

企業年金連合会 オンラインセミナー

運営管理機関評価と運用商品モニタリング



野村フィデューシャリー・リサーチ & コンサルティング株式会社

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長(金商) 第451号
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会(会員番号: 第011-00961号)

フィデューシャリー・マネジメント部
シニアコンサルタント 木須貴司

2022年3月

事業主の努力義務としての運営管理機関評価～法令上の位置づけ

- 少なくとも5年に1回の運営管理機関評価が2018年5月施行の法改正によって努力義務化されました
- また、2022年3月1日より業務報告書の簡素化に合わせて、地方厚生局が継続投資教育・運営管理機関評価・運用商品のモニタリングに関する事項について運営状況を確認することとなっています
- 2022年6月末までに対象事業所の選定・回答様式（Excel形式）のホームページへの掲載が予定されています

改正DC法によって事業主の努力義務とされた事項

運用商品提供数の上限

- 35本という上限が設定
- リスク・リターンが異なる3つ以上の商品提示（簡易型は2つ）

運営管理機関評価

- 少なくとも5年に1回、評価し、必要に応じて運営管理機関の変更を検討する

継続投資教育

- 配慮義務から導入時教育と同様に努力義務となった

地方厚生局が確認する事項（令和3年事務連絡より）

1. 実施事業所に関する事項

- ① 企業型年金規約に係る承認番号
- ② 実施事業主の名称
- ③ 実施事業主の郵便番号・所在地
- ④ 電話番号、担当者、メールアドレス

2. 継続投資教育に関する事項

- ① 継続投資教育の実施状況
- ② 継続投資教育の手法
- ③ 継続投資教育の内容

3. 運営管理機関の定期的な評価に関する事項

- ① 運営管理機関の評価等の実施状況
- ② 評価等を実施していない場合の状況

4. 運用商品のモニタリングに関する事項

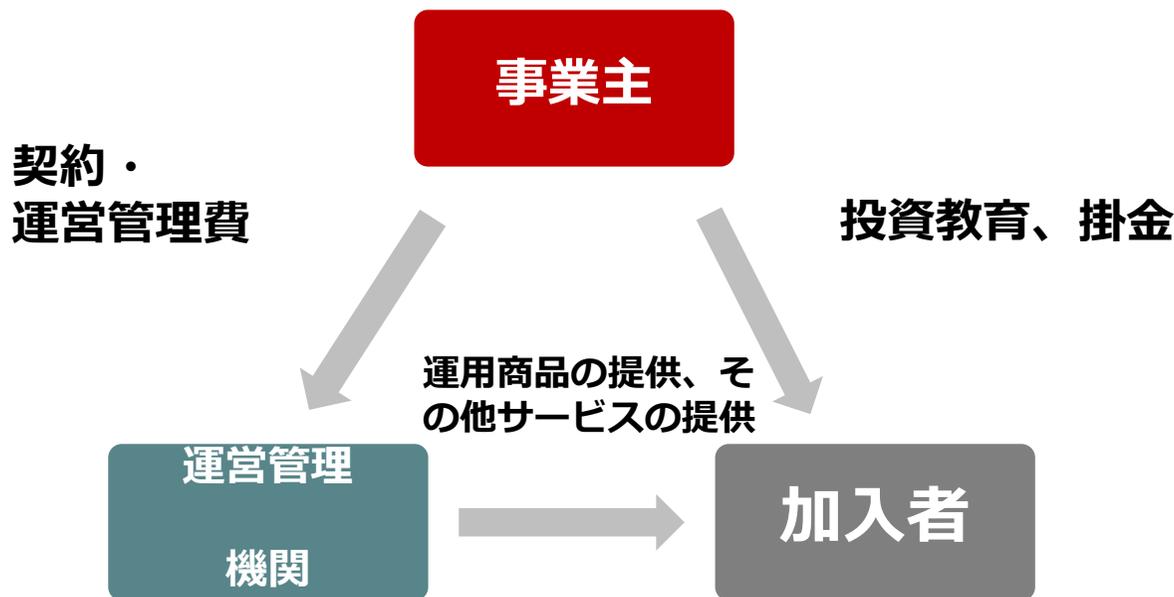
- ① 運用商品のモニタリングの実施状況
- ② 運用商品のモニタリングの実施状況

出所：企業年金連合会「企業型確定拠出年金制度運営ハンドブック」などよりNFRC作成

なぜ運管評価・運用商品モニタリングが必要なのか

- 以下のような課題が企業型DCにはあると考えられます
 - ① 必ずしもすべての加入者が企業型DC制度を活用できていない（依然として元本確保型が中心で想定利回りに達していない層が多い）
 - ② 一時金での受け取り比率が高く、必ずしも老後の所得補償という役割を果たせていない
- このような問題を解決していくためのガバナンスがきちんと機能していないケースがDCにおいては少なくありません。運管評価の努力義務化は、DCガバナンスの強化という流れに沿ったものと考えられます

加入者、事業主、運営管理機関の関係



注：加入者が運営管理費を一部負担している場合もある
出所：各種資料よりNFRC作成

運営管理機関評価の実際～一部は運用商品のモニタリング

- 法令解釈通知により以下の項目が具体的な評価項目として挙げられています
- 基本的には運営管理機関から提供を受けているサービスが加入者目線で見ても十分かどうか、を評価するものと考えられます

法令解釈通知(2018年7月24日施行)において具体的な評価項目として挙げられている

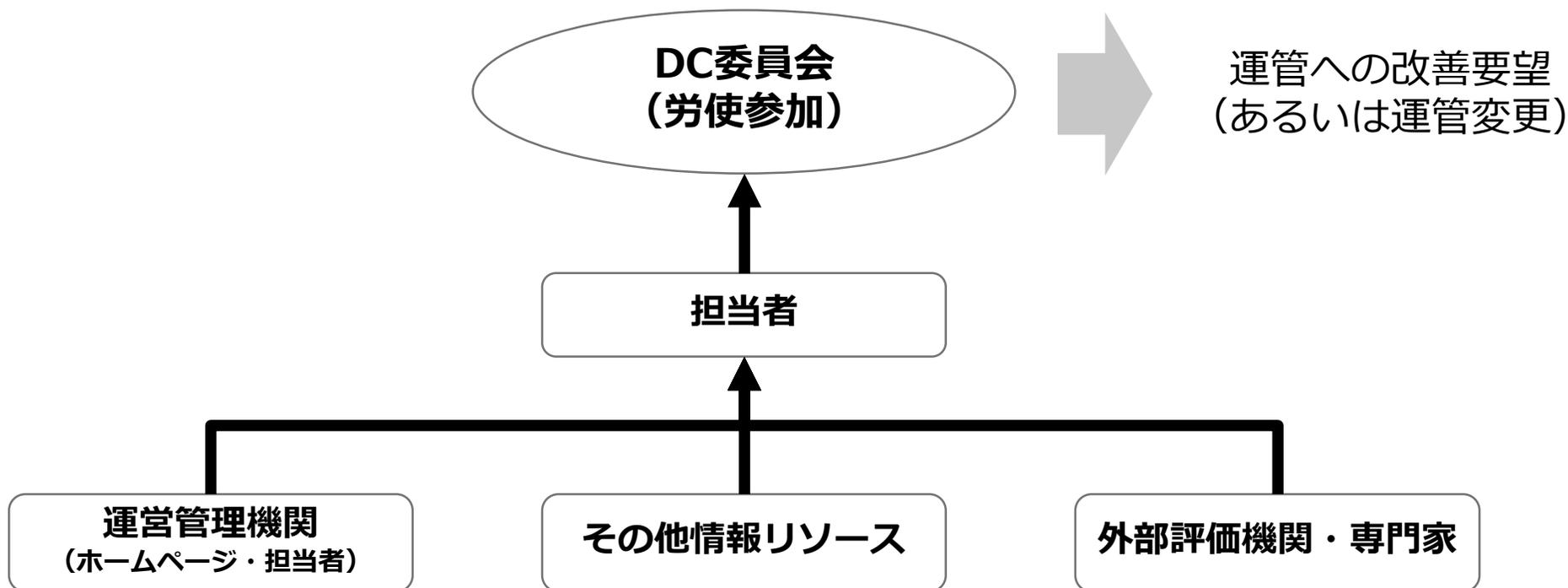
1	提示された商品群の全て又は多くが1金融グループに属する商品提供機関又は運用会社のものであった場合、それがもたら加入者等の利益のみを考慮したものであるといえるか。
2	<p>下記(ア)～(ウ)のとおり、他の同種の商品よりも劣っている場合に、それがもたら加入者等の利益のみを考慮したものであるといえるか。</p> <p>(ア) 同種(例えば同一投資対象・同一投資手法)の他の商品と比較し、明らかに運用成績が劣る投資信託である。</p> <p>(イ) 他の金融機関が提供する元本確保型商品と比べ提示された利回りや安全性が明らかに低い元本確保型商品である。</p> <p>(ウ) 同種(例えば同一投資対象・同一投資手法)の他の商品と比較して、手数料や解約時の条件が良くない商品である。</p>
3	商品ラインナップの商品の手数料について、詳細が開示されていない場合又は開示されているが加入者にとって一覧性が無い若しくは詳細な内容の閲覧が分かりにくくなっている場合に、なぜそのような内容になっているか。
4	確定拠出年金運営管理機関が事業主からの商品追加や除外の依頼を拒否する場合、それがもたら加入者等の利益のみを考慮したものであるか。
5	確定拠出年金運営管理機関による運用の方法のモニタリングの内容(商品や運用会社の評価基準を含む。)、またその報告があったか。
6	加入者等への情報提供がわかりやすく行われているか(例えば、コールセンターや加入者ウェブの運営状況)。

出所:厚生労働省ホームページよりNFRC作成

運営管理機関評価を誰が行うべきか？

- 評価のポイント以上に評価を誰がやるのか、どのようなプロセスを経るかが重要
- DC制度運営は、労使合意がベースとなっているため、労働者側も評価プロセスに一定程度、関与することが望ましいと考えられる

考えられる運営管理機関評価のプロセス

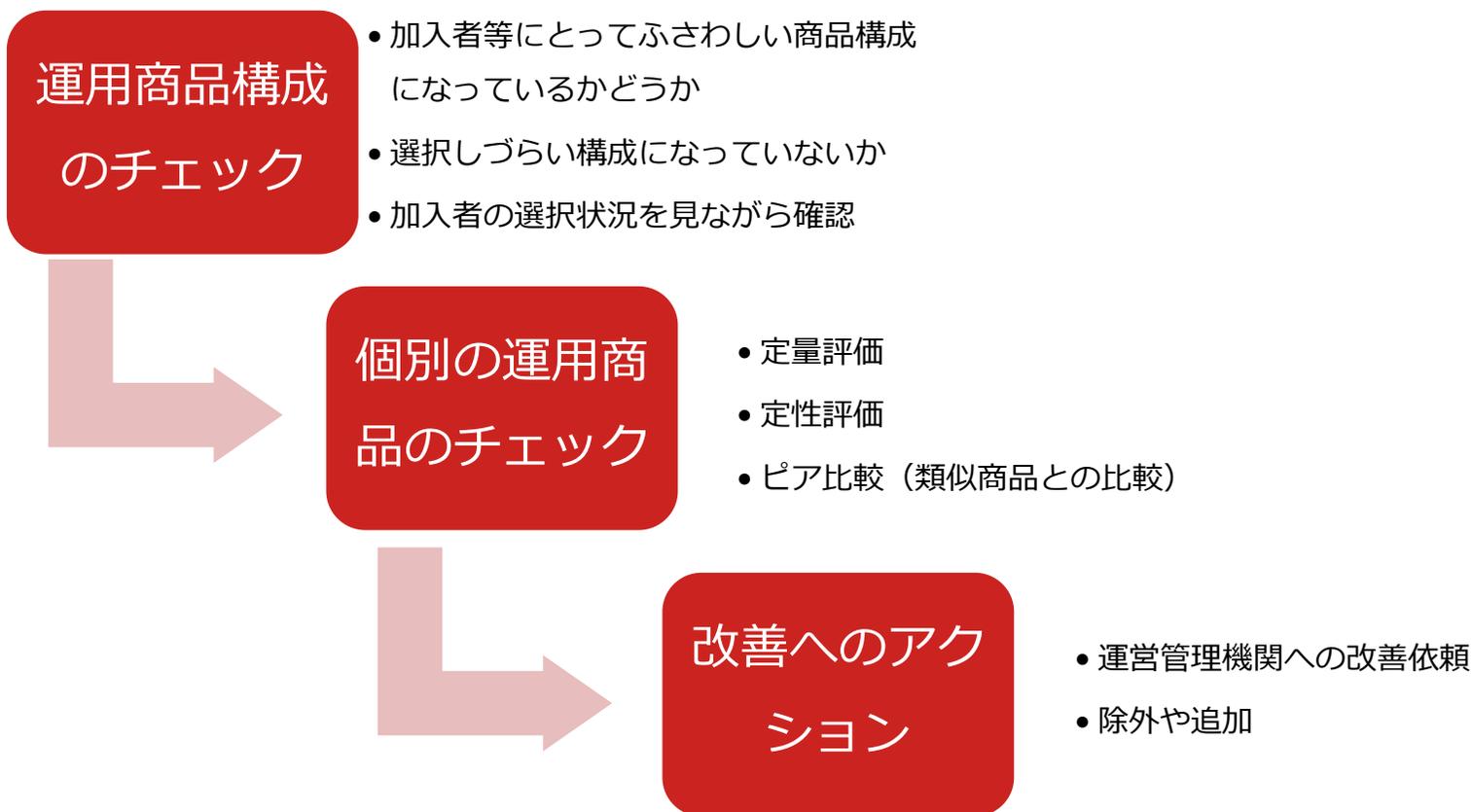


出所: 各種資料よりNFRC作成

運用商品モニタリング・チェックのポイント

- 運用商品のチェックは個別の商品だけではなく、全体として加入者等にとってふさわしい商品構成となっているかどうかから始めるべきだと考えます
- ただチェック、モニタリングするだけではなく、その後の改善や見直しにつなげることが重要です

運用商品チェックの流れ

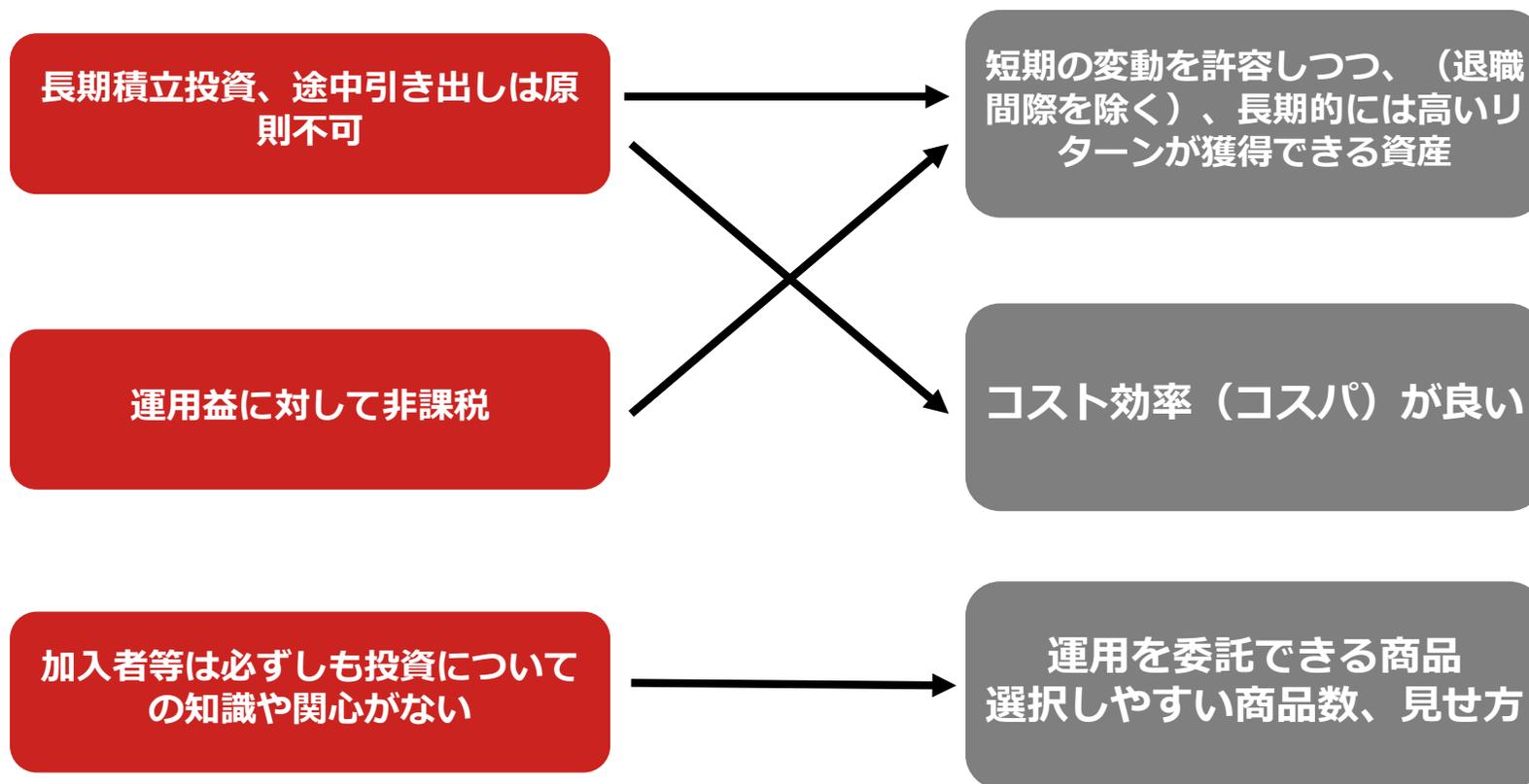


出所: 各種資料よりNFRC作成

運用商品構成全体を考えるにあたって～DC制度の特徴とは

- 企業型DC制度は、長期投資が可能で、税メリットが享受可能な制度です
- 加入者の商品選択状況を確認しながら、よりDC制度を活用してもらうためにはどうしたらよいかを考慮することが重要です

企業型DC制度の特徴と考えられるDC向けの運用商品の考え方



出所: 各種資料よりNFRFC作成

個別商品のチェックのポイント～一体何を見ればよいのか

- 個別商品のチェックポイントとしては3つのポイントがあります

個別商品のチェックポイント

1. 定量評価

- 過去のパフォーマンスの分析
- ベンチマークありの場合：ベンチマークとの比較、ベンチマークに対して取っているリスクの比較など
- ベンチマークがない戦略（バランス型、ターゲットイヤー）：市場要因控除後のリターンなど
- コスト（信託報酬など）と期待収益率のバランス

2. 定性評価

- 運用体制や投資哲学などの定量的に評価できない事項の評価
- 過去のパフォーマンスが偶然か、そうでないのかを判断するためにも重要

3. ピア比較

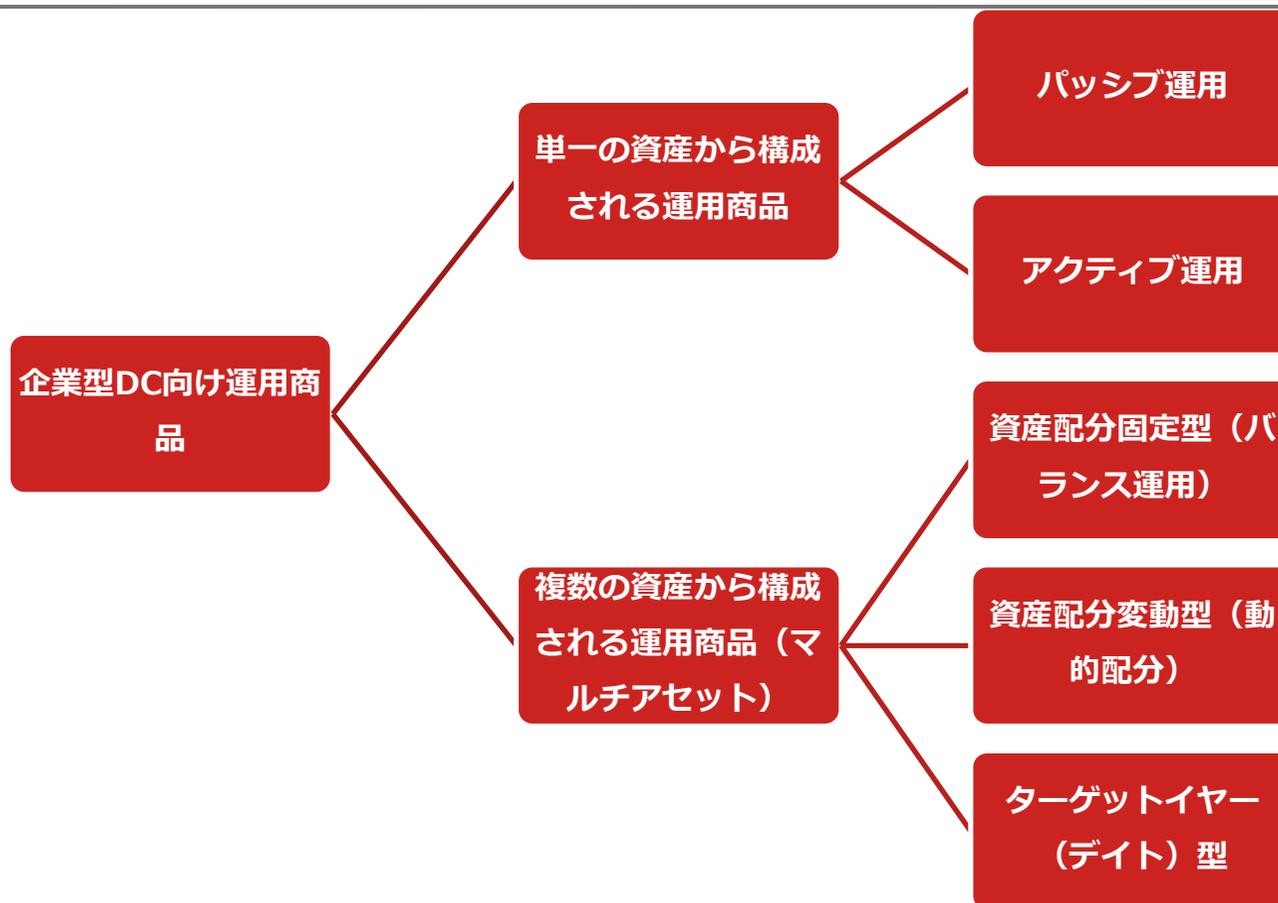
- 企業型DCで提供されている類似の商品とのパフォーマンス比較
- 不利益な商品提供となっていないかどうかを評価するうえで重要

出所:各種資料よりNFRC作成

個別の運用商品評価の方法～運用商品の種類によって望ましい手法は異なる

- どのような評価を行えばいいかは、その運用商品の種類によって異なります

企業型DC向けの運用商品の分類



出所: NFRC

運用商品評価の基礎①～リターン・リスクとは

- リターンとは、値上がり益や配当などによる収益率を指します。年率リターンとは、1年あたりのリターンを意味します
- リスクとは、変動の大きさを表す指標で、標準偏差が最も幅広く利用されています

リターン(収益率)とは

$$\text{リターン} = \frac{108}{100} - 1 = (1 + 5\%)(1 + 2.86\%) - 1 = 8\%$$

$$\text{年率リターン} = \left(\frac{108}{100}\right)^{1/10} - 1 = 0.77\%$$

$$\text{リターン} = \frac{108}{105} - 1 = 2.86\%$$

$$\text{年率リターン} = \left(\frac{108}{105}\right)^{1/5} - 1 = 0.57\%$$

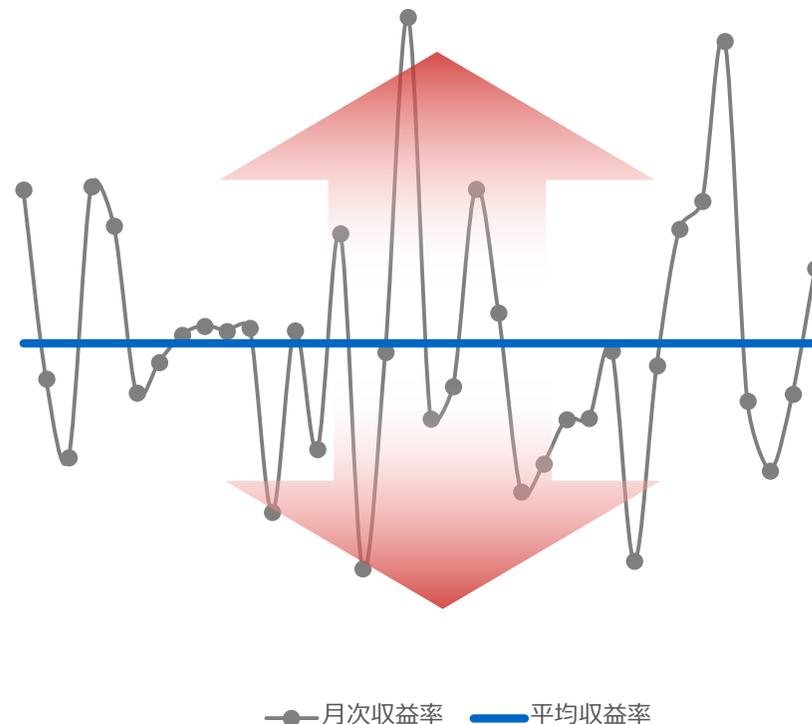
$$\text{リターン} = 105/100 - 1 = 5\%$$

$$\text{年率リターン} = (105/100)^{1/5} - 1 = 0.98\%$$



リスク(標準偏差)とは～平均からの乖離の大きさを示す数値

平均からの乖離の二乗和を標本数で割り、平方根を取った値
 ※Excelではstdev関数あるいはstdevp関数などで計算可能



出所: 各種資料よりNFRC作成

運用商品評価の基礎②～ベンチマークとは

- ベンチマークとは、運用実績を評価するための基準
- 市場全体の動きを表す時価加重平均指数がベンチマークとして利用されています

主な資産の代表的なベンチマーク

資産区分	指数の名称	考え方
国内債券	野村BPI総合指数	国内で発行される残存期間1年超の国債、社債、資産担保証券などを時価加重して算出される指数
外国債券	FTSE世界国債除く日本	時価総額や格付が一定以上の国債（主に先進国）を時価加重し、算出される指数
国内株式	TOPIX	東証一部に上場しているすべての日本企業を対象とし、浮動株比率を反映した時価総額に基づき加重した指数※2022年4月4日より移行予定
外国株式	MSCI KOKUSAI	先進国（日本除く）の一定以上の時価総額の上場企業の時価総額加重株式指数

ベンチマークを使った代表的な評価指標

- ✓ 超過収益率

評価対象の運用商品の収益率とベンチマークの収益率の差

$$\text{運用商品の収益率} - \text{ベンチマーク収益率}$$
- ✓ トラッキングエラー

運用商品の収益率がベンチマークと比較してどの程度、乖離していたかを示す。超過収益率のリスク（標準偏差）がトラッキングエラー。ベンチマークと比較してどの程度、リスクを取っていたかを示す（アクティブリスクとも呼ばれる）
- ✓ インフォメーションレシオ

超過収益率をトラッキングエラーで割った数値

ベンチマーク対比での運用の効率性を表す

出所: 各種資料よりNFRC作成

運用商品評価の基礎③～運用商品のコスト

- コストは長期的には大きな差を生む可能性がある

運用商品の主なコスト

信託報酬率

- 保有期間中、発生する手数料。信託財産から徴収される
- 運用会社、販売会社、信託銀行に支払われる。運用会社は資産運用のため、販売会社は運用報告や情報提供に対する対価、信託銀行へは資産管理のために支払われる

信託財産留保額/購入時手数料

- 信託財産留保額は、売却時に発生する手数料
- 購入時手数料は文字通り、購入時に発生する手数料（企業型DC向け運用商品ではほとんど設定されていない）

見えないコスト：取引コスト、機会費用など

- 運用会社が証券を取引する際にコストが発生する（取引コスト）
- よりよい資産運用を行うことで手に入れていたかもしれない収益（機会費用）

出所: 各種資料よりNFRC作成

パッシブ型の運用商品の評価

- パッシブ商品とは、ベンチマークとの連動を目標とする運用商品。ベンチマークとどの程度連動できているかが評価の基準となります
- また、運用コストも大きなポイントです

パッシブ商品の評価のポイント

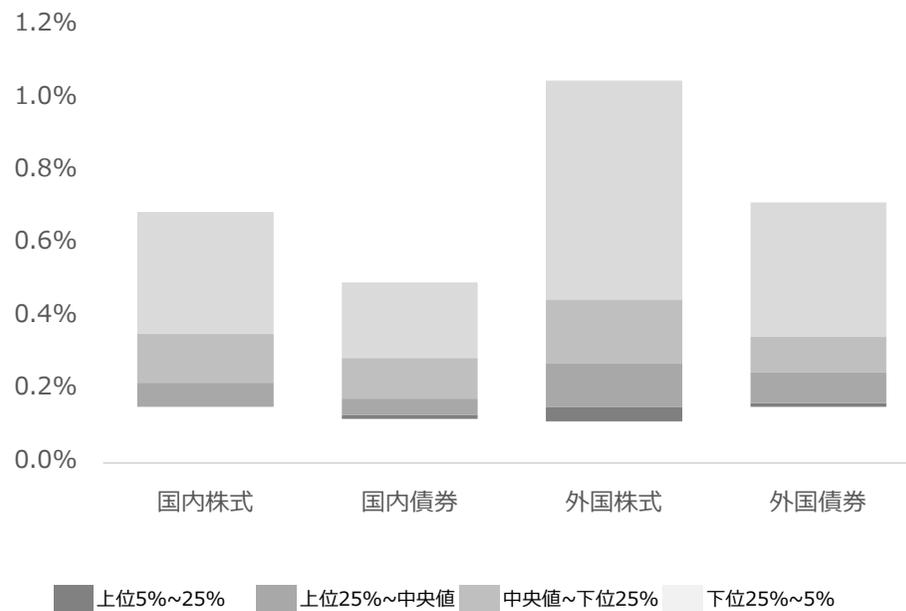
ベンチマークとどの程度連動できているか

- ベンチマーク対比の超過収益率の絶対値が小さいか
- ベンチマーク対比のトラッキングエラーが十分小さいか

運用コスト

- 同じ商品性のパッシブ商品の大きな差別化要因はコスト（値段）
- 信託報酬率や信託財産留保額が低いものの方がより有利

パッシブ商品の信託報酬率の水準(2021年9月末時点)



出所:各種資料よりNFRC作成

アクティブ型の運用商品の評価

- アクティブ商品とは、ベンチマークを上回る収益率を獲得することを目標とする運用商品

アクティブ商品の評価のポイント

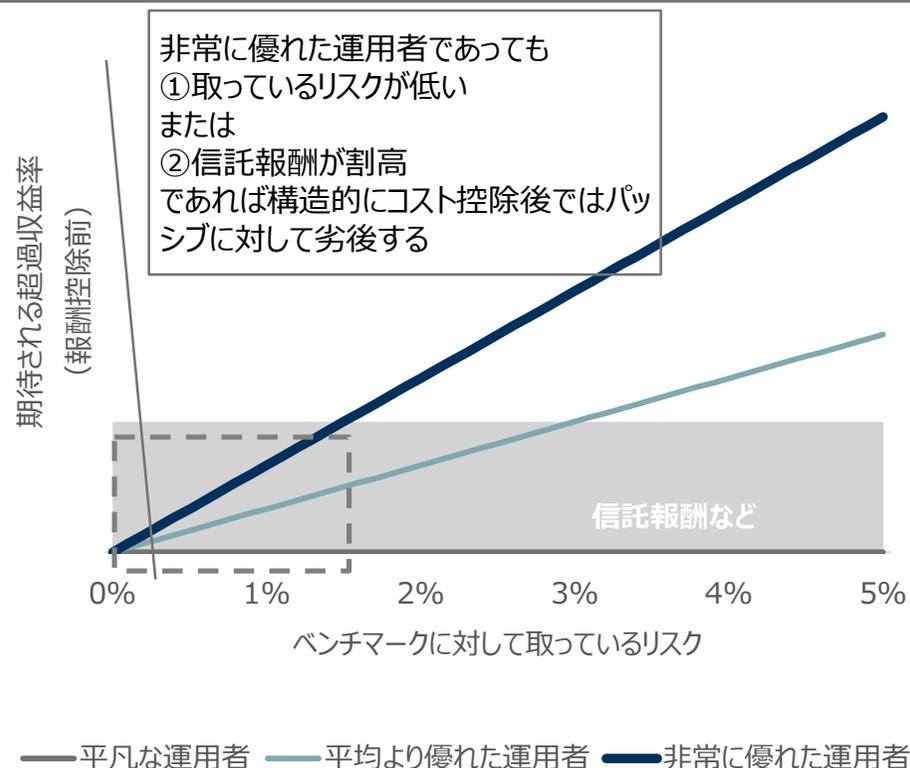
ベンチマークを上回ることができているかどうか

- ベンチマーク対比の超過収益率が目標以上となっているか
- ベンチマーク対比のインフォメーションレシオが十分か

定性評価、将来の可能性

- 定量評価はあくまで過去の分析
- アクティブの評価においては過去ではなく、運用チームやスタイルなども含めて考慮し、将来ベンチマークを上回る可能性が高いかどうかを判断する必要がある

トラッキングエラーと超過収益率の関係



出所:各種資料よりNFRC作成

定性評価・定量評価とは

- 定量評価と定性評価には良い点と悪い点があり、それぞれを補完して商品チェックを行っていく必要があります

定量評価と定性評価

	定義	良い点	悪い点
定量評価	過去のリターンデータを定量的に評価する（目標やベンチマークに対する相対評価）	分かりやすく、客観的	過去の分析であり、将来を示唆するとは限らない
定性評価	運用哲学や運用体制など定量データで表れない要素を評価	数値化できない幅広い要素を評価可能	客観性が低下、コストと時間がかかる

出所: 各種資料よりNFRC作成

複数資産型(マルチアセット)の商品の評価

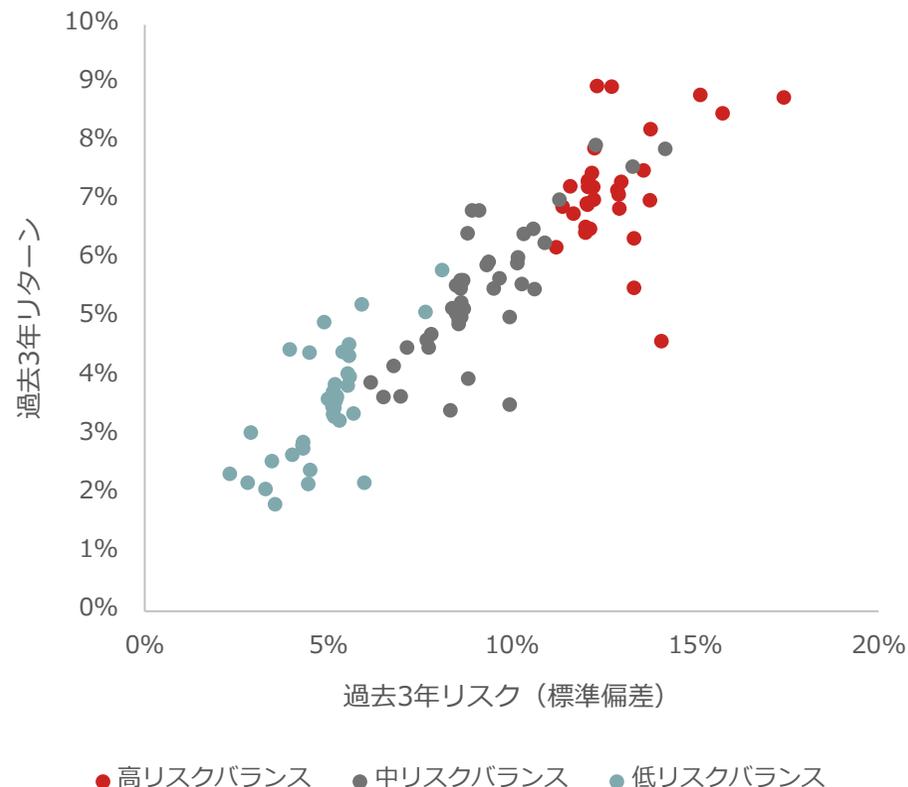
- マルチアセット(ターゲットイヤー型除く)では、商品の資産配分の方法・組み入れファンドの特徴により評価の基準が異なります
- 資産配分固定型のバランスファンドについては、同じような株式比率・リスク水準の商品同士で比較する必要があります

マルチアセットの評価の考え方

		資産配分	
		固定	動的配分
組み入れファンド	パッシブ	<ul style="list-style-type: none"> ・コスト 	<ul style="list-style-type: none"> ・コスト ・資産配分効果
	アクティブ	<ul style="list-style-type: none"> ・個別ファンドの効果 	<ul style="list-style-type: none"> ・個別ファンドの効果 ・資産配分効果

注: 2021年9月末を基準とした分析
出所: 各種資料よりNFRC作成

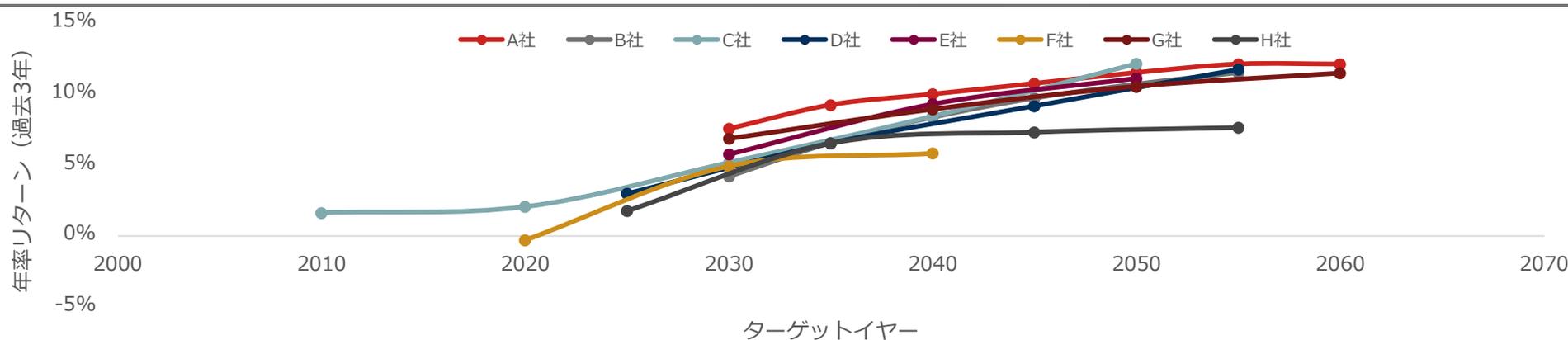
固定資産配分型のリスク・リターン



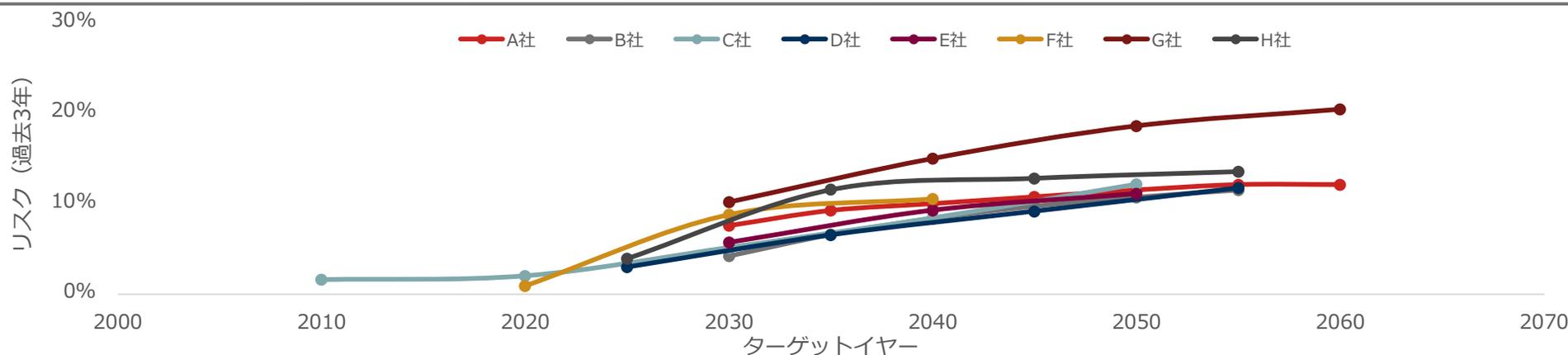
ターゲットイヤー(デイト)型の運用商品の評価

- 一般的にはターゲットイヤーが先の商品がより高いリスクを取り、短い商品がより低いリスクを取っています
- 目標通りのリスクを取っているかどうかを確認するとともに他の類似の商品と比べることが重要

各社のターゲットイヤー型商品の年率リターン水準(横軸はターゲットイヤーの西暦)



各社のターゲットイヤー型商品のリスク水準(横軸はターゲットイヤーの西暦)



出所: NRI FundmarkDLよりNFRC作成

ピア比較とは～類似商品との比較

- ピア比較とは、類似商品群（ピア）とその商品のパフォーマンスを比較することです
- 加入者等に他にどのような代替商品が提案できるかを検討する際にも有益な分析です

ピア比較のイメージ

資産	運用タイプ	運用スタイル	商品名	運用会社	信託報酬 (税込10%)	ピア比較-超過リターン			ピア比較-コスト (信託報酬など)
						3年	5年	10年	
国内株式	パッシブ		■■■■■■■■■	■■■■■	0.15%	-	-	-	-
			■■■■■■■■■	■■■■■	0.28%	-	-	-	-
	アクティブ	(コア)	■■■■■■■■■	■■■■■	1.122%以内	-	-	-	-
		(コア)	■■■■■■■	■■■■■	1.30%	-	-	-	-
		(バリュー)	■■■■■	■■■■■	1.43%	-	-	-	-
		(グローズ)	■■■■■■■■■	■■	1.518%以内	-	-	-	-
	(小型)	■■■■■	■■	1.79%	-	-	-	-	
国内債券	パッシブ		■■■■■■■■■■■	■■■■■	0.13%	-	-	-	-
	アクティブ		■■■■■	■■■■■	0.59%	-	-	-	-
外国株式	パッシブ		■■■■■■■■■■■	■■■■■	0.15%	-	-	-	-
	アクティブ	(コア)	■■■■■	■■■■■	1.74%	-	-	-	-
		(グローズ)	■■■■■■■	■■■■■	1.78%	-	-	-	-
外国債券	パッシブ		■■■■■■■	■■■■■	0.15%	-	-	-	-
		新興国債	■■■■■■■	■■■	0.37%	-	-	-	-
	アクティブ		■■■■■■■■■	■■■■■	0.72%	-	-	-	-
バランス	高リスクバランス		■■■	■■■■■	0.15%	-	-	-	-
	中リスクバランス		■■■	■■■■■	0.15%	-	-	-	-
	低リスクバランス		■■■	■■■■■	0.15%	-	-	-	-
	リスクコントロール		■■■■■■■	■■■■■	0.88%	-	-	-	-



出所: 各種資料よりNFRC作成

ピア(類似商品)比較の実施方法

- ピア比較を行うためには、類似の商品のデータを集める必要があります
- 2019年7月より各運営管理機関が運用商品ラインナップを公表しており、複数社のホームページからデータを取得し、比較することが考えられる。厚生労働省の運営管理機関登録業者一覧より各社のホームページにアクセス可能
- ただし、公表されている運用商品ラインナップの中には商品ユニバースの中には含まれているものの、実際に事業主に提示されているかどうか定かでないものも含まれています

厚生労働省ホームページより

1. 確定拠出年金制度の概要等 2. iDeCoについて 3. 確定拠出年金の各種データ

4. 制度改正 5. 法令解釈通知等 6. 様式等

1. 確定拠出年金制度の概要等

- 確定拠出年金制度の概要
- 確定拠出年金の拠出限度額

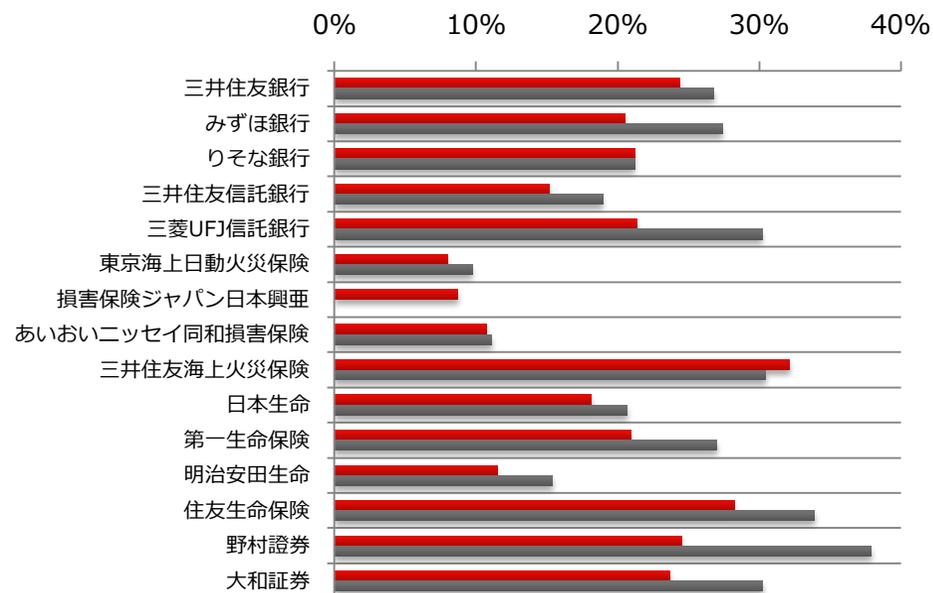
2. iDeCoについて

- iDeCoの概要
- iDeCo公式サイトのご案内
- iDeCoパンフレット等のご案内
- 「iDeCo+」(イチコプラス)パンフレット等のご案内
- 「職場iDeCo・つみたてNISA」

3. 確定拠出年金の各種データ

- 確定拠出年金の施行状況 (2021年3月31日現在) [PDF形式:142KB]
- 企業型年金の運用実績について (2021年3月31日現在) [PDF形式:182KB]
- 企業型年金の規約数等の推移(規約数・専業主教・企業型年金加入者数) [PDF形式:184KB]
- 運営管理機関登録業者一覧 (2021年12月10日現在) [PDF形式:462KB]**

主な運営管理機関の自社グループ比率(2019年8月時点)



- 自社(または自社グループ)商品 (元本保証型含む)
- 自社(または自社グループ)商品 (元本保証型除く)

出所:厚生労働省ホームページ、各種資料よりNFRFC作成

継続的な運営管理機関評価、運用商品モニタリングのために～ ルールや基準・プロセスを明確化する

- 人事異動などで担当者が代わってしまうと、運用商品チェックができなくなるといった問題を防ぐためにも基準やルールを明確にし、利害関係者が内容を確認できる枠組みを作ることが望ましいと考えられます

継続的な商品チェック・モニタリングのために

- ✓ 運用商品チェックの基準を作成する
- ✓ 運用商品チェックのプロセスや社内ルール、規定などを整備する
- ✓ 利害関係者（労働組合や人事担当者、有識者、経営陣など）がモニタリング

結果を情報共有、できる枠組みつくる

まとめ

- ✓ 運営管理機関評価や運用商品モニタリングなどについて地方厚生局からの確認が2022年3月より実施される
- ✓ これらの動きは広くDCガバナンス強化の動きの一つと考えられる。企業型DCにおいては運営管理機関と加入者の間には利益相反が発生しうる関係となっていることが背景にある
- ✓ 運営管理機関評価の項目は法令解釈通知によって具体例が挙げられている。企業の事情に応じて修正しつつも基本的にはこの項目がベースとなると考えられる
- ✓ 何を評価するかよりも誰がどのように評価するかが重要ではないかと考える。社内で労使が評価プロセスに参加し、結果を共有できるような枠組みを作ることが必要だろう
- ✓ 運営管理機関評価においても運用商品モニタリングの内容と重複する部分がある
- ✓ 運用商品モニタリングは次のプロセスで行うことが考えられる
 - 運用商品全体の構成が加入者のリスク許容度や投資知識の状況と合っているか、加入者の商品選択状況を考慮しながら検討する
 - 個別商品の運用状況の評価
 - 改善に向けて運営管理機関にアクションを起こす
- ✓ 運用商品の特性に合わせて評価項目は変わりえる
- ✓ 類似商品と比較し、加入者に不利益な商品提示をしていないかどうか確認することが重要で、運用商品モニタリングにおいては、リスク・リターン、ベンチマークなどの資産運用に関する知識に加えて、他の企業型DC向け運用商品の情報を集めることがポイントとなる

金融商品取引法に基づく情報開示

会社名	野村フィデューシャリー・リサーチ & コンサルティング株式会社
金融商品取引業者	登録番号 関東財務局長(金商) 第451号
加入協会	一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号(第011-00961号)
報酬等	当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

	助言契約	一任契約
年間基本料率 もしくは年間報酬額(※)	0.55% もしくは2,200万円	0.825%

(※) 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

- 投資リスク
- 当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。
- 株価変動リスク : 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
 - 金利変動リスク : 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
 - 為替変動リスク : 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
 - 信用リスク : 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
 - 流動性リスク : 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
 - デリバティブ固有のリスク : デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
 - 投資対象リスク: プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
 - 投資案件が確保されないリスク: プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

《MSCIデータの利用に関する注意事項》

当資料中に含まれるMSCIから得た情報はMSCI Inc.（「MSCI」）の独占的財産です。MSCIによる事前の書面での許可がない限り、当該情報および他のMSCIの知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCIおよびMSCI指数はMSCIおよびその関連会社のサービス商標です。

《FTSE世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLCにより運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。

- 当資料は、お客様への情報提供を目的として、野村フィデューシャリー・リサーチ & コンサルティング株式会社（以下、NFRC）が作成したものです。
- 当資料に掲載された全ての意見や予想はNFRCの当資料作成時点での判断に基づいており、通知なく変更されることがあります。また、当資料における将来の予測に関する意見が実際に生ずるということを担保あるいは保証するものではありません。当資料の内容の一部は、NFRCが信頼性があると判断した様々な入手可能な情報に基づいています。しかし、NFRCはその正確さを保証するものではなく、これらの情報は要約された不完全なものである可能性があります。当資料に示された期間中の各時点において、リターン、リスク、及び相関関係が大きく異なっている可能性があります。過去の投資実績は将来の結果を示唆するものではありません。
- 当資料は特定の証券取引に関する投資勧誘や投資アドバイスを目的としたものでもありません。
- 当資料は、配布されたお客様限りでご使用ください。当資料はNFRCの著作物であり、NFRCの書面による事前の承諾なく、当資料の全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。