

## 解題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第二小委員会委員 大庭昭彦 CMA

この数年の間にNISAやiDeCoなど、個人の長期的な資産形成を税制優遇の形で後押しする仕組みが整いつつある。仕組みが整う一方で、日本の個人はこうした長期の、おそらくは数十年に亘る投資期間を前提とした資産運用には慣れていない。結果として、必ずしも経済学的に合理的な行動が取れてはいないといわれる。そうであるとすれば、投資教育やサービスの提供の現場では、個人の適切な行動のために何をすべきなのか、まじめに検討していくことが必要だ。その際、個人の資産形成先進国の米国ではどのようにしてきたのか見習うべき点は多々あると思われる。今回の特集テーマ「個人とリスク資産投資の今」では、実際の個人の行動のデータやアンケートに基づく分析、米国の対応の最新状況、日本の投資家に対する新しいアドバイス手法の試みなどについて取り上げた。

新谷論文「個人と機関投資家の株式銘柄選択の違い」は公開データを丁寧に組み合わせることで推定した11年間に亘る日本の個人投資家の株式ポートフォリオの中身を、市場平均や機関投資家のポートフォリオと比較している。主な成果を3点にまとめてみよう。

①平均的な個人は機関投資家に比較して悪い投

資成果となっている。特に金融危機のデータを除いた通常時では、平均して年率1.25%もの差が生じている。

②個人が好む業種は、航空会社や鉄道・電力など個人がダイレクトに利用するサービスを提供している、いわば個人が親しみのある業種であった。また年間で保有を増やしやすいのには配当利回りの高い株式だった。これらは、米国の個人などにみられるホームアセットバイアスや配当バイアスと整合的である。

③個人のポートフォリオの特性をファクターで見ると、ローベータ・小型・低ROEに偏っている。これは機関投資家がハイベータ・大型・高ROEの企業を好むことと対照的である。また、個人はアンシステムティックリスク（個別残差リスク）の大きな銘柄を好んでいる。これも、「個人が余分なリスクを取ることを好む」という米国の結果と整合的である。

「個人の株式ポートフォリオは業種やファクターの観点で偏っており、総合的には改善の余地がある」ということを示唆している貴重な結果であるといえる。

大竹・明坂論文「日本の個人資産運用と行動経

「経済学的特性」は、大阪大学による『くらしの好みと満足度についてのアンケート』の3年間に亘るデータを、行動経済学的観点からまとめたものである。特に金融知識の影響や、更には金融知識についての自信の高さの影響などについて興味深い次のような結果を示している。

- ①女性よりも男性、学歴は高い方が正しい金融知識を持っている。金融知識があるほどリスク資産比率と金融資産額が大きい。
- ②金融知識についての自信が高いこと自体がリスク資産比率と金融資産額を増やす。
- ③目先の利益を求める心（時間割引率の高さ）（注1）は、リスク資産比率には影響しないが、長期投資の成果でもある金融資産額には悪影響がある。

②と③を比べてみると、同じ行動経済学的なバイアスの中にも、うまく付き合っただけで結果的に合理的な行動につながるものと、コントロールしなければ問題があるものが混在していることが分かる。金融知識、金融リテラシーについての実証（エビデンス）としては、例えば日銀の2016年6月の「金融リテラシー調査」でも、この大阪大学の調査の結果の一部と整合的な結果が得られている。

野村論文「米国のリタイアメント・インカム確保策をめぐる動向—401(k)プランを通じた資産形成から引退後の資産管理へ—」は、個人のリスク資産投資の先進国といえる米国で、個人が退職後に必要とする収入（リタイアメント・インカム）を準備するための制度の進化についてまとめている。野村氏はリタイアメント・インカム確保の手

段として中心となる確定拠出年金プランについて、キーワードは「自動化」と「個別化」であるとしている。「自動化」とは、行動ファイナンスの理論と米国でのエビデンスに基づく、分散投資の自動化である。米国でも個人は平均的には非合理で、自然にまかせても合理的な分散投資をすることが難しかった。そこで、個人が結果的に合理的な行動ができるように、自動的なDCへの加入や、ターゲット・デット・ファンドなどの投資信託が半自動で購入されるような仕組みが設計された。「個別化」とは、一人一人の事情の投資計画への反映である。人は目的があいまいなままでは目先の誘惑に負けずに投資の努力を継続することが難しいが、「個別化」によって自分だけのゴールがイメージできていると投資を継続しやすい（注2）。「個別化」を実行するための有望な施策がマネージド・アカウントの活用だということである。マネージド・アカウントではサービス提供者がDC内の運用商品ラインアップを用いて、加入者ごとの個別の投資計画を作成・実行する。

最後に野村氏は米国でも現在進行で対応が進んでいる、引退後の方への金融サービスについて記述する。引退後の個人にとって重要なリスクの一つは長寿リスクである。長寿リスクへの対応にはアニュイティ（終身年金）を中心とした合理的な商品群があるが、米国でもあまり積極的には使われていない。これは、早期に死亡する確率を実際よりも高く見積もったり、そのときの損失を過大に感じるという行動バイアスによるとされる。こうした商品群の合理的な有効活用のために、行動ファイナンスという「フレーミング」の利用や、マネージド・アカウントの機能拡大などが期待さ

（注1） スタンフォード大学で行われた有名な“マシュマロテスト”の実験で知られる。4歳の時に目の前のお菓子（マシュマロ）を食べるのを我慢できるかどうかは、その後の人生の成功に影響した。

（注2） 大庭「我が国の資産運用の質的向上に向けて」（『月刊資本市場』16年10月）参照。

れているようだ。また高齢層に特有の医学・心理学の成果を金融サービスに取り込む動きは「金融ジェロントロジー」として米国でも大きなテーマになりつつあるとしている。

野尻論文「退職後資産準備の考え方―「額」から「率」へのシフトで資産形成促進の第一歩に―」は、日本の個人に対するアンケート結果や公的な数字を用いて、具体的な退職前後の行動へのアイデアを示している。まず論文の前半では2010～16年に亘って、広範囲の年齢・年取層の会社員に対してフィデリティ退職・投資教育研究所が行った「サラリーマン1万人アンケート調査」を使い、平均的には個人の退職準備額がかなり増加していて状況の改善がみられることを示した。その一方で、退職準備ができていない人とできていない人の格差は広がっていた。年取レベルを調整した年取倍率でみても、投資を行っている層と行っていない層では退職準備に大きな開きがあり、40～50代で拡大する。「退職準備が進んでいる人は投資を行っている」ということだ。「投資は危ない」という“ストーリー”はテレビや雑誌のメディアで注目されやすいのでよく見かけるが、実際のデータで平均を取ると、投資をしていないことの方が危険だといえるかもしれない。

論文の後半は「率」による検討の勧めである。例えば、退職時点で必要な金額のアンケートの回答の平均である3,000万円前後という数字は、大半の人にはピンとこない。平均と遠く離れている人が大部分で、しかも若い世代からみれば遠い先の現実感のない話だからである。野尻氏は金額ではなく、退職直前年取の何%が退職後の年間生活費として必要かで測る「目標代替率」で議論することを提案している。例えば、実際の行動をもとに平均目標代替率を「68%」とすると、この数

字はいろいろな年取レベルの人が実感を持って参考にすることができる。約7割という数字は、別途行ったアンケートの回答とも合っているとのことである。野尻論文でいう「個別化」と対応する話だが、イメージできることが個人の行動を促すのに重要だということは、行動ファイナンスの分野で大きなテーマとなっていて、16年に翻訳された米国マネーマネジメント協会のテキスト「ゴールベース資産管理入門」（日本経済新聞出版社）でも繰り返し述べられている。もう一つの興味深いアイデアは「逆算の資産準備」である。これは95歳までに全ての資金を使い切ることをスタートとして、年金と目標代替率の数字を前提としていくら追加的に用意すべきか、またそこでどのくらい運用しなければならないかを逆に計算していくというのである。野尻氏の示している平均的なモデルケースで、現実的な数字で現役世代からの資産形成と退職後資金準備が可能であることが計算できる。逆に、「投資をしないならば退職後資金準備は不足する」ことが改めて確認できる。

さて、個人が投資をしてみようかと考えるときに、よりどころとなるのは金融機関以外にも親・配偶者・子供などの家族の意見、仕事や趣味の知人の話、投資情報誌・テレビ・インターネットの情報などたくさんある。質も量もバラバラである。こうした状況で普通の人の心理にまず起こるのは「多すぎて選べない」という選択麻痺と現状維持である。人は多すぎる情報のもとでは判断を先送りにする。逆に一見して分かりやすい説明に飛びつきたくなる気持ちも起こる。前者の心理バイアスは野尻論文でいう、投資できない層を生む。この層は投資の決断を引き延ばすうちに退職を迎え、十分な退職準備ができなくなっていた。後者のバイアスは新谷論文でいう、企業成長の期待と

は無関係な基準で株式を選択する行動を促す。この層はリスク資産には投資しているものの、適切な業種分散やファクター選択ができていないと思われる。そのために機関投資家よりも低いパフォーマンスしか得られていなかった。もちろん、個人の中には間違いを犯さず、長期分散投資を自分で実行できている人もいる。そうした合理的な人にとっては、普通の人が間違えるのは不思議で仕方がなく思えるだろう。ただ、大多数の平均的な個人は助けなしには適切な行動が取れない。これは日本でも米国でも、実際のデータで示されている。

大竹・明坂論文を参考にすれば、この不幸な状況の是正にはまず個人に金融リテラシーを備えてもらい、自信を持ってもらうことが重要である。つまり、金融知識があることや、その知識に自信を持っていることは前述のバイアスの悪影響を緩和し、投資への参加比率を高めて金融資産額を増大させるので、社会全体の効用でみても金融教育

を進めていくことが重要だということだ。教育には時間がかかること、その効果が将来に亘って継続することを考えれば、すぐには投資の知識が必要のない若い世代に対しても（対してこそ）教育すべきだといえる。また野村論文によれば、この教育の努力に並行して「自動化」と「個別化」をキーワードとした、公的な制度設計や金融機関のサービス・ラインアップの充実が期待される。

こうした全ての努力が実を結ぶためのキーとなるのが成功体験の共有だろう。人は親や先輩・友人の成功を見て学習する。また、過去に自分がうまくいったことは繰り返したくなる。野尻論文に見るように、投資をしている人は相対的に退職資金準備に成功していた。長期分散投資の成功体験を多くの人が共有していくことが、日本の個人の資産運用の質的向上につながっていくと思われる。