

株式投資教育の必要性

The necessity of stock market teaching

山 澤 成 康

要 旨

日本の株式市場における個人投資家の比率は低い。株式市場が正常に機能するためには個人投資家が株式市場に参入し、株主として企業をチェックする体制が必要である。個人投資家の株式投資が少ない一つの理由は知識不足にある。中等教育での金融・経済教育の強化とともに、大学教育においても株式投資教育を重視する必要がある。株式投資教育にもさまざまな方法が考えられるが、実際に株を運用してみることは、現実の経済を実感できるというメリットがある。

はじめに

株式市場の本来の役割とは、証券市場を通じた効率的な資源配分である。各企業の株価が企業の将来を含めた企業価値を反映するように形成され、個人を中心とした多数の株主が企業をチェックする体制が整うことが望ましい。日本の株式市場は、本来あるべき姿で機能していない部分があった。それは日本的経営から派生するさまざまな制度上の問題が原因だと考えられるが、それらをめぐる環境は変化している。個人株主の増加も株価が正常に形成されるために必要な対策の一つであり、その対策の一つとして株式投資への教育が重要なことを述べる。さらに株式投資教育を実践するにあたって留意することを考察する。

1. 少ない個人の株式保有

まず、日米の家計の資産構成の違いを見てみよう。2004年3月時点での資産構成を見ると、日本は現金・預金が約半数を占めており、債券、投資信託、株式といった証券投資への比率が小さいことがわかる。株式・出資金については、米国が33.1%を占めるのに対し、日本では8.2%に過ぎない。

また、株式市場への投資主体別に時系列の動きをみると、個人の保有金額の比率が最も高かつ

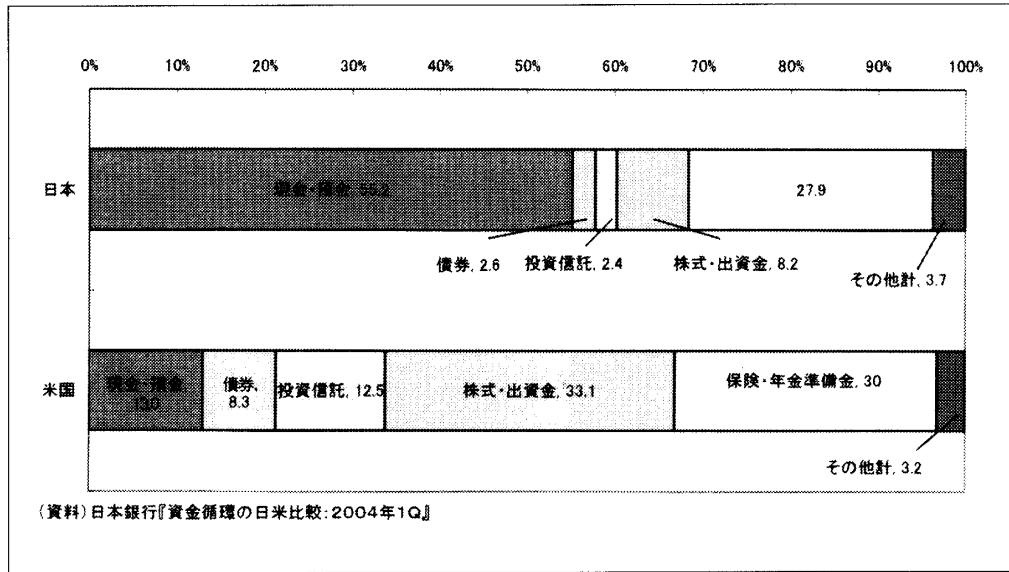


図1 家計の資産構成 (2004年3月末)

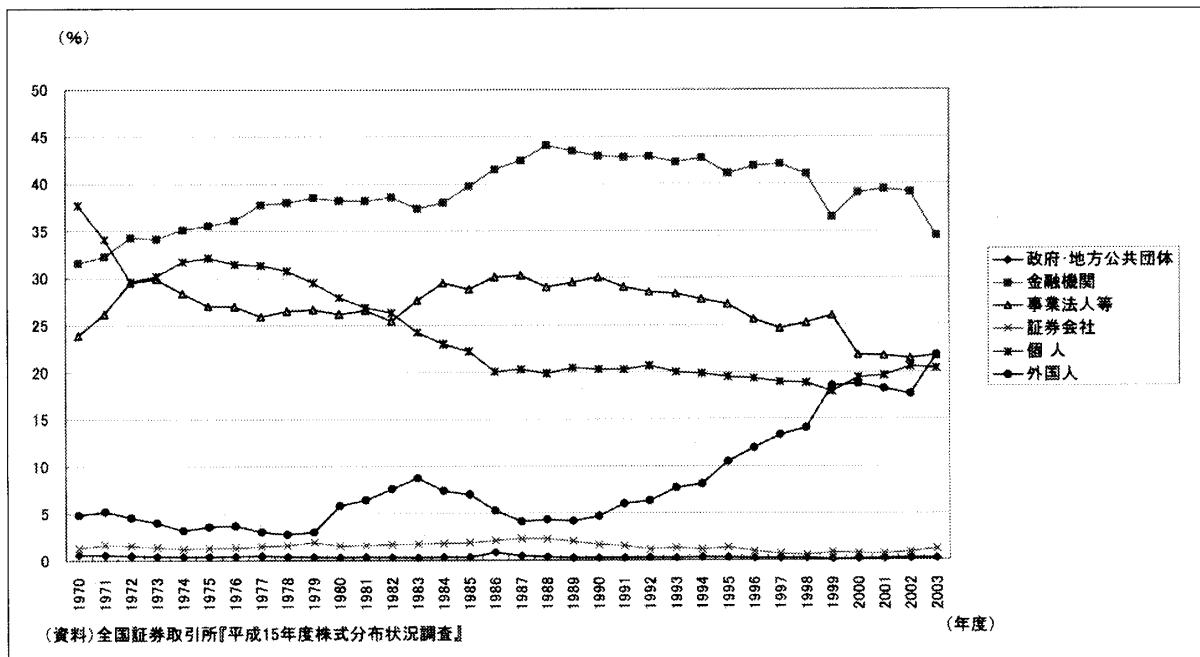


図2 投資部門別株式保有金額

たのは1970年代であり、90年代に入ってからには低下気味に推移している。バブルの時期に個人投資家の保有金額自体は増加したが、他の主体に比べて大きく比率を高めたわけではなかった。90年代に入ってからには外国人投資家の保有比率が上昇し、事業法人の保有比率が低下している。個人の投資家の株式への保有意欲は小さいといえる。

2. 国民性の違いか？

マクロ経済学の枠組みでは、家計は期待収益率とリスクによって資産選択を行うと考える。株

式の特性が日米市場で変わらないとすれば、資産保有者の危険回避度が安全資産と危険資産との比率の差に表れる。この理論からすると、日本の家計は危険回避度が高いため預金をより多く保有し、米国の家計は危険回避度が低いため株式などの証券に多くを投資することになる。いわば国民性の違いに、株式市場への姿勢の違いを求める考え方だ。

しかし、日本人の危険回避度がほかの国に比べて高いという根拠は乏しい。また、戦後一貫して個人の株式保有比率が低下してきたことを考えれば、危険回避度などの投資家の嗜好に原因を見出すのは難しそうだ。

米澤ほか(1999)では、家計の株式保有比率の低水準の原因を経済制度的な要因に求めている。年功序列賃金制度のもとで、若年期の低賃金が結果として企業に対し強制的な出資(見えざる出資)を強制し、主体的な株式投資を抑制していると考えている。確かに年功序列賃金に限らず、戦後形作られた「日本的経営」のなかに原因がある可能性は高い。

3. 「日本的経営」が個人株主育成を阻害

家計が株式市場に参入しなかった経済制度的なほかの要因として、「日本的経営」の一形態としての企業の株式持合いを考えてみよう。戦後の日本企業は企業買収などに備えて株式の持ち合いを行っていた。系列企業やメインバンクに株を保有してもらうことで、自己の株式の安定化を図っていた。敵対的買収を防ぐため、多くの株は流通させずに企業間で持ち合っていたわけである。

この制度では個人投資家の株主のチェック機能はあまり働かず、個人投資家へのリターンを増やすというインセンティブは乏しい。自らの企業に友好的な「物言わぬ」株主が多く、株主が発言する場所である株主総会での個人株主の影響力は弱かった。日本の取締役は、その企業の従業員がなることが多く、取締役会自体に企業経営をチェックする機能は期待できない。株主は軽視され、企業を監視する役割を果たしたメインバンクへの対応の方が重視された。

対照的に米国企業では、友好的でない株主が多くいるため、株価の低下は経営問題に直結する。このため、株価の最大化が経営目標となった。取締役会は株主の代表として行動し、経営状態が悪ければ最高経営責任者(CEO)の責任を追及する体制が確立している。

4. 根強い証券市場への不信感

個人投資家が株式市場への参入が進まない別の理由に、株価形成の不透明さが挙げられる。株価が企業の期待収益の現在価値を表して決まっているならば、株価が上下することによる収益の多寡は自己責任と考えられるが、株価形成に不透明感があれば投資に二の足を踏むのも当然である。

これには、政府の株式市場への対応にも問題がある。93年夏の株価急落時から、財務省は株価

維持活動（P K O）を始めた。簡易保険と郵便貯金を原資として株を買上げた。こうした企業の業績を反映しない株価操作は、株価の先行きを予測不可能にする。

企業側の問題としては情報開示の不徹底さがある。端的な例は、銀行の不良債権問題である。銀行が不良債権をどのくらい持っているかは銀行の株価を決めるうえで重要な情報だが、不良債権は過小評価され続け、基準が変わるたびに不良債権額が膨らんだ。米国でもエンロンが財務の悪化を隠蔽して破たんした。

会計基準にも問題があった。日本の会計制度はグローバルスタンダードからかけ離れており、実態を表していなかった。

個人投資家が企業を評価するのに最も重視すべきは財務諸表だが、それが実態を表していないうちは、安心して投資する環境が整っていないことを意味している。

5. 投資家の知識不足も原因

個人が株式投資に向かわない理由には知識不足もある。6331世帯を対象にアンケート調査をした証券広報センターの「平成15年度証券投資に関する全国調査」によると、株式投資への関心について、「関心がある」と答えた世帯は全体の14.5%に過ぎず、85.4%が関心がないと回答した。株式投資に関心がもてない理由（複数回答）としては「投資にまわす資金がない」と回答した世帯が全体の55.9%で最も多く、「株式投資についてよくわからない」と回答した世帯は同42.3%と2位だった。さらに、「株式投資の時期ではない」「考える時間的余裕がない」「投資への見返りが少ない」という順となっている。

投資資金の少なさや、投資へのリターンの少なさなどは、株式市場の動向を見た上での判断と考えられるが、「株式投資がわからない」という理由は、広報や教育によって個人投資家を増やす余地のあることを示唆している。

6. 個人株主の増加がなぜ必要か

そもそもなぜ個人株主を増やす必要があるのだろうか。個人株主を増やす必要性は、まずコーポレートガバナンスとの関連で重要である。従来の日本の取締役会の体制は監視機能としては弱い。代表取締役は同一企業内から選出され、他の取締役の実質的な選出権を持っている場合が多い。監査役はあるが、力は弱い。これまでは、メインバンクがその企業をモニターし、経営に問題があれば融資を追加したり、役員を派遣したりすることによって企業にある程度の経営方針の修正を迫ることができた。しかし、企業の資金調達に占める銀行融資の比率が下がるとともにメインバンクの力も弱まっている。

こうした状況に対し、米国型の取締役制度を採り入れる企業が増えてきた。「委員会等設置会社」と呼ばれるものである。この制度は基本的に執行部門と監督部門を切り分ける。執行部門の

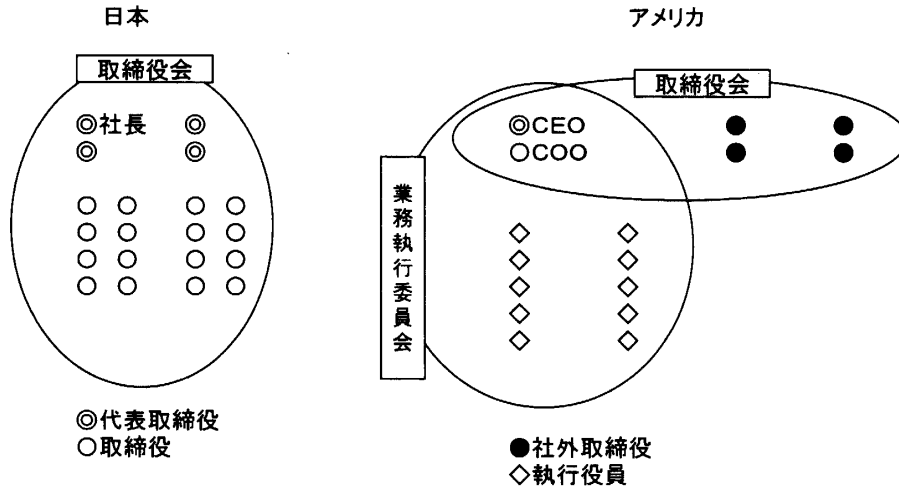


図3 日本とアメリカの経営組織の違い

長を最高経営責任者（CEO）とし、その他執行にかかわる役員を置く（業務執行委員会）。一方取締役会は、業務執行委員会を監督する役割を担い、社外取締役も多い。取締役会は、株主の代表として行動するため、業績で重視されるのは株価となる。

すべての組織が米国型に変化はしないが、企業が株主重視の姿勢は強くなっている。

株主が投下した資本でどれだけ利益を上げたを示すROE（株主資本利益率）が企業にとって重要な指標になっているのもその表れである。

「我々には株主資本利益率（ROE）など眼中にない。経営の目標にならないからだ」——98年1月14日付け日経産業新聞に載った三菱重工業会長のインタビューでの発言だ。この言葉は、米国の市場万能主義への警鐘という点で一部では評価されたが、市場には株主軽視の現われとして不評を買った。米国経営者からは嘲笑的になり（98年4月6日、日経産業新聞、24面）、その後三菱重工業は、「株主を軽視する企業」というイメージに苦しんだ。そのイメージを払しょくするため、99年11月発表の中期経営計画からはROEの見通しも発表するようになった。

企業のチェックを株主がする必要があるが、その株主はこれまでのような系列企業やメインバンクではなく、裾野の広い個人投資家である方が望ましい。

7. 変わる環境

個人投資を増やすためのさまざまな制度改革が行われている。

一つは株式の売買単位の引き下げである。従来は株式の売買単位が高く、小口の投資ができにくい状況にあった。しかし、企業が個人投資家を重視するにつれ、売買単位の小口化が進んでいる。証券会社でも売買単位の10分の1の金額で投資できる「ミニ株」を扱う会社も増えている。売買手数料の引き下げも進んでいる。小口化の進展とともに、インターネット証券を中心に売買手数料の引き下げが進んでいる。

年金制度では、確定拠出年金が始まったことが個人株主を増やすきっかけとなる。これは、年金保険者が独自の判断で株式を運用するもので、アドバイザーがついてはいるが、個人が証券投資の知識を持つ必要が出てきたことを示している。

8. 起業促進への環境整備

日本はベンチャー企業の育成が困難だといわれてきた。その理由の一つに投資資金の不足が挙げられる。米国では、企業家がリタイアした後、資金を新たなベンチャー企業に投資するという「エンジェル」制度があり、もともと資本を持たないものでも、比較的容易に資金が調達できる。証券取引所の規制緩和をきっかけとして、新興企業を扱う証券市場へ資本が流入することは望ましい動きである。

9. 株式投資教育の必要性

日本経済研究センター（2003）では、株式市場のさまざまな問題点を指摘し、株式市場が効率的に機能するための工程表を作成した。

この中の一項目に、教育を挙げている。証券投資に関する教育を行うことで、個人株式の浸透を図ることができる。米国の3大ネットワークであるABCの報道によると、全米の高校で4校に1校が金融問題を正課にとりいれている（日本経済研究センター（2003）p.49）。エンロン問題が起きたときに、オニール財務長官やグリーンズパン連邦準備理事会議長が「金融、株式についての教育をもっと強化しなければならない」と述べている（同上）。

また、内閣府が2004年5月に実施した「証券投資に関する世論調査」では、66.0%が学校教育で金融・証券に関する基本的な知識を教えることが必要だと回答している（内訳は「必要」21.3%、「ある程度必要」44.7%）。

家計の資産選択のメニューを考えると、株式市場が唯一の選択肢ではない。安全資産としては、現金、預金、債券があり、危険資産としては株式のほか、投資信託、保険や年金準備金もある。株式への教育が重要なのは、ほかの金融商品と違ってさまざまな予備知識が必要なためである。預金を銀行に預けるには金利が高いか低いかわかるという知識は必要だが、預けてしまえばあとは何もする必要はない。しかし、株式投資には銘柄を選ぶ作業や、株価の動きを見守る必要がある。金融・証券投資に関する知識としては株式の知識がまず重要となろう。

10. 証券投資教育の現状

経済学部の授業でも経営学部の授業でも、理念的な話は教えても、実務に近い話題はあまり出てこない。財政学の授業で理念的な話は学べるが、確定申告のやり方はわからないまま卒業する。社会保障論では、年金制度のあるべき姿を学ぶが、実際に年金保険料をいくら払っているのかを

計算する方法については学ばないことが多い。本学をはじめとして、こうした姿勢は変わりつつあるが、理論とともに実践を伴うほうが教育効果も上がるのではないかと考えられる。証券投資教育は、大学の学部の教育として行っているところは少ない。正規の授業というよりは、有志のクラブ活動として行っている場合が多い。

金融庁が2004年6月から8月にかけて実施した「初等中等教育段階における金融経済教育にかんするアンケート」によると、金融経済教育に特色ある授業実践例を持っているかとの問いに、小中高とも「持っていない」という回答が9割以上だった。他方、「持っている」と答えた高等学校の回答は、「日経ストックリーグ（後述）に参加」「為替相場についてインターネットを活用し、リアルタイムでの相場変動について学習」「証券会社見学」などだった。

金融庁金融研究研修センター主催の「金融経済教育を考えるシンポジウム」で、新井明都立国立高等学校教諭は、「政治経済の教科書は全体でも200ページという薄さで、金融について触れているのは4ページ程度しかない」と述べ、米国のハイスクール用テキスト「Economics」と比べて大きな差がある、と述べている。

大学での株式投資教育の実践例として代表的なものは、投資クラブだ。各大学のサークル活動として、株式を購入して運用している。会社訪問を行っているところもある。2004年7月13日の日本経済新聞では、東京大学の学生7人で作った投資クラブ「Agents（エイジェンツ）」や、武蔵大学経済学部の丸淳子ゼミでの100万円の投資、中央大学商学部での証券投資論を学ぶ学生グループ、慶応大学の投資クラブSYNCを紹介している。

企業が教育にかかわっているものとしては、日経ストックリーグがある。日本経済新聞社や野村証券が中心となって運営しているもので、ゼミナール単位で論文を募集する形式をとっている。これは、株価の銘柄を選ぶプロセスを論文にするもので、運用成績よりは、選択するものの見方を養うものである。また、東京証券取引所が中心となって、株式学習ゲームを提供している。

11. 株式投資教育のメリット

株式投資教育の方法としては、基本的な知識な普及をするだけでなく、仮想的でも現実の資金を持ってでもよいから、投資のシミュレーションをするのが有益だと考える。

理由の一つ目は経済全体の知識をつけることができることである。株式市場の動向を追うことは経済全体の知識を吸収する場にもなる。

二つ目は企業を見る目を養うことができることである。就職活動とは企業を選ぶことにほかならないが、財務諸表や企業情報を読み解くことによって、企業を見る目を養うことができる。また、株価は企業に関するさまざまな情報を集約して動くため、どのような情報が企業にとって重要なかが株価を追うことによってしることができる。

三つ目は、実際に株価を買うことによって、さまざまな体験ができる。値上がりや値下がり

よる損得を時間できるほか、株主優待を受けたり、株主総会に出席することもできる。手数料や税金の手続きなど、実務的な作業も必要となり、これらの知識を身につけることができる。

12. おわりに

最後に、実際に株式を運用する際の留意点を述べる。株式投資の普及が望ましいと考えるのは、株主として企業を見る目を養い、有望な企業に対してお金を託すことが、企業活動や日本経済にとって望ましいからである。短期的な投資では企業ごとに大きな振れがあることがわかっており、確実なリターンを得るには、長期的に投資することが望ましい。

一方で、大学の講義は半年単位か、長くても1年単位である。実際に株式投資をする際には長期的に保有する株を選ぶことが本来望ましい。しかし、日本経済が動くことによって株価が変動するというダイナミズムを感じる上では教育効果が薄い。

「企業の業績が良い」という理由で株式銘柄を選ぶと、すでに値上がりしている株を選ぶことにもなりかねない。そこで、株式の値動きを見ることも重要になる。株の取引をゲーム感覚でやるには値動きをみて上がったたり下がったりすることに注目することも重要だが、本来の「会社のパフォーマンスから銘柄を選ぶ」という本質を忘れないようする必要がある。

参考文献

- 金融庁「金融経済教育を考えるシンポジウム」(2004) (ホームページにシンポジウムの内容あり)
- 金融庁「初等中等教育段階における金融経済教育に関するアンケート」(2004)
- 東京大学株式投資クラブ Agents『東大生が書いたやさしい株の教科書』インデックス・コミュニケーションズ(2004)
- 土志田征一・田村秀男・日本経済研究センター編『検証 株主資本主義』日経BP社(2002)
- 内閣府「証券投資に関する世論調査」(2002)
- 日本銀行調査統計局『資金循環の日米比較：2004年1Q』日本銀行ホームページ(2004)
- 西川俊作編『経済学とファイナンス』東洋経済新報社(1995)
- バートン・マルキール『ウォール街のランダム・ウォーカー』日本経済新聞社(1999)
- 米澤康博・松浦克己・竹澤康予「年功序列賃金制度と株式需要—何故、我が国家計の株式需要は少ないのか—」『現代ファイナンス』No.6 1999年9月(1999)