

# 特集 学会賞

## 大波乱時代の個人投資—難しく考えない株式投資—

名古屋大学大学院経済学研究科教授

家森 信善/Nobuyoshi Yamori

### 〈要 約〉

1930年代の大恐慌以来の試練に直面し、プロの投資家でもどうして良いかわからず途方に暮れている。こんな不安な時代に、初心者投資家にとっての株式投資の魅力と考え方を説明していくのが、本書の目的である。本書では、過去の経験や理論を振り返って、株式投資が個人の資産形成において果たしうる役割を確認した。

日本の株式投資の問題は、投資銘柄選びを重視しすぎていることにある。しかし、効率的市場仮説に基づけば、確実に値上がりする株式を選べるような銘柄選択方法はない。また、株式投資というと一攫千金のような印象を持つ人もいるが、1年で資産を何倍にもすることを目指すのは、投資ではなく、「賭け」である。株式の銘柄選びを難しく考えること自体が、(不可能なことを初心者に要求するために)株式投資への不必要な障害になってきたといえる。「確実に儲かる」銘柄の選び方がないのだということを前提に資産運用を考えることが、投資教育の基本となることを主張している。

### 目 次

- |  |  |
|--|--|
| 1. はじめに                                  | 5.2 きっかけにするには一層の改善が必要な日本版401k  |
| 2. 初心者投資家の投資方法                           | 5.3 個人投資家を積極的に育成する政策の必要性：ドイツの奨励金   |
| 2.1 分散投資の理想的な姿                           | 5.4 日本の証券優遇策   |
| 2.2 上場投資信託 (ETF) と指数連動型投資信託 (インデックスファンド) | 6. 個人金融の将来課題   |
| 2.3 初心者には不向きな新顔ETF                       | 1. はじめに  |
| 2.4 アクティブ運用型投資信託                         | 最近の金融市場の激しい混乱で、大きな損失を抱えた投資家の話を聞いたり、将来の経済への悲観論が語られたりすると、長期投資だと思って買っていた株式を持ち続けることに不安を感じるのが普通である。また、まだ株式を買っていない投資家は、株式投資をますます敬遠することになるかもしれない。   |
| 3. 誰でも理解できるシンプルな投資教育の必要性                 | あらためて言うまでもないが、株式投資には銀行預金と比べて大きなリスクがある。一番大きなリスクは投資した元本が必ず戻ってくるとは限らないことである。10万円で買った株でも、会社が倒産してしまったらゼロになってしまう。銀行預金の場合は、銀行が倒産しても、預金保険制度によって守られることになっており、現在は、元本1000万円とその利息までが全額保護されることになっている。何億円もの巨額の資金を持つ人だと手間がかかるが、数千万円の預金ならいくつかの銀行に分けて預金をすれば、預金保険で全額保護 |
| 3.1 金融知識の必要性                             |  |
| 3.2 消極的な知識獲得                             |  |
| 3.3 元本保証商品は？                             |  |
| 3.4 金融知識の現状は心配な水準                        |  |
| 3.5 ただし、高望みしてはいけない：アメリカの例                |  |
| 3.6 簡単でわかりやすい投資スタイルの必要性                  |  |
| 4. 個人株主を増やす環境整備の必要性                      |  |
| 4.1 環境整備の必要性                             |  |
| 4.2 個人の信頼を得る市場の構築                        |  |
| 4.3 正確な情報を開示するための努力                      |  |
| 4.4 第三者によるチェック                           |  |
| 4.5 安心できる市場をつくるには一層の改善が必要                |  |
| 4.6 残念ながら、嘘つきがいけない世界はない                  |  |
| 5. 個人投資家を積極的に育成する政策が必要                   |  |
| 5.1 年金運用をきっかけにするアメリカ                     |  |

してもらうことができる。

株式は毎日市場で売買されて、売買価格が変動していく。購入した時よりも株価が下がれば、損失を被ることになる。銀行預金の場合は、特殊な商品を除けば、いつ解約しても、元本よりも戻ってくるお金が少なくなることはない。元本の確実性という点で、株式投資は銀行預金よりも遙かに大きなリスクを持っている。

もちろん、株式投資の損得は、どの会社の株を買ったかによって変わってくる。そのために、株式投資をする前に、よく勉強して投資先を探しなさいということになる。

しかし、本稿は、初心者が株式投資を行う上で、銘柄選びの勉強は必要ないと主張したい。それは、株式投資の基本的な枠組みを知ることは必要であるが、どの会社の株を買うのが良いのかはいくら勉強してもわかるものではないからである。ある会社の業績が今後伸びていくかどうかは、「勉強」すれば、多少は予想することができるかもしれない。しかし、業績が伸びても、株価が上がるとは限らないのである。

言い換えれば、株式投資のリスクを知らずに株を買うことは避けるべきであるが、株の値下りのリスクについてはほとんどの人がよく知っている。しかし、確実に上がる株を探すのは不可能だということはあまり理解されていない。そのような株があれば、誰もが欲しがるとし、売り手の側から見れば、値上がりするのが確実な株を今売る人もいるはずがない。確実に上がると予想されれば、直ちに株価は上がってしまう。

つまり、不敗の株式投資は超能力を持たない普通の人間には無理なのである。不敗の株式投資を目指すなら、唯一の方法は株式投資をしないことである。結局、株式投資を勧めるために、株式投資の勉強を十分にしましょうというアドバイスが、株式投資をやめておくべきだという結論になってしまっているのである。

銘柄選びに神経質になる必要はないというのは、何も筆者の思いつきではない。経済学者なら誰でも知っている効率的市場仮説に基づいた議論である。

効率的な市場とは、市場参加者が利用できる情報を十分に反映させて価格を決めている市場である。株式市場にはプロの投資家が多数参加しており、彼らは専門家として企業の将来の業績を一生懸命予想している。そうした彼らが妥当であると

考えるような価格で、売買が成立している。

すると、そういう形で成立している価格は、その時点であらゆる情報が反映された上での適正価格だと考えられる。もしそうなら、将来性が豊かなA社の株式には、将来性が豊かな会社にふさわしい株価がついているはずだし、将来性が乏しいB社の株式には、将来性の乏しいことを反映した株価がついているはずである。要するに、どの会社も、会社の内容に見合った価格で売買されていることになる。

仮に妥当とされる価格よりも安く売買されているなら、購入したいと思う人が増えて、株価は上がる。多くの投資家が割安だと思えば、株価は上がっていくであろう。そして、株価の上昇が止まるのは、平均的な投資家が妥当だと思う価格になった時である。

これは、多くのプロの投資家が常に売買を繰り返しているような銘柄に関しては、おおむね成り立つ話に思われる。プロの投資家が割安な株を放置しておくはずがないからである。

したがって、重視すべきなのは、個別の銘柄選びの方法ではなく、分散投資の姿勢の徹底であると筆者は考えている。

株価の変動は2つの部分に分けられる。一つが、最近のサブプライムショックのように、市場全体を揺るがすような大きなショックによって変動する部分であり、もう一つが、当該企業の個別的な事情（ヒット商品が生まれたとか、工場で火事があったとか）によって変動する部分である。

市場全体に起こるショックの影響を免れることは難しいし、株式投資をしていればそれは避けられないと観念すべきである<sup>1</sup>。それがうまく避けられるような投資理論はあり得ない。あるなら、それをみんなが利用しているはずである。

一方で、個別の企業の事情によって株価が変動する部分は、分散投資によって避けることができる。たとえば、A社のヒット商品が急速に失速してA社の株価が下落しても、B社でヒット商品が生まれてB社の株価が急上昇していれば、この2つの会社の株式を持っている投資家は損失と利益が打ち消しあうので、ポートフォリオ全体としては大きな損失を被らないであろう。

つまり、多くの会社の株式を保有することで、それぞれの株式の変動リスクは大きくても、それらが相互に打ち消しあうことになり、ポートフォリオ全体で見ると投資リスクを小さなものにする

<sup>1</sup> ただし、株式市場にバブルが発生することはこれまでの経験でわかっている。市場がバブル的な状況になってきた時には、株式投資を休むといったことは考えられる。グリーンズパン（2008）は、プロはバブルとわかっているにもかかわらず、投資をやめられないと指摘しているが、個人投資家はやめることもできる。もちろん、バブルから早期に離脱すると、バブルが膨らんでいくプロセスではチャンスを生かしていないという飢餓感にかられるだろう。

ことが可能である。このように多くの株式に少額ずつ投資しておくことが分散投資である。分散投資をしていれば、ある株式で大暴落が起こっても自分の資産が激減することを防ぐことはできる。

ところで、「有望な銘柄を探して投資をするように」という、よく行われるアドバイスを株式初心者が聞くと、有望銘柄を探してそれに集中的に投資するべきだと考えてしまう心配がある。確かに、有望な銘柄を選んでそれに集中して投資すれば、実際に予想通り株価が上がれば大きな利益が得られる。

一方、分散投資とは、一番有望な銘柄以外にも投資をせよということになる。20社に投資するなら、20番目に有望な企業まで投資しなければならないことになる。分散投資では、1番目に有望な銘柄以外にも投資しているために、集中投資をしている場合に得られたはずの大きな利益を獲得しそこなうこともある。しかし、これはいわば保険料を支払っているのである。つまり、最も有望だと思ったA社の株式が、期待に反して値下がりの場合に、大きな損失を被らないことの見返りである。

さらに言えば、そもそも有望な企業を知ることが不可能だというのが効率的市場仮説の立場である。効率的市場仮説に立てば、分散投資しかあり得ない。

具体的に分散投資を行う場合、2つの面での分散を考えるべきである。

第1は、銘柄の分散である。銘柄の分散はできるだけ幅広く投資するのが良いとされている。最近の投資入門書では、海外市場の債券や株式、また、商品（金や原油など）も含めることが提案されている。ある程度資金ができれば、こうしたものも含めて考えればよいし、最近では、こうした金融商品を直接買わなくても、投資信託や上場投資信託（ETF）のような形で購入できるようになっている。

第2の分散が、投資タイミングの分散である。株価高騰のニュースを聞くと、上がる前に購入しておけば良かったと後悔するし、底だと思って買った後に一層下落して、買わなければ良かったと後悔することも少なくない。要するに、株価は常に変動しているが、今の水準が割高なのか割安なのか誰にもわからない。タイミングがわかるなら、割安な時に一気に購入し、割高な時に売却してしまえば良い。しかし、そうしたことがわからない普通の人の場合、一気にお金を投資しないで、徐々に買っていくことで、大きな損失の発生の可能性を小さくするべきである。

もちろん、分散投資をしていては、急激にお金

持ちにはなれない。少ない元手でお金持ちになるには、借金して1つの銘柄に投資するといった、リスクの大きな投資スタイルをとらねばならない。しかし、銀行預金から株式に資金を少し振り向けてみようという初心者投資家に対して、勧められる投資スタイルではない。

株式投資の健全な運用目標は1年に資産を2倍にするようなことではない。健全な目標は、10年とか20年という長い期間で見て、銀行預金よりも5%程度高い利回りで資産を増やしていくことである。これぐらいなら過去の経験からおそらく可能だが、これ以上のことを望んでもそれは無理なのである。無理なことを目指すと、破滅してしまうだろう。

また、十分に分散した投資を行っていても、2008年秋のリーマン・ブラザーズの破綻のように、市場全体に影響を与えるようなショックが発生した場合には、影響を免れることができないことも忘れてはいけない。もちろん、日本株が下落してもアメリカ株がそれほど下落しないなら、国際分散投資によるリスク削減効果はあるはずだが、世界を同時に大きなショックが襲う場合には、日本の株価もアメリカの株価も下落してしまう。国際分散投資を実践しているような大口投資家でも、株価変動リスクがなくなるわけではない。こうした大暴落が起こり得ることを前提にして、株式を保有できる金額の上限（リスクエクスポージャー）を決めておかねばならない。より豊かになるための投資に失敗して、生活が破綻するといった本末転倒の悲劇が起こらないように、それぞれの投資家は自分の状況に応じた株式投資額で自制すべきである。

なお、本稿で十分に議論が尽くせていない部分は、拙著『大波乱時代の個人投資—むずかしく考えない株式投資—』（千倉書房 2009年）を参考にしてほしい。

## 2. 初心者投資家の投資方法

### 2.1 分散投資の理想的な姿

株式投資において分散投資が重要であると指摘した。しかし、はじめて買う人は、当然、ほかに株式を持っていないので、最初のころの株式購入は分散することができない。もちろん、たくさんのお金を持っていて、一気に多数の銘柄を買うのなら銘柄分散はできるが、その場合、タイミングの分散ができていないことになる。

かつて、一般投資家が株式投資を知らないことのとえ話で「日経平均という株を買いたい」と証券会社の店頭に来てきた投資家がいた、といったことが言われた。新聞やテレビで、毎日、日

経平均株価が〇〇円になったと報道されているので、それを買いたいというのは無理のない話である。しかし、市場平均は個別の株式の価格から計算された数値であり、それ自体は実態を持つものではない。

日経平均株価の場合は、日本経済新聞社が選んだ225社の株価を、連続性を維持するような調整を行った上で、平均化しているものである。同じようによく使われる株価指数に、TOPIX（東証株価指数：TOPIXはTokyo Stock Price Indexの略称）がある。TOPIXは東証市場第一部に上場しているすべての企業を対象とした、時価総額加重型の株価指数で、東京証券取引所が算出して公表している。

巨額の資金を動かせる機関投資家なら、日経平均株価やTOPIXを構成する企業の株式をすべて持つこともできるので、日経平均やTOPIXと同じように価値が変動するポートフォリオをつくることは可能であった。しかし、個人にそのようなことは無理である。

ところが、最近の金融商品の多様化で、日経平均やTOPIXと同じ動きをする金融商品を、少額の元手で保有することが可能になった。その代表が、上場投資信託（ETF）と指数連動型の投資信託（インデックスファンド）である。

## 2.2 上場投資信託（ETF）と指数連動型投資信託（インデックスファンド）

上場投資信託（ETF）とは、その価格が株価指数などに連動するようにつくられ、証券取引所に上場されている投資信託である。投資信託ではあるが、株式と同じように証券コードが割り当てられていて、証券取引所で株式と同じように売買することが可能となっているし、税制上の取り扱いも株式と同じである。株主総会での議決権がないといった、株式との違いはあるものの、一般投資家にとっては、株価指数という価格の付いた株式だというイメージを持てばよい。

株価指数に連動するETFをつくるには、簡単に言えば、株価指数を構成する銘柄の株式を（指数を計算するようなウエイトで）すべて保有しているポートフォリオをつくれればよい。ETFを構成する株式の価値と、実際の売買価格がずれることもあるが、日経平均株価やTOPIX連動型のETFの取引は活発なので、一般投資家が気にするほどの問題ではない。

株価指数に連動する（上場していない）投資信託（インデックスファンド）もたくさんある。インデックスファンドは、ファンドマネージャーが独自の相場観で売買をするアクティブ運用の投資

信託に比べると、手数料負担（販売時および保有期間中にかかるものがある）が遙かに安い。

ETFとインデックスファンドの最大の違いは、ETFは証券会社に注文を出して、株式市場で購入しなければならないので、証券会社に取引口座を開設しなければならないが、インデックスファンドなら銀行の窓口でも購入できるという点であろう。ETF投資とインデックスファンドのどちらがよいかは、一概には言えない。それぞれに良さがある。

インデックスファンドの方が、時間分散投資がしやすい。たとえば、インデックスファンドなら、毎月1万円ずつ自動的に買っていくといった定額の買い付けが可能で、積立貯金のような感覚で利用できる。これなら、時間分散と銘柄分散の両方を自動的に実現してくれる。

ETFの場合は、そのような自動的な仕組みはまだ普通にはなっていない。また、ETFは10万円程度の資金がないと買えなかったのが、毎月1万円のETFを買うといったことは難しかった。ただ、2008年9月に野村アセットマネジメントの運用するTOPIX連動型のETFは、売買単位が100口から10口単位に引き下げられた。2008年10月のTOPIXの水準が1000程度であるので、おおよそ1万円で購入できるようになった。ETFについても、少額で毎月こつこつと買い増していくといった投資手法が可能になってきた。

次に、購入の際に必要な費用を比較しよう。投資信託を購入する際には、一般に元本の数%相当の販売手数料をとられる。小口ほど割高に設定されているのが普通である。しかし、インデックスファンドにはノーロード型といって販売手数料が無料であるものが少なくない。たとえば、1年間、毎月買い増していくのなら、通常は12回分の販売手数料を支払わなければならないが、ノーロード型のインデックスファンドでは手数料がかからず、積立型の投資手法に向いている。

ETFは株式売買と同じなので、証券会社に委託売買手数料を支払わなければならない。1万円のETFの購入のための売買委託手数料は、証券会社によってかなり違う。証券会社の窓口に行って注文すれば数千円かかるが、インターネット証券の場合、数百円のところが多い。条件付きで無料にしているような証券会社もあるが、購入時にかかる費用という点から言えば、ノーロード型インデックスファンドに軍配が上がる（ただし、インデックスファンドでも、売り出し窓口によって、かなりの手数料が取られることもあり、インデックスファンドの販売手数料がすべて無料というわけではない）。

販売手数料とは別に、投資信託の重要な費用には、信託報酬と呼ばれる、投資信託の管理費用がある。この費用は毎年、投資した元本から差し引かれる。この部分では、ETFに比べると、インデックスファンドの方が、手数料負担が重い傾向にある。たとえば、インデックスファンドの信託報酬は残高の0.6%程度であるが、ETFの場合、0.2%程度となっている<sup>2</sup>。

以上のように多少の違いはあるが、ETFとインデックスファンドの間での最も大きな違いは、銀行で購入できるか、証券口座を持たないと購入できないかであり、普通の投資家にとっては、その他の違いはそれほど大きなものではない。筆者は、長期投資の観点から、信託報酬の低いETFを好むが、分散投資をするためには、ETFかインデックスファンドのどちらを選んでもよいだろう。

ただし、購入のための手数料（販売手数料であったり、委託売買手数料）は証券会社や銀行によってかなり違う。この点はよく調べるべきである。この探索は確実に利益（コストを下げるという意味で）を生む作業である。

### 2.3 初心者には不向きな新顔ETF

ETFが初心者投資家には第1の投資対象だと説明した。しかし、新しいタイプのETFは初心者投資家には不向きだと思う。

2001年にETFが解禁された時には、ETFはTOPIXか日経平均株価という株式市場全体に連動するものだけであった。しかし、近年、ETFの多様化が図られている。

第1の種類は、上場している企業のうち、特定業種に絞った企業グループのETFである。つまり、日経平均やTOPIXのサブグループへの投資である。たとえば、東証電気機器株価指数連動型上場投資信託は、キヤノンやパナソニックなどで構成される指数に連動する投資信託である。

個別株式よりは、同じ業種の範囲ではあっても、複数の銘柄に投資することになるので、こうした特定業種型ETFには一定の分散投資効果がある。しかし、本稿はどの業種が有望かはわからないという立場に立つので、特定業種に絞るETFが分散投資の手法として有望とは思われない。だから、初心者投資家がはじめて買うものとしては勧められない。

もう1つの新顔は、TOPIXなどに含まれない、新たな金融商品を対象にしたものである。たとえば、海外の株式市場の株価に連動するETF（韓国の株価指数に連動するETFなど）や、金などの商品価格に連動するETFなどである。これは、これまでの日本株とは違った投資対象をポートフォリオに加えることになるので、分散投資の効果は大きい。

したがって、本稿が提唱する分散投資の観点から、選んでも良いETFである。しかし、初心者投資家が「初心者である」間は、あえて買う必要がないと思う。

第1に、日本株の投資の経験も浅い投資家は日本株の投資を増やしていただくだけでも当面、資産の多様化が進められる。時間分散の考え方から、一気に株式のウェイトを増やす必要はないので、ある程度時間がたって、日本株のウェイトが高くなったところに、海外ETFに挑戦してみても遅くない<sup>3</sup>。

第2に、海外ETFは、海外の市場で運用をしなければならぬので、日本株のETFに比べればコストがかかる。たとえば、韓国の株価指数に連動するKODEX200のETFの場合で、年間の信託報酬率が0.35%となっており、0.2%程度の日本株ETFよりは割高となっている。ただし、韓国の株式に投資をする一般の投資信託に比べれば、このETFの費用は格段に安い。

第3に、あくまでもETFは市場で売買されて価格が決まる。ETFの価格の動きは、（本国市場における）当該株式指数の動きと、その国の通貨と日本円の間の為替レートの動きを掛け合わせたものになるはずである。しかし、実際のETFの価格は、上場している日本の証券市場での売買で決まるので、必ずしも常にその資産の（原指数や為替レートの）計算から得られる真の価値で購入（売却）できるとは限らない。取引が活発なETFなら、常にその価格を専門家が見ているので、取引価格に乖離が見られれば裁定取引が起こって、乖離は解消されるはずである。

しかし、現状では海外ETFの取引はそれほど活発ではないので、思わぬ乖離した値段で売ったり買ったりしなければならなくなる可能性がある。証券取引所はETFの基準価額と終値の乖離率を毎日計算して公表している。手元にある2008年10月6日の東京証券取引所の公表例を見ると、

<sup>2</sup> モーニングスターの調査（2008年7月9日調べ）によると、日経平均連動型のインデックスファンド（35本）の平均信託報酬率は0.636%、同様のETF（2本）の平均信託報酬率は0.276%であった。また、TOPIX連動型（38本）の平均信託報酬率は0.547%、同様のETF（3本）の平均信託報酬率は0.141%であった。

<sup>3</sup> 付け加えて言えば、世界経済が一体化して、日本企業がグローバル化しているので、日本企業の株式だけでも、世界全体にリスクをかなり分散していることになる。

売買高が500万口を超えたTOPIX連動型のETFの乖離率は-0.13%であり、非常に小さい。しかし、乖離率が5%を超えるようなETFも（その日については）2本あった。こうした乖離の存在は相応しい価格で販売されていないことを意味している。もちろん、数%の購入時の差は保有期間を長くとるなら、それほど神経質になる必要はないとも言えようが、一般的ではない新顔ETFの場合には、そうした難しさがあることを認識しておくべきである。

## 2.4 アクティブ運用型投資信託

分散投資を進める上で、ETFかインデックスファンドを勧めてきた。それでは、指数連動ではない投資信託（アクティブ運用型投資信託）はどうであろうか。

投資信託は、多数の投資家を対象に、小額の資金を集めて大口資金にし、専門家が有価証券などに投資して、その結果得られた収益を投資家に還元するという金融商品である。個々人が株式などの有価証券に投資するのに比べて、資金を大口化することで、①共同投資による規模の経済性、②専門家による運用・管理、③分散投資の実現、などのメリットが得られる。つまり、そうした優れた投資手法によって得られた成果に応じて収益分配金が受け取れる。一方で、預貯金と異なって元本保証がないという点に、投資信託の大きな特徴がある。

株式の銘柄選びが難しいという初心者投資家にとっては、プロに運用を任せることのできるアクティブ運用型の投資信託は有力な運用手段である。ただし、アクティブ運用型の投資信託に過大な期待を寄せることは禁物である。

第1に、アクティブ運用型の投資信託は他の投資手法に比べるとコストがかかる。第2に、効率的市場仮説に基づくと、プロであっても市場平均に常に勝るとは考えられない。コストがかかっても、運用成績がそれ以上に良ければ、投資家としては受け入れ可能であるが、市場平均に安定的に勝てないなら、コストに見合わない。

確かに、すばらしいファンドマネージャーが運用し、安定的な好成績を挙げている投資信託もある。しかし、第3の留意点になるのであるが、どの投資信託のファンドマネージャーがすばらしいのかを事前を知ることは難しい。アクティブ運用型の投資信託を買うことにすれば、トヨタ自動車の株式を購入するか、キヤノンの株式を購入するかの心配は必要なくなるけれども、今度はどこの

運用会社の何という投資信託を購入するかで悩まなければならない。

第4に、投資信託の運用会社や販売会社が投資家のために行動してくれるのかに疑問もある。日本の投資信託の運用会社の多くは、証券会社の子会社やグループ会社である。たとえば、必要のない株式の売買を行うことで、より多くの株式売買手数料を親会社の証券会社に与えてきたかもしれない。販売窓口の金融機関も、投資家のためよりも系列の運用会社の収入を増やすためや、自社の手数料収入の大きさを考えて、自分が儲かる投資信託を顧客に勧める可能性がある。業者から勧められている商品が本当に支払う手数料に見合ったものなのかどうかを判断するのは、かなりの知識を必要とする。

以上のような留意点を考えると、はじめて投資をする投資家は、あわててアクティブ運用型の投資信託を買う必要はないだろう。

## 3. 誰でも理解できるシンプルな投資教育の必要性

### 3.1 金融知識の必要性

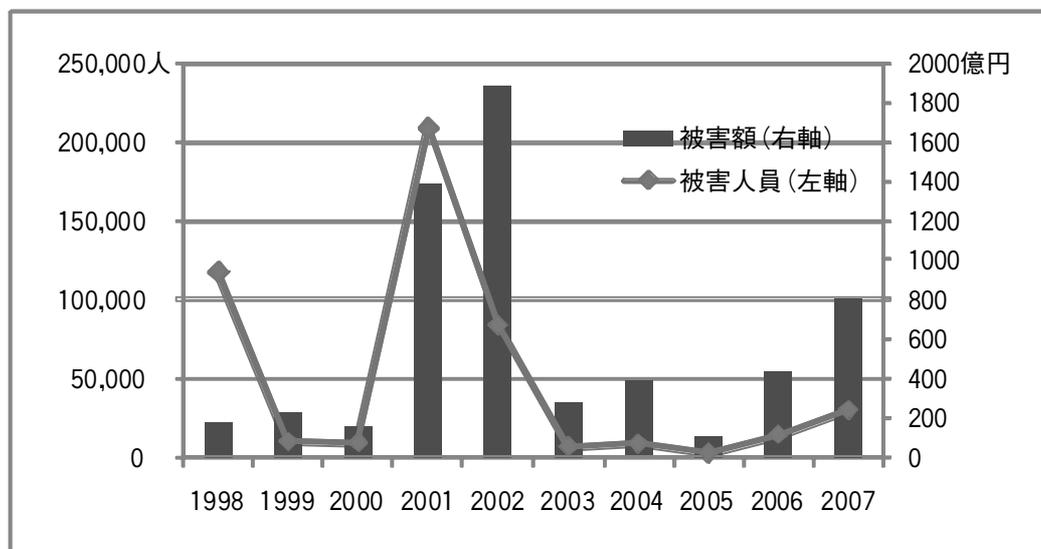
本稿は個人投資家が銘柄を選ぶような知識はなくても良いという立場で説明してきた。しかし、これは金融のしくみを知らなくても良いということでは全くない。むしろ、その逆である。金融のしくみを知らないことが、株式投資を不必要に遠ざけている大きな原因である。そして、金融知識の欠落により健全な投資機会をみすみす失うことになり、さらには、荒唐無稽な投資話に騙されてしまう危険性を増している。

警察庁によると、資産形成事犯（出資法、金融商品取引法、無限連鎖講防止法等の違反事犯）による被害額は、1年間で807億円（2007年）にも達している<sup>4</sup>。その被害の大半が、「手持ちの資産を運用して、少しでも多くの利益を得たいという消費者の利殖願望につけ込み、「元本保証」、「高配当」等をうたい文句として、多額の出資をさせる」事件である。一般の生活者にとって、株式投資のためだけでなく、普通の生活を送るために必要な金融知識の量と質が増している。

金融庁に置かれている金融経済教育懇談会は、金融経済教育を「国民一人一人に、金融やその背景となる経済についての基礎知識と、日々の生活の中でこうした基礎知識に立脚しつつ自立した個人として判断し意思決定する能力（＝金融経済リテラシー）を身につけ、充実するための機会を提供すること」と定義している。そして、金融経済教育が必要になった理由を次のように整理してい

<sup>4</sup> 警察庁生活安全局生活環境課「平成19年中における生活経済事犯の検挙状況について」（2008年3月）。

図1 資産形成に関する犯罪の被害



出所) 警察庁生活安全局生活環境課「平成19年中における生活経済事犯の検挙状況について」(2008年3月)。

る。

1. 右肩上がり経済の終わり、高齢社会の到来、終身雇用・年功制の変容  
⇒ 個人が金融資産の運用について自己責任で意思決定する期間・機会が人生の中で増加
2. ペイオフ解禁、金融商品・サービスの多様化・高度化、IT化と販売チャネル多様化
3. 個人が情報活用により利便性・価値を向上させる機会が増大する一方、リスクに気付かなかったり騙されて損をする事例も発生

保有している金融資産がそれほど多くなかった時代には、それをいくらがんばって運用してもたかがしれていた。しかし、個人金融資産の蓄積が進み、その運用利回りが少し向上することで、増える運用収益は、私たちの生活に意味のある金額になる。運用方法に工夫を加えたいと思っても選択肢が乏しければ、実際には運用できなかった。しかし、近年は規制緩和や情報通信技術の発達で、一般の生活者にとっても幅広い選択肢が利用できるようになった。

逆に言えば、私たちは「選択」しなければならなくなった。その際、銀行が倒産することもある現代では、資産の運用には必ずリスクが伴うことを認識しておかねばならない。そうしたリスクを正確に理解するとともに、金融犯罪に巻き込まれないように、金融知識を身につけることによって自衛する必要がある。

### 3.2 消極的な知識獲得

金融に関連する人たちの間では、金融知識の普及が重要であるというのはコンセンサスになっているが、残念ながら、一般の人の意識は高まっていない。

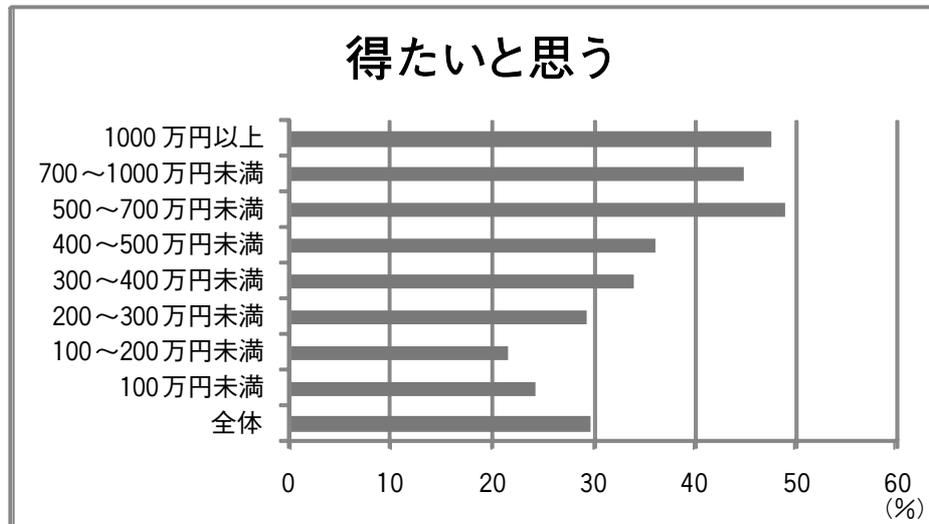
たとえば、証券業協会が実施したアンケート調査によると、証券投資知識を「得たいと思う」は全体の29.8%で3割にも満たない一方、「得たいと思わない」が69.4%もあった。

もちろん、所得によって、知識取得意向にはかなりの違いがあり、その状況を示したのが、図2である。年収300万円未満では「得たい」は20%台である一方、年収500万円以上では45%超である。一定のリスクを伴う証券投資の性格上、ある程度の貯蓄がなければ証券投資を行うのは難しいし、知識を学ぶにはある程度まとまった時間が必要となるので、それに見合った見返りが期待できるのは高所得者層である。しかし、実際には、年収1000万円以上の層でも「得たい」が50%を切っているという重い事実がある。

運用可能額の少ない低所得者層で、金融知識の取得意向が低いのは理解できる。しかし、たとえば、銀行の普通預金とほとんど同じ機能を果たし得るMMFという投資信託を考えてみよう。これは、元本割れの恐れのない短期国債や高格付けの社債に投資する投資信託で、事実上、銀行の普通預金のようにいつでも現金化することが可能である<sup>5</sup>。それにもかかわらず、普通預金よりは金利が高い。たとえば、2008年12月の時点で、銀行

<sup>5</sup> 2001年11月に、アメリカのエンロン社の破綻に伴い、(直前まで高格付けであった)エンロン社の社債を保有していた日興アセット、UFJパートナーズなどが運用するMMFが元本割れとなった。したがって、完全に安全なわけではない。

図2 金融知識を得たいと思う人の比率



出所) 日本証券業協会「平成18年度 証券投資に関する全国調査(個人調査)」。

の普通預金の金利は0.12%前後であるにもかかわらず、MMFの金利は0.5%程度である。元本100万円で年間数千円の利子収入の違いではあるが、資産のほとんどない人でも有力な選択肢になり得る商品である。しかし、こうした商品を使ってみることに、なかなか気がつかないままである。

### 3.3 元本保証商品は？

少し目線を変えて、どの程度の金融知識を一般の人が持っているのかを調べてみよう。

金融広報中央委員会「家計の金融資産に関する世論調査(2006年)」では53.5%の人が元本保証でないと投資しないと回答しているように、わが国の投資家には元本保証ニーズが強いことが定説となっている。

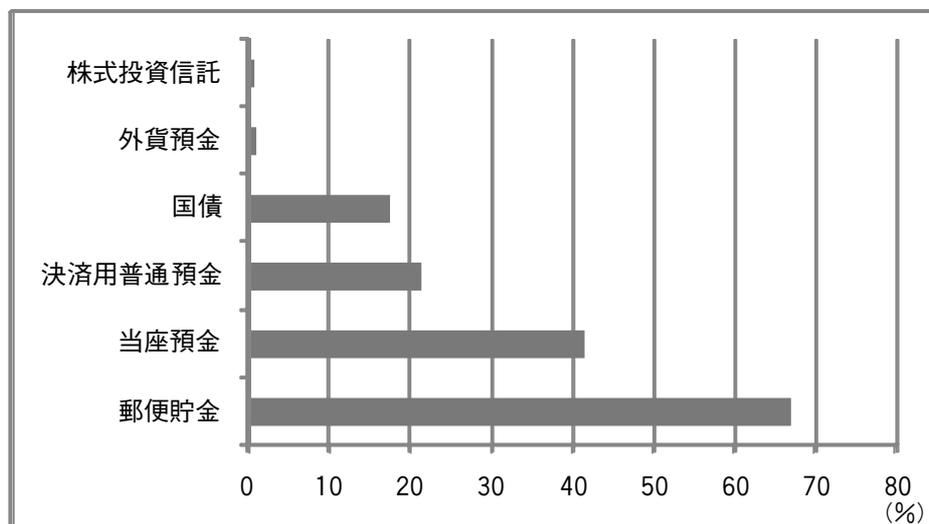
ただ、本当に元本保証商品をきちんとわかって

いるのだろうか。金融広報中央委員会の調査で、元本保証がきちんと理解されているのかを調べた調査がある。そこでは、複数の金融商品の中で、「元本が保証されているとお考えのもの」を選ぶ問題に対する回答結果が紹介されている。その回答結果を図3に示している。

「郵便貯金」が元本保証だと認識しているのは67.0%であった。このアンケートが実施された時期(2006年)にはまだ郵政民営化が行われておらず、郵便貯金は元本が政府によって保証されていたし、郵政改革の大きな根拠が、郵貯は国家保証がついているのに民間にはついていないので、官民の競争環境が異なり不公平だというものであった。それにもかかわらず、3人に1人は元本保証について正しく知らなかったわけである。

財政赤字に苦しむ政府の保証が信用できないと

図3 元本保証だと考えている金融商品



出所) 金融広報中央委員会「自己診断：身近で役立つおかねの知識」(第1回)2005年4月。

深く考えているのなら別だが、意外なほど郵便貯金の「元本保証」について知られていなかったことになる。なお、ゆうちょ銀行発足後（民营化後）は預金保険制度によって保護されている。預金保険制度の保護上限は1000万円であるが、ゆうちょ銀行には1000万円までしか預入できないという制限が残っているため、ゆうちょ銀行の貯金は全額保護が実質的に続いていることになる。

ペイオフ解禁後も、特例的に、決済用預金として、全額保護が続けられている「当座預金」については41.7%の正答率となっている。同様に全額保護されることになった決済用普通預金については21.4%と非常に低い数値であった。この決済用普通預金は、金利がつかないが、一般の普通預金と違って、全額保護が続けられている。おそらく、一般の普通預金と決済用普通預金とが十分に区別して理解されていないためであると思われる。

また、国債についても元本保証だと思ふ比率は17.4%でしかなかった。いつでも元本以上の価格で解約できるという意味で元本保証をとらえるなら、国債に元本保証がないという回答は誤りではない。しかし、元本保証は信用リスクの意味でとらえるのが普通である。国債については国が満期の元本の支払いを約束しているため、元本保証があるというのが正解である。つまり、正解が2割を切っており、証券についての基本的な知識が不十分であることがわかる。

こうした不十分な知識で多くの投資家が行動しているとすれば、正しい選択が行われていないのではないかと心配せざるを得ない。

他方、株式投資信託や外貨預金が元本保証であると答えた比率はそれぞれ0.8%と0.9%で、ほとんどなかった。金融の専門家は、投資信託が元本保証でないことを投資家に伝えなければならないと強調しているが、そちらは広く認識されているようである。

### 3.4 金融知識の現状は心配な水準

金融商品のリスクには様々なものがある。元本保証は信用リスクに対応する。国債には信用リスクはないが、途中で売却した場合にはいくらで売れるかわからないという市場価格リスクがある。

先と同じアンケート調査で、「価格変動リスクのない」ものとして、外貨預金、ビッグ、MMF、国債の4つの中から1つを選ぶ質問が行われている。その結果、回答者の66.0%が国債を選び、MMFが10.1%、ビッグ9.0%、外貨預金3.6%となっている。

ビッグは、元本補填契約が付与された貸付信託で、預金保険の対象にもなっている商品である。

信託の枠組みを使っているが、銀行預金と同じようなものである。したがって、この質問への正解はビッグであるが、正解率が非常に低かった。ビッグはそれほど知られている商品ではないので正解を選ぶことは難しかったかもしれないが、国債が価格変動リスクを持たないものとして3分の2の人から選ばれたのは、①国債の途中で売却について知識がないのか、②価格変動リスクが信用リスクと混同されたのかいずれかであろう。どちらにしても、基本的な証券投資の知識が欠けていることは否定できない。

同じアンケートで、「元本16万円を借りて6ヵ月後に18万円返済したとすると、利息は2万円になる。この場合、当初の元本に対する利息の割合は、年利何%になるでしょうか」という質問が行われている。

半年で利息が2万円なので、年率に換算するには、1年あたりの金利が4万円と考える。したがって、年利は4万円÷16万円（当初の元本）であるので25%が正解となる。回答の選択肢を見ると、金利25%を選んだ人が53.7%、金利12.5%が23.3%、金利18.75%が6.4%、金利37.5%が2.9%、無回答が13.8%となっている。おおよそ半分の人が正解しているものの、このような簡単な問題でも、残りの半分の人には正しい金利水準がわからない。

投資をする場合も、お金を借りる場合にも、価格である金利を比較して判断する必要があるが、こうした簡単な事例でも混乱があるとすると、正しい金融商品の選択ができていないのは不安になる。いわば、1本100円のジュースを10本買うのと、10本で980円のセットのどちらが得なのかが比較できないようなものだからである。

預金保険制度についての知識を問う質問も行われている。4つの選択肢の中から、誤っているものを選ぶという質問である。「当座預金は全額保護される」を誤っていると選択した人が34.3%で最も多く、「利息は保護されない」が22.8%、「外貨での預金は保護の対象にならない」が20.0%、「同じ銀行の複数の支店に保有している同一名義の預金は、合算された上で保護される範囲が確定される」が14.1%、無回答が8.8%となっている。

現在の預金保険制度では、元本1000万円とその利息が保護されることになっているので、「利息は保護されない」が誤っている、つまり、この質問への正解である。当座預金は決済用預金として全額保護が続けられているが、当座預金を持つ個人は少ないので、よくわからないものを誤りだとして選んだのかもしれない。しかし、こうした制度についての不確かな預金者がかなりいるということは、預金保険で全額保護されていて、取り付

けに向かう必要のない預金者が取り付け騒ぎを起こしかねないことを示している<sup>6</sup>。

最後に、本稿のキーワードである「分散投資」という用語の理解である。この調査では、「分散投資の考え方について、誤っているものは次のどれでしょうか」と尋ねている。

「複数の名義を利用して投資をすること」が誤りだと正しく指摘したのが38.4%で最も多かったものの、「業種の異なる複数の株式に投資すること」という選択肢を選んだものが22.8%もあり、「海外の通貨へ投資すること」が11.4%、「時期をずらして投資すること」が11.1%、無回答が16.3%であった。「分散投資をしましょう」でわかってもらえるのは3人に1人というのが現状である。

### 3.5 ただし、高望みしてはいけない：アメリカの例

以上のように、日本の金融経済知識の普及が遅れていることは否定できない。そうした時に、わが国では、日本はダメであるが、アメリカでは十分な金融経済教育が行われていると指摘されることが多い。しかし、その議論も怪しい。

ここでは、金融経済教育を実践しているJump\$Startのサーベイ調査を紹介したい<sup>7</sup>。これは、大学生向けの調査であるので、一定以上の教育を受けてきた層での状況である（日本向けに多少わかりやすく修正している）。

問 インフレーションは様々な形で問題を起こします。次の中で、高いインフレが持続した時に、最も困るのはどの人たちでしょうか。

- (a) 退職後のために貯蓄をしている中高年の勤労世帯夫婦
- (b) 定額の年金収入で暮らしている高齢者
- (c) 子供のいない、共稼ぎの若い夫婦
- (d) 子供のいる、共稼ぎの若い夫婦

この問題へのアメリカの大学生の回答は、(c)を選んだのが50.1%、(d)を選んだのが36.0%で、(a)を選んだのは8.2%、(b)を選んだのは5.7%であった。アメリカの大学生の間では、若者がインフレに弱く、高齢者はインフレに強いという印象が強いようである。

しかし、インフレが起これば、賃金もそれなりに上昇するので、勤労世帯はインフレの悪影響を

相対的には受けないというのが一般的である。一方、インフレは債権者（お金を貸した人）に不利で、債務者（お金を借りた人）には有利となる。

さて、先の選択肢の中で見ると、(b)の年金収入の高齢者がインフレの悪影響を最も強く受けることになる。日本の公的年金では不完全ではあるが、インフレが起こるとその分年金支給額も増える仕組みになっており、日本の公的年金は「定額の」年金ではない。他方、銀行預金はもちろんのこと、民間の生命保険会社の年金などは定額年金がほとんどなので、インフレによって受取額が増えるわけではない。老後に貯蓄を使って暮らそうと思っている人にとっては、インフレは脅威である。インフレが将来起こることをリスクの1つだととらえて、インフレに備えた資産を持つ必要がある。

このように、インフレの影響といった基本的な問題について、必ずしも正しい知識がアメリカでも身につけているわけではない。アメリカでは十分な金融経済教育が行われていて、株式投資への理解が深いといったイメージで話がされるが、この種のアンケートを見る限り、アメリカである程度の教育を受けている層でも金融知識が十分に備わっているわけではない。

バーナンキ連邦準備理事会議長（2008年4月）が、「サブプライム問題の発生からもわかるように、個々人が若い時から金融素養を身につけておくことが非常に重要であることをわれわれはあらためて感じている。」と述べたように、アメリカでも金融知識の普及は緊急の課題なのである。ついでながら、同議長は、同じ演説で、「金融知識や消費者教育は、しっかりした消費者保護とともに、金融市場を有用で効率的なものにする。」「クレジットカードを選ぶこと、老後や子供の教育のために貯蓄すること、家を買うことなどに、今や金融知識がますます必要となっている。」とも指摘している。こうした指摘は、日本の状況にも当てはまる。

### 3.6 簡単でわかりやすい投資スタイルの必要性

金融知識の普及に関係者がこれからも努力していくことは重要である。一般国民の金融知識のレベルが高ければ高いほど、良いことは確かである。しかし、それほど高いレベルを望んでも不可能であるし、社会全体として考えれば、他の活動に力を使う方が有意義だろう。医師が患者の治療時間を削って、株式の銘柄選びの勉強をしなければなら

<sup>6</sup> 2003年に佐賀銀行に対して根拠のないデマから取り付け騒ぎが発生した。この時、預金保険制度で完全に保護されているはずの預金者まで取り付けに向かった。政策当局者や金融機関はすべての預金者が預金保険制度について正しい知識を持っていることを前提にしているが、金融知識に乏しい預金者が多いと、思わぬ結果が起りかねないのである。

<sup>7</sup> Jump\$Start, 2008 Survey of Personal Financial Literacy Among College Students.

らないようなことは、社会全体として望ましくない。

つまり、あまり複雑でなく、誰もが利用できる金融の仕組みを整備することが重要である。たとえば、今では誰もがパソコンを使うが、ワープロソフトのプログラムを自分でつくらないと使えないようだったら、ほとんど普及しなかったであろう。普通の生活者が特別な知識の必要性を感じずに、中程度の収益が得られる証券投資を実践できるようにすることが、金融知識の普及とともに重要な現実的な課題である。

株式投資にはリスクがあることから、銀行預金に比べて難しい面があることは否めない。しかし、プロでも難しい「儲かる銘柄選び」を（努力すれば）一般投資家にできるかのごとく説明することが誤解を招いてきたのではないだろうか。関心を深めるきっかけを与えるという趣旨では間違っていないが、中学校や高校での株式投資ゲームも、銘柄選びの知識にウエイトを置いた教材になってしまうと、おそらく株式投資は難しいという印象だけが残るだろう。

難しく考えなくても良い、シンプルな株式投資方法で十分だということを国民の一般的なコンセンサスにしていくことが求められているのである。シンプルな投資方法以上の利回りを得るのは不可能だということ（つまり、うまい話はない）ことを理解すれば、荒唐無稽な儲け話からも身を守れるだろう。うまい話に欺されるのも、「儲かる銘柄選び」の方法があるはずだという幻想を信じ込まされているためだと言えよう。

#### 4. 個人株主を増やす環境整備の必要性

##### 4.1 環境整備の必要性

これまで本稿では、余裕資金のある家計の場合には、現状のように預貯金ばかりではなく、資産の多様化を進めることが、資産形成上、望ましいと議論してきた。多くの経済データからも株式投資を行うことの利点について確認できるにもかかわらず、日本では、株式投資がそれほど一般的になってこなかったことも事実である。そのうちの理由の一つは、個人投資家が株式投資を（銘柄選びの問題としてとらえてしまい）難しく考えすぎ、いわば食わず嫌いになってしまったということである。

しかし、個人が株式を持たなかったことには、食わず嫌い以外の別な理由がある。それは、これまでの株式市場のあり方が投資家の信頼を裏切り続けてきたことである。

最近の研究では、一般に零細株主の権利が十分に保護されていない国では、株式投資は不活発で

あることが知られている。これは考えてみれば当然のことで、たとえば、株主総会では基本的に過半数の株式を持っている株主の意向に沿って議決が行われる。3分の2の賛成が得られれば、ほとんどどんな議題でも可決できる。零細株主の法的権利がきちんと保護されていないと、会社を支配している大株主が零細株主の犠牲の下で利益を得るかもしれないのである。したがって、少数株主の権利が十分に守られていない場合には、個人投資家の参加が増えないのは当然である。

1997年の日本版金融ビッグバンやその後の一連の金融制度改革で、市場の信頼性を高める努力は行われてきているが、今も問題が残っている。本節ではこの点を議論する。

##### 4.2 個人の信頼を得る市場の構築

株式投資をしようかどうか迷っているような個人投資家の場合、企業が開示している各種の資料を分析して、投資対象を決めることは現実的ではないと指摘した。しかし、個人が企業の開示情報を利用しないからと言って、企業が情報開示を行わなくても良いと主張しているわけではない。むしろ、逆である。

個人投資家が安心して投資が行えるには、市場で取引されている価格が企業のファンダメンタルズを反映した妥当な場合だけである。そうした価格が市場で成立しているのは、プロの投資家が、企業が開示している各種の情報（その中心が決算書類）に基づいて企業価値を分析して、妥当な価格を模索しながら売買をしているからである。

したがって、企業が嘘をついて実際より大きな利益が出ていると公表すれば、その数値に基づいてプロの投資家はその企業の株価の水準を予想するので、市場の価格は真の価値よりも高くなってしまふ。その価格で、私たち一般投資家も購入することになるので、企業の実際の実力の数字が明らかになると大きな損失を被ることになる。

こうしたことが起こると不公平感が高まる。もちろん、割高で買ってしまった人がいるのなら、逆にうまく売れた人もいるわけで、たまたま運の良かった人と悪かった人がいるだけのようには思えるかもしれない。しかし、多くの場合、大きな利益が出たと嘘をついて株を売ろうとしているのは、その企業の経営者や（経営者と一体になった）大株主である。つまり、嘘をついて儲けよう（あるいは、損失を少なくしよう）という人に、だまされているのである。

また、収益性が低いのに収益性が高いと偽って資金を集めていることは、効率の悪い分野に資金を使っていることになってしまい、社会全体の観

点からも大きなマイナスとなる。

こうした可能性があると思われる、われわれ一般投資家が株式投資を行うことは、泥棒の集まりの中に財布を持って入っていくことに等しい。したがって、誰も株式投資をしたいとは思わないであろう<sup>8</sup>。

#### 4.3 正確な情報を開示するための努力

証券市場の関係者は、投資家の信頼なくしては市場の発展はあり得ないと自覚しており、証券市場の改革や会計制度の整備は着実に進んできている。

開示情報の中心はもちろん、利益がいくら出たか、会社の債務はいくらあるのかといった財務の数字である。たとえば、利益といっても売上総利益、営業利益、経常利益、特別利益、当期純利益など、実際には様々な概念がある。このうちのどれをさして「利益」と呼ぶかによって、計数の意味が異なってくる。したがって、企業が発表している各種の財務の数字が何をさしているのかが誰にでもわかるように、会計ルールの標準化は不可欠である。

昔から会計ルールはあったが、経営者の裁量に任されている部分が多かったために、裁量部分をうまく使うと、経営の実態を隠すことができた。そうした裁量の濫用を防ぐための工夫として、時価評価と連結決算を紹介しよう。

日本の企業は他の会社の株式を保有していることが多い。その株式を買った時の値段（取得原価）と現在の値段（時価）の間に差異（含み損益）があるのが普通である。しかし、決算書では、取得原価で評価されることになっていたため、時価との間に決算書にはあらわれない差額が生じる。つまり、企業は取得原価で〇〇億円の株式を持っていることは公表していたが、詳細を公表する義務はなかったため、社外の投資家にはその差額の大きさはわからなかった。

1990年代のバブル崩壊までは株価は上がることで多く、大昔に取得した時の価格（取得原価）に比べれば、時価の方が高いのが普通で、それがいわゆる含み益である。経営者は本業の成績が振るわないと、含み益のある保有株式を売却した。10億円で取得した株式が50億円で売れるなら、40億円の株式売却益を得ることができる。そして、この40億円を本業の利益に上乗せするのである。こうしたことが行われると、経営者の経営戦略が失

敗して業績が伸び悩んでいても、含み益がある間は業績が順調に伸びているように投資家には誤解させておくことができる。含み益が枯渇したころには、経営改善するには遅すぎるという事態になりかねない。

しかも、企業が株式を保有しているのは、株式持ち合い関係のためであったので、売却したままであると、持ち合い関係が崩れてしまう。そのために、普通は、売却した株式を即座に買い戻していた。50億円の売買代金を受け取るが、すぐに50億円分の株式を買い戻しているのである。つまり、株の評価額を書き換えて利益を計上しているだけであった。

逆に、1990年代のように保有している株式が大暴落していても、表面的には何事も無いように取り繕うことができる。帳簿上は今まで通りの価値のある資産を保有しているようにしておいたからである。しかし、実際に借金の返済などでお金が必要になった時に、手持ち資産を現金化しようとすると、安い値段でしか売れないので、お金が返せないということになる。つまり、投資家は100億円の金融資産があるから、80億円の借入の返済は容易だと思っても、決算書に100億円と計上してある金融資産を売却したら50億円にしかならず、倒産するといったことも起こり得る。

これでは企業の決算書をどう読んでいいのかわからない。含み損益は企業価値や経営戦略を評価する上で非常に重要であり、投資家が正しい判断を下すためにはそうした情報が必要であることが認識されるようになり、現在では、一定のルールの下で、企業の持っている資産について時価評価を行い、含み損益の操作によって、企業の実態を投資家が誤認することのないように会計制度が整備されてきた。

連結会計制度も、投資家が企業の業績を正しく認識するために工夫されてきたものである。現代の企業は複数の会社が集まって一つの企業グループをつくっている。大きな企業グループになれば、様々な商品やサービスを取り扱っているため、それぞれにふさわしい会社形態が同じとは限らない。また、多くの企業を合併する場合も、完全に一つの会社にしてしまうよりも、子会社とした方が、吸収会社の従業員のモチベーションの維持や給与体系の違いの調整といった問題をクリアしやすいといったこともある。そのために、グループ経営は合理的な選択である。

<sup>8</sup> 『平成19年版 警察白書』は特集で暴力団の資金問題を取り上げ、証券市場が暴力団にとって魅力的な資金獲得活動の場になっていることを指摘している。2006年11月には、警察庁をはじめとして、金融庁、東京証券取引所、大阪証券取引所、ジャスダック証券取引所および日本証券業協会をメンバーとする「証券保安連絡会」が設置されている。

しかし、たとえば、親会社と子会社の間で利益を付け替えるようなことが行われていたとすれば、親会社の数字だけ見ている、企業の経営実態をとらえることはできないのは明らかである。親会社が経営状態をよく見せようとして、売れ残った在庫品（したがって、売却してもたいした金額にならない）を、定価で子会社に売却していると、損失が子会社に貯まっていることになる。こうしたことをしている親会社の利益の数字が良くてもそれは意味がない。

こうしたグループ経営が経営の実態を見えなくする問題に対しては、連結会計制度が導入されている。簡単に言えば、親会社と子会社を1つの会社であると見なして、その全体の経営状態を示す会計情報をつくる制度である。現在では、この連結ベースの会計情報が企業情報の中心的な数字として利用されている。

#### 4.4 第三者によるチェック

経営者は自分の都合の良い数値を公表したい誘惑を持っている。そうした動機を持っていることを投資家も知っているので、経営者が発表した数字が本当だと素直に信じることはできないのが自然である。しかし、信頼してもらえないと、投資家に投資をしてもらえないので、経営者も困る。

そこで、第三者がその会計数字の元となった企業内部の秘密情報までチェックして、その数値が、定められている会計ルールに基づいて算出されたものであることを検証する仕組みが導入されている。それが、公認会計士による監査制度である。現在では、公認会計士は、単なる数値のチェックだけでなく、経営の持続可能性などの質的な部分

についても専門的な見地からの判断を投資家に示す制度となっている。

最後に、こうした民間主体だけでなく、証券取引所や証券取引等監視委員会による監視活動も強化が図られてきている。

#### 4.5 安心できる市場をつくるには一層の改善が必要

制度の整備に関係者が努力してきたことは疑いが無い。しかし、残念ながら、不正確な会計数字を開示して投資家をだますような事例が後を絶たない。証券取引等監視委員会が「有価証券報告書等の虚偽記載」として告発しているものだけを見ても、表1に示したように、毎年のように起っている。

たとえば、1998年には、(1997年に破綻した)山一証券株の会長や社長が、有価証券の含み損を隠して、虚偽の有価証券報告書を提出したとして告発された。含み損を隠すことで経営の実態を投資家にわからなくしたわけである。この件では、告発された元経営者は懲役刑（執行猶予付き）となった。

経営者が自社の経営をよく見せようとして嘘をつくのはある意味で自然なことかもしれない。そうしたことが多かったことから、企業の財務諸表の正確性を保証するために公認会計士という外部の目を入れる制度ができたわけである。公認会計士試験という非常に難しい試験を通った人のみが厳格なルールに基づいて、財務諸表の正確性を調べており、それによってわれわれが安心して投資できる環境が整備されているはずである。

しかし、フットワークエクスプレスの事件では、

表1 証券市場の不祥事

事務年度（平成）	4～14	15	16	17	18	19	合計
合計	53	10	11	11	13	10	108
有価証券報告書等の虚偽記載等	13	2	2	4	1	2	24
風説の流布・偽計	7	-	1	1	-	2	11
相場操縦・相場固定	5	2	2	1	3	4	17
インサイダー取引	21	6	6	5	9	2	49
損失補てん	7	-	-	-	-	-	7

事務年度は7月～翌年6月末まで

出所) 証券取引等監視委員会 <http://www.fsa.go.jp/sesc/aCTIONS/aCTIONS.htm>

その公認会計士が、架空収益を計上するなどした虚偽の有価証券報告書を提出したとして告発され、有罪判決を受けた。2005年にもカネボウの粉飾決算に関連して、公認会計士が告発された。判決では、「多数の投資家の判断を誤らせた許し難い悪質な犯行」として、懲役刑（執行猶予付き）の有罪判決が言い渡されている。正確性を保証するためにわざわざ導入した会計士が、嘘をつくといった事態であり、ガードマンが強盗するようなものである。厳しく罰せられるのは当然であろう。

表1のように不祥事が減っていないのは、かつてなら捕まらなかったような行為を、法制度の整備によって捕まえることができるようになったという積極的な側面もある。しかし、残念ながら、予防効果は完全ではないというのが現状だと言わざるを得ない。

#### 4.6 残念ながら、嘘つきがいない世界はない

このように、経営者が嘘をつかないように様々な工夫を施してきたが、嘘つきを根絶するのは難しい。残念ながら、嘘をつく人がいるかもしれないということを前提に投資を考える必要がある。

こうした現状を前提にした時、われわれ個人投資家には、3つのやり方がある。

第1に、こうした危ない、信頼できない市場には近寄るべきではないというスタンスである。すでに見てきたように、多くの人が株式投資に対して拒否感を持っているのは、このスタンスをとっているのである。

予想しないような問題や人為的なミスがあり得るので、飛行機事故を根絶することは無理だろうと誰もが感じている。しかし、飛行機事故が頻発するのなら誰も飛行機を利用しないであろうが、飛行機事故の確率をできるだけ低くするように、機体性能や整備技術を高めたり、訓練を積んだりすることで、われわれは実際には飛行機を利用している。それと同様に、株式市場には事故はあり得るが、事故発生の確率をできるだけ小さくすることで、利用者が拡大するはずである。

そうした考えから、市場整備の努力が積み重ねられてきた。嘘をつく企業があるのは事実であるが、嘘をついていない企業の方が多数である。今後も、この方向での努力は欠かせない。

第2の選択肢は、嘘をつきそうにない立派な経営者やしっかりした監査法人が監査している企業のみを投資先にするという考え方である。そうすれば、投資家に選んでもらおうと経営者も立派になろうとするし、監査法人もしっかり監査するように努力するはずである。これが理想的な状況であると言える。

こうした方向で努力していくことが重要ではあるが、現時点ではそれが実現していないことを前提に投資を考えるべきである。そこで、第3の選択肢として、主要銘柄に関しての分散投資の考え方が重要である。公表されるデータには嘘もあり得るということを見込んで企業への投資を行わざるを得ないのである。幸い、嘘をつく企業はごく少数で、残りのほとんどの企業が正直に開示しているため、多数の企業に投資しておくのが、自衛策となる。

また、1人の専門家よりも多くの専門家が監視している企業の方が、嘘をつくのは難しいであろう。多くの場合、嘘をつけば、どこかに辻褄を合わせるための不自然な会計処理が行われることになるからである。

さらに、主要会社では内部統制の仕組みもしっかりしている。大きな会社では非常に多くの人が決算書の作成に関与している。偽りの数字をつくるのに関与する人が多くなればなるほど、そのことを秘密にしておくことは難しくなる。絶対に大丈夫とは言えないが、主要銘柄に分散投資をしておくことが、粉飾決算対策の観点からも有効な投資手法である。

## 5. 個人投資家を積極的に育成する政策が必要

### 5.1 年金運用をきっかけにするアメリカ

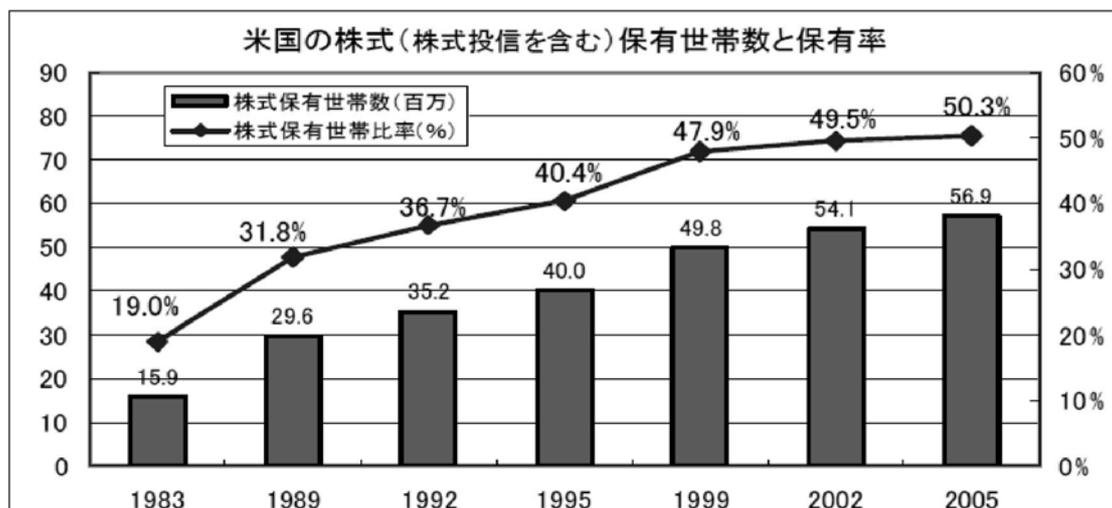
図4と図5に示したように、アメリカでも1980年頃は日本の家計とそれほど株式保有比率は違わなかった。しかし、その後、両国での株式保有比率は大きく変わってきたのである。したがって、アメリカ人はリスクをとるのが好きで日本人とは異なるという意見もあるが、本当かは疑わしい。

図6に示したように、アメリカ人の株式投資のきっかけは、雇用者年金プランを通じた株式投信である。特に、その割合は若年層で高い。つまり、多くのアメリカ人も自然に株式投資に関心を持ったわけではない。

アメリカでは、確定拠出型年金（401k年金）が普及している。この年金は、運用成績によって老後の受取が変わってくる点および、運用方法について年金加入者が自ら指図する点に特徴がある。運用益に対する課税が繰り延べられるといった税制上の優遇措置もあって、企業年金の中核になっている。実際の運用においては、銀行預金だけでは高い利回りを得ることは難しいので、株式（投資信託）への投資を行うのが普通になっている。

つまり、アメリカでは、税制によって誘導した年金制度を通じて、株式投資のきっかけを与えているのである。

図4 アメリカの株式保有比率の推移

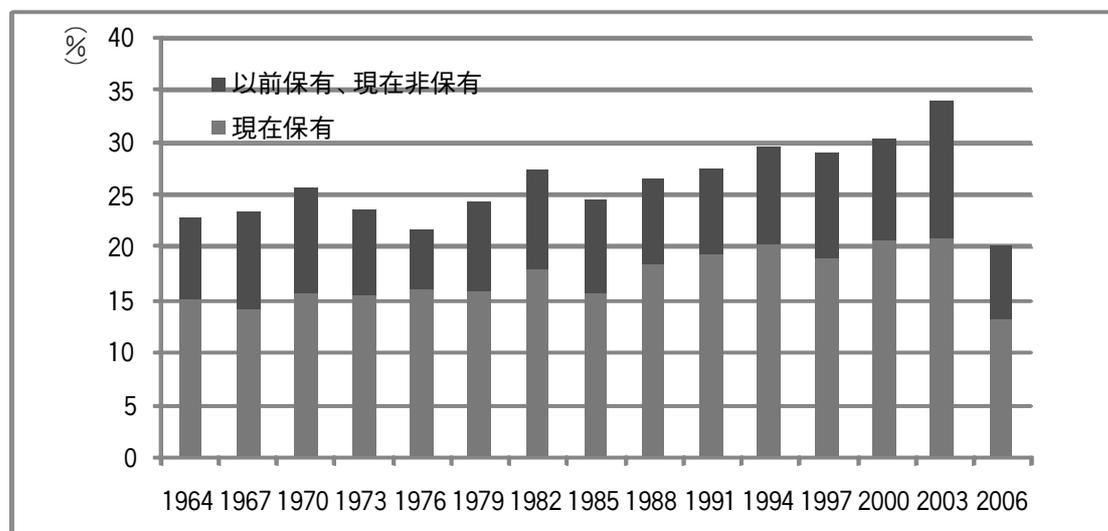


(注)株式保有世帯比率は、米国の全世帯のうち株式(株式投信を含む)を保有している世帯の比率。  
株式保有世帯数はU.S. Census Bureauによる米国世帯数に保有率を乗じた値。

[出所]ICI/SIA Equity Ownership Survey; FRB, Survey of Consumer Finances; and U.S. Census Bureau

出所) 杉田浩治「米国の個人株主実態調査」 日本証券経済研究所 平成18年7月18日

図5 日本の株式保有比率の推移



注) 2003年までは世帯単位での調査であり、2006年から個人単位となった。

出所) 日本証券業協会「平成18年度 証券投資に関する全国調査(個人調査)」

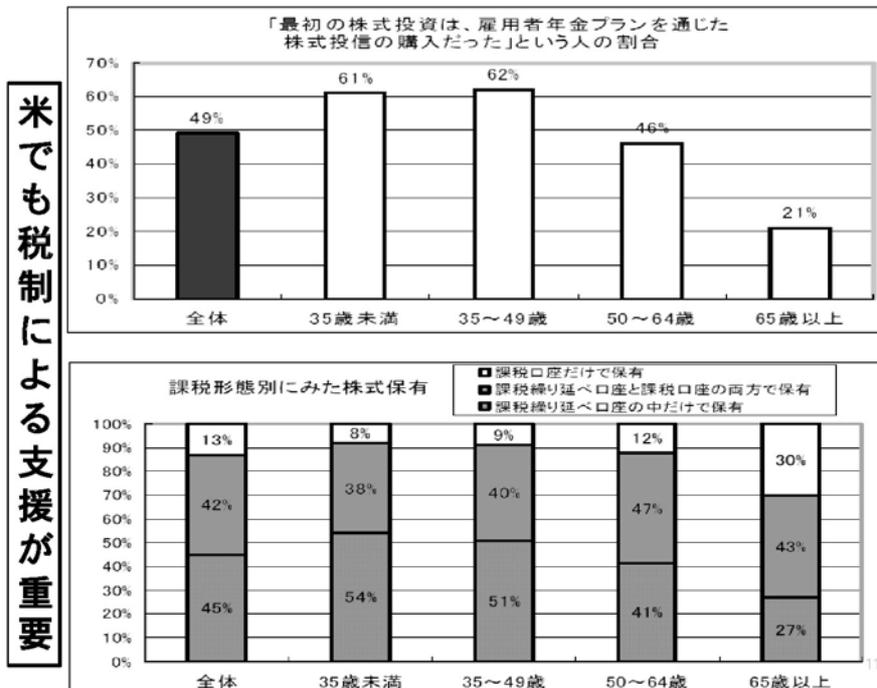
## 5.2 きっかけにするには一層の改善が必要な日本版401k

わが国でも2001年に日本版401k年金(確定拠出年金)が導入されている。サラリーマンが加入する企業型年金と、自営業者などが加入できる個人型年金の2種類があるが、公務員は対象外である。企業型年金は企業が拠出し、個人型年金は加入者個人が拠出することになっている。

企業型年金の加入者数は約300万人(2008年8月末)で、個人型年金の加入者数は約10万人である。日本でも、この401kを通じて株式投信を始めた人もないわけではない<sup>9</sup>。さらに、この401kを導入した場合、従業員が自分の判断で投資商品を選ばなければならないので、ほぼ100%の企業が従業員に対して投資教育を実施している。その投資教育も、新規加入時の1回だけではなく、継続的に実施されるようになっている。

<sup>9</sup> 証券業協会『平成18年度 証券投資に関する全国調査』によると、株式投資のきっかけとして確定拠出年金を上げているのは、わずか1.2%であった。

図6 アメリカの個人株主の投資のきっかけ



出所) 杉田浩治「米国の個人株主実態調査」日本証券経済研究所、2006年7月18日。

しかし、アメリカに比べると、株式投資のきっかけになるにはかなり弱い。たとえば、企業型年金の場合で、1年間の拠出額は最大でも552,000円と規制されており、実際の平均拠出額は17万円にとどまっている。税制も、拠出時には非課税になるものの、運用期間中は特別法人税が課税されることになっており、運用収益の税繰り延べ効果が乏しい<sup>10</sup>。

さらに、実際の運用は、最近でも元本確保型の商品が6割近くになっており、投資信託（これには、株式投資信託だけでなく、公社債投資信託も含まれる）は半分弱にとどまっている<sup>11</sup>。

年金運用を通じた株式投資知識の普及は、アメリカの経験から非常に有望ではあるが、日本ではまだ緒に就いたばかりという現状である。

### 5.3 個人投資家を積極的に育成する政策の必要性：ドイツの奨励金

ドイツは日本と同様に銀行を中心とする間接金融中心の金融システムであった。金融システムの教科書では、市場を中心とするアメリカやイギリスなどのアングロサクソンモデルに対比させて、日本とドイツは同じ銀行を中心とする金融システムに分類される。

確かに、1990年代はじめには日本とドイツの家計では、株式保有比率はほぼ同じような水準であった。しかし、1990年代末には日本の2倍の水準まで、ドイツの株式保有普及率は上昇している。もちろん、長期不況で株価が低迷した日本と違って、ドイツの株式市場が活況であったこと（株価指数で見て90年代に4倍以上の上昇）が第1の要因ではあるが、証券市場の改革や個人の株式投資に対する優遇策も非常に重要だと指摘されている。

このうち、個人の株式投資に対する優遇策としては、①貯蓄奨励金と②優遇税制が実施された<sup>12</sup>。

貯蓄奨励金とは、勤労者の財産形成の支援策の1つで、勤労者が株式（上場株式等または自社株式）や株式投信に投資した場合に、年間の財形給付金800マルクを上限としてその20%の貯蓄奨励金が、毎年国から上積みされる制度である。この特典を受けると、原則として7年間は引出し禁止のため、長期的な株式運用を促すことにもなる。もちろん、最大160マルクであるから、1マルク=70円と見ても1万円ちょっとの奨励金にすぎなかった。

このぐらいの奨励金で本当に人々の行動が変わるのは不思議かもしれないが、食わず嫌いをなく

<sup>10</sup> 現在は、課税が凍結されている。

<sup>11</sup> 2006年の調査では、元本確保型が56.98%（導入当初は63.12%）、投資信託が43.02%である。企業年金連合会企画振興部「確定拠出年金に関する実態調査」結果概要（2006/10/06）。一方、シラー（2001、259ページ）において紹介されているアメリカの401kプランでは、「事実上自らの年金基金をすべて株に投資している」としている。

<sup>12</sup> 齋藤（2001）。

すきっかけになれば十分なのである。いろいろな商売で、試供品を配ったりするのと同じ発想である。金融分野でもクレジットカード会社が初年度会費を無料にしたり、最初に10万円利用すると5千円の商品がもらえるといったキャンペーンをやっているが、実際に使ってもらって良いことを実感させれば利用が広がるという実効性のある普及戦略である。

この程度の負担で日本でも効果があるかどうかはわからないが、日本としても試してみる価値がありそうに思われる。

#### 5.4 日本の証券優遇策

貯蓄が不足していた時代には、貯蓄（銀行預金）を優遇する税制（マル優制度など）が必要であったが、経済発展に伴い、金融システムの安定性や高齢化社会での老後所得の確保のために、証券市場を使った金融のウエイトを高めていくことが求められるようになってきた。

わが国では、ドイツのように奨励金を出すといった踏み込んだ対応はされていないし、アメリカの401kのように年金制度を利用した投資奨励も十分には行われていない。日本では、証券投資を促進するために、証券税制の工夫を行ってきた。どのような資産運用を行うかの判断において、税制は非常に大きな影響を与える。証券市場の育成をはかるためには、証券税制は、公平・中立・簡素の原則を踏まえつつ、一般の個人の投資リスクを軽減することで、投資意欲を引き出すようなものにしていく必要がある。

たとえば、2002年度に特定口座制度が創設された。これは、同口座で保有している株式等の譲渡の損益計算および源泉徴収を証券会社が行う制度である。これを利用すれば、投資家は煩わしい確定申告をする必要がない。日本の場合、給与所得の源泉徴収制度が普及しており、確定申告自体が「面倒なこと」と考えられている。わずかな株式投資のために、確定申告の手間が増えることは、零細投資家に株式投資を思いとどまらせる大きな理由になる。したがって、すべての納税者が自分自身で申告することで納税者意識を高めるといふべき姿には反するかもしれないが、日本の現実に沿った制度であると筆者は評価している。

配当や株式譲渡益に関しては、2003年度から、本来の20%ではなく、10%の軽減税率が課せられてきた。銀行預金の金利は20%の税率がかかっているのに、株式投資の方が有利な扱いとなっている。

さらに、株式等の譲渡損失の繰越控除も2003年度に導入された。株式の利益や損失を1年単位で

課税すると、ある年に100万円の利益が出て、翌年100万円の損失が出た場合、通算で見れば利益はゼロなのに、利益が出た年について税金を支払うことになり、投資家の実質的な負担が重くなる。また、配当所得との損益通算制度も、2009年から導入されている。投資家の立場からすれば、株式投資のリターンは配当（インカムゲイン）と値上がり益（キャピタルゲイン）の合計である。キャピタルロスが生じた場合、インカムゲインとで相殺できないために、全体としては損失が発生しているのに、配当受取の部分で税金を支払わなければならないといったおかしなことが発生してきた。

こうした税制の改善は少しずつ行われてきたが、日本の証券税制改革は株価対策的な性格が強くと、株価が低迷すると促進策がとられるが、株価が回復すると、優遇措置は打ち切りとなる。たとえば、2007年に議論された優遇税制の縮小は、その時点で株価が堅調であったことから、株価対策の必要性が薄れたことから決められた。ところが、2008年秋には株価の暴落を受けて、優遇税制の延長や拡大が議論された。しかもかつてのように政府が決めれば、すんなりと法律ができるような政治情勢ではなくなっているため、投資家は戸惑うばかりである。

猫の目のように税制が変わるし、株価対策のために、今いる投資家を逃がさないということに主眼が置かれ、新しい投資家を地道に増やす効果は限られている。家計の健全な資産形成のために、長期的な株式投資を促進する視点が弱いと言わざるを得ない。

現実には、株式投資をしている人は裕福な人が多い。したがって、彼らの所得を優遇することは、社会公正の観点から問題があるというのはおかしな意見ではない。株式投資の促進に多くの支持が得られるかどうかは、証券投資が金持ち優遇であるという批判をいかに克服できるかにかかっているととも言える。そのためには、初心者投資家を入り口のところで優遇するような政策的な工夫が必要であろう。

#### 6. 個人金融の将来課題

本稿では、個人の金融活動のうち、資産運用について議論してきた。

金融商品取引法（第40条）では、適合性の原則が定められており、「顧客の知識、経験、財産の状況」などに照らして不適当な勧誘を行うことを禁じている。たとえば、老後資金で安定的な利息収入を希望する顧客に対し、短期のキャピタルゲイン狙い（ハイリスク）の取引を勧誘することは

不適切だとされている。

リスクのある金融投資を、借り入れた資金で行うことは望ましくない。また、ある程度の資金はすぐに用意できるように銀行預金（やMMFなどの流動性の高い公社債投信）で保有するのが健全であろう。したがって、適合性の原則に照らして、株式投資を勧める対象は、ある程度の金融資産を持つ人、あるいは、金融資産を蓄積できるだけの所得を得ている人に限られよう。しかし、こうした人たちでも、現状では、預貯金に偏ったポートフォリオを持っており、低パフォーマンスに甘んじている人が少なくない。そこで、本稿ではこうした層を念頭に置いて、株式投資を望ましい資産形成策として説明をしてきた。

ところで、金融資産が乏しい家計では、リスクをとることができず、株式投資を行うことは難しい。この点で問題になるのが、最近、家計の間での所得・資産の格差が拡大しており、貯蓄なし世帯が増加している点である。図7によると、最近では20%以上の世帯が、「貯蓄がない」と回答している<sup>13</sup>。こうした「貯蓄がない」世帯では、そもそも資産運用は全く無縁の話である。

もちろん、将来の生活を豊かにするために、消費を抑えて少しでも貯蓄をできるような生活の工夫をする必要もあろう。しかし、状況はもっと厳しいようで、たとえば、1990年代中頃から生活保護世帯が増えてきており、2004年に100万世帯を超え、その後も増勢が続いている。これは、本稿の範囲を超える課題であるが、こうした層では運用の元手になる金融資産を蓄積すること自体が難しい。低所得者層の生活保障は、社会全体として考えておかなければならない問題である。

現在、老後所得の約70%が公的年金の給付金であり、公的年金が老後の経済保障の基盤となっている。したがって、公的年金制度が将来どのようになるのかによって、個人の資産運用方針は大きく変わってくる。たとえば、十分な老後所得が年金によって得られるのなら、現役の時期に自分で貯蓄をする必要はない。一方で、公的年金の給付水準が切り下げられていく可能性が高いのなら、できる範囲でそれに備えておかねばならない。

年金だけで、どの程度不足するかで運用方針は変わってくる。たとえば、ごくわずか不足するだけなら、株式投資でリスクをとらなくても、銀行預金だけでも必要な金額が用意できるかもしれない。年金だけでは不足額が大きいと、少し高い利

回りを得ないと老後に資金不足が生じる。それなら、投資に失敗した場合のことも考えながら、ある程度のリスクをとる必要が出てくる。

つまり、公的年金制度がどうなるかによって、個人の資産運用やそもそも若年期の生活のあり方も大きく変わってくる。その年金制度の将来像を皆が確信を持ってないことが、人々の生活不安感を高めている。

現在の公的年金制度は、現役世代が保険料を支払い、引退世代が年金を受け取るという賦課方式である。年金額を増やすなら、現役世代の負担が増えるし、現役世代の負担を減らすなら、引退世代の受け取りが減る。当然、両者の利害は対立する。

たとえば、経済財政諮問会議（2007年10月）で示された「中長期の社会保障の選択肢」によると、「一人あたりの給付額を維持する」なら、潜在的国民負担率（＝税金、社会保険料、財政赤字を加えた額を国民所得で割ったもの）は49～51%まで高まる。一方、現状の負担を維持するのなら、給付は3割程度削減する必要があるが、潜在的国民負担率は45～46%で抑えることができる。この選択肢について、国民の意見は割れている。年齢とともに給付維持派が増え、現役世代が負担軽減派、引退世代が給付維持派に色分けできる<sup>14</sup>。

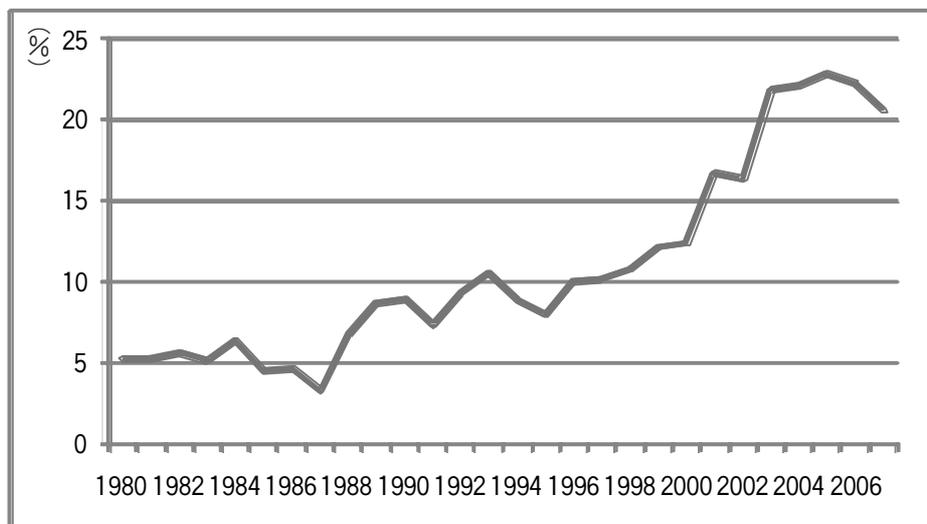
このように年金制度のあり方について様々な意見があって、いずれかが正しいという性格のものではない。しかし、個人の資産形成の観点から言えば、最も重要な部分が非常に不確実であるために、きちんとした将来計画を組み立てられなくなっている。たとえば、AさんとBさんの2人から全部で100万円徴収することが決まった場合に、枠組みが決まらなると、AさんもBさんもそれぞれ100万円徴収されるかもしれないと心配し続けることになる。30万円と70万円となるのか、10万円と90万円になるのかによって負担の大きさは違うが、とにかく負担の枠組みが決まれば、100万円の負担を心配して、過度に萎縮する必要はなくなる。

こうした制度の不確実性は政治的に解消するしか方法はない。どのような年金制度の改革方法をとるにしても、年金は長期の生活計画の前提であるだけに、選挙のたびに制度の根幹が揺らぐことがないように、安定した仕組みをつくることが緊急の課題である。

<sup>13</sup> ただし、この調査では、「商・工業や農・林・漁業等事業のための貯蓄や、給与振込み、口座振替など一時的にしか口座にとどまらないような預貯金は含めない」というただし書きがあり、たとえば普通預金に多少の残高がある場合も含まれており、文字通り貯蓄残高がゼロである世帯だけを含んでいるわけではない。

<sup>14</sup> 内閣府政策統括官（経済財政分析担当）「日本経済の現状について」平成20年7月22日 経済財政諮問会議提出資料。

図7 貯蓄なし世帯の比率



(注) 金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査（平成19年）」の「二人以上世帯」調査部分のデータ。

#### <参考文献>

アラン・グリーンズパン（山岡洋一訳）『波乱の時代 特別版』日本経済新聞社2008年。

齊藤由理子「ドイツにおける個人の株式投資の比率上昇」農林中金総合研究所『季刊 組合金融』2001年夏号。

ロバート・シラー（植草一秀訳）『投機バブル 根拠なき熱狂』ダイヤモンド社2001年。

家森信善『大波乱時代の個人投資—むずかしく考えない株式投資—』千倉書房2009年。