



〈書評〉Marshall E. Blume and Irwin Friend, The Changing Role of the Individual Investor

小野, 二郎

(Citation)

国民経済雑誌, 144(1):129-132

(Issue Date)

1981-07

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/00172626>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/00172626>



書 評

Marshall E. Blume and Irwin Friend, *The Changing Role of the Individual Investor*

John Wiley & Sons, 1978, 233 pp.

小 野 二 郎

本書は、20世紀財団の委嘱を受けて、ペンシルバニア大学ワートン・スクールのブルームとフレンドが行なった個人投資家に関する実態研究をまとめたものである。周知のように、機関投資家の伸長と個人投資家の衰退は、米国のみならず、英国や日本でも注目されている。ブルーム・フレンドは、配当所得の納税申告調査やNYSEが実施したアンケート調査を中心に他にも非常に多くの資料を駆使してこの問題に取り組み、資本市場における個人投資家の役割りとその将来の展望を、市場効率性と経済活動全体に対する意義づけを考えるという観点から、解明しようと企てている。伝統的な見方とは異なっていて、機関投資家の力を必ずしも危険なものとは見做しておらず、いわば理論的に白紙の状態に戻って再検討しようとしており、この点が1つの特徴となっている。

本書は5章からなる。第1章「序説」は、個人と機関、個人のB/S、富者のB/S、退職者その他の投資家、実現収益と期待収益、リスク負担行動、投機制度の利用、市場効率性、の8節からなり、この実態研究全体を要領よくまとめた部分である。第1節で、この25年間に機関投資家の伸長をもたらしたのは、実は、非保険型の私的年金基金、生命保険会社、州および地方公共団体の退職基金であると指摘されているのが関心を惹かれる。

第2章「個人資産構成の特徴とその動向」は、個人所有資産、個人投資家の人口統計学的特性、分散投資の程度、の3節からなる。

まず、資産構成中有価証券の占める割合が、平均的な家庭では29.3%（うち株式23.5%）であるのに対して、上位1%に属する富者では69.6%（株式56.5%）にも達し、しかも、1962～72年について、後者の割合が1969年まで低下し、個人投資家衰退の原因の1つになっていることが示されている。

その内訳に関して注意が惹かれるのは、退職者の所有株比率が11.2%から14.5%へと増加していること、および年齢構成の変化からみるとここしばらくの間は個人株式所有

が相対的に減少し続けると予想されていることである。所得別には、例えばNYSE上場銘柄の所有は、所得がふえるに従って減少する傾向——1971年現在、年収5千ドル以下の家計が42%，5～10万ドルが34.5%，59万ドル以上が25.7%を所有——を示し、地域別にはニューヨーク、ニュージャージー、ペンシルバニアの各州で株式保有家計が多く、ついでカリフォルニア、ワシントン、オレゴン、東海岸南部・東南部の諸州で多いという結果が出ている。

ポートフォリオの規模については、投資家の1.1%が199万ドル以上の資産（全体に対する金額比で40.49%）を所有し、以下、13.11%の投資家が10～100万ドルの資産（金額比39.32%），19.17%が2万5千～10万ドルの資産（金額比13.46%），21.15%が1～2万5千ドルの資産（金額比21.15%），45.46%が1万ドル以下の資産（金額比2.45%）をもつことが明らかにされている。

分散投資は余り行なわれておらず、1株のみの投資家が34.15%，2株が16.76%，3～9株所有が38.37%，10株以上は10.71%である。リスクを拒否する投資家は、高齢者・退職者を中心にかなり存在するのであるが、そのリスクを減少させることができないというのが実状である。実現収益は1971～72年については、平均して11%，他方1975年秋の期待収益は12.9%であった。

第3章「個人投資家の行動——その現状と展望——」は、1975年の株式取引の特徴、1975年の株式売買資金の源泉と使途、1975年の取引と過去の取引との比較、近年の取引活動の理由、B/Sにおける株式の重要性、制度および税法の変化が市場ビヘイビアに及ぼす影響、株主のリスクに対する反応、株式の要求期待収益率、株式所有家計の性格、の9節からなる。

各節のタイトルから想像されるように、この章は、1975年現在個人投資家がどのように株式売買を行なっているか、を明らかにしようとしたものであるが、重要と思われる点を拾ってみるとつぎのようになる。

調査対象となった投資家のうち41%がNYSE上場銘柄を、16.2%が他の市場流通銘柄を、そして14.3%がミューチュアル・ファンドを売買しており、今までNYSE銘柄を全然売買したことがないのは、15%しかなかった。売買のうちでは、買取の方が多かったが、信用取引やオプション取引に手を出したのは少なく、カラ売りをやったことのある投資家は4%，オプションの経験者は8%であった。低所得の投資家では、投資分析に費す時間は少なく（1月に10時間以下）、高所得になると多くなる（1月20時間以上）。証券ブローカーに対する不満は低所得者程大きく、アドバイスが悪いなどを理由に取引ブローカーを変更しているが、高所得投資家ではブローカーを変えることは余りない。投資パフォーマンスについては、高所得者程要求水準が高くなる傾向がある。

つぎに、リスクに対する態度については、投資家の3%が積極的にリスクを負担すると答え、33%が収益に応じた適正なリスクを、31%が小さなリスクを負うとし、残り33%はリスクを最小限に止めたいという。高所得で教養のある男性投資家は、投資に際して収益に応じた適正なリスクを負担することの必要を認識しているようである。他方、退職者や65才以上の高齢者はリスクを嫌い、1つの銘柄に集中投資するのを避ける傾向がある。リスクの尺度としては、 β 係数や投資収益の変動性が知られているけれども、前述したように、分散投資は行なわれていない。

また、課税のうち個人投資家のビヘイビアに最も影響すると思われるのは資本利得税であって、これが半減されるならば、1980年までに個人投資家の株式所有は5.5%増加すると期待される。配当課税については、法人税の免除、個人所得税の計算における控除の倍增などの施策が考えられるけれども、その効果は余り大きくないと考えられる。

第4章「市場効率性と個人投資家」を形づくるのは、市場効率性の意味、個人の役割割り、オペレイショナルな効率、情報効率、市場の二極化、資金配分効率、の6つの節である。

ここでは、市場効率性の3つの理解——市場が最小のコストで機能するというオペレイション上の効率性、価格形成に対して情報を反映させる効率性、優れた企業により多くの資金を調達させる配分上の効率性——が検討されたのち、それが機関投資家の伸長によって妨げられるか否かが分析されているが、機関投資家は必ずしも市場効率性を低下させているとはいえない、という。過去の経過をみると、機関投資家は、市場の取引コストを引下げることによってオペレイショナルな効率性を増大してきたし、その整備された分析能力によって情報を市場価格に反映させるという点でも優れた機能を発揮してきた。それ故また、期待収益率の高い将来性のある企業により多くの資金を獲得させるということでも個人投資家に勝っていると考えられるのである。

この部分の分析は、ブルーム・フレンドの個人的な主張がもっと現われてもよいと思われるところである。やや失望させられた感がないでもないが、問題提起としてはユニークなものといえよう。

第5章「本研究の意義と勧告」は、機関所有・機関取引の限界、個人株式投資のシミュレーション、ディスクロージャー、投機活動の制限、中央市場機構への動き、市場制度におけるその他の変革、結語、の諸節から構成されている。機関投資家の所有にも取引にも、原則的には何等制限を加える必要はないと思われる、というのが結論である。

以上、本書の概要をみてきたが、まず感じられるのは、機関投資家と個人投資家は、単に市場取引に対する影響とか所有の集中とかという視点からのみ捉えられるものではなく、社会構造の変化をも考慮して理解されなければならない問題であるということである。

ある。本書でも、機関投資家の伸長が年金基金や退職基金によるところが大きく、また個人投資家としては退職者が増大していることが指摘されているが、これはわが国にも重要な示唆を与えるものであろう。また、個人投資家がリスクを拒否しながら有効に分散投資ができないという点は、現代の証券分析論に大きな問題をつきつけている。ブルーム・フレンドはインデックス・ファンドにその救いを求めているようであるが、私には、ファンダメンタル・アナリシスの再構成の方が重要であるように思われる。

1981・5・10稿