

個人のリスクコントロールを考える上での視点 — 個人が抱えるリスクの増大と資本市場の役割 —

宮本 佐知子

■ 要 約 ■

1. かつては主要先進国の社会では、個人が直面するリスクの多くは、政府や企業によって担われてきた。しかし、少子高齢化が進む中で、こうしたリスク分担の様相が変わり、政府や企業から個人へとリスク転嫁が進んでいる。具体例の一つとして、年金制度における確定給付型（DB）から確定拠出型（DC）への移行が挙げられる。
2. 米国ではこうしたリスク転嫁が進む現状に対し、様々な議論がなされている。個人の場合、政府や企業に比べてリスクプーリング機能を持たず、規模の経済性も働かない。確定拠出型年金の加入者には、初期設定のまま資産配分を変えたことがない人が多く、また年金資産に限らず実際の個人資産のポートフォリオは総じて、ファイナンシャルプランナーのアドバイスとは異なるものである。
3. こうした状況を改善させるために、金融教育の必要性が指摘されることが多い。しかし米国では、資産管理プログラムの改善や税制等を含めた年金制度自体の改善、より有用でわかりやすく個人のニーズに合致した商品の提供が重要であるとの指摘も多く、これらの視点からの研究に基づく実践的な提案がなされている。
4. 現在の個人の投資環境を巡る問題点は、個人向けの商品や資産運用アドバイスが発展途上にあることである。商品の品揃えが限定的で、個人のリスクコントロール上の様々なニーズに対応できる金融商品が不足している。そのため、最適なポートフォリオを実現することは難しい状況である。
5. また確定給付型年金のオルタナティブ投資が急増していることは、現時点では、リスクアロケーションのために有用な金融商品が、個人のみならず機関投資家においても不足していることを意味すると考えられる。このようなリスクコントロール上の穴を埋めるような金融商品の開発が求められており、このことは個人、機関投資家だけではなく、資本市場全体を発展させてゆく上でも重要であろう。

I 個人にリスクが転嫁される時代

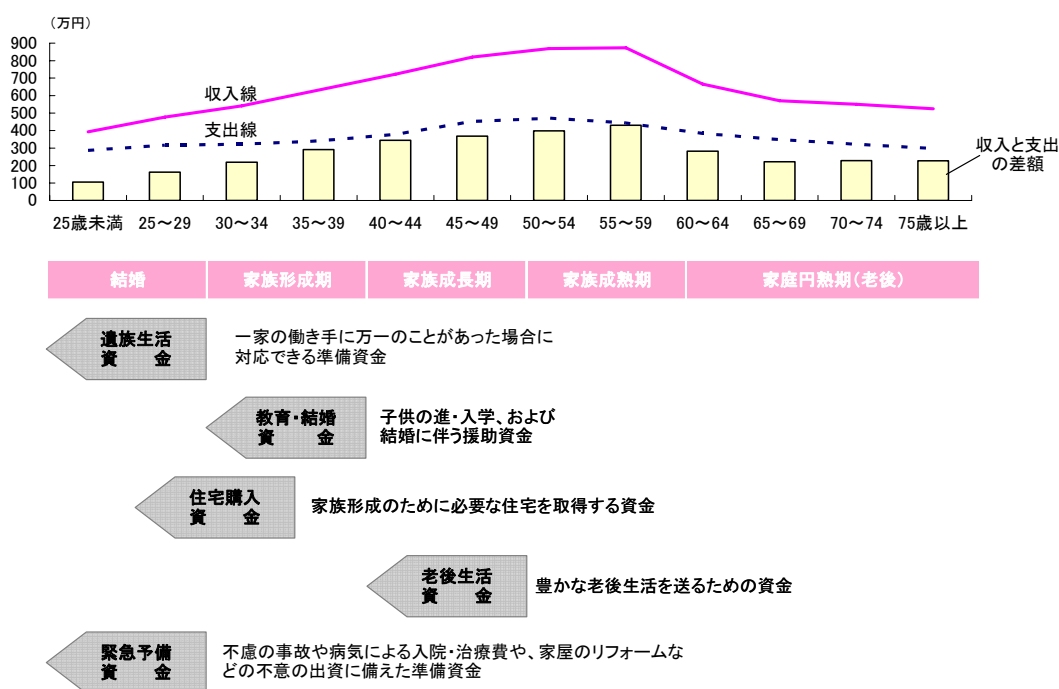
1. 個人が直面するリスクとは？

個人が一生の間に直面するリスクには実に様々なものがある。ファイナンスの教科書では、個人が直面する主なリスクを、①病気、ケガ、死のリスク、②失業のリスク、③耐久消費財のリスク、④負債のリスク、⑤金融資産のリスクに大きく分類している。中でも生涯における三大資金需要である、住宅購入、子弟教育、退職後の生活に関わるリスクについては、個人がリスクコントロールの必要性を特に感じるものであろう（図表1）。

2. 個人にリスクが転嫁される時代

かつては主要先進国の社会では、個人が直面するリスクは、政府や企業によって担われる部分が少なくなかった。加えて「家族間の支えあい」が伝統的にリスクに対する緩衝材となってきた。しかし少子高齢化の進展や社会構造の変化が進み、こうしたリスク分担の様相が変わりつつある。例えばイェール大学教授のハッカー氏は、これまで政府や企業が

図表1 ライフサイクルとライフステージ



*この他に、相続のことを考える場合には、相続対策資金の準備が必要

(注) 収入と支出のデータは世帯単位（全世帯）の年間平均値である。

(出所) 赤堀勝彦『リスクマネジメントと保険の基礎』経済法令研究会（2003年）、総務省統計局「平成16年全国消費実態調査」から野村資本市場研究所作成

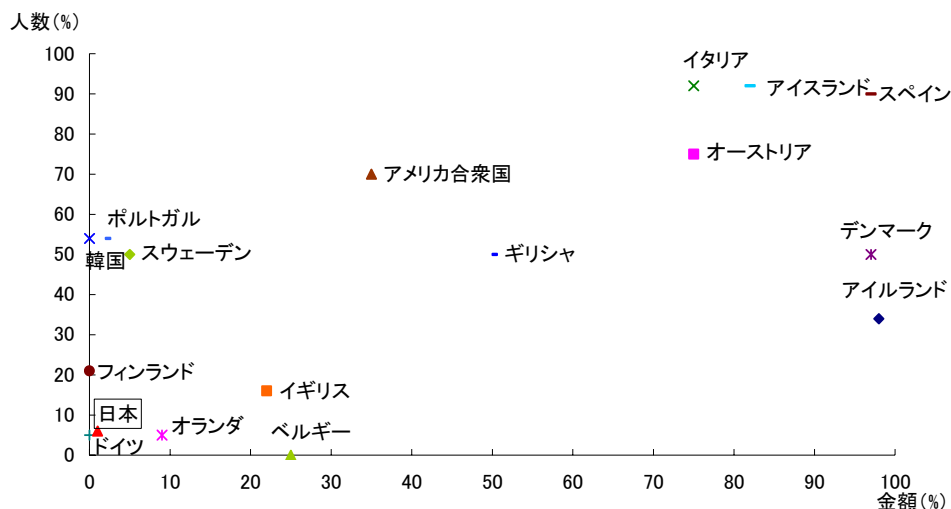
担っていたリスクが次第に個人へと転嫁されるにつれ、個人の経済的安定性を支えてきた基盤が揺らいでおり、自身が所属していた社会階層から下の階層へ転落することが以前よりも簡単におこりうることを指摘し、警鐘を鳴らしている¹。個人責任が強く問われる米国社会においても、個人の「経済的チャンス」の拡大を追及するだけでなく、「経済的安定性」を再構築する必要があるとの議論が出ている点は注目に値しよう。またこのような社会では、個人の資産蓄積における資本市場の役割は更に重要性を増してくる。

3. 年金制度における確定給付型から確定拠出型への移行

具体的な一例としては、年金制度における確定給付型（DB）から確定拠出型（DC）への移行が挙げられる。OECD の年金統計を見ると、職域年金の金額規模では米国が OECD 加盟国全体の 71%と圧倒的地位を占めている。また、職域年金に DC が占める割合を国別に比較すると、金額と人数両方の点で、日本に比べてその割合が大きい国が多い（図表 2）。

DB から DC への移行は人口動態の変化や労働市場の流動化といった時代の要請という一面もあり、個人と企業の双方にメリットがある。例えば、DB は在職期間が長いほど有利で、転職する際には次の勤務先へ移管できないので、転職を繰り返す労働者にとっては不利であった。DC は転職先に積立金を移管できるし、雇用主である企業の倒産に伴うり

図表 2 OECD の年金統計に見る加盟国での確定拠出型（DC）の割合



(注) 1. 職域年金が対象であり、公的年金と私的年金両方を含む。数字は 2004 年。
 2. オーストラリアとカナダは人数のデータは OECD が発表していないが、金額から見た DC 比率はそれぞれ 83%、7%である。

(出所) OECD “Global Pension Statistics 2006”より野村資本市場研究所作成

¹ Hacker J. S. (2006). *The Great Risk Shift: The Assault on American Jobs, Families, Health Care, and Retirement—And How You Can Fight Back*. Oxford University Press.

スクも回避できる。一方企業側にとっては、DC へ移行することで運用に関わるリスクを負わなくてすむだけでなく、DB を管理するための様々なコスト（会計、法規制対応、加入者の長寿化に伴うコスト増など）を削減することができる。

II 個人はリスクを負担できるのか？

1. リスクの観点から見た確定給付型から確定拠出型への移行の意味

年金制度における確定給付型（DB）から確定拠出型（DC）への移行が進むにつれて、個人にリスクが転嫁される流れに対しては、DC の普及が急速に進む米国においても、様々な議論がなされている。年金運用における様々なリスクが企業から個人へと移る結果、個人はリスク管理を通じて金融市場に対峙することになり、その影響を大きく受けることになる（図表 3）。

年金制度としての DB は、プランが長期に亘って存続する間に、プラン加入者の世代間も含めた相互扶助原理が働くことで、時代を超えてリスクがプーリング・分散化されることに特徴がある。DB から DC への移行は、この長期間に亘るリスクプーリング機能が失われるため、加入者の退職後所得は以前よりも大きな変動リスクに晒されることになる。コストについても、DB は規模の経済を生かしたコスト削減が可能であったが、DC は相対的に高い事務手数料や取引手数料、口座管理手数料がかかるなど、一般に割高になりがちである²。

図表 3 確定給付型（DB）年金と確定拠出型（DC）年金の主なリスク負担の違い

リスク内容	リスク負担者	
	確定給付型(DB)	確定拠出型(DC)
投資	雇用主	従業員
インフレ	雇用主/従業員	従業員
長生きリスク	雇用主	従業員
マーケットタイミング	雇用主	従業員
ポータビリティ	従業員	なし(ポータブル)
受給権	従業員	従業員
雇用主の倒産	従業員/納税者	なし
所得代替リスク	雇用主	従業員

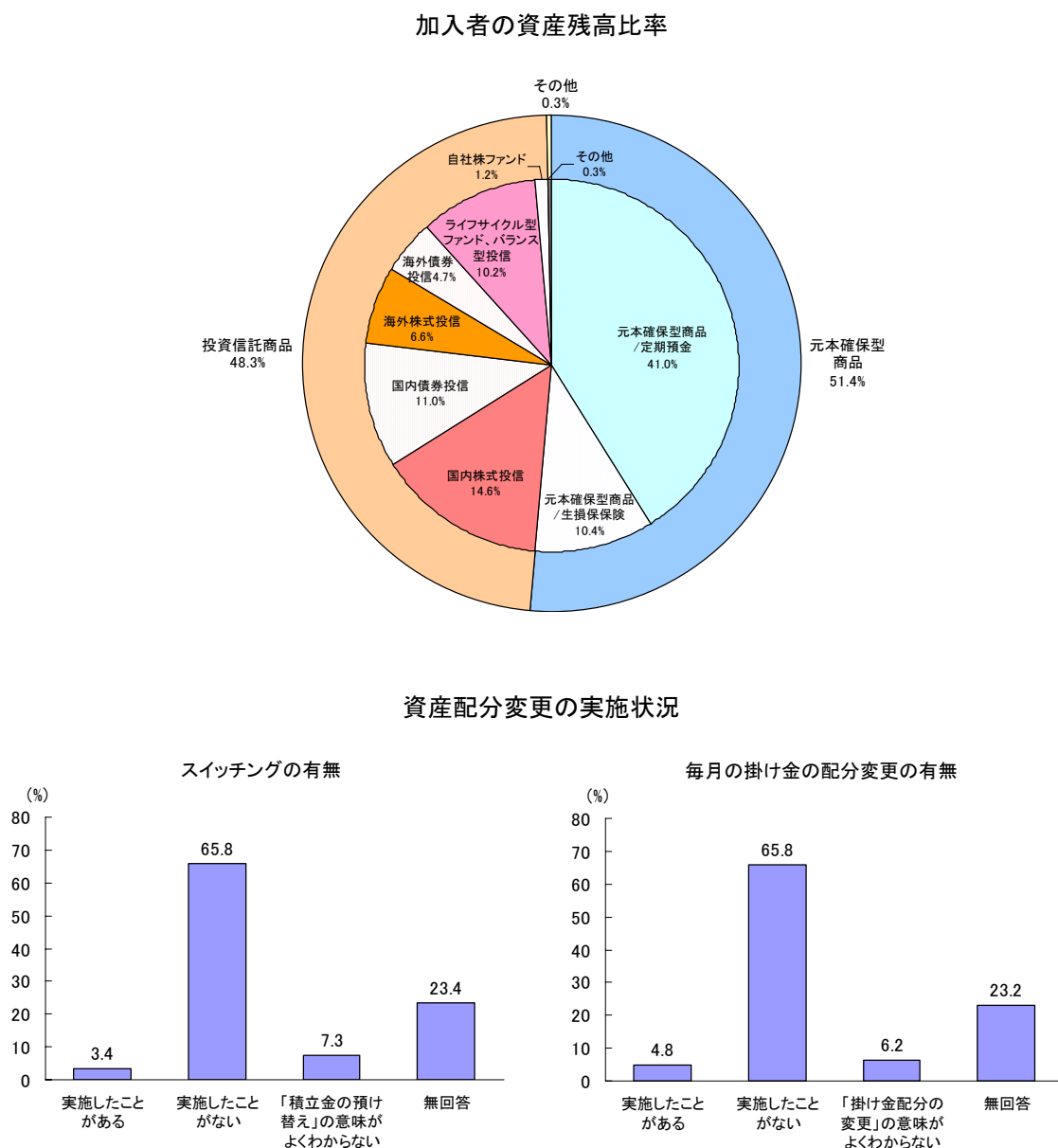
（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

² 例えば Broadbent, J., Palumbo, M. and Woodman, E. (2006). “The Shift from Defined Benefit to Defined Contribution Pension Plans--Implication for Asset Allocation and Risk Management.” Reserve Bank of Australia, Board of Governors of the Federal Reserve System and Bank of Canada.

2. 不安が大きい確定拠出型年金の加入者の資産選択

確定拠出型（DC）の場合、望ましいポートフォリオを実現できていない加入者も多いと思われる。図表4には日本でのDC加入者に対するアンケート結果を示した。資産構成を見ると、定期預金など元本確保型商品が資産全体の51%を占めている。また、DCは資産配分を定期的に変更できるが、初期設定通りのポートフォリオのまま、その後も配分を

図表4 確定拠出型（DC）年金の加入者に対するアンケート結果



(注) 調査対象はDCを導入してから1年以上経過している企業5社のDC加入者7227名。
 (出所) NPO 法人確定拠出年金教育協会/フィデリティ投信「2004年企業型確定拠出年金の加入者実態調査」

一度も変更したことがない人も多い。初期設定では通常、預金など元本確保型の資産へ配分されるようになっており、退職後を見据えた長期に亘る資産蓄積の手段としては、必ずしも最適な資産配分とはいえないだろう。にもかかわらず、資産配分を変更していない理由として、「リスク性商品に馴染みがないから（よくわからないから）」「資産運用に自信が持てないため」との答えがアンケート結果では多い。このように、DC 加入者の資産配分が偏っていたり、初期設定のままであるという傾向は、例えば米国でも同様に見られている³。

III FP のアドバイス通りではない個人の資産選択

1. FP のアドバイスと人的資本を考慮したライフサイクル投資

年金資産に限らず、実際の個人の資産選択は、ファイナンシャルプランナー（FP）のアドバイス通りではない。一般に、FP が個人の資産配分に関して薦めることは、分散投資と、年齢に応じた資産配分である。後者については、若いうちは株式などリスク資産への投資割合を大きくし、歳をとるにつれてその割合を引き下げるというものである。このアドバイスは、個人の資産として、「人的資本」も考慮したライフサイクル投資論で理論的にも裏付けられる⁴。つまり、相対的に低リスクである人的資本が豊富で労働供給の柔軟性も高い若い時期にはリスク資産比率を高くし、歳を重ねると人的資本量が減少し労働供給の柔軟性も低下するため、リスク資産比率を引き下げることになると説明できる。

2. 個人の資産選択の実際

ところが実際の個人のポートフォリオを年齢別に見ると、高齢者の株式資産比率は高く、株式を保有している人の割合も多い（図表 5）。また、資産額が大きいほど資産に占める株式比率や株式保有率が高いこともわかる（図表 6）。このような傾向は米国とも共通するものであるが⁵、この理由として、基本的な金融知識の不足や、偏った認識や惰性などの標準的でない投資行動の問題、固定コストの存在（例えば株式投資への参加コストや、参加後の継続的なコスト）等が指摘されている⁶。

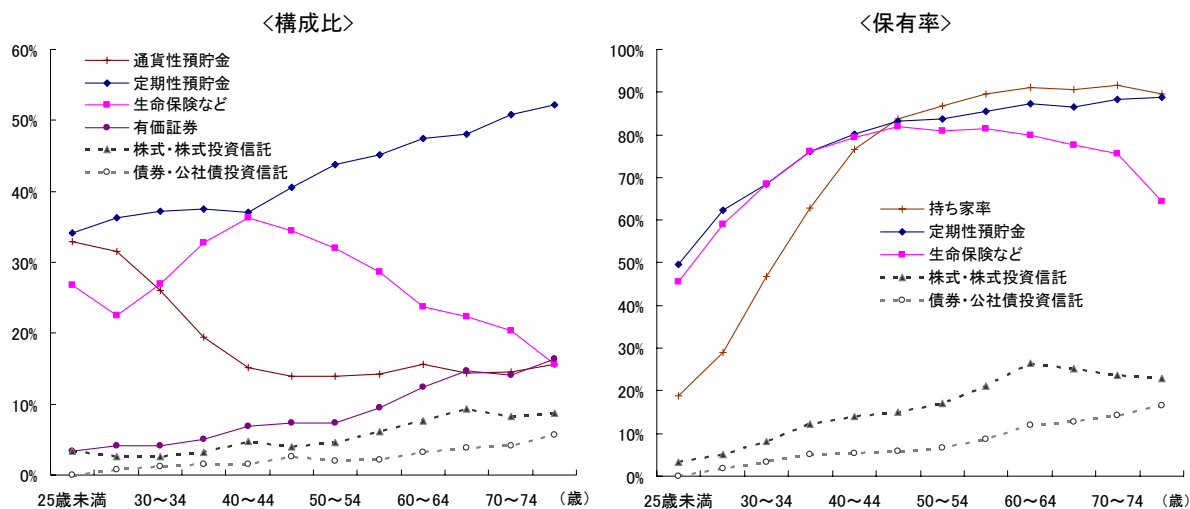
³ ただし米国など他国における DC 加入者の資産配分の偏りは、自社株へ偏る場合も多い。

⁴ Bodie, Z., Merton, R. C. and Samuelson, W. F. (2002). "Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Life-Cycle Model." *Journal of Economic Dynamics and Control* 16, 427-449. Campbell, J. and Viceira, L. M. (2002) *Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors*. Oxford University Press. (『戦略的アセット・アロケーション』(監訳：木島正明、訳：野村証券金融経済研究所)、東洋経済新報社(2004年))

⁵ ただし米国と比べると、日本の株式資産比率は総じて低く、ピーク年齢も遅い。

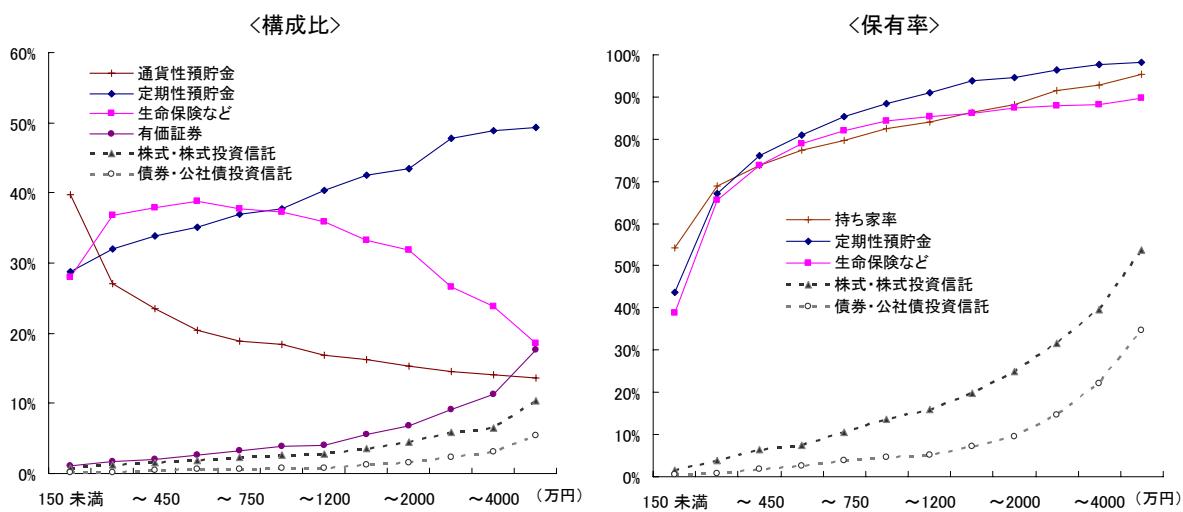
⁶ Campbell, J. (2006). "Household Finance." *The Journal of Finance* VOL, LXI, No.4 August 1553-1604.

図表5 個人資産の内訳（年齢階級別）



(注) 1. 二人以上の全世帯対象。
 2. 有価証券は、株式・株式投資信託と債券・公社債投資信託、貸付信託・金銭信託を含む。
 (出所) 総務省統計局「平成16年全国消費実態調査」より野村資本市場研究所作成

図表6 個人資産の内訳（貯蓄額階級別）



(注) 1. 二人以上の全世帯対象。
 2. 有価証券は、株式・株式投資信託と債券・公社債投資信託、貸付信託・金銭信託を含む。
 (出所) 総務省統計局「平成16年全国消費実態調査」より野村資本市場研究所作成

IV 個人の資産選択を改善させるための取り組み

1. 投資教育の必要性

こうした状況への対応策として、個人が自分で適切なファイナンシャルプランニングを行えるようにするため、投資教育の必要性が指摘され、研究が進められている⁷。年金制度における確定拠出型（DC）への移行に加えて、平均寿命が延びていることや、金融商品が複雑化していること等を考慮すると、個人が適切な判断をするための教育や情報の提供は非常に大切である。

2. 適切な選択ができるような仕組み作り

米国では、投資教育の必要性以外にも、この状況を改善させるために様々な研究が行われており、その研究成果に基づいた提案・実施も多い。例えば、多くの研究者は、資産配分の初期設定の変更・削除など資産管理プログラムの改善を通じて、雇用主が DC プランへの参加や拠出、資産配分などに関して従業員を適切な選択へ誘導できるのではないかと考えている⁸。また DC プランに加入するインセンティブを与えるための連邦税制の変更や、適切な資産選択ができるよう優遇税制の導入なども議論されている⁹。この他、ファイナンシャルプランニングのウェブサイトを通じて、カスタマイズされたアドバイスの提供も行われている¹⁰。

3. 個人のニーズに合ったわかりやすい商品の提供

個人のニーズに合ったわかりやすい商品を提供することの大切さも主張されている。今年の CFA 総会で講演したボストン大学教授のボディ氏は、「テレビを見て楽しむためにテレビの仕組みを知る必要はないのと同じように、老後に備えるためにアセット・アロケーションを学ばなければならないというのはおかしい。普通の人には金融が嫌いであり、個人のライフサイクルに合った満期や保証がある、わかりやすい商品が求められている。」と主張している。そして、運用会社がリスクを管理する商品を提供した上で、適切な商品を選べるよう投資家教育を行うことが望ましいとしている。

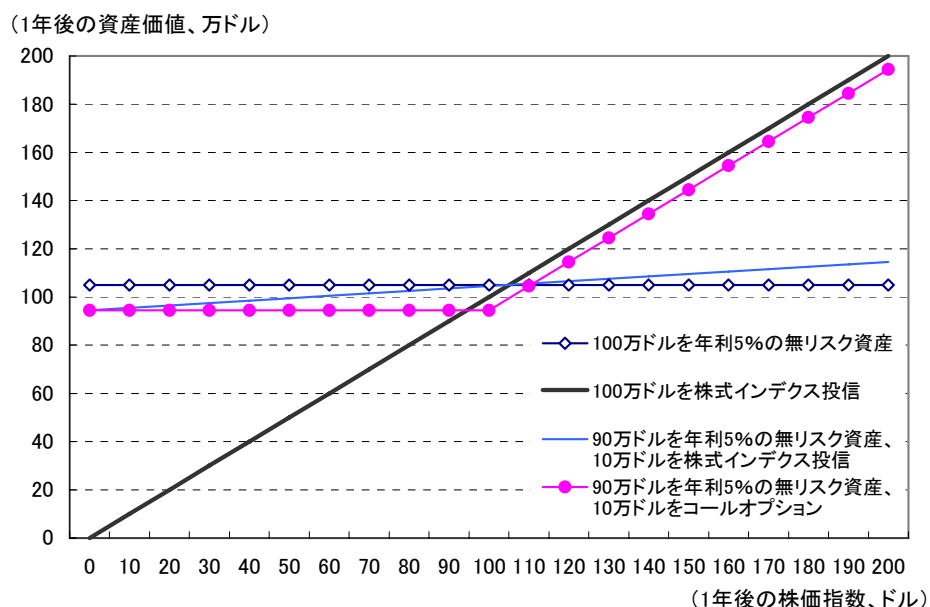
⁷ 例えば Lusardi, A. and Mitchell, O. (2005). “Financial Literacy and Planning: Implications for Retirement Wellbeing.” Center for Research on Pensions and Welfare Policies Working Paper No. 46/05.

⁸ 例えば Benatzi, S. and Thaler, R. (2004). “Naïve Diversification Strategies in Defined Contribution Saving Plans.” *American Economic Review* 91: 79-98. Choi, J. J., Laibson, D., Madrian, B. C. and Metrick, A. (2005). “Optimal Defaults and Active Decisions.” NBER Working Paper No. 11074.

⁹ 例えば Gale, W., Gruber J. and Orzag, P. (2006). “Improving Opportunities and Incentives for Saving by Middle- and Low-Income Households.” White Paper 2006-02. Washington: The Hamilton Project at the Brookings Institution. Tufano, P. and Schneider, D. (2005). “Reinvesting Saving Bonds.” Working Paper, Harvard Business School.

¹⁰ 例えば Ibbotson, R. G., Milevsky, M. A., Chen, P. and Zhu, K. X. (2007). “Lifetime Financial Advice: Human Capital, Asset Allocation, and Insurance.” <http://www.cfapubs.org/toc/rf/2007/2007/1?cookieSet=1>

図表 7 商品のイメージ（投資戦略ごとの1年後の資産価値の比較）



(注) 期初資産 100 万ドル、コールは株価指数に対するオプションで 1 年後の行使価格が 100 ドル。
 (出所) Bodie (2001)

退職後のための資産形成に関して、同氏は論文で次の提案を行っている¹¹。第一に、退職後の最低限の収入を保証するため、インフレ連動債やインフレ連動型の終身年金を用いることでインフレリスクをヘッジすること。第二に、最適な資産配分を決める上では、各個人が退職時期をいつまで延期してもよいと考えているのか、人的資本の変化についても考慮すること。第三に、退職後の生活水準に必要な最低額の収入を保証しつつ、株価上昇メリットも享受できるように、株式のコールオプションを追加的資産クラスとして活用すること（図表 7）である。一般に、多くの人は心理学上の「損失回避」バイアスが強いことが知られていることから、同氏が主張する、最低限の収入を保証しつつ株価上昇メリットに参加できるような金融商品へのニーズは強いと思われる。

V 今後の課題

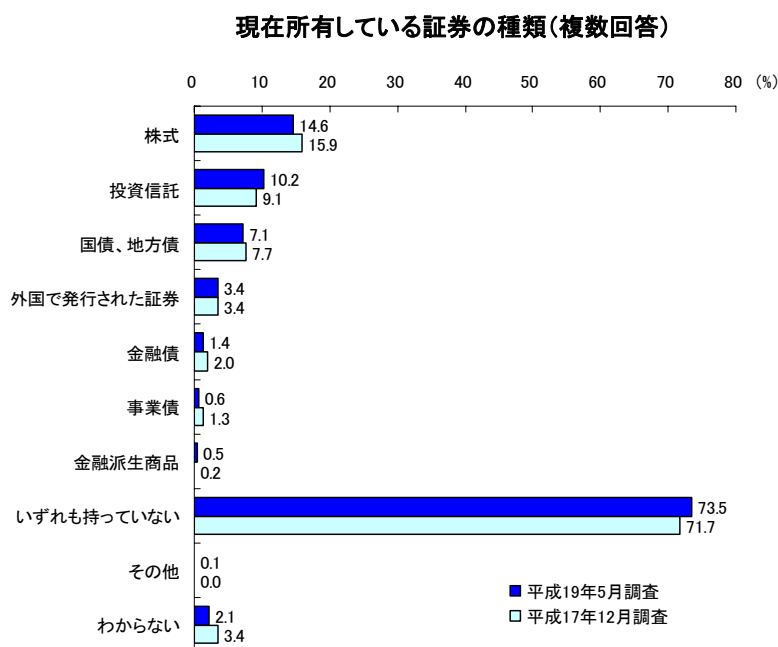
現在の個人向けの金融商品や資産運用アドバイスは、まだ発展途上にあると考えられる。商品の品揃えが限定的で、個人のリスクコントロール上の様々なニーズにきめ細かく対応したものが市場に揃っていない。例えば「カメラ」の市場を考えると、当初は操作が複雑なプロ向けの商品しかなかったが、現在ではプロ向けから誰でも簡単に操作できる初心者

¹¹ Bodie Z. (2001). "Retirement Investing: A New Approach." Pension Research Council Working Paper, 2001-8. 論文では異なる行使価格やオプション満期をずらした商品の議論等もあるが、ここでは最も単純なものを図示した。

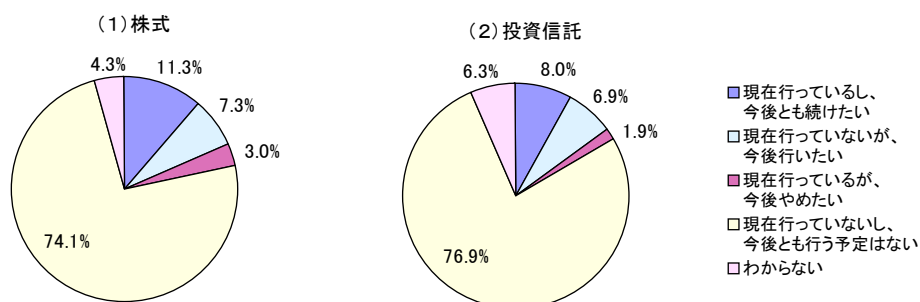
向けまで幅広い商品が揃っている。「使い捨て」や「その場での画像確認」など、きめ細かな顧客ニーズへの対応の歴史があってこそ、市場が拡大したという経緯が想起される。金融商品も同様に、個人の多様なニーズにきめ細かく効果的に対応する様々な商品を開発することが最も必要とされていることであると考えられる。因みに現状では、世論調査を見る限り、預金以外の金融商品への関心度は、総じてまだ低いようである（図表 8）。金融商品の充実、預金以外の金融商品への関心度を高める上でも重要であろう。

投資選択肢が限られているために、個人がそれぞれの投資目的や投資制約、リスク許容度に見合う最適なポートフォリオを実現するのは難しいという問題もある。年金加入者を考えると、一般に確定拠出型（DC）の資産選択肢は、確定給付型（DB）の資産選択肢に比べて限定的である。例えば、オルタナティブなどの資産クラスは、一般個人向けの投資選択肢に入っていないことが多い。今後は個人が最適なポートフォリオを実現できるよう、

図表 8 世論調査に見る預金以外の金融商品への関心度



株式・投資信託への投資の現状と今後の意向



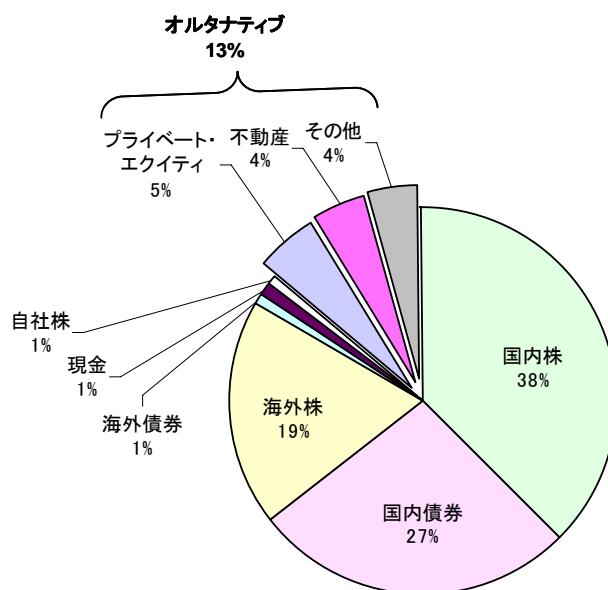
(出所) 内閣府「『貯蓄から投資へ』に関する特別世論調査」(平成19年)

投資選択肢を充実させてゆくことが求められよう。ただしその際、選択肢がありすぎて、資産選択の際に個人が混乱したり、負担を感じて意欲を失ったりしないように注意を払う必要がある¹²。

また、米国の DB 年金基金によるオルタナティブ資産への投資が急増している。Pensions & Investments 誌 2007 年 1 月 22 日号によると、米国の DB 年金の大手 200 基金によるオルタナティブ投資は全体の 13% を占めており（図表 9）、過去 1 年の間に不動産投資は 30%、ベンチャー・キャピタル投資は 13% それぞれ増加した。こうした動きは、現時点ではリスクアロケーションのために有用な金融商品が個人のみならず機関投資家においても不足していることを意味するのだろう。既存の金融商品に投資するだけでは、逃してしまうリターンやヘッジしきれないリスクも少なくないと考えられる。そうした観点からは、例えば国全体の成長をもたらすリターンを獲得したり、国全体が抱えるリスクをヘッジする手段として有用と見られる「GDP 連動債¹³」の発行が待ち望まれよう。

このようなリスクコントロール上の穴を埋めていくような金融商品の開発が求められており、このことは個人、機関投資家だけではなく、資本市場全体を発展させてゆく上でも重要であろう。

図表 9 米国大手 200 確定給付型 (DB) 年金基金のポートフォリオ



(注) 企業年金について図示。

(出所) Pensions & Investments 2007 年 1 月 22 日号より野村資本市場研究所作成

¹² この点の注意を喚起する論文として Iyengar, S. S., Jiang W. and Huberman, G. (2004) “How much Choice is too much? Contributions to 401(k).” in Mitchell, O.S. and Utkus, S. (Eds.) *Pension Design and Structure: New lessons from Behavioral Finance*, 83-95: Oxford: Oxford University Press.

¹³ 通常の債券のように金利が支払われることに加えて当該国の経済成長に連動した形で収益が得られるタイプの債券。