

性格特性と投資スタイル～Big Five による測定～

山根 承子[†]

荒木 宏子[†]

野田 隆[‡]

2022 年 6 月

概要

本研究は、Big five の各特性と個人の投資スタイルとの関連をアンケート調査によって検証した探索的な研究である。アンケート調査では、現在所持している株式や投資信託を購入した理由や、長期保有するつもりがあったかどうか、余資ができた場合にもよい企業の特徴など、詳細な投資行動について尋ねた。その結果、Big five の各特性による違いが様々な面で観測された。例えば、情緒不安定性の高い人ほど株式や投資信託の保持年数が短く、アクティブファンドを保有していない。開放性が高い人ほど新興国株式を好み、調和性が高い人ほど SDGs への取り組みに積極的な企業を好む、などである。本研究の知見は個人の好みに沿った投資方法・商品の提案をすることに役立つ可能性があり、これは投資の参入障壁を低めることにつながるだろう。

[†] 株式会社パパラカ研究所

[‡] 池田泉州キャピタル

1. 目的

少子高齢化に伴い、社会保障や年金制度の構造改革などが進む中、個人の生涯に渡る資産管理の責は、政府から個人へと急速にシフトしている。良質な資産形成のためにはリスク性資産への投資を含めた幅広い資産選択が望まれるが、日本の家計金融資産は現預金の比率が非常に高い。この一因として、日本人のリスク回避志向の強さを指摘する議論は枚挙に暇がないが（Nakagawa and Shimizu 2000 など）、リスク回避志向以外の全般的な性格特性との関連を実証研究により解析した研究は数少ない。本研究では、投資行動の決定要因として個人のパーソナリティに着目することで、人に投資を始めさせるための施策に活用できる知見を得ることを目的とする。どのようなパーソナリティを持つ個人が、どのような投資を好むのかが明らかになれば、個人の好みに沿った提案をすることが可能になり、投資の参入障壁を低めることができるだろう。

パーソナリティは心理学、特に人格心理学で研究されており、人の性格をどのように捉え、測定するのかについてかなりの蓄積がある。心理学辞典（有斐閣, 1999）によれば、パーソナリティは「人の、広い意味での行動（具体的な振る舞い、言語表出、思考活動、認知や判断、感情表出、嫌悪判断など）に時間的・空間的一貫性を与えているもの」と定義される。時間的一貫性とは、時間の経過によって変化することがあまりないことを指し、空間的一貫性とは、場面や状況によって変化することがあまりないことを指す。

パーソナリティの測定方法は数多くあるが、本研究では Big Five を用いる。Big Five は人間の性格を5つの特性で捉えようとするものであり、心理学を中心に広く使われている。Big Five の5因子は「外向性」「情緒不安定性」「誠実性」「調和性」「開放性」であり、外向性の高さは、挑戦を好むことや、ポジティブな感情の強さと関連する。情緒不安定性は、ストレスの受けやすさや心配性、ネガティブな気分を引きずることと関係しており、誠実性は自己管理や計画性、調和性は信頼感や利他性、開放性は独創性や想像力、因習に囚われないことなどに現れる。

パーソナリティと投資行動の関連についての研究では、リスク許容度が取り上げられることが多い。また、実際の投資診断サービスでも、リスク許容度はよく考慮されているようである。Big five などの全般的なパーソナリティとの関連を見た研究は多くはないが、いくつかある。例えば Mayfield et al. (2008) では、Big five の各特性と投資意欲の関連が示されている。投資意欲は短期と長期という2つのカテゴリに分けられており、短期の投資意欲は「個人年金に毎年投資したい」「投資に関するリサーチは、外部からの助言は使わず自分でやりたい」「少なくとも週に2回はポートフォリオの見直しを行いたい」といったもの、長期の投資意欲は「投資講座を受講したい」「複数の資産（株式、債券、現金、不動産など）から成るポートフォリオを持ちたい」「数年の間引き出すことができない長期資産にも投資したい」などである。分析の結果、短期的投資意欲は「外向性」の高い人ほど強く、「情緒不安定性」の高い人ほど弱くなっていた。彼らの定義する短期の投資意欲とは、「毎日の生活の中で投資のことをどの程度考えることができるか」という特性を測っているものと解

積することができる。つまり、外向性の高い人は日々の暮らしに投資を取り入れやすいのに対し、情緒不安定性の高い人は、投資に関する意思決定とは距離を置いて生活したいと思っているようである。また、「開放性」の高い人ほど長期的意欲を強く持つ、つまり時間というコストをかけてでも投資を理解し、実施したいと思っていることも示されている。調和性と誠実性は投資意欲と関係していなかった。また、Mayfield et al. (2008) はリスク回避度についても測定しているが、リスク回避的な人は短期的投資意欲も長期的投資意欲も低く、投資に対する意欲が薄いことが示されている。この結果が示すように、Big five は、リスク回避度とは別の特徴を捉えていることがわかる。

Durand et al. (2013) は、大学生に仮想的な資金を与えて取引実験を行い、Big five と投資行動の関連を検証した。実験の参加者には仮想的に 5 万ドルが与えられ、約 2 ヶ月間、それを運用していくことが求められる。投資先は実際に存在する企業から選び、収益の計算などには現実の株価が用いられる。実験は大学の授業の一環として行われており、最終的な収益が成績に影響し、一定の金額を投資しないとペナルティがあるなどのインセンティブ設計がなされていた。この実験により観測できたのは、各人のポートフォリオの状態と、取引数や保有している株の銘柄数、トータルリターンなどである。まず、ポートフォリオ選択については、情緒不安定性の高い人は小さな企業の株を好まず、リスクの高い銘柄を好み、開放性の高い人は、ポートフォリオに多様性を持たせているといった特徴が示された。次に、実験開始 1 ヶ月前の短期モメンタムと、開始 1 年前の長期モメンタムを算出したところ、誠実性の低い人が短期モメンタムの高い銘柄を、調和性が低い人が長期モメンタムが高い銘柄を選択していた。そして、取引行動との関連では、情緒不安定性が高い人ほど取引数が少なく、その結果として、リターンも高くなっていた。一方で、誠実性の高い人は取引数が多かったが、これは大学の授業内で行われたからではないか（誠実性の高い大学生は頻繁に取引を行うことが教員からの評価を高めると考えていた可能性がある）と述べられている。また、情緒不安定性の高い人と、外向性の高い人は分散投資を行っていた。さらに、Durand et al. (2013) は、Big five と利用可能性ヒューリスティックと気質効果の関連も見えており、情緒不安定性が高いほど利用可能性ヒューリスティックをよく用いていた。気質効果に関して、利確を急ぐのは情緒不安定性が低い人と外向性が低い人であり、損切りができないのは誠実性が高い人であることが明らかになっている。

Nandan and Saurabh (2016) は、Big five が投資に関するリスク選好に影響を及ぼし、それが投資意欲に影響するというモデルを考え、媒介分析を行うことで検証している。その結果、情緒不安定性、外向性、開放性の 3 つが、投資に関するリスク選好を経由して短期的な投資意欲に影響していることが明らかになった。Durand et al. (2013) では Big five が利用可能性ヒューリスティックや気質効果の元になっていることが示唆され、Nandan and Saurabh (2016) ではリスク選好の背後に Big five があることが示唆されている。少なくともこれらの先行研究により、Big five と投資行動は無関係ではないことが示されているだろう。

本研究のもう一つの特徴は、従来の研究よりも投資スタイルを詳細に考慮したところにある。具体的には、株式や投資信託を買った理由や、運用の方針、買いたいと思う銘柄などを尋ねる。これにより、従来の研究よりも詳細に投資の決定要因に踏み込むことができる。

本稿の構成は以下の通りである。まず2章で、アンケート調査の詳細について述べる。3章で結果を報告し、4章で考察を行う。

2. 方法

オンライン上でアンケート調査を行った。実施期間は2022年11月17日～11月25日であった。サンプルは30代～70代の、最近5年以内に投資を行ったことのある人に限った。本調査は投資銘柄などについての詳細な質問を含むため、購入から時間が経っていると回答できない恐れがあったためである。

調査票は大きく分けて、Big fiveの測定、投資スタイルの測定、属性の測定の3パートに分かれていた。調査票の詳細は付録に掲載した。

Big fiveの各特性を測定する方法はいくつかあるが、本研究では並川ら（2012）の簡易版Big five尺度を利用した。「以下のそれぞれの項目は、ふだんのあなた自身にどれくらい当てはまりますか。「非常にあてはまる」～「まったくあてはまらない」の内で、自分に最も当てはまるものを1つお答えください。」という質問で、「話し好き」や「好奇心が強い」「ルーズな」のような、Big fiveの各特性を表現する29個の単語について7件法で回答させた。

次に、投資スタイルについては、まず、現在のポートフォリオについて、5年以内に購入したことがある金融資産の種類と金額、ポートフォリオの見直しをどのくらいの頻度で行なうか、世帯収入のうち毎月何パーセントくらいをリスク性金融商品の購入に充てているかを尋ねた。また、現在所持している株式について、上場市場、買った理由、最初買った年、順張りのつもりで買ったかどうか、5年以上保持するつもりで買ったかどうかを尋ね、現在所持している投資信託について、含まれているもの（国内株式、国内債券、先進国株式などから選択）、アクティブファンドかどうか、買った理由、最初買った年、順張りのつもりで買ったかどうか、5年以上保持するつもりで買ったかどうかを尋ねた。なお、保有する株式や投資信託のうち、回答に該当するのは「あなたが意思決定して購入したもの」に限っており、順張りや逆張りなど、馴染みのない回答者が存在すると思われる単語については説明を記載した。

現在持っている株式を買った理由については「以下（記入した銘柄）の株式を買った理由に当てはまるものをすべてお答えください。」として、「今後大きく値上がりすると思ったから」「配当利回りが高かったから」「株主優待が魅力的だったから」「倒産や大きな値下がりリスクが小さいと思ったから」「ESG（環境、社会、ガバナンス）に配慮した経営をする企業だから」「新しい産業や新しい企業の株だから」「歴史ある産業や伝統的な企業の株だから」「地元企業の株だから」「応援したい企業の株だから」「未公開株で入手する機会があっ

たから」「ストックオプション制度や持株会による購入機会があったから」「家族や知人が勧めた銘柄だから」「営業員や投資アドバイザーが勧めた銘柄だから」「確定拠出年金制度による購入において提供されている商品だったから」「その他」から複数回答させた。投資信託についても同様に、「以下（記入したファンド）の投資信託を買った理由に当てはまるものをすべてお答えください」という質問に「今後大きく値上がりすると思ったから」「市場動向、企業業績、為替変動などによるリスクが小さいと思ったから」「信託報酬（手数料）が低かったから」「過去の運用成績がよいファンドだったから」「ESG（環境、社会、ガバナンス）に配慮した企業の株式・債権を選んでいるから」「新しい産業や新しい企業を含んだファンドだから」「歴史ある産業や伝統的な企業を含んだファンドだから」「ヘッジファンドで購入する機会があったから」「家族や知人が勧めた商品だから」「営業員やアドバイザーが勧めた商品から」「その他」から複数選択させた。

金融資産を実際に購入するには金銭的な制約が存在するため、その個人の真の選好を必ずしも実現できているわけではない。そこで、個人の真の投資選好を抽出するために、「資金に余裕ができたため、金融商品を購入することになったとします。購入の際に以下の点をどのくらい重視するかお答えください。」という設問も作成した。選択肢は「最小取引単位（金額）が小さいこと」「売買手数料や信託報酬などが安いこと」「インターネット上で購入に関わる全ての手続き（口座開設や売買など）が行えること」「税制優遇制度（iDeCo や NISA、つみたて NISA など）の対象になっている商品であること」「元本の保証されている商品であること」「流動性が高い（いつでも希望する数量を売買できる）商品であること」の 6 項目について「非常に重視する」から「全く重視しない」の 4 件法で回答させた。続いて「資金に余裕ができたため、金融商品を購入することになったとします。あなたはどの金融商品を選びますか。購入したいと思うものを、すべてお答えください。」という質問で、株式（個別株）、公社債、投資信託（インデックスファンド）、暗号通貨 などから選択させた。最後に「資金に余裕ができたため、株式や投資信託を購入することになったとします。あなたが投資先として選んでもよいと思う企業の特徴をすべてお答えください。」として、国内、先進国、新興国のそれぞれの上場企業、非上場企業、配当利回りの高い企業、SDGs（クリーンエネルギーの導入など）への取り組みに積極的な企業、歴史のある大企業、ベンチャー・零細中小優良企業、成長期待産業・新興産業（半導体、情報通信技術など）、REIT、ハイイールド債（ジャンク債）から回答させた。

回答者数は 400 人（男性 300 人、女性 100 人）で、平均年齢は 56.87 歳（SD=10.95）であった。

3. 結果

3.1 Big five の分布

初めに、Big five の分布を表 1 に示す。Big five の各特性は 5~6 個の質問で 7 件法により測定されているので、最小が 1 点、最大が 7 点となる。

表 1 Big five 各特性の分布

Variable	Mean	SD	Min	Max
外向性 (Extraversion)	4.01	1.09	1	7
情緒不安定性 (Neuroticism)	4.12	1.12	1	7
開放性 (Openness)	4.11	0.93	1	7
誠実性 (Conscientiousness)	4.36	0.95	1	7
調和性 (Agreeableness)	4.31	0.80	1	6.67

特性ごとに 25%パーセンタイル以下 (low)、75%パーセンタイル以上 (high)、そのほか (medium) の 3 分類を作成した。以下では全体的な傾向をつかむため、この分類を使って投資スタイルの違いを見ていく。各カテゴリの人数や平均値は表 2 の通りである。おおむね、low 群は 3 点前後、high 群は 5 点以上となっている。

表 2 各特性カテゴリ別の平均値と人数

	Category	mean	sd	N
Extraversion	low	2.66	0.69	111
	medium	4.05	0.25	167
	high	5.17	0.60	122
Neuroticism	low	2.70	0.65	100
	medium	4.10	0.32	190
	high	5.46	0.59	110
Openness	low	3.04	0.57	120
	medium	4.14	0.23	166
	high	5.17	0.52	114
Conscientiousness	low	3.35	0.51	119
	medium	4.31	0.28	180
	high	5.63	0.56	101
Agreeableness	low	3.38	0.55	103
	medium	4.25	0.23	187
	high	5.28	0.43	110

3.2 各属性の分布

回答者の属性として、教育年数、本人所得、世帯所得、世帯人数、月収に占めるリスク性金融商品購入の割合、職業の分布を表3に示した。

表3 回答者の属性分布

カテゴリ	選択肢	N	%
教育年数	中学校	5	1.25
	高等学校	79	19.75
	短大・高専・専門学校	71	17.75
	4年制大学	208	52
	大学院	37	9.25
本人所得	100万円未満	67	17.96
	100～200万円未満	45	12.06
	200～300万円未満	40	10.72
	300～400万円未満	49	13.14
	400～500万円未満	42	11.26
	500～700万円未満	50	13.4
	700～1000万円未満	49	13.14
	1000～1500万円未満	22	5.9
	1500～2000万円未満	5	1.34
	2000万円以上	4	1.07
世帯所得	100万円未満	6	2.03
	100～200万円未満	10	3.39
	200～300万円未満	21	7.12
	300～400万円未満	29	9.83
	400～500万円未満	33	11.19
	500～700万円未満	59	20
	700～1000万円未満	70	23.73
	1000～1500万円未満	40	13.56
	1500～2000万円未満	19	6.44
	2000万円以上	8	2.71
世帯人数	1人（単身世帯）	71	17.75
	2人	146	36.5
	3人	104	26
	4人	58	14.5
	5人	15	3.75

	6 人	2	0.5
	7 人	3	0.75
	8 人	0	0
	9 人以上	1	0.25
月収に占めるリスク	リスク性金融商品購入にはまわしていない	106	35.93
性金融商品購入割合	1～10%未満	103	34.92
	10～20%未満	53	17.97
	20～30%未満	14	4.75
	30～50%未満	7	2.37
	50%以上	12	4.07
職業	会社経営者・役員・団体役員	25	6.25
	会社員・団体職員（正社員、教員）	132	33
	会社員・団体職員（派遣・契約社員）	27	6.75
	自営業・個人事業主・フリーランス	44	11
	自由業（開業医・弁護士事務所経営など）	4	1
	公務員	13	3.25
	学生	0	0
	主婦・主夫（専業）	39	9.75
	パート・アルバイト・フリーター	31	7.75
	無職・休職中・求職中	31	7.75
	年金生活	52	13
	その他	2	0.5

3.3 Big five と投資スタイル

それでは、Big five と投資スタイルとの関連を見ていこう。まず、現在所持している株式の銘柄数、投資信託の銘柄数の平均値を図 1 と図 2 に示した。Big five の特性の高低によって、大きな差が観測されている。

図 1 の株式の銘柄数について、多重比較の結果、有意差が認められたのは外向性の high 群と medium 群の間 ($p<.05$)、情緒不安定性の medium 群と low 群の間 ($p<.05$)、誠実性の high 群と medium 群 ($p<.05$)、調和性の high 群と low 群 ($p<.05$) および high 群と medium 群 ($p<.01$) の間であった。図 2 の投信の銘柄数については、外向性の high 群と medium 群 ($p<.05$)、調和性の high 群と low 群 ($p<.05$) の間に有意差がみとめられた。

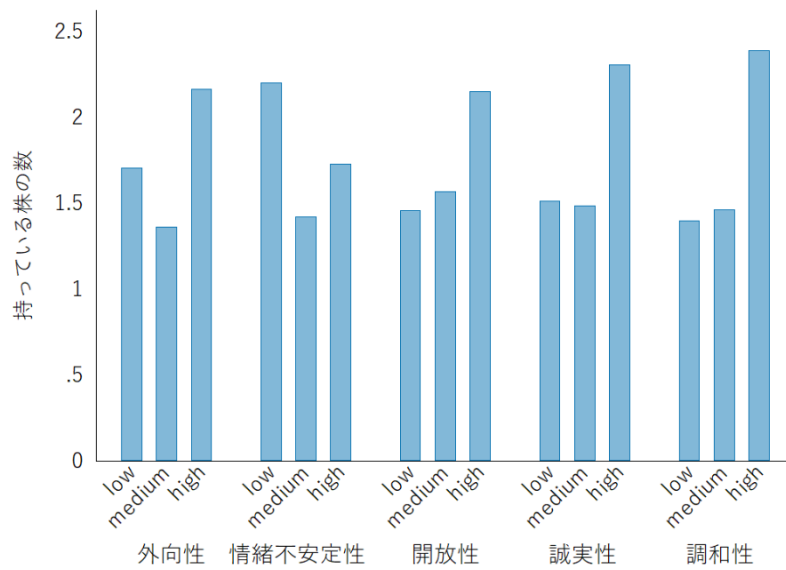


図1 現在所持している株式の銘柄数

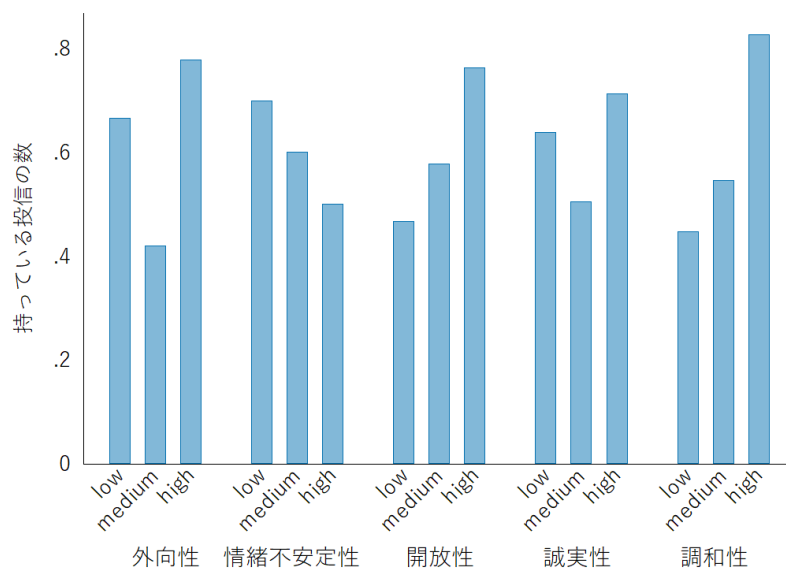


図2 現在所持している投資信託の銘柄数

次に、図3は現在持っている株のうち、東証一部に上場している株の割合を示したものである。多重比較の結果、外向性の high 群と medium 群の間 ($p < .05$)、情緒不安定性 medium 群と low 群の間 ($p < .01$)、誠実性 high 群と low 群の間 ($p < .05$) および high 群と medium 群の間 ($p < .05$)、調和性 high 群と low 群 ($p < .01$) および high 群と medium 群の間 ($p < .05$) に有意差がみとめられた。

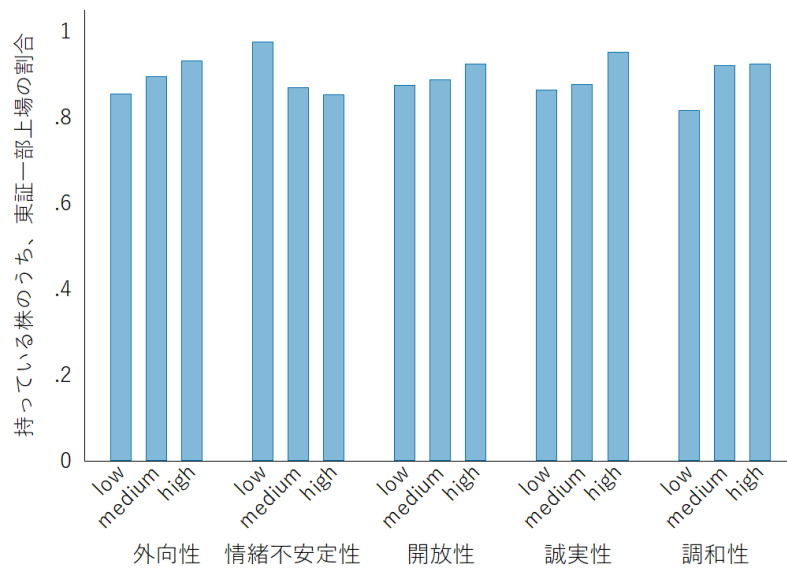


図3 東証一部に上場している株式の割合

また、図4は持っている投資信託のうち、アクティブファンドの割合である。多重比較で有意差がみとめられたのは情緒不安定性 high 群と low 群の間 ($p < .05$) のみであり、情緒不安定性の高い人ほど、アクティブファンドを所有していないことが有意に示された。

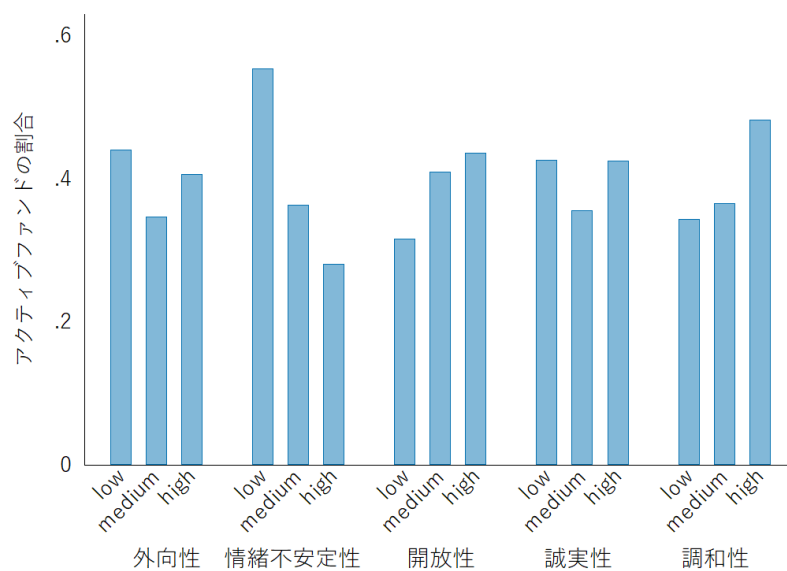


図4 アクティブファンドの割合

次に、株式および投資信託のうち、最も長く保有しているものの保有期間を最初に購入した年から算出し、その平均値を図5と図6に示した。

多重比較の結果、株式については、情緒不安定性 high 群と low 群の間 ($p<.05$) および high 群と medium 群の間 ($p<.05$)、投信については情緒不安定性 high 群と low 群の間 ($p<.01$) および medium 群と low 群の間 ($p<.05$)、誠実性 high 群と low 群 ($p<.05$) および high 群と medium 群の間 ($p<.01$) に有意差がみとめられた。情緒不安定性の高い人ほど所有年数が短く、長期投資ができていない可能性がある。逆に、誠実性の高い人は所有年数が長くなっている。

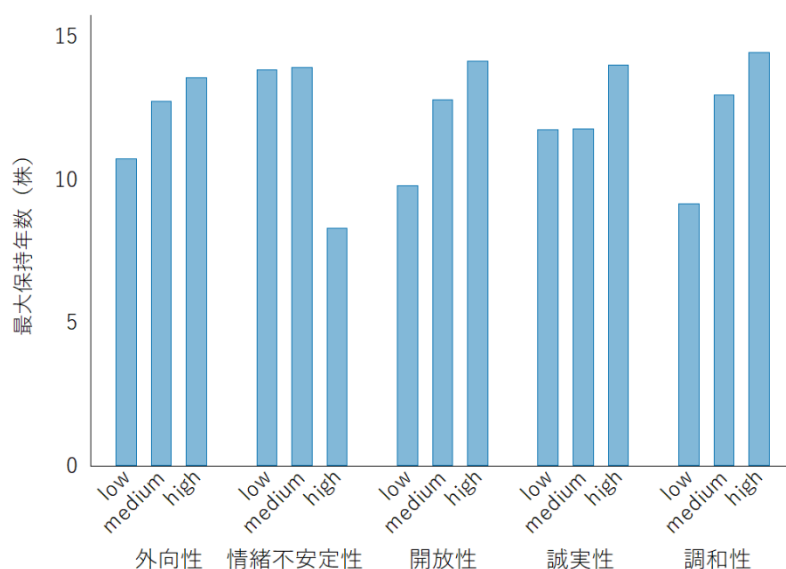


図 5 最大保持年数（株式）

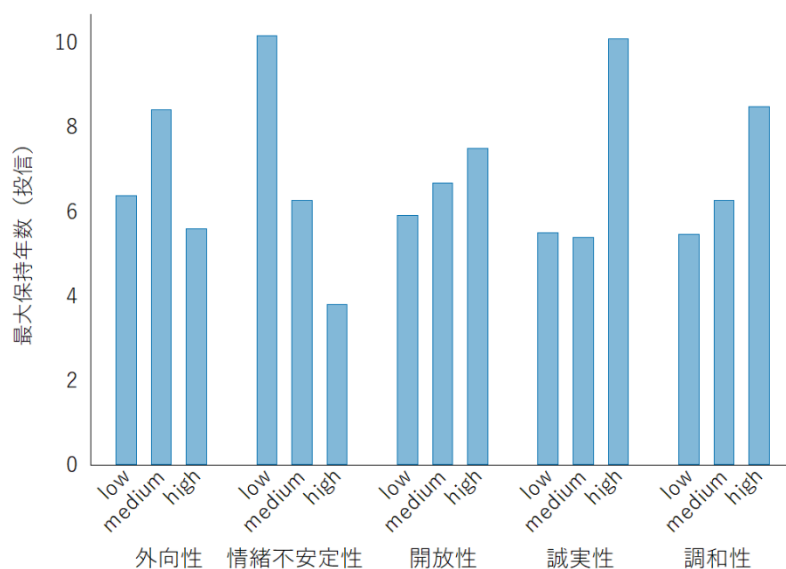


図 6 最大保持年数（投資信託）

また、購入時点で長期保有の意思があったかどうかを見た。株式と投資信託それぞれについて、長期保有しようと思って買ったものの割合を算出し、図 7 と図 8 に示した。多重比較の結果、有意差のある組み合わせは存在しなかった。

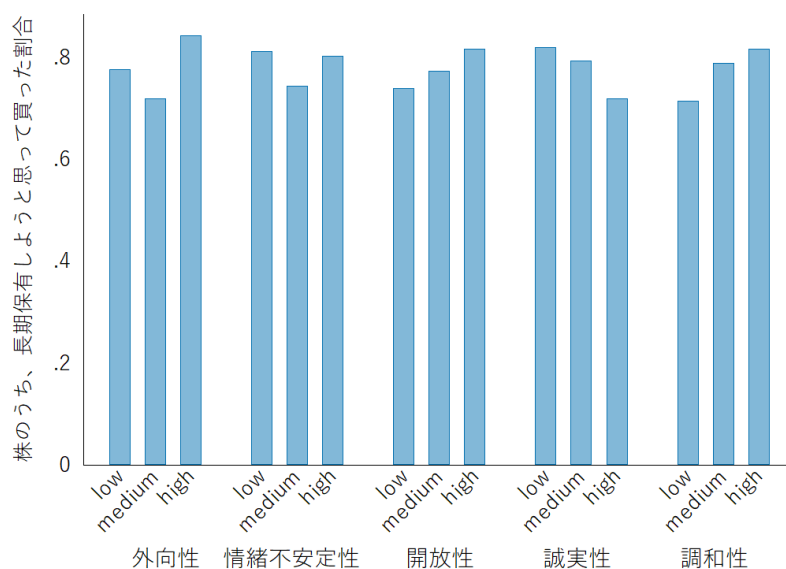


図 7 長期保有の意思（株式）

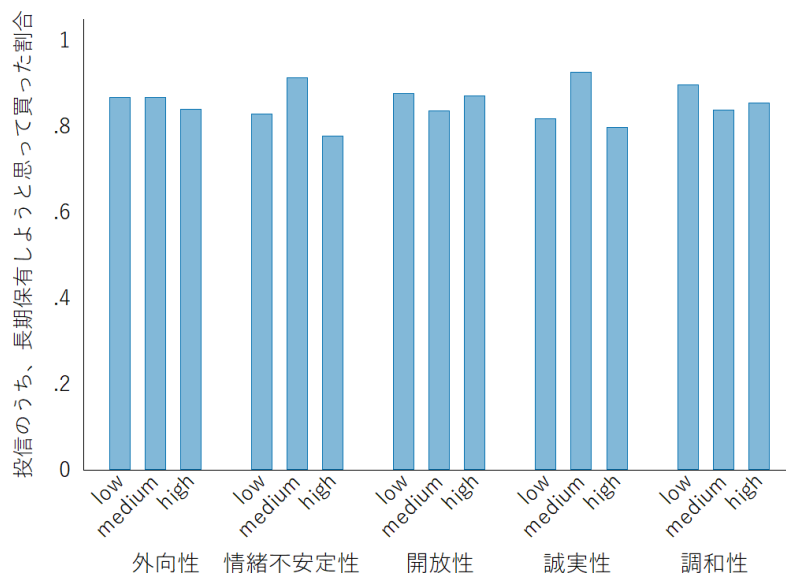


図 8 長期保有の意思（投資信託）

続いて、図 9 と図 10 は、順張りと思って買った株式と逆張りと思って買った株式の割合

を示す図である。図9の順張りについては有意な組み合わせはなかったが、図10の逆張りについては、調和性 high 群と medium 群 ($p<.05$) の間に有意差がみとめられた。投資信託にも同様の質問をしているが、傾向は同じであったのでここでは省略する。

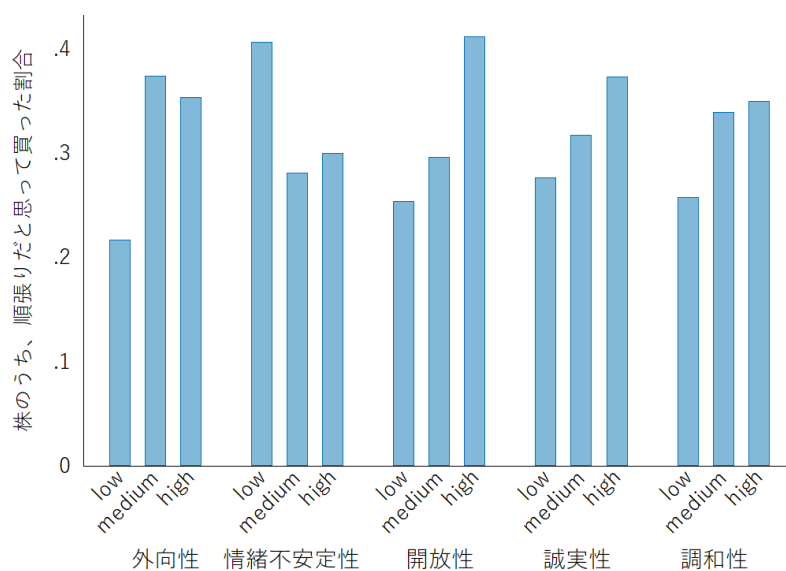


図9 順張りと思って買った株式の割合

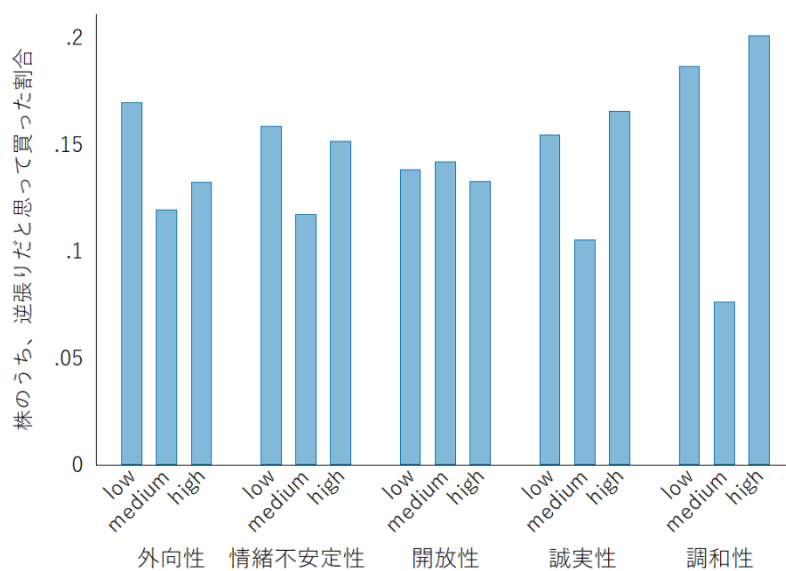


図10 逆張りと思って買った株式の割合

3.4 Big five と株式購入理由

次に、現在持っている株式を買った理由を、特性ごとに図 11～15 に示した。外向性の高い人は「歴史のある大企業だから」という理由で株式を買うことが多くなっている。また、情緒不安定性の高い人は、株主優待を重視して購入しており、調和性の高い人が ESG を重視して株を購入しているのも特徴だろう。

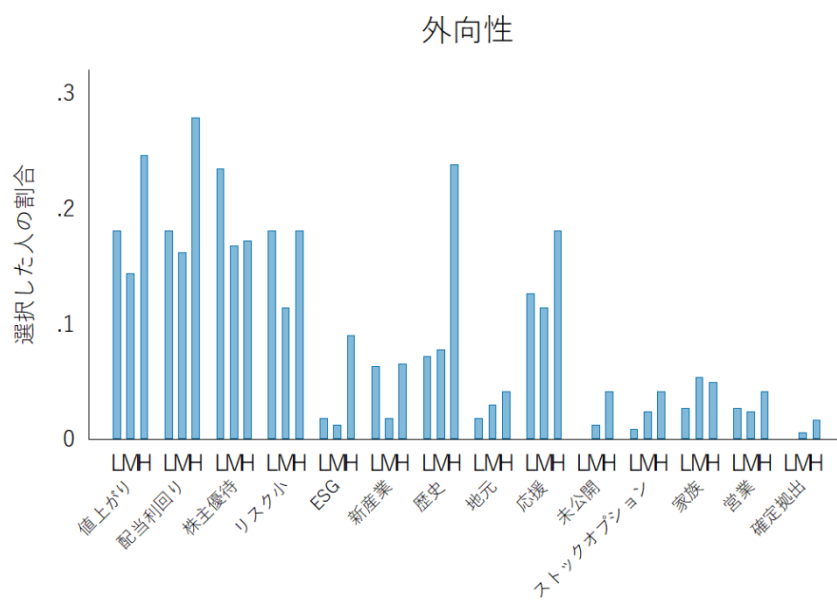


図 11 外向性の高低と、現在持っている株式を買った理由

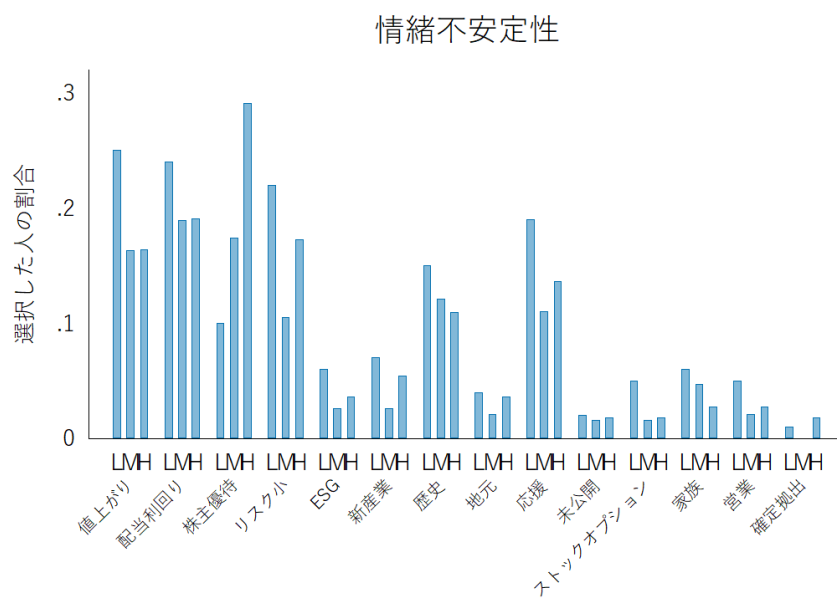


図 12 情緒不安定性の高低と、現在持っている株式を買った理由

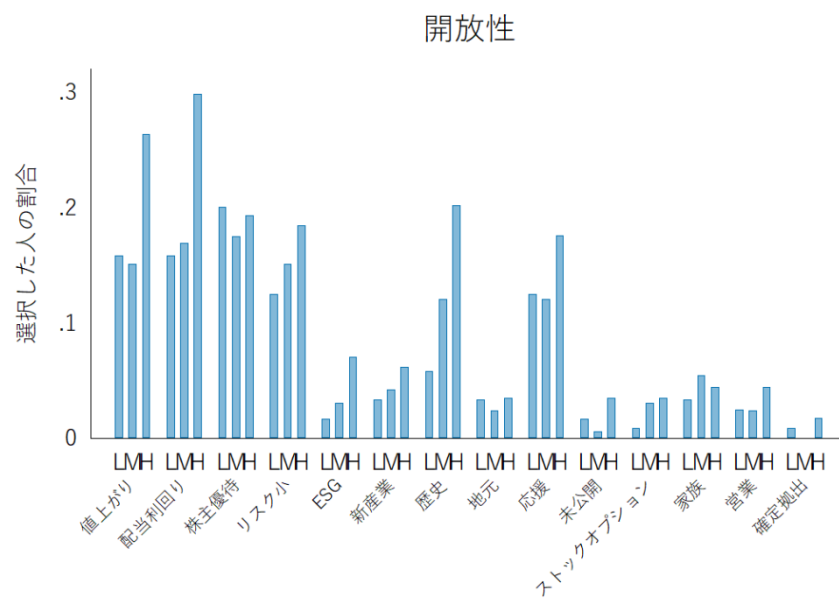


図 13 開放性の高低と、現在持っている株式を買った理由

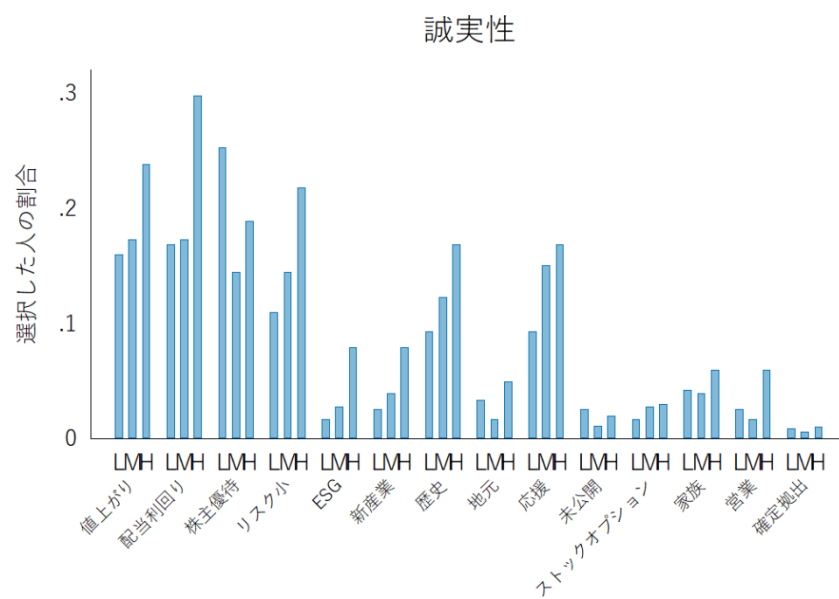


図 14 誠実性の高低と、現在持っている株式を買った理由

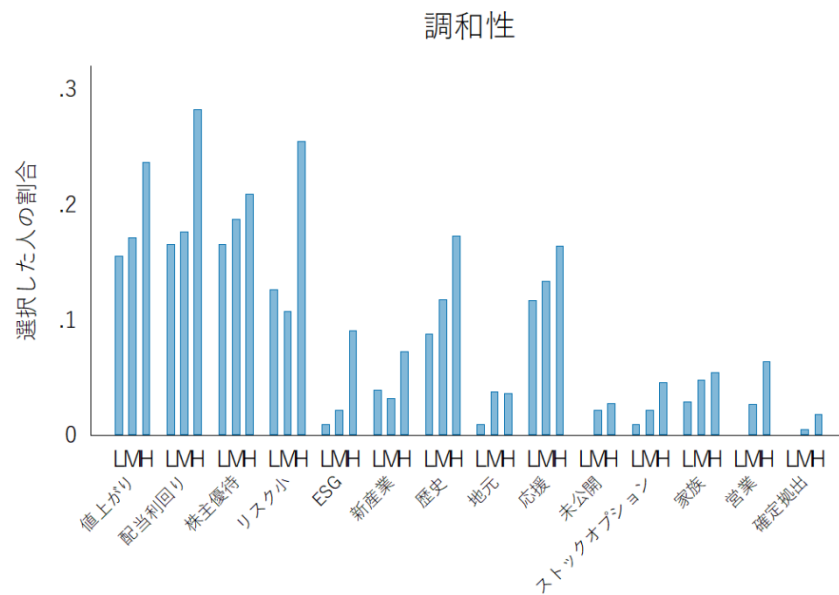


図 15 調和性の高低と、現在持っている株式を買った理由

3.5 Big five と買いたい銘柄

次に、余資が出来た場合に投資先に選びたいと思う企業の特徴と Big five の関連を見ていこう。図 16 は、「国内の株式」を買いたいと回答した人の割合を示している。多重比較で有意な組み合わせは存在しなかった。図 17 は同様に先進国の株式、図 18 は新興国の株式を選択した人の割合である。先進国では外向性の high 群と medium 群の間 ($p<.05$)、開放性 high 群と low 群 ($p<.05$) の間に有意差がみとめられた。新興国では外向性 high 群と medium 群 ($p<.05$)、開放性 high 群と low 群 ($p<.05$)、high 群と medium 群 ($p<.05$) の間に有意差がみとめられた。外向性と開放性の高い人は、国外企業を投資先として選ぶ可能性がより高いことが示唆されている。

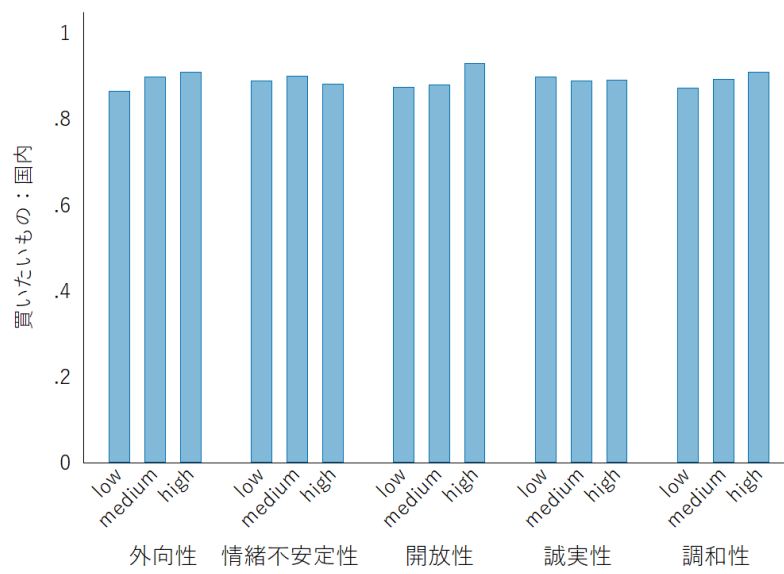


図 16 国内株式を想买い人の割合

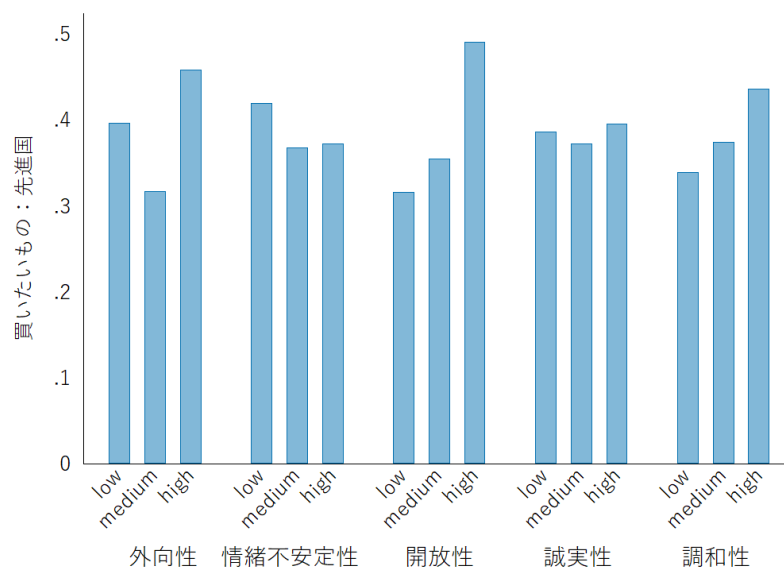


図 17 先進国株式を想买い人の割合

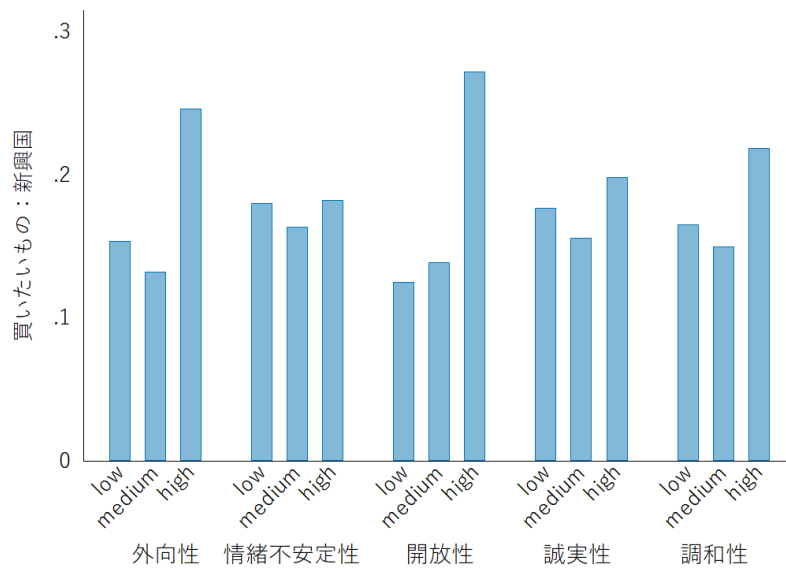


図 18 新興国株式を買いたい人の割合

図 19 は、国内・先進国・新興国を問わず「配当利回りの高い企業」を選んだ人の割合を示している。多重比較で有意な組み合わせは現れなかった。図 20 は国内・先進国を問わず「歴史ある大企業」を選んだ人の割合で、開放性 high 群と medium 群の間に 5%水準で有意差がみとめられた。図 11 では、外向性が高いほど「歴史ある大企業」の株式を持っていることが明らかになっているが、購入意欲においては平均値に違いはあるものの、有意な差は見られなかった。実際の保有と仮想質問による真の選好に乖離がある可能性がある。

図 21 は、国内・先進国・新興国を問わず「SDGs への取り組みに積極的な企業」を選んだ人の割合である。調和性の high 群と low 群の間に 5%水準で有意差がみとめられた。図 15 に示したように、調和性の高い人は実際に保有している株式についても、また、余剰資金を想定した場合の意向についても、一貫して ESG や SDGs への配慮や取り組みに対して評価する傾向が強いことが分かる。

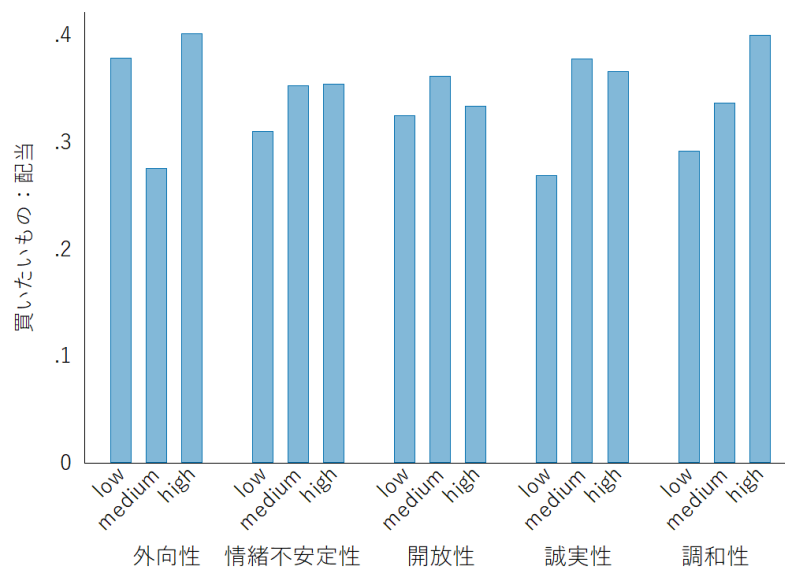


図 19 配当利回りの高い企業の株式を想买い人の割合

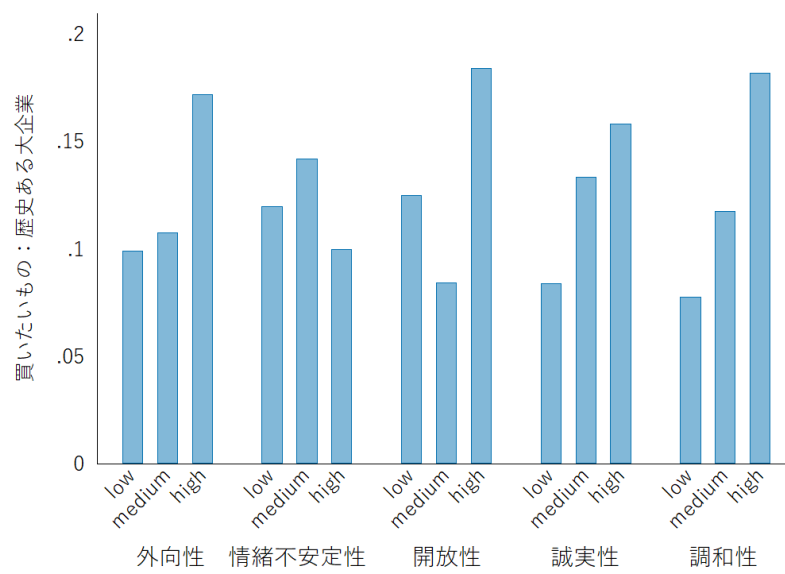


図 20 「歴史ある大企業」の株式を想买い人の割合

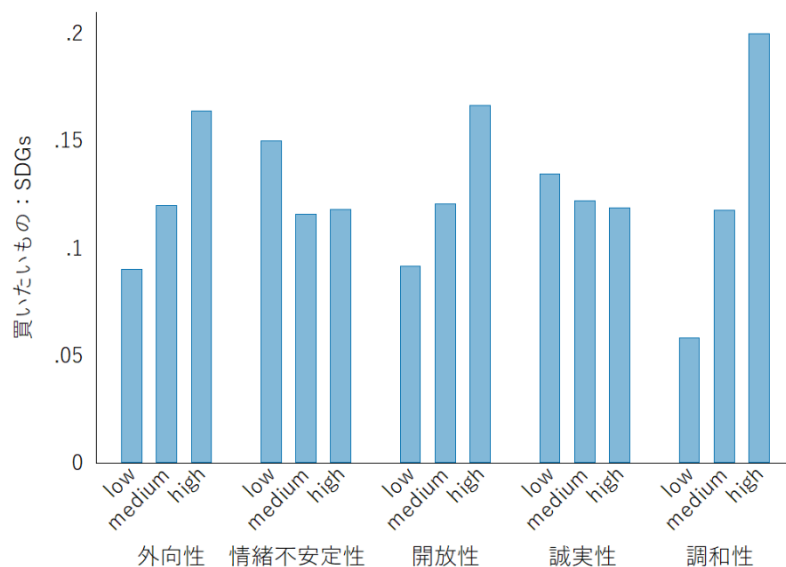


図 21 「SDGs への取り組みに積極的な企業」の株式を想买いたい人の割合

3.6 回帰分析

3.3 節で扱った投資スタイルと、3.5 節で扱った買いたい金融商品の種類を被説明変数として、回帰分析を行った。説明変数には性別、年齢、教育年数のほか、世帯所得と世帯人数を用いた。また、「あなたのご家庭では、世帯収入のうち毎月何パーセントくらいをリスク性金融商品の購入に充てていますか。直近 5 年間で平均的にみてお答えください。」という質問による、月収に占めるリスク性金融商品の購入割合も説明変数に加えた。Big five は 3.3 節で用いたカテゴリではなく、表 1 で示した数値 (最小 1～最大 7) をそのまま用いている。世帯所得とリスク性金融資産の割合には、各カテゴリの中央値を用いている。世帯所得と世帯人数の代わりに本人の所得を説明変数に加えたモデルでも推定を行ったが、結果はほとんど変わらなかったため紙面の都合上ここでは省略する。

投資スタイルに関する回帰分析の結果を表 4 に示した。株式の銘柄数については、属性変数をコントロールしても調和性が有意に正であり、調和性の高い人ほど数多くの銘柄を所有している。東証一部の株式の銘柄数も同様に、調和性が正に有意であった。アクティブファンドの銘柄数については、外向性と情緒不安定性がそれぞれ負に有意であった。外向性と情緒不安定性が高いほどアクティブファンドを持っていない。順張りと思って買った株の割合に対しては有意な変数は得られなかった。逆張りについては外向性が負に有意であり、外向性の高い人ほど逆張り局面では株式を購入しないことがわかる。株式と投信の最大保有年数を被説明変数としても同様の推定を行ったが、Big five のいずれの変数も有意ではなかった。

買いたい金融商品についての推定結果は表 5 に示した。先進国株式について開放性が正に有意であり、開放性の高い人ほど先進国株式を想买いたいと思っていることがわかる。また、

情緒不安定性の高い人ほど配当利回りの高い企業を買いたいと回答している。「SDGs への取り組みに積極的な企業」については外向性と調和性が正に有意であり、挑戦や変化を好む人や、周囲との協調を重視する人が好んでいることがわかる。

表4 投資スタイルの決定要因の推定結果

	(1) 所有している株式の 銘柄数		(2) 所有している投信の 銘柄数		(3) 所有している東証一 部上場株式の銘柄数	
	Coef.	s.e.	Coef.	s.e.	Coef.	s.e.
外向性	-0.152	0.207	-0.114	0.089	-0.202	0.195
情緒不安定性	0.258	0.202	0.013	0.087	0.241	0.190
開放性	0.291	0.239	0.059	0.103	0.294	0.225
誠実性	0.273	0.199	0.061	0.086	0.319	0.188
調和性	0.794	0.252 **	0.189	0.108	0.784	0.237 **
男性ダミー	1.145	0.442 **	0.137	0.190	0.957	0.415 *
年齢	0.042	0.018 *	0.016	0.008 *	0.053	0.017 **
教育年数	0.060	0.094	0.047	0.041	0.056	0.089
世帯所得	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
世帯人数	0.228	0.163	0.106	0.070	0.269	0.154
リスク資産購 入割合	0.025	0.011 *	0.009	0.005	0.017	0.011
定数項	-9.363	2.786 **	-2.384	1.199 *	-10.004	2.622 **

	(4) アクティブファンド の割合		(5) 順張りだと思って買 った株の割合		(6) 逆張りだと思って買 った株の割合	
	Coef.	s.e.	Coef.	s.e.	Coef.	s.e.
外向性	-0.139	0.050 **	0.079	0.047	-0.069	0.034 *
情緒不安定性	-0.143	0.050 **	-0.043	0.044	-0.014	0.032
開放性	0.065	0.063	-0.002	0.056	0.065	0.040
誠実性	-0.100	0.053	0.027	0.045	-0.004	0.032
調和性	0.033	0.070	0.058	0.053	0.035	0.039
男性ダミー	-0.138	0.127	-0.026	0.117	-0.112	0.085
年齢	0.011	0.005 *	-0.009	0.004 *	-0.002	0.003
教育年数	0.030	0.024	0.004	0.021	-0.013	0.016
世帯所得	0.000	0.000	0.000	0.000 *	0.000	0.000
世帯人数	-0.006	0.036	0.015	0.039	0.036	0.028
リスク資産購 入割合	0.002	0.003	0.004	0.003	0.003	0.002
定数項	0.608	0.723	0.339	0.615	0.341	0.446

Note: *は5%水準、**は1%水準で有意であったことを示す。

表 5 買いたい金融商品についての推定結果

	(1) 国内株式		(2) 先進国株式		(3) 新興国株式	
	Coef.	s.e.	Coef.	s.e.	Coef.	s.e.
外向性	0.362	0.301	-0.154	0.176	0.395	0.214
情緒不安定性	0.241	0.289	0.023	0.171	0.186	0.207
開放性	0.386	0.345	0.407	0.208 *	0.194	0.241
誠実性	-0.171	0.290	0.092	0.167	-0.001	0.201
調和性	0.074	0.317	0.064	0.213	0.140	0.269
男性ダミー	-0.227	0.588	0.643	0.393	-0.300	0.439
年齢	0.059	0.025 *	-0.006	0.015	0.006	0.019
教育年数	0.039	0.122	0.162	0.083	0.047	0.104
世帯所得	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
世帯人数	0.175	0.259	0.089	0.138	0.184	0.152
リスク資産購入割合	-0.017	0.013	0.019	0.010	0.017	0.010
定数項	-5.266	3.925	-4.954	2.384 *	-6.799	3.012 *
	(4) 配当利回りの高い企業		(5) 歴史ある大企業		(6) SDGs への取り組みに積極的な企業	
	Coef.	s.e.	Coef.	s.e.	Coef.	s.e.
外向性	0.039	0.174	0.100	0.241	0.562	0.249 *
情緒不安定性	0.342	0.173 *	0.387	0.240	0.313	0.250
開放性	-0.068	0.201	0.427	0.278	0.405	0.280
誠実性	0.067	0.165	0.246	0.223	-0.393	0.245
調和性	0.330	0.215	0.588	0.316	0.660	0.331 *
男性ダミー	0.342	0.378	-0.126	0.505	-1.045	0.525 *
年齢	0.006	0.015	0.021	0.022	0.015	0.023
教育年数	0.029	0.079	-0.152	0.109	0.337	0.150 *
世帯所得	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.001	0.000
世帯人数	0.090	0.135	-0.106	0.202	-0.053	0.188
リスク資産購入割合	0.012	0.009	-0.002	0.013	0.006	0.013
定数項	-5.055	2.374 *	-7.946	3.461 *	-13.206	4.102 **

Note: *は 5%水準、**は 1%水準で有意であったことを示す。

4. 考察

本稿では、オリジナルのアンケート調査を構築することによって、Big five と投資スタイルの関係を定量的に捕捉した。その結果、Big five の各特性による違いが様々な面で観測された。特に、情緒不安定性の高い人は投資に消極的で、長期保有をすることができていないことは重要な発見といえるだろう。また、外向性や開放性が高い人が新興国株式を好むことや、調和性が高い人ほど SDGs への取り組みに積極的な企業を好む、などの知見も得られた。本稿で紹介したのはごく一部の結果であるが、リスク回避度だけではなく Big five のような全般的な性格特性も、投資という意思決定の重要な決定要因であることが明らかとなった。投資を促す試みは政府、金融機関、各種団体等で様々に行われているが、本研究で得られた知見から個人の好みに沿った提案をすることができ、投資への参入障壁を低めることもできるだろう。本研究では、実際の運用のスタイルや投資の選好の詳細を尋ねるため、投資を行っていない人は調査対象に含めなかったが、今後の研究ではそれも重要になると考えられる。

参考文献

- Durand, Newby, Peggs, and Siekierka (2013) "Personality" *The Journal of Behavioral Finance* 14, pp. 116-133.
- Mayfield, Perdue, and Wooten (2008) "Investment management and personality type" *Financial Services Review* 17, pp. 219-236.
- Nakagawa, S. and Shimizu, T. (2000) "Portfolio Selection of Financial Assets by Japan's Households" *Bank of Japan Monthly Bulletin*, November 1999 issue.
- Nandan and Saurabh (2016) "Big-five personality traits, financial risk attitude and investment intentions: study on Generation Y" *International Journal of Business Forecasting and Marketing Intelligence*, vol. 2 (2)
- 小塩真司, 阿部晋吾, Pino Cutrone (2012) "日本語版 Ten Item Personality Inventory (TIPI-J) 作成の試み" *パーソナリティ研究* 第 21 巻 第 1 号 pp.40-52.
- 並川努, 谷伊織, 脇田貴文, 熊谷龍一, 中根愛, 野口裕之(2012) "Big Five 尺度短縮版の開発と信頼性と妥当性の検討" *心理学研究* 83 巻 2 号.

付録 調査票

Q. あなたが、5年以内に購入したことがある金融資産等をすべてお選びください。

また、現在あなたが保持している金融資産等に当てはまるものをすべてお答えください。

※投資信託には企業型個人型確定拠出年金、個人型確定拠出年金（iDeCo）によって購入したものも含まれます。

※ETFは投資信託に含んでください。

※預貯金など、ご家族で共有していて持ち分の区分が困難な金融商品の金額については、ご自分の持ち分と思われるものをお答えください。

※あなたが意思決定して購入したものをお答えください。

株式（個別株）

公債

社債

投資信託（REIT含む）

先物・デリバティブ商品

外貨（外貨預金、FXを含む）

実物資産のうち金・プラチナなどの貴金属

暗号通貨

貯蓄型保険（学資保険、年金保険、養老保険、積立型生命保険など）

その他

5年以内に購入した金融資産はない / 現在保有していない

Q. 現在あなたが保持していると回答した以下の金融資産等についてお伺いします。あなたは以下の金融資産等をいくらくらいお持ちですか。

※投資信託には企業型個人型確定拠出年金、個人型確定拠出年金（iDeCo）によって購入したものも含まれます。

※ETFは投資信託に含んでください。

※預貯金など、ご家族で共有していて持ち分の区分が困難な金融商品の金額については、ご自分の持ち分と思われる金額をお答えください。

※あなたが意思決定して購入したものをお答えください。

株式（個別株） []万円

公債 []万円

社債 []万円

投資信託（REIT含む） []万円

先物・デリバティブ商品 []万円

外貨（外貨預金、FXを含む） []万円

実物資産のうち金・プラチナなどの貴金属 []万円

暗号通貨 []万円

貯蓄型保険（学資保険、年金保険、養老保険、積立型生命保険など） []
万円

Q. あなたがお持ちの株式銘柄のうち、「あなたが意思決定して購入したもの」を最大 10 つ
思い起こしてください。このあとの質問で、いま思い起こした銘柄が何であるかあなたにわ
かるように、イニシャルや仮名をつけてください。あなたにだけわかるもので結構です。
※ご自身が設立した株式会社の設立時の出資による株式取得は含めないでください。

Q. 株式（個別株）をお持ちの方にお伺いします。以下の株式が上場している市場を教えて
ください。（前問で名前を記入した株式それぞれについて回答）

東証一部

東証二部

マザーズ

JASDAQ

名証一部

名証二部

名証セントレックス

札証本則市場

札証アンビシャス

福証本則市場

福証 Q-Board

そのほか国内市場

海外市場（先進国）

海外市場（新興国）

未公開

Q. 以下の株式を買った理由に当てはまるものをすべてお答えください。（名前を記入した
株式それぞれについて回答）

今後大きく値上がりすると思ったから

配当利回りが高かったから

株主優待が魅力的だったから

倒産や大きな値下がりのリスクが小さいと思ったから

ESG（環境、社会、ガバナンス）に配慮した経営をする企業だから

新しい産業や新しい企業の株だから

歴史ある産業や伝統的な企業の株だから
地元企業の株だから
応援したい企業の株だから
未公開株で入手する機会があったから
ストックオプション制度や持株会による購入機会があったから
家族や知人が勧めた銘柄だから
営業員や投資アドバイザーが勧めた銘柄だから
確定拠出年金制度による購入において提供されている商品だったから
その他

Q. 以下の株式を最初買った年（西暦）をご記入ください。（名前を記入した株式それぞれについて回答）

Q. 以下の株式を購入したとき、順張りのつもりで買いましたか、それとも逆張りのつもりで買いましたか。（名前を記入した株式それぞれについて回答）

※順張りとは…相場の流れや勢い、市場の人気動向に従って売買するスタイルです。多くの買いが集まるなど株価が上昇傾向になったときに買い、逆に下落基調のときには売るスタンスです。

※逆張りとは…相場や市場の流れに逆らい、人気が高まっているときに売り、環境悪化や人氣が離散したときに買うというスタンスです。但し、利食い売りなどの手じまい取引ではなく、新規の売買についてを指します。

順張り

逆張り

どちらでもない

Q. 以下の株式を購入した時、購入から 5 年以上保持するつもりで購入しましたか。（名前を記入した株式それぞれについて回答）

5 年以上保持するつもりだった

5 年以上保持するつもりはなかった

Q. 投資信託をお持ちの方にお伺いします。あなたがお持ちの投資信託のうち「あなたが意思決定して購入したもの」を最大 5 つ思い起こしてください。このあとの質問で、いま思い起こした投資信託が何であるかあなたにわかるように、イニシャルや仮名をつけてください。あなたにだけわかるもので結構です。

Q. 以下の投資信託の運用・投資対象として含まれているものをすべてお答えください。（名

前を記入した投資信託それぞれについて回答)

国内株式

国内債券

先進国株式

先進国債券

新興国株式

新興国債券

不動産 (REIT)

その他

Q. 以下の投資信託は、インデックスファンドですか、それともアクティブファンドですか。

(名前を記入した投資信託それぞれについて回答)

※インデックスファンドとは…「日経平均株価」、「TOPIX」、「S&P500」などの市場平均、指数（ベンチマーク）と同様の値動きをするような運用成果を目指すファンドです。

※アクティブファンドとは…ファンドマネージャー等の運用担当が独自の銘柄選択や資産配分を行い、市場指数等の動きを上回る運用成果を目指すファンドです。

アクティブファンド

インデックスファンド

Q. 以下の投資信託を買った理由に当てはまるものをすべてお答えください。(名前を記入した投資信託それぞれについて回答)

今後大きく値上がりすると思ったから

市場動向、企業業績、為替変動などによるリスクが小さいと思ったから

信託報酬（手数料）が低かったから

過去の運用成績がよいファンドだったから

ESG（環境、社会、ガバナンス）に配慮した企業の株式・債権を選んでいるから

新しい産業や新しい企業を含んだファンドだから

歴史ある産業や伝統的な企業を含んだファンドだから

ヘッジファンドで購入する機会があったから

家族や知人が勧めた商品だから

営業員やアドバイザーが勧めた商品から

その他

Q. 以下の株式を最初買った年（西暦）をご記入ください。(名前を記入した投資信託それぞれについて回答)

Q. 以下の投資信託を購入したとき、順張りのつもりで買いましたか、それとも逆張りのつもりで買いましたか。(名前を記入した投資信託それぞれについて回答)

※順張りとは…相場の流れや勢い、市場の人気動向に従って売買するスタイルです。多くの買いが集まるなど株価が上昇傾向になったときに買い、逆に下落基調のときには売るスタンスです。

※逆張りとは…相場や市場の流れに逆らい、人気が高まっているときに売り、環境悪化や人氣が離散したときに買うというスタンスです。但し、利食い売りなどの手じまい取引ではなく、新規の売買についてを指します。

順張り

逆張り

どちらでもない

Q. 以下の投資信託を購入した時、購入から5年以上保持するつもりで購入しましたか。(名前を記入した投資信託それぞれについて回答)

5年以上保持するつもりだった

5年以上保持するつもりは無かった

Q. あなたは、ご自身の保有資産の配分について、確認・見直しをどのくらいの頻度で行なっていますか。

週に1度

半月に1度

1ヶ月に1度

3ヶ月に1度

半年に1度

1年に1度

数年に1度

売買したとき

定期的には行っていない

Q. 資金に余裕ができたため、金融商品を購入することになったとします。購入の際に以下の点をどのくらい重視するかお答えください。

非常に重視する

やや重視する

あまり重視しない

全く重視しない

- (1) 最小取引単位（金額）が小さいこと
- (2) 売買手数料や信託報酬などが安いこと
- (3) インターネット上で購入に関わる全ての手続き（口座開設や売買など）が行えること
- (4) 税制優遇制度（iDeCo や NISA、つみたて NISA など）の対象になっている商品であること
- (5) 元本の保証されている商品であること
- (6) 流動性が高い（いつでも希望する数量を売買できる）商品であること

Q. 資金に余裕ができたため、金融商品を購入することになったとします。あなたはどの金融商品を選びますか。購入したいと思うものを、すべてお答えください。

※以下の選択肢に購入したいと思うものが無かった場合も、強いて言えばでお答えください。

株式（個別株）
 公社債
 投資信託（インデックスファンド）
 投資信託（アクティブファンド）
 先物・デリバティブ商品
 外貨（外貨預金、FX を含む）
 実物資産のうち金・プラチナなどの貴金属
 暗号通貨

Q. 資金に余裕ができたため、株式や投資信託を購入することになったとします。あなたが投資先として選んでもよいと思う企業の特徴をすべてお答えください。

※以下の選択肢に投資先に選んでもよいと思うものが無かった場合も、強いて言えばでお答えください。

【国内】上場企業
 【先進国】上場企業
 【新興国】上場企業
 【国内】非上場企業
 【先進国】非上場企業
 【新興国】非上場企業
 【国内】配当利回りの高い企業
 【先進国】配当利回りの高い企業
 【新興国】配当利回りの高い企業
 【国内】SDGs（クリーンエネルギーの導入など）への取り組みに積極的な企業

【先進国】SDGs（クリーンエネルギーの導入など）への取り組みに積極的な企業
【新興国】SDGs（クリーンエネルギーの導入など）への取り組みに積極的な企業
【国内】歴史のある大企業
【先進国】歴史のある大企業
【国内】ベンチャー・零細中小優良企業
【先進国】ベンチャー・零細中小優良企業
【新興国】ベンチャー・零細中小優良企業
【国内】成長期待産業・新興産業（半導体、情報通信技術など）
【先進国】成長期待産業・新興産業（半導体、情報通信技術など）
【新興国】成長期待産業・新興産業（半導体、情報通信技術など）
【国内】REIT
【先進国】REIT
【新興国】REIT
【国内】ハイイールド債（ジャンク債）
【先進国】ハイイールド債（ジャンク債）
【新興国】ハイイールド債（ジャンク債）

Q.あなたのご家庭では、世帯収入のうち毎月何パーセントくらいをリスク性金融商品の購入に充てていますか。直近5年間を平均的にみてお答えください。

※リスク性金融商品とは…株式、公社債、投資信託、先物・デリバティブ商品、外貨（外貨預金を含む）、実物資産のうち金・プラチナなどの貴金属、暗号通貨などを指します。なお、投資信託には企業型個人型確定拠出年金、個人型確定拠出年金（iDeCo）によって購入したものも含まれます。

1～10%未満

10～20%未満

20～30%未満

30～50%未満

50%以上

リスク性金融商品購入にはまわしていない

該当する収入はない

Q. 月々の収入のうち、リスク性金融商品購入に充てる割合

Q. ボーナスのうち、リスク性金融商品購入に充てる割合

Q. 以下のそれぞれの項目は、ふだんのあなた自身にどれくらい当てはまりますか。「非常に当てはまる」～「まったく当てはまらない」の中で、自分に最も当てはまるものを1つお答

えください。

非常にあてはまる

かなりあてはまる

ややあてはまる

どちらともいえない

あまりあてはまらない

ほとんどあてはまらない

まったくあてはまらない

- (1) 話し好き
- (2) 無口な
- (3) 陽気な
- (4) 外向的
- (5) 社交的
- (6) 不安になりやすい
- (7) 心配性
- (8) 弱気になる
- (9) 緊張しやすい
- (10) 憂鬱な
- (11) 独創的な
- (12) 多才の
- (13) 進歩的
- (14) 頭の回転の速い
- (15) 興味の広い
- (16) 好奇心が強い
- (17) いい加減な
- (18) ルーズな
- (19) 怠惰な
- (20) 成り行きまかせ
- (21) 計画性のある
- (22) 軽率な
- (23) 几帳面な
- (24) 穏和な
- (25) 短気
- (26) 怒りっぽい
- (27) 寛大な

(28) 親切的な

(29) 自己中心的な

Q. あなたの個人年収（昨年 1 年間の税込み収入）はどのくらいですか。

100 万円未満

100～200 万円未満

200～300 万円未満

300～400 万円未満

400～500 万円未満

500～700 万円未満

700～1000 万円未満

1000～1500 万円未満

1500～2000 万円未満

2000 万円以上

分からない・答えたくない

Q. あなたが世帯をともにしているご家族の人数を教えてください。

1 人（単身世帯）

2 人

3 人

4 人

5 人

6 人

7 人

8 人

9 人以上

Q. あなたのご家庭（世帯）のご家族全員の 1 年間の税込み収入（世帯年収）はどのくらいですか。

100 万円未満

100～200 万円未満

200～300 万円未満

300～400 万円未満

400～500 万円未満

500～700 万円未満

700～1000 万円未満

1000～1500 万円未満

1500～2000 万円未満

2000 万円以上

分からない・答えたくない

Q. あなたと世帯主との続柄をお答えください。

世帯主本人

世帯主の配偶者

世帯主の子

世帯主の親

上記以外