

日本の証券投資にか かわる自由について

—何が制約要因になっているのか—



金融研究部門 遅澤 秀一

chizawa@nli-research.co.jp

1—はじめに

本稿では、日本における証券投資の自由に関連した三つのテーマについて論じる。そして、投資の自由を論じることは、投資に関する有形・無形の制約条件を論じることでもある。

第一に、日米のETF事情を概観して、銘柄数や商品の多様性の相違を通して、投資商品の選択の自由度について考える。

第二のテーマはパターンリズムであり、特に確定拠出型年金において、従業員への投資教育の限界からリバタリアン・パターンリズムが対策として提言されているが、その問題点について検討する。

第三に、日本においてリスク資産の保有比率が低い点に関して、実物資産、人的資本、負債側を含めて簡潔に論じ、それらの背後にある制約要因を探る。その結果として、個人のリスク資産選好の集合体としての社会全体のリスク許容度の持つ意味と影響を検討する。

以上を通して、日本の投資の自由と制約の背景と社会への影響について考えたい。

2—投資商品へのアクセスの自由度

1 | 米国のETF事情

銀行や証券会社に行けば、様々な金融商品を勧めてくれる。また、確定拠出型年金に加入しているのであれば、多様な資産クラスの商品や複数の資産クラスにバランスよく投資する商品を含んだ運用メニューが用意されていることだろう。こうしてみると、既に充分多様化された商品の中から自由に選択しているように見える。

だが、一度海外市場に眼を向けてみると、別の風景が見えてくる。たとえば、米国ではAMEX（アメリカン証券取引所）を中心に800本以上のETFが上場されている。ETFとはExchange-Traded Fundの略で、証券取引所で売買される上場投資信託のことである。日本でも、東京証券取引所や大阪証券取引所でTOPIXや日経平均に連動する株価指数連動型のETFが活発に取引されていることをご存知の方も多いだろう。

米国では膨大な数のETFが上場されているだけに、日本にないタイプも多い。一例を紹介すると、戦略型ETFと呼ばれる特定の投資戦略に基づく銘柄群でインデックスを構成し、それにトラックする運用を目指すETFがある。たとえば、グロース（成長）ファクターやバリュー（割安）ファクターで銘柄選定して作ったインデックスにトラックさせるETFやセクターモメンタム戦略に基づくETF等が存在する。これらが果たしてパッシブ運用と言えるのかと、当初は米国でも議論があったようだが、複数の運用会社が色々なアイデアを競って商品開発を行っている。

また、日本でもブル・ベア投信としておなじみの株式にレバレッジをかけたり、ヘッジしたりする目的で使える投信も、米国ではETFとして売買できる。また、デリバティブ型としてカ

バード・コール型ETFがある。オプションを使った投資戦略であるカバード・コール（原資産を保有すると同時に、コール・オプションを売り建て、オプション・プレミアムを得ることによって収益の増加を狙う戦略）もETFを購入するだけで実現できる。

他にも変り種のETFを紹介すると、ライフサイクル型ETFがある。これはリタイアする年に向けて資産配分（内外株式・債券）が変更されていくものだ。日本でも投資信託として提供されているが、米国ではETFとして売買されている。

また、比較的新しい商品として、ヘッジファンド指数を複製するETFがある。これは先物を使ってヘッジファンド指数に連動するようにポジションを調整して運用していく商品で、低コストで平均的ヘッジファンドのリターンを享受しようとするものである。資産運用会社が商品化して顧客にマーケティングし始めたのはそれほど古い話ではないが、ほどなくETFとしても商品化された。米国市場のバイタリティをうかがわせる話である。

2 | 日本のETF事情

日本に眼を向ければ、2009年12月末時点で、東証では70銘柄、大証では13銘柄のETFが上場されているが、米国にはまだ遠く及ばない。また、その種類も国内の株価指数や業種別指数連動型が中心で、それ以外では海外の株価指数、REIT指数、外国債券指数、コモディティ関連、為替などが散見されるに留まっている。しかも、活発に売買されているのは、TOPIXや日経平均などの株価指数を対象としたETFで、業種別指数では銀行業が売買の中心で他のセクターの商いは薄い。また、米国市場では、日本で売買されているカテゴリーの中でも商品の種類が多く、売買高も分厚い。最近では日本

の証券会社でも、海外ETFを取り扱うところが増えてきているが、まだ一部の銘柄に留まっている。

ETF投資のメリットは、売買が場中でも自由であることに加えて低コストであることだ。特にコスト差は外国株投資で顕著である。日本の投資家にとって外国株インデックスとして標準的な指数は、MSCI・コクサイインデックスであろう。これはMorgan Stanley Capital International Inc.（モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル・インク）が開発した株価指数で、日本を除く先進国22市場（北米・欧州・アジア・オセアニア）の株式で構成されているものだ。このMSCI・コクサイを対象とするインデックス・ファンドの通常の投資信託の信託報酬は、運用会社にもよるが0.8%～1%程度である。ところがETFであれば0.25%だ。最近、注目されているエマージング・マーケット（新興国市場）関連商品では、さらにコスト差が大きい。通常の投資信託では、信託報酬が2%以上のものが少なくない中で、ETF（MSCIエマージング・マーケット・インデックス）では0.74%である。投資信託の販売手数料は3%以上の商品も多いので、実際にはもっとコスト差があるはずだ。なお、2010年2月にはMSCIエマージング・マーケット・インデックスを対象にしたETFが東証にも上場される。この商品の場合、信託報酬は年0.2625%と低廉な水準である。

たしかに日本株式に投資するのであればTOPIXや日経平均のETFが活発に売買されているので支障はないが、その他の資産、特に海外株式に投資する場合、日本では選択肢が限られるのが現状である。特に新興国市場を対象にした株式投信の場合、アクティブ運用の商品が多く信託報酬も高い傾向がある。たしかに新興国市場の方が先進国市場よりも情報の効率性が

低く、超過収益率を得やすいという議論もあるかもしれないが、国全体の成長性に投資したいのであればパッシブ運用で十分だ。したがって、海外株式市場でコストが低いパッシブ運用のETFの選択肢が少ないのは、日本経済の潜在成長率低下が懸念されている現在、十分な選択の自由が与えられているとは言えないだろう。

誤解のないように申し添えておけば、金融商品の多寡が問題なのではない。似たような商品がたくさんあっても、選択コストが増加するので、消費者の効用や利便性が高まるとは限らない。問題なのは、金融商品の幅の広さや新しい資産・戦略・アイデア等へのアクセスが限定されていることなのである。

3—投資におけるパターナリズムについて

1 | パターナリズム

パターナリズムとは、「家父長的温情主義」とでも言うべきもので、立場の強い者が立場の弱い者の利益になるように本人の意思に反して行動に介入することである。投資においては、一般投資家の投資知識が不十分であるがゆえに、リスクを負ったり得べかりし利益を逃したりすることを防ぐために、国家・企業等の組織・専門家等が介入することになる。

たとえば、公的年金制度も所得再分配機能を別にすれば、パターナリズムの一つであろう。本来、自分の老後の生活設計は自分で決めればよく、希望する老後の生活水準に合わせて、将来に備えて貯蓄・投資すればよいだけのことである。宵越しの銭は持たない主義の人が困窮することがあっても、本来、それは自己責任のはずだ。しかし、実際にはそうもいかないのが、国家が制度的に介入することになる。

金融商品の販売に関する消費者保護も、一般投資家が過大なリスクを負ったり、理解不十分

なまま商品を購入させられたりする事態を防ぐため、国家が販売業者に対して規制を加えるのだ。この場合、受益者は一般投資家だが、規制対象は業者となる。

2 | リバタリアン・パターナリズム

最近、問題となっているのは、確定拠出型年金に対するパターナリズムである。もちろん、制度を導入した企業による従業員教育が重要なのは言うまでもないが、それでも必ずしも合理的な選択がなされるわけではないので、制度に手を加えて加入者に有利な選択がなされるような方策を取ることが提言されている^(注1)。具体的に言うと、自分の判断で退出できる選択肢を与えるが、制度設計者が望ましいと考える選択肢をまずデフォルトとして与えるのだ。他の選択肢も選べるので、個人の自由を侵害することにならずに、パターナリスティックな政策を実現できるところが味噌である。これをリバタリアン・パターナリズムと言ひ、サンスティーンとセイラーによって提唱された^(注2)。この背景にあるのは、行動経済学である。デフォルトが設定されていると、他の選択肢を選べてもわざわざ変更する人は少数派だという人間の行動特性に基づいている。

だが、リバタリアン・パターナリズム的手法の採用には異論も多い^(注3)。そもそも、このような手段が有効であるためには、用意されたデフォルトを多くの人がそのまま利用しなければならない。もしそうならなければ、そうなるようにより強固な選択手法が採用されていくことだろう。それでも自由を侵害していないと言えるのだろうか。また、リバタリアン・パターナリズムそのものを是としても、パターナリスティックな手法の投資への適用についてはさらに議論が必要であろう。

第一に、パターナリズムが結果として有効に

機能するかどうかが問題となる。他の分野では科学的あるいは統計的に有益だとされる選択についてパターナリスティックな手段が講じられる。たとえば、シートベルトの着用やドラッグの禁止等である。これらは事故の統計や、医学的根拠に基づいている。しかし、将来については誰も確実なことが言えない投資の世界は、何が正しいのか、何が賢明なのかを判断すること自体がむずかしいのである。1990年以降、日本の株式市場は1989年12月に付けた高値を一度も更新することもなく長期低迷を続けている。しかし、その間、株式に長期投資せよと言い続けてきた専門家も少なくない。また、現在の確定拠出型年金においても、問題視されているのはリスク資産への投資が少ないことである。だが、この20年間の投資成果を見れば、専門家よりも預貯金を選んだ素人の方が投資判断としては正しかったことになる。リバタリアン・パターナリズムは、素人よりも専門家の方が賢く、正しい判断が出来ることが前提である。だが、投資の分野では、この前提が疑わしいのだ。もちろん、このような結果論は別として、その時点でわかっている情報に基づいた合理的な判断を重んじるべきだという議論も成り立つだろう。しかし、その合理的判断も米国直輸入の投資理論をそのまま適用した結果に過ぎないことが多い。世界中から有能な人材を受け入れて人口も増加し、イノベーションによるダイナミズムがある米国経済にあてはまるのが、日本にそのまま適用できる保証はない。

第二に、パターナリズムが許容されるのは、少なくとも受益者の利益を最優先に考えているからである。だが、過去の日本の年金運用を顧みると、1990年以降の株価下落局面で公的資金による株式の買い支えが行われ、P K O (Price Keeping Operation) と揶揄されてきたことを忘れてはならない。その意図や事実関係は明らかでないが、

パターナリスティックな政策は、形を変えた株価対策になりかねない危険をはらんでいることを忘れるべきでない。年金資金は株価対策の原資ではないし、日本企業を応援するための資金でもない。あくまで年金受給者の利益のために投資されるべきものである。

また、投資分野を離れても、日本におけるリバタリアン・パターナリズムの拡大には注意が必要だ。行動経済学の研究成果によれば、リバタリアン・パターナリズムは人間の行動に相当程度影響を及ぼす。だが、個人の自由は確保されているという建前があるがゆえに、制度設計者の責任が問われることはない。権力の実質的行使と責任の所在の曖昧さ・匿名性は、狭義あるいは広義・比喩的意味においても官僚制と相性が良い。したがって、日本の体質では、今後、電子化が進むにつれて、リバタリアン・パターナリズムが日常生活に浸透・蔓延する可能性がある。それが誰にとっても結果的に賢明な選択になるという保証もない上に、結果に対する責任追及もできないのだ。わずかばかりの手間を惜しんだために大きな代償を払わなければならなくなるかもしれない。そして、それは「わずかばかりの手間」の問題ではなく、実質的自由の問題なのかもしれないのだ。

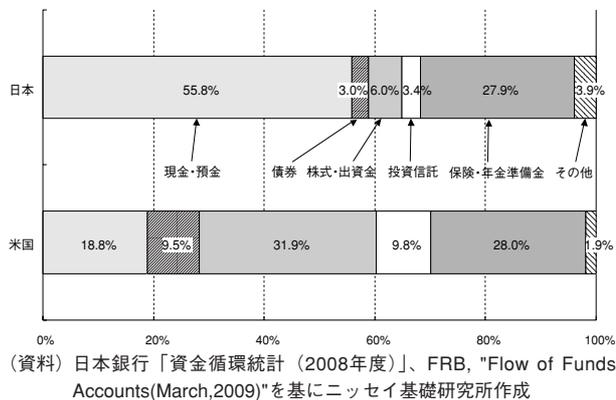
4—社会的制約による投資への制限について

1 | なぜリスク資産の保有比率が低いのか

日本では金融資産が預貯金に偏り、リスク資産保有が少ないとかねてより指摘されてきた。ここでは、その要因について社会的な制約が金融資産の選好に及ぼす影響について検討したい。

たしかに、米国と比較すると、日本における個人金融資産は預貯金が多く、株式や投資信託等のリスク資産の占める比率が小さい(図表1参照)。

【図表-1】日米の貯蓄の種類別貯蓄構成比率



だが、このことを以って日本のリスク回避度が高いと結論付けることに対しては異論もある。第一にマクロ的にそうであっても、ミクロ的にはそうではない。つまり、米国の方が資産格差が大きく、一部の富裕層の株式保有高が突出して大きいので、全体の株式保有比率が高まっている面があり、普通の家庭を比べれば日米に大きな差がないという見方がある。第二は金融資産のほかに不動産のような実物資産を加えれば、日本の家計部門が所有するリスク資産は少ないとの論も有力である。

また、リスク回避度の高低の評価とは別に、日本の個人投資家が合理的な行動を取っているのか否かも重要な論点である。不合理な判断・行動ゆえにそうなっているのか、所与の条件の下での合理的な行動の結果なのかを確認する必要がある。

そこで、まず、貯蓄構成の中身(特に株式保有)をより詳細に見てみる。次いで、実物資産、人的資本の影響や、さらには擬似的負債の影響についても検討する。

2 | 日米の株式保有比率

2007年のFRB, Survey of Consumer Financesによれば、純資産の上位10%の世帯の株式保有高の中位値(株式を保有する世帯のみ、保有世帯率は52.3%)は125,000ドルであるのに対し、株

式を保有する全世帯の平均保有高は221,100ドルに上る。この数字は、米国ではほんのわずかな世帯が平均株式保有高を引き上げているとの見方を裏付けるものである。

しかしそれとは別に、米国の方が日本よりも株式投資が根付いているとするデータもある。図表-2に、米国における直接・間接を問わず株式を保有する世帯に関する統計を示す。

【図表-2】直接・間接株式保有世帯

所得累積比率 (%)	保有世帯比率 (%)	保有世帯の保有高中位値 (千ドル)	金融資産に対する株式比率 (%)
Less than 20	13.6	6.5	39.0
20-39.9	34.0	8.8	34.3
40-59.9	49.5	17.7	38.3
60-79.9	70.5	34.1	52.5
80-89.9	84.4	62.0	49.3
90-100	91.0	219.0	57.6

(資料) FRB, Survey of Consumer Finances(2007)よりニッセイ基礎研究所作成

所得階層別にデータが整理されているが、所得水準が上昇するに連れて株式保有比率、株式保有高も増加することが見て取れる。だが、金融資産に対する株式比率は、所得水準が低い層でも日本より高くなっている点にも注目すべきであろう。これは確定拠出型年金の普及度の違いに加え、長期に亘って株式の上昇相場を経験したことも理由に挙げられよう。ただし、データはリーマン・ショック以前の時点である点に注意を払う必要がある。

また、もう一つ注目点を挙げれば、図表-1の株式・出資金の内訳で、日本では株式が63.9%を占めるのに対し、米国では出資金の方が57.8%と多いのである。これも社会全体のリスク選好の指標として看過できない。

3 | 実物資産の影響

家計において、金融資産だけに焦点を当てて

リスク選好を論じるのは適切とは言えない。実物資産である不動産も含めれば、リスク資産保有比率は日本が諸外国に比べて低いわけではないとの指摘がある^(注4)。不動産購入のため預貯金をしているのであれば、流動性・安全性を確保するため株式保有を敬遠するであろう。また、住宅ローンの残債があるのであれば、リスクを考慮すれば余裕資金はローンの繰上げ返済に回すのが投資としても有利な場合も多いだろう。この点は、住宅ローンの借り換えや繰上げ返済が容易になった現在、従来とは異なった行動が取られる可能性がある点を指摘しておきたい。これらの点を勘案して、株式や株式投信等への配分を増やすには、住宅保有の負担を軽減する必要があり、また、実際に政策として中古住宅の品質保証やローンに対する税制の見直し、定期借家制度の拡充等が実施されてきた。

だが、なぜ持家優遇政策が長きに亘って取られてきたのかと言えば、景気対策として関連業界の圧力もあるが、持家保有による保守化を狙ったという側面も見逃せない。また、ローンを組んで住宅を購入することは、借金でレバレッジをかけて不動産に投資することに他ならない。このようなリスクな選好がなされたのは、バブル崩壊前であれば不動産価格が右肩上がりだったことで説明できようが、バブル崩壊後は投資収益よりも住宅としての便益を求めたと言わざるを得ない。つまり、日本ではファミリー・タイプの借家が不足しているため、持家保有を選ばざるを得なかったのである。これは借地・借家人に対する過度の保護と、土地保有コストの低さ、相続時の有利さが土地の有効活用を阻んだという面が否定できない。

要するに、国民の保守化を狙いながらも、過度にリベラルな政策を採り入れ妥協を図りつつ、支持母体の既得権を維持するという奇妙な政策の結果である。したがって、追加的弥縫策を取

ったところで根本的解決策にならないだろう。

4 | 人的資本、教育費の影響

さらに、リスク資産への選好を考える上で、金融資産と実物資産の他にも、人的資本や将来のキャッシュフローの流出等も考慮に入れるべきだとの考え方も成り立つ。

人的資本に眼を向ければ、ライフサイクル理論によると若い世代は人的資本が多いため株式投資を増やせることになる。しかし、話はそんなに単純ではない。株式や株式投信等のリスク資産に投資するにはそれなりの知識が必要だ。つまり、株式投資をやる前に、あるいはその後も勉強が必要ということである。だが、若い世代はそもそも保有する金融資産が少ないため、それだけのコストをかけても期待収益の絶対額は小さいことになる。一方、人的資本は大きいので、それだけの時間とエネルギーがあれば、本業や仕事関連の自己啓発に励む方が見返りは大きいとの判断も合理性があると考えられる。特に日本では、ある年齢、役職になるまで、同期入社であれば待遇にあまり差をつけない人事政策が取られることがかつては多かった。そのため、自分の人的資本への投資の期待収益率を過大評価していた可能性もある。

若年層の株式投資比率が低い理由として年功賃金制を根拠とする説もある。若いうちは本来得られたはずの賃金を企業に投資していることになるので、既にリスクを取っていると考えるのである。しかし、いささか牽強付会に過ぎるように思える。賃金制度によって入社する企業を選択していたのであればそのような議論も成り立つかもしれないが、多くの企業が年功賃金制を採用していた場合、若い従業員が人的資本を企業に投資していると意識していたとは考えにくいからである。年功賃金制の影響としては、若い従業員の賃金が低いからと素直に解釈する

方がむしろ妥当であろう。

また、子どもの教育を投資とみなすのか消費とみなすのかは各人で異なるだろうが、教育費の負担も日本では無視できない。金融広報中央委員会の平成21年「家計の金融行動に関する世論調査」[二人以上世帯調査]によれば、貯蓄の保有目的は、第一位が「病気や不時の災害への備え」で69.3%、第二位が「老後の生活資金」で61.6%、第三位が「こどもの教育資金」で30.2%である。実際には子育ての終わった世帯や子どものいない世帯もあるだろうから、教育資金は貯蓄動機として強いと考えてよい。その理由として、日本の場合、教育費の公的負担が低く私的負担が高いことが挙げられる。2005年のOECDの調査によれば、教育費の公的負担比率はOECD平均で85.5%なのに対して、日本では68.6%しかなく私的負担が重くなっている。また、米国ほど教育ローンや奨学金制度が整備されていないため、教育費が親掛かりになっていることも理由として挙げられるだろう。そのため、子育て期間中は塾等の費用がキャッシュアウトするのみならず、高校・大学への進学費用への備えとして貯蓄に回ることになる。流動性や安全性を考慮すれば、リスク資産への投資に向けられる状況ではない。リスク資産への投資を増やすためには、公教育を立て直したり、奨学金制度をさらに拡充したりして、教育費負担を軽減する必要があるだろう。

5 | 将来のキャッシュフローの影響

日米の株式保有比率の差の原因として、米国の富裕層の株式保有高の大きさを挙げた。社会全体の資産格差の他にも、日本の状況に関してもう一つ別の解釈がある。

総務省の「家計調査年報（貯蓄・負債編）平成20年貯蓄・負債の概況」によれば、二人以上の世帯について60歳以上の世帯は全体の42.7%

だが、貯蓄の保有比率では全体の59.7%を占めている。したがって、高齢者のリスク資産選好が重要な意味を持つ。

高齢者は子育ても終わり、住宅ローンの負担がないので、経済的に余裕があると見なされがちだが、フローが小さいことも多い。将来の望ましい生活水準を想定して、年金で不足する部分は貯蓄を取り崩して消費に当てることになる。つまり、将来に想定される消費分を現在価値に割り引いた分を負債と考えて、それを控除した部分を余裕資金と認識しているのであれば、高齢者の認識ではネットの金融資産は名目よりも少ないことになる。貯蓄が多い分位には高齢者が多く含まれるが、彼らの意識ではネットの貯蓄額は名目よりも少なく、それがリスク選好低下の一因になっているのかもしれない。

5—結び— リスク・マネーの社会的意味—

本稿では、日本で投資新商品の開発・導入に必ずしも積極的でない現状や、投資家保護が過干渉になりうる可能性について指摘した。また、家計部門のリスク資産の保有に関しては、結果として少なくなっているという見方も成り立つかもしれないが、制約条件を考慮すれば必ずしも投資家が不合理な行動をしているわけではないと結論付けた。したがって、個人のリスク資産への投資を活性化するには、昨今議論されているような投資教育の普及だけでは不十分で、住宅、教育や人事システム等の制約も含めて考える必要があるだろう。

だが、これらは各個人のリスク資産への投資を増やすという観点での話である。米国にしても、普通の家庭は確定拠出型年金等を通じて株式投資に日本よりもなじんでいると言えるが、リスク選好に大差があるとは思えない。にもかかわらず、社会全体のリスク許容度に差がある

ことは、均等化された社会では全体のリスク許容度が低下する可能性を示唆している。つまり、全員が少しずつ貯蓄を持っていると大半が預貯金になってしまうが、資産格差が大きく富裕層が厚ければ株式やベンチャー投資にも資金が向かうだろうということだ。

平等な社会の成立や健全な中産階級の育成は経済成長の必要条件と見なされることが多い。だが、先進国にキャッチアップした段階で、イノベーションによる成長が重要になる。小国であれば一つの産業への集中もありうるが、一定規模の人口を持つ国では、多数の種をまいておく必要がある。そのためにはリスク・マネーの供給が不可欠であり、どのプロジェクトに水や肥料を与えるかの選別は、市場による情報・価格発見機能によるしかない。石炭と鉄鋼に傾斜配分すればすむなどという牧歌的時代は半世紀前に終わっている。すべてのアイデアや可能性を政府がコントロールできるはずがない。

個人の株式保有比率が低い理由としてリスク回避的な国民性を挙げる説もかつてはあったが、現在ではそこまで単純ではないと思う人が大勢だろう。だが、リスク選好の問題というよりも、平等を求める国民性が背後にあるという解釈ならば、あながち的外れでもないのかもしれない。

(注1) 浦田 (「確定拠出年金にかかわる制度・運営上の問題」証券アナリストジャーナル、2009年9月) は、加入者が自己の資産の運用をコントロールできる物理的状況にあり、運用先判断をするのに十分な知識・情報を与えられているとしても、加入者は必ずしも合理的行動をとるとは限らないのであるから、事業主は常に加入者の庇護者として、いろいろと手を差し伸べる立場にあり、パターナリズムこそが確定拠出年金における事業主の受託者責任の本質であるとしている。そして、投資アドバイスやバランス型商品のデフォルトファンド設定は、庇護者としての事業主が受託者責任を全うするための行為として積極的に是認できるだろうと述べている。

(注2) 両者は、下記論文、Sunstein and Thaler, 2003, 'Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron', The University of Chicago Law Review, Vol. 70, 1159-1202 のほかにも、一般向けの啓蒙書として、'Nudge: Improving Decision About Health, Wealth, and Happiness', 2008, Yale University Press を出版している。ちなみに、'nudge'とは注意を引くため肘でそっと突付くことである。

(注3) Rizzo, Mario J. and Whitman, Douglas G., 2008, 'Little Brother Is Watching You: New Paternalism on the Slippery Slopes', Working paper, New York University School of Law

(注4) 石川達哉、矢島康次、「家計の資産選択におけるリスクテイク」(2001、ニッセイ基礎研究所経済調査レポート No.201-03)