

論 文 概 評

氏 名	宮本 弘之
学位の種類	博士（経済学）
学位記番号	博人社甲第12号
学位授与年月日	平成31年3月20日
学位授与の要件	学位規則第3条第3項該当
学位論文題目	ハウスホールドファイナンスにおける金融行動のミステイク
論文審査委員	委員長 准教授 長田 健 委員 教授 薄井 和夫 委員 教授 伊藤 修 委員 准教授 丸茂 幸平

論文の内容の要旨

本論文は「金融行動のミステイク」に関する3つの実証論文を中心とする5つの章によって構成されている。第1章では、「ハウスホールド・ファイナンス」および「金融行動のミステイク」の定義がそれぞれ丁寧になされ、それらに関する先行研究を整理した上で当該研究分野が経済学・ファイナンスにおいてどのような研究意義があるのかを説明している。第2章では研究の方法が紹介され、本論文で使用されたユニークな個人単位のデータセットの特徴を中心に詳細な説明がなされている。その後、第3章～第5章にて個人レベルの金融行動と属性データを用いた3つの実証研究がなされている。

本論文が扱う「家計・個人による金融行動のミステイク」は、ファイナンス (Financial Economics) 研究において今世紀に入り発展したハウスホールド・ファイナンス (Household Finance: 家計金融) という研究分野の一領域である。家計単位・個人単位のデータが取得可能になる中で、実証分析を中心に発展を遂げてきた。本論文では、経済学の標準的な理論モデルが予測する行動と乖離した金融行動の中で、潜在的に深刻な結果をもたらす行動を「金融行動のミステイク」と定義し、実証分析に基づきその発生メカニズムについて考察している。

タイトルにもある「金融行動のミステイク」という表現は、経済学においてまだ市民権を得られておらず、異論が出るものであろう。なぜなら、家計・個人が選択した行動が経済理論と乖離していた場合、選択した行動が間違っている可能性がある一方で、逆に経済理論が間違っている可能性も同じくあり、選択した行動が間違い（ミステイク）であると

断言することは容易ではないからである。しかし、「ミステイク」という表現は Campbell (2006) や Calvet et al. (2007)¹をはじめ、今世紀に入り蓄積された多くの先行研究が既に用いている概念であり、著者は敢えて「ミステイク」という表現を用い、この新しい研究領域に挑戦している。ゆえに、本論文の第 1 章では、ハウスホールド・ファイナンスの定義、金融行動のミステイクの定義がそれぞれ丁寧になされ、余計な異論が噴出しないう論点を明確にしている。

本論文が金融行動のミステイクに焦点を当てる理由は、それを減らすことが家計や個人の経済厚生を改善することに加え、社会全体にとっても望ましい効果を期待できるからである。例えば、我が国において、株式の非保有というミステイクを減らすことができれば、すなわち、株式を保有する家計や個人を増やすことができれば、家計や個人が資産運用から（リスクテイクの対価として）リターンを得られるだけでなく、公的年金に過度に依存する日本社会が直面する諸々の問題解決に役立つと考えられる。

そして、本論文のような実証研究が蓄積され、ミステイクの原因とその影響の強さがわかれば、ミステイクを減らすための打ち手とその効果が見えてくるだろう。本論文では、株式の非保有、ポートフォリオの非分散、NISA 口座の非保有、高レバレッジの住宅ローン、金融資産と無担保ローンの両建て、ローン返済の延滞という 6 つのミステイクを取り上げて、その発生メカニズムを実証的に分析している。これらの金融行動がミステイクであるか否かについては、この研究領域における重要な論点であることを筆者は認めつつも敢えて議論に踏み込まず、上記 6 つのミステイクを引き起こす要因の解明に焦点を当てている。

本論文の特徴および学術的貢献としてもう 1 つ特筆すべきは、個人単位のデータを使用した実証分析であるという点である。ハウスホールド・ファイナンスという言葉からも分かるように、本研究分野では家計単位（世帯単位）のデータを用いた実証分析が中心である。それは、経済学では意思決定の最小単位は個人ではなく家計とすることが一般的であることが一因ではあるが、個人レベルのデータが取得困難であるというデータ取得上の制約にも起因している。家計レベルの分析だけでは捉えられない、個人レベルの金融行動の解明はハウスホールド・ファイナンスという学術領域にとって大きな貢献となっている。

本論文の第 2 章にて詳述されているように、本論文では下記 2 つのアンケート調査から作成したデータセットを用いることで、個人レベルの金融行動を分析することを可能にした。1 つ目が NRI 生活者 1 万人アンケート調査（金融編）である。この調査は、全国規模で訪問留置調査を行って一万件を超えるサンプルを回収したこと、個人単位で幅広い金融行動及びそれを説明する属性や個人の経験を設問していることに特徴がある。この特徴を生かし、世帯単位のデータに基づく家計の資産保有に関する分析が中心の先行研究では捉えられなかった、配偶者のいる女性や親と同居するパラサイト・シングル等の金融行動を分析することを可能にした。2 つ目が NRI 富裕層アンケート調査である。この調査は、全国の企業のオーナー経営者に、企業経営や個人の資産保有の状況を尋ねた郵送法によるア

¹ Campbell, J.Y. (2006) Household Finance, *Journal of Finance* 61(4), 1553-1604.
Calvet, L.E., Campbell, J.Y., and Sodini, P. (2007) Down or Out: Assessing the Welfare Costs of Household Investment Mistakes, *Journal of Political Economy* 115(5), 707-747.

ンケート調査である。事業や家族の状況について数多くの設問項目を含んでいるという特徴を生かし、企業家の富裕層の金融行動と事業や家族の状況との関係を分析することを可能にした。

本論文の主要な問題意識は次の3点である。第一に、金融行動のミステイクに影響を与える要因として知られている金融リテラシーに注目し、様々な金融行動のミステイクに対する、金融リテラシーの影響の仕方や強さの差異を分析すること。第二に、日本において（リタイア世代[60歳以上]に比して）株式の非保有というミステイクをより犯している現役世代（20歳～59歳）に注目し、その要因を分析すること。第三に、富裕層の中でも企業家は、企業家特有の要因が彼らの資産の保有の仕方に影響を与えているのではないかと考え、彼らのポートフォリオの非分散に与える要因を分析すること。以上について第3章～第5章にてそれぞれ実証分析を行っている。

第3章では、6つの金融行動のミステイク（株式の非保有、ポートフォリオの非分散、NISA口座の非保有、高レバレッジの住宅ローン、金融資産と無担保ローンの両建て、ローン返済の延滞）を取り上げ、その発生率と発生メカニズムについて、金融リテラシーの水準との関係を中心に分析している。ミステイクの発生率については、ミステイクの種類によって発生率に大きな差があること、また、性・年代別に見たミステイクの発生率が、ミステイクの種類によって異なる傾向を持つことが本章で示されている。金融行動のミステイクと金融リテラシーの水準の関係については、金利に関する金融リテラシーの水準、年代、個人年収、職業、相続経験の有無、住宅ローン完済の有無、金融情報感度等を説明変数とし、金融行動のミステイクを従属変数としたモデルをそれぞれ作成し、プロビット回帰を行っている。その結果、他の属性をコントロールした場合に、株式の非保有、NISA口座の非保有、高レバレッジの住宅ローンにおいて、金融リテラシーの水準がミステイクに対して有意に関係し、残りの3つのミステイクに対しては有意ではないという結果を得ている。

これらの結果から、金融行動のミステイクの発生状況はそれぞれ異なり、ミステイクの種類によって固有の発生メカニズムがあるという示唆を得ている。そして、家計や個人の金融リテラシーの水準を高めることは、株式の非保有等の一部のミステイクを減らすことには有効かもしれないが、すべてのミステイクに対して万能な訳ではないと結論付けている。

第4章では、前章において6つのミステイクの中で最も発生率の高かった「株式の非保有」について、20歳～59歳の現役世代の就業状況や家族状況との関係を分析している。本章の特徴として下記3点があげられる。まず、女性の職業選択（正社員、パート・派遣社員、専業主婦）に注目し、それが収入水準だけでなく時間的制約や世帯内での資産管理の役割分担に影響を与えると考え、女性の職業選択が株式の保有確率に影響を与えるかどうかを分析している。次に、子どもの数が、将来の消費支出に備えた資産面でのリスク抑制や育児の負担による時間制約を捉える変数と考え、株式の保有確率に与える影響を分析している。具体的には親との同居は、育児等の負担に関しては時間制約を軽減する方向に働き、株式保有にプラスに働くのではないかと考え分析している。そして3点目が、子どもが未

婚の場合は、親元を離れて暮らすことは精神面での自立度が高いと考えられ、これが資産形成や株式の保有確率に影響を与えるのではないかと考えて分析している。

著者はこれらの仮説を検証するために、職業を説明変数とする女性の株式保有モデル、子どもの数を説明変数とする株式保有モデル、親との同居状況を説明変数とする株式保有モデルをそれぞれ作り、プロビット回帰を行っている。その結果、配偶者のいる既婚の女性に関して、専業主婦であることが株式の保有にプラスに有意であった。また、配偶者がいて就業している男性に関しては、親と遠居もしくは死別した場合に、子どもの数が株式保有にマイナスに有意であった。そして、親が存命の配偶者のいない女性（大卒または自宅不動産保有者を除く）の分析では、親との同居が株式保有にマイナスに有意であった。

これらの結果から、配偶者のいる女性においては専業主婦であることが株式の保有を促進し、既婚で就業している男性においては親が遠居で子育てすること、配偶者のいない女性においてはパラサイト・シングルであること（成人しても親に生活を依存すること）が、株式保有にネガティブに働くことが示唆されると考察している。すなわち、現役世代の株式保有に影響を与える要因としては、多くの先行研究で指摘されている、学歴、年収、保有資産額、金融リテラシーの水準以外に、就業状況や家族状況が一定の条件下で影響を与える可能性を示す結果であり、個人単位のデータだからこそ得られた興味深い実証結果である。

第5章では、富裕層の金融リテラシーの水準が株式の保有に与える影響、及び、企業家の富裕層の事業資産シェアの決定メカニズムの分析を行っている。

まず、本章にて富裕層の金融リテラシーの水準に注目した理由は、平均的に見ると富裕層の金融リテラシーの水準は富裕層以外の一般層よりも高いため、金融リテラシーの水準以外の要因が富裕層の金融行動のミステイクに影響を与えるのではないかと考えたからである。この仮説を検証するために、アンケート調査から、企業家の富裕層、企業家以外の富裕層（純資産保有額上位10%）、一般層（同下位90%）の3つのデータセットを作り、株式の保有について、リスク・リターンに関する金融リテラシーの水準との関係を分析している。その結果、企業家の富裕層及び企業家以外の富裕層は共に、他の属性をコントロールしたとしても、金融リテラシーの水準が株式保有にプラスに有意であることを示している。また、企業家の富裕層においては、企業家特有の属性を説明変数に加えた結果、金融リテラシーの水準だけでなく、事業承継対策の有無も株式の保有に対して有意であることが示されている。

次に、企業家の資産には事業資産（自社株）という、金融資産や不動産資産とは異なる性質を持つ資産の占める割合が高いため、多額の資産を持つ富裕層といっても、企業家と企業家以外では金融意思決定の構造が異なると考え、企業家の富裕層の事業資産シェアを被説明変数とするトービット分析を進めている。後継者の有無、事業承継対策の有無、事業拡大志向の有無、子ども・孫の海外留学経験の有無、資産管理会社の有無といった企業家ならではの特徴を説明変数とする分析の結果、企業家の富裕層の事業資産シェアには、他の属性をコントロールしたとしても、子ども・孫の海外留学経験がマイナスに有意であった。

これらの結果から、一般層と同様に富裕層においても（企業家であるか否かに関わらず）金融リテラシーの水準を高めることが株式保有の促進につながるという示唆を得ている。また、企業家の富裕層に関しては、事業承継対策の有無や子ども・孫の海外留学経験といった企業家の富裕層特有の要因が、資産保有や資産シェアに影響を与える可能性を指摘している。

以上の実証分析に基づき、本論文の結論では以下 3 つの政策的なインプリケーションを導いている。まず、金融行動のミステイクの要因が多岐にわたることから、ミステイクを減らすための施策も多様に用意すべきであるというものである。例えば、若年層にミステイクの多い株式の非保有に関しては、若年層に的を絞った金融教育・啓蒙活動を用意する等、ミステイクの発生率が高い属性によって施策を変える必要があると主張する。また、金融リテラシーの水準を高めるための金融教育は、株式の非保有というミステイクを減らすためには有効であるが、負債サイドのミステイクには有効ではないと考えられることから、金融教育以外の施策、例えば、サービス提供者への規制や生活保護制度のあり方に踏み込んだ施策を併せることが効果的と主張する。2 つ目の政策的含意としては、就業や子育てによる時間的なゆとりの消失、親との同居による自立性の低下が、株式保有の促進を阻む可能性について、今後、政策的な議論を深めていく必要があると主張している。そして 3 つ目が、総資産保有額上位 10% の富裕層であっても約半数が株式を保有していないことから、株式保有の促進に関しては、一般層だけでなく富裕層の金融リテラシーの水準を高めていくことが効果的であるとしている。

これらの研究成果を踏まえ、本論文で示された要因が金融行動のミステイクを引き起こすメカニズムの解明、更には本論文の分析では捉え切れていない新たなミステイクの要因を明らかにすることを今後の研究課題として挙げている。

論文審査の結果の要旨

本論文は、今世紀に入り発展してきた研究分野であるハウスホールド・ファイナンスにおける「金融行動のミステイク」というテーマの下、丁寧なサーベイを実施し、ユニークなデータセット・正確な計量分析手法を用いた実証分析によって、この研究領域に新たな実証的成果を提供している。家計の金融行動に関する研究は経済学・ファイナンスという研究分野にとどまらず、政策にとっても非常に重要な研究であり、学術的・政策的貢献は大きい。一万件を超える個人単位のユニークなデータセットを用い、家計ではなく個人の金融行動のミステイクを分析した点は本論文の大きな特徴であり貢献である。本論文を構成する 3 つの実証論文はいずれも学術論文として完成度が高く、それぞれの学術的貢献も明確であり政策的含意も豊かな質の高い研究成果である。論文審査においても 3 つの実証研究の成果を高く評価し、異論なく一致した。

論文審査においては主に「金融行動のミステイク」という概念および論文内で分析された金融行動が果たして本当にミステイクと呼びうるものなのか否かについて議論が交わされた。本論文概評の冒頭にも述べた通り、この概念は経済学においてまだ市民権を得てい

るとは言い難く、丁寧な議論が必要な概念である。本論文では、論文の目的に鑑みて金融行動がミスエイクか否かについては敢えて議論に踏み込んでいない。しかし、当該研究分野にとって、この点に関する丁寧な議論なくして、深遠な議論は生まれず、より意味のある学術的貢献や生産的な政策的含意は導き出せないだろう。

新興の研究分野であり挑戦的な研究テーマであったが故に、これらの議論は長期的な研究課題であり、著者の今後の研究活動に対する期待を込めた議論であった。ビッグデータの時代が到来し、今後益々家計・個人に関するデータが利用可能になる中で、ハウスホールド・ファイナンスおよび金融行動のミスエイクに関する研究は一層発展するだろう。著者の高い研究能力によって更なる実証研究を積み重ね、この領域により多くの学術的貢献をもたらし続けてほしいとの期待の声も聞こえた。更なる発展・飛躍が期待される研究であり、全体として博士号を授与するに足る水準に達していると考ええる。

以上より、審査委員会は、本論文が博士学位論文(経済学)として合格であると認める。