

確定拠出年金導入企業の運用資産提供行動

——担当者調査データによる分析——

西村佳子

西田小百合

目次

1. はじめに
2. 確定拠出年金導入企業が加入者に与える影響
3. 確定拠出年金導入企業に関する分析
4. おわりに

要旨

確定拠出年金導入企業は、加入者に運用資産メニューを提示し、加入者は制約の下で運用を行う。本稿では、雇用主（企業）側の行動を明らかにする第一歩として、企業型確定拠出年金担当者に対するアンケート調査のデータを用いて、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った。分析の結果、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、担当者の熱心度かつ熟練度が高く、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傾向があることが明らかになった。

キーワード：確定拠出年金、退職給付制度、運用資産メニュー、年金の提供者、加入者

1. はじめに

日本の確定拠出年金は、2001年の導入から10年余りが経過した。確定拠出年金は、適格退職年金が2012年3月末をもって廃止されたことや、国際財務報告基準（IFRS）の適用による確定給付型年金の損失計上厳格化が想定されたこともあって、当初の予測よりは緩やかながら、加入者数が継続的に増加している。2012年6月末の確定拠出年金（企業型）加入者数は439.9万人（4144規約、16629

事業所)であり、厚生年金加入者のうち約13パーセントが、年金制度の3階もしくは実質的な4階部分¹⁾として確定拠出年金に加入していることになる。

厚生年金加入者の1割少々しか加入していない確定拠出年金の重要性を疑問視する向きもあるだろうが、2つの観点からその重要性を指摘しておきたい。ひとつは、OECD(2009)の報告などで指摘される日本の公的年金(国民年金・厚生年金・共済年金)の所得代替率の低さ²⁾を補完し、また少子高齢化による人口動態の影響を緩和する年金としての重要性である。今後も進展する我が国の少子高齢化や財政状況を考えると、公的年金の不足を補完することは非常に重要な課題であり、しかも公的年金のように人口動態に影響を受ける方式ではない個人勘定の年金による補完が望まれる。雇用主が提供する個人勘定の年金には、厚生年金基金やキャッシュバランスプランのような確定給付型に分類される年金³⁾と確定拠出型年金があるが、どちらを選ぶか(組み合わせるか)という問題は、雇用主・従業員間のリスク負担の問題に他ならない。もうひとつは、退職後の資金(退職一時金や年金など)計画に占める確定拠出年金の割合が非常に高い企業の存在である。公的年金の他に確定給付型年金と確定拠出年金を準備し、さらに退職一時金制度もある手厚い企業がある一方で、従来準備していた退職一時金制度を確定拠出年金制度に移行してしまうなどして公的年金の他には確定拠出年金しかないという企業が3割もある⁴⁾。この3割の企業では、従業員は従来の退職一時金という退職後の生活設計上大きな割合を占める資金を自ら運用していることになり、運用成果が芳しくないときの影響は、退職一時金や確定給付年金・確定拠出年金など多くの制度を併用している企業の従業員に比べて深刻である。

これまで確定拠出年金に関しては、Benartzi and Thaler(2001)やBrown et al.(2007)が示した加入者の単純で素朴な資産選択、Mottla and Utkus(2008)のように安全資産や1社の株式に偏った非合理的なポートフォリオなど、主に加入者の資産選択行動の問題に焦点を当てた研究が蓄積されている。なぜ加入者の資産選択行動が非合理的なのかという問題については、Rooij et al.(2007)やAtkinson et al.(2007)のような加入者の知識不足を指摘する研究や、MacFarland et al.(2004)や西村他(2010)のように加入者の中に学習によって行動を変えない層や無計画な層が存在し教育の効果が上がらない場合があることを示唆する研究がある。一方で、確定拠出年金を提供する雇用主側に関する研究はまだ始まったばかりである。例えば、Elton et al.(2006)は雇用主の提供する年金運用資産の妥当性について分析し、提供される選択肢をリスクとリターンで見た場合に提供される選択肢の範囲が不十分であると述べたが、Tang et al.(2010)は、雇用主の提供する選択肢は概ね効率的であり、効率的な選択肢を与えられても活用できていない従業員側の問題が大きいと述べている。加入者のポートフォリオが、雇用主の選択肢の提供に大きな影響を受けると述べた研究にはBenartzi and Thaler(2001)やBrown et al.(2007)がある。加入者は、ごく単純に提供された選択肢に1/nずつ資金を配分する傾向があり、雇用主が同じ資産クラスの投資信託を複数提供しているようなケースで、加入者は分散投資

をしているつもりでも、結局は株式や債券などファンドを構成する資産クラスに集中的に資金が集まる結果となり、分散投資が不十分になるといった問題が指摘されている。

いずれにしても、加入者は雇用主が提示する選択肢という強い制約の下で資産選択を行うしかない。だからこそ、雇用主が多様な選択肢を提供し、加入者が資産選択を行うに十分な情報や教育を提供しているかなど、雇用主の行動を分析することは重要な課題である。日本では、各雇用主がどのような投資の選択肢を提供しているかについての詳細なデータの入手が困難であり、我々の知る限り雇用主の行動に関する研究は行われていない。本稿では、入手できるデータの制約が非常に大きい中ではあるが、雇用主（企業）側の行動を明らかにする第一歩として、企業の規模や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明らかにすることを目的に分析を行う。以下、2節で確定拠出年金導入企業の行動に関する先行研究を概観し、3節で確定拠出年金導入企業の特徴について数量化Ⅱ類で分類を試みる。また、分類したカテゴリー毎の導入企業にはどのような特徴があるのか、どのような選択肢を加入者に提示しているのかを見ていく。4節で分析の結果について議論を行い、残された課題について述べる。

2. 確定拠出年金導入企業が加入者に与える影響

確定拠出年金を提供する企業（雇用主）の行動は、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ため、海外での研究成果について紹介しておく。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。また、Benartzi and Thaler（2001）は、雇用主が運用メニューに株式投資信託を追加すると、加入者が株式投資信託への投資比率を高めることも確かめられたと述べ、逆に雇用主が運用資産メニューに占める確定利付き商品を増やせば、加入者が非常に保守的な運用を行う可能性が高くなるとした。このように、雇用主の作る運用資産メニューによって加入者のポートフォリオが影響を受ける可能性があるとすれば、雇用主は運用資産メニューを慎重に検討して類似商品による重複を排除して提供する必要がある。

Brown et al.（2007）はクロスセクション・データおよびパネル・データを用いて、年金の運用メニューにおける選択肢の本数や種類が加入者の資産選択行動にどのような影響を与えるかについて分析を行い、Benartzi and Thaler（2001）と同様の結果を確認した。パネル分析の結果、年度の効果および企業の固定効果をコントロールした後でも、加入者に提供されるある資産クラスの選択肢の比率

が高いほど、その資産クラスに投下される投資資金が多くなることを報告した。このことは、雇用主が提供する運用資産メニューが、加入者の運用行動に与える影響が非常に大きいことを示す。さらに、雇用主は提供する運用資産メニューに、手数料・管理コストの高いアクティブ・ファンドを多く追加する傾向があり、それに伴い、加入者が手数料・管理コストの高いファンドに投資する額を増やし、結果として運用結果の非効率を生じさせていることも報告している。

Tang et al. (2010) は Sharpe ratio loss と年金に特有のリスク負担の指標という 2 つの指標を用いて、雇用主の提供する運用資産メニューの効率性を調べた。分析結果は前出の論文と異なり、雇用主の提供する運用資産メニューは概ね効率的であり、加入者に対して十分に分散投資を行うことができるだけの運用資産を提供していると述べる。しかし、Tang et al. (2010) も前出の 2 論文と同様に、加入者の運用が効率的でないことは認めており、その原因は、十分に分散投資を行うことができる運用資産メニューを提供している雇用主側ではなく、運用資産メニューを活用できない加入者側にあるとした。彼らは、運用資産メニューの効率性という観点からは、よく吟味された 10 程度の選択肢がより効率的に収益を実現するようだと述べている。

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。

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。このような制約の下ではあるが、次節では、NPO 確定拠出年金教育協会が 2010 年度に実施した「企業型確定拠出年金 (DC) 担当者の意識調査」⁵⁾ (以下では、担当者調査と略す) のデータから、確定拠出年金導入企業の担当者の熱心さや熟練度合い、移換資産の有無、導入時期、運用資産メニューの本数、そのうちで元本確保型商品の比率などの利用できるデータを用いて、確定拠出年金導入企業の特性について分析を行う。

3. 確定拠出年金導入企業に関する分析

本節では、既存の企業型確定拠出年金担当者に対するアンケートを用いて確定拠出年金導入企業の特性を考察する。また、導入企業が加入者に提示する運用資産のメニューが企業側のどのような特性によって異なってくるのかについて分析する。

3.1 データ

担当者調査では、企業型確定拠出年金制度の運営管理担当者に対して、制度運営についての評価、運営管理機関の業務サービス、運用商品の見直し、加入者に対する継続教育等に関する質問が行われている。運営管理担当者の主観的な認識はもちろん重要であるが、分析にそのまま使うことのできない内容のものも多いため、本稿における分析ではいくつかの質問項目の回答を組み合わせることで指標の作成を行う。また、担当者調査には、それ以外にも従業員数、確定拠出年金の加入率、導入時期等の重要な属性に関する質問項目も含まれることから、運営管理の状況と属性との関係、担当者の熱心さ等の影響についても考察する。なお、本節の分析で使用する NPO 確定拠出年金教育協会から提供された担当者調査（2010 年度実施）のデータ数は 580 であるが、使用する項目に欠損値の含まれる回答者のデータ等を削除したことから、有効回答数（有効回答率）は 483（83.3%）となった。

3.2 分析結果

(1) 運用資産のメニュー、担当者の認識、業務割合との関係

企業型確定拠出年金を導入している企業が加入者に提示するメニューについては、導入時期やその企業の規模がある程度影響を及ぼしていると考えられる。そこで、図表 3-1 では、導入時期および従業員数による企業規模と、過去分からの移換があるかどうか、提示されている運用資産数ほどの程度か、元本確保型商品の占める割合がどの程度かについてクロス集計を行った結果を提示している。過去分からの移換の有無については、導入時期が遅いほど移換がある企業の割合がやや多くなる傾向が見られるものの、導入時期と独立であるという仮説が棄却されなかった。一方、企業規模とは関連があるという結果となった。加入者に提示される運用資産数、元本確保型商品が占める割合についても同様であり、導入時期とは関連はないものの、企業規模とは関連が見られる。運用資産数の平均は 15.6 本であるが、比較的小規模の企業は運用資産数がやや少なく、中程度の企業は平均周辺の運用資産数を提示している企業が多い。また、元本確保型商品の占める割合の平均は 24.6% であるが、従業員数が 100～299 人の企業は元本確保型商品の占める割合が 20% 未満の企業が 56.6% となっており、企業規模が中程度の場合は比較的风险資産が多く提示されているようである。

また、図表 3-2 は、導入時期や企業規模と業務担当者の認識、業務割合との関係を提示している。

図表 3-1 導入時期、企業規模と企業の属性、運用商品数等との関係

		過去分からの移換の有無				独立性の検定				合計		
		有		無		χ^2 値		p値				
導入時期	2001～2002年	15	71.4%	6	28.6%	4.723	0.317			21		
	2003～2004年	91	77.8%	26	22.2%					117		
	2005～2006年	103	78.0%	29	22.0%					132		
	2007～2008年	100	80.0%	25	20.0%					125		
	2009～2010年	77	87.5%	11	12.5%					88		
従業員数	50人未満	10	50.0%	10	50.0%	18.049	0.003	**		20		
	50～99人	37	69.8%	16	30.2%					53		
	100～299人	123	84.8%	22	15.2%					145		
	300～999人	105	81.4%	24	18.6%					129		
	1000～4999人	82	83.7%	16	16.3%					98		
	5000人以上	29	76.3%	9	23.7%					38		
合計		386	79.9%	97	20.1%					483		
		運用商品数								独立性の検定		
		1～9		10～14		15～19		20以上		χ^2 値 p値		
導入時期	2001～2002年	4	19.0%	9	42.9%	4	19.0%	4	19.0%	16.444	0.172	
	2003～2004年	10	8.5%	49	41.9%	36	30.8%	22	18.8%			
	2005～2006年	10	7.6%	50	37.9%	49	37.1%	23	17.4%			
	2007～2008年	7	5.6%	45	36.0%	48	38.4%	25	20.0%			
	2009～2010年	3	3.4%	26	29.5%	44	50.0%	15	17.0%			
従業員数	50人未満	2	10.0%	12	60.0%	3	15.0%	3	15.0%	70.438	0.000	**
	50～99人	7	13.2%	30	56.6%	10	18.9%	6	11.3%			
	100～299人	16	11.0%	61	42.1%	53	36.6%	15	10.3%			
	300～999人	6	4.7%	43	33.3%	60	46.5%	20	15.5%			
	1000～4999人	0	0.0%	23	23.5%	46	46.9%	29	29.6%			
	5000人以上	3	7.9%	10	26.3%	9	23.7%	16	42.1%			
平均		15.6										
合計		34	7.0%	179	37.1%	181	37.5%	89	18.4%			
		元本確保型商品の占める割合						独立性の検定				
		20%未満		20%～40%未満		40%以上		χ^2 値 p値				
導入時期	2001～2002年	7	33.3%	10	47.6%	4	19.0%	8.602	0.377			
	2003～2004年	36	30.8%	65	55.6%	16	13.7%					
	2005～2006年	41	31.1%	80	60.6%	11	8.3%					
	2007～2008年	47	37.6%	64	51.2%	14	11.2%					
	2009～2010年	27	30.7%	56	63.6%	5	5.7%					
従業員数	50人未満	7	32.7%	12	56.9%	1	10.4%	50.831	0.000	**		
	50～99人	30	35.0%	20	60.0%	3	5.0%					
	100～299人	65	56.6%	67	37.7%	13	5.7%					
	300～999人	31	44.8%	89	46.2%	9	9.0%					
	1000～4999人	20	24.0%	63	69.0%	15	7.0%					
	5000人以上	5	20.4%	24	64.3%	9	15.3%					
平均		24.6%										
合計		158	13.2%	275	63.2%	50	23.7%					

(注) 独立性の検定において、*は有意水準5%、**は有意水準1%で帰無仮説が棄却されることを示す。図表3-2～3-3についても同様。

2008年以降に継続教育を実施したかどうかについては、導入時期が2001～2002年の企業はすでに実施した、あるいは実施する予定であると回答する企業が76%以上を占めており、担当者は継続教育実施に関して必要性を十分理解しているように思える。しかしながら、継続教育を実施する予定はない

図表 3-2 導入時期、従業員数と業務担当者の認識、業務割合との関係

		2008年以降の継続教育の実施の有無								独立性の検定			
		すでに実施した		まだ実施していないが、実施する予定		実施したことはあるが、2008年以降は実施していない		今のところ実施する予定はない		無回答	χ^2 値	p値	
導入時期	2001～2002年	13	61.9%	3	14.3%	1	4.8%	2	9.5%	2	9.5%	14.464	0.272
	2003～2004年	45	38.5%	27	23.1%	8	6.8%	37	31.6%	0	0.0%		
	2005～2006年	58	43.9%	30	22.7%	11	8.3%	31	23.5%	2	1.5%		
	2007～2008年	61	48.8%	25	20.0%	13	10.4%	22	17.6%	4	3.2%		
	2009～2010年	35	39.8%	16	18.2%	11	12.5%	24	27.3%	2	2.3%		
従業員数	50人未満	12	60.0%	2	10.0%	1	5.0%	5	25.0%	0	0.0%	23.922	0.066
	50～99人	23	43.4%	14	26.4%	6	11.3%	10	18.9%	0	0.0%		
	100～299人	66	45.5%	27	18.6%	17	11.7%	30	20.7%	5	3.4%		
	300～999人	61	47.3%	23	17.8%	14	10.9%	30	23.3%	1	0.8%		
	1000～4999人	29	29.6%	28	28.6%	6	6.1%	32	32.7%	3	3.1%		
5000人以上	21	55.3%	7	18.4%	0	0.0%	9	23.7%	1	2.6%			
合計		213	44.0%	101	20.9%	44	9.1%	116	24.0%	10	2.1%		

		デフォルト商品をバランス型投信に変更する必要性				独立性の検定					
		必要を感じる	必要を感じない	分からない	その他・無回答	χ^2 値	p値				
導入時期	2001～2002年	5	23.8%	8	38.1%	8	38.1%	0	0.0%	6.162	0.629
	2003～2004年	19	16.2%	42	35.9%	52	44.4%	4	3.4%		
	2005～2006年	23	17.4%	63	47.7%	45	34.1%	1	0.8%		
	2007～2008年	18	14.4%	61	48.8%	44	35.2%	2	1.6%		
	2009～2010年	15	17.0%	38	43.2%	32	36.4%	3	3.4%		
従業員数	50人未満	2	10.0%	7	35.0%	8	40.0%	3	15.0%	14.753	0.141
	50～99人	6	11.3%	21	39.6%	25	47.2%	1	1.9%		
	100～299人	31	21.4%	55	37.9%	56	38.6%	3	2.1%		
	300～999人	15	11.6%	65	50.4%	48	37.2%	1	0.8%		
	1000～4999人	15	15.3%	47	48.0%	34	34.7%	2	2.0%		
5000人以上	11	28.9%	17	44.7%	10	26.3%	0	0.0%			
合計		80	16.6%	212	43.9%	181	37.5%	10	2.1%		

		DC業務が占める業務割合				独立性の検定		合計				
		1割未満	1割～3割未満	3割以上	無回答	χ^2 値	p値					
導入時期	2001～2002年	11	52.4%	9	42.9%	1	4.8%	0	0.0%	5.828	0.666	21
	2003～2004年	56	47.9%	48	41.0%	12	10.3%	1	0.9%			
	2005～2006年	71	53.8%	50	37.9%	10	7.6%	1	0.8%			
	2007～2008年	75	60.0%	42	33.6%	8	6.4%	0	0.0%			
	2009～2010年	42	47.7%	36	40.9%	10	11.4%	0	0.0%			
従業員数	50人未満	16	80.0%	4	20.0%	0	0.0%	0	0.0%	76.280	0.000 **	20
	50～99人	39	73.6%	14	26.4%	0	0.0%	0	0.0%			
	100～299人	101	69.7%	35	24.1%	8	5.5%	1	0.7%			
	300～999人	55	42.6%	65	50.4%	8	6.2%	1	0.8%			
	1000～4999人	36	36.7%	46	46.9%	16	16.3%	0	0.0%			
5000人以上	8	21.1%	21	55.3%	9	23.7%	0	0.0%				
合計		255	52.8%	185	38.3%	41	8.5%	2	0.4%			483

と回答する企業が全体で24.0%存在するなど、継続教育義務化直前であるにもかかわらず必要性を十分理解していない企業が存在することは看過できない問題であろう。デフォルト商品をバランス型投信に変更する必要性については、必要性を感じないが全体の43.9%、わからないが37.5%を占めることから、デフォルト商品に関する担当者の認識や理解が十分でない可能性がある⁶⁾。DC業務が占める業務割合については、1割未満の企業が52.8%となっており、専任の担当者はほとんどいないことがうかがえる。従業員数が多い企業については、DC業務が占める割合が高くなる傾向が見られ、独立

性検定の結果からも従業員数と業務割合の間には関連があることがわかる。

(2) 担当者の熱心さ・熟練度と属性との関係

担当者の熱心さや熟練度の違いは、導入企業の提供する運用商品メニューに影響を及ぼすのだろうか。本項では、担当者の熱心さや熟練度と従業員数、導入時期といった属性との関連を見ることで、担当者の熱心さや熟練度に影響を及ぼすものが何かを検証するとともに、運用商品数において違いが生じるのかどうかを見ていく。

担当者調査では、担当者の熱心さや熟練度を見ることのできる質問項目が複数存在することから、それらを組み合わせることで担当者の熱心さおよび熟練度を測るための指標を作成した⁷⁾。作成した指標から、担当者について、「熱心でありかつ熟練している」、「熱心さ、熟練度とも中程度」、「あまり熱心ではなく、経験不足」の3つのカテゴリー分類を行い、この指標と属性との関係を見るためにクロス集計し、独立性の検定を行った。取り上げた属性は、従業員数、導入時期、過去分からの移換の有無、加入資格のある従業員のうち企業型確定拠出年金に加入している割合、退職給付制度全体に占める確定拠出年金の割合および運用商品数である。

図表3-3から、これらの属性の中で、担当者の熱意、熟練度と関連があるのは導入時期だけであることがわかる。導入時期が早い企業には、業務に比較的慣れており、熱意もある担当者がいる一方で、担当者は入れ替わるため、経験不足の担当者も3割近く存在する。最近導入したばかりの企業では、熱意があまりなく、経験不足に分類される担当者が全体の72.7%を占めるなど、熟練するにはそれなりの時間と経験が必要であると思われる。また、独立性の検定では関連があるという結果は得られなかったが、運用商品数では、熱意があまりなく、経験不足に分類される担当者の場合は運用資産メニューが少ない傾向が見られる。逆に、熱意があり、熟練している担当者の場合には、運用資産メニューが豊富であることがうかがえる。

(3) 運用資産を決める要因に関する分析

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、例えば Benartzi and Thaler (2001) 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、生命保険会社であれ銀行などの金融機関であれ、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の商品は、リスクとリターンの特性に差がない類似の資産だと判断される。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

図表 3-3 担当者の熱意、熟練度と属性との関係

		担当者の熱心さ・熟練度						独立性の検定		
		熱心でありかつ熟練している		熱心さ、熟練度とも中程度		あまり熱心ではなく、経験不足		合計	χ^2 値	p値
従業員数	50人未満	4	20.0%	6	30.0%	10	50.0%	20	16.361	0.090
	50～99人	9	17.0%	18	34.0%	26	49.1%	53		
	100～299人	23	15.9%	51	35.2%	71	49.0%	145		
	300～999人	18	14.0%	43	33.3%	68	52.7%	129		
	1000～4999人	27	27.6%	31	31.6%	40	40.8%	98		
	5000人以上	14	36.8%	12	31.6%	12	31.6%	38		
導入時期	2001～2002年	7	33.3%	8	38.1%	6	28.6%	21	45.462	0.000 **
	2003～2004年	34	29.1%	34	29.1%	49	41.9%	117		
	2005～2006年	33	25.0%	48	36.4%	51	38.6%	132		
	2007～2008年	15	12.0%	53	42.4%	57	45.6%	125		
	2009～2010年	6	6.8%	18	20.5%	64	72.7%	88		
過去分からの移換の有無	有	80	20.7%	131	33.9%	175	45.3%	386	2.430	0.297
	無	15	15.5%	30	30.9%	52	53.6%	97		
加入率	60%未満	7	25.0%	4	14.3%	17	60.7%	28	5.746	0.219
	60%～80%未満	10	25.0%	13	32.5%	17	42.5%	40		
	80%～100%	78	18.8%	144	34.7%	193	46.5%	415		
退職給付制度全体に占める確定拠出年金の割合	0～40%未満	38	20.0%	54	28.4%	98	51.6%	190	8.533	0.202
	40%～60%未満	18	15.3%	50	42.4%	50	42.4%	118		
	60%～80%未満	11	18.3%	21	35.0%	28	46.7%	60		
	80%～100%	28	24.3%	36	31.3%	51	44.3%	115		
運用商品数	1～9	5	14.7%	11	32.4%	18	52.9%	34	5.139	0.526
	10～14	29	16.2%	61	34.1%	89	49.7%	179		
	15～19	40	22.1%	56	30.9%	85	47.0%	181		
	20以上	21	23.6%	33	37.1%	35	39.3%	89		
合計		95	19.7%	161	33.3%	227	47.0%	483		

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。したがって、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られる。そこで、本項では、確定拠出年金を導入する企業においては、運用資産が平均より多く提示されており、かつ元本確保型商品の占める割合が小さい場合により望ましい運用資産メニューを提供しているとみなすこととする⁸⁾。

図表 3-4 では、数量化Ⅱ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を提示している。目的変数については、運用資産数が平均より多くかつ元本確保型商品の占める割合が平均より小さい企業を 1、それ以外を 2 とする。また、説明変数として、過去分からの移換の有無（有：1，無：2）、導入時期（2006 年以前：1，2007 年以降：2）、担当者の熱心さ・熟練度（熱心でありかつ熟練度が高い：1，それ以外：2）、従業員数（300 人以上：1，300 人未満：2）を用いた。

分析の結果、目的変数である運用商品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であるかどうかという指標は、過去分からの移換の有無および導入時期と関連があることがわかる。一方、担当者の熱心さ、熟練度や企業規模については関連があるとはいえない。また、カテゴリースコアか

図表 3-4 数量化Ⅱ類の分析結果

(1)運用商品数および元本確保型商品の割合へ影響を及ぼす要因

		運用商品数及び元本確保型商品の割合				独立性の検定			
		商品数が多く、元本確保型商品の割合が小さい		商品数が多くなく、元本確保型商品の割合が大きい		合計	χ^2 値	p値	
過去分からの移換の有無	過去分からの移換がある	98	25.4%	288	74.6%	386	79.9%	6.263	0.012 *
	過去分からの移換はない	37	38.1%	60	61.9%	97	20.1%		
導入時期	導入時期が早い	62	23.0%	208	77.0%	270	55.9%	7.562	0.006 **
	導入時期が遅い	73	34.3%	140	65.7%	213	44.1%		
担当者の熱心さ、熟練度	担当者は熱心で熟練度が高い	75	29.3%	181	70.7%	256	53.0%	0.490	0.484
	担当者は熱心とはいえず、熟練度が低い	60	26.4%	167	73.6%	227	47.0%		
従業員数	従業員数が多い	68	25.7%	197	74.3%	265	54.9%	1.529	0.216
	従業員数が少ない	67	30.7%	151	69.3%	218	45.1%		
合計		135	28.0%	348	72.0%	483	100.0%		

(2)カテゴリースコア

		n	カテゴリースコア
			1軸
過去分からの移換の有無	過去分からの移換がある	386	-0.332
	過去分からの移換はない	97	1.322
導入時期	導入時期が早い	270	-0.659
	導入時期が遅い	213	0.836
担当者の熱心さ、熟練度	担当者は熱心で熟練度が高い	256	0.328
	担当者は熱心とはいえず、熟練度が低い	227	-0.370
従業員数	従業員数が多い	265	-0.186
	従業員数が少ない	218	0.226

(3) 結果

		実績群		全体
		商品数が多く、元本確保型商品の割合が小さい	商品数が多くなく、元本確保型商品の割合が大きい	
推定群	商品数が多く、元本確保型商品の割合が小さい	79	129	208
	商品数が多くなく、元本確保型商品の割合が大きい	56	219	275
全体		135	348	483
相関比			0.036 **	
判別の中率			61.7%	

(注) 独立性の検定および相関比において、*は有意水準5%、**は有意水準1%で帰無仮説が棄却されたことを示す。

ら、過去分からの移換がなく、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の方が、運用商品数が多くかつ元本確保型の資産が占める割合が小さくなる傾向があることがわかった。レンジランキングは、過去分からの移換、導入時期、担当者の熱心さ・熟練度、従業員数の順であり、過去分からの移換、導入時期が影響を及ぼしていることがうかがえる。なお、数量化Ⅱ類で分析した結果は、相関比が非常に小さいため分析精度は良くないものの、判別の中率は61.7%と6割程度は判別できていた。

さて、図表3-4では、確定拠出年金導入企業を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とそうでない企業という2種類に分類したが、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ではない企業の中にも違いがあると考えられる。そこで、企業をさらに詳細に分類し、運用資産メニューの提供に違いがあるのかどうかについて見ることにする。図表3-5では、確定拠出年金導入企業を、グループ1：運用商品数が多くかつ元本確保型商品の占める割合が小さい

図表 3-5 企業グループ毎の特徴に関する比較

(1)商品数の平均および標準偏差

	グループ1		グループ2		グループ3		グループ4		全体	
	運用商品数が多く、元本確保型商品の割合が小さい		運用商品数が多く、元本確保型商品の割合が大きい		運用商品数が少なく、元本確保型商品の割合が小さい		運用商品数が少なく、元本確保型商品の割合が大きい			
	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差
元本確保型商品数	2.9	1.20	6.7	1.98	1.8	0.82	3.9	1.34	3.9	2.35
リスク商品数	15.2	3.20	12.9	2.87	9.8	2.07	7.3	2.07	11.7	3.94
商品合計数	18.1	3.53	19.6	3.87	11.6	2.21	11.3	2.64	15.6	4.90

(2)グループ間の運用商品数および元本確保型商品の占める割合に影響を及ぼす要因における差異

	グループ1		グループ2		グループ3		グループ4	
	運用商品数が多く、元本確保型商品の割合が小さい		運用商品数が多く、元本確保型商品の割合が大きい		運用商品数が少なく、元本確保型商品の割合が小さい		運用商品数が少なく、元本確保型商品の割合が大きい	
	該当数	割合	該当数	割合	該当数	割合	該当数	割合
担当者の熱心さ、熟練度が高い	75	55.6%	75	55.6%	58	47.5%	48	52.7%
過去分からの移換あり	98	72.6%	116	85.9%	103	84.4%	69	75.8%
従業員数が多い	68	50.4%	112	83.0%	44	36.1%	41	45.1%
導入時期が早い	62	45.9%	76	56.3%	73	59.8%	59	64.8%
合計	135		135		122		91	

(注) 母比率の差の検定を行った結果、該当するグループ間において*は有意水準5%、**は有意水準1%で帰無仮説が棄却されたことを示す。

企業、グループ2：運用商品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：運用商品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。図表3-4で行った数量化Ⅱ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。

図表3-5(1)では、各グループにおいて提供されている元本確保型商品数、リスク商品数、商品合計数の平均および標準偏差が提示されている。また、(2)は数量化Ⅱ類でも使用した運用商品数および元本確保型商品の占める割合に影響を及ぼすと考えられる要因におけるグループ毎の該当数および比率と、各グループにおける各項目に該当する企業の比率の差の検定を行った結果が提示されている。上述した分析結果と同様、担当者の熱心さ・熟練度の高さはグループ毎の有意な差は見られないものの、運用商品数の多い企業群では少ない企業群よりも熱心で熟練度の高い担当者がやや多いようである。過去分からの移換がある企業の割合については、グループ2および3では移換のある企業の割合が他のグループより多く、特にグループ1との間に有意な差があることがわかる。従業員数が多い企業の割合では、グループ2では83.0%と非常に多くなっており、他のグループとの間に有意な差が見られる。導入時期が早い企業の割合については、グループ1で小さく、運用商品数が少ないグループ3・4はやや大きくなっており、これらのグループ間には有意な差があることがわかる。

以上の結果から、過去分からの移換のある割合が大きく、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大きくなっており、いくつかの理由(例えば、金融商品を提供する金融機関から見て、従業員数が多く運用資産総額が巨額である企業は効率的に利益を上げることができる対象であろうし、メインバンクを筆頭に多くの金融機関と借入れ等の取引関係があることなど)が推測できるが、現在我々が保有している情報では、これ以上の詳細な分析は行えない。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は、過去分からの移換がある割合は他のグループと比べて小さく、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。このように本節の分析結果から、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. おわりに

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割程度に達しており、このようなポートフォリオでは従来の企業年金の退職給付水準を維持できないという問題が指摘されている。確定拠出年金導入企業の中には、想定利回りを0.5パーセントというような非常に

低い水準に設定して拠出金を決める企業があり、そのような企業は、「加入者が元本確保型商品で運用しても計画していた退職給付や年金を確保させる」という強いメッセージを発していると考えられる。このような企業の場合、元本確保型金融商品の比率が高くても矛盾はないが、今回分析に使用した確定拠出年金担当者調査のデータでは、回答を寄せている384社の想定利回りは、平均で2.3%だった。このように高い想定利回りのもとで企業の拠出金を抑制しながら、加入者に提示する運用資産メニューの半分を占めるほどに元本確保型商品を並べているケースをどう解釈すればよいのか。メニューの半分が元本確保型であるような企業では、当然のことながらリスク資産の種類が絞り込まれることになり、加入者に課される運用上の制約は非常に大きくなる⁹⁾。Benartzi and Thaler (2001)の研究からは、運用資産メニューの半分を元本確保型商品で埋めるならば、加入者の年金保険料の半分かそれ以上を元本確保型で運用させるだけの影響を与えることが示唆されている。想定利率を高く設定しながら、意図しないとしても、元本確保型金融商品での運用を進める結果になっているとすれば、それは矛盾のある運用資産メニューの提供だといわざるを得ない。

本稿の分析では、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重しない運用資産メニューを提供する傾向があることがわかった。ひとことでいえば、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りそうだ、というところが興味深い。従業員の年齢が若く、運用リスクを取ることに躊躇しない企業である可能性もある。適格退職年金等の他の制度からの移換資産がある企業の場合、従業員自身がまとまった金額の原資を一度にリスク資産に投資することに抵抗があり、元本確保型商品の導入を強く希望した可能性も考えられるが、複数の金融機関が提供する同じような商品を数多く運用資産メニューに載せる理由にはならない。

2011年度に12社の確定拠出年金導入企業の担当者にインタビューを行った結果からは、運用資産メニューを決める際に、「融資を受けている金融機関との円滑なおつきあい」や「グループ企業との円滑なおつきあい」といった要素が意思決定の際の重要な判断材料になることが浮かびあがってきた。少ないサンプルではあるが、このことは分析結果の解釈にヒントを与えるだろう。確定拠出年金導入企業の行動を明らかにするための今後の課題として、まずは聞き取り調査などにより運用資産メニューの効率性について判断するデータを蓄積して分析を進める必要がある。また、金融機関や情報提供会社から見て営業に真っ先に行きたい相手ではない企業が、豊富な運用資産メニューを提供しながら元本確保型商品偏重ではないという結果から、「金融機関との円滑なおつきあい」や「グループ企業との円滑なおつきあい」が、運用資産の提供者としての雇用主の行動を非合理的な方向に歪める要因となるのかについて、明らかにすることが今後の課題である。

注

本論文では、NPO 法人確定拠出年金教育協会のご厚意により確定拠出年金加入者を対象としたアンケート調査のデータを利用させていただきました。記して御礼申し上げます。また、本研究は、平成 23 年度学術研究助成基金助成金（挑戦的萌芽研究課題番号 23653085）、東海大学 2011 年度学部等研究教育補助金および平成 22 年度大銀協フォーラムより研究助成を受けております。記して感謝の意を表します。

- 1) 厚生年金基金等の確定給付年金が準備されている企業の場合、実質的に 4 階部分として月額 25,500 円まで、そうでない場合は 3 階部分として月額 51,000 円まで拠出できる。また、2012 年 1 月 1 日から年金確保支援法により従業員の追加拠出（ただし、企業拠出と従業員拠出を合わせて前出の上限金額以内）が可能になった。
- 2) 所得代替率の数値は 40 年間就労した男性単身者のケースで 36%。欧米諸国では低所得者層が公的年金に加入しておらず、日本の加入者の年金負担は欧米諸国よりも低率であるといった制度的な差異があるので単純な比較は難しいものの、少子高齢化の中で公的年金に過度に依存できないことを示す数値であることに変わりはない。
- 3) 他に規約型企業年金や基金型企業年金がある。
- 4) 企業年金連合会（2010）を参照。
- 5) 本稿では、NPO 法人確定拠出年金教育協会のご厚意により確定拠出年金担当者を対象としたアンケート調査のデータを使わせていただいた。ご提供いただいたアンケート調査のデータは、企業名・業種・運営管理機関名などが識別できる一切の情報が削除されており、情報保護の観点から十分に配慮されている。なお、この調査は毎年異なる企業から回答を得ており、質問項目も一部変更されているため、パネル分析が行えるような継続的調査ではない。
- 6) 必要を感じない理由を見ると、デフォルト商品の運用成績に責任が持てないといった担当者あるいは導入企業の事情に関する記述がある一方で、確定拠出年金の運用を放棄するのは本人の意思なので、デフォルト商品の必要性は感じないというように、確定拠出年金については加入者自身の責任で運用する必要があるという意見が目立った。
- 7) 担当者の熱意をみるために使用した質問項目は、リスク性の高い運用資産（エマーシングや REIT など）を導入することに対する担当者の考え、継続教育義務化に関する法案の評価、継続教育の実施の有無、継続教育におけるコース分けの有無、投資初心者および無関心加入者に特化したセミナーの実施の有無、デフォルト商品をバランス型投信に変更することの検討の必要性である。また、担当者の熟練度の指標作成の際には、担当年数、仕事に占める DC 関係の業務の割合、DC を担当する直前の業務内容を使用した。
- 8) 本来、提供される運用資産メニューの効率性をはかるためには、運用資産のリスクとリターンを用いて検証すべきであるが、本稿で使用する担当者調査結果にはそのようなデータが含まれていないため、運用資産数と元本確保型商品の割合という 2 つの指標を望ましい運用資産メニューの代理変数とする。これは、いささか乱暴な効率性の評価方針であるように見えるが、元来、確定拠出年金運用資産メニューで提示される投資信託（リスク資産）はバランス型投信中心であり、リスクの高い投資信託（アクティブ・ファンドや商品ファンド、エマーシング・ファンド）などの割合は決して高くない。当然ながら、国債や短期公社債に全額を投資する投資信託も分類上、リスク資産に含まれている。むしろ運用資産メニューに、都市銀行や生保、地方銀行の提供する元本確保型の類似預金を提供会社だけを変えて

ずらりと並んでいるケースが多く見受けられるため、運用資産メニューの多彩さを評価するためにこのような基準を用いた。

- 9) 想定利回りが2%以上かつ元本確保型商品の割合が半分以上の企業の割合は1.2%、想定利回りが2%以上かつ元本確保型商品の割合が平均(24.6%)以上の企業の割合は30.8%であった。

引用文献

- Atkinson, A., S. McKay, S. Collard and E. Kempson (2007), "Levels of Financial Capability in the UK", *Public Money & Management*, Vol.27, No.1, pp.29-36.
- Benartzi, S. and R. H. Thaler (2001), "Naive Diversification Strategies in Defined Contribution Saving Plans", *American Economic Review*, 91 (1), pp.79-98.
- Brown, J. R., N. Liang and S. Weisbenner (2007), "Individual account investment options and portfolio choice: Behavioral lessons from 401(k) plans", *Journal of Public Economics*, Vol.91, pp.1992-2013.
- 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*, Vol.90, pp.1299-1314.
- MacFarland, D. M., C. D. Marconi and S. P. Utkus (2004), "Money Attitudes and Retirement Plan Design: One Size Does Not Fit All", *Pension Design and Structure, New Lessons from Behavioral Finance*, Oxford University Press, pp.97-120.
- Mottola, G.R. and S.P.Utkus (2008), "Red, Yellow, and Green: Measuring the Quality of 401(k) Portfolio Choices", *Overcoming the Saving Slump: How to Increase the Effectiveness of Financial Education and Saving Programs*, ed. A. Lusardi, The University of Chicago Press, pp.119-139.
- OECD (2009), *Annual Report*, OECD, Paris.
- Rooji, V.M., A. Lusardi and R. Alessie (2007), "Financial Literacy and Stock Market Participation", *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, No.13565.
- 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.
- 企業年金連合会 (2010) 「2010年度確定拠出年金制度に関する実態調査結果(第3回)」http://www.pfa.or.jp/jigy/tokei/files/dc_chosa-3.pdf (2011年12月20日現在)。
- 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.

Investment Menu Offered by Sponsor Companies of Defined Contribution Pension Plans: Analysis Based on Managers Survey Data

Yoshiko NISHIMURA
Sayuri NISHIDA

Abstract

In the paper, we used survey data collected from managers of corporate defined contribution pension plans to investigate actions taken by companies that have introduced a defined contribution pension plan. These companies provide sponsored investment choices to their participants, and the participants make investments based on the choice constraints. As a first step to clarify employer (company) actions, we focused on the relationship between a company's stance in providing a defined contribution pension plan (i.e., degree of proficiency, dedication) and the sponsored investment choices. The analysis results revealed that sponsored investment choices are not likely to favor financial products that protect principal when offered by companies that have no rollovers from other retirement benefits and pensions, introduced their defined contribution pension plan later than others, have dedicated and proficient managers, and have a smaller number of employees. On the other hand, the analysis results revealed that companies that introduced their defined-contribution pension plans earlier and had rollover assets were much more likely to offer sponsored investment choices with a higher ratio of financial products that protect principal.

Keywords : defined contribution pension plan, retirement benefit, employer's investment menu, plan sponsor, participant