

# 個人投資家の仕組債保有要因に関する分析

青山学院大学国際マネジメント研究科教授 中 里 宗 敬  
青山学院大学社会情報学部教授 伏 屋 広 隆  
東北学院大学経営学部教授 北 村 智 紀  
ニッセイ基礎研究所客員研究員

## 目 次

1. はじめに
2. 既存研究
3. 分析方法
4. 分析結果
5. 結論と課題

### 要旨

本研究は独自のサーベイ調査を実施し、仕組債と株式や投資信託などの金融商品を比較することで、情報入手の手段や金融資産保有の決定要因について分析した。情報入手の手段について、株式ではマスコミや家族・友人・同僚経由の情報が、投資信託では金融機関の窓口、金融機関の外交員、マスコミからの情報が重視されていることが示された。また、金融資産の保有の決定要因について、株式や投資信託ではリスク許容度や金融リテラシーに応じて保有が決定されており、比較的合理的な投資意思決定が行われていると思われる。一方、仕組債では情報入手の手段として金融機関の Web サイトが重要視されていた。また、仕組債の保有の決定はリスク許容度や金融リテラシーとの関連性があるとは言いきれず、仕組債の特性と保有者のプロフィールにはミスマッチが発生しているようである。仕組債を保有すべき投資家と実際に保有している投資家の間には、乖離が生じている可能性が示唆される。

## 1. はじめに

仕組債は複雑な金融商品であり、通常、債券と1つ以上の金融派生証券（主にオプションの売り）の組み合わせで構成される。仕組債は、預金などに比べ高いリターンを得られることが期待される。しかし、低い確率では

あるが大きな損失を被る可能性があり、投資家は仕組債の商品内容、特にリスクとリターン特性をよく理解する必要がある。また、仕組債は発行主体が発行価格を決めるため、投資家にはその価格が妥当かどうかを判断する知識と能力が求められる。

仕組債は広く投資家層に普及しつつある。金融機関の Web ページをみると、様々な仕

組債が購入可能であり、投資家の選択可能性を広げている。しかし、中には定期預金などの安全な金融商品と並べて商品説明がされていることもあり、仕組債のリスクとリターン特性が安全な預貯金とそれほど変わらないのではないかという誤解を投資家に生じさせている可能性もある。日本では投資家の金融リテラシーが低いとする研究もあり (Sekita, 2011)、仕組債を保有する投資家の特徴や、情報入手の手段などを理解することは、顧客本位の業務運営を目指す金融機関にとって必要なことである。また、金融規制当局にとっても、仕組債に関する金融規制の方向性を考える上にも重要である。

これまでの研究で、仕組債は割高に価格付けされており (Henderson and Pearson, 2011など)、仕組債を購入する投資家は平均的に損失を被る可能性があるとしている (Entrop et al., 2016a など)。また、仕組債を購入する投資家の行動は経済学の理論や現代ポートフォリオ理論では説明できないものとされ (Henderson and Pearson 2008; Das and Statman 2013など)、さらに投資家が得る情報により投資行動が異なるとされている (Döbelia and Vanini 2010; Goda et al. 2014など)。

そこで本研究は、個人投資家を対象に独自のサーベイ調査を実施し、仕組債および株式や投資信託といったその他の金融商品について、どのような手段で保有するための情報を得るのか、またどのような要因がこれらの金融資産の保有を決定しているのかについて分析する。分析の対象とした金融商品は、仕組債、株式、投資信託、FX、生命保険である。また、情報入手の手段は、金融機関の窓口、金融機関の外交員、金融機関の Web サイト、新聞雑誌・テレビ等のマスコミ、金融機関以外の Web サイト、家族・友人・同僚経由の情報を選択肢として考える。投資家個人の属性指標としては、リスク許容度、時間選好率、金融リテラシー、および主観的な金融経

済に関する知識を計測する。これらのデータをもとに、金融商品の保有の有無が情報収入手段や個人属性指標に関連性があるかを分析する。合理的な投資家であれば、適切な情報取得手段から金融商品の情報を取得し、リスク許容度や金融リテラシーに応じて、それらの金融商品の保有が決定されるはずである。

本研究の貢献は、実際に仕組債を購入する経験がある (可能性がある) 我が国の社会人を対象としてサーベイ調査を実施し、仕組債の購入要因を分析した点、そして、仕組債を購入するための情報入手手段や個人属性を、株式や投資信託などの他の金融商品と比較した点にある。これらはこれまでの研究では十分には踏み込んでこなかった分野と言える。

本研究の結果を先に述べると、株式の購入ではマスコミや友人・同僚経由の情報が重視され、また、投資信託では金融機関の窓口、金融機関の外交員、およびマスコミからの情報入手が重視されている。どちらも、リスク許容度や金融リテラシーに応じて投資決定が行われており、比較的合理的な意思決定が行われていると思われる。一方、仕組債を購入する投資家は金融機関の Web サイトにある情報を重要視している。また、仕組債の保有はリスク許容度や金融リテラシーとの関連性がなく、仕組債の特性と保有者のプロフィールにはミスマッチが発生しているようである。つまり仕組債を保有すべき投資家と実際に保有している投資家の間には、乖離が生じている可能性が示唆される。これらの問題を解決するには、金融機関の Web サイトでの仕組債のリスクとリターンの説明を充実し、預金とは異なる特性を持つことが投資家に十分に理解できる内容とする必要がある。

本論の構成は以下のとおりである。次節では既存研究のサーベイを行う。第3節は分析方法とデータを説明し、第4節は分析結果である。第5節に結論と政策的インプリケーションを述べる。

## 2. 既存研究

既存研究において、仕組債はフェアバリューに対して割高な価格で売られていることが報告されている。Stoimenov and Wilkens (2005) はドイツにおける株式が原資産となっている仕組債市場の価格を調査した。その結果、発行市場において仕組債は理論価格より高い価格で売られている傾向があった。また流通市場においては、満期までの期間が長い仕組債でそのような傾向があり、満期までの期間が短くなってくると割高さが解消される傾向があることを示した。Benet (2006) は米国における仕組債の価格形成について研究を行い、米国市場においても仕組債の発行価格は割高であることを示した。一方で仕組債は、個人投資家が通常では実現できないデリバティブへの投資を容易に実現できる運用手法であるというメリットも論じている。

近年の研究では、仕組債市場は金融機関が個人投資家から利益を奪う市場であり、個人投資家は仕組債投資により適切なリターンを得ることができないとする研究が多い。Henderson and Pearson (2011) は米国市場で発行される“SPARQS”と呼ばれる仕組債を分析した。彼らは、この仕組債は割高で、発行金融機関が個人投資家より利益を貪るために設計されたものであり、個人投資にこの仕組債を保有するメリットはないと結論づけている。Entrop et al. (2016a) は、同様に欧州市場における仕組債について分析した。欧州市場においても仕組債は割高であった。また、個人投資家は発行体や商品の知名度を基準に商品を選ぶ傾向があり、その結果、割高な仕組債購入により大きな損失を被っているとしている。また、Entrop et al. (2016b) は欧州における個人投資家の仕組債投資の運用成果について分析した。その結果、投資家のリスク調整後のリターンは負となり、この傾

向は商品が複雑になるほど拡大することを示した。そのため、個人投資家の仕組債投資を保護する政策を積極的に導入するべきだとしている。

仕組債投資に関する個人投資家の投資行動についても多くの既存研究が存在する。これらの多くは、個人投資家の行動は経済学で用いられる合理的な投資家を想定するモデルの結果とは異なることを結論付けている。例えば、Henderson and Pearson (2008) は投資家が仕組債を購入する行動は、通常考えられる合理的な投資家を想定する経済学のモデルでは説明できないとしている。また、Das and Statman (2013) は、投資家が仕組債を購入する行動は標準的なポートフォリオ選択モデルでは説明できず、メンタル・アカウンティング（心の会計）や、全体ではなく個々の勘定で投資行動を評価するなど、Shefrin and Statman (2000) が主張する行動経済学的なポートフォリオ選択でしか説明できないとしている。さらに、Hens and Rieger (2014) は投資家の購入する仕組債はそれを株式や債券で複製する場合もよりリターンが著しく低く、伝統的な経済学が想定する合理的な投資家の行動を説明するモデルとは整合的な結果ではないとしている。しかし、行動経済学的なモデルを想定すると、一定の保有動機が生じることが示されている。

既存研究によれば、金融商品に関する情報入手の手段によって、投資家の行動が異なることが知られている。Döbelia and Vanini (2010) は投資家の仕組債保有に関する投資意思決定を分析し、同じ商品でも商品内容を簡単に説明してある方が購入動機を高めるとしている。Mastribuoni (2011) や Brown et al. (2016) などは、公的年金の情報開示が個人投資家の投資知識の普及に影響していることを報告している。また、Goda et al. (2014) はライフプランの設計に有効な情報提供が企業年金における投資行動の違いに影響があることを示した。我が国の研究においては、白

杵他（2008）は、厚生年金に関する情報通知が年金制度への納得度を向上させることを示した。また北村・中嶋（2016）は、説明資料の違いと投資信託保有との関連性について研究し、グラフィカルな説明方法がリスクの高い金融商品の保有する確率を高めるとしている。

### 3. 分析方法

本研究では仕組債保有の有無およびその他金融資産保有の有無と、投資情報を得る方法および個人属性との関連性を分析するために、以下の回帰式を推計する。

$$Y = \alpha + \beta_1 \cdot X + \beta_2 \cdot Z + \gamma \cdot C + \varepsilon \quad (1)$$

ここで、被説明変数は株式保有、投信保有、仕組債保有、FX（口座）保有、生保保有である。それぞれ、該当する金融商品をサーベイの回答者が保有していれば1、そうでなければ0とするダミー変数である。説明変数は投資に関する情報を得る手段を表す一連の変数 $X$ と、個人属性を表す一連の変数 $Z$ である。 $C$ はその他のコントロール変数である。

投資情報を得る方法を表す変数 $X$ としては、「あなたは投資を考える際にどこの情報を参考にしますか」について質問し、(1) 金融機関の窓口での説明、(2) 金融機関の外交員からの説明、(3) 金融機関のインターネット（Web サイト）、(4) 勤め先の説明会や資料、およびファイナンシャル・プランナーなど専門家の説明、(5) テレビ番組、および新聞や雑誌、(6) 金融機関以外のインターネットの情報、(7) 家族や友人や同僚からの話かどうか回答してもらった。回帰分析では、それぞれ、該当する場合は1、そうでない場合は0とするダミー変数を説明変数として利用する。なお、各設問の回答は複数回答である。

個人属性を表す変数 $Z$ については、リスク許容度、時間選好率、金融リテラシー、金融知識ありの4つの変数を利用する。リスク

許容度は、金融機関でよく利用される投資に関する質問への回答を利用した。質問内容は、「あなたは老後のための貯蓄や投資を行う際、次のうち、どれにもっとも当てはまりますか」とし、選択肢は、(1) 元本割れは避けたい、(2) 利金・配当金は少なくともよいから、できるだけリスクはとりたくない、(3) 少し高い運用収益が得られるなら、少しくらいならリスクをとってもよい、(4) ある程度の高い運用収益が得られるなら、ある程度のリスクをとってもよい、(5) 大きな運用収益が得られるなら、大きなリスクをとってもよい、のいずれかを選択してもらった。リスク許容度の変数はこの質問の回答番号を利用する。この数値が大きいほどリスクに対して許容的である（リスク回避的でない）ことを意味する。

時間選好率は、Benzion et al. (1989) の方法を利用する。一時的な収入について、(A) 7日後の10万円と、(B) 1年後の10万円＋F円、のどちらがいいかの質問に対して、Fを0から10万円までの10段階に変えながら質問を行った（例えば、7日後の100,000円と、1年後の101,000円。(B) の回答の選択数を時間選好率とした。この数値が大きいほど時間選好率が低いことを意味する。Gustman and Steinmeier (2005) などの既存研究では、時間選好率は金融資産の投資行動に影響することが示されている。

金融リテラシーは、以下の金融・経済に関する標準的な5つのクイズの正答率である。クイズは(A) 複利効果、(B) 金利と国債価格、(C) 為替レートを外国投資の自国通貨建ての価値、(D) 分散投資効果について質問を行った。この数値が高いと金融リテラシーが高いことを意味する。Lusardi and Mitchell (2011a, 2011b) などによれば、このように測った金融リテラシーが投資家の合理的な投資行動に関連性があるとしている。

金融知識ありは、自分は「経済や金融のことに詳しいか」について質問し、(1) ほとんどそう思わない、(2) あまりそう思わない、

(3) どちらかといえばそう思わない、(4) どちらかといえばそう思う、(5) わりとそう思う、(6) かなりそう思う、の6つの選択肢から回答してもらった。この数値が大きいほど、自分は金融知識があると考えていることを表す。この変数は自信過剰の程度を表す数値と考えることができる。Barber and Odean (2001) や Dittrich et al. (2005) は、自信過剰であるほど非合理的な投資行動を行っているとしている。

コントロール変数は、家計収入、金融資産保有額、住宅保有、女性、既婚、大学卒、子供大学（大学生の子供がいる）、子供高校（高校生の子供がいる）、就業形態（正規、非正

規、自営、無業）、年齢階層（40歳代、50歳代、60歳代）を取り上げる。

本研究のサーベイは2019年3月にインターネット上で実施した。対象はマイボイス・コム社の登録会員であり、40～69歳の男女を対象とした。まず、10,000人を対象に年齢や金融資産の保有額等に関する予備調査を実施した。予備調査の結果から、金融資産の保有額が3百万円以上で5,000万円以下の者をランダムに抽出し、本調査の対象とした。最終的な回答者（サンプル数）は1,591名である。年齢と金融資産の保有額に制限を加えたのは、株式、投信、仕組債等の金融商品を保有する可能性が高いサンプルを対象とするため

表1：記述統計  
パネルA：全データ

		全データ			
		単位	Avg.	Std.	Min. Max.
株式保有		(d)	0.60	(0.49)	0 1
投信保有		(d)	0.51	(0.50)	0 1
仕組債保有		(d)	0.19	(0.39)	0 1
FX保有		(d)	0.16	(0.37)	0 1
生保保有		(d)	0.72	(0.45)	0 1
情報入手	金融機関窓口	(d)	0.32	(0.47)	0 1
	金融機関外交員	(d)	0.19	(0.39)	0 1
	金融機関ネット	(d)	0.47	(0.50)	0 1
	専門家・会社	(d)	0.20	(0.40)	0 1
	マスコミ	(d)	0.38	(0.49)	0 1
	その他ネット	(d)	0.39	(0.49)	0 1
	家族・友人・同僚	(d)	0.20	(0.40)	0 1
リスク許容度	スケール		2.13	(1.14)	1 5
時間選好率	スケール		3.35	(3.19)	0 10
金融リテラシー			0.46	(0.30)	0 1
金融知識あり	スケール		2.49	(1.23)	1 6
家計収入	百万円		7.04	(4.71)	0 46
金融資産	百万円		18.9	(14.3)	0 55
住宅保有	(d)		0.74	(0.44)	0 1
女性	(d)		0.36	(0.48)	0 1
既婚	(d)		0.73	(0.44)	0 1
大学卒	(d)		0.63	(0.48)	0 1
子供大学	(d)		0.12	(0.32)	0 1
子供高校	(d)		0.22	(0.41)	0 1
就業形態	正規	(d)	0.51	(0.50)	0 1
	非正規	(d)	0.10	(0.30)	0 1
	自営	(d)	0.11	(0.31)	0 1
	無業	(d)	0.29	(0.45)	0 1
年齢層	40歳代	(d)	0.33	(0.47)	0 1
	50歳代	(d)	0.34	(0.47)	0 1
	60歳代	(d)	0.33	(0.47)	0 1
年齢	歳		54.7	(8.4)	40 69
N			1,591		

パネルB：年齢階層別・男女

	40歳代		50歳代		60歳代		男性		女性	
	Avg.	Std.	Avg.	Std.	Avg.	Std.	Avg.	Std.	Avg.	Std.
株式保有	0.58	(0.49)	0.56	(0.50)	0.66	(0.48)	0.64	(0.48)	0.52	(0.50)
投信保有	0.46	(0.50)	0.51	(0.50)	0.56	(0.50)	0.53	(0.50)	0.49	(0.50)
仕組債保有	0.22	(0.42)	0.19	(0.39)	0.17	(0.37)	0.19	(0.39)	0.19	(0.39)
FX保有	0.24	(0.43)	0.16	(0.36)	0.10	(0.30)	0.20	(0.40)	0.11	(0.31)
生保保有	0.67	(0.47)	0.72	(0.45)	0.78	(0.42)	0.74	(0.44)	0.68	(0.47)
情報入手	0.27	(0.44)	0.32	(0.47)	0.38	(0.48)	0.28	(0.45)	0.39	(0.49)
金融機関窓口	0.15	(0.36)	0.14	(0.35)	0.26	(0.44)	0.18	(0.39)	0.19	(0.39)
金融機関外交員										
金融機関ネット	0.50	(0.50)	0.47	(0.50)	0.44	(0.50)	0.50	(0.50)	0.42	(0.49)
専門家・会社	0.22	(0.42)	0.21	(0.41)	0.18	(0.38)	0.21	(0.41)	0.20	(0.40)
マスコミ	0.34	(0.47)	0.39	(0.49)	0.41	(0.49)	0.38	(0.49)	0.37	(0.48)
その他ネット	0.44	(0.50)	0.38	(0.48)	0.34	(0.48)	0.42	(0.49)	0.32	(0.47)
家族・友人・同僚	0.20	(0.40)	0.19	(0.39)	0.22	(0.41)	0.16	(0.37)	0.28	(0.45)
リスク許容度 (スケール)	2.30	(1.20)	2.09	(1.14)	2.00	(1.05)	2.29	(1.19)	1.85	(0.98)
時間選好率 (スケール)	3.21	(3.25)	3.41	(3.22)	3.41	(3.11)	3.61	(3.20)	2.86	(3.13)
金融リテラシー	0.46	(0.30)	0.45	(0.30)	0.47	(0.29)	0.51	(0.30)	0.37	(0.27)
金融知識あり (スケール)	2.54	(1.23)	2.47	(1.26)	2.46	(1.21)	2.71	(1.24)	2.10	(1.12)
家計収入 (百万円)	7.59	(4.41)	8.04	(4.95)	5.49	(4.33)	7.14	(4.82)	6.86	(4.50)
金融資産 (百万円)	16.5	(12.9)	17.6	(14.0)	22.4	(15.3)	18.7	(13.9)	19.2	(15.1)
住宅保有	0.61	(0.49)	0.75	(0.43)	0.86	(0.35)	0.73	(0.44)	0.76	(0.43)
女性	0.35	(0.48)	0.38	(0.49)	0.34	(0.47)	0.00	(0.00)	1.00	(0.00)
既婚	0.65	(0.48)	0.74	(0.44)	0.80	(0.40)	0.71	(0.46)	0.78	(0.42)
大学卒	0.69	(0.46)	0.61	(0.49)	0.60	(0.49)	0.75	(0.43)	0.42	(0.49)
子供大学	0.06	(0.24)	0.22	(0.41)	0.07	(0.25)	0.12	(0.33)	0.11	(0.31)
子供高校	0.41	(0.49)	0.21	(0.41)	0.03	(0.17)	0.23	(0.42)	0.20	(0.40)
就業形態 正規	0.67	(0.47)	0.56	(0.50)	0.29	(0.45)	0.66	(0.47)	0.23	(0.42)
非正規	0.08	(0.27)	0.12	(0.32)	0.10	(0.30)	0.12	(0.33)	0.06	(0.23)
自営	0.10	(0.30)	0.12	(0.33)	0.10	(0.30)	0.03	(0.17)	0.25	(0.43)
無業	0.15	(0.36)	0.20	(0.40)	0.51	(0.50)	0.19	(0.39)	0.46	(0.50)
年齢層 40歳代	1.00	(0.00)					0.33	(0.47)	0.32	(0.47)
50歳代			1.00	(0.00)			0.32	(0.47)	0.36	(0.48)
60歳代					1.00	(0.00)	0.34	(0.47)	0.32	(0.47)
年齢 (歳)	45.1	(2.8)	54.5	(2.8)	64.5	(3.0)	54.9	(8.5)	54.5	(8.3)
N	523		536		532		1,023		568	

である。

表1パネルAは本研究で利用するデータの記述統計である。株式保有率、投信保有率は、それぞれ、約60%、51%と、全国消費実態調査等の政府統計よりも高くなっている。これは金融資産の保有額を制限したことや、インターネットでの調査であることが影響している可能性がある。ただし、本研究は、全国的な保有率の水準を検証するのではなく、どのような人が仕組債や株式等の金融商品を保有するのかを明らかにし、保有者と非保有者の違いを比較することが目的であるため、これらの金融商品の保有率自体が相対的に高くても、本論の検証内容に大きな問題は生じないと思われる。また、仕組債の保有率は約19%

であり、十分な数のサンプルを得ている。金融商品に関する情報の入手方法としては、金融機関のWebサイトが約47%と最も多く、次に、その他のインターネットが約39%、マスコミが38%、金融機関の窓口が約32%となっている。

パネルBは年齢階層別および男女別の記述統計である。株式、投信、生保は年齢階層が上がるほど保有率が高まる傾向がある。一方、仕組債とFXは年齢が上がるほど保有率が低下する傾向がある。男女別では、株式、投信、FX、生保は男性の保有率が高いが、仕組債は男女差がない。Appendixに被説明変数と主要な説明変数間の相関係数を示す。著しく高い相関を持つ変数がないことから、これら

の説明変数を用いた重回帰分析において多重共線性の問題がないことが確認できる。

#### 4. 分析結果

表2は回帰式(1)の推計結果である。被説明変数は、株式、投信、仕組債、FX、生保保有を表すダミー変数であり、主たる説明変数は情報入手手段を表す変数と、個人属性を表す変数である。本論では、線形確率モデルを想定して最小二乗法(OLS)で推計する。表中の数値は回帰係数、括弧内はロバスト標準誤差を表す。列(1)は株式保有の結果である。情報入手に関しては、マスコミと家族・友人・同僚が株式保有を有意に高めている一方、金融機関窓口は株式保有に貢献しているとは言い切れない。個人属性に関しては、リスク許容度と金融リテラシーが高いほど株式を保有する傾向がある。また、金融知識ありの係数が正で有意であり、主観的に金融知識があると自分で考えるほど株式を保有する傾向がある。列(2)は投信保有の結果である。情報入手に関しては、金融機関窓口、金融機関外交員、マスコミが投信保有を有意に高めている。個人属性に関しては、リスク許容度と金融リテラシーが高いほど投信を保有する傾向がある。また、主観的に金融知識があると自分で考えるほど投信を保有する傾向がある。列(3)は仕組債保有の結果である。情報入手に関しては、金融機関ネットが仕組債保有を有意に高めている。個人属性に関しては、時間選好率が負で有意であり、時間選好率が高いほど(利回り志向が高いほど)仕組債を保有する傾向がある。また、金融知識ありの係数が正で有意である。列(4)はFX保有の結果である。情報入手に関しては、金融機関ネットがFX保有を有意に高めている。一方で金融機関窓口と家族・友人・同僚が負で有意である。個人属性に関しては、リスク許容度、金融リテラシー、金融知識ありが高いほどFXを保有する傾向がある。列(5)

は生保保有の結果である。情報入手に関しては、金融機関窓口、金融機関ネットが生保保有を有意に高めている。個人属性に関しては、金融リテラシーが高いほど生保を保有する傾向がある。

小括すると、情報入手手段に関しては、株式は銘柄数が多いことや企業の個別性が高いことから、金融機関からの情報ではなく、マスコミや家族・友人・同僚経由の情報が利用されている。投信は、投資先や運用方法などに特徴があり、投資家はその説明を受け理解する必要があることから、金融機関の窓口・外交員からの情報入手が行われている。これは投信の商品性を考えると合理的である。また、株式と同様に投信はマスコミも重要な情報入手手段である。これに対して、仕組債は金融機関のWebサイトが重要視され、複雑な商品性であるにもかかわらず、金融機関の窓口や外交員からの商品説明が重視されていない。面白いことに、この傾向はFXについても同様である。生保については、金融商品として複雑であるため金融機関の窓口が利用されている。また、生保では金融機関ネットも重要な情報入手手段である。一方、既存の生命保険会社が重視する金融機関の外交員に関しては有意ではなかった。

個人属性と株式、投信、FX、生保の保有に関しては既存研究とおおむね整合的であった。リスク許容度が高いほど、リスクの高い株式、投信、FXの保有が増える傾向がある。また、金融リテラシーが高いほど、複雑な金融商品である株式、投信、FX、生保の保有が増える傾向がある。投資家の行動には一定の合理性がある。これに対して、仕組債の保有については合理性が欠けるようである。仕組債はリスクが高く、複雑な金融商品であるにもかかわらず、リスク許容度と金融リテラシーは有意ではない。これは、投資家が仕組債の持つリスクを正しく理解していないか、あるいは、リスクは理解しているが、自分のリスク許容度に適した合理的投資行動となっ

表 2：推計結果

		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
		株式保有	投信保有	仕組債保有	FX保有	生保保有
情報入手	金融機関窓口	-0.089 ** (0.027)	0.056 * (0.027)	0.014 (0.023)	-0.049 * (0.020)	0.062 * (0.025)
	金融機関外交員	0.002 (0.032)	0.088 ** (0.032)	-0.028 (0.026)	0.026 (0.024)	0.051 (0.028)
	金融機関ネット	0.033 (0.025)	0.045 (0.026)	0.068 ** (0.022)	0.050 * (0.021)	0.068 ** (0.024)
	専門家・会社	-0.023 (0.030)	-0.001 (0.030)	0.002 (0.026)	-0.013 (0.024)	0.031 (0.027)
	マスコミ	0.118 ** (0.026)	0.087 ** (0.027)	0.015 (0.023)	-0.037 (0.022)	0.014 (0.025)
	その他ネット	0.042 (0.027)	-0.031 (0.028)	0.020 (0.024)	0.034 (0.023)	0.017 (0.026)
	家族・友人・同僚	0.114 ** (0.028)	-0.022 (0.031)	-0.055 * (0.025)	-0.045 * (0.022)	0.026 (0.028)
	リスク許容度	0.061 ** (0.011)	0.069 ** (0.012)	-0.005 (0.010)	0.023 * (0.009)	0.000 (0.011)
時間選好率	-0.001 (0.003)	-0.006 (0.004)	-0.006 * (0.003)	0.002 (0.003)	-0.004 (0.004)	
金融リテラシー	0.155 ** (0.044)	0.312 ** (0.045)	0.035 (0.037)	0.106 ** (0.035)	0.159 ** (0.043)	
金融知識あり	0.074 ** (0.010)	0.062 ** (0.011)	0.048 ** (0.010)	0.036 ** (0.009)	0.014 (0.010)	
家計収入	0.001 (0.003)	-0.001 (0.003)	-0.004 (0.003)	0.002 (0.003)	-0.004 (0.003)	
金融資産	0.003 ** (0.001)	0.004 ** (0.001)	0.003 ** (0.001)	0.000 (0.001)	0.001 (0.001)	
住宅保有	-0.041 (0.028)	-0.012 (0.028)	-0.024 (0.024)	-0.045 (0.023)	0.011 (0.027)	
女性	-0.036 (0.029)	0.086 ** (0.029)	0.049 (0.025)	-0.019 (0.023)	-0.014 (0.031)	
既婚	0.041 (0.032)	-0.037 (0.031)	-0.044 (0.027)	-0.029 (0.024)	0.075 * (0.031)	
大学卒	-0.004 (0.025)	0.002 (0.026)	-0.013 (0.022)	0.005 (0.019)	-0.041 (0.025)	
子供大学	0.029 (0.036)	0.019 (0.037)	0.046 (0.033)	-0.027 (0.028)	0.001 (0.036)	
子供高校	0.030 (0.033)	0.041 (0.033)	0.032 (0.028)	0.080 ** (0.027)	-0.005 (0.032)	
就業形態	非正規	0.001 (0.040)	-0.009 (0.040)	-0.046 (0.032)	0.067 (0.036)	-0.082 * (0.040)
	自営	0.010 (0.042)	-0.029 (0.043)	-0.013 (0.037)	0.029 (0.033)	-0.087 (0.044)
	無業	0.014 (0.032)	-0.044 (0.033)	-0.041 (0.028)	-0.009 (0.024)	-0.098 ** (0.032)
年齢層	50歳代	0.007 (0.029)	0.079 ** (0.029)	-0.023 (0.026)	-0.040 (0.024)	0.056 (0.030)
IS	60歳代	0.102 ** (0.034)	0.121 ** (0.035)	-0.032 (0.029)	-0.068 * (0.027)	0.106 ** (0.034)
定数項		0.062 (0.049)	-0.100 * (0.048)	0.085 * (0.043)	0.020 (0.038)	0.503 ** (0.052)
N		1,591	1,591	1,591	1,591	1,591
F-値		23.85 **	22.55 **	5.32 **	7.45 **	5.81 **

注：括弧内はロバスト標準誤差を表す。\*\*は有意水準1%、\*は同5%を表す。

ていない可能性がある。金融リテラシーについては、仕組債以外の金融商品の係数が正で有意であることから、一定の金融リテラシーを持つ投資家が商品を正しく理解したうえで

合理的な行動をとっているように見受けられる。しかし、仕組債の保有については金融リテラシーとの関連性がなく、複雑な金融商品であるにもかかわらず、投資家が合理的に判

表 3 : 年齢階層別・男女別推計結果

パネル A : 株式保有

		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
		40歳代	50歳代	60歳代	男性	女性
情報入手	金融機関窓口	-0.107 *	-0.066	-0.083	-0.120 **	-0.038
		(0.054)	(0.046)	(0.044)	(0.036)	(0.044)
	金融機関外交員	-0.066	-0.025	0.067	-0.027	0.055
		(0.060)	(0.066)	(0.046)	(0.041)	(0.049)
	金融機関ネット	0.006	0.071	0.026	0.065 *	-0.008
		(0.043)	(0.045)	(0.044)	(0.031)	(0.044)
	専門家・会社	-0.028	-0.012	-0.002	0.012	-0.098
		(0.053)	(0.054)	(0.050)	(0.037)	(0.051)
マスコミ		0.074	0.089 *	0.181 **	0.080 *	0.172 **
		(0.047)	(0.045)	(0.045)	(0.032)	(0.045)
その他ネット		0.043	0.068	0.036	0.056	0.040
		(0.047)	(0.047)	(0.047)	(0.034)	(0.046)
家族・友人・同僚		0.112 *	0.080	0.152 **	0.136 **	0.087
		(0.048)	(0.055)	(0.047)	(0.035)	(0.045)
リスク許容度		0.048 *	0.090 **	0.042 *	0.059 **	0.075 **
		(0.020)	(0.019)	(0.020)	(0.013)	(0.023)
時間選好率		-0.001	-0.004	0.001	-0.002	0.002
		(0.006)	(0.006)	(0.006)	(0.004)	(0.006)
金融リテラシー		0.237 **	0.117	0.111	0.125 *	0.174 *
		(0.077)	(0.077)	(0.077)	(0.053)	(0.080)
金融知識あり		0.081 **	0.068 **	0.059 **	0.063 **	0.091 **
		(0.019)	(0.018)	(0.018)	(0.012)	(0.019)
N		523	536	532	1,023	568
F-値		11.20 **	13.75 **	7.51 **	15.11 **	10.49 **

パネル B : 投信保有

		(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
		40歳代	50歳代	60歳代	男性	女性
情報入手	金融機関窓口	-0.070	0.097 *	0.101 *	0.019	0.109 *
		(0.053)	(0.046)	(0.046)	(0.037)	(0.043)
	金融機関外交員	0.178 **	0.057	0.067	0.049	0.180 **
		(0.060)	(0.065)	(0.049)	(0.042)	(0.049)
	金融機関ネット	0.098 *	-0.040	0.068	0.061	0.023
		(0.045)	(0.045)	(0.047)	(0.033)	(0.044)
	専門家・会社	-0.003	0.067	-0.053	0.036	-0.070
		(0.052)	(0.052)	(0.055)	(0.038)	(0.050)
マスコミ		0.045	0.138 **	0.073	0.039	0.162 **
		(0.050)	(0.046)	(0.048)	(0.034)	(0.045)
その他ネット		0.051	-0.086	-0.050	0.027	-0.124 **
		(0.049)	(0.047)	(0.050)	(0.035)	(0.047)
家族・友人・同僚		-0.076	0.003	0.025	-0.036	-0.005
		(0.052)	(0.054)	(0.054)	(0.041)	(0.045)
リスク許容度		0.060 **	0.083 **	0.051 *	0.060 **	0.085 **
		(0.021)	(0.020)	(0.022)	(0.014)	(0.023)
時間選好率		-0.007	-0.006	-0.006	-0.008	-0.001
		(0.006)	(0.006)	(0.006)	(0.005)	(0.006)
金融リテラシー		0.294 **	0.320 **	0.304 **	0.352 **	0.188 *
		(0.078)	(0.076)	(0.081)	(0.054)	(0.081)
金融知識あり		0.042 *	0.080 **	0.057 **	0.054 **	0.078 **
		(0.019)	(0.017)	(0.019)	(0.013)	(0.019)
N		523	536	532	1,023	568
F-値		10.31 **	14.03 **	6.93 **	15.29 **	12.80 **

断している様子が見受けられない。一方で、自分が金融経済の知識があると考えているほど、仕組債を保有する傾向があり、仕組債を保有する投資家が自信過剰な傾向があることを、このサーベイ調査は示唆している。仕組

債は発行主体が発行価格を決めるため、投資家にはその価格が妥当かどうかを判断する知識と能力が求められる。

表3のパネルAからDは40歳代、50歳代、60歳代、男性、女性のサブサンプル別に、各

パネルC：仕組債保有

		(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
		40歳代	50歳代	60歳代	男性	女性
情報入手	金融機関窓口	0.035 (0.051)	0.030 (0.039)	-0.007 (0.036)	0.005 (0.031)	0.030 (0.037)
	金融機関外交員	-0.068 (0.058)	-0.039 (0.048)	0.002 (0.036)	-0.045 (0.033)	-0.008 (0.044)
	金融機関ネット	0.073 (0.041)	0.115 ** (0.039)	0.009 (0.037)	0.062 * (0.028)	0.088 * (0.039)
	専門家・会社	0.019 (0.049)	-0.082 (0.043)	0.066 (0.046)	-0.001 (0.033)	0.002 (0.045)
	マスコミ	-0.007 (0.046)	0.087 * (0.041)	-0.047 (0.036)	0.036 (0.029)	-0.028 (0.039)
	その他ネット	0.016 (0.046)	-0.017 (0.042)	0.089 * (0.042)	0.031 (0.030)	0.003 (0.041)
	家族・友人・同僚	-0.062 (0.047)	-0.086 (0.044)	-0.006 (0.041)	-0.082 * (0.032)	-0.017 (0.040)
	リスク許容度	0.014 (0.018)	-0.021 (0.016)	0.002 (0.018)	-0.012 (0.011)	0.016 (0.019)
時間選好率	-0.001 (0.006)	-0.014 ** (0.005)	-0.001 (0.005)	-0.005 (0.004)	-0.010 (0.005)	
金融リテラシー	-0.046 (0.069)	-0.013 (0.062)	0.163 ** (0.063)	0.005 (0.045)	0.073 (0.069)	
金融知識あり	0.030 (0.017)	0.069 ** (0.016)	0.039 * (0.017)	0.048 ** (0.012)	0.044 * (0.017)	
N		523	536	532	1,023	568
F-値		1.82 *	4.02 **	2.23 **	3.90 **	2.76 **

パネルD：FX保有

		(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
		40歳代	50歳代	60歳代	男性	女性
情報入手	金融機関窓口	-0.097 * (0.045)	-0.042 (0.033)	-0.017 (0.028)	-0.034 (0.030)	-0.073 ** (0.025)
	金融機関外交員	0.042 (0.060)	-0.005 (0.040)	0.037 (0.032)	0.028 (0.034)	0.034 (0.034)
	金融機関ネット	0.118 ** (0.039)	0.012 (0.036)	0.025 (0.031)	0.038 (0.027)	0.070 * (0.031)
	専門家・会社	0.029 (0.048)	-0.085 * (0.036)	0.042 (0.038)	-0.023 (0.032)	-0.001 (0.035)
	マスコミ	-0.063 (0.046)	-0.020 (0.038)	-0.004 (0.030)	-0.028 (0.030)	-0.055 (0.029)
	その他ネット	0.034 (0.045)	0.059 (0.041)	0.022 (0.034)	0.073 * (0.030)	-0.037 (0.034)
	家族・友人・同僚	-0.062 (0.046)	-0.018 (0.041)	-0.072 * (0.031)	-0.067 * (0.033)	-0.008 (0.029)
	リスク許容度	0.031 (0.018)	0.020 (0.016)	0.012 (0.015)	0.019 (0.012)	0.016 (0.017)
時間選好率	-0.002 (0.006)	0.002 (0.005)	0.003 (0.004)	0.001 (0.004)	0.003 (0.004)	
金融リテラシー	0.077 (0.071)	0.122 (0.064)	0.102 * (0.052)	0.133 ** (0.046)	0.041 (0.057)	
金融知識あり	0.058 ** (0.017)	0.040 * (0.015)	0.004 (0.011)	0.037 ** (0.011)	0.032 * (0.014)	
N		523	536	532	1,023	568
F-値		4.27 **	2.75 **	1.78 *	5.78 **	2.12 **

被説明変数について回帰式(1)を推計した結果である。パネルAは株式保有の推計結果である。情報としてマスコミを利用する人は50歳代、60歳代、男性、女性ともに有意である。家族・友人・同僚は40歳代、60歳代と男性で有意であった。このように株式保有の

ための情報を得る手段は、年代、性別でそれほど変わらない傾向がある。パネルBは投信保有の推計結果である。金融機関窓口は50歳代、60歳代、女性で有意であり、金融機関外交員は40歳代と女性で有意であった。マスコミは50歳代と女性で有意であった。このよう

パネルE：生保有

	(21) 40歳代	(22) 50歳代	(23) 60歳代	(24) 男性	(25) 女性
情報入手					
金融機関窓口	0.011 (0.052)	0.130 ** (0.043)	0.040 (0.040)	0.035 (0.032)	0.111 ** (0.042)
金融機関外交員	0.082 (0.056)	0.006 (0.056)	0.063 (0.040)	0.015 (0.036)	0.117 ** (0.045)
金融機関ネット	0.051 (0.044)	0.040 (0.043)	0.119 ** (0.040)	0.081 ** (0.030)	0.063 (0.042)
専門家・会社	0.047 (0.050)	0.047 (0.048)	0.017 (0.047)	0.054 (0.032)	-0.013 (0.049)
マスコミ	0.032 (0.047)	0.027 (0.043)	-0.021 (0.040)	0.005 (0.030)	0.028 (0.044)
その他ネット	0.066 (0.048)	-0.037 (0.046)	0.013 (0.045)	0.064 * (0.032)	-0.090 (0.047)
家族・友人・同僚	0.022 (0.053)	0.045 (0.050)	0.030 (0.046)	0.024 (0.035)	0.027 (0.045)
リスク許容度	-0.001 (0.020)	0.007 (0.019)	-0.011 (0.019)	0.012 (0.013)	-0.032 (0.023)
時間選好率	-0.010 (0.006)	0.003 (0.006)	-0.004 (0.006)	-0.001 (0.004)	-0.005 (0.006)
金融リテラシー	0.105 (0.078)	0.263 ** (0.075)	0.097 (0.073)	0.161 ** (0.051)	0.121 (0.084)
金融知識あり	0.038 (0.020)	-0.002 (0.016)	0.006 (0.017)	0.011 (0.012)	0.021 (0.019)
N	523	536	532	1,023	568
F-値	4.04 **	2.39 **	2.01 **	5.75 **	2.44 **

注：各パネルとも推計はOLSで行い、括弧内はロバスト標準誤差を表す。コントロール変数を入れて推計しているが、表では表示していない。\*\*は有意水準1%、\*は同5%を表す。

に、投信保有は保有のための情報を得る手段が年代、性別で異なる傾向がある。リスク許容度、金融リテラシー、金融知識あり全サブサンプルで有意である。パネルCは仕組債保有の推計結果である。金融機関ネットは50歳代、男性、女性で有意であった。マスコミは50歳代、その他ネットは60歳代で有意であった。時間選好率は50歳代で有意、金融リテラシーは60歳代で有意、金融知識ありは全サブサンプルで有意であった。仕組債保有は、年齢層、男女別で情報源や決定要因が異なる傾向がある。パネルDはFX保有の決定要因である。金融機関ネットは40歳代と女性で有意、その他ネットは男性で有意であった。金融リテラシーは60歳代と男性で有意であるが、女性では有意ではなかった。金融知識ありは60歳代を除いて有意であった。パネルEは生保有の決定要因である。金融機関窓口は50歳代と女性で有意であるが、男性は有意ではなかった。金融機関外交員は女性が有意であった。金融機関ネットは60歳代と男性で有意で

あった。その他ネットは男性が有意であった。金融リテラシーは50歳代と男性で有意であった。

## 5. 結論と政策的な示唆

本研究は、独自のアンケート調査を利用し、仕組債の保有する投資家の情報入手の手段と、投資意思決定に関連がある個人属性との関係を分析した。仕組債と他の金融商品の違いを比較するため、株式、投信、FX、生命保険についても同様に、情報入手手段と個人属性との関連性を分析した。その結果、株式を保有する投資家は、新聞・雑誌やテレビ等のマスコミや、友人・同僚等より情報を収集し、リスク許容度や金融リテラシーに応じて、株式の保有が決定されていた。投資信託に関しては、金融機関の窓口、外交員、金融機関のネット、マスコミから情報を入手し、株式と同様に、リスク許容度や金融リテラシーに応じて、投信の保有が決定されていた。この

## Appendix 主要変数間の相関係数

	株式	投信	仕組	FX	生保	窓口	外交	ネット	専門家	マスコ	その他	家族	リスク	時間	リテラ	知識
株式保有	1.00															
投信保有	0.44	1.00														
仕組債保有	0.08	0.20	1.00													
FX保有	0.09	0.12	0.28	1.00												
生保保有	0.19	0.26	0.02	0.01	1.00											
情報入手						1.00										
金融機関窓口	-0.06	0.09	0.01	-0.08	0.11	0.34	1.00									
金融機関外交員	0.01	0.11	-0.01	-0.01	0.10	0.14	0.14	1.00								
金融機関ネット	0.17	0.17	0.14	0.12	0.14	0.21	0.17	0.14	1.00							
専門家・会社	0.02	0.05	0.02	0.00	0.07	0.07	0.06	0.26	0.16	1.00						
マスコミ	0.25	0.21	0.08	0.02	0.10	-0.00	-0.00	0.33	0.11	0.38	1.00					
その他ネット	0.23	0.15	0.11	0.13	0.10	0.17	0.11	0.11	0.12	0.23	0.19	1.00				
家族・友人・同僚	0.13	0.05	-0.03	-0.05	0.06	-0.08	-0.01	0.19	0.04	0.20	0.28	0.04	1.00			
リスク許容度	0.30	0.28	0.09	0.19	0.07	-0.00	-0.00	-0.04	0.02	-0.05	-0.06	-0.05	0.06	1.00		
時間嗜好率	-0.01	-0.05	-0.06	0.02	-0.04	-0.02	0.00	0.23	0.02	0.24	0.28	0.05	0.33	-0.05	1.00	
金融リテラシー	0.28	0.31	0.10	0.17	0.16	-0.00	0.01	0.21	0.04	0.21	0.25	-0.03	0.39	0.05	0.32	1.00
金融知識あり	0.33	0.30	0.19	0.21	0.10	-0.00	0.01	0.21	0.04	0.21	0.25	-0.03	0.39	0.05	0.32	1.00

ように株式と投信に関しては、投資意思決定プロセスに一定の合理性があるものと考えられる。一方、仕組債に関しては、情報入手の手段は金融機関のネットが重視されている。証券会社や銀行によって取り扱う仕組債が異なっているため、金融機関の窓口や外交員では十分な情報が得られないため、ネット上で他の様々な仕組債や預金等と商品性を比較しているものと思われる。

仕組債は複雑で一定のリスクがある金融商品であるため、それへの投資には十分な知識と経験が必要である。正しく投資の意思決定を行うためには、リスクや期待リターンなどの金融商品の特性が十分に理解されなくてはならない。しかし、本研究の分析結果によれば、仕組債の投資意思決定はリスク許容度や金融リテラシーとの関連性がなく、リスク商品としての認識が低い。また、仕組債は発行主体が発行価格を決めるため、投資家にはその価格が妥当かどうかを判断する知識と能力が求められるが、本研究の結果からは、自信過剰な投資家が仕組債を保有している傾向がみられる。仕組債を保有する個人投資家は商品の理解を誤り、預金や生命保険と同等のリスク特性であると考えて投資している可能性

がある。本来は仕組債を保有すべきではない投資家が、仕組債を保有している可能性が示唆される。

本研究の結果から、以下の政策的な示唆が考えられる。仕組債を保有する投資家の情報入手の手段として金融機関のネット情報に有意な効果があることから、金融機関のネット上にある情報を充実させるべきである。特に、仕組債のリスクとリターン特性を投資家が理解できるよう容易に説明することや、米国で行われているのと同様に発行時の公正価格（フェアバリュー）の情報をわかりやすく提示することが望まれる。

## 【参考文献】

- Barber, B. M., and Odean, T. (2001). "Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment", *Quarterly Journal of Economics*, 116 (1), 261-292.
- Ben Zion, U., Rapoport, A. and Yagil, J. (1989), "Discount rates inferred from decisions: An experimental study", *Management Science*, Vol.35 No.3, pp.270-284.
- Brown, J. R. Kapteyn, A. and Mitchell, O. S. (2016), "Framing and claiming: How

- information-Framing affects expected social security claiming behavior”, *Journal of Risk and Insurance*, Vol.83 No.1, pp.139-162.
- Das, S.R. and Statman, M. (2013), “Options and structured products in behavioral portfolios”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol.37 No.1, pp.137-153.
- Dittrich, D. A., Güth, W., and Maciejovsky, B. (2005), “Overconfidence in investment decisions: An experimental approach”, *European Journal of Finance*, 11 (6), 471-491.
- Döbeli, B. and Vanini, P. (2010), “Stated and revealed investment decisions concerning retail structured products”, *Journal of Banking & Finance*, Vol.34, No.6, pp.1400-1411.
- Entrop, O., Fischer, G., McKenzie, M., Wilkens, M. and Winkler, C. (2016a), “How does pricing affect investors’ product choice? Evidence from the market for discount certificates”, *Journal of Banking & Finance*, Vol.68, pp.195-215.
- Entrop, O., McKenzie, M., Wilkens, M. and Winkler, C. (2016b), “The performance of individual investors in structured financial products”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol.46 No.3, pp.569-604.
- Goda, G.S., Manchester, C.F. and Sojourner, A.J. (2014), “What will my account really be worth? Experimental evidence on how retirement income projections affect saving”, *Journal of Public Economics*, Vol.119, pp.80-92.
- Gustman, A. L. and Steinmeier, T. L. (2005), “The social security early entitlement age in a structural model of retirement and wealth”, *Journal of Public Economics*, Vol. 89, No.2-3, pp.441-463.
- Henderson, B. J. and Pearson, N. D. (2011), “The dark side of financial innovation: A case study of the pricing of a retail financial product”, *Journal of Financial Economics*, Vol.100 No.2, pp.227-247.
- Henderson, B. J. and Pearson, N. D. (2007), “Patterns in the payoffs of structured equity derivatives”, AFA 2008 New Orleans Meetings Paper. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=972570>.
- Hens T. and Rieger, M. O. (2014), “Can utility optimization explain the demand for structured investment products?” *Quantitative Finance*, Vol.14, No.4, pp.673-681.
- Lusardi, A. and Mitchell, O. S. (2011a), “Financial literacy and planning: Implications for retirement well-being”, in Lusardi, A. and Mitchell, O.S. (Ed.), *Financial Literacy. Implications for Retirement Security and the Financial Marketplace*, Oxford University Press, Oxford, pp.17-39.
- Lusardi, A. and Mitchell, O. S. (2011b), “Financial literacy and retirement planning in the United States”, *Journal of Pension Economics & Finance*, Vol.10 No.4, pp.509-525.
- Mastrobuoni, G. (2011), “The role of information for retirement behavior: Evidence based on the stepwise introduction of the social security statement”, *Journal of Public Economics*, Vol.95, pp.913-925.
- Sekita, S. (2011), “Financial literacy and retirement planning in Japan”, *Journal of Pension Economics and Finance*, Vol.10, No.4, pp.637-665.
- Shefrin, H. and Statman, M. (2000), “Behavioral portfolio theory”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.35, No.2, pp.127-151.
- Stoimenov, P. A. and Wilkens, S. (2005),

- “Are structured products ‘Fairly’ priced? An analysis of the German market for equity-linked instruments”, *Journal of Banking & Finance*, Vol.29, No.12, pp.2971-2993.
- 臼杵政治・中嶋邦夫・北村智紀（2008）。厚生年金制度に関する通知の送付とその効果。季刊社会保障研究、44（2）、234-247。
- 北村智紀・中嶋邦夫（2016）「投資家に示す情報と投資選択：択型実験法によるフレーミング効果の検証」『証券経済研究』93（93）35-49。
- ※ 本研究は一般社団法人信託協会の信託研究奨励金を受けている

（なかさと・むねのり／ふしや・ひろたか／きたむら・ともき）