

## 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—

村上 恵子・西村 佳子

Whose Defined Contribution Pension Plan is it?  
: Sponsor's Menu Design of Defined Contribution Pension Plan

Keiko MURAKAMI and Yoshiko NISHIMURA

### 1. はじめに

2014年度、企業型確定拠出年金の加入者数が500万人を超え、個人型を含めた加入者数は525万人に達する見込みである。企業型確定拠出年金の加入者数は厚生年金加入者数3,472万人の15パーセント程度にとどまることから、企業型確定拠出年金に関わる様々な問題が過小評価される傾向にある。しかし、今後も公的年金の所得代替率低下の趨勢は続く予想され、厚生年金基金、確定給付企業年金、確定拠出年金のような私的年金の重要性はますます増大すると言えよう。本稿では、企業が提供する私的年金の中でもとりわけ企業型確定拠出年金に焦点を当て、ほとんど明らかになっていない企業の確定拠出年金の金融資産メニュー採択行動についての現状を報告し、今後の調査分析に関する課題について論じる。

導入後10年あまりを経た企業型確定拠出年金において、未だにその加入者が元本確保型金融資産を選好する傾向が続いており、現在、確定拠出年金の運用残高のうち約6割が元本確保型金融資産である<sup>1</sup>。このことは、確定拠出年金加入者がかつて加入していた可能性のある他の企業年金（厚生年金基金や確定給付型企業年金）に比べてかなり保守的なポートフォリオを組んでいることを示唆しており、確定拠出年金の金融資産偏在問題として、研究者・実務家を問わず広く認識されている。

これまで、確定拠出年金に関する我々の関心の多くは、確定拠出年金の運用を行う加入者に向けられていた。具体的には、加入者の金融知識が十分でないという問題や確定拠出年金で選択される資産が元本確保型金融資産に偏っている問題、その問題を緩和するためにどのような金融教育を行うべきかという問題、そして金融教育が確定拠出年金加入者の行動を改善するのかという問題などである。引退後の生活に備える貯蓄や年金などの金融資産が元本確保型金融資産に偏在することについて、Rooiji et al. (2011) など、多くの国々の実務関係者・研究者から、加入者の金融知識の欠

1 企業年金連合会 2013年12月公表、第4回確定拠出年金実態調査参照。

如が原因だとする指摘がなされている。確かにごく普通の個人—たとえば一般的な確定拠出年金の加入者のような—の金融知識が極端に低いことは、Mandell and Klein (2009)、Lusardi and Mitchell (2007) や Atkinson et al. (2007) など多くの文献で報告されており、研究者の意見がほぼ完全に一致している。そして、Bernheim, Garrett, and Maki (2001) は、金融教育を受けた者が、そうでなかった者に比べ、より多く将来に備えた貯蓄を行うと述べた。この問題が議論され始めてしばらくは我々も含め、素朴に「加入者が金融教育を受けさえすれば、引退後に必要な資金の運用が改善するはずだ。」と、金融教育の効果に過大に期待する傾向があった。それゆえに、業界団体や日本銀行の外郭団体などが金融教育の充実を訴えその実施に努力してきた<sup>2</sup>が、その成果を具体的に述べることは大変難しい<sup>3</sup>。

金融教育とごく普通の個人の資産選択行動の因果関係について、日本ではまだ検証や議論が十分でない。たとえば、Cole et al. (2014) が米国で、Leckie et al. (2010) がカナダ版 Jump\$Start である Learn\$ave プログラムの参加者について、Bernheim, Garrett, and Maki (2001) の研究結果の追試を行ったところ、前者では州における金融教育の導入の前後で、後者においては金融教育を受けた者と受けなかった者で、金融に関する行動に差がなかったことが報告されている。これらの研究結果は、金融教育に過大な効果を期待する風潮に対してより慎重さを求めるものである。今後、日本においても金融教育の効果に関する研究成果の蓄積が進むことが期待されるが、我々は少なくとも、「雇用主や業界団体が金融教育を実施すれば、加入者が確定拠出年金を効率的に運用できるようになる」と安易に考えるべきでない、と考える。

日本の企業型確定拠出年金については、他にも明らかになっていない問題がある。従業員に確定拠出年金を提供する企業側の行動に関する問題である。言うまでもなく、企業型確定拠出年金の加入者は、企業の提供する金融資産メニューという制約の下で確定拠出年金の運用を行う。望ましいメニューが提示されていなければ、その中から望ましい選択をすることは難しい。企業型確定拠出年金を提供する企業は効率的でバランスの良い資産メニューを提示しているか、企業が資産メニューを決定する際、加入者にとって最適な選択がされているのか、それとも企業の利益が考慮されているのか、このような問題はまだ明らかになっていない。それは、各企業が提供する確定拠出年金の金融資産メニューに関するデータが公表されていないからである<sup>4</sup>。一方で海外では Elton et al. (2006) が企業の提供する資産メニューの妥当性について分析し、リスクとリターンから判断すると提供される資産メニューの範囲が不十分であると述べた。Tang et al. (2010) は雇用主の提供する資産メニューは概ね効率的であるが、従業員側がそれを十分に活用できていないと述べている。

我々は、企業型確定拠出年金を提供する企業の金融資産メニュー採択行動について明らかにする第一歩として、確定拠出年金を導入している企業 11 社を訪問して予備的な聞き取り調査を行った。今後、この問題について明らかにするためには、改めて大規模な調査を行う必要があるが、本稿では予備的な聞き取り調査から垣間見える確定拠出年金提供側の問題について議論を行う。以下、第二節で確定拠出年金導入企業の金融資産の採択に関する全般的な状況を説明し、第三節で我々の行った聞き取り調査から浮かび上がった問題について議論を行う。第四節で問題の整理を行い、今後の課題について述べる。

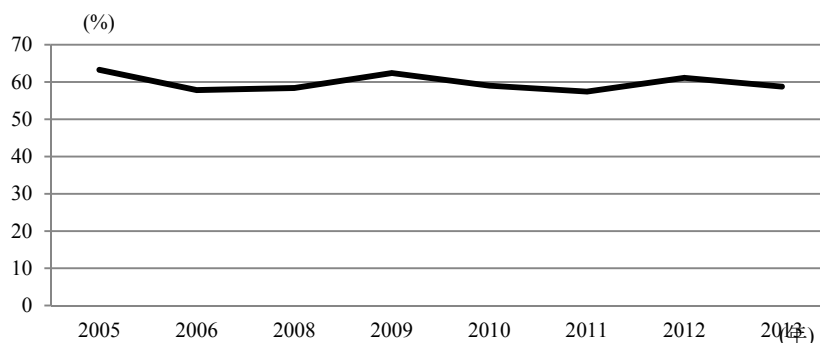
2 2000 年以降に増加した、知るぼるとの一連の活動や業界団体の金融教育プログラムはその一例である。

3 企業型確定拠出年金の拠出金のうち元本確保型金融資産に投資されている割合は、ほぼ変化することなく 6 割程度であるといわれている。

4 確定拠出年金の管理を行う運営管理機関はこのような情報を把握している。

## 2. 企業型確定拠出年金導入企業による金融資産の採択と加入者行動

2013年の「日経企業年金実態調査」によると、加入者の運用資産に占める元本確保型資産の割合（全社平均値）は58.74%であり、これはリスク性資産の割合の41.28%を上回る。回答企業数が調査年により異なるため単純な比較はできないものの、図1に示すように、元本確保型資産を選択する割合は、「日経企業年金実態調査」でデータが確認できる2005年以降、一貫して60%前後で推移している<sup>5</sup>。たとえば2013年に報告された方針によると、企業型確定拠出年金と同じ三階にあたる企業年金連合会のポートフォリオは、国内外株式が20～43%、国内外債券が57～80%の割合であり、企業型確定拠出年金加入者のポートフォリオとの違いは大きい。元本確保型資産の最適割合は加入者個別の事情によって異なるが、年金の運用方針が長期的な観点から決定されるべきであることを考えると、加入者の選択する元本確保型資産の割合が常に60%前後であることには問題があると言えよう。



【図1】加入者の選択した元本確保型資産の割合

(出所) 格付け投資情報センター『年金情報』に基づいて作成

ここで、同調査結果から、加入者の運用資産に影響を与える可能性がある確定拠出年金導入企業の金融資産メニューの採択状況を確認してみたい。第1に、2013年の調査結果を見ると、企業型確定拠出年金を導入している企業1社当たりの金融資産平均採用本数は19.20本であることが分かる。我が国では、手続き上、一度採択した資産の除外が困難であるため、この数字は拡大傾向にある。Morrin et al. (2008) は企業によって提供された金融資産数と加入者の資産選択行動の関係を分析しているが、金融知識をさほど持っていない一般的な加入者が20種類近い資産の中から自身にとって望ましい資産を選択することは容易ではないと考えられる。第2に、2012年、2013年の調査結果を見ると、50%強の企業が定期預金をデフォルト商品に設定していることが分かる。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のない加入者の多くが定期預金を選択する可能性はある。第3に、確定拠出年金導入企業の各金融資産の採択動向（表1参照）を見ると、2006年以降、商品性に大きな違いはないと思われる定期預金の採択本数が2.5本前後で推移し、元本がほぼ

<sup>5</sup> ただし、利回り上位10社のリスク性資産の割合は50%を超える年も見られる。

確保される保険商品も3本近い値で推移していることが分かる。つまり、たとえば2012年、2013年においては、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のである。これら確定拠出年金導入企業の金融資産やデフォルト商品の採択行動は、加入者の選択する元本確保型資産の割合を高める要因になっている可能性があり、確定拠出年金提供企業の資産メニュー採択行動を議論する必要性を示唆するものである。

【表1】企業による平均金融資産採択本数の推移

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
国内株式アクティブ	3.63	6.30	2.6	2.59	2.53	2.58	2.54	2.53
国内株式パッシブ			1.38	1.33	1.31	1.44	1.3	1.34
国内債券アクティブ	1.15	1.25	1.07	1.08	1.1	1.1	0.42	0.48
国内債券パッシブ			1.04	1.03	1.05	1.03	0.94	0.96
外国株式アクティブ	1.69	1.63	1.29	1.23	1.27	1.3	0.89	1.02
外国株式パッシブ			1.05	1.05	1.02	1.03	1.04	1.11
外国債券アクティブ	1.37	1.35	1.13	1.19	1.17	1.27	0.52	0.55
外国債券パッシブ			1.07	1.07	1.04	1.07	1	1.07
エマージング株式・債券	-	-	-	-	2.38	1.87	0.16	0.17
バランス型	4.04	4.14	4.31	4.34	4.11	4.42	3.87	4.09
その他投信 ※1	1.00	1.22	1.67	1	2.64	1.33	0.2	0.21
定期預金	2.46	2.58	2.56	2.58	2.59	2.71	2.62	2.61
保険商品（生保）	1.84	1.94	2.13	2.34	2.8	2.94	2.72	2.75
保険商品（損保）	1.42	1.29	1.27	1.41				
MMF	1.00	1.00	1.08	1.8	1.24	1.3	0.12	0.15
外貨建てMMF	2.50	2.00	1.75	0	2	1.83	0.09	0.07
自社株ファンド	1.00	1.00	-	1.19	1	1	0	0.01
その他	-	-	-	-	2.27	2	0.05	0.06

※1 2006～2007年はREIT、2008～2011年はREIT等投信。

（注）回答企業数が調査年により異なるため単純な比較はできない。

（出所）格付け投資情報センター『年金情報』に基づいて作成

### 3. 確定拠出年金導入企業による金融資産メニュー採択行動の現状と課題

前節で、確定拠出年金導入企業の提供する金融資産やデフォルト商品の採択が、元本確保型資産に偏っている可能性があることを指摘した。本節では、2011年9月から2012年2月にかけて確定拠出年金導入企業11社で実施した聞き取り調査の結果を用いて、企業による金融資産メニューの採択の現状とそこから見えてくる課題を探る。ただし、11社という少ないサンプルでは、企業型確定拠出年金を提供する企業が効率的でバランスの良い資産メニューを提示しているのかを統計的に分析することは難しい。このため、本稿では、加入者にとって最適な選択という観点から金融資産メニューが採択されているのか、それとも企業の利益等も考慮された形で金融資産が採択されているのかを中心に、確定拠出年金を提供する企業側の行動の課題を指摘するとどめる。

#### (1) 調査概要

聞き取り調査は、企業型確定拠出年金導入企業の企業年金担当者を直接訪問し、我々の質問に回答してもらう形で実施した。主な質問内容は、(a)各社の企業年金制度の概要、(b)各社の確定拠出

【表2】調査対象企業の属性と聞き取り調査結果

	A社	B社	C社	D社	E社	F社	G社	H社	I社	J社	K社
業種分類	その他製品	電気機器	ゴム製品	食料品	電気機器	化学	小売業	その他製品	電気・ガス業	食料品	輸送用機器
従業員数(人)	5,000 東証 2004	2,000 東証 2011	970 東証 2005	5,100 東証 2003	270 東証 2010	180 東証 2011	2,400 東証 2005	1,500 東証 2007	10,000 東証 2004	1,600 非上場 2009	20,000 東証 2004
株式上市市場											
確定拠出年金導入時期(年)											
確定拠出年金導入以前の年金	厚生年金基金	税制適格	税制適格	厚生年金基金 税制適格	厚生年金基金 税制適格	税制適格	税制適格	税制適格	税制適格	税制適格 企業年金基金	厚生年金基金 企業年金基金
金融資産数	16	16	26	16	18	21	22	28	15	18	14
元本確保型	4	6	7	7	5	7	6	9	8	5	5
投資信託	12	10	19	9	13	14	16	19	7	13	9
うち株式投資	8	非公表	16	非公表	10	12	13	非公表	7	10	7
資産採択理由(複数選択)											
収益性・コストなど商品性検討	1	0	1	1	1	1	1	0	0	1	1
管理会社の勧め	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
メイバンク・系列企業重視	0	1	0	0	1	1	1	1	1	1	1
事前受取り制度	有り	無し	有り	有り	無し	無し	有り	無し	有り	無し	有り
事前受取り従業員割合(%)	30	0	3.7	50%以上	0	0	5	0	10	0	非公表
デフォルト商品	有り 定期預金	有り 定期預金	有り 定期預金	無し	無し	無し	有り 定期預金	無し	無し	有り 商品非公表	無し
専門の担当者(有資格者等)	有り	有り	有り	無し	有り	無し	有り	無し	無し	有り	無し

(注)業種分類は日本標準業分類による東証33業種区分による。従業員数は、1,000人以上は100人単位を四捨五入、100人以上は10人単位を四捨五入した数値を示している。

年金制度の概要（導入時期、導入理由、導入決定までの過程、加入者に提供している金融資産の種類と数、想定利回り、担当者体制、事前受取り制度の有無、金融資産メニューの採択基準など）、(c)加入者の運用状況、(d)担当者の考える現在の確定拠出年金制度の問題点、の4項目である。

調査対象企業の属性は表2に示すとおりである。調査は、東証1部上場企業から非上場企業まで上場タイプの異なる企業で実施した。企業規模（従業員数）も180人から2万人までと、中小企業基本法で定義される「中小企業」から「大企業」まで様々な企業で調査している。確定拠出年金導入時期についても、我が国で制度が導入された2001年から間もない2003年に確定拠出年金を導入した企業から、聞き取り調査直前の2011年に導入した企業まで、幅広い対象に調査することができた。ただし、調査対象が東証上場の製造業企業に偏っていることには注意する必要がある。

## (2) 調査結果

主な調査結果は前述の表2に整理している。これを見ると、企業の提供する金融資産数は14~28本、1社当たりの平均資産採択本数は19.09本であり、この値は「日経企業年金実態調査」に示されている2013年度の1社当たりの平均資産採択本数19.20本に近い。企業の提供する金融資産に占める元本確保型資産の1社当たりの平均割合は33.68%であり、この値も同調査の2013年度の平均値（30%弱）と比べて大きな差はない。ただし、個別企業について見ると、企業の提供する金融資産に占める元本確保型資産の割合は25.0~53.3%とばらついており、I社のように提供している金融資産メニューの半数以上が元本確保型資産の企業もある。また、デフォルト商品を設定している5社のうち4社が、加入者の元本割れを避けたいという理由から定期預金をデフォルト商品としていた<sup>6</sup>。

金融資産の選択にあたっては、多くの企業が収益性やコストなどの商品性を組織的に検討していると回答したが、中には管理会社の勧めを受けて1人の担当者が決定していたケースも見られた。また、11社中8社（72.73%）もの企業が、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ていると回答した。このメインバンク・系列企業等の意向は、特に元本確保型資産の選択において強く表れていた。定期預金の採択においては、「ペイオフ解禁時に個人の定期預金と確定拠出年金の定期預金の合計額が1,000万円を超える従業員からの要望を受けて、選択できる預金の種類を増やした」と、従業員の要望を受けて資産を選択したと回答した企業もあった。しかし、多くの企業で必ずしも加入者にとって最適な金融資産が採択できず、関連組織の意向と企業の利益を考慮して金融資産を採択せざるを得ない事実があることが明らかになった<sup>7</sup>。

その他にも、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いないことや、11社中6社（54.55%）が退職後の資金であるはずの確定拠出年金について事前受取り制度を導入し、そのうちの2社では30~50%以上の従業員が事前受取り制度を選択していることなど、確定拠出年金を提供する企業の行動には検討すべき課題が存在することが示された。

6 加入者が元本割れを起こした場合の企業の責任に言及する企業もあった。一方で、デフォルト商品の設定はしているものの、デフォルト商品を選択しないよう教育・指導を行っている企業も存在した。

7 サンプル数が少ないため、金融資産の選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企業の方が、加入者に提示される金融資産メニューに占める元本確保型資産の割合が高いのか否かに関する分析は行っていない。

#### 4. おわりに

本稿の目的は、企業型確定拠出年金を提供している企業 11 社で実施した聞き取り調査の結果から、確定拠出年金導入企業の行動、特に金融資産メニュー採択行動の現状とそこから見えてくる課題を明らかにすることであった。サンプル数が少ないため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も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”とはなっていない可能性があることが示された。

確定拠出年金導入企業は誰の利益のために金融資産メニューを決定すべきか。そして、確定拠出年金は誰のための年金であるべきか。確定拠出年金法第四十三条第四項は、事業主（運用関連業務を行う者である場合に限る。）が「自己又は企業型年金加入者等以外の第三者の利益を図る目的をもって、特定の運用の方法を選定する」行為をしてはならないとしている。また、確定拠出年金法に基づく法令解釈のうち金融資産の採択について述べられている部分では「加入者等の利益」という文言が何度も出てくる。すなわち、法的には、企業型確定拠出年金における金融資産メニューの決定は加入者の利益を優先して行われるべきだと述べられているように解釈できる。海外では従来より、Elton et al. (2007) や Tang et al. (2010) らによって、加入者の利益を考慮し、確定拠出年金導入企業の提供する金融資産メニューの適切性・効率性を分析することの重要性が指摘されていたが、わが国でも、今後、加入者の利益という観点から確定拠出導入企業の行動を分析することが必要であろう。

最後に、本稿の課題を述べる。第 1 節でも述べたが、本稿は予備的な聞き取り調査から垣間見えるわが国の確定拠出年金提供側の問題を指摘するとどまっている。したがって、今後は、改めて大規模な調査を行い、企業の提供する金融資産メニューの妥当性や、デフォルト商品の設定が加入者の金融資産選択行動に与える影響に関する統計分析を行う必要がある。

#### 謝 辞

本研究は、JSPS 科研費 23653085 および 25380399、公益財団法人全国銀行学術研究振興財団（2012 年度学術研究助成事業）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。また、お忙しい中、調査にご協力くださいました企業の担当者の皆様にも心よりお礼申し上げます。

#### 引用文献

- Atkinson, A., S. McKay, S. Collard and E. Kempson (2007), “Levels of Financial Capability in the UK”, *Public Money & Management February*, 2007, pp.29-36.
- Bernheim, B. D., D.M. Garrett, and D.M. Maki (2001), “Education and Saving: The Long-term Effects of High School Financial Curriculum Mandates”, *Journal of Public Economics*, Vol.80, pp.435-465.
- Cole, S., A. Paulson, and G. K. Shastry (2014), “Smart Money? The Effect of Education on Financial

- Outcomes”, *Review of Financial Studies*, Vol. 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*, Vol.90 (6-7), 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*, Vol.16, 249-271.
- 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 (2007), “Financial Literacy and Retirement Preparedness: Evidence and Implications for Financial Education Programs”, *Business Economics*, Vol.42 (1), pp.35-44.
- 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.
- Mandell L., and L.S. Klein (2009), “The Impact of Financial Literacy Education on Subsequent Financial Behavior”, *Journal of Financial Counseling and Planning*, Vol. 20 (1), pp.15-24.
- Morrin M., Broniarczyk S., Inaman J. J. and Broussard J. (2008), “Saving for Retirement: The Effects of Fund Assortment Size and Investor Knowledge on Asset Allocation Strategies”, *The Journal of Consumer Affairs*, Vol. 42 (2), pp.206-222.
- Rooji, V. M., A. Lusardi and R. Alessie (2011), “Financial Literacy and Stock Market Participation”, *Journal of Financial Economics*, Vol.101 (2), pp.449-472.
- 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 (2013) 「2013 年度確定拠出年金制度に関する実態調査結果 (第 4 回)」  
<https://www.pfa.or.jp/login/login.php> (2014 年 11 月 1 日現在)。