

時間分散による投資法の効用を考える

2020年10月15日

村上 正人¹

要旨

本稿では、いわゆるドルコスト平均法に代表されるような時間的間隔を置きながら投資を行っていく方法について、個人、年金基金、財団法人等それぞれの場合を考察する。

個人が長期的な財産形成のために、毎月、できる限りの額をコンスタントに投資を行っていく方法は、月々の投資可能な額をフルに投資している点や、不確実な市場見通しに惑わされず、財産を積み上げていくことが期待出来るなどの点でメリットがある。なお、その際も投資対象となる銘柄・ファンド等の選択にはコストを含めた十分な吟味が必要なことや、投資期間の後半になってからの市場変動の影響を大きく受けることなどの点について留意が必要である。

年金基金の場合は、この種の時間分散の投資を考える機会は限られていて、例えば運用方針の改定に伴う資産構成割合の変更の比率もしくは金額が比較的大きかった場合、それを一括で行うか、時間的間隔を置きながら分割して行うかが課題となることがある。ただし、年金基金の場合は、アセットミックスのリスク等について組織的によく認識されていることや機会損失を減じる観点から、特段の制約や付加的な条件あるいは留意点がない限りはできるだけ速やかに移行を行った方がよいと考えられる。

また最近、運用利回りの向上を目的にリスク資産への投資を手掛け始めている財団法人については、機会損失を考えるよりも一時的な高値で多額の投資を行った直後に市場の大きな下落に出会って短期間のうちに目的自体が達せなくなるような確率を極力避ける観点から、ドルコスト平均法の採用には一定の理があると考えられる。

いずれにしても、このような時間間隔を置いて分散投資を行う手法については、資金の性格や置かれている立場から、そのメリット、デメリットを総合的によく吟味し、実行に移されるべきであろう。

<目次>

1. はじめに
2. 個人の資産形成におけるドルコスト平均法
3. 年金基金の運用における時間分散の可否
4. 財団法人の運用におけるリスク資産への投資と時間分散について
5. むすびに代えて

¹ 公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構特任研究員。なお、本稿中の意見の部分は私見に基づくものであり、所属機関の意見ではない。

1. はじめに

投資における「時間分散」という言葉は、資金を投資に振り向ける際に、①全額を一度にではなく、ある程度、時間的間隔を空けながら何回かに分けてあるいは継続的にコンスタントに投資していく方法のリスク軽減効果を論じる場合と、②長期投資によってその投資対象もしくはポートフォリオのリスクがどのように変化していくかを論じる場合に使われているようである。双方とも、ファイナンスの研究テーマの対象となっており、理論展開や実証的検証を行った複数の学術的論文が存在する。

本稿では前者の時間的間隔を置きながら投資を行っていく方法について採り上げる。本テーマについては、筆者は特に実務的な視点を含めた課題の整理が重要と考えており、個人、年金基金、財団法人等それぞれにありがちなケースを採り上げて論じていくことにする。

時間的間隔を置きながら投資を行っていく方法の代表例としては、いわゆる「ドルコスト平均法」が挙げられる。最初に、資産運用の分野における権威者の言葉を紹介しておきたい。長年に亘^{わた}って世界中で幅広く読まれている投資書であるバートン・マルキール著『ウォール街のランダム・ウォーカー』の中では、以下のように述べられている。

ドル・コスト平均法は、決して株式投資のリスクを取り除く万能薬ではない。例えば、2008年の大暴落のような局面で、あなたの401kプランの時価が暴落するのを防いでくれるわけではない。市場全体が大きく下げる時に、その影響を免れるような投資プログラムなどありえないのだ。そして、たとえ空にどんな暗雲が垂れ込めていても、ドル・コスト平均法のメリットを享受するためには、信念を持って投資し続けなければならない。新聞の金融欄が恐ろしいニュースであふれて悲観論一色になっていても、自動継続投資プランは中断してはいけない。というのは、もしやめてしまえば、株価が暴落してまたとないバーゲン価格で追加の株が入手できるという、このアプローチの最大のメリットを放棄することになってしまうからだ。どんな相場環境下でも買い続けることによって初めて、あなたの平均購入単価が平均株価よりも低くなるのだ。なぜかと言うと、この方式の下では株価が安い時にはより多く、高い時にはより少ない株数を購入することになるからである。

投資の専門家の中には、ドル・コスト平均法を勧めない人もいる。それは表3に示したように、右肩上がりの相場の下では、このアプローチはベストとは言えないからだ。表3の想定の下では、期初にまとめて5000ドル投資するのがベストなのだ。しかし、ドル・コスト平均法は少なくとも将来株価が大きく下落した時に対する保険の役割を果たしてくれる。そして、2000年3月あるいは2007年10月といった、相場サイクルのピーク時にまとめて高値で投資した後、運悪く相場が崩れた時に陥る後悔や自己嫌悪の念を和らげてくれる効果は大きい。

(筆者注) 文中の「表3」とは、1年目に100ドルであったファンド価格が毎年コンスタントに10ドルずつ上昇していく単純増加の例であり、表の掲載を省略する

このマルキール氏の言葉のエキスを整理すれば、ドルコスト平均法は、決して株式投資のリスクを取り除く万能薬ではないが、株式下落時の保険の役割、そしてピーク時にまとめて高値で投資した後に相場が大きく崩れた際に後悔を和らげてくれる効果があるということであろう。このことの是非については、これから後に何度か繰り返し触れながら、様々な立場における時間分散における効用や留意点等について論じていくことにする。

2. 個人の資産形成におけるドルコスト平均法

個人の分野で「投資家」というと、複数の上場企業の大株主になっている資産家からデイトレーダーのような短期売買にて^{なりわい}生業を立てている人まで多種多様な人が存在する。その人たちは、それぞれその人なりの独自の思想、哲学、信条等を持って活動していると思われるが、ここではそのような人たちの話はさておき、広く一般的に個人が資産形成をしていく場合を採り上げる。将来的な公的年金の所得代替率の低下見通し等から、近年、個人が自助努力をしていかなければならない度合いが高まっているのである。

個人における資産形成の手段として、時間分散による代表的な投資法であるドルコスト平均法が推奨されることは多い。確定拠出型企業年金（DC）をはじめ、個人型確定拠出年金 iDeCo や積立 NISA のような、継続的、定期的に一定額を積立てるように投資していく制度（商品）においては、自ずとドルコスト平均法の特徴が反映されることになる。

この投資法の効用は、しばしば「購入価格が均される」とか「市場価格が低いときに自ずと多くの口数（株数）を購入できる仕組みが内包されている」というように説明されている。投資についての経験の浅い個人を^{いざな}誘う際に、そのような平易な言葉でメリットが強調されていることがしばしばある。

経済評論家の山崎元氏（楽天証券経済研究所客員研究員）は、「ドルコスト平均法で起こりうる 3 つの弊害」と題したコラム（2019）の中で、「機会損失の発生」「支払手数料の増加」「一つの対象に対する集中投資によるリスク増加」を挙げている。このコラムは視点として、まとまった額を一括で投資する場合との比較について論じられており、例えば若いサラリーマンが月給のうちから毎月できるだけ決まった額を投資に回していこうという場合であれば、「機会損失の発生」の問題はない。また、小口化することによる「支払手数料の増加」も止むを得ないところであろう。もっとも、最近は小口の積立てを意識して、購入時手数料が無いもの（ノーロード）や廉価の投資信託等が多く提供されている。

3 つ目の「一つの対象に対する集中投資によるリスク増加」の問題は、ドルコスト平均法でも、一括投資の場合でも、どのような投資対象を選択するかという大きな命題として考え得る。基本的には個別の株式等の銘柄でなく、幅広く分散された投資信託や E T F を対象とすることで、集中投資のリスクは回避できる。加えて、手数料とも関係するが、流行り廃りのあるアクティブ運用ではなく、株式のインデックス運用をコアとしたファンドが長期的な資産形成の対象としての適合性が高いと考えられ、なおかつコストが安いなどの条件の下

に選択していく必要があるだろう。

ここで具体例として、毎月末日に給与を受け取り、月々の貯蓄・投資等に回すお金としてどうか3万円を捻出できるという30歳の人を想定する。その人が世界の株式市場に幅広く分散された投資信託をドルコスト平均法の考え方で毎月コンスタントに購入することを65歳までの35年間続けていたとしたら、その投資信託が年平均3%の収益率であれば800万円以上、年平均5%であれば1,600万円以上を手に来ることになる。

この例のように、予め手元にまとまった資金がある訳ではなく、毎月、積み立てに回せる限度いっぱい額を投資していくのであれば、常に余裕ある資金をフルインベストしていることになるので、機会損失は発生しない。もしも、「購入価格が均される」点をより追求したければ、毎月の3万円を3回に分けて10日、20日、月末に1万円ずつ行うべきということになるが、ドルコスト平均法の信奉者もそこまでは求めないのではないだろうか。投資回数は3倍になるとしても、毎月発生する10日間、20日間のタイムラグが長年積み重なっていけば、結構な機会損失が発生すると考えられる。

特に本業に忙しく、しばしば出張もしているようなサラリーマンが、毎月時間を割いて勉強し、投資判断をしていくことは容易いことではない。それが趣味というのでもなければ、なかなか持続的に取り組むことができないのが実際であろう。仮にそのような時間をある程度確保することが可能であったとしても、プロのファンドマネジャーでもなかなか上手くいかないと言われる投資環境の良し悪しの判断をその都度上手く行っていくこと自体が難しい。

このようなサラリーマンの場合、ドルコスト平均法の効用は、市場環境の見通しなどに惑わされず、月々、目一杯の額をコンスタントに投資することを続けていくことができるころにあると考えられる。そして、その対象の中には株式のインデックス運用がある程度の割合で含まれていることが望ましいであろう。その前提として、株式市場が長期的には右肩上がり成長していくということを信念として持つということがある。これは、言い換えれば、企業が人々のニーズに応じていくために常に新しい財・サービスを提供し続け、市場がそれを選別・淘汰していく機能を担い、市場全体としては価値の創造を継続的に行って成長していく自由主義経済の資本市場の根本概念への信認でもある。そこまでの意識を持つかどうかは別としても、そのような背景もあり、毎月コンスタントに自動的に投資を行っていく手法を取り入れることで、普段あまり気に掛けることがなくても長年の継続によって資産形成のできる可能性が大きくなる。時期ごとには波があったとしても、慌てることはない。ひとつ、個人が行うべきこととしては、この投資をスタートさせる時点で、そのような原理原則、長期的な市場の歴史や推移の実績、当手法についての効用と留意点等について、さらに加えて投資対象候補となるファンドの属性やどのようにして投資対象を選んだらよいかということについて多少の勉強をしておくことが必要である。

その長期にわたるドルコスト平均法での有力な投資対象となり得るのは、先ほども触れたように幅広く株式市場を対象としたインデックス、もしくはインデックスを組み合わせ

で組成されたバランスファンドである。また、運用報酬や購入手数料等の差異は、多少であっても長期的には大きなコストの差になり得るゆえ、十分に注意を払う必要がある。そしてひとたび意思決定をすれば、雑音に惑わされることなく、マルキール氏が示唆しているように継続していくことが大きな力となることである。

なお、ドルコスト平均法の実際の経済的効果は、次の図表1ように毎回ごとの投資を分けて式で示してみると分かりやすい。この合計額が積み上がった財産額になる訳であるが、よくありがちな「購入価格を均す」という漠然とした説明ではなく、このように式を並べていくと見えてくるものがある。

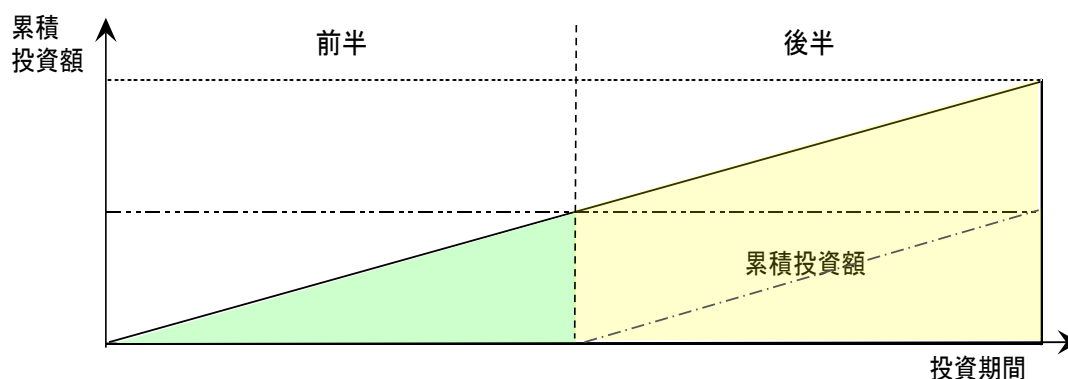
図表1 ドルコスト平均法の経済的効果（投資効果）

1回目の投資の収益率	$(1 + r_1)$	$(1 + r_2)$	$(1 + r_3)$	……	$(1 + r_{n-1})$	$(1 + r_n)$
2回目の投資の収益率		$(1 + r_2)$	$(1 + r_3)$	……	$(1 + r_{n-1})$	$(1 + r_n)$
3回目の投資の収益率			$(1 + r_3)$	……	$(1 + r_{n-1})$	$(1 + r_n)$
⋮						
n-1回目の投資の収益率					$(1 + r_{n-1})$	$(1 + r_n)$
n回目の投資の収益率						$(1 + r_n)$
⇒ これらを総合計したものがドルコスト平均法による投資成果						

上記の図表1の数式の羅列を横方向からではなく、縦割りに区切って眺めると、投資の満了期に近づけば近づくほど、1期間あたりの市場変動が全体に及ぼす影響が加重されて大きくなるのが分かる。

また、下の図表2は、ひとまずは投資収益の部分は除外して、投資した額の積み上がり状況を示したものである。それを投資期間の中間時点で2分割してある。

図表2 累積投資額のイメージ（投入資金分のみ）



このような累積投資額のみでの平均残高で考えると、図の面積から分かるように、後半（黄色の部分）の台形部分は前半（緑色の部分）の三角形の部分の3倍の大きさになる。時間軸で考えた時に、長期投資の場合に期間あたりのリターンの変動が複数期間に跨ることによりリスクが単純増加はせず低減が図られる部分が存在するが、ドルコスト平均法の場合は各期のウェイトが均質ではないため、例えば投資期間の終盤に来てからの市場の大きな下落は、投資を始めて間もない頃の大きな上昇によって相殺はされない。その終盤期の市場の変動は、数倍のインパクトがあることになる。

実際には、これに投資収益が相乗的に上乗せされていって、後半になればなるほど資産の増加ペースが増す可能性が高くなるため、後半の市場騰落率が資産時価額の上下変動に及ぼす影響は一層大きくなると考えられる。とくに米国の株式市場のように、時おり大きなショックに見舞われて大暴落をすることがあっても、基本的には長期的に右肩上がりの上昇を続けているような市場においては、それが顕著に現れやすい。残念ながらわが国の株式市場はバブル期以降の30年余りに^{わたり}亘り冴えない動きをしてきたため、米国の右肩上がりの状況とは異なるが、それでもその間ずっとドルコスト平均法で投資をしてきたとすれば近年の騰落率の影響は大きくなる。

これらのことから分かるように、投資を始めてすぐに出会った市場のショックは、長い投資期間の中でリカバリーできる機会が多いが、後半になってからの大暴落はダメージが大きいし、リカバリーのチャンスも僅かである。確定拠出型年金で何十年も株式ファンドに積立投資を続けてきて、たまたま最終年がリーマンショックの年であったりしたら、満了日を目前にして4割前後の資産を失うことになりダメージは大きい。終盤にすればくほど、「枕を高くして眠る」ことが難しくなるのである。

だからといって、ドルコスト平均法による長期運用で株式投資を行うことに背を向けることは得策でないだろう。終盤期のそのような大変動は覚悟する必要があるにせよ、安全資産でずっと貯蓄を続けているよりはかなりの高い確率ではるかにプラスの収益が得られる可能性が高いのである。

投資の後半に差し掛かって、ある程度目標とする資産額の達成も見えてきたら、次第に株式投資のウェイトを減らしていくことを考えることも一案である。ライフサイクルファンド、ターゲットイヤーファンドと呼ばれるものは、満了日に向けて株式比率を徐々に落としていくが、“出口”に向けて株式変動の影響をなだらかにする効果がある。あるいは、運よく累積投資の期間中に目標額を超えてくれば、さらにより安全な資産構成のファンドに乗り換えるのも一案であるだろう。

^{ちまた}巷の金融機関が提供するドルコスト平均法の解説では、メリットの面ばかりが強調されて、ここで触れてきたようなリスク、留意点などが十分に説明されていないことが多い。個人が累積型の投資によって資産形成を図ろうと考える場合には、ドルコスト平均法の本質、その長所と短所をよく理解して臨むことが肝要であろう。

3. 年金基金の運用における時間分散の可否

次に、年金基金の資産運用における時間分散ということについて考える。

年金基金の運用においては、時間的間隔を置いた分散投資がテーマとなることは多くはない。企業年金連合会がホームページ上で提供している「用語集」の中にも、「時間分散効果」として解説があるのは、投資期間が長期間になることによってポートフォリオのリスクが軽減するか否かの方で、断続的に投資を行っていく方法については触れられていない。また、「ドルコスト平均法」は「用語集」にも取り上げられていない。

しかし、年金基金の運用の場合もいくつかの局面において時間的に分散して投資した方がよいかどうかを検討する場面があるのは事実である。それらは、きわめて実務的な課題として対応されていることがほとんどで、研究テーマとして取り上げられているのは稀であろう。そこで、そのような局面における考え方について整理することを試みたい。

最初に、年金基金の運用の個人との大きな違いについて触れるが、年金基金の場合はその管理運用を行う理事等が他人の財産を預かる専門家としての「受託者責任」を負っているということである。その意思決定に当たっての注意義務、慎重人原則（プルーデンス・ルール）を分かりやすく平たい言葉で表現した文献をまずは紹介したい。

将来は予測不可能であるので、今日なされた意思決定が、たとえ最善の助言と最も健全な判断をもってしても、好ましくない結果に終わることもありうる。しかし、だからといって意思決定がプルーデントに行われなかったということにはならない。このように、結果をみてプルーデントであったかどうかは問われるわけではない。逆に意思決定がなされる際の注意深さの程度で判断されるのである。したがって、受託者は自分の行う意思決定に至る考慮の過程を証明する書類を残す義務があるのである。本質的には、このことは結論に至る過程で、関連する事実や意見が考慮されたということの意味する。そしてそれらがすべて記録として残されていなければならない。したがって、この基準をわかりやすく要約すると「プルーデンスというのはプロセスである」ということになる。

出所:キース・P・アンバクシア/D・ドン・エズラ著、三木隆二郎訳『エクセレントな年金経営の条件』

年金基金の場合、組織的に意思決定がなされた基本投資方針にしたがって運用が行われる。その基本運用方針の核となるのが基本資産配分割合、すなわち政策アセットミクスである。その策定に当たっては、受託者責任からして現在の資産・負債の状況や加入者の人員構成、将来発生する給付の見通し、資本市場の将来のリターン・リスクの見通し等々、考えるべきさまざまな要素を踏まえて意思決定がされていると考えられる。政策アセットミクスは、引用した文献にもあるように、原則としてあらゆることを考慮したうえでベストであると判断されて選択されているのである。この意思決定が行われるのは、新たに基金が設立されて運用を開始する場合、定期的な見直し時期に差し掛かった場合、あるいは方針策定時

の前提条件としていた事象に変化が生じて基本方針自体を見直すべき事由に該当した場合等であろう。

これらのケースの中で、実際に年金基金が最も多く経験する政策アセットミックスの見直しについて採り上げてみる。その意思決定のために行われるシミュレーションやリスクの見積もり時には、たいていは時間分散を前提とはせずに、いくつかの候補となるアセットミックス群の属性を比較検討のうえ選択していくことが多いであろう。当初からその資産構成比率にて運用を行うことによるリスク自体は、そのシミュレーション等による検討の過程ですでに織り込まれていることになる。そして、それを年金基金の規程等に従った、定められたプロセスに基づいて、組織として最終的な意思決定を行っているのである。そのような過程を考えると、実際に運用を預かる運用執行理事等においては、特別な条件等が付与されていない限りは、速やかに実行すべきということになるだろう。

ここで具体的な設例として、ある基金が株式比率を 10%引き上げることを決定したとする。年金基金の運用執行の責任者が負う受託者責任としては、例えば「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて(通知)」(いわゆる「受託者責任ガイドライン」)に「特に、管理運用業務を執行する理事(理事長、管理運用業務を行う常務理事及び運用執行理事等)は、管理運用業務に精通している者が、通常用いるであろう程度の注意を払って業務を執行しなければならない」とあるように、一般人とはレベルが異なる専門家としての注意義務が課せられている。政策アセットミックスについては、意思決定プロセスに従い、リターン・リスク等についての入念な検証や各関係者と議論等を経て、年金基金の目的を果たすうえで最良であるという判断の下に組織的に決定されているはずである。その時点で、新たな政策アセットミックスに伴うリスクについては関係者が認識しており、付帯条件等特定の運営上の決め事やその他合理的と思われる理由が無い限りは、意思決定後にそのポートフォリオ構築に時間が掛かり過ぎて機会損失が発生することの方がむしろ想定されていないと考えられる。したがって、できるだけ速やかに新たなアセットミックスに移行することの方が理に適っていると言えるだろう。

事後に運用の評価を行う際も、各資産の市場指標の騰落率を政策アセットミックスのウエイトで加重した複合ベンチマークを基準として分析を行うことが一般的である。政策アセットミックスを速やかに実行していない場合は、複合ベンチマークの収益率との間に乖離が生じ、それについての要因について説明が求められる。そのことからしても、機会損失につながるような投資のタイムラグを設けるには、合理的な説明が必要になるだろう。

また、企業年金における「分散投資」ということについては、法令にも規定がある。確定給付企業年金法施行令第 46 条第 1 項において、「事業主等は、積立金を、特定の運用方法に集中しない方法により運用するよう努めなければならない。」と定めている。このことについて、企業年金連合会がまとめた『企業年金 受託者責任ハンドブック』(改訂版;平成 30 年 5 月)についていくつかの解説がされている。まずは分散の対象としてであるが、「債券、株式、外国有価証券等の資産の種類その他、投資対象地域、有価証券の発行主体等の要素も含

まれる」となっている。また、分散投資を行わない場合にはその「合理的理由」を明確にして、それを「運用の基本方針に定めるとともに、加入者等に周知する必要がある」としている。その場合の「合理的理由」とは、「例えば、企業年金の資産規模、財政状況、成熟度等から考えて、分散投資を行わなくても適切なリスク管理が可能である場合や分散投資を行うことがかえって非効率な運用を招くような場合をいう」となっている。これらの文脈からすると、概念として「時間」が分散投資の対象として含まれるということは考えられにくい。むしろ、きちんと複数の投資対象に分散されたポートフォリオで長期運用されることが基本的な思想であると考えられる。要するに、資産クラスや銘柄を分散するのは異なり、ポートフォリオ構築に向けていたずらに「時間」をかけていくということは、合理的な理由がない限り、注意義務の観点からしてもよろしくないということになるであろう。

なお、年金運用における政策アセットミクスの変更において、時間的間隔を置いて分散して執行することを検討すべきケースは、主に2つあると思われる。ひとつは、マーケットインパクトの観点から一時に政策アセットミクスに移行するよりも分散して執行した方がよい場合である。2つ目は、異論もあるかも知れないが、リーマンショックのような市場が大きな変動に晒されている最中でのポートフォリオ変更の場合である。

1つ目の例は、具体的には特に巨大な資金である公的年金の運用におけるような場合である。「年金積立金管理運用独立行政法人法」には、「年金積立金の運用が市場その他の民間活動に与える影響に留意しつつ……」というような文言がある。また、これを受けて年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）も「中期計画」にて、「年金積立の運用に当たっては、市場規模を考慮し、自ら過大なマーケットインパクトを蒙ることがないように努めるとともに、市場の価格形成や民間の投資行動を歪めないよう配慮し、特に、資金の投入及び回収に当たって、特定の時期への集中を回避するよう努める」としている。このように、資金の規模によっては市場の流動性や投資がもたらすインパクトに留意することが必要な場合があるが、そのような注意は払いつつも決定されている政策アセットミクスにできるだけ速やかに向かうことが求められるだろう。

2つ目については、新たな政策アセットミクスの変更基準日（移行予定日）直前に市場のショックが勃発したような場合である。市場の性質として、ショックの後、しばらくの間は落ち着きどころの水準を模索して上下動を繰り返す、ボラティリティが高まるという性質がある。そのような時には、連日、日経平均株価で1,000円以上、NYダウで1,000ドル以上の幅で上下を繰り返すといったことが起こり得る。その政策アセットミクスの変更基準日が大きく市場が振れている真ただ中であれば、前後でかなり水準が異なる可能性が高くなる。見解の分かれるところではあると思われるが、マーケットインパクトは考慮しないでよいとしたら、このような状況下における対応は、きっちり基準日を以って全ての移行のための執行を終えるべきであろうか。それとも数か月かけるなど、ある程度時間を置きながら分散して執行すべきであろうか。

これについてはどちらが正解という訳ではない。ただし、専門家としての注意義務の観点

からは、市場のボラティリティに関する時系列的な性質を踏まえたうえで、資産移行について採り得るいくつかの選択肢の比較検討をきちんと行い、このように判断したという根拠および記録を残し、関係者に対して説明していくことが重要であろう。その移行に関わるパフォーマンスの結果の良し悪しに関わらず、きちんとしたプロセスを経て行われた合理的な判断根拠を示していくことが、受託者責任を果たしていくことにつながる訳である。

年金基金の運用においては、他にはあまり時間分散による執行が課題となることはないと思われる。ただ、結果としてドルコスト平均法の類似例になっているのは、設立後、間もなくして何年かの間はプラスのキャッシュフローが続くような若い年金基金の場合である。そのような新しい基金の場合、掛金が入ってくる都度、残高が増えるにしたがって政策アセットミクスに従った投資を行っていくとなると、意識しているかどうかにかかわらず、自然と前章で触れた個人の累積投資と同様な状況で資産を積み上げていくことになる。ただ、このように資金の純増が続いて、既保有の資産に対して今後の積立金額が圧倒的に大きいようなケースは、政策アセットミクスの策定段階のリスク許容度の検討の際にそれを織り込むべきことであって、時間分散投資のテーマということではあまり議論になることはないであろう。

4. 財団法人の運用におけるリスク資産への投資と時間分散について

3つ目として、財団法人等の運用の場合を考えてみる。

最初に断っておくと、財団法人等における資産運用について公の場で議論される機会はきわめて少なかったと思われる。そのため、その考え方について整理して論じられたものはほとんど存在しないと言ってよい。

実際には、財団法人等は基本財産等の運用において、従来は円建ての債券投資だけに限定していたところが多かった。しかしながら近年の長引く超低金利、ゼロ金利の時代を迎えて、事業運営の費用を捻出するにも苦心し、一部の財産を株式のETF等、従来は対象としていなかったリスク資産に振り向けることを検討するところが珍しくなくなっている。

財団法人は規程等によって運用の範囲などを定めていることが通例である。過去は債券運用のみに限定していたところが新たな投資方法を行うには、その規程等の改訂などの手当てが必要となる。その際、運用委員会を設置して四半期および随時に開催するなど、組織的に資産運用の課題へ対応する体制や意思決定を行うプロセスも同時に整備しておくことが望ましい。

財団法人の資産運用には、前章の年金基金のところで触れたような専門家としての受託者責任に関わるルール等のようなものは存在しない。しかしながら、組織運営にあたり、かつ運用に関与する理事等においては、自己の財産とは異なる組織の資金を管理する立場になることからして、それに相応の一般的な注意義務は求められることになるだろう。そのため、その責にある者は、リターンとリスク、投資対象ごとのリスク特性、分散投資、ポートフォリオ理論のエッセンス等、投資に関する基礎的な知識は身に付けておくべきであろう。

そのような前提をクリアした上で、リスク許容度などについても検討を重ね、例えば、資産全体の運用利回りを 0.5%アップさせることを狙って全資産の 10%を株式インデックスのETFに投資することを決めた場合を考えてみる。その場合、そのポートフォリオに移行するにあたって、一括あるいは数か月間のなるべく短い間に実行するか、あるいは数年かけてドルコスト平均法的に行うか、選択に迷うところである。その移行分の資産は、決定時点では債券等の他の資産で保有しているのが一般的である。

双方のアプローチ法のメリット、デメリットから言及してみる。まずは、まとまった資金が最初から手元にある場合は、より早く投資を行う方が収益機会を逃すことを縮小させる、すなわち機会損失の縮小に繋がるということになる。特に市場が一本調子で上昇していく場合は、ドルコスト平均法のデメリットが顕在化する。一方で、ドルコスト平均法を採用することによって、確率的には高くないものの、一時的な市場の高値の時に資金の大半を投資して、その後大きく下落し、何も手を付けられなくなるようなリスクは回避されるということである。すなわち、この場合のドルコスト平均法の採用は、「確率的には大きくはないリスクを回避の為に、予め機会損失を覚悟しておく」という判断をしていることになる。この2通りの方法については、どちらも一長一短があるため、全体的なバランスを考えながら意思決定を行うべきであろう。なお、期日が異なる債券を多く保有している財団法人等の場合で、その債券の償還の都度、少しずつ株式投資に充当していくとなると、自ずとドルコスト平均法のように投資することになることを付け加えておく。

財団法人の場合、基本方針の策定についても年金基金と異なるのは、それが将来的な掛金・給付を織り込んで最適なアセットミクスとして設定されるというのではなく、ほとんどは年々の事業費を稼ぐために現状の資産からの収益率の向上を狙ったものであることである。その目的からして年金基金のように常に市場指標（ベンチマーク）と比較して評価が行われる訳ではなく、利回りの絶対水準を現行よりアップさせること自体が目的である。したがって、投資可能な資産の多くを株式等リスク資産に振り向けて、直後にリーマンショックのような 40%もの市場の暴落に出会えば、一瞬にして目的自体が適えられなくなってしまう。もっとも、ドルコスト平均法によってある程度積み上げてから暴落に出会っても目的が適えられなくなる可能性が高い訳であるが、積み上げ投資期間の途中であればリカバリーできる可能性もある。そのような観点と、次に挙げる点を合わせて、ドルコスト平均法の採用は十分に検討に値するであろう。

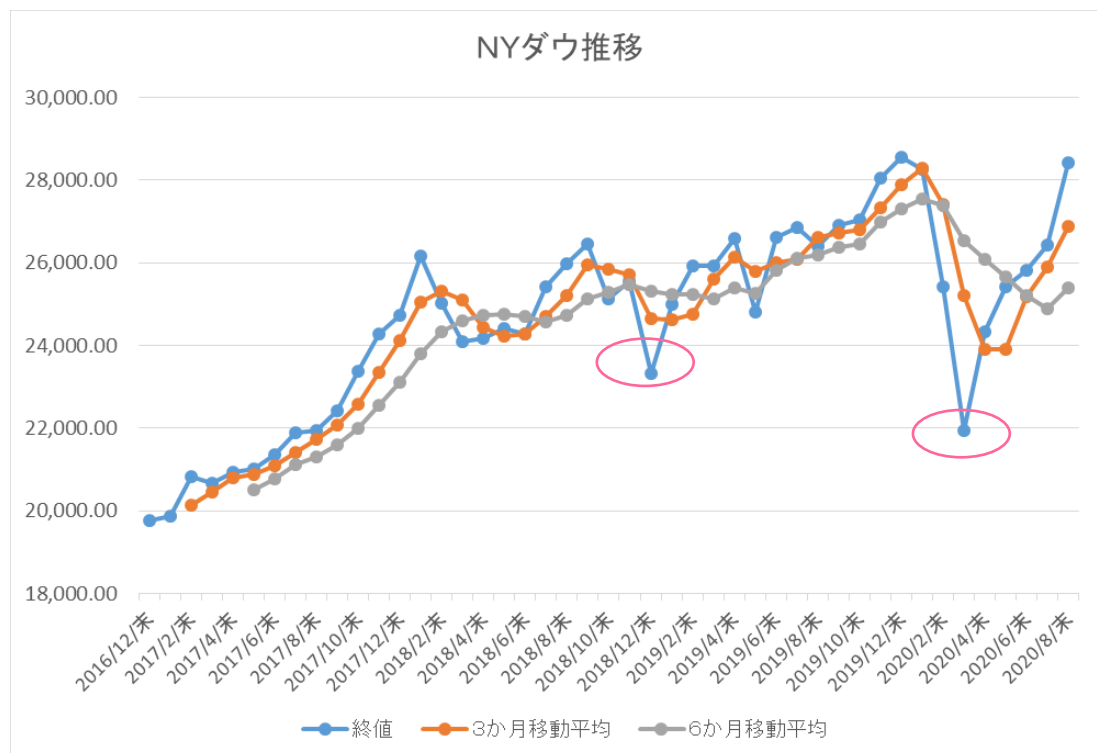
ドルコスト平均法の採用がもたらすもうひとつのメリットとして、リスク資産への投資を組織へ認知させるための十分な時間を稼ぐことができる点がある。財団法人の場合、それが方針として組織的に意思決定がされ、実務に当たる当事者たちは投資に関する基礎的な知識を得ていたとしても、経営に関与する理事会、代議員会等のメンバーが不慣れなことが多く、十分に理解できているとは限らない。そのため、少しずつ“慣らし運転”をしながら、逐次、状況を報告していくことによって、投資の実践と並行して次第に考え方が浸透していくことが期待される。

さて、ドルコスト平均法の実行法についてであるが、通常は投資判断を行うことをせず、毎月なり何か月ごとなり予め決めた時期に一定額を投資していくことが定石である。そのように、機械的にコンスタントに一定額を投資していくことで、不確実な市場見通しに惑わされるリスクを回避することが出来る。この点は個人のケースで触れたことと同様である。また、それによって、ドルコスト平均法の長所としてよく説明がされている「低いときにより多くの株数（口数）を購入」して平均購入単価を下げるという効果も期待できるかも知れないということである。しかしながら、以前に論じてきたように、そのメリットが具現されるかどうかはドルコスト平均法を実行している間の市場の動き次第である。

ドルコスト平均法は上述のように投資判断を加えずにコンスタントに購入していくのが原則であるが、その仕組みから考えると、少しでも安い水準で投資できた方がより効果を発揮するという点がある。財団法人の場合は、例えば、老後に備えて引退時期というものを見据えて長期にわたり均して投資していくことを志すといったような個人の場合と異なり、多くの場合は決められた投資比率に引き上げるまでの経過的な対応であるため、3年間や5年間という期間を設定したとしてもその期間自体に重い意味がある訳でない。もしも、少しアレンジすることを考えて、平均購入単価の引き下げのメリットをより享受し、収益機会の逸失も縮小させようとするのなら、市場水準にも着眼してよいかも知れない。しかしながら、市場リサーチの体制もない中でプロの運用機関でも難しい市場見通しや市場水準の評価にチャレンジするのもかえってリスクを大きくする。ひとつ、シンプルなアイデアを例として挙げると、過去に投資してきた水準よりも安ければ、多少、多めに投資するというように心掛けることである。

この具体的な対応方法を考えてみる。分かりやすくするために、移動平均線を含んだ株式市場の推移グラフを用いて説明する。次のグラフの青色の折れ線はNYダウ平均株価の2016年からの月末値の推移である。それに、それぞれの月末をエンドとする3か月と6か月の移動平均線を加えてある（橙色および灰色）。目立つところで言うと、丸印を付した2018年の12月末や2020年の3月末のような水準は、過去3か月、6か月の移動平均線をかなり下回っているのが分かる。それは、過去3か月、6か月に投資を行ってきた水準よりも割安で投資できることを意味する。したがって、その時点での投資は、過去のその期間における投資分の平均購入価格を下げる効果もある。そのような時期には、通常より多めに、あるいは少し前倒しで投資することもひとつの方策と考えられる。この方法は、将来見通し等の不確実な判断には依存せずファクトから機械的にルール化が可能であるが、投資には“必ず”良い結果をもたらすというものには存在しないため、採用する場合もドルコスト平均法のコンスタントな投資という基本線に対して極端なアレンジは行わない方がよいだろう。

図表3 米国株式市場の推移（NYダウ，月末値ベース）



以上、財団法人におけるドルコスト均等法の活用を考えてきた。前述のように、財団法人の場合は、まずは投資に対する組織的な手当てをきちんと行うことが第一である。そして、株式等リスク資産への投資を開始するにあたっては、ドルコスト平均法によるアプローチが一考に値する。その投資法を活用して、目標の組入れ比率に向けてコンスタントに均等に投資を積み上げていくことがまずは基本であろう。そうした心掛けをしつつも、機会損失との兼ね合いから、市場価格水準が下がれば前倒しで多くを購入していくこともひとつの方策になり得るであろう。

5. むすびに代えて

以上、本稿では3つの異なる資金、異なった立場における時間分散投資について考察を行ってきた。それぞれの投資主体において代表的、汎用的な例を挙げて取り扱ってきたが、ここで触れてきた以外にもさまざまなケースが存在すると思われる。また、異なる投資主体で別々のように述べてきたことも、相互に参照できることも多い。例えば、5ページ目の図表1で掲載した数式の表も、個人のドルコスト平均法の場合だけでなく、全てのケースを検討するのに適用が可能なものであろう。

各ケースの検討を経てきて総じて言えることは、この時間分散による投資法はオール・オア・ナッシングで優劣を判断するものではなく、それぞれの場合、置かれている立場によって、何が最も重視されるか、何を最も避けなければならないか等を総合的に吟味し、 balan

スのとれた判断を下していくべきものであろう。その意味では、計量的で確率的な数値のみに基づくだけでなく、資金の性格、運用目的に照らした成功とは何か、制約条件、長期的な市場への期待と短期的な変動性等、考え得ることを総て踏まえた意思決定が肝要となる。その意味では、理論もさることながら、極めて実務的な課題に説明力のある答えを出して行かなければならないテーマであるとも捉えられる。

以上

《参考文献》

- ・バートン・マルキール著『ウォール街のランダム・ウォーカー 第12版』井手正介訳
(2019年 日本経済新聞出版社)
- ・山崎元 コラム「ドルコスト平均法で起こりうる3つの弊害」(2019年 楽天証券HP)
- ・工藤清美「ドルコスト平均法の有効性の分析 ～リスクの視点から～」(2012年『ファイナンシャルプランニング研究No.12』)
- ・キース・P・アンバクシア/D・ドン・エズラ著『エクセレントな年金経営の条件』
三木隆二郎訳 (1998年 金融財政事情研究会)
- ・厚生労働省ホームページ「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて(通知)」
- ・企業年金連合会ホームページ『企業年金 受託者責任ハンドブック (改訂版)』(2018年)
- ・企業年金連合会ホームページ「用語集」
- ・年金積立金管理運用独立行政法人ホームページ「中期計画」