

## 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。

### 《Looking for a Blue Bird》 November 1999

#### 不快指数200%

大阪への日帰り出張、くたくたに疲れて最終一本前の、のぞみに乗る。到着予定は24時少し前。東京駅でタクシーを拾っても、午前様は免れそうにない。そんな時に限って、まるで時差ボケみたいに眠れない。いや、椅子に座っているだけでも苦痛である。新幹線は富士のあたりで突然停車する。場内アナウンスは、熱海から新横浜間が大雨で、暫く運転を中止せざるを得ないと告げる。およそ1時間以上停車しただろうか、静寂のみが時間を支配する。時折心優しきお父さん方が、携帯電話で家族に事情を伝える声のみ車中にこだまする。

徐行運転が再開され、漸く東京駅に着く。在来線で自宅最寄の駅まで行く方法は、更なる待ち時間、1時間と引き換えだ。タクシーなら30分もあれば拾えるだろうとの、甘い読みは、1時間以上の待ち時間と引き換えであった。その間、駅アナウンスの連呼は煩いなんてもんじゃない。『大変お疲れのところ申し訳ありません。本日大雨（中略）到着時刻からの遅れは2時間以内ですので、特急券の払い戻しは行いません。悪しからずご了承ください』

油蝉の生まれ変わりかとも紛うほどの絶唱は、残暑のフィナーレにピッタリだ。ウルサイ！と怒る気力さえ萎えてしまう。日本語の解らない外人さんならば、何かとんでもない一大事が起こったと、震え上がってしまうかもしれない。1992年、ロンドンで爆破騒ぎが続いた時期を覚えていられるだろうか。地下鉄駅で電車を待っていた私は、威厳ある声に肝を冷やした。Evacuate from the station please!（避難してください！）。構内で何か不審物が発見されたのだと、間抜けな私は翌日新聞で知ったのだが。アナウンスは、実に整然としていて、こんな非常事態でも決して連呼はされなかった。人々も極めて理性的に振舞う。駆け出す人は一人もいない。邪推してはいけないが、新幹線が止まったときの車掌さん（おそらく）は、迂闊なことは言えないと保身に走ったのだろう。逆に東京駅のアナウンスは、決して親切なのではなく、“結果”を繰り返す事で、職務の遂行を知らしめたかったに違いない。意識したか否かは別問題だけれども。

今夏の大洪水。キャンプ中の観光客が流されてしまった事件は、自業自得で

はあるけれども、救済部隊が職務を尽くしたとだけ思えない。ヘリコプター一つ飛ばさなかったのは何故だろう。結果的に強風で引き返す破目になったとしても、誰も悪くは言わないだろうに。神戸大震災の時もそうだった。初期作動までの時間の長いこと。悪くなってから手を尽くす。救助隊マニュアルはあるにせよ、少しでもマニュアルが通用しない事故が起こったら、まさか、出動してはならないというマニュアルが存在するのだから。職業（食っていくための）としての救助隊であって、救助としての救助隊ではないのが悲しい。当然嵐が静まった後には、議論の嵐が吹き荒れる。でもその議論が役に立つならば、今までにいくつかの悲劇は避けられていた筈である。少なくとも私が疲れ果てた、東京駅の悲（喜？）劇くらいは！！！！

### クレスベール事件

クレディスイスの損失隠蔽事件に次いで、又大きなスキャンダルが発生した。クレスベール（プリンストン債への投資）事件は、金額こそ1,000億円で、住専や不良債権問題とは比較にならないほど小さいものの、外モノに対する信仰を打ち砕くには十分過ぎる事件である。個々の経緯はあるにせよ、20%以上の収益がこの金融債券に投資するだけで得られるなんて信じる方がおかしい。そんな商品が本当にあるならば、自分で限りなく借金し、全額買い占めるほうが筋である。人に勧めている暇なんてあり得まい。

“ヘッジファンドみたいなものです”とか、いいかげんな勧誘を真に受けたのだろうか。20%以上の投資収益を獲得できた商品は、確かに過去には存在した。財務担当者は過去形と未来形を区別できない程度に頭が悪かったのだ。大口で投資した企業の、脇の甘さにはがっかりさせられるが、それならば今までの、無定見の延長に過ぎない事件である。クレスベール証券からキックバック（手数料の払い戻し）が支払われていた事実も、新規公開株抱き合わせみたいな『毒饅頭』で、違法（証券取引法違反）ではあれど（金額の過多はあるにせよ）、倫理的には軽犯罪の域を出ない。金融不祥事とは一線を画して論じられるべきで、単なる詐欺事件に過ぎないのだ。

しかし根は深そうだ。現時点では誰も証明していないし、私の邪推に過ぎないけれども、いくつかのケースでは、詐欺以上の問題が内包されているよう。さて、プリンストン債に投資した企業を見眺めれば、その何社かは、無謀な財テクで『名を馳せた』企業である事実が気がつく。脛に傷を負っていたことは想像に難くない。投資勘定に少なからぬ評価損があったとすれば、時価会計導入を最も恐れていた筈である。クレスベール側から、会計のグレーゾーンである交換という手法で、評価損解消を持ちかけられたとすれば、首が重力の法則に従う力学が人間の良心に勝るのは自明の理である。ここに詐欺師と粉飾決算の利害が一致する。今後訴訟に訴えない企業があるとすれば、かなり怪しいと見た方が良からう。青い鳥を夢見て詐欺に会うのが世の中の非常さなのに、黒い鳥に解決策を見出すのは、正常な神経が通っている人間のする事ではない。

## クレスベール事件的？

話は遡る。ある日本の代表的な金融機関が、個人資産家向け投資顧問業務に乗り出すと宣伝していた頃である。その上級担当者が私に、得意げに説明してくれたポイントが頭をよぎる。『クライアントは、通常の商品を説明するとなかなか投資してくれないので、敢えて3つの品揃えの中から、どれを選ばれますかと薦めたほうが契約に繋がるんです』と彼曰く。全くの興ざめだ。ノウハウの面からすれば、そんな売り方はデパート（デパートを貶めているわけではありません。念の為。）ですら当たり前であり、クライアントには、何れにも投資しないという選択肢があることを、すっかりカウントしていない。しかも意図的に。特に資産家になればなるほど、そんな簡単なトリックには惑わされないことが理解できないのだろうか。投資がクライアントの目的に合致するか否かは、全く議論の外にある。

キツイ言い方をすれば、自社の在庫を処分する方法を拡大した、旧態依然たる“商法”に過ぎないのに、あたかも新しい商売であるかのような自己誤解に、会社としてのビジネスチャンスを見出している。クレスベール事件とは比較にもならないが、小さな詐欺行為と言えなくもない。

もちろんこれは、業者のみの責任ではない。日本には、やってもらうとか、頂くとかいった感覚が蔓延している。同時に金融商品に対しては、ブラックボックス（つまり中身が見えない、解らない）を容認する気運がある。「本業ではありませんからプロにお任せします」は一見正しいが、訳の解らない絵画を買うようなもので、ババをつかまされるのがオチなのだ。資産運用はよく航海に例えられるが、日本における航海は、海図がないだけでなく、乗客が目的地さえ解っていない。粉飾決算みたいな目的地は、論外なのに何故か人気があるけれど。実際の航海は、それでも目的地につかないリスクを些少でも負っている。難破する危険からは、完全には解放されるわけでないが、最も確率が高い航路を取るのがプロの役目だ。乗客には大雑把でも、どこを走っているか知る権利と義務がある。

もとい金融収益も自らが獲得するもので、通常の企業の、収益活動の一部である。本業で獲得できる収益を上回る、例えば20%の投資収益を獲得するには、尋常でない努力が必要である。同時に現行の金利水準では、相当のリスクを負う覚悟がいる。金融ビッグバンは自由化と引き換えに、騙される自由も保障した。長期的に考えれば良い薬であり、制度改革の將に意図した所かもしれないが、騙される自由は、あまり謳歌したくないものではないか。

## 小淵流合成の誤謬

小淵内閣の支持率は高まる一方で、今回当然の様に、自民党総裁として圧倒的多数の票で再任された。合成の誤謬という経済用語を覚えていられるだろうか。要するに良いと思われる事柄を積み上げていっても、全体として不効率（不経済）な形に陥り、経済に悪影響を及ぼすケースを意味する。野球で4番バッターばかり集めてチームを作っても、なかなか優勝できない（ファンの方

失礼) ケースがあるが、不思議に類似している。

昨年の暮れに、主要な市場の中で最も嫌われたのが日本の株式市場であり、その中でも特に店頭市場は嫌われた。向こう5年は、この市場に投資できないなんて酷評したアナリストも数名いた位だ。先般幾つかのポートフォリオをチェックした。比較的高いパフォーマンスを獲得したポートフォリオは、もれなく日本の店頭市場に投資を実行していたのだ。極端なケースだが、この部分の値上がりがすべて(つまり他市場での投資収益は、通算±ゼロ!)なんてケースすらあった。

実社会においても、ろくでもない政策を積み上げた結果、全体としてうまくいく場合もある。ディズニーのピノキオが將にそれで、良いことをするのは、最後にゼペット爺さんを鯨から救うだけ。石原 慎太郎の『弟よ』というベストセラーがあるが、裕次郎の生涯は無頼を繰り返す中で光り輝く。小渕政権の不思議は、誰が見ても頼りないし、行き当たりばったりとしか思えないのに、なんとなく明るさが見えてきた気にさせられることにある。合成の誤謬ならぬ、誤謬の合成が今、証明されつつあるのかもしれない。

さて、自民党は過半数の議席を保持していない。ここ数年指摘され続けている問題点だ。企業で考えれば、オーナーの持ち株比率が50%以下の、オーナー企業に似ている。それでも、その他の株主の支持さえ得られれば、単純過半数より、より磐石な組織が形成されるのがセオリーだ。現政権、野合とか、寄り合いとか言われるけれども、数の原理に批判は無力、むしろ他の組織から賛同を得る方が、経済に例えるならば、強靱である。要するに、自民党以外の支持をいくら取り付けるかは、株式会社が金融機関から白紙の委任状を獲得するのと同様、極めて重要なのである。

勿論その主目的が、党利党略の延長線上にある限り、力学は発揮されないままに終わるだろうし、その可能性は依然高い。今の日本に投資する一つの拠り所、意外な(?)小渕政権の健闘は、明日急に崩れるかも解らないリスクの上にはある。それでも彼の即決性には評価が与えられよう。過去の内閣が腫れ物に触るかの如く取り扱ってきた、君が世・国旗法案なんて、いとも簡単に通してしまった。その先にあるものが何かは解らないが、少なくとも時間にかかわる経費は大幅に削減してしまった。実は日本の根回し社会において、最も足枷になっていたのは、この時間価値に対する無関心さなのだ。日本風のリストラにとって、人員削減のみならず、時間削減がもたらす効果は大きい。

某信託銀行に勤務していた同僚が曰く、人員削減のシミュレーションで、例えば50%削減した時に、果たして通常の銀行業務が成り立つのか議論になったとか。彼は答える。『全く問題なし。この会議の時間が半分になるだけだ』である。如何でしょうか!

冷静になれば、景気回復のための財政出動は、新たな借金(将来の税金として回収される必要性も忘れてはならない)と同義語であり、そのどちらから眺めるかで、立場が違って来る事に気がつく。ある方と話をしたのだけれど、彼はアメリカの財政赤字について懐疑的であり、且つ巨額の借金を負う日本に対

し、高飛車な態度をとる非礼さを指摘した。しかし借金とは、その支払いが完璧になされている限り対等な商行為であって、アメリカが借金をしてくれなければ、金満大国（注：国ではなく、個人の集合としてだが）日本は、大変有力な運用手段を失う事になる。合成の誤謬ならぬ、誤謬の合成（合成のラッキーパンチ？）が現況ならば、せめてその即決性が活着している内に、体質改善に精を出すのが我々の勤めであろう。

### アナリスト批判

本年を締め括る訳ではないけれども、本邦株式市場の好調さは、嬉しい誤算である。我がレポートのバックナンバーを紐解いてみれば、特に昨年のは、日本株は外国人投資家に忌み嫌われており、後半には悲観の絶頂を祝福していた。ある経営者との会話が思い出される。『当社は安定的な企業で不況抵抗力があるといくら説明しても、悲観的なレポートばかり書かれるんだ』

当時この会社の株価は純資産価格をはるかに下回り、一日の出来高がない日さえあった。先日久しぶりにお会いして、説明を受ける。『アナリスト達には皮肉たっぷりに、うちは昨年と全く代わっていません。昨年の株価も今の株価も共に行き過ぎですと説明したんだけど、今度は希望の星みたいに書かれているんだ』勿論アナリストがどの様にレポートを書くかは自由だけれど、あまりにも酷すぎやしまいか。

アナリストには2種類あって、政治や経済、つまりマクロの流れを予想するエコノミスト的な人たち、そして個別企業のリサーチ（ミクロ）に従事するアナリスト達が存在する。特に後者は、その予想の正確さが評価されるべきで、株価の上げ下げとは一線を画す必要がある。しかしながら現実には、彼らが担当する企業の株価が上昇することが、年俸の上昇に繋がる仕組みが出来上がっている。数年前、每期每期増収増益を継続してきた企業が、殆どゼロ成長に陥った時の決算説明会に出席した事がある。質問と言うよりは、決算数字に対する罵倒が数十分飛び交っていた。その罵倒は、本来アナリスト達が投資家から受けるべきものなのに。アナリストが、間接的に相場を張った作文が企業レポートとするならば（勿論すべてではありません）、市場のバイアス（偏差）が常に増幅されるだけで、善良な投資家と善良な公開企業の活動に大きな妨げになる。

「青い鳥」を探し出すのは、困難を極める作業である。「黒い鳥」を探し出すのは比較的易しいのだが、「黒い鳥」を、飛んでいる事実は同じですと拡大解釈して、世に訴えるのはさもない行為である。それでも金満大国日本は、皆様の「青い鳥」スタイルで回っている。金融界に身をおく自分は、その『無邪気さ』が支配する業界から付加価値を頂戴し、食い扶持の一部としているだけに、情けない様な有難い様な、複雑な気持ちにいつも支配されているのだけれども。

### 市場とは

強烈な円高だ。正直我々の長期的予想とは正反対の動きであり、それもまだ

止まりそうにないと予想する向きが支配的である。報道によれば、日本の景気回復期待や、日本に対する失望売り（1990年代を通じての）の終焉がその理由として挙げられているが、価格は冷徹に、需要と供給で決まるもの。唯一の正解は円に対する買い物（買戻しを含む）が多いという事実には過ぎない。バリュー（本質的価値）と価格は別のものである。

株式相場を見てみよう。昨年の超悲観的な見方は、少なくとも影を潜めている。同時に店頭市場をはじめ、考えられない価格が形成されつつある。インターネット関連がその代表例だが、PER数百倍以上での取引には、バブル崩壊後の反省は感じられない。

ナスダック・ジャパンが話題に上っている。果たして日本に、多数の成長企業があるのか、疑問は尽きないが、その話題性と離れた所で、市場が持つ単一性の弊害に対するアンチテーゼとしての意義は強く感じる。公的な市場と私的な市場が、夫々に必要なのではないかと考える。そして私的な市場の発達、価格形成をより円滑なものにする可能性を秘めるのではないか。

市場は便利な反面、価格に一方通行を余儀なくする弊害を持つ。今決まった為替は、たった今取引した当事者にとって都合がいい価格に過ぎず、そうでない主体にとっては、往々にして迷惑な価格を形成する。そしてその価格に収斂させたり、ヘッジをかける為に、実需と関係のない仮需が膨らむのが現代の経済である。為替が、株価が一つの価格である必要性は、本当にあるのだろうか。ショッピングセンターが違えば、アイテムごとに値段が違うのは当然の事。数量割引も基本である。金融市場での評価には、数量は通常反映されないのだ。

あるアナリストによれば、円高は昨年に行過ぎたユーロに対する期待の反動だと説明される。つまりユーロを持たざる恐怖を免除された投資主体が、盛んに円を買い戻しているのだ。残念ながら、投資収益をあげなくてはならないという理由からではない。ユーロの上げ相場でも下げ相場でも、そこでは実需からくる理由は少数で、市場が存在するから参加しなくてはいけないみたいな、二次（以下）的な理由が支配的だ。

勿論市場価格は税金と大きく係わっており、自分に都合がいい価格で評価できる日が到来する可能性は薄い。幾つかの市場で価格が大きく違えば、裁定取引が実行され、あっという間に価格は収斂するだろう。それでも市場が内包する弊害を、いつまでも無視できる寛容さは薄れてきている。無能な私には、解決策を授けてくれる「青い鳥」は飛んでこないだろうから、問題提起だけの無責任さが恥ずかしいが、私的な市場の発達は長期的に、伝統的な市場の弊害を減じると言う『定理』のみ、ここで著作権を主張しておきたいと思う。どなたか認証を宜しくお願い致します。

### 脱サラの恐怖（Matter of Trust）

日本の企業も、ついに聖域であった雇用に手をつけてしまう。最も守られていた筈の銀行ですら、大型合併の前に、大々的に人員削減を約束させられた。



1～2年前の新聞の切抜きを見れば、殆どの経営者たちが、雇用には手をつけないと半ば保証していたのに、今では雇用が保証されているのは、自分達だけの模様である。片や雇用される側も、そしてそれを護る筈の組合までも、早期退職に付与される特別退職金をいくら巻き上げるかが、最大の関心事の様である。

週刊誌などを眺めれば、転職体験談は当たり前、マニュアル社会の弊害か、上手な履歴書の書き方までが、かなりのスペースをとって紹介されている。早期退職金を軍資金に始めた、レストランやラーメン屋で成功した話とか、人に使われない自由を満喫しようとか、刺激的な記事が紙面を飾る。

しかしその殆どは、長期的に失敗の憂き目を見るのであろう。誰でもできそうに見える仕事ほど難しい。サラリーマンをまっとうできない人達が、なぜ、自営の道で成功できるのか。15歳から修行した職人と、まともな勝負になる筈はない。“転職が当たり前の時代になったから”みたいな感覚で捕えている人たちは、現在問題になっている小口商工ローンの、有望見込み客としての将来だけは約束されようが。

さて、最近読んだ2冊の本に、偶然にも同じ内容のエッセイがあった。大意は以下の通り。『人間社会において、最初のコミュニケーションツールとして用いられたのは、ボディーランゲージで、その後、図(象形文字などを含む)、言語、紙などに進化してきた。しかしながら、これは本当に進化なのだろうか。ひょっとしたら人間の約束事は、逆に守られなくなってきたのではないか?』

三文文士の私が付け加えるのは、日本における更なる進化が、会社組織で、(80年代まで流行った)阿吽の呼吸とホモ社会(生物学的な男子による、年功による評価を中心に回る社会)、がより進んだ、コミュニケーションのいらぬ、責任回避型社会を約束したのではないかという推論である。もとい日本だけが特異な状況にあるのではない。少々古くなるけれども、アメリカのO.J. Simpson事件みたいに、契約社会の最高点と思われる米国司法も、誰もが理解できない結論を導き出してしまうのが世の中だ。

脱サラがブームで、時代的要請で、世の中が変わるなんて簡単に話が進むならば、人類の歴史は今まで薔薇色であった筈だ。所詮人間が営む社会である以上、太古の昔から、Matter of Trust(信頼し、信頼に応える)の原則に反すれば、契約が何であれ、淘汰される危険性が高まる。(理想論だけれど)脱サラには、自分の言葉を契約書なしで、相手に納得させる技量が要る。「青い鳥」真理教から脱会するのがまず必要条件で、胡散臭いコミュニケーションの罠を避け、且つ必要最低限のマーケット認識を怠らないことが十分条件と言えよう。

『言うは易し、行うは難し』が浮世なれど、1999年が(まだ終わっていないが)示唆するものを、単なる屋敷楼としない気持ちで、ミレニアムを迎えたいものです。(了)

