

## 研究論文

# 投資家は将来支出(経費)変動リスクに対してヘッジするか —ファイナンス実験による検証—

北村智紀<sup>\*</sup> 中嶋邦夫<sup>+</sup> 俊野雅司<sup>\*</sup> 白杵政治<sup>\*</sup> 米澤康博<sup>\*</sup>

2006年10月13日投稿

2007年02月07日受理

## 概要

一般投資家に対して、投資家教育で将来の支出(経費)と証券のペイオフとの連動性を明示的に示すことによって、資産配分に変化があるのか否かを検証した。支出と、支出との連動性の高いヘッジ可能証券の特性が明示的に示される前は、ヘッジ可能証券への配分は低く、より一般的なリスクプレミアムを持った証券への配分が多かった。しかし、連動性が示された後は、資産配分は逆転した。この傾向は、勤務先の金融との関連により大きな差はなかった。公的年金の情報通知では、単に年金制度や商品性だけでなく、生涯年金、疾病保証特性を適切に説明することが重要であることが示唆される。

**キーワード：**個人投資家、資産配分、保険(ヘッジ)機能、投資家教育、情報通知

## 1 背景

ファイナンス理論での資産選択(Merton(1971)など)とは、投資家が(1)コンケイブ(凸型)効用関数を持ち、(2)期待効用を計算し、(3)期待効用を最大化するよう、(4)対象資産の収益率が正規分布に従うならば、分散、共分散を利用して、(5)効率的なポートフォリオを算出する、という方法によって求められる(以下、「資産配分理論」と呼ぶ)。結果として、最適資産配分は、期待リターン、リスク(共分散)、投資家のリスク回避度(効用関数の曲率)によって決まる。この点は投資家の将来支出(経費)にリスクがある場合でも同様であり(Sharpe and Tint (1990)), 支出変動とマイナスの相関を持つ資産が保険(ヘッジ)機能を持つ資産として重要となる。この点から見ると退職

<sup>\*</sup> ニッセイ基礎研究所金融研究部門, 〒102-0073 東京都千代田区九段下4-1-7, E-mail: kitamura@nli-research.co.jp

<sup>+</sup> ニッセイ基礎研究所保険研究部門兼金融研究部門, E-mail: nakasima@nli-research.co.jp

<sup>\*</sup> 大和ファンド・コンサルティング業務企画部, E-mail: masashi.toshino@daiwa-fc.co.jp

<sup>\*</sup> ニッセイ基礎研究所金融研究部門, E-mail: usuki@nli-research.co.jp

<sup>\*</sup> 1 稲田大学大学院ファイナンス研究科, E-mail: yonezawa@waseda.jp

JARIP 会員をはじめとして、実験に参加していただいた方々に対してここに感謝の意を表したい。本研究は厚生労働科学研究費より助成を受けた研究「個人レベルの公的年金の給付と負担に関する情報を各人に提供する仕組みに関する研究(H16-政策-007)」の一部として実施したものである。研究助成にこの場を借りて深く感謝する。筆者らはこの研究メンバーである。本研究及び本稿の作成にあたっては、赤井研樹氏、浅野幸弘氏、金子能宏氏、西條辰義氏、高山俊則氏、竹村和久氏、筒井義郎氏、鶴淵広美氏、中里宗敬氏、西村直子氏、萩尾博信氏、広田真一氏、室町幸雄氏、山口勝業氏、湯前祥二氏、和田良子氏及び本誌の匿名レフェリー2氏より貴重な示唆をいただいた。謝して記す。もちろん、あり得べき誤りは筆者らの責に帰す。本稿の実験は青山学院大学大学院国際マネジメント研究科の協力で行った。深く感謝したい。野坂晃子氏、吉田直子氏には実験のオペレーションに協力していただいた。本稿の旧論文名は「老後の支出と年金のペイオフに関する情報通知が年金の加入率を高めるか—ファイナンス実験—」である。