

# 基礎研 レポート

## 『リスク』や『ベンチマーク』がわからない投資家はデイスロージャー資料を見ない ～投資知識と投資行動の関連性分析～

金融研究部門 主任研究員 北村 智紀  
kitamura@nli-research.co.jp

### 1—はじめに

投資信託の目論見書や運用報告書を見ると、『リスク』、『ベンチマーク』、『資産配分』、『デュレーション』、『組入比率』などの投資に関する専門用語が多く載っている。これらの用語は投資家が投資意思決定をする際に重要な概念であり、目論見書や運用報告書などでは、投資家がこのような専門用語を知っていることを前提に書かれている。

しかし、現実にはこのような用語を理解している一般の投資家はそれほど多くないと思われる。また、用語が意図する専門的な概念ではなく、少し異なる一般的な意味を考えてしまうなど、間違えた解釈をする可能性もある。そのため、老後の準備のための資産運用を行う際に、このような投資に必要な資料・情報が十分に生かされずに投資が決められている可能性がある。

例えば、一般的にリスクと言え、投資した商品の元本割れ、あるいは単に値下がりすることを思い浮かぶかもしれないが、目論見書や説明資料などで使われている『リスク』は、投資理論で言うリスクであり、収益率の変動の大きさである標準偏差を表している。例えば『リスク』が20%とは、ファンドの1年後の収益率が確率68%で±20%の範囲に、確率99%で±40%の範囲に収まること、つまり、どのくらい収益がプラスあるいはマイナスにぶれる可能性があるか示しており、投資家が考える元本割れリスクとは、意味が同じにはなっていない可能性がある。

また、『ベンチマーク』とは、投資のモデルとなる有名な指数、あるいは投資の評価を行う際に比較対象となる指数のことである。国内株式であれば東証株価指数(TOPIX)、国内債券であればNOMURA-BPIなどがベンチマークになることが多い。投資の専門家であれば、有名なベンチマークとなる指数については、その変動性(『リスク』)や期待できそうなリターンなどについて、ある程度の見当をつけることができる。つまり、あるファンドのベンチマークがわかると、そのファンドの特性が概ね理解できる。そのため、ファンドのベンチマークには大きな意味があり、投資意思決定には非常に重要な情報である。

しかし、一般の投資家が『リスク』や『ベンチマーク』の意味について正確に理解していない場合

は、目論見書や運用報告書の内容が分かり辛いことや、誤解が生じる可能性がある。あるいは、書いてあることが専門的すぎることにより敬遠され、全く読まれない可能性もある。

そこで本レポートは、(1)投資家がファンド選択を行う際に利用することが考えられる典型的なディスクロージャー資料である「目論見書」、ファンドの概略が記載される「説明資料」、過去の運用成績が記載される「運用報告書」を投資家が見るか否かについて、(2)このようなディスクロージャー資料に記載されている典型的な項目であるファンドの「特色や運用方針」、過去の実績を表す基準価額の「グラフ」、ファンドの構成内容である「資産構成や組入れ銘柄」のうち、投資家がどの項目を重視するかについて、『リスク』と『ベンチマーク』に関する正確な知識がある者とそうでない者で、どのように異なるかを検証した。金融に関する知識・経験が金融商品の選択に影響するかを分析した研究は多くあるが、筆者の知る限り、目論見書や運用報告書等にある情報のうち、投資家が何を重視して意思決定を行うかについての研究は非常に限られている。

分析結果を先に述べると以下のとおりである。(1)どのような資料を見るか否かについては、『リスク』と『ベンチマーク』について正しい知識を持っている者と、正解でない知識を持っている者では差が生じなかった。一方、これらが「わからない」と回答した者は、資料を見ない傾向が高かった。(2)どのような項目を重視するかについても、『リスク』と『ベンチマーク』について正しい知識を持っている者と、正解でない知識を持っている者では差が生じなかった。一方、「わからない」と回答した者は、何れの項目も重視しない傾向があった。

## 2——分析方法

本レポートの分析で利用したデータは、著者らが独自に実施した「金融商品に関するアンケート(2010年)」である。このアンケートは、マイボイスコム(株)のWEBモニター登録会員のうち、30～59歳を対象にWEB上で行った。まず、2010年9月に回答者の特徴等について尋ねる予備調査を実施し、その中から本調査に回答してくれる者を抽出して、約2～3週間後に本調査を実施した<sup>1</sup>。

説明資料に関する質問として、「投資信託などの金融商品に投資する際、どのような資料を見るか」について、以下の典型的な3つのディスクロージャー資料：

- (A) 運用方針や規則などが詳細に書かれている「目論見書」(20ページ程度)
- (B) 運用方針などが簡単に書かれている「説明資料」(4ページ程度)
- (C) 過去の実績などが詳細に書かれている「運用報告書」(10ページ程度)

について<sup>2</sup>、それぞれ、以下の6段階の選択肢：

<sup>1</sup> このアンケートは他の研究を行う目的のために、株式保有者・非保有者などの特徴を持つ回答者を抽出して実施した。なお本稿では、全てのデータをプールして(ひとつにまとめて)分析した。

<sup>2</sup> 実際のアンケートではこれら以外の資料についての分析も行ったが、分析結果は大きく変わらなかったため、上記の3つの資料に限定して分析を行う。

1. ほとんど見ない・見たことない
2. あまりよく見ない
3. どちらかと言えばよく見ない
4. どちらかと言えばよく見る
5. わりとよく見る
6. かなりよく見る

から選択してもらった。数値が大きくなるほど、その資料をよく見ることを表している。

また、ディスクロージャー資料に記載されている項目のうち、どの項目を重視するかについて聞く質問として、「投資信託などの金融商品を選択する際、どの項目をどれほど重視するか」を

- (ア) ファンドの「特色や運用方針」
- (イ) ファンドの過去の実績を表す基準価額の「グラフ」
- (ウ) ファンドの「資産構成や組入銘柄」

について、それぞれ、以下の6段階の選択肢：

1. ほとんど重視しない
2. あまり重視しない
3. どちらかといえば重視しない
4. どちらかといえば重視する
5. わりと重視する
6. かなり重視する

から選択してもらった。数値が大きくなるほど、その項目を重視することを表している。

図表1は分析に利用したデータの記述統計である。インターネットを利用した調査であるため、学歴、年収、金融資産が伝統的な調査よりも高いものと思われる。平均年齢は約44歳であり、各年齢階層の回答者数が概ね均等となるように回答者を集めた。全回答者数は418名である<sup>3</sup>。

<sup>3</sup> 当データは他の研究に利用するため、「株式所有者」と「株式非所有者」に分けて取得している。しかし、本稿で行った分析ではこれらの2つのグループには大きな差が認められなかったため、データをプールして(一つにまとめて)分析している。

[図表1] 記述統計

変数	単位	平均値	最小値	最大値	標準偏差
年齢	歳	44.2	30	59	8.2
女性 (d)	女性=1、男性=0	0.37	0	1	0.48
大学卒 (d)	大学卒=1、それ以外=0	0.57	0	1	0.50
収入	万円	444.5	50	2,250	372.3
金融資産	万円	778.8	0	3,500	986.1
住宅保有 (d)	住宅保有=1、非保有=0	0.59	0	1	0.49
(A)詳細な情報が記載された「目論見書」	1(ほとんど見ない・見たことない)	3.20	1	6	1.39
(B)運用方針等が記載された「説明資料」	~	3.53	1	6	1.37
(C)運用実績が記載された「運用報告書」	6(かなり良く見る)	3.50	1	6	1.39
(ア)ファンドの特色や運用方針	1(ほとんど重視しない)	4.24	1	6	1.12
(イ)過去の実績を表すグラフ	~	4.17	1	6	1.12
(ウ)資産構成や組入銘柄	6(かなり重視する)	4.18	1	6	1.14

(注) (d)は1か0の値をとるダミー変数であることを表している。

次に、投資家がこれらの説明資料や項目を見るために必要な基本知識がどれだけあるか把握するために、『リスク』と『ベンチマーク』について正しい知識を持っているか否か確認する簡単な質問（クイズ）を行った。図表2は『リスク』に関する質問である。「リスク（標準偏差）が20%とはどのようなことか」について質問し、図表2にある選択肢の中から選んでもらった。選択肢の内容から考えると、金融に関して一定以上の知識がないと正答できない比較的難しい内容の質問である。選択肢2の「ファンドの収益率が概ね±40%以内に収まるということ」が正解であるが、正答率は21.8%と低かった。45.2%の人が選択肢4の「わからない」を選択した。

[図表2] 『リスク』に関する質問と結果

質問：リスク（標準偏差）が20%とはどのようなことでしょうか？

正解・不正解	アンケートで示した選択肢	頻度	割合
不正解	1 ファンドが値下がりの場合の下落率が20%以内と予想されること	88	21.1%
正解	2 ファンドの収益率が概ね±40%以内に収まるということ	91	21.8%
不正解	3 値下がりする確率が20%程度と見込まれること	50	12.0%
—	4 わからない	189	45.2%
合計		418	100.0%

さらに、図表3は『ベンチマーク』に関する質問である。「ベンチマークとはどのようなことか」について質問し、図表3にある選択肢の中から選んでもらった。この質問も、金融に関して一定以上の知識がないと正答できない内容の質問である。選択肢3の「ファンド運用の基準となる有名な指数」が正解であるが、正答率は24.6%と低かった。54.1%の人が選択肢4の「わからない」を選択した。

このように一般の投資家は、『リスク』や『ベンチマーク』といった投資用語を正確に理解している

人はそれほど多くない。特に、どちらの質問でも約半分の人が「わからない」を選択した。

[図表3] 『ベンチマーク』に関する質問と結果

質問：ベンチマークとはどのようなものでしょうか

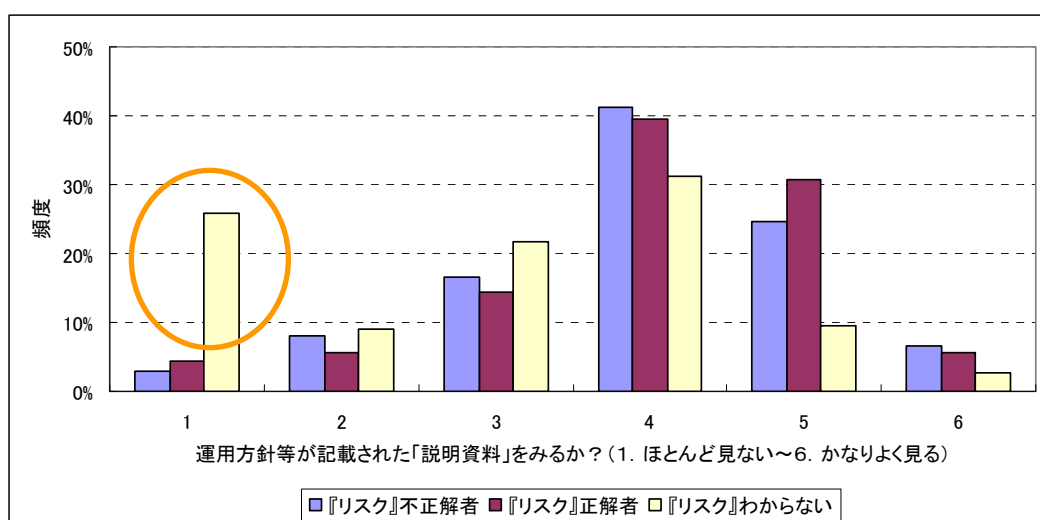
正解・不正解	アンケートで示した選択肢	頻度	割合
不正解	1 ファンド設定時の基準価額	60	14.4%
不正解	2 ファンドを購入した時点の投資家の元本額	29	6.9%
正解	3 ファンド運用の基準となる有名な指数	103	24.6%
—	4 わからない	226	54.1%
合計		418	100.0%

### 3—分析結果

図表4は、『リスク』に関する質問の正解、不正解、わからない別の(B)「説明資料」をどれだけ見るかについての分布図である<sup>4</sup>。リスク正解・不正解ともに、選択肢4の「どちらかといえばよく見る」を選択した頻度が最も高く、選択肢5の「わりと良く見る」が次に多い。「説明資料」を見る程度については、リスク正解とリスク不正解では概ね同じような分布をしている。

これに対して、『リスク』に関する質問に「わからない」と回答した者は、選択肢4の「どちらかといえばよく見る」を選択した頻度が最も高かったが、選択肢1の「ほとんど見ない・見たことがない」もほぼ同じ程度の頻度であった。また、選択肢3の「どちらかといえばよく見ない」が次に多く、リスク正解・不正解者とは分布が異なっている。

[図表4] 『リスク』正解・不正解別の「(B) 説明資料」を見る程度

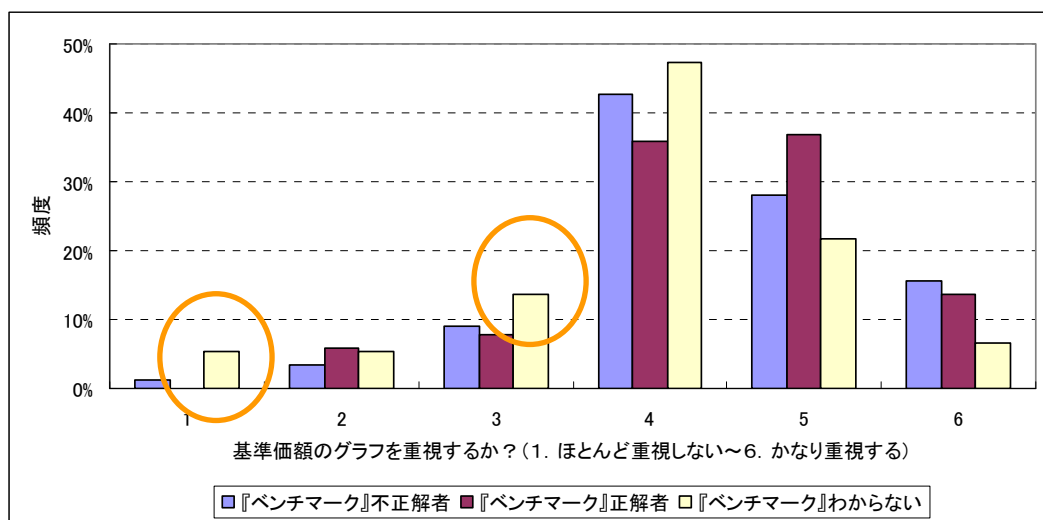


<sup>4</sup> (A)「目論見書」と(C)「運用報告書」についても同様な図が作成可能であるが、(B)「説明資料」と同様な傾向であったため省略した。

図表5は、『ベンチマーク』に関する質問の正解、不正解、わからない別の(イ)「グラフ」をどれほど重視するかについての分布図である。ベンチマーク正解では選択肢4の「わりと重視する」が最も頻度が高く、ベンチマーク不正解では選択肢3の「どちらかといえば重視する」の頻度が高かったが、どちらも概ね同じような傾向であった。

これに対して、『ベンチマーク』に対する質問に「わからない」と回答した者では、選択肢4の「どちらかといえばよく見る」を選択した頻度が最も高かったが、選択肢1の「ほとんど重視しない」や、選択肢3の「どちらかといえば重視しない」の頻度が相対的に高く、ベンチマーク正解および不正解者と分布とは異なっている。

[図表5] 「ベンチマーク」正解・不正解別の「(イ) グラフ」を重視する程度



図表6のパネルAは、『リスク』に関する質問について正解者と不正解者に区分して、どの資料を見るか、どの項目を重視するかについての質問に対する回答番号の平均値を計算したものである。リスク正解者と不正解者の間で、よく見る資料や重視する項目が異なるか否かを比較しようとするものである。ここでは「わからない」と回答した者のデータは除外してある。

(A)「目論見書」では、リスク不正解者の回答番号の平均値は3.67、一方、リスク正解者の回答番号の平均値は3.76であり、この差は0.09であり、統計学的には差がなかった。どの資料を見るか、あるいはどの項目を重視するかについては、(C)「運用報告書」を除いて、リスク正解者と不正解者では、統計学的な差は認められなかった。

図表6のパネルBは、同様に『ベンチマーク』に関する質問について正解者と不正解者に区分して、どの資料を見るか、どの項目を重視するかについての質問の回答番号の平均値を計算したものである。ここでも「わからない」と回答した者のデータは除外してある。どの資料を見るか、どの項目を重視するかの何れについても、ベンチマーク正解者と不正解者で統計学的な差は認められなかった。

このように「わからない」を除外したデータでは、『リスク』で見ても、『ベンチマーク』で見ても、正解者と不正解者ではどの資料を見るか、どの項目を重視するかについて大きな違いなかった。

[図表6] どの資料を見るか？どの項目を重視するか？  
 パネル A:『リスク』に関する質問の正解・不正解別の重視度

質問区分	質問項目	『リスク』 不正解者	『リスク』 正解者	差 (正解－不正解)
		回答番号平均	回答番号平均	平均の差
どの資料 を見るか	(A)詳細な情報が記載された「目論見書」	3.67	3.76	0.09
	(B)運用方針等が記載された「説明資料」	4.05	4.15	0.10
	(C)運用実績が記載された「運用報告書」	3.97	4.27	0.30 *
どの項目を 重視するか	(ア)ファンドの特色や運用方針	4.55	4.53	-0.03
	(イ)過去の実績を表すグラフ	4.34	4.55	0.21
	(ウ)資産構成や組入銘柄	4.48	4.60	0.12
サンプル数		114	78	

パネル B:『ベンチマーク』に関する質問の正解・不正解別の重視度

質問区分	質問項目	『ベンチマーク』 不正解者	『ベンチマーク』 正解者	差 (正解－不正解)
		回答番号平均	回答番号平均	平均値の差
どの資料 を見るか	(A)詳細な情報が記載された「目論見書」	3.62	3.78	0.16
	(B)運用方針等が記載された「説明資料」	4.00	4.17	0.17
	(C)運用実績が記載された「運用報告書」	3.97	4.20	0.24
どの項目を 重視するか	(ア)ファンドの特色や運用方針	4.46	4.61	0.15
	(イ)過去の実績を表すグラフ	4.40	4.45	0.04
	(ウ)資産構成や組入銘柄	4.45	4.60	0.15
サンプル数		89	103	

(注) 「わからない」を選択した者を除く。\*\*\*は平均値の差の検定で1%有意水準、\*\*は同5%、\*は同10%を表す。

次に、「わからない」と回答した者と、そうでない者とを比較を行ったのが図表7である。図表7のパネルAは、『リスク』に関する質問について正解者と不正解者を一つにまとめた『リスク』正解&不正解者グループと、「わからない」と回答したグループに区分して、どの資料を見るか、どの項目を重視するかについての質問の回答番号の平均値を計算したものである。

どの資料を見るかについては、(A)「目論見書」では、リスク正解&不正解者の回答番号の平均値では3.60であったのに対して、リスクについて「わからない」と回答した者の回答番号の平均値は2.70であり、「わからない」と回答した者の方が0.90低く、これは統計学的に認められる差であった。(A)~(C)のどの資料を見るか、(ア)~(ウ)のどの項目を重視するかについて、「わからない」と回答した者が全項目でリスク正解&不正解者よりも回答番号の平均値が下回っており、これらの差は統計学的に認められる差であった。つまり、『リスク』がわからないと回答した者は、どの資料も見ない傾向があり、さらに、どの項目も重視しない傾向があった。

図表7のパネルBは、『ベンチマーク』に関する質問について正解者と不正解者を一つにまとめた『ベンチマーク』正解者&不正解者グループと、「わからない」と回答したグループに区分して、どの資料を見るか、どの項目を重視するかについての質問の回答番号の平均値を計算したものである。

[図表7] どの資料を見るか?どの項目を重視するか?

パネルA:『リスク』に関する質問の正解不正解・わからない別の重視度

質問区分	質問項目	『リスク』	『リスク』	差	
		正解&不正解者	わからない	(正解-不正解)	
		回答番号平均	回答番号平均	平均の差	
どの資料 を見るか	(A)詳細な情報が記載された「目論見書」	3.60	2.70	-0.90	***
	(B)運用方針等が記載された「説明資料」	3.99	2.97	-1.02	***
	(C)運用実績が記載された「運用報告書」	3.98	2.92	-1.07	***
どの項目を 重視するか	(ア)ファンドの特色や運用方針	4.52	3.91	-0.61	***
	(イ)過去の実績を表すグラフ	4.38	3.91	-0.47	***
	(ウ)資産構成や組入銘柄	4.45	3.86	-0.60	***
サンプル数		229	189		

パネルB:『ベンチマーク』に関する質問の正解不正解・わからない別の重視度

質問区分	質問項目	『ベンチマーク』	『ベンチマーク』	差	
		正解&不正解者	わからない	(正解-不正解)	
		回答番号平均	回答番号平均	平均の差	
どの資料 を見るか	(A)詳細な情報が記載された「目論見書」	3.70	2.77	-0.94	***
	(B)運用方針等が記載された「説明資料」	4.09	3.05	-1.04	***
	(C)運用実績が記載された「運用報告書」	4.09	3.00	-1.10	***
どの項目を 重視するか	(ア)ファンドの特色や運用方針	4.54	3.99	-0.55	***
	(イ)過去の実績を表すグラフ	4.43	3.95	-0.48	***
	(ウ)資産構成や組入銘柄	4.53	3.89	-0.64	***
サンプル数		192	226		

(注) 「正解&不正解者」は正解者と不正解者の両データをまとめたもの。\*\*\*は平均値の差の検定で1%有意水準、\*\*は同5%、\*は同10%を表す。

『リスク』の時と同様に、どの資料を見るか、どの項目を重視するかについて、「わからない」と回答した者が全ての項目でリスク正解・不正解者よりも平均値が下回っており、これらの差は統計学的に認められる差であった。つまり、『ベンチマーク』がわからないと回答した者は、同様にどの資料も見ない傾向があり、さらに、どの項目も重視しない傾向があった。



#### 4—まとめ

本レポートは、(1)投資家がファンド選択を行う際に利用することが考えられる典型的なディスクロージャー資料：(A)ファンドの正式な解説書である「目論見書」、(B)ファンドの概略が記載される「説明資料」、(C)過去の運用成績が記載される「運用報告書」、を見るか否かについて、(2)このようなディスクロージャー資料に記載されている典型的な項目：(ア)ファンドの「特色や運用方針」、(イ)過去の実績を表す基準価額の「グラフ」、(ウ)ファンドの構成内容である「資産構成や組入れ銘柄」、のどの項目を重視するかについて、投資の専門用語である『リスク』と『ベンチマーク』に関する知識があるか否かでどのように異なるかを検証した。

その結果、(1)資料を見るか否かについては、『リスク』と『ベンチマーク』について正しい知識を持つ者と正解でない知識を持つ者では差が認められなかった。これに対して「わからない」と回答した者は何れの資料も見ない傾向があった。また、(2)重視する項目については、『リスク』と『ベンチマーク』について正しい知識を持つ者と正解でない知識を持つ者では、差が認められなかったのに対し、「わからない」と回答した者は何れの項目も重視しない傾向があった。

このように、『リスク』や『ベンチマーク』について、不正解であっても、それなりにこれらの用語に関心がある者、あるいは、これらの用語に対して拒絶感を持たない者については、正確な知識を持っている者と同様に、ディスクロージャー資料を見て、その掲載項目を検討しようとする傾向があった。これに対して、「わかenらい」と回答した者、つまり、投資に興味を持っていない無関心層では、このようなディスクロージャー資料を見ず、また、投資を行う際も典型的な検討項目であるファンドの特性、過去の値動き、資産構成についても重視しない傾向があった。このような投資に必要な重要な概念を考慮せずに投資意思決定をしているとすれば、あるいは確定拠出年金などでデフォルト・オプション(何も選択しなければ自動的に選択されるファンド)を選択している場合には、その人の特性にあった適切な投資意思決定がされていない可能性がある。

それでは、このような「わからない」と回答した者に対して、どのように対処すればよいだろうか。目論見書、説明資料、運用報告書などのディスクロージャー資料の内容や掲載項目を、投資の初心者やこのような無関心層でも容易に読めるようにわかりやすくすることも一つの方法であることは確かである。ベンチマークなどの専門用語はカタガナの用語が多く、直感的に理解し辛いのもかもしれない。このような用語をわかりやすい用語に置き換えていくことも、難しさを解消する一つの方向性なのかもしれない。しかし、一方で投資には一定の知識が必要なことも確かであり、必ずしも内容を容易にするだけで良いわけではない。また、各人が別の用語を利用するのでは、理解の妨げになる可能性もある。これらの専門用語を投資家に説明して理解を求めていくことも重要だと思われる。投資信託は企業における退職給付制度の一つである確定拠出年金でも利用されており、その加入者も年々増加している。確定拠出年金では企業が投資教育を実施することが義務付けられているので、このような機会を利用することも可能であろう。また、テレビ、新聞、インターネット等を通じて、このような専門用語を普及していくことも重要だろう。

今回の分析では、アンケート調査を通じて回答者が資料を見るか否か、どの項目を重視するかについて、主観的な資料を見る度合いや重視する度合いについて尋ねた結果を分析したものである。その

ため、実際に損益が生じる投資意思決定を行う場合とは異なる回答をした可能性が残る。つまり、実際の投資意思決定を行う場合には、回答者の真剣度が異なり、見る資料や重視する項目は異なる可能性がある。意思決定を伴う分析には経済実験などが必要であり、今後の課題としたい。