

根拠なき熱狂

今年も卒業式がやってきて、4回生が卒業していきます。今年の4回生は就職活動では大善戦をしてくれました。よくまとまった本当によいゼミでした。そういった卒業生に(在学中)最後の「通信」をおくります。もっとも、これからは卒業生にも「通信」をおくろうと思っていますが。

株価暴落 それにしても、ITバブルがはげ落ちて、ニューヨーク株式市場やNASDAQが不安定な動きを示しています。ニューヨーク・ダウの1万ドル割れ、NASDAQの2千ポイント割れ、と怪しい雲行きです。『日本経済新聞』(夕刊)2001年3月15日号に「邦銀問題、米株価揺らす」という見出しの下、「くすぶり続けていた邦銀の経営問題が、14日の米株価急落の材料になるなど、米国で大きな問題として浮上した」と報道されています。果たして本当でしょうか。そんな馬鹿なことではない。アメリカの株価下落の責任を日本に押し付けようとするアメリカの責任逃れに加担した、このような報道は人々をミスリードするものです。いくら何でもひどすぎます。もちろん株価下落は世界的に連鎖はしますが、だから日本がその責任を負うべきだとはとてもはいえません。以下でアメリカの株価下落はアメリカのバブル崩壊にしか過ぎないということをアメリカの論者の言をかりて言及しておきたいと思います。当然米株価下落は日本の株価にも波及するでしょう。

ガルブレイス 『日本経済新聞』2001年3月16日号「変調米国株と世界景気」で、あのジョン・K・ガルブレイスがインタビューに応じていました。そして、つぎのように言っています。「ハイテク企業に対する愚かな過剰期待が吹き飛んだ。」株価調整は「多くの個人と企業が(株式市場で)資金を失った。設備投資の手控えが始まり、消費者心理も冷やすだろう。」ハイテクが生産性を高めたという人がいるが「それは現実ではなく、幻想だった。にもかかわらず人々は生産性の向上説に自身を深めすぎたのが間違いだった。」

アメリカで消費の冷え込みや失業が起こる。さすがガルブレイスです。米株価下落はアメリカ内部の問題だということをはっきり述べています。

根拠なき熱狂 この株価下落をきっかけとして、少し以前からいくつかの書評を読んで、読みたいと思っていた、ロバート・J・シラー、植草一秀監訳『投機バブル 根拠なき熱狂』ダイヤモンド社、2001年を買って読みました。この原著がアメリカのITバブル崩壊直前に刊行され、グッド・タイミングだったとことが監訳者解説で触れられています。著者は株価が暴騰した後必ず下落しているというのが現実だとしています。過去の事例は全てそうであったということを実証データを示して論じています。

そして、どうしてバブルが起こるのかを説得的に展開していて興味深く読みました。今回アメリカで株価が高騰した12の要因を挙げています(第2章)。

株価高騰12の要因 堅実な企業収益の成長に重なったインターネットの到来(それにしても株価高騰は収益成長を遙かに凌駕している)。

勝利至上主義と経済的ライバルの衰退(ソ連は崩壊し日本やドイツ、とりわけ日本は低迷していてアメリカは勝利に酔っている)。

ビジネス的成功(らしきもの)を尊重する文化(連帯や忠誠に取って代わってビジネスにおける個人的成功を重視する、ストックオプションなどもその典型)。

共和党優位の議会とキャピタルゲイン減税(将来的にキャピタルゲイン課税が引き下げられる可能性が見えてくれば、実際の税率が下がらないうちから、売りが出ないという形で株式市場にプラス効果が生じる)。

ベビーブーマーが市場に与えたとされる影響(彼らの老後準備と彼らの支出が経済発展をもたらしたと言うが、これは将来の値下がりの可能性を孕んでいるし論拠として弱い)。

メディアによるビジネス関連ニュースの充実(CNNやブルンバーグなど、それに各

紙の「マネー」欄の充実が煽った),

楽観色を強めるアナリストの予測(日本同様アンダーライティング業務を行っている企業に雇われるアナリストの予測が偏向していることなど),

確定醸出型年金プランの拡大(人任せで選んでいた投資対象を自分で選択するよう強要することによって,株式への投資を促進する方向に作用した),

ミューチュアル・ファンドの成長(従業員退職後所得保障法ができて,401 Kプランにミューチュアル・ファンドが組み込まれたこと,またこれへの大宣伝が行われたこと),

インフレ抑制とマネー幻想の効果(株式はインフレに強いという信念,株式の過去の高い総合利回りが名目ベースで報道されていること),

取引量の拡大:ディスカウント証券会社,デイトレーダー,24時間取引の出現(これらで株式への関心が高まり需要が増大する可能性があること),

ギャンブル機会の増大(宝くじ・カジノをはじめとしたギャンブル機会が近年増大し,株式市場においても軽薄なリスク志向の態度を後押しした),以上です。それぞれなるほどと思わせるものです。

投機の原因ねずみ講 著者はさらに,熱狂が増幅するメカニズムとして,自然発生的ねずみ講が生じるとしています。そして投資家が株価予測をするときに一番引きずられるのは過去の株価そのものであるとしています。ということは,株価が高騰するときは,スパイラル的に高騰する可能性が高いわけで,それがバブルを生み出すとしています。そしてそれを根拠づける理屈があらわれる。それが「新時代」だとか「ニューエコノミー」などという言葉だというわけです。だいたい私などが直観的にそう思っていたことをきれいに整理してくれているという感じです。ただ,アメリカの勝利感(というか陶醉感なのでしょうね)は,わかっていたこととはいえ,ここでこういわれてみて,やはりそうだったのだと確認できました。

株式市場の心理的な「アンカー」 同書はまた,「株式市場は経済のファンダメンタルズにしっかりと立脚しているわけではない。人々が,市場の『適正』水準をいくらかでも正確に知っているわけではない。市場がどの程度の水準であるべきか,今日の水準が過大評

価なのか過小評価なのかをじっくり考える人はそう多くない。」(164 ページ)その通りだろうと思う。

先にも述べたように,投資家が株価予測をするときに一番引きずられるのは過去の株価そのものである,つまりこれが一番身近で堅い数字だからです。「アンカーとして最も有力なのは,記憶にある最も新しい株価である」(167 ページ)というわけです。もう一つのアンカーとなるのはその株式についての物語が矛盾なく受け入れられるかどうかと言うものです。そして群集心理で動くというのです。人間流れに抗することは難しいのです。

効率的市場仮説 金融市場は非常に効率的だという仮説,いわゆる効率的市場仮説というのがあります。そしてこれがファイナンス論では広く受け入れられています。ところが,他方で,「割安」株などが注目されます。市場が効率的であれば,割安株などないはずですから,インデックス以上に儲けることなどできないとファイナンス理論は教えているのです。ところが人々は儲け話には弱いわけです。何度でもだまされて懲りない。そして,損失して退場する人があっても,新しい人が儲け話に乗ってくる。バブルはそうして進行するわけです。まさにねずみ講です。それでも,右肩上がりの相場であれば,皆がハッピーであり続けることができます。けれどこれには限界があるのは明らかです。ねずみ講でも最後に誰かがばばをひくのです。

ネット取引 もう一つ最近の特徴は株価の変動の大きさと早さです。インターネットの普及は,株価を乱高下させます。誰にも情報がすぐに入手できて誰でもがインターネットでリアルタイムで売買する。デイトレーダーなどその最たるものです。インターネット時代における情報の伝播は大変早い。すると,株価は大きく触れやすいのです。ガセネタでもすぐに伝播して,大きな変動を伴います。だからこそ,著者は取引参加者の層を厚くすべきことを示唆しています。

皆さんに一読を勧めます。

メールを見て下さい。又何でも意見を。

皆さんの意見を歓迎します。また,メールで意見交換しましょう(matumura@ba.ritsumi.ac.jp)。メールをよこして下さい。個研 Tel(077)561-4645FAX 兼用