

# 共感・勇気・自然

— 新たなる金融を夢見て —

藤原 直哉

発行 日本図書刊行会

発売 近代文藝社



はじめに

今日、日本経済は大変な岐路に立たされている。これまで大多数の日本人サラリーマンが依って立つ基盤としてきた終身雇用制、年功序列賃金は否応なしに見直しを迫られ、本当に自分自身の実力で世の中を渡っていかなければ、妻子を養うことさえおぼつかなくなる時代を迎えている。このような時代にあつて、年令を問わず多くの人々は、言い知れない不安と恐怖を感じていることであろう。これまで経営の理念、理想、才覚とは、ごくひとにぎりの経営者が持ち合わせていけばよいものであつた。

逆に言えば一介のサラリーマンが自分自身の意見として、これらを会社という組織のなかで自由に語り、それに基づいて行動するということは、ほとんど許されぬことであつた。サラリーマンはそのような不自由を甘受することと引き換えに、生活の安定を保証してもらってきた。ところが今日、サラリーマンは何の準備と訓練もないままに、自分の才覚で生きてみると会社から放り出されようとしている。たしかに放り

出す会社も会社かもしれないが、そうなるまで、自分の生活の基盤を疑ことさえしなかつたほうにも、若干の非はあるであろう。やめると言われる前に自分から辞表を出すくらいの、気概と準備は常に持ち合わせていなければ、これからのサラリーマンは世の中を渡っていけない。

わたしが考えるこれからの理想の社会とは、金のない善人が、精神的な面のみならず、物質的な面においても豊かに暮らしていくことができる社会である。これまでの社会では、善悪といったような個人の価値観の問題は、基本的に物質的な生活の豊かさとは無関係であった。物質的な豊かさは、金の多寡が決めていた。金さえあればだれでも、その人の信条、行動に関係なく、物質的には豊かな生活を送ることができた。しかしあくどく金を追求した人々の多くは、ここ二〜三年のバブル経済の崩壊のなかで、大変な苦境に立たされているのではないだろうか。逆に言えば八〇年代のバブル経済の成長のなかで、金は実に巧みにある一定の嗜好を持つ人達を社会からあぶりだし、彼らに制裁を加えた。金を追いかけて過ぎて、最後に金に喰われてしまったのである。金とは全く恐ろしいものである。しかしながら、おそらくこれからの社会でも、

金がある人はそれなりに豊かに暮らしていくことであろう。そのような仕組みはおそらくこれからも変わることはないであろう。

しかし今ここでわれわれが考えなければならぬのは、金がない善人が豊かに暮らせるには、具体的にどうしたらよいかということである。すなわち金はないけれど、優しい思いやりの心を持ち、約束は必ず守り、人を裏切らず、常に向上心を持ち、日々努力を怠らない人、大金を稼ぐ才覚はないけれど、人として信頼できる人、こういう人達が精神的にも物質的にも豊かに暮らしていける世の中こそ、われわれが作り、次の世代に残さなければならぬ社会の基盤である。このような話を聞くと、すぐにそれは非現実的な夢だと言う人がいるが、夢の一つもなくて、どうして人間は生きていけるのであろうか。暗い時代であるからこそ夢は必要であり、夢を追い求めればやがてそれは達成可能な希望に変わり、遂に実現する。夢や希望こそ、いま人が自由に語らなければならぬものである。

本書は著者が米系証券会社ソロモン・ブラザーズ社在職中に少しずつ書き留めた原稿をまとめたものであり、全原稿を書き上げたのは九三年一月である。その後著者は

同年三月、同社を退職し、他の仲間と金融コンサルティング会社を設立した。そのため現在は本文中にある数理分析アナリストではない。しかし敢えて原稿は訂正しなかった。振り返って読み直してみると、本書はなぜ著者がアナリストをやめ、新しい金融を始めようと考えたのか、その説明にもなっている。

本書には、現在の常識で考えれば相当荒唐無稽なことも平気で書いてあるが、それは著者個人の感性の問題としてお考え頂ければ幸いである。貴重な時間を拙文に費やして下さった読者諸兄から、誤字・脱字・当て字・悪文、内容の誤り、考え直すべきことなど、ご指摘賜ることができれば、著者にとって望外の幸せである。

目

次

第一話	我輩はテレビである
第二話	おわかり頂く商売
第三話	護送船団の象徴オプシヨン理論
第四話	ママと冬彦さん
第五話	フェーズ四の投資理論
第六話	勇気の復権
第七話	人間と動物のあいだ
第八話	それでもお屋敷が欲しかった
第九話	和戦両様の構え
第十話	資本主義の成れの果てを越えて
第十一話	理性の限りを尽くして回すカネ
第十二話	無限大からの生還
第十三話	さらば水戸黄門
第十四話	御用達経済の時代
第十五話	平成水滸伝

共感・勇気・自然

— 新たななる金融を夢見て —



第一話

我輩はテレビである

わたしは外資系証券会社で数字やコンピュータを使った調査を本業とする傍ら、東京近郊のある大学で、非常勤講師の仕事をしている。教えているのは数学と情報処理、数学とはまさにあの数学、情報処理とは実習を伴う統計分析のことである。教える相手は文系の学生さんで、経済学専攻の一、二年生である。貴重なご縁でこの大役を引き受けることになって、すでに二年が経過している。とにかく大変なのは、わたしの専門外の数学のほうである。もちろん学生さんはわたしより大変であろう。何しろ数学が必修なのである。文系であるにもかかわらず、大学の数学で六〇点以上を取らないと、卒業証書がもらえないのである。戦慄と同時にわが身の幸運を感じず読者諸兄の顔が想像できる。

経済学を専攻する学生さんのための数学であるから、主たる講義の目的は、経済学の文献を読解するための数学を教えることにあり、そのためには線形代数や解析の、ある程度高度なことをやらなければならない。したがって教えられる学生さんが大変であることはもちろんのこと、教えるわたしのほうも、まちがったことを話さないようにするだけでも本当に大変である。特に最近では、高校によっては文系の生徒は数

学を二年生以降全く学習しないので、学生さんによって数学の基礎知識の水準にかなりばらつきがあり、これも教える側にとつては悩みの種となる。そもそも数学の非常勤講師を引き受けるときから、これは大変なことだとは思っていた。見通しがまるで立たないのである。情報処理のほうは実務でも少しやっていたので、一応段取りが頭に浮かんだが、数学のほうは、ほとんど真空からの出発であった。教える立場の人間が発する言葉ではないが、だいたいわたしは数学があまり好きではない。この文章を書いていて改めてそうだと思つたが、自分が数学のなかで興味を覚えることといえば、現実との接点というか、自分のからだで実感できることだけである。数学とは本当は究極の自由と究極の均整美を追求するたいへん粋（いき）な学問のようであるが、あまりに粋なために、どうもわたしのからだからはみ出してしまふようで、いま一つ興味を感じない。

二百人以上入れる大教室で行う講義は、本業の証券会社で少数数の社会人を相手にセミナーなどをするのと、全く勝手が違う。学生さんと双方向のコミュニケーションを取ることは、ほとんど不可能に近い。大教室での講義では、教師はあたかもテレビ

のごときものである。自分が家族や友人達とテレビを見るとときには、出演者のことをほめたりけなしたりしながら、またつまらなければ世間話などをしながら見ているものである。そして番組が山場にさしかかれば、息を飲んでじつと無言で全員が画面を見つめるであろうし、堪えられないほどつまらなければ、チャンネルを変えてしまうであろう。大教室での講義でもよく似たことが起こる。わたしが混乱したことをもたもた話したりすると、学生さん達は決してそれを許してくれない。直ちに仲間同士で批判の会話を始める。しかし逆に何か学生さん達の心に響くようなことを言うと、みんなの視線が集中する。

教えていていちばん難しいと感じるのは、学生さんと教師の間の距離の取り方である。距離の取り方というときの距離には、二種類の距離がある。それは数学という専門知識について教室で話す内容と、学生さんが予備知識として頭のなかに持っている内容の難易度の差と、何でもものを考えるときに、どの程度学生さんの立場に近寄って考えるかという、親近感の差である。では距離感をどのようにつかむか、それは全身の神経を総動員するとしかないようがない。学生さんの表情、筆記の様子、私語を

しているかどうか、これらをとにかくよく観察して、距離を確かめながら授業をしなければならぬ。一年目ははじめてということもあって、自分自身に神経が集まりすぎて、学生さんの様子を観察しながら授業を進めるといふ余裕が、あまりなかった。しかし二年目になって、次第にこのあたりの微妙なニュアンスがわかってくると、またまた教えることとは大変なことだと恐れ入ってしまう。結局この教える側と教えられる例の距離が、教育の成否に深くかわっているのだと思う。難し過ぎず簡単過ぎず、疎遠過ぎず親し過ぎず、適当な距離を保つことによって、学生さん達は自然にやる気を出し、勉強をしていくのだと思う。学生さんにとってあまりに難し過ぎることを、勉強は学生の本分だから勉強しろと頭ごなしに言うのは、わたしみたいな若造には似合わない。こういうことは野暮なことだと思ってしまう。わたしは野暮なことは嫌いである。

ところでわたしは、文系で数学を必修にしているということは、たいへん見識の高いことであると考えている。大学で学ぶ数学は、確かに日常生活のなかでは決して役に立たないだろうが、ひとつの教養として身に付けておいて、決して損することのな

いものである。他の大学で、文系で数学を必修にしているところがほとんどないことを考えても、この大学の学生さんにとって、数学を学んだということの希少性から来る有利性は明らかであり、この大学の見識の高さは高く評価されるべきである。またその数学を教えるのに、わたしのような数学を専攻していない一民間企業の人間を当てるという度量の広さにも、恐れ入るばかりである。

わたしは学生さんと接するにあたって、極力学生さんの良いところだけを見ようと思がけている。わたしも人間であるから、私語や遅刻や居眠りをされれば嫌であるし、怒鳴りたくもなる。そして怒鳴ることもある。しかし一部の不心得な人によって自分の心をかき乱されることがあると、結局大多数のまじめな人達のやる気を失わせる結果になるような気がする。嫌なことがあっても、ひとりでもまじめに付いてこようとする人があれば、その人に合わせて自分の行動を律するべきであると考えている。

教師は聖職であるかと問われれば、わたしは聖職であると答える。普通の職業はどんなものでも、ギブ・アンド・テイクが原則である。与えるものがあれば、得るものがある。しかし教師とは、本来ギブ・アンド・ギブの職業であると考えている。もち

ろん教えてその対価として給料をもらうが、給料は決して教育の成果としてもらっているのではなく、教師の生活を支えるためにもらっているのである。教師にとって学生からテイクできるものがあるとすれば、それは教育の成果である。すなわち教えたことをわかつてくれたという感動が、教師にとつて学生からもらうことができるものであると考えている。しかしわたしは教師とは本来、このような学生からもたらされる感動を期待せずに、教育を行うべきであると考えている。たとえ一人としてわかつてくれる学生がいなくても、情熱を持って教え続けるのが教師ではないだろうか、もし教師が教育の成果を期待して教育を行うと、すべての学生に同じ暖かさを持つて接することができなくなってしまう。すなわち勉強のできない学生は、自分に対価を支払わない不届き者として、自分自身の心のなかで差別の対象となってしまう。教育の成果を期待せずに学生達に教え、接するとき初めて、各学生が持つ豊かな個性を本当に感じるができるのであろう。このように考えれば教師とは、成果を期待することなくひたすら与え続けるだけの、実に孤独で厳しい職業だと思う。まさに聖職である。わたしは別に本業があつて、そこでテイクを行っているから、まだバランスが

取れるが、もしこれを本業にしたとき、ギブ・アンド・ギブで教えていける自信はない。

第二話

おわかり頂く商売

わたしは本業でも副業でも同じ教えるということの仕事の一部としているが、根本的に両者で違うところがある。副業の大学では、一応建て前として、教えてやるから勉強しろと言える立場に立っているが、本業の証券会社では、相手におわかり頂いて、そのご褒美としてお金を頂戴する立場にある。おわかり頂く商売がわたしの本業である。何しろ教えるというか話をして理解してもらえないと、教えられた相手が、わからないぞ、とこちらに文句を言ってくるのであるから容易なことではない。学生たるものわからなければ自分で勉強しなさい、といった不遜な態度は許されず、どんな人にも気持ちよくおわかり頂くのがわたしの商売だからである（予備校の先生というのも同じような境遇にあるのであろう）。

そもそも数学などおわかり頂く商売が扱える商品ではない。今ではあまりやらないが、四〇五年前、オプション取引（あるものを買う権利、売る権利の売買）が日本でもそろそろ始まるうとしていた頃、ボラティリティーとは何か、というご質問をよくお客様から受けたものである。ボラティリティーとは価格変動の大きさのことで、統計の世界で標準偏差と呼ばれるものである。このボラティリティーは、オプションの価

格を決める理論に必要なものなのである。ところが質問をするお客様が年輩の役職者であったりすると、これを明快におわかり頂くことは、ほとんど不可能に近い。もちろんその非はわたしにある。おわかり頂くのがわたしの商売である。

今でも鮮明に覚えているが、まだわたしがこの稼業を始めて間もない頃、ある大手機関投資家に、オプション理論のセミナーをやりに行ったことがある。ひととおりが終わって、最後に質問を受けていたとき、向こうの課長から、対数正規分布とは何ですか、という質問を頂いた。オプションの理論価格の計算には、対数正規分布というある種の確率分布を使うことが一般的である。そこで何も考えず、いきなり黒板に対数正規分布の密度関数の数式を書いて、これです、と言ったところ、課長の顔が突然仁王のように険しくなり、何も言わずに、こちらをにらみつけていた。まずいと思っただがちょうど時間となり、そのまま知らん顔をしてその場は帰ってきたが、今から考えると冷や汗が出る思いである。おそらく同じ質問をされれば、「特にこだわら必要はありません。価格の動きを数学で近似するとき、価格は負にならないので、数学も負にならないものをもってこなければなりません。また今日千円の株価が、明

日突然二千円になったり五百円になったりすることは、可能性ゼロではないもののみならずありえませんか、数学でも実際の値動きと同じように、毎日の動きは少しずつ、しかし時には大きく動くことがある、という性質のものを選ぶ必要があります。そこで数学に詳しい人が、数学の世界でこういう価格の動きの性質によく当てはまり、かつ彼らが操作しやすいものを探したところ、対数正規分布というものがあつたので、それを使っているだけです。われわれが直感的に持つ価格の動きのイメージによく合うように、数学の世界から探してきた、テクニカルな代物です」と答えるであろう。

するとたいいていの人はわかつたようなわからないような顔をするであろうが、ここで「これ以上詳しくご説明するには、数式を使わなければなりません」と付け加えれば、まずそこで話は終わりになるであろう。ちなみにお客様が数学と言うときには、それはたいいてい本来の数学と呼べるもののほかに、確率、統計など、お客様にとつて見慣れない数字、記号によって表現されたものすべてを包含することが多く、これを念頭において話をしないと、話がかみ合わないことが多々ある。たとえばわたしは数学は素人だが、統計は少しやったことがありますなどと言っても、すべてを同じもの

だと考えている人には、全然意味を成さない。

それから今でも聞かれると説明に気が重くなるのが、相関係数である。統計学者にもよくお考え頂きたい。統計学者は相関係数が〇・六であると言われれば、そのデータの特徴の片鱗を感じる事ができるかもしれないが、統計学者以外の人は、それはどういう意味なのかと問い返してくる。「相関係数の〇・六と〇・七の違いは如何」、と問われたときに何と答えればよいのか。相手は統計などに興味のない人である。これもおわかり頂く商売が扱える商品ではない。見慣れない、聞き慣れない統計量なら問題は無い。難しいものなのです、のひとことで切り抜けられる。しかし相関係数という言葉は、言葉としては知らない人のほうが少ないであろう。それにもかかわらず、いろいろなところで、人を納得させる殺し文句として、不敵な薄笑いとともに使われる相関係数が、実はその数字の意味するところを説明するのが容易ではないということとは、何とかすべき問題である。

数年前あるお客様から、「円／米ドル為替レートと円／カナダドル為替レートの相関係数が〇・九五である」ということは、米ドルが上がるときでも百回に五回の割合でカ

ナダドルは下がることがあるということですね」と念を押すような質問を受けたことがある。相関係数と確率の混同である。そこで「それはまちがいです。相関係数は確率ではありません」と答えると、「では $0 \cdot 95$ とはどういう数字ですか」といらいらしながら聞き返してこられる。しかしこれは大変難しい問題である。相関係数が $0 \cdot 95$ であることは何を意味するかと言われても、散布図（縦軸、横軸のあるグラフの上に、データを点として示した図）を書いて、「この散布図にあるデータを 使って相関係数という統計量を計算すると、 $0 \cdot 95$ になります。図を見ればわかるように、両者には、ほぼ直線状の関係が見られますが、完璧に一直線上に並んでいるというわけではありません」としか答えようがない。そのときも「とにかく $0 \cdot 95$ といっても上がる、下がるの確率を言っているのではなく、単に直線的な関係の強さを表しているのです」というようなことを言ったと思う。しかしこんな説明で 納得してもらえるはずはなく、結局その場はお客様が理解をあきらめて下さったので終わりとなったが、相関係数をめぐる嫌な記憶となつて残った。

つい最近も、「日本とアメリカの株価の相関係数を計算したら $0 \cdot 4$ になった。こ

んなに相関が高いのか」と感心している人を見た。散布図を見て直線関係が強い  
か弱いか感じるときの感じ方は、相関係数の二乗に比例すると言われている。という  
ことは○・四の二乗は○・一六であり、おそらく散布図を見れば、ほとんど関係ない  
と結論したであろう。バラの花の美しさに悩殺された人は、花の陰に隠れた刺には気  
が付かないものである。

この仕事を五年もやっていると、お客様の興味の度合い、知識の水準、理解力、気  
の長さ短さ、今ほかの仕事で忙しいのかどうか、知ったかぶりをする人かどうか、人  
から何か教えられることに抵抗を感じる人かどうか、人の話を真剣に聞く人かどうか、  
など相手の事情を素早く的確に判断して、話す内容や見せる数字などをそれに合わせ  
る技術が、多少なりとも身に付いてくる。したがって、この理論をぜひこのお客様に  
理解してほしいという主旨で出向いても、相手が全然興味を持っておらず、人の話を  
聞く気も持っていないければ、当たり前障りのない世間話だけをして、最後に、「もしよろ  
しければこの資料などお暇なときに読んで下さい」と言って、資料だけ置いて  
帰ってくることもある。相手かまわず一方的にこちらが話しても、ビジネスの上では

百害あって一利なしというわけである。

不謹慎な言い方で恐縮だが、いわゆる金融テクノロジーに関する市場参加者の知識の水準を比較すると、株式と債券では圧倒的に株式、なかでも日本株をやっている人の水準が低いと言わざるを得ない。よく日本の株式市場で外資系証券会社がつとめないことをやっているようにマスコミに書かれるが、実際にやっていること、たとえば現物と先物の裁定取引などは、米国の株式市場ではごく当たり前のこと、債券の世界では日本で日本人が日常的に行っていることである。

しかし最近いろいろな方々とお話をしていて気が付いたのであるが、どうも日本の伝統的な市場参加者および規制当局とは、根本的などころで発想が異なっているようである。それは単に裁定取引の問題にとどまらず、市場そのものの問題にまで遡るようである。日本では簿価に対する思い入れが、信じられないほど強いようである。簿価優先の立場から、株式市場のような投機の場合、株価の変動を通じて、企業の価値を変動させるようなことはよくないことだ、という主張があるようである。さらにその主張を遡ると、大陸法と英米法の法理論の違いにまで行き着くそうである。確かに

米国でも有価証券を簿価で評価するか、時価で評価するかは大きな問題であり、常に会計上の議論の対象となっているが、そもそも市場と企業経営が連動していること自体がけしからん、といった議論はあまり聞いたことがない。日本もバブルの時代、規制当局や民間企業は大量の株式公開、時価発行で大儲けをしたはずである。原理原則の議論をする前に、もうすでに自由な市場の恩恵を十分に蒙ってしまったわけである。

相場が反転してしまった今になって原理原則を見直そうと言っても、信用を失うだけである。自らパンドラの箱を開けてしまった以上、経営者は腹をくくって、市場リスクからいかに身を守り、いかに利益を得るか、というような積極的な方向で事業の展開を考えるべきである。逃げ腰は信用を失うだけである。

すつかり話が逸れてしまったが、大学教育はおわかり頂く商売であるべきか、わたしはそうあるべきではないと思っている。大学教育と職業教育は同列に考えてはならないと思う。わたしが本業でやっていることは職業教育である。それは業務上必要となる知識を相手に正確に伝える教育である。ただしここで本音を言えば、その必要性とはこれまでむしろ、お客様にとってというよりも証券会社にとってであって、お客

様に知っていらうことが、証券会社が商売を増やすにあたって必要であるということであつただらう。いずれにしろ職業教育は、知識を相手の頭のなかに入れて理解させ、それを仕事に使つてもらつてはじめて目的を達成する。当世風の言葉で言えば、マニユアルを理解させることが職業教育である。

しかし大学教育は違ふと思う。もちろん大学の専任の先生方は別の考え方をお持ちかもしれないが、わたしはどんなに時代が変わつても、大学は教養を身につける場であると考へている。教養とは心の豊かさであり、各個人の心のなかに堅固に根を張つた、ものを考へるヒントのかたまりのことである。教養を養うにはそれなりの個人の努力が要求される。マニユアルに盛り込まれた知識を単に理解するだけでは、どんなに知識の量が多く質が高くても、教養とはならない。それだけでは心に根を張つたことにはならない。知識は心のなかで発酵してはじめて心に根を張り、教養となる。発酵に必要な酵素とは、各個人がものを感じる力、ものを考へる力、そして行動する力のことである。もちろん教養の形成は大学だけでしかできないものではない。大学に行かなくても個人の心の持ち方ひとつで教養はいくらでも身に付く。そのなかで大学

教育は、酵素の働きを助け、発酵を促進する触媒たるべきであると思う。時代の要請などという卑小なものが入り込む余地のない、個人の心の営みを助けることが、大学教育の真骨頂ではないか。時代に迎合し、発酵前の学生に迎合することは、大学の自殺行為であると思う。これからの教育は大学教育、職業教育ともにその目指すところを明確に意識し、プロ意識に徹して行うべきである。



第三話 護送船団の象徴オプシヨン理論

最近は何でもハイテクばやりである。賢哲の教えによれば現代社会を覆う（覆っていたと言ったほうがよいのかもしれない）新保守主義の特徴の一つは、将来のハイテクに対する楽観論であるとのことだが、金融の世界でもハイテク信仰は大変なものである。しかし金融テクノロジーはその裏側に、客をもてなす手連手管という側面を持っている。したがって金融テクノロジーの進歩が、そのまま将来に対する楽観論につながることは、わたしには思えない。世の中そんなに甘くはない。手練手管を考え出した人、手練手管を使う人はそこがよくわかっている。楽観論に乗せられるのは手練手管でもてなされる客である。

金融テクノロジーのなかでもオプション理論は、学界による貢献が非常に大きい分野で、これまでさまざまな種類のオプションの理論価格を求めることに、特に重点が置かれてきた。そもそもオプションとは買う権利、売る権利という直感的にはピンと来ない不思議なものであるから、だれでも納得する理論価格というものも、素朴に考えていては出てこない。したがって大胆に単純化の仮定を置くとか、他の証券と組み合わせる普通の証券と同じような形に直して価格を出すとかするわけである。金融オ

プシヨンが日本で取り引きされるようになったこの四、五年の間に、各種オプシヨン理論も紹介され、日本のオプシヨン市場は多大な学界の蓄積をそのまま使うことができた。

ところがそのとき大変奇妙なことが起こったように思う。経済学では基本的に価格は需要曲線と供給曲線が交わるところで決まると考えるが、その交点は素朴な議論では売り手と買い手がセリをして、セリ人が落札価格として決めるわけである。したがって特異な仮定を置かない限り、はじめから売り手も買い手も落札価格を正確に知っていることはなく、セリも何も行わないのに、常にはじめから均衡価格でお互いが取引をはじめるとは、偶然以外にはない。たとえ価格が明記された劇場の入場券でも、窓口を一步離れば、ダフ屋が法外な高値を付けても取引が成立する。つまり特殊な事情がない限り、どんなものでも需給が市場価格に影響を与える。ところがオプシヨン理論のバイブルと言われるブラック氏とショールズ氏の論文に基づくと、オプシヨンの理論価格式には、需給によって変動する項がない。そのためというっかきすると、オプシヨンには市場の需給の影響はないのかと誤解してしまう。

さらに日本でオプション取引が始まった頃は、オプションの価格がどのように決まるかよくわからないけれど、とにかく理論式どおりに値段をはじいて売買してさえいれば、とりあえずはよいだろうと考えていた人がかなりいたので、バスに乗り遅れるなどばかり、言ってみればだれも自分の本当の採算など考えずに、いきなり理論価格で商売を始めたわけである。それどころか買ったものはすぐ売り、売ったものはすぐ買い戻すという仲介売買に徹すれば、面倒な理論など知らなくても問題なしと考えたところも多かったようである。たしかに仲介売買に徹すれば、バブルの時代の日本の証券会社の対顧客株式取引のように、価格が上がっても下がっても、売買金額さえ多ければ手数料（オプションや債券の場合には売買値差）が入ってくるので、特に価格の適正水準など気にする必要はない。したがってとにかく顧客が頻繁に売買さえ行ってくれば、儲かることは儲かる。しかし最終的にポジションをとる人がいなければ、すなわち最終的にリスクを負って投資する人がいなければ、仲介業は成り立たない。したがって市場参加者全員が仲介業に徹しようとすれば、市場は成り立たないわけである。

実際にオプション取引が始まってみると、同じオプションで同じ理論式を使っているはずなのに、各市場参加者が出す価格は互いに異なっていた。実は理論式には一つの落とし穴があつて、論文で全市場参加者が合意する市場の予想ボラティリティと呼ばれている変数を決めないと、価格が決まらないようになってくる。この変数に代入する値を変えると、出てくる価格は変わってくる。全市場参加者が合意する数値など実際にはありえないから、これを動かして価格を動かすことにより、競争相手よりも価格を上げたり下げたりしているわけである。たしかに理論式には需給で動く項はないが、実際には価格計算に使われるボラティリティの水準が、需給も表す変数となつた。そういう意味ではオプション市場も他の市場と同じく、需給が価格形成に影響を与えることになつた。

しかし問題はそもそもこの理論価格というものが、本当にそれを売買する金融機関にとつて意味のあるものなのかどうかという点である。別な見方をすれば、金融機関は本当にオプションの採算を把握しているのか、あるいはオプションのリスク管理をしているのか、という点である。先にも述べたように、オプションというのは不思議

な商品であるから、素朴に考えるだけではだれでも納得する共通の理論価格など出てこない。価格導出の方法はいくつかあるが、いちばん説得力のある議論は、オプションを原証券と組み合わせ、リスクのない金融資産にしてしまつてから価格を考えるという方法である。もしオプションと原証券を足し合わせて無リスク資産になるならば、その無リスク資産には裁定が働いて、市場にある他の無リスク資産と同じ価格になるはずである。したがっていわば二値の足し算の答えが先に求められる。そしてそこから原証券のほうの価格を引けば、オプションの価格が求まるというわけである。このように裁定が働いて決まる価格は理論上、市場を支配する価格になる。しかし実際には各市場参加者によつて投資上の制約条件が違つたり、理論導出上いろいろな簡単化の仮定を置いたために、常に一つの価格ですべて取引が行われることはない。それはそれで理論と現実の差だと考えればよい。

しかし私が問題であると思うのは、自分が使っている理論式が、こうした背景から生まれたものであるということを知らない人が、本当に多いということである。どのように価格を決めているかわからないということは、オプションのリスク管理ができ

ていないということである。なぜならばこの理論価格は、上に述べた裁定取引を行ってはじめて意味が出てくる価格であり、そのような裁定取引を行わない、行えない、あるいはそもそもそのような裁定取引があることすら知らない人にとっては、何等意味を持たないものである。理論上確かに裁定価格は市場を支配する価格となるが、実際には、もし裁定取引をする人よりも単純に思惑だけで価格を決める人のほうが多く、市場に対する影響力が後者のほうが圧倒的に大きければ、価格は裁定価格に収れんしない。先物価格と現物価格の関係は裁定により規定され、たとえば為替の先物などは、ほぼ理論どおりに価格が決まる。しかしたとえば原油の場合には、確かに裁定取引はやろうと思えばできるのであるが、実際の先物価格は、ほぼ思惑だけが決めているようである。

わけもわからず価格を出しているということは、別の言い方をすれば、自分にとっての本当のコストがわかっていないということである。確かに売買の仲介をするだけなら何も細かいことを言う必要はないかもしれないが、もしポジションを取るのであれば、自分の負うリスクに対して適正と考えるコスト以上のものをもたらなければ、

ビジネスとして成り立たない。人がこうだと言ったからこうに違いないと思ってやるのは、ビジネスの正当な進め方ではない。論文に書いてあることをビジネスに使うのならば、書いてあることが自分に当てはまるのかどうか検討することはあたりまえである。論文に書いてあることはよくわからないけれど、最後に出てくる答えさえわかれば値段が出せるので、それでビジネスができるなどと考えるのは、正気の沙汰ではない。

滑稽ですらあるのは、民間のセミナー屋が、いろいろな種類のオプションの理論式を紹介するセミナーを開いていることである。自分で出たわけではないので詳しいことはわからないが、おそらくいろいろな種類のオプションについて、とにかく値段がすぐ出る式を知りたいという声に答えて開かれたものであろう。私のところにもオプションの理論式について、お客様のシステム部門などから電話がかかってくることもある。こういうオプションモデルの計算式を知りたいとか、アルゴリズムを知りたい、という問い合わせである。もちろん理論の勉強をして理論価格を計算する式を持つことは大切であろうが、それをビジネスにするとときに、理論式さえあれば十分であると

考えているのではないかと、人ごとながら心配になってくる。それどころか驚くべきことに、理論式に入れる数字をまちがえているとしか考えられないような値段を、平気で業者間スクリーンに出し続けている証券会社が、つい一〜二年前まであったそうである。全く論外である。

自分のコストがわからないのに売値を決めるということくらい、無謀で危険なことはない。どんなに安値で受注するときでも、その値段でいくらか損が出るかわかるから、経営判断として将来のビジネス拡大に賭けて受注するかどうか決めることができるのである。実際にオプションをやってみて、予想もしなかったような大損をして仰天してしまうお客様はよくいる。特に日本人には、勇気がないのに欲だけは深く、いい加減な直感であまり行使されそうもないと考えるオプションを売って、小遣い稼ぎみたいなことばかりする人が多いので、なおさらである。オプションはリスクを減らす商品であると、教科書に書いてあることをそのまま無邪気に信じて安心してると、とんでもないことになる。普通の証券ならば、難しいことはわからなくても、過去の経験からある程度自分なりにリスク管理ができるのであろうが、オプションの場合には

よくわからなくて、この程度の投資ならそれほどリスクは負っていないだろうと考えて安易にポジションを取り、時として信じられないような大損をしてしまうのである。

オプション事業は、事業化調査ということをきちんとやって始めた商売なのであるか。もし否であれば、これも護送船団ボケのひとつであろう。うまく行かないことは護送船団にはありえないという甘えが、本当のリスクの所在に関する認識を麻痺させてしまっているのではないだろうか。

しかし学習効果というものがあるので、オプションを継続的に真剣にやっているところでは、かなりリスク管理ができるようになっていと思う。ある大手銀行の人と話を聞いて聞いたのであるが、日本国債のオプション市場では、状況によって、売値も買値も全く提示しないところが増えてきたとのことである。なぜ売値も買値も出さないかという点、値段にかかわりなく、そのオプションを売ったり買ったりすることを避けようとしているからだそうである。この現象を考えてみれば、それは価格というものがうまく機能していないということであろう。すなわち自分が負うリスクの

大きさを的確に計量できず、どの程度の価格で売ったり買ったりすれば採算が合うのかわからないので、どんな価格でも取引できなくなってしまうのであろう。

オプション理論を精緻にする試みは、以前に比べるとずいぶん熱がさめたような気がする。たとえば一番オーソドックスなモデルで出した価格と、凝りに凝ったモデルで出した価格が数%しか変わらないのであれば、それは誤差や需給のうちであり、別に難しいモデルなどいらぬというのが現場の本音であろう。本当の問題は価格が二円か三円かということではなくて、そもそもそういうオプションを売買して大丈夫なのか、とんでもない大損をすることはないのか、自分が引き受けるリスクをカバーしてなお本当に利益が出るのか、という点にある。そういうことに気が付いてきた投資家は、あるようである。

やはり何でもそうだが、ビジネスとしてやるならば、売買を行う人が理解できる理屈で値段が決まっていないと、必ずその人は不安に陥り、売買に参加できなくなってしまう。そして場合によっては、それは単なる不安では終わらずに、自分にわからないところで弄ばれる結果に陥ることもある。日本の株式市場で現物と先物の裁定取引

が始まってから、伝統的な投資家や証券会社がパニックを起こしたのは、自分のわからない要因で値段が動くことに対して、底知れない恐怖を感じ、実際に人によっては損失を被ったからであろう。別に現在のオプション理論にケチをつけるわけではないし、現場の人が努力して理論を理解しないことを弁護するつもりもないが、オプションという不思議な商品の持つリスクとリターンの構造について、もう一度初心に戻って見直してみてもよいのではないだろうか。こういう新しくて危ないものについては、慌てず騒がずじっくり取り組めばよい。拙速は禁物である。

## 第四話

ママと冬彦さん

TBS系テレビで九二年春から秋まで放映されたドラマに、『ずっとあなたが好きだった』がある。マザコン息子冬彦さんがお母さんの呪縛のなかでもがきながら結婚し、破婚する物語である。最近はおたしもこういう番組を寝転がってよく観る。第四話も金融機関に対する辛口の批評である。そうすればママは規制当局、冬彦さんは金融機関となることは明白である。

数年前にある経済官庁の高級官僚も言っていたので驚いたのだが、日本で本格的に市場リスクというものが認識されたのは変動相場制以降である、という誤った認識を持つ人が実にたくさんいる。これはとんでもないまちがいで、たとえば先物市場を伴った米相場は、日本では江戸時代からある。そもそも金融機関は長いあいだ規制下に置かれていたために、金融の世界の外側に広がるモノの世界のことにはまったく疎くなっており、規制当局から与えられた枠のなかで同業者同士盲目的な競争をすることは得意だが、自分の才覚で商売の大きな絵図面を書いて、それを下敷きに大きな構造を自力で作り上げていくという能力が、他の業界、たとえば商社やメーカーなどに比べて、かなり劣っているのではないだろうか。

私は昔某メーカーで輸出業務をやっていたが、仕事の範囲という点では、こちらのほうが証券会社のビジネスよりもずっと広く、かつワイルドであったような気がする。特に証券会社に来て最初に奇異に感じたのは、理論価格あるいは適正価格というものが、売り手からも買い手からも、それなりに信用されているということである。輸出をやっていたころは、これが理論価格だからこの値段で取り引きしなければならない、などというようなありがたい合意などなく、まさに仮想上のセリ人を介して、お客と死闘を繰り広げていた。

やはり世の中の常識では、売りものの値段は、需給、企業努力、技術進歩、外的状況の変化などによって変動するものであり、自分の付けた価格は理論価格、適正価格であるから、これで取り引きしろなどと言っても、特別に保護や規制をされていない限りは、相手が素直に受け入れるものではない。企業であれば、市場で競争によって決まる価格に対応して経営を管理し、逆にそこから利益を得ることが、空気と同じくらい当たり前のことである。ところが日本の金融機関の場合には、金利や株式売買手数料を各自自由に決めてよいようにしようなどと言うと、上を下への大騒ぎに

なるのである。金融機関にとって市場リスクの管理などは、企業経営そのものであり、今まで認識していなかったということ自体、大いに恥入るべきことであろう。日本の金融機関は経営の基盤といった根本的な問題に関しては、至って無頓着ないしは非具体的である。冬彦さんは、根本的なことはすべてママにやってもらっている。

先の米相場など一次産品の相場については、日本では商社や各産品に関連したメーカーが、何十年にもわたるノウハウの蓄積を持っている。特に商社は相場に対する考え方、対処が実にしつかりしているように思える。いつも金融機関の人達とばかり話をしていて、たまにこういう人達と話をすると、こちらが目から鱗が落ちる思いをすることがある。たしかに細かなオプション理論などについては大手都市銀行などのほうが詳しいであろうが、企業としていかに相場の市場リスクを管理し、いかにそこから利益を上げるかという根本的な問題に対して、非常に前向きでエネルギー感を感じられる。相場で上がる収益などというものは、どんなに管理しようとしても管理しきれぬものではない。相場は損するときには損するのであり、損をしたら早めに手仕舞って腹をくくる、逆にチャンスがあれば最も効率的な方法で恐れずに突っ込む、

という動物的な感覚がしつかりと身に付いているようである。

一次産品の相場は、日本でも連綿と続く歴史を持つている。米国でも金融先物が始まる前から穀物先物市場が形成されており、その意味では金融先物は新参者である。以前、石油精製会社のディーラーから話を聞いたことがある。石油精製会社であつて金融機関ではないので、金融機関の人間に共通して見られる表面上のおとなしさはなく、開口一番、原油はカウボーイ・マーケットだ、すなわち原油市場は、西部劇に出てくるような荒くれのカウボーイが売買していると思えないような、無秩序で荒々しい市場である、と言った。これを聞いた当時は全く別世界の話だと思つていたが、最近はこのディーラーが言つたように、市場というものはどんなものでも、その生身の姿は本来無秩序で、荒々しいものではないかと考えている。逆に日本の金融市場のように、お行儀のよい内輪の人達ばかりで構成された市場は、市場参加者の相手が常に同一方向に統一されがちであり、そのため市場の厚みが極端に薄くなるといった弊害が出ているのではないだろうか。

このような言い方をすると学界の方々には誠に失礼ではあるが、金融業界は規制緩

和が進む過程で、その経営や社会への影響について、権威ある方々からいろいろな研究をして頂き、その成果がある程度実際のビジネスにも生かされてきた。それは企業内部の人間にとつては自分の行動に対する指針となる一方で、権威付けにもつながり、非常に大きな安心感を与えるものになったと思う。たとえばオプシオンにしても、金融オプシオンに関しては学界の関心も高く、理論価格に関する論文も数多く出されている。そうするとどうしてもそれを信じていることが、最も大切なことであると考えてしまう。しかしこうした学界の関心の高さと、形を変えての旧態依然のお上の規制は、逆に金融機関が自分の力で自分の経営を考えると、最も大事なことをおろそかにさせたという弊害をもたらしたのではないだろうか。

もちろん金融のように公共性の高いものには、ある程度の規制は必要であろうが、規制緩和という流れを前提にすれば、各金融機関にとって、甘いことは言っていられないはずである。日本の商業銀行など、下手をすれば米国の貯蓄金融機関（S&L）と同じ運命をたどりかねない。メーカーから銀行に転職したある人の言によれば、銀行は規制当局からそれこそ尻の穴の中まで覗かれる検査をいつも受けているが、この

ような屈辱的な検査はともメーカーなら考えられない。しかしそれに表だって文句を言わないのは、経営の安全の確保を暗黙のうちに規制当局に保証してもらっているからだ、とのことである。おそらくそのとおりであろう。良い子にしていれば守ってあげるというわけである。しかし実際に銀行が倒産に瀕した時に、規制当局が思うように支援してくれるかどうか、何も保証はないわけである。世界の銀行や証券会社に倒産が相次いでいるなか、日本だけ例外でいられるか疑問である。

だいたい放漫経営や社会的に大きな非難を受ける不正行為をしたら経営の根幹が脅かされるということは、どんな業界でも常識である。企業内で不正が行われていないかどうかのチェックは、何も行政からしてもらわなくても、自分自身を守るために、自分自身でしなければならぬことである。米国ではそれを怠って大変な制裁を受けた金融機関は、数多くある。

米国では七〇年代末からの規制緩和のなかで、経営の苦しくなった貯蓄金融機関が安易な高利貸し（ジャンク・ボンド投資、商業用不動産投資など）や不正行為に走って、結局業界全体が滅亡する危機に立たされることになった。しかもその整理を抜本

的に行わずに十年間をすごすと過ぎたために、結局国の財政から兆円単位の金をつぎ込む羽目に陥った。現在の日本の金融界の状況をバブルの反省という側面だけから考えていると、本質を見誤ることになる。バブルは制癌剤で、癌（規制緩和や社会の変化の中で、従来と同じ仕事の進め方では収益が上がらなくなってきたこと）になったので飲んだところ、はじめはよく効いたが、今になって大変な副作用が出て、かえって病状は悪化した、と見るべきである。

なぜ銀行が、人があつと驚くようなところに金を貸したのか、よく考えるべきである。日本は八〇年代の後半、実質民間設備投資が三年連続二桁成長を遂げる。世が世なら銀行はこのようなとき、限られた資金を好きな企業に割り当てていけばよかつた。しかし今は違う。企業は自分でより安い金を調達してくる。必ずしも銀行に頼る必要はない。金融市場は恐ろしいほど冷徹な世界で、信用力の低い人ほど金の調達コストは高くなる。限界的な貸し手が利益を上げるためには、より信用力の低い人に金を貸さざるを得ない。一方で銀行は民間企業であるから、利益を追求しなければ生きていくことはできない。無理をせず、人をだまさずにどうやって利益を出すか、それを考

えるには事業の使命、社会的役割そのものから見直す必要があるのではないだろうか。構造変化という自らの癌を根治する方法はないものか、癌と共存して生きる道はないものか、そもそも自由競争下における企業経営とはどういうものなのか、ということ。日本の金融機関は原点に立ち戻って考え直してみる必要がある。

それともうひとつ大切なことは、結果としてであっても、株式投資あるいは金融市場の混乱というものを通じて、善良な国民を裏切り、迷悪をかけてしまったということ、規制当局および金融業界の人間は決して忘れてはならず、また水にも流してはならないということである。善良な人間の信頼を裏切ったということは、これは取り返しの付かない最悪の事態である。この十字架は決して下ろしてはならない十字架である。

日本でもそろそろ混乱の第一幕が開きそうである。冬彦さんは万策尽きて、最後に「母さん死のう」と言って、それまで唯一の心の支えとしていた母さんを刺してしまふ。しかし母さんは死ななかつた。冬彦さんも更生の道を歩んだ。今なら心中未遂で済むかもしれない。早いうちに修羅場をくぐり、互いに相手の腹の皮一枚を切り合っ

て気を晴らしたらいい。ただし今のところ次の時代の担い手としてバトンを渡せる相手は目に見えてこない。バトンは神に渡すと考えるしかない。次の時代は神の見えざる手に任すしかない。任す勇気がある。人類始まって以来、人はそうやってきたはずである。

## 第五話

### フェーズ四の投資理論

柳田邦男氏がお書きになったノン・フィクションのなかに、人間の脳の覚醒レベルを四段階に分けている記述がある。フェーズ一からフェーズ四まであって、フェーズ一は寝ている状態、フェーズ二は寝ぼけている、あるいは居眠りに近い状態、フェーズ三は覚醒して最も意識がはっきりしている状態、フェーズ四は緊張が過ぎて頭に血が上り、かえって大脳の処理能力が落ちている状態である。居眠り運動による事故はフェーズ三からフェーズ二に覚醒レベルが落ちることから発生し、パニックによる混乱はフェーズ三からフェーズ四に覚醒レベルが上がることから発生するのだそうである。

人間が機械をいじったり、思考を巡らしたりするときに最適な状態はフェーズ三ということになる。この状態のときが人間はいちばん信頼性が高い。経済学も投資理論もそれを考えた人は、まさにそれを考えていたとき、フェーズ三の状態であっただろう。しかしセリ人相手に大声で値段の交渉をしている経済の現場や、株価の電光掲示板を目の前にして血眼になって買う株を探している投資家は、その多くがフェーズ四の状態にあるのではないだろうか。

いわゆるポートフォリオ理論というのがある。多通貨間の最適な資産配分はかくあるべきであると、格好よく配分比率を決めてくれる理論である。マコービッツ氏ら関係者がノーベル賞をもらったことから日本でも一段と有名になったが、これを実際にお客様に持つていって話をしても、どうも今一つ反応が鈍く、どうやったら実践に生かしてもらえらるうかと考え込んでしまうことが多い。

ポートフォリオ理論といっても実際にはいろいろなものがあるが、最もよく使われるのは、期待収益率と収益率の分散、共分散を使って、期待収益率が高く分散が小さいポートフォリオを構築しようという議論である。特に難しいことを言わなくても、人間の予想など百発百中ということはありえないのであるから、どんなに確信が強くても、万一に備えて、別のものにも投資を分散させておくというのは、とても自然で常識的な考え方である。そしてその別のものを選ぶときに、適当にやるのではなくて、メインの投資対象とはなるべく価格が逆に動くものを選んでくれば、「あなたなかなか頭がいいネ」とほめられるわけである。

ご本尊を暴いてしまえばこういう単純な話であるから、特に問題なく、どんな投資

家にも受け入れられると思うのであるが、それがそうでもないのである。たしかに株式のように銘柄数が膨大で、人間が頭で比較できる範囲を越えている場合には、それこそブラックボックスのようにポートフォリオ理論を用いて買う銘柄を選ぶことはあるが、たとえば日本、米国、西独、オーストラリアの四カ国に、どのような比率で投資したらよいかといったように、人間が頭で考えても、それなりに結論が出せそうな場合には、こういう理論を持ち出して投資先の決定をするということは、どうも投資の現場にはなじまないようである。

唐突に結論を述べるようではあるが、投資家があまりこうした投資方法に関心を示さない理由は、端的に言ってしまうと、ばくち打ちは確率ではばくちを打たない、ということではないだろうか。

たとえば丁半ばくちでは、丁と半の出る確率は二分の一ずつで、しかも毎回独立であり、次にどちらの目が出るかはだれにもわからない。したがって常に丁、あるいは常に半と打つても、へたに過去に出た目を見て次の手を決める方法と比べて、特に悪い結果をもたらすとは思えない。しかし実際に常に丁とか、常に半とかいった打ち方

をする人はいないであろう。あるいはそのような達観した打ち方をする人ばかりではないから、丁半ばくちなるものが存在すると言ってもよいであろう。

実は私はここに投資というものを理解する上での重要なカギが潜んでいるのだと思っっている。丁半ばくちの例を続ければ、もしコンピュータのシミュレーションであれば、常に丁、常に半の戦略で模擬的に勝負を行うことは、だれにでも抵抗なくできるであろう。しかし本当に大金を賭けて、たとえばこの一番に負ければ自分の家を売らなければならぬという状況下で、あるいはもつと極端に首の後ろに白刃を当てられて、負ければ即座に首を打ち落とされるといいう状況下で、丁半は確率が二分の一で毎回独立だからどちらの目でもいいや、と平然としていられる人はまずいないであろう。何も賭けていなくても命を賭けていても出る目の確率に変わりはないのであるから、どちらの目を選ぶか悩んでも無意味なのであるが、たとえばそのことを理屈では理解している人でも、このような状況下では、一所懸命にどちらの目が出るか考えるであろう。

もつとも丁半ばくちでは特に考えるヒントもないだろうから、丁か半かと心の中で

単に堂々巡りをするだけであろう。しかしいずれにしろ丁か半かの結論が出れば、その人は必ずその目が出ると信ずるであろう。というより必ずその目が出ると自分に信じこ込ませ、正当化することによって、結論を出すのだと思う。冷静に考えれば、必ずどちらかになるなどと信じ込むことは、無意味で危険で野蛮なことであるが、自分の家を取られるかどうかの瀬戸際で、自分の首を飛ばされるかどうかの瀬戸際で、自分の下した結論が二分の一の確率で当たっていて、二分の一の確率ではずれていると冷静に思っていられる人は、まずいであろう。

相場も基本的には同じだと思う。われわれ凡人が本当に大金を賭けて真剣にばくちをしているとき、その人の思考、精神状態は、必ずしも平常時にその人が持っている理性でコントロールされているわけではないと思う。フェーズ三からフェーズ四に意識レベルが上昇し、頭のなかは混乱しているはずである。相場も突き詰めれば上がるか下がるかのばくちである。丁半ばくちと違うところは、法律上の合法性、非合法性は別にして、丁半ばくちでは丁か半か予想するカギが基本的に何もないのに対して、相場では上がるか下がるか予想するのに使える材料が、無数にあるという点である。

為替レートであれば、彼我両国の金融政策、財政政策、経済成長率など、考えればいくらでもある。しかし実際にはこれらの材料についてどれだけ考えても、結局明日円高になるか円安になるかは、運任せ、天任せ、と言ってもよいであろう。

しかしたとえ最後は運任せ、天任せであっても、何も考えずに売りと買いをランダムに決めればよいと考える人は皆無であろう。どんな人でもいろいろな情報を集めて自分なりに分析し、相場の方向について考えを持てば、もう相場の動きをブラウン運動の粒子のように、次の瞬間右に行くのか左に行くのかわからないものだ、と考える人はいなくなるであろう。大金を賭けているということによる異常な興奮状態と緊張のなかでは、無限に存在する材料のなかから、自分なりに納得した相場観を持って、それが当たる確率とはずれる確率はともに二分の一だろうな、と冷静に考えられる人はまずいない。必ず自分の相場観は当たる、と自分自身に信じ込ませることによって、あるいは他人はよくまちがうが、自分自身は絶対にまちがわない、と信じることによつて、気合いを込めて相場を張るわけである。またたとえどうも自分の考えた論理に自分自身で納得がいかなくても、自分はいつも運がいいから今度も絶対当たる、と信

じて相場を張るであろう。相場を張るその瞬間に、異常な心理状態の中で、フェーズ四の心理状態のなかで、所詮はブラウン運動などと平然としていられる人は、よほど訓練を積んだ人か、よほど無責任な人以外にはいないであろう。もちろん投資の社会的責任という側面からも、相場の張り方について論理と信念は必要であろう。「理屈など気にしないでほしい。とにかく私を信じて金を預けてほしい」、などといった論理は、普通は社会的に通用しない。またプロのファンドマネジャーが、所詮自分のやることは、ブラウン運動の粒子の動く方向を当てるようなものだ、と本気で信じていたら、たとえ結果としてはそうであっても、仕事に対する意欲を無くしてしまうであろう。

さらにこうした状況に拍車をかけるのは、相場の場合には、あらかじめ考えたシナリオどおりに本当に相場が動き、狙ったとおりの利益があることがあるという、否定しがたい事実の存在である。たとえば思ったとおりに相場が動いたことが、過去一年間にただ一回だけであったとしても、自分の描いたシナリオが的中すれば、それはその人にとって無上の喜びとなり、その感激はいつまでも忘れられず、かつ自分でシナ

リオを描いて投資することに対する自信となる。

麻雀に強い人と弱い人がいるように、確かに相場にも、よく儲ける人とよく損する人がいる。実際にこういう差を目の当たりにすればするほど、相場は確率であり、ブラウン運動であるなどとは考え難くなる。

私のような数理分析者が市場の様子を知ろうとして、一日中売買を行っている会社の米国人ディーラーに話を聞いても、まず参考になる情報は得られない。それはもちろんディーラーは一匹狼の世界なので、本当に重要な情報は絶対に他人に教えないということもあるだろうが、正直なところ、何を言っているのかよくわからないことがほとんどなのである。たとえば相場水準が割高なのか割安なのかと聞くと、高いか安いのかの結論は即座に言う。しかし何を言っているかわからないのは、そう判断する理由なのである。たとえば「金利を下げれば物価は上がるか下がるか」という質問に対しては、普通に考えれば一つの答えはなく、場合分けをしていくことになり、そのように答えてもらえば、論理的にはそれなりに納得がいくものになるであろう。

しかし同じ質問に対して、「絶対に物価は下がる、なぜなら金利が下がればみんな

安心するからだ」などと言われれば、何を言っているのか真意を測りかねてしまうであろう。しかしこのディーラーにとってみれば、自分独自の思考の筋道を持っていて、そこから導き出された答えを口にしていただけなのである。ディーラーは一日中、極度の緊張状態のなかで行動しているので、フェーズ四の緊張状態のさなかで考えることは、フェーズ三の平常心で考えることと異なっているのである。学校の試験でも、あがつてしまつて、つまり頭のなかでフェーズ四になつてしまつて、これは名答だとその場でひらめいて書いた答えが、あとから見ればとんでもない迷答であることは、よくあるものだ。ディーラーの判断の根拠も、フェーズ三の平常心で分析してみれば矛盾に満ちたもので、とても合理的な判断に基づいて出された結論とは思えないものが多いと思う。

しかし特に米国の証券会社では、ディーラーは勝てば官軍なので、わけのわからぬことを言う人でも、常に他のディーラー以上に稼げれば、非常に尊敬され、高給をもらえる。合理的、科学的に考えても相場は絶対上がるとか絶対下がるとかわからないわけであるから、こういう腕のよいディーラーに真正面からおかしいという資格は、

数理分析者にはない。

もちろんディーラーのなかには百戦錬磨の達人がいて、どんなときにもフェーズ三で対処できる人もいるであろう。こういう人こそプロのディーラーであるともいえる。しかし日本で、人の金を預かって運用することを仕事としている人のなかで、こういうプロはいったい何人いるのであろうか。

いくら勝てば官軍といっても、投資の意志決定がすべてフェーズ四の世界で生まれる運用担当者のドタ勘で処理されているのは、投資の社会的責任は果たせない。したがって米国の年金基金では、法律で分散投資を定めているのである。そして米国では一般に、どの資産にどういう比率で分散投資をするかの決定は、実際の運用担当者ではなくて、年金基金を拠出する企業自身が行う。すなわち投資の大枠は金を出すほうが決め、運用担当者はその枠のなかで金を稼ぎなさい、という仕組みである。運用担当者に最初から全財産を託して自由にやらせると、全財産を失ってしまうことがありうるということであろう。

しかしここで全く発想を転換してみたい。毛利衛さんはスペース・シャトルに乗っ

て無重力状態のなかで実験を行った。それは無量力状態におけるものの動きを説明する一つのステップとなった。投資理論も投資の現場がフェーズ四の状態を特徴とするならば、フェーズ四の状態のなかで理論化してみたらどうであろう。すなわちガンガンに頭に血を上らせて、それこそギロチンの刃の下に首を置いてばくちをしながら、投資家の心理を自分で分析し、広い意味でのアニマル・スピリットとはなにかを考えて理論化してみてはいかがであるか。

ギロチンはもちろん冗談であるが、主旨は本気である。頭に血が上るといふことは、重大な決定をするときにはだれでも経験することである。実生活でも本当に理論の助けが欲しくなるのは、そういうときであろう。頭に血が上ったときにそれを自らコントロールし、そんな状態でも信頼性の高い行動が取れば、どんなにありがたいことであろう。このようなときの投資理論とは別に離しいことではなく、たとえば痛かったら親指を内側に入れて手を握れとか、死にそうになって三途の川が見えて、なつかしいおばあさんが手招きしてこっちに来いといつても、決して川を渡って行つてはならないとか、そういうことでもいいのである。

とにかく投資の現場では人は頭に血が上り、そのときには普段とは違う自分になり、終わってみるととんでもないことをしていると後悔することが、数多くあるはずである。あなたはいとも簡単にフェーズ四になるのである、そのときにはあなたの行動の信頼性は大きく低下する、そのとき具体的にはこのようなことを感じ、このようなことを見るであろう、しかしこうしなければいけませんよ、そういうときこういうことが気になります、それは血が引けば単なる興奮であつたと感じるものですよ、とかそんなことでもいいのである。これまでこういうものは自分で実際に経験を積んではじめてわかるものであつた。それを人前に出せるものに昇華させることができないものか、というわけである。嘆かわしくも現在の金融の世界では、投資の経験のない人ばかりが集まつて投資をやっているのである。無限小の世界を $\infty$ （エプシロン・デルタ）で説明されても、素人には無限小の世界のイメージがつかめない。是非とも無限小の世界が目に見える無限小顕微鏡を覗いてみたくなる。フェーズ四の頭のなかは、わたしにとつても辺境である。



第六話

勇気の復権

第六話は第五話の続きとして始まる。投資理論の先に何が見えるかが話題である。一般に日本は米国に比べて、運用担当者の裁量範囲がかなり広いようである。日本でもよく使われる方法は、債券の国際分散投資の場合、国別の投資比率はポトフォリオ理論で決め、各市場内で具体的に投資する銘柄は各担当者に任せる、というものである。しかしこれはあくまでも内部的な意志決定の手続きであるから、そのとおりに運用するかどうかは、投資責任者の意志の力のみにかかっているのである。そのためどうしても途中で腰が砕けてしまうことが多いようだ。言ってみればばくち打ちの論理がすべてに優先してしまっているのである。

ポトフォリオ理論は確率的変動を前提にした資産配分であるから、今年期待値どおりの収益率が実現する保証などないことは、理論の枠組みをわかっている人にとつては当たり前なのだが、それがわからない人には、こんな方法では全然うまくいかないか、もうからない、といった印象しか与えないようである。結論から言えば、ポトフォリオ理論を使って投資を行うためには、それが制度として逆らえないように規定されていない場合には、大変強固な意志の力が必要なのだと思う。

実際にこの方法で配分比率を決めるときには、普通は各国収益率の期待値には運用者による予測値を、標準偏差と共分散(相関係数)には過去の収益率をもとに計算した統計値を使う。これは一般に観測されることだが、過去の収益率の実績値は、将来の収益率の予測値としてほとんど予測力を持っていないのに対して、標準偏差や相関係数はあまり変化せず、過去の値を使ってもそれほど問題になることはない。そして実際にはこのなかで、期待収益率をどのように予測するかが、導き出される配分比率に、特に大きな影響を与える。そのため運用担当者にとってみれば、何のことはない、自分で儲かる市場を探さなければならぬわけで、それ以外のところは単なる保険のようなものにしか見えないのである。そして実際にそのようなものである。

したがって結局話は元に戻ってしまつて、多少の保険は付いているものの、要するに相場が上がるか下がるかの賭けをしなければならぬわけである。ということは運用担当者は、依然として先に述べた異常な緊張状態から全く解放されないことになる。各国ごとの配分比率の決定は、確かに明日の為替レートを予測するような時間との戦いにはならず、もつとじつくりできるものだろうが、大金を賭けるといふことから来

るプレッシャーには変わりはないであろう。もつともなかにはサラリーマン社会の無責任性を逆手にとつて無責任を決め込み、かたちは別にして、本気で方針を立てたりせずに、すべて成り行きに任せてしまう人もいるようではある。米国のように投資方針の決定を金を預ける側でしつかり行つてくれれば、すなわち投資家の自己責任においてやってくれば、相場特有の異常な興奮状態が運用に介入する余地がその分だけ減ると同時に、もつと計画的な運用ができるのではないだろうか。フェーズ四の世界に金を預けることには常に慎重になるべきである。

いずれにしる配分比率を決めたら、それに従つて投資行動を起こすわけだが、ここから先が意志の強さの見せどころである。一般に配分比率は年一回決め、半年あるいは三カ月に一回見直しをすることが多いようである。いずれにしる次の見直しまでの間は、たとえ目先、相場の方向が予想と逆であっても、じつと我慢しなければならぬ。配分比率を直近の収益率にしたがってたびたび変更することは、ルール違反である。「収益率は確率変動するのであり、実際には予想どおりにならないことは当たり前のことである」と考えなければいけない。

一年間全く見直しをしないとすれば、どんなに予想と逆に市場が動いても、そしてこれまでいつも互いに逆方向に動いていた二つの市場が、今年に限って同じ方向に動いたとしても、一年間堪えに堪えなければならぬ。そして死にもの狂いで堪え続けて、結局同業他社よりも低い収益率になっても、収益率は確率変動するものであるから、別に不思議なことではなく、理論的には全くあたりまえのこと、目標とした収益率とは、こういうことを何年も繰り返して平均したときにはじめて達成されるもの、と言わなければならない。

当然金を預けてくれたお客様にもこの論理を理解してもらわなければならない。これはビジネスとして容易なことではない。お客様はだれでもたとえリスクがあるとは知っていても、本音では、自分だけには損失は生じないだろう、この人に任せれば儲かるだろう、と信じて金を預けるのであるから、自分だけ損したとわかれば、理屈抜きに不機嫌になり、怒るであろう。

ここまで考えてくると、問題はポートフォリオ理論そのものではなく、どのようなものでも、一貫した考え方のもとで戦略的に投資をするということが、現実には大変

難しいことだということに思い至る。いかに最初に立てた方針を守って投資を続けるか、もっと突き詰めればいかにストレスに強い運用担当者を育てるか、いかにカウボーイのごとくたくましく勇敢で精神力の強い人間を育てるか、という問題こそ、投資という行動にとつていちばん大切なことであろうと思う。

話が飛躍するが相場というものは、勇気もないのに欲ばかり深い人には、とても堪えられるものではないと思う。まず欲のない人は相場などやらない。したがって相場をやる人は勇気がなくて欲のある人か、勇気があつて欲のある人である。勇気がない人は、相場が上がれば反転して下がることばかり心配になって、すぐに売ってしまう。逆に相場が下がったときには、売却して自分の損失を確定させることがこわくて、買値以上に価格が戻るまで、いつまでたつても売却できない（会社として損失を出せないから売却しないのだという言い訳があるが、それは会社全体に勇気がないことの証明である）。そして戻ったとたんに安堵して売却してしまう。こういう投資方法では、損失は限りなく大きく、利益は限りなく小さくなり、平均的には結局損するだけである。

逆に勇気のある人は、相場が下がったときには、バツサリと損切りができる。すなわちどんなに未練があつても、あらかじめ決めた限度に損失が達したら、そこで損失を確定させて手仕舞う。そうしないと全財産を失つて、破滅してしまうことがあるからである。反対に相場が上がるときには、限りなく欲を深くして、どこまでも追いかけて行き、反転して下がり出すまで売らない。したがって平均的には儲かる。やはり相場は勇気があつて欲のある人だけが生き残れる、非常に厳しい特異な世界なのだと思う。相場は本当は、弱い者から強い者へ富を移転させる、おそろしい魔性の世界なのだと思う。

相場をやるのであれば、華麗な理論の下に隠されているこうした本性を見抜かないと、とんでもない失敗をすることになるであろう。こういうところで生きていく力を持つていないと思う人にとっては、勇気を持つてそこに近づかないことこそ、いちばん大事なことだと思う。災いは忘れた頃にやってくると言うが、たとえば相場の大暴落に見舞われた直後には、だれでも相場の恐ろしさを知り、こんなものは二度とやらないと思うであろう。しかし時間が経ち、市場参加者が入れ替わってしまうと、昔の

記憶などなくなり、また同じことを繰り返して、再び破局を迎えるのであろう。どんな規制も結局は裏をかかれると思う。

株屋は昔から何も変わらないと言われるが、相場という特異な世界に出入りする人と金を操作するこの商売は、結局人間の持つ欲と恐れを相手に仕事をしているのである。すなわち表面上はどう見えても、究極のところ、むき出しの欲望と限りない不安を操って商売をしているのである。どんな貴婦人、貴公子でも、醜い欲望や人には見せられない弱さを持つており、それは本人でも見たくはないものである。しかし貴婦人、貴公子でも相場の世界に出入りをするときには、他の人と同じようにこういう醜いものはからずもさらしてしまうものだ。株屋はこういう醜いものを扱うのが仕事だから、一度相場の世界を離れば、決して会いたくはないし、ましてや自分と対等の者など決して認めたくはないであろう。

証券会社による損失補填が明るみに出たときに、損失補填リストに載りながら、頑なにそれを否定する人の心の中には、確かに自分の社会的地位や名声を守ろうという思いもあるであろうが、自分自身のなかにこうした醜いものが存在するということを、

自分自身で肯定したくないという思いがあるのだと思う。しかしどんなに株屋が非難されようとも、人間の持つこうした本性が変わらない限り、また相場が存在する限り株屋は生き続け、その仕事も変わらないことであろう。

最初に方針を決めて投資をはじめても、各国の収益率がどんどん予測からずれていけば、普通の神経の人なら、今まさに収益率が高い国に投資先を変えたくなる。相場ではこういう時には、相場に乗り遅れるなどという声が、あちらからもこちらからも聞こえてくる。しかしその声に負けて短期的な入れ替えを続けていくと、結局最初に立てた戦略など何の意味も持たなくなり、なおかつこのようなことをやっても、常に高い収益率が得られるわけではないので、外から見れば無定見に売買を繰り返しているようにしか見えないのである。

何が起きても最初に立てた戦略に従って突き進むということは、コンピューター・シミュレーションならいざ知らず、大金が賭かっている場合には、よほど強い精神力を持っていないと、できないものである。人間はやはりストレスに弱い動物なのである。フェーズ四になると人間の理性など吹き飛んでしまうようである。

競馬で馬の一群が第四コーナーを回って、メインスタジアムにさしかかると、観衆は自然に大声を上げ、手足を動かし、興奮状態に入る。しかしもはや出走してしまえば、泣こうがわめこうが、そのようなことは自分の収益率には全く関係ない。それは冷静に考えればだれにでもわかることである。

ところがもし仮りに、第四コーナーを抜けたところで一回だけ馬券の買い直しができるというルールがあつたらどうであろうか。おそらく観衆の興奮と混乱は、何倍にも高まるであろう。たいていの人なら、買い直しルールがあれば、自分でも勝てるぞと思うであろうから、スタートから各馬の走りぶりを細大もらさず観察し、熱狂して勝ち馬はどれかと考えるであろう。しかし競馬は最後のゴールで往々にして大逆転が起きるわけだから、第四コーナーを抜けたところで買い直しても、常に勝てるわけではない。しかし勝ち馬券を買う確率は高くなるのではないかと思うかもしれないが、だれにでも容易に勝ち馬がわかるということは、その勝ち馬券の配当率がその分下がるということであり、確かに勝つても、場合によつては元本割れすることもあるであろうし、他の人との相対的収益率で見れば、決して高くはないであろう。

しかし本当に自分が大金を賭けて馬券を買っていれば、みんなが買い直しをしているときに、愚かな人々と達観していられるのは、よほど神経の太い人である。最初に買った馬券が、最後の追い上げに強い馬だったとする。しかしその馬が第四コーナーを抜けたところで、一群の後ろのほうにいれば、どうしても前のほうの馬に乗り換えたくなるのが人情である。「今日に限って特別に具合が悪く、追い上げはできない」、という恐怖感に駆られたらもうおしまいである。どんなに慎重に分析をして選んだ馬でも、あっさりと見限って、前の方の馬に乗り換えてしまうだろう。

投資の現場も基本的にはこれと同じだと思う。証券投資の理論を書いた本や関連した本が最近よく出版されるが、現場の人がこれらを読んでいる姿はまず見かけない。だいたい日本の金融機関でも、理論を研究する投資研究部のようなところと運用部は、仲がよくなかったり、互いに干渉せず、棲み分けているところが多いのではないだろうか。確かに不勉強であると言えはそのとおりだが、きっと現場の人には、そういう理論が、それほど重要なことであるとは思えないのではないだろうか。わたしが思うところ、実際に相場をやっている人だけが知っている独特の緊張状態、ストレスとい

うものを何らかの形で解析し、これを取り入れていかない限り、まさにフェーズ四の投資理論を研究しない限り、投資の現場が積極的に使っていないと考える証券投資論は、出て来ないのだと思う。

もしそれが当面困難なのであれば、証券投資論は投資の現場の人ではなくて、それを規制できる人、一番よいのは金を預ける人が勉強し、投資の現場を厳重な管理下に置く必要がある。すなわち、相場特有の興奮状態が投資の意志決定に介入する余地を減らす必要がある。逆に現場の人も選択肢を狭められれば、確かにやりづらと思うかもしれないが、責任の一部を人が負ってくれるわけで、かえってストレスを減らすことができるはずである。

ここで強調したいことは、相場に参加するほとんどの人は、それがどんなに頭のよい人でも、相場の真っ直中では、決して冷静ではないということである。本屋に並ぶ相場道の極意といった本を、私のような数理分析者が読むと、実にバカげた本であるように見えることが多いが、これは長い間相場独特の緊張状態のなかで戦ってきた歴戦の勇士が、自分で生み出した論理を使って書いた自叙伝だと思えば、普遍的な論理

では理解できなくても、特に不思議ではないと思う。逆にそういうものであれば、そうした本を読めばだれでも相場がわかると考えるのは、まちがいだとも言えるだろう。

では強固な意志を持ち、どんな時にも冷静な判断が下せる人間は、どのようにしたら育てられるかと考えると、結局昔ながらの荒っぼい徒弟制度のようなものしかないと思う。統計理論や金融理論は、やる気のある人が本気で勉強すれば、独学でもある程度の水準に達することはできると思う。しかしストレスに強い人間を作るには、言い方を変えればフェーズ四に向かう自分を押しとどめることができる人間を育てるためには、体に覚え込ませるしかないと思う。だいたい優秀なディーラーは、仕事の最中は、そばに寄ることすらはばかられるほど恐ろしいものだから、教え方が荒っぼくなるのは止むを得ないことである。特に文章として教えることが書かれているわけではないのだから、師の真似をすることが、唯一の教育の方法となるだろう。そしてこれこそ私生活から管理して、ストレス発散の方法を教えないと、一人前のディーラーにはならないと思う。

もちろん頭のよい人は、特にこれを真似しろと言われなくても、自分でよく観察し

て、必要なことを、たとえ私生活上のことでも真似するだろう。よく本屋の店頭で、教習所では教えない運転の秘訣といったような本を見かける。私も読んだことがあるが、初心者がこれを読んでから実際にハンドルを握って町に出たとしても、本に書いてあることなど、運転中は全く頭のなかに思い浮かばないはずである。目の前で車をぶつけないことに全神経が行ってしまい、本に書いてあったことなど気にする余裕は全くなくなってしまう。こういう初心者に教育をしようというのであれば、初心者が経験を積んでベテランになるのを待つか、助手席に指導員が乗って手助けをしたり、怒鳴ったりしながら体に教えるしかないだろう。

投資の世界にも専門の指導員がいて、一人前になるまで教育できればよいのだろうが、そうもいかない。特に日本の金融機関では人事異動が激しく、四、五年もするとメンバーがすべて入れ替わってしまい、教育はおろか、投資上最低限必要な事務的知識すら継承がおぼつかなくなってしまうこともある。米国では八七年のブラックマンデー以降、金融業界の内と外との間の人の移動が減り、市場参加者の水準全体が非常に向上したという話を聞いたことがある（ついて来れない人は脱落したのだろう）。

しかし日本では相変わらず、という感じである。投資の現場は独特な緊張状態が支配しており、そこで働く人はそういう緊張状態から逃れることができない。その独特な緊張状態を科学的に分析し、それを科学的に教えることができるようになるまでは、体に教えるという形でしか、投資の本質は教えられないと思う。

結局投資の現場に必要なもの、それは勇気だと思う。勇気という言葉は最近あまり使われない気がする。若い人は知識や感性を身につけるといふ議論はよく聞くが、勇気を身につけるといふ議論は最近あまり聞いたことがない。しかしだからこそ、勇気が必要なのである。ここで勇気という言葉の意味は、辞書にあるとおり、ものおじせずに立ち向かう気力であると考えればよい。結局どんなに理屈をならべても、勇気のある人が行動を起こさなければ世の中は動かない。

ここまで書いて思いつくのが、クラウゼビッツの『戦争論』である。戦争論の第一編「戦争の性質について」に書いてあることは、基本的にはそのまま相場にも当てはまるのではないだろうか。戦争論の分脈で言えば、数理的な投資理論は兵器理論、ないし用兵理論といったところであろう。当然これらに関しても、最新の知識を持って

いなければ決定的に不利になるのだが、困難な状況のなかで活路をひらくものは、何物にも動じない精神力に裏打ちされた、冷静な判断力であり、それは実戦体験でしか養えない、というのがこの本の主張である。

わたしがやっているような投資の数理分析というようなものは、投資の世界のなかで、一定の役割を占めるものではあるが、すべてを語るものではない。したがって相場の世界に生きる人間を育てるためには、投資理論の勉強と同時に、優秀な指揮官について、実戦経験を積む必要がある。どの業界でも同じであろうが、現代は、精神力、忍耐力の強い人間を育てることが非常に難しい時代であろう。

何か多少まちがいがあつて、そこを捕まえられて、待つてましたとばかりに屁理屈の嵐を浴びせかけられても、信ずるところに従つて物おじせずに行動する勇氣こそ、新しい時代を切り拓くために是非とも必要なものである。細かな理屈は道ができてからゆつくり考えればよい。理屈がこれだけ豊富に品揃えされている時代にあつて、理屈の波をかき分けて行動を起こす勇氣を持つている人にこそ、最高の榮譽を与えるべきである。

しかし勇氣にもいろいろな種類があるであろう。理性を下敷きにした上での勇氣と蛮勇との違いは見分けが難しい。ほとんど区別は不可能であろう。また悪事を次々に重ねる犯罪者を、勇氣のある人間だと称賛する人はいないだろう。

このように考えると、結局人に共感を与える勇氣こそ、現代の社会が求めているものであると思う。共感ということについては後にまた考えてみたいが、詰まるところ、あなたが共感を感じる勇氣に、あなたが榮譽を与えればよいのだと思う。そういうあなたを別の人が見て、あなたに共感を寄せる人がいるとすれば、それもまた結構である。共感が世の中に何種類あっても一向に差し支えない。共感を媒介にし、勇氣のある人を称える、たいへん原始的で昔から人が自然にやってきたこと、これがこれからの混乱の時代を乗り切るための行動規範だと思う。まずはじめに人事を尽くす。近代科学の成果が役に立つのはここまでである。そして自分を信じ、相手を信じ、時代の子だと観念し、結果は神に任せるしかない。



第七話

人間と動物のあいだ

この商売を始めて五年あまり、ひたすら数理分析を積み重ねてきて見えたものは、統計とは全く無縁な、無限の暗闇のように恐ろしい相場の本性、と言えるであろうか。しかしよく考えてみれば、これは何も金融業界に限らないことで、相場で見られることは程度の差こそあれ、自由競争社会なら、あるいは人間の社会なら、いつでもどこでも見られることではないだろうか。ドイツニールランドの乗り物ではないが、両側に広がる景色、出し物に、驚いたり感動したりしながら進んで行って、最後にはどんなところに着くのだろうと思っていると、何のことはない、次の人が待っている出発点に戻ってきてしまった、というわけである。そう考えると全くお笑いで、人生も結局同じだなどと考えるとやる気がなくなってしまうが、あまり達観せずに、せいぜい感動し、驚き、騒いでやらねば損である。

最近ふと思うことであるが、よく何でも道を極めるということが非常に価値の高いことと言われるが、たしかにそのとおりだと思ふのだが、道を極めて見えるものとは何だろうか。わたしは道を極めていないので、それが何であるかはわからないが、おそらくまず何でも道を極めるということは、突き詰めていくと、自分とは何かを知る

という問題に帰着し、自分とは何かを知ろうとして最後に見えるものは、もしかしたらそれは、生まれたままの自分の姿、悲しかったり不安だったりすれば泣き、うれしければ笑い、腹が立てば怒りという、人間が動物としてこの世に生まれた時から身に付けていたもので、かつ人間が人間としての意識や記憶を持つようになってからは至極あたりまえのこととして、意識下に忘れ去っていたものではないだろうか。われわれは生まれてからの数年間に何をしてきたのか、記憶を持っていない。と言うか思い出すことができない。道を極めると、そのときしていたことの記憶がそのままよみがえるというのではない。そうではなくて、自分も人間になってから人間として動物とは違う道を行ってきた、そして他の人間とも違うと思つて人生を歩んできた、しかしその自分の人間としての行動は結局、動物としての自分の外側にいかに人間としての皮をつけるかということであり、逆に人間としての自分の姿を遡つて突き詰めて考えていくということは、無意識のうちに自分が作ってきたその皮の内側を、一枚ずつ剥がして見ていくということではないだろうか。

そんなものとは考えずに道を突き進み、最後の一枚を剥がしたところ、何とそこに

は生まれたままの自分、動物としての自分、もはやその存在理由を問い質したり、対話したりすることができない、あらゆる解釈を拒絶する、まさに生命の神秘としか言いようがないひとつの動物が横たわっているのではないだろうか。ものすごく単純な議論だが、人間の脳の根幹に古皮質があり、動物としての人間の生命を維持する。そしてその外側には新皮質があり、人間としての自分を発展させる。実際人間とはそういうもので、人間としての姿を遡って考えていくと、見えるのは古皮質に支配された動物としての姿で、なぜそのような古皮質があるのかは、人間にもわからないのではないか。

しかしだからといって人間とは結局動物であり、それ以上のものではない、と考えるのは、これもまた大きなまちがいだと思う。皮を剥けば動物かもしれないが、皮を被ることができ、新皮質を持つことができる、ということはこれもまた大変な人間の特徴なのである。人間が作り上げた連綿と続く文化、文明あるいは理性というものの重みは、決して軽視してはいけなと思う。文化、文明あるいは理性の反対語を野蛮とすれば、たしかに新皮質の世界を捨てなければ、あるいは文化、文明、理性だけ

では人間の生命が維持できないほど困難な状況下では、人間は無意識のうちに動物になり、野蛮になるかもしれない。しかしそれはそういう状況下でも、最低限動物としての生命は維持できるようになっているからなのであり、逆に人間は普段はそのような野蛮と距離を置いていられるということに、誇りを持たなければならぬと思う。

そして自分が野蛮な状態に落ちていくような状況を自ら作り出すことは、恥ずべきことであると考え、厳に慎まなければならないと思う。言葉を換えれば、人間は、文化、文明、理性を守ることに大きな価値を置かなければならないと思う。それは何も改革をしない、どんな場合にも野蛮を避ける、あるいは人間は野蛮を避けられるという意味ではなくて、野蛮の世界からできるだけ距離を取るように努力する、あるいは野蛮の世界に落ちることに対する抵抗力を最大限身につけるという意味である。自由競争は野蛮の世界では命のやりとりであろう。しかしそれを命のやりとりではないものに置き換えることができた、ということに現代の人間は大きな誇りを持つべきだと思う。

ではどのようにしたら野蛮の世界に陥らないようにできるか、これは各個人の精神

力が究極の支えになるのだと思う。最近の日本の様子を見ていても、万事にわたって短絡的で、殺伐とした雰囲気支配している。実にストレスに弱く、動物のような反応しかできない人間が増えてるように思える。そういう意味ではたいへん危険な時代にさしかかっているとも思う。精神力が強く、しつかりとした自己規範を持つ人間を育てるといふことこそ、現代社会のもっとも大きな課題だと思う。価値の多様性は当然なければならぬ。しかしその前に最低限してはいけないことがあるはずである。貸し切りバスのなかで自由に騒ぐのはかまわないが、それは安全運転に支障のない範囲のことであって、バスが谷底に落ちてしまうようなことをすれば、元も子もなくなってしまう。

動物として備わっている能力を忘れることなく、人間として身につける光栄を得た文化、文明、理性に敬意を払い、人は生きていくべきである。

第八話

それでもお屋敷が欲しかった

日本経済も大変な発展を遂げてきた。豊かになった。人間は生きていく上でいろいろなものが必要とし、欲する。もしそれらを自分が持つていなければ、外から持つてきて自分のものとする。ただし勝手に持つてきては共同生活が成り立たないので、何か相手にあげるものを用意する。交換をしようというわけである。しかし社会が複雑になると物々交換では効率が悪いので、交換専用の道具を用意する。それが貨幣である（と教えられた覚えがある）。

これまで伝統的に日本人が欲してきたもの、せつせと自分の所有物とすることに喜びを感じてきたもの、それはモノである。着るモノ、食べるモノ、住むモノ、乗るモノ、遊ぶモノ……。今度お父さんのボーナスが出たらテレビを買おう、自転車を買おう……。わたしは一九六〇年生まれであるから、モノを買うということに対する情熱も、このあたりのモノからしか実感がわかない。幸か不幸か食べるモノに困つたという記憶はない。とにかくまずモノがないと健康で安全で清潔で、便利な暮らしができない。よその家にあつて自分の家がないモノがあると不安で仕方がない。買い集めたモノが目に見える直接の勤労の成果であつた。

それが何年続いてきたのであろうか。何十年と続いてきたのであろう。そろそろ家のなかもモノで一杯になってきた。近所と比べてもそんなにみすばらしい感じはしない。テレビに出てくる家と比べても、それはお大尽のお屋敷とは比べるべくもないが、自分と社会的に同列だと思ふ奴の家とそんなに違いはない。カネでモノを買っていた時代、これを第一幕とする。

そのうち三軒となりのうちが家の改築をはじめた。ところが工事の様子がどうも変である。古い家を取り壊してさら地にしたところまでは見慣れた光景であったが、なかなか柱が立たないのである。基礎工事に異様に時間がかかっているのである。そのうちやつと柱が立ったと思つたら、何と木の柱ではなくて、鉄の柱であった。仰天して見ていると、ついに鉄筋コンクリート三階建てのお屋敷ができあがった。個人の家に鉄筋コンクリート三階建てとは。ついこのあいだまで、同じようなモノに囲まれ、同じような生活をしていると思つていた人が、実はそのあいだに鉄筋コンクリート三階建てに住む用意を着々と進めていたのである。

同じサラリーマンなのに、いったいあのうちとわたしのうちで何が違うのだろうか。

近所の奥さん連中が集まれば話題はいつもこれである。とても毎月の給料を積み立ててできる技ではない。そのうち情報通のおばさんがそのからくりを解き明かした。あのうちは株で大儲けをしたんだそうさ。株というのはすごいやつで、銀行に金を預けると年に二%の利子しかつかないのに、株に預けると一年で倍になるんだって…。電車に二駅乗って南口側に降りて、駅前の○×銀行の脇を入っていくと、左側に×○証券という看板を掲げた店がある、そこにお金を預けたんだって。そうしたら一年で本当に倍になったんだって…。と。

その日からこのうちでもおカネを殖やすことが、お母さんの重要な仕事になった。お父さんが働いてもらってくださるおカネをどうやって運用するかで、木造平屋建てと鉄筋コンクリート三階建ての差ができる。お父さんに返す言葉はない。お父さんもおカネを殖やすことに情熱を注ぐよう、きつく言い渡された。

こうして舞台は第二幕、カネでカネを買う時代を迎える。人々が株に投資し、不動産を買ったのは、結局将来の購買力、すなわち将来のカネを買っていたのだと思う。目の前に鉄筋コンクリート三階建てができる。テレビを見てもそういうにわか成金の

姿がまぶしく映し出される。現在の収入では一生かかっても買えないモノを買う、そのためには繁殖力旺盛な特別なカネがいるのである。そういう特別なカネを人々は血眼になって探した。それまで二駅先の、駅から少し歩くところにあつた証券会社が、わが町の駅前支店を出した。

こうなるともう百花繚乱の世界である。株は上がり、土地は上がり、ゴルフの会員権は上がり、いくら繁殖力旺盛なカネでも一戸建てが買えないとなれば次はマンション、それもだめなら高級車、それもだめなら、と人々は憑かれたように舞台を踊り回る。カネの繁殖を待てない人は、カネを借りてくる。カネを注射してもらおう。カネを注射してもらい、その力でお屋敷を買う。しかし注射代は高い。お母さんもパートに出なければならぬ。それでもお屋敷が欲しかった。この時代、カネをどれだけたくましく繁殖させたか、それが他人に誇示して幸福を感じる業績であつた。

八〇年代、特にその後半の時代はよくバブル経済の時代と呼ばれる。バブルという言葉を実質経済を上回る貨幣経済の成長と定義するならば、この時代は単にバブル経済の時代と片づけることはできない。実質経済も未曾有の高成長を遂げているのであ

る。今になって町の様子を振り返ってみて、たしかに町並みが華やかになったと思う。フアースト・フードの店に行ってもメニューが実に豊富になった。味も少しはよくなったような気がする。いわゆる安かろう、悪かろうというものがだいぶ姿を消したようでもある。着ているものも洗練されてきた。クルマもずっと乗り心地がよく、静かに、かつ運転しやすくなった。生活の質というものが向上したような気がする。しかしその成長の動機は、意外とこういう単純なことだったのかもしれない。

日本は七〇年代の石油危機を構造改善を通じて克服し、八〇年代には世界に冠たる先進工業国となる。国際収支の天井などという言葉は、もはや死語以外の何物でもない。円／ドル為替レートが半分に切り上がるのも無理はない。

そしてこの第二幕、幕は下りたようである。この点について異議を唱える声はもはやない。いまはまさにバブルの後始末の時代というわけである。生活の質の向上も、不安心理の増大と所得の伸び悩みによって、あまり人はそれを追求しようとしなくなってきている。しかし本当に今はバブルの後始末の時代、とだけ考えていけばよいのであろうか。わたしはとも違ような気がする。これまでとは違う第三幕が開き始

めているような気がする。

八〇年代に日本にやってきて、大ヒットしたものにディズニー・ランドがある。東葛飾郡浦安町という言葉を完全に殺してしまった張本人である。東京湾は東京ベイと名前を変えた。一体全体、人はなぜ大挙してこんな辺鄙な波打ち際だったところへ出かけるのであろうか。端的に言えば心を買いにきているのだと思う。金を払っていい気持ちになりたい人がたくさんいるのである。モノを買ひ、カネを買ひ、今度は心を買ひにやってきているのである。金を出して、その対価として自分をいい気持ちにさせてもらう。

当然のことながらいい気持ちにさせてくれるものは人によって違うはずである。しかしディズニー・ランドは主に若い人に絞りを絞る、ずっと前に使った言葉を使えば発酵前の人間に絞りを絞る、徹底的に日常世界とは異なる世界を、安全確実、かつ極めて手っ取り早い方法で体験させてくれる。その是非について、わたしはここで議論するつもりはない。そうではなくて、わたしは自分の心というものが、次第に人々の関心の中心になってきているような気がして仕方がない。わたしがまだよくわからないの

は、第三幕は心を買う時代なのか、それとも買うという行動がはずれて、単に心の時代なのか、という点である。

しかしいずれにしろ心が関心の対象になってくると、従来の日本の経済構造は大きく転換せざるを得ないことになる。たしかに日本中どこへ行っても車はある。この十年、特に地方の道路が見違えるように広く、きれいになった。橋もトンネルも高速道路も空港も整備された。電話の積滞も死語となった。モノがなくて不自由するということは、基本的にあまり感じないで済むようになった。カネも無理して繁殖させるとんでもないことになることがよくわかった。どんどん繁殖してくれる金でないならば、手に入れてもあまり価値はない。

こうして日本人はもうあまりモノやカネに興味を持たなくなってきているのではないか。もちろんモノやカネを求めないというのではない。これらはどんな時代でも必需品である。よりよい品質のモノをより安く作る、より効率的にカネを循環させる、そうした経済の営みが止むことはない。逆にますます積極化、効率化させる必要がある。しかし人間の生活にとって食料は欠かせないからと言って、日本経済で農業が大

いに榮えているかと言えは全くそう言うことはない。若い人の多くが夢を託して働こうと考えている産業であるとも思えない。

たいへん抽象的な言い方であり、言わんとしていることがうまく表現できているか自信がないのだが、要するにもはやモノやカネは、これからの未来に向けて生きて行くための、人々の目標とはなり得ないのではないかとということである。それを得て満足するという地位から、必要だから調達する地位へと、格下げされていくのではないだろうか。

何のために生き、何のために働くのか、もちろん人の数だけ答えはある。しかしそれでも何となく国民の合意形成というものが、世の中には存在するような気がする。カネはモノを得るために追い求めたと考えれば、要するにこれまで人々は、モノを持ちたくて働いてきたのではないか。モノを持つということが国民の間の合意であったのではないだろうか。

しかしモノが身の回りに満ち、モノとカネを巡る大舞踏会から帰ってきたばかりの人々にとって、もうこれ以上それを目的としてやっていく気持ちにはなれないのでは

ないか。そして人々は疲れた体を横たえ、ふと自分の心を見直すのではないだろうか。心の平安、心の安寧、心の満足、これを新たな目標に人々は次の時代を生きて行くのではないだろうか。もちろんどんな時代にも、これまでの時代にも、心は人間の基本であった。そういう意味で、何等新しいことではないとも考えられる。しかしそうであるとするならば、心さえ満たされれば、人々はそれ以上かたちあるものをもはや求めようとはしなくなる、と言えばよいであろうか。

その求める心はおそらく一人一人の体によく合ったものになると思う。無理をするということは、基本的に心の安寧を乱すものである。株価の上下に一喜一憂することも、心の安定にとつては妨げである。むかし文学書を読みたくても仕事が忙しくて読めなかった人は、古本屋で買ってきた文学書を読みふけることに、自分の人生の目標を置くかもしれない。子供の頃、学習塾にばかり通わされてできなかった昆虫採集に、本格的に没頭するかもしれない。あるいはカンボジアでボランティアをすることに、自分の生きる意味を見出すかもしれない。

こうした動きはこれまでももちろんあった。しかしそれは、モノを持つことによ

つて満足を得るといふ国民の合意のもとで、世論の大勢からは、現実逃避の一種としてしか見られなかつたのではないだろうか。これらはいくまでも余暇として、本業に打ち込む自分をリフレッシュするために行うべきものであつた。余暇という言葉がそれをよく表している。しかし今度ばかりは国民の合意のほうが変わつてしまつたやうな気がする。

このような心を求める動きに、貨幣を媒介にした経済活動が付随するのだろうか、すなわち心が商品となる時代になるのかどうか、この点はまだよくわからない。貨幣はあくまでも交換手段である。自分にはないものを得るために使うものである。したがつて心の自給自足ができる人にとっては、商品としての心は必要ない。しかしドイツ・ランドや新興宗教の繁栄を見ると、心の自給自足など単なる幻想にしか過ぎないと思える。

いずれにしる従来の経済活動は、顧客と従業員の意識変化を受けて、さまざまなかたちで構造変化を迫られることになるであらう。そして統計としてとらえられる経済成長の数字は、長期間、低水準が継続するような気がする。すなわち本格的に低成長

の時代が訪れ、場合によってはデフレ経済の時代に突入する可能性も、否定できないであろう。

第九話

和戦両様の構え

日本の景気も本当に悪そうである。現場に近い人ほどその感が強いようだ。ばくちを打ってそれがはずれで損をするのであれば、悲しくともあきらめるしかない。そしてあきらめもつくであろう。しかしこつこつまじめにやってきた本業で、どんなに働いても食えなくなつたとき、これはほんとうに切ないものである。世の中が暗くなるのはこういうときだと思う。

第八話を受けて続けるならば、人々はもうあまりモノを買つたりカネを買つたりしなくなる。それは消費者として行動が不活発になるということである。そうすると今度は生産者としての自分にとがめが来る。すなわち給料が上がらない。下手をすれば失業する。米国の例を見ても最近ではホワイト・カラーの失業が増えている。日本でも企業内失業を考えれば、ホワイト・カラーの失業はかなり深刻であろう。たとえば証券会社などは、当面の絵図面すら描けない。一九七〇年代に石油危機が発生したとき、人々は世界の終わりを感ずき、世の中は暗くなった。そうした世相のなかで企業の現場は、省エネ、効率化を目標に一致団結してこの難局に取り組み、結果として大成功を収めることができた。ところが今回ばかりは、難局のさなか、目標がどうも見えてこ

ない。省エネ、効率化は日常語と化し、やる気が出てこない、これが本音ではないだろうか。

しかし本格的に経済の効率化が始まるのはこれからであろう。社会全体の効率化と言ってもよいかもしれない。もはや大企業であるということは、大き過ぎて身動きのとれなくなつた恐竜以外の何物をも意味しないかもしれない。すんなり平和裏に構造変化、効率化が行われる保証はない。ドカン、ガチャンという音があと二、三年もするとあちらこちらから聞こえてくるかもしれない。これからの時代、残すべきは企業ではなく人である。万が一企業の名前が消えることがあつても、人が生き残れば、次の時代の担い手となつてくれる。幕末の会津藩みたいに玉砕して歴史に名を残すというのは、いかながなものかと思う。戦略は感情で決めるべきものではない。最後までフェーズ三の頭でいられた側が、戦は勝ちである。もし指揮官が玉砕戦法を考えているとわかつたなら、部下はわが身の振り方をよく考えるべきである。

これからの時代、当面は企業のなかで、チームワークが重視されるであろう。危機を乗り切るにはチームワークが必須である。個人が勝手な振る舞いをしては、企

業は先には進まない。そういう意味で、企業のなかで個性は抑制されるのではないか。しかし従業員にとつてみれば、そうやって和に付き合っている、自分の首を保証してくれるわけではない。スポンとやられてしまうかもしれない。また船自身が沈んで、総員退艦となるかもしれない。そうであるならば、一人一人の従業員は和戦両様の構えを怠らないことである。まず基本は和である。これを忘れてはならない。しかし障子戸一枚向こう側には、鎧、甲、刀、槍を備え、手入れを怠らないことである。戦の間の兵糧の蓄えも必要であるし、その前に何よりも、戦に勝つための才覚、能力を身に付けなければならぬ。負け戦と承知で始める戦は、単なる自殺である。こうして和と戦、両方をこなせる人間が増えてくれば、世の中には混乱のなかにもまとまりと、進歩が見えてくるのではないか。

構える相手は企業だけではない。国家に対しても個人は構えていなければならない。これまで欧米や日本をはじめとする先進国は、偉大な福祉国家を築いてきた（もちろん未だ足りないところは山のようにあるが）。しかし米国の例を見るまでもなく、国も経営が苦しくなれば、あっさりと「経費」を切ってしまう、すなわち福祉を切って

しまうのである。銀行の預金保険だってそうである。本当に取り付け騒ぎが拡大したとき、わずかばかりしかない預金保険が、無尽蔵の預金引き出し請求に堪えられないわけがない。短時間で終わる混乱ならばお札の輪転機を回す時間を延長することで対応できるかもしれない。しかし混乱が本当に深刻化したとき、どこまで対応できるのか、全く定かではない。

混乱よ来い来いと言っているのではない。混乱に備えよ、混乱が起きたときのことを本気で考えておかないと、本当に惨めなことになりかねないと危惧しているのである。備えをしてそれが不発に終わればこんなにはありがたいことはない。おそらく今からなら、まだ備えをする余裕はあるのではないか。なぜ余裕があるかというと、こういうことを聞いても、真剣にそうかなと考え、行動する人よりも、バカげた話だと笑っている人のほうが多いからである。相場でも何でもそうだが、大多数の人が気付かない、あるいは行動しないうちにはじめることが、圧倒的優位を持って自分が勝つための大切な条件である。満員の劇場で火事が起こったとき、まだ自分は大丈夫だろうとのんびり椅子に腰掛けている人達を後目に、脱兎のごとく非常口から逃げ出せば、

非常口から最も遠いところにいる人でも、悠々と助かる。しかし全員が非常口に殺到してからでは、助からないかもしれない。

中国最後の王朝清が滅びたとき、去勢されて女性みたいな甲高い声になった宦官達が、ピーピー言いながら宮廷から逃げ出してきたという。宮廷では絶大な権力を握り、しかし宮廷以外では生きるすべを持たない宦官、こういう現代の宦官だけにはなりたくないと思う。

やはり今まで世の中が平和過ぎるぐらい平和だったのだと思う。たいへん結構なことではあったが、そのつけは払わなければならぬようである。いずれにしろあまり明るい世の中ではないようだが、こうした状況を、千載一遇の好機と考えている人も、世の中にはたくさんいることを忘れてはならない。ドス黒い顔をして下を向いて歩いている人が多いなかで、血色よく顔をピカピカ光らせながら喜々として歩いている人がいたら、その人に将来を任せてみてはいかがなものか。結果はどうであれ、自信のある人が次の時代を切り拓いていく。

第十話 資本主義の成れの果てを越えて

町の本屋で金融の本をめくると、株価の適正水準とは何ですかという問題について述べた部分を見ることができよう。株価を決める理論の一つに、配当割引モデル、英語で Dividend Discount Model、頭文字をとって DDM という奴がある。結論から言うとうわたしは DDM が嫌いである。資本主義の成れの果てと呼ぶのはこの DDM のことである。DDM とは、企業が今後株主に支払う配当を無限大の未来まで適正に予想して、同じく適正に想定した金利でそれを現在価値まで割り引き、合計したものを適正株価と考えるという議論である。

ここで適当という言葉には、いい加減という意味も半分含まれている。そもそも来年の配当、再来年の配当すらどうなるか怪しいのに、十年後の配当など、いったいどんな水準になるか、想像もつかない。十年ですら想像もつかない未来であるのに、企業は永遠であるといって、これを無限大の彼方まで予想するのである。これは本当の話である。わたしを含めてこんなすごい無謀をまじめな顔をしてやっている人間が、世の中にはいるのである。

だいたいこんなものを現実の世の中で使ってやろうと考えること自体が、わたしは

気に入らない。わからないものはわからないとはつきり言えがいい。世の中にはわからないことの方が多いのである。わからなくては困ることでも、わからないものはわからない。こういう安易な仮定を平気で持ち込む輩の根性が気に入らない。少し現実の世の中で苦労してきたほうがいい。もちろんそれでほとんど決まりというくらい、信じるに値するものなら全く問題はない。しかしあなた本当にこれを信じてあなた自身がカネを賭けますかと問われれば、尻込みしてしまうたぐいのものである。言っている本人が信用できないことを、人に信じさせようとする根性は、万死に値する。もし開かないとわかつている落下傘を人に付けさせて、さあ飛んでごらんと飛行機から突き落としたり、それは正真正銘の殺人である。

これだけ理論が氾濫し、世の中が複雑になってくると、真偽の見極めをつけるには、やっている人間を見て判断するしかない。やっている人間に会って、その人間を信用できなければ、その人間のやっていることには近付かないほうがよい。資料を読む前に、資料を書いた人の顔を読まなければならぬ。わたしの本業はまさにこの非難の対象となっている仕事であり、ここに述べた怒りは、本業にいそしむわたし自身に向

けられたものであると考えて頂ければよい。

この無限を巡る問題については後にまた考えるつもりであるが、そもそもの発想として、企業の価値を将来の配当の合計、いわばカネで考えるところと自体、そこにはひとつの文化があるのではないだろうか。すなわち価値 (Value) という言葉と価格 (Price) とは、同じ言葉を、同じ意味で使うということ自体が、一つの文化を下敷きにしたものであるのではないだろうか。この十年間バブルに踊っていた人は知らない。しかしはじめに仕事に励んでいた人にとって、自分の会社の価値は、自分の会社が支払う配当の大きさに決まると言われたら、何か引掛かるものを感じはしないか。

そもそもあなたは従業員として、株主の顔を見ることがあるか、答えはノーである。企業は株主が所有している。建て前はそうである。しかし所有と経営の分離という、株主と経営者は、すこし大きな会社では普通の人である。このときもはや建て前になってしまったことをいつまでも引きずっていることはよくない。株主の立場に立って考えてみる。とりあえず経営権に関しては、権利はあっても行使するつもりはないと仮定する。するとたしかに株券はカネにしか見えない。預金証書、債券と同

じたぐいの金券である。預金証書や債券と違って将来いくら自分にカネをくれるかわからない、個性豊かな得体の知れない金券である。得体が知れないから夢があり、希望があり、人を魅了するのである。株式と同じ情熱を持って、百何十種類ある日本国債のなかから、どれを選ぼうと考えている人を見たことはない。

少し細かな話になるが、債券は借金証書であり、年間いくらの利子を払い、何年後にまちがいなく元本をお返すと約束された金券である（債券と普通の貸し金の違いは、単に証書が自由に売買できるかどうかという点だけであり、その意味で以下の文中での債券は、ただの貸し金と思つて頂いても結構である）。したがつて債券を買うと、その後どんなに企業の業績がよくなるうとも、もらえる金額が増えるわけではない。どんなに利益が出て、もらえるカネはあらかじめ決められた利子と元本だけである。逆に債券を発行した企業は、命に換えても元利金を支払わなければならぬ。すると債券を買った人は、買ったあと企業が破産する心配だけしていればよい。したがつて新規事業の展開、経営拡大などという言葉を経営者から聞くと、債券を買った人はひきつり笑いをする。事業の拡大は結構なことであるから体裁上笑い顔は作るが、

無理をして企業を拡大し、もし破産でもされたら金が戻って来ないと思ってしまうのである。債券を買った人がいちばん好きな経営者とは、危ないこと、どうなるか予測が難しいことは何もしない経営者である。債券よりもすこし高い金利で、銀行に預金でもしていてくれるのがいちばんよいと、心の底では思っている。

債券を買った人は本当にそう思っている。債券の世界には格付け機関というものがあつて、債券が債務不履行に陥る危険の少ないものから、トリプルA、ダブルAというように格付けを行っており、人々は、特に金融機関は、格付けの高い債券にしか投資しない。そして格付け機関は、あたかも暗い夜道を一人で歩くご婦人のごときもので、通りかかった家につながれた犬から一声ワンと吠えられるとギヤーと悲鳴を上げ、一声ギヤーと悲鳴を上げるたびに格付けを一つずつ落とすとしていく。実に用心深く、疑い深く、何でも悪い方へ、悪い方へと考える。誤解しないで頂きたいのは、別にそのような格付け機関が悪いと言っているのではない。利益の分配に対する参加権がなく、金を貸したら最後、破産することだけを気にしているしかないという構造を前提にすれば、これが最適な行動なのである。

一方株式は逆である。債券が破産という、いわば下を見てものを考える投資であるのに対して、株式は成長という、いわば上を見てものを考える投資である。株式投資を行うと、企業が成長して配当が増え、人気投票の一種である株価が上がり、一年でカネが何倍にも殖えることがあるのである。まだ海のものとも山のものともわからない小さな会社の株を買うのは、その企業が大きく育って、その時に自分もその感動をカネのかたちで手に入れたいからである。そのとき株式ではカネを返済する期限、利子が決められていないので、いわば出世払いとなる。

新規事業の展開、業容の拡大は、そこまで成長したかと目を細めて喜ぶべきものである。自分の息子が今度米国で仕事をしたいと親に言ったとき、普通の親なら心配と同時に、よくそこまで成長したと感慨にふけるはずである。ついては渡航費と当座の生活費を貸して欲しいと言われるば、結局貸すことになるであろう。そのとき期限と金利を書面で取り交わす親はまずいないだろう。また命に換えても金を返せと言う親もいないであろう。しかしもし息子が、自分はマンハッタンのハーレムに興味があるから、ぜひハーレムに住んでみたいと言えば、それはちよつと待て、気を変えろ、と

意見することになる。ハーレムは人の住むところではない、他の場所に住めと意見することになる。

所有と経営が分離した時代の株式投資は、かくあるべきである。株式投資は出せ払いと考えるべきである。自分が共感を寄せる経営者に、出せ払いで金を貸す場が株式市場である。出せ払いで貸す金である。人から借りてすぐ返さなければならぬ金では、出せ払いに回すことはできない。人から預かった大事な金を、出せ払いに回すことはできない。そういう金は株式市場に来るべきではない。株式市場を流通市場から考えていては、大局を見誤る。流通市場が何百分の一に小さくなるが、発行市場が何十分の一に小さくなるが、そのようなことは新しい絵図面を描くときには問題ではない。規模の大小やそこに至るまでの混乱の多少は、ことの本質とは関係ない。

株式市場は出せ払いという粹な投資の場所である、という理念を確立するべきである。昔はそうだったのではないか。運用する金が余って困るのなら、金の持ち主を口説いて出せ払いにしろるか、債券のような厳密な投資の世界に回せばよい。およそ無限大までの配当を予測してのどのこののと、わかりもしないことをわかったよ

うにしたり顔で話す輩は、株式市場には出入り差し止めである。株式市場は、わからないものはわからない、しかしどうしても助けてやりたい人がいる、そういう人達が集まって金を出し合って作ればよい。粹な人間が集まって作ればよい。自分で投資をする勇氣がなく、ただ理屈をこねているだけの連中は、災いしかもたらさない。

株価は人気投票と思っていればよい。自分が高いと思えば割高で、自分が安いと思えば割安である。責任は自分で取るのである。それでは無責任でかなわぬと思つたら、国債でも買っていればよい。勇氣のない奴は、高い報酬は得られない。投資の鉄則である。

だいたいカネ、カネ、カネと、カネを持っている人間が表にシヤシヤリ出てくる社会は下品で異常である。カネは交換財であり、何にでも化けることができる。したがってカネだけ見ていると、それが何に化けるのか、不安で不気味で仕方がない。そんな不気味なものが堂々と先頭を切つて歩くのは、異常なことである。カネは自分の信じた人に、後ろからそつと付けてあげればよい。

もちろん世の中のカネはそんな粹なカネばかりではない。また以下で述べるが、も

つと理性の限りを尽くして効率的に回さなければならぬカネがたくさんある。金融の専門家はこういう分野で活躍すべきである。株式市場のような、理性しか働かない人間にはわかりかねる世界は、自分よりひとまわり大きな人間に任せればよい。身の程をわきまえないければならない。

米国では悪い奴がいて、株主の権利を使って企業からさんざんカネを吸い取ってやろうと考えたのである。言ってみれば株券を、無限に金が引き出せるキャッシュカードと考えたのである。一般に株主の権利は企業に対する監視役であると言われるが、その監視役とは先に述べた親の意見のようなものであるべきである。それを使ってカネを巻き上げようという悪意を前提にしたものではない。裏切りをしそうな奴には出世払いでカネなど貸せない。また居直られそうな人から出世払いの金など借りるべきではない。もし裏切られたり居直られたりしたら、人を見る目のなさを自ら反省しなければならぬ。

企業の価値を量で測れると考えると考えたところから、すべてが狂ってしまったような気がする。まさに資本主義である。収益を生むために何かを投入する、その原資が資本で

ある。企業は収益を生む機械にしか過ぎない。何をしている企業か、どんな人が経営している企業かは関係ない。どんな企業でも投入量と生産量は方程式で記述できる。すると資本がどれだけ収益を生むかが計算できる。一定の資本に対してどれだけカネが生まれるか、それが世の中の価値尺度になった。DDMはまさに資本主義の成れの果てである。

この考え方はもう捨てたほうがよい。モノを持つことが国民の合意であった時代には、量の拡大が一にも二にも大事であった。しかし人々が次第に自分の心のなかの世界に向かい、量の拡大が望めなくなったいま、企業を見る物差しも変わらなければならない。わたしは企業の価値とは結局、そこで働く人そのものであると思う。信用できるか、共感を得られるか、勇気はあるか、いい雰囲気か、こういう全身で感じるインスピレーションのようなものの全体が、企業の価値であると思う。別に言葉で表せなくてもかまわない。数字で評価できなくてもかまわない。人によって評価が違ってもかまわない。もつと自然に感じればよい。

DDMのように無限大までのカネの流れを想定して云々というような議論は、いわ

ば平和と繁栄の時代の議論であった。金融の、あるいは社会の大枠の安全が守られているから成り立つ、というよりそうであるから人々が信用してみようかと考える、そういう議論であった。明日の地図も定かではないような今日、このようなガラス細工みたいな議論は、だれも受け付けない。

米国を中心に栄え、発展してきた現代の金融理論は、その多くが金融の平和と繁栄の時代を象徴するあだ花であったのかもしれない。

第十一話 理性の限りを冬くして回すカネ

第十話は粋なカネの話であった。しかし世の中は粋なカネばかりではない。理性の限りを尽くして回すカネも必要である。というより理性が足りないカネが本当に多過ぎるのが現在の日本の金融であろう。理性の限りを尽くしてもわからないところは、粋なカネとしてまた別の価値尺度を使って考えればよい。しかし現在の理性、金融技術を使ってもっと効率的に回せるカネが、世の中にはたくさん溜まっている。

金融の効率化を行うにあたって、最初に絵図面を描くときには、難しい議論は後回しにする。最初にまとめることは、どこにどんなカネを運用したいと考えている人がいて、どこにどんなカネを調達したいと考えている人がいるかという点である。全くあたりまえのことであるが、これが実にできていない。規制ばかり強調される現在の日本の金融市場において、規制がなく、100%自由にやってよいという時代になったときに、いったいどういう運用、調達をやったらよいかと、そのアイデアさえ浮かばない人達もいる。

それも無理はない気がする。規制が最初にあつて、それに合わせて商売を考えてきたのがこれまでの日本の金融であつたから、規制がなくなると、自分の存在価値がよ

くわからなくなる人達が大量いる。こういう方々には追々考えてもらおうしかない。

そして運用と調達のリストができたなら、まず両方に同じものがないか探す。同じものがあつたら、その間をノン・ストップの直行便で連結する。すなわち同じ種類のカネを借りたい人と運用したい人との間を、できる限りよけいなものを排除して、直接カネの太いパイプでつないでしまう。ここで言うカネの種類とは、信用力、固定、変動金利の別、期間等、運用や調達の収益率とリスクに影響を及ぼす諸変数が互いに異なるカネのことである。

このとき金融仲介者は、仲介に徹するよう心がけるべきである。これは決して責任逃れから言っているのではない。これからはどうしても何らかのリスクを負わなければ、すなわちリスクを管理して、そこから収益を上げなければ、運用も調達もできない時代になる。そうすると、やはりカネの持ち主がはっきりと、自分のカネに対する方針を持つていなければならない。

これからの時代、確定利回り、預金という言葉は消えると考えたほうがよい。すべては投資になると考えたほうがよい。もともと自然体の金融市場には絶対などという

ものはない。それをどこかが大きなリスクを負って絶対という安心を売っているわけである。たとえば国の力を後ろ盾とした郵便貯金や、銀行の預金保険などである。しかしこれらは万一に備えたものであり、これらを唯一の頼りにしてカネが動くようになっては、もはやおしまいである。

国が安全である、安全であると言うが、わたしは決してそうではないと思う。大名貸しの危険は江戸時代の商人も説いたところである。だいたい国などはまともに裁判をやっても争える相手ではないし、安全など法律一本、政府や国会に変えられてしまつたらそれで終わりである。無制限に何でも国がやってくれると考えないほうがよい。政府や国会は理念としては国のため、国民のために仕事をしていることになつていますが、その内実は自分自身のために仕事をしているということを、国民は決して忘れてはいけない。

ここで自分自身のためというのは、基本的に私腹を肥やすという意味ではない。そうではなくて、自分の名を上げるということである。国民に犠牲を強いる政策を成し遂げることができたということ自体が、政府や国会の手腕として評価されるのである。

そして確かにある一面では、それは評価されるべきことでもあるのである。

だいたい世の中でいちばん非効率な国が運用している郵便貯金が、民間よりも高い利子を払っているということ自体、相当無理をしていると考えたほうがよい。もちろん国も健全に資金の運用や調達ができているうちはよい。敢えて人々に迷惑を掛けることはしないだろう。しかし、にっちもさっちも行かなくなってしまうと、全く何をするかわからない。そして相手が対等な民間人ではないために、こちらはたいへん弱い立場に立たされかねない。

このように考えると国を最後の拠り所などと考えて、あまり甘えないほうがよい。国を頼ると最後に国からしつぺ返しを受ける。これからのビジネスは、多少遠回りでも、官を頼らずに民だけで自立してやっていける体制を整えたほうがよい。世の中にはお父さん、お母さんのように、子供のわがままを聞いてくれる人はいないと考えてやっていたほうがいい。国などは、万一自分が考えもしなかったことでつまずいたときに助けてもらうだけの人、いわば保証人と考えておいたほうがよい。はじめから保証人に支払わせることを前提に借金をするのは、けしからぬことである。それにだれ

がどう見ても、今の世の中で最も遅れているのは国である。こんなところが主導権を持つて動いていたら、動くものも動かなくなる。官から民に主導権を委譲して立ち直ったビジネスが、日本にも数多くあることを忘れてはならない。すべての社会的責任は民だけで負えるよう、法律その他あらゆる分野において、一騎当千、百戦錬磨の達人を育てていかなければならない。

国家と国民のなれ合い関係は、お互いの努力によって解消していかなければならない。不景気の責任は国にあるなどと考えずに、国に頼らず、民の力だけで何とか景気をよくしていく方法はないものか、考えるべきである。国は国の面子を保たせることのみをほとんど唯一の目的とした法律、規制、支出等を、いつさい撤廃しなければならぬ。

また借り手（調達者）と貸し手（運用者）の間で同じ種類のカネが見つからなければ、今度はカネを分解する。カネを分解するとは、カネをさまざまなリスクとリターンの組み合わせと考えて、パズルを解くように、分解したカネをあちらこちらにはめていくということである。非常に抽象的な話だが、金融の専門家ならよくわかるはず

である。このようにして結局、借り手も満足、貸し手も満足という状況を作り上げる。これが金融の効率化であり、金融仲介業は、まさに借り手と貸し手をつなぐ仲人となる。

粋なカネと理性の限りを尽くして回すカネの違いは、親子・親友の間柄で行くか、私情を一切排した理詰めビジネス・ライクな関係で行くかという、仕事の進め方の違いと考えてもよい。私情を排する世界では、一切の甘えをなくし、あらゆる困難、混乱、裏切り、法制度の変更、会計制度の変更などにも気を配り、備えを怠らないようにしなければならぬ。そういうがんじがらめの理詰めの世界ではうまく機能しないカネが必要なとき、粋なカネの助けを借りるとすればよい。粋なカネに野暮は禁物である。出世払いとして大胆に任せなければならぬ。反対に粋も野暮もない理詰めビジネス・ライクな世界には、粋筋のカネは入ってきてもらっては困る。

たとえば非常に大きな企業に出世払いのものはや不要だと思う。そういう企業は効率的なカネの流れの推進役となるべきである。反対にこれからビジネスを起こそうという企業は、粋なカネを必要としている。経営者の熱意に応えてあげられるカネがいる。

金融の自由化が非常に進んでいる米国では、金融の効率化という点についても、示唆に富んだ例を見ることができるといえる。そのひとつが住宅ローン（モーゲージという）の証券化である（以下、若干専門的な用語や議論を含むことをご容赦されたい）。

米国ではモーゲージを流動化してモーゲージの流通市場を作ろうという動きは大恐慌さなかの一九三〇年代に始まっており、広い意味でモーゲージの証券化には既に六〇年の歴史がある。そして現在ではモーゲージに限らずあらゆる資産が証券化の対象として考えられている。そこでモーゲージ証券市場で起きたことを中心に、証券化というものが金融機能全体にどのような影響を与えてきたか、考えてみることにする。

金融の証券化によって変化することの中心は、与信というものがもはや銀行だけのものではなくなるという点である。証券化によって資金調達を行い、それを原資に貸出を行うようになると、究極的に与信を行っているのは証券を購入する多数の分散された投資家になる。したがって貸出金利は投資家がいくらかでその証券を購入するか、言葉を換えればいくらの金利で投資を行うかによって決まる。投資家は一人ではなく多数の市場参加者であるから、その金利とは証券の流通利回りに他ならず、結局証券

の流通利回りがモーゲージの貸出金利を決めることになる。もちろん貸出金利その他に規制がある場合には自由に動くことはないが、規制がなければ、投資家がモーゲージの借り手全体の信用力をどのように評価するかで貸出金利が決まることになる。決して直接貸し出す金融機関自身が独自に決められるものではない。

米国ではこのような証券化の方向は、金融機関自身の経営の仕組みがモーゲージの貸出には向いていなかったことから一層加速される。米国では一九八〇年代前半まで住宅用モーゲージの貸出の中心は貯蓄金融機関（S & L）であつた。しかし貯蓄金融機関は短期調達、長期貸出（短期の借り入れと長期の運用）というミスマッチ（不整合）のリスクを抱えており、逆にミスマッチのリスクから収益を上げていた。これも規制下で調達金利が低く抑えられているうちはよかつたのだが、七〇年代末に金融が自由化され、折りから長短金利が逆転すると急速に経営が悪化していく。

そこで貯蓄金融機関が行つた経営は、突き詰めれば信用リスクをより多く取って信用リスクから収益を上げるといふ方向であつた。一方モーゲージのほうは固定金利から変動金利のほうへ貸出をシフトさせて、少しでもミスマッチを減らす方向に動いて

行く。しかし米国では現在でも、モーゲージはいつでもいくらでも期限前返済ができる。固定金利が中心であるから、変動金利のモーゲージを借りる人にはどうしても信用力の低い人が多く、これも後に経営の根幹を揺さぶる問題の一つとなる。

それはともかく貯蓄金融機関が変動金利のモーゲージに主体を移していくのと歩調を合わせるように、固定金利のモーゲージの証券化が進展する。GNMA（政府抵当金庫、ジニーメイ）、FHLMC（連邦住宅金融抵当公社、フレディーマック）、FNMMA（連邦抵当金庫、ファニーメイ）といった政府系機関が発行するモーゲージ証券には、政府または政府系機関による元利金の支払い保証が付けられ、固定金利付きの資産を必要とする多数の投資家に購入されるようになる。こうして固定金利の負債を必要とする多数の個人と、固定金利の資産を必要とする年金基金や保険会社などの機関投資家が、証券を通じて直結されることになった。八〇年代後半に入って貯蓄金融機関に代わって固定金利のモーゲージの貸出の中心となるのは、モーゲージ・バンカーという預金を取らない金融機関で、まさに証券化によって資金調達を行い、貸出を行っている。また最近では商業銀行も固定金利のモーゲージの貸出を増やしているが、

これも自分の資産として貸し出すのではなく、証券化を目的として貸し出すものがほとんどである。

したがって現在の米国人に住宅資金を貸しているのはだれかといえば、それは機関投資家であり、その資金の源泉をたどれば究極的には各個人に帰着する。このように証券化の意味するところは経済のなかで、ある部分の資産と負債が直結するということであり、それはまさに金融の効率化が図られるということである。これを別の方向から見れば、ミスマッチのリスクを抱えて身動きの取れなくなった貯蓄金融機関が、証券化によって住宅資金のフローの輪から脱落してしまったと言うことができるであろう。

しかし証券化は単に証券を作ればよいというものではない。調達と運用の間で資金が潤沢に流れるためには、特に運用側にとって競争力のある証券に仕上げなければならぬ。この点でも米国のモーゲージ証券市場は、非常に示唆に富んでいると考えられる。まず投資家が目新しい証券に対して必ず最初に疑いの目を向ける信用リスクについて、政府あるいは政府系機関が保証を付けたことは、米国のモーゲージの証券化

を決定的に推進する原動力となった。

もし世の中に民間発行のモーゲージ証券しかなければ、市場規模はこれほど拡大することはなかったであろう。現在の民間モーゲージ証券市場の拡大は、政府あるいは政府系機関の保証が付いた証券の、六〇年に及ぶ歴史の土台の上に作られている。幸いこの間、政府あるいは政府系機関保証の証券では、担保となるモーゲージは、非常に低い水準の損失しか経験しておらず、まさに国はいざというときの保証人としての役割にほぼ徹することができた。

一方期限前償還リスクという投資家にとっての市場リスク上の難題は、繰上償還条項付きの社債市場の拡大と相まって、八〇年代なかばの金利の急低下局面で、多大の損失を投資家に与えることとなった。しかしそれを経験として投資家は、オプション理論を使った債券の価値の評価方法を確立させ、この問題を積極的な方向で解決してきた。逆に現在では市場リスクを人工的に作り出して、そこから高利回りを稼ぐという方向にまで、一部の投資家は動いてきている。これがCMO（モーゲージ担保債券）といわれる新しいタイプの債券を誕生させ、その市場規模を飛躍的に拡大させた

原動力である。CMOをより複雑に、しかしより創造性豊かにさせている原動力は、投資のリスクとリターンの新たな組み合わせに対する、飽くことのない投資家の興味である。CMOは信用力を政府系機関が保証しているわけであるから、全部足し合わせれば普通のモーゲージ証券と同じである市場リスクを、投資家に合わせて濃淡を付けて人工的に切り分けているわけで、信用力が高く、かつさまざまな市場リスクをもつ証券をいくらでも作るができる。

八〇年代後半以降の米国における全般的な信用力の低下は、金融機関の利益の源泉を、信用リスクから管理された市場リスクへと動かしていく。その流れのなかにCMOはピタリとはまり、CMOの発行量は社債を上回る規模に拡大していく。こうして投資家は自分の欲する資産を大量に得ることができ、その反対側で一般の米国人は、長期で借り換え自由の固定金利の住宅資金を、潤沢に得ることができるようになった。もちろん証券化にも問題はあはる。借り手が支払い遅滞を起こしたときに、証券化が行われているとさまざまな方策を講ずる余裕が大きく減ってしまう、必ずしもすべての投資家が、モーゲージ証券の市場リスクを明確に把握しているわけではないという

こと等である。しかしこれらのマイナス面を差し引いても、証券化の進展は米国民に大きな利益をもたらしたと言えるであろう。

第十二話 無限大からの生還

世の中の仕組みが次第に変化し、企業経営のあり方や人々の生活スタイルが変わってくると、その裏側にある思想というか、ものの考え方も変えていかなければならなくなる。わたしがこだわりたいのは、無限大という言葉である。簡単に言えば、無限大まで飛んで行ってしまおう自分を、まだ生きているうちに、自分自身のもとに呼び戻さなければならぬ、というのがわたしの実感である。

無限大という言葉は非常にミステリアスな響きを持っているが、数学のなかでも非常にミステリアスな存在らしい。わたしは数学を人に教える立場にあるが、体裁よく学生の前で話をする以上のことはよくわからない。しかしたとえば  $y \parallel x + 1$  が定義できるとすれば、 $x$  を世の中で考え得る最大の数に取っても、 $y$  は必ずその最大の数よりも1だけ大きくなってしまふ。数学では数えられる数は作りただけ作ることができ、どんなに数えられる数を上にたどって行っても、それが数えられる数である限り、無限大には着かないのだそうである。

しかしわたしにとつて、無限大とはそんな大きな数ではなかった。せいぜい二〇メートル先が無限大であった。どういうことかというところ、わたしが無限大というものが

あることを知ったのは、小学生の頃であった。どうやって知ったかというところ、カメラであった。今から二〇年以上も前のカメラは、今のようにはオート・フォーカスなどなく、自分で距離を測って、自分で距離つまみを合わせなければならなかった。しかもわたしが使うことができたカメラは一眼レフの立派なものではなくて、当時はやりのハーフ・サイズのバカチョン・カメラであった。ハーフ・サイズのカメラは最近ではほとんど見かけないが、昔、写真フィルムが相対的に今よりも高価だったとき、一枚のコマを縦に半分に分けて、ひとコマを二枚に、たとえば三六枚取りなら七二枚取れるようにしたカメラのことである。

このカメラには距離つまみがついているが、一眼レフのようにファインダーを覗いて絵のブレがなくなる位置につまみを合わせる、という芸当ができない。自分で距離を測って、つまみを回さなければならぬ。しかし距離の目盛は今の感覚から言えばたいへん大きっぱいで、確か六〇センチ、一メートル、一・五メートル、三メートル、くらいが目盛であったと思う。そしていちばん距離が遠いところには8という記号が付いていた。この8が無敵大というものであると、父が教えてくれた。そして被写体

がほしい二〇メートルも先にあれば、もう距離を測ることなく、単に距離つまみを一杯に回して、距離を8に合わせればよかった。そのかわり、ほんのわずかでも8からずれていると、ピントがずれてぼやけてしまう。

それで失敗したことがある。昔JRが国鉄と言っていたころ、小海線といって、山梨県の小淵沢から長野県の小諸までの路線にC五六という蒸気機関車が走っていた。その写真を撮りに一家で、路線の途中にある野辺山というところまで行ったことがある。小学校四、五年生の頃であったと思う。一家で行ったといっても、写真を撮るのはわたしであり、親が付き合わされたのである。そのとき蒸気機関車撮影の名所といわれるところに行つて、距離を8にして、蒸気機関車が走ってくるのに合わせて四、五枚続けてシャッターを切つた。ところが帰つてプリントしてみると、ピントがわずかではあるがずれているのである。父は、これは距離がぴったり8に合っていないかっただ、わずかながらつまみの位置がずれていたからである、と言つた。そのとき無限大とは実に難しいものだと思つた覚えがある。

バカチョン・カメラで二〇メートル先以降はすべて無限大になつてしまふというこ

とは、非常に多くのことをわれわれに示唆しているような気がする。わたしは人間にとつてもそれ以上離れると、あるいはそれ以上近付き過ぎると、もはや距離感がなくなってしまう距離というものがあると思う。たとえば飛行機に乗れば地球の裏側のアルゼンチンまで丸一日あれば行ってしまう。九〇分で地球を一周してしまうスペース・シャトルにはかなわないが、それでも丸一日で地球を半周できるということはすごいことである。その間乗客は、単に席に座ってポーツとしているだけである。それで丸一日後には地球の裏側に到着する。しかしたとえば地球の裏側まで宗教を布教していこうと思つたら、何もしなければ丸一日で行けるところが、おそらく十年かかってもたどりつかないであろう。

要するにどんなに遠い距離でも、その間のことを何も考えないで通過するのであれば、たしかにたどり着くことができるかもしれないが、単なる通過ではなく、そこで起きていることにそれぞれ取り組み、考え、何事かを成していこうと考えれば、人間ができることは限られている。人間が想いを巡らそうと考えれば、当然想いの届く範囲は限られている。もちろんその範囲は単なる地理的な距離で決められるものだけで

はない。心理的な距離、その他何でもあるであろう。

結局各個人にとって、自分の目が届く範囲を区切る地平線、それがひとにとって有限の距離と無限大の距離の境目なのだと思う。その境目は明確に区切ることは難しい。山の頂上から本当に地平線を見ても、地平線はぼやけている。うまくするとよく見え、下手をすると全く見えず、たいていはぼやけている、それが地平線の姿である。バカチョン・カメラにとつてはそれが二〇メートル先だったのである。たとえ境界があいまいだとしても、人間は不完全なものであるから、どうしてもものが見えない限界、想いが巡らせない限界、というものを持っている。

ところがその地平線の定義というものが非常にあいまいなものであり、状況によって変化し、個人によって全く違うものであるからこそ、近代はその地平線を越え、無限大の彼方へと思考と行動を飛躍させていったのだと思う。すなわちだれにも到達することができない、しかしだれにも到達することができないという意味では万人に共通な普遍的アイデアとして、無限大の彼方に思考と行動は拡大せざるを得なかったのだと思う。無限大の彼方までの道のりに存在する事象は、単なる偶然、単なる個別事

象として、普遍性を持たないものとして、思考の対象から排除されてしまったのである。

数がどんどん大きくなるにつれて不可思議とか無量大数とか、いかにも大きな数である人と人に実感させる言葉をつけた文化とは全く異質な、どんなに数が大きくなっても、無限大に達するまでは何ら感動を感じない文化が、そこにはあるのだと思う。無限大へと思考と行動を飛躍させていくことによって、人類は近代の大きな成果を得ることができた。その功績については何人たりとも否定することはできない。そして今後ともその営みを続けるべきであるということに対しても、だれも否定はしない。

しかしそれだけでよいのであるか、それが今後とも人々を支配する考え方であるのかというと、わたしは疑問を感じざるを得ない。先に資本主義の成れの果てとしてDMを紹介し、無限大の彼方まで配当を仮定することの滑稽さを述べたが、それが滑稽であるのは、自分独自の有限の地平線を持っている人にとっての話である。数学で言う無限大の彼方まで、一切の感動なく思考を拡大させる世界においては、何等問題のない、ごく当たり前の仮定である。しかし毎年の配当を実際に支払わなければなら

ない経営者にとっては、一期一期が会社人生を賭けた戦いであり、無感動に通り返ることができる時間ではない。本来に來期の配当をどうやってひねり出そうかと考えている経営者にとっては、有限の距離と無限大の境は來期の株主總會である。もし來期配当を払えなかつたら、その経営者にとって、來々期はないのである。

よく十年ひと昔と言う。それはそのとおりでと思う。今の思考、今の仕組みでものを考えて、それなりにはずれない期間はせいぜい十年であろう。たとえばいま非常にはやっているビジネスがあり、それに対して長期の金を貸そうと考えているとする。そのとき金を貸すほうが見きわめなければならぬことは、このビジネスが続くのはあと何年であるかという点である。もしそれが時代を越えて続く強さを秘めたビジネスと感ずるのであれば、十年を越えて貸してもよいであろう。自分の子供にもこのビジネスの恩恵を蒙らせた、あるいは自分の子供もこのビジネスの良さを感じるのであると思うのであれば、三十年でも貸してかまわないだろう。たとえば米國國債の三十年債などは、米國が永遠に繁榮することを前提に發行されるとしか思えない。しかしこれは時流に合ったビジネスだというときには、その時流とは時代であり、そ

それを十年区切りと考えるのであれば、十年以上の金は貸せない。また時代の変革期に特有のビジネスだと考えるのであれば、三年以上の金は貸せない。このような独自の主観的な時間軸を、人はもつと積極的に持つべきである。

実際の人間と普遍的に追い求めた人間との間には、越えがたい断絶があるということ、改めてひとは認識する必要があると思う。そして思考も発想も、普遍を前提にした議論と全く同様に、自分の地平線を前提にした議論をもつと自信を持って展開すべきである。普遍性がないからといって冷笑するような思考や発想は、これからの時代の思考や発想ではない。それでは生身の人間が付いて行けない。

無限の世界、普遍性の世界に向かって思考を拡大することが近代の精神であるならば、自分というものを区切る有限の世界、個別性の世界に向かって思考を凝縮させることが、近代を越える精神のあり方ではないだろうか。その意味で、理論なきところに、普遍性なきところに自分の本能と自分の感覚を信じて思考を凝縮させていくことが、現代のルネサンスであると言えるかもしれない。

では人々が個別性の世界に向かって思考を凝縮させていくときに、各自が独自の地

平線で話合ったときに、どうやってお互いが理解し合うか、普遍性という共通のものさしがないなかで、どうやって人は相互の理解を図るか。結局お互いが本能というか、自分の心の発露を信じて、それによって共感できればそれでよいと思う。共感を感じるもの同士で理解をし合えばよいのだと思う。そして何か目的があつて共感を感じない同士が理解し合わなければならぬのであれば、それは思考の方法云々を越えた処世術として、人々はわかり合う力と潜在力を持っていると思う、というか持たなければならぬと思う。

このような言い方をすると大変排他的で危険であると言われるであろうが、各自が独自の地平線を持ち出して話をするのであれば、そうならざるを得ない。しかしその一方で、これまでに培った近代の偉大な遺産を引き継ぎ、理性の限りを尽くして効率的に仕事を進めるときには、どうしてもこれまで同様に普遍的にものを考える必要がある。それは疑う余地のないことである。

そうであれば、独自の地平線と普遍的な地平線、これをうまく使い分けていくのがこれからのひとつの考え方である。わたしが仕事で使っている某社製のパソコンでは、

英語と日本語の両方のシステムを、チェンジ・システムという一つのコマンドによって、自在に切り替えて使うことができる。人間もかくありたいものである。状況に応じて自分自身を立ち上げ直すのである。理性で、普遍性で考え行動しなければならぬときには理性のシステムを使い、直観を全面に押し出して、自分独自の地平線でものを考え行動するときには、直観のシステムを使うのである。

それが思いのまま自由に切り替えられたら、さぞかし爽快なことだろうと思う。いずれにしろ、もうあまり普遍的な理論ばかりで物事を推し量ることだけはやめたほうがよいと思う。抽象的と具体的という言葉を使うならば、誇りある個々の具体例、誇りある自分の歴史というものが抽象論の前にあるのだ、というように考えたほうがよいと思う。また場合によっては、とくに経済や投資といった、非常に人間的な分野では、抽象論にはあまり多くを期待しないほうがよいと思う。もちろん抽象論も知っていて損はないだろうが、実際にそれを援用して仕事をしようとすれば、おそろしく役に立たないことが多い。せいぜい考えるヒントくらいに思っていたほうが安全である。やはり苦労して自分独自の地平線で物事を考え、進めていく姿勢を堅持しなければなら

らないと思う。

たとえば罫線分析といって、株価の過去の動きに傾向線や循環変動を当てはめて、その先はどうなるかと予測する手法があるが、伝統的な数理統計学の立場からは、全く恣意的な操作としか見えない。しかしそのような批判に屈する必要はない。本当の罫線分析の専門家は、罫線より先に相場が見えるのである。相場の動きが絵になって頭のなかにひらめき、それを人に説明するために罫線を引いているのである。罫線を引いて将来を予測しているのでは、実はない。

もう一度人は自然な姿を取り戻すべきである。無心に戯れる心を取り戻すべきである。

第十三話

さらば水戸黄門

現代の日本国民の英雄といったら、やはり水戸黄門であろう。ただの小柄なおじいさんだと思つてバカにしていた悪者達は、後ろに控える町人姿のものすごく腕の立つ二人のお侍さんに、バッタバッタとやつつけられる。頃合よく掛けられる「もういいでしょう」の一声で、あの葵の御紋の印籠が登場し、恐れ入りましたと一同が平伏する。黄門様は悪者を懲らしめ、弱い善人を助け、「わっはっはっは」と高笑いして一件落着となる。一時間もののテレビドラマとしては、わたしが小学生の頃からやっていたと思うので、もう二十年は続いているであろう。ふた昔も前から続いているまだ人気不衰えないのであるから、それこそ時代を越えて日本人の心に自然と訴えかける何かがあるのであろう。

しかしこの黄門様、どんなに好きでも、現実の世の中に住んでいると考えると考えたら大まちがいである。われわれが生きる現実の社会に水戸黄門がいるかといえば、答えはノーである。水戸黄門は映画、テレビのなかの創作であり、現実の社会には水戸黄門はいないのである。全く当たり前のことであるが、それがどうしたわけか、現実に水戸黄門がいると考えて、水戸黄門の登場を今や遅しと待っている人がどうもいるような

のである。大変な誤解である。黄門様を待っているうちに、あなたもわたしも濁流に呑まれてしまう。

外資系の証券会社に入り、米国の金融市場を何の疑いもなく「常識」と思つて走つてきた人間にとつては、日本の市場や日本の投資家の常識と、どうも根本的なところで発想が違つているようである。米国の金融市場は、原則自由な場所である。ただし強者が強者ゆえの横暴をふるわないよう、いろいろな規制があり、それに反すればそれ相応の制裁が加えられる。米国人の常識では、自由競争を前提にした自由な市場の尊重ということが、何よりも大切なことであるとされている。しかし日本では、自由な市場ということは、決して常識ではないようである。日本では、世の中のものはずべて、水戸黄門のようにそこに参加するだけもがひれ伏す権威を一つ頂いておかないと、存在してはならないという暗黙の決まりがあるようである。その権威とは決してひれ伏す側にとつて迷惑で屈辱的な存在というわけではなく、むしろ積極的にひれ伏すので、宜しくやってくれと、こちらから頼んで雇っているような、そんな存在ではないのだらうか。よく政府の規制はけしからぬと言うが、何か問題が起きたとき、国

民の多くは政府は何をやっているのだと文句を言う。世の中でもめ事が起きたとき、国民の多くは政府、国会を水戸黄門と考え、その公正なお裁きを期待する。積極的に政府、国会という権威を使って、水戸黄門がやるように、関係者一同がひとことも文句を言わずに従うような、そのような決着を最上のものと考えている。したがって日本では、議長の発案による全会一致が最上の会議のまとめ方であり、会議で議論が紛糾して多数決を採ったり、裁判所において、互いに対等な立場で意見をぶつけ合うというようなことは、必ずしも最上の策とは考えられていない。そのためたとえば米国人がやたらに裁判所で意見のぶつけ合いを行う様子を見て、日本人の多くは眉をひそめる。

警察官に対する意識もそうである。日本では警察官とは水戸黄門のように常に公平無私で、弱い善人のために全力を尽くす存在でなければならない。単に身の安全を守ってくれるプロフェッショナルとしてだけの存在では許されない。したがって警察官の不祥事には、プロフェッショナルとして十分な仕事ができなかった場合と、警察官が私的な時間に、水戸黄門ならやらないであろうことをやってしまった場合の二つの

ケースが含まれる。

自由と権威、難しいことは勉強したことがないのでわからない。単純な感覚として、経済が大いに成長し、社会が流動的であるときには、その波に乗っていける人には自由は有利であり、権威は不利である。逆にその波に乗っていけない人には自由は不利であり、権威は有利である。一方経済の成長が止まり、社会が安定化してくるときには、そういう社会で成功しようとする人には権威は有利であり、自由は不利である。逆に安定化した社会で成功しそなた人には権威は不利であり、自由は有利である。どんなに理屈を並べても、人の言うことの裏側にはこのような計算が働いていると考えて、ほぼまちがいないと思う。

この分脈で考えれば、米国は常に人が動き、金さえあれば何でもできるような、たいへん流動的な社会である（あつたと言うべきなのかもしれない）。したがって力を持つている人間達は自由を振りかざす。反対に米国では弱者は頼るべき権威がないので、すなわち米国には水戸黄門がいないので、強者に対して対等な立場で争える仕組み、裁判という手段を使って自分の主張を訴えることになる。逆に日本では、長い間

政府や国会が権威として、つまり水戸黄門として君臨し、それなりにうまく機能してきた。しかし水戸黄門も公平無私で、お慈悲があるからだれからも尊敬されるのであり、かつ腕の立つお侍さんが、だれに対しても圧倒的な力で強制力を行使できるから機能するのである。これ以上筆を進めるのは野暮であるから控えるが、こう考えれば、もはや政府、国会が国民の水戸黄門ではないことは、否定できない事実であろう。

水戸黄門なきところ、どのようにして世の中を回していくか、特に金融市場をどうするか、早急に考えなければならぬことである。国際的なネットワークが緊密化した現代金融市場は、その仕組みの中心が米国である以上、善悪、理想、理念は別にして、少なくとも当面は、米国流の手段でしか対処できないであろう。達成すべき第一のステップは、金融の面で、日本が海外からカモられないようになることである。そのためには米国人に負けないほど凄腕のトレーダーや金融のスペシャリストを多数養成し、とにかく自由にやらせる。第二のステップは、その一方で市場のなかで強者の横暴から弱者を守るために、厳格な市場警察官をこれも多数養成し、裁判を奨励して、金融市場という場所においては、弱者が強者と対等な立場で話をするができるこ

とを、広く国民に知らしめるべきである。このようにして、とにかく日本一国の事情では如何ともしがたい金融市場を、実質的などころから強化し、その間に第三のステップとして、このような自由な市場というものの善悪、理想、理念、法律との整合性などを考える。そして第四のステップとして、過去に累積した不良資産や不正行為の後始末を考える。

ここで不良資産や不正行為の後始末を最後に持つてきているのは、決してこれに関係したところを守ろうと考えるのではない。今のように明日のわが身の生活が、大多数の国民にとつて等しく不安なものとなり、かつ夢も希望もない状況では、後ろ向きのつらい話はまずうまくまとまることはないし、いまの規制当局にも、大英断を下す度胸や覚悟、備えがないと見えるからである。しかし新しいことが回りはじめ、そこに夢や希望が見え始めれば、後ろ向きの整理もそれなりに進めやすくなるのではないか。どうせ国民がどんなに怒っても、規制当局は聞く耳をもたないのであるから、それならばこのような順番で処理して頂いたほうが、現実的であろうと述べているのである。

とにかく最悪の選択は、ひたすら水戸黄門を待ち続けることである。水戸黄門はテレビのなかにしかないのである。当事者が自分達の才覚で解決するしか途はないのである。テレビ局には、ぜひとも水戸黄門が引退する、最終回を放映して頂きたいと思う。

## 第十四話

### 御用達經濟の時代

これからの時代はおそらく低成長の時代であろう。華々しい成長とか発展とはあまり関係がない、どちらかと言えば暗いことの多い時代であろう。特に日本は老齡人口の比率が急速に上昇するので、それだけ考えてもこれまでと同じような著しい経済成長とは無縁であると考えられよう。人口比率の予測は、経済予測と違って、大きくはずれることのほうが珍しい。このような時代、皆が豊かに暮らしていくためのキーワードは、「御用達」である。御用達とは宮内庁御用達の御用達である。普通の経済の論理でいけば、買い手にとっては価格は低ければ低いほど有利であり、売り手にとっては価格は高ければ高いほど有利である。しかし経営は芸術のほうである。普通の経済の論理だけを振りかざしているだけでは、次の時代の経営に途は開けない。

たとえばあなたがどんな商売をしている人でもよい。もしあるひとりのお客様がふらっと店にやって来て、どんなものでもあなたの言い値の五パーセント増の金額を払うから、わたしにとって理想の商品とサービスを売ってくれ、と言ったとき、あなたはどんなものを売りますか。このようなお客様に対して、とにかく自分が売りたいものを売ればよいと考えている人があれば、そういう人は、人間と人間の信頼関係とい

うものを、もう一度考え直さなければならぬ。こういうお客様に対して、たとえば店にあるいちばん高いものを売りつけたり、溜まっていてどうしても一掃したい在庫品を押しつけたり、販売台数にノルマを掛けられて尻を叩かれているものをそのままラッキーとばかりに売ったり、あわてて値引きの札をはがして高値で売っているようでは、これからの時代は生きていけないだろう。

　　こういうお客様に対しては、まずそのお客様の理想とは何かを考える必要がある。このとき理想とは、必ずしもお客様が今欲しているものであるとは限らない。たとえば運転免許を取ったばかりのいかにも暴走族風の若者がお客様で、一番早く走れる車が理想であると言ったとき、どうしたらよいのであろうか。もしそのお客様が初めてお店に来る一見（いちげん）客であったとする。そうすれば本当に一番早く走れる車売るかもしれない。しかしもしそのお客様の両親と親しく付き合っている間柄であったとすれば、本当にあなたは何のためらいもなく、その若者に理想の車として、一番早く走れる車売るであらうか。その両親が子供のことを心配していると知っていたら、そういう車は売らないであらう。理想というものは、必ずしもお客様にはわか

らないことがよくある。むしろその道のプロとして、お客様のことを考えてあつらえてあげたほうが、あとから逆に感謝されることのほうが多いのではないだろうか。長い目で考えれば、お客様は神様だと言つて、お客様の言うことは何でも聞くという姿勢に徹していると、お客様にとつては結局最適ではないことが多いのではないだろうか。

これからの時代、自分が商売として提供する商品やサービスに関しては、少なくともお客様と対等の関係で付き合うことができるようになるべきである。逆にそういう信頼を寄せてくれるお客様をこちらから選ぶべきである。たとえば自分を含めて、自分の家族の着るものについては全部任せると言われれば、その人の好み、年齢、社会的立場、どういふときに着る服か、予算はどれほどか、それら一切をお客様に成り変わつて考え、あつらえなければならぬ。逆にそうやつて誠心誠意商品やサービスを提供していけば、お客様の方だつて、こちらの商売の存続を脅かすような値下げ要求はしないであろうし、自分の好みや固有の事情を最もよく知っている商人を、そう簡単に切つたりはしないであろう。反対にお客様にしても、任せたことに真剣に答えて

くれる商人を選べば、また人の鷹揚さにつけ込んで粗悪品を押しついたり高値をふっかけたりする商人を選ばなければ、安物買いの銭失いみたいなことはしなくても済むし、第一自分で考えなければならぬことがその分減って助かる。

このような商人とお客様の関係は、一言で言えば御用達である。つまりどんな商売でも、御用達という関係で商人とお客様がつながることが、これからの時代のコンセプトになるだろう。御用達商人であれば、お客様のことは何でも十分に知っていなければならぬ。単に商品やサービスを売るために付き合うのではなくて、人間同士の付き合いのなかで商売を行うという関係になる。したがって御用達商人はいつでもお客様の家にお出入りし、いろいろなチャンネルでお客様との接点を持つ。そのなかで自分の商売とする分野で、お客様にとって理想のものとは何かを常に考える。アフターサービスなどという恩着せがましい言葉はもはやなくなり、売った商品の客先での管理は、当たり前前の時代になる。そして商人は自分の才覚が大きければ大きいほど、御用達の範囲は広がるはずである。洋服の御用達から始めて、和服のこともわかれば、着るもの全般の御用達になり、家のインテリアや食べるもの、車、なんでもわかれば、

生活いっさいの御用達になる。またお客様の個性が強ければ強いほど、それに誠実に対応している限り、自分の地位は競争者を寄せ付けない、より安定的なものとなる。

また価格も、たとえば写真の御用達をやっていたら、写真一枚いくらという値段があるが、実質的な価格はいくらであるのか、お客様にも自分にもわからない。すなわちお客様の特徴を理解するためのコスト、日々いろいろなチャンネルで付き合っていることによるコスト、あるいは子供の就職を世話してもらったことによるリターンなどなど、とても金でいくらと計算できるようなものではなくなる。互いに互いの生活が成り立つように支え合っている社会では、社会そのものが生活保険になっている。したがって一つの商品そのものの値段は、実質的にはあまり意味を持たなくなる。というか実質的な値段など、だれにもわからなくなる。

このような御用達商売は、経済の成長が著しい時代には、決して成り立たない商売であると思う。経済の成長が著しく、だれにでも大成功できる機会が豊富にあるとき、とても一人のお客様のためにたつぷりと時間を掛けている暇などない。一人のお客様は無限に続くお客様の行列のなかの、何の感動もなく接する一つの無機物としてしか

扱われない。逆に言えばそのように付き合いを薄くして自由度を増やすことによって、自分自身の才覚を最大限に開花させ、大成功を目指して人は頑張ろうとする。ところが経済の成長が止まり、大成功とか立身出世とかいう言葉に違和感が生じ、平凡で何の変化もない生活ですらその基盤が疑わしくなっていくとき、人々は単に無機物としてしか人と接することができない世界には、大変な不安を感じるはずである。そのような時代には頭を切り替えて、御用達商人として、豊かな個性を持つ一人の人間を最大限に尊重できる商売を選ぶべきである。単に商品を売るといふ発想を止めて、お客様との間に人間関係を保ち、お客様の生活のなかで、プロとして助けられるところを全部任されて助ける、という発想に変えるべきである。

たとえば低成長が長い間続き、もはや子供が親よりも豊かにはなれない時代になったとする。そうすると子供は親の言うことをよく聞くようになるであろうし、親の職業を継げるものなら継ぎたいと思うであろう。背に腹は変えられないというやつである。そうしてたとえば子供が親の職業を継いだとき、きつとお客様もそのまま引き継ぐであろう。お客様と家族ぐるみで付き合っているのであれば、子供もお客様の好み

や事情はよくわかっているであろうし、お客様の方でも、出入りの商人の子供が継いでくれるのであれば、新たに御用達商人を探し育てる手間もかからず、かえって好都合である。こういう状況では、むしろ縁が切れることのほうが不自然なのである。そして本当にこういうことになれば、御用達の関係を通じた人と人との関係が、三百年続いてもおかしくない。こういう時代、まとまった金というのは、そういう御用達関係を打ち破って何か新しい世界に飛び出してみたい人にとつての、ロケット・エンジンの役目を果たすのではないだろうか。

現在のビジネスの動向を見ると、一見さん相手のディスカウント商売が栄えているが、御用達関係という方向に経済が進んでいくにつれて、次第に消えていくような気がする。ディスカウントはディスカウントであり、どこかに腹を切っている人がある。やはり不自然である。しかも一見さんであるから、店に対する長期的な忠誠心はほぼゼロであると考えた方がよい。したがってディスカウントが続かなくなったら終わりである。また低成長の時代に、とにかく価格だけで勝負するということは、本当にきついことではないだろうか。

また御用達経済の時代になったときには、不特定多数というお客様はもはやいなくなる考えた方がよい。金融の世界ではふたこと目には不特定多数の顧客というが、これは官と民の関係において、官が民に対して使う言葉であって、民間人がビジネスとしてお客様に対して接するときを使う言葉ではない。たとえば株式は、昔も今も危険な商品の代表である。こういう危険なものは、危険を管理できる人にしか売ってはいけない。決して不特定多数に売ってよいものではないはずである。証券会社もだれ彼かまわず危険なものを売りまくったために、現在のような事態を招いてしまったのだと思う。証券会社はやはりお客様を断るということを、もつと勉強しなければならぬだろう。それには不特定多数などという言葉は禁句にして、改めて金融の世界ではどのようにお客様の特性をグループ分けしたらよいのか、また既存の商品のリスクとリターンはどうなっているのか、根本的に見直して必要があるだろう。

このような御用達経済が目的地であるとすれば、われわれが現在いるところからどうやってそこに到達すればよいのであろうか。まず現在このような御用達商売というものは、ほとんど宮内庁御用達という言葉でしか使われないことからわかるように、

ごく少数の相当金銭的に裕福なところ、非常に伝統を重んじるところでしか残っていない。これをだれでもできるようにするのであるから、まず相当安いものを作らなければならぬ。ここで再び芸術的な経営が要求されることになる。安いものは松、竹、梅のなかの梅です、という発想では絶対に成功しない。つまり今の値段表のなかで、最も安いものを集めればよいという発想ではだめである。松、竹、梅とは実に人をバカにした発想で、金のない奴には、金持ちしか買えないものから、金のない程度に売じてグレードを落としたものを与えればよいという考えが見え見えである。しかも金がないからグレードの低いものを選ぶ、すなわち梅を選ぶという行為を、お客様自身にやらせるのであるから、本当に人をバカにしている。鰻屋さんには申し訳ないが、持上、上、並、サービスと並ぶ鰻屋さんの献立表は、実に不愉快である。

腹切りによって価格を下げて、長くは続かないから意味がない。価格を下げるには、徹底的に機能を削ればよい。質を均一に落としていくのではなく、商品を機能に分けて考え、不要と思える部分はすべて切り捨てるのである。とかく日本では新しいものを作るときに、何でも一度に最高のものを作ろうとするが、それでは普通のもの

しか生まれない。例えば車など、学校出たての新人には、友達と乗れる、安全である、この二つの機能以外、すべてを取ってしまった車で十分である。そのかわりたたとえば安全性については、高級車並みの安全性を装備する。現在交通事故で最も死ぬ確率が高いのは、十代、二十代の若者である。若者はどうしてもスピードを出したくなる。したがって若者こそ、世の中で最も安全な車に乗らなければならない。そしてそういう車を若者に売った車の販売店は、その人の一生の車の御用達として、その人の収入の変化や結婚による社会生活上の変化、あるいは車の技術開発動向などをよく考えて、その時々で、その人にとって理想の車を与えるようにしていけばよい。

わたしは車はもつと改造ということに力をおくべきであると思う。サラリーマンの一生を考えると、一生のうち最も高い買い物は家であり、次が車である。家は一度買えば一生、土地も付いていれば何代にもわたって住むことができる。ところが車は家に次いで高い買い物であるにもかかわらず、まるで消耗品のように使い捨てられる。日本車の場合、基本的には新車から六年で価格がゼロになるようになっていく。確かにそれ以上乗ろうと思えば乗れるかも知れないが、価格がゼロになるということは、

もはや商品としては認めていないということである。やはり高いものは、長く使えるようになっていくべきである。車などはじめから十年、二十年乗れるようにという発想で作るべきである。そして収入の変化や家族構成の変化などに応じて、どんどん改造できるようにしておいたらどうであろう。改造というような個別の対応は、これまでの大量販売優先の価値観のなかで忌み嫌われてきたが、御用達経済の時代に入れば、本当にお客様一人一人にとって理想の車を手作りで作っていかなければならなくなる。逆にそこに販売店あるいはメーカーの個性、付加価値を付ける余地が生まれてくる。商売の規模を拡大しようと考えなければ、結構やっていけないのではないだろうか。

さらにまたここでもう一つ芸術の経営をするとすれば、このような新しいコンセプトで作る最初の車は、学校を出たての新人にとって、夢と希望の固まりとなるようにすべきである。たとえばこういう新しい車を、だれもが夢として持ちたいと考えているが、一生持てないだろうと半ばあきらめていたような、そんなすばらしい車を作るメーカーが作ってくれたとしたら、そのインパクトは計り知れないのではないだろうか。確かに全く無名のところや、普通のところでは始めるのもよいのであるが、もう

少し洒落気を出して、夢を与えろという離れ技をやって欲しいものである。夢の車は芸術品でなければならぬ。したがってこれを搭載すると決めた機能以外は、すべて省略されていなければならない。見方を変えれば、いくらでも改良できる余地をわざと残しておくのである。そうすれば二番手、三番手のメーカーにとつても、それを改良することが将来のビジネスに対する希望となる。

自動車産業はやはり一団の産業を支える土台であるから、まず自動車からこのような新しいコンセプトが導入されれば、その影響は経済全体に及ぶのではないだろうか。そして時代が変わったのだということ、またそこに夢と希望があるということ、自然に世の中に知らせるためにも、ぜひとも夢の車を作って欲しいものである。



第十五話 平成水滸伝

さてさて、経済が低成長の時代に入り、このような御用達経済の時代になって、本  
当に腹をくくって自分の足元を見直さなければならぬのは、金融業である。経済成  
長あつてこそという商品が、金融には多い。株式や不動産融資などはその代表例であ  
る。これからの時代もおそらく金持ちは、一定数必ず存在するであろう。そして金持  
ち相手の商売は、これまでの延長線上でも続けることはできよう。本当に考えなけれ  
ばならないのは、金のない善人にどうやって金を回していくかということである。ま  
ず約束を守らないとか、人を裏切るとかいう悪人とは、全額現金決済でもない限り、  
付き合うことはできない。しかし金のない善人には、何とか金を回していかなければ  
ならない。

これからの金融の方法論を考える上で、やはり金融資産の証券化（資産担保証券）  
というものが、ひとつの選択肢となることはまちがいない。一口に証券化といつても  
いろいろな種類のものがあるが、たとえばビル一棟を建てるための資金を、ビルを担  
保にした証券で投資家から調達しようとするような証券化では、ほとんど証券化の意  
味がない。普通の融資と全く同じである。新しい金融の方法論として意味があるのは、

多数の借り手に対する債権を集めて、そこから生まれるキャッシュフローを全部統合して債券のキャッシュフローとしてしまうような証券化である。具体的には、米国で個人の住宅ローンを対象に行われているような証券化である。債券を購入する投資家にとってみると、普通、資金の借り手は一人であり、その人が破産すれば利金と元本の全額の回収がおぼつかなくなる。しかし利金と元本を支払ってくれる人が一つの債券について、何百人、何千人といたらどうであろう。たとえば何百人、何千人のなかで一人破産する人がいても、債券を持つている人にとっては、利金と元本の損害は何百分の一、何千分の一にしかない。すなわち普通の債券では、発行体の破産が限りなく全損に近くなることを意味するのに対して、小口の債権を集めて一つの債券とするような証券化では、借り手の破産は、破産確率というような統計処理の対象となり、投資家はある程度一定の損害率をはじめから見込んで、投資の採算を考えることができるようになる。すなわち投資家は、借り手の破産というものを、ある程度冷静に見込んだ上で投資をすることができる。そして損害率がある程度統計的に見込めることから、損害に対する保険をはじめから付けておくことも可能になる。このよ

うな新しい債券の発想は、これからの低成長の時代において、金のない善人に金を回す一つの有力な方法論となるであろう。

ここで何度も善人という言葉を使っていることには、実は大きな意味がある。上述の方法を使えば、一見、どのように質の低い債権でも、それをまとめてしまえば立派な債券として流通させられるような気がする。パブルの崩壊で行き詰まった不良債権も、こうやれば売却のはけ口になると考えたくなる。ところがそれがそうではないということ、過去十年間の米国における証券化の歴史が見事に証明している。ひとことと言って、安易な貸し出しをした債権、あるいははじめから関係者をだまして貸し出した債権は、たとえ証券化をしても、結局予想外の損失がかさんで、投資家に迷惑をかける事態となってしまう。実際にそういう問題に直面した投資家は、日本にも数多くいるはずである。債権にはじめから何か問題が含まれているとする。そのとき、もしその問題を証券化の時点ですべて明らかにし、それに対する対処の方法を詰めておけば、まだ問題は小さくて済む。投資家にも問題点を明らかにし、こういう対処をしていると明確に示しておけば、実際に証券に何か問題が発生したとき、それなりに

冷静に対応できる。ところが最悪の事態は、関係者が何か重大な問題があることを伏せたまま行った証券化において発生する。こういう証券はやがて問題が顕在化し、投資家との信頼関係を大きく損なう結果となってしまう。やはりまじめな金融業者が、まじめに金を返そうと考えている人に貸し出した債権でない限り、まともな証券化の対象にはならない。関係者が善人でないかぎり、安心した証券化はできない。善人でさえあれば、収入の低さ、資産の少なさは、何とか技術的に解決できる途は見つけることができるであろう。その意味で金融ほど、人を見きわめるということが大切な業界もないであろう。

日本でも金融資産の証券化の研究が学界、民間で進んできているが、その技術論、すなわちテクノロジーとしての側面が強調される一方で、そもそもなぜそのようなテクノロジーが必要となったのかという、背景の事情があまり顧みられていないような気がする。日本、米国を問わず、これからの金融を考えたとき、どうしても考えなければならぬことは、金融の根幹を成す与信というもののあるり方である。特に与信の重要性は、銀行が資金を個人から預かり、自分のリスクで与信を行う間接金融の世界

よりも、不特定多数の投資家から直接資金を集める直接金融の世界で、より一層強調されるべきである。

株式市場や債券市場を介した直接金融における資金の調達と運用は、資金を提供する側、すなわち投資家の立場から考えてみると、調達者の顔を見ずに、あるいは調達者の話を聞くことなく、調達者を、そして調達が信用して取引をしている人を信用しなければならぬという、非常に厳しい選択の結果生まれるものである。その意味では直接金融とは、調達者にとっては、目に見えない投資家との、信用を巡る駆け引きであると言えるであろう。普通、人が人を評価するためには、その人に会い、話を聞き、さらにその人が付き合っている人の話も聞いてみる必要がある。人を信用するには、このようなプロセスを経る必要がある。与信というものも基本的にはこのようなプロセスに従うものである。

しかし直接金融の世界では、投資家、すなわち資金提供者は、基本的に相手の名前だけを頼りに資金を貸さなければならない。よほどのことがない限り、経営陣と面談をしたり、事業所を訪問したりすることはない。せいぜい相手の財務諸表を見たり、

債券であれば発行時の目論見書を読む程度、株式であれば会社四季報に一瞥を与える程度である。したがって直接金融の世界では、調達者は、意志疎通がほとんど不可能な目に見えない不特定多数の投資家に、いかに安心を与えるかという点に最も関心を注ぐ必要が出てくる。一方投資家の方は、相手のことをよく知らずに資金を提供するわけであるから、財務諸表のように普遍性が高く、だれにでもわかる指標を頼りにすることになり、また面談して、あるいは実際に自分の目で見て判断するというプロセスがないために、あまり表に出てこない、経営に関する数多くの具体的な数字を集めようとする。

さらに証券化においては、資産担保証券に投資する投資家は、調達者が信用を与えて取引をしている人の信用力を頼りにすることになるので、調達者に対する安心だけではまだ不十分で、調達者が信用して取引の相手としている人も信用しなければならぬ。すなわち証券化では、調達者は投資家に対して、自分自身の安全性のほかに、自分が信用して取引している人の安全性についても、安心を与えなければならぬ。その意味では本質的に証券化は、調達者自身の資金調達以上に、厳しく信用の質が問

われる世界である。証券化によって、問題のある債権を目に見えない不特定多数の投資家に押しつけてしまおうなどという邪悪な発想では、資産担保証券の市場は成立しない。

結局のところ、どの程度の情報公開が企業に必要なのか、あるいは証券化で証券の構造をどの程度複雑にすればよいかは、投資家の心理、すなわち非常に漠然としたイメージしか持たない調達者に対して、どの程度の情報と、どの程度の構造上の安全性があれば安心して資金を提供できるかというポイントが、決めると言ってもよいであろう。特に米国では投資家は、情報が不十分であると感ずると、危険プレミアムとして、その分利率が高くなければ投資できないという態度を取る。米国における証券化の進展も、そのテクニクが飛躍的に発展したということは、ファイナンシャル・エンジニアにとっては大変な業績ということになるのである。本当は、人が人をなかなか信用しなくなったということの裏返しであり、良く言えば世の中の流動性が高くなった、悪く言えば世の中がすさんできたことを意味している。その意味で証券化のテクニクの難易度は、その社会における人間同士の信頼度のバロメータであると言っ

でも言い過ぎではないであろう。

話がすっかり金融の専門分野に傾いてしまったが、こういう一見常識に反するような議論というのは、各業界でもっと積極的に行うべきである。理念、理想を語るときには、年令、性別、会社名、肩書きは関係ないはずである。すべて本人の知識と経験、および教養と良心に基づいて行われるべきである。そして理念、理想を話すとき、決して最後の結論を急ぐべきではない。何度も堂々巡りを繰り返すべきである。理念、理想を語り、結局それは非現実的であるという結論に達する、そういう議論を根気よく何十回も繰り返すべきである。何十回、あるいは何百回と堂々巡りをしているうちに、何か新しい現実的なアイデアがポロツと出てくるのではないだろうか。そして本当の傑作は、妥協を重ねた現実論の積み上げとしてではなく、すべての問題点を同時にかつ明快に解決する答えとして、稲妻のごとく一瞬きらりと光るようにひらめくのではないだろうか。

もうこれまでの仕事を続けていても食えないのであるから、もし仕事をしている振りをするための仕事しかないのであれば、昼間からいろいろな人と会って話をしてい

たほうが、よほど将来のためになる。前々から思っているが、昼間から酒を呑んで話ができる酒場がオフィス街にあってもよいと思う。普通、人は理念、理想を語るとき、夜、酒を呑みながらやろうとする。ところが夜の酒場でどんなに盛り上がっても、一晩寝てしまうと情熱がさめて、心のなかは元に戻ってしまう。おまけに夜遅くなれば健康にも悪いし、家族にも迷惑をかける。しかし朝から酒を呑んで盛り上がれば、その勢いで午後仕事ができる。まじめにやっているだけでは食えない時代、これくらいの芸当は平気でやれるようにならないと、新しい途は開けない。やはり人と人が話をするということは、非常に意義のあることだと思う。人と人が力を合わせると、一足す一が三になることもある。話をする相手は会社内とか業界内とか、狭く考えるべきではない。特に証券会社に勤める人は、カネの反対側にあるモノの世界をよく知るためにも、非金融業の人々と積極的に話をする機会を持つべきである。ただし話をしてそれでいくらの仕事になるか、などと姑息な算盤をはじいては、決して人は会ってくれない。接待などという商売気丸出しの場所からは、新しい発想は生まれたいだろう。まじめに人の話を聞き、金融御用達としてその人のためにはどのようなお手伝

いができるのだろうかという視点から、自分が持つプロフェSSIONナルとしての知識、経験、理念、理想との接点を、自分の力で探さなければならぬ。

この平成の時代、いろいろなところで水滸伝が生まれ、低成長のなかにも夢と希望を持って積極的に生きる仲間が増えていくことを、切に望んで止まない。



おわりに

本書を読まれた方の多くが最初に感じられる疑問は、この本はだれを読み手と想定して書かれた本だろうかという点であろう。結論を言えば、本書は特に読み手を想定していない。本書は著者が思ったことをそのまま文章にして著したものであり、特定の読み手を対象として書き下ろしたものではない。そのため話題があちらこちらに飛んだり、専門的な話が出てきたりと、大変読みにくいものになってしまった。これも著者の未熟さ故のこととして、御容赦頂ければ幸いである。

本文のなかで第一話から第七話までは、ある親しくさせて頂いている方への私信として最初は書かれたものである。当時大学の非常勤講師をはじめたばかりということもあって、大学の話が第一話に來ている。そして第二話から第六話までは、数理分析アナリストとして実際に仕事をするなかで感じたこと、疑問に思ったこと、また腹が立ったりしたことを書き綴っている。結局数理分析という窓を通じて見た金融の世界

というのは、数理や合理性では納得することのできない人間の本音と、理論・理屈との戦いであった。わたしも最初は金融テクノロジーの純粹に技術的な側面、言わば「華」の部分に興味を持ち、それを使っているのと分析を行うことに素朴な喜びを感じていた。しかし、数多くの顧客と会話を重ね、さまざまな問題の解決に取り組むうちに、技術の裏側に潜む落とし穴、あるいは技術では解決不可能な人間の心情の問題というものを、否応なく見せつけられることになった。金融の世界に入る前にやっていた輸出営業や経済予測の世界では、はじめから理論や技術の限界というものが見えていた。しかし金融の世界に入ってきたとき、ここだけは他と違って理論や技術がそのまま通用するだろうとの期待を持っていた。実際、金融の世界というのは、外から見ているとまだそういう形式的な美しさというものを残しているのである。しかしそれも数年間の幻想でしかなかった。金融の世界でも結局人間という非常に不思議なものを前にして、どのような理論や技術も立ちすくんでしまうのである。第七話「人間と動物のあいだ」では、そのような一種途方に暮れたような自分の心情を記している。第七話を記したのが九二年の十月頃で、ちょうどそのころ純粹に金融技術論をま

とめた会社の出版物も完成して、仕事もひと区切りついたという気持ちになった。

そして第八話から第十五話までは、それまでの「技術屋」という立場を忘れて、ひとりの人間としてもう一度金融の世界を見渡したときに何が見えるか、思い付くままに書き綴っている。特に第十四話には芸術という言葉が出てくるが、これは自分自身の解釈では、人間の心情に訴える力を持つ技術という意味である。具体的にそれがどういうものであるのか、そういう技術を通じて何が生まれてくるのか、それを探すがこれからのわたしの仕事である。光を求めて迷い込んだ金融の世界、当分思い惑う日々が続くものと観念している。

最後に、著者に数多くの考えるヒントを与えて下さった株式会社牛之宮代表取締役松藤民輔氏、そのほか草稿の段階からご意見をお寄せ下さった多くの方々、また本書の出版に御尽力頂いた近代文藝社の芳村みどりさんに、この場を借りて感謝の意を表するものである。

一九九三年五月

藤原直哉





## 著者略歴

- 1960年 東京都生まれ  
1983年 東京大学経済学部卒業  
住友電気工業株式会社入社  
1985年 経済企画庁経済研究所出向  
1987年 ソロモン・ブラザーズ・アジア証券会社入社、投資  
戦略調査部で株式・債権の数理分析に従事  
1993年 独立、藤原金融技術研究所設立  
現在 ・藤原金融技術研究所代表取締役  
・株式会社牛之宮専務取締役  
・東海大学政治経済学部非常勤講師  
・東京大学先端科学技術研究センター協力研究員

## 著書・論文

- ・「計量経済分析再考」、共著、『経済分析第112号』、  
経済企画庁経済研究所編集、1988年3月
- ・『計量経済学の実際』、共著、新世社、1990年7月
- ・『米国モーゲージ証券投資の基礎と応用、その1、  
その2』、ソロモン・ブラザーズ社、1992年2月、10月
- ・『モーゲージ証券市場の新展開』、翻訳、ソロモン・ブラザ  
ーズ社、1992年10月

現住所 東京都目黒区下目黒3-7-28-403 (〒153)

## 共感・勇氣・自然

— 新たななる金融を夢見て —

1993年9月9日 第1刷

著者 藤原 直哉 (ふじわら・なおや)  
発行者 福澤 英敏  
発行所 株式会社 近代文藝社  
〒112 東京都文京区目白台2-13-2  
(03) 3942-0869 郵便振替 東京7-68875  
定価 1,600円 (本体1,553円)  
印刷 信毎書籍印刷株式会社  
製本 小泉製本所

© Naoya Fujiwara 1993 Printed in Japan

ISBN 4-7733-2071-0 C0095 P1600E  
落丁・乱丁本はお取り替えいたします

ISBN4-7733-2071-0 C0095 P1600E 定価1,600円(本体1,553円)