

(年金運用)：個人投資家の株式運用に関する主観的なコスト

株式運用に対する個人投資家の主観的な運用コストを独自のアンケート調査で分析した。その結果、未だ株式運用を行った経験のない投資家の主観的なコストは相対的に高く、株式運用への「参入障壁」を感じていた。確定拠出年金(DC)の加入者では、このような参入障壁が一部低下しており、加入者自ら運用を決定するという制度の効果が浸透してきた可能性がある。

ニーサ(NISA：少額投資非課税制度)がスタートした。報道等によれば口座開設数が400~500万件に達すると言われている。預金を中心とした安定運用を行う者が多い日本の個人資産運用の世界では驚きの数値とも言えるだろう。運用益が非課税になるだけでなく、運用コストが低いことも魅力なのかもしれない。

近年、個人投資家を対象とした株式や株式投信の手数料が大幅に低下した。例えば、日本証券業協会の『株式売買手数料実態調査(第4回)』によれば、100万円の株式売買に対する手数料は、1999年の株式委託手数料自由化前では約1.1%であったのに対し、2005年時点のオンライン取引の平均的売買手数料は約0.3%程度であり、その後も低下し続けていると思われる。売買手数料の低下は、投資家にとってネットのリターンが高まることを意味し、他の金融商品と比較して相対的に株式や株式投信での運用(以下、「株式運用」とする)が有利になる。「貯蓄から投資へ」の政策を実現するためにも重要な役割を果たすはずだ。

しかし、株式運用のコストは実際の売買手数料だけではない。預貯金では手数料が利回りに含まれていて明示されていないが、株式運用では売買手数料が明示される。そのため本来より手数料を高く感じてしまう可能性がある。また、株式や株式投信に投資するにはその商品性を理解する必要がある。さらに、様々な銘柄やファンドの中から自分に合う運用商品を探さなければならない。このような時間や労力は「主観的なコスト」というものだ。

主観的なコストが高ければ、株式運用への「参入障壁」となり、個人投資家は株式運用を避ける傾向があるだろう。米国における研究では、家計が株式運用をしない理由の一つは、株式運用をはじめこのようなコストが高く、少額投資では割に合わないからだとする研究もある。

そこで個人投資家が株式運用に関する主観的なコストをどのように考えているか、著者らが独自に行ったアンケート調査(金融商品に関するアンケート2013年)を利用した分析結果を紹介しよう。株式運用の主観的なコストに関する質問として、

- A. 証券取引口座の開設には手間がかかる
- B. 株式・株式投信の取引手数料は高い
- C. 株式・株式投信の商品選択は面倒だ

の3つの質問について、それぞれ、回答を、

1. ほとんどそう思わない (コストが低いという意味)
2. あまりそう思わない
3. どちらか言えばそう思わない
4. どちらか言えばそう思う
5. わりとそう思う
6. かなりそう思う (コストが高いという意味)

の5つの選択肢から選んでもらった。回答者は30歳～59歳までの男女会社員である。

図表1は既に株式や株式投信で運用している者(保有者)と、そうでない者(非保有者)別に、選択肢の点数を集計した結果である。この表は、既に株式運用の経験がある人とそうでない人で、株式運用の主観的成本に違いがあるか確かめようとするものである。数値が大きいほど、株式運用の主観的成本が高いことを意味する(最高点は6点)。A～Cのどの質問に関しても、株式非保有者の方が主観的成本意識が高い(統計学的に違いがある)。例えば、Cの「株式・株式投信の商品選択は面倒だ」に関して、非保有者の平均は4.5点(「かなりそう思う」に近い)であったが、保有者は3.8点(「わりとそう思う」程度)であった。何れにせよ面倒だと考えていることに変わりないが、その水準は異なっていた。株式等の実際の売買手数料は下がったが、非保有者は株式運用への「参入障壁」を高く感じていると言えよう。

図表1: 株式・株式投信非保有者・保有者別の主観的成本意識の差

主観的成本意識	点数	選択肢の平均点			結論
		株式・株式投信		差	
		非保有者	保有者		
A 証券取引口座の開設には手間がかかる	かなりそう思う (コスト高) 6点	3.9	> 3.3	-0.6 ***	非保有者の コスト意識が高い
B 株式・株式投信の取引手数料は高い	ほとんどそう思わない (コスト低) 1点	4.3	> 3.8	-0.5 ***	非保有者の コスト意識が高い
C 株式・株式投信の商品選択は面倒だ		4.5	> 3.8	-0.7 ***	非保有者の コスト意識が高い

(注) 非保有者のサンプル数は334人、保有者は242人。***は平均値の検定で有意水準1%、**は同5%、*は同10%を表す。

別の角度から分析してみよう。企業年金制度の一つに確定拠出年金(DC)がある。企業は預金や株式投信などの運用商品メニューを加入者に提示し、加入者はその中から自ら運用商品を決定する。また投資等に関する基礎的な知識が得られる投資教育もある。2012年度末のDC加入者は約439万人(厚生労働省資料より)であり、確定給付年金(DB)の加入者796万人(企業年金連合会資料より)には及ばないものの、加入者は年々増加しており、企業年金の中でも重要な制度といえる。

DC加入者は自らの手間や時間をかけることなく株式投信の運用口座を開設することになる。またいわば強制的に運用商品の選択に迫られる。このような環境におかれたDC加入者とそうでない者として株式運用の主観的成本の差を比較したのが図表2である。以前、筆者らが同様な比較を行った際は、株式運用の主観的成本についてはほとんど差がなかった。しかし今回の調査結果は若干異なっていた。

図表2: 確定拠出年金(DC)非加入者・加入者別の主観的コスト意識の差

主観的コスト意識	点数	選択肢の平均点			結論
		確定拠出年金(DC)		差	
		非加入者	加入者		
A 証券取引口座の開設には手間がかかる	かなりそう思う (コスト高) 6点	3.6	3.6	-0.1	コスト意識に 差がない
B 株式・株式投信の取引手数料は高い	~ ほとんどそう思わない (コスト低) 1点	4.2	> 3.9	-0.2 *	加入者の コスト意識が低い
C 株式・株式投信の商品選択は面倒だ		4.3	> 3.9	-0.4 **	加入者の コスト意識が低い

(注)DC 非加入者のサンプル数は 484 人、加入者は 92 人。***は平均値の検定で有意水準 1%、**は同 5%、*は同 10%を表す。なお加入者には株式保有者も含まれており、本来であればその影響を考慮する必要がある。

A の証券取引口座の開設については両者の差はなかったが、B の株式・株式投信の売買手数料や、C の商品選択については、DC 加入者の主観的コストの方が低かった。DC における運用商品は預金などの安全資産が多いものの、自ら運用商品の選択をする機会があることは、株式運用の主観的コストの一部を低めた可能性がある。今後、更に DC が普及するにつれ、株式運用への「参入障壁」は総じて低まる可能性がある。

老後に備えた金融資産の蓄積を行っている 30 歳～59 歳までの男女会社員を対象として、株式や株式投信での運用に関する主観的な運用コストをどのように考えているかを独自のデータを利用して分析した。その結果、株式・株式投信保有者と非保有者とを比較した場合、非保有者の主観的コストは相対的に高く、株式運用への参入障壁があるものと考えられる。確定拠出年金(DC)の加入者と非加入者を比較した場合は、DC 加入者の主観的コストは、一部であるが相対的に低いものであった。加入者が自ら運用商品を選択するという制度の効果が現れてきた可能性がある。「貯蓄から投資へ」の政策を実現するためには、実際の株式や株式投信の売買手数料だけでなく、株式運用に関するこのような主観的なコストを低め、参入障壁を下げていくことも重要だと思われる。

(北村 智紀)

発行： ニッセイ基礎研究所

〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 九段センタービル

FAX：03-5512-1082, E-mail：report@nli-research.co.jp

年金ストラテジーWeb アドレス

http://www.nli-research.co.jp/report/pension_strategy/index.html

本誌記載のデータは信頼ある情報源から入手、加工したのですが、その正確性と完全性を保証するものではありません。本誌内容について、将来見解を変更することもあります。本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。ニッセイ基礎研究所の書面による同意なしに本誌を複写、引用、配布することを禁じます。