

# 金融に対するリテラシーと信頼の重要性： 「貯蓄から資産形成へ」の達成に向けて

一橋大学大学院商学研究科・教授 三隅隆司

## 日本の家計における証券投資行動の現状

家計の金融資産を、低リスク・低リターン  
の預貯金中心から株式・投資信託等の高リターン・  
高リスク資産も含むポートフォリオ構成に転換  
することは、日本の金融業界にとって長年にわた  
る関心事項であり続けている。

議論の出発点として、日本の家計における証  
券投資行動の現状を整理しよう。

金融庁の『平成27事務年度金融レポート』に  
よると、日本の家計が持つ金融資産における株  
式・投資信託の比率（年金・保険等を通じた間  
接保有を含む）は18.8%であり、米国の45.4%  
を大きく下回る。また、日本証券業協会が行  
った平成27年度『証券投資に関する全国調査』  
（以下、『全国調査』）によると、株式・投資信  
託等の危険資産を保有している家計は1割程度  
であり、米国の家計における24%（Panel Study  
of Income Dynamics、2009年）に比べてか  
なり低い。これらのデータからは、日本の家計  
における証券投資行動の特徴として、(1) 危険  
資産の保有を行っていない家計が非常に多いこ  
と、(2) 危険資産を有する家計にあってもその  
保有比率はかなり低いこと、の2点が指摘でき  
る。過去20年近くわたって、「貯蓄から投資へ」  
のスローガンのもと、金融当局および金融業界  
が一丸となって株式・投資信託への投資促進を  
すすめてきたにもかかわらず、である。

以下では、日本の家計の証券投資行動にお  
ける上記2つの特徴の原因および転換の方策につ  
いて考察してみたい。

## なぜ危険資産投資をしないのか

### (1) 危険資産投資を回避するのはなぜか

株式・投資信託等の危険資産をまったく保有  
していない家計が多いことは、日本のみならず、  
世界各国で指摘されてきた。この現象は、標準  
的なポートフォリオ理論(期待効用原理と平均・  
分散分析をその主要な構成要素とする)では説

明が困難なため、株式市場参加パズル(stock  
market participation puzzle)とよばれ、1990  
年代半ば以降、その理由をめぐってさまざまな  
要因が提示されてきた。

そのような中、近年着目されている要因が、  
人間がもつ「曖昧さを回避したいという傾向」  
(ambiguity aversion) の影響である。危険資  
産のリターンの確率分布を特定できず、期待リ  
ターンに対して複数のシナリオを有するという  
意味で「曖昧さ」が存在する状況では、投資家  
は最悪のシナリオにおいても獲得できる効用を  
最大化する意思決定を行うことが考えられる。  
このとき、投資家が想定する最悪のシナリオと  
現実のシナリオの乖離（これを「曖昧さ」と考  
える）が大きいほど、投資家は悲観的・保守的  
な行動を取り、「曖昧さ」がもたらすさまざまな  
影響を最小限に抑えようとするであろう。そし  
て、「曖昧さ」が十分に大きい場合、投資家は危  
険資産をまったく保有しなくなると考えられる。

では、日本の家計は危険資産保有に「曖昧さ」  
の存在を認識し、それを「回避する傾向」があ  
るのだろうか。先に挙げた『全国調査』によれば、  
日本の家計が株式や投資信託を保有したことが  
ない理由として「十分な知識をまだ持っていない  
と思ったから」、「ギャンブルのようなものだ  
と思ったから」という回答が20パーセント程度  
にのぼっている（理由を回答した者は全体の5  
割程度にとどまるため、回答者の4割にあたる。  
以下同じ）。このことは、少なからぬ家計が、危  
険資産の特性について正確な情報・知識を有し  
ておらず、あいまいなイメージを持ったまま投  
資を行っており、そのため危険資産の保有を回  
避しているという可能性を示唆しているように  
思われる。「曖昧さ回避」は、日本の家計によ  
る危険資産回避という証券投資行動を説明する  
要因と考えてよいのではないだろうか。

### (2) 危険資産保有比率が低いのはなぜか

危険資産の保有比率が低い理由として標準的  
ポートフォリオ理論の枠組みから考えられるこ  
とは、リスク負担にともなう主観的成本(不効  
用)が高いことである。1つの可能性としては、

危険回避度の高さが上げられるが、先行研究では日米の投資家の間に危険回避度に大きな相違が見られないことが指摘されており、それは説得的な理由とはならない。

そこで、もう一つの可能性として近年注目されていることが、金融事業者に寄せる投資家の信頼の影響である。不確実性のある環境で意思決定をすることに不安を感じる状況においては、より信頼できる他人へ相談し、そこからアドバイスを受けることによって不安が軽減される。資産運用の文脈でいえば、価格変動のリスクに不安を持っている投資家も、信頼できる金融機関からのアドバイスがあれば、リスク増大にともなう主観的負担感（不効用）が低くなり、リスク負担を受け入れる心理的余裕が生まれ、危険資産への投資に踏み切ることができると考えられる。そして、金融事業者への信頼が強い（弱い）ほど、危険資産の保有割合が大きく（小さく）になると言える。

では、日本の家計は、危険資産保有のリスクにともなう主観的負担感が高いとみなして良いのだろうか。『全国調査』では、株式や投資信託に対する不満として、「金融機関からの情報提供が十分ではなかった」や「金融機関からの連絡に振り回された」という回答が15%程度あった。また、回答者の2%とほんの少数ではあるものの「金融機関の担当者が信用できない」という回答もあった。このことは、家計が金融事業者に対して必ずしも高い信頼を置いていない可能性があることを示唆していると考えられる。日本の家計が金融事業者に寄せる信頼が高くないことが、その資産構成に占める危険資産の割合が高くない理由とみなすことは可能である。

## 「貯蓄から資産形成へ」の実現のために

これまで、日本の家計の証券投資行動には、危険資産をまったく有していない家計が存在すること、そして、危険資産を有している場合でもその割合は低いことを指摘し、このような投資行動の理由として、日本の投資家による「曖昧さ回避」の傾向と金融事業者への信頼の低さが指摘しうることを説明した。考察の最後に、日本の家計の証券投資行動を安全資産重視のものから、危険資産を含むバランスのとれたものにするために可能な方策について考えてみたい。

### (1) 金融リテラシーの向上

投資家が、さまざまな資産の特性（期待リターンおよびリターンの分散）に関して曖昧さを感じ

るのは、金融資産に関する知識の量およびそれにもとづく自身の判断の質に自信を持つことができないからである。それゆえ、金融に関する知識およびそれにもとづく判断に対する自信の獲得をうながすことによって、日本の家計による危険資産保有を促進することができると考えられる。

そのために有効な対策は、金融リテラシーの向上に向けた金融教育のいっそうの推進である。残念ながら、日本の家計における金融リテラシーの現状は、必ずしも十分なレベルにあるとはいえない。2016年に日本銀行が行った『金融リテラシー調査』によると、日本の回答者の金融知識（正答率）は、米国に比べて低いことが示されている。また、『全国調査』でも、学校、職場や家庭において証券投資に関する教育を受けた経験がないとの回答が8割を超えている。年代・環境に応じて、あらゆる場で金融・投資に関する教育を体系的に行い、金融リテラシーの向上に取り組むことは我が国金融業界の喫緊の課題である。

### (2) フィデューシャリー・デューティーの実践

金融事業者に対する投資家の信頼の確立に対しては、金融事業者が顧客の利益にもとづいたアドバイス提供や商品販売の推奨を行うとの原則（フィデューシャリー・デューティー）の厳格な実施が重要である。

金融事業者が、手数料収入を目的とした短期的行動ではなく、顧客の長期的資産形成に資する活動を行うことが正しく認識されれば、より多くの家計が金融機関および金融システムを信頼し、金融市場に参加するであろう。そして、その結果として得られる家計の「投資の成功体験」が、家計による金融事業者へのより高い信頼の確立と危険資産投資のいっそうの促進につながり、我が国金融市場の健全な成長が確かなものとなると考えられる。

少子・高齢化が進み、リタイア後の生計を公的な社会保障制度のみに期待することが必ずしもできない現状においては、自律的・積極的な資産形成は、日本の家計にとって大変重要なことである。また、家計の直接金融等への参加は、金融市場の健全な発展にとっても必要なことである。

日本経済の健全な発展と日本国民の幸福のためにも、金融リテラシーの向上に向けた金融教育の推進とフィデューシャリー・デューティーの実践は、金融業界が官民挙げて取り組むべき喫緊の課題である。