

## (年金運用)：ホームアセット・バイアスが生じる要因（1）

ホームアセット・バイアスとは、自国市場への資産配分が高い傾向を指すが、ここでは単純化のために株式投資だけを想定して、バイアスが生じる要因について検討する。

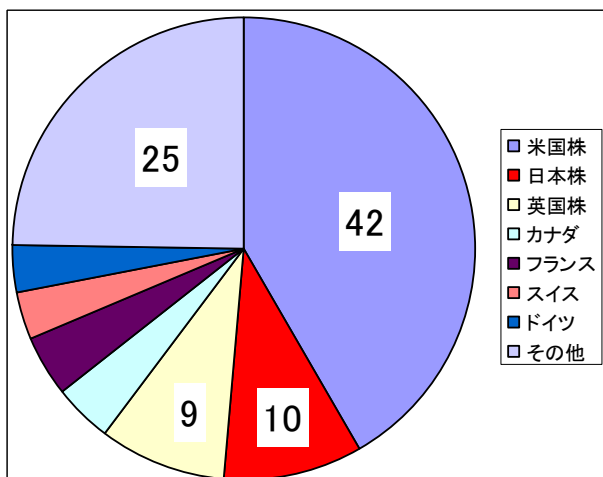
ホームアセット・バイアスとは、投資家が株式投資を行う際に、自国市場への配分が高くなる傾向のことを指す。ファイナンス理論によると、投資家にとるべき資産配分は、完全に摩擦がない世界では、全世界インデックス・ファンドを保有すべき、というものである。ここで、摩擦がない世界とは、全ての投資家が同じ情報を持ち、同じ情報分析能力があり、つまり、全ての投資家の株式投資に対するリスク・リターンは共通で、さらに、情報収集や取引などのコストがない世界のことである。

一方、わが国の年金基金における現実の株式配分は、全世界インデックス・ファンドとはかなり異なっている。図表1は世界株式の割合（左図）と現実の年金基金の株式配分（右図）を比較したものである。世界株式の割合は、米国株が約42%、日本株が約10%、英国株が約9%・・・、であるのに対して、厚生年金基金では、日本株60%、外国株40%と、国内株式への配分が高い。

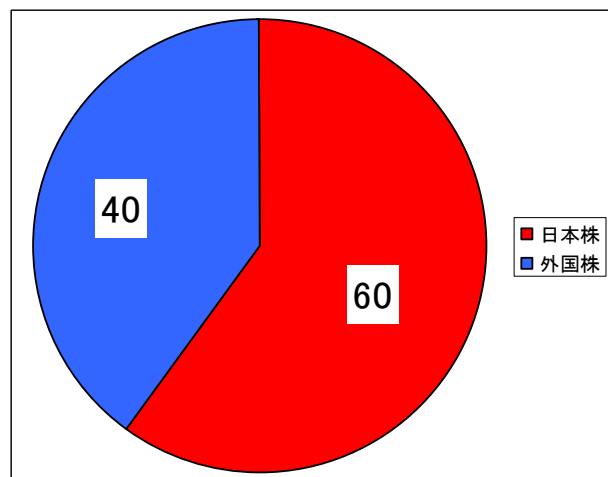
年金運用では基本ポートフォリオの策定時に、ホームアセット・バイアスが組み込まれる傾向がある。例えば、公的年金が平均分散法を用いて基本ポートフォリオを構築する場合、まず、資産クラス毎にリスク、リターン、相関係数を推計し、これを基に同じ期待リターンであれば、リスクが最も小さいポートフォリオの集まりである効率的フロンティアを計算する。その際、「外国株式 ≤ 国内株式」という制約条件を課している。この制約条件自体がホームアセット・バイアスと呼ばれることがある。

図表1：世界株式の割合と現実の年金基金の株式配分

世界株式の割合



厚生年金基金の株式配分



(出所) 世界株式の割合は、BlackRock Securities(2009)及びブルームバーグ、厚生年金基金の株式配分は厚生年金連合会(2009)より筆者作成

それでは、どのような要因でホームアセット・バイアスが生じるのだろうか。ホームアセット・バイアスが生じる主要な要因として、以下の4つが考えられる（図表2）。まず、情報収集コストの存在である。外国株式に投資（あるいは、外国株式への運用を委託）するには情報収集が必要であり、そのためのコストは、国内株式と比較して相対的に高いことが考えられる。例えば、それなりの人員を配置し、組織やリスク管理の態勢を整えておく必要がある。外国株式投資の効果とそれに要するコストを比較し、コストに見合わない場合には、外国株式投資は減少する。

次に、情報の非対称性が考えられる。これは、(1)外国企業のビジネス慣習や、会計基準などの情報公開方法がわが国とは異なる、(2)時差などの理由で、現地の投資家と情報を得られるタイミングも異なる、(3)そもそも言語も異なる、などの理由により、どんなに情報通信技術が発達しても、あるいは、どんなに人的交流があっても（外国株式運用会社の支店が日本にあっても）、投資する外国株式の評価・選択は難しいものである。そのため、投資家は国内株式よりも高いリスク・プレミアムを要求するが、それに応える外国株式の銘柄は少なく、外国株式への投資が減少するという考え方である。

また、行動経済学的な要因を指摘する研究もある。年金運用では、個別資産のリスクとリターンではなく、ポートフォリオ全体のリスクとリターンがどのようになるかを重視すべきである。国内株式で運用しているポートフォリオに、外国株式を追加しようとする際、外国株式を追加した後のポートフォリオ全体でのリスクとリターンから資産配分を決定すれば、ホームアセット・バイアスは生じないはずである。ところが、投資家は、ポートフォリオ全体から外国株式を切り離して、個別に評価しようとする傾向があると言う。さらに、外国株式で損失を被るのは特に嫌だという損失回避の傾向が加わると外国株式への配分が減少する。

最後に、為替リスクの存在が考えられる。外国株式への投資は、株式のリスクに加えて為替のリスクもある。また、わが国はこれまで基本的に円高基調であり、外国へ投資することは円高による損失が予め想定されるものであった。そのため、リスクとリターンの関係から外国株式の魅力が低くなり、配分が減少するという考え方である（次回以降に続く）。

（北村 智紀）

図表2： ホームアセット・バイアスが生じる要因

情報収集コストの存在	外国株式投資に関する情報収集コストは、国内株式と比べ相対的に高い。それなりの人員・組織態勢を充実させる必要
情報の非対称性	どんなに情報通信技術が発達し、人の交流が深まっても、外国企業を理解することは難しい
行動経済学的要因	外国株式を国内株式と切り離して個別に評価する上、外国株式での損失が特に嫌だ
為替リスクの存在	わが国では為替リスクが相対的に大きい。基本的に円高基調のため外国株式投資は為替による損失の可能性