

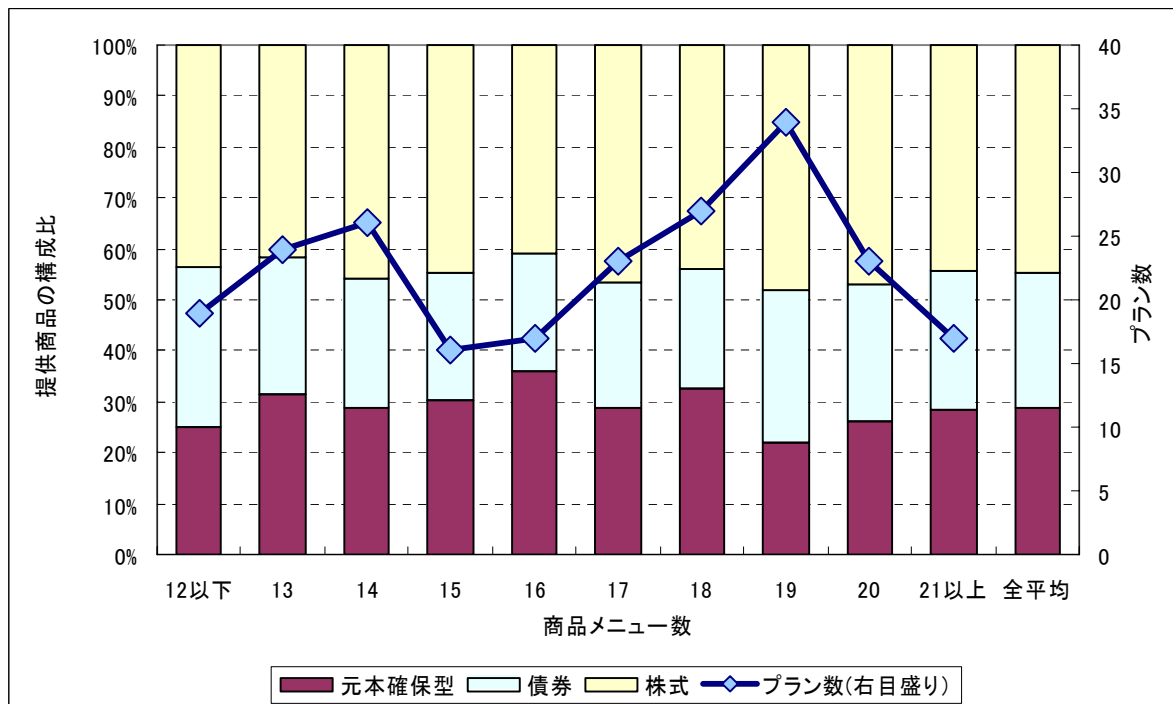
(401K)：わが国 DC プランにおける商品メニュー数と商品構成比

米国の 401K では、プランが加入者に提供する商品メニュー（商品数）が増えると、株式商品の構成比が高くなる傾向があり、その結果、加入者が選択する資産配分も株式比率が増えるとされている。わが国でも同様なことが言えるのか、まず、提供商品について分析する。

米国の 401K では、プランが加入者に提供する商品数が増えると、商品メニューに占める国内（米国）・国際株式商品の構成比は増加し、逆に、債券商品や自社株（米国では自社株にも投資可能）の構成比は減少することが知られている。また、このことは、加入者が選択する資産配分にも影響があり、商品数が増えて国内株式商品の構成比が増えると、加入者の国内株式への資産配分も増加することが報告されている（Brown, Liang and Weisbenner(2007)など）。他に、プランが提供する商品数が増えると、加入者が選択する商品数も増える、加入者は各商品に均等に資産配分する傾向がある、などの報告もある（Benartzi and Thaler (2001)など）。

伝統的ファイナンス理論では、加入者の資産配分は、投資商品の期待リターン・リスク、加入者のリスク回避度、投資期間や流動性に依存するとされる。そのため、加入者に提供する商品の構成比が変化した場合でも、合理的な投資家であれば、その影響を受けず、同じ特徴を持つ加入者は、同じような資産配分を選択するはずである。そのため、この米国での事象は、何らかの行動バイアスによる非合理的な資産配分と言われることもある。

図表1： わが国 DC プランにおける商品メニュー数とその商品構成比の例



出所：日本生命保険 401K 年金部。日本生命保険が運営管理機関となっている 226 プラン（個人型を除く）。元本確保型は預金、貯金、保険。債券は国内債券及び外国債券へ投資する商品。株式は国内株式、外国株式へ投資する商品。バランス型は運用方針を参考に株式と債券に分配した。2007 年 3 月末現在。なお、全平均は全サンプル 226 プランの平均値。

では、わが国の DC（確定拠出年金）ではどうだろうか。図表 1 は日本生命が運営管理機関となっている 226 プラン（個人型を除く）における、プランが提供する商品数と提供商品の構成比である（2007 年 3 月末現在）。横軸はプランが加入者に提供する商品数であり、青色の折線がそのプラン数（右目盛り）である。商品数が少な目（13~14 本程度）のプランと、多目（19 本程度）のプランがあって、山が 2 つあるのが特徴である。全プランの平均は 16.8 本（標準偏差 3.6）である。米国の 401K における商品提供数の平均 13.7 本（標準偏差 5.6、Huberman and Jiang(2001)より）に比べると、平均は若干多めで、ばらつきは小さいと言えよう。

しかし、加入者に提供している商品数と提供商品の構成比の関係は、日米で大きな差がある。わが国の場合、提供商品の構成は、全平均で元本確保型（預貯金、保険）が約 29%、債券（国内債券、外国債券）は約 26%、株式（国内株式、外国株式）は約 45%である（なお、バランス型は、運用方針を参考に債券と株式に配分してある）。米国の 401K と異なり、商品数の多寡によらず、提供商品の構成比は概ね一定であることが特徴である。

この理由として、投資に慣れていない従業員が多いため、馴染みの深い元本確保型商品を多めに商品メニューに含めることで制度をスタートさせたい、という事業主や組合の要望があるのに加えて、ペイオフ対策として複数行の預金を提供したためだと言われている。また、米国における上述の行動バイアスが知られており、これを避けるために、意図的にこのような構成比になっているとも考えられる。その結果、米国のような加入者の行動バイアスは、本来ならば存在するかもしれないが、比較できるプランが少ないために、簡単には発見できないだろう。

一方、わが国の加入者が選択する資産配分の特徴として、元本確保型の比率が高いことは有名である。この理由として、①投資に関する加入者の知識が少ない、②確定給付年金などから DC への移行期であり、移換分が一時的に保守的な元本確保型へ投資されている、からだと言われることが多い。その上に、米国とは別の行動バイアスの影響ではないかという意見もある。一般に、株式商品は、同じ国内株式に投資する場合であっても、投資対象や運用手法が異なる。そのため、商品メニューが増えれば、加入者の選択の自由度は高まることになる。しかし、満期と利回りが商品の特徴である元本確保型の商品は、加入者にとって、ほぼ同じ特徴と見えるだろう。そのため、仮説ではあるが、図表 1 のように、商品数が増えても元本確保型の商品構成割合が同様に増える場合、加入者にとっては、元本確保型商品が、かえって目に付くようになり、それらへの配分が、本来あるべき割合よりも増えてしまう可能性が考えられる。

商品メニューが加入者の資産配分に影響を与えるとすると、メニューの設定には注意を要することになる。元本確保型を増やすと加入者の元本確保型への行動バイアスが生じる。一方で、株式商品を増やすと、米国のような行動バイアスが生まれる。では、一体どの位の商品メニューが理想的なのか？ここで、あまり理想論を追求し過ぎても意味はないだろう。加入者の行動バイアスを全て消し去ることが不可能だからである。そこで、商品の提供方法には、加入者に行動バイアスを生じさせる可能性があることを認識した上で、加入者の選択が極端な結果とならないよう、商品説明や投資教育の充実を図ることが重要であろう。（北村 智紀）