

市場の効率と公正（理論と現実）

大 森 泰 人

はじめに

以前、この会にお招きいただいたのが、ただ今高橋理事長から御紹介があったようにリーマン・ショックの直後でしたので、最近はどうな人が話しているのかなと研究所のウェブサイトをのぞいてみたら、一年前の今月、東証の斉藤社長が登場していました。

ファイルを開いてほほ笑ましく感じたのは、相変わらず、ハリー・マーコビッツ、ビル・シャー

プ、マートン・ミラーといったファイナンス理論から説き起こしていることなんです。これはある意味、斉藤さんの癖みたいなもので、一九九〇年代の半ばに野村の副社長として、私が初めてお会いしたときも、ブラック先生やショールズ先生の思い出でしたし、その後も初対面の人にはファイナンス理論を語るんですね。恐らく、若いころアメリカへ行かれ、証券市場を理論的に把握しようとするアプローチに彼我の差を強く感じたのだと思います。

一方、今回の金融危機は、経済や財政の危機に

発展し、市場の効率性を前提とするファイナンス理論への不信が高まる中で、あえてそこから語り始めるところに、市場人として生きてきた斉藤さんの意地のようなのを感じます。私なりに付度すれば、欧米で市場メカニズムが不具合を起こしたからといって、長らく市場メカニズムに背を向けてきたこの国のありようが正当化されるわけではないよ、という思いでしょうか。

一年前の話は、日本の経済や金融システムの課題を、経済思想の混乱に戸惑いながらも格調高く論じる風情で、東証の宣伝はほとんどありません。私も、東証が上場企業の法務担当者を動員するような講演会では、インサイダー取引の監視体制みたいな話をしますが、今日はせっかく研究所の会なので、若干研究ばく、内外の証券市場の歩みを振り返りながら、市場の効率と公正の関係、効率的市場という理論のインプリケーション、さ

らには政策の限界や可能性につき、感じていることをお話ししたいと思います。いつものように、レジュメを横目でご覧になりながら聞き流していただければと存じます。

一、二つの市場観

二〇〇七年の夏に今回の金融危機が顕在化して以降、本屋には山ほど危機本がありますが、ウォール街の強欲を糾弾したり、政策責任者を後知恵で断罪したり、この世の終わりを嘆いてみせたりで、読むに値するものがあり見当たりません。そこで改めて経済学の古典をひもといてみると、とりわけケインズの「一般理論」が、現代日本の経済や金融システムの課題そのものだったので結構はまっています。昨年は官民の若手有志と勉強会をしていたほどです。

ケインズを読んでいますと、彼が批判した古典派経済学の思考方法が気になって、アダム・スミスにさかのぼったり、逆にケインズ以降、古典派経済学に先祖返りしたミルトン・フリードマンの言い分を検証したりします。戦後三〇年くらいはケインズ、その後三〇年くらいはフリードマン的な発想が支配的となり、大きな危機が継続中の現在、依拠すべき経済思想も揺らいでいるようです。そこでまず、証券市場に対する二人の見方の確認から始めます。

ケインズの美人投票投資論は有名ですけど、単に市場の人氣が移ろいやすいという意味ではないのですね。一〇〇人から六人を選んで、全員の投票結果に最も近い人に賞品を与える美人投票では何が起こるか。もちろん自分が美人と思う人を選んじやだめですが、他人の女性の好みを詮索するのでもない。他人もまた、みんなはどう思うのだ

ろうと思っているの、平均的意見が、何が平均的意見と予測するかを予測する世界になります。

ちっとも自分の好みじゃないけれど、最近はこのいう女性が流行るのかも、みたいな判断になるので、理論上は全員の好みに合わない女性が選ばれる可能性があります。

株式市場においても、全員が本音では、常軌を逸したひどいバブルだと感じていても、みんなはまだまだいけると思っているだろうと判断するのなら、今はさらに買うのが合理的になります。自分が既に割高だと思っても、自分の後により高く買ってくれる人が登場する状況を「よりバカ理論」と呼んだりますが、よりバカも、自分の後によりよりバカが登場すると期待できるなら合理的であって、必ずしも愚か者が存在しなくてもバブルになります。

歴史家は、性懲りもなく何度も怪しげな株式会

社に群がる人間を愚かしく描写しますし、確かに群集心理は個人の冷静な判断を狂わせますが、「またバカな会社が現われやがったからみんなに受けるだろうな」と先んじて買いに回る醒めた人も結構いたわけです。

平均的意見が平均的意見を予測する世界では、ファンダメンタルズが重視されないので、作為的に相場操縦して他人を誘引する人が現われると、誘引される人が大損します。また、自己資金だけで投資しているならまだしも、投資のために借金していれば、バブル崩壊とともに資産が消えて負債だけが残るので、バランスシート調整が長期にわたり、デフレ圧力になります。

こうした市場観に基づきケインズは「大衆をカジノから遠ざけるべき」と主張しますが、自分自身は大衆の一員だと思っていなかったので、投資家として成功しました。興味深いのは、美人投票

的市場観を持ちながら、株価のモメンタムを追うのではなく、ファンダメンタルズに基づくバイ・アンド・ホールドのバリュート投資にこだわったことです。してみるとケインズは、市場は常に不合理だと思っていたのではなく、長期にわたりファンダメンタルズから乖離し得るという、現実的な見方をしていたと言えます。

対するフリードマンの市場観は、アダム・スミス以来の伝統で、ファンダメンタルズへの収斂が基本になります。「国富論」の最初のほうに、市場価格は自然価格に回帰するという議論があって、スミス流ファンダメンタルズである自然価格は、平均的な生産費プラス利潤です。市場での需給で市場価格が形成されますが、やがては労働や資本といった生産資源が、市場価格が低い商品から高い商品の生産に移動して、市場価格を自然価格に近づける。「食事ができるのは、肉屋や酒屋

やパン屋の慈悲のおかげではない」との有名な言葉にあるように、個々人が私利私欲を追求していれば、市場メカニズムという見えざる手により効率的な資源配分が実現します。

このありがたいメカニズムに対する欧米人の信頼は、時として信仰の域に達している一方、今なお多くの日本人は、見えざる手が見えないのは、もともとそんな手は存在していないからだと感じています。イスラム原理のために自爆テロも辞さないから原理主義者なのですが、日本では、システムの非効率性を見かねて、もう少し市場メカニズムに委ねてみようよと提案する程度の人が市場原理主義者と呼ばれます。

フリードマンは元来、為替市場を論じたのですが、彼のテーゼは株式市場を初めとする市場一般に拡大されました。株式市場で安いときに買って高いときに売る。言い換えれば、割安な銘柄を買

い、割高な銘柄を売る裁定投資家が成功して市場に生き残り、逆に、高く買って安く売る投資家は失敗して市場から淘汰されるので、ファンダメンタルズに基づく正しい価格が形成される。これは、ケインズのような観察に基づく主張ではなく、そうなるはずだ、というア・プリオリな仮定です。

株価のファンダメンタルズを、将来収益の割引価値とすれば、将来収益そのものが不確定だから投資行動は美人投票的になるとケインズが認識するのに対し、市場全体としてファンダメンタルズに関する情報を反映して価格形成する能力があると考えるのが、引き続いて形成されたファイナンス理論の核になります。成功すれば生き残り、失敗すれば淘汰される市場ダーヴィニズムから、生き残った投資家が形成している価格は、効率的な資源配分の指標として正しいのだから政府は介入

するな、という発想が派生します。また、生き残るための手段は問わないので、安く買って高く売れる投資家は情報を持つインサイダー、逆に高値づかみするのは情報を持たないアウトサイダーであつても気にしません。

二、大恐慌の診断

大恐慌に際し、ダウは三年間で九割暴落し、もとに戻るのに四半世紀かかっています。なぜ九割も下がるほどいったん上がってしまったかは、みんなが上がると思つてゐるだろうとみんなが思つた美人投票メカニズムも働いたし、正しい企業情報が開示されない中で相場操縦が横行した事情もあります。

主要な銘柄は、プールと呼ばれた資産家のグループが、取引所のスペシャリストやメディアも

抱き込んでつり上げ、銀行系の証券会社もプールの構成員として銀行の顧客に証券をはめ込みました。こうしてバブルが膨らんでいく過程で、FRBは政策金利を引き上げますが、金融政策によってバブルを抑止できるか否かは、現在まで明確な答が出ていない論点です。

私がおもしろいと思うのは、ケインズと、どう見てもケインジアンではないグリーンスパン前FRB議長が、この論点については意見が一致していることです。ケインズは、株式投資のための借金の金利を上げたぐらいで投資熱がおさまるはずがなく、むしろ生産的な使途にも資金が回るよう、バブルに際しては金利を下げよとまで言います。

グリーンスパンは、バブルは崩壊して初めてバブルだったと認識できるので、崩壊したらFRBは実体経済への悪影響を防ぐべく果断に資金供給

するが、平時の金融政策が抑止すべきはインフレだという、みずからの実績への誇りと言いわけが渾然一体になった主張をしています。こういう主張は、金融危機後の現在は責任逃れとして人気がありませんけど、バブルを抑止する上で中央銀行と金融行政当局に何ができるかは、日ごろから冷静に考えておくべき課題だと思います。

後ほど見るように、株価が暴落しても必然的に不況が深刻化するとは限らないので、一九二九年の暴落とその後のGDPや物価の激しい下落、失業率の激しい上昇、銀行の破綻ラッシュとの因果関係をめぐる学者の分析は、百家争鳴状態です。

これは結構複雑な話で、株式市場サイドだけ見ても、そもそも株価のバブルがどの程度常軌を逸してファンダメンタルズから乖離していたか、株式投資がどの程度負債に依存していたか、言い換えれば崩壊後のバランスシート調整がどの程度デフ

レ圧力になるか、株価単独のバブルか地価その他のバブルと複合していたか、投資家の心理にどう影響したか、など、さまざまな要因に左右されます。加えて、資源配分の指標としての株価が上がり過ぎれば、強気の成長期待から過剰な実物投資や雇用を招き、実物面での資源配分そのものをゆがめて崩壊後のバランスシート調整をさらに過酷にします。

私は、一九二九年以降のアメリカと一九九〇年以降の日本は、ともに、常軌を逸した負債依存型複合バブルの崩壊として、おのおの国のありように自信満々だった投資家、ひいては国民全体の心理を大きく下方修正させ、その後の実体経済の低迷と強い因果関係があると感じています。今回の金融危機の構造には違う側面もありますし、政策効果についての知見も向上していますが、同時に政策の限界についての認識も深まって、今後、

欧米が、日本がたどったデフレの道を追いかけてくるような気がします。

豊富の中の貧困という大恐慌の現実を前に、ケインズは、供給すれば需要はついてくるという伝統的な経済学に対し、需要される範囲内でしか供給できないという視点を打ち出します。マクロ経済を需要側から見るか供給側から見るかが、現在に至るまで経済思想の大きな論点なのは、需要が旺盛なら、貯蓄に励んだカネを実物投資に回し、生産性を高めて旺盛な需要にに応じていけばいいだけですが、マクロで需要が不足すると合成の誤謬に陥るからです。

不況への対応として、個別の家計が節約して貯蓄目標を達成するのはもちろん可能ですが、すべての家計が消費を減らせばマクロで企業の売上げが減少して賃金を切り下げざるを得ず、貯蓄を生む所得そのものをさらに減らしてしまうので、国

家的な貯蓄目標は達成できません。同様に、個別の企業にとつては賃金カットやリストラが合理的でも、すべての企業が同じ対応をすればマクロの購買力が減退し、かえって不況が悪化してしまいます。とりわけ、バブルが崩壊してみんなが茫然自失状態にあるときに、競争を促す構造改革で生産性を上げようとすればむしろ需給ギャップが拡大しますが、さりとて長らく構造改革をサボっていると、非効率性を抱えたままゆっくり沈んでしまふのが悩ましいところです。

この議論がなかなか決着しないのは、需要と供給は截然と区分できる概念ではなく、生産性を上げて魅力的な財やサービスを効率的に供給できれば、それに呼応して需要が高まるルートもあるからです。需要不足と供給能力不足のどちらが不況の強い原因かで処方箋は異なるので、現実をどう診断するかが重要になります。

大恐慌を需要不足と診断するケインズの金融政策の処方箋は、もちろん金利を下げ資金供給を増やすことですが、みんなが将来を悲観して流動性の高い現金や預金にしがみついていると需要は増えず、そのときは財政政策として政府がカネを使うしか需給ギャップを埋められません。

対するフリードマンは、株価暴落と不況の因果関係を重視せず、不況の深刻化はFRBが適切に資金供給しなかったせいだとするので、金融政策に限ってはケインズと同じ構えに見えますが、資金さえ供給すればおのずと使われたはずだという前提に立っているんです。伝統的な経済学の思考方法では、市場には自律的な調整機能があるので、そもそもバブルの発生や崩壊といった現象を説明しにくいし、その影響にも注意を払いませんが、政府の一部であるFRBの失敗による不況の深刻化という発想は受け入れられやすいのでしょ

う。フリードマンの考え方が普及するにつれ、中央銀行の機能は重視され、とりわけ日本では、デフレが続くのは日銀がカネを十分に刷らないせいだと信仰する経済学派であります。

大恐慌に際してフーバー大統領は、一方で、サライサイダーだったメロン財務長官の清算主義、賃金も株価も地価も高くなり過ぎたので、労働者も株式も土地も清算せよという市場メカニズムに委ねる発想と、それだけではマクロ経済が悪循環に陥るといふ思いの間で揺れ動き、バブル崩壊後の日本が、景気対策と構造改革の間で揺れた先駆けになっています。ローズヴェルト大統領が幸運なのは、経済がどん底まで落ちたときに登場したことであり、この点、リーマン・ショック後間もなく登場したオバマ大統領はかなりのハンディを負わされていると私は思います。

学者の診断はどうあれ、株価の動きがまとも

じゃなかった反省に立ち、証券市場で正しい情報に基づき価格が形成されることを目指した新たな制度が整備されました。規制の緩い州法ではなく、連邦法として、企業の情報開示を徹底させる証券法、相場操縦や証券詐欺を禁止する取引所法、銀行預金者と証券投資家の利益相反を未然に防ぐために業態を分離するグラス・ステイガル銀行法を制定し、市場の監視は連邦機関であるSECが担う体制です。

情報開示を強化し、市場の自然な需給をゆがめる相場操縦を禁止するのは異論が少なかったのですが、インサイダー取引を証券詐欺として摘発するようになったのは、六〇年代以降になります。

証券市場で何が許されないかは、当局と市場参加者の規範意識に依存しますが、より広く国民の市場参加を求めるなら、自分が不正には扱われなといった信頼感を高めなければなりません。

アメリカの証券市場制度を敗戦国日本は輸入しますが、現実に形成されたのが銀行型の金融システムであり、証券市場の役割が現在に至るまで限定的なのは御案内のとおりです。政策的優先度の高い基幹産業に資金を流すのが目的なら、証券市場のメカニズムに依存するより、銀行経由のほうが適しています。銀行と貸出先の長期的な取引関係、会社と従業員の長期的な雇用関係、取引先間での株式持合いと、ステークホルダー共同体としての会社のありようは、かなり変化したものの、とりわけ大企業において現在まで基本的に維持されています。

高度成長期の日本は、三種の神器とか三Cとか、キヤッチアップの方向感明確で、右肩上がりの賃金による内需に込めながら、次第に品質を海外から評価され、外貨も稼げるようになる好循環でした。三丁目の夕日の商店街は決して豊かで

はありませんが、今日は昨日より豊かになれたし、明日は今日より豊かになるとみんなが確信していれば、実際に豊かになります。バブル崩壊後は、確信が徐々に失われて、歯車が逆回転する悪循環になっていると思います。

三、効率的市場と不公正取引

第二次大戦後、変動相場制に移行し、資本移動が活発化するまでの間は、歴史上珍しいほど経済や金融システムが安定した時代だったことも背景に、アメリカでは、市場は効率的であるとの理論が形成されました。変動相場制に移行したニクソン政権で、経済諮問委員会の委員長だったハーバート・スタインは、持続可能でないものは是正しなければならぬ、というなかなか味深い深い言葉を残しています。収入と支出も、需要と供給

も、均衡していれば持続するので、言い換えれば不均衡を是正する必要性の指摘です。経常収支の不均衡で実力以上の暮らしを永遠には続けられないし、財政収支の不均衡で将来世代に負担を転嫁し続けることもできません。収入から返済可能な範囲でカネを融通するのが金融であることが、しばしば忘れられます。物価や資産価格も、需給が永遠に一方に傾き続けることはありません。ただ、是正すべき不均衡なのか否かは、住宅価格が上がる分、借金して海外からの消費を増やし続けた最近のアメリカのように、直ちに自明ではない場合もあります。固定相場制の時代は、日本でも国際収支の天井に達すると金融引き締めを行ったように、貨幣価値を守らねばならないので、不均衡を拡大する無茶をしにくかったとも言えます。こうした安定時代に形成された効率的市場仮説に対し、私は、いささか複雑な思いを抱いていま

す。

株価が通常、新たな情報を反映してランダムに動くので、濡れ手に粟の収益機会など存在しないという主張にはほとんど違和感ないですし、理論から導かれる一般投資家へのアドバイスにも共感しています。また、企業経営が市場によるガバナンスで効率化することや、市場が今後の成長分野を見出してリスクマネーを供給し、必要な産業構造の転換を促してアメリカ経済の成長を支えたのも確かだと思います。

一方、通常は効率的だという観察を超えて、先ほど言及したように、常に効率的だから市場は正しいとか、正しい市場への政府介入は必ず失敗するとすれば、理論というよりイデオロギーに近く、だからバブルのような不均衡をなかなか認識できないのだと感じるし、効率的であることはイコール公正であるとの思考に傾きがちなものにも違

和感を覚えます。

市場の効率性への確信の度合い、より正確には、情報が市場にどの程度反映されるかに応じて、効率的市場仮説の強度が区分されます。

公正な市場という視点から仮説を眺めてみると、まず、控え目な効率性（ウィーク・フォーム）の主張は、過去の株価変動から将来の変動は予測できない、言い換えれば株価は系列相関しないという考え方であり、チャート分析が否定されます。ケインズの見方とは対極ですが、確かに、チャートを分析してパターンのないところにパターンを読み取るとか、ファンダメンタルズとは無縁のデイトレードで長年儲け続けた話は聞かないので、株価のランダムウォークという発想は健全だとは思います。

ただ現実には、急に株価が上がれば、かなりの投資家が自分の知らない何事かが起こったのだろ

うと考えて追隨するし、短期的なモメンタムを追って成功する場合もありますが、追隨して置き去りにされる被害者も出てきます。そもそも、株価が系列相関しないなら、誘引目的の相場操縦を禁止する必要もないのでして、私たちの取引審査でもチャート分析は基本技能になっています。

やや強い効率性（セミストロング・フォーム）の主張は、市場は新たな情報を直ちに反映するので、公表された情報を分析しても儲けることはできないという考え方で、プロの投資運用が否定されます。銘柄選びを工夫したもりの投資信託のパフォーマンスが、市場平均に勝っていないことを示す実証分析はたくさんあり、とりわけ日本ではそうです。

では、ウォーレン・バフェットのような投資家が、なぜ長年市場平均に勝ち続けているのかといえば、効率的市場仮説によれば単なる偶然の産物

で、数千万人の投資家がいれば、長年勝ち続ける投資家が数人いるのは確率的には当然だからです。バフェットは、銘柄分析が無駄だと大学で教えられている事態ほど、自分のような投資家に有利な環境はないと皮肉な感謝をしています。他方で私は、長いこと投信の乗換え勧誘を見てきたので、市場平均のインデックス・ファンドを長く持つのが一番という効率的市場仮説から帰結する教えには、結構シンパシーを覚えます。

さらに強い効率性（ストロング・フォーム）の主張になると、市場は非公表の情報すら反映するので、インサイダー情報があっても儲けることはできないとか、虚偽開示をも市場は見抜くという考え方で、さすがに極端かなとは感じます。でも例えば、スペースシャトルが墜落すると、市場は三〇分もしないうちに、インサイダー情報もないまま欠陥部品の供給企業を突きとめますし、企業

業績の公表前に株価が既に織り込んでいるケースもよくあります。

二〇〇八年秋のリーマン・ショック後にトヨタ・ショックになりますが、既にトヨタの株価は二〇〇七年冒頭にピークを打ち、ずるずる半分近い水準まで低下していました。早い段階で、円安とアメリカ人の過剰消費に依存するトヨタのビジネスモデルに限界があると市場全体として判断していたなら、何やら深遠な感じはします。もちろん現実には、インサイダー情報があれば多かれ少なかれ儲けたり、損を避けたりできますし、虚偽開示が長い間放置されたりもするので、私たちに失業の心配はありません。

先ほど紹介したように、アメリカでインサイダー取引の摘発が相場操縦より遅かったのは、市場メカニズムを信仰する学界にかなり強力な擁護論があったのが一因です。自然な需給をゆがめる

相場操縦と違い、インサイダー情報そのものは真実なので、真実が早く市場に反映されるのはよいことと考えるのは効率的市場仮説と整合的ですし、企業の経営者や従業員にイノベーションの報酬としてインサイダー取引を認めてやるほうが、企業経営が効率化すると考えます。

逆に言えば、インサイダー取引が横行する市場を一般投資家がどう感じるかは重視されません。一般投資家が不公平さに愛想つかして市場に背を向けるようになったら元も子もないことに気づき始めて、ようやく現在ではインサイダー取引擁護論は流行らなくなっています。理論が想定するほど、現実理想的にできていません。

こうした効率イコール公正という発想に加え、もう一つ私が気になるのは、効率性の前提が裁定取引にあることです。効率的な市場では、株価のモメンタムを追っても、ファンダメンタルズ情報

を分析しても儲けられないから、投資するならインデックス・ファンドがよいとの教えは、結論において、冒頭の二つの市場観のうち、市場の価格形成は非効率だから大衆を遠ざけるべきだとするケインズにむしろ近いように見えます。ただ、仮にすべての投資家がインデックス・ファンドを持つていただけだと、市場に裁定機会が存在しても放置されてしまいます。この一見した矛盾を効率的市場仮説では、むしろフリードマンの市場観のように、割安な銘柄を買って割高な銘柄を売る裁定投資家が、市場の非効率性である裁定機会を常に追求し、常に解消しているので効率性が維持されると考えます。非効率性を追求する投資家によって市場の効率性が維持されるのは、ちょっと逆説的に感じます。

当たり前過ぎてふだん私たちがあまり意識しないのは、株価は投資家の間で割高、割安の判断が

異なっているから安定していることです。買い手と売り手の判断が異なるから売買が成立し、正しい裁定取引をする投資家が生き残ると考えるのですが、みんなの判断が一方方向に傾けば、裁定機能が働かなくなつて、バブルや暴落が起きます。ITバブルでは、あまりに非常識な株価と考えた多くの裁定ファンドが、よりバカ投資家に負けて破綻しました。

ファイナンス理論の主な業績は、企業の資金調達が、株式でも負債でも内部留保でも企業価値は同じだとするモディリアニとミラーの企業金融定理も、マーコビッツのポートフォリオ・セレクションを発展させたシャープのCAPMも、ブラック・ショールズ・マートンのオプション価格算定式も、裁定が完全に行われる市場では何が起ころかと考えてみたものです。将来収益の系列が同じ二つの企業の株価に差があれば、みんなが安

いほうを買うから株価は同じになるはずだとか、個別リスクの高い銘柄で構成されたポートフォリオの価格が安ければ、実はその個別リスクは分散されて消えており、みんなが買って高くなるはずだから、市場全体の変化に対する個別銘柄の感応度であるベータだけがリターンに反映されるという思考様式です。逆に言えば、効率的市場とは、CAPMの予測が実現する市場のことなので、完全には効率的でない現実の市場と折り合いをつける上では、理論を真に受けないさまざまな工夫をしないと使い物になりません。

ここまで私が反時代的にも、今回の金融危機で評価を落としたファイナンス理論について長々話をしているのは、おそらく斉藤さんのこだわりと同じで、リスクを定量的に管理しながら市場平均を超えるアルファを目指す姿勢が、日米の金融ビジネスの実力差だとの思いがあるからです。ま

た、株主の評価を基軸に据える発想が、企業経営の効率化や経済成長に貢献したという思いもあるからです。

ただ、ファイナンス理論にはケインズのようなマクロ的な視点はなく、みんながプライステイカーなので、多くの投資家の判断が一方に傾いたら市場で何が起こるかには無頓着なものと、CAPMにせよオプション価格算定式にせよ、正規分布のベルカーブが前提なので、カーブの端の事象はめったに顕在化しないように見え、テールリスクをとるインセンティブを与えがちだとは思いますが。

今回の危機で、またマイロン・ショールズのファンドは失敗したなんて聞かされると、一度ケインズを読んでみたらどうですかと勧めてみたくなりそうです。

四、市場によるガバナンス

効率的市場という理論の盲点に続いて、株式会社の市場によるガバナンスに話が展開するのは、先ほど来言及してきたように、効率的な市場に従えば経営も効率化するという思想が、一九八〇年代以降のアメリカ経済の復活に相当影響したと思うからです。

今日は私の遅ればせの古典読書経験におつき合っていたいでいるので、再びアダム・スミスに登場してもらくと、株式会社は、所有と経営が分離しているのだめったに成功しないと指摘しています。株式会社の経営者は、他人のカネを管理しているの、パートナーシップ（組合）のパートナーが自分のカネを管理するほどの熱心さを期待できず、怠慢と浪費が蔓延すると考えます。

もとより一八世紀後半の指摘であり、その後産業革命の進展につれ、工場を建て鉄道を敷くのに必要な資金の調達に当たり、有限責任の株式会社と、その株式をいつでも流動化できる市場の存在は不可欠になりました。ヨーロッパでもアメリカでも何度も鉄道株バブルが起き、相場操縦やインサイダー取引も横行して混乱しますが、次第に鉄道ネットワークが整備されるのは、ITバブルが膨らんで崩壊しても、光ファイバーネットワークが残るのと同じです。

二〇世紀に入ると、企業規模も顕著に拡大し、株主の意向から離れた経営者支配が一層問題視されます。ケインズの「一般理論」と同じころ、アドルフ・バーリとガーディナー・ミーンズが、元祖コーポレート・ガバナンス論のベストセラーで、所有と経営の分離の実情を描いたのは、ケインズが、株主を経営ではなく、美人投票の主体と

して描いたのと軌を一にしています。

現在のアメリカの常識からすると意外にも、バリーとミーンズは、日本的なステークホルダー共同体という発想に近く、企業経営が、私利私欲から公的政策を踏まえた中立的テクノクラシーに発展すべきと説き、折しも先ほどの新たな証券市場制度やSECの登場と相まって、経営者の意識に影響を及ぼします。ミクロの企業経営の効率性を追求するなら、従業員の賃金は低いほうがいいですが、それでは自社製品も売れないことに気づきます。

しばしアメリカの象徴だったGMに例をとれば、GMの従業員がGMの車を何台か持てる程度の賃金や年金を保証して、それが同時に内需を支える。アイゼンハワー大統領から国防長官に指名されたGMのCEOが、議会でGMの利益と国益が反したらどうするんだと問われ、アメリカに

とってよいことはGMにとってもよいことだと答えたエピソードは、先般の破綻に際し、しばしば引用されました。

七〇年代に入ると、企業の社会的責任という発想から、公益代表の取締役への選任を求めるキャンペーンGM運動が起きます。このとき、そんなこと言ってる場合かと真っ向から反対したのが、やっぱりフリードマンでした。企業の唯一の社会的責任は、自由競争のルールを守り、生産資源を効率的に活用して利益を上げ、株主に還元することだという主張は、今では違和感はないですが、七〇年代には大きな論争を招きました。

というのも、そのころからアメリカ企業の国際競争力はだんだん落ちてきて、ドイツや日本の製品に国内市場を席巻されます。石油危機も日本はどうまくは乗り切れず、高い失業率が続く中でインフレが制御不能になり、七〇年代末に登場した

ボルカーFRB議長が、マネタリストを装って政策金利二〇％に達する容赦ない引き締めを講じます。当然、高金利に耐えられない企業の破綻が相次いで深刻な不況に突入しますが、インフレがようやく鎮静化するところには、全体として非効率な企業が淘汰されていました。

再び先ほどの不均衡は正論議に戻ると、經常収支やその一環である財政収支の不均衡は収入と支出の乖離であり、物価や資産価格が一方に傾くのは需給の不均衡の現われです。持続可能でないから不均衡なのですが、この不均衡を政策的に、あるいは市場メカニズムにより是正するプロセスが、往々にして経済や金融システムの危機を意味します。ボルカーが物価の不均衡を政策的に是正している間は、強い痛みを伴うので非難されますが、長く時間がたてば、アメリカ経済を健康体に戻してくれた恩人になります。

一方、市場メカニズムによる不均衡は正の極限形態がバブルの崩壊であり、ボルカーの後任のグリーンズパンはしばしば果断に介入し、直ちに痛みを和らげてくれた恩人になります。この介入がフリーランチだったのかどうかの検証は、強い痛みを伴わないままゆっくり沈んでいる私たちの国にとつても、結構大切だと思います。市場の調整は時として行き過ぎるので介入しますが、介入によつて、調整されるのが望ましい事態までされないまま残るとか、あるいは別の不均衡が拡大してしまう悩ましさが、今日の私の話の通奏低音になっています。それゆえ、何だか立ち位置が明瞭でないともなさん感じておられるかもしれません、世の中が単純にできていないことの反映なのでご海容ください。

ボルカーの引き締めによる金融システムへの副作用として、短期で調達し、長期で運用する預金

金融機関の経営が悪化しました。S & L（貯蓄貸付組合）に対して、政府は、業務を自由化するから頑張つて稼いでみてくれという方策をとり、預金保険で保証された賭博を惹起してかえつて高くつく結果を招きます。中南米に貸し込んだ大手銀行に対しては、厳密に査定すると死んでいるので、見て見ぬふりをすることにして、こちらは太過なきを得ます。意識的な先送り政策などというものは実際にはほとんど存在せず、先送りとは、政策が結果として失敗した場合に使う言葉です。預金金融機関が脆弱化したのと、経済が健康体を取り戻して株価が上昇基調に乗ったのを背景に、八〇年代のアメリカの資金供給の主役は証券市場になりました。

そして、効率的な証券市場では、株主の利益に反する経営者は裁かれます。株主が経営者を見限つてとつと他社に乗り換える場合もあれば、

機関投資家が主導して株主が集団的に意思表示する場合もあります。利益を上げられないGMのCEOは、年金基金が音頭をとつてクビにしました。市場が経営者を監視すれば、エージェンシー・コストが下がり、企業の効率性はより高まるとの思想が、ストックオプションなど株価連動型の報酬と相まって、長年にわたる所有と経営の分離問題への回答になります。

企業価値を向上させるためのM & Aが活発化し、ジャンクボンドを発行して、レバレッジド・バイアウトにより小が大をのむのも珍しくなくなりました。M & Aが本当に企業価値を高めているのか、単に従業員との暗黙の契約を破棄して搾取しているのか議論が起きますが、共和党政権は一貫してM & Aを擁護します。いささか敵対的買収の恫喝が目立ち過ぎた人たちは摘発されますが、市場によるガバナンスで経営効率が高まること

が、アメリカの常識になりました。

日本の株式持合いは、市場によるガバナンスを機能させず、ステークホルダー共同体を守るための慣行ですが、バブル崩壊後、銀行は不良債権処理のためにかなりの持合い株式を処分せざるを得なくなりました。それでアメリカに四半世紀遅れて、堀江さんや村上さんが登場しますが、美しいこの国の秩序に反すると犯罪者にされてしまいます。犯罪者になる前に注意喚起するのが私たちの役割だと思うのですが、今や象徴的なM&Aの担い手がいません。

不特定多数の投資家が参加する市場型の金融システムは、預金者保護が前提ゆえリスクテイクに限界がある銀行型の金融システムに比べ、リスクと可能性をとにも備えた企業に資金を円滑に供給します。アメリカでは、物づくりからITと金融が牽引する産業構造への転換を、市場型金融シス

テムがサポートしました。住宅ローンも、金融危機の産物とはいえ、八〇年代に証券化される割合のほうが高くなります。だから今ごろ困っているのだと指摘する人が多いですが、アメリカの銀行が苦しむのは、証券化してリスクを移転したからではなく、自分でもいい商品だと思って抱えていたからです。一方、一年前の斉藤さんの話で示されていたように、依然として銀行型金融システムの日本では、大企業の顔ぶれは三〇年前からほとんど変わっていません。企業のリスクが銀行だけに集中する構造が変わらないことに加え、国（財政）のリスクまでますます銀行に蓄積されています。

ただし、ケインズにはまるにつれ、ミクロの企業経営の効率性とマクロの経済成長の関係につき、アメリカモデルを評価する私の歯切れは、先ほど申したようにやや揺らいでいます。効率経営

を促す金融システムが格差をさらに拡大する傾向は否定しにくいし、ただでさえ高い失業率は、リーマン・ショック後さらにはね上がって、もとに戻るのにとっても時間がかかります。

昨年の秋、東大でコーポレート・ガバナンスのシンポジウムがあり、日本を代表する「会社は株主のものではない」論者である岩井克人教授のキーノート・スピーチに参加者が自由に反応する趣向でした。岩井教授が、今回の金融危機における労働分配率は、ドイツや日本の企業ではほぼ不変だが、アメリカやイギリスの企業では顕著に低下したと指摘したので、私は、そのことがドイツや日本のマクロ経済にとって、需要を支えてプラスなのか、供給の効率性を制約してマイナスなのかと質問しました。岩井教授の答は、もちろんプラスであり、ドイツや日本は合成の誤謬を回避できているというもので、会場に静かなざわめきが

広がりました。

確かに、大恐慌時のようにマクロで需要が不足していると、個々の企業の賃金の弾力性や雇用の流動性の高さは、短期的に経済にマイナスかもしれませんが、ケインジアンとして岩井教授ほどの境地にもちろん私は到達していないので、日本が、市場メカニズムが働きにくく、ステークホルダー共同体が変われない国であることのほうが、より深刻な問題だと感じています。

五、バブル崩壊と失われた二〇年

九〇年代初めの日本で株価、地価バブルが崩壊し、二〇年間ゆっくり沈んできたのは、なまじ直ちに沈めない体力が国として（官民ともに）あったからだと思います。ちょっと粗っぽいのですが、ドイツと日本が、戦後、奇跡の復興を遂げ

たのはなぜかとの質問への一番簡単な答は、資質のある国民が、戦争に負けていったんだんに落ちたからになります。

では、ドイツでは、なぜ八〇年代後半の日本のような株価、地価のバブルが起きなかったのかとの質問には、その前の戦争の後、一兆倍のハイパー・インフレを経験して、金融政策が頑固に保守的になったからというのが、やはり一番素直な答になります。

私は、因果応報の運命論者ではないし、政策の効果を否定するのでもありません。ただ、政策というものは、先見の明をもって講じられることはあまりなく、大抵はほかに手段がなく強いられるものですし、政策と実際の効果との因果関係も慎重な分析を必要とします。

先ほど、ダウが大恐慌前の水準に回復するのに四半世紀要したと言いましたが、私たちが生きて

いる間に日経平均が再び四万円に近づくのは想像できないですよ。持合い状態においてマイナス金利のワラント債で調達して互いに財テクに投じ、株価が上がるからさらに調達が楽になり財テク利益が上がる循環と、不動産担保があれば銀行が貸し、貸すからさらに地価が上がってさらに貸せる循環と、株価が地価を反映して上がり、それが銀行の自己資本を増やしてさらに貸せる循環が重なっていました。ジャパン・アズ・ナンバーワンと評され、もはやどの国にも学ぶことはない、日本型の経済システムが世界一になったとのユーフォリアが背景だったのは、大恐慌前のアメリカと同じ構図です。

バブルの最中に個別の事案を契機にインサイダー取引規制を整備しましたが、肝心の規制機関（監視委員会）は、バブル崩壊後の損失補てんへの国民の怒りを待って初めて誕生しました。相場

操縦は従来から違法でしたが、官民挙げて相場をもっと上げようという時代なので、よほど目にあまるケースしか摘発されません。普通の国民の関心が株式市場に向き始めたときにN T T株が公開されて非常な人気を博しましたが、それだけにブームが去ると、普通の国民の株式を見る目は醒めてしまいました。

経済の成熟に応じて、資金の出し手が、あまたカネを何も考えずに預金する銀行型の金融システムから、証券市場の公正さへの信頼の高まりを通じて市場型の金融システムに円滑に移行するのが望ましかったのですが、八〇年代のアメリカのように、銀行が脆弱化する一方で証券市場が活況を呈するといったタイミンングに恵まれないと、市場型に移行するインセンティブが生じません。私たちの国では、バブル崩壊により銀行に集中していた実体経済のリスクが顕在化しましたが、崩壊

は同時に証券市場を近寄りにくい場所にしてしまい、ほとんどゼロの預金金利が続く中でも、何も考えずに銀行に預金する行動様式が続いています。

政策対応として、日本と同じく八〇年代後半のバブルが九〇年代初めに崩壊した北欧では、主要行を直ちに国有化して果断に不良債権を処理したので、経済の回復が早かったとよく言われます。

現象としてはその通りですが、果断に処理したのは崩壊直後に主要行がつぶれそうになったからであり、日本でも、九〇年代の初めに三菱銀行や興銀がつぶれそうになれば、なりふり構わず公的資金を注入したはずです。

バブルが崩壊して、企業も家計もバランスシート調整のさなかにあると、不良債権処理の強行は困難ですが、財政・金融政策で支え続けていると、リスクに見合ったリターンを生めない非効率

な企業まで生き残ってしまいます。

九〇年代の後半に入り、アメリカのほうかうまく舵取りしているように見えたので、日本型モデルを見直し、先ほどの市場によるガバナンスを目指したのが日本版ビッグバンという運動だと私は理解しています。今世紀に入ると、構造改革を標榜する政権が登場し、不良債権処理により非効率部門から効率性の高い部門に生産資源を移そうと主張されました。これに対して株式市場は、最安値更新で答えるのですが、たまたま円安のもとで輸出製造業が、アメリカ人の過剰消費に依じて緩やかに景気が回復する時期と重なったので、構造改革が景気回復をもたらしたことになります。

続く政権では、逆に、構造改革が格差拡大をもたらしたとされますが、景気回復も格差拡大も、構造改革のスローガンのもとで実際に行われていた政策とはあまり関係ないと私は思います。構造

改革は、競争制限的な制度や慣行の見直しを意味する限りにおいて、常に追求すべき課題ですし、

その意味では、現在でもまだ改革の余地は多く残されています。とりわけ、医療や介護など、今後放つておいても需要が高まる分野において、効率的な供給体制を工夫しなければなりません。郵政民営化や特殊法人改革、なかならず不良債権処理が最大の構造改革という言葉の使い方には、現在まで私は違和感を覚えています。この間、一貫して講じられた政策は、金融緩和や為替介入で円安を維持して輸出で稼ぐことであり、稼いでも、賃金ではなく設備投資や配当に回るので、需給ギャップは拡大しました。

ゆっくり沈んでいく過程では、将来への自信を次第に失い、不安から消費を節約するので、それが企業利益を減少させ、賃金と消費がさらに減るスパイラルが続いています。ジャパンパッシング

からナッシングに移ろい、バッシングされた時代を懐かしんでいるわけですが、金融から経済、さらには財政にまたがる今回の危機対応を経て、舵取りがうまくいかない先進国は日本だけではないことにも気づかされます。たまたま先行して沈んできただけなのだとわかれば、多少は相対的な自信の回復につながるのかもしれませんが。

十六、This time is different

失われた二〇年と同じ時期のアメリカは、しばしば金融危機に見舞われながらも、市場の効率性への信頼が決定的に揺らぐことはなく、グレート・モデレーションと呼ばれます。少し先立つ一九八七年のブラックマンデーの暴落では、ファイナンス理論を応用したポートフォリオ・インシュアランス、一九九八年のLTCMの破綻では、高

名なファイナンス理論家が参加した裁定取引モデルが失敗しますが、いずれも、かなりの投資家の判断が一方に傾いたことによる流動性の枯渇なので、先ほど紹介したようにグリーンस्पンのFRBが迅速に介入して、不況の深刻化には至りませんでした。

逆に、FRBが流動性供給すれば解決する危機なら、实体经济が抱えるファンダメンタルズ上の深刻な問題ではなかったとも言えます。もちろん、中央銀行の手際が悪いと、単なる流動性危機も深刻な不況に至りますが、なまじ手際がよかったことが、かえってその後の不均衡を拡大して、過剰なリスクテイクを誘発した面もあります。

二〇〇〇年のITバブルの崩壊は、典型的な美人投票メカニズムの展開でした。崩壊する四年も前にグリーンस्पンは、株式市場の根柢なき熱狂に警告を發しますが、警告したくらいでは市場は

鎮静化してくれません。そこで、実際の引き締めはせず、むしろＩＴによるアメリカ企業の生産性向上を評価する微妙な構えをとります。そして、崩壊してしまえば、例によってジェットコースターみたいな金融緩和になり、それが長過ぎて住宅バブルをもたらしたと責められています。

ブラックマンデーとＩＴバブル崩壊時の経常赤字のＧＤＰ比はともに３％程度でしたが、グレート・モデレーシヨンの時期は、ジョブレス・リカバリーと言われるように、失業率が高どまりしたので、より長期にわたる金融緩和が必要と考えたのでしょう。そして、今回の金融危機前までに経常赤字のＧＤＰ比は六％まで拡大しており、それがもとに戻るからトヨタ・シヨックにもなりません。グリーンズパンが目の前にある課題を次々に切り抜けるにつれ、次第に神に近づいていきますが、だから一層先送りの罪が深かったと断罪する

のも、やや酷な気がします。

今日の冒頭、金融危機本にろくなものがないと言いましたが、いつときＩＭＦのエコノミストだったケネス・ロゴフとカーメン・ラインハートが著わした「This time is different」は、危機のデータベースになっています。今度ばかりは違うとは、例えば一九世紀の鉄道株バブルでは、「鉄道が世界を一つにし、経済の新たな可能性を切り開いている以上、現在の鉄道株は割高とは言えない」といったたぐいの解説で、鉄道を、電信、自動車、ラジオ、航空機、インターネットなどに置き換えると、時々のバブルの正当化になります。

新技術、新製品に限らず、金融政策の水準が向上したので今や景気循環は卒業した、とか、アメリカは新興国の過剰貯蓄の受け皿を提供しているだけなのだから、不均衡の拡大も懸念に及ばず、とかいうたぐいも、今度ばかりは違う論拠になり

ます。金融技術のおかげで、これまでは住宅を持てなかった貧しい人にもローンを提供できるようになり、新たに切り開かれた市場には、リスク許容度に応じて投資家が過不足なく資金供給しているので、住宅価格の上昇も今度はやはりサステイナブルなはずでした。

ロゴフとラインハートは当局側に身を置いていたし、カーメンの夫のヴァインセント・ラインハートはFRBの元金融政策局長としてグリーンズパンを支える立場だったので、金融緩和を一方的に断罪したりはせず、バブルの抑止は中央銀行の仕事ではないとのグリーンズパン・ドクトリンを論評するのもなかなか思慮深い表現になります。

「今となつては後知恵だが、中央銀行がもっぱらインフレに注意を払うのは、レバレッジが行き過ぎにならないよう他の規制当局が監督できる状況でなければ、適切とは言えなかった」。他の規制

当局とは、日本だと私たちなので、今後の日銀との役割分担を考えさせられます。

前回この会にお招きいただいた際、金融危機前に出たグリーンズパンの自伝から、リバタリアンとしての市場の効率性への信頼が、いささか行き過ぎではないかと思われる部分を批判的に紹介した記憶があります。今日のレジュメを準備していて、グリーンズパンが、部下のヴァインセント・ラインハートにいら立ちをぶつけるシーンを思い出して、読み返してみました。

いら立ちの原因は、二〇〇四年の半ばから政策金利を引き上げたのに、長期金利はむしろ低下してしまふ現象にあり、グリーンズパンはこの現象を「謎 *conundrum*」と名づけます。もとよりこれは、グローバル・インバランスの反映で、黒字国のアメリカ国債やGSE債への投資意欲が旺盛だから長期金利は低下するのですが、神に近い存

在でもいら立つほどの謎にしておかないと、後々、住宅バブルの責任を問われかねないとの思惑が行間感じられます。この政策金利引き上げは、インフレ懸念からではなく、住宅ブームを鎮静化させるためだったと、グリーンスパンの持論ではないはずの主張が明記されているのも読み返して気づきました。

経常収支の不均衡による実力以上の生活が、危機の基本的な背景ですが、不均衡を金融商品に転換するのがウォール街の役回りになります。当然、どういふインセンティブが働いたのかが問われますが、強欲とか無責任という言葉を使うのは、いま一つしっくりこないものを感じていました。事態の反省を踏まえた規制強化の議論で、業界と当局がかみ合わなかったのが、みずから組成した証券化商品の一部保有の義務づけです。業界は「そんなことしたらリスク移転にならない」と

文句を言い、当局は「リスクを無責任に移転させないための規制だ」と応じると、業界は「でも、実際には自分でもかなり持っていました」と言い、当局は「だったら義務づけても同じだろ」と応じる。

リスクが高いと思わなかったから自分でも持っていたのは、ベルカーブの端のテールリスクをとる心理によります。平凡な運用者がゼロサムのアルフアを稼ぎ続けるのは困難だから、直ちに顕在化しそうにないリスクをとるほうが当面の評価が得られます。トリプルAのサブプライムCDOがデフォルトするには、理論上、アメリカ全土での住宅価格の一斉下落といったシステミックな事態が起これなければならぬから、いくら何でもそんな展開にならないだろうという判断に傾くし、万一の事態が起きてそのときは政府が放置しないと考えてリスクをとるので、リスクが顕在化する

る際のダメージもより大きくなってしまふ。現場の運用者だけではなく、経営者も、激しい競争の中で直ちに顕在化しないテールリスクをとる誘因は高いし、それを警告するほどの機能は、株主の集まりである市場にはありません。

「This time is different」の邦題は、「国家は破綻する」と意訳され、著者の意図からは離れていますが、日本の財政状況への翻訳者の危機感の現われなのでしょう。日本政府が大きく財政赤字を積み上げられる一因は、貸出先に乏しい銀行が、国債が暴落するようじゃ日本はおしまいだから、いくら何でもそんな事態にはならないだろう、万一なったら政府は放置しないだろうと、テールリスクをとっていることにあります。

七、銀行と証券市場

日本の金融システムの最大の構造的問題は、私が始めてこの建物で話をさせていただいた日本版ビッグバンのころから変わっていません。銀行經由で流れる資金が、証券市場経由で流れる資金より多過ぎて、市場メカニズムが十分に働かないことです。

この構造を変える必要があるのは、实体经济のリスクが銀行だけに集中してしまった不良債権問題を再発させないため、とか、市場が有望な分野を見出す形でリスクマネーを供給し、市場に経営のガバナンスを担わせるのが経済成長にとって望ましいため、だけにとどまらず、今では、財政赤字の受け皿としての銀行の役割を、財政正常化と整合的な形で縮小していくことが、日本の将来に

とって大事だからです。

ビッグバンのころは大型の金融破綻が相次いで、日本発の恐慌が懸念されました。ただ同時に、もはや確実なものなど何もないなかで、この国も、公正で透明な競争に向き合わねばならなくなったのだという緊張感や奇妙な高揚感を覚えた記憶があります。その感覚が、公的資金の注入や累次に渡る景気対策、ゼロ金利さらには量的緩和といった危機対応の中で、いつの間にやら消えてしまいました。

世界的にソブリンバブルという言葉を聞くようになりましたが、バブルなら崩壊が早いほうが傷は浅いし、可能ならソフトランディングに越したことはありません。欧米に先駆けてデフレを経験し、先駆けて前例のない金融緩和を講じ、前例のない財政赤字を積み上げている以上、ソブリンバブルの崩壊でも先駆ける可能性は、考えておいた

ほうがよいと思います。

銀行の方の集まりに呼ばれて話をすると、しばしば困った顔をされます。自己資本の質と量を強化するバーゼルⅢは、日本の銀行の失敗に起因していないので御不満でしょうが、リスクに見合った貸出金利を設定しておらず収益力が低い一方で、大量の国債を抱えていたんじゃ、バツファとして自己資本を強化するしかないでしょうなんて言うからです。今後、自己資本比率を上げる場合に、分子の自己資本を増やし、分母のリスク資産を減らすので、貸出から、比率に直接影響しない国債へのシフトが一層進むと、財政の一層の不均衡もファイナンスできてしまいます。ゼロに近い金利で調達し、貸出も国債保有もリターンに大きな違いがないのがこうした銀行行動の背景になります。

今日、何度か言及した合成の誤謬は、銀行貸出

の世界にも見られます。非常時において、貸出を抑制し、回収を推進するのは個別の銀行にとつては合理的ですが、すべての銀行が同じ行動をとると、資金繰りさえ続けば生きていける企業まで殺してしまい、かえって全体として不良債権が増えます。そんなとき、冷静に貸出条件の変更を検討してはどうですかと国がすべての銀行の背中を押す中小企業金融円滑化法の仕組みは、合成の誤謬の緩和策になります。法律が施行されると顕著に倒産件数が減るので、やはりこの国では銀行行動が変わると影響が大きいと改めて感じますが、いったん始めるとやめるタイミングが難しくなるのは、日銀の金融緩和と同じです。いずれも、ずるずる続けると市場メカニズムが働かなくなつて、経済効率を損ないます。だから、どこかで見切りをつけないければなりません、銀行貸出の場合、平時への復帰に際しては、円滑化法とは逆の

意味での合成の誤謬緩和策が必要な気がします。

企業の資金需要が弱い中で、貸出金利をダンピングして顧客を確保するのも、個別の銀行にとつては合理的ですが、すべての銀行がダンピングするから、日本の銀行全体の収益力が低いままにとどまり、ちょっとした国債の価格下落でも金融システムにとつて深刻な事態になりかねません。自己資本強化の基本は収益力向上なので、この際ダンピング競争をやめ、みんなで貸出先のリスク見合いの収益力を目指そうと国が背中を押すのもありじゃないかと感じます。

行政指導で収益力向上を促すのが裁量的で感心しないなら、収益力指標を設けて自己資本比率と同じ規制上の位置づけにすることも考えられるでしょう。もちろん、借り手の負担は一時的に増えますが、これまで日本の銀行が低収益に耐えてきたことと、経済成長の間に因果関係はないし、元

来、リスクに見合ったリターンを生めない企業は存続する理由がないからです。証券市場は時折暴走しますが、平時にはリスクに見合ったリターンを市場メカニズムとして実現します。国が銀行貸出に収益性を求めるのも、マクロの効率性を損なわないための日本型の工夫ではないかと思えます。

一方、預金については、コストに応じた手数料を取るなど、漫然と集まるままにさせない仕組みが必要だと思えます。資産家の預金に課税してカネを使わざるを得ないようにしようといった、一見乱暴な提案にも、私は結構共感します。自己資本比率の上昇過程で貸出は減りますが、預金のほうは集まり続けてかえって国債保有が増え、ソブリンバブルが膨らみ続けるのが最も避けるべき展開だと思います。集まり続ける預金を不動産担保貸出に充てたのが八〇年代後半の日本の銀行でし

た。

銀行の貸出金利がリスク見合いになって、銀行の国債保有余力が低下することが、将来世代からの前借りに依存し過ぎた財政構造の是正をも促します。縮小する銀行の受け皿が証券市場になりますが、制度の基本的な枠組みは既に整備されています。これまで、この建物に來たら、証券市場をどうしようという話をしてきたのですが、経済効率を高める形で銀行経由の資金を政策的に小さくしていくことも考えなければならない時代だと思えます。

以上はもとより、私の個人的な頭の体操に過ぎません。でも、多くの国民が、引き続きこの国はゆっくり沈んでいくだけなのかと閉塞感を覚えている最中に、想像を超える震災が起き、復興国債の日銀引受けでデフレも解消、なんて議論が行われています。私は、国の経済問題に対し、財政政

策であれ金融政策であれ、カネを刷ってまけばOKみたいな思考方法が、失われた二〇年の背景にあるように感じます。欧米型の市場メカニズムや競争の作法は、必ずしも日本に根づいていませんが、それでは、日本型の工夫として何ができるだろうか、柔軟に頭の体操をする必要があると思います。

研究所の会なので、今日は私の現在の本業からは離れ過ぎたかもしれませんが、証券市場が、縮小する銀行の受け皿になるなら、普通の国民が不公正な扱いを受けないと信頼して参加してくれることが一層必要です。刑事告発や行政処分に加え、課徴金や裁判所への差止請求といったエンフォースメント手段の多様化に伴い、実情に応じた過不足のないセンスのある運用を心がけています。

証券市場で何が許されないことなのかは、時代

とともに変化しますが、私たちと市場参加者の規範意識が時として乖離する惧れなしとしません。

いつときのうっかりインサイダーのように、批判されることによって、私たちの仕事のレベルも向上します。今後とも私たちに遠慮のない御意見をいただくことをお願いして、まとまりのない今日の話を締めます。御静聴ありがとうございます。（拍手）

高橋理事長 大森さん、どうもありがとうございます。日米の市場の歴史を踏まえた大変興味深いお話であったかと思います。

時間は予定した時間でございますけれども、もし御質問、御意見等があれば御発言をいただきましたと思います。いかがでしょうか。

前回お話をいただいたときの最後に、当時二〇〇八年でしたが、二〇〇八年は一〇年たって振り

返ってみたら、日本の金融が世界に向けて復権する契機の間であつたという評価がないとも限りませんということでした。今の最後の締めくくりと似たような感じかと思いますが、今振り返って、その御発言、その後の動向から踏まえてどんなふうに思っておられるでしょうか。

大森 国の経済や産業の興亡は、政府が計画的に舵取りして実現できるようなものではないという思いが基本にあります。八〇年代の後半に、世界最大の債権国になり、東証の時価総額が世界一になり、世界の銀行ベストテンを邦銀が独占したのも、かなりの程度まで、たまたまそういう展開になったと感じています。九〇年代初めのバブル崩壊の前後で、私たちの能力に特段の変化が生じたわけでもないのに、崩壊前は自信満々でバブルを膨らませ、崩壊後は次第にケインズの言うアニマル・スピリッツを失い、だからこの国はだめなん

だ、みたいな発想に傾きがちだと思います。二〇〇八年の事態は、明らかにアメリカ金融の失敗ですから、それで日本の金融のありようが正当化されたりはしませんが、少なくとも金融とは、収入から返せる範囲で融通することだという基本を守っていた日本の金融の相対的地位が向上する可能性を指摘したのだと思います。みなさんも、悲観している行政官の話などわざわざ聞きたくないでしょうし。その後も、今日申したように、先進国の政府が軒並み舵取りに苦慮しているのを見ると、たまたま日本は先行して沈んできただけなのだとわかりますので、相対的な自信を取り戻し、不必要に自虐的なことなく、冷静に今後の道筋を考えていけばよいと思います。

高橋理事長 何か御意見ございますか。

質問者 大森さん、どうもありがとうございます。久しぶりに大学院の金融講座の授業を受ける

ような感じでございました。大変参考になりました。

最近また、グリーンスパンがドッド・フランクリン法、アメリカの金融制度改革に対して反論というか、ああいうものは望ましくない、特にクロスボーダーを含めてマーケットにゆがみを生じさせることになるという批判的な記事を書いたりしていらつしやいますけれども、その辺のことについて何かコメントはございますでしょうか。

大森 金融制度と、制度の下で起こることとの因果関係の判断は難しい場合があります。例えば、大恐慌後にせっかくグラス・ステイガル法ができたのに、二〇世紀末に緩和したので危機を招いたとするのが通説ですが、私は、ほとんど因果関係はないと感じています。銀行が危機に陥ったのは、ハイリスクな証券に投資していたからであり、それはグラス・ステイガル法が禁止する証

券業務ではありません。だから、現段階でドッド・フランクリン法も評価しにくいのですが、ボーカー・ルールの部分は、銀行の預金・貸出機能を守るため、ある種のリスクをそもそもとるなどとするグラス・ステイガル法的アプローチだから、グリーンスパンの哲学とは衝突するのでしょうか。今日はボーカーとグリーンスパンを対比して話しましたが、リスクテイクに関する二人の人間観の違いを反映していると思います。他方、八〇年代後半の日本では、銀行は預金を受け入れて貸すだけ、証券会社は売買を取り次ぐだけという単純ビジネスモデルの下で常軌を逸した株価、地価バブルが起きているので、業態に着目してある種のリスクテイクを禁じて、有効性は保証の限りではないようです。バーゼルⅢと違い、今のところアメリカ独自の実験ですから、興味を持って観察していきたいと思います。

高橋理事長　ほかに何か御意見、御質問等ございませんでしょうか。

それでは、時間も過ぎておりますので、この辺で閉会にしたいと思います。

大森さん、今日はどうもありがとうございました。

大森　ありがとうございました。（拍手）

（おおもり　やすひと・金融庁証券取引等監視委員会
事務局次長）

（本稿は、平成二三年四月六日に行われた講演会の
記録で、文責は当研究所にある。）

大 森 泰 人 氏

略 歴

- 1981年 東京大学法学部卒業、大蔵省入省
1997年 大蔵省証券局市場改革推進室長
1998年 金融再生委員会事務局企画官
1999年 近畿財務局理財部長
2001年 金融庁調査室長兼法務室長
2002年 金融庁証券課長、内閣府産業再生機構準備室参事官
2003年 金融庁市場課長
2005年 金融庁参事官兼信用制度参事官
2007年 金融庁企画課長
2009年 金融庁証券取引等監視委員会事務局次長

著 書

- 金融システムを考える（金融財政事情研究会）
解説 貸金業法（商事法務）（共著）
詳説 金融 ADR 制度（商事法務）（共著）
クレジットカウンセリングの新潮流（金融財政事情研究会）（共著）

市場の効率と公正（理論と現実）

1. 二つの市場観
2. 大恐慌の診断
3. 効率的市場と不公正取引
4. 市場によるガバナンス
5. バブル崩壊と失われた20年
6. This time is different
7. 銀行と証券市場

はじめに

1年前のこの会・・・東証の斉藤さん・・・ファイナンス理論から説き起こす・・・癖 or 意地？

今日の話：市場の効率と公正の関係、効率的市場という理論のインプリケーション、政策の限界や可能性についての感想。

1. 二つの市場観

(1) 遅ればせながら経済学の古典を読んでみる

ジョン・メイナード・ケインズ「雇用、利子および貨幣の一般理論」

アダム・スミス「国富論」

ミルトン・フリードマン「資本主義と自由」

(2) ケインズ

100人から6人を選んで、全員の投票結果に最も近い人に賞品を与える美人投票。・・・平均的意見が、何が平均的意見と予測するかを予測する。

株式市場のバブル・・・全員が本音では常軌を逸していると感じても、「みんなはまだまだ行けると思っているだろう」と判断するなら買いが合理的。「よりバカ理論」。

ファンダメンタルズが重視されない。相場操縦の弊害、借金して投資していれば、バブル崩壊後、バランスシート調整が長期化。・・・「大衆をカジノから遠ざけるべき」。

投資家としてのケインズ：市場は常に不合理なのではなく、長期に渡りファンダメンタルズから乖離し得るとの現実的な見方。

(3) フリードマン

基本は、アダム・スミス以来の見えざる手によるファンダメンタルズへの収斂。欧米人と日本人の市場メカニズム観。

株式市場で安い時に買って高い時に売る（割安な銘柄を買い割高な銘柄を売る）裁定投資家が成功して市場に残り、逆に、高く買って安く売る投資家は失敗して市場から淘汰されるので、ファンダメンタルズに基づく正しい価格が形成される。・・・観察ではなく仮定。

市場ダーヴィニズムから、生き残った投資家が形成している価格は、効率的資源配分の指標として正しいのだから政府は介入するなという発想が派生。

また、投資家間の公平性に無頓着な傾向。

2. 大恐慌の診断

(1) 株式市場の現象

ダウは3年間で9割暴落し、元に戻るのは四半世紀後。バブルの背景としての美人投票メカニズム、不十分な情報開示、相場操縦。

金融政策ではバブルを抑止できないとの、ケインズとグリーンスパンの共通認識。

(2) 株価暴落と不況の深刻化の因果関係

①そもそも株価のバブルがどの程度常軌を逸してファンダメンタルズから乖離していたか。

②投資がどの程度負債に依存していたか（崩壊後のバランスシート調整がどの程度デフレ圧力になるか）。

③株価単独のバブルか、地価その他のバブルと複合していたか。

④投資家心理にどう影響したか。

1929年のアメリカと1990年の日本：ともに常軌を逸した負債依存型複合バブルの崩壊として投資家心理を下方修正。・・・その後の実体経済の低迷と強い因果関係。

(3) 合成の誤謬（ケインズ）

不況への対応としての個人の貯蓄、企業のリストラが、かえってマクロの需要を減少させる。一方で、生産性を上げ、魅力的な製品を効率的に供給できれば、呼応して需要が高まるルートが存在（＝不況の原因は、需要不足か供給の能力不足か）。

ケインズの診断は需要不足：金融緩和が効かないなら、政府がカネを使う財

政政策しか需要不足を埋められない。

フリードマンの診断はF R Bの資金供給の失敗。

フーバー大統領のためらい：メロン財務長官の清算主義と、市場メカニズムだけではマクロ経済が悪循環に陥るとの思い。ローズヴェルト大統領の幸運とオバマ大統領のハンディ。

（４）新たな証券市場制度の整備

連邦法として、企業の情報開示を徹底させる証券法、相場操縦や証券詐欺を禁止する取引所法、利益相反を防ぐために銀行と証券業態を分離する銀行法を制定し、連邦機関S E Cが市場監視。

敗戦国日本の制度輸入と、現実形成された銀行型金融システム。政策的優先度に応じた資金供給なら、証券市場経由より銀行経由のほうが適合的。銀行と貸出先との長期的取引関係、会社と従業員との長期的雇用関係、ステークホルダー共同体としての会社。

3. 効率的市場と不公正取引

（１）効率的市場仮説への複雑な思い

共感：株価はランダムウォークするから、市場には勝てない。効率的市場がマクロ経済や企業経営を効率化。

違和感：現在の株価が正しく、正しい株価への政府介入は失敗する。効率的市場は同時に公正。

（２）効率性の強度

①控え目な効率性（ウィーク・フォーム）：過去の株価変動から将来の変動は予測できない（株価は系列相関しない）。・・・チャート分析を否定。一方で、相場操縦の現実。

②やや強い効率性（セミストロング・フォーム）：市場は新たな情報を直ちに反映するので、情報を分析しても儲けることはできない。・・・プロの投資運用を否定。市場平均のインデックス・ファンドの推奨。

③さらに強い効率性（ストロング・フォーム）：市場は非公表の情報すら反映するので、インサイダー情報があっても儲けることはできず、虚偽開示をも見抜く。・・・極端だが、裏付ける事象も存在。

（３）インサイダー取引擁護論

真実の情報は早く市場に反映されたほうが良い。

経営者や従業員にインサイダー取引を認めるほうが経営は効率化。

←→インサイダー取引が横行する市場を一般投資家がどう感じるかは、重視されない。

(4) 効率性の前提としての裁定取引

すべての投資家が、インデックス・ファンドを保有するだけなら、市場に裁定機会が存在しても放置される。・・・割安な銘柄を買い割高な銘柄を売る裁定投資家が、市場の非効率性である裁定機会を常に追求し、解消しているので効率性が維持されると考える。

株価は、投資家の間で割安・割高の判断が異なるから安定。買い手と売り手の判断が異なるから売買が成立し、判断が一方に傾けば裁定機能が働かなくなり、バブルや暴落が発生。

(5) ファイナンス理論の思考様式

裁定が完全に行われる市場では何が起こるかを考えてみる。

モディリアニ・ミラー定理：仮に企業価値を示す将来収益の系列がまったく同じ二つの企業の株価に差があるなら、みんなが安いほうを買うから株価は同じになる筈。

CAPM：仮に個別リスクの高い銘柄で構成されるポートフォリオに安い価格が付いているなら、実はその個別リスクは分散されて消えているので、みんなが買って高くなる筈だから、市場全体の変化に対する個別銘柄の感応度であるベータだけがリターンに反映。

もう一度

共感：アルファを目指す姿勢→金融ビジネスの実力差、株主の評価を基軸にすえる発想が、マクロ経済や企業経営の効率化に貢献。

違和感：マクロ的視点がなく、みんながプライステイカーなので、みんなの判断が一方に傾いたら市場で何が起こるかを想定しない。正規分布のベルカーブが前提なので、カーブの端の事象はめったに起こらないように思え、テールリスクを取るインセンティブを与えがち。

4. 市場によるガバナンス

(1) ガバナンス論の系譜

アダム・スミス：他人のカネを管理する株式会社はパートナーシップと異なり、めったに成功しない。→産業革命による大型設備投資の必要性（有限責任の株式会社と株式を流動化する市場が不可欠）。

バーリ&ミーンズ：企業経営は、私利私欲から、公的政策を踏まえた中立的

テクノクラシーに発展すべき。←所有と経営の分離、経営者支配の傾向。
GMを例に：従業員福祉、国益と会社の利益の一致、公益取締役を求めるキャンペーンGM。←→フリードマンの企業の社会的責任論。

（２）アメリカの変化

７０年代：アメリカ企業の国際競争力の低下、高い失業率と制御不能のインフレ。ボルカーFRB議長による容赦ない引締め。・・・非効率な企業は淘汰。

不均衡という言葉は、通常、経常収支やその一環である財政収支に使うが、物価や資産価格が一方向に傾くのも需給の不均衡の現われ。不均衡の是正は、政策的なものも、市場メカニズムによるものも、往々にして経済や金融システムの危機を意味する。

不均衡の政策的是正による危機。・・・ボルカーのケース。

不均衡の市場メカニズムによる是正（極限形態はバブルの崩壊）への介入。・・・グリーンズパンのケース。

８０年代：預金金融機関の経営悪化、資金供給の主役が証券市場へ。レバレッジド・パイアウトによるM&Aの活発化。・・・効率的な証券市場が経営者を監視すれば、エージェンシー・コストが下がり、企業経営が効率化するとの思想が普及。

市場型金融システムの下での、もの作りからITと金融が牽引する産業構造への転換、住宅ローンの証券化。←→銀行型金融システムの下で、３０年前から変わらない日本の大企業の顔ぶれ。

（３）ミクロの企業経営の効率性とマクロの経済成長

今回の金融危機における労働分配率：ドイツと日本の企業ではほぼ不変、アメリカとイギリスの企業では顕著に低下。ドイツと日本の企業はマクロの需要を下支えているのか、供給の非効率性を維持しているのか（＝不況の原因は需要不足か、供給の能力不足か）。

５．バブル崩壊と失われた２０年

（１）再度ドイツと日本

何故、第二次大戦後、両国は奇跡の復興を遂げたのか。

何故、ドイツでは８０年代後半の日本のようなバブルが起きなかったのか。

第一次大戦後のドイツのハイパー・インフレ、第二次大戦の両国の敗北。

(2) 複合バブル

①マイナス金利で調達して財テクに投じ、株価が上がるからさらに調達が楽になり財テク利益が上がる循環。

②不動産担保があれば銀行が貸し、地価が上がるからさらに貸す循環。

③株価が地価を反映して上がり、それが銀行の自己資本を増やしてさらに貸せる循環。

国のありように対するユーフォリアは、大恐慌前のアメリカと同じ。

バブルの最中にインサイダー取引規制を導入（監視機関はバブル崩壊後に誕生）、相場操縦の不十分な摘発、N T T株への熱狂と幻滅。・・・預金金融機関が失敗して市場型金融システムに移行したアメリカと、預金金融機関が失敗する前にバブルが膨らみすぎた日本。

北欧との対比。・・・危機が顕在化するタイミングの差。バブルが崩壊し、企業も家計もバランスシート調整の最中にあれば、不良債権処理を強行できないが、財政金融政策で支えて回復を待つと、非効率な企業まで生き残ってしまうジレンマ。

(3) 構造改革と景気回復、格差拡大の因果関係

21世紀に入り登場した構造改革政権：不良債権処理により生産資源を非効率部門から効率部門に移す。・・・構造改革という言葉の使い方。

一貫して講じられた政策は、金融緩和で円安を維持し輸出で稼ぐこと。・・・稼いでも賃金ではなく設備投資や配当に回るので需給ギャップは拡大。日本のたどった道を追いかけてくる欧米。

6. This time is different

(1) グレート・モデレーション（失われた20年と同時期のアメリカ）

ブラックマンデー（1987年）、LTCM破綻（1998年）・・・いずれもファイナンス理論の失敗だが、投資家の判断が一方向に傾いたことによる流動性の枯渇であり、グリーンスパンのFRBが迅速に介入して不況の深刻化に至らず（なまじ手際が良かったことが、かえってその後の不均衡を拡大し、過剰なリスクテイクを誘発した側面）。

I Tバブル崩壊（2000年）・・・崩壊の4年前にグリーンスパンは根拠なき熱狂を警告。実際には引締めせず、I Tによるアメリカ企業の生産性向上を評価する微妙な構え。→崩壊後は例によって、ジェットコースターみたいな金融緩和。

ブラックマンデーとITバブル崩壊時の経常収支赤字のGDPはともに3%、今回の危機前までに6%に拡大。

(2) 今度ばかりは違う（ケネス・ロゴフ&カーメン・ラインハート）

19世紀の鉄道株バブル：「鉄道が世界を一つにし、経済の新たな可能性を切り開いている以上、現在の鉄道株は割高とは言えない」。・・・鉄道を、電信、自動車、ラジオ、航空機、インターネットなどに置き換えれば、時々のバブルの正当化。

金融政策の水準が向上したので、もはや景気循環は卒業した。

アメリカは、新興国の過剰貯蓄の受け皿を提供しているだけなのだから、不均衡は懸念に及ばない。

金融技術により、従来は住宅を持てなかった貧しい人にもローンを提供できるようになり、新たに切り開いた市場には、リスク許容度に応じて投資家が過不足なく資金供給している。

(3) グリーンスパン・ドクトリンへの論評

「今となっては後智恵だが、中央銀行がもっぱらインフレに注意を払うのは、レバレッジが行き過ぎにならないよう他の規制当局が監督できる状況になれば、適切とは言えなかった」。・・・金融行政と中央銀行の役割分担。

謎：conundrum 余話。・・・2004年半ばの政策金利引上げに対し長期金利は低下。

(4) ウォール街のインセンティブ構造

自ら組成した証券化商品の一部保有義務をめぐる業界と当局のやりとり。

直ちに顕在化しそうでないテールリスクを取る心理：テールリスクが顕在化するのシステミックな問題が起こる時なので、そもそも起こりそうにないと考え、万一起きても政府が放置しないと考える。・・・現場の運用者のみならず、経営者も株主も同様。・・・国債を保有する日本の銀行も同様（「This time is different」の邦題「国家は破綻する」）。

7. 銀行と証券市場

(1) 日本の金融システムの構造的問題

銀行経由で流れる資金が、証券市場経由で流れる資金より多すぎて、市場メカニズムが十分に働かない。構造を変える必要性は、

①実体経済のリスクが銀行だけに集中した不良債権問題を再発させない。

②市場が有望な分野を見出す形でリスクマネーを供給し、市場にガバナンスを担わせる。

③財政赤字の受け皿としての銀行の役割を、財政正常化と整合的な形で縮小していく。

デフレ、金融緩和、財政赤字で欧米に先行。・・・ソブリンバブルの崩壊でも先行する可能性。

(2) パーゼルⅢ

自己資本比率を上げる場合、分子の自己資本を増やし、分母のリスク資産を減らすので、貸出から、比率に直接影響しない国債へのシフトが一層進むと、財政の一層の不均衡をも容易にファイナンスできてしまう。

(3) 銀行貸出における合成の誤謬

非常時における貸出抑制、回収強化は、個別銀行にとって合理的だが、すべての銀行が同じ行動をとると、資金繰りさえ付けば生きていける企業まで破綻し、かえって不良債権は増加。・・・貸出条件変更を国が促す中小企業金融円滑化法は合成の誤謬緩和策。

いったん始めると止めるタイミングが難しく、安易に続ければ市場メカニズムが働かなくなり、経済効率を損なう。

平時における貸出金利のダンピングによる顧客の確保は、個別銀行にとって合理的だが、すべての銀行が同じ行動をとると、日本の銀行全体の収益力が一層低下し、マクロリスクに対し脆弱化。・・・収益力向上を国が促す(例えば、収益力指標を設けて自己資本比率と同じ規制上の位置付けとする)のは、合成の誤謬緩和策。

一方、預金については、コストに応じた手数料を取るなど、漫然と集まるままにさせない。・・・貸出金利がコスト見合いになり、銀行の国債保有余力が低下することが、将来世代からの前借りに依存しすぎた財政構造の是正を促す。

(4) 受け皿としての証券市場

縮小する銀行の受け皿が証券市場。・・・証券市場の自由化、投資家保護施策など制度の基本枠組みは既に整備。

普通の国民が不公正な扱いを受けないと信頼して参加してくれることが一層必要。・・・エンフォースメント手段の多様化に伴い、実情に応じた過不足のないセンスのある執行。・・・市場監視当局と市場参加者の規範意識の共有。

以上