

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。

《Tomorrow never dies》 March 2001

全日本選手権開催？

雪深き保養地、スイスのダボス。ここで毎年開催される、世界経済フォーラム年次総会、通称ダボス会議は、第1四半期のビッグイベントだ。幸か不幸か、その存在は実態以上に大きなものとして認識され、会場の外では、グローバルイノベーションに反対するNGOが、デモを繰り返すほど“高い評価”を受けている。しかしながら本来の目的は、世界のリーダーが、行政や経済の枠を超えて議論する事で、誤解される様な、世界の富を彼らの手に独占するための秘密会談ではない。そんなに重大な話があるならば、何重にも鍵をかけた、ITでの通信が使われるだろう。もといそんなケチな度量では、富に嫌われてしまう。

さて、わが国から初めて総理大臣が参加した。多くのメディアは、全くそれが当然の如く彼の批判を始める。やれ原稿の棒読みだとか威厳がないとか、石原都知事の方が首相にふさわしいとか、毎度おなじみのそれには、流石に飽きがあった。彼も悲しいほど期待に応えてくれる。「経済の構造改革がetc.」「金融不安は解消の***」「日本経済は最悪期を???」と、睡眠薬にも等しい、森節が続く。確かに情けない事この上ない。しかし総理もメディアも、ダボス会議のなんたるかを、認識する気すらないのが本当は情けない。

森総理の発言は、ダボス会議に向けられたのではなく、明らかに日本に向けられたたてまえである。それも国民にではなく、自由民主党の党利党略に資するために。ダボス会議では、自分の言語で思いを語るのが最低限のマナーである。メディアも（ビジネス上当然かもしれないが）日本の視聴者の、受けを狙う報道に終始する。真実を伝える役割には、露ほども関心がない。

何故かオリンピックの、男子柔道決勝戦がダブる。決勝戦、歴史的な大誤審で敗れた篠原選手はインタビューに応じ、「弱かったからです」みたいな話を繰り返す。スポーツと政治は違い、確かに彼の自己反省は美談になるかもしれないが、オリンピックの場では自虐にも聞こえる。彼はオリンピック（世界選手権）を、日本選手権の延長か、同質のものと考えていたのではなかろうか。オ

オリンピックの種目はJYUDOであって、柔道ではない。監督やコーチも然りで、世界選手権で当然の行為、つまりルールに認められている抗議をするよりも、柔道の発祥の地としての、日本のルール、美学を貫いたのだ。それが結局、オリンピックを冒涇する可能性には、思いが及ばないかの如しである。メダリスト達には、帰国後、数限りない表彰が待っていた。ベストドレッサー、名誉市民、流行語大賞etc。表彰する側の論理で、果てしない無駄が繰り広げられる。ベストドレッサーイコールメダルで、選手が表彰されているのではないのは明白だ。選手側（競技団体側）も、スポンサーシップの関係から無碍には断れないのだろうが。国内論理の押し付けは、本質からの乖離を加速させる。長期的に見て損失以外の何物でもない。

株式市場

株式市場にとって、もっとも好ましい総理は森総理である。株価にとってではない、念のため。すべての失策は、彼の名前を出す事で割り引かれる。株価が安いのは、景気対策に問題があるとか、政府が弱いからだとか、市場関係者は言いたい放題だ。企業が、株主資本利益率で10%、配当利回りで5%、成長率で向う数年間15%の、いずれかでもクリアできるならば、景気対策や政府なんて関係ない。もちろん景気対策が利いてくれば株価は上昇するだろうが、それは上昇のおまけである。投資家にとってはニュートラルなもので、それを非難するのは、恥ずべき行為である。企業が、根源的価値を高める行為を怠っても、失言や行動で糊塗してくれる総理大臣がいる限り、株式市場は安泰だ。市場システムも、スケープゴートを探している。NASDAQジャパンは、その最たる標的で、いくつもの問題点が指摘されるが、ある日突然、マイクロソフトやユニクロ（ファーストリテーリング）が上場されれば、みんな黙ってしまうのだろう。尤も市場なるもの、デパートからコンビニ、さては相対売買まで、本来多種多様のものである訳で、コストの安さや便利さで、常に利用側に選択権がある筈のものである。ここで取引をしなくてはならないみたいな、少なくとも金融にかかわる市場全体こそが欠陥商品なのだが？

株価的に言えば、本年の市場は最高のスタートを切った。ここ数年で、最も安く仕込むチャンスが目の前にある。但し殆どのニュースは、株価対策を金科玉条の様に叫ぶ政府に同調し、現在株式を保有する主体の為に、値下がりには困ると叫び続け、それが更なる悲観論を醸成し、自らの首を締めている現実には、気が付いていない模様である。株価は、既存の株主と将来の株主（つまりまだ投資していない人）が半々とすれば、常にニュートラルの位置にある。市場には、非常識なほど高い配当利回りの銘柄（前述した、5%を超えるもの）、純資産を大きく割り込んでいる銘柄がいくつもある。あくまでも、貸借対照表や損益計算書が正しい前提での話だが、金利が低いと文句を言う預金者は、この現実に対してどう考えているのだろうか。預金で5%は欲しいけれども、株式投資での5%はいらぬらしい。銀行や年金は、少なからぬ資金を、株式市場に振り向けている。知らないだけで、預金は株式投資に振り向けられている。

それも高い間接費用を、報告されることなく徴収されながらで、だ。勿論株式はその性格上、いくら安く仕込んだところで、誰かが上値を買わない限り、自らの保有する銘柄は売却できない。つまり流動性において、預金とは大きく異なる。しかも、すべての投資家が幸せになれる仕組みは、絶対にありえない。株価対策なるもの、ナンセンス以外の何物でもない。その実体は、露骨な発行体（つまり上場企業）+金融機関擁護、及びその表現に過ぎないのだ。いずれにしても、資産運用に株式を組み込むのであれば、本年は、真剣に検討するに値する。スケープゴートを探して喜んでいる場合では、少なくともない。それにしても世の中全体が、供給者よりも受益者を優先する流れに入っているのに、株式市場にそんな配慮がまったくないのは理解しがたい。

雇用と定期預金に関する一考察（１）

昔勤めていた会社で、思い出が深いのはボーナスの支給日。年に２回朝、会議室で、明細書しか入っていない袋が、Big Bossから恭しく手渡された。そう、ボーナスは頂くもので、自らが獲得するものではない。何年も何年も体に擦り込まれた。それでも小生は飲み込みが悪かったのだろう。結局違う道歩く事になった。日本における銀行金利は、それ以上に頂くものなのだろう。金利は頂くもので、株式投資は獲得するもの。頂く（貰える）１％は、獲得する５％より大事なのかもしれぬ。

経済よりも上の括り、社会という括りからすれば、精神的な有難さを尊ぶために、上記の様なボーナスのセレモニーも必要かもしれないが、社会全体に閉塞感をもたらす原因が、若しここに、一部でもあるとすれば、少々宗旨替えも必要だろう。

さて、日本の金融機関は、今日でも債券（国債）投資に熱心だ。市場空前の低金利をもとに、更なる金利低下を予想しているとは決して思えないのだが。実際問題、何かの弾みでの金利上昇リスクは、不良債権に比しても遜色のない損害を、債券投資に与える可能性大である。格付け機関は、日本の国債をダウングレードした。金利が下がれば利払いが楽になるから、このタイミングでのダウングレードは、格付け機関が正しいとすればかなりの恐怖ではないか。しかし、プロを自認する機関投資家の本棚からは、古典的経済原理を述べた教科書は、すべて焚書坑儒されてしまった模様である。

雇用情勢を見てみよう。新卒に対する求人は、ここ数年では小春日和的な状態にある。それでも賃上げはあまり期待できまいし、雇用の需給バランスからすれば、相変わらず供給過多であり、超低金利を始めとする、政府の多大な努力の割には効果が薄いと思われる。

そもそも日本における雇用の仕組みは、就社であって就職ではない。また、金融とか商社とか、また製造業とかいった括りではなく、ブルーカラーかホワイトカラー、または公務員かの分類しかない。その、大まか３つのカテゴリーの中で、若干の違いこそあれ、一定の報酬が暗黙のうちに約束されてきた。いくら一流（といわれる？た？）の金融機関に勤めるホワイトカラーでも、製造業に

勤めるホワイトカラーの5倍の報酬はない。ブルーカラーとの比較においてもそうだ。税効果を考えれば、その差はもっと縮小する。しかし企業業績には、5倍以上の格差さらに存在する。よく週刊誌で、企業別年俸の比較が特集されるが、それから見ればミクロの差に過ぎない。尤もその差が小さいから、幸せと不幸せの格差を体感できる、損益分岐点をエンジョイできるのだが。金利も雇用も、国内においては大きな差がない。それが歴史であり、今後も継続するかもしれない。しかし企業業績や、一人あたりの稼ぎ出す付加価値の差が、例えば倍あるとするならば、それなりの給与格差が出てくると考えるのが欧米、特にアメリカ的な考え方であり、そのコンセプトはじわじわと浸透しつつある。金利も然り、さもなければ“意欲”は減退し、高付加価値を獲得する源泉は、いつか枯渇してしまうのだ。

雇用と定期預金に関する一考察（2）

少し金融商品になぞらえて考えてみよう。オプションという商品がある。それは小額の資金をもって、将来の方向性に“かける”投資手法で、投機的にも、保有資産の保全という意味でも利用価値が高い。たとえばIBMの株式が上昇すると予想する投資家は、小額のオプション料を払い、IBMを買い付ける権利、コールオプションを保有する。逆に株価が下落すると考える投資家は、プットオプションを保有する。首尾よく予想があたった場合には、オプションを行使し、その幅に応じて利益を得る事ができる。コールでもプットでも、保有する投資家は有限責任と引き換えに、ほぼ無限の利益を享受できる可能性を追及する。逆にオプションを売却する投資家（専門的には、オプションを売って、プレミアムを得ると言う）は、その予想が外れれば、ほぼ無限の損金をこうむる事にもなりかねない。

日本の典型的被雇用者の処遇、つまり給与は、オプション売って、プレミアムを得る行為にそっくりだ。働かなくても責任は回避され、一定の報酬が得られた“望ましい”社会は、国際化の進展に伴い、訴訟の原理が取り込まれた、“おぞましい”社会に変貌し、一従業員に至るまで、小さなミスと怠慢に対し、一生で得られる給与で払いきれないほどの、損害賠償が要求される可能性が高まっている。（1）で述べた債券に投資する金融機関同様、リスクとリターンの関係で言えば、非常なるミスマッチにまだ気がつかない。

その拳句彼（彼女）らは、そうして得られた給与から、生活費を差し引いた残りを、振り込み手数料で飛んでしまいそうな金利が“貰える”、定期預金に預けるのだ。ペイオフがあってもなくても、無限責任で得られた、有限な報酬を仕向ける先として正しいとは思えない。もはや典型的な儀式と化した「春闘」の季節を迎えるが、本当の春闘は、自分自身に対して行うべきであろう。有限報酬のシーリングを些少上昇させるために、それ以上の経費をかけてデモするよりも、定期預金的な日本の雇用、あるいは日本の雇用的な定期預金の仕組みから抜け出す方法を、本の一冊でも読んで研究した方が遙かに勝る。

金融、そしてソフト・ハード

ここ数日、株価急落の犯人探しが、風雲急を告げている。前述した様に、森総理は何があっても有罪。そしてお決まりの外資系陰謀説からは、E B

(Equitable Bond) が、満を持しての登場だ。90年代の先物(裁定)取引陰謀説と比較すれば、あまりにもスケールは小さいが、相場の下げを加速化させた犯人として、出頭命令が下された。

先回のレポートでも触れたが、E Bは、株価にリンクした債券(まがい?)である。一定期間に、株価がある価格(発行時点よりもかなり安い価格で設定されるのが通常)をヒットしない限り、悪くない償還利回りが得られる。しかし一度でもヒットすれば、株の下げた割合と同じだけの評価損を抱える事になる。こんな類似性に気がついた方もおられよう。給料は高いけれども、責任も取らされるし、雇用も保証されない外資系企業みたいだと。実際その程度の認識だけでも持って投資していれば、悲劇は起きにくかったのだろうけれど、利回りの高い債券だとか、絶対だとかのセールスを真に受けた方が多いと聞く。そうだとすれば由々しき問題だ。

この商品が世に出た頃から、実に色々な“評価”がされてきたのだが、残念ながら今日に至るまで、リスクとリターンについての検証を、まじめに行ったものにはお目にかかれずにきた。雇用、もしくは預金についてのリスク・リターン計算もない世の中だから、E Bについての計算など期待するほうがおかしいのだが。しかしそれは、(多少専門的にはなるが)数理的な計算である程度できるのだ。そうすれば、決して有利な商品でない事、及び金融機関が高い手数料を徴収するプロダクトに過ぎない事実に、容易にたどりつけた筈なのに、である。

そもそも金融とは何か。それが資金の出し手と取り手を結びつける事で、一定の手数料を徴収するサービス業に他ならない。金融商品とは、それをリスクとリターンの関係において組替えたものである。利用する側としては、極端な話、

- 1) その組替えがニーズに合致するか?
- 2) 支払う手数料がその組替え料として妥当か?

だけに注目すればいい。

金融の仕組はハード、つまり利用する側からすれば“決まった仕組”であり、それをどう判断して使うかが、利用する側自身の判断・知能、つまりソフトに相当する。ハードが若し欠陥商品であっても、使わないというソフトが機能すれば何も問題が起きない。しかしその判断が不在なのか、仕組への盲信(E Bでは特に顕著)なのか、歴史は繰り返してしまった。

仕掛けがされていないサイコロを転がせば、夫々の数字の出る確率は6分の1である。3回続けて1が出たから次は1が出ないと考える人、まだ続くと考える人、正に夫々だが、確率は6分の1で変わらない。こんな簡単な原理に近い計算が、殊金融になると忘れ去られてしまう。バブルが繰り返される所以であり、金融市場が怖いものとして認識される所以でもあろう。

投資銀行と融資銀行の分割を！

この10年間、日本の不良債権問題は、経済ネタ、東正横綱の地位を不動のものとしている。海外から頂いた表彰状には、いつも「田舎もの」と、大きな字がかかっている。今場所、「世界会計基準統一杯」でも、終盤まで全勝をキープしている。得意技、“株式持合い”は殆ど無敵の決まり手だ。しかし今回ばかりは、笑って済まされる問題でない。

第二次世界大戦で大敗した日本は、戦勝国に強いられた財閥解体、与えられた憲法（平和憲法が悪いといっているのではない）の下、ハイパーインフレなどを凌ぎながら、奇跡的な復興を遂げた。勿論朝鮮特需とか、共産圏に対する立地条件などのアドバンテージがあったにせよ、短期間での復興は、歴史的空前絶後の出来事だ。終戦直後、誰が今日の日本を想像できたであろう。日本は輸出大国だなんて、タイムスリップしてきた先人に、話をする事ができるなら、どんな顔をするだろう。少なくともモナリザの微笑に対する評価は、大きく低下するだろうが。

そんな時代、日本の銀行は、所謂傾斜配分機能を果たしてきた。各銀行の体力差に関係なく、預金者には「公定レート」で、同一金利を保証・供給し、融資は国策企業に厚く向けられた。それ以外の企業にとって、融資を受けるのは、表現は悪いが“特例”であって、銀行員が床柱を背負った理由もここにある。国民には、金利や銀行の優劣を判断する必要はなかったと言うか、それとも資格がなかったと言うべきか。

企業にとっては、株式をより多く保有してくれる銀行がメインである。本来ならば儲かっている金融機関は、預金者に高い利回りを提供するか、逆に（株式を公開しているとすれば）株主に高配当を出すべきなのだが、そんな経済原則は、50年以上封印された。勤勉な日本人が、何も無いところから必死に働けば、まさにThe only way is up! 投資した株式もうなぎのぼりで、銀行は潤った。しかし資産効果にかげりが出てくれば、このメインバンク制度ほど始末の悪いものはない。海外では、「融資銀行」と「投資銀行」の分業は比較的しっかり行われている。融資は企業と銀行との個別交渉であり、資産の運用は、過去のトラックレコードや、アイディアの斬新さで、金融機関が選別される。ここまでかけ離れている彼我の基準に、同一のルールを当てはめようとするのは、日本にとってだけでなく、海外にとっても極めて危険といわざるをえない。

もし海外と同じ基準に統一していくのであれば、銀行の合併はまったく間違っただ解決策である。早急に行うべきは、銀行を融資と投資の部門で切り離す事である。その上での合併は理に適っているのだが。もし海外とは違った、つまり現状のメインバンク制度を貫くのであれば、違った会計基準での折り合いをどこにつけるか、早急に議論しなくてはなるまい。

ニューエコノミーとオールドエコノミー

コンサルティングの悪魔（徳間書店、ルイス・ピート著）という本がある。特にアメリカ式経済モデルについて、（暗にor大っぴらに？）批判している部分が面白い。コア・コンピテンスやチェンジ・マネジメントへの風刺は、特に秀逸だ。学のない小生も真似したくなってしまう。

株主価値最大化経営。パロディーにするには格好の材料だ。もちろんその是非は議論の外だが。さて、企業が獲得した（する）付加価値をどう分配するかを考える。その富を商品やサービスを利用する消費者につける（安くする）か、従業員につけるか（昇給！）、出入りの業者に厚くする（リベート？）か、株主につける（??????）か、その選択権は企業のマネジメントの手に委ねられる。デフォルメするならば、その富の殆どを、株主にシフトさせるのが、株主価値の最大化だ。クレームがつけられない程度まで、製品やサービスの質を落とし、要らない従業員は早く、一人でも多く首にして、交際費なんでもってのほか、逆オークションで業者を締めつける。そうだ、首にする社員にも株式を買ってもらおう。退職金よりも儲かるのは保証付みたいなもんだ。このモデルにいい名前はないかな？よし、ニューエコノミーにしちゃえ！どっかの大学教授に頼んで、理論つけてもらおう。まあこんな顛末か。

アメリカンスタンダード。世界が小さくなる中、アメリカはドルを国際基軸通貨として流通させ、大きな成功を収めた。ドルが国際的に決済通貨として利用されれば、国家財政の赤字はかなり容認される。これに味を占めたアメリカは、次なる策を模索した。そうだ！ビジネスモデルそのものを輸出すればいい。MBA式経営哲学は、絶対ヒットするに違いない。皆さん。アメリカはこうして景気回復に成功しました。アメリカンスタンダードは、バブル後遺症でお悩みのアジア諸国や、通貨の暴落でお困りのヨーロッパ皆様にうってつけですよ！当初は食いつきが悪かったものの、ウォール・ストリートの株価が、あまりにも魅力的な上昇トレンドにあったため、誤解した人たちが口々に語るようになる。

そこで満を持していたかのように、アメリカンスタンダードとグローバルスタンダードを混合し、脚光を浴びたくて仕方がない海外（アメリカから見た）の学者（識者）たちを煽動した。賞味期間が切れ始めた頃、あたかもスーパーマーケットの閉店セールスの如く、ディファクト・スタンダードというラベルが上に貼られていったのだ。世界はひとつの方向に動きますよと。

おふざけが過ぎてしまった。しかし現実の世の中のほうも、かなりふざけているように思える。百万回も議論され尽くしたこともかもしれないが、明日は我々のためだけにあるのではない。それは過去の生命から、未来の生命に受け継がれる大切なもので、我々はたまたまそのバトンを預かっているに過ぎないのだが、その役割は思う以上に重大なのだ。金融という極めて限定されたファンクションでも、つまらない株価対策みたいな事に囚われていては、明日に嫌われてしまうだろう。Tomorrow never dies.

Tomorrow never dies 1