

# 基礎研 レポート

## どのような人がリスクのある投資をするのか？

金融研究部門 兼 年金総合リサーチセンター 主任研究員 北村 智紀  
kitamura@nli-research.co.jp

### 1—はじめに

世の中には様々な投資商品がある。預貯金や国債のようにリスクが低い投資商品もあれば、株式、金、不動産などのリスクの高いものもある。一般には、銀行預金や国債は貯蓄であり、投資とは考えない人が多いかもしれないが、退職後の生活費を準備するための手段と考えれば、投資商品の一つとしても良いだろう。最もシンプルな証券投資（ファイナンス）の理論では、どのような投資家であっても、リスクはあるが預貯金よりは高いリターンを期待できる投資商品に、多かれ少なかれ、投資すべきとしている。どのくらい投資するかについては、その投資家がどのくらいリスクに耐えられるかによって決まるが、どんなにリスクが嫌な投資家であっても、全く投資しないということがあり得ないというものである。

もう少し進んだ理論では、投資にはコストがかかるものであり、リスクが高くリターンが期待できる投資は、一般にコストが高い。そうであるならば、コストに見合わない投資を行わない人もいるというのは不自然ではない。しかし、一般にリスクのある投資を行う人は少ない。最近ではインターネットの普及により、株式投資のコストは以前と比べて著しく低下しているにも拘らず、株式投資を行っている人はそれほど多くない。金融広報中央委員会の統計によれば、家計の持つ金融資産のうち、株式関連商品の占める割合は約9%にしか過ぎない。

著者等の研究によれば、家計で株式投資が行われないのは、株式投資に必要な十分な金融や経済に関する知識や経験を得る機会が少ないことや、短期的な株価の下落により目に見えた損失を被ることを非常に嫌がる人が多いことが、その理由とも考えられる。しかし、そうはいうものの、一部では非常にリスクが高いが、高いリターンを狙える投資を行っている人も存在している。そこで、本稿は、どのような人がリスクの高い投資を魅力的に考えているのかを分析した。これにより、個人がリスクの高い投資を行おうとするには、どのような条件が必要なのかについて検討を試みようとするものである。

リスクの高い投資はいろいろ考えられるが、ここでは、中国やインドなどのエマージング・マーケットへの投資（新興国投資）と、将来的な成長が見込まれる規模の小さい企業への投資（小型成長株

投資)を対象にした。これらの投資は、専門家の間では、リスクは大きいが高いリターンを狙える投資商品だと考えられている。現在の預貯金の利回りは低く、日本の優良株はここ何年も大きな値上がりを見ていない。そのため、預貯金や優良株よりも新興国や小型成長株の方が値上がりするだろうと考える人が、これらの商品を魅力的に思うはずだが、どのような人が、このような考えを持つのか見つけてみようとするものである。

## 2—分析結果

どのような特徴・考え方を持つ人が、新興国投資や小型成長株投資を魅力的に思う傾向があるのかを示したのが図表1である。これは、30～59歳の会社員を対象に著者らの研究グループが実施した独自アンケート調査「金融商品に対するアンケート(2010年)」を利用して、どのような人が新興国投資や小型成長株投資を好むか、様々な変数を用いて回帰分析等を行い、その結果を著者が記号化したものである。株式投資を行ったことがない人(株式非保有者)と、株式投資を行ったことがある人(株式保有者)では、リスクのある投資に対する考え方がそもそも異なることが予測されるため、株式非保有者と保有者を最初から分けて分析した。分析に利用したデータの回答者数は、株式非保有者が305名、株式保有者が308名、合計で613名であった。

図表の○は、一定の特長・考え方を持つ人が、新興国投資(あるいは小型成長株投資)を魅力的と考える傾向がある、つまり、これらの投資商品に投資する可能性が高いことを表している。これに対して、▼は、一定の特長・考え方を持つ人が、新興国投資(あるいは小型成長株投資)は魅力が低いと考える傾向がある、つまり、これらの投資商品に投資する可能性は低いことを表している。また、空白は関連性がないことを表している。例えば、新興国投資の場合で株式非保有者では、「(1)金融や経済の知識を平均より持っていると考えている人」は○なので、このような人は新興国投資を魅力的と考える傾向があることを示している。これに対して、「(8)株式の変動性を高く見積もる人」は▼なので、新興国投資を魅力がないと考える傾向があることを示している。また、「(9)株式の運用手数料が高いと考える人」は空白なので、このような特徴・考え方は、新興国投資を魅力的に思うか、思わないかについて関連性がないことを表している。

まず、新興国投資に対する分析結果は図表1の左側である。株式非保有者・保有者共通に、「(1)平均的な人より知識を持つと考える人」は新興国投資を魅力的に考えている。新興国投資は現地の事情だけでなく、世界的な経済の動きや為替レート等の影響も考慮する必要がある複雑な投資である。このような投資には一定の知識が必要であるが、それだけでなく、自分で十分な知識を得ていると思うことができるようになる程度の高度な知識があつてはじめて、魅力的な投資商品になり得ることを示しているであろう。

株式非保有者と保有者で異なる点は、株式非保有者では、「(5)窓口で相談できること重視する人」は、新興国投資を魅力的に感じている。これは、この商品へ投資するには様々な検討事項があるため、専門家と相談しながら投資を決める機会がある人が魅力的に思うのであろう。つまり、インターネット取引のような基本的に一人で決める販売チャンネルでは、新興国投資を魅力的に思うことが少ないものと考えられる。「(7)株式のリターンは高いと考える人」は、新興国投資を魅力的に思う傾向があ

り、「(8)株式の変動性を高く見積もる人」は魅力的に思わない傾向があった。どちらの方を強く感じるかで、新興国投資の魅力度は異なっており、リスクが大きいと見るか、あるいは、リターンが高いと考えるかで、投資を行ってもよいと考えるか、行いたくないと考えるか、大きな違いがあるようである。合理的なものであろう。「(10)株式関連の商品選択を面倒だと思う人」は、魅力的に思わない傾向がある。これは、新興国投資を行うには、一定の時間や手間がかかり、このような時間や手間をかけることを厭わない人にとって魅力度が高いのであろう。「(14)分散投資をするとリスク軽減が可能なことを理解している人」が、新興国を魅力的に感じていた。これは、現状では株式を保有していない投資家であっても、分散投資の必要性などの適切な知識が得られれば、普段では接しない新興国投資のような投資商品であっても、魅力度を高めることを示唆するものであり、家計の金融に関する知識を高めていく重要性を表している。最後に「(20)女性」は、新興国を魅力的に思わない傾向があった。米国等における研究では、女性は男性よりもリスクを回避する傾向が強いとされているので、このような傾向があるものと推測される。

株式保有者では、「(3)投資を決める際にリスクを重視する人」は新興国投資に魅力を感じず、逆に、「(4)リターンを重視する人」は魅力を感じている。証券投資ではリスクに見合ったリターンを追求することが重要とされているが、投資にあたりどちらをより重視するかで、魅力的に思うか、思わないか異なる結果となった。これも合理的なものであろう。また、「(11)これまでに株式で損したと考える人」ほど、新興国投資を魅力的に思わない傾向があった。これは、過去の投資経験が現在の商品選択に影響があることを表しており、日本でリスクのある投資商品への投資が進まない理由の一つであろう。これに対して、「(17)既に株式投資を多く行っている人」は、新興国投資を魅力に思う傾向があり、このような人は、新興国投資の商品性が複雑であっても、過去の経験から理解が容易であり、リスクが高くても投資することに抵抗が少ないという解釈もできる。

次に、小型成長株投資に対する分析結果は図表1の右側である。株式非保有者・保有者共通に、「(8)株式の変動性を高く見積もる人」の魅力度は低かった。これは、小型成長株投資は、一般の優良株投資と比較して、リスクが大きいものと感じられている可能性がある（実際にそうであり、合理的なものであろう）。また、「(14)分散投資をするとリスク軽減が可能なことを理解している人」が、小型成長株に魅力的を感じていた。これは、小型成長株は分散投資の一つの手段として考えられているのかもしれない（しかし実際には、分散投資の効果は、あまり得られないはずである）。

株式非保有者と保有者で異なる点は、株式非保有者では、「(1)平均的な人より知識を持つと考える人」は魅力的に考えている。これは、新興国投資と同様に、自分で十分な知識を得ていると思っはじめて、投資対象の候補になり得ることを示している。「(7)株式のリターンは高いと考える人」は、魅力的に思う傾向があり、「(20)女性」は魅力的に思わない傾向があった。これらも新興国投資と同様な傾向である。

株式保有者では、「(2)同世代では平均より長生きすると考える人」が魅力的に感じていた。これは、小型成長株投資は、一般の優良株投資と比較して、投資の果実を回収するには長い時間を要すると感じているかもしれない（実際に投資期間は長いと考えるのは妥当であろう）。「(16)金融資産の保有額が大きい人」は、小型成長株投資を魅力に思わない傾向があった。この理由としては、恐らく、小型

成長株は優良株よりも変動性が大きいので、保有する金融資産の中で大きなウェイトを占めるまでには保有したくないと考えているのかもしれない。「(17)既に株式投資を多く行っている人」は、魅力に思う傾向があり、この理由は新興国投資と同様であろう。

図表1 どのような人がリスクの大きい投資を魅力的に思っているか

個人の特長	新興国投資		小型成長株投資	
	株式非保有者	株式保有者	株式非保有者	株式保有者
(1) 金融や経済の知識を平均より持っていると考えている人	○	○	○	
(2) 同世代では平均より長生きすると考えている人				○
(3) 投資を決める際に、リスクを重視する人		▼		
(4) 投資を決める際に、リターンを重視する人		○		
(5) 投資を決める際に、窓口で相談できることを重視する人	○			
(6) リスク許容的な(リスクをとっても良いと考える)人	○			
(7) 株式のリターンは高いと考える人	○		○	
(8) 株式の変動性を高く見積もる人	▼		▼	▼
(9) 株式の運用手数料が高いと考える人				
(10) 株式関連商品の商品選択は面倒だと考える人	▼			
(11) これまでに株式で損をしたと考える人(※1)		▼		
(12) 年金受給額の見積額が大きい人				
(13) 円安になると外国投資が儲かることを理解している人				
(14) 分散投資をするとリスクが減ることを理解している人	○		○	○
(15) 年収が高い人				
(16) 金融資産の保有額が大きい人				▼
(17) 既に株式にたくさん投資している人(※2)		○		○
(18) 個人年金保険加入者				
(19) 住宅保有者				
(20) 女性	▼		▼	

※1 株式投資をしたことがない人は、仮に過去投資したとして考えてもらった。

※2 株式保有者のみを分析の対象としている。

次ページの図表2は、現役世代と退職世代の世代別の新興国投資に対する魅力度を表している。現役世代と退職世代では、収入、保有する金融資産の額、投資期間などが異なるため、金融商品に対する考え方が異なるはずである。左側は株式非保有者の新興国投資への魅力度である。図表中で全体の列は図表1の再掲である。

現役世代では、「(6)リスク許容的な人」は新興国投資を魅力に感じ、「(8)株式の変動性を高く見積もる人」は魅力に感じていない。「(14)分散投資によるリスク軽減効果を知る人」は新興国に投資する

可能性があるが、「(15)年収の高い人」や「(20)女性」は、投資する可能性は低い。

これに対して退職世代では、「(2)平均より長生きすると考える人」、「(5)窓口での相談を重視する人」、「(6)株式のリターンは高いと考える人」が魅力的とする傾向があった。一方、「(10)株式関連の商品選択を面倒に考える人」が魅力的ではないと考える傾向があった。

このように、現役世代と退職世代で、新興国投資を魅力的に思う人の特長・考え方は大きく異なっており、現役世代はどちらかと言えば、全般的に、リスクをとることが嫌な人が新興国投資を避ける傾向があったが、これに対して、退職世代では、長期投資を想定し、専門家と相談しながら、一定のリターンが期待できると考える人が、新興国投資を魅力的に思う傾向があった。

図表2の右側は株式保有者の分析結果である。現役世代と退職世代の両世代共通に、「(3)投資を決める際のリスクを重視する人」は、新興国投資への魅力度が低く、「(17)既に株式にたくさん投資している人」の魅力度が高かった。現役世代では、「(11)株式で損したと思う人」が魅力に思わなく、退職世代では「(4)リターンを重視する人」が魅力的と思うなど、現役世代と退職世代で、魅力に思う要因が異なる箇所もあったが、総じて株式保有者については、両世代で新興国投資を魅力的と考える人の特長は、同じ傾向であった。

図表2 世代別の新興国投資への魅力度

個人の特長	株式非保有者			株式保有者		
	全体	現役	退職	全体	現役	退職
(1) 金融や経済の知識を平均より持っていると考えている人	○			○		
(2) 同世代では平均より長生きすると考えている人			○			
(3) 投資を決める際に、リスクを重視する人				▼	▼	▼
(4) 投資を決める際に、リターンを重視する人				○		○
(5) 投資を決める際に、窓口で相談できることを重視する人	○		○			
(6) リスク許容的な(リスクをとっても良いと考える)人	○	○				
(7) 株式のリターンは高いと考える人	○		○			
(8) 株式の変動性を高く見積もる人	▼	▼				
(9) 株式の運用手数料が高いと考える人						
(10) 株式関連商品の商品選択は面倒だと考える人	▼		▼			
(11) これまでに株式で損をしたと考える人(※1)				▼	▼	
(12) 年金受給額の見積額が大きい人						
(13) 円安になると外国投資が儲かることを理解している人						
(14) 分散投資をするとリスクが減ることを理解している人	○	○				
(15) 年収が高い人		▼				
(16) 金融資産の保有額が大きい人						
(17) 既に株式にたくさん投資している人(※2)				○	○	○
(18) 個人年金保険加入者						
(19) 住宅保有者						
(20) 女性	▼	▼				

※1 株式投資をしたことがない人は、仮に過去投資したとして考えてもらった。

※2 株式保有者のみを分析の対象としている。

下の図表3は、現役世代と退職世代別の小型成長株投資に対する魅力度を表している。図表3の左側は株式非保有者の分析結果である。現役世代と退職世代共通に、「(14)の分散投資によるリスク軽減効果を知る人」は小型成長株を魅力に感じていた。小型成長株に分散投資効果を期待しているか、あるいは、分散投資効果を知るような十分な知識があつてはじめて、小型成長株を魅力的と思うのかもしれない。

現役世代では、「(8)株式の変動性を高く見積もる人」と「(20)女性」が小型株を魅力的に思わない傾向があつた。これに対して退職世代では、「(1)金融経済の知識がある考える人」、「(4)投資の際にリターンを重視する人」、「(7)株式のリターンが高いと考える人」、「(12)年金受給額の見込額が大きい人」が、小型成長株を魅力的に思う傾向があつた。退職世代では、小型株投資を魅力的に思う要因が多く積極性がうわれる。ここで、(12)の年金受給額が高い人が魅力的に思う理由だが、小型成長株投資には比較的大きなリスクがあり、年金を多くもらえそうな人（受給している人）ほど、生活費に困る可能性は低くなり、大きなリスクをとつても良いと考えているものと推測できる。

図表3 世代別の小型成長株投資への魅力度

個人の特長	株式非保有者			株式保有者		
	全体	現役	退職	全体	現役	退職
(1) 金融や経済の知識を平均より持っていると考えている人	○		○			
(2) 同世代では平均より長生きすると考えている人				○		
(3) 投資を決める際に、リスクを重視する人						
(4) 投資を決める際に、リターンを重視する人			○			
(5) 投資を決める際に、窓口で相談できることを重視する人						
(6) リスク許容的な(リスクをとつても良いと考える)人						
(7) 株式のリターンは高いと考える人	○		○			
(8) 株式の変動性を高く見積もる人	▼	▼		▼	▼	
(9) 株式の運用手数料が高いと考える人					○	
(10) 株式関連商品の商品選択は面倒だと考える人					▼	
(11) これまでに株式で損をしたと考える人(※1)						
(12) 年金受給額の見込額が大きい人			○			
(13) 円安になると外国投資が儲かることを理解している人						○
(14) 分散投資をするとリスクが減ることを理解している人	○	○	○	○		○
(15) 年収が高い人						
(16) 金融資産の保有額が大きい人				▼		
(17) 既に株式にたくさん投資している人(※2)				○		
(18) 個人年金保険加入者						
(19) 住宅保有者						
(20) 女性	▼	▼				

※1 株式投資をしたことがない人は、仮に過去投資したとして考えてもらった。

※2 株式保有者のみを分析の対象としている。

図表3の右側は、株式保有者に対する分析結果である。魅力度は現役世代と退職世代では異なる傾向であつた。現役世代では、「(8)株式の変動性を高く見積もる人」と「(10)株式関連の商品選択を面倒に考える人」が魅力的ではないと考える傾向があり、「(9)株式の運用手数料が高いと考える人」が魅力に思うようである。ここで、(9)の株式手数料が高いと考える人が小型成長株投資を魅力的に思う理由についてであるが、株式保有者は、このような大きなコストが生じる投資は、それなりにリターン

が期待できると考えているものと推測される。

退職世代では、「(13)円安になると外国投資が儲かること知っている人」と「(14)分散投資によりリスク軽減が可能であることを知っている人」、つまり、金融に関する知識を実際に十分持つ人が小型成長株投資を魅力に感じていた。

株式非保有者・保有者のどちらでも見られたことであるが、現役世代は▼が多く、どちらからと言え、小型成長株投資への積極性はなく、逆に、退職世代は○が多く、どちらからと言え、積極的であった。前述したが、小型成長株は一般の優良株投資と比較して、投資の果実を回収するには長い時間を要すると考えられているので、本来であれば、現役世代の方が積極的であってもおかしくないのに、結果は逆であった。どのような理由で、現役世代の積極性が低く、退職後世代の積極性が高いかについては、今回のアンケートではよくわからなかった。今後の検討課題である。

### 3—結論

このレポートは、投資の中でも特にリスクの高い投資と考えられている新興国投資と小型成長株投資について、どのような人がこれらの投資を魅力的に思うか、思わないかについて分析した。新興国については、全般に、投資を決める際にリターンを重視するとした人、金融・経済に関する十分な知識がある人、投資する際に専門家と相談して決めること重視する人が魅力的に思う傾向があった。これに対して、投資を決める際にリスクを重視する人は魅力的に思わない傾向があった。

小型成長株については、長期投資志向の人、分散投資でリスク軽減を図りたい人が魅力的に思う傾向があった。これに対して、株式のリスクが高いと思う人が魅力的に考えない傾向があった。

現役世代と退職後世代の世代別に見ると、現役世代ではリスクのある投資商品を魅力的に思わない要因が数多く見つか、リスクのある投資に消極的な傾向であったのに対して、退職世代では、リスクのある投資商品を魅力的に思う要因が多く見つか、リスクのある投資に積極的な傾向があった。これは、ライフサイクル・モデルという、人生の中でどのように投資を行っていくべきか示す理論モデルの教えとは異なる結果であった。

最後に問題点を一つ指摘したい。これらの個人の特長による魅力度の違いが、必ずしも証券投資に望ましい関係であるとは限らない。例えば、小型成長株に分散投資効果を期待して魅力に思っている投資家がいるようだが、優良株と小型成長株は、通常、同じような株価の動きをすることが考えられる。そのため、小型成長株に投資することで分散投資効果はそれほど得られないものと思われる。どちらかと言え、新興国投資の方が分散投資効果を得られる可能性がある。このように、証券投資の理論からは、あまり想定できない関係も見られる。個人投資家への知識の普及と注意の喚起が必要だと思われる。