

世代別にみる投資行動

～ 申し込みチャネルからの示唆 ～

Investment Behavior by Generation

Implications from the application channel

袖山 則宏* 荒木 千秋*

Norihiro Sodeyama *, Chiaki Araki *

Abstract

In recent years, Internet-based transactions have become more preferred than traditional face-to-face financial transactions. Comparing digitally native generations such as Generation Z and Millennials with older generations, there may be differences in usage channels and changes in investment behavior between the generations. For working-age investors, financial transactions completed over the Internet are less time-consuming and therefore have lower transaction costs. However, they also need to be objective and financially literate, as they need to make informed decisions about their investments. By clarifying investment behavior by generation through application channels, we will show a new direction for the concept of "from savings to asset building".

キーワード：申し込みチャネル，世代別，ミレニアル世代，投資行動，フィンテック

1. はじめに

本稿の目的は、多様化する金融取引の申し込みチャネルによって、投資行動の特性について明らかにすることである。近年、若年層を中心に、伝統的な金融取引である対面取引よりもインターネット取引を好む傾向がみられる。Z世代やミレニアル世代といったデジタルネイティブ世代と、高齢世代とを比較すると世代間による申し込みチャネルに対する嗜好の違いや、投資行動にも変化があることが考えられる。インターネットで完結する金融取引は、時間などの行動制約がない分、現役世代の投資家にとって取引コストが小さい。

しかしながら、投資に関する情報を自分自身で取得し、判断する必要があるため、客観的な視点や投資家自身の金融リテラシーも求められる。金融リテラシーが十分でない投資家は、自分のリスク許容度を超える高いリスクの金融商品に申し込んでしまい、想定以上の損失を被る可能性もある。ネット取引では、専門知識や情報をもつ金融機関のアドバイザーとの接触機会が減り、客観的なア

* 大阪電気通信大学 金融経済学部

ドバイスを受ける機会が少なくなる。ネット取引を利用する人は情報収集もネットが多く、近視眼的な判断を行いがちで、損失回避傾向の特性があるのではないかと予想する。世代間による投資行動を申し込みチャネルから明らかにすることで、「貯蓄から資産形成へ」の新しい考え方の方向性を示す。

本稿の構成は次の通りである。第2章では、日本における資産形成制度等の現状について確認する。第3章では、分析手法について解説し、第4章では、分析結果ならびに結果についての考察を行う。第5節では、本稿のまとめを行い、今後の課題を述べる。

2. 背景と先行研究

2.1 日本の資産選択の背景

日本家計における資産形成は、1996年の日本版金融ビッグバン以降、銀行投信窓販・保険業務の窓販・インターネット専用証券の台頭における申し込みチャネルにおける選択肢の増加や、資産形成制度等の政策によって変化してきた。

全国銀行協会が発表している投資信託業種別販売額によると、2019年の公募投資信託の販売残高は122兆円にも上る。そのうち、証券会社による投資信託の販売は全体の75.47%、銀行窓販による販売は23.76%である。銀行窓販による投資信託の販売は、窓販解禁後の1998年からリーマン・ショックが起こる前年の2007年までは右肩上がりに伸びていた。2008年以降は、横ばいに推移している。

金融庁[2021]の「投資信託等の販売会社に関する定量データ分析結果」によると¹⁾、投資信託の保有顧客数の推移は、ネット系証券会社が若年層や投資初心者の新規口座開設を右肩上がりに増やしており2016年の84万人から2020年には278万人に4年間で利用者数を3倍まで増やしている。一方で、大手証券会社の投資信託保有顧客数推移は、2016年の338万人から2020年は300万人と減少している。主要行等・地域銀行の投資信託保有顧客数の推移は大きく変動していない。

ただし、投資信託の販売額は大手証券会社・主要行等・ネット系証券会社・地域銀行の順に販売されており、新規口座開設件数が販売額と比例して増加しているわけではない。投資信託の預かり残高も、大手証券会社・主要行等・地域銀行・ネット系証券会社の順であり、ネット系証券会社の1人あたりの投資金額は大きくないことが推測できる。これは、ネット系証券会社の新規顧客が若年層や投資初心者であることから説明できる。

さらに、資産形成制度の税制政策として、2014年には少額投資非課税制度（NISA）を筆頭に、2016年1月には、未成年者用のジュニアNISA、2018年1月にはつみたてNISAが開始されるなど、制度拡充が行われている²⁾。NISAの買付残高は21兆円7075億円に上り、資産形成の関心の高さが伺える。図1に一般NISAとつみたてNISAの年代別口座開設件数と買付残高を示す。年代別にNISAの利用状況を見てみると、60代が口座開設件数、買付金額とも突出している。これは、一般NISAの口座開設件数が多いため、年間の最大利用金額が120万円までとつみたてNISAの年間40万円と比較すると高額なことが要因として考えられる。口座開設件数で比較すると、つみたてNISAの口座開設件数は20代・30代・40代と資産形成層が多いことがわかる。このように、年代によってNISAを利用した投資の選択が異なることが推測できる。

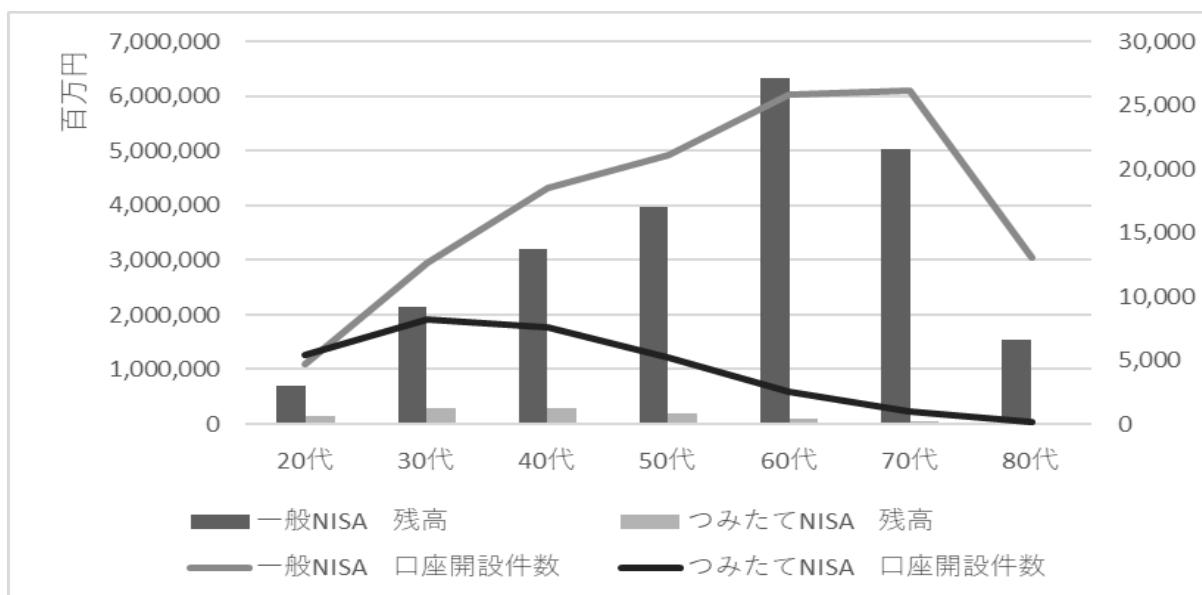


図1 一般NISAとつみたてNISAの年代別口座開設件数と買付残高
 (出典) 金融庁「NISA・ジュニアNISA利用状況調査」を基に作成

2017年には、年金制度の改定により確定拠出年金の個人型確定拠出年金(iDeCo)、企業型確定拠出年金(企業DC)に注目が集まっている³⁾。2021年3月末現在の加入者は、個人型確定拠出年金は193.9万人、企業型確定拠出年金は746.9万人である。2001年の制度開始以来、加入者は右肩上がりに増加している(図2)。確定拠出年金の運用先は自分で選択し、選択肢は元本保証型と元本変動型にわかれており、元本変動型に投資信託が含まれている。確定拠出年金は老後資金を準備する制度から資産形成層の利用が多いと推測される。

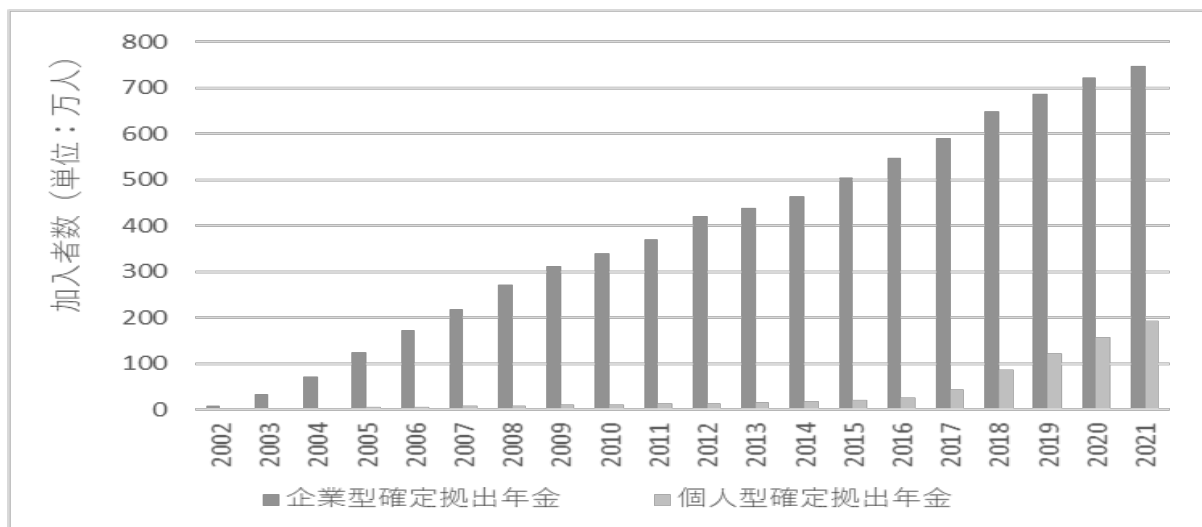


図2 個人型確定拠出年金と企業型確定拠出年金の加入者数の推移
 (出典) 国民基金連合会「加入者数等について(令和3年9月時点)」に基づき作成

以上のような、申し込みチャネルにおける選択肢の増加や資産形成制度の拡充を背景にして、日本における、個人投資家の意思決定要因の構造がどのように状況にあるか考察を行っていく。

2.2 金融行動に関わる先行研究

金融行動に関わる先行研究は、年代・性別・金融資産額・年収・最終学歴などの属性による違いや、金融リテラシーの度合い、金融経済教育の有無など金融知識を保有しているかの違い、損失回避傾向・近視眼的行動バイアス・横並び行動バイアスなど経済学から行動特性の違いによるものがある。

年代による金融行動の先行研究として、北村・中嶋[2010]は30代・40代の男性会社員の株式保有行動について、知識や主観的株式コストなど属性以外の影響を指摘し、リスク許容度、株式期待リターン、将来年金リスク、年収、金融資産/年収、流動性/年収が影響していること明らかにしている。

行動特性による投資行動として、川村[2016]は2016年の金融リテラシー調査結果から、日本人の特性として損失回避傾向の強さを指摘した。「10万円を投資すると、半々の確率で2万円の値上がり益か、1万円の値下がり損のいずれかが発生する」といった期待収益率(±5%)の質問に対して、8割は「投資しない」を選択し、若年層から高齢者層まで幅広い年代が選択した。加えて特に女性の傾向が強かったことを指摘している。

金融リテラシー調査[2019]では、期待収益率(±5%)の投資に対して77.3%が「投資しない」と回答し、日本人の特性として損失回避は変化していないことが伺える。年代別でも、若年層になるにつれ、損失回避傾向が弱まる傾向にある。また、「お金をもらえとの前提で、(1)今10万円をもらう、(2)1年後11万円もらうという2つの選択肢があれば、(1)を選ぶ」で(1)を選んだ近視眼的行動バイアスが強い人の割合は、女性と比較して男性の方が強い傾向にある。男性を年代別にみると高齢者層の方が強い傾向にある。

また、インターネット取引に関するの申し込みチャネルの先行研究としては、丸・駒井・松澤[2016]がある。インターネット取引利用者では、すべての年代で金融資産が有意ではなく、店頭取引は全ての金融資産が有意に正であったことを明らかにし、ネットでは収入のある勤労世代中心に取引され、店頭取引は資産がある高齢者層が取引しているとした。

投資行動の違いは、金融資産の保有額や、年収など金融資産に関わるもの以外にも、年代によって差がある。ライフサイクル仮説が示すように、労働所得が増加する年代であれば、消費よりも貯蓄を選択するが、長く続く低金利状況では預貯金では資産を増やすことは難しく、老齢期に十分な貯蓄がある状態ではない可能性が高くなる。投資性金融商品によって資産形成を促す政策や、学習指導要綱の改訂により、中学の公民や高校の家庭科の授業でも金融知識に関する内容が加えられるなど、将来への貯蓄行動は広義の意味で投資性金融商品も選択肢となっている。

本稿では世代間の金融行動に着目することで、投資に関わる申し込みチャネルに違いがあるのかを明らかにする。特に、申し込みチャネルと店頭取引とネット取引だけではなく、ネット取引をインターネット取引についてはパソコン及びタブレット取引、スマホ取引の区分も実施したことは、本稿の特徴である。ネット取引は店頭取引と比較して取引手数料の安さが魅力である。しかし、SNSなどスマホで完結する娯楽や、ネット注文等の消費行動もスマホ取引が主流となっているミレニアル世代等のデジタルネイティブ世代にとってパソコンよりもスマホの方が利用価値は高く、金融の取引チャネルとして選択している可能性が高いと推測される。さらに、ミレニアル世代はインターネットが当たり前に育った世代であるため、フィンテックなど最新の金融商品について積極的に取り組んでいる可能性が考えられる。ロボ・アドバイザーやビットコインなどの暗号資産(仮想通貨)の行動特性についても年代別に違いがあるのかを確認する。

3. 各種検証

3.1 使用データ

本稿では、2020年10月20日に日本証券業協会より発表された「個人投資家の証券投資に関する意識調査」のローデータを対象とし、各種分析を行うこととした。

3.2 分析の目的

分析の目的は、以下の3点である。

1. 年代別で、個人投資家が有価証券投資を検討したり、興味・関心を持ったきっかけについて把握すること。
2. 申し込みチャネル（ネット取引と店頭取引）別にみた個人投資家の投資行動の特性について把握すること。
対象資産は株式と投資信託とし、インターネット取引についてはパソコン及びタブレット取引、スマホ取引の区分も実施することとした⁴⁾。
3. フィンテック（ロボ・アドバイザー、ビッドコインなどの暗号資産（仮想通貨））の利用状況に対する個人投資家の投資行動の特性について把握すること。

3.3 分析手法

3.3.1 投資のきっかけ

まずは、年代別で、個人投資家が有価証券投資（株式、投資信託、公社債）を検討する際に、どのようなファクターが寄与しているかを明らかにしてみる。

分析手法は回帰分析を用いることとし、被説明変数には年代、説明変数には少額投資、税制優遇、株主優待、将来生活、勧誘といったファクターを使用することとした。

被説明変数の年代は、20代～30代、40代、50代、60代、70代、80代以上といった6区分に分類し、説明変数に関しては以下のように定義をしたうえで、当てはまる場合は=1、当てはまらない場合は=0として分析した。

少額投資：例えば1,000円といった少額からでも投資を始められることを知った。

税制優遇：投資に関する税制優遇制度（NISA、つみたてNISA、確定拠出年金（iDeCo、企業型DC））があることを知った。

株主優待：株主優待があることを知った。

将来生活：将来の生活に不安があり、必要性を感じた。

勧誘：証券会社や金融機関から勧誘を受けた。

3.3.2 申し込みチャネル別にみた投資特性

次に、個人投資家の投資行動が、ネット取引や店頭取引といったチャネル別にみた際に寄与するファクターが異なるのかを明らかにする。対象資産は株式と投資信託とし、インターネット取引に関しては、パソコン及びタブレット取引、スマホ取引の区分も試みた⁴⁾。

まずは、個人投資家が投資を検討する際に、どのようなファクターが寄与しているかを明らかにしてみる。

分析手法は回帰分析を用いることとし、被説明変数はチャネル別金融保有変数、説明変数には

年代、年収、金融知識、近視眼的、損失回避といったファクターを使用することとした。

被説明変数にチャンネル別金融保有変数を採用した理由は、投資家が投資対象資産（株式と投資信託）をコストの低いネット経由での取引と、対面による販売員のサービスが受けられるコストの高い店頭取引を選択できるからである。チャンネル別金融資産保有変数は、投資家がネット商品または、店頭商品を保有しているかを、投資家区分と保有する金融資産を合成した変数である。たとえば、「ネット株式」をチャンネル別金融資産保有変数に取った場合は、投資家がネット投資家かつ株式の所有者の場合に=1、それ以外は=0の二つの値をとる。これにより投資家がネット取引と店頭取引のどちらの購入手段を選択して、金融資産を保有しているのかを表現する。

年代：20代～30代，40代，50代，60代，70代，80代以上といった6区分に分類。

年収：300万円未満，500万円未満，700万円未満，1,000万円未満，1,000万円以上といった5区分に分類。

金融知識：以下3問について，全問正解，2問正解，0～1問正解といった3区分に分類。

問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。

問2. 1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。

問3. 金利が上がったら，通常，債券価格は下がる。

近視眼的：以下の問いについて，そう思う=1，そう思わない=0。

お金を必ずもらえるとの前提で，(1) 今10万円をもらう，(2) 1年後に11万円をもらう，という2つの選択があれば，(1)を選ぶ。

損失回避：以下の問いについて，そう思う=1，そう思わない=0。

10万円を投資すると，半々の確率で2万円の値上がり益か，1万円の値下がり損のいずれかが発生する場合，投資をしない。

3.3.3 フィンテックに対する投資特性

最後に、フィンテックの代表的な商品として注目されている、ロボ・アドバイザーやビットコインなどの暗号資産（仮想通貨）に関する個人投資家の投資行動の特性について、データの制約もあることから、申し込みチャンネルを分けずに分析を行った。

分析手法は回帰分析を用いることとし、被説明変数を金融保有変数、説明変数には株式や投資信託の分析同様に、年代、年収、金融知識、近視眼的、損失回避といったファクターを使用することとした。

4. 検証結果

4.1 投資のきっかけ

検証結果はいずれのファクターも有意であった。ただし、ファクターの係数はすべてが同一ではなく、年代に対して少額投資、税制優遇、将来生活が負、株主優待、勧誘が正の関係を持つことが明らかになった。

若年層ほど、将来の生活に不安を感じており、少額投資からも始められるうえに、税制優遇制度も適応対象である、NISA、つみたてNISA、確定拠出年金（iDeCo、企業型DC）を嗜好するといったコスト抑制傾向が強いと判断できる。

一方で、株主優待や証券会社・金融機関から勧誘を受けたといったファクターは、高齢者ほどその優位性は高まる傾向にあり、特に勧誘ファクターの係数が高水準にあることは、以下の節で示す、株式投資を中心に高齢者が店頭取引を積極的に利用していることと少なからず関係があるのではないかと推測できる。

表1 個人投資家が投資を検討したり、興味・関心を持ったきっかけ

	少額投資	税制優遇	株式優待	将来生活	勧誘
回帰係数	-0.777	-0.580	0.192	-0.147	0.947
t 値	-16.309	-13.910	4.701	-3.266	16.081

4.2 申し込みチャンネル別にみた投資特性

4.2.1 株式投資

まずは、株式投資を行っている個人投資家のネット取引と店頭取引の概要を把握することを目的に、表2にて基礎統計を纏め、そのことを踏まえた上で、詳細な分析を行うこととした。

表2 基礎統計（株式投資）

		ネット取引		店頭取引
		パソコン・タブレット	スマホ	
年 代	20～30代	35.1%	49.8%	4.9%
	40代	57.4%	26.9%	7.9%
	50代	61.5%	14.7%	13.5%
	60～64代	63.4%	7.4%	20.9%
	65～69代	68.7%	5.3%	19.1%
	70代以上	66.2%	3.2%	24.1%
年 収	300万円未満	45.7%	44.7%	41.0%
	500万円未満	23.6%	26.3%	26.0%
	700万円未満	14.3%	13.4%	17.9%
	1,000万円未満	11.0%	11.0%	9.3%
	1,000万円以上	5.3%	4.7%	5.8%
金融知識	高	35.1%	36.5%	32.9%
	中	41.7%	41.8%	44.4%
	低	23.2%	21.8%	22.7%
近視眼的	強	37.7%	29.8%	51.9%
	低	48.6%	55.6%	35.2%
	その他	13.6%	14.5%	12.9%
損失回避	強	30.2%	31.3%	25.5%
	低	33.1%	40.3%	30.8%
	その他	36.7%	28.4%	43.6%

(出典) 日本証券業協会「個人投資家の証券投資に関する意識調査」(2020.10)に基づき作成

表3と表4は、株式投資を行う際の申し込みチャネルをネット取引と店頭取引に区分して回帰分析の検証結果を纏めたものである。

ネット取引と店頭取引を比較すると有意であったのが、いずれも年代と近視眼的行動、損失回避行動といったファクターであった。さらに興味深いのは、有意である各ファクターの係数が、ネット取引と店頭取引で逆転している点にある。ネット取引では、年代については負、近視眼的行動についても負、損失回避行動については正といった結果になった。一方、店頭取引では、年代については正、近視眼的行動についても正、損失回避行動については負といった結果となった。

つまり、年代については若い世代ほどネット取引を利用し、年代が上がると店頭取引を利用する傾向にあるといえる。近視眼的行動は収益が見込める前提が持てるのであれば、ネット取引の方が辛抱強く、店頭取引ではより足下の収益を重視する傾向にある。それに対して、収益を見込みつつ損失が発生する可能性（リスク）があることを前提とした場合には、ネット取引はリスク回避傾向を強めるのに対し、店頭取引はリスク回避傾向を強めるわけではない。

表5と表6は、株式投資を行う際にネット取引の利用者の申し込みチャネルをパソコン・タブレット利用者とスマホ利用者に区分して回帰分析の検証結果を纏めたものである。

年収や金融知識といったファクターはネット取引全体と同様に有意ではなく、年代と近視眼的行動、損失回避行動といったファクターが有意となった。しかしながら有意となったファクターの係数は、パソコン・タブレット利用者とスマホ利用者で一部逆転する結果となった。逆転しているファクターは年代であり、パソコン・タブレット利用者は正、スマホ利用者は負であった。

つまり、インターネット取引でも年代が上昇するほどパソコン・タブレットを利用し、若い年代ほどスマホを利用する傾向にあるのが現状なのである。近視眼的行動は収益が見込める前提が持てるのであれば、いずれの取引でも辛抱強く、収益を見込みつつ損失が発生する可能性（リスク）があることを前提とした場合には、リスク回避傾向を強める傾向にある。

表3 株式投資（ネット取引）

	年 代	年 収	金融知識	近視眼的	損失回避
回帰係数	-0.037	-0.003	0.001	-0.046	0.032
t 値	-8.141	-0.628	0.160	-4.680	3.809

表4 株式投資（店頭取引）

	年 代	年 収	金融知識	近視眼的	損失回避
回帰係数	0.046	0.002	-0.003	0.040	-0.022
t 値	11.668	0.504	-0.360	4.768	-3.068

表5 株式投資（パソコン・タブレット利用者）

	年 代	年 収	金融知識	近視眼的	損失回避
回帰係数	0.057	-0.008	0.003	-0.028	0.017
t 値	10.925	-1.337	0.338	-2.460	1.807

表6 株式投資（スマホ利用者）

	年 代	年 収	金融知識	近視眼的	損失回避
回帰係数	-0.094	0.005	-0.002	-0.019	0.015
t 値	-26.013	1.133	-0.285	-2.368	2.209

4.2.2 投資信託

まずは、株式投資と同様に投資信託の購入を行っている個人投資家のネット取引と店頭取引の概要を把握することを目的に、表7にて基礎統計を纏めた上で、詳細な分析を行うこととした。

ネット取引をパソコン・タブレット及びスマホ取引に区別した際には明らかに20～30代といった、いわゆるミレニアル世代のスマホ利用率が高いことが伺える。一方で、ネット取引でもパソコン・タブレット利用者は、店頭取引と同様に高齢者ほどその利用率は高くなる傾向にある⁵⁾。

その他のファクターについては意外と低収入の投資家層の比率が高く、金融知識についてはどの取引形態でも似通っている。スマホ利用者は近視眼的な取引行動は強く損失回避といった取引行動については、どの取引チャンネルについても分布は似通っている。

表7 基礎統計（投資信託）

		ネット取引		店頭取引
		パソコン・タブレット	スマホ	
年 代	20～30代	51.4%	56.4%	13.7%
	40代	62.6%	34.1%	15.2%
	50代	59.5%	16.5%	35.6%
	60～64代	54.2%	7.7%	50.8%
	65～69代	54.6%	6.0%	50.0%
	70代以上	41.4%	3.0%	70.1%
年 収	300万円未満	33.6%	21.1%	57.5%
	500万円未満	27.4%	28.1%	21.8%
	700万円未満	18.1%	25.4%	10.4%
	1,000万円未満	9.2%	16.2%	5.8%
	1,000万円以上	8.6%	9.1%	4.4%
金融知識	高	35.1%	36.5%	32.9%
	中	41.7%	41.8%	44.4%
	低	23.2%	21.8%	22.7%
近視眼的	強	37.1%	52.4%	36.5%
	低	48.1%	37.3%	48.7%
	その他	14.1%	10.3%	14.8%
損失回避	強	30.3%	29.1%	31.3%
	低	32.4%	27.6%	31.6%
	その他	37.2%	43.2%	37.1%

(出典) 日本証券業協会「個人投資家の証券投資に関する意識調査」(2020.10)に基づき作成

表8と表9は、投資信託を行う際の申し込みチャネルをネット取引と店頭取引に区分して回帰分析の検証結果を纏めたものである。

ネット取引と店頭取引を比較すると、有意であったファクターは年代と年収と金融知識で概ね説明がつくものと判断できる。特に年収や金融知識といったファクターは株式では有意でなかったことを考えると、個人投資家の株式と投資信託といった商品に対する取り組み姿勢には異なる様相がうかがえる。また、興味深い点として、有意なファクターの係数が、ネット取引では正、店頭取引では負であることに着目しておきたい。つまり、年代については株式投資とは反対に、若い世代ほど店頭取引を利用し、年代が上がるとネット取引を利用する傾向が見受けられる。また、勤労者世代に相当する高い年収を取得している投資家層ほどネット取引を積極的に活用しており、年収が低いほど店頭取引の利用が顕著である。

最後に金融知識が高いほどネット取引の利用が高まる傾向にあり、金融知識が低い場合は、店頭取引の利用が高まる傾向にある。株式と投資信託を比較すると投資信託は複雑な仕組みを有する商品も多く、ある程度高いコストを払ってでも、店頭取引にて商品説明・情報・知識を求めているものと考えられる。一連の投資判断は様々な情報を基に意思決定されることから、商品性の違いによる意思決定は、株式より投資信託の方が難易度は高いといえる。そのような側面が、本分析結果に反映されているといえるのではなかろうか。

表8 投資信託（ネット取引）

	年 代	年 収	金融知識	近視眼的	損失回避
回帰係数	0.046	0.078	0.062	0.005	0.021
t 値	7.169	10.288	4.769	0.394	1.822

表9 投資信託（店頭取引）

	年 代	年 収	金融知識	近視眼的	損失回避
回帰係数	-0.041	-0.083	-0.062	-0.005	-0.010
t 値	-6.154	-10.496	-4.612	-0.326	-0.868

4.3 フィンテックに対する投資特性

フィンテックに対する個人投資家の特性を把握するために、代表的な商品であるロボ・アドバイザーとビットコインなどの暗号資産（仮想通貨）についての検証を行った。データの制約もあり申し込みチャネル別での分析ではないが、ここに検証結果を纏めてみる。ロボ・アドバイザーについて有意であったファクターは、年代のみであり、ファクターの係数は負で有意であった。一方で暗号資産については年代と近視眼的行動の2つが有意であり、各ファクターの係数は、年代については負、近視眼的行動については正でとなった。

つまり、フィンテックの商品の利用者はミレニアル世代⁶⁾が牽引とする若い年代ほど利用する意向が高く、年代が高まるにつれ後退する傾向にあるといえる。一方で、暗号資産（仮想通貨）に関してのみ近視眼的なファクターが正に有意に出ているのは、ロボ・アドバイザーと暗号資産（仮想通貨）の商品性の違いが反映された結果であるといえるのではなかろうか。

ロボ・アドバイザーは、パソコンやスマホの画面上から幾つかの質問に答えることで「リスク許容度」を推定し、次に各資産クラスのリターン・リスクの推計値とリスク許容度を用いて、コン

コンピュータが、投資家に最適な運用商品の組合せ決定してくれる。一般的なロボ・アドバイザーでは、6個から10個程度の質問に答えると、購入すべきポートフォリオが提示される。その後、たとえば年齢を経るごとにリスクを取りづらくなるので、ハイリスクの資産を自動的に減らしたり、値動きに応じたリバランスを行ったりといった手続きを代行する。このような一連のサービスを、人工知能を用いて、年率で資産の1%程度の手数料でお任せにて運用できる。つまり、ロボ・アドバイザーでは、資産運用に関わる全プロセスが自動化されている。資産運用に必要とされる高度な知識、膨大な時間と手間、そして意思決定はすべてロボ・アドバイザーが自動化している。一方で、運用の際に考えなければならないのは、個人の運用資産全体を考慮した運用状態を如何に把握することである。ロボ・アドバイザーに投資することで、スマホを通じて、いつでも簡単に投資できる投資環境は整備され、投資の利便性は確かに高まるが、ロボ・アドバイザーへの投資は、一般的には運用資産の一部でしかないことを考えると、運用商品としての位置付けは難しい。その結果が、投資行動のファクターの有意性にも少なからず影響していると考えられる。

暗号資産（仮想通貨）を支えるブロック・チェーンの技術に対する評価は高く、今後、応用の拡大が期待されている。しかし時々の相場に対する評価の根拠を示すことは難しいのが現状である。現時点での検証の結果が、近視眼的バイアスで優位性が高いのは、インターネット取引を中心に、市場参加者の意識が投機的な保有のために、価格が不安定であることが大きく影響しているといえそうである。

表10 フィンテック（ロボ・アドバイザー）

	年 代	年 収	金融知識	近視眼的	損失回避
回帰係数	-0.067	0.006	0.006	-0.006	-0.003
t 値	-16.138	1.170	0.754	-0.619	-0.468

表11 フィンテック（暗号資産：ビットコインなどの仮想通貨）

	年 代	年 収	金融知識	近視眼的	損失回避
回帰係数	-0.062	0.002	-0.001	0.023	-0.003
t 値	-19.730	0.613	-0.153	3.281	-0.615

5. まとめ

本稿では、主に3つの視点について明らかにした。年代別に個人投資家が投資への興味・関心を持ったきっかけについて、株式と投資信託についての申し込みチャネル（ネット取引と店頭取引）別にみた個人投資家の投資行動の特性について、そしてフィンテックの利用状況に対する個人投資家の投資行動の特性についてである。

投資のきっかけとして、若年層ほど、将来の生活に不安を感じていることが投資のきっかけとなっていることが明らかになった。これは、つみため NISA や確定拠出年金制度など、少額で利用できる資産形成制度の活用が若年層を中心に新規口座開設件数を増加していることと一致している。一方、高齢者層では、株主優待や証券会社・金融機関からの勧誘が有価証券取引のきっかけになっている。高齢者層は、金融資産を保有しているため投資のきっかけも将来不安ではな

く、生活の豊さに直結する動機や、金融機関からの直接の勧誘など、若年層とは異なる傾向があることがわかる。

特に、身近な投資資産として扱われてきた株式と投資信託について、申し込みチャネル別の分析特性を、年代・年収・金融知識といったファクターに加え、近視眼的バイアスや損失回避バイアスといった投資行動のファクターを取り入れることが出来たことは、ネットで完結するといった利便性が、実際に取引を行う個人投資家の心理にどのように影響しているかといった点で、より深い考察ができた。投資信託については、若い世代ほど店頭取引を利用し、年代が上がるとネット取引を利用する傾向が見受けられ、勤労者世代に相当する高い年収を取得している投資家層ほどネット取引を積極的に活用し、年収が低いほど店頭取引の利用が顕著であった点は、丸・駒井・松澤[2016]と同じ結果であった。これは、勤労者世代に相当する高い年収を取得している人ほど、限られた時間の中で利便性を重視してネットを活用している可能性が高い。年収が低いほど店頭取引している理由は、高齢者層の時間的余裕がある人ほど活用している可能性が考えられる。

行動特性として、株式投資に関していずれも年代と近視眼的行動、損失回避行動といったファクターはネット取引と店頭取引で有意であった。近視眼的行動についてもネット取引と対面取引では差があり、収益が見込める前提が持てるのであれば、ネット取引の方が辛抱強く、店頭取引ではより足下の収益を重視する傾向にあることがわかる。それに対して、損失回避行動については収益を見込みつつ損失が発生する可能性（リスク）があることを前提とした場合には、ネット取引はリスク回避傾向を強めるのに対し、店頭取引はリスク回避傾向を強めるわけではなかった。ネット取引利用者は、対面取引利用者と比較してより慎重な投資行動を行っていることがわかる。年代ファクターについて株式取引に関しては、店頭取引とネット取引を比較すると明確な傾向がみられ、若年層ほどネット取引を好み、高齢者ほど店頭取引を好む傾向にあった。一方で、投資信託は株式投資と逆の傾向が見られ、若年層ほど店頭取引を好み、高齢者ほどネット取引を好む傾向にあった。

また、フィンテックについては、ロボ・アドバイザーについて有意であったファクターは、年代のみであり、ロボ・アドバイザーの利用者は、ミレニアル世代が牽引とする若い年代ほど利用する意向が高く、年代が高まるにつれ後退する傾向にあるといえる。一方で、暗号資産（仮想通貨）については年代と近視眼的行動が有意であった。暗号資産（仮想通貨）利用者は、ロボ・アドバイザーと同様、若い年代ほど利用意識が高いことが確認できた。

暗号資産（仮想通貨）に関してのみ近視眼的なファクターが正に有意であった理由として、ロボ・アドバイザーは運用資産の一部でしかないことを考えると、商品としての位置付けが難しい一方で、暗号資産（仮想通貨）は投機的取引として活用されている商品性の違いが反映された結果であるといえるのではなかろうか。

年代ファクターでは、株式取引に関しては、店頭取引とネット取引を比較すると明確な傾向がみられ、若年層ほどネット取引を好み、高齢者ほど店頭取引を好む傾向にあった。一方で、投資信託は逆の傾向がみられ、若年層ほど店頭取引を好み、高齢者ほどネット取引を好む傾向にあった。

「貯蓄から資産形成へ」の政策のもと、課題は多いものの資産形成制度は徐々にではあるが、整いつつあるのではないだろうか。今後より一層の普及には、年代別に応じたアプローチも必要になるであろう。世代間の申し込みチャネルに着目した事例研究がほとんどないことから、今後も継

続した検証を行うことで、さらなる新しい知見が得られるものと思われる。引続きネット取引の利用の多い若年層への普及を考えるのであれば、高齢者とも違った、客観的な取引を自らが実践できるような環境やアプローチを整備していかなければならない。つまり、より正しい金融知識の習得が求められるのである。

個人投資家のインターネット取引（特にスマホ取引）が普及している現在では、おそらく各商品の取引に安定した影響を与えるファクターは、このようなデジタルネイティブ世代を含む「年代」といったファクターであろうとする問題意識があった。実際に行った詳細な分析でも、当初の想定を裏付けられる結果となったが、その一方で、商品により個人投資家の申し込みチャネル別でのファクターの優位性は異なることも明らかになった。クロスセクショナルな分析に加え、時系列での分析を積み上げることで、取引環境の変化に対する個人投資家の投資の合理性をモニタリングしていくことは有用であり、今後の課題としたい。

謝辞

本研究の分析には、2020年10月20日に日本証券業協会より発表された「個人投資家の証券投資に関する意識調査」、2018年12月18日に発表された「証券投資に関する全国調査」のローデータの提供を受けております。また、日本証券業協会は本稿の研究結果とは関係なく、全て筆者の個人的な見解である。

注記

- 1) 投資信託保有顧客数の推移は、有効回答が得られた主要行9行、地域銀行26行、大手証券会社8社、ネット系証券会社4社の集計。投資信託販売額推移は、有効回答が得られた主要行8行、地域銀行24行、大手証券会社8社、ネット系証券会社5社の集計。
- 2) 少額投資非課税制度（NISA）とは、2014年に開始された証券税制制度。NISA口座を通じて投資すると利益に対する課税が非課税となる。3種類あり、一般NISAは一括投資やつみたて投資など投資の方法は自由に選択でき、投資から5年間非課税期間が続き、年間120万円まで投資が可能である。つみたてNISAは、原則つみたて方式に限定されており、投資から20年間非課税期間が続き、年間40万円まで投資が可能である。未成年用のジュニアNISAは、2023年12月末で終了予定である。
- 3) 確定拠出年金制度とは、公的年金の国民年金・厚生年金に加え、加入者が自ら選択する年金制度である。個人型確定拠出年金（iDeCo）は、個人が掛け金を拠出し、運用先を選択する。企業型確定拠出年金は、企業が従業員の老後の資産形成のために行う制度。掛け金は原則会社が拠出する。ただし、マッチング拠出を選択している会社は、加入者も一定の金額を上乗せして拠出することができる。どちらの制度も、拠出時・運用時・年金受け取り時に税制優遇があり、注目されている。
- 4) 投資信託を行う際にネット取引の利用者の申し込みチャネルをパソコン・タブレット利用者とスマホ利用者に区分して分析を行わなかった理由は、株式とは異なり、注文方法の質問についてネット取引の種類を複数選択できる回答形式がとられていたためであり、整合性が取れないと判断したことによる。
- 5) これは株式投資と同様の傾向である。
- 6) ミレニアル世代とは、1980年代から2000年代までに生まれたインターネットが当たり前の時代に育った世代（デジタルネイティブ）であり、2020年で20代前半から30代後半くらいの年齢の人々を指して使用されている。ミレニアル世代は、学生時代からスマホを使いこなし、ツイッターやフェイスブック、インスタグラムなどのSNS利用にも積極的であるといった特徴を有している。現在では消費行動やライフスタイル、価値観などが他の世代とは

異なるとして注目されている。

引用文献

- 1) 川村憲章. 『金融リテラシー調査にみる「損失回避傾向の強さ」』. 月刊資本市場 (2016) pp32-37
- 2) 北村智紀・中嶋 邦夫. 『30・40 歳代家計における株式投資の決定要因』. 行動経済学 第3巻 (2010) pp 50-69
- 3) 金融広報中央委員会. 「金融リテラシー調査」. (2019)
- 4) 金融庁. 「投資信託等の販売会社に関する定量データ分析結果」. (2021)
- 5) 金融庁. 「NISA・ジュニア NISA 利用状況調査」. 金融庁
<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/datacollection/index.html>, (参照 2021-11-30)
- 6) 熊倉雅仁. 『金融オムニチャネルマーケティング戦略 — 投資行動の変革—』. 高千穂大学 学術リポジトリ 第52巻 第3号 (2017.11) pp19-39
- 7) 国民年金基金連合会. 「加入者数等について (令和3年9月時点)」. iDeCo 公式サイト,
<https://www.ideco-koushiki.jp/library/status/>, (参照 2021-11-30)
- 8) 袖山則宏. 『個人投資家の老後に備えた資産運用再考』. 人間科学研究 (2018.3)
- 9) 日本証券業協会. 『証券投資に関する全国調査』 (2018.12)
- 10) 日本証券業協会. 『個人投資家の証券投資に関する意識調査』 (2020.10)
- 11) 投資信託協会. 「販売態別純資産残高の状況」. 投資信託協会.
<https://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/index.html>, (参照 2021-11-30)
- 12) 丸淳子・駒井隼人・松澤孝紀. 『インターネットと投資行動』. 証券経済研究 (2016.3) pp65-78
- 13) 家森信善. 『金融論[第2版]』. 中央経済社 (2020.1)