

## (確定拠出年金)：DC 加入者はなぜ元本確保型に投資するのか？

DC 加入者のうち、株式投信保有者と、非保有者で、株式の期待超過リターンとリスクの見込みを比較した。その結果、両者でリスクの見込みには差はなかったが、期待超過リターンの認識には差があり、資産選択に影響している可能性が明らかになった。

確定拠出年金 (DC) は、企業が毎月の掛金を拠出し、加入者が掛金や積立金の運用を決めるタイプの企業年金である。実際の運用では、加入者は預金や株式投資信託 (株式投信) などのファンドを選択する。将来の受給額は、リスクがあるが高いリターンを期待できる株式投信にどれくらい投資するかに大きな影響を受ける。

DC 加入者の資産配分を見ると、預金・保険などの元本確保型 (安全資産) での運用が中心であり、株式投信への配分は多くない。例えば、本誌 Vol. 42 の「わが国確定拠出年金 (DC) における加入者の資産配分」では、加入者の平均的な資産配分は約 66% が元本確保型であり、リスクがある株式投信への配分は約 34% に止まっている。

このように、DC 加入者の資産配分で株式投信が少ないのは、(1) 株式の期待リターンを低く見積っている、あるいは、(2) 株式運用のリスクを高く見積っている、という 2 つの理由が考えられる。株式に期待できるリターンが低い場合や、リスクが高いのであれば、その株式を組み入れる株式投信で運用する気にはなれないはずである。

そこで、(1) 株式の期待超過リターン (株式期待リターンと預金の利回りとの差) と (2) 株式のリスクの見積りについて、株式投信保有者と非保有者とで、どのように考えが異なるかを比較した。データは著者等の研究グループが DC 加入者を対象に 2009 年 3~4 月に行った独自調査の結果である。

(1) 株式の期待超過リターンに関しては、「今から非常に長期 (今後 30 年程度) の資産運用をする場合、株式投資は銀行預金と比較してどの程度有利だと思われるか」について、「年率 30% 以上」~「年率-30% 以下」まで、5~10% の段階式選択肢で尋ねた回答である。

(2) 株式のリスクの見積りについては、「100 万円で優良企業数十社に投資する株式投資を始めた場合、1 年後、日本経済が予想以上に悪化した場合、最大でどの程度の損失を被るか」について、「全く損失はない」~「最大で 100 万 (全額) の損失」まで、10 万円刻みの段階式選択肢で尋ねた回答である。

図表 1 は、株式投信保有者と非保有者別の株式に対する (1) 期待超過リターンと (2) リスクの見積りの平均値の比較である。(1) の株式投資の長期的な期待超過リターンに関しては、株式投信保有者が約 8.9% と考えているのに対して、非保有者は約 1.3% であり、株式投信保有者の方が 7.6% 高い。

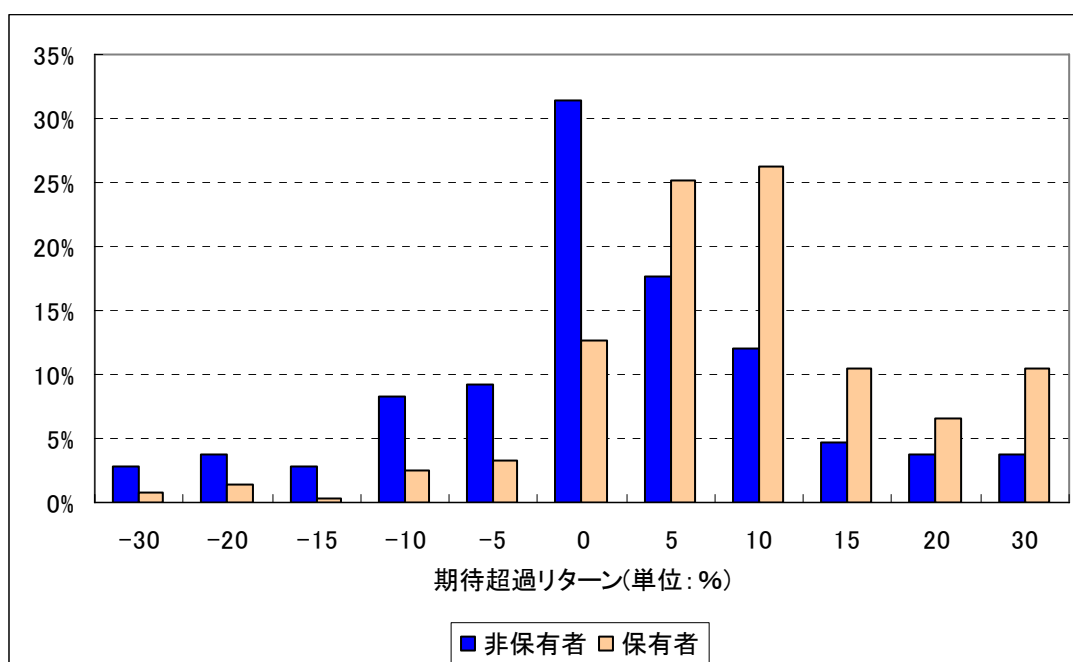
図表1: 株式投信保有者と非保有者との平均値の比較

	株式投信		平均値 の差	標準誤差
	保有者	非保有者		
観測値数	275	108		
(1)期待超過リターン(単位: %)	8.9	1.3	7.6	1.28 **
(2)リスクの見積り(単位: 万円)	-42.9	-43.2	0.3	2.9

(注)\*\*は welch 法による平均値の差の検定で有意水準 1%を表す。

期待超過リターンの分布を見ると(図表2)、株式投信非保有者(青色)は、期待超過リターンを0%と考えている者が最も多く(回答者のうち約31%)、次にプラス5%(同18%)と続く。これに対して、株式投信保有者(赤色)は、期待超過リターンを10%と考える者(回答者のうち26%)と、5%と考える者(同25%)がほぼ同数で、分布は非保有者に対して右側へシフトしている。また、期待超過リターンが30%以上と考える者が、全体の約11%も存在した。

図表2: 株式投信保有者・非保有者別の株式期待超過リターンの分布



次に、図表1にある(2)リスクの見積りに関しては、株式投信保有者の予想最大損失は約42.9万円、非保有者は約43.2万円と、両者の間には統計学的な差が認められなかった。つまり、株式投信保有者と非保有者の株式運用のリスクの見積もりについてはほぼ同じであり、また、過去のデータから考えても概ね適切な範囲であった。

このように、元本確保型を中心に運用を行っているDC加入者は、株式のリスクを高く見積もっているからではなく、株式の超過リターンが低いと考えていることが、その理由の一つであった。これに対して、株式投信で運用している加入者は、株式に高い超過リターンを見込めると考えていて、両者の意思決定には、一定の合理性が確認できた。

(北村 智紀)