

個人投資家の金融リテラシーと サステナブルファイナンス

神戸大学経済経営研究所 教授 家森信善

個人投資家とサステナブルファイナンス

サステナブルファイナンスの議論では、国連の責任投資原則（PRI）の署名やスチュワードシップコードのように機関投資家に焦点が当たってきた。しかし、最近の異常気象を体感して、個人の間でも地球環境への取り組みが必要だとの認識が高まってきている。

機関投資家には、企業の脱炭素化の取り組みを正しく評価して、不十分な場合には改善を促したり、必要な場合には株主総会で経営陣に対して反対投票を行ったりすることが期待されている。同様に、環境意識を持つ個人投資家もその投資行動によって、企業に脱炭素化の取り組みを促すことが期待されるようになってきた。

更に言えば、機関投資家には受託者責任があることから、最終的な資金の出し手である個人が脱炭素化に対して明確な意識を持っていることは、機関投資家の行動を左右すると言える。

ところで、金融庁は『資産運用業高度化プロセスレポート（2022年）』で「ESG関連公募投資信託を巡る状況」を議論し、2023年3月に「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」を改正して、ESG考慮に関する留意事項を新設するに至っている。これは投資家の環境・社会・ガバナンス（ESG）への関心を悪用して、運用実態が見合っていないのにESGを掲げて投資家を集めるファンドが存在するという問題意識を当局が持っているためである。

機関投資家と違って、個人投資家が詳細に目論見書を読むとは限らず、投資信託の名称から投資信託の内容を類推するが多い。後に紹介する研究でも同様の傾向を示しており、十分な分析能力を持たない個人投資家が、サステナブルファイナンスに関して重要な役割

を持つ時代において、ファンドの名称に対する規制は必要であろう。

個人投資家のサステナブルファイナンス投資の認知と実態

日本証券業協会の「個人投資家の証券投資に関する意識調査（2022年）」（回答者5,000人）では、個人投資家のサステナブルファイナンスについての投資状況が調査されている。

持続可能な開発目標（SDGs）に資するSDGs債の保有状況は2020年から調査されているが、保有比率は0.3%（2020年）、0.7%（2021年）、0.7%（2022年）と、ほとんど保有されていない状況が続いている。「保有していないが、今後、購入してみたい」が24.4%、32.6%、28.1%と一定程度存在する一方、「保有していないし、今後も購入する予定はない」（以下、無関心者と呼ぶ）が75.2%、66.7%、71.2%であった。無関心者の比率は依然として高いことがわかる。

他方で、SDGs債の認知は改善しつつある。実際、「SDGs債について、どの程度ご存知ですか」という質問に対して、「既に知っていた」が5.9%（2020年）、9.7%（2021年）、9.1%（2022年）となっている。「やや曖昧なところもあるが、概ね知っていた」が12.6%、24.1%、25.6%、「名前は聞いたことがあるが、内容は知らなかった」が19.4%、27.1%、28.6%で、2021年に認知度が上がっていることがわかる。したがって、「名前も聞いたことがなかった」は62.1%、39.1%、36.7%であり、2021年に大きく減っている。

また、同調査では、2021年からESG投資の認知度についても調査している。「内容を知っており、ESG関連金融商品に投資したことがある」は3.8%（2021年）、3.6%（2022年）であった。「内容を知っており、かつ興味もあるが、ESG投資を行ったことはない」が



15.2%、13.9%、「内容は知っているが、特に興味はない」が12.7%、14.4%、「ESG投資という手法があることは知っているが、内容まではよく知らない」が16.7%、17.2%、「知らない（聞いたこともない）」が51.6%、50.9%であった。

筆者は、日本証券業協会から同調査の個票を入手できた。そこで、同調査では金融リテラシーについて3つの正誤問題（①平均以上の高いリターンがある投資には、平均以上の高いリスクがある、②1社の株式を買うことは、通常、株式投資信託（複数の株式に投資する金融商品）を買うよりも安全な投資である、③金利が上がったら、通常、債券価格は下がる）を問うていることを利用して、SDGs債やESG投資に対する回答別に金融リテラシーの高さ（3問の正答数）を調べてみることにした（以下、2022年の調査に基づく結果）。

まず、SDGs 債の認知に関して、「既知にしていた」という人が2.37点、「やや曖昧なところもあるが、概ね知っていた」人が2.26点、「名前は聞いたことがあるが、内容は知らなかった」が2.14点、「名前も聞いたことがなかった」が1.99点であった。金融リテラシーの正誤問題は一般的な金融問題であるが、金融リテラシーが高い人ほど、SDGs債の認知度も高いことが確認できる。

一方で、興味深いのは投資を行っているかどうかは金融リテラシーとは関係がないことである。すなわち、SDGs債を「保有している」人の点数が2.18点、「保有していないが、今後、購入してみたい」が2.18点で、「保有していないし、今後も購入する予定はない」（無関心者）が2.12点で若干低いけれどもそれほど大きな差ではない。金融リテラシーが高い人はSDGs債のことをよく知っている傾向があるが、SDGs債を実際に保有しているとは限らないのである。

ESG投資についても同様で、知らない人は金融リテラシーが低いものの、知っている人の中では実際にESG投資をしている人の金融リテラシーが高いわけではない。具体的には、「内容を知っており、ESG関連金融商品に投資したことがある」人の点数は2.21点、「内容を知っており、かつ興味もあるが、ESG投資を行ったことはない」が2.34点、「内容は知っているが、特に興味はない」が2.38点、「ESG投資という手法があることは知っているが、内容まではよく知らない」が2.25点、「知らない（聞いたこ

ともない）」が1.97点であった。

金融リテラシー研究からのサステナブルファイナンスへのアプローチ

金融リテラシー研究は非常に盛んになってきたが、意外にも、サステナブルファイナンスとの関連性を分析した研究はほとんど見当たらない。その中で、Anderson and Robinson (2022)は先駆的な研究であるといえる¹。ここでは、彼らの研究を紹介することで、今後の金融リテラシー研究におけるサステナブルファイナンスへのアプローチの端緒を得たい²。

彼らの基本的な問いは、do green households make green financial decisions?（グリーンに配慮する家計は、グリーンな金融面における決断をするか）というものであった。この問いに実証的に答えるには、まずどの家計がどの程度グリーン選好があるのかを測定する必要がある。その測定のために、スウェーデンの家計に対するアンケート調査を実施している。

たとえば、「私にとって、きれいな地球は経済的なウエルフェアよりも重要だ」という文への同意の強さを質問している。また、「環境的にサステナブルな投資が長期で高いリターンを生み出す」という文への同意の強さを質問している。このような質問から、家計がESG投資をする場合であっても、ESG-aware（ESGを気にする）とESG-motivated（いわば何があってもESG投資という姿勢）に分けた分析も可能となっている。また、家計向けサーベイでは、金融リテラシーに関するテストと環境リテラシーに関するテストも行っており、回答家計のリテラシーの状況も把握している。

スウェーデンでは、家計の株式保有の状況などを当局が把握しており、各家計がどのようなグリーン投資を行っているのかが正確に把握できる。そこで、上記のアンケート結果と当局の持つ家計の金融資産データとを結びつけることで、たとえば、グリーンに対して高い価値を置く回答者がどのような企業の株を持っているかが正確に把握できるのである。

このようなデータセッティングの下で、彼らは次のような結果を得ている。

まず、「環境保護への価値観が強い家計ほど、環境に配慮したポートフォリオを保有していない」という意外な結果を報告している。もちろ



ん、環境保護への価値観が強い家計はリサイクルに熱心であったり、グリーン製品に高い価格を支払うことを厭わなかったりする。

それにもかかわらず、環境に配慮したポートフォリオを保有していないのは、金融取引を行わないからである。つまり、環境保護への価値観が強い家計ほど、株式を直接保有しない傾向があり、また、401(k)タイプの強制年金においてはデフォルトファンドのままに放置しており、グリーンファンドを積極的に選択していない傾向がある。

さらに、なぜ環境保護への価値観が強い家計ほど、金融取引を行わないのかについても、彼らは検討を行っている。たとえば、強制年金において、当局によるESG準拠認定を得たがそのことが説明書にしか書かれていないファンドと、ファンド名にESGなどの名称を入れているファンド（当然これらも当局からESG準拠認定を得ている）が投資可能であるが、両者にESG準拠性の差異はない。しかし、環境保護志向のある金融リテラシーが高い個人はESG準拠型のファンド（名前にESGが入っているか

どうかに関係なく）を保有しているが、環境保護志向のある金融リテラシーが低い個人の場合には、ESGの関連用語が名称に入っているファンドを持つ傾向が強い。つまり、金融リテラシーの低い投資家は、簡単な情報でしか判断していないことになる。

彼らは、このことを、金融判断が複雑であることが、グリーン志向の家計がグリーン投資を行う上でのハードルとなっている証拠の一つであるとしている。端的に言えば、グリーン投資の意思決定には、複雑な情報層が追加されるため、金融的に洗練されていない個人は、保有ポートフォリオでグリーン選好を表明することができないのである。逆に言えば、グリーン情報の分かりやすい開示がすすめば、グリーン投資が顕在化することになる。

経済のグリーン化を金融面から進めていくためにも、わかりやすい情報開示の促進とともに、個人投資家の金融リテラシーの向上が必要だといえる。金融経済教育は、個人の資産形成だけではなく、真にサステナブルな社会の実現に有益なのである。

-
- 1 Anders Anderson and David T. Robinson, “Financial Literacy in the Age of Green Investment,” *Review of Finance* 26(6), 2022.
 - 2 金融庁「脱炭素等に向けた金融機関等の取組みに関する検討会報告書」（2023年6月）では、NISA（少額投資非課税制度）との関連で、海外で「資金の運用用途を環境投資等に振り向けることとし、投資による長期の運用収益と、投資を通じた長期の環境改善効果の双方の観点から、将来世代を育む金融商品として提供・普及を図る動き」があることを紹介しているが、金融リテラシーの重要性についての指摘は行われていない。