

わが国株式市場の諸問題

倉澤資成

関理事長 それでは、お待たせいたしました。ただいまから始めさせていただきます。

きょうは、ご案内いたしましたように、横浜国立大学の倉澤資成先生をお迎えいたしまして、ご講演をお願いすることになりました。先生は、ファイナンス全体についてご研究をされているわけでございますが、きょうは、今私どもの関心の的であります株式市場の問題について、研究者のお立場から、いろいろな最近の分析等も含めてお話を伺うことにしたいと思います。先生のご経歴、著書等はお配りをしてござ

いますので、ごらんいただくということにいたします。早速先生のお話を伺いたいと思います。

では先生、きょうは大変ありがとうございます。どうぞよろしくお願いいたします。

一、資産価格形成における新旧 二つの考え方

ご紹介いただきました倉澤でございます。「わが国株式市場の諸問題」という非常に大きなテ-

までお話をさせていただく機会を与えていただきまして、ありがとうございます。

私は学校で教えている研究者という立場ですの
で、実は皆様の方が、株式市場のことについて
は、当然のことですけれども、知識も経験もずつ
と豊富なわけでありまして、私が申し上げるよう
なことは、実はもうわかっている、あるいはおかし
いんじゃないかと思われるようなところもある
かと思えますけれども、そういうことがございま
したら、後でご指摘いただければ、今後の研究活
動にも生かしていきたいと思っております。

きょう私がお話ししようとしていることは、ごく
最近になって、株式市場あるいは資産市場を見
る見方に関して、経済学あるいはファイナンスの
方で大きく変わってきておりまして、それがどの
ように変わったのか、何を強調するようになった
のかということでございます。

恐らくこれまでは、現状もそうかも知れませんが、実務や現場で働きあるいは研究されている方
と、我々のような大学で研究している者との間で
は、株式市場の理解の仕方は随分違っていたので
はないかと思われます。新しい見方というのは、
恐らく皆様方のような現場の方、あるいは実務の
方の考え方かなり近づいてきているという印象
を私は持っております。従いまして、あるいは既
に皆様方がご存じのことを、ある程度それなりに
整理してみせたというようなものかもしれないと
考えております。それが結論といえますか、そう
いう印象を持っているというお話です。

従来、「株価はどつやって決まっているんだ」と聞かれたとき、経済学では、「その株式を持つ
ていると、将来配当を受け取れるでしょう。配当
のない年もあるかもしれないけれども、来年も再
来年も、将来にわたってずっと配当が受け取れま

すね。その一年後とか二年後にもらえるであろう配当を現在の価値に割り引いて、それを全部足していく。そうすると株価が決まるんです」というふうに教えているわけです。それはファイナンスの初歩的なテキストブックを見れば、必ずそういうふうに書いてあります。これは非常に簡単な原理で、それを本当に信じているのかどうかということが疑問になるような単純な話です。

最近になって、例えばファイナンシャルエンジニアリング（金融工学）のように、非常に高度な数学を多用したファイナンス議論が盛んになってきたり、あるいは抽象的な数学を使った本がたくさん出てきています。しかし、見かけは数字がいっぱいあって非常に難しくなっていますが、基本的な考え方は、今お話しした将来の配当を割り引き、それが価格になるということに関しては、何も変わっておりません。

このような原則で株価を計算しようとするとき、将来の配当は幾らもらえるかわからないから、来年や再来年の配当は幾らだろうということ、いろいろなものを使って予想しなければいけないわけです。しかし少しびっくりされるかもしれません。ファイナンスなり経済学で実際に使われている理論では、将来の配当は、来年も再来年も、それから一〇年後も二〇年後も、全部わかっているから調べなくていいですよ、と仮定しているのです。もちろん配当ですから、不確実性やリスクはあります。したがって、確率分布として与えてしまうわけです。

経済学やファイナンスの教科書の中に出てくる株式市場の価格の理論では、「配当はこういうものです」と仮定してしまうわけです。登場する投資家たちは、それがどうやって決まるのか、どうやって予測するのかということとは考えなくていい

い。あとは、決まっているその配当を、あなたは来年や再来年の配当を幾らで評価するんですか、どの程度リスクをとりたいと思うのですかということをもとにして、それで株式を持つか、安全な資産を持つかということを決めましようというのが、基本的なファイナンスの教科書に出てくる価格決定の理論です。

このように、一番重要な将来の配当をどうやって予測したらいいだろうかということが全部欠落しています。どんなに難しい数学の理論やモデルであっても、みんなこのように仮定されているのです。この考え方によりますと、株価が変化するのはなぜかという点、将来の配当の与えられる予想が違ってきってしまうようなこと、あるいは、将来の配当を現在に割り引くときの割引率の中に、人々のリスクに対する評価が含まれているわけですが、そういうものが変わってくる

場合だということになります。

今、ファイナンス工学などで非常に高度な理論が使われていて、そういうものに基づいてリスク管理が行われているのですが、高度とはいっても、高度なのは数学であって、基本的な考え方は今申し上げたようなものですから、ある意味では、どうも信頼を置けないようなところがないわけではないと考えられるかもしれません。もちろん、だからといって悪いというわけではなくて、使い道によって、例えばリスクマネジメントの、ある局面では非常に有用な道具立てになるかもしれません。しかし、重要なのは、精緻な理論を使ってはいるけれども今のような考え方のもとでつくられたものであることは、十分に認識しておいた方がいいでしょう。

従来は、経済学者が株式市場を見ると、あるいは株式市場の活性化対策や制度設計を考えると

いうとき、基本的に、今申し上げたような考え方に基ついて議論をしていました。ですから、例えば株式持合いがあつて、それが解消したときに何が起るかということ考えたときに、経済学者は、株式持合いの解消そのものは、将来の配当なり割引率を変えるものではない、つまり、企業の実体の部分を変えるものではないということ、株価には基本的には影響を与えないと考えていました。

それに対して、実務の方あるいは株式市場を非常によく観察されている方は、いや、そんなことはないだろう、持合いが解消され銀行が持っている株式を市場で売却するというようなことがあれば、当然値下がりが起こる、どの程度かはわからないけれども、それはマーケットに少なからず影響を与えるはずだというふうに考えるわけです。そのような違いが出てきます。

ところが最近になって、これまでの理論はちよつとおかしいのではないかと考える人達がでてきました。

一つは、「効率的市場仮説」に対する疑問です。最初に説明した考え方は余りに現実的ではないので、経済学者は現実を見るときは、先ほどの議論につけ加えて、みんなそうはいつても、多少ミスはするでしょう、投資家といえども、そんなに合理的に行動する人たちはばかりではない、と考えています。ところがそういうミスというのは、第一にプラスのミスもあればマイナスのミスもあるから、全体としてみるとなくなってしまうんじゃないか、あるいは、ミスをするということは、その人は損をしてしまうのだから、いずれマーケットから淘汰されてしまうでしょう、だからやはり、みんなが将来の配当を評価して、株価がついているんですよというふうな考え方をしているわ

けです。それが「効率的市場仮説」といわれているものです。

それに対して、そんなことはないんじゃないか、仮に将来の配当を見て、それを評価して価格をつける、あるいは需要するということであつたとしても、将来の配当はどうやって調べたらいいのか、来年の配当ぐらいいは何となく予想がつかなくもないけれども、五年後や一〇年後の配当はどうやって予想すればいいんだろうかというようなことが、まず問題になるわけです。配当を予想するときに、人間だからミスを犯すんじゃないか、そしてどういふミスが起きやすいのかということのようなことを考えるようになる。

あるいは、もう少し現実的に考えて、この企業は来年はどのぐらいの配当、再来年はどのぐらいの配当、五年後はどのぐらいかなということを予想して、それで株式を投資しているというような

人たちがいないとはいませんが、多くの人はそんなことは余り考えていないのではないかと、いう疑問もできます。

多くの人ははどうしているかというところ、いろいろな投資基準や直観、あるいは過去の株価の動きに基づいて、トレンドをみる、あるいは、PERとかPBR等をチェックする、株式評論家の情報を参考にするとか、そういうことをしながら、それぞれ独自の判断基準に基づいて投資をします。機関投資家であれば、もうちょっと精緻な、しかし伝統的な考え方に基づく理論をもとに推計されたモデルで運用するというようなこともできません。多くの投資家たちは、少なくとも将来の配当、一〇年、二〇年後の配当が幾らであるかというようなことを考えて行動するわけではないのではないのでしょうか。

人間的な行動は、私たち経済学者が想定するよ

うな合理的なものではなくて、どうしても、かなりの程度心理学で指摘されているような人間としてのさまざまなバイアスがかかってしまう可能性があるがあるのではないかというようなことを主張するような議論があらわれ始めているのです。

これは皆さんも耳にしたことがあるかもしれませんが、日本語で「行動ファイナンス」と呼ばれている分野ですが、そういう考え方がじわじわと出てきております。最近、東洋信託銀行の角田さんという方が『行動ファイナンス』という本を書いて出されたばかりです。従来はなかなか適当な本がなかったのですが、日本語でも読める本が出てきましたので、興味のある方はそういうものを読んでいただければ、ちょっと難しいですけれども、何となくこんなことなのかなということがわかるかと思えます。

「私の専門は行動ファイナンスです」という学

者はそれほど多くはないんですが、たまた、そういうものが明確に意識される以前から、今のような、人間の行動なんだから、当然誤りもすれば、将来のことを合理的に考えるわけでもないんだということを強調する議論、つまり今でいう行動ファイナンス的な要素の香りがする研究がたくさん出てきておりました。最近のアカデミックなジャーナルを読む限りは、九〇%以上が既にそういう立場、考え方に基づく論文になっているのではないかと思われます。

これに対して伝統的なファイナンスの理論を展開しているのは、皆さんもご存じかもしれませんが、ファマというシカゴ大学の先生のグループ、あるいはバークというワシントン大学の先生のグループぐらいではないかなという印象を受けています。それ以外の人たちは、程度の差こそあれ、市場というのは教科書に書かれているような効率

的なものではないし、みんなが合理的に行動するわけでもありませんよということを書いておられます。

もう一つは、「流動性要因」というものをかなり強調するようになってまいりました。流動性の強調とはどういうものかという点、後で現在の株価の低迷の原因を少しお話しするつもりでおりますが、例えば、人々は、将来の先が見えないような状況のときには、流動性の高い資産を多く持つようになるということを主張する議論です。

つまり、ここでいう「流動性」というのはいろいろな要素が含まれているんですけども、株式も債券も実物の資産もそうです。売買するのには、さまざまな広い意味での取引コストというものがかかります。それは証券会社の手数料だけではなくて、例えば、株式の価値が本当は一〇〇万円であっても、たまたま市場の状況がよくなる

て、八〇万円に下がってしまったというようにときにその株式を処分しようとする、自分の考えでは一〇〇万円の価値があると思って、あるいは時間をかけて売っていけば一〇〇万円で売れるとは思っても、今直ちに売ろうとすると八〇万円にならざるを得ない。そうすると、二〇万円分の余分なコストがかかってしまう。そういうことを含めて、「広い意味での取引費用」と呼んでいるわけですが、市場にはさまざまな摩擦要因があつて、摩擦要因に伴う取引費用がかかってしまうわけです。

例えば、銀行からお金を借りるときに、私がかろうとしている仕事あるいは投資は非常に利益の高いものであつて、有望なのだけれども、貸す方としては、私がやろうとしている投資の価値が余りよくわからない。そうすると、危険が大きいので、余分な利回りやクーポンを要求するというよ

うなことが起こらないとも限らない。本来であれば、例えば三%で貸しても十分ペイするような投資物件であつたとしても、貸し手の方は相手がわからないから、プラス三%のものを要求してしまふというようなことが起こってしまうのです。そういうように取引にさまざまな摩擦要因があると流動的な資産の需要が高まるんだという議論が、最近になって主張されるようになりました。

この理論は数年前からあつたことはあつたんですが、それほど大きな注目を浴びていませんでした。ところが、例えばロングターム・キャピタル・マネジメント（LTCM）危機のときであるとか、あるいはアジアの危機であるとか、九〇年代の後半になつて金融危機がいろいろ出てまいりましたが、そういう状況を説明する上で、非常にわかりやすい理論である。従来の理論では余りうまく説明できなかったけれども、この流動性の理論

というものを使っていくと、なかなかうまく説明できるのではないかということ、最近になつて見直され、流行にもなつています。

今の話は抽象的過ぎてわかりにくいかもしれませんが、後ほどもう一度お話しすることにさせていただきます。そういう二つを念頭において、株式市場をめぐる幾つかの問題について考えていったらどうなるでしょうかということをお願いいたします。

二、株式市場は企業価値を反映しているか

まず最初は、株式市場では企業価値が反映されているかどうかという点です。私たち株式市場を研究している人たちが何を一番の問題として考えるかという、株式市場は本当に企業の実体価値が反映しているのかどうか、つまり先ほどの言葉

でいえば、株価には将来の配当の現在価値（これを実体価値とかファンダメンタルズといいます）が反映しているのかどうかということが最大の問題になります。これが満たされているならば、多くの場合、株式市場はうまく機能するであろう、それが満たされていないのであれば、株式市場は制度を改革するなり、何かしていかないとイケないというふうを考えるわけです。

先ほどいいましたように、従来の議論は、みんなが合理的に行動して、みんなが将来の配当に基づいて投資しているのだから、当然その帰結として、株価には実体価値が反映している。また後でお話ししますが、もし実体価値が反映しているというのであれば、株価が下がっているのは、実体が悪いんだからそれは仕方がない、実体を良くする以外に何もすることはないという話になってしまっわけです。

ところが、そんなことはない、つまり、株式市場はいろいろな要素で、常に実体価値から乖離する可能性が高いということを言っようになってきました。それは、先ほどのような行動ファイナンスといわれているものが、伝統的な考え方では説明できそうもないさまざまな現象を指摘しています。多くの場合、人間の行動として眺めると、行動ファイナンスの人たちがいっていることは説得的で、「そういうことはあり得る」というようなことになってきているわけです。

従来から、市場では変な行動をする人たちがいるだろうことはみんなが認識していました。認識していたにもかかわらず、経済学者は「みんなまともな行動をする」という前提でつくられた理論に基づいて、制度の改革の議論とか、株式市場の理解の仕方をしようとしていたのかというと、それはこういうふう考えていたからです。

先ほどもちょっとお話ししましたけれども、そういう「ノイズ」と呼ばれている人たち、「ノイズ」というのはこういう分野でよく使われる言葉ですが、もともとは、真の情報を持っていないようなものに基づいて投資をしてしまう、簡単に言えば、うわさとか実際に何の価値もないような情報、それに基づいて投資をしてしまう人たちを「ノイズ」とか「ノイズトレーダー」とかと呼んでいるのですが、そういう人たちが株式市場で見られるというのは、だれでもよく認識していたことだろうと思うのです。従来から経済学では、そういう人たちがいたとしても、この人たちは誤った情報に基づいているのだから、いずれ必ず損をし、その結果市場から淘汰されてしまう、だから、多少長い目で見れば、ノイズはいないと想定してもいいんだ、こういうふうに考えられていたわけです。

ところが、よく考えてみると必ずしもそうではない。つまり、そういう「ノイズ」といわれている人たちがいたとしましょう。一方で、「アービトレージャー（裁定者）」という、もう少しまともな人たちがいたとしましょう。まともな人たちはどうするかというと、従来の考え方では、合理的でないノイズは誤った情報に基づいて行動しているわけですから、その人たちはいいカモなわけです。ですから、彼らが誤った情報に基づいて買いに向かえば、それは誤りなのだから、こちらは売る。そうすると、誤った情報に基づいた人は後で損をして、その相手をした人は得をするというシナリオで物を考えていました。

ところが、よくよく考えてみると、この話は二つの意味でちょっとおかしい。どこが違っているのかというと、一つは、今の話は、いずれ株式価格は正しい情報が反映されるんだということを前

提にしています。ところが株式市場は、実はどう
いう人たちが勝つかというルールは必ずしもはっ
きりしていません。

例えば競馬の例でいいますと、競馬に資金をつ
ぎ込むときに、いろいろな人たちがいて、もちろ
ん目目であるとか、血統であるとか、それから前
回の成績であるとか、そういうものを考えます。
あるいは、本番の前に練習で走るわけですけれど
も、その練習の状態の好調さを見ていくというよ
うなことをするわけです。最近はみんないろいろ
なものを見るようになっていってしょうけれど
も、ある人は、前々日ぐらに行われる練習のと
きのタイムを見て、タイムだけで一番いい馬が何
であるか、最近の練習で好調だったのはどれかだ
けを見て投資をします。みんながそうした
として、その結果として、みんなが買った好調
だった馬が勝つのかというと、それはまた全然別

の問題でして、そういう馬が勝つかどうかはわか
らないわけです。

ところが株式市場というのは、今の例でい
えば、みんなが木曜日の練習のときに速かった馬、
好調だった馬が勝つと考えて投資をすれば、実際
も、そういう好調だった馬が勝つという仕組みに
なっているわけです。例えば、全員がPER（株
価収益率）に基づいて株式投資をするということ
になればどうなるかというと、PERが小さい株
式がたくさんのリターンをもたらすということ
に、結果としてなっていくわけです。どうい
うものに基づいて投資をしていくのかは人によつて違
うので何ともいえないのですが、結果として平均
的にみたときの投資尺度が株価に反映されていく
という性質を持っています。

ちよっと雑談になりますが、株式市場が個人投
資家にとって楽しかったのは、一〇年、二〇年前

です。そのころの株式市場は、本当はよくないといわれているのでしょけれども、例えば「今の投資基準はこういうものだ。こういう性質を持つ銘柄が今は重要なんだ」と、証券会社全体で何となく合意に達する。そうすると、我々はみんなそういう銘柄を一生懸命探してくる。そうすると、それによって儲けることができる。つまりある意味で、証券業全体が「今回は、こういうことを勝ちのルールにしますよ。こういう銘柄を見つけてきなさい」というようなことをやっていて、私たちはそれを探してきていた。

だから一時、最近もいわれるのかもしれませんが、「尺度がはつきりしなくなった」ということがよく言われてましたが、あれは、少なくとも私たち個人投資家にとってみれば、「投資尺度が何か」というよりも、「何を見つけてくれば勝てるのか」というルールが余りはつきりしなくなった

ということなのでしょう。いろいろな投資家がいるような投資をするわけですから、個人の投資家にとってみれば、一体どういうものが値上がりして勝っているのかがわかりにくい。ですから、IT関連銘柄のブームが来ると、個人投資家にとってはルールがはつきりしてきますので、参加しやすいという側面があるのではないかとこのように思っています。それがよかったか悪かったかはともかく、個人の一投資家の立場としてはよかったですという気がしているのですが、そういうことがあります。

話をもう少ししましょう。先ほどの株価がファンダメンタルズに近づくように働くかどうかは、実は怪し気なんです。つまり、相手が間違ったノイズに基づいて行動して、それを相手にする私は、正義の味方だから、正しい株価につけさせてあげるような行動をしましょうと考えて相手をしたから

と、私が勝てるかどうかはわからない。なぜならば、ほかの人たちが、このノイズに乗って同じような行動をするかもしれない。そうすると、大勢としては、少なくとも短期的には、ノイズに乗った人たちが勝つかもしいないというようなことが起こります。

もちろん、それは一時的なものかもしれませんが。しかし、一時的なものであれ、私の立場になつてみればどうでしょうか。IT関連が間違っていたかどうかわかりませんが、IT関連の株にみんな乗つていたとして、それが仮に間違っていたとします。それはちょっと行き過ぎだ、いずれ鎮静化するに違いないと私が思ったときに、すなわち長期的に見れば、それはそうじゃなくなるだろうと私が思ったら、私はそれを売りに回らうでしょうか。おそらくそんなことはないでしょう。つまり、差し当たりみんながそれに乗ってい

るのだつたら、私はそれは思っていないけれども、それに乗ってしまった方が差し当たりはいい。あるところまで行ったら乗りかえて、将来の下がる方へかけていけばいいというような行動をとるほうが有利なのです。

要するに、世の中のノイズという人たちが常に負けるわけではない。負けると考えていたのは実は前提があつて、迅速に、割合早い時間に正しい値に収束するんだというふうに仮定を置いていたからそういう議論ができた。ところが株式市場にはノイズがあつて、みんながそのノイズに乗ってしまったら、実はノイズの通りになつてしまつて可能性もある。だとすれば、違つて思っている私でさえも、それに乗ってしまった方が差し当たりはいいかもしれないというようなことが起こる。そういう議論が盛んに行われるようになったのです。

もっといろいろな議論があるんですが、もう一つは、株価をファンダメンタルバリューに近づけようと行動をする人たちがいることはいるけれども、彼らは、例えば流動性の不足ということもあります。たとえば、ノイズに基づいて株価が上がったとすると、私はそうではないと思うから、売りに回りたい、しかしノイズに乗る人たちが多くて、さらに上がってしまった。そこで私はそれに乗りたいと思っても、流動性、つまりそれを支えるだけのお金がなければ、そこであきらめざるを得ない。それだけではなく、売っていること自体が、例えばショートポジション（空売り）をしながら売っていたとすれば、上がってしまうと、当然、さらに証拠金を差し入れなければいけないということが起こる。そうすると、やむを得ずポジションを解消せざるをえなくなるわけです。

つまり、市場を正しいファンダメンタルズに近

づけるような行動をする人たちがいたとしても、それはいろいろな制約があって、常に十分に機能するようなものではないのではないか。そのようなことを主張する人が増えてきた。このこと自体は非常に理論的な話ですので、全然おもしろくないのですが、そういうものに基づいて、では、どういうことを考えたらいいかということ、さまざまな制度改革、活性化のところまで生かしていくということ、

三、なぜ株価は低迷しているか

それについてはまた後で申し上げることにして、恐らく一番興味があるであろう、株価の低迷がなぜ起こっているのか、何かいい方法があるのかというテーマに移りたいと思います。

株式市場は債券市場に比べて、今お話ししたよ

うなことが起こりやすい。流動性が高い、低い
は、マーケット・マイクロストラクチャーとい
いますか、証券取引所を整備すると手数料を下
げるとか、そういうことによって、株式の売り
やすさ、買いやすさが違ってくる、あるいは、マ
ーケットメーカーのある市場がいいのかとか、そ
ういうことによってまた変わってくるというこ
とがあります。そういう問題も重要なですが、株
式市場の場合によってはファンダメンタルズよ
りも上がってしまう、あるいは下がってしま
うということがあつたりすると、それもやはり
株式の流動性が低いことの原因になるわけ
です。

もう一度繰返しますと、流動性が高い、低い
というのは、その資産が持っている価値を、
簡単に実現できるかどうか、直ちに正しい
価値でお金と交換できるかどうか、交換
するにはどのくらいのコストがかかるか
という事です。もちろん最も

流動性の高いものは貨幣（キャッシュ）
です、それから国債です。社債や株式、
設備投資の結果として手に入れた
実物の資産、あるいは土地、こ
ういうものは、どちらかとい
うと流動性が低い資産とい
うことになります。

もちろん、今の株式の低迷の原因は
いろいろあるでしょう。今から
申し上げるようなことは私
が考えているだけであつて、
皆さんは余り考えていない
のかもしれないし、また、
その要因のごく一部かもし
れないのですが、次のように
考えたらどうかと思つていま
す。流動性を強調する考
え方を Liquidity Based Asset Pricing Model
といひ、CAPMに対抗して、
LAPMと呼んだり
します。

この流動性を強調する理論を
少し使つて考えてみると、こ
ういふふうに考えられる
のではないのでしょうか。
まず第一に、現在は非常に
将来が不透

明です。九〇年代後半、特にロシアとかアジアとか、いろいろなところで金融危機が起こり、より一層不透明感が増加した。そういうところでは何が起こるのかというと、皆さんご存じのように、持っている資産を、流動性の高い資産にシフトさせていくということが起こります。これは当たり前のことをしていっているようですし、皆さんには当然のことかもしれませんが、株式から資金を引き揚げて、例えばもっと安全性の高い、国債というものにお金を振り向けていく。

ところが最初にお話した伝統的な見方によると、そういうことをやったからといって株価が下がるわけではないわけです。株価というのは将来の企業からの配当の評価ですから、その実体に変更がない限り、株式市場から流動性が引き揚げられたからといって、株価には影響がないと考えるのです。これに対して流動性を強調する議論をい

たしますと、そうではないんだということになります。

株式には「リスクプレミアム」といわれている、つまり将来が不確実だから、その分の見返りとして要求される部分が当然含まれているわけで、それはよくご存じだと思います。それにプラスして、株式は、先ほどいいましたように流動性が低いために、それに見合った、「流動性プレミアム」と呼ばれるプレミアムの分もあつたりします。さらに加えて、先ほどのノイズトレーダーの影響で、上がったたり下がったりすることも起きます。

株価というのは伝統的な理解によると、リスクプレミアムだけが評価されるのですが、それに加えて、流動性プレミアムとかノイズトレーダー、あるいは株式市場の非効率性に伴う何らかの増減というようなことが起きてしまつたわけです。

実物資産というのは流動性が非常に低いわけです。設備投資をしまつと、M & A市場が十分に整備されていれば、余りそうではないのかもしれませんが、日本でも、日本の場合それほどM & A市場が整備されているとも思われませんので、それを流動化するときの価値は著しく低いと考えられます。

加えて将来の状況が不透明である場合、特に日本の経済政策、将来のビジョンがどういう方向に行こうとしているのかが余りはつきりしないというふうなときには、より一層不透明になり、不確実性が大きくなる。そうすると、企業側としては、当然そういう投資というものを延期しよう、つまりある程度不確実性が解決されてから考えればいいんだということになります。

ちよつと余談になりますが、最近は「リアルオプション」の議論が流行しています。従来は、企

業が投資をするときには、コストと、その投資からの将来の利益をはかりにかけて、将来の利益が大きければ投資をすればよいと考えられていたのですが、それではダメだということになった。リアルオプションの考え方では、投資を実行する時点を将来まで権利として保有した時、その価値が大きければ、今直ちに実行しない、今はかりにかけて将来の利益の方がコストより大きいからといって、すぐやっつてはいけない、そうではなくて、来年まで待ったら、もっと価値が高くなっているかもしれないし、あるいは下がっているかもしれない、そういう来年まで待つことの価値を考えて、行動すべきであるといった議論が盛んに行われています。

そのようなこととも関連しますが、将来の状況が不透明だと、投資をしようというインセンティブがわからないということが起こります。一方で、

株を買う側、資産を買う側の投資家から見ても、先ほどいいましたように非常に大きな金融危機があつて、やはりかなり慎重になつてしまふ。その結果として、株式市場からは資金が出ていき、流動性資産に大量の資金が流れ込むというようなことが起こる。

恐らく私が多くの人達の論調と異なつていゝところは、企業の経営者というのは、そんなに悪いことをする人たちではないと考えていることです。世の中では、コーポレートガバナンスがうまくいっていないと、経営者は悪いことをする、モラルハザードが起こつて、何をやるかわからないから、ちゃんとモニターせよというようなことをいふわけです。モニターがないから業績の低迷を招き、株価が低迷し、株式市場が低迷しているといわれているようですが、私はそうは思わない。経営者はかなりの程度きちんと考えてやつている

といふふうに思うのです。

設備投資の要因は、半導体産業に影響される部分とか、さまざまな要因があつて、いろいろなことを考えなければいけないのですが、そういう問題については、私は専門家でないので置いておきますが、これまでもまた、現状でもかなりの程度プロファイタブルな投資はあつたし、あると思うんです。しかし、そうした投資のかなりの部分が実行に移されていないと思つています。

それは今いいましたように、企業側でも、将来の状況が、日本の経済政策のスタンスを含めて、余りはつきりしない。経済状態も余りはつきりしない。それから金融面でも、もちろんいろいろな問題が起こつていゝ。そうすると、投資家も株式市場に資金を流そうとしない。したがつて、株価は低迷する。株価が低迷してしまつていゝから、資金調達しようとする、割高のコストになつて

しまう。それに加えて、先ほどのような、現在設備投資をしてしまうことの取引コスト、流動性コストが非常に大きいというようなことが重なっている。

企業経営が悪くて、株主を向いた企業活動をしておらず、ROEの低い投資をしまって、利益が出ていない、それを反映して株価が低いという側面もないわけではないのですが、むしろ、本来であれば、投資をすればプロフィットが得られるようなものが一方であるのだけでも、それを実施するのを延期している、株式市場の方にもお金が流れ込んでいない、流れ込んでいないために、新しい投資ができない、もちろん、陳腐化した古い設備しかないから、新しい利益は生まれていないという側面も大きいのではないのでしょうか。

つまり悪循環になっていて、資金が流れ込まな

い、コストが高い、それに加えて将来が不確定、だから新しいプロフィットな投資が行われな、したがって利益は低いまま、利益が低いから、株価は下がるというような、すべてが低位置のある種の均衡状態になっている。どちらかに刺激を与えれば、例えば目をつぶって投資をさせるというようなことがあれば、利益が上がり、株式市場が回復していくというようなイメージで考えております。

四、マイルドなインフレ政策か

もちろんそういう側面だけでなく、経済状態が非常に悪くて、資源の効率的な配分が行われていないということも事実なわけですし、それは経済の中の構造問題というか、民間部門の市場の調整がうまくいっていない。そのためにはどうしたら

いかかという、恐らくだんだんコンセンサスになりつつあると思うのですが、今はデフレの状態にありますから、マイルドなインフレーションを起していくことが重要ではないかと思えます。

もちろん、リスクキャピタルが足りないわけですから、よく議論されているように、一四〇兆くらいあるといわれる個人資産に期待して、個人投資家が株式市場に入ってくるような制度的な、例えば税制を考えると、もう少し投資教育をするとか、あるいは、先日のMMFのような、投資をちゅうちょさせるようなことを業界で起こさないとか、いろいろいわれていることはそれぞれもっともなことであって、それによって、確かに一部にはリスクキャピタルが入ってくる可能性はあります。ただ、日本の個人投資家がたちに株式市場に参入してくるというような状況には、私はないように思います。ですから、もちろんそう

いうものも大切ですけども、やっぱり現実に大切なのは、マクロ経済政策で何かやっていくということしか、当面のところあり得ないような感じがします。

このような状況で、たまたま時期が悪く、例えば銀行の株式保有が制限されてしまう。そのこと自体を議論すれば、それはそれで正当な議論なのでしようが日本の株式市場でリスクをとっていた主体が保有を制約されるということでもありますし、株式市場のことを考えれば、余りいいタイミングではなかったかもしれませぬ。時価評価の問題等も、ある意味ではそういう側面がないわけでもない。つまり、株式市場にはリスクキャピタルが入りにくくなっているし、さらに入りにくくなるようなものをつくってしまったということだと思います。

ですから私自身は、皆さんよく議論されるよう

な、減税や投資税制など、そういうものを考えていくのは重要かもしれませんが、それ以外にも何かやらないと、なかなかうまくいかない。先ほどいいましたように、業績が悪いからそれを反映しているんだ、企業は何とかしろ、あるいは株主を向いた経営をやれというだけでは、直ちによくなるような問題ではないと思います。

一つは、先ほどいいましたように、恐らく企業にはプロフィットブルであるような投資機会が凍り漬けになっていて、実施されないうまま、延期されたままのものがかなりあるように思います。こういう企業に刺激を与えるような方法も重要なんだらうと思います。

一方で、資金側、つまり株式市場の方に資金を流入させないといけないわけです。しかし、これは難しい問題で、現実的な方策はほとんどないような気がいたします。ただ、先ほど申し上げまし

たマイルドなインフレを起こすという方法、これは経済学をやっている人たちは、大体その方向で考えが収斂しつつあると思うのですが、これには大きな効果が期待できるでしょう。ただしそのインフレ期待は当然のことながら金融市場に組み込まれますから、そうしますと、長期国債の金利は当然上がらないといけない。というよりも、上がるように操作していかないと、インフレ期待も生まれてこないのではないのでしょうか。

これまで、きわめて大量の国債が発行されてきました。本来であれば、国債があれほどたくさん発行されますと、そのリスクを十分に認識して、リスクに対してプレミアムがつき、当然イールドカーブは右上がりになり、長期であれば高い利回りを要求するような形で決まってくるのでしう。

しかしながら、これは日本銀行の金融政策がう

まかったのかどうかわかりませんが、非常に低位にコントロールされています。そのために、国債を発行する日本政府としても、非常に安い資本コストで大量の国債を発行できたわけです。その結果、大量の資金が調達できて、国の財政支出がふえていったわけですけれども、その弊害として、先ほど私が簡単に申し上げました民間部門の設備投資の抑制という問題が起ってきてしまっている。

それはそれで過去のことだから仕方がないとしてこれからどうしようかと考えてみると、今大量に国債があつて、低い利回りで保有されているわけですが、インフレ期待をつくり出すためには、あるいはインフレ期待ができていく過程で、当然のことながら、長期利回りは上がっていきまふ。そうすると、長期国債の価格はかなり下がらざるを得ません。

そうだとすると、日本銀行はそういう政策をとりにくいように思います。つまり、日本銀行がそういうことをやりますと、国債を大量に抱えている金融機関は、また大幅なキャピタルロスを生発させてしまふということになりますから、銀行の監督をする立場の日本銀行としては、非常にやりにくいのではないのかなと私は思っています。

時々、量的緩和、量的緩和ということがいわれていますけれども、現状ではゼロ金利ですから、貨幣の保有には何のコストもないのですが、金利が1%でもあれば、お金で持っているということ、その1%を失うということになりますから、それは非常に大きなコストになります。ですから、お金で持っているとお金が大変な損ですから、当然何かを利用しないとけない。

ところが、ゼロ%ですと、お金で持っていて何の損もないわけです。その上に貨幣は流動性が

高いわけですから、当然そういう状況では、幾ら金融の量的な緩和をしても、当面は物価の上昇にはつながらないと思います。金利を上げないし量的緩和に大きな期待はできないでしょう。

こういう状況で何をやった方がいいのかというと、私が一番いいと思うのは、こういうことをいうとおこられるでしょうが、恐らく日本銀行に株式を買わせるのが一番いい。株式をオペレーションの対象とするのがよさそうです。実現は困難でしょうけれども。まず、先ほどいいましたが、現状では株式のリスクをとろうとする主体が限られている。日本銀行が肩がわりをすることになります。

それから、日本銀行のポートフォリオをみると、たくさん国債を抱え込んでいますから、その状態で将来のインフレ期待をもたらすようなことをやるのは、やはり大きな口スを生じてしまい

ますから、心理的にもしにくい。それに対して、株式であれば、これも議論があるところですけども、インフレには少なくとも国債などよりは強い資産というふうに考えられていますから、マイルドなインフレ政策をとつても、株式を持つ限りは、さほど大きなコストはかからない可能性がある。そういうところから見ても、日本銀行が株式をオペレーションの対象にするのはよさそうです。

経済学では、日本銀行に株を買わせるなどということはあつてはならない、タブーになっているようです。ただ、現状を考えると、真剣に考えてもいい選択手段ではないかなと思つています。先ほどもしましたように、現状では量的緩和をしても、それは全部、何も使われずに吸収されるだけですので、効果は小さいでしょう。

ちょっととりとめのない話で、あるいは荒唐無

稽なお話で申しわけありません。現状は通常ではかなり考えられないような措置をしない限り、回復はなかなか難しいというのが私の理解です。

いま一つは設備投資に刺激を与えることです。

先にお話したように、私は必ずしも経営者が好ましくない行動をとっているとは考えていません。

企業にはプロファイタブルな投資機会があるはずなんだ。ただ、あるのだけれども、それは資金調達の面、あるいは将来の不透明感という点から延期されている。その延期されている部分を、将来の不透明感をなくすこと、あるいはもっと極端な発想ですと、一年あるいは二年というふうに期限をもつけその間の投資に対する補助金を与える、あるいは何らかの減税措置を与えるというような刺激政策を与えていくことが考えられます。それによって、株価は現状の低迷の均衡から抜け出して、少なくとも活況を呈するような状況になるの

ではないかというふうに私は考えております。

そういうような理解も、この流動性という問題を考えることによって出てくるのではないかなというのが、最近の株価低迷に関する私の見方です。

五、政府の介入

時間が少なくなってきましたので、非「効率市場」での政府介入の問題について簡単にお話します。これには二つの問題がありまして、市場が効率的でないのであれば、やはり介入する余地が生まれるのではないかという議論があります。

一つには、例えばロングターム・キャピタル・マネジメントのような危機の場合です。あれは典型的な流動性危機です。持っている資産内容が悪

いわけではなく、ただ、手元に流動性がないために維持することができない、そのためにポジションを解消していかざるを得ないというようなことが起きるような状況を「流動性の危機」というふううに呼んでいるのですが、そういう状態で、中央銀行が介入すべきかどうかという問題が一つあります。

もう一つはもっと論争的な問題で、株価を安定化させるような政策が望ましいか、望ましくないかという問題があります。

前者に対しては、介入もやむをえないのではないかと思われるかもしれませんが、経済学者は介入に慎重な意見が大半です。ましてや、マーケットプライスに直接介入するということに関しては、慎重な意見が多いというふうに思われます。この点に関しては、そういう問題があるということにとどめておきます。

六、商品設計

どついう金融商品を考えていいんだろつうかという問題に関して、書かれているものを見ますと、いろいろな投資家がいるから、多様なリスクとリターンの組み合わせが選ばれるような金融商品を考えて、それを取引していくことがいいのではないかというような意見が多いようです。

私は、それによつて、例えば個人投資家を市場に呼び戻そうということであるならば、恐らく、発想として大きく間違っているのではなからうかと思つています。つまり、個人投資家といわれている人たち、あるいはもっと一般に、機関投資家も含めまして、多様なリスクとリターンの組み合わせというものを、さほど欲しているわけではない。リスクというのは非常に難しい概念で、何

をリスクとしてとらえるのかは、ある意味では非常に主観的な問題です。

株式投資をするときにリスクがあるということ
を認識することは非常に重要なことですけれど
も、多様なリスク、例えば非常に複雑なデリバ
ティブスを使って出てくるようなリスクのパター
ンを要求する投資家たちは、個人にしても機関投
資家にしても、それほど多いとは思われませ
んし、そもそもそういうリスクとリターンを認識す
ることすら非常に難しい。それは個人だけではな
くて、例えば年金の資金運用を預かっている人た
ちにとつても、さほど簡単なことではない。

例えばラーメンならば、私はかつおぶしの味が
好きですよ、私はとんこつが好きですよというこ
とはわかるかもしれませんが、しかし、リスクに関
してはせいぜいのところ、元本を割るリスクはど
の程度なのか、あるいは、ある一定額より下回る

のはどの程度なのか、どの程度までならそれを負
担していいと考えるのかということぐらいを考え
るのが、典型的な投資家だと思っんです。

ですから、そういうさまざまなリスク負担云々
という形で商品を考えていくよりも、先ほどのよ
うな株式市場の流動性をできるだけ引き下げる、
つまり、ファンダメンタルズに比較的近づけて、
安定したものにしていくために、先ほどのノイズ
に対抗して正しい値に近づけようという立場の人
たちのリスク管理、あるいは流動性を高める、運
用をしやすいとするというような商品がどういうも
のであるか、ということを考えていく必要がある
のではないのでしょうか。

同時に、デリバティブスの新しい市場をつくつ
たのはいいが、そこではノイズばかり発生して、
ノイズの発生装置になってしまつという危険性も
ないわけではないので、ノイズに立ち向かう人た

ちにとって役に立つような、あるいはリスク管理に役に立つようなものかどうかというところが非常に重要でしょう。むしろ、個人投資家の問題は、多様な投資というよりも、先ほどもいきましたように、税制であるとか、直接訴えるようなものの方がメインになるのではないかなと私は思っています。

先ほどもいきましたように、株式市場は流動性が低いために、その分資金が流れにくいと考えられます。リスクが高いものに投資をするというのは、それなりのコストがかかるわけですから、その見返りとしてリスクプレミアムを得るのは当然です。しかし、先ほどの流動性のコストはない方がいいわけです。流動性プレミアムがあって、その分余計に負担しなければいけないから投資はやめてしまうというのは、経済全体にとっても企業にとっても好ましいことではありません。ですから、

流動性のコストはできる限り下げた方がいい。

そのためには、例えばマーケットストラクチャーについて、証券取引所の改革とかいろいろなことが行われていると思いますが、そういうものも重要でしょう。さらにそれ以上に重要なのは、先ほどいったノイズみたいなものがなくなるような、あるいはできるだけ押さえるような工夫が、株式市場の流動性、あるいは株式を通じた資金調達を有利にする上でいいわけです。

ただ、ノイズをなくしてしまえばいいかというと、そうともいえません。しばしばノイズというのは、株価を上方に引き上げる要素として働きます。個人投資家でしたら、そういうノイズがまじっていた方が、株式市場はある意味ではおもしろいから、遊ぶ余地があるというところもあるのですけれども、そういうノイズの存在は、全くなくしてしまうよりも、多少あった方が株価を引き

上げる力として働く。

これは、伝統的な考え方によるとけしからんこととして、私が「これがいんだ」と言えば、本当は怒られてしまつのですが、しかし、例えば「ITバブル」ですが、あれがすべてまづかったかという点、そうでもなくて、あれによって資金が流れて、いろいろな企業が投資をして、失敗したのも沢山あるでしょうが、それによって新しい技術も生まれてきました。それはその企業だけではなく、社会的にも大きな価値を生むということでもあるわけですから、そういうことを考えると、必ずしもノイズを全部規制してしまうようなものであればいいかというと、そももいかない。いずれにしてもなかなか難しい問題です。

それから、商品の設計としては、直接ファンダメンタルズというものを取引するような場、これはブレナンという人が提案しているのですが、配

当そのものを取引するような、例えば、二〇〇三年の東京証券取引所一部上場企業の配当総額について、その先物を取引するということをする。二年後、三年後の配当に対する売買をするということ提案しているのです。これはなかなかおもしろい提案ではないかなというふうに私は思いました。

これによって何が起るかというと、二年後の配当の先物取引ですから、投資家は二年後の配当をみんな当てっこするわけです。二年後の配当が幾らであるかを真剣に予想するということが必要になってくる。その結果として、株式市場には、ファンダメンタルズの値であると考えられている配当の価値が反映されていくというようなことが起る。

これは一つの例にすぎないのですが、こうした考え方で商品設計を考えていくことが大切だと思

います。必ずしも証券会社の儲けにつながるのかもしれませんが、株式市場の流動性を引き下げて、株式市場を活性化させる上で有意義な役割を果たすはずですから、回り回れば、やはり業界全体の利益になるといふふうに、私は思っております。

とりとめもない話で、当たり前のことをわかりにくくいったという気もしないわけではないのですが、最近のファイナンス、あるいはファイナンスの経済学の分野では、一部では非常に数学的ファイナンス工学という議論も行われていて、そこらはそちらで進歩していますけれども、一方では、私の理解するところ、実務の方や現場で見ている人たちの見方に、少なくとも従来の方考え方よりは近づいてきているような見方が出てきていて、それが主流になりつつある。それによって、

これまでの議論が大きく変わってきています。

例えば最初に申し上げたように、株式持合いの解消は市場に何の影響も与えないというようなことを、当然のこととして考えていた学者たちはばかりではなくなりつつある。それは当然下がるでしょうということ的前提にして議論が行われていきます、というご紹介でした。

ご清聴、どうもありがとうございました。(拍手)

関理事長 大変興味深いお話を伺ったわけですが、先生にお願いして、少し質問の時間をとっていただいております。どなたか今のお話で、ご意見、ご質問がおりになる方、ちょっと合図していただけますか。

質問 今ノイズという形で、一つの本来あるべき姿に対して逆の動きをする、あるいは増幅させ

る、そういう力がある、したがって、それを排除すれば正しくなるとおっしゃったと思いますが、情報というのはマーケットの中で、必ずしも全部皆さんに知れ渡っているわけではないわけです。

そうすると、本来の価値といわれても、それを正確に判断できる材料は普通の投資家は持っていないわけです。投資家は、こうではないかという推測をしている。場合によっては、ノイズの方が正しいかもしれないですね。

また、長期的には排除されても、三カ月とか短い期間で限ると、ノイズの人たちの方がいい情報を持っている、あるいは、マーケットの力を的確に判断していて、それが本来そこで起こってもおかしくない現象として、ノイズが株価の流れをつくり出すということがあると思うんですが、その辺のことについて、どういうふうに整理したらよろしいでしょうか。

答 おっしゃるとおりで、私もそういうお話をしたつもりだったんですが、もう一度整理しますと、本来は全く情報のない、例えば単なる根拠のないうわさが回って、それに基づいて買ったり売るなりする人たちをノイズというわけです。ところが周りの人たちは、そもそもその情報が正しいか正しくないかわかりませんから、ある人はそれが正しいものとして、そのノイズに乗っかっていってしまうということが起こるわけです。すると株価がさらに上がる。

一方で、もう少し冷静な、ものごとをよく知っている投資家が出て、それはノイズで単なるうわさだから、いずれその上がった分は下がるに違いないと思っけていても、とりあえず、そのノイズに多くの人たちが正しい情報が含まれているのではないかと思っけて乗っけているのであれば、私は違っく思っけている人も、当面は上がるわけですから、

乗っていくということが起って、それが株価を増幅させていくということがあるという議論なんです。

そういうことがよくあるだろうというのは、皆さんもよく理解できるだろうと思います。そういうことがよくあるんだけど、それが取るに足らないことなのか、それともかなり株式市場の全体の動きを支配するようなものなのかというところで、理解の違いがあるのではないかなと思います。

「ノイズ」という言葉は、ブラック・ショールズのブラックという人が最初に使ったようです。最近の行動ファイナンスの人たちは、人間はそれほど冷静なものではないのだから、あるいは我々が考えているほど合理的なものではないのだから、かなり市場の動きを支配するような力があるのではないかと考えています。

私自身はさらにもっと極端で、こういう議論を前提として、少くとも一部の投資家は、ファンダメンタルズというものがあって、いずれそれに戻ってくると思込んでいる投資家で、その人たちが行動するからファンダメンタルズに戻るんですけども、だれに頼まれてファンダメンタルズに戻さなければいけないという投資家がいるのかというに関して、私はそもそも疑問を持っていて、そうすると、さらに事態は複雑になる。

ただ、多くの人たちはいろいろな投資尺度やモデルを持っている。そのモデルの多くは、現実の企業の利益と無関係ではありませんので、どういう形にしろ、利益と関連して、投資をすることに なりますので、大ざっぱにいうと、株価と利益は大体似たような動きをするんです。

時間が余りないんですけども、株価と利益が同じように動くというのは、伝統的な理論にとっ

て有利な現象のように見えますが、実は不利な現象です。伝統的な議論というのはあくまで、将来の配当すべての現在価値が株価ですから、現在の利益と株価がいつも連動していくというのはおかしな話になります。今利益が少なくても、将来大きな配当が期待される場合には株価が高いというのが伝統的な議論なのです。

統計的なデータをつくりますと、GNPとトピックスとか、鉱工業生産と株価であるとか、企業利益と株価は、割合にパラレルに動くんですね。ということは、伝統的な理論よりも、私が今いった、人々はいろんな考え方で投資しているけれども、その多くは、PERにしろPBRにしろ、ある意味で利益と株価を比較するような要素が必ずありますので、その結果として動いていくのではなからうかというふうに私自身は理解しています。

質問 私かノイズに触れたのは、ノイズが正しくないということの本当にいいのかという疑問なのです。例えば、エンロン問題のとき、皆さんはエンロンという会社が本当にまだ価値があって、稼ぎをもたらしてくれると思って、持っていたが、それを逆に仕掛けた人がいて、結果的にはその人が正しかった。そして、エンロンの価値がゼロになってしまった。こういうものがノイズといえるかということです。

全体で見た場合にはそれがあがる程度の一つの流れになるのかもしれませんが、ナスダックの場合には個別銘柄の動きですからどうでしょうか。こういうものが、果たしてうまくノイズである、ノイズでないと選別できるだろうか。

答 おっしゃるとおりかもしれません。そもそも選別できないのではないか。ただ、経済モデルを考える限り、何かあらかじめ区別しておかなければ

ばいけない要素は必ず必要なもので、そういう操作をしているのかもしれない。おっしゃることはよくわかります。それは非常にいいアイデアで、今おっしゃったことを、もう少し私自身が研究の中で生かしていけたらと思っています。ありがとうございます。

関理事長 それでは、もうしばらくたつたら、二回目も先生をお招きして、話をしていただくことにしたいと思います。先生、きょうはどうもありがとうございました。

これで終わります。

（くらすわ もとなり・横浜国立大学大学院教授）

（本稿は、平成十四年一月二十一日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。）

倉澤資成氏

略 歴

1969年 早稲田大学理工学部数学科卒業
1973年 早稲田大学大学院経済学研究科修士課程修了
1973年 財団法人国民経済研究協会研究員
1974年 横浜国立大学経済学部専任講師
1975年 横浜国立大学経済学部助教授
1988年 横浜国立大学経済学部教授
1999年 横浜国立大学大学院国際社会科学研究所教授

審議会委員等

証券取引審議会先物部会委員
法制審議会民法部会委員
日本銀行金融研究所国内客員研究員
経済企画庁経済研究所客員主任研究官等を歴任

著 書

『入門価格理論第二版』（日本評論社、1988）
『株式市場』（講談社、1988）
『構造変化と企業行動』（日本評論社、1995、若杉隆平・浅子和美氏と共編著）等