

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 27 年 5 月 15 日現在

機関番号：34304

研究種目：挑戦的萌芽研究

研究期間：2011～2014

課題番号：23653085

研究課題名(和文) 確定拠出年金導入企業に関する研究 - 無関心層加入者対応を中心に -

研究課題名(英文) Investment options provided by defined contribution plan sponsors: One step towards understanding the behavior of the plan sponsors

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) 2,300,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では、企業の確定拠出年金提供に対する姿勢と提供される選択肢の関係について分析を行った。他の退職給付制度からの資金の移換がなく、確定拠出年金の導入時期が遅く、担当者が熱心でかつ熟練度が高く、従業員数が少ない企業は、バランスの良い資産メニューを提供する傾向があることがわかった。さらに、聞き取り調査の結果からは、金融資産メニューの採択においてメインバンク・系列企業の意向を反映させるなど、加入者以外の主体の利益を考慮するなど、企業型確定拠出年金が必ずしも“加入者のための年金”ではない可能性があることが示された。

研究成果の概要(英文)：The employers provide investment options to their participants, and the participants choose some funds based on those constraints. As a first step, to clarify the behavior of the employers, we focused on the relationship between the employer's stance (i.e., degree of specialty, dedication) in providing a defined contribution pension plan and the investment options provided by defined contribution plan sponsors. Based on hearing investigation, we determined that the defined contribution pension plans in Japan are not necessarily pensions managed only for their participants. When the employers choose investment options for their participants, some employers are conscious of their main banks and the group of companies associated with the plans.

研究分野：金融

キーワード：確定拠出年金 資産選択 デフォルト商品

1. 研究開始当初の背景

日本の確定拠出年金加入者の投資状況を見ると、元本確保型金融商品の資産残高が6割程度に達している。超低金利下においてこのようなポートフォリオで運用をしているのは、従来の企業年金の退職給付水準（多くが2%半ば以上の運用成績を想定）を維持できないことが懸念される。我が国は米国などと異なり、勤務先企業が確定拠出年金を導入した場合、掛け金の受け取りを希望する社員を除く全ての社員が自動的に加入者となる。したがって、年金の運用に積極的でない加入者もあり、確定拠出年金制度の成否は、加入者教育や継続教育の質、企業が提供する金融商品の選択の仕方、運用を諦めて放置する加入者への対策など、確定拠出年金導入企業の制度設計や工夫などに資するところが大きい。しかし、確定拠出年金を導入する企業の行動についての研究はほとんど行われていない。

我々はこれまで、家計に対する金融教育と資産選択行動の関係についての研究を行ってきた。これまでの研究からは、リスクとリターンの関係などにまで踏み込んだ金融教育は資産選択の効率性を高める可能性があるものの、教育を受けてもその資産選択行動を変化させない層や、教育を受ける機会があっても全く無関心な層が存在し、その割合がかなり高いことが明らかになった。確定拠出年金加入者の3-4割程度がプランナーにはなり得ない層（教育の効果が上がらず無関心な層）であるという結果は、MacFarland et al.(2004)の米国での研究、Atkinson et al.(2007)の英国における研究、西村他(2011)で一致しており、教育を提供するだけでは確定拠出年金の運用の改善は難しいことを示唆している。

このような状況の下で、企業が加入者動向をどう把握し何を問題にしているのか、加入者の動向を把握した企業が、具体的にどのような対策や制度設計を行っているのかについて分析を行う。特に、教育を受けても効果が上がらないまたは合理的な選択が行えないように層の存在に注目する。

2. 研究の目的

この研究の目的は、導入から9年を経て（2010年の時点で）2010年3月末の企業型で340万人（3,319規約，13,057事業所）が加入する規模となった日本の確定拠出年金を対象に、導入企業側の行動に焦点を当てた分析を行うことである。(1)確定拠出年金導入企業がどのような判断で確定拠出年金を導入したのか、(2)加入者動向をどう把握し何を問題にしているのか、(3)認識した問題に対してどのような対策を取り、制度設計を行っているのかなど、特に行動ファイナンスの知見を取り入れた分析を行う計画をたてた。

3. 研究の方法

研究の目的の(1)確定拠出年金導入企業がどのような判断で確定拠出年金を導入したの

かに関しては、連携研究者が財務データを用いた研究手法で研究結果を報告した。本研究では(2)加入者動向をどう把握し何を問題にしているのか、(3)認識した問題に対してどのような対策を取り、制度設計を行っているのか、について明らかにすることに注力することにした。

まず、雇用主（企業）側の行動を明らかにする第一歩として、既存のデータ（NPO法人401k教育協会の保有している、企業型確定拠出年金担当者に対するアンケート調査）を用いて、雇用主の確定拠出年金提供に対する姿勢（熟練度や熱心さ）と提供される選択肢の関係について分析を行う。

次に、既存のデータでは明らかにできない情報を得るために、3つの方法で情報収集を行い、分析を進める。1つは、厚生労働省が保有する「運営管理業務報告書」データの開示を申請を行い、企業が確定拠出年金加入者に提供する資産メニューについて把握し、その特徴について分析を行う。それと平行して、2つめは、「運営管理業務報告書」データが開示されなかった場合に備えて、確定拠出年金導入企業に聞き取り調査をお願いし、70社程度の企業を目標に、(a)加入者やその確定拠出年金運用状況についてどのような問題を感じているか、(b)(a)の問題に対する対応、(c)運用を放棄している加入者に対する対応や制度などについての詳細な聞き取りを行う。3つめは、データ収集会社に依頼して行うアンケート調査である。回収率が極めて低いことを想定し、1000社に確定拠出年金の資産選択メニューに関するアンケート調査を依頼する。このようにして作成したデータは、計量分析モデルによる分析を行う。さらに企業型確定拠出年金を提供する企業の行動を明らかにするために欠かせない加入者の行動をとらえる分析も行う。投資家のタイプ別に加入者がどのような運用行動をとるのかについて分析を行い、確定拠出年金の継続教育などの対応では十分な改善が図れない層の特徴を明らかにする。

4. 研究成果

この研究で得られた成果は以下のとおりである。なお、()の番号で示された研究成果はそれぞれ雑誌論文で挙げた論文に対応している。

(1)確定拠出年金加入者の保守的なポートフォリオは、年金制度の移行による一時的な問題ではなく、継続的な問題である可能性が高い。

我が国では、確定拠出年金が新規に設立されたケースは従前の制度を解約・分配後に新規に設立されたケースを含めても23.4%に過

ぎず、残りの76.6%は従前の制度を確定拠出年金に資産移換して確定拠出年金制度が設立されている。このような制度移行期においては、確定拠出年金加入者の資産運用は、積み立て方式で運用するケースとまとまった資金を運用するケースに区分した上で分析する必要があるだろう。なぜなら、両者を区分せずに分析することによって、本来、制度移行期の一時的な問題であるかもしれない保守的な行動をとる加入者の問題を、恒常的な問題として捉えてしまうかもしれないからである。

西村他(2011)で我々は、確定拠出年金加入者が、リスクを適度にとることのできる「計画性のある熟練した投資家」と「長期の展望にやや欠ける投資家」、リスク資産への配分が少ない「計画性のある保守派」と「無関心層」の4者に分類できると述べた。しかし、西村他(2011)では年金保険料を積み立て方式で運用するケースと、他の年金からまとまった資金を確定拠出年金に移行して運用するケースを明確に分類していなかった。本稿では、2005年という確定拠出年金制度発足から近く、ようやく加入企業数が増えてきた時点でのデータを用いて、2005年時点でまとまった年金原資を保有している加入者を、「確定拠出年金加入時に移行資金の投資を行い、それに加えて積み立て方式で年金を運用している加入者」、2005年時点ではまとまった年金原資を保有していない加入者を、「積み立て方式で年金を運用している加入者」として、両者の資産選択行動に違いがないかどうかについて調べた。クロス集計と独立性の検定および数量化 類の分析からは、移行資金の投資を行った加入者の資産選択行動がその他の加入者と異なっているという結果は得られなかった。

また、数量化 類を用いて分析した結果は、相関比、判別の中率が低いという問題があるものの、資産運用が安全資産に偏るのは、資産配分が100万円未満、年代が50歳代、理解度が低く、退職後の生活設計がほとんどできていない層であることがわかった。したがって、確定拠出年金加入者の中に、安全資産に偏ったポートフォリオを保有する加入者が高い比率で存在するが、その原因が年金制度の移行による一時的な要因であるとはいえず、他の要因による可能性が高いということが明らかになった。

(2)家計の資産選択において、「リスクを嫌悪するタイプの投資家」や「リスクを受容できても計画性のないタイプの投資家」の行動は、継続的に金融教育が行われても変化しない。

この研究では、継続的な金融教育が個人の金融資産選択行動に及ぼす影響を投資態度別に分析した。何をもちて金融教育の効果を

見るかについては共通した見解がないため、本稿では金融初学者 50 名を対象にした金融教育プログラムを実施し、参加者に「計画性」「リスク選好」「時間選好」という 3 つの指標を用いて質問を行い、非階層的クラスター分析と分散分析により 4 つのタイプ「計画性なし(現在重視)でリスクを嫌悪するタイプ」「計画性なし(現在重視)でリスク受容するタイプ」「計画性あり(将来重視)でリスク嫌悪するタイプ」「計画性あり(将来重視)でリスク受容するタイプ」に分類し、それぞれのタイプが金融知識を得るとともに、どのようにポートフォリオを変化させるかを観察した。

4 つのタイプ毎に、選択された金融資産数、リスク資産への資金配分率、効率的フロンティアからの距離がどう変化したのかをについて調べることによって、「金融教育を受けることで投資家は分散投資をするようになる」、「金融教育を受けることで投資家はリスク資産への資金配分額を増やす」、「金融教育を受けることで投資家のポートフォリオの効率性は上昇する(より効率的フロンティアに近いポートフォリオを選択できるようになる)」という 3 つの仮説を投資態度別に検証した結果、「計画性の有無にかかわらずリスクを嫌悪する者」や「リスクを受容できても計画性のない者」は、金融知識を得てもその行動をほとんど変化させない、あるいは一時的にしか変化させない可能性があることを示唆するものであった。

(3) 確定拠出年金導入企業の運用資産提供行動を分析すると、他の退職給付制度や年金からの資金の移換がなく、確定拠出年金の導入時期が遅く、担当者の熱心でかつ熟練度が高く、従業員数が少ない企業は、元本確保型金融商品に偏らない運用資産メニューを提示する傾向があることがわかった。反対に、移換資産があり、確定拠出年金の導入時期が早かった企業は、確定拠出年金の運用資産メニューに占める元本保証型金融商品の割合が高い。

企業型確定拠出年金では、運用資産数が多ければ良いというわけではなく、既存研究では、いたずらに多い運用資産メニューが加入者を混乱させ、加入者のポートフォリオを非効率なものにする可能性が指摘されている。本来であれば、運用資産の内容を質の面で検討すべきであるが、残念ながら我々はその情報を持ち合わせていないため、ここでは(I)運用資産メニューの豊富さをもってリスク分散を可能にする指標として捉える、こととする。また、(II)運用資産メニューに占める元本確保型商品の割合はできるだけ小さい方が望ましい、と考える。このように捉える理由は、確定拠出年金の運用資産メニューに含まれる元本確保型商品の商品は、リスクとリターンに特性に差がない類似の資産だと判断

され、例えば 15 本の運用資産メニューのうち半分が元本確保型商品で占められているような企業は、多様な金融資産で構成され十分に分散が可能な合理的な運用資産メニューを提供しているとはいえないからである。

数量化 類を用いて、望ましい運用資産メニューを提示している企業の特性について分析した結果、「過去の年金制度からの移換資産の有無および確定拠出年金導入時期」と関連があることがわかった。

確定拠出年金導入企業を、グループ 1：運用資産数が多くかつ元本確保型商品の占める割合が小さい企業、グループ 2：運用資産数が多くかつ元本確保型商品の占める割合が大きい企業、グループ 3：運用資産数が少なくかつ元本確保型商品の占める割合が小さい企業、グループ 4：運用資産数が少なくかつ元本確保型商品の占める割合が大きい企業という 4 グループに分類し、グループ間の特徴について比較した結果が提示されている。数量化 類の分析結果との対応でいえば、グループ 1 が最も望ましい運用資産メニューを提供している企業群、グループ 2~4 は望ましいとはいえない運用資産メニューを提供している企業群であり、最も望ましくないのはグループ 4 の企業群である。

過去の年金制度からの移換資産が多く、従業員数が多いグループ 2 では、運用商品数は多いものの、元本確保型商品の占める割合も多くなっており、金融機関や情報提供会社から見て収益が上がりやすい、つまりしがらみが多く、金融機関による営業活動の対象となりやすい特徴を備えた企業群であることがわかる。一方、本節で使用した運用資産メニューにおいて最も望ましい企業群であるグループ 1 では、過去の年金制度からの移換資産は他のグループと比べて低く、従業員数は中程度、導入時期は比較的遅い企業が多く、金融機関や情報提供会社から見て収益の上がりにくい企業であるといえる。したがって、望ましい運用資産メニューを提供しているかどうかについては、過去からの移換分の有無、従業員数、導入時期が何らかの影響を及ぼしている可能性が高いことが示唆された。

(4)我々の行った確定拠出年金導入企業に対する聞き取り調査では、元本確保型商品が約 3 割、金融資産の本数は 19 本であった。また、デフォルト商品を設定している 5 社のうち 4 社が、定期預金をデフォルト商品としていた。事前受け取り制度を導入している企業が半数以上、しかも実際に事前受け取りをしている社員の割合が 5 割以上という企業も存在した。

聞き取り調査は難航し、アンケート調査でも肝心の確定拠出年金の金融資産メニューの回答が得られないケースが多かったためサンプル数が少なく、統計分析を行うことはできなかったが、調査結果から、企業型確定拠出年金を提供する企業の中には、金融資産

メニューの採択においてメインバンク・系列企業の意向を反映させるなど、加入者以外の主体の利益を考慮して行動せざるを得ない企業が少なからず存在することが明らかになった。その他にも、デフォルト商品採択の問題、年金管理部署における専門家不在の問題、退職後の資金であるはずの確定拠出年金の事前受け取り制度導入の問題などが確認され、現状では企業型確定拠出年金が必ずしも“加入者のための年金”ではない可能性があることが示された。

日経の調査によると、日本の確定拠出年金導入企業全体としては、2006 年以降、定期預金の採択本数が 2.5 本前後、元本がほぼ確保される保険商品も 3 本近く、2012 年、2013 年において企業の提供する金融資産の 30% 弱を元本確保型資産が占めている。我々が個別企業に聞き取り調査を行った結果も日経の調査とほぼ同様の結果であった。

確定拠出年金を提供する企業(雇用主)は、どのように加入者の選択するポートフォリオに影響を与えるのか。この問題について、我々が知る限り日本では研究が行われていない。Benartzi and Thaler(2001)は、雇用主の準備する運用メニューが加入者に対してどのような影響を与えるかについて、行動ファイナンスに基づいた分析を行った。分析の結果、雇用主が n 本の金融資産を確定拠出年金の運用資産メニューに提示すれば、加入者はそれぞれのファンドに $1/n$ ずつの資金を投じる傾向があることが報告された。雇用主が同じ資産クラスで重複するファンドを提供している場合に、加入者がこのように単純な分散投資を行うと、意図せざる資産に集中投資を行ってしまう可能性がある。Elton et al.(2006)は、研究上の 8 種のインデックスを用いて、401(k)確定拠出年金によって提供される投資の選択肢の合理性を調べた。400 あまりの年金プランのうち 4 割程度については提供される運用資産メニューが妥当であるが、6 割程度は選択肢の種類(数ではなく)が不十分であるとした。雇用主によって提供されるメニューにはばらつきがあり、外部のコンサルティングが受けられるような加入者の多い確定拠出年金は、小規模な確定拠出年金に比べて、提供される運用資産メニューの効率性が高い傾向があることを指摘している。Tang et al.(2010)は企業によるデフォルト商品選択の重要性を指摘し、Madrian and Shea(2001)は加入者の選択が提供されたデフォルト商品の影響を受けることを明らかにしているが、デフォルト商品が定期預金であれば、年金や金融資産の選択に関心がない加入者の多くが定期預金を選択する可能性はある。

それでは我が国の確定拠出年金導入企業はどのように行動しているのか。確定拠出年金加入者の資産選択行動については研究が

蓄積されつつあるものの、残念ながら、加入者に資産選択の制約を課している確定拠出年金導入企業の行動はよくわかっていない。どのような数の、どのようなリスクとリターンが期待される運用資産メニューを提供しているのか、合理的な運用資産メニューの提供を目的に商品の選択を行っているのか、そうでないのかなど、研究により明らかにすべき課題が山積している。しかし、現状ではどの企業がどのような運用資産メニューを提供しているのかについての詳細なデータは得られない。

本研究ではこの問題について明らかにすべく3つの方法でデータ作りを試みたが、厚生労働省の保有するデータは開示されず、大規模に行ったアンケート調査でも確定拠出年金の金融資産メニューについての回答を拒否されることが多かった。現段階では聞き取り調査で詳細を回答して下さった少数の企業(聞き取り調査を実施した企業のうち3割程度)から得た情報から得られた情報が全てである。しかし、多くの企業が金融資産メニューについて回答をしたくないと感じているということであれば、なおさらその点に踏み込んだ分析が必要であることは明らかである。残された課題は大きいですが、問題の所在は明らかであるので、今後も継続して研究に取り組みたい。

引用文献

Benartzi, S., and R. H. Thaler(2001), "Naive Diversification Strategies in Defined Contribution Saving Plans", *American Economic Review* 91 (1), pp.79-98.

Elton, E. J., M. J. Gruber and C. R. Blake (2006), "The Adequacy of investment choices offered by 401(k) plans", *Journal of Public Economics* 90 (6-7), 1299-1314 .

Madrian, B. and Shea, D.(2001), "The power of suggestion: Inertia in 401(k) participants' savings", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.116(4), pp.1149-1187.

Tang N, O.S. Mitchell , G.R. Mottola and S.P.Utkus(2010), "The efficiency of sponsor and participant portfolio choices in 401(k) plans", *Journal of Public Economics*, Vol.94, pp.1073-1085.

西村佳子, 西田小百合, 村上恵子(2011)「確定拠出年金加入者像をとらえる試み」『生活経済学研究』第33巻, pp.49-57.

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計4件)

(1)村上恵子・西村佳子, 企業型確定拠出年金は誰のものか—企業の金融資産メニュー選択の現場から—, 県立広島大学経営情報学部論集, 査読無, No.7, 2015, 111-118 ページ .

(2)西村佳子・西田小百合, 確定拠出年金導入企業の運用資産提供行動—加入者調査データによる分析—, 京都産業大学論集, 社会科学系列, 査読有, 第30号, 2013, 177-192 ページ ,

http://ci.nii.ac.jp/els/110009687530.pdf?id=ART0010171469&type=pdf&lang=jp&host=cinii&order_no=&ppv_type=0&lang_sw=&no=1431310983&cp=

(3)村上恵子・西村佳子, 金融教育が家計の金融資産選択に及ぼす影響—投資家タイプ別にみた教育効果測定の試み—, 季刊個人金融 Vol6, ゆうちょ財団, 査読有, No.4, 2012, 49-57 ページ ,

http://www.yu-cho-f.jp/publication/personalfinance/summary/2012winter/feature_articles04.html

(4)西田小百合・村上恵子・西村佳子, 確定拠出年金加入者の資産選択と制度移行の影響, 東海大学紀要, 査読無, 政治経済学部, 43号, 2011, 89-103 ページ ,

http://www.u-tokai.ac.jp/academics/undergraduate/political_science_and_eco/kiyou/index/pdf/2011/08_nishida.pdf

〔学会発表〕(計3件)

(1)西村佳子, カナダの私的年金を巡る問題—パーソナル・ファイナンスの観点から—, 2014年11月29日, 日本年金学会研究会, 於京都大学(京都市) .

(2)西村佳子・村上恵子, 金融教育が家計の金融資産選択に及ぼす影響—投資家タイプ別にみた教育効果測定の試み—, 2012年9月18日, 日本金融学会秋季大会, 於北九州市立大学(北九州市) .

(3)西村佳子, 確定拠出年金導入企業の運用資産提供行動—加入者調査データによる分析—, 2012年2月27日, 大阪銀行協会フォーラム, 於大阪銀行協会(大阪府大阪市) .

6. 研究組織

(1)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

(3)連携研究者

村上 恵子 (MURAKAMI, Keiko)

県立広島大学・経営情報学部・准教授
研究者番号：90325142

西田 小百合 (NISHIDA, Sayuri)
東海大学・政治経済学部・准教授
研究者番号：80390285