

証券市場にとって、流通市場（注文控え）¹⁾の 透明性は必要か？

広 田 真 人

要 旨

証券市場の最も大切な任務とは何かと言えば、「出来るだけ安く買い、出来るだけ高く売る」環境の整備でも無ければ、いわんや「取引量の最大化」でも無く、「FVに出来るだけ近付ける」という意味での良い値段を付けること、もっと言えば所有と分離されたプロとしての経営者に資金提供者の最低要求利回り（＝資本コスト）を提示することにある。

この任務が美しい御伽噺でしかなく、その非現実性の証明も赤子の手を捻るほどに容易で、かつ「要求利回り」といっても判断素材が予想値である以上大雑把なものでしかないことは百も承知であるが、それでもこの方向性を持たない証券市場はゲームセンターでしかない。

そしてこの任務に貢献するのは、「IRの充実」であって、「流通市場の事前の透明性」ではないだろう。

この問題の本質は、＜資本コスト＝投資家の要求利回り＞とは、流通市場上の要求利回りではなく、実体経済上の要求利回りである点にあり、そうでなければ、経営者はその責任を全う出来ない。

現代ファイナンスも、この広義のズレに気付いており、「情報の非対称性」というお馴染みの形で、ゲーム論を組み込んだマーケットマイクロストラクチャーを中心にこの問題を処理しようとしているが成功しているとは思えない。

目 次

- | | |
|-----------------------------------|--|
| I. 始めに | 1) IRの充実 |
| II. 証券市場の存在理由—最後に残るのは「資本コスト発見機能」— | 2) 流通市場の透明性 |
| 1) 企業への寄与 | IV. 「資本コスト発見機能」の立場からも尚く注文控えの透明性>を求める根拠とされるもの |
| 2) 投資家への寄与 | V. マーケットマイクロストラクチャーの議論を巡って |
| III. 証券市場の“透明性”の二類型 | |

2) ノイズトレーダーの必要性について

VI. まとめ

I. 始めに

ダークプール問題は、流通市場における少なくとも事前の透明性を否定するものであることから、本稿の課題(タイトル)を逆の視点から照射したものと言う事が出来、その意味では証券市場の存在理由を実は問うている、とも言えよう。

何故なら、証券市場の最も大切な機能として「持ち手変換を保障する場」に焦点を当てる立場に立つ場合、事前の透明性を全否定するダークプールという仕組みはその存在を許されざるもの、と理解される外無いが、他方「資本コスト発見機能の場」としての側面に立つなら、好ましくはないとしても必ずしも否定されるものではないのみならず、現実的には受け入れられ難い極端な議論であるとはいえ、抽象的議論の次元においては証券市場の究極の目的にとってはむしろ好ましいという議論さえあり得るからである。

つまり、証券市場を「持ち手変換を保障する場」と見るか、「資本コスト発見機能の場」と見るかによって、“流通市場の透明性の必要性”に対しては正反対の評価が下される訳である。

勿論、証券市場は上記の二つの側面を兼ね備えているわけであるから、どちらを肯定しどちらかを否定するといった問題の設定自体が適切さを欠くという議論もありえようが、しかし、どちらの立場に立つかによって証券市場を巡る様々な問題に対する評価は大きく変わってくる

[補足]

ことも事実である。

II. 証券市場の存在理由—最後に残るのは「資本コスト発見機能」

この問題は、1) 企業へ如何に寄与しうるか?という視点と2) 投資家に如何に寄与しうるか?という視点—という二つの観点から考察することが出来る。

尚、この両者の関係について言えば、資本制的商品経済である限り、社会を前に進める動力は“企業の蓄積衝動”にあるという意味で、企業への寄与の視点が決定的に優先されるべきであって、投資家への寄与は二次的なものである²⁾。

1) 企業への寄与

(1) 資金調達機能

この機能は教科書的に真っ先に出てくる機能であり、抽象的には正しい機能ではあるものの、現実的に言えば、先進国の成熟企業にとってはこうした機能はほとんど使われていないのが実情である。その結果、成熟企業にとって株式市場は資金調達の場であるより、資金返却の場(具体的には、「自社株消却」を経由)となっている。ただ、日本を例にとると、自社株消却が認められたのは1990年代中頃であるが、その前の状況を見ると、関連統計が整備される1970年代から、株式・社債・銀行借入・内部留保を合計した総資金調達額に占める株式による

資金調達額は年平均3%程度と非常に小さなウエイトしか占めていない。

尚、株式（エクイティファイナンス）に代って資金調達機能の中心となっているのは、“内部留保”である。

（2）企業価値を貨幣として利用

この形の利用は特に日本では近年のことであって、M&Aをイメージするのが一番分かり易いだろう。これは言わば、企業価値そのものを“貨幣”として使用することを意味する。ただし、この場合は「株価がひたすら高いことが好ましい」ことになり、FV（ファンダメンタル・バリュー）の反映性など問題にならないことになる。

FVの正確な評価額など、それが100%将来収益価値に依存するが故に、評価時点では誰もが絶対に求めようのないものであることは百も承知ではあるが、それでも株価はFVを出来る限り反映したものでなければならないというMPTの基本的立場からすると、「貨幣としての利用」機能が存在することは事実であり、近年その存在感が増しつつあるとはいえ、あまりお勧めできる機能とは言い難い。

（3）資本コスト発見機能

本稿では繰り返しを避けるが、企業経営者に対し、資金提供者である、株主と債権者が“夫々最低限どれだけ稼いで欲しいという想いを抱いて、資金を託しているか”が『資本コスト＝要求利回り』³⁾であり、経営者にとっての所与としてのcutoffレートを形成する⁴⁾。

その意味で、『資本コスト』は企業価値評価上のキー・カテゴリーそのものであり、その水準を経営者はマーケットで形成されている株

式・社債の市場価格から様々な資産評価モデルの助けを借りながらではあるが推計するという構図となっている。

だからこそ、この機能こそ、証券市場の機能の中で尤も中枢を構成するものと位置付けられる。

（4）持ち手変換機能

償還が存在せず、換言すれば、発行体がそれを買取る義務を持たない“株式”という借金証文にとって、それを保有する株主がそれを他の株主に売却することによってその価値を現金化（実現化）する唯一の場である「株式の流通市場」は、資金調達機能と並んで資本コスト発見機能にも優位する株式の根源的機能である。

ただ上記の意味で普遍的存在ではあるが、この機能から株価を見た場合は、誰が見てもあからさまに手続きとして不正に形成されていない限りで適当に形成されておればよく、株価がFVへの近似となっていることは最初から要求されない。

例えば、バブル化された株価が犯罪として立証されたインサイダー取引によってFVに引き戻された場合、マクロファイナンス的には好ましいことである⁵⁾が、持ち手変換機能の立場からは、手続きの不正さを理由に好ましくないものと判断される。

こうした意味では、この機能はファイナンス的には、資本コスト発見機能に劣位すると評価される。

2) 投資家への寄与

これは資産運用の場の提供機能というわけ、目に見える分かり易い機能として、この機能を株式市場の第一の機能として挙げる論者も

いるくらいである⁶⁾。しかし、単独でみるこの機能からは、株式投資のギャンブルとの識別は困難かと思われる。

投資家が仮に証券市場での資産運用に成功したとしても、それは当該企業の将来収益見通しの利用の仕方が“たくみ”であっただけのことであって、企業の蓄積衝動への寄与があったわけでは無い。これは投資家の運用パフォーマンスが幸運の結果というケースだけではなく、投資家が時間と金をかけてアナリスト活動に精進したケースであっても同様である。

こういふと、資本コスト発見機能を持ち出して、当該企業の株を買うことで、資本コストの低下を経由して企業に貢献しているという見方もあるかも知れないが、自らの買いによって株価を上げてしまうことはマーケットインパクトの発生そのものであることに着目するなら、賢い投資家は株価を上げないよう密かに株式を取得するよう努めるであろうから、この見方は成立しないとみるべきであろう。そもそも、この「資本コストを引き下げる」機能は「企業への寄与」として既に論じた機能であって、今問題にしているのは投資家への機能の方である。

例えば、SEC等は投資の「最良執行」にこだわる⁷⁾が、これは投資家が少しでも安く買い、高く売ることが出来るよう、売買執行の際、取引所・証券会社店頭・PTS等とどの市場を選ぶかの十分な比較検討を行なうための環境の整備を市場関係者に求めたものであって、投資家というミクロの立場にとっては確かに最優先に求めるものであろうが、発行企業にいかなる意味でも寄与するものではない⁸⁾。

Ⅲ. 証券市場の“透明性”の二類型

この課題については、通常「IRの充実」と「流通市場の透明性」があげられようが、「資本コスト発見機能」の立場から言えば、意味のある“透明性”とは前者だけであって、後者はゲームセンターとしての証券流通市場に寄与するだけである。

1) IRの充実

“発行企業の将来収益推定用データの充実”そのものであることから、「企業秘密」とのせめぎ合いという本質的限界は強くあるものの、この意味の透明性は多ければ多いほど好ましいことは言うまでもない。

尚、必要な情報は将来の情報であって、過去の実績情報ではない。ただ難しいのは、企業が発信する将来情報には、投資家を任意の方向へ誘導しようとする意図を持って発信される情報がありうることであり、十分な注意が必要である。

尤も、企業がこうした誘導性を持つ情報を流した場合、それを何度も繰り返すことは自らの信用を失うという墓穴を掘ることになるという自動制御装置が働くことから必要以上の心配はいらないかもしれない。

また、企業は自らが発信した将来情報の実現を意識した経営行動をとろうとする余り、自己実現的即ち短期的視点の経営の陥りがちになるという傾向をもつ点もよく指摘されている。

ただこうした留意点を持ちながらも基本的には、経営者は投資家が当該企業の将来収益の推定に寄与すべく出来る限り詳細な将来情報の

「発信」に勤めることが必要であることは言うまでも無い。

尚、当然のことではあるが、発信される情報は、企業の将来CFの値そのものの予想ではなく、将来収益の推計に影響を与える素材としての情報であることから、その予測情報をどのように解釈しいかなる将来CFに結びつけるかは夫々の投資家によって多様であり、千差万別である。

近年、“情報の非対称性”を巡る議論が非常に盛んであるが、この「情報」とは上記の意味の情報であって、その解釈は多様であることは何度強調してもし過ぎることのない重要な論点である。この点に着目すると、例えばイベントスタディ・タイプの市場の効率性テストの際、情報公開と同時に累積超過収益率が垂直に反応するというイメージこそ実は不自然な姿であろう。何故なら、例外としての将来収益そのもので無い限り、例えば「ある取締役の交代」といった新たな情報がいかなる将来収益に結実するかの解釈には時間がかかって当たり前なのである。

「情報の経済学」の世界では、特にマーケットマイクロストラクチャーの分野を先頭に「情報を持つ投資家」と「情報を持たない投資家」の2種類の投資家を主要な登場人物にロジックが展開されることが多いが、このストーリーは情報への解釈は百人百様であることを充分考慮した議論のように思えない⁹⁾。つまり、「情報を持たない投資家」の存在なくしてはマーケットが成立しないような議論が多いが、情報にも多様な解釈の余地を考慮するなら、極端な話、「情報を持つ投資家」だけでもマーケットは成立しうるはずである。勿論、それでも「情報を持たない投資家」が存在した方が流動性は

多様化するであろうが、それはあくまで周辺のいわば野次馬であって、不可欠の存在と言う訳ではない。つまり、現実には「情報を持たない投資家」が多数存在し、彼等は実際「情報を持つ投資家」との取引において損害を出すケースが当然圧倒的であろうが、それでも彼等は自然淘汰されることなく生き残っているのが現実である。何故生き残れるのかを探ることは興味深い研究対象であろうが、そのこととマーケットが「情報を持たない投資家」なくしては存在し得ないか否かということとは別の論点であり、両者を混同してはならない。

2) 流通市場の透明性

本稿の論点は、「流通市場の透明性」の是非である。一見その必要性は自明であるかのようなのであるが、証券市場の存在理由に遡り、その手の透明性が「資本コスト発見機能」にいかなる意味で貢献するかを考えてみると、実は逆の結論も導かれる。

「資本コスト発見機能」の視点から見ると、そもそも何故他人の注文状況を知る必要があるのだろうか？>という素朴な疑問が湧きあがる。ただ、取引の実態は開示されねばならないのは当然であることから、「流通市場の透明性」とは、“事前の透明性”と“事後の透明性”に分けて議論せねばならず、当然論点は“事前の透明性”の必要性である。整理すると次のようになる。

事前の透明性：注文控えの公開情報（売り・買い別に価格水準別注文量）の充実

事後の透明性：約定結果（時点、価格、取引量）の詳細な公開¹⁰⁾

尚、この種の情報公開には様々なレベルがあり、例えば事前の透明性についても、「寄前気

配」の公開の是非、事後の透明性についても、全てを即時に公開する方法もあれば、小口については即時公開しても、大口については一定のラグを容認する方法もあり、どれを採用するかは取引所によって様々である。

勿論、ゲームセンター化の容認に繋がる「持ち手変換を保障する場」と言う立場にたつなら、投資家の便宜を考える時、注文控えの公開には肯定的な評価となるであろう。

IV. 「資本コスト発見機能」の立場からも尚<注文控えの透明性>を求める根拠とされるもの

<注文控えの透明性の向上>は、「持ち手変換を保障する場」の立場からは、投資家の便宜性を明らかに向上させるのは自明であることからして当然の議論であるが、「資本コスト発見機能」の立場からも<注文控えの透明性>を求めるが議論が存在するので、そこを検討以下してみよう。

<注文控えの透明性の向上>は資本コスト=投資家の要求利回りの一部としての「リスクプレミアム」の広義の構成要素としての「流動性プレミアム」の低下への寄与という形で資本コストの低下に寄与すると主張される。その辺りを少し詳細の見てみると、

(1) 「注文控え」が真っ暗（非公開）な場合、投資家が利用出来る情報は過去実績として価格と取引量に限定され、しかもその「過去」とは直前の場合もあるが、流動性に乏しい企業の場合、数週間前といったケースも考えられることから、投資家は幾らで約定出来るか分からないことになる分不安に駆られ、当然その不安度に応じた高い流動性プレミアムを

要求する。

(2) 「情報を持つ投資家」と「情報を持たない投資家」が共存する以上、後者は前者の投資行動への観察から、情報への手掛かりを得ようとする。こうした構図において、「注文控え」の情報開示はそれが本当に実効性を持つか否かは別としても、少なくとも方向としては流動性プレミアムの低下に貢献すると想定される。

以上のような議論に対する<反論>は以下のようになる。

(1) 注文控えの公開は、当該企業価値探求の意欲を損ない、アナリスト活動と無縁なゲームセンター的動機に基く投資家の参入を助長する。

つまり公開された注文控え状況の中でどのように巧みに泳ぎ回るかによってキャピタルゲインを奪えるかは、情報の保有の有無とは別次元の問題としていかなる投資家でも当然の投資インセンティブを形成すると思われる。情報を持つ投資家は注文控えの公開無くしても参入可能であるが、情報を持たない投資家にとっては、参入の有力な手掛かりとしても、注文控え状況の開示は“渡りに船”状態といえよう。

(2) ここで基本に立ち返って、「資本コスト=要求利回り」とは

(i) 発行企業への実体経済次元での要求収益率か？ (ii) 証券流通市場次元での要求利回りか？を問うて見よう

もし、答えが(ii)であるとする、「資本コスト」を企業経営者にとっての cutoff rat とは言えなくなる。何故なら、経営者は実体経済次元のマネージャーであって証券流通市場の状態に責任は持つ存在ではない。従って、自らが責任

を負えない流通市場の事情を大きく反映して推計された資本コストを自らが拠るべき cutoff rat とすることは出来ない。

ただ、そうは言っても現実の資本コストの計測に当っては、証券流通市場のデータがその主体となっており、それこそが資金提供者の意思を生な姿で反映するものとして、資本コスト推計上のまさに決定的なキー・ポイントである。流通市場データを使用しない資本コストの推計など、理論的には何の意味もない¹¹⁾。

ただしそこでは、先程理論的に否定した流動性プレミアムを含む証券流通市場での要求利回りの要素が混入するのは避けられない

このアポリアはいかに突破されるか？

現状は、“市場の対情報効率性”が無条件に仮定された結果、 $P = FV$ が想定されているために、この重大な問題が無視されているだけである。尚、 P は市場価格（株価）である。

この状況が不適切極まりないこと自明であるが、それでも、i) の立場から資本コストを推計せねばならないという姿勢は堅持すべきである。

勿論、現実を持ち出して $P = FV$ を否定することは“赤子の手を捻る”ほどに容易なことではあるが、そちらの途は、株式市場をゲームセンターとみなす途でしかない！

(3) 「情報を持つ投資家」の情報を探るといっても、開示されるのは最終投資家の個別注文情報ではなく、ブローカー次元の価格別注文集約量だけであり、そもそも「注文控え」には、「情報を持つ投資家」の注文情報だけが選別されて開示されるわけではなく、周辺の付和雷同情報を含んだ情報が開示されるのであって、そこから「情報を持つ投資家」に関連する情報を識別するのは困難であり、それ

であれば事後的な価格・取引量情報と大きな差異があるとは言い難い。

(4) 流動性の必要度はどの程度か？

株式市場の最大の存在証明に“流動性の確保”を挙げる論者もいるように、流動性をどのように扱うかは、ファイナンスにとって大きな論点を形成する。

確かに最大の自由度を持って株式市場に参入する際、望む時に望みだけ売買出来ることが望ましいことに異論の余地は無いであろう。その意味でも『持ち手交換機能』を保障する流動性の豊かさは必要条件である。しかし、だからといって流動性は無限に大きいことが必要だろうか？という疑問は別途存在する。「流動性の増加に寄与する」という“錦の御旗”を掲げれば全てが正当化されるというものでもあるまい！¹²⁾

「失われた20年」と言われるほどに東京市場の低迷はいつ明けるかの展望をみつけれぬまま継続中であるが、その原因に“流動性の欠如”を挙げる人はまずいまい。株式の価値が一般的に言えば将来収益への展望によって決まるとすると、その価値実現に支障の無い程度の流動性が確保されていれば充分であって、その程度の流動性であれば、我が国で問題になるような状態にはない。勿論、流動性が極端に乏しい銘柄も頭数だけみると東証1部銘柄であっても常時少なからず存在するのは事実であるが、その原因は当該企業の側（多くはアナリストがネグレクトするほどの将来収益性への魅力の欠如）にあることが多く、証券業界の側でどうにかなる問題でないことが多い。

従って、“流動性の欠如”と言う現象が顕著に見られるわけで無い以上、流動性の向上を目的に注文控えの透明化が正当化出来るわけでは

ない。

(5) まとめると、こうした議論の背景にあるのが、現代ファイナンス理論の原則ともいえる、「合理的プライシングは投資家の“裁定行動”によって生まれる」という考え方であり、それが裁定行動を円滑ならしむるためにも流通市場の透明性は必要である、という見解を導いているであろうと推測される。しかし、合理的バブルの議論を思い出すまでもなく、制約無き“裁定行動”が $P = FV$ をもたらす保障などどこにもないのである。

V. マーケットマイクロストラクチャーの議論を巡って

「マーケットマイクロストラクチャー」というアカデミズムの世界で、流通市場の透明性に係わる議論としては、① PIN、②ノイズトレーダーの必要性²⁾という議論があるので、補足的にコメントしておきたい。

1) PIN について

前述のように従来のアセットプライシング・モデルは、摩擦と情報の非対象性のない世界を前提としており、その結果、流動性が株式リターンに与える影響を考察することが出来なかった。最近情報の非対象性と流動性の関係を課題とする研究が始まっており、その端緒をなすものとして、Easley, Hvidkjaer and O'Hara [2002] による PIN (probability of private information based trades) の議論についてコメントしておこう。

PIN は、問題の焦点である情報の非対象性の度合いを示す指標であるが、以下はこの議論を手短にまとめた太田・宇野・竹原 [2011] に

沿っている。

尚、PIN の世界では、公的情報のみを受け取る非情報投資家と加えて私的情報を受け取る情報投資家の2種類の投資家が想定され、PIN は以下のように定義される。

$$PIN = \alpha\mu / (\alpha\mu + \epsilon b + \epsilon s)$$

α : 市場に私的情報がもたらされる確率

μ : 情報投資家による追加的な約定到着率

ϵb : 買い注文の到着率

ϵs : 売り注文の到着率

分母は、非情報投資家と情報投資家両方による約定電文の到着率であり、分子は情報投資家からの約定の到着率を示す。

情報投資家が取引を行なうのは、私的情報発生時に限られるので、情報の非対象性の度合いが大きい場合に、PIN は大きな値を取ることになる。非情報投資家は情報投資家に対し不利な立場にあるがそれを「情報リスク」というとすると資本市場は、合理的期待均衡において、情報リスクに対しリスクプレミアムを与える。従って PIN が大きい企業の要求利回り（資本コスト）は高くなることが想定され、これを巡って実証研究が行なわれているが、結果は様々であって明確な結果は得られていない。

問題は、焦点である「情報」が、理論上は企業の予想収益性に係わる変数が想定されているものの、流通市場データから推計する以上、流通市場内で発生する情報も混在してしまうという共通な限界をもつ点である。この根源的課題を解決することなく、計量経済学上のテクニックだけで突破しようとしても結果は知れていよう。

2) ノイズトレーダーの必要性について

「情報を持っている投資家」だけでは、その

材料を巡って投資家が売りと買いとに分割されず、従ってマーケットが成立しないから、マーケットには「情報を持たない投資家＝ノイズトレーダー」が必要であるという議論が根強く存在する。

しかし、ここで議論されている「情報」とは前述のように最終的な将来収益の予想値のことでなく、それに影響を与える可能性の強いイベント情報のことに過ぎない。従って、仮に「情報を持つ投資家」ばかりでマーケットが構成されていたとしても、そのイベントがいかなる将来収益価値に収斂するかは投資家各自の判断は多様であることから、売り手と買い手は心配せずとも自然に分断されて登場するはずであろう。

また、「ノイズトレーダーの必要性」を論じていると称される議論にしても、有名な S. グロスマン & J. ステイグリッツ [1980] にしてもそこで議論されているのは“ノイズトレーダーの必要性”を議論しているというより、大量のアービトラージ行動の大波の存在にも係わらず何故情報を持たない投資家であるノイズトレーダーが淘汰されずに存在し続けられるのかを議論したものに過ぎない。

つまり、投資家全員がグットアナリストであったとしてもアナリスト活動に必然的に係わるコストを考慮するなら、ここから均衡状態に至るかと言えば、必ずフリーライダーが参入する余地が有るという意味で均衡状態にはならない。逆に全員がアナリスト活動を放棄するとしよう。アナリスト活動を行なった投資家がエクセスリターンを得るという意味でここでも均衡状態にはならない。従って、株式市場の均衡とはこの極端な状況の中間のどこかに落ち着くことになる。

ということで、マーケットには「情報を持った投資家」と「情報を持たない投資家」とが共存しうるのであり、これが「ノイズトレーダー」が駆逐されない合理的理由である__というものである。

彼等は、情報の非対象性を考慮して、従来の「競争均衡」に代わる新たな均衡概念として「合理的期待均衡」を導入し、株価は需要と供給を均衡させるだけでなく、投資家に情報を伝達することを示した。そして投資家は株価から自分の知らない情報を推測し、それを織り込んだ合理的期待を形成した上で行動することを、彼等の定石であるが、i) 資産リターンの正規分布性、ii) 投資家に一定の効用関数、iii) 流動性投資家・情報投資家・非情報投資家の3タイプの投資家__を仮定した上で数理的モデル分析で示した。

その意味では等質的投資家だけを想定した従来の議論をより一般化したことは認められるものの、応用ミクロ経済学の多くがそうであるように、結果的には一般的な経済常識を再確認しただけである。

「情報の非対象性」に代表される1970年台以降の経済学の“成果”を必要以上に有難がるのは、力学がいたずらに議論を錯綜させることを避け、まずは摩擦なしの仮定の下に物体の運動を説明することから始めるのと同様彼等なりに本質を探るための作業とはいえ、歴史的現実とは独立の“論理的普遍性（いわゆるワルラス均衡）”を求めあまり必要以上に経済主体間の関係を単純化し過ぎた応用ミクロ経済学の呪縛に囚われている新古典派経済学者だけで充分であって、彼等以外の健全な常識を持つ市民が彼等に追随する必要はないのである。

VI. まとめ

「資本コスト発見機能」にとって、『注文控えの公開性』に代表される“流通市場の透明性”は、必ずしも必要なものとは言えず、現実のゲームセンター的マーケットにあってはむしろ手段と目的が取り違えられる可能性も高く、従ってその政策的優先順位は低い！

“流通市場の透明性”は、「持ち手変換機能」に直結する所謂“投資家保護”には貢献しては、資本コスト発見機能」に寄与するものではない¹³⁾。別の言い方をすれば、「資本コスト発見機能」に最優先のプライオリティを与える時、所謂“投資家保護”への政策的優先順位は低くなって当然である。

“流通市場の透明性”が求められるとすれば、それは産業政策としての“証券市場の振興策”の立場から見る時である¹⁴⁾。

[補足]

本稿は資本市場の存在理由として、「資本コスト発見機能」を強調してきたが、証券流通市場の現実に目を転じる時、「ケインズの賞品付き美人投票」¹⁵⁾を持ち出すまでも無く、この議論があまりにも現実に目を塞いだ理想論に過ぎないことはある意味で明らかである。

「資本コスト発見機能」が機能するためには、証券価格が当該証券の将来収益への期待によって形成されることが不可欠であるが、将来収益など誰にも分からないといえれば分からないのは当然である。分からないからこそ、皆で投票し合い、そこで形成される『株価』を“正解”か否か怪しいものではあるとはいえ、とりあえず

皆で尊重しあうことにしよう、というのがマーケットである。とは言うものの、マーケットはかなり頼りない存在であることは否定しようがないのも事実である¹⁶⁾。

となると、資本市場の存在理由として残るのはあまりにも原則的な『持ち手変換機能』に先祖帰りする他無いのかもしれない。『持ち手変換機能』にとっては流動性こそ最優先化課題といってもよく、こうした見方が適切であるとすれば、多くの論者が「資本コスト発見機能」に必ず言及はしてもその役割を強調しないことも理解出来ないことはない。

そもそも、資本制的商品経済とは、事前にも目的をもって設計された社会システムではない以上、社会的に意味の無いサブシステムが混在していることは不思議でも何でもない。本稿は愚かにも、この大原則を忘れた結果に過ぎないかもしれない。

ただし、これは、＜株式市場＝ゲームセンター＞説そのものである。ついでに言えば、ゲームセンターにとっては、所謂“投資家保護”は大切な課題となろう。

注

- 1) 銘柄別の注文状況を、株価水準別・売り買い別の指値注文状況として整理したもので、業界用語で“板”と呼ばれている。
勿論、最終投資家の顔は見えずブローカー次元止まりであるが、近年は株価水準別にブローカーの数と売り買い夫々の注文株数が公開される方向にある。
- 2) ただし、これは企業に好き勝手放題にさせるべきという意味では勿論ない。しかし、資本制的商品経済という社会システムを前提とする限り、社会の究極の動力である企業の蓄積衝動を常に刺激する必要がある、それを認めたくなければ別の社会システムに移行する他ないという意味である。
- 3) 「資本コスト」は、その我が国への導入時、いわゆるMM理論の不可欠な一パートとして導入されたことから、たいへん難解なイメージが強く、近年多くの実務家中心に使われている「資金提供者の経営者への最低要求収益率」というイメージとは距離感があり、そのこと

が「資本コスト」というファイナンスにとって最も大切なキー・カテゴリーの我が国への普及を遅らせたことは否めない。この辺りは広田 [2011] も参照。

- 4) 「市場と取引」[2006]の中の第9章「良い市場」という節では、次のように述べている。

「人々は、新しいプロジェクトにどのように資本を配分するか、既存のプロジェクトにどのようなマネージャーを任命するかをいう問題を決定する時に、価格を手掛かりとする」、つまり、株式発行市場は資本配分を、株式流通市場はマネージャー配分を扱っている。ここで「マネージャー配分」と称されている問題が、「資金提供者の要求利回りを達成出来ないマネージャーは解雇！」という意味で実は資本コストを別の形で議論していると想定される。

- 5) インサイダー取引がそれ自体マイクロな意味では100%アンフェアな行為であっても、マクロな意味では企業側の情報より早く企業の内部情報を外部へ知らせ、より優れた価格を付ける可能性については、ファイナンス学者の間では周知の認識となっているが、それが現実にも妥当するかは実証の問題である。因みに、我が国株式市場の場合、三好 [2007] の実証研究によると、その可能性は棄却されている。
- 6) この点については、例えば、二上 [2011] を参照。

- 7) 証券取引の場を巡る「多様化&市場分裂」という相矛盾する議論を繰り返し続けているSECの姿勢そのものへの疑問を整理しておく。

SECは、「投資の機関化」がもたらした執行形態の多様化要求を正当な時代の要請と認め、多様化のための執行システム間の競争促進を「改革」と位置付けると共に、そのことが必然的に生み出す「市場の分裂」を解決するために、「オーダー・ハンドリング・ルール(1997)」に象徴される様々な規制変更を行ってきた。「Regulation ATS (1998)」・「Regulation NMS (2005)」そして、そもそも規制緩和の端緒となった「メーデー＝手数料自由化(1975)」もこの範疇に含まれる。特に、「Regulation NMS (2005)」の一環として行われた、トレードスルー規則の見直し(NYSE等、遅い市場の最良気配の無視の容認)が今日のNYSEの市場シェアの劇的急落(80%→20%)をもたらしたとされる。

この一連のSECの「改革」は、一言で言えば、多様な執行システムの共存を積極的に認めた上で、そこに生じる市場分裂回避のための「事前の気配情報の集約化」を実務的制約が許す限り出来るだけ推し進めようとするものといえよう。

しかし、SECの権威に囚われずに一歩引いて、証券市場の存在理由を改めて思い起こすなら、そもそも他人の指値情報に関する情報開示が何故必要なのか？繰り返しになるが、それが100%予想に基づくものであるが故に決して正解など存在し得ない企業のFVを全員参加で推定しその結果を尊重しようというのが、証券市場のそもそもの存在理由であろう。

この作業に積極的に参加するものこそがグッドアナリストであり、彼らだけがマーケットのクオリティを高めることが出来る。彼らのこの作業にとって他の投資家の気配情報はむしろ邪魔であり、グッドアナリストは自ら

信ずる売りと買いの指値を他人の思惑にとらわれず提示すればよい。

例えばSECのダークプール規制のための規則修正案をみても、確かに「市場の質」というカテゴリーがコメント要請の項で幾度も登場しており、SECも「市場の質」を大切な判断材料としていることは了解される。例えば、「スペシャリストやマーケットメーカーに自己売買業者が取って代わったことで市場の質は改善したのか？」or「機関投資家の注文執行の質を改善することにおいてダークプールはどの程度役立っているか？」といった質問がみられる。しかし、ここで言われている「市場の質」の意味と本稿で考察されているそれとの違いに注意する必要がある。本稿での「市場の質」とは、株価のFVとのずれのことであるのに対し、SECが議論している「市場の質」とは似て非なるものでしかなく、言うならばどれだけ十分な競争を経て形成された株価であるか、を問うているだけである。つまり、存在するマーケットが内容的に単なるゲームセンターであったとしても、そこにゲームセンターとしての「市場の質」は十二分に存在しうる。しかし、それは、株式市場の最も本質的な「市場の質」とはその内容を異にする。

勿論、「株価のFVとのずれ」といっても、ベンチマークであるFVが決して目に見える存在ではない以上、「ずれ」を直接計測することは不可能であり、「十分な競争」をもって代替せざるを得ないことは仕方ないことかもしれない。しかし、例えば、バブル状態下での十分な競争後の価格がFVから乖離の修正をいささかも保障するものではないことを想起するだけでも、「十分な競争」をもって「ずれ」の解消の担保とならないことは明らかである。

つまり、最も大切なことは、マーケット参加者間の競争の濃さそのものではなく、参加者の質、換言すればアナリスト活動の裏づけを持った投資家であるか否かにある。勿論、これも現実的には外部からみてその投資家がグッドアナリストか否かを見極めることは難しい。これが、マーケットの偽らざる限界であり、他の代替方法が無い以上、これでセカンドベストとする他ないのも現実であるかもしれない。であるなら、実務的限界に配慮しながら最大限の競争を求めるSECの立場は合理的かもしれない。とはいえ、規範的議論ではあるが、マーケットクオリティとは本来「株価のFVとのずれの最小化」にあることに異論がある人はいないだろう。

マーケット管理者としてのSECの基本スタンスはここに置くべきであって、競争の促進で代替出来る問題ではない。故に、「十分な競争」もそれ自体が目的ではなく「市場価格とFVとのずれ」の代替物でしかないことを常に心すべきである。SECの態度はその配慮に問題を残している。

- 8) 投資家に信頼されるマーケットであることが回りまわって、よい株価をつけることに貢献し、結果的により優れた資本コスト推計値となるというシナリオは勿論ありうるであろうが、それはあまりに間接的な貢献であり、直接的な貢献ポイントは難しい。
- 9) O'Hara [2003]をみても、マーケットの大切な二つの役割りとして、「流動性の供給」と「価格発見機能」を

挙げ、情報を持つ投資家と持たない投資家との寄与について集中的に議論しているが、そこでの「情報」とは本稿で議論している将来収益への素材という意味ではないようである。

- 10) 本稿ではそこまで議論しないが、事後情報として、場中のブローカー別に売り・買い取引量を示す「手口情報」の開示の是非という課題もあり、間接的ながら投資家の“匿名性”の問題といわれる。
- 11) 我が国への資本コスト導入の実務細ルートでの先駆者の一人といってよいであろう津森信也日本福祉大学教授は、我が国企業のEVAの計測に当たり、利用する「資本コスト」の計測に当たっては、我が国株式市場の効率性への不信心からであろうが、株価を素材として使用しないことを表明されている。倉澤 [2008] にも同様な感じを受けるが、注16)を参照。
- 12) 東証のアローヘッドに代表されるHFTが、「持ち手変換機能」には寄与しても、「資本コスト発見機能」の方には、いかなる意味で寄与するかと言えば、オークション・マーケットにおいて流動性供給主体をなすのは指値注文を描いてないが、HFTの下で、気配の出し入れの超高速化が可能となった結果、大口機関投資家が気配を出し易くなり(=「気配の取り消しの容易さ」とセット)、それが流動性の向上に結果的に寄与することになる_という。

確かに一面の真理ではあるが、超高速で気配を出し入れはそれはそれで、「見せ玉としての気配」という新たな問題を生んでいる。

- 13) 勿論、「持ち手変換機能」と「資本コスト発見機能」とは別の機能であるが、そのことは両者が常に対立する存在であることを意味するわけではなく、前者の機能に貢献する要素が後者の機能を妨害するとは限らないが、ここで問題となるのは両者の機能を向上させるための方策に内在する社会的コストの存在である。

社会的コストが掛からないか、あるいは無視できるほどの存在であるなら、「持ち手変換機能」の向上のための施策を進めることは容認せざるを得ないかもしれない。しかし、少なからぬコストを伴うものであれば、そこには優先順位というものがあるべきである。

例えば、『金融技術革新』の極めて分かりやすい例示として、投資家が売買注文を発注してから注文控上にそれが反映されたことを確認するまでの経過時間を示す「レイテンシ」を例にとろう。この機能が向上すること自体が「資本コスト発見機能」を妨害するものでないことはいまでもないし、時間短縮が常識の範囲内であれば社会的にも有用な進歩である。しかし、この機能を巡る競争により発生するコストが常識を超えだす時、その社会的コスト問題は放置出来ない。社会的優先順位が「レイテンシ」などにあるわけではないのは自明であろう。確かに情報技術の飛躍的發展の結果、システム開発ないし改良のためのコストはコンピューターの基本コンセプトが集中型から分散型へと変化したこともあって一昔前に比べ割安になってはいるようであるが、それでも残念ながら、「レイテンシ」は「金食い虫」なのである！しかも、この「レイテンシ」を巡る競争は、どこかの取引システムが1/1000秒とすると競争者は1/1050秒とすると

いうように際限が無いという性格を持っている。

2009年半ば以降、米国の一部金融マスコミに現れ始めた『アルゴリズム取引悪者論』への反批判としてアカデミズムから提起されている『アルゴリズム擁護論』で展開されている計量的実証分析に拠れば、取引コストを通常スプレッドと逆選択コスト(情報コスト)に分解してみた結果、アルゴリズム取引の増加と共に通常スプレッドと逆選択コスト(情報コスト)はいずれも低下がみられるが、特に逆選択コスト(情報コスト)の低下が顕著だという議論もある。

しかし、この「逆選択コスト(情報コスト)」が曲者であって、“情報が少ないトレーダーがマーケットに対し支払う対価”と定義されており、抽象的定義としてはそのとおりであろうが、だからといって対応する数量が目に見える形で直接観察出来る訳ではなく、抽象度の高いモデルを前提に質的選択データから得られる推定データに過ぎず、この推定値を使って更にその寄与度を回帰分析するといった使い方をする際の取り扱いには十分な注意が必要であることは言うまでもない。

- 14) SECの一連の議論は、“ゲームセンターとしての証券市場”の効率性を高めようとしているに過ぎないのであり、証券業界の産業組織論次元の議論なのである。それは証券業という産業を国民経済の立場から強化するという政策論の次元でみれば、意味ある議論ではあっても、証券市場の存在理由という次元の問題を扱っているわけではなく、この次元の差異をしっかりと踏まえる必要があるのではないかと。
- 15) 「一般理論」の該当箇所を改めて読み返してみると、ケインズの「株式流通市場=商品付き美人投票説」は、著者の本音とは別の警句的発言と言うより、むしろ本音そのものと言う印象を強くする。ということは、ケインズは証券市場の存在理由をどのようにみていたのであろうか？

- 16) 倉澤 [2008] は、「個別銘柄ベースの資本コスト計測の議論」について、抽象度の高い理論ベースならまだしも、実践的なレベルでのこの議論がいかに絵に描いた餅に過ぎないかを、短期的な株価のFV反映性の視点から鋭く批判している。

倉澤に拠れば、企業間の最低要求利回り(資本コスト)は、リスクの程度を除けば共通であるという。確かにそのとおりであるが、しかし、まさにリスクの銘柄間の差異こそが大切なのではないか！と思われるが、倉澤に拠れば、そのリスクの程度を識別出来るほど個別銘柄ベースのマーケットの評価能力は高くない、従っていかなるモデルを用いようとも、マーケットから計量的に推定しうるのは、上記の共通な最低要求利回りまでであり、個別銘柄毎のリスク評価は経営者が個別に適当(?)に判断するしかない、というもののように解釈される。

この議論最近の資本コストの変動性を問題とするCochrane [2011] ともある意味関連し、確かに事実認識として強い説得力があるが、ただこのように突き放してしまっただけでは、マーケットの存在意義をどこに求めたらよいのか、という本補足の課題そのものに直面することになる。

参 考 文 献

- 太田亘・宇野淳・竹原均 [2011], 『株式市場の流動性と投資家行動』中央経済社
- 倉澤資成 [2008] 「株式の過大評価・過小評価と資本コスト」証券レビュー, 48巻8号, pp. 65-115
- 二上季代司 [2007] 「市場機能のパフォーマンス評価」証研レポート, No1669, pp.20-30
- 広田真人 [2011] 「証券アナリスト読書室：木村／柳『コーポレートファイナンスの実務』」証券アナリストジャーナル, 49(8), pp.109-111
- 三好裕輔 [2007] 「インサイダー取引が株価形成に与える影響」金融経済研究, No25, pp.72-94
- Cochrane, J.H. [2011], Presidential Address: Discount Rates, *Journal of Finance*, 66 (4), pp. 1047-1108
- Easley, D., Hvidkjaer, S., and O'Hara, M. [2002], Is Information Risk a Determinant of Asset Returns? *Journal of Finance*, 57(5), pp.2185-2221
- Grossman, S.J., and Stiglitz, G.E. [1980], On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *American Economic Review*, 70(3), pp.393-408
- Harris, L. [2003], TRADING AND EXCHANGES, (宇佐美洋 (監訳), 濱田隆道+小野里光博+山岡博士 (訳) [2006] 『市場と取引』上・下, 東洋経済新報社)
- Keynes, J.M. [1936], *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, (間宮陽介訳 [2010] 『雇用, 利子および貨幣の一般理論』岩波文庫)
- O'Hara, M. [2003], Presidential Address: Liquidity and Price Discovery, *Journal of Finance*, 58 (4), pp. 1335-1354

(首都大学東京都市教養学部経営学系客員教授)