

企業型確定拠出年金と個人型確定拠出年金加入者の 投資行動の違い（研究経過報告書）

西 村 佳 子

要 旨

確定拠出年金（以下 DC）制度は、承認を受けた企業に勤務する従業員が加入する「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」に区分される。自らの意思で DC 制度に加入する「個人型」の加入者は、企業型 DC の加入者に比べると、より高い金融リテラシーを持ち、年金運用にふさわしい金融資産を適切に選択できると考えられているが、本当にそうだろうか。確定拠出年金加入者の保有資産の集計データを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ることが明らかになった。しかし、個人型 DC の加入者の保有する資産も、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ること、企業型・個人型 DC の保有資産の割合は、他の私的年金と異なることがわかった。

キーワード：企業型確定拠出年金、個人型確定拠出年金、資産構成

1. 研究の目的

確定拠出年金（以下 DC）制度は、承認を受けた企業に勤務する従業員が加入する「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」に区分される。企業型 DC の拠出金は企業が負担し、個人型 DC の拠出金は、基本的には加入者自身が負担する。例外は、中小零細企業が、金融教育の提供など企業型 DC を提供する企業に課される義務を負いたくない場合などに、拠出金を企業が負担しつつ、社員に個人型確定拠出年金に加入させるケースがあるが、このようなケースの割合は、現在のところ大きくない。

自らの意思で煩雑な手続きを経て DC 制度に加入する「個人型」の加入者は、受け身になりがちな企業型 DC の加入者に比べると、より高い金融リテラシーを持ち、自分自身で金融資産を適切に選択できる力を持つ、と考えられているが、本当にそうだろうか。我々の研究の目的は、DC 加入者の金融資産ポートフォリオに関する公表された集計データを用いて、企業型及び個人型 DC 加入者のポートフォリオの特徴を明らかにすることである。具体的には、(1) DC 加入者は長期の資産運用（積立て）として適切なポートフォリオを組むことができているか、(2) DC 加入者のポートフォリオは企業型

と個人型で異なるか、(3) 個人型 DC 加入者のポートフォリオは、2017 年以降に 加入対象が拡大したことで変化したか、を確認し、企業型 DC と個人型 DC の加入者の保有するポートフォリオの特徴を明らかにする。企業型及び個人型 DC 加入者のポートフォリオの特徴が明らかになり、加入者の資産選択における問題点が明らかになれば、金融リテラシーや、DC の運用メニューの適切な選定など、よりよい DC 制度について考察する際の基礎的な情報となる。

研究の成果は研究会で報告をしたものの、まだ論文としてまとめてはいないため、その概要を報告書としてまとめておく。

2. 先行研究

DC 加入者の資産選択やポートフォリオに関する研究は主に海外で蓄積されており、Forsyth and Vetzal (2019) は、DB から DC への移行を「退職後の資金問題のリスクを、最も資金の管理能力の低い人に移しただけだ」と述べた。彼らは、ターゲット・ファンドやバランスファンドを用いた運用でさえも、株式への投資割合が低いなどの原因により、必要な退職所得を提供するには不十分、と結論付けた。Fisch, Lusardi and Hasler (2020) は、2015 年の全国金融能力調査のデータで「他で投資経験がある DC 加入者」と「職場提供の年金のみで投資を行う DC 加入者」の金融リテラシーと金融にかかわる行動を比較し、職場だけで投資する人は他の投資家と比べて金融リテラシーが低く、責任ある貯蓄や投資の意思決定を行う準備がほとんどできていないことを明らかにした。Mitchell and Utkus (2021) は、Vanguard の提供する 2003 年 1 月と 2015 年 6 月のデータを用いて、DC 制度の投資メニューへのターゲット・デット・ファンドの導入が加入者のポートフォリオ選択に与える影響を評価し、ターゲット・デット・ファンドの導入により加入者の株式保有比率が上昇し、若い年齢層でより多くのリスクを取るなど年齢に応じたリスク負担が見られ、現金と自社株の保有抑制の効果も確認できること、低コストのターゲット・デット・ファンドの導入により退職後の資産が増加する可能性があることを指摘した。Cupa'k et al., (2022) は、金融リテラシーを高めるだけではリスク資産の保有につながらず、金融リテラシーと主観的リテラシー（自信）がそろうことでリスク資産が保有される、と報告した。金融リテラシーを高めるための金融教育の方策としては、過剰保有の問題に留意しながら、客観的な金融リテラシーの水準を上げ、それに伴い主観的な金融リテラシーも上がるような取り組みを行うことが望ましい、とした。何れの文献も、DC 加入者の金融リテラシーは十分ではないため、教育を行う、もしくは知識が十分でなくても適切な運用ができるような商品を導入するなどの方策が必要であると述べている。

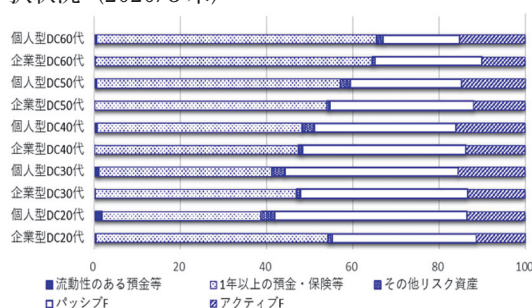
3. 公表データによる分析

企業型 DC や個人型 DC の加入者ポートフォリオの個票データは一切公表されていないことから、運営管理機関連絡協議会の「確定拠出年金統計資料」という集計データを用いて分析を行う。図表 1 は、2020 年 3 月末時点での企業型・個人型 DC の加入者全体の資産保有状況であり、各世代全体のポー

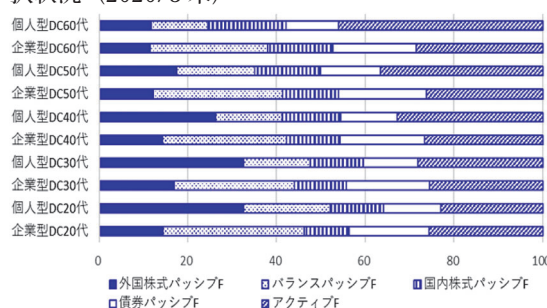
トフォリオを、資産額合計を100とした割合で示している。40代以上の商品選択状況を見ると以前と変わらず、元本確保型での運用が50%前後を占めている。「元本を確保することに執着するが、通貨価値の変動やインフレの影響には気づかない」という加入者の根源的な知識不足の問題は解決していない。一方で、図表2を見ると、20代・30代の若い世代の個人型DCの運用状況が目を引く。個人型DCの30代までの加入者数は、僅か42.6万人（企業型DCの同じ世代の13.5%）しかおらず、特に意識の高い人々であることが推測されるだけに、個人型DCの20代では、企業型DCの同年代の企業型DC加入者に比べ投資信託の保有率が13ポイント、30代では4ポイントほど高い。しかも、40代までを含めて外国株式パッシブ・ファンドへの投資比率を上げている様子がうかがえる。

図表3に示すように、企業型DC・個人型DCの世代ごとの各金融資産への投資比率は同じである」という仮説について、同等性の検定を行ったところ、20代・30代・60代について5%の有意水準で仮説が棄却され、企業型DCと個人型DCのポートフォリオは同じではないことが示された。若い世

【図表1】 企業型DCと個人型DCの運用商品選択状況（2020/3末）



【図表2】 企業型DCと個人型DCの投資信託選択状況（2020/3末）



【図表3】 企業型DCと個人型DC加入者の保有資産の平均の差の検定

金融資産	資産構成比（2015-2021の平均値）		平均値の差	
	企業型DC	個人型DC	WillcoxonのW	p値
1：預貯金・待機資金等（1年まで）	11.7% (0.6%)	17.4% (0.6%)	77.000	0.001***
2：預貯金（2-4年）	8.7% (0.6%)	4.4% (0.8%)	28.000	0.001***
3：預貯金（5年以上）	15.1% (0.7%)	15.5% (1.9%)	59.000	0.456
4：損害保険（5年以上）	6.1% (0.8%)	13.4% (2.9%)	77.000	0.001***
5：生命保険（5年以上）	10.6% (1.1%)	8.3% (2.2%)	37.500	0.055*
6：投資信託（アクティブ）	13.4% (0.8%)	15.9% (0.6%)	77.000	0.001***
7：投資信託（パッシブ）	33.6% (2.9%)	23.2% (7.1%)	34.000	0.017**
8：REIT・コモディティ等	0.8% (0.2%)	1.9% (0.7%)	77.000	0.001***

(注1)預貯金・待機資金等にはMMF、普通預金、1年までの定期性預金が含まれる

(注2)REIT・コモディティ等には自社株や変額保険が含まれる

(注3)括弧内は標準偏差を表す。

(注4)***印は1%水準、**印は5%水準、*印は10%水準で有意であることを示す。

代では、加入時教育や継続教育が準備されている企業型 DC 加入者よりも、個人型 DC の加入者の方が理にかなった運用を行っているように見える。

4. 結論と今後の課題

限られたデータによる分析ではあるが、企業型 DC 加入者の保有する資産と、個人型 DC 加入者の保有する保有資産は同じではなく、さらに企業型 DC・個人型 DC の保有資産の内容は、それぞれ私的年金（企業年金・確定給付企業年金・厚生年金基金等）の運用資産の割合とも異なることがわかった。同じ目的で長期に運用されるこれらの拠出金の長期的運用に大きな差が出る原因については、金融リテラシー以外にもいろいろ考えられる。この点についてさらに研究を深める必要がある。

引用文献

1. Fisch, J. E., A. Lusardi and A. Hasler. (2020), “Defined Contribution Plans and the Challenge of Financial Illiteracy”, University of Pennsylvania Carey Law School, Penn Law: Legal Scholarship Repository, 105 (3)
2. Forsyth, P.A. and K. R. Vetzal, (2019), “Defined Contribution Pension Plans: Who Has Seen the Risk?”, *Journal of Risk and Financial Management*, 12 (2) (<https://doi.org/10.3390/jrfm12020070>)
3. Forsyth, P.A., K. R. Vetzal, and G. Westmacott, (2018), “Management of Portfolio Depletion Risk Through Optimal Life Cycle Asset Allocation”, *North American Actuarial Journal*, 23 (3), pp.44-468.
4. Goldin, J., T. Homonoff and W. Tucker-Ray, (2017), “Retirement Contribution Rate Nudges and Plan Participation: Evidence from a Field Experiment”, *American Economic Review*, 107 (5), pp.456-461.
5. Kawamura, T., T. Mori, T. Motonishi and K. Ogawa, (2021), “Is Financial Literacy Dangerous? Financial Literacy, Behavioral Factors, and Financial Choices of Households”, *Journal of the Japanese and International Economies*, 60. (<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0889158321000101>)
6. Mitchell, O. S. and S. P. Utkus (2021), “Target-date funds and portfolio choice in 401 (k) plans”, *Journal of Pension Economics and Finance*, 04 June 2021, pp.1-18. (<https://doi.org/10.1017/S1474747221000263>)
7. Pereira, A.G., and L. E. Afonso, (2019), “Automatic enrollment and employer match: an experiment with the choice of pension plans”, *Revista de Gestão*, 27 (3), pp.281-299.
8. Skimmyhorn, W. L., (2016), “Assessing Financial Education: Evidence from Boot Camp”, *American Economic Journal: Economic Policy*, 8 (2), pp. 322-43.
9. Van Rooij, M., A. Lusardi and R. Alessie, (2011), “Financial literacy and stock market participation”, *Journal of Financial Economics*, 101 (2), pp.449-472.
10. 佐々木一郎 (2020) 「イデコと老後の年金格差拡大」『年金と経済』39 (3), pp.16-22.

【令和4年度業績リスト】

論文

西村佳子 (2022), 「確定拠出年金の資産選択と運用：厳しき増す若年世代には教育と教育以外の対策の両輪で」, 『企業年金』41 (10), pp4-7.

学会等報告

第9回保険学セミナー（於大阪，2022年9月10日）

村上恵子・西村佳子，報告テーマ：「企業型・個人型確定拠出年金加入者の資産選択行動」

Progress Report on the Differences in Participants Investment Behavior between the Corporate and Individual-type of Defined Contribution Pension Plan

Yoshiko NISHIMURA

Abstract

The Japanese defined contribution pension (DC) scheme has two plan types: the corporate-type is an employer sponsored non-contributory pension plan, whereas the individual-type is a contributory pension plan. Participants using the individual-type of DC enroll in the plan themselves, contribute pension premiums, and invest those premiums in a portfolio of their own choosing. On the other hand, most participants of the corporate-type plan are forced to join the DC plan, with the majority of the pension's premiums contributed by the companies they work for — being deposited in a savings account. Because of this difference, it is believed that participants of individual-type of DC plan have higher levels of financial literacy than participants of the corporate-type option. This study aims to answer the question whether this is true. An analysis of data show that there is a difference between the asset mix of corporate-type and individual-type of DC participants. We have also found that the asset mix of corporate-type and individual-type DC plans differs from that of other private pension plans managed by institutional investors — e.g., employee pension funds and corporate pensions.

Keywords : corporate-type of defined contribution pension, individual-type of defined contribution pension plan, asset mix