

確定拠出年金加入者はどうして元本確保型で運用するのか？

：アンケートによる分析



金融研究部門兼保険・年金研究部門、年金フォーラム、主任研究員 北村 智紀

kitamura@nli-research.co.jp

1—はじめに

確定拠出年金（以下、「DC」とする）は企業が掛金を拠出し、加入者が掛金と積立金の運用を行うタイプの企業年金である。企業は複数の金融商品からなる運用商品メニューを作成し、加入者はそのメニューの中から、自ら運用商品を選択する。運用商品の中には、利回りは低いかもしれないが、元本割れするリスクがない預金や保険があり、これらは元本確保型と呼ばれる。一方、値下がりリスクがあるが、高い期待リターンを狙える投資信託（投信）がある。投信の中には、株式に主として投資する株式投資信託（以下、「株式投信」とする）と、主として債券に投資する投信があるが、運用商品メニューでは専ら株式投信が主流である。加入者は退職までの長期間の運用を行うが、株式投信のように高いリターンが期待できるがリスクのある商品にどのくらい投資するかが、将来の運用成果を大きく左右する。なぜなら、株式投信は高い運用益を得られる可能性があり、投資期間が長くなるほど、預金や保険などの元本確保型との運用益の差は拡大していくためである。投資商品の組み合わせ方を資産配分と呼ぶが、どのような資産配分で運用を行うか決めることは、加入者の重要な意思決定の一つである。そこで本稿は、どのような理由で加入者が資産配分を決定したか、加入者へのアンケート調査を通じてその理由を明らかにする。また、加入者が運用を行うには、適切な知識や情報が必要であるが、加入者がどのような内容の情報を求めているか、それを得る機会としてどのような方法が望ましいと考えているのかについても明らかにする。

2—確定拠出年金における資産配分の選択理由

調査データは筆者らの研究グループが2009年にDC加入者を対象に実施した独自のアンケート調査（「金融商品に関するアンケート」（2009年版））の一部である。この調査はWEBリサーチ会社のモニター会員の中から、男性会社員で勤務先においてDCに加入している者を対象として実施したものである。まず、ここで言葉の定義をしておこう。「株式投信非保有者（以下、「非保有者」とする）」と

は、DCにおける株式投信への配分が0%、つまり、全ての資金を預金や保険などの元本確保型で運用している者で、かつ、DC以外の金融資産においても株式や株式投信を保有していない者とする。アンケート調査では、DC及びその他の金融資産においても、株式に関連する金融商品を一切保有していないと回答した者である。これに対して、「株式投信保有者（以下、「保有者」とする）」とは、DCにおいて、多少なりとも株式投信で運用している者である。アンケート調査では、DCにおける株式投信への資産配分について、0%~100%までの10%刻みの段階式選択肢で尋ねた。DC加入者の資産配分は、企業年金連合会が実施した『2007年度確定拠出年金に関する実態調査（第2回）報告書』によれば、資産残高ベースで平均的な加入者の資産配分は、元本確保型が56.8%、投資信託等が43.2%であり、運用は元本確保型が中心である。

加入者の資産配分選択の理由について、保有者と非保有者別に、代表的と思われる理由について選択式の質問で尋ねた回答が図表-1である。質問は(1)~(10)までの全10問であり、それぞれ、自分に「該当する」かどうか回答してもらった。複数の回答を許している。図表-1は株式投信保有者と非保有者別に、どうして現在の資産配分に決めたか、「該当する」と回答した者の割合を表している。例えば、(1)は「安全性を重視して」現在の資産配分にしたという質問であるが、保有者の41.8%が自分に該当すると考えており、これに対して、非保有者では86.1%が該当すると考えていて、この差は44.3%であり、非保有者の方が安全性を重視していることがわかる（この2つの平均値は有意水準1%で統計学的な差が認められる）。

株式投信保有者と非保有者で回答に差がある質問を比較すると、前述のとおり、(1)の「安全性を重視した」は非保有者の方が多かった。(2)の「将来の値上がりを期待して」は、保有者は55.6%、非保有者は4.6%であり、保有者の方が多かった。(3)の「自分の運用に自信があるので」は、保有者は11.3%、非保有者が0.9%であり、保有者の方が多かった。(4)の「自分の運用に自信がないので」は、保有者は12.4%、非保有者が31.5%であり、非保有者の方が多かった。(5)の「元本確保型だと損すると思う」は、保有者は17.1%、非保有者が7.2%であり、保有者の方が多かった。(6)の「株式投信だと損すると思う」は、保有者は12.4%、非保有者が29.6%であり、非保有者の方が多かった。(8)の「会

[図表-1] 株式投信保有者・非保有者別の資産配分の選択理由

	株式投信		平均値 の差	標準誤差
	保有者	非保有者		
サンプル数（観測値数）	275	108		
(1)安全性を重視して	41.8%	86.1%	-44.3%	4.5% **
(2)将来の値上がりを期待して	55.6%	4.6%	51.0%	3.6% **
(3)自分の運用に自信があるので	11.3%	0.9%	10.3%	2.1% **
(4)自分の運用に自信がないので	12.4%	31.5%	-19.1%	4.9% **
(5)元本確保型は損すると思う	17.1%	7.4%	9.7%	3.4% **
(6)株式投信は損すると思う	12.4%	29.6%	-17.3%	4.8% **
(7)同僚や知人から聞いて	4.7%	2.8%	1.9%	2.0%
(8)会社の説明会や資料を参考にして	18.9%	10.2%	8.7%	3.8% *
(9)将来は変更するつもりだが、とりあえず	35.6%	25.0%	10.6%	5.1% *
(10)運用手数料が低いので	6.5%	2.8%	3.8%	2.2%

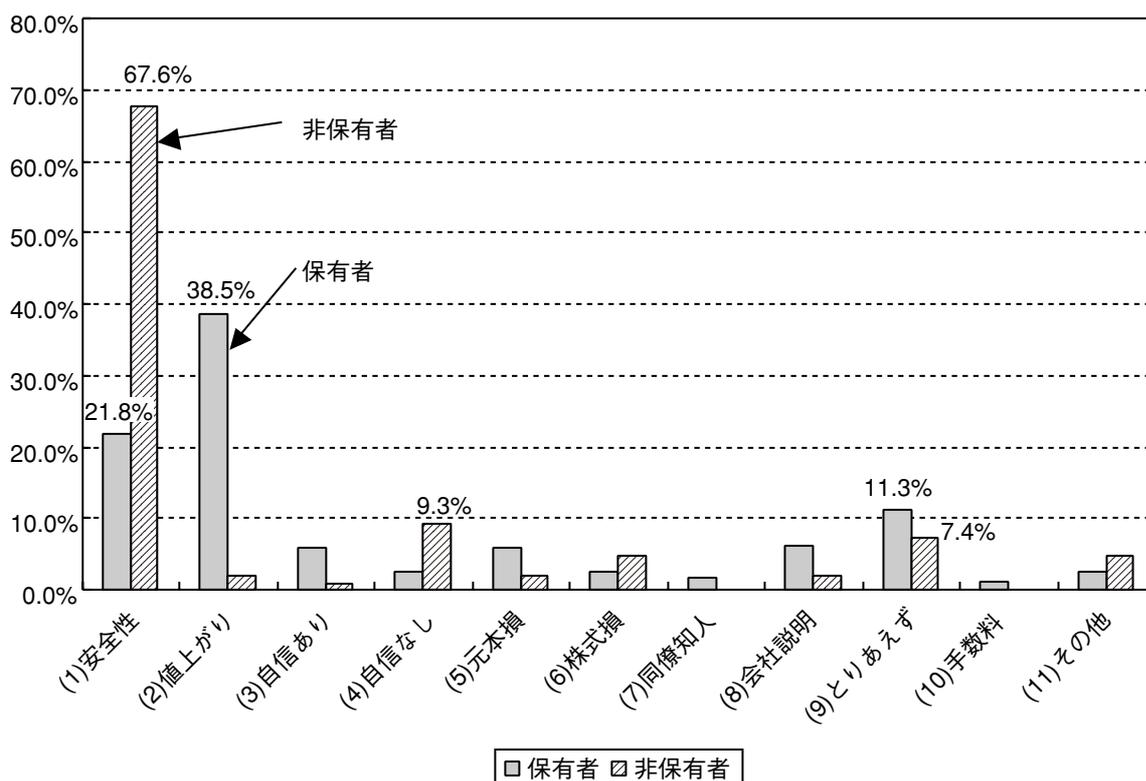
(注) (1)~(10)の質問について、それぞれ、「該当するか」どうか回答してもらった結果のうち、「該当する」と回答した加入者の割合を表している。影が付いている項目は非保有者が多い項目である。**はwelch法による平均値の差の検定で有意水準1%、*は同5%を表す。

社の説明会や資料を参考にして」は、保有者は18.9%、非保有者が10.2%であり、保有者の方が多かった。(9)の「将来は変更するつもりだがとりあえず」は、保有者は35.6%、非保有者が25.0%であり、保有者の方が多かった。これに対して、(7)の「同僚や知人から聞いて」と(10)の「運用手数料が低いので」とは、保有者と非保有者で統計学的な差はなく、それぞれ、同僚や知人にはアドバイスを求めず、運用コストについては考慮していないようである。

このように、非保有者は、運用に自信がなく、安全性を重視し、株式投信は値下がりするかもしれないので損すると思い、他人のアドバイスよりも自分自身の考えで（誰かに相談することはなく、また、会社の資料も参考にせず）、資産配分を決定しているものと想像される。将来においても、このまま元本確保型で運用するつもりでいるようである。これに対して保有者は、安全性よりは将来の値上がり益を期待し、運用に自信がある者は多くないが、非保有者と比較すれば自信を持っていて、元本確保型で運用することは、リターンが期待できないなどの理由から損だと考えながら、会社の説明会や資料を参考にして、将来に変更することも考慮して、資産配分を決定しているものと想像できる。

次に、このような資産配分に決めた理由について、前述の(1)～(10)の理由のうち、最も重視したのはどれか一つ選ぶように尋ねた結果が図表-2である。非保有者の68%が(1)の「安全性を重視して」を選択し、その他の理由について選択した者は少なかった。これに対して、保有者では39%の者が「将来の値上りを期待して」を選択したが、「安全性を重視して」を選択した者も22%あり、株式投信で運用しながらも、安全性を考慮している者も多く存在している。

【図表-2】 株式投信保有者・非保有者別の最も重視した資産配分の選択理由



(注) (1)～(10)の質問について、保有者・非保有者別に最も重視する項目の割合。

DC加入者が資産運用を行うためには、適切な知識や情報が必要であるが、保有者と非保有者別に、今後、どのような情報提供を行ってほしいか、その内容と機会について質問した回答が図表-3である。表中にある(ア)から(ソ)までの15項目について、それぞれ、「そう思う」、あるいは、「そう思わない」のどちらかに回答してもらった。図表-3は、株式投信保有者と非保有者別に、それぞれの質問項目に対して、「そう思う」と回答した者の割合である。例えば、(ア)の「説明資料の内容を簡単にしてほしい」という質問に対して、保有者の54.2%が「そう思う」と回答した。これに対して、非保有者は80.6%が「そう思う」と回答し、非保有者の方が26.4%多かった(この2つの平均値は有意水準1%で統計学的な差が認められる)。

株式投信保有者と非保有者で違いがある項目を見ると、前述のとおり、(ア)の「説明資料の内容を簡単にしてほしい」は非保有者の方が多かった。(エ)の「説明会を勤務時間中に開催してほしい」は、保有者は58.2%、非保有者が69.4%であり、非保有者の方が多かった。(キ)の「国の年金制度について知りたい」は、保有者は65.8%、非保有者が75.9%であり、非保有者の方が多かった。(ク)の「会社の年金制度について知りたい」は、保有者は65.8%、非保有者が78.7%であり、非保有者の方が多かった。(サ)の「株価の変動が気になる」は、保有者は77.1%、非保有者が64.8%であり、保有者の方が多かった。(シ)の「金融や経済のニュースが気になる」は、保有者は77.3%、非保有者が61.1%であり、保有者の方が多かった。(セ)の「DCの導入で退職後が不安になった」は、保有者は45.8%、非保有者が63.0%であり、非保有者の方が多かった。(ソ)の「DCをやめてほしい」は、保有者は34.2%、非保有者が56.5%であり、非保有者の方が多かった。

このように、非保有者は国の年金制度や会社の退職給付制度について十分な知識を得ていない可能性があり、そのため、勤務時間中に説明会を開催してほしいという希望があるが、(ア)の「資料を簡単にしてほしい」からわかるように、詳細な説明を望んではいない。企業のDC制度では、国の年金制度や会社の退職給付制度の内容を知らなければ、適切な資産配分を決めることは難しい。これらの前提を良く知らない者にとっては、DCの導入は老後の準備に対する複雑性を増し、さらに、資産運用の不確実性が加わることで、老後の不安が助長され、DCをやめてほしいと考えるに至っている可能性もある。しかし、そもそも複雑なわが国の年金制度や会社の退職給付制度を詳細な資料で説明したとしても、理解を促すどころか、老後の生活を思い浮かべる作業から、より遠ざかってしまうことになりかねない。説明会などを開催する場合には、詳細な説明は捨象し、できる限り平易な言葉で説明を行う必要がある。また、この説明会は勤務時間外の任意参加ではなく、できれば勤務時間内に会社が参加を積極的に促す形で実施することが望ましい。

これに対して、保有者は株価の変動や金融経済のニュースが気になる傾向があった。保有者は老後の準備に対する制度には一定の理解があり、その前提の下、DCの資産配分を選択していて、最近の経済や社会の変動がDCの運用商品の価格に及ぼす影響が気になるのではないかと考えられる。

しかし、保有者のこれらのニーズに対応する形で、株価の変動や金融・経済のニュースを短期的に情報提供していくというのは望ましくない。なぜなら、短期的には株価や経済は変動するものであり、株価の下落を伝えるニュースも含まれるはずである。行動経済学の有名な理論に近視眼的損失回避という理論がある。これは、同じ大きさの利益額と損失額を比較した場合、人々は損失を非常に嫌がる傾向があるという。例えば、利益10万円と損失10万円では、もちろん損失の10万円は嫌なものである

が、利益10万のうれしさにマイナスをつけた以上に、嫌なものと感じる傾向を言う。株式投信への投資は、長期的には非常に高いリターンを得られる可能性がある。しかし、短期的には何度も損失を被る可能性もある。仮に、短期的な情報提供を行い、株価が下落したことを何度も知ると、加入者は近視眼的損失回避により株式投信を買うことが非常に嫌になってしまい、株式投信への配分を減らす可能性がある。これは、短期的には加入者の満足度を高めるかもしれないが、長期的には高いリターンを追求できないことになり、満足度を低める結果となる。このように損失を短期的に経験することで、株式投資を減らす傾向は、機関投資家などプロの投資家にも起こりうるということが知られている。このため、特に投資に関して十分な知識や経験のないDC加入者に対しては、株価の変動に関してあまり短期的な情報提供は望ましくないと思われる。

【図表-3】 株式投信保有者・非保有者別の情報提供機会・内容に関する希望

	株式投信		平均値 の差	標準誤差
	保有者	非保有者		
サンプル数 (観測値数)	275	108		
(ア)説明資料の内容を簡単にしてほしい	54.2%	80.6%	-26.4%	4.9% **
(イ)説明資料の内容を充実してほしい	65.8%	75.0%	-9.2%	5.1%
(ウ)説明会の回数を増やしてほしい	46.5%	56.5%	-9.9%	5.7%
(エ)説明会を勤務時間中に開催してほしい	58.2%	69.4%	-11.3%	5.4% *
(オ)説明会を勤務時間外に開催してほしい	27.6%	35.2%	-7.5%	5.3%
(カ)個人別の運用アドバイスがほしい	65.1%	74.1%	-9.0%	5.1%
(キ)国の年金制度について知りたい	65.8%	75.9%	-10.1%	5.0% *
(ク)会社の年金制度について知りたい	65.8%	78.7%	-12.9%	4.9% **
(ケ)資産運用の方法について知りたい	72.4%	73.1%	-0.8%	5.1%
(コ)経済や金融市場の見通しを知りたい	73.1%	74.1%	-1.0%	5.0%
(サ)株価の変動が気になる	73.5%	62.0%	11.4%	5.4% *
(シ)金融や経済のニュースが気になる	77.1%	64.8%	12.3%	5.3% *
(ス)為替の変動が気になる	71.3%	61.1%	10.2%	5.4%
(セ)DCの導入で退職後が不安になった	45.8%	63.0%	-17.1%	5.6% **
(ソ)DCをやめてほしい	34.2%	56.5%	-22.3%	5.6% **

(注) (ア)～(ソ)の質問について、それぞれ、「そう思う」、あるいは、「そう思わない」か、回答してもらった結果のうち、「そう思う」と回答した者の割合を表している。影が付いている項目は非保有者が多い項目である。**はwelch法による平均値の差の検定で有意水準1%、*は同5%を表す。

3—資産配分で株式投信への配分が100%である理由

アンケート調査で株式投信保有者の資産配分を見ると、実は株式投信への資産配分が100%である者、つまり、全ての運用資産を株式投信で運用している者が最も多く、株式投信保有者の中で27%を占めている。次に多いのは株式投信を半分、元本確保型を半分投資している者で17%の割合であった。株式投信への資産配分が100%の者は、100%未満の者（配分が10%～90%の者）と比較して、DCにおける運用に対して特徴的な考え方を持っている可能性がある。そこで、株式投信保有者を「株式投信を100%保有する者（以下、「100%保有」とする）」と、「100%未満で保有する者（以下、「100%未満」とする）」に分けて、現在の資産配分を選択した理由と、今後、どのような情報提供を行ってほしいかについて比較した。図表-4は、100%保有者と100%未満保有者とで、現在の資産配分を選択し

た理由を比較したものである。図表－4は、図表－1と同様に、100%保有と100%未満別に、「該当する」と回答した加入者の割合を表している。

両者の回答で異なる項目を見ると、(2)「将来の値上がりを期待して」、(3)「自分の運用に自信があるので」、(5)「元本確保型だと損すると思う」の何れも、100%未満よりも、100%保有の方が多かった。これに対して、(1)「安全性を重視して」、(4)「自分の運用に自信がないので」、(6)「株式投信は損すると思う」、(8)「会社の説明会や資料を参考にして」、(9)「将来は変更するつもりだがとりあえず」については、何れも、100%保有よりも、100%未満の方が多かった。このように株式投信を100%保有する者は、安全性よりも値上がり益を重視し、運用に自信があり、元本確保型だと損だと思い、他人のアドバイスよりも自分自身の考えに基づいて運用を決めているようである。さらに、この決定を、将来に変更する意思はなく、このまま継続するつもりのものである。

【図表－4】 株式投信100%保有者・100%未満保有者別の資産配分の選択理由

サンプル数（観測値数）	株式投信		平均値 の差	標準誤差
	100%保有	100%未満		
	73	202		
(1)安全性を重視して	1.4%	56.4%	-55.1%	3.8% **
(2)将来の値上がりを期待して	74.0%	49.0%	25.0%	6.3% **
(3)自分の運用に自信があるので	20.5%	7.9%	12.6%	5.1% *
(4)自分の運用に自信がないので	1.4%	16.3%	-15.0%	2.9% **
(5)元本確保型は損すると思う	26.0%	13.9%	12.2%	5.7% *
(6)株式投信は損すると思う	0.0%	16.8%	-16.8%	2.6% **
(7)同僚や知人から聞いて	2.7%	5.4%	-2.7%	2.5%
(8)会社の説明会や資料を参考にして	8.2%	22.8%	-14.6%	4.4% **
(9)将来は変更するつもりだが、とりあえず	26.0%	39.1%	-13.1%	6.2% *
(10)運用手数料が低いので	11.0%	5.0%	6.0%	4.0%

(注)「該当するか」どうか回答してもらった結果のうち、「該当する」と回答した加入者の割合を表している。影が付いている項目は100%未満が多い項目である。**はwelch法による平均値の差の検定で有意水準1%、*は同5%を表す。

次に、100%保有と100%未満別に、情報提供の内容や機会について比較したのが図表－5である。それぞれの質問項目に対して、「そう思う」と回答した者の割合である。両者の回答が異なる項目を見ると、(ア)「説明資料の内容を簡単にしてほしい」、(イ)「説明資料の内容を充実してほしい」、(ウ)「説明会の回数を増やしてほしい」、(エ)「説明会を勤務時間中に開催してほしい」、(オ)「説明会を勤務時間外に開催してほしい」、(カ)「個人別の運用アドバイスがほしい」、(キ)「国の年金制度について知りたい」、(ク)「会社の年金制度について知りたい」、(セ)「DCの導入で退職後が不安になった」、(ソ)「DCをやめてほしい」の何れも、100%保有よりも、100%未満の方が、そう思うと回答した者が多かった。これに対して、(ケ)「資産運用の方法について知りたい」、(コ)「経済や金融市場の見通しが知りたい」、(サ)「株価の変動が気になる」、(シ)「金融や経済のニュースが気になる」、(ス)「為替の変動が気になる」については、何れも、100%保有者と100%未満保有者との間に統計学的な差は観察されなかった。

このように、株式投信を100%保有する者は、運用に関して一定の知識を持ち、会社の説明会やファイナンシャル・プランナー等によるアドバイスに対しても相対的に関心が低く、自分の考えに基づいて運用を行っているようである。ただし、資産運用に関連するニュース等に関しては、100%未満

保有者と同程度の関心を寄せている。資産運用に自信と経験があるため、DCの導入が退職後の不安の増加要因にはならず、DC制度を支持する者も多いと考えられる。

ここで、DCの積立金や掛金を全て株式投信で運用するのは、リスクのとりすぎであり是正すべきという意見もあるが、必ずしもそうとは言いきれない。なぜなら、老後の準備に対する投資は、DC制度だけでなく、他の制度や、他に持つ金融資産も考慮して決めるべきだからであり、DCで株式投信に100%投資していたとしても、必ずしもリスクのとりすぎというわけではない。そこで、このような者には、全ての資産や将来の計画を考慮したライフプランに関するアドバイスをするべきである、と記したいが、民間企業の退職給付制度の一つであるDC制度に、このような役割まで担わせるのは期待を超えることだということも理解すべきであろう。

〔図表-5〕 株式投信100%保有者・100%未満保有者別の情報提供機会・内容に関する希望

サンプル数 (観測値数)	株式投信		平均値 の差	標準誤差
	100%保有	100%未満		
	73	202		
(ア)説明資料の内容を簡単にしてほしい	28.8%	63.4%	-34.6%	6.3% **
(イ)説明資料の内容を充実してほしい	52.1%	70.8%	-18.7%	6.7% **
(ウ)説明会の回数を増やしてほしい	24.7%	54.5%	-29.8%	6.2% **
(エ)説明会を勤務時間中に開催してほしい	43.8%	63.4%	-19.5%	6.8% **
(オ)説明会を勤務時間外に開催してほしい	17.8%	31.2%	-13.4%	5.6% *
(カ)個人別の運用アドバイスがほしい	46.6%	71.8%	-25.2%	6.7% **
(キ)国の年金制度について知りたい	53.4%	70.3%	-16.9%	6.7% *
(ク)会社の年金制度について知りたい	52.1%	70.8%	-18.7%	6.7% **
(ケ)資産運用の方法について知りたい	68.5%	73.8%	-5.3%	6.3%
(コ)経済や金融市場の見通しを知りたい	64.4%	76.2%	-11.9%	6.4%
(カ)株価の変動が気になる	72.6%	73.8%	-1.2%	6.1%
(シ)金融や経済のニュースが気になる	75.3%	77.7%	-2.4%	5.9%
(ス)為替の変動が気になる	69.9%	71.8%	-1.9%	6.3%
(セ)DCの導入で退職後が不安になった	26.0%	53.0%	-26.9%	6.3% **
(ソ)DCをやめてほしい	19.2%	39.6%	-20.4%	5.8% **

(注) (ア)～(ソ)の質問について、それぞれ、「そう思う」、あるいは、「そう思わない」か、回答してもらった結果のうち、「そう思う」と回答した者の割合を表している。影が付いている項目は100%未満が多い項目である。**はwelch法による平均値の差の検定で有意水準1%、*は同5%を表す。

4—結論

本稿は確定拠出年金の加入者がどのような理由で資産配分を決定したか、また、情報提供について、どのような内容・機会を求めているかについて独自のアンケート調査を利用して分析した。その結果、株式投信で運用する者と元本確保型で運用する者とは、資産配分の選択理由と今後に得たいとする情報の内容や機会については異なった考えを持つことがわかった。元本確保型のみで運用する加入者は、運用に対する自信がないため、安全性を重視して資産配分を決定している。また、公的年金や会社の退職給付制度についての知識が十分ではなく、勤務時間中にできるだけ簡単な資料を用いて、このような知識を得る機会を設けてほしいと考えている。運用の前提となる知識が不足しているため、DCの導入により不安が増加し、できればDCをやめてほしいと考える者が多いことが明らかとなった。これに対して、株式投信の保有者は、一定の知識を持ち、安全性よりはリターンを重視して、どちら

かと言えば運用に自信があり、会社の説明会や資料を参考にしながら、資産配分を決めているようである。DC制度について支持する者が多く、最近の金融や経済に関するニュース等の情報を得たいと考えていることが明らかとなった。

これまで企業年金制度の中心であった確定給付年金では、運用を改善したいならば企業が行動すれば良い話であったが、加入者が運用を行う確定拠出年金では、企業は運用リスクを負担することがなくなった代わりに、加入者が満足できる運用が行えるよう、何らかの対策を仕向けてあげるといふ、運用から見た場合は、より複雑な制度となった。加入者の運用に関する考え方は様々であり、誰にも共通な改善策というのは存在せず、本稿で指摘したような対処療法の積み重ねが重要だと思われる。

また、本稿では、預金や保険などの元本確保型のみで運用している加入者、あるいは、株式投信のみで運用している加入者を中心に分析を行ったが、企業の視点からみれば、これらの者は、比較的対策が容易な加入者といえる。なぜなら、元本確保型のみで運用する加入者は、長期投資では物価上昇により実質的な購買力が低下することや、十分な積立額を得られない可能性があるが、名目上の元本額は維持されるため、それなりの安心感を持っているはずであり、また、株式投信のみで運用している加入者は、本稿で分析したとおり、一定の確信をもってこのような資産配分を選択しているからである。これに対して、株式投信と元本確保型とを組み合わせる運用を行っている加入者は、その選択理由は、合理的というよりアドホックで、将来、株価が低下して損失を被った場合、企業が予測する以上に加入者が不効用を感じる可能性がある。米国では合理的な資産配分を提示するWEB上のシステムが開発されているが、加入者の利用率はそれほど高くないようである。株式投信と元本確保型とを組み合わせる運用を行っている加入者に対して、適切な行動をしてもらうための対策は非常に難しいものであり、今後の課題としたい。