

金融商品の理解に関する実証分析*¹

藤木 裕*²

要 約

2017年に金融庁から公表された「顧客本位の業務運営に関する原則」では、重要な情報の分かりやすい提供と、顧客にふさわしいサービスの提供を金融機関に要求している。金融機関が顧客にふさわしいサービスを提供する大前提は、金融商品をよく理解せず購入している顧客や、複雑な仕組みの金融商品を購入するにあたって適切な対応ができていない顧客を、金融機関がそれ以外の顧客から区別し対応することである。本稿では、金融機関がどのようにして上記のような顧客を区別すればよいか、以下二つの問いに答えながら実証的に検討する。

第一に、株式、投資信託、外貨建て預金・MMF保有の購入に際して、当該金融商品をよく理解せず購入している顧客は、どんな特徴を持つのか。

第二に、複雑な仕組みの金融商品を購入するにあたって適切な対応ができていない顧客は、どんな特徴を持つのか。

「金融リテラシー調査（2016年）」の個票データを用いた実証分析によると、こうした顧客の区別に役立つようなのは、従来から用いられている金融資産残高、年収、年齢、性別などの顧客情報に加えて、貯蓄と投資についての情報を理解した意思決定をする能力を、金利への理解、インフレーションによる金融資産の実質価値変動への理解、分散投資による危険分散への理解、という3つの観点から計測した金融リテラシーに関する情報を用いることである。なぜなら、上記の意味で金融リテラシーが高い顧客は、複雑な仕組みの金融商品の商品性のある程度理解しており、複雑な仕組みの金融商品の内容が理解できたら購入する、という意味で、望ましい投資行動を行っている可能性が高いからである。

キーワード：金融リテラシー、顧客本位の業務運営、顧客にふさわしいサービスの提供
JEL Classification：G11, E21

* 1 本研究の実施に際して、2016年「金融リテラシー調査」の個票利用許可を金融広報中央委員会より得た。本研究の一部は、文部科学省科研費18K01704、平成30年度基盤研究(C)「家計の金融資産保有に関する金融専門家の助言：どんな家計が誰の助言を求めているか？」による。本稿の執筆にあたり、神田秀樹学習院大学教授、福田慎一東京大学教授、植田健一東京大学准教授から有益なご示唆を頂戴した。

* 2 中央大学商学部教授

I. はじめに

老後の生活資金の確保のために、家計が価格変動の可能性がある金融資産に投資する必要があると高まりつつある。この背景には、1990年代の資産価格バブル崩壊後、長期にわたる低い経済成長率、それに伴う低金利、さらには2000年代から本格化した人口高齢化がある。こうした変化は、国民年金の支給額の勤労者所得への比率が低下すると予想されること、企業年金における確定拠出年金の普及と相まって、安全であるが利回りの低い金融商品への投資だけでは、家計が豊かな老後を送るために十分な生活資金を必ずしも確保できるとは限らない可能性を高めている。もちろん、家計ごとに余命、収入、金融資産保有額、支出、遺産などの状況は異なるので、一概に価格変動の可能性がある金融資産への投資が必要なのわけではない。しかし、1990年代はじめの定額郵便貯金のように、利回りが高く、安全で、分かりやすい金融資産がもはや存在しない状態は今後も継続すると予想される。

こうした老後の生活資金をめぐる状況変化にもかかわらず、日本では1,835兆円の家計金融資産のうち977兆円が現預金として運用されている（資金循環統計2019年第一四半期速報）ため、「国民の安定的な資産形成を実現する資金の流れへの転換」と金融機関による「顧客本位の業務運営の確立と定着」が金融庁の行政方針とされてきた。

第一の政策課題に関しては、2014年からの少額投資非課税制度等の措置、2017年度からの個人型確定拠出年金制度の適用範囲拡大などの施策がとられている。元本割れの可能性もある複雑な仕組みの金融商品を購入するには、金

融知識が必要になるため、金融庁、金融広報委員会、全国銀行協会などによる教育活動も行われている。

第二の金融機関向け政策課題に関しては、2017年3月30日に金融庁から「顧客本位の業務運営に関する原則」が公表され、金融庁のホームページにその後の実施状況がまとめられている（<https://www.fsa.go.jp/policy/kokyakuhoni/kokyakuhoni.html>）。

「顧客本位の業務運営に関する原則」の原則5と6では以下の点がうたわれている。

【重要な情報の分かりやすい提供】

原則5. 金融事業者は、顧客との情報の非対称性があることを踏まえ、上記原則4に示された事項¹⁾のほか、金融商品・サービスの販売・推奨等に係る重要な情報を顧客が理解できるよう分かりやすく提供すべきである。

なお、原則5の注1には、ここでいう重要な情報に含まれるべきものとして、顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの基本的な利益（リターン）、損失その他のリスク、取引条件があげられている。

【顧客にふさわしいサービスの提供】

原則6. 金融事業、顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズを把握し、当該顧客にふさわしい金融商品・サービスの組成、販売・推奨等を行うべきである。

具体策として、金融庁は投資信託販売会社に対して、運用損益別顧客比率、投資信託預かり残高上位20銘柄のコスト・リターン、投資信託預かり残高上位20銘柄のリスク・リターン、の3つのkey performance indicator (KPI)の公表を促している。金融庁（2019a）では「顧

1) 原則4. 金融事業者は、名目を問わず、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を、当該手数料等がどのようなサービスの対価に関するものかを含め、顧客が理解できるよう情報提供すべきである。

客本位の業務運営」がどのように金融機関の営業現場での顧客への対応に活かされ、顧客による金融機関の選択に活用されているか調査している。2019年6月3日に公表された金融審議会市場ワーキング・グループ報告書「高齢社会における資産形成・管理」（金融庁（2019b））においても、金融機関に対して、「人生100年時代」を踏まえた顧客本位の業務運営の徹底とサービスに見合う適切な対価の説明と請求を前提として、年齢別の顧客対応の指針を提示している（金融庁（2019b），pp. 26-28）。同報告書の付属文書2「高齢社会における金融サービスのあり方」では、以下のように顧客本位の業務運営が徹底していないとの認識が示されている。

「顧客本位の業務運営に関する原則」が策定されて2年が経過し、各金融機関等の取組みも進展してきたが、販売担当といった現場レベルには必ずしも十分に定着していないといった厳しい指摘も行われている。今後の更なる改善に向けて、今一度、各金融サービス提供者は顧客本位の業務運営とは一体何なのか、突き詰めて考える必要があるといえる。」（金融庁 [2019b], P44）

以上みたように、「顧客本位の業務運営に関する原則」の徹底が要請される状況下、本稿では、「顧客本位の業務運営に関する原則」の原則5と6を実行するために金融機関が留意すべき点を、以下二つの問いに答えながら実証的に検討する。

第一に、株式、投資信託、外貨建て預金・MMF保有の購入に際して、当該金融商品をよく理解せず購入している顧客は、どんな特徴を持つのか。

第二に、複雑な仕組みの金融商品を購入するにあたって適切な対応ができていない顧客は、どんな特徴を持つのか。

上記2つの問いが重要な検討課題となる理由は、株式、投資信託、外貨建て預金・MMFの

購入に際して、当該金融商品をよく理解せず購入している顧客、複雑な仕組みの金融商品を購入するにあたって適切な対応ができていない顧客、をそれ以外の顧客から区別することが金融機関として原則5、6に沿った顧客にとってふさわしいサービスを提供する大前提だからである。例えば金融庁（2019b）では、「顧客の状況からみて、過度にリスクの高い商品の販売を行わない等、顧客にとってふさわしいサービスを提供すること（金融庁 [2019b], P44）」を今後金融サービス提供者が徹底すべき点としてあげている。

実証分析にあたっては、年収、金融資産残高、性別や年齢といった従来から用いられる顧客の属性に加えて、2016年に金融広報中央委員会が行った「金融リテラシー調査」の個票データから作成した金融リテラシー指数を用いる。

実証分析を踏まえ、本稿は株式、投資信託、外貨建て預金・MMFの購入に際して、当該金融商品をよく理解せず購入している顧客、複雑な仕組みの金融商品を購入するにあたって適切な対応ができていない顧客を区別する際に、従来から用いられている金融資産残高、年収、年齢、性別などの顧客情報に、金融リテラシー指数を併用することを提唱する。なぜなら、金融リテラシー指数が高い顧客は金融商品をある程度理解しており、その金融商品の内容が理解できたら購入する、という意味で、望ましい投資行動を行っている傾向がある可能性が高いからである。ただし、この結果は、ほかの属性情報もすべて合わせてみたら金融リテラシー指数に関する情報が有益だ、ということであり、ほかの情報を無視してよいということではないことに注意が必要である。

金融リテラシーは、様々な分野で多義的に用いられている用語である。以下ではLusardi and Mitchell（2014）に従い、貯蓄と投資についての情報を理解した意思決定をする、という観点から、経済学者が金融リテラシーの基礎としてあげる3つの概念に注目する。第一に、複利計算のような金利を計算する能力、第二に、

インフレーションによる金融資産の実質価値変動への理解、第三に、分散投資による危険分散への理解である。

この3つの概念に関する理解の統計調査には、本稿が用いる「金融リテラシー調査」のほか、大阪大学社会経済研究所の「くらしの好みと満足度についてのアンケート（第8回、2010年）」、日本大学人口研究所の「「仕事と家族」に関する全国調査（第2回、2010年）」、経済産業研究所・一橋大学・東京大学による「くらしと健康の調査（第9回、2009年）」がある。これらのデータを使った分析の詳細や、諸外国の研究事例は藤木（2019）にまとめてあるが、その中でも、Sekita（2011）は、「くらしの好みと満足度についてのアンケート」を用いて金融知識と老後の計画の関係について検討し、金融知識の高い人は、老後の計画を立てる傾向があることを指摘した当該分野の日本における先駆的研究である。金融リテラシーと資産蓄積や危険資産への投資の関係については、Sekita（2013）、Kadoya and Khan（2017a, b）、Kadoya et al（2017）、伊藤他（2019）、Sekita et al（2018）、Shimizutani and Yamada（2018）、顔他（2018）など最近のものに限っても多数ある。これらの研究から、リスクの高い金融資産を購入する人

は金融リテラシーが高い傾向があることはよく知られている。本稿の特徴は、金融商品購入経験だけではなく、株式、投資信託、外貨建て預金・MMFの購入に際して、当該金融商品をよく理解せず購入している顧客、複雑な仕組みの金融商品を購入するにあたって適切な対応ができていない顧客の属性を調べたことである。

なお、実際の金融商品の選択にあたっては、本稿が用いる数学的な素養から評価した金融リテラシーだけではなく、金融に関する様々な実務的な知識も重要である。例えば、住宅購入のため銀行借入を行う、あるいは、投資経験を積むために少額の投資信託を購入する、といったことにより、多くの金融知識を得ることができるであろう。したがって、本稿における金融リテラシーの重要性の指摘は、金融商品の選択に際して有益な金融知識の一部分を検討したものであることには注意が必要である。

以下Ⅱ節では分析に用いるデータを説明する。Ⅲ節では株式、投資信託、外貨建て預金・MMFの購入に際して、当該金融商品をよく理解せず購入している顧客の属性を分析する。Ⅳ節では複雑な仕組みの金融商品を購入するにあたって適切な対応ができていない顧客の属性を分析する。Ⅴ節では結論を述べる。

Ⅱ．データ

本稿では、金融広報委員会から許可を得て、2016年に行われた「金融リテラシー調査」の個票データを用いて分析を行った。同調査は、わが国の人口構成とほぼ同一の割合で収集した18～79歳の25,000人を対象に、インターネットによるアンケート調査によって集計されている。以下では、藤木（2019）に従って、株式、投資信託、外貨建て預金・MMFの購入経験と、購入に際する商品性の理解に関する設問、複雑な仕組みの金融商品を購入するにあたっての適

切な対応に関する設問を紹介する。統計分析にあたっては、回答者の金融知識に対する客観評価と自己評価に加えて、収入や年齢などの属性情報を考慮する必要がある。例えば、金融商品の購入経験の有無を論じる場合には、年齢が低く、学生であれば、金融商品の購入経験がほとんどないであろう、といった推測ができるからである。

以下の分析目的は金融商品を購入する顧客行動を検討し、金融機関の販売時の含意を探るこ

とであるから、分析対象は金融商品を選択する回答者であることが望ましい。そこで、同調査の問35「あなたは、金融商品を選択する際の知識・情報を主にどのような機会を得ていますか。」という問いに対して「金融商品を選択することはない」という選択肢を選んだ回答者を除いた14,766人を分析する。「金融商品を選択することはない」を選択した回答者には、遺産で十分な金融資産を保有しており、金融商品を選択する必要がない、貯蓄ができるほど収入がないので金融商品を選択できない、引退後で安全資産を取り崩すだけなので、金融商品を選択する必要がない、あるいは、家族の誰かが金融商品の選択をしている、といった様々な背景が考えられるが、詳細は不明である。

II-1 株式、投資信託、外貨建て預金・MMFの購入経験と、購入に際する商品性の理解

まず、株式、投資信託、外貨建て預金・MMFの購入経験と、購入に際する商品性の理解に関しては、以下の問34を用いる。

問34「次の記入商品を購入したことはありますか。購入した際には、商品性（※）をどの程度、理解していましたか。（※）元本保証や手数料の有無、どんなリスクがあるか等。」

問34では、この後、株式、投資信託、外貨預金・外貨MMFに関してそれぞれ購入した

ことがある人については、1. 商品性について、人に教えられるくらい詳しく理解していた（以下、詳しく理解していた、と略す）、2. 商品性について、ある程度は理解していた（以下、ある程度理解していた、と略す）、商品性については、あまり理解していなかった（以下、あまり理解していなかった、と略す）、商品性については、理解していなかった（以下、理解していなかった、と略す）、という4つの選択肢から選ぶことを求めている。株式、投資信託、外貨預金・外貨MMFに関してそれぞれ購入したことはない、と回答した人については、5. 購入したことはない、という選択肢を選ぶことを求めている。図1は問34についてそれぞれの選択肢を選んだ人の比率を示している。

図1によると、金融商品を選択する回答者のうち、株式、投資信託、外貨預金・外貨MMFを購入したことがある回答者はそれぞれ48%、41%、28%にすぎない。また、購入したことがある人の中でも、あまり理解していなかった、理解していなかった、と答えた商品性の理解に乏しい回答者の合計が11%、13%、7%にも及ぶ。株式、投資信託、外貨預金・外貨MMFのような危険資産を購入する回答者は少数派であり、購入したことがある回答者の中に限ってみても商品性の理解に乏しい回答者の比率は株式、投資信託、外貨預金・外貨MMFの場合それぞれ22%、31%、24%である。

「顧客本位の業務運営に関する原則」の原則5「重要な情報の分かりやすい提供」では、重要な情報には顧客に対して販売・推奨等を行う

図1 株式、投資信託、外貨建て預金・MMFの購入経験と、購入に際する商品性の理解

	購入したことがある					購入したことはない
	詳しく理解していた	ある程度理解していた	あまり理解していなかった	理解していなかった		
株式	48.3	6.3	31.4	8.1	2.6	51.7
投資信託	41.2	3.8	24.8	10.0	2.7	58.8
外貨預金・外貨MMF	27.6	3.3	17.6	5.1	1.7	72.4

サンプル数は14,766
(出所) 藤木(2019), 図表6

金融商品・サービスの基本的な利益（リターン）、損失その他のリスク、取引条件が含まれる、とされている。上記の結果が、原則5に反するかどうかは、意見が分かれるだろう。たとえば、顧客が自分の金融知識を過信して金融機関からよく説明を受けずに商品を購入したのか、金融機関が十分な説明をしないまま顧客が商品購入を余儀なくされた（たとえば判断能力が低下した顧客の場合）のかにより、評価は異なるだろう。ここではそうした評価に立ち入らず、金融商品を十分理解せずに実際に購入している顧客がいた、という調査結果を認識することとする。

II-2 複雑な仕組みの金融商品を購入するにあたっての適切な対応

回答者の複雑な仕組みの金融商品を購入するにあたっての適切な対応への理解を確認するために、以下の問37を用いる。

問37 「複雑な仕組みの金融商品の購入を検討するにあたって、適切な対応はどれでしょうか。」選択肢1. 仕組みがよくわからなくても、売れ行きが良ければ購入する、2. 仕組みがよくわからなくても、提供している金融機関が信用できれば購入する、3. 仕組みがよくわからなくても、高いリターンが期待できれば購入する、4. 仕組みを理解できて問題ないと思えば購入する、5. わからない。

図2は問37についてそれぞれの選択肢を選んだ人の比率を示している。図2によると、金

融商品を選択する回答者のうち、1. 仕組みがよくわからなくても、売れ行きが良ければ購入する、を選んだ回答者の比率は2%、2. 仕組みがよくわからなくても、提供している金融機関が信用できれば購入する、を選んだ回答者の比率は4%、3. 仕組みがよくわからなくても、高いリターンが期待できれば購入する、を選んだ回答者の比率は4%、4. 仕組みを理解できて問題ないと思えば購入する、を選んだ回答者の比率は79%、5. わからない、を選んだ回答者の比率は12%であった。選択肢4は望ましい対応であり、8割近くの回答者がこれを選んでいいる。一方、選択肢1-3は適切ではない対応だが、合計10%の回答者がこれらの選択肢を選んでいいる。また、わからない、を選択した回答者が12%もいいる。

「顧客本位の業務運営に関する原則」の原則6「顧客にふさわしいサービスの提供」では、「金融事業、顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズを把握し、当該顧客にふさわしい金融商品・サービスの組成、販売・推奨等を行うべきである。」としているので、顧客が仕組みをよくわかっていない金融商品を金融機関が販売することは原則6に反するようである。しかし、選択肢2を選ぶ顧客が4%も存在するという事は、顧客が金融機関を信頼し、仕組みへの理解が不十分であることを隠して金融商品を購入する、ということかもしれない。この可能性を金融機関は重視すべきである。なぜなら、その商品から損失が発生した場合に、顧客が自己責任だと考えず、金融機関から勧誘を受けたと主張するかもしれないからである。

図2 複雑な仕組みの金融商品を購入するにあたっての適切な対応

	比率 (%)
仕組みがよくわからなくても、売れ行きが良ければ購入する	2.0
仕組みがよくわからなくても、提供している金融機関が信用できれば購入する	4.0
仕組みがよくわからなくても、高いリターンが期待できれば購入する	3.7
仕組みを理解できて問題ないと思えば購入する	78.6
わからない	11.7

サンプル数は14,766
(出所) 筆者作成

II-3 金融リテラシー指数

経済学者は金融知識の計測に関して内外のデータを用いた分析を蓄積しており、代表的な英文展望論文として Lusardi and Mitchell (2014)、日本語の展望論文は神谷 (2017) があげられる。Lusardi and Mitchell (2014) では、金融知識を複利計算、インフレと金融資産の実質価値、分散投資の効果に関する3つの質問の正答率から定義した金融リテラシー指数を用いて定量化した結果を国際比較し、各国の歴史的経験で正答率が異なること、金融知識は高齢者と教育水準が高い人で高く、女性が低いことを示した。本稿でも、金融知識に関する国際比較可能性の観点から、複利計算、インフレと金融資産の実質価値、分散投資の効果に関する3つの質問の正答数で指数化した金融リテラシー指数を用いて分析を行う。そこで、諸外国の研究と同様に以下問18・19の複利計算に関する設問、問20のインフレによる実質価値の変動に関する設問、問21の小問4、株式分散投資に関する設問から金融リテラシー指数を作成した。

問18「100万円を年率2%の利息がつく預金口座に預け入れました。それ以外、この口座への入金や出金がなかった場合、1年後、口座の残高はいくらになっているでしょうか。利息にかかる税金は考慮しないでご回答ください。」1万円単位で回答を記入するか、「わからない」を選択。
 問19「では、5年後には口座の残高はいくらになっているのでしょうか。利息にかかる税金は考慮しないでご回答ください。(1

つだけ)」選択肢1. 110万円より多い, 2. ちょうど110万円, 3. 110万円より少ない, 4. 上記の条件だけでは答えられない, 5. わからない。

問20「インフレ率が2%で、普通預金口座であなたが受け取る利息が1%なら、1年後にこの口座のお金を使ってどれくらいの物を購入することができると思いますか。(1つだけ)」選択肢1. 今日以上に物が買える 2. 今日と全く同じだけ物が買える 3. 今日以下しか物が買えない 4. わからない。

問21の4次の文章が正しいかどうかをご回答ください。

「1社の株を買うことは、通常、株式投資信託(※)を買うよりも安全な投資である(※何社かの株式に投資する金融商品)」
 選択肢1. 正しい, 2. 間違っている, 3. わからない。

本稿で用いる金融リテラシー指数は、問18・19両方に正解した人に1点、それ以外の人に0点、問20に正解した人に1点、不正解の人に0点、問21に正解した人に1点、不正解の人に0点を与えた合計点である。

図3は金融リテラシー指数を示している。指数の値が0, 1, 2, 3点となる回答者は、それぞれ全体の16%, 23%, 31%, 30%である。この指数は金融商品の理解に役立つ数学的な素養の客観評価に適している。これ以外にも金融リテラシーの計測方法は多数考えられるが、その詳細は藤木(2019)の展望に譲る。

図3 金融リテラシー指数

指数	人数	比率 (%)
0	2,426	16.4
1	3,415	23.1
2	4,509	30.5
3	4,416	29.9
合計	14,766	100.0

(出所) 筆者作成

II-4 金融全般に関する知識の自己評価

前節で紹介した金融リテラシー指数は客観評価の一例であるが、経済学の文献では主観評価による金融リテラシーも用いることが多い。そこで、本稿でも、金融全般に関する知識の自己評価について、以下の問17を利用した。

問17「あなたの金融全般に関する知識は、他の人と比べて、どのようなレベルにあると感じていますか。」選択肢1. とても高い, 2. どちらかといえば高い, 3. 平均的, 4. どちらかといえば低い, 5. とても低い, 6. わからない。

1-6の選択肢を選んだ人の比率は、図4にまとめたように、2%, 16%, 49%, 24%, 8%, 1%である。

49%の人は自分が平均的であり、32%の人は、どちらかといえば低い、とても低い、と回答していることから、金融全般に関する知識の自己評価は平均以下の方向に偏っている。

以下では、選択肢1-5それぞれを選んだ人が1、選ばなかった人が0の値を取る自己評価のダミー変数を構築し、選択肢6の「わからない」を基準として分析を行った。

II-5 回答者の属性変数

調査回答者の属性に関する設問から、図5にまとめてある以下のダミー変数を作成した。

すなわち、税込み年収（〈年収〉、万円単位のレンジ、〈 〉内は計表での略号、_NAは無回

答を示す、以下同様）、金融資産残高（万円単位のレンジ、_NAは無回答）、年齢（5歳刻み、18～24歳を基準）、性別（男性なら1、女性なら0）、職業（会社員〈民間企業〉、公務員、自営業、パート・アルバイト〈パート〉、専業主夫・主婦〈主夫・主婦〉、学生についてそれぞれ該当するなら1）、学歴（高校、専門学校、短大・高専〈短大〉、大学、大学院についてそれぞれ該当するなら1）、金融トラブルの経験（〈金融トラブル経験〉、ある人に1）、借入の有無（〈借金あり〉、借金のある人に1）、金融経済情報を新聞・テレビ・インターネット等でどれくらい頻繁にみているか（〈情報毎日〉、〈情報週一回〉、〈情報月一回〉、〈情報月一回より少〉）、居住地（8地域、関東地方を除く）、である。これらの変数の平均値は図5に示してある。

上記のダミー変数は、基準になるグループからの相対的な乖離を評価するために用いられる。以下の分析で基準となるグループは、図4で説明した金融全般に関する知識の自己評価がわからない、税込み年収が0円より上で250万円まで、金融資産残高が0円より上で250万円まで、年齢が18～24歳、女性、職業は無職かその他（会社員〈民間企業〉、公務員、自営業、パート・アルバイト〈パート〉、専業主夫・主婦、学生ではない）、教育は義務教育だけかその他（高校、専門学校、短大・高専、大学、大学院以外）、金融トラブルの経験はなく、金融経済情報を新聞・テレビ・インターネット等で全くみない、関東地方に住んでいる回答者である。

図4 金融知識の自己評価

	人数	比率 (%)
とても高い	246	1.7
どちらかといえば高い	2,402	16.3
平均的	7,233	49.0
どちらかといえば低い	3,555	24.1
とても低い	1,150	7.8
わからない	180	1.2
合計	14,766	100.0

(出所) 筆者作成

図5 回答者の属性変数の平均値

年収_0	0.022	年齢 25_29	0.071	金融トラブル経験	0.063
年収_250~500	0.305	年齢 30_34	0.072	情報毎日	0.446
年収_500~750	0.185	年齢 35_39	0.102	情報週一回	0.231
年収_750~1000	0.118	年齢 40_44	0.082	情報月一回	0.092
年収_1000~1500	0.064	年齢 45_49	0.079	情報月一回より少	0.157
年収_1500_	0.021	年齢 50_54	0.084	借金あり	0.297
年収_NA	0.148	年齢 55_59	0.095	北海道	0.042
金融資産残高_0	0.074	年齢 60_64	0.097	東北	0.070
金融資産残高_250~500	0.112	年齢 65_69	0.123	北陸	0.041
金融資産残高_500~750	0.064	年齢 70_74	0.102	中部	0.144
金融資産残高_750~1000	0.061	年齢 75_	0.044	近畿	0.166
金融資産残高_1000~2000	0.095	男性	0.490	中国	0.058
金融資産残高_2000_	0.168	民間企業	0.321	四国	0.031
金融資産残高_NA	0.277	公務員	0.039	九州	0.108
		自営業	0.071		
		パート	0.128		
		主夫・主婦	0.225		
		学生	0.030		
		高校	0.293		
		専門学校	0.092		
		短大	0.121		
		大学	0.425		
		大学院	0.049		

サンプル数は 14,766

(出所) 筆者作成

Ⅲ. 株式，投資信託，外貨建て預金・MMF 購入状況と回答者の属性の分析

Ⅲ-1 分析の方法

図1では，株式，投資信託，外貨預金・外貨MMFを購入したことがある回答者のうち，あまり理解していなかった，理解していなかった」と答えたという意味で，商品性の理解に乏しい回答者の比率は株式，投資信託，外貨預金・外貨MMFの場合それぞれ22%，31%，24%だと指摘した。以下では，多項ロジット・モデルから計算した限界効果を用いて，株式，投資信託，外貨預金・外貨MMFの商品性について，詳しく理解していた，ある程度理解していた，あまり理解していなかった，理解していなかった，購入経験無，との回答を行う確率

と，回答者の属性との関係进行分析する。

ロジット・モデルは，経済学では「ある行動をするか，しないか」という意思決定が，どんな回答者の属性と関係しているか分析するためによく用いられる。例えば，横浜から羽田空港に移動するためには，リムジンバスか，鉄道の二つの手段が利用できるとする。リムジンバスで移動する人に1，鉄道で移動する人には0という値をとる変数を作成し，これを年齢，年収，大きなスーツケースを持っているか，といった個人の属性に関する情報で説明する回帰式を作成する。この回帰式の子測値は，リムジンバスに乗る確率の子測値になるので，例えば大きな

スーツケースを持っている人や、高齢の人が1のリムジンバスに乗りやすい、というような予測が可能になる。ただし、普通の最小二乗法で計算した回帰式では予測値が0と1の間に収まるとは限らない不都合があるので、ある統計学の仮定の下で予測値が0と1の間に収まるように工夫したのがロジット・モデルである。

横浜から羽田空港に移動するためには、リムジンバス、鉄道だけでなく、タクシーで移動する人もいるかもしれない。多項ロジット・モデルは、このように3つ以上の選択肢がある場合に、回答者の属性と、選択肢の決定の関係を分析するために、ある統計学の仮定の下で用いられているモデルである。本稿の場合も、回答者が選択する選択肢が3つ以上あるので、多項ロジット・モデルを用いる。

分析にあたっては、多項ロジット・モデルの回帰係数の推計結果よりも、推計結果から試算された限界効果の解釈のほうが容易である。限界効果は、説明変数が連続変数の場合は、その変数が1単位変化したとき、詳しく理解していた、ある程度理解していた、あまり理解していなかった、理解していなかった、購入経験無、の選択肢を取る確率の変化幅を示す。説明変数がダミー変数の場合は、基準となる変数と比較して（例えば、性別なら女性）、値が0から1に変わった場合（例えば、男性の場合）、詳しく理解していた、ある程度理解していた、あまり理解していなかった、理解していなかった、購入経験無、の選択肢を取る確率の変化幅を示す。限界効果の計算は、計量経済ソフトStata14のMarginsコマンドのdydxオプションを用いている。分析に用いた多項ロジット・モデルの回帰係数の推計結果は藤木（2019）に報告されている。ロジット・モデル、多項ロジット・モデルの性質や限界効果の解釈についての日本語の解説は山本（2015）を参照のこと。

Ⅲ-2 あまり理解していなかった、理解していなかった、を選択した回答者の特徴
まず、あまり理解していなかった、理解して

いなかった、を選択する確率が高い回答者はどんな特徴があるか検討する。

図6、図7、図8の4列目と5列目には、株式、投資信託、外貨預金・外貨MMFを購入したことがある回答者のうちで、1行目に記載された金融リテラシー指数が1単位変化したときに、あまり理解していなかった、理解していなかった、を回答者が選択する確率がどれほど変化するか、それ以外の属性変数が基準となるグループから当該グループに変わったときにあまり理解していなかった、理解していなかった、を回答者が選択する確率がどれほど変化するかを測った限界効果の推定値が示されている。係数の右肩にある*、**、***は、限界効果が有意水準10%、5%、1%で統計的に有意であることを示している。職業、学歴、地域ダミーの結果は省略されているので、関心のある読者は藤木（2019）を参照されたい。

図6、図7、図8の2行目には、金融リテラシー指数の影響が報告されている。4列目と5列目をみると、株式についての、あまり理解していなかった、を除くと係数がマイナスで統計的に有意なので、金融リテラシー指数が高い値とる回答者は、あまり理解していなかった、理解していなかった、を選択する確率が低くなる。株式の結果がほかの2商品と異なる背景は、株式投資の理解には、金融リテラシー指数が扱う数学的な素養以外の条件も重要だからかもしれない。

図6、図7、図8の3-7行目には、金融全般に関する知識の自己評価の影響が報告されている。図6の株式の場合には、4列目と5列目をみると、自己評価がとても高い、だとあまり理解していなかった、自己評価がどちらかといえば高いほう、だと理解していなかった、を選択する確率が低い。図7の投資信託の場合、4列目と5列目をみると、自己評価がどちらかといえば低いほう、だとあまり理解していなかった、を選択する確率が高くなり、自己評価がどちらかといえば高いほう、だと、理解していなかった、を選択する確率が低くなる。

図6 株式購入時の商品性理解（限界効果）

	詳しく理解	ある程度理解	あまり理解せず	理解せず	購入経験無
金融リテラシー指数	-0.004 **	0.040 ***	-0.001	-0.006 ***	-0.028
自己評価：とても高い	0.165 ***	0.094 *	-0.114 **	0.003	-0.149
自己評価：どちらかといえば高い	0.092 ***	0.142 ***	-0.019	-0.022 **	-0.193
自己評価：平均的	0.024	0.093 **	0.007	-0.016	-0.107
自己評価：どちらかといえば低い	0.000	-0.025	0.037	-0.004	-0.009
自己評価：とても低い	0.004	-0.081 *	0.013	0.004	0.060
年取_0	0.002	0.021	0.003	0.012	-0.037
年取_250~500	0.002	-0.023 *	-0.009	-0.006	0.035
年取_500~750	-0.004	-0.011	-0.003	-0.005	0.023 **
年取_750~1000	0.006	-0.023	-0.003	-0.005	0.025 **
年取_1000~1500	0.002	-0.002	-0.007	-0.011	0.017 ***
年取_1500_	0.017	0.008	-0.024	0.005	-0.006
年取_NA	0.009	-0.017	-0.010	-0.007	0.025
金融資産残高_0	0.010	-0.088 ***	-0.008	-0.015 **	0.102
金融資産残高_250~500	0.010	0.014	0.031 ***	0.000	-0.055
金融資産残高_500~750	0.012	0.063 ***	0.008	-0.003	-0.080
金融資産残高_750~1000	0.020 **	0.034 **	0.029 ***	0.010 *	-0.093
金融資産残高_1000~2000	0.019 **	0.079 ***	0.026 ***	0.000	-0.124 *
金融資産残高_2000_	0.034 ***	0.073 ***	0.021 **	0.003	-0.131 *
金融資産残高_NA	-0.006	0.019	0.002	-0.002	-0.013 **
年齢25_29	0.006	0.020	-0.016	-0.003	-0.007 **
年齢30_34	-0.018	0.091 ***	-0.013	0.001	-0.061 **
年齢35_39	-0.016	0.075 **	0.019	-0.004	-0.075 ***
年齢40_44	-0.014	0.087 ***	0.008	-0.004	-0.077 ***
年齢45_49	-0.010	0.067 **	0.024	0.001	-0.083
年齢50_54	-0.026 *	0.106 ***	0.013	0.009	-0.103 **
年齢55_59	-0.027 *	0.121 ***	0.033 *	-0.003	-0.125
年齢60_64	-0.030 **	0.143 ***	0.030	0.011	-0.155
年齢65_69	-0.030 **	0.194 ***	0.045 **	0.021 **	-0.231
年齢70_74	-0.035 **	0.243 ***	0.041 **	0.015	-0.264
年齢75_	-0.042 ***	0.237 ***	0.054 ***	0.014	-0.263 **
男性	0.045 ***	0.075 ***	0.000	-0.001	-0.119 *
金融トラブル経験	0.024 ***	-0.024 *	0.024 ***	0.014 ***	-0.038 **
情報毎日	0.002	0.298 ***	-0.028 ***	-0.015 ***	-0.257
情報週一回	-0.034 ***	0.231 ***	-0.008	-0.012 **	-0.177
情報月一回	-0.035 **	0.183 ***	-0.004	-0.008	-0.136
情報月一回より少	-0.048 ***	0.144 ***	-0.025 **	-0.004	-0.068
借金あり	0.003	-0.014 *	0.004	0.002	0.006 *

(注) 「詳しく理解」は「詳しく理解していた」、「ある程度理解」は「ある程度理解していた」、「あまり理解せず」は「あまり理解していなかった」、「理解せず」は「理解していなかった」、「購入経験無」は「購入したことはない」を示す。

*** は1%, ** は5%, * は10%水準で統計的に有意。職業, 学歴, 地域ダミーは省略。

(出所) 藤木 (2019), 図表 17 から抜粋

図7 投資信託購入時の商品性理解（限界効果）

	詳しく理解	ある程度理解	あまり理解せず	理解せず	購入経験無
金融リテラシー指数	0.003 *	0.042 ***	-0.006 **	-0.005 ***	-0.034 ***
自己評価：とても高い	0.096 ***	0.126 ***	-0.064	-0.001	-0.158 ***
自己評価：どちらかといえば高い	0.048 **	0.140 ***	0.013	-0.024 **	-0.177 ***
自己評価：平均的	0.004	0.073 *	0.036	-0.016	-0.097 **
自己評価：どちらかといえば低い	-0.039 *	-0.001	0.055 *	-0.005	-0.010
自己評価：とても低い	-0.039	-0.059	0.014	0.005	0.080 *
年取_0	0.007	0.007	-0.044 *	0.003	0.027
年取_250~500	-0.004	0.012	-0.015 *	-0.005	0.012
年取_500~750	0.000	0.007	-0.013	-0.007	0.014
年取_750~1000	0.004	0.001	-0.021 **	-0.011 *	0.026
年取_1000~1500	0.007	0.015	-0.045 ***	-0.005	0.027
年取_1500_	0.020 **	0.011	-0.038 *	-0.002	0.009
年取_NA	0.002	0.025	-0.023 **	-0.011 *	0.007
金融資産残高_0	0.001	-0.078 ***	-0.023	0.001	0.099 ***
金融資産残高_250~500	0.007	0.042 ***	0.018 *	0.009 *	-0.076 ***
金融資産残高_500~750	0.001	0.071 ***	0.031 ***	0.006	-0.110 ***
金融資産残高_750~1000	0.005	0.077 ***	0.016	0.007	-0.106 ***
金融資産残高_1000~2000	0.010	0.105 ***	0.030 ***	0.001	-0.146 ***
金融資産残高_2000_	0.019 ***	0.140 ***	0.042 ***	0.009	-0.210 ***
金融資産残高_NA	0.002	0.054 ***	-0.008	0.002	-0.050 ***
年齢_25_29	0.016	0.038	-0.017	-0.013	-0.024
年齢_30_34	-0.001	0.034	-0.014	-0.012	-0.007
年齢_35_39	0.002	0.066 *	-0.002	-0.017 *	-0.048
年齢_40_44	-0.003	0.074 **	0.011	-0.006	-0.076 **
年齢_45_49	0.010	0.083 **	-0.003	-0.002	-0.088 ***
年齢_50_54	-0.007	0.118 ***	0.013	0.000	-0.124 ***
年齢_55_59	-0.012	0.108 ***	0.028	-0.003	-0.121 ***
年齢_60_64	-0.016	0.144 ***	0.043 **	0.004	-0.175 ***
年齢_65_69	-0.013	0.152 ***	0.060 ***	0.014	-0.213 ***
年齢_70_74	-0.010	0.194 ***	0.073 ***	0.004	-0.261 ***
年齢_75_	-0.009	0.174 ***	0.073 ***	0.001	-0.239 ***
男性	0.011 **	0.002	-0.011 *	-0.001	0.000
金融トラブル経験	0.007	0.037 ***	0.027 ***	0.018 ***	-0.090 ***
情報毎日	0.015	0.181 ***	0.000	-0.018 ***	-0.178 ***
情報週一回	-0.014	0.146 ***	0.024 *	-0.021 ***	-0.135 ***
情報月一回	-0.022	0.123 ***	0.029 **	-0.008	-0.122 ***
情報月一回より少	-0.007	0.047 *	0.024 *	-0.011 **	-0.053 **
借金あり	0.002	-0.024 ***	-0.006	-0.003	0.032 ***

(注) 「詳しく理解」は「詳しく理解していた」、「ある程度理解」は「ある程度理解していた」、「あまり理解せず」は「あまり理解していなかった」、「理解せず」は「理解していなかった」、「購入経験無」は「購入したことはない」を示す。
 ***は1%、**は5%、*は10%水準で統計的に有意。職業、学歴、地域ダミーは省略。

(出所) 藤木(2019)、図表19から抜粋

図8 外貨預金・外貨 MMF 購入時の商品理解 (限界効果)

	詳しく理解	ある程度理解	あまり理解せず	理解せず	購入経験無
金融リテラシー指数	0.003 **	0.022 ***	-0.006 ***	-0.007 ***	-0.012 ***
自己評価：とても高い	0.101 ***	0.079 *	0.038	-0.002	-0.217 ***
自己評価：どちらかといえば高い	0.061 **	0.090 **	0.019	0.007	-0.177 ***
自己評価：平均的	0.024	0.029	0.022	0.009	-0.083 **
自己評価：どちらかといえば低い	-0.014	-0.032	0.026	0.008	0.012
自己評価：とても低い	-0.008	-0.101 **	0.008	0.011	0.090 **
年取_0	0.008	0.019	-0.011	-0.014	-0.002
年取_250~500	-0.004	-0.019 *	-0.007	0.000	0.031 **
年取_500~750	-0.004	-0.008	-0.008	0.002	0.019
年取_750~1000	0.004	-0.022 *	-0.012	0.001	0.029 *
年取_1000~1500	0.005	-0.014	-0.014	-0.001	0.023
年取_1500_	0.016 **	-0.020	-0.011	-0.016	0.031
年取_NA	-0.009	0.001	-0.008	-0.001	0.017
金融資産残高_0	0.007	-0.034 *	-0.020 **	-0.002	0.050 **
金融資産残高_250~500	0.008	0.018	0.013 *	0.008 **	-0.047 ***
金融資産残高_500~750	0.009	0.036 **	0.022 ***	0.010 **	-0.077 ***
金融資産残高_750~1000	0.017 **	0.043 ***	0.010	-0.002	-0.068 ***
金融資産残高_1000~2000	0.014 **	0.064 ***	0.007	0.004	-0.090 ***
金融資産残高_2000_	0.020 ***	0.089 ***	0.016 **	0.010 **	-0.134 ***
金融資産残高_NA	0.012 *	0.024 *	-0.009	0.004	-0.030 **
年齢25_29	-0.007	0.004	0.016	-0.008	-0.006
年齢30_34	-0.009	0.066 *	0.026	-0.006	-0.076 **
年齢35_39	-0.016	0.115 ***	0.030 *	-0.011 *	-0.118 ***
年齢40_44	-0.010	0.120 ***	0.033 **	-0.010	-0.133 ***
年齢45_49	-0.007	0.132 ***	0.024	-0.012 *	-0.136 ***
年齢50_54	-0.016	0.132 ***	0.021	-0.007	-0.129 ***
年齢55_59	-0.022 **	0.127 ***	0.036 **	-0.007	-0.133 ***
年齢60_64	-0.026 **	0.136 ***	0.036 **	-0.008	-0.138 ***
年齢65_69	-0.032 ***	0.133 ***	0.031 *	-0.009	-0.123 ***
年齢70_74	-0.024 **	0.139 ***	0.042 **	-0.007	-0.150 ***
年齢75_	-0.032 **	0.142 ***	0.053 ***	-0.014	-0.149 ***
男性	0.008 *	-0.030 ***	0.004	0.006 **	0.013
金融トラブル経験	0.009 *	0.029 **	0.025 ***	0.012 ***	-0.074 ***
情報毎日	0.016	0.151 ***	0.006	-0.003	-0.170 ***
情報週一回	-0.008	0.122 ***	0.013	-0.004	-0.123 ***
情報月一回	-0.012	0.087 ***	0.030 ***	0.000	-0.106 ***
情報月一回より少	-0.005	0.040 *	0.014	-0.003	-0.045 **
借金あり	0.001	-0.021 ***	-0.006	0.001	0.026 ***

(注) 「詳しく理解」は「詳しく理解していた」、「ある程度理解」は「ある程度理解していた」、「あまり理解せず」は「あまり理解していなかった」、「理解せず」は「理解していなかった」、「購入経験無」は「購入したことはない」を示す。
***は1%, **は5%, *は10%水準で統計的に有意。職業, 学歴, 地域ダミーは省略。

(出所) 藤木 (2019), 図表 21 から抜粋

図6、図7、図8の8-14行目には、年収の影響が報告されている。年収が高まっていくと、図7の投資信託の場合、あまり理解していなかった、を選択する確率が低下する。

図6、図7、図8の15-21行目には、金融資産残高の影響が報告されている。4列目をみると、いずれの場合も金融資産残高が増えると、あまり理解していなかった、を選択する確率は高まる。この点は、高額資産保有者であるからと言って、必ずしも金融商品に適切な理解をしているとは限らないことを示している。理解していなかった、を選択する確率は、株式で750-1,000万円、投資信託で250-500万円、外貨預金・外貨MMFで250-750万円と2,000万円以上の金融資産残高の場合高まる。

図6、図7、図8の22-32行目には、年齢の影響が報告されている。4列目をみると、いずれの場合も年齢が高まるとあまり理解していなかった、を選択する確率は高まる。理解していなかった、を選択する確率は、株式は65-69歳で高まり、投資信託は35-39歳、外貨預金・外貨MMFは35-39歳と45-49歳で低下する。

図6、図7、図8の33行目に性別の影響が報告されている。男性だと、投資信託の場合あまり理解していなかった、を選択する確率が低下し、外貨預金・外貨MMFでは、理解していなかった、を選択する確率が高まる。

図6、図7、図8の34行目には金融トラブルの経験の影響が報告されている。容易に予想されるように、金融トラブルの経験があると、あまり理解していなかった、理解していなかった、を選択する確率は高まる。

図6、図7、図8の35-38行目には、金融経済情報を新聞・テレビ・インターネット等でどれくらい頻繁にみているか（〈情報毎日〉、〈情報週一回〉、〈情報月一回〉、〈情報月一回より少〉）、の影響が報告されている。図6をみると、株式の場合、あまり理解していなかった、理解していなかった、を選択する確率は、情報に接している機会が多いほうが低くなる。図7をみると、投資信託の場合、あまり理解していなかつ

た、を選択する確率は、情報に接する機会が多いと高まり、理解していなかった、を選択する確率は、情報に接している機会が多いほうが低くなる。図8をみると、外貨預金・外貨MMFの場合、あまり理解していなかった、を選択する確率は情報に月一回接する回答者の場合高くなる。

Ⅲ-3 詳しく理解していた、を選択する回答者の特徴

次に、図6、図7、図8の2列目に報告されている、詳しく理解していた、を選択する回答者の特色をみてみよう。

図6の2列目をみると、株式の場合、金融リテラシー指数が低く、金融に関する知識の自己評価がとても高い、どちらかといえば高い、金融資産残高が750万円以上で、男性で、金融トラブル経験があり、金融経済情報を新聞・テレビ・インターネット等で週一回より多くみえない回答者であると、詳しく理解していた、を選択する確率が高い。年齢が50歳以上の回答者で、詳しく理解していた、を選択する確率が低い。

図7の2列目をみると、投資信託の場合、金融リテラシー指数が高く、金融に関する知識の自己評価がとても高い、どちらかといえば高い、年収1500万円以上、金融資産残高2000万円以上、男性の回答者であると、詳しく理解していた、を選択する確率が高い。

図8の2列目をみると、外貨預金・外貨MMFの場合、金融リテラシー指数が高く、金融に関する知識の自己評価がとても高い、どちらかといえば高い、年収1500万円以上、金融資産残高750万円以上、男性で、金融トラブル経験がある回答者だと、詳しく理解していた、を選択する確率が高い。年齢が55歳以上の回答者で、詳しく理解していた、を選択する確率が低い。

Ⅲ-4 ある程度理解していた、を選択する回答者の特徴

最後に、図6、図7、図8の3列目に報告されている、ある程度理解していた、を選択する回答者の特色をみてみよう。

図6の3列目をみると、株式の場合、金融リテラシー指数が高く、金融に関する知識の自己評価が平均的以上、金融資産残高が500万円以上、年齢が30歳以上で、男性で、金融トラブル経験がなく、金融経済情報を新聞・テレビ・インターネット等で週一回より多くみている回答者であると、ある程度理解していた、を選択する確率が高い。年収が250-500万円、金融資産残高がゼロの回答者で、ある程度理解していた、を選択する確率が低い。

図7の3列目をみると、投資信託の場合、金融リテラシー指数が高く、金融に関する知識の自己評価が平均的以上、金融資産残高が高く、年齢が35歳以上で、金融トラブル経験があり、金融経済情報を新聞・テレビ・インターネット等で週一回より多くみていると、ある程度理解していた、を選択する確率が高い。金融資産残高がゼロの回答者で、ある程度理解していた、を選択する確率が低い。

図8の3列目をみると、外貨預金・外貨MMFの場合、金融リテラシー指数が高く、金融に関する知識の自己評価がとても高い、どちらかといえば高い、金融資産残高500万円以上、30歳以上、女性で、金融トラブル経験があり、金融経済情報を新聞・テレビ・インターネット等で週一回より多くみている回答者であると、ある程度理解していた、を選択する確率が高い。年収が250-500万円、750-1,000万円、金融資産残高がゼロの回答者で、ある程度理解していた、を選択する確率が低い。

Ⅲ-5 選択肢ごとの回答者の特徴のまとめ

これまでの分析結果から、3つの商品に共通する特徴をまとめると以下の通り。

まず、あまり理解していなかった、理解していなかった、を選択するという意味で、金融商

品の理解が十分ではない回答者に関しては、以下の特徴がある。

1. 金融リテラシー指数が高い値をとる回答者は、あまり理解していなかった、理解していなかった、を選択する確率が低い（株式のあまり理解していなかった、は例外）。
2. 金融資産残高が高いと、あまり理解していなかった、を選択する確率は高まる。
3. 年齢が高いと、あまり理解していなかった、を選択する確率は高まる。
4. 金融トラブルの経験があると、あまり理解していなかった、理解していなかった、を選択する確率は高まる。

次に、詳しく理解していた、を選択する回答者である確率は以下のような属性を持っていると高まる。

1. 金融に関する知識の自己評価が高い、
2. 金融資産残高が2000万円以上、
3. 男性、

最後に、ある程度理解していた、を選択する回答者である確率は、以下の属性で高まる。

1. 金融リテラシー指数が高い、
2. 金融に関する知識の自己評価がとても高い、どちらかといえば高い
3. 金融資産残高が高い、
4. 年齢が35歳より高い、
5. 金融経済情報を新聞・テレビ・インターネット等で週一回より多くみている。

金融機関の側からみて問題なのは、金融商品の理解が十分ではない顧客（このデータセットではおよそ1割）を、金融商品を理解している顧客だと誤認することである。

金融商品の理解が十分ではない顧客の区別に役立つそうなのは、金融リテラシー指数に関する情報である。なぜなら、金融リテラシー指数が高い顧客は商品理解が高い傾向があるからである（株式のあまり理解していなかった、は例外）。もっとも、この結果は、ほかの情報もすべて合わせてみたらうえて金融リテラシー指数に関する情報が有益だ、ということであり、ほか

の情報を無視してよいということではないことには注意が必要である。

これに対し、金融資産残高が高いことや、年齢が高いことは、あまり理解していなかった、ある程度理解していた、を選択する確率をともに高める場合があり、それぞれ単独の情報としてみると、顧客の理解の区別には不向きな情報である。

また、金融経済情報を新聞・テレビ・インターネット等でよくみていると、多くの場合は理解度が高い顧客である傾向があるが、投資信託の場合、理解していなかったと答える確率は、金融経済情報を新聞・テレビ・インターネット等

でよくみていると低下してしまう。この点からも、情報を多く得ているかどうかと、金融商品の理解は、別問題だ、という教訓が得られる。

以上みた通り、顧客の属性情報を単独でみて、顧客の金融商品の理解を推し量るのは難しい。例えば、金融資産残高が高くて、常に金融商品の理解が高いとは限らない。それゆえ、顧客の異質性に配慮した対応が必要である。その際には、通常の顧客の属性情報（金融資産、年齢、性別、年収）を総合的にみताうえて、金融リテラシーに関する情報も併用することが有益そうである。

IV. 複雑な仕組みの金融商品を購入するにあたっての適切な対応

図9には、仕組みがよくわからなくても、売れ行きが良ければ購入する（図9では「売れ行き」と記載された列が結果、以下同様）、仕組みがよくわからなくても、提供している金融機関が信用できれば購入する（金融機関）、仕組みがよくわからなくても、高いリターンが期待できれば購入する（リターン）、理解し問題ないなら買う（理解し買う）、わからない、のどのグループに属するかを多項ロジット・モデルで分析することで計算された限界効果が報告されている（詳細は藤木（2019）参照）。

仕組みがよくわからなくても、売れ行きが良ければ購入する、を選択する回答者である確率は、金融リテラシー指数が低く、金融資産残高がゼロで、男性で、金融トラブルの経験があり、金融経済情報を新聞・テレビ・インターネット等で月1回以上みている回答者で高まり、金融全般に関する知識は、他の人と比べて、どちらかといえば低い、と答える回答者と30-49歳、65-69歳の回答者で低下する。

仕組みがよくわからなくても、提供している金融機関が信用できれば購入する、を選択する

回答者である確率は、金融リテラシー指数が低く、金融全般に関する知識は、他の人と比べて、どちらかといえば高い、と答え、金融資産残高が高く、金融トラブルの経験がある男性の回答者で高まり、金融経済情報を新聞・テレビ・インターネット等で毎日または月一回より少なくみている回答者、45-59歳の回答者で低下する。

仕組みがよくわからなくても、高いリターンが期待できれば購入する、を選択する回答者である確率は、金融リテラシー指数が低く、金融資産残高が250-500万円で、男性の回答者で高く、年齢が40-44歳、50-54歳の回答者で低下する。

わからない、を選択する回答者である確率は、金融リテラシー指数が低く、金融全般に関する知識は他の人と比べて低めであると考えており、金融資産残高がゼロで、年齢70歳以上の男性で高く、年収が250-750万円、年齢が25-29歳で、金融経済情報を新聞・テレビ・インターネット等で確認している回答者では低下する。

最後に、理解し問題ないなら買う、を選択す

図9 複雑な仕組みの金融商品を購入するにあたっての適切な対応（限界効果）

	売れ行き	金融機関	リターン	理解し買う	わからない
金融リテラシー指数	-0.009 ***	-0.016 ***	-0.008 ***	0.113 ***	-0.080 ***
自己評価：とても高い	0.016	0.024	0.032	0.065	-0.136 ***
自己評価：どちらかといえば高い	-0.006	0.036 *	0.021	0.067 **	-0.119 ***
自己評価：平均的	-0.011	0.023	0.030	0.028	-0.071 ***
自己評価：どちらかといえば低い	-0.018 **	0.016	0.019	0.047	-0.065 ***
自己評価：とても低い	-0.008	0.012	0.025	0.034	-0.062 ***
年収_0	0.007	0.013	-0.006	-0.039 *	0.025
年収_250~500	-0.002	-0.007	-0.001	0.026 **	-0.016 **
年収_500~750	0.001	-0.008	-0.005	0.038 ***	-0.027 ***
年収_750~1000	-0.001	-0.009	0.000	0.019	-0.009
年収_1000~1500	-0.002	-0.014	0.002	0.026	-0.012
年収_1500_	0.007	-0.006	0.000	-0.019	0.017
年収_NA	-0.002	-0.002	-0.003	-0.001	0.008
金融資産残高_0	0.009 **	0.002	0.003	-0.051 ***	0.037 ***
金融資産残高_250~500	0.004	0.023 ***	0.014 **	-0.048 ***	0.006
金融資産残高_500~750	0.007	0.027 ***	0.007	-0.045 ***	0.003
金融資産残高_750~1000	-0.005	0.015 *	0.011	-0.026	0.004
金融資産残高_1000~2000	0.001	0.024 ***	-0.004	-0.027 *	0.006
金融資産残高_2000_	-0.008	0.018 **	0.007	-0.015	-0.003
金融資産残高_NA	-0.003	-0.003	-0.006	-0.018	0.030 ***
年齢25_29	-0.007	-0.003	-0.001	0.046 **	-0.034 **
年齢30_34	-0.015 **	-0.008	-0.011	0.057 ***	-0.022
年齢35_39	-0.016 **	-0.010	-0.009	0.048 **	-0.013
年齢40_44	-0.016 **	-0.009	-0.020 *	0.051 **	-0.007
年齢45_49	-0.013 *	-0.025 **	-0.005	0.045 **	-0.002
年齢50_54	-0.010	-0.020 *	-0.020 *	0.039 *	0.011
年齢55_59	-0.009	-0.022 **	-0.010	0.031	0.009
年齢60_64	-0.009	-0.017	-0.008	0.013	0.020
年齢65_69	-0.015 **	0.002	0.002	0.004	0.006
年齢70_74	-0.008	-0.001	-0.011	-0.022	0.042 ***
年齢75_	-0.010	0.014	0.007	-0.043 *	0.032 *
男性	0.013 ***	0.029 ***	0.020 ***	-0.105 ***	0.042 ***
金融トラブル経験	0.009 **	0.026 ***	0.008	-0.038 ***	-0.006
情報毎日	0.011 **	-0.016 **	-0.004	0.080 ***	-0.072 ***
情報週一回	0.012 **	-0.008	-0.005	0.076 ***	-0.075 ***
情報月一回	0.011 *	-0.001	0.007	0.051 ***	-0.069 ***
情報月一回より少	-0.001	-0.014 *	0.001	0.065 ***	-0.051 ***
借金あり	-0.003	0.007 *	-0.001	0.012	-0.016 ***

(注) 「売れ行き」は「仕組みがよくわからなくても、売れ行きが良ければ購入する」、「金融機関」は「仕組みがよくわからなくても、提供している金融機関が信用できれば購入する」、「リターン」は「仕組みがよくわからなくても、高いリターンが期待できれば購入する」、「理解し買う」は「理解し問題ないなら買う」を示す。***は1%、**は5%、*は10%水準で統計的に有意。職業、学歴、地域ダミーは省略。

(出所) 藤木(2019)、図表25から抜粋

る回答者である確率は、金融リテラシー指数が高く、金融全般に関する知識は、他の人と比べて、どちらかといえば高い、と答え、年収が250-750万円で、25-54歳で、金融経済情報を新聞・テレビ・インターネット等で確認している回答者で高く、金融資産残高が250-750万円、1,000-2,000万円で、男性で、金融トラブルの経験がある回答者の場合低下する。

金融機関が原則6を踏まえていないといわれかねない状況は、仕組みがよくわからなくても、提供している金融機関が信用できれば購入する、を選択する顧客（このデータセットだと、4%の回答者）を、理解し問題ないなら買う、を選択する顧客と見誤り、リスク性の高い金融商品を提供することだと思われる。

金融機関が信用できれば購入する、を選択する回答者は金融リテラシー指数が低く、金融経済情報を新聞・テレビ・インターネット等で毎日みしていない男性で、金融トラブルの経験があ

り、金融資産残高が高い。また、これらの回答者は、金融全般に関する知識は他の人と比べてどちらかといえば高い、と考えている可能性が高いので、金融機関に対して仕組みがわからないと申告することに抵抗があるのかもしれない。一方、理解し問題ないなら買う、を選択する回答者は、金融リテラシー指数が高く、金融全般に関する知識は、他の人と比べて、どちらかといえば高いと認識しており、25-54歳で、金融経済情報を新聞・テレビ・インターネット等で毎日みている女性で、金融トラブルの経験がない回答者で高い。したがって、金融機関が信用できれば購入する、を選択する回答者と、理解し問題ないなら買う、を選択する回答者の区別に役立つようなのは、性別、年齢、金融トラブルの経験のほか、金融リテラシー指数である。一方、金融全般に関する知識の自己評価が区別には不向きであることについては、顧客との応対で留意すべき点かもしれない。

V. むすび

金融庁から公表された「顧客本位の業務運営に関する原則」5.6に沿った顧客にふさわしい金融商品・サービスの組成にあたっては、金融機関が顧客の属性を把握する必要がある。例えば、金融商品の理解が十分ではないのに、株式、投資信託、外貨預金・外貨MMFを購入してしまうような顧客や、金融商品の購入にあたって、望ましい事前の検討ができない顧客をどのように区別し、対応していくかが金融機関の課題になる。

本稿の分析によると、金融商品の理解が十分ではない顧客はおよそ1割、仕組みがよくわからなくても、提供している金融機関が信用できれば複雑な金融商品を購入する顧客が4%もいる。こうした顧客の区別に役立つようなのは、従来から用いられている金融資産残高、年収、

年齢、性別などの顧客情報に、金融トラブルの経験や、金融リテラシー指数を併用することである。特に、金融リテラシー指数が高い顧客は、投資信託、外貨預金・外貨MMFの理解が高く、金融商品の内容が理解できたら購入する、という意味で、望ましい投資行動を行っている可能性が高い。

販売現場では、金融リテラシー指数を計算するために顧客に試験を受けさせるわけにはいかないであろうから、どのような顧客の金融リテラシー指数が高い傾向にあるのか、多項ロジット・モデルで分析した限界効果を図10に報告した。金融リテラシー指数が3点の回答者は、金融知識への自己評価が高く、金融資産残高が2,000万円以上で、年齢が35歳以上の男性で、義務教育よりも長い教育を受けており、金融経

図 10 金融リテラシー指数と属性の関係（限界効果）

金融リテラシー指数	指数 0 点	指数 1 点	指数 2 点	指数 3 点
自己評価：とても高い	-0.054 *	-0.037	-0.051	0.142 ***
自己評価：どちらかといえば高い	-0.119 ***	-0.046	0.025	0.140 ***
自己評価：平均的	-0.089 ***	-0.019	0.024	0.084 **
自己評価：どちらかといえば低い	-0.068 ***	0.008	0.019	0.041
自己評価：とても低い	-0.029	0.011	-0.003	0.020
年取_0	0.039 **	0.012	-0.027	-0.024
年取_250~500	-0.008	0.005	-0.011	0.014
年取_500~750	-0.010	-0.017	0.007	0.021
年取_750~1000	-0.014	0.004	-0.026	0.035 **
年取_1000~1500	-0.013	-0.003	-0.013	0.029
年取_1500_	0.007	-0.073 **	0.066 **	0.000
年取_NA	0.030 ***	0.001	-0.011	-0.020
金融資産残高_0	0.054 ***	0.015	-0.003	-0.067 ***
金融資産残高_250~500	0.005	-0.013	0.003	0.006
金融資産残高_500~750	0.010	0.001	-0.013	0.002
金融資産残高_750~1000	-0.020	0.017	-0.007	0.010
金融資産残高_1000~2000	-0.009	-0.022	0.020	0.011
金融資産残高_2000_	-0.033 **	-0.027 *	0.008	0.052 ***
金融資産残高_NA	0.045 ***	0.010	-0.011	-0.043 ***
年齢 25_29	-0.047 ***	0.001	-0.001	0.047
年齢 30_34	-0.052 ***	-0.028	0.027	0.052
年齢 35_39	-0.062 ***	-0.051 **	0.055 *	0.058 *
年齢 40_44	-0.110 ***	-0.036	0.033	0.112 ***
年齢 45_49	-0.127 ***	-0.057 **	0.073 **	0.111 ***
年齢 50_54	-0.142 ***	-0.073 ***	0.091 ***	0.124 ***
年齢 55_59	-0.161 ***	-0.066 ***	0.086 ***	0.140 ***
年齢 60_64	-0.196 ***	-0.076 ***	0.119 ***	0.153 ***
年齢 65_69	-0.201 ***	-0.079 ***	0.129 ***	0.151 ***
年齢 70_74	-0.217 ***	-0.048 *	0.120 ***	0.145 ***
年齢 75_	-0.183 ***	-0.062 **	0.123 ***	0.122 ***
高校	-0.061 ***	-0.003	-0.013	0.077 **
専門学校	-0.072 ***	0.001	0.012	0.059 *
短大	-0.079 ***	-0.015	0.007	0.088 **
大学	-0.123 ***	-0.037	0.015	0.145 ***
大学院	-0.164 ***	-0.065 **	0.010	0.219 ***
男性	-0.070 ***	-0.065 ***	-0.010	0.145 ***
金融トラブル経験	0.030 ***	0.029 **	-0.018	-0.041 ***
情報毎日	-0.139 ***	-0.101 ***	0.042 **	0.197 ***
情報週一回	-0.126 ***	-0.080 ***	0.039 **	0.167 ***
情報月一回	-0.086 ***	-0.041 **	0.019	0.109 ***
情報月一回より少	-0.070 ***	-0.037 **	0.019	0.089 ***
借金あり	-0.002	0.009	-0.008	0.001

(注) *** は 1%, ** は 5%, * は 10%水準で統計的に有意。職業、地域ダミーは省略。

(出所) 筆者の計算による

済情報を新聞・テレビ・インターネット等よく収集しており、金融トラブルの経験がない回答者で高い。この結果は、Lusardi and Mitchell (2014) が、金融知識は高齢者と教育年数が長い人で高く、女性が低いと報告していることと整合的である。本稿で用いた金融知識の自己評価も顧客からは得にくい情報だが、この変数を除いても図10とほぼ同じ結果が得られている。なお、藤木(2019)の図表13は全サンプルを用いて同様の分析を行っており、図10とくらべて指数が3点の回答者は金融資産残高や年収も高い点異なる。

金融リテラシー指数が高い回答者の属性は、投資信託、外貨預金・外貨MMFの理解が高く、金融商品の内容が理解できたら購入する、という意味で、望ましい投資行動を行う顧客の区別に役立つ。また、投資信託、外貨預金・外貨

MMFの購入時に商品性を詳しく理解している顧客の属性の区別にも、年齢や金融資産残高を単独で用いるのではなく、上記の金融リテラシー指数が高い回答者の属性の組み合わせを活用すればよいことが示唆される。

最後に、本稿の含意に関する留意点を述べる。本稿で用いた金融リテラシー指数は、貯蓄投資の意思決定における数学的な素養を重視するものであるが、これ以外の金融知識の重要性を否定するものではない。例えば、金融に関する実務的な知識があれば、同じ数学的な素養がある人でも金融商品に関する理解は高いだろう。本稿における金融リテラシーの重要性の指摘は、金融商品の選択に際して有益な金融知識の一部分を検討してなされたものであることには注意が必要である。

参 考 文 献

- 伊藤雄一郎・瀧塚寧孝・藤原茂章(2019)「家計の資産選択行動—動学的パネル分析を用いた資産選択メカニズムの検証—」『金融研究』第38巻第3号, 日本銀行金融研究所, pp. 43-81.
- 神谷哲司(2017)「ファイナンシャル・リテラシー尺度開発の現状と課題」『心理学研究』, Vol. 87 No. 6, pp. 651-668
- 顔菊馨, 近藤隆則, 白須洋子, 三隅隆司(2018)「日本個人投資家のリスク性資産への投資行動—金融リテラシーの種類や情報源の違いはどんな影響を与えるのか?」Hitotsubashi University Center for Financial Research, Working Paper Series, No. G-2-12.
- 金融庁(2019a)「リスク性金融商品販売にかかる顧客意識調査について」(インターネット調査結果分析の中間報告)https://www.fsa.go.jp/news/30/20190409fd/fd_kouhyou.html
- 金融庁(2019b)「高齢社会における資産形成・管理」金融審議会「市場ワーキング・グループ」報告書, 2019年6月3日, https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20190603.html
- 藤木裕(2019)「家計の金融知識と金融資産選択:「金融リテラシー調査」による実証研究」TCER Working Paper J-17 <http://tcer.or.jp/wp/pdf/j17.pdf>
- 山本勲(2015)「実証分析のための計量経済学」中央経済社
- Kadoya, Y., and M. S. R. Khan (2017a) “Can Financial Literacy Reduce Anxiety about Life in Old Age?” *Journal of Risk Research*, DOI: 10.1080/13669877.2017.1313760, 2017a.
- Kadoya, Y., and M. S. R. Khan (2017b) “Explaining Financial Literacy in Japan: New Evidence using Financial Knowledge, Behavior, and Attitude.” Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3067799>, 2017b.
- Kadoya, Yoshihiko, M. S. R. Khan, and Naheed Rabbani (2017) “Does Financial Literacy Affect Stock Market Participation?” Available at

- SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3056562>, 2017.
- Lusardi, A. and O. S. Mitchell (2014), "The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence", *Journal of Economic Literature* Vol.52 No. 1, pp. 5-44
- Shimizutani, S. and H. Yamada (2018) "Financial Literacy of Middle and Older Generations in Japan", Keio-IES Discussion Paper Series 2018-010, Institute for Economics Studies, Keio University.
- Sekita, S. (2011) "Financial Literacy and Retirement Planning in Japan" *Journal of Pension Economics & Finance* Vol.10 No. 4, pp. 637-656.
- Sekita, S. (2013) "Financial Literacy and Wealth Accumulation: Evidence from Japan," Discussion Paper, No. 2013-01, Graduate School of Economics, Kyoto Sangyo University, Kyoto, Japan.
- Sekita S., V. Kakkar, M. Ogaki (2018) "Wealth, Financial Literacy and Behavioral Biases: Evidence from Japan, Institute Economic Studies", Keio University, Keio-IES Discussion Paper Series DP2018-023.