

【本日の目次】

1. 新着情報

- ◆かぶオブセミナー（入門編） 開催のご案内

2. 市況情報

- ◆本日の株価指標等
- ◆第一部前・後場概況

3. セミナー情報

- ◆+YOU ニッポン応援全国キャラバン開催予定

4. コラム

- ◆証券取引等監視委員会からの寄稿

=====
※ 以下については、証券取引等監視委員会のウェブサイト掲載にあたり、上記
目次 4. コラムを抜粋しております。
=====

証券取引等監視委員会からの寄稿

投稿 No. 99

貯蓄から投資への流れと、投機の位置づけ

証券取引等監視委員会事務局 特別調査課長 後藤健二

今年も残すところわずかとなりました。アベノミクスのスタートと軌を一にして日本株に世界の注目が集まったこの1年、日経平均は5割以上上昇しました。

株価がこうした高いパフォーマンスを示したことも一因になったのでしょう。最近、高齢化の進む日本での将来的な社会保障のための財源確保、日本経済の基盤となる企業のリスク・テイクやイノベーションの資金供給面からのサポートといった様々な視点から、日本の投資家が国内株投資にどう向き合うか、盛んに議論されています。そこでは、本来は中長期資金が供給され

るべき資本市場において取引が短期化し、企業行動を近視眼的にさせる圧力となっているのではないか、また、それによって、新たな付加価値創造の源泉であるイノベーションのための中長期投資が十分に行われなくおそれがあるのではないか、という問題意識がかなり幅広く共有されているように思われます。

実際に、東証の時価総額に対する売買代金の比率でみた平均株式保有期間は、1990年代前半には3年～5年半程度だったものが、近年では1年を割り込んでいるとのデータがあります。来年1月からはNISAが始まり、小口資金のリスクマネーへの流入が進むことが期待され、また、機関投資家が中長期的なパフォーマンスの向上に向けて企業とより深いコミュニケーションを取るための道しるべとして、日本版スチュワードシップ・コードの議論も進んでいます。こうした貯蓄から投資への流れと対比して、どうも、「投機」という言葉は肩身が狭くなる一方のようです。

そんな中、先日私は、“ウォール・ストリート Wall Street” というタイトルの魅力的な本を読みました。と言っても、リーマンショックや金融危機の際に、ウォール街の投資銀行がどんな貪欲にかられ、どんな証券化証券やデリバティブを売ってまくったかを書いた本ではありません。共著者の一人、W. ワーナーはコロンビア大学名誉教授、もう一人のS.T. スミスは弁護士。合衆国独立後の1790年頃から南北戦争前の1840年頃を中心に、若きアメリカ経済の発展に証券市場がどんな役割を果たしたかを描いた、1991年初版の本です。

ワーナーとスミスは、証券市場の顧客は大きく投資家 investors と投機家 speculators の2つに分類できるといいます。投資家は、おおよそ証券市場を貯蓄銀行の代替物と考え、既に持っている資金を、元本が安全で確実に配当が出るリスクの低い証券に投下する人たち。一方、投機家は、進んでリスクを取り、マーケットを新たな富を獲得するために利用する人たちで、証券の価格変動を予想し、借り入れた資金でレバレッジ売買をします。また、売買の時間軸は短く、マーケットへの参入・退出もすばやい。

本書は、こうした意味での投機が、開拓期アメリカにおいてリスクの高いプロジェクトへの資金供給を助け、また、証券取引全般を活発にすることで株式や債券の新規発行を吸収したこと、短期的に価格の歪みを生じさせることがあっても、長期的に見ればかえって証券価格と企業価値の一致を促進したこと、流動性の増加が価格の変化をなだらかにし、売買スプレッドを小さくする効果をもったこと、等、重要な役割を果たしてきたことに焦点を当てています。

本書の言葉を借りれば、投機こそ、ニューヨーク証券市場の “真髓 native genius” です。そして本書は、こうしたリスク・テイクの精神に満ちた投機が盛んに行われたことが、早い段階から州境を越える開放的な志向を持ったこと、小口投資家を顧客に取り込んだことと並んで、草創期のニューヨーク市場がフィラデルフィアやボストンといったライバル市場を凌いで、

アメリカ第一の資本市場となる土台になったと強調しているのです。

もちろん、本書によっても、投機には負の面があります。既に初期の米国証券市場で、相場操縦や売買高の小さい銘柄の買い占めといった、投機の行き過ぎが生じていたことが指摘されています。ちなみに、「ブル」「ベア」という言葉は、1833年頃、徒党を組んである証券の価格操作を試み、相互に対立するグループを指す言葉だったそうです。ウォール・ストリートの著者がイメージしている投機は、我々が投機と呼ぶものとややずれているかも知れません。同じ短期と言っても、数週間、数か月のタイムスパンで証券の価格変動から利益 -- 現物の値上がり益や、空売りを通じた値下がり益 -- を得ようとするのと、ミリ秒の速度で執行されるシステム取引を前提に、1日に何十回、何百回という発注・約定・取消を繰り返すのとでは、システムを含む市場インフラの安定性や、中長期取引の投資家に与える攪乱の度合いも随分違ってくると思われます。また、公開会社 public corporations において、株式保有と経営権の分離は本来的なものであり、投資家による経営への参加や意思表示の効果に過剰な期待を持つべきではない、と主張する点は、機関投資家による株式保有が進んだ現在の日本のマーケットに当てはまらない面もあります。

しかし、異なる意見を持った多様な顧客が市場に参加し、様々な属性を持つ発行体に資金調達チャンスを与えることが、証券市場の理想とする姿であるのは、19世紀はじめのウォール・ストリートも、今日の日本も同じではないでしょうか。これからの東京市場で、貯蓄から投資の流れが本格化し、中長期投資家のプレゼンスが増していくことを目指すのであれば、同時にそうした投資家、とりわけ個人投資家が、手元の証券を売りたい時にすぐに売れる流動性を確保するためにも、時価総額の小さい銘柄も含めて、ワーナーとスミスが描いた意味でのリスク・テイクの気概に富んだ、健全な投機家にも取引に参加してほしいと思います。そして、我々証券取引等監視委員会には、そうした投機が過剰になり、不公正取引や、市場の安定を阻害しかねない事態が生じたときに時を移さず対応できるよう、マーケットの現状について理解を深め、監視を怠らないことが求められているのだと考えています。

※文中、意見に関わる部分は、筆者の個人的見解です。

■証券取引等監視委員会ウェブサイト

<http://www.fsa.go.jp/sesc/index.htm>

■証券取引等監視委員会では、その活動状況やウェブサイトの更新情報などを配信しています。

<http://www.fsa.go.jp/sesc/message/index.htm>