



なぜ日本人は株式資産を持たないのか？

岡田 克彦

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

1. はじめに

政府の「貯蓄から投資へ」のかけ声の下、2014年からNISAをはじめ各種の非課税制度が整備されてきたが、まだその効果は十分ではないようだ。2020年に日本銀行が発表した「資金循環の日米欧比較」によると、家計の金融資産に占める現金預金の比率が2016年の51.7%から54.2%へと4年間で増加し、米国との差はますます拡大している。総務省による全国消費実態調査によると、2人以上の勤労者世帯の株式への投資比率は平均でわずか7%にすぎない。

日本銀行による量的金融緩和やETF購入などの株価対策が功を奏し、結果として2013年以降株価リターンが順調に推移してきたことに鑑みると、こうした株式市場への不参加は不思議に思える。これは、日本人の心に映る株式市場と現実の市場との間に大きな齟齬があることに起因するのかもしれない。そこで本稿では、2018年にNTTデータ経営研究所の協力を得て、関西学院大学の池田新介教授とともに15,431人に対して実施した大規模アンケート調査（NTTHID2018）の結果から、日本人の意思決定ウェイト付け関数のパラメーターを推定し、プロスペクト理論を用いてこの現象を考えてみたい。

2. プロスペクト理論で考える心理的リスク

カーネマン（Daniel Kahneman）とトベルスキー（Amos Tversky）は、クジ選択の実験を通じて、私たち人間のリスク下における選択行動には共通した三つの大きなバイアスを持つことを明らかにした。それらは「参照点依存」「損失回避」「結果に対する感応度低減」と呼ばれている。参照点依存とは、人間は個々に利得と損失の判断を行う参照点を持ち、それを基準にふるまいを決めているということ。期待効用理論が考えるように全体の富の増減をリスク回避的に判断するのではなく、参照点から利得領域においてはリスク回避的、損失領域においてはリスク愛好的判断をする。また、参照点からひとたび損失領域に入ると価値減少が急速におこることから、そうした状況を避けようと損失回避が生じる。結果に対する感応度低減とは、客観確率と心理的確率が1:1対応せず、小さい確率を高く感じたり、中程度の確率を低く感じたりする傾向があるということである。

株式投資は、一定のアウトカムが一定の確率で発生するクジ（＝プロスペクト）の選択とみなすことができる。したがって、投資家が現実の市場で行う様々な意思決定のいくつかは、クジの選択行動を説明するプロスペクト理論で解釈できるはずだ。私たちが株式投資において参照点依存や損