

アノマリーと投資家行動（ 7 ）

－ 個人投資家について －

目 次

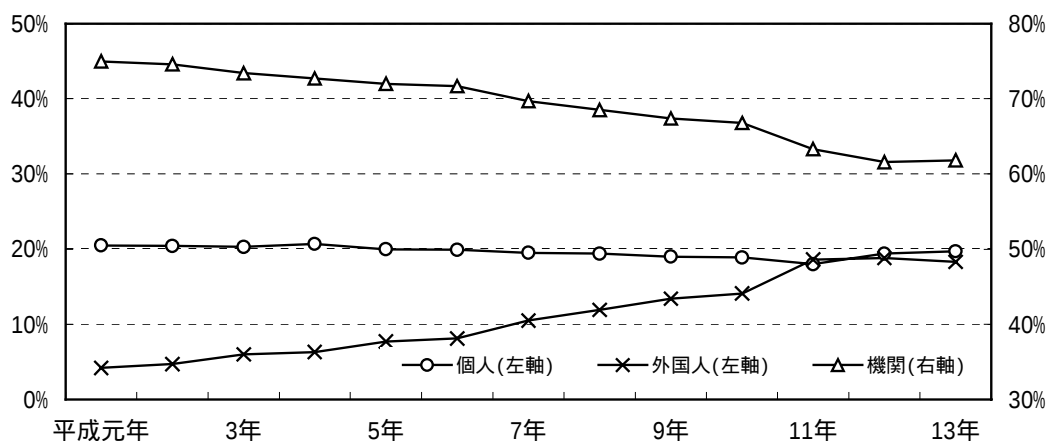
- ・ はじめに
- ・ 総務省「家計調査（貯蓄・負債編）」より
- ・ 内閣府「証券投資に関する世論調査」より
- ・ おわりに

南山大学経営学部助教授 徳永 俊史

・ はじめに

今回は個人投資家について焦点を当てる。2000 年 4 月から始めた連載の中で、何度か日本の投資家行動について考察してきた。具体的には、大きく分けると、「個人投資家・機関投資家・外国人投資家の売買行動と株価変動について」と「機関投資家による相場見通しと株価変動について」の議論であった。今回は、前者について、特に「個人投資家」について再度考察したい。ただし、これまでの結果を振り返ると、国内の機関投資家や外国人投資家が日本の株式市場をリードし、個人投資家はその受け皿として消極的な振る舞いに終始していたのではないかという結論で終わっていた。

図表 1：投資家別株式保有比率の推移



図表 1 は、平成になってからの個人投資家・機関投資家・外国人投資家の株式保有比率の推移を表したものである(東京証券取引所「平成 13 年度株式分布状況調査の調査結果について」より)。調査対象は全上場会社(平成 14 年 3 月末で 2,673 社)である。興味深いのは、平成 11 年(1999 年)以降、個人投資家の株式保有比率が僅かではあるものの上昇に転じているということである。逆に、大きく株式保有比率を上昇させてきた外国人投資家の株式保有比率がやや減少傾向になった。機関投資家は、水準自身は以前高いものの、全体的に減少傾向にある。内訳を調べると、都銀・生保・事業法人の低下が顕著である一方で、投資信託や年金信託がここ 2 年上昇傾向にある。

調査結果は、個人投資家の増加について、株式の投資単位の変更を取りあげている。実際、平成 13 年に投資単位の引下げ会社 127 社中 116 社において個人投資家の数が上昇したと報告している。投資単位の引下げが、企業価値創造に直接は結びつかないとはいえ、個人投資家が株式を購入しやすくなるような機会を提供することも株式市場の活性化という点では非常に重要である。

学習院大学の奥村洋彦教授は、「日本経済が低迷し構造改革が進まない原因の一つは、家計が預貯金偏重の資金運用を続けている」ことを指摘している(日本経済新聞 7 月 2 日付「経済教室」より)。先ほど、ここ 2 年をみると投資信託と年金信託が増加傾向を示していることを指摘したが、奥村教授は、資産選択の多様化を促すためにも政策対応が不可欠であるとし、「投資信託や年金を中心に、株式に間接投資できる魅力的な金融商品を自由に創り出す」政策や「公的金融の入り口を狭める」逆政策の必要性を主張している。もちろん、それらに加えて、国民意識の変革の重要性についても述べている。このことについては、後ほど補足する。

そもそも、本連載において投資家の行動について焦点を当てた理由は、アノマリーを生み出す原因として、投資家の投資行動に何らかのバイアスがあるからではないかという疑問に答えるためである。そのため、可能な限り、彼らの投資行動の様々な側面に焦点を当て、その分析結果について考察してきたわけである。

バーバー(Barber)氏とオデアン(Odean)氏は、アメリカの性別・独身/既婚別個人投資家の行動について二つの興味深い結果を示している。一つは、株式の回転率(どれだけ銘柄を入れ替えたか)についてであり、結果は、独身男性の回転率が最も高く年間約 85%であった。続いて、既婚男性の 75%、既婚女性の 53%、そして最も回転率の低かったのは独身女性の 51%であった。明らかに大きな差がみられる。

もちろん、独身男性が、将来の株価についてより多くの情報を持ち、正しい評価のもと投資を繰り返した結果であれば何ら問題はない。二つ目の興味深い結果は、個人投資家の投資パフォーマンスについてであり、回転率の大きさによるコスト控除前のパフォーマンスに差はみられない。言い換えると、回転率の高い投資家は、コストも嵩むため、結局回

回転率の低い投資家に比べるとパフォーマンスは悪くなってしまうのである。結局、回転率の高い独身男性は、情報に基づいて投資しているというよりは、自信過剰になっているだけであり、誤った投資判断をしていることになる。

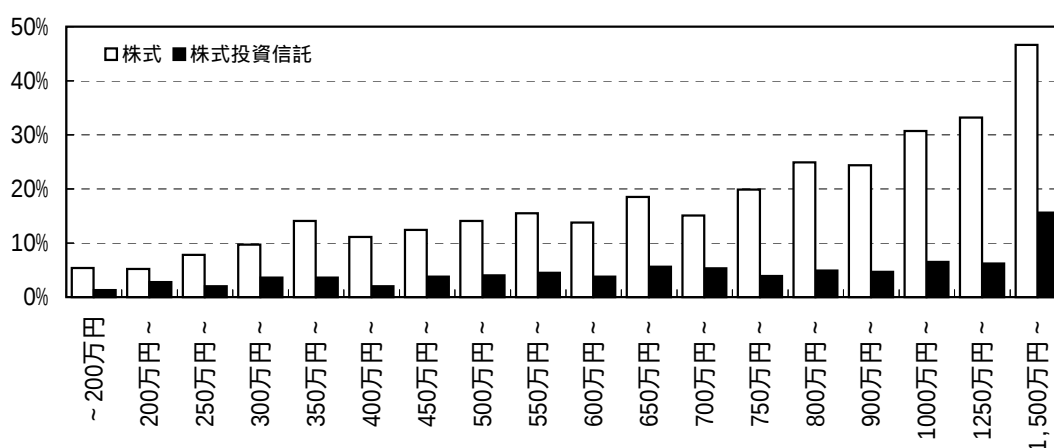
さて、バーバー氏とオデアン氏の分析は、1991年から1997年にかけて38,000世帯の家計を対象に行った投資行動の調査結果に基づいている。投資家行動の特性を詳細に分析するためには、このような個人情報を含むようなデータまで用いた分析が必要であるが、決して簡単に入手できるようなデータはない。そこで、今回は総務省と内閣府が行った調査結果(付録参照)について整理するとともに、今後の展望について述べたい。

・総務省「家計調査（貯蓄・負債編）」より

日本において、個人の取引履歴とパフォーマンスに関する公表された調査報告は無いと思われる。ここでその分析をすることももちろん無理である。しかし、どのような人達が株式に投資しているのかについて全く情報がない訳ではない。

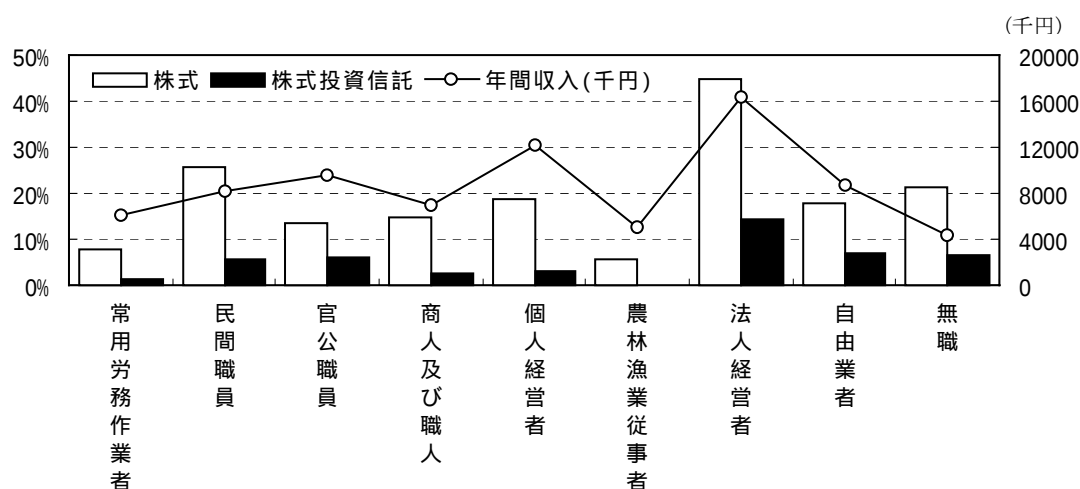
ここでは、総務省が公表している調査結果について考察する。総務省の数多い統計調査の中で注目したいのは、「家計調査」に含まれている「貯蓄・負債編」である。これは、かつて「貯蓄動向調査」として年1回行われていた調査が本年度から「家計調査」に統合されたものであり、公表頻度も四半期に増えた。ただし、この新調査に関しては、総務省統計局統計センターのHPから得られる情報が、現時点では「貯蓄及び負債の1世帯当たり現在高」と「世帯分布」に限られている。今回は、どれだけの個人(世帯)が株式に投資を行っているのかに注目したいので、金額ではなく保有割合の情報が必要である。したがって、以下では、情報としては古いが、旧「貯蓄動向調査」より2000年(平成12年)の調査結果について考察する。

図表2：年間収入別株式保有割合(全世帯)



図表 2 は、年間収入で分類した家計(全世帯)の株式(個別株式と株式投資信託)保有割合を示している。高収入者になればなるほど、株式を購入する世帯が増えることは明らかである。株式投資信託については、収入が 1,500 万円を超える世帯だけが突出しているのが分かる。しかし、平均すると、株式で約 18%(5 世帯に 1 件)、株式投資信託で約 5%(20 世帯に 1 件)となり、いかに日本の個人投資家は株式を保有していないかが明らかである(年間収入別に表したこの結果は、年齢別に表してもほぼ同様の傾向がみられる。従って、ここでは、その結果を省略する)。

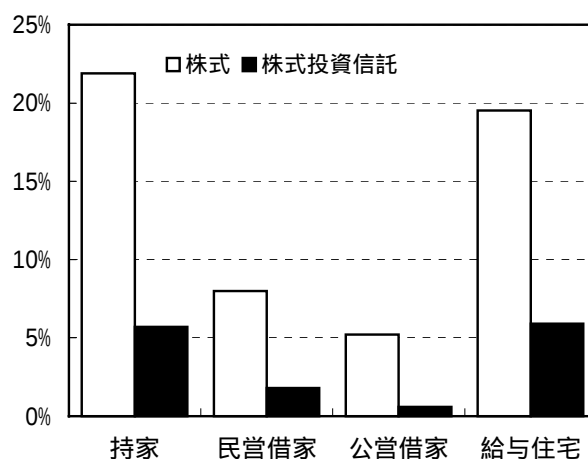
図表 3：世帯主の職業別株式保有割合



次に、図表 3 は、どのような職業に就いている人が株式を購入しているか表したものである。最も株式を保有しているのが法人経営者であり、約半数が株式を保有している。また、いわゆる民間企業に勤めている会社員(民間職員)は、公務員(官公職員)に比べ収入が少ないにもかかわらず株式保有割合は高い。逆に言うと、官公職員は収入水準が相対的に高いにもかかわらず、株式保有割合が少ない。「公務員 = 安定志向」のイメージがこの結果にも当てはまるのであろうか。様々な事情を持つ人々が属する無職のカテゴリーを除いて、平均的に収入の少ない家計(ブルーカラーや農林漁業従事者)は、株式の保有割合が極端に少ない。

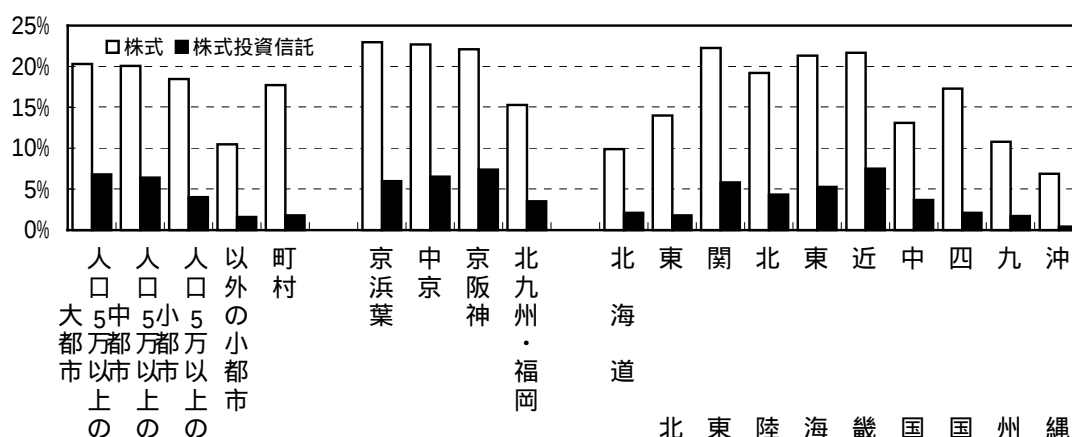
図表 4 は、居住の所有別に分けたケースである。すでに、持家に住む家計(持家)と雇用主から居住を提供された家計(給与住宅)の株式保有比率が、借家に住む家計に比べるとはるかに高い水準に

図表 4：住居の所有別株式保有割合



ある。しかし、高水準を示す二つの家計は大きく異なる属性を持つ。まず、世帯主の平均年齢であるが、持家に住む世帯主の平均年齢が約 56 歳と全体の平均(53.4 歳)より高い。一方、給与住宅に住む世帯主の平均年齢は約 41 歳と非常に若い。年齢別に見ると 40 歳代前半の平均株式保有割合が約 16%であるので、同じ年齢層に比べると給与住宅に住む家計の株式保有比率は高いことが分かる。

図表 5：都市別株式保有割合（全世帯）



図表 5 は、居住地域で分けた時の株式保有比率である。基本的に、大都市や大都市が集まる地域の株式保有割合が高くなっている。ただし、大都市圏である福岡については、株式保有の割合が低く、逆に、北陸地域の保有比率が高くなっている。町村の保有比率が高くなっているが、大都市圏に隣接する地域と、いわゆる過疎地域と呼ばれる地域に属する地域で同じ数値なのかまでは分からない。

．内閣府「証券投資に関する世論調査」より

8 月 4 日の日本経済新聞に、「株式投資 個人の 8 割が慎重 内閣府調査 証券会社に不信任」という見出しがあった。記事では、約 83%の人が「今後、株式投資を行うつもりがない」と答えている。今の経済状況を考えると想像できない数字ではないが、約 80%の人が「証券投資の経験がない」と答えていることに対しては少々驚きである。そこで、より詳しい調査結果を探るために、内閣府の HP から今回の調査結果を入手し、詳しく考察していきたい。

図表 6 はその結果の抜粋である。まず、日本経済新聞でも紹介されていたとおり、今後株式投資を行ってみたいと答えた人は、平均してわずか 11%である(以下、「行ってみよう」は、「行ってみよう(現在保有している人は続けたい)」と「どちらかというも行ってみよう(現在保有している人はどちらかというも続けたい)」の計である)。投資信託にいたっ

では、更に少なく6%弱まで低下する。ただし、この数値は、大都市ほど高く、男性の方が女性より高く、若者世代の方が高くなっている。調査対象や調査時点が異なることと、世帯主基準で統計数値を公表していることを除くと、年齢に関しては、前章で考察した、高年齢層になるほど株式保有割合が上昇しているという事実と反対である。

図表6：平成14年証券投資に関する世論調査の抜粋（内閣府調査）

	1. 証券投資全般について			2. 証券会社等について		5. 証券投資の知識及び学校教育について
	(2)今後の証券投資の意向		(3)個人投資家はプロの投資家と比べて不利だと思うか	(1)証券会社に対するイメージ		(3)学校教育で金融機関・証券に関する基本的知識を教える必要性
	ア. 株式	イ. 投資信託		ア. 証券会社は身近な存在である	ウ. 証券会社では投資に役立つ情報・アドバイスが得られる	
	行ってみたい	行ってみたい		そう思う	そう思う	
総数	11.4%	5.6%	59.8%	10.5%	26%	66%
* 都市規模						
大都市	15.4	9.2	67.9	12.1	24.8	71.4
中都市	12.9	7.0	62.1	12.5	27.9	70.0
小都市	8.1	3.0	52.3	7.6	23.2	57.8
町村	7.8	2.1	54.4	8.0	26.2	60.5
* 性						
男性	15.6	6.9	63.9	12.4	28.4	68.0
女性	7.7	4.5	56.2	8.8	23.9	64.1
* 年齢						
20～29歳	15.1	7.0	61.8	10.1	29.6	69.3
30～39歳	12.2	8.1	72.7	8.7	34.3	70.1
40～49歳	13.3	6.1	66.3	10.2	27.3	71.8
50～59歳	11.1	4.6	61.8	12.2	27.1	67.6
60～69歳	10.4	5.4	55.2	12.3	21.2	63.9
70歳以上	8.1	3.5	42.0	8.4	18.6	53.9
* 職業						
自営業主	11.3	2.9	60.4	12.7	26.9	71.6
家族従業者	5.0	3.4	58.8	3.4	26.1	57.1
雇用者	14.1	7.4	65.6	10.3	29.0	69.2
管理・専門技術・事務職	21.2	12.3	73.5	14.0	34.6	75.5
労務職	6.8	2.5	57.3	6.5	23.3	62.8
無職	9.5	4.9	53.7	11.0	22.5	61.9
主婦	8.8	5.3	57.6	10.8	25.7	66.8
その他の無職	10.4	4.4	48.5	11.2	18.4	55.3

次に、6割近い人が、個人として投資することは、機関投資家などのプロの投資家に対して不利であると感じている。そして、その理由として8割近い人が回答したのが、「個人投資家は知識、経験の面において機関投資家などプロの投資家よりも劣るから」である。全く知識がない人は別として、彼らがマルキール氏の『ウォール街のランダムウォーカー』の最初に出てくる「サルがダーツを投げて当たった銘柄を購入するのと、プロの投資家が運用するファンドのパフォーマンスに差はない」という証拠を読んだとき、どのような感想を持つのか大変興味深い。

個人投資家が機関投資家のようなプロに知識・経験で劣るのはある意味当然のことかもしれない。むしろ、個人投資家は、ある程度の知識を得た段階で、いかに上手にプロを利用

用できるかが重要なポイントではないだろうか。

投資に関する学校教育の必要性は、多くの人を感じているようである。具体的には、高等学校から教育を始める必要があると答えた人が半数近くいる。また、中学からと答えた人も3割強いる。これについては、次の章で述べるが、日本経済新聞社と野村證券が共同で開催している「ストックリーグ」などの活動に注目したい。

今回の調査で「今後、株式投資を行うつもりがない」と答えた約83%の人の理由をみると、「株式投資に関する知識を持っていないから」と答えた人が3分の1もいる。少なくとも、地道に教育活動を継続すればこのような回答は徐々に減るであろう。さらに、知識が身に付けば、「株価の下落により損失が発生するリスクがあるから」(33%)、「資産運用は預貯金で十分だから」(15%)、「投資判断を行うのが、面倒だから」(10%)、「株式市場は機関投資家などプロの投資家が多数参加しており、情報等の面で個人投資家が証券投資を行っても不利だから」(7%)と答える人の割合ももう少し減るのではないだろうか。

一方、「証券会社が信頼できないから」(10%)、「株式市場では不公正・不透明な取引が行われているとのイメージがあるから」(7%)、「株式投資のための手数料が高いから」(4%)、「企業が株主の利益を重視した経営を行っていないから」(3%)については、金融業界と株式発行会社の経営努力で減らすことができるはずである。

． おわりに

最後に、11月24日付日本経済新聞朝刊23ページにおいて、野口悠紀雄青山学院大学教授がファイナンス理論についてコメントしている。

「日本でファイナンス理論に対する認識が浅いことを示すのが、日本語の教科書の貧しさだ。数学的に難しすぎるものか、実務に偏りすぎたものが殆どだ。(中略)日本における基礎研究や専門教育は、いまなお絶望的に弱い」
(『半歩遅れの読書術』より)

結局、今回の号で私が議論してきたことの根底には、野口先生が指摘しているように、これまで日本人がリスク認識をあまりにも軽んじていたのではないかという疑問がある。アメリカのファイナンスの教科書には、効率的なリスク配分が起業家を育てると書かれている。6月29日付朝日新聞は、各国の「社会に占める起業家の割合」を実質GDP成長率と共に図示している。驚くべきことに、日本の割合はシンガポールと並び約5%にすぎず、他の先進国はもちろんのこと、メキシコ、インド、韓国、ブラジルなどの国よりはるかに低い。

実務界で10年近く技術を身につけ、現在大学で教育に取り組んでいる私としても、野口先生のいう「絶望」を「希望」に変える努力を率先して行うべきであると考えます。もちろん、これまで何もやってこなかったわけではなく、この連載でも、理論や他人の結果の紹介に終

わらないよう、また、投資に対する個人的な見通しや感想に終わらないよう努力してきたつもりであり、これからもそうするつもりである。

教育面でも、例えば、金融に興味のある大学生が自主的に交流しているプロジェクト「Share」が8月の朝日新聞で紹介された。また、より多くの参加者という点では、日本経済新聞社と野村證券が共同で開催している中学生・高校生・大学生を対象とした「ストックリーグ」が今年で3回目を迎えている。このような機会を積極的に生かすことで、その効果はいずれ日本の株式投資だけでなく企業経営に浸透していくであろう。

付録．統計データの出所

本文で使用した統計調査の数値は以下から取材したものです。

- 1．東京証券取引所「平成 13 年度株式分布状況調査の調査結果について」

<http://www.tse.or.jp/data/examination/distribute.html>

- 2．総務省統計局・統計センター「家計調査」

<http://www.stat.go.jp/data/kakei/index.htm>

- 3．内閣府「証券投資に関する世論調査(平成 14 年 5 月)」

<http://www8.cao.go.jp/survey/h14/h14-shouken/index.html>

なお、本文の誤りは全て著者にあります。

(H14/11/24 記)