

# 日本個人投資家のリスク性資産への投資行動 —金融リテラシーの種類や情報源の違いはどんな影響を与えるのか？

顔菊馨<sup>a</sup> 近藤隆則<sup>b</sup> 白須洋子<sup>c</sup> 三隅隆司<sup>d</sup>

## 要約

本稿は、日本人個人投資家の資産選択・保有行動、投資成果（リターン）を得るための行動に対して、リスク回避度、金融リテラシー及び情報源が与える影響を、サーベイ調査を行い実証的に分析したものである。本研究では、個人投資家をリスク資産選択・保有行動及びリターンを得るための行動の2つの行動から分析し、導き出された結果は主として以下の3点である。第1に、資産保有行動について、リスク回避的な投資家ほど、投資信託、特にインデックス型以外の投資信託を選択しないことが観察された。第2に、資産保有行動について、計算能力等の基礎的金融リテラシーのみではなく、金融商品の内容や仕組みに関する応用的金融リテラシーが高いほど、リスク性資産を選択する傾向があることが確認された。第3に、情報源については、資産保有行動とリターンを得る行動の両方の行動において、投資信託の場合に専門家の助言が有益であることが分かった。これは、株式と比較して、投資信託にはより複雑なリスク特性を有する商品も存在するためと推測される。

個人投資家がリスク資産選択・保有の意思決定を行う段階では、基礎的な計算能力のみではなく応用的リテラシーも必要なこと、さらに個人投資家がリターンを追求する段階では、適切な専門家の助言が必要であることが明確になった。「貯蓄から資産形成へ」の流れの中で施策実行にあたり、金融リテラシーと情報源について、有用なインプリケーションを示している。

JEL 分類番号： D91, D81, G11

キーワード：個人投資家、リスク回避度、金融リテラシー、情報源

---

<sup>a</sup> 一橋大学大学院商学研究科博士後期課程 [cd142006@g.hit-u.ac.jp](mailto:cd142006@g.hit-u.ac.jp)

<sup>b</sup> 京都橘大学現代ビジネス学部 [kondo-t@tachibana-u.ac.jp](mailto:kondo-t@tachibana-u.ac.jp)

<sup>c</sup> 青山学院大学経済学部 [shirasu@cc.aoyama.ac.jp](mailto:shirasu@cc.aoyama.ac.jp)

<sup>d</sup> 一橋大学大学院経営管理研究科 [takashi.misumi@r.hit-u.ac.jp](mailto:takashi.misumi@r.hit-u.ac.jp)

## 1. はじめに

日本の家計における金融資産保有は、金融広報中央委員会(2017)によると、金融資産残高に占める約54%が現預金、保険・年金が約30%、株式が約9%、株式以外の証券が約7%であり、依然として安全資産である現預金の割合が高くなっている。リーマンショック以降の家計の金融危険資産の構成比の変化を見ると、株式の割合が6.6%から9.0%に増加、株式以外の証券は微減しているものの、そのうち投資信託は3.9%から7.0%に増加している。また、投資信託の種類別保有率をみると、リスクが比較的高い株式投資信託が最も多くなっている。さらに、投資信託の中では比較的単純なインデックス型投資信託のみならず、複雑な商品や高リスクになっている投資信託も増加傾向にある。個人投資家は、従来の安全資産のみではなく、株式や投資信託等のリスクのある金融資産へ、さらにより複雑な投資信託等へも投資も行ない始めていると言える。しかしその一方で、危険資産投資を行う際の個人投資家向け金融教育や情報発信を巡っては、様々な団体等が様々な場面で活動を行ってはいるが、この効果については不明である。また、専門家であるフィナンシャルプランナーの数は20万人を超える数になっているが、FP事務所などの独立系は7%不足であり、中立的相談体制が確立されているとは言えない。

リスク資産への投資にあたって、自身のリスクを把握し、必要な情報を入手し、分析するためのリテラシーがあることが言うまでもないことである。そこで本稿では、インターネットによるサーベイ調査を通じて、個人投資家のリスク資産への投資行動を、入り口分である資産選択行動と、出口部分である投資成果(リターン)を得るための行動の両面から分析し、これらの行動とリテラシー、情報との関係を中心に実証的に分析した。

本稿の貢献としては、従来、金融リテラシーについては基礎計算を中心とした能力のみとされてきたが、本稿では、従来の基礎的なもののみではなく、Rooij et al. (2011)による商品機能等やリスク特性に関する応用的リテラシーの影響についても調査した。また、日本で初めてサーベイ調査の形で主観的リターンデータを収集し、投資成果としてのリターンとそれを得るための投資家行動の関係を分析した。

## 2. 先行研究

金融リテラシーと個人の投資行動に関連する先行研究としては、Rooij et al. (2011)、Gaudecker and Von (2015)やKadoya et al. (2017)などがあげられる。Rooij et al. (2011)は、オランダの個人投資家を対象としたアンケート調査のデータを用いて、複利、インフレーションや貨幣錯覚などに関する知識を測る「基礎的な金融リテラシー指標」及び、分散投資、証券投資のリスクや投資信託の機能などに関する実際に投資する際において必要

とされる知識を測る「より進んだ金融リテラシー指標」を用いて分析を行っている。彼らの結果は「基礎的な金融リテラシー指標」は個人投資家の株式の保有に影響を与えていない代わりに、「より進んだ金融リテラシー指標」は個人の株式への投資に大きく寄与していることを示している。

金融機関からの助言や金融機関への依存度が、個人投資家の行動に影響しているかどうかに着目した研究としては、Bachmann and Hens (2015), Mullainathan et al. (2012), Hackethal et al. (2012)やKramer(2012)などがあげられる。

投資リターンと専門家の助言との関係に関する研究は Hackethal et al. (2012)や Gaudecker and Von (2015)がある。さらに、リスク削減と助言の関係については Kramer(2012)の研究がある。

### 3. 仮説

本稿では、日本の個人投資家のリスク回避度とリスク性資産の保有との関係、金融リテラシー指標が投資行動・リターンに与える影響、情報が投資行動に与える影響を検証するために、下記の5つの仮説を検証する。

**仮説 1** リスク回避度が低いほど、リスク性資産に投資する。

**仮説 2-1** 金融リテラシー、特に応用的金融リテラシーが高い個人投資家は、リスク性資産を保有する。

**仮説 2-2** 金融リテラシー、特に応用的金融リテラシーが高い個人投資家は、より高いリターンを獲得できる。

**仮説 3-1** 身近な非専門家の人から情報を得る個人投資家は、リスク性資産に投資しない傾向を持つとともに、損失を蒙る可能性が大きい。

**仮説 3-2** 専門家のアドバイスへのアクセスを有する個人投資家は、リスク性資産に投資する傾向を持つとともに、より高いリターンを獲得できる。

### 4. データと分析方法

本稿では、日本人の金融行動と金融リテラシー水準・心理特性を測定するため、インターネットを通じたアンケートを実施し、年齢、性別、職業、婚姻状況等の個人の属性に関する質問や居住形態等の資産状況に関する質問のほか、リスク回避度、金融リテラシー、金融知識の自己評価、情報源といった設問を設定した。インターネットでのアンケート調査は、2017年2月に実施し、5,571人から回答を収集した。本稿では、インターネットを通じたアンケート調査では通常高齢者がカバーされにくい問題を考慮し、高齢者の割合が年々増える日本社会という母集団の特徴を把握するために、高齢者標本を豊富に持つ調査

会社に委託し、年齢を 25 歳から 79 歳までの 5 歳間隔の年代で 11 分類に分けて、それぞれの年齢分類をさらに性別で分けて、合計 22 分類を得た。若年層と中高年層を万遍なくカバーするために、各分類にほぼ同数の被調査者を割り振った。また、アンケート調査票の質問内容を被調査者に伝わりやすくするために、研究メンバーでの議論及び調査会社との打ち合わせを数回行い、適切な言葉遣い及び適切なレイアウトについて推敲した。さらに、アンケート調査の精度を高めるために、金融リテラシー水準を測定する重要な質問の前に、調べたりしないような注意書きを掲載した。

インターネットアンケートにおける不良回答を除外するため、本稿における最も重要な変数の 1 つである金融リテラシー質問への回答に注目し、金融リテラシーのすべての 15 問に対して「わからない」あるいは「回答しない」と答えた回答者及び同一回答を除いた。その結果、4,587 の有効回答を得ている。さらに、上記のサンプルを用いた分析結果を確認するために、埴淵ほか(2015)に基づいた「規則的回答」を排除したサンプル、平均回答時間の下位 5%を排除したサンプル及び「規則的回答」・平均回答時間の下位 5%の両方を排除したサンプルを用いてそれぞれ分析を行う。

本稿では、リスク性資産の保有行動を分析するための被説明変数は、リスク性資産の保有経験である。リスク性資産は、さらに(1)株式、(2)インデックス型投資信託、(3)その他の投資信託の 3 つのサブサンプルに分けて分析した。また、リスク性資産に投資することで獲得したリターンを尋ねる質問項目、具体的には、2015 年 1 月初め時点（調査時点より約 2 年前）に保有していた金融商品（国債、株式、インデックス型投資信託及びその他の投資信託）の売却損益と保有損益の合計に関する質問を設定した。その答えは「プラス」、「ほぼゼロ」と「マイナス」のいずれかになる。その投資リターンが正か否かというダミー変数を被説明変数とした回帰分析を行う。

説明変数として、Roos et al. (2011)を参照したうえで作成したリスク回避度指標・金融リテラシー指標（基礎的金融リテラシー・応用的金融リテラシー）及び情報源の指標をそれぞれ入れる。それらの心理・行動変数のほか、個人属性のコントロール変数として、年齢、学歴、職業、性別、婚姻状況と世帯人数を含んでおり、金融属性のコントロール変数として不動産所有状況、金融業務経験と個人の投資経験を含んでいる。

本稿では、リスク性資産の保有に影響する要因を分析するため、ロジット回帰分析を行った。回帰分析の被説明変数は、株式の保有経験ダミー、投資信託の保有経験ダミー、インデックス型投資信託の保有経験ダミーとその他の投資信託の保有ダミーの 5 つであり、それぞれに対して分析を行う。リスク性資産の保有によるリターンを分析するために、条件付きロジスティック回帰分析及び最小二乗法回帰分析を行う。

## 5. 分析結果と結論

本稿では日本の個人投資家の投資行動について、個人投資家の資産選択行動、リターンを得るための行動に対して、3つの主要な結論を得ている。

第一に、リスク回避度は株式の保有とは異なり、投資信託、特にその他の投資信託の保有に対して重要な影響を持つことが確認された。これは、個人投資家はインデックス型以外の投資信託がより複雑でリスクな金融商品と認識していることを示唆している。

第二、金融リテラシーについては、資産保有の選択において、基礎的金融リテラシーのみではなく、さらに応用的金融リテラシーの重要性が確認された。個人投資家は、金融リテラシーが高いほど、株式及び投資信託などのリスク性資産に投資する傾向がある。金融リテラシーに対する主観的な自己評価にも同様な結果が見られる。特に、主観的な自己評価が高い投資家には、この傾向がより強く見られる。また、金融商品別にみると、株式ではなくむしろ投資信託、特にその他の投資信託の保有に対し応用的金融リテラシーが与える影響が強い。これは投資信託への投資、特にインデックス型に比べて様々なカテゴリーの金融商品が含まれているその他の投資信託に投資するには、幅広い金融知識が必要となることを示唆している。

次に、金融リテラシーと投資リターンについては、基礎的及び応用的金融リテラシー指標の両方にポジティブな影響を持つが、両者に大小関係は見られなかった。これは、リターンを獲得することとリスク性資産の保有は異なり、より高いリターンを享受するには、基礎的金融リテラシーと応用的金融リテラシーの両方をバランスよく持つことが大事であることを示している。

第三に、情報源について、資産選択においてマスメディアからのフォーマルの情報をとるか否かはほとんど影響をしていないが、家族・親戚・友人・知人の意見のようなインフォーマルな情報源は、すべてのカテゴリーの金融商品を通して一貫してネガティブな影響を持つ。ところが、専門家の助言については、株式と投資信託においては大きな違いがあり、投資信託に限ってプラスな影響を与えている。これは上述の金融リテラシーの結果と一貫しており、つまり投資信託へ投資するには幅広い知識が必要であることと一致している。

次に、投資リターンと情報源については、特定の専門家の意見を参考にする投資家は正のリターンを獲得している。これは最終的に資産形成に成功するために、専門家の適切な助言は必要不可欠であることを意味している。複雑な投資信託を保有する場合、または正のリターンを追求する時には、専門家の助言が有益である。

参考文献

- 埴淵知哉, 村中亮夫, & 安藤雅登. (2015). インターネット調査によるデータ収集の課題—不良回答, 回答時間, および地理的特性に注目した分析—. *E-journal GEO*, 10(1), 81-98.
- 近藤隆則, 白須洋子, & 三隅隆司. (2015). アンケート調査による銀行窓販利用者の特性分析: 顧客は預金類似商品としてリスク商品を購入しているのか. *金融財政事情*, 66(18), 37-41.
- Bachmann, K., & Hens, T. (2015). Investment competence and advice seeking. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 6, 27-41.
- Gaudecker, H., & Von, M. (2015). How does household portfolio diversification vary with financial literacy and financial advice?. *The Journal of Finance*, 70(2), 489-507.
- Hackethal, A., Haliassos, M., & Jappelli, T. (2012). Financial advisors: A case of babysitters?. *Journal of Banking & Finance*, 36(2), 509-524.
- Kadoya, Y., Khan, M., & Rabbani, N. (2017). Does Financial Literacy Affect Stock Market Participation?.
- Kramer, M. M. (2012). Financial advice and individual investor portfolio performance. *Financial Management*, 41(2), 395-428.
- Mullainathan, S., Noeth, M., & Schoar, A. (2012). The market for financial advice: An audit study (No. w17929). National Bureau of Economic Research.
- Rooij, M., Lusardi, A., & Alessie, R. (2011). Financial literacy and stock market participation. *Journal of Financial Economics*, 101(2), 449-472.