

運営管理機関評価に関する分析

株式会社大和ファンド・コンサルティング リサーチフェロー、部長
今福明子

要旨

1. 平成 28 年（2016 年）の確定拠出年金法改正により、2018 年 7 月から、確定拠出年金（DC）を運営する事業主は、少なくとも 5 年に一度、運営管理機関（運管）の評価を行うことが努力義務化された。2018 年から 5 年経過した 2023 年、事業主にとって運管評価は重要課題である。ただ、実際に運管評価を行っている事業主は 40%以下、実施予定未定の事業主は 70%以上にのぼる（企業年金連合会、2021 年度調査）。多くの事業主はこれまで組織的に運管評価を行っておらず、ノウハウが不足し、DC 関連人材も十分でないことが背景であろう。事業主と運管とのコミュニケーション不足が関係している可能性もある。実務的な運管評価のポイントと効率的・効果的に評価を行う方法は課題である。

2. 課題を検討するため、DC 関係者（運管 3 機関、事業主 3 社、公的機関 2 機関、調査会社 2 社）にインタビュー形式でフィールドワークを行い、現状把握を行った。運管には、DC 商品の選定、モニタリング、事業主とのコミュニケーション、投資教育など、事業主には、運管サービスの満足度や課題をヒアリングした。その他機関には、DC と運管評価に関連する課題全般をヒアリングした。

3. フィールドワークの結果、事業主の視点から、運管評価に関し次の項目が重要と判断した。①運管事業へのコミットメント、②商品評価プロセス、③商品評価項目と利益相反管理、④運管の人材と体制、⑤情報開示、投資教育、事業主とのコミュニケーション、⑥運管のコスト、⑦運管が行う運用商品の定性評価と定量評価。これに対し、年金コンサルタント（資産運用コンサルタント）が行う運用評価手法を応用し、運管評価の項目と基準について整理し、ガイドライン案として提示した。

4. 実際に事業主が運管評価を独自で行うには、ノウハウやリソースの制約があり困難である。このため、事業主が運管に主要項目の開示と自己分析を依頼し、その結果をもとに評価することが現実的と考える。事業主が簡単に評価できるチェックシート案も提示した。なお、こうした評価活動を進めるには、運管に評価視点を共有し、事業主の意向を理解するよう促すことも重要と考える。さらに、評価結果を事業主が運管と議論し、運管業務が改善されるような対話活動も重要と考える。

1 はじめに

平成 28 年（2016 年）の確定拠出年金法改正により、2018 年 7 月から、DC を運営する事業主は、少なくとも 5 年に一度、運営管理機関（運管）の評価を行うことが努力義務化された。2018 年から 5 年が経過した 2023 年、事業主にとって運管評価は重要課題である。ただ、実際に運管評価を行っている事業主は 40% 以下にとどまり、今後の実施予定が未定の事業主は 70% 以上にのぼる（企業年金連合会、2021 年度調査）。

多くの事業主に、これまで運管評価を体系的・組織的に行うという意識はあまりなく、社内にノウハウなどが不足していると想定される。また、必ずしも DC 関連に豊富に人材を配置できている事業主ばかりではなく、運管評価にあたって評価体制がネックとなっている可能性もある。事業主と運管とのコミュニケーション不足で事業主が十分な情報を入手できていない可能性もある。

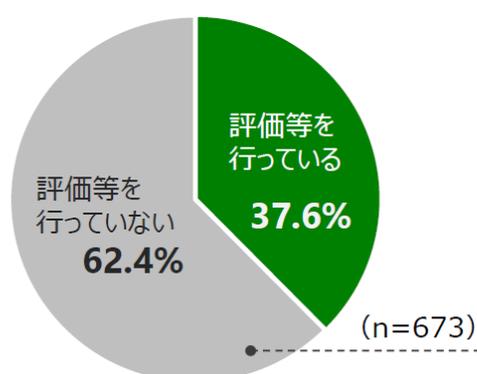
事業主には運管評価の重要ポイントは何か、効率的・効果的に運管評価を行うにはどうしたらよいか、というニーズがあると考える。実際、筆者の所属する年金コンサルティング会社（株式会社大和ファンド・コンサルティング、DFC）にも、運管評価としてどのような対応をすればよいのか、という相談が寄せられ始めている。

当レポートでは、事業主の視点に立ち、実践的な運管評価の重要ポイントを整理し、事業主が対応可能な運管評価の方法を提示していきたい。

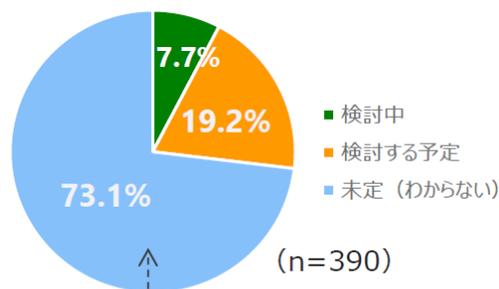
なお、本レポートでの運管として「運用関連運営管理機関」を対象としている。

図表 1 運管評価実施の状況

運営管理機関の評価等の実施



評価等の実施の予定



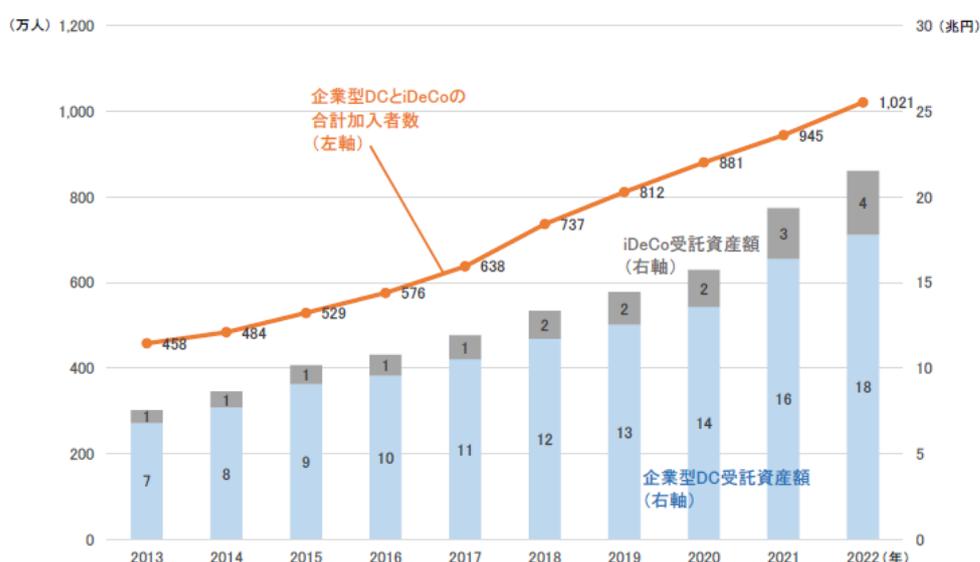
出所：企業年金連合『2021 年度決算 確定拠出年金実態調査結果（概要版）』

2 DC と運管の概要

最初に、日本の DC と運管の概要を整理する。

日本の DC 受託資産残高は企業型、個人型（iDeCo）の合計で 22 兆円、過去 10 年で 2.7 倍以上の伸びとなっている。加入者数も 1,021 万人と、過去 10 年で約 2.2 倍となっている。米国の DC が 10 兆ドル規模であることからすればまだ小さいものの、順調に成長している。

図表 2 DC 残高と加入者数



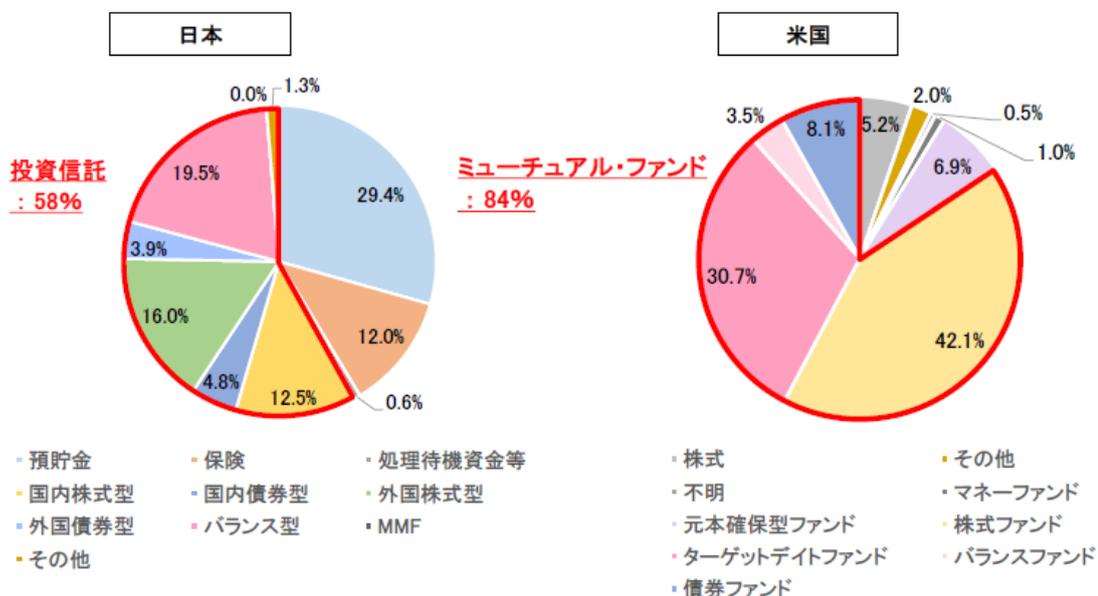
出所：金融庁『資産運用業高度化プロセスレポート 2023』

残高ベースの DC 商品では、投資信託（投信）比率が 58%（金融庁『資産運用業高度化プロセスレポート 2023』）である。投信比率はおよそ 3 年前に 50% 以下であった（企業年金連合会『確定拠出年金実態調査』）。徐々に DC 加入者の意識が預貯金や保険などの元本確保型から「投信による運用」に変化している。ただ、ミューチュアルファンド（投信）比率が 84% の米国に比べればかなりの低水準にある。

投信の内訳では、バランス型が最大で 19.5%、次いで外国株式型 16.0%、国内株式型 12.5%、バランス型と株式型の比率が高い。一方、米国は株式型とターゲットデイトファンド（ターゲットデイトファンド：TDF/ターゲットイヤーファンド：TYF）に二分される。米国では「リスク性資産の株式型」と「年齢に応じてリスク性資産を調整する TDF/TYF」が主力といえる。日本では「リスク性資産の株式型」が一つの柱という点は米国と同様だが、バランス型に含まれる TDF/TYF は 1,122 億円、全バランス型 3.3 兆円の 3% 程度である（2022 年 9 月末時点、DFC 調べ）。日本は「バランス型は伝統的な

「投信中心」で、米国ほど、年齢や加入年数に応じたアロケーションを行う状況にない。

図表3 日米のDC残高内訳

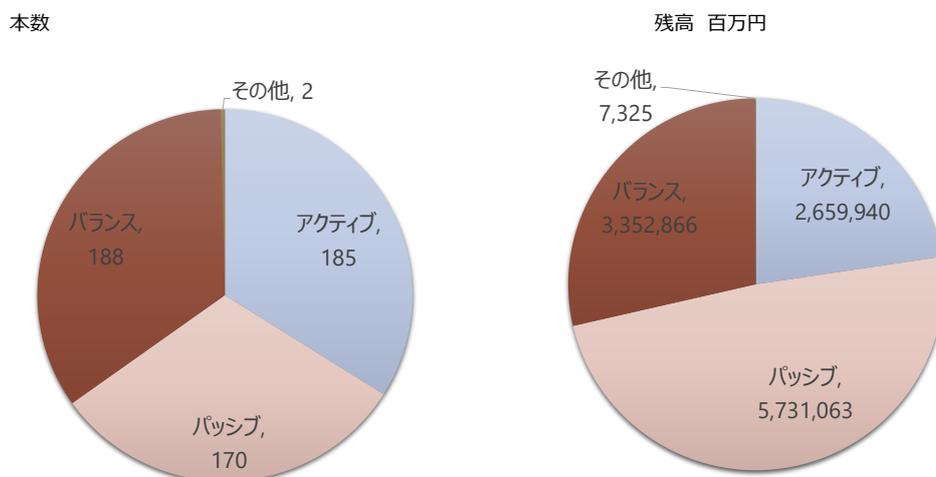


2022年3月末 残高ベース

出所：金融庁『資産運用業高度化プロセスレポート2023』

DFC調査によれば、DC商品（投信のみ）は545本、アクティブ投信、パッシブ投信、バランス型投信が約1/3ずつとなっている。残高は11兆円強、パッシブ投信が約50%、残りをアクティブ投信とバランス型投信で分け合っている状況である。

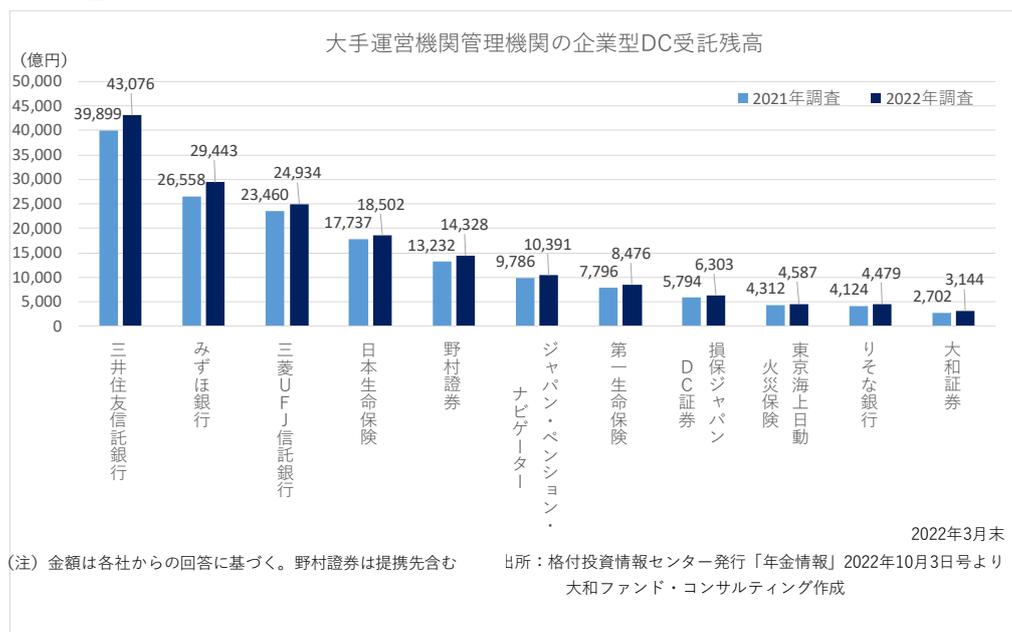
図表4 DC向け投信の残高と本数（2022年9月末）



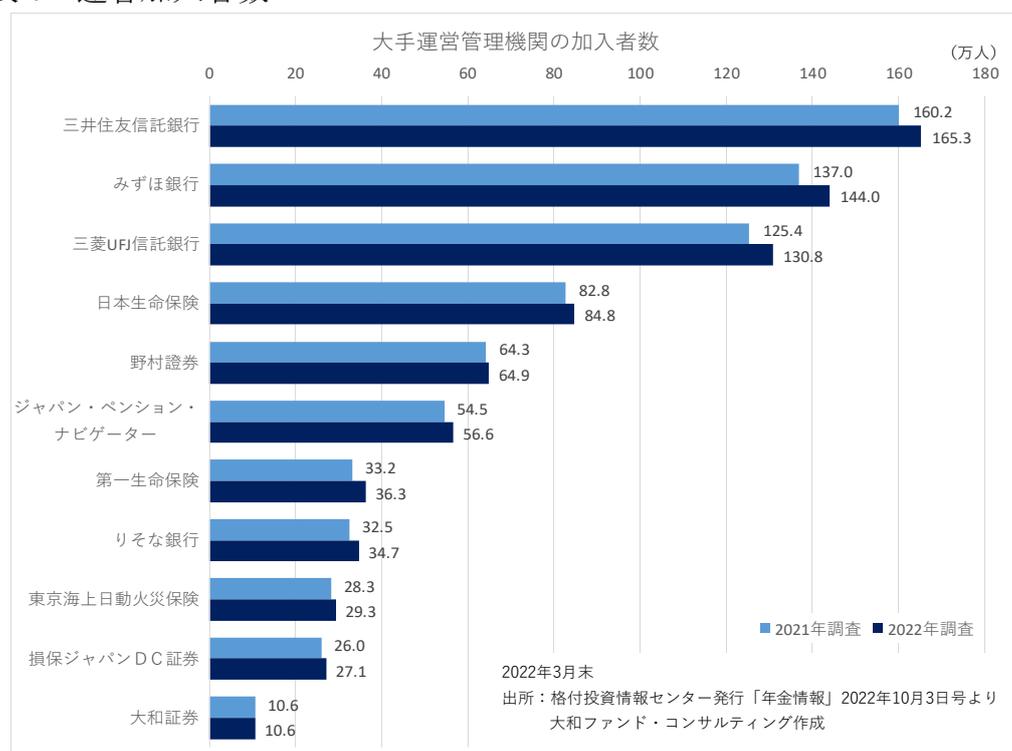
出所：DFC作成

次に運営の状況を図表 5、6 に示す。残高、加入者数ともに上位 5 社数値が大きく、特に上位 3 社の集中度が高い。定義の差異があるものの、図表 2 の DC 残高 (iDeCo 含む) 22 兆円に対し、運営上位 3 社比率は 44%、上位 5 社比率は 59% で上位に集中している。加入者数も図表 2 の人数 (iDeCo 含む) 1,021 万人に対し、上位 3 社比率は 43%、上位 5 社比率は 58% で同じく上位に集中している。運営は上位集中市場といえる。

図表 5 運営受託残高



図表 6 運営加入者数



3 DC 関係者インタビューの概要

運営評価を考えるため、運営、事業主、公的機関、その他（調査機関）にインタビューを行った。図表7はインタビュー先の概要である。

図表7 インタビュー先と概要

	タイプ	対象	日付	方法	概要
1	運営管理機関	運営A社	2023/4/10	インタビュー	残高・加入者数等、所管部署、商品評価・採用除外、投資教育、指定運用方法、事業主との情報交換、事業主からの評価、課題・今後の取り組み
2	運営管理機関	運営B社	2023/4/19	インタビュー	同上
3	運営管理機関	運営C社	2023/4/28	インタビュー	同上
4	事業主	事業主A社	2023/3/24	インタビュー	残高・加入者数・DC商品・指定運用方法・投信比率等、所管部署、商品評価・採用除外、投資教育、指定運用方法、運営管理機関との情報交換、評価、課題・今後の取り組み
5	事業主	事業主イ社	2023/4/19	インタビュー	同上
6	事業主	事業主ウ社	2023/4/28	インタビュー	同上
7	その他	(株) 格付投資情報センター (R&I)	2023/3/22	インタビュー	運営管理機関、DCに関する現状・課題・意見交換
8	その他	一般社団法人 確定拠出年金・調査広報研究所 (DC広研)	2023/4/6	インタビュー	同上
9	公的機関	厚生労働省	2023/3	書面回答	運営管理機関、DCに関する現状・課題
10	公的機関	企業年金連合会	2023/3	書面回答	運営管理機関、DCに関する現状・課題

出所：DFC 作成

4 DC 関係者インタビューと整理・分析 運営管理機関

運営 3 機関に事業主向けサービスに関連したインタビューを行った。主な質問項目は以下の通り。回答は図表8にまとめた。

- ・ DC 基本情報（加入者数、残高、顧客数、投信選択率、ラインナップ数）
- ・ DC 関連人材
- ・ DC 商品の選定・除外・モニタリング体制
- ・ DC 商品の評価項目、評価方法
- ・ DC 商品のモニタリング頻度
- ・ DC 商品の決定方法
- ・ 事業主とのコミュニケーション
- ・ 投資教育
- ・ 指定運用方法
- ・ 事業主からの運営評価

運管インタビューでは、以下が確認できた。

- ・ 投信選択率は 50～70%。業界平均程度にある。
- ・ DC ラインナップは 20～30 本に絞り込まれている。
- ・ DC 所管部署に 50 人以上配置、関連メンバー全体で 100 人以上の運管もある。
- ・ DC 商品の評価、選定、除外、モニタリングは外部評価（社外コンサルタント）を活用し、最終的には自社内で判断している。運管 A 社のように外部コンサルタントを利用しながら自社の独自調査をするケースや、運管 B 社のようにパフォーマンスの悪い運用商品に関する「対話」を行うケースもあった。
- ・ 商品評価の項目は元本確保型では安全性、投信では定量評価（リターン、超過収益、リスク、TE、SR、IR¹、これらのピア（類似ファンド）比較）と定性評価（運用会社の経営、運用哲学、運用プロセス、人材、体制、情報開示など）を組み合わせ、数値だけでなくその背景にある運用の再現性をバランスさせ評価している。モニタリングは年 1 回以上、より高頻度のケースもある。
- ・ 商品決定では、商品知識のあるメンバーだけでなく、コンプライアンス部署が同席（運管 B 社）、外部コンサルタント活用（運管 C 社）など、利益相反防止を意識している。また、DC 営業部門から独立した商品選定を意識している（運管 A 社、B 社）。
- ・ 事業主とは最低年 2 回コミュニケーションし、必要に応じ随時行う。
- ・ 投資教育ではセミナー、WEB 活用、その他（独自プラットフォームやクイズ）などがある。セミナーは年代別に行うなどの取り組みがみられる。
- ・ 指定運用方法は、保守的なバランス型ファンド（パッシブ運用の組み合わせや下値抑制付き）が中心だが、元本確保型も対象となっている。なお TDF/TYD については、指定運用方法に取り入れている運管、ニーズが増加しているとコメントする運管、今後の検討とする運管があり、一定の興味を感じられる。ただし、コストが高くなりやすいこと、自社の報酬体系や中途入社へのフィットの困難、年功序列の報酬体系の変化対応に課題を感じるという意見もある。

¹ 投資パフォーマンスを計測する代表的な指標は以下の通り。

リターン：投資に関する一定期間の収益率

超過収益：リターンが目標とするインデックス等を上回る（下回る）部分

リスク：リターンの標準偏差（リターンのばらつき）

TE：トラッキング・エラーの略語、超過収益の標準偏差（超過リターンのばらつき）

SR：シャープ・レシオ、単位当りのリスクに対するリターン（投資の効率性）

IR：インフォメーション・レシオ、単位当りの TE に対する超過収益（投資の効率性）

β ：ベータ、市場全体やインデックスに対する投資の連動性

- ・事業主から運管評価を明示的に聞いた運管はいなかった。ただ、事業主との意見交換や事業主へのアンケート結果をもとに、運管への評価に類似する情報を間接的に得ていた。中には、事業主から年金委員会を開催したいという要望がでており（運管C社）、運管の力量を評価している事業主がいることも感じた。
- ・運管事業の採算についてもインタビューした。短期的な採算性は高くはないが、長期視点で取り組んでいる運管が多い。

この結果から、次の判断ができる。

運管事業は直接的な採算性は高くないものの、運管はDCにかなりの人材・体制を割き、外部コンサルタントやコンプライアンスを巻き込んで、利益相反を排除した商品評価、選定、除外、モニタリングを行っている。また、商品選定・モニタリングは定量と定性をバランスさせ、妥当である。事業主とのコミュニケーションでは、積極的に統計情報等を提供し、対話や要望を引き出そうとしている。投資教育は、事業主、加入者両者にセミナー、WEB活用、クイズなど各種の工夫をしながらメニューを提供している。総じて運管の状況は整備されていた。

ただ、今回インタビューをした運管は上位運管なので、このような結果になった可能性が高い。下位の小規模運管はここまでの体制、サービスは困難と推測され、今後の課題として残る。

なお、運管からあがった課題として、「実務面でのDC商品除外の手間とコスト、今後想定されるインフレ環境での商品選定、中小事業主へのDC普及、DCへの無関心層へのアプローチ」があがった。これらは、運管評価と直結する内容ではないが、後述する他のインタビューでもあがり、業界全体の問題と考えられる。

図表8 運管インタビューまとめ

	運管A社	運管B社	運管C社
DC基本情報	残高1兆円～、加入者50万人～、顧客1000～ 投信選択率～70%、ラインナップ～20本	残高1兆円～、加入者50万人～、顧客約1000 投信選択率約50%、ラインナップ約20本	残高～1兆円、加入者～50万人、顧客約1000 投信選択率約60%、ラインナップ約20～30本
DC所管部署人数	約50人（その他含め100人～）	約100人	約50人
商品評価・選定・除外・モニタリング	資本関係のない機関による外部評価+自社アンケート・面談で最終判断	外部評価+自社アンケート・面談で最終判断 パフォーマンス悪い先には「対話」	外部評価を基に自社で最終判断
評価項目・方法	元本確保型：信用リスク 投信：定性（経営基盤・投資哲学、人材、運用プロセス・情報開示）、定量（ピア比、SR、TE、信託報酬率）	元本確保型：定量、定性 投信：定性（運用会社ごと経営状況、運用体制、サポート体制）、定性・定量（運用商品ごと超過収益、TE等）	元本確保型：定量、定性 投信：純資産、トラックレコード、定性（運用会社、運用方針、運用プロセス、運用体制、管理体制、ディスクロ、サポート）、定量（リターン、リスク、SR、IR、TE、 β ）
モニタリング頻度	年1回以上	月次定量チェック、商品ユニバースについては原則年1回更新	四半期
商品決定方法	商品知識あるメンバーによるチームで商品選定→DC担当者が顧客属性に応じ選定（DC営業と独立、利益相反防止）	年次・週次の「商品選定会議（運管業務従事者とコンプライアンス専門部署同席）（DC営業と独立、利益相反防止）」	四半期の「運用商品会議（運用部門メンバー含む）」 外部コンサルタント、運用会社情報も利用
事業主とのコミュニケーション	年2回+適宜	年2回モニタリングレポート報告に加え随時訪問	随時
投資教育（事業主・加入者）	WEB、セミナー	WEB、セミナー、クイズ、資産見える化プラットフォーム	テーマ別セミナー（ロボアド活用セミナー、年代別等）
指定運用方法・TYF	バランスファンド型多い、元本確保型も多い TYFは否定しないが課題も（ニーズは増加）	パッシブバランス、TFY、下値抑制バランス（バランス中TFY6割）、元本確保型30%	バランス型3タイプ、元本確保型入ることも TYFは中核にするか要検討
事業主の運管評価	年1回事業主に統計等の情報提供し対話、対話をベースにした提案・教育等	年1回程度の事業主アンケートから情報収集、サービスの期待向上、クイックレスポンス	定期的な対話、事業主から年金委員会の開催などの要望が出てきた
課題・取り組み	商品除外の手間、制度の魅力が伝わらず関心ある人となりに格差、インプレ、担当者のレベル差	商品除外処理件数の拡大および事業主のコスト負担軽減	ロボアド利用率、一任（自己判断できない人向け）、外国人対応、中小企業へのDC普及

注：リターン、超過収益、リスク、TE、SR、IR、 β は「4 DC 関係者インタビューと整理・分析(1)運営管理機関」脚注参照
出所：DFC 作成

5 DC 関係者インタビューと整理・分析 事業主

事業主 3 社に、運管サービスに関連したインタビューを行った。主な質問項目は以下の通り。回答は図表 9 にまとめた。

- ・ DC 基本情報（加入者数、残高、顧客数、投信選択率、ラインナップ数）
- ・ DC 関連人材
- ・ DC 商品の選定・除外・モニタリング体制
- ・ DC 商品の評価項目、評価方法
- ・ DC 商品のモニタリング頻度
- ・ DC 商品の決定方法
- ・ 運管とのコミュニケーション
- ・ 投資教育
- ・ 指定運用方法
- ・ 運管評価

事業主インタビューでは、以下が確認できた。

・ 投信選択率は 70%超が 2 社、他の 1 社も新規加入者ベースでは投信選択率が 86%で、投信シフトがみられる。事業主の教育・啓発結果のほか、DC 導入時期が金融危機後の資産上昇局面で、加入者が成功体験を積んだことが後押しとなったケースがある。

・ DC ラインナップは「少数・シンプル・低コスト」を目指す事業主ア社で 10～15 本、他も 20 本ないし 25 本に絞り込まれている。

・ DC の直接の人員数は限られるが、DB（確定給付）年金基金を活用して人員を確保する（事業主ア社）、事務をグループ企業にアウトソースする（事業主イ社）というケースがあった。また、DB に比べ、残高の小さい DC に運用会社が力を入れてくれないということがないよう、あえて DB と切り離し、運用会社に DC 専用報告会をセットしてもらう工夫もあった。

・ DC 商品のモニタリング結果の経営説明は、DC 所管部署責任者（人事責任者）への報告、年金検討会議のような会議体での報告として行われている。ただ、経営への説明体制が課題のケースもある。

・ DC 商品の評価・選定・除外・モニタリングは、運管の情報をカスタマイズして活用しているほか、自社で情報を取得して行うケースもみられる。ただし、運管提供の情報が手薄であったり、系列運用会社の商品が多く、その背景が不透明、という課題をあげる事業主（事業主ウ社）もいた。

・ 商品評価の項目は元本確保型では信用力、投信では定量評価（リターン、超過

収益、リスク、TE、SR、IR、これらのピア（類似ファンド）比較、格付、残高、運用報酬）と定性評価（運用会社の経営・組織、運用哲学、運用プロセス、人材、体制、情報開示など）を組み合わせ、バランスさせている。

- ・商品決定は、労使委員会、有識者やコンサルタント、運管、DBメンバーなどを含めて多面的に行っている。ただし、ガバナンス体制が構築途上であるとの事業主もあった。

- ・運管とのコミュニケーションには事業主によって濃淡があった。毎週会議をしている事業主もいれば運管の説明やコミュニケーションが不十分との課題を持つ事業主もあった。

- ・事業主の行う投資教育は、入社時や中途入社時、毎年の継続教育、個別相談、セミナー、WEB活用（メルマガ・HP含む）、漫画、スマホアプリなどが利用されている。他に独自プラットフォームやクイズなどを提供し、加入者の満足度が高い事業主もあった。

- ・指定運用方法は、保守的なバランス型ファンドが多いが、インタビューした3社中2社は、事実上全員指図が原則で、DC本来の姿（加入者自らが運用指図）を目指している。なおTDF/TYDについては、前向きな事業主とそうでない事業主、検討中の事業主がわかれた。コストが引き下げられれば前向きな事業主がある一方、現状はコストが高くなりやすい、中途入社への対応が困難である等に課題を感じるという意見がみられた。

- ・運管評価については、半年ごとに運管のセルフチェック情報を受け、企業年金連合会の情報を参考に運管モニタリングや運管比較を行ったり、レコードキーパー（RK）やDCコールセンターの実査まで行う事業主があった。運管に会議体での説明を求め、運管の自浄作用を期待する事業主もあった。他方、運管に対し、レスポンス速度、情報開示、担当者の知識に課題を感じ、満足度の低い事業主もあった。とはいえ、運管入れ替えは事実上困難であり、現状のサービス改善に関する交渉も難しく、考えあぐねている事業主もあった。

この結果から、次のように判断できる。

事業主の運管に対する満足度には差異がある。事業主側は、運管からの情報の引き出し方や、コストやサービスを比較し評価する基準が乏しいことから、運管評価は手探りの状況にある。DC商品と加入者の情報を持っているのは運管であり、情報開示や商品選定の背景、コミュニケーションに関する責任は重い。事業主の規模により運管が得る報酬レベルが左右されてしまうというビジネス的な事実はあるものの、運管は事業主に妥当な商品選定・モニタリングの情報を提示する必要がある。

事業主側は自社で可能な体制の中、DC に対し人材を割いて、有識者やコンサルタントを利用しながら、運管の情報をもとに商品選定・除外・モニタリングを行っており、この点では一定の取り組みレベルを感じる。

ただ、さらに加えていえば、運管に対し事業主側も積極的に動き、対話を行うことも重要と考える。例えば、あえて運管比較をしないと、事業主は自社の運管のサービスや報酬が妥当か判断できない。このため、他の運管に相見積もりをとる、その結果、利用している運管との差異が大きければ運管にサービス改善の対話をする等は検討できるアクションであろう。DC 担当者個人では対応や交渉が困難なため、組織的に対応すること、経営層に DC の重要性と運管サービス改善が DC 加入者に重要であることを理解してもらい、バックアップを得る取り組みも重要といえる。

今回のインタビュー先は比較的大手の事業主であったが、それでも運管と十分対話できていないと感じるケースがあった。小規模事業主は、さらに運管との関係が希薄で、運管と交渉できないケースは多いと思われる。小規模事業主と運管の関係強化は課題として残る。

図表9 事業主インタビューまとめ（カッコ内はDC導入時期）

	事業主A社 (2014年-)	事業主イ社 (2007年-)	事業主ウ社 (2003年-)
DC基本情報	残高~1000億円、加入者~5万人、投信選択率75% (残高)、ラインナップ10-15本、「少数シンプル低コスト」	残高1500億円~、加入者5万人~、投信選択率72% (掛金)、ラインナップ約25本	残高少額、加入者2万人~、投信選択率50%（新規加入者86%）、ラインナップ約20本
DC所管部署人数	DB年金基金30人（うち10人が相談担当）、 グループ人事部門 経営には人事責任者通じて報告	DC担当3人（人事およびDB年金基金、双方兼務）、 DB年金福祉事業部が事務局、事務はグループ企業外注 経営には「年金検討会議」で年2回報告	DB年金基金7人のうち4人DC兼務＋人事DC関連2人 経営報告は人事執行役員まで（改善したい）
商品評価・選定・ 除外・モニタリング	商品決定方法参照	グループDC年金委員会	DC関係メンバー、モニタリング結果はDB代議員会同日 に実施
評価項目・方法	リスク、リターン、ユコバース比較、必要性評価、代替性 評価 定量：運用実績、超過収益、TE、SR、スタイル変化、 信報、残高、信用格付け 定性：FMや運用チームの変化、会社組織・方針の変 化、主要株主 その他：事業主コース変化、環境変化	運用の評価項目ベースにカスタマイズ 元本確保型：信用リスク アクティブファンド：リターン、定性（経営基盤・投資哲学・ 人材・運用プロセス・管理プロセス・情報開示・報酬率） パッシブファンド：リターン、TE バランス型：リターン・リスク	運用から最終評価（〇か×か）程度 事業主が運用会社や連合会、NPO等で情報を集めて 確認 商品提案に運用グループの商品が並び背景が不透明で ある点に不満
モニタリング頻度	四半期	年1回	年1回
商品決定方法	労使委員会→有識者会議→コンサル会社→労使委員 会→運営	運営内部プロセス（運営とそのコンサル）→DC年金委員会 （労使）→加入者	DB関係メンバー、ガバナンス体制構築中
運営との コミュニケーション	年2回、その他月1回以上連絡	毎週のように実施	情報開示、説明、提案が不十分（商品提案、モニタリ ング内容・加入者情報不十分）
投資教育 (加入者)	年間20回以上（制度、手続き、オンライン、外部講師、 満足度80%以上）、HP、メルマガ	入社時、月次、新卒（年2回）、年1回継続必須、年代 別、相談、オンライン等活用	オンラインセミナー（リプレイあり）、個別相談、漫画、E ラーニング、スマホアプリ
指定運用方法・ TYF	超低リスクバランス型 TYF採用せず（コスト、中途入社に合わない等）	バランスファンド（全体の5%のみ、RKの事情で商品除外以 外利用されない） TYF前向（コスト引き下げ課題）	RKの事情で全員指図、ただし除外時に必要で検討中、 TYFも検討するが中途入社年齢が高いためフィットするか 考えている
運営評価	半年ごと運営モニタリングシート、年1回運営セルフチェック （企業年金連合会の項目参考）、運営比較（HP掲 載）、RK・J-レポート実査	DC年金委員会の運営を通して運営に説明責任と自浄作 用を促す	運営の高コスト・低サービス・遅いレスポンスを感じるも変 更困難（RKのデータ連携問題）、事業主に加入者情 報が不足
課題・取り組み	制度への希望（掛金上限、キャッチアップ拠出、拠出 生涯総額化）、運営必要性への疑問	ジョブ型に即した積立、DB過去分のDC移行	掛金遡及変更不可、元本確保型本数削減と高報酬 ファンド除外、その他債券アクティブ可否、ESG・TYFの検討

注：リターン、超過収益、リスク、TE、SR、IR、 β は「4 DC 関係者インタビューと整理・分析(1)運営管理機関」脚注参照
出所：DFC 作成

6 DC 関係者インタビューと整理・分析 その他（調査機関）

DC 関連の調査活動等を行う 2 社（株式会社格付投資情報センター（R&I）、一般社団法人確定拠出年金・調査広報研究所（DC 広研））に行ったインタビュー結果は以下の通りである。

株式会社格付投資情報センター（R&I）

事業主の感じる運管への不満

- ・制度導入時にサービスが手厚いが、その後フォローが低下する。
- ・担当者の知識レベルに差がある。レスポンスが遅い。報告が通り一遍。
- ・運管の系列運用会社商品が多い。バランス型からの脱却支援が足りない。
- ・DB に比べ DC への提案が薄い。

事業主の感じる運管への満足

- ・系列運用会社を利用した DC 教育（利益相反とのバランスは必要であるものの）。
- ・充実したスタッフが配置されている。

R&I 担当者の問題意識

- ・運管が中小事業をそれほど積極的に回っていない。
- ・運管事業の低採算性。
- ・DC に無関心な事業主の存在。
- ・事業主もショートスタッフやローテーション人事の結果、専門性不足（逆にいえば、運管への期待は大きい）。
- ・事業主による運管評価は困難（比較できない、基準がない）。不満はあっても面倒、または運管と事業主のグループ関係や株主関係の力学が課題。

なお、当コメントは R&I としての意見ではなく、インタビューの応じた担当者の個人的見解である。

一般社団法人確定拠出年金・調査広報研究所（DC 広研）

DC 広研の運管への問題意識

- ・運管は新規参入のない安定市場だが、イノベーションがなく、加入者目線が乏しい。
- ・一方、運管も収益等の面で多様なことをしにくい。
- ・運管の「良い事例」を取り上げ、参考にする必要がある。
- ・報告がカスタマイズされていない。加入者にわかりにくい。
- ・事業主や加入者の実態や要望の吸い上げ、分析、提供ができていない。
- ・運管に、DC と直結する「人事」に詳しい人がいない（運管が運用会社的な目線を持っているだけでは不十分）。

DC 広研の事業主への問題意識

- ・事業主は運管との関係が希薄、遠慮もある（業務繁忙、メインバンク等の取引関係、サービスを頼めなくなるのではと不安、担当者個人で抱え交渉できない）。
- ・人事政策の一環として考える必要がある（福利厚生と考え、コストがかかるなら不要と考える事業主もいる）。
- ・運管から報告を受けた後、事業主も自社なりの検討が必要である。

DC 広研の業界全体への問題意識

- ・投資教育のゴールは「投信比率拡大」ではない、「資産の不安解消」。
- ・指定運用方法は「(米国的な)TDF/TYF ありき」ではない。「指図できない人」がいなくなることが重要。
- ・昨今の情勢からはインフレ対応も要検討。
- ・商品除外について方法や運管により価格差がある。運管を超えた費用比較が必要。
- ・運管評価は「加入者が信頼できる、理解できる」が重要。
- ・事業主が運管に関する意見を所管省庁（厚生労働省）にあげられるような仕組みも検討すべき。

インタビューから、運管の情報提供が事業主の要望にマッチしていない、DC 商品が系列運用会社商品やバランス型に偏る、担当者の DC 知識が十分でない等の課題が確認できる。運管が上位に集中し、事業主には事実上の運管入れ替えが困難で、競争原理が働きにくい一方、運管の良い事例の情報は広がらず、参考情報が少ないことも課題である。また、DC 商品情報が、事業主だけでなく、加入者にもわかりにくいとの指摘もあった。運管にとってみれば、事業の低収益性等で、

十分なサービスが困難という可能性がある。ただ、事業主側も、DC に関する経営の理解不足や知識のある人材不足や、本業での取引関係等による遠慮で、運営と踏み込んだ対話できていない可能性も感じる。

7 DC 関係者インタビューと整理・分析 公的機関（厚生労働省、企業年金連合会）

厚生労働省、企業年金連合会からはアンケートで、DC に関する問題意識や対応について回答を得た。

厚生労働省²

- ・元本確保型比率（41.4%に低下）：年齢によりリスク許容度が異なることも踏まえると必ずしも元本確保型が悪いわけではなく年齢別でも見ていく必要、長い運用期間が見込まれる若い世代で投資信託にシフトしつつあることは望ましい状況、まずは加入者本人の金融リテラシー向上に向けた取組を政府全体で進めていく必要。

- ・指定運用方法：未設定であることにより未指図者が増えることは望ましくなく未設定である理由などを精査の上議論が必要、内容は実施事業所における集団の属性等を踏まえ最終的には労使で決めるもの。

- ・運営選定：取引金融機関を選定することは実態としてはありうる、適正に評価を行う等により選任したものであることの確認が必要。

- ・運営評価：制度改正から時間が経過していないことや、評価の具体的な方法について知見がないことも理由か、企業年金連合会「確定拠出年金ガバナンスブック」を作成したり、地方厚生局から運用状況の報告を求めている。

- ・運営評価のリソース：年金委員会やPJ チーム設置は9.9%にとどまる、特に中小事業主はリソース不足のケースが多いと認識。

- ・事業主支援：「確定拠出年金ガバナンスブック」、厚労省 HP の投資教育のページを新設、中小企業の利用が多い総合型 DC の在り方や企業 DC 担当者が利用しやすい外部リソース活用可能性について今後議論。

企業年金連合会³

- ・DC サポートとして、企業型 DC 担当者向けの研修、セミナー、メールマガジン「DC FILE」等を提供。

² アンケート回答を原文のまま引用。

³ 企業型 DC 実施企業へのサポート、今後の施策に関してのみ回答。

- ・毎年の「確定拠出年金実態調査」結果フィードバック等による企業型 DC の制度運営とガバナンスについて情報提供・啓発。
- ・運用商品ラインナップに関する相談等の中立的な立場からコンサルティング。
- ・2023 年度に「運営管理機関の評価のポイント研修」を新たに実施。
- ・厚生労働省の社会保障審議会企業年金・個人年金部会で、中小企業を中心に企業型 DC のガバナンスが不十分な状況にある旨指摘があり、中小企業の事業主が活用できる「企業型確定拠出年金ガバナンスハンドブック」(2021 年 10 月)を作成。この他、企業型 DC の事業運営を支援するため、「企業型確定拠出年金制度運営ハンドブック」、「企業型確定拠出年金継続教育ハンドブック」、「企業型確定拠出年金投資教育ハンドブック」を作成。

<https://www.pfa.or.jp/jigyoo/jimushien/dc/index.html>

- ・事業主からの委託を受け、企業型 DC 加入者への投資教育を実施。

厚生労働省の回答からは、運営に取引金融機関を選定することは実態としてありうる、運営評価の具体的な方法について知見がない、運営評価のリソースが限られる（特に中小事業主）、という点が課題として浮かぶ。

企業年金連合会の回答からは、2023 年度から「運営管理機関の評価のポイント研修」の開始、「企業型確定拠出年金ガバナンスハンドブック」の作成と開示が注目できる。運営評価をどのように行うかを公的な視点で支援している。

8 運営評価の課題と評価方法の検討

インタビューを踏まえ、運営評価に直結する課題を以下のように抽出した。

- ・事業主：運営評価のノウハウ不足・人材不足、運営への遠慮、運営比較（サービス、報酬）の未実施
- ・運営：情報開示の不足、担当者による知識差、利益相反管理
- ・事業主と運営：コミュニケーション不足
- ・DC 商品：偏り（バランス型中心からの脱却が不足）、商品選定背景の不明瞭性、系列運用会社商品の多さ、インフレ対応

事業主にとっては、「運営そのもの」と取り扱う「DC 商品」に関する評価の項目、基準、方法が重要と考える。また、その内容に関し、運営とどのようにコミュニケーションするかという点も重要と考える。一方、事業主の人材不足を勘案すると、運営が事業主の視点を勘案して情報開示を行うよう、理解を促すことも重要と考える。

これらを実務的に行う手がかりとして、筆者の所属する年金コンサルタント

が行う「運用会社評価」「運用商品評価」「フィードバック」の標準的な手法を応用し、検討する。

コンサルタントが運用商品に関連して行う「運用会社評価」「運用商品評価」「フィードバック」の中で、特に重要な点は次の通りである。

- ・運用会社評価：組織の安定性、継続性、当局登録、コンプライアンス、利益相反管理体制、リスク管理体制、情報開示の質と体制、コストや投資条件等の妥当性、運用商品の公正な価額評価、運用商品の妥当な会計監査
- ・運用商品評価（定性評価）⁴：運用哲学の明確性・合理性・一貫性、運用プロセスの規律と一貫性、運用人材の能力、運用人材を支える体制の充実度
- ・運用商品評価（定量評価）：トラックレコード（運用期間とそのパフォーマンス）標ぼうする運用哲学とパフォーマンスの整合性・優位性、ピア商品と比較した場合の優位性
- ・フィードバック：コンサルタントが行った評価結果を顧客（投資家）だけでなく運用会社にもコミュニケーション、コンサルタントの意見や背景にある顧客の要望を伝えることで運用改善に関する議論を深化

コンサルタントの行う運用会社評価を「運管」、運用商品の定性評価を「運管による運用商品の選定・評価・モニタリング」、運用商品評価（定性評価）および（定量評価）を「事業主の取り扱う DC 商品評価」に置き換えて応用すると、運管評価の視点に近いものとして整理できる。図表 10、11 で関連部分をまとめた。

⁴ コンサルタントの運用商品評価は、過去パフォーマンスの定量評価ではなく、過去の良好なパフォーマンスを将来も再現する基盤である運用哲学、プロセス、人材、体制などを重視する定性評価が標準となっている。定性評価の重要性は参考文献記載の 今福明子（2021年）「資産形成の主役「投資信託」の評価を考える 定性評価の重要性と評価ポイント」に詳述している。

図表 10 コンサルタンの行う評価の運管評価への応用（運管部分）

	コンサルタントの行う 運用評価	運管評価への応用
運用会社	組織の安定性、継続性 利益相反管理体制 情報開示の質と体制 ー コスト	運管のDC事業に関する経営方針 商品選定での利益相反管理 事業主への情報開示の質と内容 投資教育やコールセンター等のサービスレベル 事業主の支払うコスト
運用商品 (定性評価)	運用哲学	運管の商品選定・評価・モニタリングの方針
	運用プロセス	上記のプロセス
	運用人材	上記を行う人材の知識、定着度
	運用体制	上記を行う体制の厚さ
フィードバック	コンサルタントと運用会社	事業主と運管のコミュニケーション、運管による要望への対応

出所：DFC 作成

図表 11 コンサルタンの行う評価の運管評価への応用（DC 運用商品部分）

	コンサルタントの行う 運用商品評価	DC運用商品評価への応用
運用商品 (定性評価)	運用哲学	運用哲学、運用目標の明確性、妥当性
	運用プロセス	運用プロセスの整備度合
	運用人材	運用人材の経験・スキル
	運用体制	運用人材をサポートする体制の厚さ
運用商品 (定量評価)	運用実績	運用実績の長さ（多様な相場サイクルの経験）
	運用哲学との一貫性	運用実績と運用哲学との整合性
	リターン（超過収益）	運用実績と目標との整合性、優位性
	リスク（TE）	運用実績と目標との整合性、優位性
	SR、IR	運用実績と目標との整合性、優位性
	ピア比較	上記定量面のピア比較による優位性

出所：DFC 作成

以上の整理と、インタビュー結果をベースに、運管評価の項目、基準に関する案を具体的に記載する。評価は、「運管関連」として①運管全体の評価、②運管による商品選定・評価・モニタリングに関する評価と、「DC 運用商品」の③定量評価、④定性評価、の4つに分けた。

① 運管全体

1. DC 事業への経営のコミット：所管部署、レポーティングライン、運管事業の経営方針での位置づけ（明確性、妥当性）
2. 利益相反管理：系列運用会社の運用商品を含む商品選定の利益相反管理体制、プロセス（妥当性）
3. 情報開示：年2回以上の開示、随時対応、その他対応、レスポンス（妥当性）
4. 投資教育：メニュー、教育結果の統計や分析提供、加入者の傾向等の提供（妥当性）
5. コールセンター：レスポンス、対応（妥当性）
6. コスト：サービス内容または他の運管との比較（妥当性）
7. フィードバック：運管による情報提供、自己分析（十分な開示、説明力、納得性）、事業主との建設的な対話の場（コミュニケーション）、運管のアクション（対応力）

② 運管による商品選定・評価・モニタリング

1. 方針：商品選定の方針、商品評価基準、商品モニタリングの頻度、項目、基準（妥当性、網羅性）
2. プロセス：方針に即した実施プロセス（妥当性）
3. 人材：担当メンバー、経験、定着、DC 関連教育（妥当性）
4. 体制：DC 全体の関与人数、経験、DC 関連教育（妥当性）

③ 運用商品評価（定性評価）に関する項目案と基準案

1. 運用哲学：運用目標（明確性、妥当性、DC 商品としての長期視点）
2. 運用プロセス：運用目標に即したプロセスの整備（妥当性）
3. 運用の人材：運用者のスキル、経験、多様な局面の対応（妥当性、優位性）
4. 運用の体制：運用者をサポートする体制（妥当性、優位性）

④ 運用商品評価（定量評価）に関する項目案と基準案

1. 運用期間：運用実績期間、シミュレーションのみの運用商品はインフレや金利上昇など逆風の相場期間を含むか（妥当性）
2. 実績リターン、超過収益：中長期実績⁵（運用哲学との整合性、優位性）、苦戦等の説明（情報開示、説明力、納得性）
3. 実績リスク、TE：同上

⁵ 相場サイクルは一般に3～5年とされる。

4. 実績 SR、IR：同上
5. ピア比較：実績値の類似ファンド比（ピア比）（妥当性、優位性、納得性）

実際に、この内容を事業主が行うには、非常に手間がかかる。また、投資教育結果の分析や加入者の傾向、ピア比較などは事業主では困難なものもある。このため、事業主が運管にこれらの項目を網羅した「自己分析」を依頼し、その結果を事業主としてチェックし、評価する方法が現実的と考える。

一例として、事業主が簡易にチェックできるようシート化したものが図表 12、13 である。さらに、その大項目をレーダーチャート化したものが図表 14 である。

事業主内で運管について議論し、評価結果を経営等への報告や、運管と対話する際のガイドラインとして利用できるのではないかと考える。

とはいえ、簡易であってもチェックシート、レーダーチャートを作るには時間も手間もかかり、事業主にとってハードルになる可能性もある。まずは、運管からの自己分析を聞く際、チェックシート項目に参考に論点を整理し、運管評価の第一歩を踏み出す、というきっかけ作りの利用でも良いと考える。

図表 12 チェックシート案（運管評価）

	評価概要	評価項目案	基準	評価結果 高3点・中2点・低1点
運営管理機関	DC事業へのコミット	<ul style="list-style-type: none"> 所管部署、レポートライン 経営での運営事業方針 	明確性 妥当性	3・2・1
	利益相反管理	<ul style="list-style-type: none"> 系列運用会社商品を含む商品選定の利益相反管理体制 プロセス 	妥当性	3・2・1
	事業主への情報開示	<ul style="list-style-type: none"> 年2回以上 随時対応、その他対応（要望への対応等）があるか レスポンス 	妥当性	3・2・1
	投資教育・コールセンター等のサービスレベル	<ul style="list-style-type: none"> メニュー 教育結果の統計や分析提供、加入者の傾向等の提供 レスポンス 対応 	妥当性	3・2・1
	事業主の支払うコスト	<ul style="list-style-type: none"> サービス内容比 他の運管比 	妥当性	3・2・1
	フィードバック	<ul style="list-style-type: none"> 運管の自己分析 事業主との対話 運管のアクション 	開示、説明力、納得性、コミュニケーション、対応力	3・2・1
商品選定・評価・モニタリング	方針	<ul style="list-style-type: none"> 商品選定の方針 商品評価基準 商品モニタリングの頻度、項目、基準 	妥当性 網羅性	3・2・1
	プロセス	<ul style="list-style-type: none"> 方針に即した実施プロセス 	妥当性	3・2・1
	人材	<ul style="list-style-type: none"> 担当メンバー数 DC関連の平均経験年数 当該部署の平均経験年数 当該部署での教育内容 	妥当性	3・2・1
	体制	<ul style="list-style-type: none"> DC全体の関与人数 DC関連経験年数 当該部署経験年数 当該部署での教育内容 	妥当性	3・2・1
			小計	30点満点

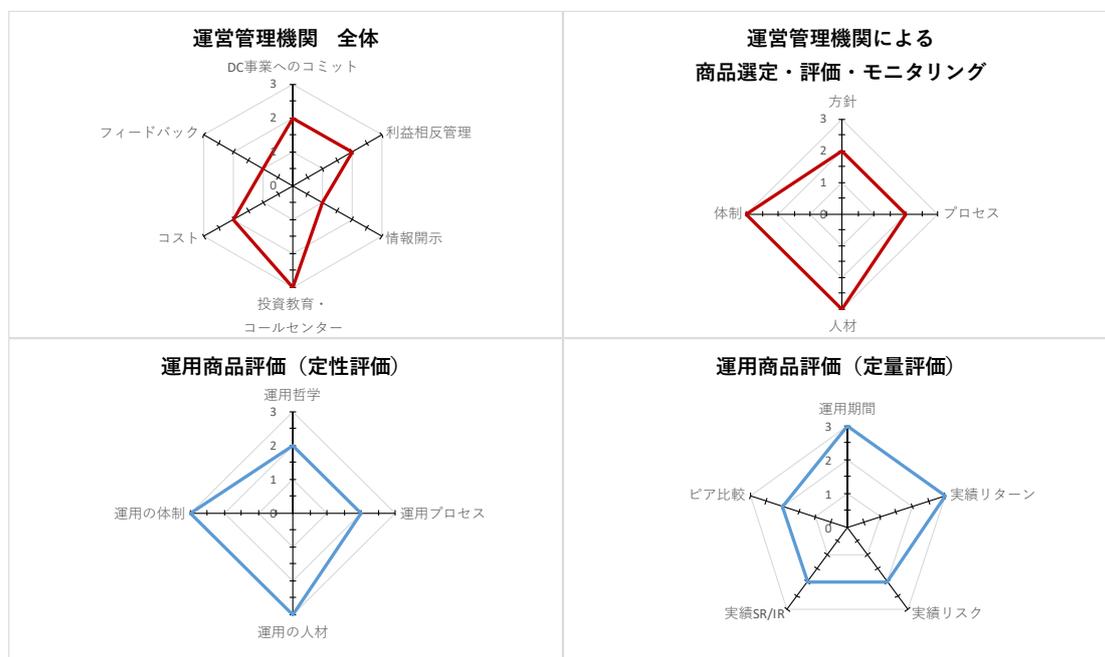
出所：DFC 作成

図表 13 チェックシート案（運用商品評価）

	評価概要	評価項目案	基準	評価結果 高3点・中2点・低1点
運用商品 (定性評価)	運用哲学	・ 運用目標	明確性 妥当性 DC商品としての長期 視点	3・2・1
	運用プロセス	・ 運用目標に即したプロセスの整備	妥当性	3・2・1
	運用の人材	・ 運用の人材のスキル ・ 経験 ・ 多様な相場局面での対応	妥当性 優位性	3・2・1
	運用の体制	・ 運用の人材をサポートする体制	妥当性 優位性	3・2・1
			小計	12点満点
運用商品 (定量評価)	運用期間	・ 運用実績期間（3-5年以上） ・ シミュレーションのみの場合は暴気悪化・インフレ・金利上 昇・株価下落などのサイクルを含むか	妥当性	3・2・1
	実績リターン（実績超過収益）①	・ 中長期実績 ・ 苦戦時等の説明	運用哲学との整合性、 優位性 情報開示、説明力、 納得性	3・2・1
	実績リスク（実績TE）②	・ 同上	同上	3・2・1
	実績SR、IR③	・ 同上	同上	3・2・1
	①-③のピア比較	・ ピア比較数値	妥当性、優位性、納 得性	3・2・1
				小計

出所：DFC 作成

図表 14 レーダーチャート案（主要項目）



出所：DFC 作成

9 事業主に求められるアクション

事業主は運管評価にあたり、運管が提供する情報に頼る部分は大きい。ただ、事業主としてのアクションがあれば、より実践的に運管評価ができ、さらに運管にサービス改善の対話ができる。繰り返しとなるが、以下を意識することが重要である。

- ・ 運管のコスト、サービスを他の運管と比較する
- ・ 運管にコストの対価としてサービス内容の説明を求める
- ・ 事業主間のネットワーク作りを進め、企業年金連合会等の主催するセミナーなどの集まりで、他の運管と意見交換をし、運管の良い事例や運管との対話の事例を収集し、運管との対話の参考にする
- ・ 事業主内の個人ではなく関係メンバー、経営を巻き込み、運管に組織として対応、交渉する

10 おわりに

運管評価は、DC 業界として手探りの部分が多い。当レポートでは、ひとつの手がかりとして年金コンサルタントの手法を応用し、評価項目と評価基準を整理し、ガイドライン案を提示した。今後、DC 業界内で議論が高まり、より実務的で効果的な評価手法が完成していくことが強く期待される。公的機関のリードも重要であろうが、事業主間の議論の活発化と意見集約、運管の協力が、実務面ではより役立つと考える。

謝辞

当レポートはインタビューに応じていただいた各機関と、そのセッティングをサポートしていただいた公益社団法人年金シニアプラン総合研究機構の協力なしには完成しなかった。最後に心からの感謝の意を伝えたい。

補足(1) TDF/TYF の評価

ターゲットデイトファンド、ターゲットイヤーファンド (TDF/TYF) は年齢に応じてリスク性資産の比率を調整する一種のバランスファンドだが、年齢が上がるにつれリスク性資産が減少するアロケーション変更を行う。このアロケーション変更をグライド・パスと呼ぶ。グライド・パスは TDF/TYF の運用商品それぞれに、背景となる理論や考え方がある。

TDF/TYF を評価する際、グライド・パスの背景を理解し、商品ごとに比較することは困難である。このため、「8 運管評価の課題と評価方法の検討」で記載した、定性評価、定量評価をベースにすることが現実的と考える。ただし、

TDF/TYF 特有のグライド・パスを考えると、以下を追加的に確認することが重要と考える。

- ・グライド・パスと自社の報酬体系のマッチ：リスク性資産の低下状況と自社の報酬体系の年齢による賃金変化がフィットしているかを確認する。

- ・残高、実績：残高が大きく、増加しており、運用実績の長い TDF/TYF は、運用会社が注力し、リソースを割いていると考えられる。将来的なメンテナンスも充実することが期待できる。

- ・体制：グライド・パスの決定や運用に関する体制が充実している TDF/TYF は、将来のメンテナンス、場合によっては最新の情報による改良等が期待できる。

- ・SR 比較：同じターゲット年限のピアファンドと比較し、SR が妥当な状況であるか確認する。これにより、リスクに対するリターン（投資効率）を計測できる。

- ・コスト比較：グライド・パスには運用会社のノウハウが反映されるので、単純なバランスファンドよりもコスト（運用報酬）は高くなりやすい。とはいえ、単純に低コストを追求するのではなく、ピアファンド比較内で、妥当なレンジに収まっていることを確認する。

補足（２）シミュレーションのみの運用商品の評価

実運用の数値がなく、シミュレーションのみの運用商品の評価は、慎重に行う必要がある。年金コンサルタントの間では、相場の 1 サイクル（景気、インフレ、金利、株価等の上昇・下落サイクル）を経験した運用商品でないと、どのような環境でどのような運用結果が出やすいのか、定量的に確認が困難とされる。また、定性評価でも、相場や経済環境のサイクルに応じた運用人材の投資行動の妥当性や優位性の確認が難しい。

このため、年金コンサルタントは一定期間の実運用がない運用商品については、暫定的な評価しか行わない場合がある。

ただ、DC 商品の場合は、事業主のリクエストや業界変化に応じて新商品をシミュレーションベースで組成、提供することもあり、バランス型ファンドなどで事例があるようだ。この場合、シミュレーション期間に景気、インフレ、金利、株価等の上昇・下落サイクルが十分含まれているかを確認することが必要と考える。現在、世界的に数十年ぶりのインフレ、金利上昇期を迎えているだけに、金融危機以降の低インフレ、金利低下、株価上昇という環境のみをシミュレーション期間としているだけでは不十分である。

なお、運用人材のスキルに依存するアクティブ投信の新商品の場合は、その人材による他の長期実績のある運用を確認し、局面別の行動とその結果のパフォーマンスを、定性、定量の両面で確認する必要がある。

補足（3）DC商品の多様化への課題

日本のDC商品はパッシブ投信が半分、残りがアクティブ投信とバランス型であり、パッシブ投信とバランス型が主力であることは「2 DCと運管の概要」で述べた。低コストのパッシブ運用、分散投資ができるバランス型は長期運用であるDCにフィットしているといえる一方、加入者にとって運用対象のバリエーションが少ないという課題も感じる。また、しっかりとしたアクティブ運用が行われないと、優良な企業等に資金が回り、それが実業に再投資されて企業や産業競争力が向上する、結果としてアクティブ運用の成果が出る、という好循環に結び付かない恐れもある。

実際、同様の課題を認識した英国では、2023年7月、PE投資（未上場株投資）という新分野へのDCの投資拡大を柱とする年金改革案を発表した。DCのデフォルト商品（初期設定商品）に占めるPE投資比率を現在の1%から2030年に5%に高める方針という。もちろん、運用リターン向上への寄与も期待されている。

日本のDCは発展途上であり、説明力、透明性、わかりやすさ、コストが重視され、PE投資やヘッジファンドのようなオルタナティブ商品を検討するには時期尚早かもしれない。ただ、DC商品の多様化は、分散投資を一層進めることができる、さらに投資先の成長による本質的な投資価値向上による運用リターンを得られる、という点で長期の課題として検討すべきと考える。

参考文献

- ・金融庁（2023年4月）『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-』
- ・企業年金連合会（2021年10月）『企業型確定拠出年金ガバナンスハンドブック』
- ・企業年金連合会（2023年3月）『2021（令和3）年度決算 確定拠出年金実態調査結果（概要版）』
- 一般社団法人 確定拠出年金・調査広報研究所（2022年8月）『第19回企業型確定拠出年金制度に関する調査報告書（制度運営編）』
- ・日野啓（2008年）「ファンド評価業務の実際」、日本証券アナリスト協会『証券アナリストジャーナル』2008年9月号
- ・ラッセル・オルソン『企業年金運用の成功条件』（2000年）東洋経済新報社
- ・格付投資情報センター年金事業部、浅野幸弘監修（2007年）『アクティブ運用

とマネジャー評価』、日本経済新聞社

・今福明子（2021年）「資産形成の主役「投資信託」の評価を考える 定性評価の重要性と評価ポイント」、『東洋経済新報社 TOKYO 金融カンファレンス 2021』寄稿（株式会社大和ファンド・コンサルティング HP

<https://www.daiwa-grp.jp/dfc/fundresearch/kiko1.pdf>

【重要な留意事項】

本資料に記載した情報に基づき当社とお取引いただく場合は、次の事項に十分ご注意ください。

手数料等およびリスクについて

■お客様から当社が受領する報酬額は、投資一任契約に係る運用する資産または投資顧問契約におけるご提供するサービス内容、投資顧問契約に基づき当社が分析する運用機関の会社数、分析対象の運用資産の種類等によりお客様と個別に協議させていただいた上、決定いたします。また、お客様のご依頼により遠隔地に出張する場合、出張旅費等の実費を投資一任契約または投資顧問契約に基づきご請求させていただくことがあります。この場合、その他費用等の総額を事前に明示することはできません。

■その他の費用として、投資一任契約に係る投資対象については、管理報酬、成功報酬、監査費用、弁護士費用等が別途発生し、間接的にお客様の負担となります。なお、これら「その他の費用」についての金額、上限額および計算方法については、投資対象によって異なりますので、ここで表示することはできません。また、お客様と信託銀行との間の信託契約に基づく信託報酬および諸費用が発生しますが、信託銀行が決定するため、その料率や上限額を表示することはできません。詳細につきましては、信託銀行にお問い合わせください。

■投資一任契約または投資顧問契約により運用または助言する有価証券等についてのリスクは、次のとおりです。

・金利水準、為替相場、株式相場、不動産相場、商品相場、その他の指標等の変動、有価証券等の発行者の経営・財務状況の変化等に伴い、当該有価証券等の市場価格が変動し、また、その支払いを受けられなくなることがあるため、投資元本を割り込んだり、その全額を失うことがあります。

・さらに、信用取引や有価証券関連デリバティブ取引を用いる場合においては、委託した証拠金を担保として、証拠金を上回る多額の取引を行うことがありますので、上記の要因により生じた損失の額が証拠金の額を上回る（元本超過額が生じる）ことがあります。

当社とのお取引に際しては、必ず契約締結前書面等をよくお読みになり、お客様のご判断と責任に基づいてご契約ください。

商号等 株式会社 大和ファンド・コンサルティング
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 843 号
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会