

# 最近のネット取引ブームについて

伊豆 久

はじめに

個人投資家の株式売買が拡大を続けている。委託売買代金に占めるシェアで、昨年はずいに五割を越えた。そしてその八割以上をインターネット経由の取引が占めている。<sup>(1)</sup> 足元の動きを見ても、先月の「ライブドア・ショック」は、多くの投資家に被害を与えたはずであるが、強制捜査のあった一六日に始まる一週間の買越額は一八年ぶりとなる五〇〇億円超を記録、市場関係者を驚かせた。

こうした数字だけを見ると、官民挙げて推し進められてきた「貯蓄から投資へ」という試みは大きな成果をあげたと言えそうであるが、その一方で、デイトレーダーに象徴される最近の株式ブームには注意を要する点も少なくないように思われる。投資教育という観点からも、またリテール証券営業から見ても、個人投資家の売買高が増加したことをもってすべてよしとするわけにはいかないはずである。個人投資家に伝えるべきは何なのか、基本に立ち返って考えてみたい。

## 1 個人投資家の目標収益率

まず、個人投資家は何をベンチマークに投資しているのだろうか。平たく言えば、どの程度の利益を目標に投資しているのだろうか。

街の書店には「一〇〇万円を一億円に」といったタイトルの書籍が多数並んでいるが、投資家のブログやマスコミの報道などを見ると、半ば本気でそうした目標を抱いている人も多いようである。

そこまででなくても、ほとんどの個人投資家は、収益目標などといった考え方はせず、とにかく儲ければ儲かるほどよい、と思っているのではないだろうか。リスクを負って投資する以上それは当然のことかもしれない。また、投資額が一〇〇倍になることは絶対にありえないのか、と尋ねられれば、可能性がゼロなわけではないと答えるほかない。

しかし当然のことながら、高いリターンの追求は大きなリスク負担を意味する。極度に大きなリスクを取り続ければ、たとえ一時的に利益を出すことができて、結局は多くを失う可能性が高い。個人投資家も、もちろんこのことは理解しているが、その理解が一般論にとどまり、具体的にどの程度のリターン $\parallel$ リスクの組み合わせが現実的なのかという検討が著しく不足しているのではないだろうか。マスコミなどを含めた広い意味での投資教育によって、 $\langle$ 株式投資 $\parallel$ リスク $\rangle$ が強調されるあまり、そこから反転して、 $\langle$ 株式投資 $\parallel$ 無限のリターン $\rangle$ （の可能性） $\rangle$ へと認識が飛躍しているように思われる。

では、個人投資家はどのようなベンチマークを考慮すべきだろうか。

まずは、長期国債利回りを押さえておく必要があるだろう。現在、日本の長期金利は一・五%近辺で推移しているが、これは、機関投資家が $\langle$ ノーリスクで得られる投資収益は今後一〇年間、せいぜい年率一・五%程度である $\rangle$ と判断していることを意味する。ということは、証券投資で例えば年間二%の利益をあげたとすれば現状では大成功と言ってよく、言い換えれば、（気がつかないうちに）十分に高いリスクをとっていたということでもある。

しかしこれでは、機関投資家といっても、あくまで債券投資のプロの考える利回りにすぎず株式投資のプロの考え方や実績は異なる、という意見があるかもしれない。では、株式のプロの成績はどうなのだろうか。

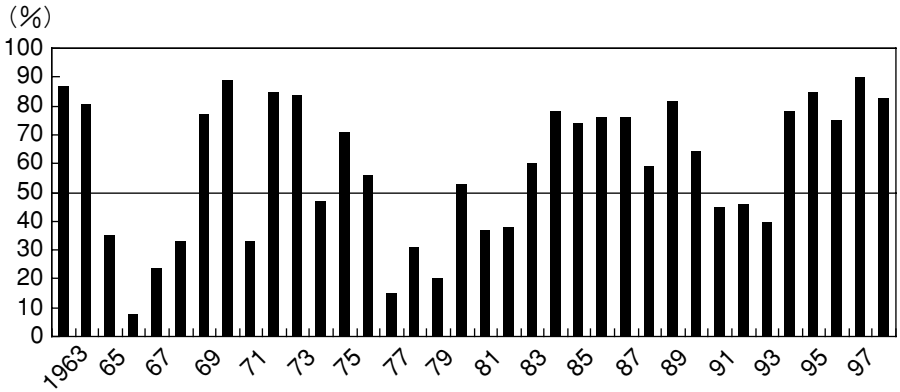
株式投資のベンチマークは、市場平均（インデックス。TOPIXや日経平均、米国であればS&P500など）である。プロが運用するのであるから、最低でもインデックスは超えるはず、と多くの人が思いがちであるが、実はそうではない。図1は、米国の株式投信全体のなかで、パフォーマンスがS&P500を下回った本数の割合を示したものであるが、特に八〇年代以降は多くの年で、過半数のファンドが平均以下となっていることがわかる。プロと言えども、インデックスに勝つのは容易でないのである。

ヘッジファンドの場合はどうだろうか。図2はヘッジファンド業界全体の平均収益率を日米株式市場のインデックスと比較したものである。これを見ると、ヘッジファンドであっても、インデックスは厚い壁であることがわかる。ITバブルが崩壊して市場平均がマイナスとなった二〇〇〇年からの三年間にもプラスを維持したの<sup>(2)</sup>はさすがであるが、それ以外の年では、市場平均並みかそれ以下である。

といっても、図2はヘッジファンド全体の平均であるから、なかにははるかに大きな収益率を上げているファンドもあるはずである。トップレベルのヘッジファンドはどれくらいのリターンをあげるのだろうか。ただ残念ながら個別のヘッジファンドの収益率が公表されることはあまりない。そこで、かなり古いものとなるが、世界でも有名なヘッジファンドであるジョージ・ソロスのファンドのパフォーマンスが公表されたことがあるのでそれを見てみよう（図3）。

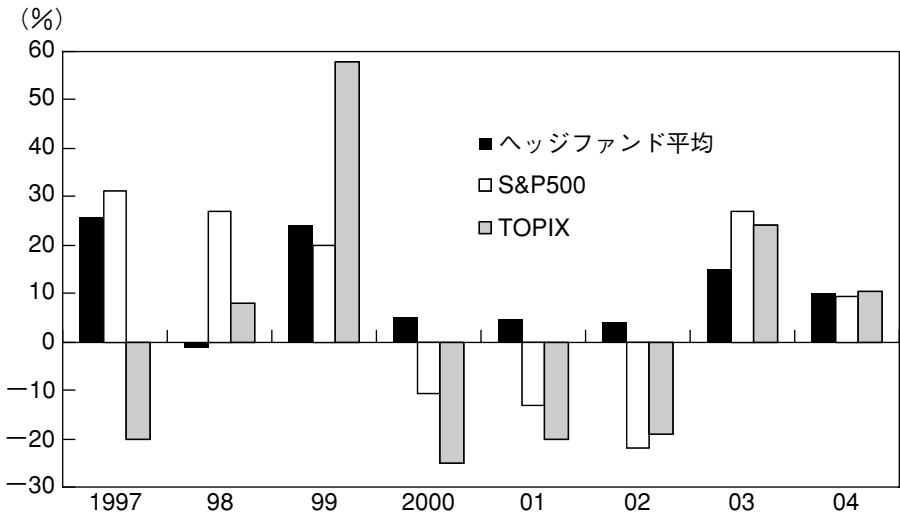
ソロスの特集を組んだこの時の『インスチチュショナル・インベスター』誌は、この収益率をもって彼に「世界最強のファンドマネージャー」の称号を与えている。一二年間にわたり単純平均で年率三九・四％という

図1 S&P500を下回った株式ファンドの割合



(出所) J.C.ボージェル (井手正介監訳) 『インデックス・ファンドの時代』 東洋経済新報社、2000年、115頁。

図2 ヘッジファンドと日米株式の収益率比較



(資料) CSFB/Tremont、Bloomberg

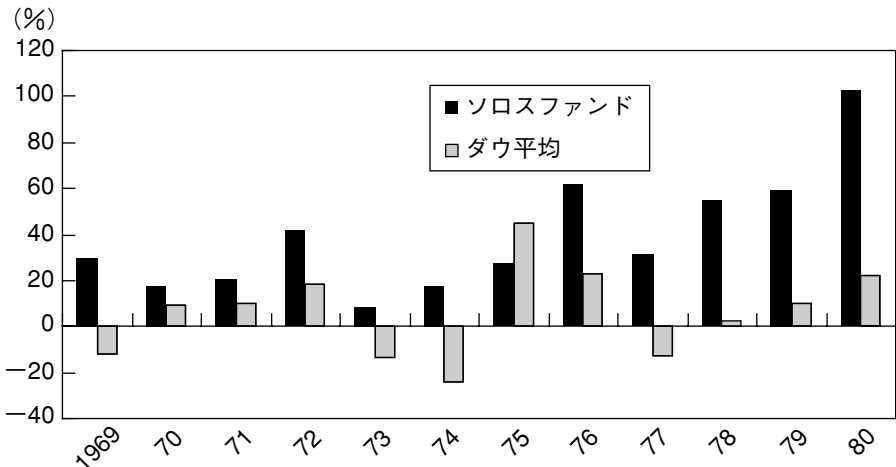
(出所) 「ヘッジファンドを巡る最近の動向」『日本銀行調査季報』2005年7月、図表14。

収益率は確かに「世界最強」の名にふさわしい数字であるが、しかし、一般にイメージされるヘッジファンド、その頂点に立つソロスの成績としてはいささか物足りないのではないだろうか。ヘッジファンドといえ、最先端の金融工学を駆使し、あるいは時にはダーティな手法も用いて、短期間で資産を数十倍にもする「妖怪」といったイメージをもっている人も多いのではないだろうか。しかし、「世界最強」をもつてしても、資産を短期間に一〇〇倍にすることなど不可能なのである。そもそも、プロはプロであるからこそ、高いリターンの追求は高いリスクを伴うことを熟知しており、そうした無理をおかすことはないのである。ヘッジファンドといえど、妖怪でもなければ神様でもない。

このようにプロのファンドマネージャーでもインデックスに勝つことは難しいのであるから、個人投資家が目標とすべきは、長期金利の一・五%をベースに、せいぜいインデックスまでという水準ではないだろうか。それ以上の収益率を上げるとは、一時的には可能でも長期的に持続させるのは極めて難しく、そうした高い目標をもつことと自体が危険なのである。<sup>(3)</sup>

となると、具体的には、インデックス運用型の投資信託の購入

図3 ソロスファンドとダウ平均の収益率比較



(出所) Anise Wallace, "The world's greatest money manager," *Institutional Investor*, June 1981, p.42..

が、個人の証券投資においてもっと重視されてよいのではないか、ということになる。それはまた、ポートフォリオ理論の教えるところであり、年金基金等の機関投資家実践している運用方法でもある。

しかしながらこうした主張に対しては、さまざまな批判がありえるだろう。

個人投資家からは「一日にわずかしか値動きしない（インデックス型の）投資信託など、面白くもなんともない。株式投資の魅力を理解しない主張だ」あるいは「インデックスが下がる時にはどうするのか」といった反論が、また、証券会社からは「個人向け株式営業を否定するもの」との批判があるかもしれない。さらには「インデックス運用のさらなる拡大は、市場の価格発見機能の低下につながる」との懸念もあるだろう。順に考えてみよう。

## 2 〈面白い〉投資から〈退屈な〉投資へ

個人投資家にインデックス・ファンドはあまり人気がない。個人投資家は、一般的に、株式投信のなかでもパッシブ型よりもアクティブ型を好み、投信よりも個別株式の売買を好み、個別株式のなかでも大型・優良銘柄よりも中小型銘柄を好む傾向があると言われる。そのほうがハイリターンが期待できるからであろうか。投資家が高いリターンを求めるのは当然であるが、個人投資家の場合、リターンの高さよりもむしろヘリスクの高さ＝値動きの大きさそのものを求めているのではないだろうか。激しい値動きそのものが〈面白い〉からである。

自分が買った銘柄が上昇するのは、単なる経済的な利益を超えた、ある種の興奮・陶醉感をとまなう精神的な快楽なのではないか。不確実な状況下での緊張を伴う決断から、一転して、自分の思惑が正しかったことの完全な証明が与えられる開放感・征服感・至福感。もちろん、見込みが外れた場合には、強い挫折感や敗北感を味わ

うことになるが、それもまた、(本人は否定したとしても) ある種のヒリヒリするような快感となっているのではないか。

個人が投資を行う理由には、実は、経済的利益とこうした精神的な(面白さ)の二つがあり、両者は意識的に区別されないまま混在しているのではないだろうか。

しかしながら、(面白さ)の追求は、経済的な利益の追求と矛盾する。(長期的に) (儲ける) ためには、リスクを抑えることが必要であるが、それは (面白さ) を失うことと同義だからである。

株式投資を資産運用の手段として考えるのであれば、(面白さ) を断念して退屈で時間のかかる株式投資に徹することが必要なのである。資産運用の第一歩は、面白さをあきらめることから始まるのではないだろうか。少なくとも、(儲ける) ための投資と (楽しむ) ための投資を意識的に区別する必要があるのではないか。株式投資の動機を「趣味と実益を兼ねて」と説明する個人投資家が多いように思われるが、筆者には疑問である。

### 3 「投資教育」への疑問

このように考えると、投資教育として、あるいは証券投資入門として語られていることのなかには、疑問に思わざるをえない主張も見受けられる。

例えば、投資教育の第一歩として(投資は余裕資金で)ということが強調される。しかし、正しくは(投資は退職後のための資金で)ではないだろうか。投資が余裕資金に限定されざるをえないのは、個別銘柄の思惑的な売買の場合リスクが非常に高いからであろう。そのため、投資額は、サラリーマン家計でせいぜい三〇〇五〇万円程度とならざるをえない。しかも目的は(小遣い稼ぎ)であるから、短期的な利益を目指すことになりリスク

はますます高くなる。しかしリスクを抑えた長期投資であれば、退職後の生活のための資産運用として、一般家計でも一千万円超からの投資が可能かつ必要となるはずである。個人にとって意味をもつのは収益へ率ではなく収益の絶対額であり、また一年間の利益ではなく投資期間全体での収益であるから、小額の投資でハイリターンをねらうより、年率にすれば低い収益率であるものまとまった投資額で長期的に大きな利益を目指すほうがはるかに合目的である。つまり、余裕資金に限定されるべきは、経済的利益よりも心理的快楽の追求を目的とした「株式投資」（いわば株式ゲーム）であり、それは資産運用を目的とした長期投資と区別すべきであろう。

また、個人投資家に対して、へ企業の財務情報などを自分なりに分析することが必要との主張もよくなされるが、これも筆者には疑問である。マスコミの断片的な情報やネット上の書き込みなどに基づいて売買することが危険であることは言うまでもないが、といって、一般的な個人が財務諸表を検討できるようにならなければいけないのだろうか。とても現実的な想定とは思えない。仮にある程度の企業分析ができたとして、それが投資に有効だろうか。株式投資で利益を出すために必要なのは、企業分析によって単に優良

表1 〈面白い〉投資と〈退屈な〉投資

		〈面白い〉投資	〈退屈な〉投資
投資家層		株式投資が好きな個人	退職後の資産形成を考える個人
投資資金	性格	余裕資金	退職後のための貯蓄資金
	額	100万円程度まで	1千万円程度から
投資期間		1日以内～数ヶ月	10年以上
投資目的	経済的利益	小遣い稼ぎ	年金の上乗せ
	心理的利益	相場変動に伴う興奮	なし
投資対象		値動きの大きい中小型株中心	インデックス型投信中心
対面型リテール証券のビジネス	提供サービス	注文の執行・決済 「板」・手口情報の提供	ポートフォリオ理論に基づく投資教育 ファイナンシャル・プランニング (投信) ポートフォリオの入れ替え
	手数料	売買ベース	預かり資産ベース



な企業を見つけ出すことではなく、へ市場がまだ評価していない、優良な企業を見出すことである。つまり、プロのアナリストたち以上の分析力が必要なのであるが、そんなことを個人投資家に求めるべきではないのではないか。個人は、そうした作業はプロに任せてよいのであって、具体的には、銘柄の分析はアクティブな機関投資家に任せ自分はインデックス運用に徹するほうがはるかに効率的である。個別銘柄を売買する場合も、信頼できる証券会社の、アナリスト情報に基づくアドバイスがより重視されるような状況が望ましいはずである。

あるいは、長期投資の薦めに対しては、へ長期投資であれば常に儲かるのか、という反論がありえるだろう。確かに、現在は株価の上昇が続いているといってもバブル高値の半分に満たないのであるから、インデックス・ファンドを買ったとしても、それが八九年末であれば一六年たった現在も巨額の含み損を抱えている勘定となる。カリスマ・デイトレーダーと呼ばれる人たちの本やブログを見ると、共通して「損切り」の重要性が強調されているが、それは、彼ら（あるいは彼らの両親等）のそうした「塩漬け」の経験の反映かもしれない。すなわち、長期投資においても、タイミングはきわめて重要な意味をもつのであるが、そこにこそ、証券会社が専門家として投資家にアドバイスする余地があるのではないだろうか。

#### 4 対面型個人向け証券ビジネスの可能性

証券会社の営業姿勢は、バブルの崩壊・規制の強化によって、それまでの大量推奨販売や強引なノルマ営業からコンプライアンスの重視へと大きく転換した。顧客のニーズを無視した営業が非難されたのは当然としても、リテール営業が、リスクの説明に終始するというのは、顧客の立場から考えても適切とは言えないように思われる。断定的な判断の提供は絶対に許されないが、会社としての経済予測や相場見通しを伝えることは、証券会社

にとつて最も重要なサービスであり、顧客からみても非常に付加価値の高いものである。投資家の側でも、〈投資||自己責任〉の過度の強調が、証券会社からのアドバイスを不要有害な単なるセールストークと見なすことにつながっているのではないか。最終的な決定は投資家によつてなされなければならないが、それは専門家からのアドバイスを否定することではないはずである。

個人の投資がポートフォリオ理論が主張するインデックス・ファンド中心となつたとしても、先に述べたタイミングの問題、言い換えれば〈株式〉なのか〈債券〉なのかの選択という問題がどうしても残る。一般的に言えば、株価が低い時には債券は高く（つまり株式の買ひ時）、株価が高い時には債券は安い（債券の買ひ時）が、そのタイミングつまり株式（ファンド）と債券のウエイトの組み換えをアドバイスすることがリテール証券ビジネスの中心となつてよいのではないだろうか。そのためには、手数料は売買ベースから預かり資産ベースに移行し、またラップアカウントなどの一任勘定が大きなウエイトを占めることになるであろう。もちろんその時に、一人当たり預かり額が〈余裕資金〉にとどまっていたのでは採算ベースに乗りにくいであろうが、先に述べたように、〈余裕資金〉から〈退職後の資金〉へと投資資金の性格を変えることができれば、預かり額も顧客数も飛躍的に増加するはずである。

しかしながら、こうした個人投資家向けビジネスを進めるためには、質の高いファイナンシャル・プランニングやリサーチにもとづくポートフォリオの提案を行える専門的な能力・体制の構築が必要とならう。そしてその前提として、顧客から高い信頼を獲得しておかねばならないことは言うまでもない。

## 5 個人投資家と価格発見機能

現在、日本の株式市場では売買の五割を個人投資家が占め、その八割はネット取引によるのであるから、単純に考えると、株価の四割はネット取引によって決定されているということになるが、こうした株価形成のありようでいいのだろうか。

バブル期までの長期にわたって、日本の株価は、株式の持合いや政策投資とその上に乗っかる形での大手証券会社による大量推奨販売によって、ファンダメンタルズから大きくかけ離れていた。それが、バブルの崩壊、持合いの解消、証券営業の転換によって、最近ようやく、PERやROEなどによっておおよその説明がつく市場になってきたように思われる。ところがそれと並行して、年金基金に代表される機関投資家はインデックス運用の比率を年々高め<sup>(4)</sup>、個人はネット取引で個別銘柄を活発に売買するようになってきた。つまり、機関投資家はますますパッシブになり、個人投資家はますますアクティブになるという対照的な傾向が見られるのであるが、これは、プロであるはずの機関投資家がすべての銘柄を一律に買い入れて価格形成に関与しない一方で、素人の個人が個別銘柄の価格決定に大きな影響力を持ち始めたことを意味する。主客が転倒しているのではないだろうか。だからこそ、その間隙をつく形で、ヘッジファンドを中心とする外国投資家の影響力が売買シェア以上に高い状況が続いているのであるが、日本の株価形成上、また新たな問題が生じ始めていると言わざるをえない。

インデックス運用の広がりには、市場の機能を阻害する一要因である<sup>(5)</sup>が、その非難をETFへの投資など個人に対して向けるのは非現実的であり、むしろ逆である。機関投資家がリサーチ機能を活用したよりアクティブな投資のウェイトを高め、反対にそうした能力に劣る個人投資家はパッシブ運用の効率性を見直すことが、市場機能という点からも望ましいように思われる。

おわりに

今月二日に発表された内閣府の世論調査によると、「株式投資を今後も続けたい、これから始めたい」という人の割合が増加している一方で、「現在行っておらず今後も行わない」とする人が一年前と同じく七〇%近く存在している(表2)。

しかしながら、団塊の世代の退職が始まれば、巨額の退職金が証券市場に流れ込むことになるであろう。その受け皿が、ゲーム感覚のへ面白いネット取引に偏ったままでは、家計部門の資産運用という観点からも、証券仲介業のあり方からも、また市場の価格発見機能という点からも弊害が大きすぎるように思われる。証券投資の基本に立ち返ってみることも必要なのではないだろうか。

注

- (1) ネット投資家の売買傾向については、福田徹「最近におけるネット投資家の動向について―各種データに基づく分析―」『証券レビュー』第四五巻第一号、二〇〇五年参照。
- (2) 昨年(〇五年)のヘッジファンドの成績は、ヘッジファンド・リサーチ(HFR)社によれば、一月末時点で一・二三%にとどまったという。米国の株式市場がほぼ横ばいだった上、GMショックや、日本株での「小型株買い大型株売り」の失敗(夏からの銀行・鉄鋼株の上昇)などで、運用成績はかろうじてマイナスを免れた程度にすぎなかった(『日経金融新聞』〇五年二月二六日)。

表2 株式投資の現状と今後の意向

(%)

	2004年10月	2005年12月
現在行っているし、今後とも続けたい	10.7	13.3
現在行っていないが、今後行いたい	5.6	8.6
現在行っているが、今後やめたい	3.3	2.7
現在行っていないし、今後とも行う予定はない	68.8	68.5
わからない	11.7	6.9

(出所) 内閣府「金融商品・サービスに関する特別世論調査」2006年2月。

(3) では、「二〇〇万円を一億円に」したという本やブログはすべて嘘なのだろうか。もちろんそうではないだろう。例え

ばこのように考えてはどうだろうか。「ジャンケンで一〇回連続勝てるか」と聞かれれば、ほとんどの人は無理だと答えるだろう。その確率は一〇四分の一しかない。しかしそれは言い換えれば、千人ほどの人間がいれば一〇回連続でジャンケンに勝つ人が一人くらいいてもおかしくないことである。現在、ネット取引口座は八百万に達しているため、複数口座の保有を考慮しても、ネット投資家は百万人単位で存在する。しかも、株価は市場平均でこの三年で二倍以上になっている。「二〇〇万円を一億円に」した人がある程度の数、現れても何ら不思議なことではない(ただし、それに劣らぬ数の「二〇〇万円を一万円に」した投資家がいることもまた事実であろう)。

(4) 機関投資家のインデックス運用の増加については、清水祐希・西岡慎一・馬場直彦「わが国機関投資家の資産運用行動について―金融市場に与える影響を中心に―」『マーケット・レビュー』(日本銀行金融市場局)二〇〇三年三月参照。

(5) インデックス運用には、他にも組入れ銘柄を先んじて売買されることにもなうコストなどの問題もあるが、個人投資家が考慮すべき性格のものではないだろう。インデックス運用をめぐる議論については、『証券アナリストジャーナル』(特集インデックス運用を巡る諸問題)二〇〇二年八月号参照。

(い) ず ひさし・客員研究員