

令和 5 年 6 月 16 日現在

機関番号：34304

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2019～2022

課題番号：19K01745

研究課題名(和文)個人型確定拠出年金に採用された投資信託に関する研究

研究課題名(英文)A Study on Mutual Funds Adopted for Individual Defined Contribution Pension Plans

研究代表者

西村 佳子(Nishimura, Yoshiko)

京都産業大学・経済学部・教授

研究者番号：90319442

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,400,000円

研究成果の概要(和文)：本研究の目的は、確定拠出年金の運営管理機関(運営)と加入者がどのような運用資産(投資信託等)を選んでいるかを明らかにすることである。運営については、100を超える運営管理機関(運営)の運用資産メニューを分析した結果、運営としての活動状況(運用商品提供数や情報開示への積極性)によって、運営間の違いが明確になった。「企業型」と「個人型」の確定拠出年金の加入者の保有資産の集計データを用いた分析では、企業型・個人型DCの資産構成には差があり、世代別の分析では、20代・30代の若い個人型DCの加入者の資産選択は上の世代よりも合理的であること、DCの保有資産の構成は、他の私的年金と異なることがわかった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の社会的な意義の1点目は、確定拠出年金の運営の活動の質(特に情報提供)に大きな差があることを明らかにしたことである。情報公開に積極的な運営は、生保・銀行・証券という受託金融機関による商品選択の偏りがなく、コストの低い投資信託を選ぶなど合理的な行動が見られた。2点目は、企業型・個人型DCの加入者の資産選択に違いがあり、教育が義務付けられている企業型よりも個人型の加入者の方が、また個人型の40代以上の加入者よりも若い加入者の方がファイナンスの観点から見て望ましい運用を行っていることが明らかになったことである。今後の運営のあり方および、加入者教育の方向を検討するときに示唆に富む成果である。

研究成果の概要(英文)：The purpose of this study was to clarify the assets (e.g., mutual funds) selected by DC plan administrators and DC plan participants. analysis of investment asset menus offered by more than 100 DC plan administrators revealed differences in the number of investment products offered and the level of proactive information disclosure by DC plan administrators. Analysis of aggregate data on assets held by "company-type" and "individual-type" defined contribution plan participants also revealed differences between the asset composition held by company-type and individual-type DC plan participants. Individual DC participants tended to invest more desirably in terms of the theory of finance than did company DC participants. Generational analysis showed that younger Individual DC subscribers in their 20s and 30s made more rational asset choices than Individual DC subscribers in their 40s and older.

研究分野：ファイナンス

キーワード：プラン・スポンサー 運営管理機関 資産構成 情報公開

1. 研究開始当初の背景

確定拠出年金では、金融の専門知識を十分に持っている運営管理機関(その多くは金融機関)が、5000本を超える公募型・追加型投資信託の中から20本~30本前後のアクティブ運用やパッシブ運用の投資信託を取りそろえた運用資産メニューを作り、加入者を募る。驚くべきことに、メニューの中のアクティブ型の投資信託の割合は約5割に達している。そして加入者の方も運用の選択肢から、コストとリスクが高いアクティブ型の投資信託を排除していないように見える。既存研究では、アクティブ型投資信託のパフォーマンスがパッシブ型の投資信託に比べて劣ることが知られており、DCのために選ばれた投資信託(DC専用設計を含む)も傾向が同じであれば、この状況は説明が困難である。米国を中心として、DCを巡るパズルについて研究成果が蓄積しており、Elton et al.(2006、2007、2013)やPool et al. (2016)は、確定拠出年金の運用メニューが必ずしも加入者にとって真に必要な運用資産の提供になっていないと主張した。

研究課題の背景にある学術的な問いの核心は、「運営管理機関が選定する投資信託群のファイナンスの理論からの乖離の理由」である。付随する問いは、「金融知識にばらつきのある加入者の行動が、運営管理機関の投資信託の選択に与える影響」である。ファイナンスの理論上は、安全資産と適切に選択したリスク資産を持てば、安全資産との組合せにより、あらゆる加入者の好みに応じたリスクとリターンが実現できる。つまりDC運用に必要な投資信託として、国内インデックスと海外インデックス(為替ヘッジあり・なし)を提示すれば十分なはずである。しかし、金融知識を持っているはずの運営管理機関の提示するメニューには、数多くのアクティブ運用の投資信託が提示されている。

既存研究から想定される理由としては、単に多様な加入者がどのような投資信託を好むかがわからないために多くのカテゴリーの投資信託(国内株式・海外株式為替ヘッジあり・海外株式為替ヘッジなし・国内債券・海外債券為替ヘッジあり・海外債券為替ヘッジなし・不動産投資信託・コモディティなど)をそろえている、取引関係(系列や資本関係・借入れ先など)を円滑にするため、本業における株式取引・債券取引を円滑にするためにアクティブ型投資信託を多く選択している、といった理由が考えられるが、研究の蓄積は進んでいない。数千の公募型・追加型投資信託の中からどのように運用資産が選択されているのかについて運営管理機関の行動を、また、加入者は提示された運用資産メニューの中からどのように投資信託を選んでいるのかについて明らかにしたいと考えた。

2. 研究の目的

2018年まで日本のDCの運用資産メニューは、公開されてこなかったため、運営管理機関や、企業型DCのプランスポンサーの運用資産の選択について分析を行うことはほとんど不可能であった。しかし、厚生労働省が企業型DCの運営機関に運用資産メニューの開示を求めたことや、2017年1月の制度改正により、個人型DC(iDeCo)の加入者範囲が第3号被保険者や公務員等に拡大され、国民の大半が個人型DCの潜在的な加入対象者となった。この大きな制度変更によって、140を超える運営管理機関(金融機関)が独自に選定した運用資産メニューの多くが公開され、利用できるようになった。そこで、この研究では、個人型DCの運用資産メニューおよび、投資信託の価格などのデータを用いて、

(i)金融の知識を十分に備えた運営管理機関は、数多くの投資信託の中からどのような投資信託を年金運用の手段として評価し、運用資産メニューに採用しているか

(ii)金融の知識にばらつきのある加入者は、運用資産メニューからどのような投資信託を選び運用しているのか

という2つの問題を明らかにし、企業型DCや個人型DCの制度上の問題や加入者向けの教育に関する政策上の課題解決に向けて現状分析の結果を提示したい。

3. 研究の方法

(i)の問題については、運営管理機関によって公表された投資信託の運用資産メニューに選ばれた投資信託と、採用されなかった投資信託について、価格データとベンチマーク指数を利用してパフォーマンス(シャープ・レシオ等のパフォーマンス指標を算出)、コスト(手数料)、アクティブ型かパッシブ型か、運用の長期継続性(1期前までの残高)、為替リスクへの対応(ヘッジの有無)だけでなく、取引関係(資本関係・幹事会社・メインバンク)に着目した分析を行い、運営管理機関(金融機関)がDCの運用に適した投資信託として、どのような投資信託を選んでいるのか、について明らかにする。その際、運営管理機関の業態(銀行・証券・保険会社)や立場(直接委託か再委託先兼務か)によって選択する投資信託に違いがあるかについても分析を行う。

(ii)については、現状ではDC加入者の保有する投資信託等の状況に関する個票データは公開されていないため、企業型DC・個人型DCの投資信託のカテゴリごとの保有金額の集計データと投資信託の市場データを併せて分析を行い、企業型DCと個人型DCでアセット・ミックスに違いがあるか、プロの機関投資家が運用する私的年金(企業年金や厚生年金基金など)とアセット・ミックスが似ているか、違いがあるかについて分析し、加入者の運用の水準や年金運用という目的との一致度合いについて考察を行う。

なお、当初予定していた運営管理機関に対するインタビューによる情報収集は、長引く感染症の問題等により今回は行わないこととした。

4. 研究成果

本研究で得られた研究の成果は、(i)については、

- ・運営管理機関の業態(銀行・証券・保険など)によって運用資産メニューの選択に違いはないが、このカテゴリに当てはまらない運管の中に、非常に個性的な運用資産メニューを提示しているところがあり、今後実態を調べてみる必要がある

- ・運営管理機関の業態カテゴリ(銀行・証券・保険など)に該当しない運管のうち、特にプランスポンサー企業が運管を兼ねているところについてはその専門性や人員の継続性に難しさがあると推測され、加入者にとって問題がないか検証が必要である

- ・運営管理機関の選択する投資信託のうち、比較の行いやすい国内パッシブ運用の投資信託について調べたところ。提供する運用資産の本数が少ない運管の方が、運用資産の本数が多い運管に比べ、コストの高い投資信託を運用メニューに選んでいる(または入れ替えずに選んだままにしている)傾向がある

- ・当初、運管の立場(運管のみか再委託運管を兼務しているか)によって、選定する投資資産メニューに違いが出ると考えたが、統計的には差がなかった

- ・運管に情報提供姿勢には大きく差があり、投資信託の基準価格を日々発信している運管と、2週間から半年程度遅延した情報を発信している運管がある。この情報発信の姿勢の違いが、投資信託の選択にはっきりと違いをもたらしており、因果関係は調べられていないものの、情報発信に積極的な運管の方が、コストの低い投資信託を選択している

- ・シャープ・レシオなどのリスク負担と収益に関する指標は有意とならなかった

(ii)については、

承認を受けた企業に勤務する従業員がほぼ自動的に加入する「企業型」と個人が煩雑な手続きを経て自主的に加入する「個人型」の確定拠出年金の加入者の資産選択の状況について、確定拠出年金加入者の保有資産の集計データを用いた分析を行い、複数の観点から分析した結果、

- ・企業型・個人型DCの加入者の資産構成には差があり、煩雑な手続きを経て自分自身で加入手続きを行う個人型DCの加入者の方が、企業型DCの加入者よりもリスク資産に投資する割合

が高い

- ・一方で、個人型 DC の加入者の保有する資産も、全体としては長期の定期預金の割合が高く、長期の年金運用という目的に照らすと不十分である

- ・さらに世代別の分析を行うと、20 代・30 代の若い個人型 DC の加入者の資産選択は上の世代よりも合理的であり、リスクとリターンの関係に注意を払った運用を行っている

- ・企業型・個人型 DC のアセット・ミックスは、他の私的年金（企業年金・厚生年金基金）と全く異なる

ということがわかった。以上のことが明らかになったことが本研究の成果であるが、多くの残された課題も同時に明らかになった。今後も継続して研究を行う必要がある。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計2件（うち査読付論文 2件 / うち国際共著 0件 / うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 西村佳子、西田小百合、村上恵子	4. 巻 Vol141 No1
2. 論文標題 「運営管理機関登録業者一覧」データからみる運営管理機関の違い	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 年金と経済	6. 最初と最後の頁 10-18
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 西村佳子	4. 巻 41 (10)
2. 論文標題 確定拠出年金の資産選択と運用：厳しさ増す若年世代には教育と教育以外の対策の両輪で	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 企業年金	6. 最初と最後の頁 4-7
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計4件（うち招待講演 1件 / うち国際学会 0件）

1. 発表者名 村上恵子・西村佳子
2. 発表標題 企業型・個人型確定拠出年金加入者の投資行動から見る金融経済教育の必要性
3. 学会等名 証券経済学会
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 西村佳子・西田小百合・村上恵子
2. 発表標題 確定拠出年金の運用とインデックス・ファンド
3. 学会等名 生活経済学会中四国部会
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 村上恵子・西村佳子・西田小百合
2. 発表標題 投資メニューに見る企業型確定拠出年金のガバナンス
3. 学会等名 年金シニアプランフォーラム（招待講演）
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 西村佳子
2. 発表標題 個人型・企業型確定拠出年金の投資メニューのガバナンス
3. 学会等名 中四国金融経済研究会
4. 発表年 2019年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
研究協力者	村上 恵子 (Murakami Keiko)		
研究協力者	西田 小百合 (Nishida Sayuri)		

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8 . 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------