

確定拠出年金の運用資産メニューと求められる金融知識

京都産業大学
経済学部教授

西村 佳子



県立広島大学
経営情報学部准教授

村上 恵子



～要旨～

本稿の目的は、昨年来加入者数が8割近く増加した個人型確定拠出年金で提供される運用資産メニューに着目した分析を行い、個人型確定拠出年金加入者に求められる金融知識について検討することである。分析の結果、個人型確定拠出年金で提供される運用資産メニューは運営管理機関の業態ごとに特徴があり、同じ投資カテゴリー内ではより信託報酬の低い投資信託を選ばれるなど、一定の評価ができる一方で、バランス型投資信託の割合が高く、中には信託報酬が高いものも含まれるなど、運用資産メニューに偏りが存在することも明らかになった。加入者は、160を超える運営管理機関の中から自らのニーズに合った運営管理機関を選択し、運用資産メニューに並ぶ20から30またはそれ以上の金融資産から適切な金融資産を選択する必要がある、求められる知識や判断は複雑で高度である。今後は、加入者が自らのニーズに合った運営管理会社や運用資産を選ぶために必要となるより高度な知識を習得するだけでなく、より現実的な対応として金融知識が十分でない人の運用をサポートする仕組みづくり、企業型確定拠出年金を提供する企業や個人型確定拠出年金の運営管理機関（多くは金融機関等）が加入者の利益を考えた質の高い運用資産を選択する誘因が働く制度の検討が必要である。

1 はじめに

2001年10月に我が国で確定拠出年金法が施行されて、今年で18年目を迎える。この間、「国民年金及び企業年金等による高齢期における所得の確保を支援するための国民年金法等の一部を改正する法律」（年金確保支援法、2011年8月公布）や「確定拠出年金法等の一部を改正する法律」（改正DC法、2016年6月公布）の施行に伴い、確定拠出年金制度は数回にわたって改正された。2012年1月には企業型確定拠出年金において従業員拠出（マッチング拠出）が可能と

なり、2014年1月には企業型確定拠出年金の加入資格年齢が最大65歳まで引き上げられ、脱退一時金の支給要件も緩和された。また、2017年1月には個人型確定拠出年金（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、2018年1月には月単位で拠出することとされていた掛け金を複数月分まとめて拠出することが可能となった。他に拠出限度額や継続教育も適宜見直されている。これら確定拠出年金をより使いやすいものにするための制度改正を経て、2017年3月末時点の確定拠出年金加入者数は企

業型で592.8万人、個人型で45.1万人にのぼった（運営管理機関連絡協議会資料より）。

確定拠出年金制度に関しては、従業員100人以下の中小企業を対象とする設立手続き等を緩和した簡易版DC制度の創設など、今後も制度の拡充・見直しが進められるが、その中の1つに運用資産の選定・提示に関する見直しがある。社会保障審議会企業年金部会・確定拠出年金の運用に関する専門委員会は、資産運用や投資に馴染みがない年金加入者でも適切に運用資産を選択できるよう、運用資産提供数の上限などについて2017年2月以降8回にわたって議論を重ね、同年6月に報告書を提出している。この報告書では、確定拠出年金の運用資産提供数の上限を企業型、個人型ともに35本にすることが適当とした一方で¹⁾、運用資産提供数が多すぎると加入者の選択のし難さは緩和されず、良質でない資産が残る可能性があるとして、「加入者が真に必要なものに限って運用商品が提供されるよう」提供資産を設定することが求められている。さらに、運用資産の選択に当たっては、「①運用商品全体のラインナップが加入者の高齢期の所得確保の視点から見てバランスのとれたものであること、②運用商品が加入者の効果的な運用に資するよう、個々の運用商品の質（手数料含む）を十分吟味」することも求めている。

では、実際に企業はどのような基準で確定拠出年金の運用資産を選定しているのだろうか。筆者らは、村上・西村（2015）において、企業型確定拠出年金導入企業11社での聞き取り調査の結果から、11社中8社（72.73%）が投資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ていること、11社中5社（45.45%）は年金の管理部署にFPやアナリスト、DCプランナーなどの専門家がないことなど、運用資産選定の現状を紹介した。企業型確定拠出

年金の担当者が日ごろどのような点を問題と感じているかを調査した格付投資情報センターの「2017年日経企業年金実態調査」を見ても、「加入者の運用利回りが十分かどうか心配（調査に回答した担当者の54.3%）」、「継続的な投資教育が実施できない（35.2%）」、「社内の担当者の人員数が不足（24.2%）」といった悩みに加え、「提案商品が運営管理機関の系列運用会社商品であることが多い（13.7%）」、「ラインアップ内の投資信託の信託報酬が高い（8.6%）」など、運用資産メニューに関する問題を指摘する担当者が存在する。運用資産に関する同様の指摘は、山崎（2016）にも見られる²⁾。

そこで、本稿では、確定拠出年金で提供されている運用資産メニューにどのような特徴があり、どのような傾向が見られるかを分析する。ただし、企業型確定拠出年金の運用資産メニューについては、すでに村上他（2017）でその傾向を調べていることから、本稿では主に個人型において金融機関が提供している運用資産メニューの傾向を分析する。また、個人型確定拠出年金加入者に求められる金融知識についても検討する。

本稿の構成は以下のとおりである。次節で、先行研究の紹介を通じて企業型確定拠出年金導入企業が提供する運用資産メニューの特徴と傾向を述べる。3節では、個人型確定拠出年金制度のもとで金融機関等によって提供されている運用資産メニューにどのような傾向があるのかを分析する。最後に4節で、個人型確定拠出年金加入者に求められる金融知識を検討し、結論と今後の課題を述べる。

2 運用資産メニューに見る企業型確定拠出年金

確定拠出年金で提供されている運用資産メ

ニューに関しては、2000年代半ば以降、主に米国の研究者によって現実のデータを用いた実証分析の結果が蓄積されてきた。例えば、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妥当な運用資産の提供になっていないと主張する。Elton et al. (2006) は企業が十分な投資カテゴリーを提供していないことを指摘し、Elton et al. (2007) と Elton et al. (2013) は確定拠出年金で提供されている投資信託のパフォーマンスは同じリスクのインデックス型投資信託のパフォーマンスよりも低いと主張している。Pool et al. (2016) は過去のパフォーマンスに関わらず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、削除されにくい傾向があることを明らかにしている。

一方、Tang et al. (2010) や Brown and Harlow (2012)、Chen et al. (2016) は、確定拠出年金で提供される運用資産の有利性を主張する。Tang et al. (2010) はほとんどの企業が効率的な運用資産ポートフォリオを提供していると述べ、Brown and Harlow (2012) は確定拠出年金で採択されている投資信託のリターンがその他の投資信託のリターンより高いことを明らかにしている。Chen et al. (2016) は、確定拠出年金で選択されている投資信託は、同様の投資目的を持つ投資信託よりパフォーマンスが優れ、経費率も低いことを明らかにしている。ただし、Chen et al. (2016) は、確定拠出年金の運用資産メニューはアクティブ運用型の成長投資信託に偏る傾向にあり、また総純資産がトップ10のファンド群から選択される傾向にあることも指摘している。

我が国では、企業型確定拠出年金導入企業の運用資産に関する情報が公表されていないため、この分野の研究はほとんど進んでいない。しかし、筆者らは、村上他 (2017) において、郵送

調査を通じて得た日本の企業型確定拠出年金導入企業64社の投資メニューに関する情報を用いて、①運用資産の信託報酬の高低を考慮しているか、②関係機関の提供する商品に偏っていないか、③アクティブ・バランス等の投資信託に偏っていないか、という3つの視点から企業型確定拠出年金の運用資産メニューの傾向を見た。その結果、①選択された投資信託はランダムに選ばれた確定拠出年金向け投資信託よりもコストが低いという仮説は支持されず、②選択された投資信託の多くは確定拠出年金導入企業の関係機関の投資信託であり、③パッシブ型投資信託ではなくアクティブ・バランス等の投資信託がより多く選ばれていることが明らかになった。

このように企業型確定拠出年金で提供されている運用資産メニューに関しては、それが優れていると主張する研究成果と、運用資産の偏り等の課題が存在することを指摘する研究成果が混在しており、確定的な結果は得られていない。ただし、米国では、大規模なデータを用いて分析を行った Tang et al. (2010) や Brown and Harlow (2012) が運用資産の効率性を主張しており、提供されている運用資産は、ある程度、確定拠出年金に適していると言えるのかもしれない。しかし、我が国では、この分野の研究が始まったばかりであり、確定的な傾向を述べるためには更なる実証分析の蓄積を待つ必要がある。現段階では、企業型確定拠出年金で提供されている個々の運用資産や運用資産ポートフォリオの一部に、商品の偏りや手数料の高さといった問題がある可能性を否定できないことのみ指摘できる。

3 運用資産メニューに見る個人型確定拠出年金

企業型確定拠出年金では、スポンサー企業に

運用資産メニューを公表する義務が課せられていないため、これまで企業型確定拠出年金加入対象者（従業員）に提示される運用資産メニューの詳細や妥当性について検討することは容易でなかった。企業型確定拠出年金には特有の問題³⁾があり、個人型確定拠出年金と全く同じ状況ではないものの、加入者に資する適切な運用資産メニューが提供されているか否かが重要な問題であることは同じである。

そこで本節では、2017年10月現在で入手可能な129の運営管理機関が提供する個人型確定拠出年金の運用資産メニューに着目し、その特徴や妥当性について検討する。

（1）運営管理機関の業態と運用資産メニュー

従業員だけを加入対象とする企業型確定拠出年金と異なり、個人型確定拠出年金では、広く加入者を募る必要がある。国民年金基金公表のデータによると、2017年11月現在、160の運営管理機関が個人型確定拠出年金の運営管理に従事しており、その大半が運用資産メニューを公開している。表1および図1を見ると、個人型確定拠出年金の運営管理機関は、信用金庫・地方銀行・労働金庫で8割以上を占めていることがわかる。しかしながら、信用金庫や労働金庫などの新規参入はごく最近の傾向であり、各運

営管理機関を通じてどの程度の拠出実績があるのかについては、把握できていない。

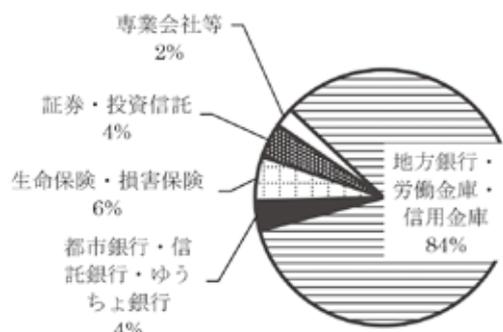
運営管理機関の業態は様々であり、その業態により、機関投資家としての技術や知識、リスク資産の作り手・売り手としての実績や技術、訪問できる距離に多くの店舗がある等の特性がある。また運営管理機関の中には、確定拠出年金の専門会社、新興の投資信託会社（以下、新興投信と述べる）、オンライン証券など比較的歴史の浅い企業もある。このように、様々な背景を持つ運営管理機関であるが、その業態により、提示される運用資産メニューにどのような違いがあるのだろうか。

表2は、2017年10月現在の個人型確定拠出年金運営管理機関129社の提供する135運用資産メニューについて、業態ごとに整理したものである。表2で目を引くのは、オンライン証券・新興投信等の業態に分類される運営管理機関の運用資産メニューの独自性である。63本の投資信託をそろえ、加入者の多様なニーズをもれなく受け止めようとするオンライン証券会社がある一方で、僅か2本または3本の投資信託を選び抜き、「個人型確定拠出年金の運用にふさわしい投資信託はこれ」と提示する新興投信もある。オンライン証券・新興投信等の業態では、手軽なオンライン手続きで個人型確定拠出年金に加

表1 個人型 DC の運営管理機関の業態

運営管理機関の業態	運営数	割合
都銀・信託銀・ゆうちょ銀行	6	3.8%
生命保険・損害保険	9	5.6%
証券・投資信託	7	4.4%
専業会社等	4	2.5%
地方銀行	51	31.9%
労働金庫	13	8.1%
信用金庫	70	43.8%
合計	160	100.0%

図1 個人型 DC 運営管理機関の割合



（資料）2017年11月現在、国民年金基金公表データより作成。

表2 運営管理機関の業態と提供する運用資産の分類

		全 融 資 産 数	元 本 確 保 型 数	投 信 計 数	国 内 株 式	先 進 国 株	新 興 国 株	国 内 債 券	先 進 国 債	新 興 国 債	バ ラ ン ス	タ ー ゲ ッ ト	REIT	コ モ デ ィ テ ィ
都市銀等 (信託銀・ ゆうちょ銀 含む) (n=5)	平均値	22.6	4.6	18	4.6	2	0.6	1.8	1.4	0.8	4.6	1.4	0.8	0
	最大値	33	8	31	8	3	1	4	2	1	7	7	2	0
	最小値	16	2	11	2	1	0	1	1	0	2	0	0	0
	標準偏差	5.8	2.8	6.9	2.2	0.6	0.5	1.2	0.5	0.4	1.6	2.8	0.7	0.0
生命保険・ 損害保険 (n=10)	平均値	18.2	1.8	16.4	3.6	1.7	0.8	1.5	1.7	0.7	5.1	0	1.3	0
	最大値	24	3	23	5	3	1	3	3	1	8	0	3	0
	最小値	13	1	11	2	1	0	1	1	0	3	0	0	0
	標準偏差	2.9	0.7	3.1	0.8	0.6	0.4	0.7	0.8	0.5	1.8	0.0	0.9	0.0
証券・投信 (n=4)	平均値	17.8	1.0	16.8	2.5	2.3	1.5	1.8	1.3	0.5	4.0	1.0	2.0	0.0
	最大値	20	1	19	3	3	4	3	2	1	6	3	2	0
	最小値	16	1	15	2	2	0	1	1	0	2	0	2	0
	標準偏差	1.8	0.0	1.8	0.5	0.4	1.5	0.8	0.4	0.5	1.6	1.2	0.0	0.0
地方銀行 (n=45)	平均値	18.0	1.6	16.6	3.5	1.8	0.6	1.1	1.8	0.5	5.5	0.3	1.5	0.1
	最大値	33	4	30	6	4	4	2	4	1	13	4	3	1
	最小値	8	1	6	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0
	標準偏差	4.4	0.8	4.0	1.3	0.8	0.7	0.6	0.9	0.5	2.2	0.9	0.8	0.3
労働金庫 (n=13)	平均値	10.0	3.0	7.0	1.0	1.0	0.0	1.0	1.0	0.0	3.0	0.0	0.0	0.0
	最大値	10	3	7	1	1	0	1	1	0	3	0	0	0
	最小値	10	3	7	1	1	0	1	1	0	3	0	0	0
	標準偏差	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
信用金庫 (n=45)	平均値	17.2	5.7	11.6	2.5	1.1	0.3	1.0	1.0	0.3	4.7	0.0	0.7	0.0
	最大値	26	7	19	5	2	1	1	1	1	6	0	2	0
	最小値	14	5	9	2	1	0	1	1	0	4	0	0	0
	標準偏差	4.5	0.9	3.7	1.0	0.3	0.4	0.0	0.0	0.5	0.9	0.0	1.0	0.0
オンライン 証券・新興 投信等 (n=7)	平均値	28.2	3.0	25.2	5.5	3.8	2.0	1.3	2.7	0.8	5.0	1.2	2.3	0.5
	最大値	67	7	63	15	10	4	2	6	2	13	4	6	2
	最小値	3	1	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	標準偏差	22.0	2.2	20.6	4.9	3.2	1.7	0.7	2.0	0.7	4.6	1.7	2.1	0.8

(資料) 2017年10現在、モーニングスター社が公表する個人型確定拠出年金運用資産メニューから作成。

入できる体制が整えられている反面、他の業態よりも運営管理機関ごとの運用資産メニューのばらつきが大きいことに注意が必要である。それだけに、この業態の運営管理機関を適切に選択し活用するには、加入者自身に明確な投資方針や知識が必要である。

信用金庫、都市銀行等の業態に分類される運営管理機関は、元本確保型の金融商品を多くそろえており、証券・投信業態に分類される運営管理機関では1種類のみ、という状況は興味深い。元本確保型の金融商品を、次の投資選択のための一時的な資金の休憩所と考えるか、長期的に確定拠出年金の運用を行う主力商品のひと

つと考えるかについての基本的な考え方の違いが表れているのかもしれない。また、「運用資産メニューにバランス型投資信託を何本含めるのか」という方針が運営管理機関ごとに異なり、それぞれの運営管理機関の投資信託選定の方針を分かりやすく示すとともに、運用資産メニューのボリュームを決める要因になっている。

(2) 運用資産メニューに選ばれる投資信託

本節では、個人型確定拠出年金運営管理機関129社の135の運用資産メニューに選定された2,371資産のうち、元本確保型金融商品を除く投資信託1,940本に焦点をあて、どのような投資信

託が運用資産としてメニューに採用されるのかについて調べる。ただし、表3および表4で示すように、投資信託1,940本は複数の運営管理機関から運用資産として選ばれて重複カウントされているため、実際の本数は438本である。このうち、投資信託のデータベース⁴⁾から信託報酬や基準価格等の情報が得られた424本について、①信託報酬、②純資産残高、③投資カテゴリー、④専用設計の4つの観点から検討を行う。

① 信託報酬

個人型確定拠出年金に加入すると、口座の運営管理にかかる手数料⁵⁾だけでなく信託報酬を負担する必要がある。表5は、個人型確定拠出年金および一般の投資信託の主力の3つのカテゴリーの信託報酬を示したものである。表中の「国内大型ブレンド」とは、組入銘柄の時価総額平均が大型株に属し、業績数値と市場価格から市場平均に近いと判断されるファンドのことであり、TOPIX 株価指数に連動するインデックス・ファンドはこのカテゴリーに属する。表5を見る限り、個人型確定拠出年金の運用資産メニュー

表3 個人型運用資産数

メニューに含まれる金融資産数(延べ)		
うち元本確保型金融商品	431	18%
うちパッシブ型投資信託	995	42%
パッシブ型以外の投資信託	945	40%
合計	2,371	100%

に選ばれる主力3カテゴリーの投資信託の信託報酬は、比較的低いものが多いようである。運営管理機関は、意識的に信託報酬が低めの投資信託を選定しているようである。

② 純資産残高

確定拠出年金の指南書を見ると、投資信託を選ぶ場合に、純資産残高に気を配るように助言がなされている。例えばモーニングスターのサイト⁶⁾では、投資信託の純資産残高が30億円を下回ると運用に制約が出たり、10億円を下回ると償還の可能性が出たりする、と述べている。当然ながら、運営管理機関は純資産残高に注意を払って、運用資産メニューを選定しているのではないか。

③ 投資カテゴリー

投資信託には投資対象を国内にするか、海外を含めるか、為替のヘッジを行うか否か、株式の組み入れ比率が70パーセント以上か否か等、細かい分類がされている。我々が分析対象とする一般の投資信託4,803本は75ものカテゴリー

表4 個人型 DC 投資信託数

メニューに含まれる投資信託数(重複なし)		
うちパッシブ型投資信託	178	41%
パッシブ型以外の投資信託	260	59%
合計	438	100%

*438本のうちデータが得られた424本が分析対象

表5 投資信託主力3カテゴリーの信託報酬

	国内大型ブレンド		バランスファンド		安定成長	
	個人型 DC	それ以外	個人型 DC	それ以外	個人型 DC	それ以外
投資信託数	44	222	39	178	37	173
平均	0.86%	1.35%	0.83%	1.40%	0.90%	1.40%
最高	1.73%	2.24%	1.76%	2.21%	2.16%	2.32%
最低	0.17%	0.16%	0.21%	0.19%	0.19%	0.18%
標準偏差	0.53%	0.51%	0.53%	0.51%	0.55%	0.46%

* 信託報酬の算出の安定性を考慮し、信託開始後3年以を経過した投資信託を対象に集計

に分類される。

表6は、一般の投資信託4,803本と、そのうち個人型確定拠出年金の運用資産メニューに採用された424本の投資信託について、上位10位までの投資カテゴリーを記したものである。この表を見る限り、一般の投資信託に比べて、個人型確定拠出年金の運用資産メニューに選定される投資信託は、エマージング債券やハイイールド債券よりは国内の中長期債券というように、ややリスクの低い投資信託である。国内大型ブレンドの割合が高いことは理解できるとしても、バランスや安定成長（いずれも大分類ではバランス型）といったカテゴリーの投資信託の割合が高い理由は定かでない。おそらく運営管理機関は安定した需要のある投資カテゴリーで運用資産メニューを選びがちであり、このことがバランスや安定成長カテゴリーに投資信託が集中する理由だと推測されるが、信託報酬が高いものも含まれており、妥当性については疑問が残る。

④ 専用設計

確定拠出年金専用投資信託は、購入時の手数料をゼロもしくは非常に低廉な水準に設定しており、上場投資信託（ETF）に比べても低コストだとされる。同種の投資信託で、確定拠出年金の専用の投資信託とそうでない投資信託があ

れば、当然ながら運用資産メニューに選定されるのは前者となるだろう。

(3) ロジット分析

この節では、(2)で検討した①信託報酬、②純資産残高、③投資カテゴリー、④専用設計の4つの観点から、どのような投資信託が個人型確定拠出年金の運用資産メニューに選ばれるのかについて分析を行った結果について述べる。ここで行う分析は、個人型確定拠出年金の運用資産メニューに選定された424本の投資信託は1、そうでない投資信託は0という質的変数を被説明変数とするロジット分析である。

①の「実質信託報酬乖離」は、75の投資カテゴリー毎に算出した平均信託報酬－実質信託報酬であり、対象となる投資信託の信託報酬の低さ（平均からの乖離）を示す変数である。②の純資産残高は、当該投資信託の純資産残高（対数変換した数値）である。③の投資カテゴリーは、過去にどれだけの確定拠出年金向けの投資信託が発行されているかを示す指標である。④の専用設計は、確定拠出年金用に設計された投資信託であるか否かを示す。

分析結果は表7に示した。専用設計の投資信託や信託報酬が低い投資信託、純資産残高が多い投資信託は運用資産メニューに選ばれやすい。さらに、すでに多くの確定拠出年金用の投資信

表6 投資信託の上位10のカテゴリー

一般の投資信託のカテゴリーと本数 (4,803本中)			個人型DCに採用された投資信託のカテゴリーと本数 (424本中)		
	本数	割合		本数	割合
国内大型ブレンド	312	6%	国内大型ブレンド	49	12%
安定成長	286	6%	バランス	47	11%
バランス	283	6%	安定成長	43	10%
国際債券・ハイイールド債 (F)	268	6%	国際債券・グローバル・除く日本 (F)	33	8%
国際株式・グローバル・含む日本 (F)	212	4%	国内債券・中長期債	28	7%
国内大型グロース	189	4%	国際株式・グローバル・除く日本 (F)	27	6%
国際株式・エマージング・複数国 (F)	189	4%	国内大型グロース	24	6%
国際債券・エマージング・複数国 (F)	180	4%	安定	19	4%
国際株式・北米 (F)	179	4%	ターゲットイヤー 2031 ~	16	4%
国際債券・グローバル・除く日本 (F)	165	3%	国内 REIT	14	3%

表7 個人型DC運用資産メニューに選定される投資信託に関するロジット分析

	β	標準誤差	自由度	有意確率
専用設計	2.879	.138	1	.000
実質信託報酬乖離	1.046	.135	1	.000
純資産残高	.184	.030	1	.000
投資カテゴリー	8.483	1.471	1	.000
定数	-3.633	.107	1	.000

	観測値	予測		正解率
		運用資産メニューに選定 (=1)	0	
運用資産メニューに選定	0	4286	93	97.9
	1	251	173	40.8
		全体の適合率		92.8

託が発行・選定されている投資カテゴリーの投資信託は、そうでない投資カテゴリーの投資信託よりも、運用資産メニューに選定される可能性が高いことがわかる。

しかしながら、注意が必要なのは、実際に運用資産メニューに選ばれた投資信託の中で、選定されることが予測できていた割合は、僅か4割であったことだ。我々が想定していた①から④の要因以外で、重要な運用資産メニューに選定する理由が抜け落ちている可能性が高いと思われる。これに関連して、Pool et al. (2016) は過去のパフォーマンスに関わらず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、削除されにくい傾向があると述べており、これは、個人型確定拠出年金の加入者にとって、念頭に置いておくべき問題である。

4 おわりに

本稿では、個人型確定拠出年金で提供されている運用商品メニューにどのような特徴があり、どのような傾向が見られるかを分析した。その結果、

- ・ 運営管理機関のバックグラウンド（銀行、生損保、証券など）により運用資産メニューには違いがあり、加入者はまず、自らのニーズに合う運営管理機関を選ぶ必要がある、
- ・ オンライン証券や新興投信会社の個人型確定拠出年金の加入者には、他の業態の運営管理機関に比べて、より高度な金融知識が求めら

れる、

- ・ 運営管理機関による運用資産メニューの選択は、同じ投資カテゴリー内ではより信託報酬の低い投資信託を選んでいる点、さらに専用設計の利点を生かしている点では評価できる、
 - ・ 一方で、Chen et al. (2016) の指摘と同様に、個人型確定拠出年金運用資産メニューには、バランス型など少なくともパッシブ運用だとはいえない投資信託が多く含まれており、高くなりがちな信託報酬に注意しなければならない、
 - ・ またChen et al. (2016) の「総純資産がトップ10のファンド群から選択される傾向がある」という指摘と同様に、確定拠出年金用の投資信託が多く存在する投資カテゴリーの投資信託が安易に選ばれ、運用資産メニューのバランスを欠いたり、加入者に対して誤ったメッセージを与えたりする可能性がある、
- ことを指摘した。

今回、我々は129の運営管理機関が提示する135の運用資産メニューについて分析を行った。複数の運用資産メニューを提示している運営管理機関の中には、精選した投資信託による運用資産メニューと、投資信託の本数が多い運用資産メニューの両方を提示しているケースがあり、運営管理機関側も迷っている印象が拭えない。理論上は、少数の投資信託と少数の元本確保型の金融商品が準備されていれば十分である。しかしながら、20～30もの金融資産を並べた「多

すぎる運用資産メニュー」問題に対する改善は進んでいない。

このような中、我々が検討すべきことは何だろうか。第1に、加入者の金融知識の向上である。提供されている運用資産メニューの妥当性を持ち出すまでもなく、我が国では以前から企業型確定拠出年金加入者による元本確保型資産への運用の偏りが指摘されてきた⁷⁾。この偏りを解消し、老後の備えを確保する方策のひとつとして、加入者向けの金融教育が繰り返し見直されてきた。2011年公布の年金確保支援法では継続教育について事業主の配慮義務が明文化され、2016年公布の改正DC法では継続教育の努力義務化が定められた。その他、法令解釈通知でも、教育の具体的な内容の充実などの点で改正が行われている。金融教育に関する見直しが見直されていることは、確定拠出年金において加入者が金融知識を保有することの重要性が常に認識されてきたことを意味する。特に企業型そして個人型確定拠出年金の運用資産や運用資産ポートフォリオに偏り等がある可能性を否定できない状況下では、金融知識を保有する重要性はより高いと考えられる。特に個人型確定拠出年金においては、運用資産を選択する前に、多くの運営管理機関の中から自分に合う会社を選ぶ必要があり、金融に関するより高度な知識が必要となる。金融教育に関しては、企業年金連合会の「企業型確定拠出年金投資教育ハンドブック（第3版）」に、提供すべきまたは提供することが望ましい知識として運用資産の種類と特徴をはじめとする多様な知識が掲載されている。これに加えて金融機関を選択するための知識や、各運用資産に関する情報を理解し、与えられた選択肢の中から確定拠出年金に適した運用資産を見抜くための知識を身に付ける必要があると言えよう。

第2に金融知識が十分でない人をサポートする仕組みづくりである。金融教育によって、誰もが確定拠出年金の運用資産を適切に選択できるほどの知識を持つことができれば素晴らしい。しかしながら、それは現実的な目標だろうか。例えば、Cole et al. (2014)は米国の州における金融教育の導入の前後で金融に関する行動に差がなかったと報告し、Leckie et al. (2010)はカナダで金融教育を受けた者と受けなかった者の金融行動に差がなかったと述べている。また、Lusardi and Mitchell (2014)は、金融知識を持つことにコストがかかりすぎる場合は、金融知識を習得しないという選択が最適になることもあり得ると指摘している。知識を習得するためのコストばかりかかり、肝心の老後の備えが進まないという事態を避けるためにも、デフォルト・ファンドの活用など、様々な理由から十分な金融知識を習得できない人をサポートする方策が必要である。

そして、第3に、村上他(2017)でも指摘したが、企業及び金融機関が加入者の利益を考えた質の高い運用資産を選び、定期的にそれを評価・管理することを可能とする制度の検討である。企業型確定拠出年金のスポンサー企業や個人型確定拠出年金の運営管理機関は、運用資産の選択において関係機関との関係を円滑にしたいといった動機を持つ。加入者に不利な方向に運用商品が偏ることのない仕組みづくりが求められる。このことは、確定拠出年金ガバナンスの強化にもつながると考えられる。

最後に今後の課題を述べておく。我々は「どのような投資信託が個人型確定拠出年金の運用資産メニューに選ばれるか」を明らかにするためのロジット分析を行った。しかし、実際に運用資産メニューに選ばれた投資信託の中で、選定されることを予測できた割合は4割に過ぎな

かった。我々が想定した要因以外で、運用資産メニューの選定に関わる要因が抜け落ちている可能性が高い。この問題を明らかにすることを今後の課題としたい。

【注】

- 1) 35本という数字は、運用資産の提供数が36本以上になると加入者自らが運用の指図を行わずデフォルト商品が適用されていること、上限超過分については施行から5年以内に商品の除外を行わなければ法令違反となることから提示された。
- 2) 山崎 (2016) は、その著書の中で、運用資産メニューについて「明らかに確定拠出年金に不向きな運用商品が並んでいたり、運用手数料についても、低いとは到底言えない率が設定されていたりする (p.52)」と指摘する。
- 3) 前節で述べたとおり、企業型確定拠出年金のスポンサー企業には、融資を受けている銀行や幹事証券会社、親会社や関連会社グループ企業などの利害関係企業があり、我々のヒアリング調査 (村上・西村 (2015) やアンケート調査による分析 (村上他 (2017) では、運用資産メニューのファンドの委託運用会社や運営管理機関との関係が強く示唆された。
- 4) モーニングスター社のデータベース。
- 5) 加入時・移管時の手数料、口座管理手数料、給付・還付事務手数料など。
- 6) 例えば <https://www.morningstar.co.jp/moneyschool/fund/d06.html> を参照。
- 7) 前出の「2017年日経企業年金実態調査」では、制度加入者による元本確保型資産とリスク性資産への運用割合が前者52.1%、後者47.9%と、運用環境が好調であるにも関わらず依然として元本確保型資産の運用割合が半分を占めることが報告されている。ただし、企業及び総合型DCの通算利回り (制度発足から2016年度までの利回りを年

率換算したもの) の単純平均は2.81%に上昇している。

【参考文献】

- Brown K.C. and W.V. Harlow (2012), "How Good are the Investment Options Provided by Defined Contribution Plan Sponsors?", *International Journal of Portfolio Analysis and Management*, 1 (1), pp.3-31.
- Chen, H.C., C.W. Lai, and S.C. Wu (2016), "Mutual fund selection and performance persistence in 401 (k) Plans", *The North American Journal of Economics and Finance*, 35, pp.78-100.
- Cole, S., A. Paulson, and G.K. Shastry (2014), "Smart Money? The Effect of Education on Financial Outcomes", *Review of Financial Studies*, 27 (7), pp.2022-2051.
- 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), pp.1299-1314.
- Elton, E.J., M.J. Gruber and C.R. Blake (2007), "Participant reaction and the performance of funds offered by 401 (k) plans", *Journal of Financial Intermediation*, 16, pp.249-271.
- Elton, E.J., M.J. Gruber and C.R. Blake (2013), "How do Employers' 401 (k) Mutual Fund Selections Affect Performance?", *Briefs, Center for Retirement Research at Boston College*, Number 13-1.
- Leckie, N., T. She-Wai Hui, D. Tattrie, J. Robson, and J.-P. Voyer. (2010), "Learning to Save, Saving to Learn : Learn\$ave Individual Development Accounts Project", Final Report, Social Research and Demonstration Corporation.
- Lusardi, A. and O.S. Mitchell (2014), "The

Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence” , *Journal of Economic Literature*, 52 (2) , pp.5-44.

Lusardi, A., P.C. Michaud and O.S. Mitchell (2013), “Optimal Financial Knowledge and Wealth Inequality” , *NBER Working Paper*, No.18669.

Pool, V.K., S. Clemens and S. Irina (2016) , “It Pays to Set the Menu: Mutual Fund Investment Options in 401 (k) Plans” , *The Journal of Finance*, 71 (4) , pp.1779-1812.

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*, 94, pp.1073-1085.

村上恵子・西村佳子 (2015) 「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採択の現場から」『県立広島大学経営情報学部論集』第7号、pp.111-118。

村上恵子・西村佳子・西田小百合 (2017) 「投資メニューに見る企業型確定拠出年金のガバナンス」『生活経済学研究』第45巻、pp.81-93。

山崎元 (2016) 『確定拠出年金の教科書』日本実業出版社

にしむら よしこ

1999年岡山大学大学院文化科学研究科産業社会文化学専攻博士課程単位取得退学。1999年京都産業大学経済学部講師、2004年同助教授を経て2011年より現職。専攻は金融論。

【主要業績】

村上恵子・西村佳子・西田小百合 (2017) 「投資メニューに見る企業型確定拠出年金のガバナンス」『生活経済学研究』第45巻、pp.81-93。

むらかみ けいこ

2000年広島大学大学院社会科学部研究科経済学専攻博士課程後期修了、博士(経済学)。2000年広島大学経済学部助手、2001年広島県立大学経営学部講師を経て、2008年より現職。専攻は金融論。

【主要論文】

村上恵子 (2016) 「消費者市民社会の形成のための金融行動と金融教育」『生活経済学研究』第44巻、pp.19-27。

村上恵子 (2017) 「保険加入者の特性別に見た不足する保険知識と保険教育」『生命保険論集』金融・保険リテラシー特別号、pp.143-160。

S.Nishida and K.Murakami (2017) , “Characteristics of unlisted companies by their choice of retirement benefit plans” , 『東海大学紀要』第49号 ,pp.127-140.
