

令和元年6月18日現在

機関番号：12613

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2016～2018

課題番号：16K03738

研究課題名(和文) 日本人の金融資産選択 - 個人と金融機関の特性と関係性の影響 -

研究課題名(英文) Portfolio Selection of Japanese Household: Effect of Individual Characteristics and Financial Advices

研究代表者

三隅 隆司 (MISUMI, Takashi)

一橋大学・大学院経営管理研究科・教授

研究者番号：00229684

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,300,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、日本の家計を対象としたサーベイ調査によって得たデータにもとづいて、金融リテラシー(資産選択の判断の基礎となる知識やスキルに関する基礎的リテラシーおよび金融商品や制度など資産選択の意思決定に直接関連する応用的金融リテラシー)の水準や投資家が利用する情報源が、リスク資産の保有や投資リターンにどのような影響を与えるかを分析した。

本研究の発見は、(1)応用的金融リテラシーが高いほどリスク資産を多く保有する傾向があること、(2)専門家の助言を利用する家計は投資信託を保有する傾向が強いこと、(3)金融リテラシーの高さや専門家の助言の利用は、投資リターンを高める可能性があること、の三点である。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の学術的貢献は三点ある。第一に、先行研究では個別に分析されてきた、金融リテラシー、情報源および投資家の個人的特性と投資成果との関係を、新たなサーベイ調査をすることで統一的に分析したことである。第二に、日本では、データとして利用することが困難であった投資リターンを、独自のサーベイ調査を行うことにより、初めて分析の対象としたことである。第三は、株式と投資信託(インデックス型とアクティブ型)とが、同等の資産ではない可能性を指摘しえたことである。

本研究の社会的意義は、「貯蓄から資産形成」という『日本再興戦略』において提示された重要課題への対応策を考察する上で重要な知見を提示していることである。

研究成果の概要(英文)： This research considers what is the effect of financial literacy and the information sources of financial advice on the portfolio selection of households and/or investment returns, based on novel survey data collected from a sample of Japanese household.

We propose the following three findings. First, households with high financial literacy are likely to hold more risky asset. Second, households who rely on the financial experts for financial advice tend to hold mutual funds more. Third, the investment returns are high when households have high financial literacy and use advice from financial experts.

研究分野：ファイナンス

キーワード：金融リテラシー 金融アドバイス 情報源 金融資産選択 貯蓄から資産形成

## 様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19、CK - 19 (共通)

### 1. 研究開始当初の背景

少子・高齢化が進展し「人生 100 年時代」を迎えつつある日本社会において、生涯における消費・貯蓄の計画を合理的に作成・実行することがますます重要になってきている。その際、長期にわたる老後期(雇用所得がなく、それまでの貯蓄資金によって生活をしていく必要がある期間)におけるさまざまな(場合によっては予想外の)消費・支出のニーズにも対応しうるためには、若年世代から、計画的に資産形成を行うことが必要である。そして、今後も低金利が持続することが予想される現在にあっては、預貯金のみで資産運用することは必ずしも合理的ではなく、国内外の株式・投資信託に対する投資を行うことも必要である。

ポートフォリオ理論によれば、安全資産(預貯金など収益がほぼ確実に期待できる資産)とリスク資産(株式・投資信託といった価格・収益の変動がある資産)とを、資産運用者の特性(所得・資産水準や危険回避度など)に応じて組み合わせることが合理的な資産選択行動であるとされている。しかし、金融広報中央委員会による「平成 30(2018)年 家計の金融行動に関する世論調査(二人以上世帯調査)」の調査結果では、日本の家計のうち株式を保有している世帯は 19.6%、投資信託を保有している世帯は 13.0%と、リスク資産を保有していない世帯が多数存在しており、日本の家計の資産選択行動の実態は、理論とは乖離した不合理なものとなっていると考えられる。少子・高齢化の急速な進展および低成長・低金利の持続が予想される現在の日本社会において、家計の資産選択行動の実態を把握し、その合理化に向けた対策を考察することは喫緊の重要課題である。

### 2. 研究の目的

本研究の目的は、日本の家計の資産選択行動(資産構成および運用成果)に影響を与えている要因を明らかにし、合理的でバランスのとれた資産運用行動を支援するための実務的・政策的インプリケーションを得ることである。本研究の特色は、国内外の先行研究にもとづいた独自のサーベイ調査によって多様なデータを収集・分析し、日本の家計の資産選択行動に関する実態を明らかにする点にある。

日本の家計の金融資産に占める預貯金の割合の高さは何に起因するのか、それを明らかにするには、日本の個人投資家のリスク資産の選択やその投資リターンがどのような要因によって決定されるのかについての理論的、実証的な解明が不可欠である。

一般的に、個人の金融商品選択は、年齢や教育といった個人属性、所得額や金融資産額といった経済要因が主要な決定要因とされてきたが、近年の研究ではリスク回避度や自信過剰といった心理的要因にも影響されることが明らかにされている。さらに、心理的要因の中でも、「金融リテラシー」がリスク資産の保有や投資の成果にとって重要な役割を果たしていることが認識されつつある。個人投資家のリスク資産選択や投資リターンの決定要因については、様々な先行研究が存在するが、日本の個人投資家についての知見は必ずしも豊富とはいえない。

本研究では、金融リテラシーについて、海外の先行研究がその重要性を意識しているものの、日本では未だ研究の少ない以下の点に焦点を当てて分析を行った。

第一は説明変数に関して、金融リテラシーの中でも、基礎的リテラシーと応用的リテラシーのどちらが日本の個人投資家に大きな影響を持っているのか、という点である。これに関連する先行研究には Rooij et al. (2011)がある。彼らは、複利、インフレといった数学的理解力を測る「基礎的な金融リテラシー指標」と、投資信託の仕組みといった実際に投資する際に必要とされる知識水準を測る「より進んだ応用的な金融リテラシー指標」を区別して分析を行い、「基礎的リテラシー」は個人投資家の株式の保有に影響を与えていないが、「応用的リテラシー」は個人の株式投資に大きく寄与していることを示した。

(参考) Rooij, M., Lusardi, A., Alessie, R., 2011. Financial literacy and stock market participation. *Journal of Financial Economics* 101, 449-472.

従来、日本においては、金融リテラシーの重要性は指摘されてきたが、その「中身」については意識されてこなかった。日本においても Rooij et al. (2011)が示したのと同様に、応用的リテラシーと基礎的リテラシーとで、個人投資家のリスク資産保有に対する影響が異なるのであれば、金融教育のあり方について重要な示唆が得られるであろう。

説明変数に関しては、さらに、金融リテラシーと密接な関係があると思われる情報源の影響力(専門家の助言がどの程度影響力を持っているか)にも焦点を当てた。海外の先行研究では、金融リテラシーと情報源の関連、金融機関の助言などが個人投資家のリスク資産保有や投資パフォーマンスにどのように影響しているかについての研究の蓄積がみられる。それに対し、研究代表者らの知る限り、日本の個人投資家を対象に、どのような情報源が個人投資家に影響力を持っているかについて分析した研究は見当たらない。

専門家の助言が日本の個人投資家のリスク資産保有や投資成果に影響があるかを明らかにすることは、銀行や証券会社などの金融商品取引業者にどのような情報発信を求めべきか、金融商品取引業者から独立した助言者は必要かといった問いを究明するための基礎的知見を提供することになるだろう。

第二は被説明変数に関して、投資の成果(リターン)を用いたことである。日本のこれまでの研究では、データの利用可能性の問題から投資成果(投資のリターン)を被説明変数とする分析は研究代表者らの知る限り見当たらない。本研究では、アンケート回答者の投資成果についての主観的な回答(一定期間において自身の投資リターンが正だったかどうか)を用いて、金融リテ

ラシーや情報源が日本の個人投資家の投資成果にどのような影響を与えたか、分析を試みた。

### 3. 研究の方法

本研究では、(1) 金融リテラシー(金融資産選択の意思決定の基礎となる知識やスキルに関する「基礎的リテラシー」および金融商品や金融・投資の制度に関する知識に関する「応用的リテラシー」と家計の金融資産選択行動とその成果の関係)、(2) 金融アドバイスの情報源と家計の金融資産選択行動およびその成果の関係、について以下のような仮説を設定し、サーベイ調査から得られたデータにもとづき実証を行った。サーベイ調査は、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、高齢者標本を豊富にもつ調査会社に委託し、インターネットを通じて回答する方式で2017年2月に実施した。調査では、基本属性に関する質問に加えて、本研究のために独自に作成した44問の質問に対して、5,571人の回答を得た。

まず、日本の個人投資家のリスク資産保有や投資成果に対する金融リテラシーの影響を検証するために、次の仮説1-1、1-2を立てる。

【仮説1-1】基礎的な金融リテラシーよりも応用的な金融リテラシーを高めることが、個人投資家のリスク資産保有の確率を高める。

【仮説1-2】基礎的な金融リテラシーよりも応用的な金融リテラシーを高めることが、個人投資家が正の投資リターンを得る確率を高める。

次いで、情報源と金融リテラシー、情報源と投資リターンを関連付けている先行研究の結論に基づき、どのような性質の情報が日本の個人投資家のリスク資産保有や投資成果に対して影響を持っているのかを検証するために、次の仮説2-1、2-2を立てる。

【仮説2-1】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、リスク資産に投資する傾向を持つ。

【仮説2-2】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、高いリターンを得る。

本研究のデータは、インターネットを通じて独自に行ったサーベイ調査の回答にもとづいている。本調査では、年齢・性別・職業・学歴等の個人属性に関する質問や所得・居住形態および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・情報源といった多様な項目に関する設問を設定した。調査は、2017年2月に実施し、5,571人から回答を収集した。本研究では、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。

本研究では、リスク資産の保有行動を分析するための被説明変数は、リスク資産の保有経験である。リスク資産は、さらに(1)株式、(2)投資信託、(3)投資信託の内インデックス投資信託、(4)投資信託の内インデックス型以外の投資信託の4つのサブサンプルに分けて分析した。また、リスク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インデックス型以外のその他の投資信託)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。なお、リターンに関する分析では、ここ2年間リスク資産を保有したことがあり、投資リターンの該当質問項目に回答し、かつ「わからない」と答えていない回答者に限定している。

本研究では、リスク資産の保有に影響する要因を分析するため、下記の式(1)と式(3)を用いてロジットモデルを推定した。回帰分析の被説明変数は、リスク資産全体の保有ダミー、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。リスク資産の保有によるリターンを分析するために、アンケート回答者の主観的なリターンを被説明変数としており、思い違いをできるだけ防ぐために回答を単純化し、リターンが正と思うと回答した場合を1、ゼロまたは負と思うと回答した場合は0と、被説明変数を2値とした。また、世代やライフサイクルを考慮して、式(2)と式(4)を用いて年齢と性別でマッチングをした条件付ロジットモデルを推定した。

$$\text{リスク資産保有} = + \beta_1 \cdot \text{金融リテラシー} + \beta_2 \cdot \text{リスク回避度} + \beta_3 \cdot \text{コントロール変数} + \text{誤差項} \quad (1)$$

$$\text{投資リターン} = + \beta_1 \cdot \text{金融リテラシー} + \beta_2 \cdot \text{リスク回避度} + \beta_3 \cdot \text{コントロール変数} + \text{誤差項} \quad (2)$$

$$\text{リスク資産保有} = + \beta_1 \cdot \text{情報源} + \beta_2 \cdot \text{リスク回避度} + \beta_3 \cdot \text{コントロール変数} + \text{誤差項} \quad (3)$$

$$\text{投資リターン} = + \beta_1 \cdot \text{情報源} + \beta_2 \cdot \text{リスク回避度} + \beta_3 \cdot \text{コントロール変数} + \text{誤差項} \quad (4)$$

(参考) ロジット分析とは、被説明変数が連続的な値ではなく、2つの値しかとらない離散的な変数(質的変数)である場合に用いられる統計手法である。本研究の場合、式(1)と式(3)に即していえば、リスク資産ごとに、その資産を保有している場合に1、保有していない場合に0という値をとる変数を被説明変数とし、金融リテラシーやリスク回避度等を説明変数として推定した。ここで、推定された係数は、投資家がそれ

そのリスク資産を保有する確率に、それぞれの変数がどのような影響を与えるかを示すことになる。

#### 4. 研究成果

本研究における主たる結果は、以下のとおりである。

第一に、金融リテラシーとリスク資産保有との関係については、リテラシーの高さは日本の個人投資家のリスク資産保有確率を高めており、特に応用的金融リテラシーの重要性が確認された。金融教育においても実際の投資に必要な実践的知識に重点が置かれるべきかも知れない。ただし、本研究では、リスク資産の保有経験が金融リテラシーを高めるという逆因果を否定できておらず、因果関係の明確化は今後の研究課題として残された。

第二に、情報源とリスク資産保有との関係については、専門家のアドバイスが保有確率を高めるのは投資信託であって、株式に対する影響力は見いだせなかった。株式と投資信託とで専門家の助言の効果が異なった理由は、「販売チャネル」の違い（銀行窓販の有無）にある可能性もあり、金融商品取引業者の助言や営業の実態やその影響について、今後さらに分析を深めたい。

第三に、本研究が初めて試みた金融リテラシーや情報源と投資リターンとの関係については、金融リテラシーの高さや専門家の助言が投資リターンをプラスにする確率を高める関係が見出された。しかしながら、基礎的リテラシーと応用的リテラシーの効果の違いまでは抽出できなかった。

以上の分析結果は、一橋大学経営管理研究科ファイナンス研究センターのワーキングペーパー「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?」(G-2-12, 2018年10月)としてまとめるとともに、2018年に経済財務研究学会、日本金融学会、行動経済学会において報告した。さらに、査読雑誌に投稿し、2019年6月現在、再投稿論文に対する確認が行われているところである。

#### 5. 主な発表論文等

〔学会発表〕(計 3 件)

- (1) 顔菊馨, 近藤隆則, 白須洋子, 三隅隆司 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? 日本経営財務学会, 一橋大学(千代田キャンパス), 2018年
- (2) 顔菊馨, 近藤隆則, 白須洋子, 三隅隆司 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? 日本金融学会, 名古屋市立大学, 2018年
- (3) 顔菊馨, 近藤隆則, 白須洋子, 三隅隆司 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? 行動経済学会, 慶應義塾大学, 2018年

〔その他〕

ホームページ等

一橋大学経営管理研究科ファイナンス研究センター ワーキングペーパー

「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?」G-2-12, 2018年10月

[http://hcfr.cm.hit-u.ac.jp/working\\_paper.html](http://hcfr.cm.hit-u.ac.jp/working_paper.html)

#### 6. 研究組織

##### (1) 研究分担者

研究分担者氏名：白須 洋子

ローマ字氏名：SHIRASU, yoko

所属研究機関名：青山学院大学

部局名：経済学部

職名：教授

研究者番号(8桁)：80508218

研究分担者氏名：近藤 隆則

ローマ字氏名：KONDO, takanori

所属研究機関名：京都橘大学

部局名：現代ビジネス学部

職名：教授

研究者番号(8桁)：60756203

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。