

金融エッセイシリーズ『市場のつぶやき』 村田 翁

著者プロフィール

村田 翁氏は、金融市場連絡会というNPO活動団体の事務局長を務め、折々のわが国の金融問題に関する課題を幅広い視点から、本質的な事柄をコメントしています。業務多忙な合間を見て書き記した金融エッセイをお楽しみください。

尚 各エッセイの題はそれぞれ著者が好きなロック音楽と映画の題、又はそれを変えて皮肉った題となつています。

《Money Go Round》 February 2002

あさぼらけ

2001年12月31日、日本に帰国する飛行機の中で考えた。日本経済の強さは、プロダクトの質を、雇用を守り抜く、中小企業の層の厚さにあると言われる仮説について。

勿論その通りの会社も数多くある。川口市や東大阪市は、そういった企業を数多く抱える、“伝統的”場所として高い評価を得てきた。おっと蒲田も忘れる訳にはいかない。しかしここ数年の企業倒産を見るにつけ、本当にそうなのかとの疑問を持たざるを得ない。非常にシニカルな英国人が曰く、「日本の産業構造は、決して言われているような形ではないと思う。特に中小企業の多くは、国策的な大企業のデパートメント（一部所）に過ぎないのではないか。例えば日産自動車の社員として雇用してしまうと、諸経費がかさむから、中小企業の社員として、別ルートで採用し、仕事は100%近く、日産のお仕着せの仕事をさせる。そうすれば日産自動車の社員と同じ給料払う必要がない。逆に大企業には、程度の差こそあれ、国策的なブランドを付与されて、中小企業から付加価値を鞘抜きする権利が与えられた。それが今日までの繁栄の理由であり、且つ衰退の原因でもある」と。

「勿論大企業の一部の社員は、技術革新やコスト低減などで、企業に付加価値を齎すのだけれども、彼らに巨額の報酬を与えるわけではなく、彼らの作り出す付加価値に、中小企業から“搾取”した“上がり”を“ブランド”として加算し、その総和が許す範囲で、所謂学歴のいい新入社員を雇用し、突出しない程度に、富を身内で分配するための議論を行う、およそ40年近い時間を与えるのだ」彼は続ける。今日、いよいよブランド料が期待できなくなると、独立することなど毛頭考えていなかった中小企業は、簡単に切り捨てられてしまう。是非はともかく、中小企業の倒産は単純ではない。強い中小企業の倒産は問題だが、部署が廃止されるのと同義的な倒産は、勿論国家経済に影響はあるけれども、分けて議論されなければなるまい。

昨夏、ニューヨーク市内から空港に向かう時、私が一人と見たのだろう。初老の紳士が「空港ですか、一緒に行きませんか」と近寄ってくる。小生が何か言

う前に、もうスーツケースを積み込む体制でにっこり笑う。車中でお互いに自己紹介をする。彼は薬品関連の中小企業経営者であり、ともかく話が面白い。業績は（勿論確かめたわけではないので彼の言うままだが）常に右上がりだという。重要な商談は必ず彼が出向き、できる限り即断即決する。行く先々で、必ず誰かに声をかけ、予期せぬ情報を仕入れるように努めているという。中小企業の社長業は、外部に有力な協力者を見つけるのが仕事で、会社の番犬になった瞬間に会社はつぶれる。社員のやる気を損なう様なコストカットは慎むこと、前向きなコストカットを考えられるのは社長だけだから・・・・・・などなど、爽やかに教えてくれた。

空港に着いて、彼が笑いながら言う。「割り勘でタクシーに乗れて、道中話ができ、しかも運転手さんに沢山チップを払えるんだ。でもこんな時に領収書を2枚貰うのは気が引けるよね、日本の税制は何とかならないかなあ」と。日本がこんな中小企業の集まりならば・・・・・・これが小生の初夢です。

MMFの崩壊

まだ記憶に新しい昨年12月、何本かのマネー・マーケット・ファンド、所謂MMFが元本割れを起こし、大量解約の憂き目に遭った。その理由は、倒産したアメリカのエネルギー商社、エンロン債である。9月にマイカルが倒産し、最初の元本割れが起きたのだが、程度の問題でさしたる話題にはならなかった。エンロンの倒産は、社債（円もの）市場をも水浸しにした。発行市場は機能せず、経営危機を噂される企業の債券には、価格がつくだけでも“儲けもの”の感がある。

しかしながらこの現象は、あくまでも正常への回帰である。金利がこれほど低い時代、これだけ景気が悪い時代に、ノーリスクでリターンばかりが保証される筈がない。もともとMMFは元本保証を謳っている訳ではなく、普通の社債型投資信託にすぎない。社債とは企業に対する貸付金である。借りた（起債した）会社が事業に失敗し、その一部（全部）が返済されないことは、資本主義の世界において日常茶飯事に起きる。MMFの元本割れについて非難されるべきは、分散を利かせなかった、また、投資する債券を誤った運用担当者（会社）の稚拙さであり、若し危ない投資対象先と知りえた上で、何も手を打たずにいたのなら、それは“犯罪”だ。元本割れ、エンロンに対する投資そのものが問題なのではない。

ただ今回の事件、甚だ個人的ではあるが、二つの点で感慨深い。一つは、小生の社会人振り出しの時代に生まれた大ヒット商品、中期国債ファンドから進化したMMFの、日本的終焉である。残念ながら中期国債ファンド、MMFは実質的元金保証だから流行ったわけであって、その本来の商品性が評価されたからではない。今後かつてのような残高を獲得することは不可能であろう。若し日本の金融マインドが正常化すれば、話は別なのだけれど。もう一つは今後も繰り返されるであろう、投資に失敗するための根本原理である。今まで何度も

触れてきた、目標なき投資の原罪である。

中期国債ファンド

1980年代初頭に生まれたこの商品は、解約に1日かかる不便さ（その他に30日間の拘束期間）はあれど、銀行普通預金の倍近い金利（確か5%超）を誇り、爆発的に残高を伸ばしていった。仕組みはいたって簡単で、例えば中期国債の金利が7%とすれば、投資顧問会社（証券会社の子会社）は、ファンドを作って投資家に5%で提供すれば、2%の鞘抜きに成功する。規模の経済を用いて、中期債券を短期金融商品にコンバートする仕組みである。勿論実際の運営は、そんなに甘くない。常にファンドを適正規模に保ち、中期国債を（金利低下がない限り）満期まで持ち続けることのできる“体力”が要求される。証券会社のセールスには、いつも発破がかけられた。運用コストもかかるし、いつもいつも、中期国債の利回りが高いという保証はない（専門的に言えば、逆イールド状態に陥った場合損が出る可能性がある）。しかしながら中期国債ファンドには、幾つもの“抜け道”があった。その代表が、必ずしも中期国債に投資しなくてもいい事、及び会計の原価法である。名前が中期国債ファンドとあるだけで、中期国債の利回りが低い場合、長期国債に投資することも事実上可能であり、社債に投資することもできたのだ。また、金利上昇局面では通常債券価格は下落するものだが、原価法によってその影響を避けることができる、正に奇跡的な商品であった。尤も銀行の普通預金が横並びの、奇跡的低水準におかれていた事実も見逃せない。

逆に中期国債ファンドは、金利低下局面でも、通常得ることのできた筈の、債券の値上がり益（キャピタルゲイン）は享受できない仕組みにおかれていた。勿論今の時代だからこんな分析ができるのだけれど、そして過去の金融にクレームをつけることは、卑怯千万なのだけれど、実勢を反映しないプライシングは、ある意味では利益の付け替えであり、先述した「中小企業」からの鞘抜きに似ていなくもない。

当時の資料がないので、正確な数字はわからないが、この商品は、運用会社（証券会社の子会社）にとって1%程度の収益が上がる優良商品であった。勿論売れば売るだけ、証券会社としての国債引受能力が上がり、そちらのほうでも収益に貢献する。しかし証券会社の社員にとっては、痛し痒しの商品でもあった。何故ならば、年に1%の投資顧問料を貰ったところで、株式の売買手数料と比較すれば、雀の涙のような収益に過ぎない。株式を売り買いすれば、往復で2%以上の収益が、瞬時に約束された時代である。勢い中期国債ファンドは、主として株式買い付け予備軍の、資金導入としての商品的役割を演じるようになっていく。

とりあえずビール？

ちょっとした会食で、何を飲むか迷った時、何も考えずに、「とりあえずビール！」と注文できる「社会的システム」は、日本が諸外国に誇ることのできる

文化である。一寸悪乗りしてしまった。80年代後半、金利が急低下し、バブルの到来に祝賀ムードが漂い始めた頃、多くの事業法人は、決済と資金配分を専管事項とした財務部に対し、資産運用の特命を課した。途方にくれた彼らが、「胴元」である証券会社に意見を求めたのも、後々の悲劇を拡大させた遠因である。尤も銀行に聞いたところで、変動商品を扱ったことのない銀行に、稟議書に書けるだけの解答は期待すべくもない。

いくら証券会社の話聞いても、財務担当者は、損をした場合の光景のみを思い浮かべてしまう。悲しいかなそれまでの議論はどこかへ飛んでいき、彼らの最後の発言は、「投資元本は保証されるのでしょうか？」という無いもの強請りに集約されていく。証券会社曰く、「そうですね、それでは取敢えず、中期国債ファンドで運用されてみては如何でしょうか」「ご存知の通り、証券投資は元本保証ではありません、でも試しに一度だけ、小額で新規公開株を買ってみてください」（1ヵ月後）「良かったですね、上手く値上がりして。尤も投資金額が少ないので、大勢に影響はありませんが」「市場はおおむね右上がりです。とりあえず今お預かりしている中期国債ファンドの分だけ、株式での運用にまわしてみませんか」ここまで波状攻撃をかけられては、彼らに断る術はない。

こういったビジネスの是非を、今ここで問う必要はない。知って頂きたいのは、MMFの前身（厳密にはそうでない、しかし敢えて言う）中期国債ファンドの哀しく滑稽な歴史である。営業戦略上の都合として、本来の趣旨と違った扱いを受けてきた商品には、必ず悲惨な末路が待ち構えている。MMFの崩壊を、今日の前で起きていることからだけで判断してはならない。エンロンの倒産という悲劇がなくとも、別の悲劇が遅かれ早かれ見舞ったことであろう。勿論こういった法人に対する営業の一方、高い利回りに目をつけた、金利選好のしっかりした投資家たちも、残高の伸長に貢献した。しかしその残高からも、相当の割合が、証券会社の営業努力によって、別の商品に変身させられていったのである。

MMFは中期国債ファンドよりも金利が若干高く、しかも拘束が少ない預金代替商品として、そんな時代の真っ只中に登場する。時代は遡るが、中期国債ファンドの登場以前には、公社債投資信託という商品があり（いまでもある）、多額の販売手数料がかかる為、長期間保有しないと元本割れしてしまうものの、それなりの定評を得てきたのだ。つまりこの一連の商品は、テレビの白黒、カラー、そしてハイビジョンへのような、正しい進化を遂げてきただけでなく、且つ消費者（投資家）からの、一定のニーズ、つまり好評を博してきたにもかかわらず、継子扱いされた拳句、冷たく捨てられる寸前にある。

ワープ

時代は流れ、超低金利時代を迎えた今日、人々は（勿論法人も）ミクロの世界で「高利回り」を求め、さまよい歩く。コンマいくらの比較（比較する時間、比較する人の人件費を考慮すれば間尺に会うまい）で、その仕組みが崩壊する

リスクを全く省みることなく、巨額の資金を移動させるのだ。バブルの時代を思い起こしてみるといい。どれだけの収益が必要なのかという試算のないまま、終わりのなき運用競争に精を出す。コンマいくらの差を稼ぐ目的と、バブル時代の競争原理に大きな差はない。

ここでまたMMFが舞台に登場する。野村証券の場合は、運用の困難さから早めに募集を中断したが、誠心誠意証券（実名はご想像にお任せいたします）の場合は、予想金利を高め設定し、大量の募集を行った。いろいろな週刊誌で書かれているので、ここでは子細に付いては触れないが、MMFはあくまでも投資信託であり、運用できる規模（つまり市場に大きく影響を与えない範囲での資金で）をよく認識してこそその商品である。エンロンの崩壊が先か、誠心誠意証券の都合が優先したのか、今日でもMMFはゆがめられて使われた。会計基準の低下法採用など、誠心誠意証券には、考える以前の問題らしい。尤も、責任のかなりの部分は、単純に何も考えず投資した主体にある。特に法人投資家の場合には、会社に与えた影響だけでなく、社会的責任を痛感してほしいと思うのだ。

株価は会社を駆逐する

過去10年程度を振り返って、株価と企業業績（売上と利益）をプロットしていくと、継続して右肩上がりを達成してきた新興企業は極めて稀である。消費者金融、パチンコ、そして一部のフランチャイズシステムくらいしかスクリーニングできない。しかし思い出すだけでも、華々しく株価を上昇させ、アイドルタレント宜しく消えていった（倒産したわけではないけれど）会社の名前は、誰もが思い出すことができる筈だ。紳士服のチェーン店、コンピューターソフト関連、新サービスの業など、少なくとも株価の変動率（ボラティティ）だけは世界一である。

上場企業にとって、一般的に株価上昇は、資金調達を容易にし、知名度も向上させるから有難い話ではあるけれども、期待をかけられすぎた企業には、能力を超えていい子になろうとする子供みたいに、愚かな投資に走り、やたらと人や土地を増やしていく様な、悪循環に陥る危険性が生まれないのだろうか。例えそうだとしても、それは企業の責任であって、投資家は全く免責されるのであろうか。株価をつけるのは投資家であり、企業ではないとすれば、投資資金こそが、企業を食い荒らして疾走する悪魔である。

株式市場に流れ込んだ資金やMMFだけではない。すべての行き場を失った資金は今日、大同団結を果たし、低金利という触媒を得て、郵便貯金や、優良銀行とされる普通の預金を虎視眈々と狙う。まるで蝗の大群が、穀物を食い荒らし次の場所へ殺到する風景と言ったほうがいいかもしれない。どの銀行が身綺麗か、本当のところはわからないが、今の預金残高が、二桁以上伸びるとすれば、その銀行の経営自体が危うくなってしまいかもしれない。今日の優良銀行は明日**銀行である。

もっとマクロで見れば、一極集中の恐ろしさを、身をもって味わう破目になる

のが21世紀初頭なのかもしれない。あとで反省するのだ「グローバルスタンダードなどと、ありえもしない一極集中で踊らされていた時代はかわいい方だった」などと。不良債権処理（低金利＋債権放棄）も、それこそ退場すべき企業の処理方法（民事再生法）も、コストダウン（値下げありき）の仕組みも、とどのつまりは一極集中である。

本来人間が生きていくにおいて、人間の集合体として、例えば企業などの場合、独自の目標があり、それに向かって、費用対効果を考えながら活動すべきなのに、横並びという80年代から続く概念から更に進化した、目的の喪失は、大変な社会問題を引き起こすのであろう。こんな仮説は当たらないに越したことはないのだけれど・・・。

2002年

昨年末から、沢山のクリスマスカード、賀状、イーメールを頂戴した。その多くに、「今の世の中は（国民・企業の）当事者意識欠如が、景気に反映されている」と言ったコメントがつけられていた。政治家や会社が悪いといったところで、少なくとも何にもならない、まずは自分からという潔さは、いつから持ち始めたところで遅くはない。些かブラックジョーク的だけれども、「残念ながら、現代に生きるもの、世代に関係なく、何らかの、時代のつけを払わなくては簡単には死ねません」と書き換えてみた。勿論こんなことを書いたレターは、一通も出してはいないけれども。当事者意識を持つとも持つまいとも、負荷は変わらない。それならば、目いっぱい意識を高めて、新しい年をスタートしたほうがいい。

アメリカ同時多発テロのおかげで、国内旅行が好調という。年末に海外に出ている身からすれば、何故今、海外に行かないかと思うのだが。飛行機もホテルも安いし、人が密集していない。湾岸戦争のときもそうだった。勃発後1週間経って、当時勤めていた会社の“禁止命令”を振り切ってロンドンに出かけたのだが、何一つ問題は起こらなかった。こう考えられないだろうか、“テロが起こる前よりも、テロが起こる確率は低いのだ”と。甚だ不謹慎なれど、株式の暴落時に似て、起きてしまった後騒ぐ体質では、何度やっても進歩がないと思う。暴落後に買った株は、若し下がるとしても、暴落前に買った人よりも先に売ることができるのに。当事者意識とは何か、それはリスクに対する自己判断である。より具体的に取り組まなくては全く意味がない。狂牛病にかかる可能性は、インフルエンザで死ぬ確率を遙かに下回る。交通事故で死ぬ確率然り、牛肉を食べることをやめても、車に乗ることはやめられない。2001年は、当事者意識を勉強するためのいい準備期間だったと、あとで歴史が証明してくれるようになるならば、テロも狂牛病も救われる。おそらく2002年にも何か起きて、2001年と同じような行動原理が働くに違いないと悲観はするが、希望が広がる出来事だけは、目を皿のようにして探していきたい。

大変な年に？

そうはいっても、目の前に商社が倒産しそうとか、流通大手が秒読みに入ったとか、ペイオフの再延期が必要、調整インフレが特效薬とか出されると、ついそれにつられてしまうのが人情である。しかし“事件”そのものは、常にスクエアーである。売りと買い表裏一体（売りがなければ買がない）である様に、何かが起これば、それについて有利不利が必ず起こるのだ。

企業倒産は社会不安を引き起こす。特に銀行は資金の大動脈なので、公的資金の投入が不可欠だみたいな議論は、苦しんでいる人にとっては確かにそうだが、そうでない人にとっては迷惑千万な話である。マクロ的に見れば、結果の平等（それが悪いのではない、但し結果の平等から来る不利益を享受する覚悟がある）に与する手法に他ならない。

ここ数年、小生の中では仮説から確信に変わりつつあるのだけれど、物の価格が、その物が持つ本源的価値から決まってくるケースは極めて稀である。又は本源的価値が存在するとしても、ある価格に止まる期間はきわめて短い。例えてみればエンゲル係数みたいなもので、価格はあくまで相対的なものであり、主体の所得水準、満足度によってあやふやなものになってしまうのである。市場価格とは、かりそめの価格である。

ある出来事に対し、A氏の解決策とB氏の解決策は全く違うのに対して、（特にその利害に関係しない第三者にとって）同じ解決策が通用すると認識されてしまうのは、実は社会的に大きな損失である。社会的に必要な分散を妨げる、悪癖に他ならない。情報化社会が、これを加速させる。PRESIDENT 2 . 18号に、鈴木 敏文流統計学という記事があるが、特に「同じデータ、情報でも“分母”を変えると意味が逆転する」のコラムは秀逸である。古くて新しい定理を、若干難しく言っていると解釈することもできるが、「逆もまた真なり」に近いと解釈する。大変な年になるのではない。振れ幅の大きな年になるだけなのだと思う。そしてその振れのどちらにつくべきかの選択肢（つかない選択肢も当然ある）は、よほどの制約条件がない限り、殆どの人・企業に与えられていると思われる。今置かれた立場にこだわらないことが、その制約条件を減らす鍵であろう。

有難いことに、少なくともお金は動き回ることをやめない（MONEY GO ROUND）と思われる。目の前をチョロチョロ通る回数は、いつにも増して多い筈だ。今その恩恵にあずかれないようでは、時代という飲み屋から、水増しされた請求書が送りつけられるのは必至である。