

## (投資家行動)：投資家の資産配分は保有する資産全体をみて決めているのか？

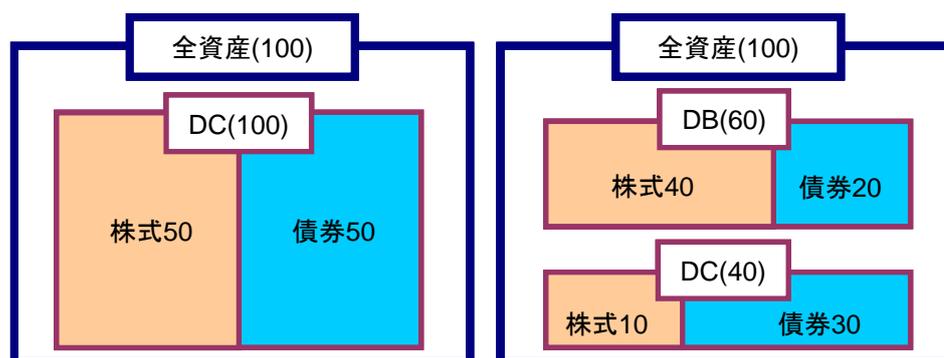
ポートフォリオ全体から見て最適な資産配分を決定するというのが合理的な投資方法である。それならば、確定拠出年金(DC)の加入者は、確定給付年金など他の退職給付制度を考慮して、DCでの資産配分を決定すべきと言える。しかし、現実の投資家の行動は異なっている。

通常、会社には様々な退職給付制度があり、代表的なものとして確定給付年金(DB)と確定拠出年金(DC)がある。どの資産にどのくらい投資をするか決める資産配分は、DBは会社(年金基金)が決めるのに対して、DCでは加入者が決定する。合理的な投資家は、個々の制度・口座で資産配分を決定するのではなく、ポートフォリオ全体からみて最適な資産配分を決定すべきである。DBにおいても年金が削減されるリスクがあるため、会社にDBがあるDC加入者は、DBにおける株式配分を考慮して、DCでの資産配分を決める方が望ましいはずである。

いま、ある従業員が退職準備のための資産100を保有して、この資産に対する最適な株式配分が50%だとする。仮に、この従業員にはDBはなく、DCで全資産100を保有しているとする(図表1左図)、DCでの最適な株式投資量は50(=100\*50%)である。これに対して、この従業員にはDB(資産額60)とDC(資産額40)があり、DBでは債券へ20、株式へ40を投資しているとする。さらに、単純化のために、DBでの年金額も株価の変動により増減するとしよう。この場合、この従業員の全資産での最適株式投資量は50であるから、DCでの最適株式投資量は10であり、DCでの株式配分は25%(=10/(10+30))へ減少する(図表1右図)。このように、全資産での最適株式配分が決まっている場合で、DBで株式投資を行っているならば、DBがない場合と比較して、DCでの株式への配分は減らすべきということになる。

図表1：従業員の最適資産配分

DC のみの場合(左図)とDBとDCがある場合(右図)



現実のDC加入者は、このように退職給付制度全体を考慮して、DCの資産配分を決定しているだろうか？これを検証するために、著者らの研究グループがDC加入者を対象に2009年に行った独自調査(金融商品に関するアンケート(2009年版))を利用して、株式投信を保有している者と、預金や保険など元本確保型のみで運用する者として、DCでの運用に関する考え方を比較した。ここでは、DCにおける運用で、株式投信を多少なりとも保有する者を「保有者」、全く保有せず元本確保型のみで運用する者を「非保有者」とする。

退職給付制度全体を考慮して DC の資産配分を決定しているのかを分析するための質問として、以下の(1)～(5)の5つについて尋ねた。

- (1) 自分の会社が退職金や年金のために株式投資を行っているか知っているか
- (2) 会社が株式投資しているなら、自分でも株式投資を増やしたい
- (3) 会社が株式投資しているなら、自分では株式投資を減らしたい
- (4) 会社が行っている株式投資は、自分で行う株式投資とは関係ない
- (5) 自分の退職金や企業年金は、会社が運用するのではなく、自分自身で運用したい

質問に対する回答は、「1. ほとんどそうでない（全く知らない）～4. かなりそうだ（よく知っている）」までの4段階の選択肢から選んでもらった。選択肢の数値が大きいほど、その質問項目に回答者の考え方が近いことを表している。

DCにおける株式投信の保有者・非保有者別に回答の平均値を比較したのが図表2である。(1)の会社の株式投資を知っているかについては、保有者の回答の平均値は2.14、非保有者は1.92であり、保有者の方が知っていると回答した。(2)の自分も株式投資を増やしたいは、保有者は2.26、非保有者は1.69と、保有者の方が増やしたいと考えている。(3)の減らしたいと、(4)の関係ないは、両者には統計学的な差はなかった。(5)の自分で運用したいかについては、保有者が2.75、非保有者が2.37で、保有者の方が自分で運用したいと考えている。

図表2: 株式投信保有者と非保有者別の DC 運用に関する考え方

	株式投信		平均値の差の検定	
	保有者	非保有者	差	標準誤差
サンプル数(観測値数)	275	108		
(1)会社が年金のために株式運用を行っていることを知っている	2.14	1.92	0.23	0.10 *
(2)会社が株式投資をしているのなら、自分でも株式投資を増やしたい	2.26	1.69	0.56	0.09 **
(3)会社が株式投資をしているのなら、自分では株式投資を減らしたい	2.04	2.18	-0.14	0.10
(4)会社が行っている株式投資は自分の株式投資と関係ない	2.74	2.63	0.11	0.11
(5)退職金や企業年金の資金は自分で運用したい	2.75	2.37	0.38	0.10 **

(注) 「1. ほとんどそうでない（全く知らない）～4. かなりそうだ（よく知っている）」までの4段階の選択肢より回答者が選んだ回答の株式投信保有者・非保有者別の平均値。\*\*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。

一般に保有者の方が金融や経済に関する知識があり、これらに基づいて株式投信を保有しており、非保有者はこれらの知識が不足していると言われている。図表2によれば、保有者の方が会社で株式運用を行っている知っているにも関わらず、自分でも株式投資を増やしたいとする傾向があった。これは、図表1で説明した退職給付に関する全資産を考慮して資産配分を決定すべき、という考え方とは異なっている。保有者は自分で運用したい気持ちが勝っているのも一因と考えられる。

ポートフォリオ全体で資産配分を検討した上で、それを個々の制度や口座に適用するというのは非常に重要な考え方である。しかし、現実の投資家の行動が、これとはかなりかけ離れていることもわかっている。したがって、この問題の解決手段を検討することは、将来に残された非常に難しい課題の一つであろう。

(北村 智紀)