

## 解題

証券アナリストジャーナル編集委員会  
第四小委員会委員 本多俊毅

今月号の特集テーマ「個人投資家の資産形成行動とその背景」を考えたきっかけは、近年この分野での学術的な実証分析が本格化してきていることであった。個人投資家の行動を分析しようとしたとき、投資行動に関するデータと、個人投資家の特徴を表すデータの両方が容易に入手できないことが大きな障害となる。例えば、30歳代の男性がどのような株式を保有しているのか、そしてどのような理由でその株式を購入したのかを知りたいと思ったとしよう。しかし、30歳代の男性がどのような金融資産を保有しているのかというデータは、金融機関の顧客データとして存在するだろうが当然外部に公開されることはない。仮に、そのようなデータが部分的に入手できたとしても、その購入の動機は年齢や性別だけではなく、所得、職業、家族構成、居住地域、住宅保有の有無など、様々な要因によって左右されていると思われる。そういった細かい情報は容易に入手できるものではない。

その一方で、個人投資家の投資行動、長期の安定的な資産形成は、少子高齢化の問題を抱える多くの国々で重要な問題と認識されており、データの制約に苦勞しながらも、米国などの先進国で研究が進展してきた。日本の個人投資家についても、大規模なアンケート調査やデータベースなどを用

いた研究が近年、本格化してきた。少子高齢化と低金利による運用難に苦しむ日本において、これらの研究成果から得られる知見は今後の政策決定にも有益であろうし、1,800兆円を超える家計の金融資産が重要なビジネスチャンスにつながると考えている金融実務家にとっても興味深いものとなるだろう。そこで、これらの学術研究の進展を紹介しながら、個人投資家の投資行動について論じていけば、証券アナリストジャーナルの読者にとって興味深い特集になるだろうというのが当初の目論見であった。そして、金融審議会市場ワーキング・グループでもこうした話題が議論されていたため、そこでの議論の様子を紹介することで今後の金融行政の方向性についても検討することができるだろうと考えていた。ところが、この構想に従って特集の内容を検討していたところ、2019年6月初旬に金融審議会市場ワーキング・グループ報告書(案)「高齢社会における資産形成・管理」が公表され、いわゆる「老後資金2000万円問題」が政治問題化し、マスコミをにぎわすこととなってしまった。政治問題化した「老後資金2000万円問題」を特集テーマとして取り上げようとすると論点が絞りにくく、金融審議会市場ワーキング・グループでの議論を紹介することで個人投資家をめぐる資産運用の今後の制度設計につ

いて検討できるだろうという当初の思惑通りには進められなくなった。

そこで、本特集の問題意識をやや幅広く設定することに、なぜ日本の個人投資家は株式などのリスク性金融資産に投資をしないのか、という単純な質問を出発点として、特集テーマを再検討した。金融業界にお勤めの方でなくとも、「貯蓄から投資へ」という掛け声は何度も耳にしてきたことだろう。それにもかかわらず、日本の個人投資家の間では元本保証のある安全な資産が強く選ばれ、リスク性資産への投資はなかなか進んでいない。ゼロ金利という状況が長く続いても、貯蓄から投資へという動きはなかなか本格化しない。いったいなぜ、リスク性金融資産への投資は進まないのだろうか。単純な問いかけではあるが、様々な要因が絡み合った結果であり、単純に一つの明確な原因を突き止めることは難しい。しかし、そうであったとしても、現時点で考えられる理由を探っておくことには意味があるだろう。今回の特集では以下の4本の論考を通じて、この問題について検討していきたい。

一つ目は、**高山論文「老後生活の設計と公的年金の役割」**である。高山論文では、まず公的年金の現状と将来像がまとめられ、2000万円問題の発端となった金融庁によるレポート「高齢社会における資産形成・管理」の内容が再検討されている。老後資金に2,000万円が必要という部分が強調されて報道された原因として、高齢夫婦無職世帯の平均的な姿が「毎月の赤字額は約5万円」であるから「30年で約2,000万円の（貯蓄）取崩しが必要になる」と結論づけてしまったことを指摘している。一般に平均値は、一部の極端な数値によって大きな影響がでる。消費支出が月額23万5,000円という平均値は、おそらく一部の富裕層

による大きな支出額によって引き上げられた数値であり、ごく一般的な高齢者世帯の消費水準からするとかなり高い消費水準になっているという見解が述べられ、マネープランの作成の前にまずライフプランの設計が重要であり、年金や老後に関する「バランスのとれた情報を可能なかぎり多くの人に分かりやすく伝える努力」を求めている。

中央値の意味で一般的な勤労世代の労働者にとって、現在の社会保険料の水準は非常に大きな負担と受け止められているのではないか。マスコミ報道を見て、多くの国民は「これだけの社会保険料を毎月負担しているのに、更に2,000万円の貯蓄を目指して生活を切り詰めていかなければならないのか。やっぱり100年安心とっていた公的年金制度は信頼ならない」と感じたのではないか。この「やっぱり」の部分で公的年金制度が維持できないという議論に飛躍してしまっているのは事実であるが、こういった不信感が生じてしまう本質的な原因は、社会保険料の負担感と、実際に将来もらえる年金給付との関係性が明確に把握できていないことではないか。実際にいくら年金がもらえるのかという的確な情報が若い年代から得られないと、どれくらいリスク性資産を購入して老後生活に備えるべきか、考えることは難しいのではないか。

二つ目は、**祝迫・小野論文「家計の資産形成行動に居住用不動産が及ぼす影響」**である。リスク性金融資産に投資をしない理由として、住宅購入によって株式投資などを行う余裕はなくなってしまうという議論がある。住宅ローンを抱える世代にとって、直感的には非常に説得力のある議論である。祝迫・小野論文では、この仮説を支持することができるかどうかを理論と実証の両面で検証した先行研究を紹介している。分析結果によると、

「家計の保有する居住用不動産が、非流動的な資産の増加や住宅価格リスクの増加を通じて株式保有を抑制するとの仮説は日本では支持されない」と結論づけられている。

居住用不動産を購入することでリスク性資産の購入が抑制されるというのは直感的には明らかであるように感じるが、実証的に検証しようとするとき必ずしも自明のことではない。論文では、実証研究において生じる様々な問題が議論されている。例えば、品質などが全く等しい住宅を保有していたとしても、購入時点の違いによる地価の違い、また地域の違いによる購入後の地価の変化の違いによって影響が異なる。不動産保有によるリスク性資産への影響が確認できなかったという主要な結果はもちろんであるが、個人投資家の投資行動に関する様々な理論や実証分析手法が紹介されており、多くの読者にとって有益な情報が数多く含まれているだろう。

三つ目は、藤木論文「**個人投資家の金融知識と資産形成**」である。株式などのリスク性金融資産への投資が少ない理由として、投資家が持つ金融に関する知識の不足という要因が考えられる。実際に、先行研究によると「金融知識の高い個人投資家の方が危険資産を保有する傾向がある」ことが確認されているが、藤木論文では「金融知識があるから危険資産を購入したのではなく、危険資産を購入したいから金融知識を得たのかもしれない」という問題意識から議論が展開される。金融知識と投資行動についての先行研究が紹介された後で、金融知識を獲得したチャネルについて分析した文献が紹介され、金融資産の選択に関する金融教育の重要性を指摘している。

知識が不足しているからリスク性金融資産を購入しないのであれば、金融教育が重要であるとい

うことになる。しかし、それではいったいどのような金融知識を教育すればよいのかと言われると、必ずしも容易に答えられる問題ではない。金融知識の低い個人に対して金融専門家が教育や助言を行うのが有効であるというのは、一般的に言えば正しい。しかし、金融専門家はボランティアで助言を行うわけではない。投資家の利益を保護するためには金融専門家の動機に対する理解が高まるような金融教育を行うべきという論文中での指摘は、様々な示唆を与えてくれる。

四つ目は、三森論文「**フィンマックの活動と紛争事例等について**」である。リスク性金融資産への投資が少ない理由として、投資をしてだまされたから、もしくはだまされたという話を聞いたからという直接的原因も考え得る。この論文では、証券・金融商品あっせん相談センターの活動を通じて、金融商品取引の利用者からどのような相談、苦情、紛争があったのかを解説していただいた。活動の概略、及び相談、苦情、紛争の件数などの特徴について説明していただいた後、多量の紛争が発生した二つの事例について解説が行われている。二つの事例とは、2008年以降の急激な円高進行によって通貨オプションで損失が発生した事例、及び18年2月に東証上場ETN信託受益証券「NEXT NOTES S&P500 VIXインバースETN」について早期償還条項が適用され損失が発生した事例である。これらの事例では、発生し得る損失の性質と大きさ、解約金、早期償還条項など、いわば最悪ケースシナリオにおいて発生する状況が商品販売時に十分に説明されていなかった。

論文で取り上げられた二つの事例はあくまでも極端な事例ではあるかもしれないが、解約金や早期償還条項という契約条項は決して特殊なものではない。藤木論文での指摘と重なるが、金融専門

家として商品販売にあたる営業職員の動機について、個人投資家が理解することが大切であろう。二つの事例は複雑な金融商品を扱ってはいるものの、決して例外的な商品というわけではなく、同様な金融商品は数多く存在するのではないかと。基本的なことであるが、個人投資家が安心して金融商品を購入できる環境が整わなければ、リスク性金融資産への投資を見送る投資家は減らないであろう。

以上のように、この特集では四つの異なる視点から、日本の個人投資家によるリスク性金融資産への投資について検討した。祝迫・小野論文で実証分析の方法について紹介していただいたが、個人投資家の投資行動について厳密な分析を行うことは簡単ではない。しかしながら、少子高齢化が進む日本において個人の資産形成の重要性が増していることは間違いのない事実であり、引き続き議論を深めていくべき問題である。本特集が議論のためのよい出発点になれば幸いである。