

令和 6 年 6 月 17 日現在

機関番号：32644

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2021～2023

課題番号：21K01704

研究課題名（和文）確定拠出年金のガバナンスに関する研究 パッシブ・ファンドに着目して

研究課題名（英文）Study on the Governance of Defined Contribution Pension Plans

研究代表者

西田 小百合（Nishida, Sayuri）

東海大学・観光学部・准教授

研究者番号：80390285

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,900,000円

研究成果の概要（和文）：本研究では、企業型確定拠出年金のスポンサー企業や、運営管理機関、個人型確定拠出年金の運営管理機関が、スポンサー企業と金融機関（グループ会社を含む）の関係・金融機関向土の関係ではなく、確定拠出年金の加入者を第一に考えた運用資産メニューを選んでいるかについて明らかにしようとした。分析の結果、運営管理機関の業態や立場よりも、運営管理機関としての活動状況によって、運営管理機関間の違いがみえることがわかった。また、運営管理機関が「もっぱら加入者等の利益のみを考慮して」運用商品を選択している、という状況には至っていないことも確認できた。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の社会的意義は以下の2点である。第1に、運営管理機関間の違いの存在、および運営管理機関がもっぱら加入者等の利益のみを考慮して運用商品を選択しているという状況には至っていない点を指摘したことである。先行研究では、分析期間や分析に用いられたデータによって結果がさまざまであったが、運営管理機関間で違いがあることを明示した点で意味がある。第2に、意識調査の分析結果に基づいて金融リテラシーと退職後資金準備や個人型確定拠出年金加入の関係を確認した点である。若年層の効果的な年金運用を後押しする施策の必要性および若年層の金融リテラシー向上および運用の経験の蓄積の有効性などを指摘することができた。

研究成果の概要（英文）：The purpose of this study is to determine whether corporate-type DC sponsors and operational management institutions of DC select the best investment menu for DC participants. Our conclusion is that corporate-type DC sponsors and operational management institutions of DC do not select the best investment menu for their DC participants. Furthermore, differences in trust fees for index funds were related to the frequency of information disclosure by the operational management institutions of DC and the number of mutual funds used in the investment menus.

研究分野：計量経済学

キーワード：企業型確定拠出年金 個人型確定拠出年金 運営管理機関 運用資産メニュー 金融リテラシー リタイアメント・プランニング

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

1. 研究開始当初の背景

研究開始当初は、公的年金制度の財政的課題に伴い、年金支給開始年齢の段階的引き上げが議論されるなど、公的年金制度改革が行われていた時期であった。公的年金に加えて、高齢期における所得を確保するため国民の自助努力を支援するのが、私的年金制度である。私的年金制度とは、確定給付企業年金、企業型確定拠出年金、個人型確定拠出年金、国民年金基金等の総称であるが、少子高齢化の進展、産業構造の変化等の社会経済情勢の変化に伴い、重要性を増していた。本研究では、私的年金制度の中で企業型確定拠出年金制度と個人型確定拠出年金、特にそのガバナンスに注目して検証を行うこととした。

企業型・個人型確定拠出年金の「運用商品の選定」に着目してガバナンスを論じようとした理由は、確定拠出年金の加入者は雇用主である企業の提供する運用商品という制約の下で選択を行う必要があり、個人型も同様に運営管理機関の提供する運用商品という制約の下で選択を行う必要があると考えたからである。提示される運用資産メニューが真に加入者の利益にかなうものになっていなければ、望ましい私的年金の運用は非常に困難である。Chen, Lai and Wu(2016) は、運用商品選定においてアクティブ型投資信託が提供されやすいこと、Pool, Clemens and Irina(2016)では、スポンサー企業の系列会社のファンドは確定拠出年金のメニューに追加されやすく、削除されにくいことを示したが、同様の問題が日本の企業型・個人型確定拠出年金で起こっているかどうかを明らかにすることには、公的年金を補完する私的年金の制度や運営のあり方を考える上で非常に意義があると考えた。さらに、インデックス型の投資信託について、Blitz, Huij and Swinkels(2012)は、ファンドの経費率や税率その他要因により、ベンチマークとするインデックスとパッシブ・ファンドの間に収益率の乖離が生じており、それは国ごとの乖離だけでなく運用会社による乖離が大きいと指摘している。従来、パッシブ・ファンドは、それ以外のファンドよりも望ましいということから、パッシブ・ファンド間の差異について吟味されてこなかったが、運用会社ごとに乖離率に差があるとすれば、その乖離の理由について慎重な理解と合理的な理由に関する検討が必要であると考え、研究に着手した。

2. 研究の目的

本研究開始当初の主たる目的は、企業型・個人型確定拠出年金導入企業の提供している運用商品(パッシブ・ファンド)が、真に加入者の利益を図る目的で選択されているのかを検証することであった。この問題について、米国では、大規模な企業型確定拠出年金の運用資産メニュー・データが利用可能であり、パフォーマンス、投資信託の種類、手数料など多様な観点から運用資産メニューが検証されていた(Brown and Harlow, 2012 など)。日本では、投資信託の販売会社における比較可能な共通 KPI(金融庁)や運営管理機関の選定した運用商品の一覧(厚生労働省)の公開が始まったものの、個別企業の運用資産メニューについてはデータ入手が困難であり、したがって運用資産メニューに関する研究はほとんど行われていなかった。このようななかで、村上他(2017)は、自ら企業型確定拠出年金の運用資産メニューのデータを採取し、データ制約の下ではあるが、日本における第一歩となる分析を行ったことが評価された。同様に本研究課題は、村上他(2017)で残った大きな課題に取り組むという意味で、学術的に見て挑戦的な取り組みであったと言える。

これまでの研究を発展させ、本研究課題では特にインデックス型の投資信託について注目して分析を行うこととした。具体的には、企業や運営管理機関が数あるパッシブ・ファンドの中から、ベンチマークとなるインデックスと正確に連動する投資信託(つまり真に加入者の利益を図るファンド)を選定しているか、を明らかにする予定であった。この問題を明らかにすることは、企業型・個人型確定拠出年金導入企業の提供している運用商品が、真に加入者の利益を図る目的で選択されているのかを検証することにつながる。さらに、分析の過程で、日本銀行によるETFの買い入れが、インデックス型投資信託にどのような影響を与えているかについても一定の結論を得ることができると考えた。

3. 研究の方法

上述した研究目的に沿って、本研究課題では、2021(令和3)年度に、企業型確定拠出年金において、運営管理機関が加入者に提示するメニューの提供の構造と効率性に注目し、実証分析および問題提起を行った。具体的には、厚生労働省ホームページで公開された「運営管理機関登録業者一覧」と、そこにリンクを貼る形で公開された運営管理機関が提供する運用方法(運用商品のメニュー)や商品の運用成績、商品選択の理由等の情報の公開状況などのデータを用いて、運営管理機関の特徴によって提供される運用商品に違いがあるのかという問題について、限られ

たデータからではあるが予備的な分析を試みた。

2022（令和4）年度には、個人型確定拠出年金・企業型確定拠出年金の両方の加入者の資産運用状況について、厚生労働省「運営管理機関登録業者一覧」および、運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料」等のデータを用いて、運用資産選択状況と運用利回りについて検証を行った。また、日経 NEEDS（退職給付関連データ）の財務データを用いて、上場企業 2,832 社の退職給付制度導入状況と確定給付型の企業年金を導入している企業 1,852 社の積立不足に地域差があるのかを分析した。

本研究の目的を達成するためには運営管理機関へのインタビュー調査やアンケート調査の依頼・調整・実施が必要であるが、感染症の影響で、計画していた調査が実施できなかった。そのため、2023（令和5）年度には研究の順序を変更し、確定拠出年金加入者側への教育や加入者の運用行動に焦点をあてた研究を先に進めることとした。具体的には、日本証券業協会「個人投資家の証券投資に関する意識調査」結果を用いて、金融リテラシーと退職後資金準備や個人型確定拠出年金加入の関係を確認した上で、金融リテラシーに影響を与える要因を検証した。

4．研究成果

(1) 研究成果

西村・西田・村上（2022）では、厚生労働省 HP で公開されている企業型・個人型確定拠出年金の「運営管理機関登録業者一覧」のデータを用いて、わかりにくい運営管理機関の状況について「運営管理機関間の違い」に着目した分析を行った。本研究では、2018 年の運営管理機関の行為準則で運営管理機関の規範となる行動が示されて以降、運営管理機関による運用商品の提供状況がどの運営管理機関でも同じような傾向になったのか、それとも異なるのかを検証することを目的とし、事業主・加入者などからはわかりにくい運営管理機関の状況について「運営管理機関間の違い」に着目した分析を行った。限られたデータからではあるが、分析の結果から、運営管理機関の業態や立場（直接委託か再委託先兼務か）よりも、運営管理機関としての活動状況（運用商品提供数や情報開示への積極性）によって、運営管理機関間の違いがみえることがわかった。また、運営管理機関が「もっぱら加入者等の利益のみを考慮して」運用商品を選択している、という状況には至っていないことも確認できた。

西村（2022）では、個人型確定拠出年金・企業型確定拠出年金の両方の加入者の資産運用状況について、厚生労働省「運営管理機関登録業者一覧」および、運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料」等のデータを用いて、運用資産選択状況と運用利回りについて検証を行った。分析の結果、運用成績がここ数年芳しくない国内債券ファンドに年間 100 億円の資金が流入しており、投資額が減っていないこと等が明らかになった。また、世代別に見ると、個人型確定拠出年金では世代が低くなるにつれて外国株式パッシブやバランス・パッシブに投資する比率が高くなるが、企業型では 20～30 歳代の加入者が預金や保険商品に投資する割合が高いことがわかった。そこで、若年層の効果的な年金運用を後押しする施策が必要であることを指摘した。

村上・西田（2023）では、日経 NEEDS（退職給付関連データ）の財務データを用いて、上場企業 2,832 社の退職給付制度導入状況と確定給付型の企業年金を導入している企業 1,852 社の積立不足に地域差があるのかを分析した。その結果、上場企業を分析対象としていることもあり、充実した退職給付制度を提供している企業が多く、退職給付制度の導入状況に地域差は確認できなかった。併せて、政府等の公表データを用いて、公的年金の受給額や個人型確定拠出年金への加入状況、退職後の生活設計に関する家計の行動や考え方に地域差があるのかについて検証した。導入状況に地域差は確認できなかったが、分析対象企業の中には複数の退職給付制度を導入している企業がある一方で、退職給付制度を持たない企業や確定拠出型の年金制度しか持たない企業があることがわかった。そういった企業への従業員が運用商品を選択する際の支援や、運用商品を選択しない加入者への支援の強化の必要性を指摘した。

新型コロナウイルス感染症の影響で、計画していた運営管理機関へのインタビュー調査やアンケート調査の依頼・調整・実施できなかったことから、最終年度には研究の順序を変更し、先に確定拠出年金加入者側への教育や加入者の運用行動に焦点をあてた研究を先に進めることとした。運営管理機関の行動に関するデータは極端に少なく、インタビューやアンケート調査を経ずに研究を進めることは困難であったことが理由である。まず、西田・西村・村上（2023）および村上（2023）で確定拠出年金加入者の金融リテラシーと金融行動について報告を行い、それをもとに西田・村上・西村（2024）で確定拠出年金加入者側への教育や加入者の運用行動に焦点をあてた研究を行った。加速化する少子高齢化の中で、若年世代の間でも公的年金の持続可能性や公的年金の支給額の減少に対する不安が高まっていることから、退職後に向けた計画的な資金準備に関するリタイアメント・プランニング教育を年齢を限定せず、すべての人に実施する必要性について確認することが主たる目的である。具体的には、日本証券業協会「個人投資家の証券投資に関する意識調査」結果を用いて、金融リテラシーと退職後資金準備や個人型確定拠出年金加入の関係を確認した。分析の結果、金融リテラシーの高い人は退職後に備えるための資産蓄積が進むこと、および金融リテラシーが高いのは金融や投資に関する教育と経験を積んでいる人であることを提示した。この分析結果を踏まえ、若い世代に退職後に備えて無理のない範囲で資

産を蓄積してもらうことの必要性和それが現実的に可能かどうかという問題についても検討した。

本研究課題では、企業型確定拠出年金のスポンサー企業や運営管理機関、個人型確定拠出年金の運営管理機関が、スポンサー企業と金融機関（グループ会社を含む）の関係・金融機関同士の関係ではなく、確定拠出年金の加入者を第一に考えた運用資産メニューを選んでいるかについて明らかにしようとした。言いかえると、スポンサー企業や運営管理機関は確定拠出年金の提供者・助言者として、確定拠出年金に対するガバナンスを発揮しているか否かを明らかにすることを研究の目的としてきた。しかしながら、購入したデータのみでこれらを検証することは困難であり、上述したとおり運営管理機関の行動に関するデータは極端に少なく、インタビューやアンケート調査を経ずに研究を進めることができなかった。今後は、インタビュー等の調査と様々な手数料、企業ごとの資本関係などのデータを用いた研究を進める予定である。

(2) 得られた成果の国内外における位置づけとインパクト

日本における確定拠出年金の運用メニューやガバナンスに関する研究成果は少ない。特に、運営管理機関と再委託先、再委託先を兼務する運営管理機関との関係についての分析はほぼない。本研究課題では、運営管理機関の業態（銀行・証券・生損保系運管など）についてはあまり差がないことを確認した上で、運営管理機関の情報開示への姿勢の違いは大きく、情報公開に不熱心な運営管理機関の信託報酬は高くなりがち、多くの投資信託を扱う運営管理機関とそうでない運用管理機関の間には扱う同じカテゴリーの投資信託の信託報酬に違いがあり、数多く扱う運営管理機関の信託報酬の方が低い、などの結果を提示することができた。そういう意味では、国内では新規性のある研究成果である。海外では同種の研究成果が既にあるが、日本独自の状況を明らかにできたといえるだろう。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計4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 村上恵子・西田小百合	4. 巻 第21号
2. 論文標題 企業の退職給付制度選択の地域差に関する分析－確定拠出年金導入における課題の考察	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 地域デザイン	6. 最初と最後の頁 155-178
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 無
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 -
1. 著者名 西村佳子・西田小百合・村上恵子	4. 巻 第41巻第1号
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 31-39
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 西田小百合・村上恵子・西村佳子	4. 巻 第226号
2. 論文標題 金融リテラシーとリタイアメント・プランニングー個人型確定拠出年金 iDeCoに注目してー	5. 発行年 2024年
3. 雑誌名 生命保険論集	6. 最初と最後の頁 51-74
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 無
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3件（うち招待講演 0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 第93回証券経済学会全国大会
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 西田小百合・西村佳子・村上恵子
2. 発表標題 確定拠出年金加入者の金融リテラシーと金融行動
3. 学会等名 2023年度生活経済学会中四国部会研究会
4. 発表年 2023年

1. 発表者名 村上恵子
2. 発表標題 個人型確定拠出年金（iDeCo）の加入者行動と金融リテラシー
3. 学会等名 第95回証券経済学会全国大会
4. 発表年 2023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 分担 者	西村 佳子	京都産業大学・経済学部・教授	
	(Nishimura Yoshiko)		
	(90319442)	(34304)	

6. 研究組織（つづき）

	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 分 担 者	村上 恵子 (Murakami Keiko) (90325142)	県立広島大学・地域創生学部・教授 (25406)	

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