

企業型 DC における商品ラインアップ 見直しの論点

MUFG 資産形成研究所

所長 日下部 朋久

2025 年 1 月 28 日

世界が進むチカラになる。

「安心・豊かな社会」を創り出す信託銀行 *Create a Better Tomorrow*

三菱UFJ信託銀行



1. はじめに

企業型確定拠出年金（以下、DC）制度は2001年10月に創設以来、順調に成長を続け24年3月末では加入者数が830万人と、わが国の企業年金の一つの柱と言えるほどとなった。DCは従来からの確定給付型の企業年金とは異なり、企業が導入を決めると、加入者となる従業員は新たに資産運用・投資に直面することになる。これまで資産運用・投資の経験がなかった者も数多いと思われ、加入当初は知識・経験不足から、やむなく元本確保型商品を選択するケースがそれなりにあったものと推察される。そのような初期の状態から、企業が提供する継続的な投資教育や自身による情報収集などにより、投資に関心を寄せる加入者が増加していると考えられる。加えて、NISA制度が導入されたことにより、投資に関する情報が各メディアで大幅に増えたことも、投資に対するリテラシー向上に一役買っていると考えられる。一方でDCの商品提供をする側においても、より魅力ある商品の開発、既存商品の改善、信託報酬水準の見直しなど、より良い商品の提供が進められている。

以上を考え合わせるとDC導入時に設定した商品ラインアップでは加入者および提供企業のニーズを十分に満たせていない可能性があり、継続的に見直しを行う必要がある。商品ラインアップは労使および運営管理機関の合意の上で成り立っているが、その中でもプラン提供者である企業がどのような商品ラインアップを企図するかは、その制度の在り方に関わるもので極めて重要である。その商品選定にあたっては加入者へどのように制度活用してもらいたいかの想いも含まれており、商品の提示はその想いを伝えるメッセージとも言える。本稿では商品ラインアップの見直しにあたって、その現状と検討すべきポイントを整理する。

2. DC 商品選定にあたっての要請事項

DC商品選定のありようについては各方面からさまざまな要請・期待がある。確定拠出年金法第23条によれば運営管理機関が選定の義務を負うことになっている。ただし前提として運営管理機関と労使が十分に協議・検討を行い、定期的に見直すべきとされている（法令解釈通知）。金融庁の資産運用業高度化プログレスレポート2023^{注1}では、加入者にとって最良の商品を提供できるよう、企業は運営管理機関に働きかけるべきとの見解を提示している。さらに資産運用立国実現プラン^{注2}ではDCの改革と銘打って以下の考え方を提示している。

- (ア) 適切な商品選択に向けた制度改善
指定運用方法や運用商品の構成等に係る情報の見える化（情報開示）、継続投資教育、取組事例の横展開等の取組を促進
- (イ) 加入者のための運用の見える化の充実
事業主ごとの運用の方法のラインアップや運用状況等を含む情報の他社と比較できる見える化（情報開示）

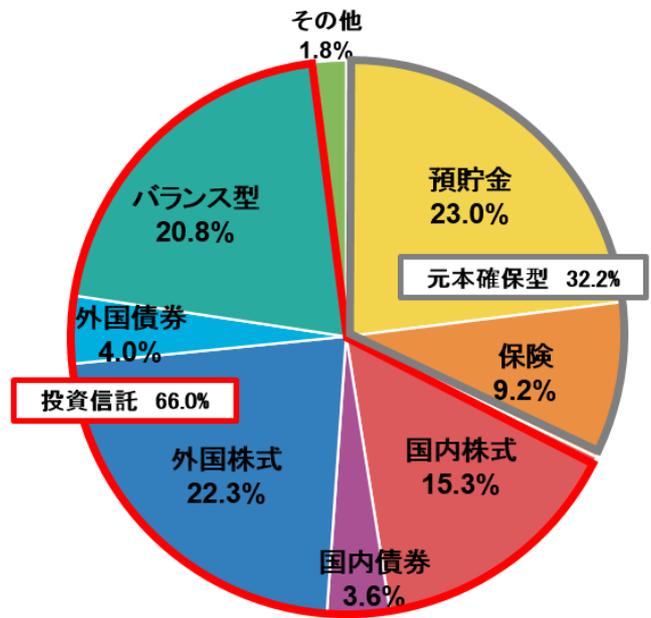
こういった動きの背景は、老後資金としての企業年金の重要性があらためて認識され、その水準の確保には資産運用収益が重要であること、またそれらの投資が結果的に日本経済への好影響に繋がるとの見立てがあるからだ。以上のようにさまざまなステークホルダーが企業の商品選定への関与について大きく注目するところとなっている。

3. DC 商品ラインアップの基本的な枠組

DC 全体の資産配分割合の平均像を確認する。残高ベースでアセットクラス別の構成割合を示した（図表 1）。2024 年 3 月末では約 2.3 兆円の残高のうち、投資信託が全体に占める割合は 66.0%、元本確保型の商品（預貯金・保険）は 32.2%である。長期投資が基本であることを考えると元本確保型商品が少なからぬボリュームとなっているが、2020 年 3 月末の元本確保型は 5 割超であったことを踏まえると投資信託へのシフトが続いていると考えられる。

実際、投資信託の商品ラインアップの見直しにあたっては上記分類をもう少し細かくする必要がある。投資信託の分類方法はさまざまあるがオードックスな例として図表 2 を示す。多くの DC ではここに示した投資信託の基本商品についてはラインアップとして揃えていると思われる。一方、基本商品を補完する商品については企業によって採用基準が異なると思われ、見直しに際して 1 つのポイントとなる。

（図表 1）運用商品選択状況



出所：確定拠出年金統計資料（2024 年 3 月末）
（運営管理機関連絡協議会）^{注3}より筆者作成

（図表 2）投資信託の商品ラインアップの分類例

基本商品	国内		外国	
	債券	パッシブ	バランス型 (パッシブ)	パッシブ
株式	パッシブ		パッシブ	

基本商品を補完する商品	国内		外国	
	債券	アクティブ	バランス型 (アクティブ)	アクティブ パッシブ(新興国)
株式	アクティブ		アクティブ パッシブ(新興国)	
その他:内外REIT・金など				

出所：筆者作成

4. DC 商品ラインアップ見直しの実態（アンケート結果）

NPO 法人確定拠出年金教育協会が実施したアンケート結果では、この1年間で見直しの検討を実施した企業は26.9%（4分の1強）であり、毎年行うものではないことを踏まえると多くの企業で見直しの課題認識はされているのではないかと感ずる。ただしこのアンケートは6,806の代表企業にアンケートを送り、有効調査回収数1,649、つまり24%の回答率の中での結果であり、全体ではもっと割合が低い可能性はありうる。

（図表3）ここ1年間の商品ラインアップの見直し

（回答数：1,649）

見直した結果、追加・除外を行った（行う予定）	17.7%	26.9%
見直した結果、追加・除外を行わなかった	9.2%	
見直していない/追加・除外の予定はない	68.2%	
その他	4.2%	
無回答	0.6%	

出所：企業型確定拠出年金担当者の意識調査 2023（NPO 法人確定拠出年金教育協会）^{注4}より筆者作成

次に、同調査では図表3の「見直した結果、追加・除外を行った（行う予定）」と回答した人に対し、商品ラインアップに追加する判断基準は何かを尋ねている。一番多い回答が27.7%の「カテゴリー内での重複・不足」である。続いては22.6%で「信託報酬や解約控除等の手数料」であり、おそらくより低い報酬の商品に入れ替えたいというニーズと推察する。そして3番目が20.2%で「提示金利・過去の運用実績」である。やはり成績の良い商品を導入したいとの表れであろう。

（図表4）商品ラインアップの見直し判断基準（追加の場合）（回答数：292）

カテゴリー内での重複・不足	27.7%
信託報酬や解約控除等の手数料	22.6%
提示金利・過去の運用実績	20.2%
運営管理機関、他金融機関との取引関係	8.9%
加入者の掛金配分や資産残高の状況	6.2%
SDGs への取り組み	3.4%
商品の複雑さ（説明のしやすさ）	0.7%
信託報酬の多寡にかかわらず、関係機関のフォローが期待できる	0.3%
その他	3.8%
無回答	6.2%

出所：企業型確定拠出年金担当者の意識調査 2023（NPO 法人確定拠出年金教育協会）より筆者作成

最後は商品除外の判断基準であるが、その理由の1番多くは「提示金利・過去の運用実績」で21.2%。やはり結果が出ていないものを外そうということであろう。次に14.7%で「信託報酬や解約控除等の手数料」、そして12.0%で「カテゴリー内での重複・不足」という結果となっている。

(図表 5) 商品ラインアップの見直し判断基準 (除外の場合) (回答数: 292)

提示金利・過去の運用実績	21.2%
信託報酬や解約控除等の手数料	14.7%
カテゴリー内での重複・不足	12.0%
加入者の掛金配分や資産残高の状況	5.8%
運営管理機関、他金融機関との取引関係	2.7%
商品の複雑さ(説明のしやすさ)	0.7%
その他	2.7%
無回答	40.1%

出所：企業型確定拠出年金担当者の意識調査 2023 (NPO 法人確定拠出年金教育協会) より筆者作成

5. DC 商品ラインアップ見直しのポイント

以上の背景のもと具体的に商品ラインアップ見直しをする際の検討ポイントについて整理する。現状、商品の追加・除外は次の3点がトリガーとなることが多い。(1) 既存商品の継続性のチェック～商品モニタリングの結果として継続性があるか判断、(2) 指定運用方法の検討に合わせて～検討の結果として商品追加が必要となる場合あり、(3) 加入者ニーズの取り込み～多様化するニーズへの対応として追加、の3点である。

(1) 既存商品の継続性のチェック

既存採用商品については、通常、運営管理機関が定量、定性両面でその運用商品もしくはその運用会社の状況をモニタリングし、課題の把握を行っていると考えられる。課題がある場合は、その解決のため運用会社に働きかけを行ったり、改善しない場合は当該商品の採用を推奨しない、もしくは除外対象商品などとする。除外対象商品と判断すれば当該ファンドを採用している企業に対して、その旨の提案を実施することになる。継続性に疑義が生じたならば企業は除外を含め、対応を検討する必要がある。商品除外となれば保有者は一旦当該商品の売却が必要な場合が生じたり、企業側でも保有者の除外の同意をとるなど実務的な負担が大きい。ただ長期的な視点に立てば、一定の負荷があったとしても見直しは必要である。継続性をチェックするポイントの例をあげると以下のとおりである。

(図表 6) 既存商品の継続性のチェック項目例

チェック対象	課題ある状況
アクティブファンド	○ ベンチマークに大きく劣後 ○ ファンドの性格が大きく変化
パッシブファンド	○ 同種他ファンドに比べ信託報酬高止まり
重複ファンドの整理	○ 他ファンドの追加のために本数を削減
運用会社	○ ファンドマネージャーの流出による運用態勢の弱体化

(2) 指定運用方法の検討に合わせて

指定運用方法の検討に合わせて商品の追加検討となることがある。2020/3 末から 2024/3 末の 4 年間で DC 加入者数は 725 万人から 830 万人に増加（1.1 倍）したが、この間、運用指図がなされていない「未指図者」は 7.3 万人から 13.8 万人に拡大（1.9 倍）し、「未指図資産」は 114 億円から 377 億円に拡大（3.3 倍）となった。「未指図資産」は無利息であり、想定利回りやインフレに対応できない資産であることから、未指図資産に資産を滞留させることは制度運営者として望ましい姿ではない。

このようなケースへの対応として、指定運用方法を設定しておけば未指図の場合、自動的に指定された運用方法が適用されることになる。指定運用方法が適用されるには、本人への通知など一定のプロセスを経ることになるが、適用となれば本人の意思とは関係せず投資等が開始されることになる。その意味では、非常に重要な決定であり、設定には当然ながら労使合意が必要とされる。企業はそれなりの決断を要することになる。行政からは指定運用方法にふさわしい運用の方法の着眼点について、以下の趣旨の法令解釈通知が出状されている。

① 主に加入者の集団に係るもの ～ 加入者の集団の属性（年齢別構成、退職までの平均勤続年数等）、金融商品への理解度、加入者のニーズ、想定利回りや掛金額等退職給付における位置づけ等

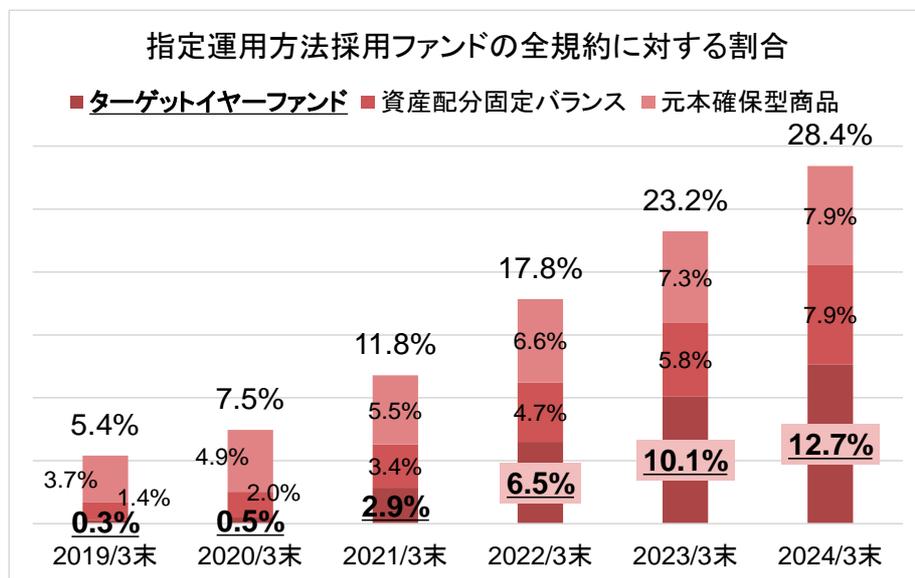
② 主に金融商品に係るもの（リスク・リターン特性） ～ 期待収益率、価格の変動の大きさ、運用結果が拠出した掛金の合計額を上回る可能（確実）性、インフレリスクに対応し実質的に購買力を維持できる可能性、分散投資効果等

以上の内容を検討して決定する指定運用ファンドは、企業から加入者に対する、DC における運用のあり方を示す一つのメッセージになると考えられる。検討過程を含め選定した理由（想い）を伝えることは、あらためて DC 提供の目的・意義を伝える機会となるであろう。

では実際指定運用方法にどのようなファンドが採用されているか。図表 7 で示すとおり、2019 年 3 月末ではそもそも指定運用方法の設定は全体の 5.4% と低かった（当該方法の設定の初年度にあたるため）。そのなかでも元本確保型が 3.7% と相対的に多かったが、年を追うごとに指定運用方法は広がりを見せ、その中でもターゲットイヤーファンド（以下 TYF）の割合が大きくなっている。24 年 3 月末では全体の 28.4% が指定運用方法を設定し、その内訳で TYF は 12.7%、固定のバランスファンドが 7.9%、元本確保型も 7.9% となっている。投資信託が増えた理由としては、企業として元本確保型ではインフレリスクに対応できず、ましてや残高を実質的に増やすことができない可能性が高いことに問題意識を持ったためではないかと推察する。そのなかでも TYF は当初株式等の比率の高いポートフォリオから、ターゲットとする年に向かってその比率を徐々に落としリスクを低減させる仕組みであり、長期投資の 1 つの合理的な考え方として理解が広がったのではないかとと思われる。

以上のような検討の過程の中で、指定運用方法としたい商品が既存商品に含まれないケースでは商品追加が必要となる。なお、TYF については指定運用方法とするか否かにかかわらず、商品ラインアップとして追加するケースが増えている（図表 8）。

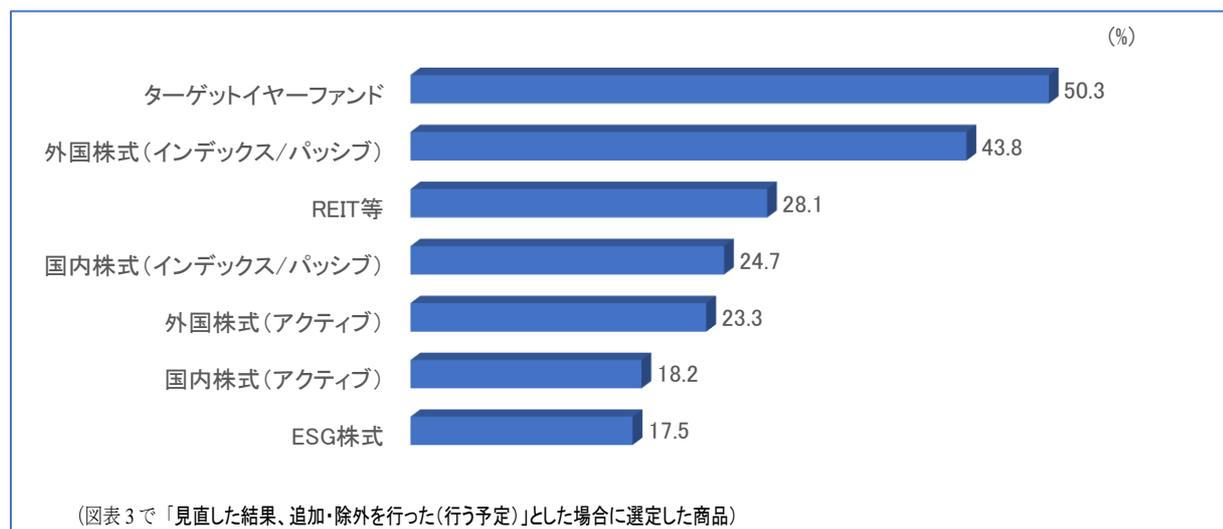
(図表 7) 指定運用方法採用ファンドの全規約（三菱 UFJ 信託銀行受託分）に対する割合



出所：三菱 UFJ 信託銀行受託全 DC 規約より筆者作成

(図表 8) 追加商品ベスト 7

(回答数：292 (複数回答))



出所：企業型確定拠出年金担当者の意識調査 2023 (NPO 法人確定拠出年金教育協会) より筆者作成

(3) 加入者ニーズの取り込み

企業が提供する継続的な投資教育や自身による情報収集、加えて、NISA 制度が導入されたことにより、投資に関する情報が各メディアで大幅に増えたことなどにより、投資に関心を寄せる加入者が増加していると考えられる。投資に関するリテラシーの向上により、「既存の分散投資機能だけでは不足を感じ投資カテゴリー拡大へのニーズ」、「パッシブファンドの収益性に満足できず、超過収益獲

得へのニーズ」、反対に「リスクコントロールをしながら一定の収益性を追いたいニーズ」など加入者の投資商品に対するニーズは多様化していると考えられる。

加えて、投資の社会的意義が重視される中、「投資コンセプトが明確に伝わり、共感できる・貢献できるファンドへのニーズ」、すなわち ESG 投資ファンドや、より社会課題解決へ直接的とされるインパクト投資ファンドなどが求められている。さらには、加齢によるリスク許容度の変化への対応として、前述の TYF などの「リスクコントロールの機能性」が求められている。

以上、さまざまな加入者ニーズを受け止める必要があるが、選択肢を増やすことは加入者等の商品選択の難易度をあげるなどの弊害や、自社の DC として相応しいファンドの選択という点においてもすべてのニーズに応えることは難しい。もちろん法定の 35 本以内という縛りもある。また、多くのニーズを取り入れることになると、既存商品を除外する必要も生じよう。ただ、除外については前述のとおり保有者の一定の同意が必要など実務的な負担も大きい。以上のことを踏まえながら労使で納得行く見直しが大切である。

6. アクティブファンド選定の意義

あらためて DC におけるアクティブファンドの意義を考えてみたい。DC における運用の基本は長期積立分散投資であり、これを実現しようと考えれば最低限、パッシブファンドが揃っていれば可能である。制度提供者としてミニマムを提供するという考え方もあるだろうが、運用の結果は自己責任であるとすると、責任を負う加入者のニーズは取り込むべきであろう。その中でもアクティブファンドについては、運営管理機関による一定の審査を受けたものであるにせよ、信託報酬はパッシブファンドに比べ高いであろうし、ボラティリティ（リスク）が大きい商品もある。そのような商品をラインアップに加えるべきなのか、という論点も当然ある。導入にあたっては、アクティブファンドに限ったことではないが、加入者に対する継続教育による啓発や、商品の情報提供の充実など運営上の配慮が改めて必要となるであろう。以下、アクティブファンドを選択する際に考慮すべきポイントについて整理する。

(1) アクティブファンドへの加入者ニーズの確認

第 1 のポイントは加入者ニーズの取り込みであり、5-(3)で示した内容である。運用結果が自己責任である以上、ニーズの強いものについては検討対象とすべきである。もちろん追加の可否については総合的な判断を要する。少数のニーズと思われるものについては、既存商品の中に代替できるものがないか、あれば加入者に対してその旨の説明も有効であろう。

(2) ボラティリティの大きさに対する考え方

第 2 のポイントとしてはアクティブファンドにはボラティリティが高いファンドもあって、DC に相応しくないのではという考え方もある。実際は、運営管理機関の審査を通ったファンドであれば、極端にリスクが高い商品は排除されていると考えられる。その中でも相対的に値動き（リスク）が大きいファンドがありうる。その点については、DC の特性である毎月積み立てだからこそ、ドルコスト平均法の効果（安い時に多く買い、高い時には少なく買う）が期待できるという整理が可能である。長期的な観点で収益性が高い商品であれば、短期間でのボラティリティの大きさはメリットとなるケースも考えられ、長期積立分散投資を実践する DC だからこそ投資先として相応しいという考え方が可能である。

(3) 分散投資機能の提供の観点

第3のポイントはパッシブファンドとの間での銘柄分散、国別分散等の分散投資効果を図ることが期待できる点である。たとえば米国株式 S&P500 に追随するパッシブファンドは、投資対象が米国のみであることに加え、組み入れ銘柄は「マグニフィセント7」と呼ばれるテクノロジー企業群が約3割を占め、一極集中のリスクを有するとも言える。これらの集中を分散させる選択肢を得るため、S&P500の構成比率と距離を置いたアクティブファンドの採用という考え方がとりうる。

(図表9) eMAXIS Slim 米国株式 (S&P500) ファンド内訳

◆株式組入上位10銘柄 (組入銘柄数: 503 銘柄)

	銘柄名	ファンドの ウェイト	国名
1	MICROSOFT CORP	7.17%	アメリカ
2	APPLE INC	6.57%	アメリカ
3	NVIDIA CORP	6.49%	アメリカ
4	AMAZON.COM INC	3.86%	アメリカ
5	META PLATFORMS INC-CLASS A	2.42%	アメリカ
6	ALPHABET INC-CL A	2.32%	アメリカ
7	ALPHABET INC-CL C	1.94%	アメリカ
8	BERKSHIRE HATHAWAY INC-CL B	1.57%	アメリカ
9	ELI LILLY & CO	1.55%	アメリカ
10	BROADCOM INC	1.47%	アメリカ

出所 eMAXIS Slim 米国株式 (S&P500) 2024年6月末基準の月報より、筆者作成

(4) DC ゆえに報酬率が低廉なファンドの採用

第4のポイントはDCで扱われる商品には、DC以外で販売される同種(類似)の商品性を持つ投資信託と比べ、信託報酬率が低廉なアクティブファンドがある。信託報酬率がDC外商品の3分の2から2分の1の水準となる例もある。当該ファンドが加入者ニーズに合致しているならば、ラインアップに採用する合理的な理由となるであろう。

7. おわりに

DCにおける商品ラインアップの見直しは、加入者に対する影響が少なからずあり、制度運営の観点で非常に重要なプロセスである。見直しに際して慎重な検討はもちろんであるが、検討を実施しないこと(不作為)はぜひとも避けたいところであり、資産運用リスクを背負う加入者に対して十分に配慮すべき事項であろう。本稿がDC運営の一助になれば幸いである。

なお、本稿における意見にかかわる部分および有り得るべき誤りは、筆者個人に帰属するものであり、所属する組織のものではないことを申し添える。

注1) 資産運用業高度化プログレスレポート2023—「信頼」と「透明性」の向上に向けて—(金融庁)
https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230421/20230421_1.pdf

注2) 資産運用立国実現プラン(内閣官房)
https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/sisanunyou_torimatome/plan.pdf

注3) 確定拠出年金統計資料(2024年3月末) <https://www.mhlw.go.jp/content/001058200.pdf>

注4) 企業型確定拠出年金(DC)担当者の意識調査2023全体報告書(NPO法人確定拠出年金教育協会)
https://home.dcnenkin.jp/cms/wp-content/uploads/2024/01/2023_surveyreport_all.pdf

MUFG資産形成研究所について

わが国では人口減少や高齢化の進展、低金利の継続等、さまざまな環境変化が起こっています。これらの環境変化に伴い、国民の自助努力による資産形成がますます求められる時代となりました。

このような状況下、当研究所は資産形成のための手段としての投資を身近でなじみやすいものにし、長寿化に伴う資金枯渇を防ぐためにはどうすれば良いのか等、実践的かつ効果的な情報提供を中立的な立場で行うことを目的に活動しております。

MUFG資産形成研究所：www.tr.mufg.jp/shisan-ken/



MUFG資産形成研究所

現役時代から退職後の時代までを対象に、資産形成・資産運用に関する調査・研究、レポート作成など、実践的かつ効果的な情報提供を中立的な立場で行うことを目的に活動しております。

MUFG資産形成研究所

〒100-8212

東京都千代田区丸の内 1-4-5

www.tr.mufg.jp/shisan-ken/

MUFG資産形成研究所は、三菱UFJ信託銀行が資産形成・資産運用に関する調査・研究等の活動を対外的に行う際の呼称です。