

老後に向けた資産形成と投資 (最終回) 運営管理の改善余地

アンバンドル型移行で競争促進も

本連載ではこれまで、ライフサイクルに応じた投資、投資コストを低く保つこと、そして効果的なプラン設計としてデフォルトプランの役割などを取り入れながら、グローバル株式に投資することを提言してきた。最終回となる今回は、プランのサービス提供がどのように発展してきたかを振り返り、確定拠出年金（DC）制度とその加入者にとってより良い方法は何かを示したいと思う。私たちの推奨は米国での経験から引き出されたものであり、米国と日本の制度では資産額に大きな違いがあることを考慮に入れると、理想論にすぎないと思われるかもしれない。それでも、現在の日本のDC制度のエコシステムにおいて、プランのサービス提供モデルは改善の余地があり、また改善されるべきだと私たちは考えている。

バンドル型モデルとDCの発展

15年以上前にDC制度が日本に導入されたとき、プランのサービス提供のために開発されたバンドル型サービスモデルを支持する考え方があった。当時はレコードキーパーと運営管理機関のサービスをバンドル（一括）するかどうか注目が集まっていたが、実際には運営管理機関と運用商品提供機関の機能をバンドルするかどうかという視点もある。ここでは特に後者に着目してみよう。今日でも幅広く採用されているバンドル型サービスモデルでは、事業主（プランスポンサー）が運営管理を行う1つの企業を選び、その企業が運用商品の提供を含め、年金制度に必要な各種サービスをほぼ全面的に管理している。運営管理機関は主に銀行、保険会社、あるいは証券会社であり、企業のタイプにかかわらず、系列の運用商品及び元本保証商品を選定することも少なくない。また一般的に、資産管理機関は主要な運営管理機関によって別に設立された企業2社のうちの1社を、制度の記録管理に携わせる。

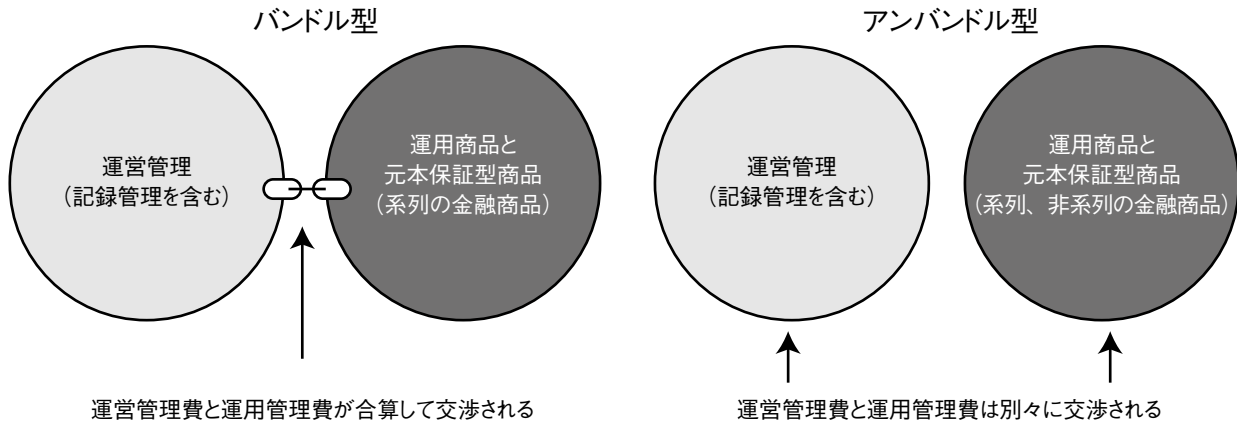
これは、特に中小企業のDC制度が始まった初期段階に適したモデルであった。制度の運営管理と運用商品提供のためにそれぞれ別の会社を雇うとコスト面で非常に高くつくために構築されたモデルである。特にプランの規模が小さく、加入者の口座残高が低額の場合はそうである。

このモデルでは、運営管理機関の間で激しい競争が生じるという利点がある。しかし一方で、日本のDC制度が広まるにつれ、多くの問題点に直面する可能性が高い。

1つ目の問題点は、運用商品に関するものである。特定の企業が、DC制度向けに提供するすべての投資対象区分で、優れた実績をあげられるとは限らない。よって、加入者の退職年金の成果を改善するには、全ての投資対象で特定の企業の商品を採用するのではなく、過去の実績や認知されているスキルに基づき、運用商品ごとにより優れた提供機関を選ぶことが必要となる。このようなアプローチでは、各運用商品の採用ごとに、有意義な競争が生まれる。

バンドル型サービスモデルの2つ目の問題点もしくは疑問点は、規模の経済性の源泉が異なる運営管理機関と運用商品提供機関という、経済的に独立した2つのプロセスをバンドルすることの正当性である。運営管理機関の規模の経済性は、制度加入者の数とプラン設計やサービス機能の複雑さに由来している。ここに含まれる重要なスキルには、プロセス管理、運営、そして情報技術といったものがある。一方、運用商品提供機関の規模の経済性は、各マニフェストで取り扱う資金の総額に依存している。資産運用には、プランの運用管理業務とは関係なく、リサーチやポートフォリオの管理、証券のバリュエーションなど特殊なスキルが必要とされている。

3つ目の問題点は、価格の透明性に関するものである。運用商品と運営管理がひとつのパッケージとして提供されると、どの事業主も（すなわち



加入者も)、それぞれにいくら支払っているのか知ることが難しくなる。そのような状況下では、総合的なパッケージとしては競争に基づいた価格であっても、その中のひとつの部分、あるいはその他の部分に支払っている価格は、競争的な価格ではないかもしれない。互いに関係性の薄いサービスがバンドル型で提供されている場合、事業主が支払うバンドル価格はその内訳がわからず、運用商品についてコスト効率が低いか、制度運営についてのコスト効率が低いか、あるいはその両方である可能性を拭いきれない。

アンバンドル型で系列採用を排除

日本での確定拠出年金制度の成長に伴い、サービスモデルの競争はどのように高められるだろうか。有力な方策がアンバンドル型サービスモデルへの移行だ。このモデルにはいくつかの特徴がある。

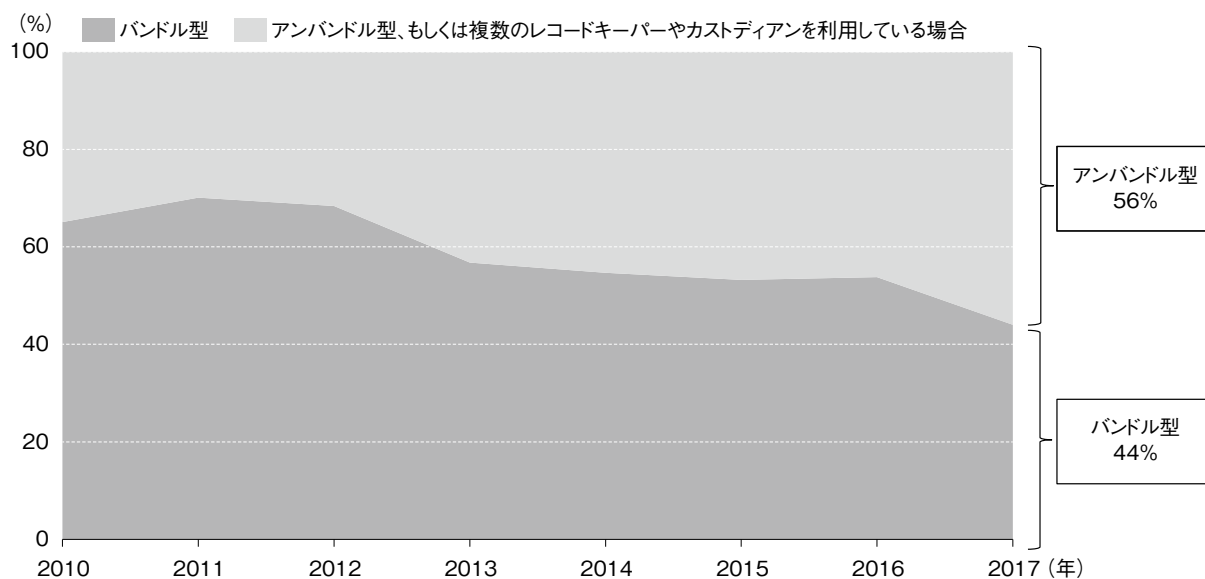
入札のアンバンドル：アンバンドル型サービスモデルでは、事業主がプランの運営管理機関と運用商品提供機関について別々に入札を行う。プランの運営管理機関は（記録管理機関ともども）、自社系列の商品かどうかにかかわらず、事業主が選んだ運用商品の採用に同意することになる。このことは、極端な場合、自社系列の商品を全く含まないプランであっても運営管理に同意することを

含む。長期的にこのモデルでは、米国や諸外国でのDC制度ですで行われているように、ほとんどの運営管理機関が、幅広い運用商品提供機関によって提供される投資オプションの管理に同意する必要がある。

相互補助の廃止：運用商品提供機関と運営管理機関の間には、明示的であれ黙示的であれ、価格補助があってはならない。このような価格補助の例として、自社系列の金融商品は手数料が低くそれ以外の商品には高く設定されている場合や、運営管理機関を雇う見返りとして運用報酬が割引されるといった場合等があげられる。アンバンドル型サービスモデルで重要な要素となるのは、2つの相互に関係性の薄い経済プロセス間——この場合は運用商品提供とプラン運営——での直接的あるいは間接的な価格補助を取り除くことである。

独特の価格決定法：最後に、サービスごとに入札される価格のタイプは、運用商品とプラン運営それぞれの基盤にある規模の経済を反映するべきである。事業主は、運用商品のコストについて、どの運用会社についても0.01%でも低額になるように、そしてそれとは別に、運営管理費用については加入者1人あたりの負担額が最も低くなるような価格交渉を求めるべきである。このような個々の価格交渉は、投資の側面と運営管理の両面において、一段と公正な価格比較につながる可能性が高い。

(参考)米国ではアンバンドル型への移行が進む



(出所) Callan Institute『2018 Defined Contribution Trends』

競争促進は加入者の利益に

今日の日本では、運営管理機関と事業主の両方が、加入者に対し商品選択に関する忠実義務を有している。この義務の違反に対するペナルティーは、日本のDC制度において明記されておらず、法廷に持ち込まれたケースも限られている。そのため事業主が投資商品の選択を運営管理機関だけに任せる方法が一般的となっている。このような閉鎖的な構造が、プラン内における投資オプションのパフォーマンスが継続して低迷する要因の一つになっていると考えられる。運用商品を変更するには、運営管理機関の変更を余儀なくされることもある。2018年5月1日に完全施行された法律により、5年ごとに運営管理機関の見直しを行うことが義務付けられ、事業主には政府により認定された、投資オプションと価格の透明性について適切な疑問を提示する機会が与えられることになった。

運営管理機関と運用商品提供機関をアンバンドル型にすることは、DC加入者の利益につながるような競争を高めることにつながると考えられる。

日本のDC制度の規模が大きくなるにつれ、アンバンドル型のアプローチは、加入者の投資成果を確実に最大化するうえで大きな役割を果たすことができる。オープンで独立した交渉を可能にし、潜在的な利害対立や相互扶助をなくすることができるためである。アンバンドル型へ移行することで逆にコストが上昇する可能性も否定できないが、公正な競争により、コスト負担の公平性や透明性が確保されると考えられる。

これまでの連載で、米国で1982年から行っているDC制度提供の経験に基づき、日本のDC制度に関する考えを述べてきた。

我々は、日米のDC制度における大きな違いは市場の規模にあり、運営管理機関も運用商品提供機関も成長する必要があるにもかかわらず、日本においてはプランへの拠出金に対する厳しい制限が大きな障害となってきたと考えている。しかし、DC市場の成長が健全な競争を促し、加入者のためになるようなエコシステムを構築するものと信じている。

(バンガード・グループ)