費の支出、教育費の支出、住宅購入資金などを指す。

- ・高い利回りを一定期間（3から5年ないし7年）保証しながら、流動性も兼ね備えている。

- ・しかし、その流動性には一定の制限が加えられる。特別なケース以外での早期引出し時点では、時価修正条項（MVA）が適用され、年金基金・ファンドは元本確保ができないなどの損失を被る。

上記の事例からもわかるように、運用商品によって取引費用は相違する。口座管理費用と投資助言費用は、資産残高・運用資金量に比例するが、記録管理や書類発生などの日々洗替えの費用は、こうした形態以外に均一のこともある。そして、多くの場合、調査費用がかかる運用商品では手数料が大きく、投資手数料(売買手数料など)の多くは加入者本人に課される。

(3) 加入者に対する個別的サービスへの手数料

これには、投資教育費用やコミュニケーション費用、情報提供・投資助言などのオプション的なサービス費用が含まれ、通常、従業員・加入者個人に課される。

そこで次節以降では、実態アンケート調査を活用して、わが国におけるDCプランの費用構造を明らかにしていく。

3. 費用に影響を及ぼす要因

最近の米国における企業年金調査⁵⁾では、401(K)などのDCプランの

費用変動要因が示されている。まず、投資オプション数が挙げられる。投資オプション数の増加は、プランを通じたポートフォリオ構築の自由度増大に繋がるが、管理コストの増大問題も引き起こしている。新しい投資オプションの追加・変更は、情報・教育提供サービス、口座開設管理、資産評価、ファンド間の資金移動の処理、口座残高報告書作成にかかる管理費用などが増加することになりかねない。具体的には、広範な投資の選択肢を提供するプランは、平均経費率よりも高い経費率を有する投資オプションを含む可能性が高くなる⁵⁾。ただし、ミューチュアル・ファンドその他の投資口座における個別銘柄の売買にかかる取引費用は、独立しては認識されず、投資リターンから控除されることになるので、取引費用を観察することは困難である⁷⁾。加えて、加入者の投資選択行動も影響を及ぼす。経費率がばらつく大きな要因は、インデックス・ファンド（パッシブ・ファンド）とアクティブ・ファンドの間の経費率の顕著な相違である。アクティブ・ファンドでは、投資マネージャーはリサーチや投資選択・売買により多くの費用をかける。同様なことは、株式投資と債券投資の取引費用の相違にもいえる。さらに、投資対象の変更機会もその変動要因に加えられる。また、資産評価のあり方も同様であり、資産の評価頻度が多いほど、それにとまなう管理費用は増加する。しかし、ミューチュアル・ファンドを投資オプションとして用いることで、より頻繁な資産評価を行うことによる限界的なコストを削減できることも指摘されている。

つぎに、貸付制度と中途引出しも費用に影響を及ぼす。加入者向け貸付と引出しを可能にすると、コミュニケーション・プログラム、貸付・引出しの処理、貸付の回収、税務報告が必要になるために、管理費用はさらに増加する。長期的にみると、退職後向け貯蓄を減らすことになる。しかしこうした利便性は、加入促進や掛金の増額を可能とする側面もある。

そして当然のことながら、コミュニケーション・サービス、コールセンター

5) エコノミック・システム会社、前掲書、22から25頁を参照のこと。

6) 同上書、59頁。

7) 同上書、61頁。

機能などのあり方も費用変動要因である。サービスの充実や人材・品質の確保は、費用の著しい増加要因になることがある。

全体として、大規模な年金スポンサー（母体企業）がこのようなサービスを加入者に提供する場合、規模のメリットに応じて、加入者1人当たりのコストを抑えることができる。固定費が存在しているだけでなく、規模の大きいプランへの優遇も存在している。また、一般的に、年金プランの規模が大きくなると、絶対額での投資関連費用は増えるが、経費率・加入者1人当りの費用は減少する。全体として、大規模プランは広範囲な低コスト・オプションを享受できる⁸⁾。たとえば、経費率のディスカウント、追加的な手数料についての割引、そして機関投資家向けの安価な手数料の口座の活用、などである。さらに、401(K)の最大の費用項目は、データからすると、インベストメント・マネジメント手数料である。それは、ミューチュアル・ファンドでは経費率として、保険・年金商品ではラップ・フィーとして徴収される。そして、通常、プラン加入者がこれらの費用を負担している。なお、これまでのところ、評価すべきサービスと手数料・費用に関する知識が欠落しているために、プラン・スポンサーはサービス・プロバイダーの選定に当たり、価格要素に敏感ではない⁹⁾。

現在までのところ、取引費用に関する情報をうまく活用することに、いくつかの制約がある。多くの年金プランは外部のプロバイダーからサービスを購入しているが、他のサービスについて社内のスタッフや資源が活用されている。これらのサービスの費用は明示的でなく、機会費用として算出されるものである。さらに、商品内容や手数料体系が多様化している現状がある。プロバイダーは同一のサービスを、異なる価格・手数料体系のもとで提供する可能性がある。たとえば、あるプロバイダーは比較的安価な運用報酬を提示する一方、他のサービスについて資産残高や取引量によって別立ての手数を請求することがある。これに対して、別のプロバイダーは、様々な管理

8) エコノミック・システム会社、前掲書、74頁。

9) 同上書、66頁。

サービスは無料で提供する一方、高額なインベストメント・マネジメント手数料（投資運用報酬）を要求してくる。こうした手数料体系の複雑さが、適正価格の判断を困難にしている。

4. 実態アンケート結果にみる費用構造

厚生労働省内の確定拠出年金連絡会議に提出された、生活福祉研究機構によるアンケート実態調査（主査 田村正雄氏）では、費用の負担者と手数料・費用を実態調査している¹⁰⁾。そこでは、先の業務内容を、①運用関連業務②記録関連業務③資産管理業務そして④投資教育業務に分類し、さらにそれぞれを制度創設時点の初期費用（サンク・コスト）と維持管理・継続費用（ラーニング・コスト）に区分して、加入者1人当たりの費用・手数料を明らかにしている。

運用関連業務では、8割以上の導入企業で事業主・企業側が費用負担している。1人当たりの費用を規模別に見ると、明らかにスケール・メリットが働いており、初期費用については小規模プランで相対的に重い負担になっている。記録関連業務では、事業主・企業側の費用負担割合は7割を切っている。ただ、運用関連業務ほど明確な費用と規模の相関関係は見られない。また、資産管理業務では、初期費用の事業主・企業側の費用負担割合は5割を下回るのに対して、維持管理・継続費用では、8割に近くなっている。初期費用に比較して、維持管理・継続費用のスケール・メリットが顕著である。最後の投資教育業務では、初期費用は主に事業主・企業負担、維持管理・継続費用にあたる個別サービス費用は加入者負担になる。こうした費用については、スケール・メリットは見られず、サービス内容と費用・手数料に相関があることが考えられる。全体的に、米国などの調査結果と比較すると、加入者の負担割合が低いようである¹¹⁾。ただ、他国の調査でもここ10年間で加

10) 『確定拠出年金制度の運用実態に関する調査研究』（厚生労働科学研究 平成14年度研究報告書）

11) エコノミック・システム会社、前掲書、63から65頁を参照のこと。

入者の負担割合はかなり高くなっており、わが国でもその推移を注視する必要がある。

なお、確定拠出年金をめぐる各種業務の費用・手数料の適正水準を、一概に決定することはできないが、その時系列的な推移を調査することで、取引費用の大小を通して、業務効率化の程度は推定できる。また、費用・手数料における規模の影響は、中小企業への普及を考える際に、不可欠の要因となる。費用・手数料の適正化を指向しながら、中小企業への普及促進の阻害要因を除去していくことが肝要である。この実態調査では、資産管理機関の選任理由ではコスト要因が重視されるのに対して、運営管理機関ではサービス内容の充実が重要で、コスト要因は二の次であることが明らかにされた。しかし、運営管理機関のサービス内容が定型化されるに従い、コスト要因が重要な判断基準となるであろう。

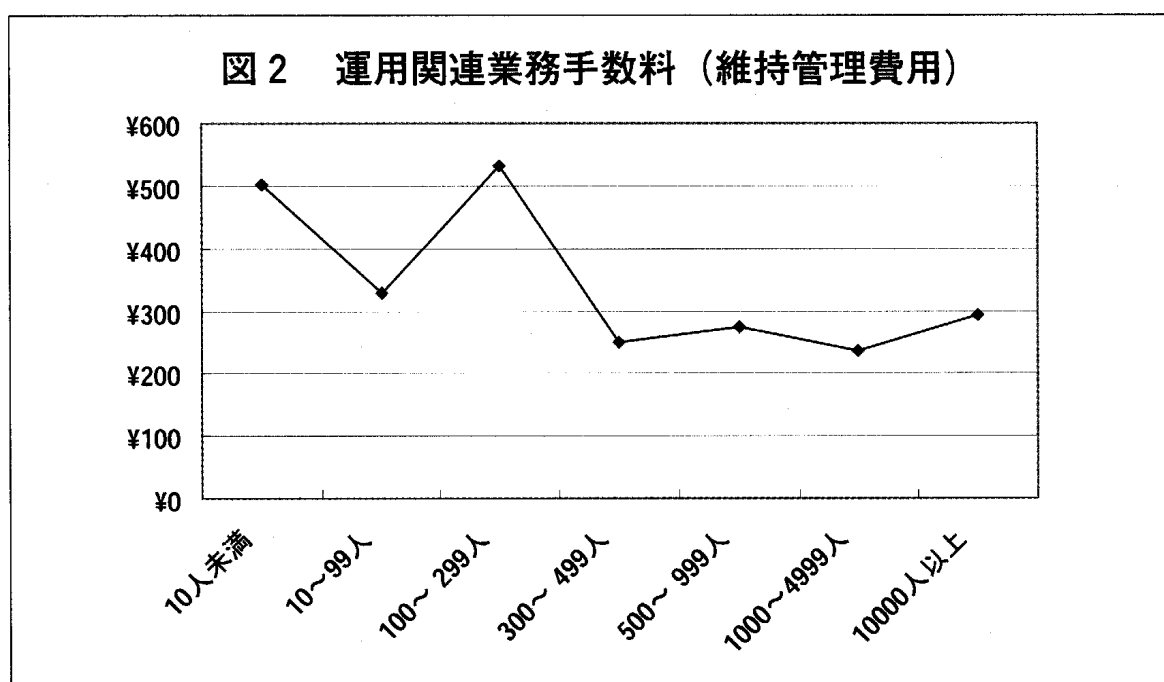
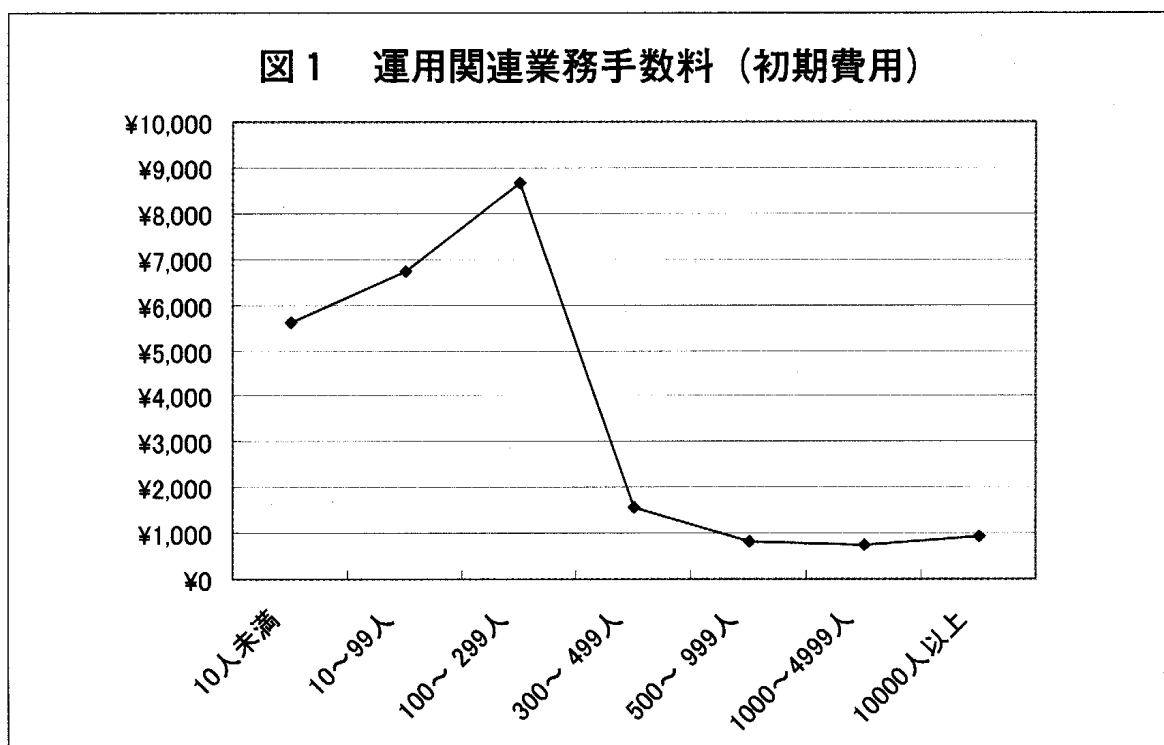
1) 各種手数料については、運用関連業務、記録関連業務そして資産管理業務に分け、さらに各々について初期費用と月額維持管理費用を質問し、その結果を表1に纏めている。そして、2) から5) において、各業務の手数料を規模別に比較し、規模の経済性の有無を確認する。

<表1 1人当たりの手数料金額>

	初期費用 (円)	維持管理費用 (円)
①運用関連業務	1, 8 5 7	1 8 8
②記録関連業務	1, 8 1 3	2 9 3
③資産管理	2, 7 0 1	1 0 8
④投資教育	1, 7 9 5	1 0 4

2) 運用関連業務に掛かる初期費用の1人当たり金額は、平均値で1,857円(54社平均)、その維持管理費用の月額は188円(52社平均)である。それを、従業員規模別に比較すると、初期費用については「100人から299人」で、8,677円(7社平均)と最高であり、「1000人から4999人」で最低の748円

(8社平均) となっている(図1)。維持管理費用については、「100人から299人」で最高の533円(7社平均)であり、最低は「1000人から4999人」(8社平均)の236円である(図2)。



2) 記録関連業務に掛かる初期費用の1人当たり金額は、平均値で1,813円(43社平均)、その維持管理費用の月額額は293円(42社平均)である。それを、従業員規模別に比較すると、初期費用については「10人から99人」で、3,694円(15社平均)と最高であり、「10000人以上」で最低の303円(6社平均)となっている(図3)。維持管理費用については、「10人から99人」で最高の827円(15社平均)であり、最低は「500人から999人」(3社平均)の246円である(図4)。

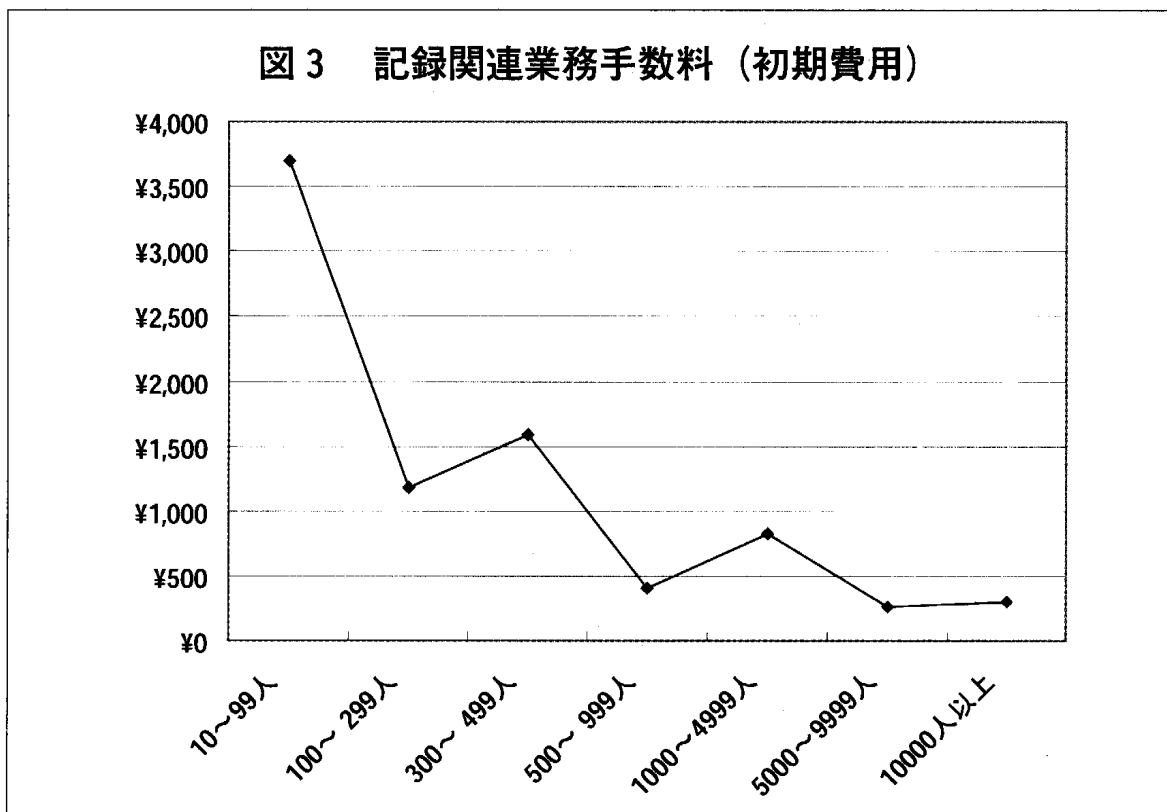
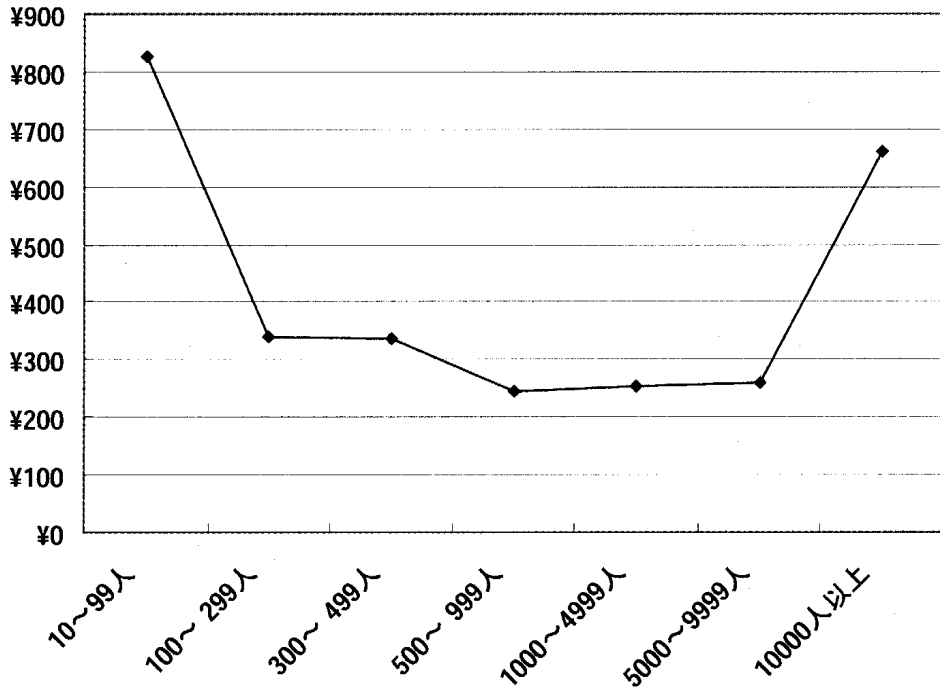
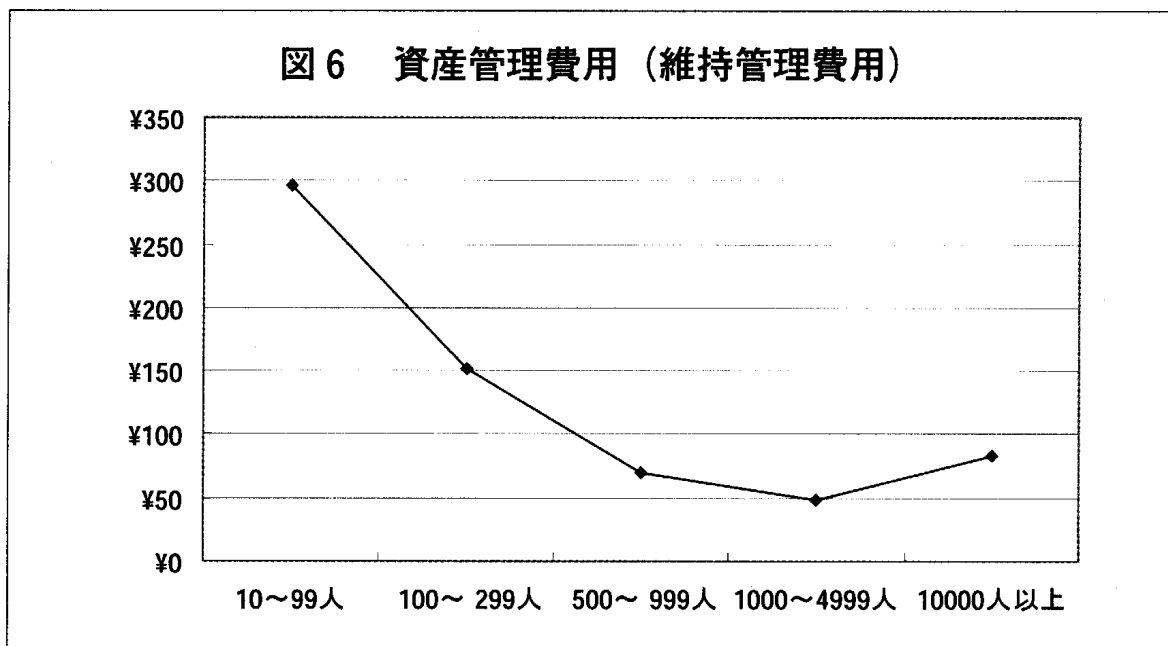
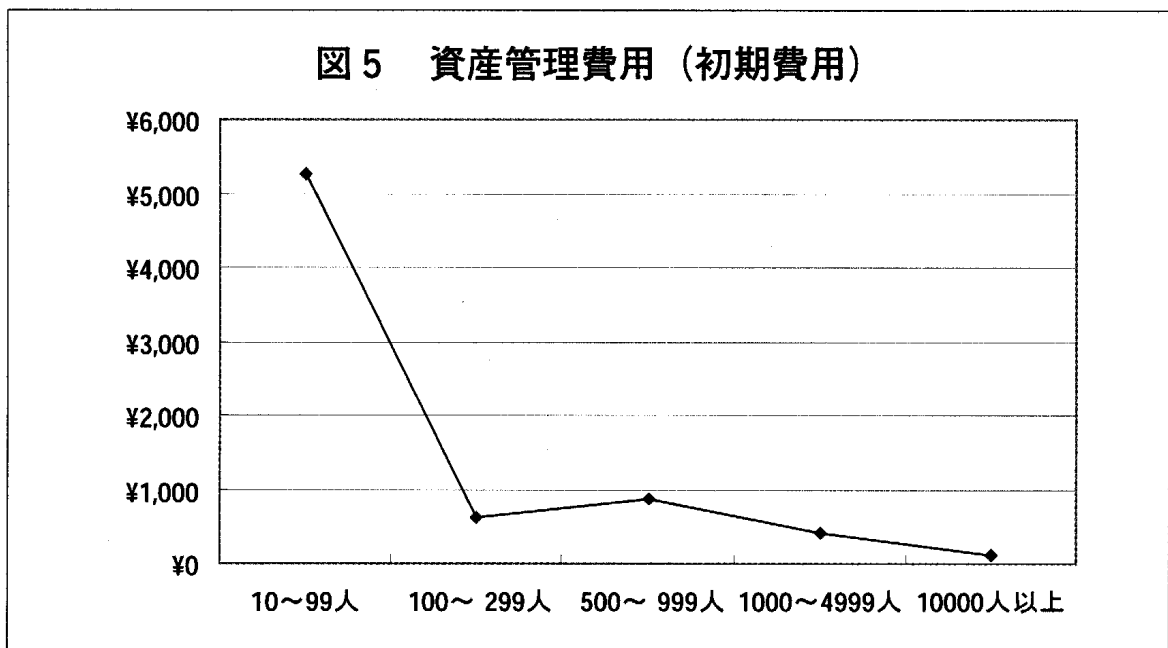


図4 記録関連業務手数料（維持管理費用）



3) 資産管理業務に掛かる初期費用の1人当たり金額は、平均値で2,701円(40社平均), その維持管理費用の月額は108円(51社平均)である。それを、従業員規模別に比較すると、初期費用については「10人から99人」で、5,254円(14社平均)と最高であり、「10000人以上」で最低の121円(6社平均)となっている(図5)。維持管理費用については、「10人から99人」で最高の297円(7社平均)であり、最低は「1000人から4999人」(9社平均)の49円である(図6)。



4) 投資教育に要する費用について、導入時点の1人当たり費用は平均値で1,795円(49社平均)であり、継続教育に要する1人当たり費用は月額で104円(40社平均)である。従業員規模別に比較すると、初期教育については「1000人から4999人」で、2,455円(11社平均)と最高であり、「500人から999人」で最低の1,147円(5社平均)となっている(図7)。継続教育については、「300人から499人」で最高の417円(7社平均)であり、最低は「10人から99人」(22社平均)の71円である(図8)。

図7 投資教育手数料(初期費用)

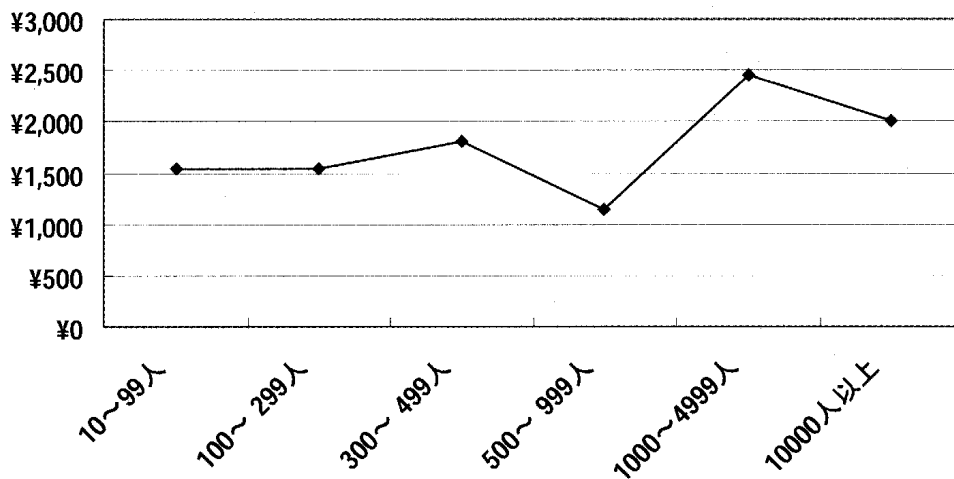
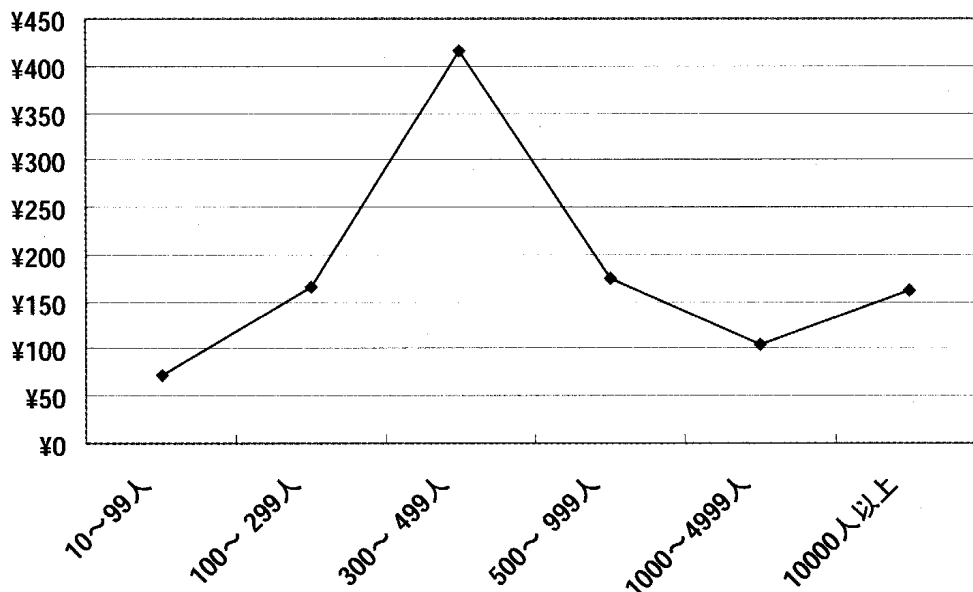


図8 投資教育手数料(維持管理費用)



5. 考察の纏め

諸外国の年金民営化の受け皿商品である確定拠出年金には、元本保証性などの厳しい要件が課されている。わが国でも、保険会社が提供するGIC商品は元本確保型商品に分類されるが、米国などでは商品性の改革が行われ、それに合わせて費用・手数料体系も複雑化してきている。私的年金市場の効率化は、費用・手数料に示される業務の効率化だけでなく、個別商品の革新性を問うことにもなる。価格・手数料体系と品質・サービスの両面で、市場を健全に育成する必要がある。今後、タイプの異なる年金や公私の年金を組合せて、老後所得保障の充実を図るのであれば、資本蓄積のためのインセンティブ付与のあり方と、私的年金市場における規制（緩和）のあり方、そして取引費用のあり方について、さらに研究を深耕する必要がある。

今回の調査では、クロス・セクションで各プランの加入者数が費用に与える影響を検討した。費用構造について、明確なスケール・メリットは確認できなかったが、今後さらに継続して調査を行うことが望まれる。それは今回の調査が導入時点であり、サンプル数が過少なだけでなく、各種サービスの費用・手数料体系も安定的なものではないからである。しかし、一部の追加的費用・オプション費用の減免などを考え合わせると、規模の大きな企業に有利な側面があることは否定できない。中小の企業にも導入を促進できるように、総合・連合設立の認可を緩和することや、個人型プランの普及を図ることも望まれる。そしてなにより、運営管理機関などの適正な競争環境を整備することが重要である。今後はさらに時系列の調査を行うことで、運用資産の商品性及び費用構造がどのように変化していくかを明示する必要がある。それを中小企業への一層の普及・促進に生かすことで、公的年金の量的・質的補完機能の充実を目論む発想が肝要である。

(主要参考文献)

Davis, E.P., *Pension Funds*, Clarendon Press, 1995

Mitchell, O.S. & S.J. Schieber, *Living with Defined Contribution Pensions*, Univ. of Pennsylvania Press, 1998

OECD, *Private Pensions Conference 2000*, OECD Publication Office, 2001

OECD, *Tax Expenditures -A Review of the Issues & Country Practices-*, OECD Publication Office, 1984

U.S.Department of Labor, *Pension & Welfare Benefits Administration*, 2002 (www.dol.gov/pwba)

石田重森・庭田範秋共編『キーワード解説 保険・年金・ファイナンス』東洋経済新報社、2004年5月27日

ゴールドマン・サックス投信編『投資信託革命』日本経済新聞社、1998年12月11日

佐藤文友「老後の所得保障制度と資本蓄積」『年金と雇用』第18巻第3号、平成11年11月30日

高山憲之『年金の教室』PHP新書、2000年2月20日

高山憲之「低経済成長下における年金制度のあり方」『年金と経済』第21巻第4号、平成14年12月30日

橘木俊詔・金子能宏共編著『企業福祉の制度改革』東洋経済新報社、2003年9月11日

富永洋子「欧米の公的年金改革の方向」『ファンドマネジメント』第32号、平成14年9月20日

日本格付投資情報センター『投信新時代 日本版401Kビジネスの展開』日本格付投資情報センター、1999年11月4日

藤井康弘「米国における投資教育の状況」『年金と経済』第20巻第5号、年金総合研究センター、2001年10月30日

蛸山昌一編著『投資信託と資産運用』日本経済新聞社、1999年3月25日

山口修・久保知行共編著『企業年金の再生戦略』金融財政事情研究会、平成16年6月24日

山田正次「退職資産形成と投資教育」『証券アナリストジャーナル』第41巻第4号、平成15年7月20日

エコノミック・システム会社（日興証券監訳）『401(K)プラン その手数料と費用』東

洋経済新報社, 1998年10月22日

J.M.ミラー & M.M.フィリップス (井上順三監訳) 『401(K)プラン マネジメント・ハンドブック』 保険毎日新聞社, 平成12年1月11日

L.グレミリオン (稲野和利監訳) 『投資信託ビジネスのすべて』 東洋経済新報社, 2002年1月26日

『証券アナリストジャーナル 特集・年金制度改革』 第41巻第3号, 平成15年3月20日

『ジュリスト 特集・企業年金の現状と課題』 1128号, 平成10年2月15日

『ジュリスト 特集・企業年金改革』 1210号, 平成13年10月15日