

## 株式市場を考える視点

—情報の効率性と証券の流動性—

倉澤資成

はじめに

横浜国立大学の倉澤でございます。よろしくお願いたします。

今日は、「株式市場を考える視点」という大きな表題をつけさせていただきましたが、「証券セミナー」の過去の報告を見ていたら、このような表題があったので、これをお借りしました。

今日ここでお話ししたいことは、株式市場の効率性、あるいは情報効率性に関してです。これか

らゆっくりお話しさせていただきたいと思いますが、効率性という概念が、政策当局者、市場関係者、あるいは学界もそうですけれども、そういうところに、非常に強い影響を与えております。市場の制度設計なり市場のあり方なり、あるいは後で議論しますが、空売りに対する規制などに関しまして、市場の効率性という観点から、よい悪いという議論がなされるのが通常です。意識するかしないかにかかわりなく、かなりの程度、市場の効率性がみなさんの頭の中にこびりついてしまっていて、その視点から議論されると私に

は思われるわけです。

今日は、市場の効率性はもちろん重要だけれども、みなさんが気にするほどの重要さはないというをお話ししたいと思います。大胆といえばかなり大胆な話です。しかし、私みたいな小物がいつても相手にされないでしょうから、影響力がない人間の権利とってお話しすることになります。

効率性と対になる概念に流動性があります。流動性と効率性は切り離せないのですが、効率性をさほど重視する必要がなければ、では何を見ればよいのかというと、流動性を強調して株式市場のあり方を考えるとよいのではないかというのが、もう一つの主張になります。

## 一、株式市場の効率性

市場の効率性とは一体何か。抽象的にいいますと、株価がファンダメンタル・バリュウ、あるいはファンダメンタルズ、本源的な価値に等しく決まっている状況を市場が効率的と言っています。

「合理的である」といういい方をしても、「情報に關して効率的である」といういい方をしても同じことです。どこを強調するかで多少の違いはあるかもしれませんが、あまり変わりません。

では、ファンダメンタル・バリュウとは何でしょうか。多少理屈っぽい話になりますが、簡単に説明しておきたいと思えます。

ファンダメンタル・バリュウとは株式の本来の価値です。では、本来の価値とは何だと詰めよられると困るのですが、次のように考えています。

市場で取引している投資家たちはそれぞれに異なった情報を持っています。みんなが、自分が持っている情報だけではなくて、ほかの人たちが持っている情報、インサイダーの情報も含めてすべて持っているとは仮定します。そういう現実にはない状況を想定し、そのときに、決まる株価の水準をファンダメンタル・バリューと考えていますが、あまりこれにこだわる必要はありません。私はそんなに細かい議論をするつもりはありませんので、本来持っている価値くらいに考えておけば、今日の話の限りでは十分です。ただ、厳密な定義はなにかといわれると、このように定義することになるでしょう。

市場が効率的とは、本源的な価値と株価が常に等しくなっている、つまり、株価を見れば、それが常にその株式の本来の価値になっている状況を指します。なおかつ、乖離が生じたとしても迅速

にファンダメンタルズ、本来の価値に株価が戻る、そういういわば理想的な市場を「効率的市場」と呼んでいます。さまざまな投資家を持つ情報を株価に反映させるという意味で、「価格発見機能」と言ってもよいでしょう。実務的には、「価格発見機能」という言葉のほうが直感的に理解しやすいこともあつて、よく使われているのではないかと思いますが、基本的に同じような機能、現象を指しています。

## 二、効率的市場を巡って

ファイナンスという学問分野の中で、最も長い間もつとも熱く議論されてきたのが効率的市場をめぐる問題です。ファイナンスというのは、市場が効率的かどうかということに関して三〇年も四〇年も延々と議論してきた、そういう学問の分野

だと考えても大きくは間違っていない。それだけ市場の効率性は、ファイナンスの世界では重要な研究テーマになっているわけです。

### (1) ファマの一九七〇年の論文

聞いたことがあるかと思いますが、シカゴ大学のファマ教授が一九七〇年に効率的市場に関する論文を書きました。それ以前の研究成果をまとめると、アメリカの株式市場というのは、先ほどいったような意味で効率的と考えてよいという論文を書いたわけです。それ以降、「効率的市場」という言葉が一般化しました。

ファマ教授はその後効率的市場に関する本を書いたのですが、その本は証券経済研究所におられた人たちが翻訳して出版されました。今では、入手できないと思います。効率的市場をめぐる

証券経済研究所の研究員の方たち、女性が多かったのですが、丸さん、紺谷さん、首藤さん、小峰さん、懐かしい名前ばかりですが、そういう方たちが論文を書いています。効率的市場をめぐる日本での最初の研究は、証券経済研究所の計測室を中心に進められていたということになるかと思えます。当時学界では、株式市場を研究テーマとしてはいけない、そういう風潮があった時代でしたが、その中で証券経済研究所は飛び抜けてすぐれた研究成果を出されていたということです。

### (2) さまざまなアノマリー

#### (効率性に反する現象)

しばらくはファマの主張が学会の主流でした。市場は効率的だ、とみんな考えていたわけです。しかし、しばらくすると、さまざまなアノマリー、つまり効率的市場に対する例外、あるいは

それに反する事柄が次々に報告されるようになり  
ました。

実務的にいうと、儲ける投資戦略がないという  
のが効率的市場の意味になります。大きく儲ける  
ような投資戦略は存在しないというのが効率的市  
場から導かれるインプリケーションの一つです。

ですから、大きく儲けるような投資戦略が存在す  
ることを示せば、それによって市場は効率的でな  
いと主張できるわけです。もちろん、儲けると  
いつても、リスクをとって儲けてもダメで、リス  
クに対する見返り分を除いてさらにプラス・アル  
ファ、通常「アルファ」と業界ではいいますが、  
アルファを獲得できる投資戦略があれば、それは  
効率的市場に反するアノマリーになります。

例えば、小さい銘柄の株式は大きい銘柄よりも  
大きなリターンが得られるとか、一株当たりの資  
産の簿価に対する株価、PBRともいいますが、

それが大きい銘柄は相対的にリターンが小さいと  
か、あるいは、過去一週間、あるいは二週間、パ  
フォーマンスがよかった株式は、それ以後しばら  
くの間よいパフォーマンス、悪かったら悪いパ  
フォーマンスとか、そういったアノマリーといわ  
れる現象が次々出てきまして、株式市場は効率的  
ではないのではないかというような状況が生まれ  
ました。

そのころ、リスクはどうやって評価していたか  
といえますと、CAPM（キャピタル・アセツ  
ト・プライシング・モデル）を用いるのが主流で  
した。マーケット・ベータでリスクが測られると  
いう理論ですが、リスクを上回るリターンをはか  
るときには、このマーケット・ポートフォリオに  
対するベータ・リスクを除いて、残ったものに対  
してプラス・アルファがあるかないかというのが  
基準だったわけです。

### (3) ファマとフレンチの反論

しかし、マーケット・ベータではうまくリスクが把握できないということで、再びファマ教授がフレンチ教授と二人でとりあえずの解決策、つまり、従来はマーケット・ベータだけがリスクだと考えていたのを、それにサイズ効果と、バリュエーション効果、これは先ほどいった簿価に対する株価の比率が大きい小さいですけれども、この三つをリスクの源泉だと認めてしましましょうということになりました。このようにリスクの源泉を増やすと、サイズ・アノマリー、バリュエーション・アノマリーが消えてしまうわけです。さらにその後、モーメントム、過去のパフォーマンスがよかった銘柄はさらによくなるという効果ですが、これもリスクとして認めてしましましょうということになり、その結果、多くの投資戦略、ポートフォリオのリスクがほぼ説明できるため、とりあえずこれで

落ちついたようにみえたのですが、その後も四つのファクターでは説明できないようなアノマリーが次々に報告されていまして、今は混沌とした状態にあります。

### (4) 行動経済学の台頭

耳にしたことがあると思いますが、最近では「行動経済学」と呼ばれるアプローチが、効率的市場をめぐる議論で重要な役割を果たしています。心理学の成果を活用した議論が特色なのですが、先ほどお話ししたアノマリーも、行動ファイナンスの分野の人たちからたくさん出されています。

次から次にアノマリーと思われる現象が報告されており今や収拾のつかないような状態にあります。これは学界での話ですが、実務の世界でも、表には出てこないけどプラスアルファを稼ぐ投資

戦略があるのではないでしょうか。

(5) シラーの論文

シラー教授の論文は別の方法で効率的市場を反証した論文として有名です。効率的市場に関する検証は、アノマリーを見つけるだけではありません。わかりやすいのは、ファンダメンタル・バリュウを推定し、それと株価を照らし合わせて、両者が等しいかどうかチェックする方法です。しかし、ファンダメンタル・バリュウの推定は極めて困難な作業です。

そこでシラー教授は次のような方法を用いました。ファンダメンタル・バリュウは、将来にわたる配当の割引現在価値と考えられます。ただ、現時点では将来の配当はわかりませんから、現時点でのファンダメンタル・バリュウを推定するのは難しいのですが、過去を振り返ってみると、たと

えば二〇年前の株価のファンダメンタル・バリュウは推定できるわけです。それ以降の配当のデータがあるわけですから、それを用いて二〇年前、三〇年前の時点でのファンダメンタル・バリュウを推定できる、こう考えまして、ファンダメンタル・バリュウにもとづくボラティリティを計算してみました。ファンダメンタル・バリュウのボラティリティと実際の株価のボラティリティを比較してみると、理論的に考えられるボラティリティよりもはるかに大きく株価は変動しているという現象を見つけたのがシラー教授の論文です。そういう意味で市場は効率的ではないということがわかりました。

このように、ファイナンスの世界、特にアセットプライシングの世界では、株価がファンダメンタル・バリュウを反映しているかどうか、効率的なのかどうかということについて、非常に長い間

にわたって激烈な議論が戦わされています。

それに対して私は水をかけるようなことをいうわけです。つまり、効率のかどうかを一生懸命に議論しているけど、みんなが考えているほど株式市場の効率性は重要ではないのではないか、迅速に、一分一秒を争って株価に反映しないと困るというようなことはないし、多少株価がファンダメンタル・バリュウから乖離していても、企業あるいは経済全体のパフォーマンスが悪くなるわけではないと主張したいわけです。

### 三、効率的市場の意義

市場の効率性はなぜ重要だと考えられているのでしょうか。大きく分けて二つあります。効率的な資金配分の達成が一つです。効率的な資金配分の結果、良好な企業パフォーマンスを実現でき

る。効率性が満たされていないと資金配分がうまくいかない、だから重要なんだ、これが一つの主張です。

もう一つは、適切な価格がつけられていると、TOBを通じた企業のパフォーマンスが改善され、経済全体のパフォーマンスもよくなるという主張です。

ここでは、本当にそうなのだろうかを考えます。

市場の効率性の議論において、一分一秒でも早くその情報が価格に反映されることが重要と主張されることがあります。しかし実際に新株を発行して資金調達をするときには、今の株価だけではなくて、過去の平均的な株価を参考にして、それより多少高い価格で資金調達するのが一般的です。企業買収をするときの買収価格も、ケースによってさまざまですが、現時点での株価に、たと



えば二〇%程度、あるいはそれ以上の買収プレミアムを乗せて買収価格にするのが普通です。ですから、資金調達や買収を考えたときに、一分一秒を争って株価に反映去れる必要もないし、多少ファンダメンタル・バリュエーションから乖離しても、何も問題はありません。

#### 四、株式市場による資金配分の効率性

株式市場による資金配分の効率性について、もう少し詳しくみてみましょう。

次の二つが、市場の効率性が重要だと主張するときの前提になります。一つは、基本的に企業は株式市場を通じて資金を調達する。それ以外の資金調達手段、債券であるとか銀行からの借り入れ、あるいは内部留保、そういったものは考えて

いません。二番目は、少し難しい表現になりますが、株価から推定される資本コストに基づいて投資をすることを前提にしています。これについてはすぐに説明します。

##### (1) 上場会社の資金調達の状況

第一の前提から見てください。図表1は東京証券取引所のウェブサイトからとったデータです。株式市場を通じてどのくらいの企業がどのくらいの金額の資金を調達しているのか、ここ一年間を見たものです。あまり活発に資金調達をしていない時期なので、全般的に少ないのですが、左から二番目の公募のところを見ても、そんなに多くありません。東証に上場している企業が対象で、東証以外での資金調達は除かれています。そんなに多くないようです。額もそれほど多くはありません。御存じのように、何年間も株式で資

(図表 1)

# 上場会社資金調達額

(資料: 東京証券取引所)

| 年    | 株主割当 |     | 公 募 |        | 優先株式 |        | 第三者割当 |       | 普通債 |        |
|------|------|-----|-----|--------|------|--------|-------|-------|-----|--------|
|      | 件数   | 億円  | 件数  | 億円     | 件数   | 億円     | 件数    | 億円    | 件数  | 億円     |
| 2001 | 3    | 320 | 18  | 12,015 | 5    | 2,161  | 57    | 4,772 | 321 | 72,501 |
| 2002 | -    | -   | 19  | 1,533  | 36   | 9,968  | 62    | 4,844 | 247 | 59,660 |
| 2003 | 2    | 15  | 35  | 5,672  | 74   | 25,322 | 84    | 2,232 | 318 | 54,470 |
| 2004 | 1    | 27  | 78  | 7,502  | 50   | 13,626 | 129   | 5,726 | 249 | 40,845 |
| 2005 | 2    | 37  | 74  | 6,508  | 45   | 11,678 | 150   | 7,781 | 377 | 55,325 |
| 2006 | -    | -   | 69  | 14,477 | 26   | 5,597  | 145   | 4,165 | 274 | 47,800 |
| 2007 | 1    | 81  | 60  | 4,570  | 12   | 7,955  | 117   | 6,621 | 359 | 69,308 |
| 2008 | 1    | 1   | 27  | 3,417  | 9    | 5,937  | 93    | 3,958 | 276 | 66,382 |
| 2009 | -    | -   | 52  | 49,668 | 28   | 4,740  | 115   | 7,146 | 300 | 74,764 |
| 2010 | 1    | 7   | 50  | 33,089 | 10   | 736    | 88    | 5,356 | 348 | 66,829 |

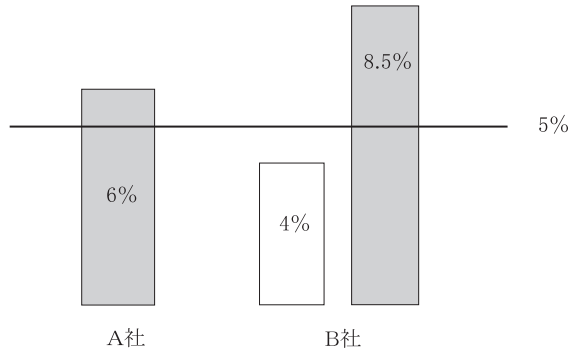
金調達していない企業もたくさんありますし、設備投資の度に株式市場で資金調達しているというわけではありません。一番右に普通債の額が載っていますが、普通債のほうが公募よりは多そうです。これは従来からいわれていることで、改めていうようなことではありませんが、株式市場だけから資金調達しているわけではない、ということがわかります。

## (2) 株価と投資決定

株式市場は多少とも効率性から乖離している状況もしばしば見られるにもかかわらず、経営者が適切な判断をしているために、それほど間違った意思決定はされていないと私は考えています。株式市場には、効率的な市場の前提では説明できない現象がかなりありますが、もし株式市場が効率的でなければ資金配分がうまくいかないというの

(図表2)

## 株価と投資プロジェクト(1)



であれば、さらに、株式市場がさほど効率的でない  
と認識するのであれば、アメリカ、日本を含めて  
長い間にわたって経済パフォーマンスが悪かつた  
のかを考えると、ちよつと違うのではないかと  
いう気がしています。

### (3) 株価と投資プロジェクト

図表2を用いて私の基本的な主張を説明しま  
す。八・五%と四%、六%というのは、A社とB  
社が持っている投資プロジェクトの収益率と考え  
てください。もつとたくさん企業を考慮してもよ  
いのですが、話の簡素化のために二つの企業だけ  
考えていて、A社は一つのプロジェクトで六%、  
B社は二つのプロジェクトで八・五%と四%に  
なっています。

① 株式市場が効率的である場合

まず、株式市場の効率性がこの文脈で何を意味するのかが大切です。株式市場が効率的である、すなわちすべての企業に対して市場が適切な評価をしているのであれば、どの企業に対しても投資家が要求する収益率、あるいは企業が株主に対して支払わなければならない収益率は一致します。

この例ではそれを5%と仮定しています。ただし、ここではリスクを無視しています。リスクはない、あるいはどの企業もリスクが等しいと仮定していますが、リスクを考えても議論の本質は変わりません。

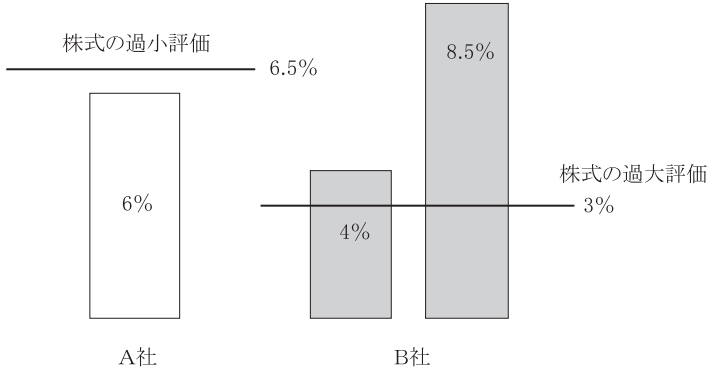
仮にこのプロジェクトを遂行するのに一〇億円ずつ必要だとします。仮に経済全体に二〇億円しか資金がないとしたら、どういう順で投資プロジェクトを実施したらよいでしょうか。これは簡単で、一番大きい八・五%にまず最初の一〇億

円、次に六・〇%に一〇億円を投資すればよいわけです。大きいほうから順番に資金を投入していくことが重要です。資金配分の効率性というのはそういう意味です。各企業が持っている投資プロジェクトに対して、収益率の高いほうから順番に資金が流れていって投資が行われる状態が、資金が効率的に配分されているということを意味しています。株式市場が効率的であればこの機能を果たすというのが、効率的市場では望ましい資金配分が達成されるということの意味です。もう一度確認しますと、市場が効率的であれば、株式での資金調達に対して、その見返りとして支払わなければならない収益率はどの企業でも同じになる、これが重要です。

B社は株式で資金調達するときの5%とプロジェクトの収益率八・5%を比べて、5%を株主に払えばよいのなら八・5%の投資をしても三・

(図表3)

## 株価と投資プロジェクト(2)



五%儲かる、それならこれを実行しましょう、となりません。しかしもう一つのプロジェクトは四%しか利益があがらない。それに対して、株式市場で資金調達すると五%要求される。これはやめておきましょう、となります。A社も同じように考えて六%のプロジェクトを実施する。つまり、効率的市場が成り立っていれば、この例の五%の水準自身は、市場でどれだけの資金が供給されるかによって変わってくるのですが、たくさん供給されれば下がってきますし、少ない資金の供給であれば上がってきますが、全体として高いほうから順番に資金が流れるというのは間違いありません。これが効率的市場の主張です。

### ②株式市場が効率的でない場合

効率的市場が成り立っていないとどうなるでしょうか。図表3にありますようにA社はファン

ダメンタル・バリュユーよりも過小に評価されており、B社はファンダメンタル・バリュユーよりも高い評価を受けているという状況を考えてみましょう。高い評価を受けると、株主への見返りとなる収益率が下がります。B社は過大に評価されているために仮に三%を株主に払えばいい、こういう状況になっていたとしましょう。過大に評価されればされるほど下がってきます。逆に、A社は過小に評価されていますから、この例では六・五%まで上がっています。過小評価されればされるほど企業が株主に払わなければならない収益率は上がってきます。

そうしますと、図表3からわかりますように、A社のプロジェクトは実行されません。六%よりも高い利益を投資家に渡さなければならぬので、やっても損です。逆にB社は、過大評価されているために両方のプロジェクトとも実行されて

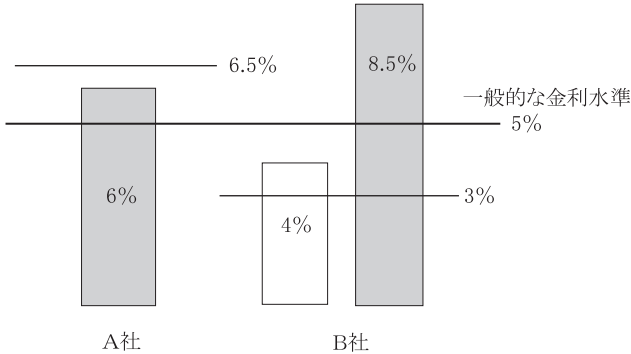
しまいます。この結果、相対的に悪いプロジェクトが実行されて、よいプロジェクトが実行されなくなってしまうと事態が起きます。これが株式市場が効率的でないことの帰結です。効率的な市場を支持する、あるいは正当化する最大の議論がこれなのです。

③資金調達市場として株式市場以外の市場が存在する場合

私の主張は次の図表4で説明できます。経営者が賢く行動するから、株式市場が効率的でなくても心配はいらない、と言うのが私の主張の内容です。株式市場だけが資金調達の場合ではない、と言う認識が重要です。過大評価と過小評価のため三%と六・五%となっているのは先ほどと同じですが、真ん中に「一般的な金利水準」というのがあります。これは何かというと、一般的な調達、運

(図表4)

## 株価と投資プロジェクト(3)



用の場で投資家が要求する収益率、それは株式市場全体の平均的な収益率でもよいですし、債券市場での収益率、銀行が要求する収益率で構いませんが、金融市場全体で決まっている収益率という意味です。ここではリスクを無視していますから、どれも同じです。

この一般的な金利水準が5%であったとしましょう。前の図表3と同様にB社は過大な評価をされていて、3%という利回りで株式市場から資金調達できるという状況を考えています。そのとき、3%で調達した資金で4%の投資を実行してしまうでしょうか。先ほどの議論では、実行することになっていました。3%と4%の比較から、3%で資金調達して4%で投資したほうがよいと考えがちですが、それでは賢い経営者とはいえません。なぜなら、5%で運用することができずからです。賢い経営者は当然5%のほうに資金を回

す。それは、国債や他の企業の株を買うというようなことに該当するのですが、そういうことをしたほうが有利です。結果として実行されるのは、八・五%の高い収益率の投資対象だけということになります。

逆にA社は、株式市場で資金調達すると損をしておしまいますから、株式市場では資金調達をしません。しかしそれ以外の資金調達手段があります。株式市場以外では5%で資金調達ができるのですから、そちらで資金調達してプロジェクトを実行することになります。

つまり、効率的な市場の議論は、最初にいたしましたように、株式市場だけが資金調達場で、株式市場から調達した資金で投資をするかしないかを決めるという前提になっています。しかし、ほかに幾らでも資金調達をする市場があるし、そうであればこの説明のように経営者は賢い選択をする

はず、と私は考えます。

同じ議論ではないのですが、今年一月にあったアメリカのファイナンス学会の会長講演でシカゴ大学のコクレイン教授も、ビジネススクールで教える議論は実は間違っている、間違っているのだけれど、アメリカの各企業は適切な投資決定をしている、一体それはなぜなのかと言っています。

経営者が賢い行動をとっているようにみえるのは、次のようなことがあるからでしょう。かなり大きな収益率のプロジェクトは誰にもわかりません。そういうプロジェクトはどういう資金調達手段であっても実行されるでしょう。通常、株式市場だけから資金調達するのではなくて、銀行からの借入れや債券の発行、コマースヤルペーパーの発行、その他いろいろな方法で資金調達をしているわけです。誰が見ても大きな収益率を期待できるプロジェクトは、資金調達の方法に関わりな



く実施されるでしょうし、それで問題はありません。問題なのは、ぎりぎりのマージナルな部分です。先ほどいいましたように、企業はいろいろな資金調達をしています。マージナルな部分のプロジエクトは、株式市場だけでなく銀行からの借り入れ金利や債券の利回りなどをみて、判断しているのではないのでしょうか。それは私が説明した状況に一致します。

先ほど、株価が過大評価されると株主が要求する収益率は低くなる、と簡単にいつてしまったのですが、実際は、自分の企業の株価から、どれだけの収益率を株主が要求しているのかは推定しなければなりません。この推定方法は、ビジネススクールなどでも教えられています、かなり面倒です。通常はCAPMなどを使って推定する方法が説明されていますが、著しく推定誤差の大きい作業で、株価から株主の要求する収益率を計算する

のはあまり現実的とは思われません。そうすると、一般的な金利水準、債券は格付けに応じてきれいに並んでいて、そんなに飛び抜けて変な値になつたりはしませんから、債券市場であるとか一般的な金融市場から金利水準をよく観察し、株価から推定される利回りはせいぜい参考程度にとどめているのではないか、と思います。これが結果として賢い意思決定に繋がっている、そう私は推測しています。

もちろん、株式市場は効率的であるほうがよいのですが、みなさんが考えているほど情報が迅速に反映しなければならぬ、あるいは、いつも反映されていなければならないというものではありません。むしろ、金融市場全体、株式市場全体がうまくワークするかどうかというほうがはるかに重要な問題ではないかと考えています。

## 五、流動性の重視

株式市場の機能として効率性と並ぶのが流動性という概念です。効率性をあまり重視しなくてよいのであれば、相対的に流動性の役割が大きくなります。もちろん、流動性を高めることが株式市場の効率性を改善する上で有効なので、流動性の強調がただちに効率性を軽視することにはなりません。流動性の役割が相対的な重要性を増すのは間違いありません。

特に私が重要視しているのは、流動性そのものというよりも、いつでも自由にポジションを解消できる、持っている株式を処分できるという意味での流動性です。これが私の主張の第一点です。

もう一つは、流通市場は基本的に資金運用の場として使われていますから、ルールの明確さ、透

明性、公平性といったものが非常に重要になります。例えば、効率性を極端に強調するとインサイダー取引さえも正当化しかねないわけです。情報が反映されているほうがいいということであれば、インサイダー情報であっても、直ちに反映されたほうがよいことになります。そうだとすればインサイダー取引を認めただほうがいいのではないかという議論もないわけではありません。そういう極端な主張をする人はめったにいません。しかし、効率性をさほど重要視しない、むしろ運用の場としてのルールの公平性、透明性、そういうものを重視するのであれば、当然、インサイダー取引というのは強く規制されるべきだということになると思います。

## 六、空売り制約

ここでは、効率性の相対的な軽視がどのような含意を持つかについて、二つ例で議論したいと思います。一つは空売り制約の問題です。

株価が大きく下落すると、空売りの規制を強めるといったことが過去にしばしばありました。空売りの規制に関しては、われわれ学界の人たちは当然のこととして、業界の人たちからも、強い批判がみられます。恐らく、私たちのような学界に属している人たちは、空売りの規制に関しては一〇〇%反対するものと思われまます。ですから、私が空売り規制にも一理あるのではないか、というと学界から追放されるかもしれません。しかし、ここではあえて、規制もあり得るのではないか、という議論をしてみます。ただし、全面的な規制

ではなくて、株価が下げ基調のときに、最低価格を設定し、それ以下の価格での空売りの注文を出してはいけないというような形の規制を考えています。

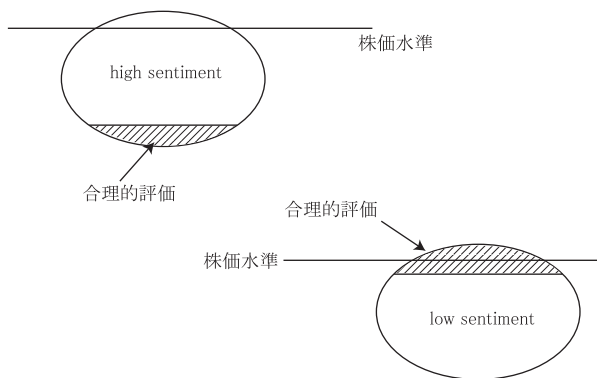
以下の議論は、株式市場をどのように理解するかに依存しています。

### (1) センチメントと空売り制約

最初に、株式市場に対する行動ファイナンス的な理解を考えてみましょう。図表5を見てください。ちよつとわかりにくいかもしれませんが、図表5の丸は投資家の判断を表しています。株式にどのような価値があるかを表している、と考えてください。「ロー・センチメント」というのは、行動ファイナンスの人たちが使う言葉ですが、気分が高揚していないという状況を指します。こういう状況ではマーケット全体が沈みがちで、株価

(図表 5)

## センチメントと空売り制約



の価値は下のほうにあるということをあらわしたのが右下の図です。「合理的評価」と書いてある水準は、そこがファンダメンタル・バリュエーに対応する値であり、市場が沈みがちなので、合理的な水準よりも低い評価をしている投資家たちが多い、そういう図だと思ってください。

逆に、左上はハイ・センチメント、気分が高揚している状態で、株価がどんどん上昇していくだろうというような雰囲気市場に漂っているような状況です。市場全体が浮かれているわけですから、冷静な、合理的な判断をする投資家たちの評価は下側になります。

仮に空売りを含めてショート・ポジションが強く制約されているという状況において、どういう水準に株価が決まるかというと、基本的に上のほうの評価で株価が決まります。すなわち、買ったという投資家が株価水準を決めるわけです。空

売りだけではなくて、一般にさまざまな制約がショートポジションにはあります。ロー・センチメントの場合は、合理的水準の近辺で株価が決まり、ハイ・センチメントのときは合理的水準を超えて株価が決まります。センチメントが弱い、株式市場が落ち込んでいるような状態では、基本的にショートポジションの制約があるときにはファンダメンタル・バリュウに近い価格づけがされる。センチメントが強い場合は逆で、ファンダメンタル・バリュウを超えて価格づけされます。

### (2) 空売りと効率的市場

効率的市場の観点からは、空売りには少なくとも二つの意味で重要な役割を果たすと考えられます。一つは、投資家が持つ情報を価格に反映するという役割で、これについては後でお話しします。もう一つは株価がファンダメンタル・バ

リュウから乖離したとき、裁定取引を容易にし、株価をファンダメンタル・バリュウに近づける役割があると考えられます。つまり、ハイ・センチメントのときには、ショート・ポジションを取りやすくすると、ファンダメンタル・バリュウから乖離した分を下げるという機能を空売りが果たす可能性があります。

それに対して、ロー・センチメントの場合は空売りが認められてしまうと下がってしまいますので、効率的市場の主張する裁定の機能を認めたとしても、規制したほうがよいということになります。裁定取引の議論は、センチメントが弱いときに空売りを規制することを正当化する議論になってしまいます。

### (3) 空売りと流動性

効率的市場を強調する人たちは、ロー・センチ

メントとかハイ・センチメントといった目で株式市場をみていません。彼らが考えているのは、全員合理的な投資家であるが、ただし、みんなが持っている情報がさまざまに異なる状況です。悲観的な情報を持っている人もいれば、楽観的な見通しを持っている人たちもいる。そして、市場が効率的であろうとすれば、多くの投資家の情報がすべて反映されなければならない。しかしショートポジション、空売りの制約があると、悲観的な投資家たちの評価が反映されなくなるというわけです。それが基本的な議論です。

## 七、投資家をもつ情報と株価

しかし、私は効率的市場をそれほど重要視しません。空売りの制約があっても、いずれ効率的市場の方向へ向かう、ファンダメンタル・バリュー

のほうに向かうはずで、直ちに反映する必要はないと考えています。そういう主張に対して、ほうっておけばいつまでも反映されないのではないかと、あるいはショート・ポジションを規制されると情報を収集するというインセンティブがそれが、市場の効率性が損なわれるのではないかという反論は当然あり得るでしょう。これについては時間の関係で細かい議論をすることができませんので、そういう反論があり得るということをつけ加えておくにとどめます。

## 八、流動性（ノイズ）取引

もう一つ、前から学界でも話題になっていますが、流動性（ノイズ）取引といわれる取引についてです。流動性取引とは、株式市場以外の要因を動機とする取引です。要するに、株式市場で、値

上がりするから買う、値下がりするから売る、そういう取引ではなくて、例えば、家を買う資金が必要になったので株を売るとか、思いがけずに遺産が手に入ったのでとりあえず株を買っておこうとか、年度末なので益出しのために株を売るとか、そういった株式市場の将来の見通しに基づくのではなくて、それ以外の要因によって売買する、これを「流動性（ノイズ）取引」と呼んでいきます。そういう人たちの取引には将来の株価の見通しについての情報は何も含まれていない、だからノイズだというわけです。これは極めてゆゆしき問題で、ノイズ・トレーダーが株式市場の効率性を阻害している、だから、できるだけノイズ・トレーダー（流動性取引者）の影響を除去するよくな形でマーケットをデザインしていくことが必要だという主張がされたりもします。しかし、私は、流動性取引者に売る場を提供するのが流通市

場の最大の役割だと考えていますから、これはほとんどもない議論で、流動性取引者を批判するには当たらない、これこそ株式流通市場の最も重要な機能だと思っています。

### (1) 成行注文と指値注文

具体的な話としては、成行注文と指値注文の話があります。成行注文というのは、どんな価格でもいいというわけですから、注文そのものには情報が含まれません。それに対して、指値注文は幾らでということで情報が含まれる。世界各国には成行注文が規制されている市場もありますし、成行注文は適切ではないという議論もありますが、私はそれはおかしいのではないかと思っています。成行注文を規制しても、ビット・プライスの一番大きいものよりも低い価格で指値してしまえば同じことになってしまいますので、そういう面

倒くさいことをしなくてよいだけでも成行注文は有用です。

流動性（ノイズ）取引の何が問題かという点、本来、情報が含まれていない取引であるにもかかわらず、ほかの人たちからは、その注文がノイズなのか、情報を持つ取引なのかがわかりません。わからないため、何の情報も持たない売りの注文に乗っかって売却してしまう、買いの注文に乗って買い進んでしまうということが起きて、それがある種のボラティリティを高める要因になっているという意味でノイズ取引は悪いといわれています。

もしそうだとすると、成行注文によって、この注文は流動性取引ですよということを市場に伝達させたほうが、指値注文をして情報があるような取引だと見られてしまうよりはずっといいのではないか、つまり、誤った推測を生むよりはいいい

じゃないかと考えています。

## (2) インデックス運用

インデックス運用についても同じような議論があります。インデックス運用というのは、株式市場全体を買ってしまうので個々の評価をしていない、情報が含まれていない取引なんじゃないかという議論がありますが、これも似たような議論ではないかと思われま

す。これについては、時間の関係で省略させていただきます。

私の話はこれでおしまいです。どうもありがとうございます。（拍手）

**若林常務理事** 倉澤先生、どうもありがとうございます。ありがとうございました。

流動性という観点から、空売りの問題や指値、



成行注文、あるいはインデクス運用、こういった大変広範な分野においてこの問題が重要な意味を持つことをお教えいただいたと思います。大変示唆に富んだお話を聞かせていただいたと思っております。

若干お時間もいただいておりますので、皆様方から御質問、御意見等ございましたらお受けしたいと思いますが、いかがでございますでしょうか。

**質問者1** 今、空売りの話が出ました。非常におそらくい見解だと思つたんですが、例えば現物を持っていて信用でつなぐというのはヘッジですよね。これは空売りとはいわないんでしょう。

**倉澤** 厳密な意味ではないわんないのかもしれませんが。区別するのは難しいですけども、そのケースは私が考えている空売りには入りません。

**質問者1** それから、例えば大量な株式を持つている場合、それを全部売るわけにはいかないの

で、指数でもつてつなぐ、保険つなぎですね。これも空売りではないんでしょうね。

**倉澤** 先物取引ですか。

**質問者1** そうです。

**倉澤** 先物でやるのは空売りではありません。先物は当然、ロングとショートの自由なポジションを前提にした取引になっていますので、ここでいう空売りには入りません。

**質問者1** 理論的にはそうかもしれませんが、行政当局からすると、すべて空売りというような観念で規制をかけているような気もするんですが、学者の方からごらんになってどうでしょうか。

**倉澤** 一般の学者は、空売り規制は大反対ですが、私がここでいっているのは、株を借りて売却する行為だけを指しています。

**質問者1** まさに空売りですね。

倉澤 そうです。

質問者1 わかりました。

質問者2 素朴な質問ですが、成行注文が明確に規制されている市場というのはあるんでしょうか。

倉澤 例えば台湾の市場は成行注文ができません。小さい国では、実際にあることはあります。

質問者2 その場合の理屈は、やはり効率性というようなことで議論されているんでしょうか。

倉澤 台湾市場がどうして成行注文できないのかはちよつとわからないんですが、推測ではそういう種類の議論、あるいはその変種じゃないかと思います。明確に認識して効率的という話ではないかもしれませんが、はっきりはしません。

質問者3 東京市場が長らくアンダーバリューとわかれております。フェアバリューというのは、市場によってさまざまな金利動向ですとかいرون

なもので決められて、グローバルに統一されているものじゃないと思うんですが、東京市場がアンダーバリューを長く続けている、非効率的市场を続けているというのは流動性に問題があるんでしょうか。

倉澤 まず第一に、東京市場がアンダーバリューを続けているということを前提にしたときに、恐らくそういう見方が、大半とはいわないまでも多数であるのは確かだと思うのですが、なぜアンダーバリューを続けているか。効率的ではないというのは確かですけれども、流動性に問題があるかどうかということになりますと、流動性自身は長い間アンダーバリューを続けている原因にはなりにくいと思います。

答えになっっているかわかりませんが、しかも、同じことをいっているのではないかとも思うのですが、センチメントが弱過ぎているのではないか

という気がします。要するに、株式市場を取り巻く投資家たちが、本来は高い価値があるにもかかわらず、見通しが立たない、だからセンチメントが弱くなってしまっていて、余り買い上げる元気がないということではないかと思われます。一人一人の投資家は恐らくアンダーバリューだということに気がついている、あるいは、そういう評価をしている投資家たちはかなりいると思うのですが、自分一人でどうなるものでもないので、市場全体が将来にわたって活性化していくというような予測なり高揚感なりがない限りなかなか上がらない、そういう状況が続いているのではないかなという気はしていますが、はつきりしません。流動性は、基本的には余り関係ないのではないかと思えます。

**質問者3** 効率的市場のためには、流動性は必要ですよ。

倉澤 必要です。

**質問者3** 長い間アンダーバリューだというのが事実だとすると、効率的市場じゃないということとイコールで、効率的市場が成り立っていないというのは、やはり流動性が足りないからじゃないでしょうか。

倉澤 流動性自身は、短期的なアンダーバリュー、短期的なオーバーバリューにはかなり大きな影響を与えると思うんですけども、長い期間にわたってアンダーバリューが続くということに関してはさほど大きな影響は与えないと私は理解しています。

**若林常務理事** 私から一点、先生にお伺いしたいんですが、流動性が非常に株式市場にとって重要であるという御指摘をいただいて、議論を展開していたんですけど、流動性の厚みを増すという観点から、何か制度的あるいはインフラ的に重

点を置く必要のある施策なり、そういったものが考えられるのでしょうか。その辺のところはいかがでしょうか。

倉澤 それは非常に難しい問題で、私はそういうことをいつも考えているんですけど、決定打は余りないんじゃないかなという気がします。ですから、もっと基本的なところ、多くの人たちが指摘していますが、若いところからの証券、株式の教育、そういうところから始めないと厚みはなかなか増えないのではないかと思います。要するに、投資家の厚みがない限り、小手先で制度をいじくっても、細かいところはともかくとして、長い目で見たときに、それほど流動性が高まることはないという気がしますので、そのあたりから基本的に考えていかないと無理なのではないかと思っています。

若林常務理事 ほかにございませんでしょうか。

それでは、時間も参っておりますので、今月の「証券セミナー」はこれで閉会とさせていただきます。たいと存じます。

倉澤先生、どうもありがとうございました。

(拍手)

(くらすわ) もとより、横浜国立大学大学院教授  
当研究所客員研究員

(この講演は、平成三三年十二月十三日に開催されました。)

倉澤資成氏

略 歴

|                 |                      |
|-----------------|----------------------|
| 1969年3月         | 早稲田大学理工学部数学科卒業       |
| 1973年3月         | 早稲田大学大学院経済学研究科修士課程修了 |
| 1973年4月～1974年3月 | 財団法人国民経済研究協会研究員      |
| 1974年4月～1975年3月 | 横浜国立大学経済学部専任講師       |
| 1975年4月～1988年3月 | 横浜国立大学経済学部助教授        |
| 1988年4月～1999年3月 | 横浜国立大学経済学部教授         |
| 1999年4月～現在      | 横浜国立大学大学院国際社会科学研究科教授 |
| 2006年4月～現在      | 京都大学客員教授を兼任          |