

第4章 株式投資を通じた資産形成を促す公共政策*

折原正訓

1. 問いの提示

株式投資を通じた個人の長期的資産形成を阻害する要因は何か？不確実性である。生じ得る成果が客観的に不確実である場合も、成果が不確実とその個人が感じている主観的な場合も含む。本論文の問いは、「私的年金制度や金融所得税制などの公共政策をどのように設計すれば、不確実性の緩和を通じて個人の長期的資産形成を促せるか？」である。

この問いへの結論として、①金融リテラシー向上のための金融教育の充実、②実験的手法を通じた教育内容の改善、③NISAやiDeCoなど資産形成を促す税制の多様性の確保、④各制度の長期的安定性の維持、⑤企業統治への潜在的副作用の有無に関する継続的研究の5点を強調する。

株式投資の成果は不確実である。株価が上昇するか下落するかは誰にも分からない。また、企業が配当を増やすか減らすかも誰にも分からない。結果として、株式売買を通じた所得も株式保有を通じた配当所得も不確実である。もっとも、数ヶ月単位の株式投資であれば将来リターンの変化幅は通常限定的である。しかし、株式投資を通じた数十年単位の長期的資産形成の成果については大きな不確実性が残る。

不確実性を嫌う。これが経済学やファイナンスが想定する人間像である。株式投資は長期的資産形成に不向きにも思える。むしろ、株式投資以外の方法での資産形成に着目する方が妥当に見えるかもしれない。「株式投資を通じた資産形成を促す公共政策は何か？」という本章の問いは無意味であろうか？

それでもなお、個人が株式投資を通じて資産形成を行う必要性が増している。今後も増し続ける。最も重要な理由は、公的年金をめぐる状況の悪化である。たとえば、2019年財政検証では公的年金水準を表す所得代替率の減少が予想されている。預貯金を通じた資産形成はどうか？低金利が継続すれば、預貯金の金利に頼った資産形成はできない。高齢になっても働き続けることは選択肢の1つではある。しかし、高齢期にも就業継続が可能な身体的状態であるかは不確実である。こうした状況を踏まえると、望むと望まざるとに関わらず、各個人は不確実性に直面しながら株式投資を通じた長期的資産形成を行わざるを得ない。

問題をより複雑にしているのは、長期的資産形成に特に関わる3種類の追加的不確実性の存

* 井堀利宏教授および林正義教授から本質的なコメントを頂戴した。本章の見解は筆者個人のものである。全国銀行協会あるいは金融調査研究会の見解を代表するものではない。

在である。第1に、個人の寿命は不確実である。長寿化はこの不確実性を大きくしている。すなわち、平均寿命30年の世界に比べれば平均寿命100年の世界の方が寿命の不確実性は高い。第2の不確実性は、投資に必要な判断能力の維持可能性である。すなわち、いつまでに長期的資産形成に必要な意思決定を行うべきか不確実である。第3の不確実性は、株式投資を取り巻く制度変化である。私的年金制度や金融所得税制の改正は、少なくとも数年に一度は行われている。個々の制度改正が長期的資産形成に資するとしても、頻繁な制度改正自体が資産形成の不確実性を高めている。

すなわち、株式投資を通じた資産形成を行うためには、株式売買を通じた所得も、配当所得も、いつまで生きるかも、いつまでに資産形成を終えるべきかも、いつ制度が変わるかも、全て不確実な状態での意思決定が必要となる。難題である。

私的年金制度や金融所得税制などの公共政策はこうした状況を改善できるであろうか？ II節では現行制度の評価を簡潔に行う。妥当な方向に政策が動いていることを数値例で議論する。もちろん、私的年金制度への一層の税優遇や金融所得への税率引き下げが株式投資を促すことは、少なくとも理論的にはほとんど自明である。しかし、現状の各種データを見る限り、こうした方向の制度改正が資産形成のあり方を大きく変えるかは疑問である。

III節では、金融リテラシーや金融教育の重要性を説明する。学術的に活発に議論されているテーマである。この視点からは、必ずしも税制自体が問題なのではない。問題の本質は、税制がどういったメカニズムで個人の資産形成を促すかが十分に理解されていないことである。この結果、株式投資の不確実性は個人の目からは一層大きなものに映る。今後の制度改正にあたって、金融教育の充実を組み込むことが必要である。また、より優れた金融教育のあり方を模索するために、実験的手法を用いた研究を継続的に行う必要がある。

IV節では、様々な制度自体の不確実性を扱う。将来の私的年金制度や金融所得税制のあり方が不確実な場合、安定的な資産形成は困難である。では、どういった制度設計が望ましいか？複数の選択肢を準備することが重要である。簡素な税制という原理には反する。しかし、こうした制度の方が望ましいことが明らかになる。

V節では、こうした制度改正を通じた個人による株式投資の帰結を議論する。多くの個人の株式市場への参加によって、企業統治の弱体化を通じて企業経営が悪化する可能性も、逆に改善する可能性もある。この結果、個人が株式投資から得る収益の不確実性が増す。継続的研究およびその成果に基づく制度改正が必要である。VI節では結語を述べる。

II. 現行制度は長期的資産形成にとって十分か？

株式投資を通じた個人の長期的資産形成を促すために、複数の制度が実施されている。NISAやiDeCoが代表的な制度である。2003年の金融所得への税率引き下げや簡素化は長期的

資産形成促進のみを目的としたものでないとはいえ、個人の株式投資を促す制度である。各制度の詳細は金融調査研究会(2020)を参照されたい。

これらの制度は、長期的資産形成のための大きな税務便益を提供している¹。たとえば、つみたてNISAを通じて毎月3万円分年利3%の投資信託を通じて運用を行えば、20年後には1000万円程度の資産が形成される。50万円を超える税務便益が生じる。iDeCoの場合には積立金が所得控除の対象となることから、その税務便益は所得に依存する。たとえば、年収300万円30歳の社員が毎月2万円分年利3%で60歳まで運用する場合、1160万円程度の資産が形成される。200万円近い税務便益が生じることになる。

資産形成に十分な制度であろうか？不十分という考えもあり得る。その場合、iDeCoの抛出可能額の引き上げや金融所得への減税措置を提言すべきである。老後必要な資産額は個人の様々な特性に依存して変化することから、こうした主張が合理性を持つことはもちろんあり得る。

しかし、多くの個人にとって現行制度が十分かという視点からまずは議論すべきである。この視点から重要なのは現行制度の活用状況である。もし現行制度が既に上限まで活用されているのであれば、現行制度が不十分である可能性が高い。逆に、こうした制度がさほど活用されていないのであれば、さらなる税優遇が有効な政策とは考えにくい。

どちらが支持されるであろうか？各種統計によれば、現行制度は十分に活用されていない。たとえば、2016年6月末時点のNISA口座数は1030万、NISA口座の稼働率は46.5%、稼働口座における平均購入額は74.6万円である(金融庁(2016))。iDeCo加入者数に至っては2019年2月時点で118万人である(金融調査研究会(2020))。多くの個人が制度を上限まで活用している状況ではない。

こうした統計を踏まえると、税率の引き下げなどの「標準的な」税務政策が効果的かは疑問である。次節以降では、「非標準的」に思える政策を私的年金制度や金融所得税制に組み込むことで株式投資を通じた個人の長期的資産形成を促す可能性も議論する。

Ⅲ. 金融リテラシー・金融教育

なぜ個人は株式投資を避けるのか？日本に比べれば個人が活発に株式投資を行っている米国でも古くから指摘されてきた問題である(Mankiw and Zeldes(1991)、Haliassos and Bertaut(1995))。

原因としてしばしば指摘されるのは、金融リテラシーの不足である。すなわち、金融が良く分からないから個人は株式投資を行わないという発想である。主観的な不確実性の一種と解釈

¹ 本段落では、三井住友銀行「iDeCo・つみたてNISAシミュレーション」<<https://www.smbc.co.jp/kojin/special/ideco-simulation/tax/>>を用いて2020年8月に計算を行った。

できる。

この不確実性は政策的に対応可能である。金融は勉強すれば分かるためである。金融教育を通じた不確実性の緩和は個人の株式市場への参加を促すという発想は、直感的には正しそうである。しかし、こうした問題をデータから実証的に検証するのは困難である。金融リテラシーのような質的情報や個人の資産の情報は多くの場合入手できない。

こうした状況にも関わらず、意欲的な研究者が研究を進めている。van Rooij, Lusardi and Alessie(2011)は、2005年から2006年のオランダのデータを利用して分析している。まず、金融リテラシーの有無を調べている。重要な出発点である。データによると、多くの個人は株式について必要な知識を有していないことが明らかになっている。特に、10-20年単位の長期投資では株式が平均的には高いリターンを上げることを理解していた個人は半数未満であった。金融リテラシーの不足を示すエビデンスである。

金融リテラシーの不足は何を引き起こすか？株式投資をしないのが自然に思える。長期的なリターンが高くないと信じている資産に資金を振り向けたくないであろう。この仮説はデータ分析でも支持されている。残念ながら、この論文は金融リテラシー向上が株式投資を積極的に促すことを直接示してはいない。その検証までは数年待つ必要がある。

van Rooij, Lusardi and Alessie(2011)が示すもう1つ興味深い結果は、金融リテラシーが低い人ほど親族や友人から情報を得ていることである。金融の専門家が親族や友人に偶然いれば良いが、そうでなければ金融リテラシーは低いままである。こうした「近い人から学ぶ」効果は米国の研究でも実証されている。たとえば、Brown, Ivković, Smith and Weisbenner(2008)は1987年から1996年までの米国の税務データを利用して、近隣の人々との情報共有が個人の株式市場参加を促すことを示している。すなわち、ある人の金融リテラシーが高ければ、その人だけではなく近隣の人も株式投資を行うようになる。教育は波及効果を持つ。

実のところ、金融教育が資産形成を促すエビデンスはこうした論文公表以前から存在していた。Bernheim and Garrett(2003)は、米国の1994年のデータを用いて、職場での金融教育が私的年金制度活用を促すことを示している。Bernheim, Garrett and Maki(2001)は、高校での金融教育が貯蓄を促すことを示している。金融教育は有望に見える。

これらの研究のどこが問題であろうか？近年の経済学者は、データから因果関係を取り出すことには慎重な立場をとる。ここ10-20年間で急速に強まった傾向である。この立場は正しい。データから因果関係を取り出すために必要な条件はほとんどのデータで満たされないためである。

たとえば、Bernheim and Garrett(2003)の分析結果は因果関係と言えるであろうか？金融教育が必要な職場では、そもそも金融リテラシーが低い可能性がある。金融リテラシーが高ければあえて教育を行う実益は乏しいためである。この場合、金融教育の株式市場参加への効果は過小評価される。逆に、金融リテラシーが高い職場ほど金融教育の需要が高く教育が行われ

るかもしれない。この場合、金融教育の効果は過大に評価される。いずれにしても、Bernheim and Garrett(2003)の分析から金融教育と株式市場参加との因果関係が明らかになったとは言い難い。

どうすれば因果関係が分かるであろうか？実験を行うことが最善である。Bernheim and Garrett(2003)の例で言えば、その職場の金融リテラシーの高低に依存せずに金融教育を実験的に実施すれば金融教育と株式市場参加との因果関係を明らかにできる。しかし、実験は一般に困難である。

こうした状況にも関わらず、意欲的な研究者が実験を行っている。Song(2020)は中国で経済実験を行った。中国では2009年に“New Rural Social Pension Insurance Program”が導入された。任意加入の確定拠出年金である。加入する個人は年額で100元・200元・300元・400元・500元から拠出額を決める。拠出額が多いほど政府からの補助金が大きくなる。加入者は60歳になると年金を受け取れる。貯金に近い運用である。すなわち、この実験では株式を通じた資産形成は前提とされていない。注意点である。

運用は複利で行われる。この実験では、まずはどれくらいの人が複利を理解しているか尋ねている。具体的には、100元を年利9%で運用した場合に30年後にいくらになるかを聞いている。答えは約1327元である。実験前の段階では過半数の被験者が複利を理解しておらず、その7割以上が複利での運用の効果を過小評価していた。金融リテラシーが不足している状況である。

Song(2020)はどういった実験を行ったか。まず、対象者を大きく2つのグループに分ける。処置群と対照群である。前者に対してのみ「処置」を行う。ここでは2種類の処置を異なる処置群に行っている。第1の処置群には、60歳以降の年金受取額を計算して教えている。第2の処置群には、複利について説明した上で年金受取額を計算して教えている。すなわち、後者の処置群は前者よりも詳細な教育を受けている。

2つの分析結果が提示されている。第1に、各処置群の個人の方が対照群の個人よりも拠出額が多かった。第2に、複利についての教育を受けた処置群の方が、年金受取額の計算結果だけを提示された処置群よりも拠出額が多かった。この結果は、単に年金額を提示するだけではなく、その背後のメカニズムの理解が重要であることを示している。つまり、投資を促すためには答えだけでは不十分であり、その計算過程まで個人に伝える必要がある。

もっとも、この研究は貯金を扱っていることから株式投資とは異なる。Goda, Manchester and Sojourner(2014)は投資信託を通じた株式投資を分析対象としている。米国ミネソタ大学の教職員が任意に加入できる年金制度について、加入資格のある人を3種類に分けている。①年金に関する一般的な情報のみを提供するグループ1、②追加的な拠出による退職後の資産形成額も提供するグループ2、③追加的な拠出によって増加する毎年のフロー所得の情報も提供するグループ3である。すなわち、グループ番号が大きくなるほど提供される情報量が多い。

分析の結果、より多くの情報提供を受けるグループに属している人ほど拠出額が増えることが明らかになった。やはり情報や教育は重要である。

日本での実態はどうであろうか？企業年金連合会は「企業型確定拠出年金投資教育ハンドブック」を公表している。2014年11月公表のハンドブックによると、導入時教育はほとんどの事業者で行われているものの、継続教育の実施率は5割強である。継続教育の仕方が難しいとの声も掲載されている。また、NISAについては金融庁が「NISA特設ウェブサイト」において投資教育に資する動画を含む資料を公開している。複利効果をはじめとして金融の基礎教育も意図されている。

こうした政策努力を踏まえると、「金融リテラシー教育が不十分であって、こうした方向に大きく舵を切るべきである」という主張は適切ではない。教育は既に行われている。しかし、制度が活用されているとは言い難い状況を踏まえると、教育の方法を変える必要があると言える。

ではどういった教育方法が効果的であろうか？残念ながら分からない。少なくとも、金融のメカニズムをきちんと説明する方が有益である点はいくつかの研究から示唆されている。より具体的にどういった方法をとれば良いのか？残念ながら分からない。

学術的知見が無力かと言えばそうではない。本章で提案したいことは、継続的な実験である。実験と言っても、何らかの教育を行う処置群と行わない対照群とを比較すれば良いだけである。実験方法は様々考えられる。たとえば、金融教育だけを行う群と、金融教育に加えて税務教育も行う群とを分ける方法が考えられる。また、上記の分析は海外で行われたものである。国や時代によって、教育の効果も異なるであろう。国内での継続的な実験が重要である。

IV. 制度の多様性と制度改正の不確実性

現行の税制上、株式を通じた資産形成を促す政策は複数存在する。一般NISA・つみたてNISA・iDeCo・企業年金が代表例である。また、株式投資一般には配当課税や株式譲渡益課税も関わる。多過ぎであろうか？税制の簡素化という視点からは、選択肢は少ない方が良い。前節で強調した金融教育を進める場合にも、習得すべき知識の範囲は狭い方が望ましい。

制度の多様性から生じるもう1つの問題は、各制度の改正が少なくとも数年に一度行われることである。個々の制度改正が資産形成を促すとしても、こうした改正自体が資産形成の不確実性を高めている。資産形成に関わる制度の数が多いほど、制度改正の都度知るべき情報が増える。こうした不確実性は資産形成に負の影響を持つ。

不確実性の影響は金融・ファイナンス分野で活発に研究されてきた。本節では、Brown, Cederburg and O'Doherty(2017)に基づいて議論を行う。このテーマを考える上で重要な理論論文である。著者たちは、米国の退職年金制度を2つに分類している。伝統的なIRA(Individual

Retirement Account)と1997年に導入されたRoth IRAである。前者では拠出額が所得から控除される。EET型²と呼ばれる。後者では拠出時の減税措置は存在せず、その代わりに引き出し時に課税されない。TEE型と呼ばれる。拠出開始時点と引き出し時点とでは数十年単位の違いがある。

Brown, Cederburg and O'Doherty(2017)は将来の税率や拠出限度額など制度自体に伴う不確実性を考えている。まずは所得税制の累進性を無視する。この状況下では、Roth IRAを通じて資産形成を行う方が伝統的なIRAを使うよりも望ましい。伝統的なIRAを使う場合、将来の所得税率の不確実性が所得控除を通じた税務便益の大きさに関する不確実性を生んでしまうことが一因である。次に、所得税の累進性を考慮する。IRAの魅力が相対的に増す。若年期の方が引退後に比べて所得が高いことが多く、所得控除から得られる税務便益を大きくできるためである。実際には両者のトレードオフに基づきどちらの口座をどれだけ使うかを決める。

Brown, Cederburg and O'Doherty(2017)は、日本の私的年金制度にどういった含意を持つであろうか？不確実性に付随するリスクを管理するため、EET型とTEE型が併存することが望ましい。iDeCoは前者の例、NISAは後者の例である。両制度を準備している国内政策の方向性は適切である。

Brown, Cederburg and O'Doherty(2017)は、現状のNISAの問題点も浮き彫りにしている。第1に、NISAの非課税保有期間には制約がある。一般NISAの場合には5年間、つみたてNISAの場合には20年間である。つみたてNISAを使っても、若年期から投資を開始した場合には老後の資産形成という目的は達成できない。たとえば、60歳までを非課税保有期間とするなどの方法が望ましい。第2に、NISAの恒久化が望ましい。つみたてNISAの投資開始期間は2042年12月まで延長予定とはいえ、制度の不確実性は小さいほど良い。また、2024年導入予定の新NISAの投資可能期間は2028年12月までの見込みである。長期的資産形成という視点からは期間が短い。

V. 個人の株式保有と企業統治

株式を通じた個人の長期的資産形成の手段として、個別銘柄の保有および投資信託を通じた株式保有が挙げられる。前者には株式譲渡益課税・配当所得課税・一般NISA、後者にはつみたてNISA・新NISAの1階部分・iDeCoが特に関係する。

株式保有を通じた資産形成という視点からは、投資信託を通じた投資の方が個別銘柄への投資よりも望ましいことが多い。毎月数百円など少額で分散投資が可能なためである。また、投資信託であれば積立形式で徐々に購入することで時間的な分散投資も可能となる。

² E(Exempted)は非課税、T(Taxed)は課税を表す。

投資信託のみを用いて株式投資を通じた資産形成を行うべきであろうか？仮にこの方法を政策的に推進する場合、たとえば一般NISAの個別株式への投資は禁止すべきとも考えられる。少額での分散投資という個人レベルでの便益のみを考えれば、その方向でも問題はない。

しかし、非税務要因を踏まえるとこうした政策には疑問の余地が残る。キーワードは企業統治(コーポレート・ガバナンス)である。企業統治とは、株主と経営者間の利害対立あるいは利害対立を緩和するメカニズムを意味する³。

個人による投資信託を通じた株式投資は企業統治メカニズムを弱体化させる可能性がある。なぜであろうか？多くの投資信託がパッシブ運用を行っているためである。TOPIX(東証株価指数)など市場全体に連動する成果を目指す運用方法である。つみたてNISAの対象商品の多くが該当する。アクティブ運用を行う投資信託に比した手数料の低さが一因と考えられる。

パッシブ運用による投資信託は企業経営にどういった影響を持つであろうか？運用を行うファンドは株式保有を通じた経営監視を行わない可能性がある。結果、企業統治が弱体化し得る。企業統治は、経営陣による企業価値最大化の前提条件と考えられている。したがって、個人による投資信託を通じた投資は企業セクターあるいは経済全体に悪影響を生じ得る。Schmidt and Fahlenbrach(2017)はこの可能性を実証的に検証している。米国の1993年から2010年のデータを使っている。この論文は、パッシブ運用を通じた株式保有の増加は、企業価値を損なう企業買収を増やすことなどを示している。パッシブ運用は企業統治に負の効果を持つようである。

対照的に、Appel, Gormley and Keim(2016)はパッシブ運用の正の効果を明らかにしている。この論文は、パッシブ運用を通じた株式保有の増加が買収防衛策廃止を促すことなどを示している。買収防衛策廃止は、敵対的買収の可能性上昇による経営の規律付けを通じて企業統治改善に寄与すると一般に考えられている。パッシブ運用でも株式保有を背景とした経営監視が適切に行われている結果と解釈できる。

要するに、パッシブ運用を通じた株式保有の増加が企業統治を改善するか悪化させるか現時点では結論は出ていない。結果、パッシブ運用が企業価値を高めるか否かも明らかではない。こうした状況は、株式投資を通じた投資家側の収益の不確実性を高めている。したがって、今後の継続的研究が重要である。仮にパッシブ運用の副作用が大きいことが明らかになれば、アクティブ運用型の投資信託をつみたてNISAを通じて推進するなど政策変更が必要となる。

VI. 結び

そもそも個人による株式投資は成功するのであるか？ Barber and Odean(2000)は1991

³ 税制と企業統治との関係を包括的に扱っている論文として折原(2020)が挙げられる。

年から1996年の米国の66000強の家計のデータを用いて、活発に投資を行う個人の株式投資は失敗する傾向にあることを明らかにしている。他方、Dahlquist, Martinez and Söderlind (2017)のスウェーデンの同程度の人数を対象とした研究では、頻繁に口座を管理している投資家ほど成果が良いことが明らかになっている。直近のパフォーマンスが良い投資先を選別し、パフォーマンスの短期的継続性を個人投資家が利用しているようである。つまり、個人の株式投資が失敗するという研究も、成功するという研究も存在する。少なくとも、個人が株式投資を避けるべきとは言えない。様々な政策的後押しを背景に、個人による株式投資を通じた長期的資産形成が必要である。

参考文献

- 折原正訓(2020)、「税制と企業統治—企業金融・ファイナンス論の視点—」、*企業課税をめぐる最近の展開*、268-296頁、日本証券経済研究所
- 金融庁(2016)、「NISA制度の効果検証結果」(<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20161021-1/01.pdf>)
- 金融調査研究会(2020)、「人生 100 年時代における私的年金制度と金融所得税制のあり方」
- Appel, I. R., Gormley, T. A. and Keim, D. B. (2016), “Passive Investors, Not Passive Owners”, *Journal of Financial Economics*, 121, 1, 111-141.
- Barber, B. M. and Odean, T. (2000), “Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors”, *The Journal of Finance*, 55, 2, 773-806.
- Bernheim, B. D., Garrett, D. M. and Maki, D. M. (2001), “Education and saving: The long-term effects of high school financial curriculum mandates”, *Journal of Public Economics*, 80, 3, 435-465.
- Bernheim, B. D. and Garrett, D. M. (2003), “The effects of financial education in the workplace: Evidence from a survey of households”, *Journal of Public Economics*, 87, 7-8, 1487-1519.
- Brown, J. R., Ivković, Z., Smith, P. A. and Weisbenner, S. (2008), “Neighbors Matter: Causal Community Effects and Stock Market Participation”, *The Journal of Finance*, 63, 3, 1509-1531.
- Brown, D. C., Cederburg, S. and O’Doherty, M. S. (2017), “Tax uncertainty and retirement savings diversification”, *Journal of Financial Economics*, 126, 3, 689-712.
- Dahlquist, M., Martinez, J. V. and Söderlind, P. (2017), “Individual Investor Activity and Performance”, *The Review of Financial Studies*, 30, 3, 866-899.

- Goda, G. S., Manchester, C. F. and Sojourner, A. J. (2014), “What will my account really be worth? Experimental evidence on how retirement income projections affect saving”, *Journal of Public Economics*, 119, 2014, 80-92.
- Haliassos, M. and Bertaut, C. C. (1995), “Why do so Few Hold Stocks?”, *The Economic Journal*, 105, 432, 1110-1129.
- Mankiw, N. G. and Zeldes, S. P. (1991), “The consumption of stockholders and nonstockholders”, *Journal of Financial Economics*, 29, 1, 97-112.
- Schmidt, C. and Fahlenbrach, R. (2017), “Do Exogenous Changes in Passive Institutional Ownership Affect Corporate Governance and Firm Value?”, *Journal of Financial Economics*, 2017, 124, 2, 285-306.
- Song, T. (2020), “Financial Illiteracy and Pension Contributions: A Field Experiment on Compound Interest in China”, *Review of Financial Studies*, 33, 2, 916-949.
- van Rooij, M., Lusardi, A. and Alessie, R. (2011), “Financial Literacy and Stock Market Participation”, *Journal of Financial Economics*, 101, 2, 449-472.