

資産価格のランダム性に関する歴史的考察

栗林 訓

Historical Survey of Randomness of Asset Prices

Satoshi Kuribayashi

Summary

It seems that 'history repeats itself' in asset markets.

This paper surveys the history of asset price movements. Part I reviews the bubble of Japanese asset markets in the late eighties, Part II touches upon the random character of prices, Part III reviews the bulb and the bubble of European countries in the seventeenth and eighteenth centuries, Part IV traces the speculative price movement in the post-war US stock market, and Part V takes a general view on the Black Monday in 1987.

パート I. 東京バブル再考

- 東京証券取引所に上場されている1500銘柄の時価総額は、ニューヨーク取引所に上場されている2250銘柄の時価総額よりも大きい。
- カリフォルニア州と同じくらいの面積しかない日本全体の国土の時価は、アメリカ合衆国の全国土の時価よりも大きい。(同じく、皇居の地価はカリフォルニア州の地価よりも高い)。
- 日本の国策電信電話会社であるNTTの株式は、東京証券取引所において3300億ドルと評価されている。これは、IBM、エクソン、ゼネラル・エレクトリック、ゼネラル・モーターズを合計した時価よりも大きい。
- 野村證券は日本最大のブローカー業者であるが、東京証券取引所での時価総額は710億ドルであり、これはアメリカにおけるすべての証券会社の時価総額の合計よりも大きい。

以上挙げたのは、アメリカの週刊誌『フォーブス』1987年5月18日号からの抜粋である。

東京証券取引所がニューヨークを抜いて文字どおり世界最大の取引所になったこと、株式に劣らないすさまじい土地騰貴、NTTの時価総額はアメリカを代表する企業群(ブルー・チップ銘柄)をはるかに凌駕していること、野村證券1社の時価総額の巨大さ、等々、レポーターであるアメリカ人もびっくりしたにちがいない。『フォーブス』誌のタイトルは「日出ずる国、日本」をもじって、「株出ずる国」(Land of the Rising Stocks)となっている。

しかしながら、同記事の趣旨は、日本における株価と地価の異常な高騰、株式市場規模の大き

さなどを賞賛することではない。その正反対である。痛烈な皮肉と批判がある。そのうちのいくつかは傾聴に値する。

「西洋のアナリストは欧米流の尺度で日本株を評価しようと何度も試みてきたが、常に失敗した。欧米流の分析ツールによって日本市場を理解しようとするのは、ちょうど、寿司をケチャップでまぶしながら食べることに同じだ」。

「日本市場は、ニューヨーク市場—そこでは、利益や配当金、資産価値や利率が公正に評価される—の極東版ではない。東京市場は60年前のアメリカ市場に似ている。インサイダー取引や市場操作が平然とおこなわれている」。

「日本のルールでは株式市場には相場場のバイアスが組み込まれている。信用買い（株価上昇への賭け）は許されており、広く利用されている。しかし、空売り（株価下落への賭け）は、現物株式を保有していない場合、禁止されている。もし日本株を空売りしたいならば、シンガポール株式市場に行って日経先物を使うしかない。空売りの欠如は、株価の過激な変動をチェックする最も有効な手段を取り去っていることを意味する」。

「選挙銘柄とか政治銘柄と呼ばれるものがある。選挙キャンペーンの資金を調達するための銘柄である」。

「この市場は、アメリカ市場よりはパチンコ屋に似ている。素早い動作と騒音！アメリカの市場は完全ではないが、効率性という観点からすると東京は原始的な市場である。東京は大きい。しかし裾野が広いとはいえない。いとも簡単に操作されているのである」。

そして、この不可解な市場に関するレポートを次のように結んでいる。

「価格形成が価値の論理ではなく、禅の精神に依拠しているように見える株式市場をどうやって評価すればよいのか？」

『フォーブス』誌の特集では、徹底して欧米流の立場から日本市場にアプローチするという姿勢が貫かれている。それなりに偏見や事実誤認があるかもしれない。しかし重要なのは、うわべだけの世界最大の株式市場とそれに参加する投資家、証券会社、さらには政治、行政に対する忌憚のない意見、批判である。

「チャールズ・マッケイが『大衆の妄想と群衆の狂気』の中で描写している集団的なヒステリー（病的興奮）状態は、日本の株式投資家にあてはまるのではないか。歴史的にも有名なオランダのチューリップ球根や南洋の香辛料に取り憑かれたマニアたちの躁状態と最近東京で起こったことは酷似している」。

つまり、歴史は繰り返したということか？

パートII. ランダム・ウォーク（酔歩）

株式や不動産の価格、すなわち資産価格の歴史を簡単に振り返ってみよう。

株価の変動を学問的に最初に取り上げたのはイギリスの統計学者、モーリス・ケンドールである。1953年の王立統計学会において、彼は株価の時系列的な動きを実証的に研究した論文を発表した。株価には規則的な循環がみられると予想していたが、結果はまったく逆であった。ケンドールは次のように結論している：「株価はあちらこちらに彷徨する系列に従っているように見える。傾向線や時系列モデルの当てはめは役にたちそうにない。ゆえに1週間後の株価を予測するの

はほとんど不可能であり、無意味である」。

株価があらゆる方向に不規則に動き回ることを、株価は「ランダム・ウォーク」(酔歩)に従うという。千鳥足のことである。

ここでランダム・ウォークの原型であるブラウン運動に触れておこう。実は、株式市場の効率性やオプション理論では、株価がブラウン運動に従うことを仮定しているのである。

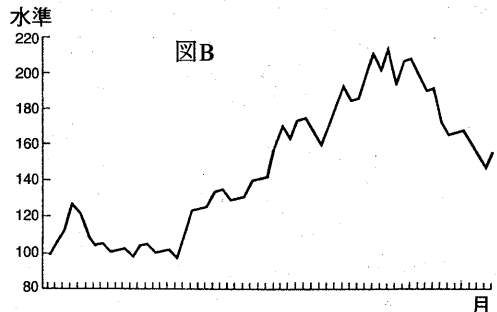
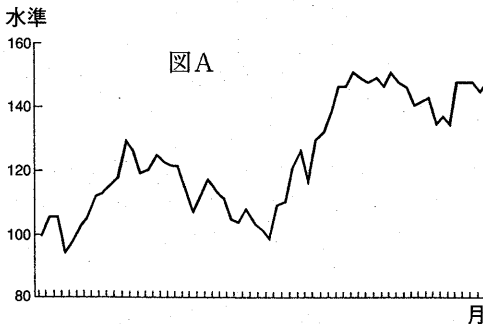
1827年、イギリスの植物学者ロバート・ブラウンは、水中に投げられた花粉がランダム(不規則)に動き回ることを観測した。ケンドールの株価に関する観測と同じである。その後、物理学では多数の分子の衝撃に左右される粒子の運動を叙述する際にブラウン運動が利用されるようになった。1905年、アインシュタインはブラウン運動を数学的、定量的に定式化することに成功する。特殊相対性理論の発表と同じ年であった。多くの物理学者や数学者(量子力学のプランクや確率論のレヴィイなど)がこの研究に従事するが、中でもサイバネティックスの創始者であるウィーナーの業績を忘れることはできない。ブラウン運動はウィーナー過程とも呼ばれる。

この分野では日本人の貢献も大きい。パリ・アカデミーの会員に選ばれた伊藤清や飛田武幸がいる。

ところがアインシュタインより以前にブラウン運動をオプション評価に利用した人物がいた。フランスのルイ・バシェリエである。1900年、パリ・アカデミーに提出された彼の博士論文のタイトルは『投機の理論』であった。アインシュタインより5年前にバシェリエは同様の定式化をしたが、不幸にも彼のこの画期的な論文は長い間無視されたままであった。1964年に英訳されている。因みに、当時のパリ・アカデミーの学長は数学者のダルブーであり、バシェリエの論文はアンリ・ポアングレに捧げられている。バシェリエの影響かどうか定かではないが、イギリス・エコノミスト誌の評価では、世界で最も有能なロケット科学者(いわゆるクォンツ)はフランス人ということになる。

さて学史はこのくらいにして、株価のランダム・ウォークで大事なものは、株価は不規則に変動し、過去の動きから将来を予測するのは不可能であるという点である。

問題：図Aと図Bは、S&P500指数の5年間の動きと、ランダムな実験の5年間の動きを示したものである。どちらがS&Pか？

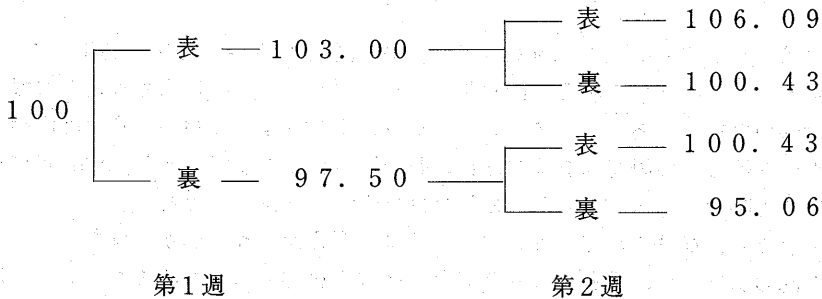


株価のランダム・ウォークを初めて検証したケンドールは次のようにもいっている： The series looks like a "wandering one", almost as if once a week the Demon of Chance drew a random number from a symmetrical population of fixed dispersion and added it to the current price to determine the next week's

price. 「(価格の) 系列は不規則に彷徨し、あたかも週1回、「偶然という悪魔」(the Demon of Chance) が一定のちらばりをもつ対称的な母集団から乱数を引き、それを現在の価格に付加して次週の価格を決定するように見える」。対称的な母集団というのは正規分布のようなものであるが、これは後でまた出てくる。

ケンドールの指摘でいちばん重要なのは、将来の株価はまったくランダムに決まるという点である。すなわち、ランダム・ウォーク (酔歩) に従うのである。

ランダム・ウォークは以下のような例で理解される。ある投資家が100 (万円) を持っており、コイン投げのゲームに参加するとしよう。各週末にコインが投げられる。コインの表が出れば投資額は3%の利益が得られ、裏が出れば2.5%の損失を被る。ゆえに、第1週末の投資家の資本は103 [=100×(1+0.03)] か、97.5である。第2週末にまたコインが投げられ、表、裏に従って投資家の資本 (ポジション) が決まってくる。このゲームから投資家のポジションは下図のように求められる：



図に示されているように、1,2週続けて表が出れば第2週末には106.09になるが、続けて裏が出れば95.06になってしまう。どちらになるかは前もって分からない。神のみぞ知るである。コインを投げるのは「偶然の悪魔」である。

周知のように、歪みのないコインでは表、裏が出る確率は各々0.5である。これがケンドールのいう「対称性」である。ここから期待収益が計算できる。すなわち

$$\text{期待収益} = 0.5 (+3) + 0.5 (-2.5) = 0.25\%$$

であり、これを上例の過程は週当り0.25%のドリフトをもつという。ドリフトとは期待収益のことである。

上例の過程はランダム・ウォークに従っている。というのは、週毎のポジション変化が独立しているからである。各週末に表、裏が出る確率は0.5であり、これはその前の週末におけるポジションとは無関係であり、またそれまでに表、裏が出たパターンとも無関係である。このように独立な変動を伴う過程をランダム・ウォークという。

さて、代表的な株価指数とランダムな実験の答であるが、前掲の図Aが1980年から84年の実際のS&P500指数の動きで、図Bが上例のようなコイン投げのランダム・ウォークである。正解はおそらく五分五分であろう (実際、「経営情報システム論」を受講している約200名の学生のうち、正解は100名であった)。両者の間に判然とした違いがないということが重要である。株価の動きは「偶然という悪魔」が作り出した系列と区別がつかないのである。

株価がランダム・ウォークに従うということから、いくつかの示唆が得られる。たとえば、現在および将来の株価の動きは過去の動きから独立しているから、テクニカル分析は無意味である。過去のパターンをいかに厳密にチャートから読み取っても、現在および将来の株価を説明することは不可能である。

株価の動きに影響するのは新しい情報のみで、言葉の定義から、過去をいくら分析しても駄目である。新しい情報はまさにランダムに発生する。ここから、テクニカルのみならずファンダメンタル分析も否定される。

現在の株価は、過去の株価に含まれている情報および入手可能な情報をすべて体現しており、このような市場は「効率的」と呼ばれる。現在の株価は過去から独立しているという意味で、効率的な市場は記憶をもたないのである。

さてランダム・ウォークによれば将来の動きや方向は過去の動向からは予測できない。すなわち、短期の株価変動は予測できないということである。投資顧問サービス、利益予想、複雑なチャート・パターンの分析などは役に立たないと主張する。ゆえにウォール街ではランダム・ウォークという言葉は風紀を乱す猥褻な意味合いで受け取られる。

目隠しをした猿が新聞の株式欄に矢を無茶苦茶に投げて選んだポートフォリオ（たとえば前掲の図B）と、市場のエキスパートが入念に選んだポートフォリオのパフォーマンスはほとんど変わらない。換言すれば、背広姿の紳士然としたアナリストは、尻丸出しの猿と比べられたのである。紳士が怒るのも無理はない。猿がランダムに選んだポートフォリオに勝るプロはせいぜい50%なのである。

プロの武装手段はファンダメンタル分析とテクニカル分析である。しかしランダム・ウォークの観点からはいずれの武装法も無益ということになる。

*A Random Walk Down Wall Street*の著者、バートン・マルキールによれば、プロの武装手段は2大伝統理論に根ざしている。基礎土台理論と空中楼阁理論である。

基礎土台理論 (Firm-Foundation Theory) は、株式であれ不動産であれ投資対象商品には「本質的価値」という支えがあり、これは現状および将来を注意深く分析して決められるとする。市場価格がこの本質的価値を上(下)回れば、売り(買い)である。投資戦略は頭を使わなくてよい。ある投資商品の実際の価格と本質的価値を比較するだけである。

この理論を代表するエコノミストは「配当還元モデル」を提唱したウィリアムズであろう。彼はケインズと同時代人で、株式の本質的価値は将来の配当金を現在価値に還元して求められると主張した。アーヴィング・フィッシャーもこの系列に入る。エコノミスト以外では、わが国でも一時期もてはやされたグレアム&ドッドの『証券分析』がある。

空中楼阁理論 (Castle-in-the-Air Theory) は「心理的価値」に専念する。扇動者は経済学に革命をもたらしたケインズ卿である。ケインズによればプロの投資家は本質的価値の計算にエネルギーを使わない。そうではなく、大衆投資家は将来どのように振る舞うか、大衆は上昇相場で彼らの望みをどのようにして空中楼阁に築き上げるかということをプロは分析するのである。投資で成功するには、楼阁建築に最も敏感に反応する投資環境を評価して大衆よりも早く買わ(売ら)なければならない。

基礎土台理論は労多くして益少なしとケインズは言う。ロンドンの実務家があくせく働いているとき、低血圧でもあったケインズは毎朝彼のベッドで1時間半ゆっくりと市場の動きを分析した。実際このやり方でケインズは自分の資産を増やしたばかりでなく、母校ケンブリッジ大学キ

ングズ・カレッジの財産を10倍にしている。同性愛者として評判の芳しくなかった希代の哲学者
ウイトゲンシュタインを、ノルウェーの辺境の地からケンブリッジの教授に迎えることに尽力し
たのもケインズである。

投資には理由づけは必要ない。群衆心理の分析があるだけである。この意味で空中楼阁理論は
「より多くの愚者理論」(Greater-Fool Theory)とも呼ばれる。ある価格以上で買う大衆が必ず現わ
れると信じているからである。

空中楼阁理論の実践家としてケインズの名前をあげたが、その他にもこの理論を信奉するエコ
ノミストがいる。フォン・ノイマンと共にゲーム理論を創始したオスカー・モルゲンシュテルンは
70年に『株価の予測可能性』という本を出している。彼らに共通しているのは、株式市場の研究
には財務的な評価ではなく、応用心理学の原則の方が適しているという立場である。ケインズは
株式投資を新聞紙上の美人投票にたとえているが、これが空中楼阁理論のエッセンスといえよう。

投資の世界では、基礎土台理論はファンダメンタル分析と呼ばれ、企業の利益成長や配当、経
営戦略などのファンダメンタルな要因を分析する。いわゆるアナリストと称される連中が活躍す
る舞台である。他方、空中楼阁理論はテクニカル分析と呼ばれ、過去の価格トレンドなどのテク
ニカルな要因や大衆の心理などに重きを置く。チャーティストの世界である。

しかし残念ながら両者ともあまり当てにならない。一例として、プロがこのような分析に基づ
いて推奨した Four Seasons Nursing Centers of America (後出) という会社の株価が1968年の90ドル
から70年半ばにはたった2セントになったことをあげておこう。このような例は洋の東西を問わ
ず枚挙にいとまがない。その理由は追いついていく。

パートⅢ. バルブとバブル

歴史を振り返ると日本のバブルの状況、特に株式や土地の投機的現象に酷似するような出来事
に出喰わすことがしばしばある。その中でも代表的なものとして、17世紀のオランダを揺るがし
た「チューリップの球根」事件と、18世紀の「南海の泡」に関連したイギリスの事情を見ること
にしよう。両方とも投機の歴史では必ず語られる大事件であった。いずれも群衆心理の恐ろしさ
と空中楼阁理論の破綻を示唆している。ランダム・ウォークの観点から見たバルブ(球根)とバ
ブル(泡)の教訓である。

今日でもオランダ人のチューリップ好きは有名だが、そもそもはウィーン出身の新任教授が
1593年にトルコ産の珍種を持ち込んだ時に始まる。ところが教授の家に泥棒が入り、この球根を
売りさばいてぼろもうけした。球根に対する投機の萌芽である。

17世紀になるとモザイク状の斑模様が珍重されるようになった。斑が多いほど値段が高くなる。
マニアが登場し、球根栽培業者がこぞって奇妙な斑種を手がけ始める。球根の値段が上がりだす
と、人々は球根を投資対象として考える。「貴族も市民も、機械工も農民も、女中も煙突掃除人も
すべてのオランダ人が球根に手を出した」。その結果、オランダの産業は衰退していった。誰もが
球根ブームは永続すると信じ、土地や宝石、家具をチューリップの球根と交換した。このような
「球根の馬鹿騒ぎ」は1634年から38年まで続いた。

実はコール・オプションが初めて登場したのがこの時である。チューリップ投機家の発案で、
まさに「必要は発明の母」といえよう。コールによってさらに多くの人が球根投機に参加した。

しかしあらゆる投機と同じく、長い間球根の価格が高値を続けていると、ある種の人々はそろそろ売っておいたほうが賢明だと考え始める。するとそれに続いて売り出す人が出てくる。そして雪達磨が坂道を転げ落ちるように、加速的に価格が低下しパニック状態に陥った。大臣連中は価格が下落する理由は何もないと公式に表明するが、誰も聞こうとしない。ディーラーは破産し、球根の買い取りを拒否した。政府の価格安定政策にもかかわらず、チューリップの球根の値段はどんどん下がり、ほとんど無価値になってしまった。「とうとうチューリップの球根は玉葱の値段と同じになった」。

では早目に売った人はどうなったか？彼らもまたこの馬鹿騒ぎに飲み込まれた犠牲者なのである。球根ブームとその崩壊のショックはあまりにも大きく、オランダ経済はその後長い不況に悩まされる。何人も容赦しない不況の原因は「バルブ」への投機だったのである。

このバルブ事件は、人々の群衆心理の恐ろしさを物語っている。ひとたび一方向に流れだすと誰も止めることはできない。空中楼阁理論などは吹き飛ばされてしまうのである。せめてもの救いはコール・オプションの発案であった。しかし、これもリスク・ヘッジではなく、ディーラーが投機資金の捻出という目的で利用したのである。

オランダのチューリップ球根と並んで投機の歴史で特筆されるのがイギリスの「南海泡沫事件」である。バブルという名の由来でもある。

この事件が起こったのは産業革命の直前であるが、イギリスは長期的な繁栄を享受していた。国内にはカネがあり余り、投資対象を求めていた。当時、株式保有は特権階級に限られており、たとえば東インド会社の株主はわずか499人であった。投資家のニーズを受けて「南海会社」が設立されたのは1711年である。政府の債務1千万ポンドを引き受け南海貿易を独占するという特権を与えられる。誰もがこの会社の発展を信じて疑わなかった。事前に会社設立を知った者は55ポンドで国債を買い、「南海会社」が設立されるや否や額面100ポンドの株式と交換した。典型的なインサイダー取引である。

だが経営陣には南海貿易の経験者は1人もおらず、アフリカの奴隷船も手掛けるが利益は上がらなかった。船内の死亡率が非常に高かったからである。羊毛を満載した船が間違った港に着き、すべて腐らせてしまったこともある。また対スペイン戦争も起こり、貿易に支障が出始めた。しかし「南海」の株価は影響を受けなかった。

そうこうするうちに、フランスに亡命したジョン・ローという人物が、フランスで休眠状態にあった「ミシシッピ会社」を買収しコングロ企業に仕立てあげた。この会社は大陸の投機家のカネを吸い上げることに成功する。この時「ミリオネア」（百万長者）という言葉が生まれた。株価は2年で何の理由もなく20倍に跳ね上がった。この会社の時価総額はフランス国内の金銀の80倍にも達した。

一方、イギリスでは愛国的な声が高まりだした。なぜフランスの会社にカネが流れるのか？イギリスも対抗すべきである。その答が「南海会社」であった。1719年12月にはスペインとの講和が成り、南海貿易の見通しも明るくなってきた。メキシコの金をイギリスの木綿や羊毛製品と交換する事業も魅力的である。

1720年、「南海会社」が3千万ポンド以上の増資をするという案が議会を通ると株価は130ポンドから300ポンドに急騰した。大儲けした中には国王ジョージ1世の愛人とその「姪達」もいる。同年4月12日に300ポンドで新株を発行すると、数日で340に上昇した。味をしめた経営陣が400で発行すると、一月以内に550になり上昇は止まらない。7月15日にまた新株が売り出されるが、

800をつける。そして到頭1000ポンドを突破した。投機熱が最高潮に達したのである。

「南海会社」だけではカネを手放したがっている愚か者共のニーズに応えられない。そこでベンチャー企業が雨後の竹の子の如く現われる。対海賊用の船舶建設、人毛の取引、私生児用の病院建設、鉛から銀を抽出する事業、等々、枚挙にいとまがない。やがてこれらの試みはバブル（泡）と呼ばれるようになる。わずかに数週間でつぶれてしまうものばかりだったからである。

バブルの傑作中の傑作は、定款として堂々と「誰にも分からない偉大な事業をおこなう会社」を掲げた人物であろう。目論見書は前代未聞の報酬を約束した。午前九時、応募が開始されると人々が殺到した。五時間足らずで数千人の投資家のカネが株式に代わった。当の張本人はさっさと応募を締め切り大陸に出奔、行方をくらましてしまった。

バブルの終焉を示す兆候が徐々に出てきた。「南海会社」のようなバブルを皮肉ったトランプが発行されるようになった。そして最後の一刺しは意外にも「南海」の内部からである。市場での株価は会社の実態からかけ離れていると悟った経営陣がまず売り始めた。

このニュースが漏れ、株価は下げ基調に入る。パニック状態に陥るのに時間はかからなかった。政府の懸命の説得も無駄で、大衆の信任を取り戻すことはできなかった。「ミシシッピ」の株価ももちろん急落した。

ところで南海事件で大損をした中にあのアイザック・ニュートンがいる。彼は次のように叫んだ：「私は天体の動きを計算することはできるが、大衆の狂気を計算することはできない！」。

大衆をこれ以上痛めつけないために、議会はバブル法を施行して企業の株式発行を禁じた。同法が1825年に廃止されるまで、1世紀以上にわたりイギリスでは株式の発行はほとんど皆無という状態が続いた。「南海会社」という泡のような空中楼阁は、どこかの国でも土地や株式を土台に建てられたのではなかったか？

オランダのバルブとイギリスのバブルは決して過ぎ去った昔の物語ではない。同じような投機劇が今世紀のアメリカでも繰り返されたのである。

第1次大戦後の1920年代は、アメリカがイギリスに代わって経済的な覇権を握った時である。ローリング・トゥエンティーズといわれる。アメリカ中に樂觀ムードが横溢し、そのエネルギーが不動産と株式市場を襲った。

典型的な例は20年代半ばのフロリダの不動産ブームであろう。フロリダでは人口が着実に増加し、住宅の供給不足が生じた。不動産投資はたちまち数倍に膨れ上がり、全米の投機家がフロリダに馳せ参じた。「このマーケットには下落リスクなどない」と誰もが思った。昔、オランダ人がチューリップ球根について語った言葉である。

1923年に80万ドルで買ったパーム・ビーチの土地はすぐさま分割され、24年に150万ドル、翌年には400万ドルで売られた。ブームの絶頂期にはマイアミの不動産業者は7万5千を数えたが、これは市の総人口の3分の1に当たるといわれる。しかし、あらゆる投機に共通していることだが、フロリダにも当然終焉が来る。26年になると新規の買い手は見つからず、価格は軟化し始めた。投機家は手持ちの不動産を投げ売り、市場は崩壊した。アメリカの一地方、フロリダの不動産狂乱劇はウォール街壊滅の前奏曲だったのである。

カネ余りの20年代後半、株式による投機はアメリカ人の文化的娯楽にまでなっていた。イギリスからニューヨークにきた記者は次のように書いている：「ここでは禁酒法やヘミングウェイやエアコンや音楽や競馬のことも話題になるが、結局いつも株式市場の話に落ち着く。そしてここで初めて会話が真面目なものになる」。

このような風潮の中で相場操作による欺瞞的行為が蔓延してきた。代表的な相場操作は「投資プール」と呼ばれるものである。投資プールは業者の間の協力と大衆投資家に対する蔑視で始まる。まずプール・マネジャー（芸術家（アーティスト）と呼ばれる）が任命され、互いにクロス売買しないことを約束し合う。マネジャーは短期間でこっそり大量の株式を買い集める。そして取引所のスペシャリストを仲間に引き入れる。スペシャリストはブローカーのブローカーという機能を持ち、自己裁量で株の売買をとり仕切る。今日でも変わっていない。高い売り値、低い買い値注文の情報はスペシャリストが握っている。ここでプール・マネジャーが会員の間でプール取引を開始する。すなわち、仲間内で景気づけの空売り（ウォッシュ・セール）をおこなうのである。売り値が吊り上げられ、幻の価格情報がティッカー・テープを通じて全米に流れていく。大衆は何か大相場がありそうだと感じ始める。マネジャーの意向を受けた所謂株式評論家もはやし出す。マネジャーは経営陣を取り込んで、業績見通しは明るいというニュースを流し続ける。失敗するはずがない。テープ情報と捏造したニュースで大衆投資家を呼び込んだのである。

大衆が参加してきたら「栓を抜く」だけである。大衆投資家が買いなのだから、プールは売ればよい。プール・マネジャーは最初はゆっくりと、そして大衆が正気を取り戻す前に大量に、株を売り流す。「ローラー・コースター」の上げの最後で、プール会員は巨額の利益を手に入れ、大衆は水ぶくれした株を抱え込んでしまったのである。

ウォール街の狂乱劇第1幕で急騰した株価の一部を掲げておこう。

銘柄	1928年3月3日の始め値	1929年9月3日の高値	上昇率
ATT	179 1/2	335 5/8	87.0
バスレム・スチール	56 7/8	140 5/8	146.8
GE	128 3/4	396 1/4	207.8
モンゴメリー・ワート	132 3/4	466 1/2	251.4
NCR	50 3/4	127 1/2	151.2
RCA	94 1/2	505	434.5

ところで、このような事件には必ず銀行（家）が絡んでいるというのも、洋の東西を問わず共通しているようである。ウォール街の狂乱劇の幕間に登場するのがアルバート・ウィギンという男である。彼はロックフェラーの創設した名門銀行、チェイスのトップであった。チェイスは当時全米第二の規模を誇っていた。29年7月、ウィギンは相場が天井を打ったことを悟り、強気の投機に見切りをつける。それまでに彼は自行の株価を押し上げるため数百万ドルをプールにつぎ込んだともいわれる。チェイスの見通しは暗いと信じたウィギンは42000株を空売りした。

ウィギンの売りタイミングは完璧・絶妙であった。売り直後からチェイスの株価は落ち始め、11月にウィギンが手仕舞った時、彼は数百万ドルを懐に入れたのである。通常、経営者は自社の株式を保有することによって、会社の成長・発展に寄与し、株価を上昇させるべく動機づけられているが、ウィギンの場合は逆である。彼が君臨した銀行の株価を下げるという動機があったといえよう。

この話には続編がある。ウィギンは1932年に引退したが、チェイスの経営会議は彼の永年の貢

献に応えるために、年10万ドルの終身年金を与えることを全会一致で決議したのである。

さてウィギンの予想通り、29年9月3日に相場はピークをつけた。経済活動は何ヵ月も前から下降に転じている。9月5日、相場は急落した。あの「バブソン暴落」である。ロジャー・バブソンはマサチューセッツ出身の風采の上がない投資アドバイザーであったが、この日のビジネス・ランチで言明した：「ここ1、2年いつも私がこの時期に言っていることだが、大暴落はいずれ来る」。ウォール街の専門家はこの「予言者」の言葉をいつものように嘲笑した。しかし午後2時、バブソンの声明がダウ・ジョーンズのニュース・テープを通じて証券ブローカーに流れると相場は急降下した。ウォール街が気にも止めなかったひとりの男の言葉によって、一月前には考えられないことが起こったのである。

政府や銀行は何も気にすることはないとやっきになっていうが、相場は下げ続けた。この時、基礎土台論者のフィッシャー（イエール大学教授）は、株式は高原状態を永遠に持続するだろうと表明している。

10月21日（月曜日）の記録的な下げの結果、追い証に耐えられなくなった顧客が投げ売りを始める。売りが売りを呼び、取引の記録もできない状態に陥る。しかしフィッシャーは頑固に抵抗した：「相場は禁酒法の利点を織り込んでいない。アメリカの労働者は頼り甲斐があり、もっと生産的になる」。

「暗黒の木曜日」（10月24日）、出来高は13百万株に達した。株価は1回の取引で5ドル、10ドルと下落する。翌日、フーヴァー大統領は有名な診断声明を発表した：「わが国の産業は健全に繁栄する基盤の上に立っている」。

10月29日にNYSEは破滅を迎える。出来高は16百万株を越え、株価は垂直的に下落した。そしてこの下げはその後3年間続いたのである（下表参照）。

投機ブームは死に絶え、数10億ドルの価値が吹き飛び、何百万人もの夢が泡と消えてしまった。株式市場の大暴落のあと、アメリカは歴史上最も悲惨な不況に見舞われるのである。

下表は所謂ブルー・チップと呼ばれるアメリカの代表的な銘柄の株価下落を示している。前の表と合わせて、狂乱劇のすさまじさを読み取ることができよう（株配、権利付き増資は修正）。

銘柄	29年9月3日の高値	29年11月13日の安値	32年の安値
ATT	304	197 1/4	70 1/4
バシラム・スチール	140 3/8	78 1/4	7 1/4
GE	396 1/4	168 1/8	8 1/2
モンゴリアーワード	137 7/8	49 1/4	3 1/2
NCR	127 1/2	59	6 1/4
RCA	101	28	2 1/2

パートⅣ. 戦後アメリカの投機的株式相場

オランダの球根（バルブ）投機、イギリスの南海泡沫（バブル）事件、アメリカの地価と株価の狂乱は、いずれも大衆が空中楼阁を夢見た顛末といえよう。後世の歴史家が「大衆の狂気」と呼ぶ所以である。ではプロの機関投資家は正気であったか？この問いに対してマルキールの著書は示唆するところ大である。

アメリカの機関投資家の「正気振り」、投機による狂乱劇を、まだ記憶に新しい戦後の事例からチェックしてみよう。すべてわが国で起きた事とあまりにも酷似しており、「歴史は繰り返す」という単純な格言を信じたくなるほどである。

さてNYSE（ニューヨーク証券取引所）の売買高に占める機関投資家の比率は60年代まで50%程度であった。その後機関化現象が急速に進み、80年代半ばには75%を越えてしまった。ゲームが一変したのである。機関投資家の市場支配とともに相場の変動が激しくなる。彼らは新しい情報に対してより敏感に反応するからである。

GEがよい例であろう。1955年、GEの科学者がダイヤモンドを完璧に模造する技術を開発したと発表するやいなや、株価は1日で4.25ポイントも上げた。この技術は経済的には割高で、かつダイヤは宝石としては使いものにならないと分かっているにもかかわらずである。株価の急騰でGEの時価総額は4億ドルに達したが、これは全世界のダイヤ売り上げの2倍、工業用ダイヤ売り上げの6倍である。株価の急騰はGEの価値ある新技術によるものではない。空中楼阁を建てる買い手を惹き付けたからである。

60年代から80年代にかけて機関投資家は投機的な動きに積極的に参加した。彼らを支えたのは基礎土台理論による割安銘柄発掘という投資哲学ではない。より多くの愚者がより高い値段で株を買うと予想したからである。バルブやバブルと同じ考えである。

59年から61年は「成長」が高らかに叫ばれた期間といえよう。「飛翔する60年代」が合言葉になった。新技術による利益成長を誇る銘柄がブルー・チップを凌駕する。ウォール街は宇宙旅行、トランジスタ、クライストロン管（速度変調管）、光スキャナーなどの神秘的なものにとびついた。こういう事業に関わる銘柄が暴騰したのである。

PER（株価収益率）が投資尺度として定着したのもこの時期である。それまではPERは10倍から15倍が適度とされていたが、成長株では一挙に50倍、100倍にまでジャンプした。新設のコンピューター会社であるコントロール・データの株価はPERが200倍まで買われた。かつてのNTTを思い起させる。技術力をもった銘柄の株価は歴史的な高値まで買われた（下表参照）。成長神話が蔓延したのである。

繰り返すが、このような銘柄は基礎土台理論から買われたのではない。投資家は来るべき黄金の60年代に賭け、高値で買い漁ったのである。

もちろん、成長株フィーバーに慎重なプロの機関投資家も多かった。ニューヨークのある機関投資家は次のように言っている：「この相場はまったく気違いじみている。PERが10倍から20倍の優良銘柄があるにもかかわらず、みんな60倍、80倍の株を買いたがっている。理由は分からない。これは分別のある人間の関与する相場ではない」。

しかし、相場は、29年の大暴落を知らない40才代以下の新人類の勢いに振り回された。因みに新人類は Young Turks と呼ばれた。元々は1908年のトルコ革命をリードした血気盛んなトルコ青年党を指す。またトルコ産の悍馬をも意味する。

新人類の引っ張る相場は際限なく上昇した。ニューズ・ウィーク誌はあるブローカーの言葉を引用している：「新人類の投機家は一夜にして株価が倍になると信じている。恐ろしいことに実際そうだったのである」。そして成長株フィーバーは新規公開ブームへと続く。

銘柄	61年の高値	61年のPER	62年の安値	62年のPER
IBM	607	80.7	300	34.4
TI	206 3/4	87.6	49	23.0
マイクロウェーブ	60 3/8	85.0	8	12.7
フェアチャイルド・カメラ	88 1/4	42.0	31	13.1
ハートキン・エルマー	83 1/2	67.3	25	16.7

成長株フィーバーと並んで特筆されるのが新規公開ブームである。59年から62年にかけて、来るべき宇宙時代（飛翔する60年代）を先取りする銘柄が続々と公開された。証券会社の欺瞞的行為が横行し、そしてブームはあっけなく終わったのも、いつもと、そしていづこも変わらぬことである。

これは「トロニクス」ブームとも呼ばれる。エレクトロニクスとは何の関係もない会社が、語尾にトロニクスやトロン、オニクスを付け、何やら神秘的な格好で株式市場に登場する。たとえばアメリカン・ミュージック・ギルドという会社は、レコード盤やプレーヤーの訪問販売をしていたが、スペース・トーンに名を変えて上場した。株価は数週間で2ドルから14ドルに跳ね上がった。その他にもアストロン、トランジトロン、ビデオトロニクス、サーキットロニクス、エレクトロソニクスなどが現われる。なかでも秀逸なのはパワートロン・ウルトラソニクスであろう。これらの株価は信じられないほど急騰した。名前がゲームになったのである。どこかの国でも片仮名の社名が流行しているが、アメリカのトロニクス・ブームを彷彿させる。

さてSEC（証券取引委員会）の事後調査では、新規公開に伴う詐欺と相場操作が明らかにされている。典型的な手口として、規模の小さい会社の公開を引き受けた証券会社はその株式を自己保有して値上がりするまでは市場で売りに出さない。一種の相場操作である。また証券会社は、会社の役員、親類縁者などに優先的に割り当てるといふ親引けもおこなった。ある例では新株の87%がこのようなインサイダーの手に渡ったのである。まさにリクルート事件も真っ青である。

証券会社の裏を知らない大衆は時代の楽観ムードに浸り、これが新規公開に拍車をかけた。カクテル・パーティーの話題は公開株で独占され、婦人クラブの集まりでは絵画などの文化的な話を中止して、株式市場の勉強会にとりかかった。ウォール街で使われる特殊な投機的な言葉が絵画などの市場でも通用するようになる。

では市場の番人SECは何をしたか。詐欺や相場操作が明らかであれば、SECは行動する。しかし当時はスタッフも少なく、何よりも、公開会社がきちんとしたディスクロージャー（情報開示）をしているかぎりSECは関与できない。むしろ一般大衆の行動こそが最大の問題だったのである。目論見書に「当社には資産も利益もなく、将来、配当を支払う見通しもない。当社の株式は非常にリスクが高い」という注意書きがあっても、大衆は気にもとめない。タバコは健康に害があるという注意書きを気にしない喫煙者と同じである。新規公開株という熱病に罹った投

資家には何をいっても無駄で、SECはお手上げだった。

しかしブームの崩壊は早くも62年に来た。年初から下げていた相場は、5月28日、ダウ平均で記録的な暴落(34.95安)を演じ、NYSE全銘柄では200億ドル以上が吹きとんだ。29年の数倍である。ニューヨーク・タイムズは「地震が株式市場を襲った」と報じている。昨日までの「熱い」銘柄が一夜にして「冷たい」七面鳥(もしくはピザ)と化したのである。成長株、新規公開株の痛手が最も大きく、そして10年後にはこれらの株式はほとんど無価値の紙切れになってしまった(下表参照)。

暴落の原因として、証券会社やプロはケネディーの物価政策、財政政策のまずさを挙げた。自分達の投機的行動を棚上げにしたのである。ともあれ正体不明のナントカトロンクスの公開に血道をあげ、インサイダー取引や露骨な相場操作をした証券会社の犯罪的行為こそ糾明されなければならない。大衆は彼らに踊らされたのである。

銘柄	公開日	公開価格	初値	61年の高値	62年の安値
ブーントン・エレクトロニクス	61.3.6	5 1/2	12 1/4	24 1/2	1 5/8
ブリストル・タイムズ	61.3.20	7	16	23	3 1/2
ジェオフィジクス	60.12.8	14	27	58	9
マトロスペース・テクノロジー	60.7.19	3	7	7	1
マザーズ・クッキー	61.3.8	15	23	25	7
シーボート・エレクトロニクス	61.7.5	5 1/2	8 3/4	15 1/2	2 1/4
ユニバーサル・エレクトロニクス	61.11.25	4	4 1/2	18	1 3/8

新規公開ブームの後のあだ花が複合企業(コングロマリット)であった。これは経営学でいうシナジー(相乗)効果を企業合併の財務にあてはめたものである。すなわち、2+2は4ではなく5になるという財務的なトリックを利用する。一種の錬金術である。

独禁法は大企業による同一業種の買収を禁じていたが、他産業の企業買収は司法省の介入もなく実行することができた。合併によって複合企業は財務的なパワーをつけ、有利な条件で借入ができる。販売力も増し、人事や会計も効率的になる。結果として売上、利益のシナジー効果が実現する。表面的にはいいことづくめである。だがウラに魔術がある。

コングロ・ブームを推進したのは実戦経営の専門家ではなく財務の専門家であった。彼らはPERの分母となる1株当たり利益(EPS)を増加させるために、次のような手品を編み出した。A、B両社の株数は各々20万株、利益は100万(円)とする。両社の利益はこの水準で推移すると仮定する(成長企業ではない)。AのPERは20倍、Bは10倍で評価されている。両社のEPSは5であるから、Aの株価は100、Bは50である。

Aの経営陣はBを買収して複合企業を目指している。そこでBの株主に対して2対3の交換を提示する。すなわちBの株主は、Bの3株(時価は150)でAの2株(時価は200)を得られるから、この買収を是認する。ここにCというコングロ企業が誕生する。Cの総株数は333,333株、利益は200万になったから、EPSは6である。ゆえに合併によってEPSは1年で20%(5から6)も増加したのである!EPSが増加したのだから、PERは前のAの20倍をつけよう。つまりコングロCの株価は120になる。

Cは今度はDの買収を狙う。DのEPSは10、株数は100万株である。PERは10倍（株価は100）としよう。コングロCはDの株主に1対1の交換を提示する。100で120を買えるから、このオファーは成功する。新しいコングロの利益は300万、株数は433,333、EPSは6.92となる。

このトリックは連鎖的に続く。AもBも、コングロCも、Dも（粗）利益でみれば成長企業ではない。しかしEPSでは成長している。手品は明らかであろう。相対的にPERの高い企業が低い企業を買収する。名目的にEPSは増大するから、複合企業のPERは高く評価される。そしてさらに、低いPERの企業を買収していく。

みかけ上の財務的なごまかしに顔をしかめるウォール街のプロもいたが、成長のみに気をとられている投資家のカネはしゃにむに複合企業に向かった。実例をあげよう。下表のATOは63年から68年にかけて売上を1400%も伸ばした。これは買収のみによるものである。67年半ばには24日間で何と4社も買収した！もちろんターゲットは低PER銘柄であった。相次ぐ買収の結果、ATOの株価は63年の\$3から67年には\$73以上に跳ね上がったのである。

コングロの経営者は言葉のペテンも多用した。造船を海洋システムに、亜鉛掘削を宇宙鉱物に、鉄鋼精錬を素材技術にといった具合である。

しかし破局は68年1月19日に来た。コングロの元祖、リットンが第2四半期の利益が予想を大幅に下回ると発表したのである。リットンは10年間、年率20%以上の増益を続けていたから市場のショックは大きかった。投資家もようやく錬金術に気が付いた。7月、FTC（連邦取引委員会）がコングロ買収の調査に乗り出し、SECも会計検査に本腰を入れた。翌69年1月、再びリットンが減益を発表し市場の不安に拍車をかけた。売りが売りを呼び、コングロ相場は壊滅した（下表参照）。

さて、80年代には反コングロ現象が起きた。LBO（レバレッジ・バイアウト）である。このLBOブームもあだ花のように散ったことは記憶に新しい。

銘柄	67年		69年	
	高値	PER	安値	PER
オートマチック・スプリンクラー(ATO)	73 5/8	51.0	10 7/8	13.4
リットン・インダストリス	120 1/2	44.1	55	14.4
レダイン	71 1/2	55.8	28 1/4	14.2
テキストロン	55	24.9	23 1/4	10.1

コングロ相場と並んで、60年代半ばには投資信託の顧客獲得戦争に絡んだ投機的ブームがある。パフォーマンス（運用成果）が合い言葉となり、投信は競って成果の向上に努めた。それも長期ではなく短期決戦である。よく引き合いに出されるものに、フレッド・カーのエンタプライズ・ファンドがある。このファンドの67年のトータル・リターンは117%、翌68年も44%の成果を上げた。S&P500指数は67年が25%、68年が11%であったから、高パフォーマンスを誇るカーのファンドには新規に大量のカネが流れ込んだ。

こうして投資家大衆の関心は「馬」ではなく「騎手」、すなわちファンド・マネジャーに向けられた。騎手はダイナミックな株式に集中投資する。ジャック・ドレイファスの率いる成長ファンドはポラロイドに目を付け、ポラロイドの急成長期にうまく乗ることができた。エドワード・ジョンソンとジェラルド・ツァイが運用したフィデリティ・ファンドも少数の急成長銘柄に投資

して目覚ましい成果を上げた。彼らの運用の特徴は早め早めに銘柄を入れ替えるところにある。所謂ゴー・ゴー・ファンドの誕生である。多くの模倣者が現れ、彼らは「若きギャング」と呼ばれるようになった。

ツァイは66年2月にフィデリティーを去り自分でマンハッタン・ファンドを創設した。引き受けはベイチェ証券である。募集を開始すると、ツァイとベイチェの予想を10倍以上も上回る\$274(百万)ものカネが1日で流れ込んだ。1年後にはツァイの運用資産は4億ドルを越えている。かくしてツァイはウォール街におけるスーパー・スターの嚆矢となったのである。チッカー・テープを見ながら、ブローカー達は溜め息まじりにいう：「ああ、またツァイが買っている」。

パフォーマンス競争に血道をあげたのは投信だけではない。従業員退職年金のポートフォリオは確定利付きの債券から成長の高い普通株に向かった。大学の寄付基金のファンド・マネジャーもパフォーマンス一辺倒になる。この時ケネディー政権の中枢からフォード財団のトップに移ったマクジョージ・バンディーは、大学のポートフォリオ・マネジャーに対して軽率に過度のリスクをとらないように警告している。

しかし警告も何のその、60年代後半になるとウォール街はパフォーマンス投資一色になる。ファンド・マネジャーの戒律は単純である：少数の銘柄に集中投資し、より魅力的な銘柄があれば直ちにスイッチせよ。かくして短期投資が巾をきかせるようになり、ここからコンセプト銘柄(日本流に言えばシナリオ銘柄)が生まれる。手近にうまい話がありそうな株式を発掘する。その株が将来どうなるかと気に病むことはない。

コンセプト銘柄の代表的な例はゼロックスであろう。静電気を応用した乾式コピー企業という新しいコンセプト、脚本である。実際ゼロックスは新特許によって増益を続けた。ゼロックスの場合、嘘、偽りはない。けれども、脚本が信用できなくても、大衆の平均的な意見がこの脚本を信じさえすれば、投資マネジャーは納得する。時間をかけて企業を綿密に分析する伝統的なアナリストは相手にされない。若きギャングのひとりには次のようにいう：「こんな証券アナリストには耳も貸さない。欲しいのは素晴らしい脚本、素晴らしいコンセプトだけだ」。

マーチン・メイヤーは68年に最高のパフォーマンスをあげた投資マネジャーだが、ウォール街の彼のオフィスには「まず投資せよ。それから調査せよ」という看板が掲げられた。これは株式投資で長年言われてきたスローガンのちょうど正反対で、この時の雰囲気象徴的に表わしているといえよう。ギャング達は脚本銘柄を買い漁り、コンセプト・アプローチが地歩を築いてしまった。メイヤーの仲間のひとりには「われわれはいち早く情報を手に入れるのだから、数日後に大衆がこの情報に飛び付いて株価を上昇させるのを前もって計算できる。この情報が本当かどうかなど構うことはない」といっている。このアプローチはウォール街で革新的な投資手法とみなされるようになった。実は30年以上も昔にケインズ卿が踏襲していたのだが。

次はより具体的なコンセプト銘柄、シナリオ銘柄を取り上げ、その崩壊過程をみることにしよう。リクルート事件の萌芽を彷彿させるものがある。

コンセプト銘柄、シナリオ銘柄の代表としてNSM(ナショナル・ステューデント・マーケティング)を取り上げよう。創設者はコーテス・ランデルである。彼は富と成功のイメージをアピールするために、小型ジェット、ニューヨークの高級アパート、大型ヨット、バージニアの城、一流ゴルフ・クラブの会員権等を保有し、それを誇示した。若者の夢を惹きつけたのである。南海のバブルをそのまま踏襲したランデルの本当の職業は福音伝導者であった。証券アナリスト達は、ランデルからNSMの急成長を聞くたびに尊敬と畏怖の念を禁じ得なかったという。

ランデルの描いた脚本は、若者のニーズにマッチしたサービスに特化する唯一の企業というものである。これがウォール街で受けたわけである。コングロに倣ってNSMは買収に次ぐ買収で拡大したが、すべて大学生市場に的を絞った。雑誌、書籍、レコード、ポスター、夏休みのアルバイト情報誌、学生名簿、娯楽プログラム誌等の販売である。こうしてNSMは若者層の消費を吸い上げていった。

NSMの超楽観的な予測数字に疑問を抱くシナリオ投資家はほとんどいなかった。そしてツァイのマンハッタン・ファンドがNSMの12万株を5百万ドルで購入した時点で、ランデルの名声は固まったのである。機関投資家も負けていない。バンカーズ・トラストやモルガン・ギャランティーなどの老舗もNSMを買う。またハーバード、シカゴ、コーネル等の大学寄付基金も大量にカネをつぎ込んだ。遂にはあのマクジョージ・バンディーの率いる保守的なフォード財団の基金までがNSMを買い上げるという始末である。

当時のもうひとつの脚本は健康産業である。高齢化が進むなかで健康に対する関心が高まり、政府も民間も各種の計画を立案し始めた。これを捉えたのがFSNC（フォー・シーズンズ・ナーシング・センター）である。FSNCはワラント債を中心に負債調達で急激に膨張した。ワラントの人气が高過ぎて、投資家は株式を買う権利を行使しないという誓約書まで書かされたといわれる。FSNCの株に群がったのはアメリカの機関投資家ばかりではない。抜け目のなさでは人後に落ちないヨーロッパの銀行も馳せ参じた。あのロスチャイルド銀行も含まれている。FSNCの社長、ジャック・クラークはいう：「機関投資家がいなければ、こんなに早く成長できなかったであろう」。

NEC（ナショナル・エンバイロメント・コープ）は平凡な建設会社として出発したが、社名をNECに変えてからPERが上昇した。アングル・ジョンというレストラン・チェーンを買収すると即座にエンバイロフードという名前にし、さらに老人ホームや保険、清涼飲料にも手を広げた。

ミニー・パールというファースト・フードの会社はPS（パフォーマンス・システム）に社名変更になると、PERは∞（無限大）になった。利益がゼロだからである。

しかしシナリオ銘柄の崩壊は早かった。大量の負債を抱え込んだFSNCがまず70年6月26日に破産法第10条に基づいて破産申請を出した。またワンマンの扇動者の下では適切な経営陣が育たなかったことも、急成長したシナリオ銘柄の崩壊を加速したといえよう。さらには、虚偽の財務諸表も明るみに出た。PSの69年の公表利益は320万ドルであったが、SECの調査では実際には130万ドルの赤字だったのである。また株取引の不正行為もあった。NSMの創立者ランデルは有罪になり、8ヵ月を牢獄で過ごさなければならなかった。リクルート事件さながらである。

69年から71年の弱気相場で、コンセプト銘柄は上昇と同じ早さで下落の道を辿ったのである（下表参照）。この過程でいちばん騙されたのはプロ達であったことを銘記しておこう。

銘柄	68-69年の高値	高値のPER	69年末の機関投資家数	70年の安値
FSNC	90 3/4	113.4	24	0.20
NEC	27	103.8	8	3/8
NSM	35 3/4	111.7	21	7/8
PS	23	∞	13	1/8

わが国でもウォーター・フロント等々のシナリオに絡んだ銘柄が喧伝されることがよくある。投資家はアメリカの経験他山の石として、派手な脚本には落とし穴があることに留意すべきである。

すでに見たとおり、60年代、70年代初めのアメリカ株式市場は、成長株フィーバー、新規公開ブーム、複合企業相場、ゴー・ゴー・ファンド、シナリオ銘柄の人気化を経験したが、いずれも長続きするものではなかった。そこで見直されたのが「健全な投資」という原則である。一種の回帰・復古現象といえよう。

具体的には、ビッグ・ボード(NYSE)上場のアメリカを代表するブルー・チップ銘柄への投資である。確実な成長が約束されているブルー・チップに投資していれば、60年代の投機的相場のもたらした急落は回避されるという思惑である。したがって短期売買ではなく、長期保有が推奨された。投資家もファンド・マネジャーも日々の相場に一喜一憂することから解放されたわけである。

機関投資家を熱中させたのは約50社である。IBM、ゼロックス、エイボン、コダック、マクドナルド、ポラロイド、ディズニー等の銘柄が含まれる。すなわち、ニフティ・フィフティ(nifty fifty)の誕生である。因みにニフティは、「粋な」とか「魅力的な」を意味する。時価総額が巨大な会社ばかりで、機関投資家を買っても相場を攪乱することはない。将来の成長が確約されている企業だから、少々高くても買ってさえおけばいずれは報われる。先祖伝来の家宝のようなもので、売りに出されることはまずない。ゆえにニフティ・フィフティは「1回だけの投資決定」(one-decision)銘柄とも呼ばれた。一時のNTT株に似ていなくもない。

ニフティ・フィフティに火がつくと、ドッグ・レースのようなもので、大規模な年金、保険会社、銀行の信託等がこぞって買い上げていった。結局、実際には機関投資家はブルー・チップで投機をしたことになったといえよう。古典的な狂気・愚行がまた繰り返されたのである。

ニフティ・フィフティの株価は信じられないほど上昇した。下表は代表的な数社について1972年のPERを示している。いかなる企業も80倍、90倍のPERで成長を続けるのは不可能であるという事実を、機関投資家は軽々にも無視した。「愚言もうまく包装されると金言のように聞こえる」という諺が再び証明された。下表には80年初のPERも示されているから、この時の急騰振りを比較することができよう。

72年の狂奔は単純にアメリカの「自信の回復」を反映するものだともいわれる。リチャード・ニクソンは地滑り的な勝利で再選され、ベトナム戦争も平和裡に解決されるという甘い見通しがあった。物価統制が成功し、インフレも鎮静化した。しかしOPECの動向については誰も無知であった。事実、相場は72年初頭にすでに下がり始めている。相場が下落するにつれて、高PERのニフティ・フィフティの割高感が益々増幅される。

そして二極化(two-tier)相場が現われる。フォーブス誌から引用しよう：「ニフティ・フィフティは海中から飛び上がった。アメリカ全土が海中に沈んで、ネブラスカだけが浮き上がっているようなものだ。二極化相場は、一握りの光る銘柄と多くの海中に沈む石ころ銘柄から成る。ニフティ・フィフティを急騰させたのは、ずっと昔、オランダのチューリップ球根を急騰させたものと同じ理由である。すなわち、大衆の幻惑と群衆の狂気である」。相場の終焉は不可避であった。ニフティ・フィフティはまさに一発ずつ打ち落とされた。石油の禁輸はディズニーを直撃し、ディズニーランド、ディズニーワールドが大打撃を被る。ポラロイドは新製品の生産ラインで問題を抱えた。エイボンの株価は、フォーブスの批判的な記事が出ると、6ヶ月で50%も下落した。

本当の問題点は、ニフティ・フィフティの株価があまりにも割高に買われたところにある。か

銘柄	1972年のP E R	1980年のP E R
ソニー	92	17
ポラロイド	90	16
マクドナルド	83	9
インターナショナル・フレイバー	81	12
ウォルト・ディズニー	76	11
ヒューレット・パッカー	65	18

くしてファンド・マネジャーは二回目の決定、つまり売り決定をせざるを得なくなった。相場の崩壊過程で、かつての超優良株は完璧に叩きのめされてしまった。

ところで70年代後半のウォール街ではリゾートを一步進めて、カジノ（賭博場）関連の株式ブームに沸いたことがある。火付け役となったのが東部ニュージャージー州の海岸リゾート、アトランティック・シティーである。

周知のようにアメリカは建国以来、禁欲的なプロテスタント色が強い。例の禁酒法もこの宗教の影響なくしては考えられない。賭博などはもつてのほかである。唯一の公認賭博都市、ラスベガスはネバダの砂漠のオアシスとして人工的に建設され、あくまでも例外的な存在であった。

ニューヨークやワシントン、ボストンなどの東部の大都会で働く政財界人は日頃の激務からストレスがたまる一方である。息抜きに東部にもカジノを作ろうではないかという声が上がってきた。当時、州経済の低迷脱却を狙っていたニュージャージー州がこのムードを先取りした。それまでのタブーを破り、アトランティック・シティーにカジノを開設するという議案が州議会を通過する。相場の立て役者を探していたウォール街がこの話を見逃す筈がない。かくして東部のカジノは株式市場のどんちゃん騒ぎ、すなわち投機の種となるのである。

78年前半には、一握りのカジノ関連銘柄の時価総額はなんと15億ドルにも達した。この時の状況をバロン誌は「(投資家の) 合理的な考え方、思慮分別、懐疑心が見る影もなく粉々に粉砕されてしまった」と報じている。フォーブス誌は「60年代とまったく同じことが起きている」とコメントした。

当初マーケットの主な関心はリゾート・インターナショナル社であった。元の社名はメアリー・カーター・ペイントというぱっとしない塗装業者である。リゾート社はアトランティック・シティーにおけるカジノ・ライセンス取得の第一号となり、1年半はカジノ・ビジネスを独占すると考えられた。

リゾート社の株価は一挙に10倍に跳ね上がり、時価総額は10億ドルに達した。誰もが同社の競争力を信じて疑わなかった。賭博業が確固としたビジネスになったら、州政府、市政府は税金で締めあげるのではないかと懸念なぞ誰も気にしない。過去の投機的狂気と同じく、リゾートの株価はどこまでも上がると思われた。しかし78年に最高値108ドルをつけると、2年後には3分の1に下落した。

バリー社も賭博関連の人気銘柄であった。ライン・ダンスの美女とともにピンボール（アメリカ版パチンコ）やスロット・マシンはカジノになくしてはならない。バリーはパチンコ台の全米一の生産者であった。気をよくしたバリーはアトランティック・シティーに8千万ドルを投じてホテル・カジノの建設を目論む。78,9年にはバリーの株価は垂直的に上がった。投資家はバリーの資

産や将来の収益力、負債能力などを調べようとしめない。もし冷静に調査していれば、誰もウォール街の描いた餅には手を出さなかったであろう。79年にバリー株は急落して投資家の多額の資産が吹きとんだ。

この時のブームは賭博に多少でも関係している会社を巻き込んだ。投機熱という熱病が投資家の間に蔓延していた証拠である。最も極端な例はアライド・レジャー社で、この会社は77年に破産法第11条の適用を経験している。同社はフロリダの会社で、コイン・ゲーム機を作っていた。赤字にあえいでいたにもかかわらず、空中楼阁が建てられた。主な理由は、フロリダでもカジノ建設のゴー・サインが出るかもしれないというはかない希望であった。78年、赤字のアライド・レジャーの株価は1/4ドルから7ドルへと28倍に跳ねた。しかし80年に投機熱がさめると、株価は1 1/8に落ち込んだ。この時アライド・レジャー社の業績は順調に回復していたのである。熱がさめても、投資家は正常な判断力を喪失していた。

アメリカの賭博相場は短期間で花火のように散ったが、対岸の火事と違って見過ごすことはできない。株、土地のバブルがはじけた後、折からのリゾート・ブームに乗って根も葉もない空中楼阁が建てられるかもしれない。今まで見てきたように、わが国の株式相場は戦後アメリカの歴史を（驚くほど見事に）後追いしてきているのだから。

ボクシング流に言えば、投機家はダウンはするが決してノック・アウトされることはない。つまり、何回もカウント・エイトのダウンは喫するが、必ずリング内（市場）で起き上がるというわけである。あっけなく終わったカジノ相場の後釜を求めて、投機家は満を持していた。事実、彼らは不死鳥の如く蘇ったのである。

ところで79年から80年代前半にかけてのアメリカ経済は、レーガン政権のもと、金融政策が様変わりし、強いドルを標榜して高金利の時代を迎えた。その結果、アメリカの株式市場は低迷をきわめた。この状態は82年末まで続く。投機家のみならず、誰もが市場の復活を期待していたが、リード役を担ったのがまたもや新規公開であった。あの「黄金の60年代」の夢よもう一度、である。

「マーケットには気違いじみた食欲が充満している。テーブルの上に何か投げれば、人々は手当たり次第にががつ貪り食う」。これは老舗の投資銀行ファースト・ボストンの幹部の言葉である。長期にわたって沈滞していた株式相場にはフラストレーションが鬱積していたことを端的に物語っている。

83年前半のハイテク関連銘柄の新規公開は、60年代のブームをほぼそのまま踏襲したものであった。例によって社名を変えることも頻繁におこなわれた。ただし、今回はバイオテクノロジーやマイクロエレクトロニクスなどの新しい分野が含まれている。

当時の狂気振りはずさまじいもので、60年代のブームの仕掛人も二の足を踏んだほどである。83年の新規公開株の時価総額は150億ドルに達したが、これは史上最高を記録した81年を4倍も上回り、70年代全体の10年間を凌駕する。投資家にとって新規公開株は最もホットなゲームとなった。新たに上場される銘柄を買えば、自動的に儲けられるように思われた。公開されるや否や、ほとんどの株価は急騰したからである。洋の東西を問わず、よくある話である。

ハイテク・ブームの端的な例はダイアソニクス社であろう。この会社は医療機器の専門メーカーで、本拠はアメリカ・ハイテク産業の心臓部、すなわちサンフランシスコ南部のシリコン・バレーにあった。ダイアソニクスの株式は1株22ドルで公開されたが、取引初日に20%高の26 3/4の値を付けている。同社の時価総額は前年売上高の10倍、前年利益の100倍になった。83年のブ

ームでは、P E Rが100倍という数字は驚くに当たらない。ダイアソニクスの会長アーサー・ロックは保有していた株式を高値で売って330万ドルをふところに入れた。

ダイアソニクスの成功に触発されて、証券会社はシリコン・バレーの新興ハイテク企業の新規公開を目論む。二匹目の泥鰻を狙ったわけである。貪欲な投資家は泥鰻であれ何であれ、テーブルの上にあるものにはすぐ食らいつくと見込んだのである。

このような雰囲気なかで、アンドロロボットという会社が登場する。ロボットを製造する会社である。主要な製品はB O Bと呼ばれるロボットで完成間近であった。しかし同時にいくつかの問題が未解決であった。これは同社の目論見書でもはっきり書かれている。たとえば、製品はまだ開発途上であり、ハードウェアの技術的な障害も残っている。またソフトウェアは手付かずで、プロトタイプのモデルはユーザー・フレンドリーではない。そして最大の問題は、大量生産が可能かどうかという点であった。この障害を乗り越えなければ、アンドロロボット製品の市場自体が育たない。

しかし市場は目論見書に書かれた問題点を無視した。アンドロボットの公開時の時価総額は1億ドルと予想された。売上はゼロ、利益もゼロ、そして純資産もゼロという会社の市場価値が1億ドルに達するとは!!! しかも83年の新規公開ブームにあっては、アンドロロボットは決して高い買物ではなかった。

ちなみに、アンドロボットの新規公開を企図したのは、世間の評判のよくない弱小証券会社ではない。強気の牛 (bull) として勇名を馳せるアメリカ最大の証券会社メリル・リンチだったのである。当時アメリカにいたことのある人は、連日テレビや新聞で流されるメリル・リンチのコマーシャルを覚えているだろう: We are bullish on America.

さて、馬鹿騒ぎはこれで終わったわけではない。次はブルック・シールズやモハメッド・アリ(旧姓キャッシュ・クレイ) が登場する。

新規公開株が洪水のように市場に流れ込んだ。フォーチュン・システムとかスペクトラビデオという会社群である。60年代のブームと同じく、一般に俗受けする業種が多かった。

このような俗受け「優良株」のなかにファイン・アート社がある。この会社はまさに美を売る企業として登場した。ファイン・アートの目論見書によれば、核となるビジネスは名画や彫刻の収集とその複製販売である。同社の所有する主要な資産に、旅芸人から名門プリンストン大学に入るまでのブルック・シールズを撮ったヌード写真があった。ブルック・シールズといえば、わが皇太子もファンの一人である。

当然、法的な問題が絡んでくる。ブルックの母親は、思春期前の11才の少女ヌード写真を売り物にすることに対して訴訟をおこした。しかしファイン・アートは、これはあくまでも美的目的なのであって、しかも優良企業が手掛けるのだから問題にならないと主張してしりぞけてしまった。

このような会社が引っ張る相場が長続きするはずがない。そして、小規模企業、新規公開銘柄ブームを虐殺する役割を担ったのがモハメッド・アリ・アーケード社である。

アリ社の公開条件は、1セント出せば1株プラス2ワラントを交換できるというユニークなものであった。数多くのゴミのような会社の条件と比べれば、それほど異常な価格ではない。しかし、チャンプ・アリ自身が彼の名前をつけた同社の株式を買う意図がないことが暴露されてしまった。ここで初めて投資家はこの相場を真面目に考えるようになったといえる。

だが遅すぎた。小規模企業の株価は劇的な下落を演じた。特に新規公開株の下げは壊滅的であ

った。下表に示されているように、投資家は80%、90%のカネを失ったのである。

当時の相場を調査したレポートによると、82年後半から83年半ばにかけて、新規公開株式のサイズは500万ドル以上といわれる。このような新規公開株は、84年3月初めまでの1年間で平均して50%以上も下落した。84年の春には株式相場全体が下げたが、新規公開株の下落率は市場をはるかに越えるものであった。

モハメッド・アリ・アーケード社の目論見書の表紙には、リングに仁王立ちするチャンプの雄姿が描かれている。デビュー当時、アリ（キャッシュ・クレイ）は「蝶のように舞い(float)、蜂のように刺す」と豪語した。アリ・アーケード社は結局、公開(float)されなかった。83年7月に公開を予定していたアンドロロボット社も断念した。しかし、すでに見たように、多くの会社が公開された。そして、過去に何回も繰り返されたことだが、蜂に刺されて痛い目にあったのは投資家なのである。

相場の歴史は教訓に富んでいる。企業の利益を予想したり、他の投資家の強気、弱気を正確に判断するのは非常に困難である。また、投資家の株式評価には流行とかスタイルがあり、これが株価形成に重要な役割を果たすこともある。つまり株式市場は空中楼阁理論で説明される場合がある。この意味で投資は非常に危険なゲームなのである。相場がある特定の銘柄のもつ特色をはずすと、金融の専門家は似たようなものを代替的に次々と作り出す。大衆は大金を投じて、これを買って込んでしまう。そしていつも高い買物につくということになる。

公開株	83年の公開価格	高値	84年半ばの株価
アクティビジョン	12	12 3/4	1 3/8
ダイアソニクス	22	27 1/2	1 7/8
ファイン・アート	2	2 1/8	1 1/4
フォーチュン・システム	22	22	3
スペクトラビデオ	6 1/4	16 3/4	1/4
テレラム通信	7 1/2	31	1 1/2
ビクター・テクノロジー	17 1/2	22 1/8	3/8
ウィルキャット・システム	18	18 1/4	1 7/8

パートV. ブラック・マンデー

16世紀オランダのチューリップ球根（バルブ）をめぐる狂乱的な投機、17世紀イギリスの南海泡沫（バブル）事件、そして1929年の株価大暴落から80年代までのアメリカ株式市場の投機的な変遷を追ってきた。しめくくりとして、87年10月の「暗黒の月曜日」（ブラック・マンデー）に触れておかなければ片手落ちであろう。

1987年10月19日、月曜日、ニューヨークに始まった株価の大暴落は東京、ロンドンにも飛び火し、世界の主要市場は未曾有の混乱状態に陥った。市場を閉鎖したり、取引時間を短縮するという強制的な手段もとられた。82年から続いた5年にわたる長期上昇相場が1日にして崩壊してしまったのである。

「暗黒の月曜日」は、投機的現象というよりも、市場を取り巻くいくつもの要因が立体的に絡み合ってもたらされたものである。アメリカの双子の赤字問題、コンピューターによる自動売買（いわゆるプログラム・トレーディング）の盛行、通信の技術革新と規制緩和による情報伝達のスピード・アップ、グローバル化の進展等々、いずれも80年代半ばから登場したニューフェースばかりである。この時期には、金融新商品の開発に積極的に取り組んだウォール街の大手投資銀行、証券会社の利益は空前の数字に足した。

さて、ブラック・マンデーは激変する投資環境を象徴する出来事であるが、市場関係者、政策担当者のみならず、投資家に対してもかけがえのない教訓を残した。そこで大暴落の背景を探ってみることにしよう。

ニューヨーク市場（ダウ工業株30種）における508ポイントという史上最大の下げの原因は何だったのか？様々な点が指摘されているが、大方は以下のようなものである。

まずアメリカ経済の抱えるマクロ的な構造欠陥があった。財政と貿易の双子の赤字問題については抜本的な改善策が提示されておらず、短期的には到底解決不可能である。より悪化する可能性も否定できない（その後の湾岸戦争の勃発、長期化でさらに悲観的な見通しが大勢を占めたが、とりあえず短期の動きは無視することにしよう）。

そこに、当時の財務長官であったジェームス・ベーカー（後に国務長官）のショッキングな発言が飛び出した。ルーブル合意を無視したととれる対マルク・ドル安容認発言である。週末のベーカー発言が、19日（月曜日）の大暴落の引き金となったと見る向きは今でも多い。政策トップの発言に敏感に反応する、いわゆる心理的なアナウンスメント効果である。

金融政策面では、カリスマ的なFRB議長のボルカーからバトンタッチしたグリーンSPANの基本的なスタンスは、インフレを懸念して金融引き締め策を堅持するというものであった。市場の流動性は縮小気味に推移し、金利も10%を越える水準に達した。

また、ワシントンで議論されていた税制改革案が与えた心理的な影響も見逃せない。TOB（企業乗っ取り）を規制するための改革案で、企業の買収資金に充当される負債の金利支払い額を損金算入から外そうというものである。TOB関連銘柄は10月16日の金曜日に大幅下落を演じ、つられてダウも落ち込んだ。

大手の投資銀行は、TOB銘柄を対象にしたリスク・アービトラージ部門を抱えていたが、ブラック・マンデー前後で巨額の損失を被ったといわれる。一般的なアービトラージ（裁定取引）は、異なる市場で成立する同一商品の価格の違いを利用する取引で、リスクを伴わない。これに対してTOBアービトラージは、値上がりの予想されるTOB関連銘柄を保有し積極的にリスクをとる取引で、成功すれば報酬は大きい。この利益貢献部門が一転して赤字部門になってしまったのである。メリル・リンチをはじめとして、大手の中からTOBアービトラージから撤退するところが出てきた。現在振り返ってみると、これはM&A（合併・吸収）ブーム終焉の前兆と見てよいかもしれない。大手の商業銀行もM&A関連の融資を渋り始めた。

このほかにも、中東危機の深刻化（当時はイラン・イラク戦争）、間近に迫った大統領選挙の不透明など、経済、金融、為替、税制、政治という株式市場を取り巻く環境（ファンダメンタルズ）の悪条件が出揃ったわけである。こういう状態になると、投資家の間では「バンドワゴン効果」が影響しやすくなる。すなわち、馬車（バンドワゴン）に乗り遅れまいとして、相場が一方に片寄るのである。

ブラック・マンデーの背景として、ファンダメンタルな要因をいくつか挙げたが、次にテクニ

カルな問題を見ることにしよう。ハイテクと精緻なモデルを駆使したコンピューター・トレーディングである。大暴落の悪役として具体的に名指しされたのがプログラム・トレーディングとポートフォリオ・インシュアランスである。

プログラム・トレーディング（以下PTと略す）は、現物と先物のスプレッド（価格差）を利用するアービトラージ（裁定取引）である。リスクを積極的にとるTOBアービトラージについては先に触れたが、PTはリスクを伴わない。たとえば、スプレッドが0.5%以上あれば、割安の現物（もしくは先物）を買い、同時に割高の先物（もしくは現物）を売る。現先を同時に売り買いするというところが肝要である。

ブラック・マンデー当時、PTの代表的なユーザーは証券会社（投資銀行）、年金基金、大手金融機関などであった。ユーザーのコンピューターは時々刻々、S&P500の各銘柄について売り買いのシグナルを出す。これを受けてブローカーはNYSEのDOT（Designated Order Turnaround）システムを通じて、フロアのスペシャリスト（NYSEのマーケット・メーカー）に注文を出す。

DOTはNYSEの誇る株式自動取引システムで、コンピューター・トレーディングの先駆けとなったものである。トレーダー、ブローカーなどの注文を、マーケット・メーカー（値付け業者）であるスペシャリストにつなぐ役割をもつ。このシステムは、数百銘柄の現物を瞬時に取引できるようになっているから、PTには必要不可欠である。PTは、同時に、CME（シカゴ・マーカントイル取引所）に上場されているS&P500指数先物で逆建てして利益を確保する。

NYSEのフィーラン理事長は、10月19日（ブラック・マンデー）の取引終了時に、PTを相場急落の犯人ときめつけ、翌20日からはDOTをPTアービトラージには使用させないと表明した。つまり、PTは20年代の相場操作と同じ悪役にされてしまったのである。

しかし、PTは本来、頻繁な売り買いを通じて市場の流動性を高め、かつ、相場に対しては中立的であるはずである。しかも、19日の出来高に占めるPTの割合はあまりにも低かった。フィーラン理事長は15%程度と推定したが、実際は10%を割っていた。悪役PTの片棒を担いだとされたCMEのメラメド会長は、10%という水準は通常時を下回るといっている。

ところで、PTに対するNYSEとCMEのスタンスは、両者の先物取引に対する見解の違いを浮き彫りにしており、興味深い。NYSEは子会社としてNYFE（ニューヨーク先物取引所）をもっているが、CME、CBTを有するシカゴの先物取引所に比べれば、月とスッポンである。80年代に入って、シカゴは先物、オプションなどの派生的商品を核にした金融新商品を次々に上場していった。現物オンリーのNYSEにしてみれば面白くない。シカゴの先物に流れるカネをニューヨークの現物に還流させたいのだが、限界がある。そこでPTに対しては規制せよという雰囲気になったといえよう。一方、シカゴにしてみれば、規制は時代の流れに逆行する暴挙ということになる。

ブラック・マンデー時点の問題は、むしろ、売りが多過ぎて、取引が成立しなかったことであろう。価格テープ情報は2時間も遅れ、まったく機能しなかった。当時のDOTコンピューター・システムの限界は、1日の出来高換算で4億株といわれていた。それが19日の月曜日には6億株を越えたから、システムがパンクしてしまったのである。いわゆるシステム・リスクの恐ろしさを露呈したといえよう。ブラック・マンデー直後にシカゴを訪問したが、世界最大の先物取引所であるCBT（シカゴ商品取引所）は、新聞などのマス・メディアを利用して公然とNYSEのシステムを批判していた。

また、19日における現物と先物のスプレッドは15%を越え、ギャップの大きさが異常な水準に

達した。かくしてどこにも買い手が見つからないという事態に陥った。アウトライトで株式を売る年金もあった。当然のことながら、救世主のごとくもてはやされたポートフォリオ・インシュアランスもその効果を発揮できなかった。

次にこのポートフォリオ・インシュアランスとブラック・マンデーの関係をみることにしよう。

ブラック・マンデーの原因としてプログラム・トレーディングと共に悪役にされたのがポートフォリオ・インシュアランス（以下P I）である。これは損失の底（フロア）をセットする戦略である。つまり相場下落に対して防衛手段を提供する。アメリカでは機関投資家のニーズに合う戦略として人気が高まっていた。ブラック・マンデー直前の時点で、P Iによって運用されているファンドは800億ドルと推定されている（利用状況については下図参照）。

単純なP Iでは、株式相場が下がると株式を売り、同時にT B（短期国債）のような安全資産を買う。下落が続けばT B保有比率が100%になるまで投資する。典型的な順張りである。実際には、取引費用が安く、流動性も高い先物が利用される。株価指数先物を利用するP Iでは、相場が一定の幅だけ下落すると、コンピューター・プログラムは、損失を最小限にとどめるために指数先物を売る（ショートする）。株価がさらに下がれば先物も下落するから、先物のショート・ポジションで利益を確保し、保有株式の損失をオフセットすることができる。相場が下がれば、先物契約を売り続ける。逆に相場が上昇すれば、指数先物を買うことになる。

前に触れたように、19日の現先スプレッドは15%に達していた。買い手が見つからない。14日にニューヨークのダウ平均は95ポイント落ちたが、このときP Iは先物を売り続けている。これが株価の下落を誘い、さらに先物も下がるというサイクルに入った。ちょうど1年前、NYSEのフィーラン理事長はP Iが相場変動を増幅すると予言したが、それが当たったかに見えた。

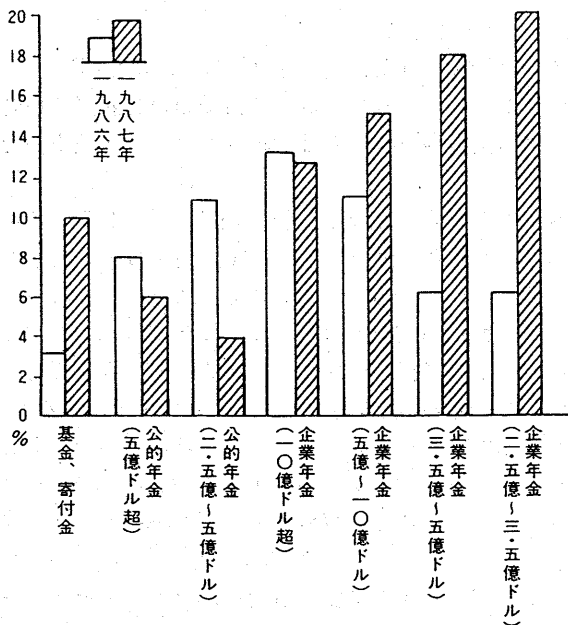
もし大量の資金がP Iで運用され、株式市場の大宗を占めていれば確かに下落の要因になり得る。しかしながら、現実にはP Iは完全には機能しなかったし、またP Iによる運用資金はそれほど巨額のものではなかった。2年前で150億ドル、ブラック・マンデー直前で800億ドル前後である。これは年金基金の保有株式の6%から7%、株式時価総額の2%に過ぎなかった。またP Iの利用者も機関投資家やP Iの専門会社に限られていた。

SEC（証券取引委員会）はブラック・マンデーに関するレポートのなかで、プログラム・トレーディングやポートフォリオ・インシュアランスの利用と相場変動は無関係と結論づけている。先物やオプションが完全には定着していないわが国で、このような新手法に対する安易なアレルギーが出たが、むしろ市場の整備、流動性の維持、投資家保護などの面で改善すべきであろう。ウォール街さつての理論家、フィシャー・ブラックのコメントを肝に銘じておく必要がある。「P Iに制約を付けると、傷つくのは投資家だ。現物か先物か、どちらかひとつの市場にしか投資できなくなってしまう」。プログラム・トレーディングやポートフォリオ・インシュアランスは、本質的にはリスク・ヘッジの手段なのである。

ところでP Iのコストは高いといわれる。相場の状況に応じて売り買いを繰り返すから、手数料がかさむ。アメリカでは年間約4%と推定されている。このコストは事前には把握できない場合が多い。フロアの値、投資期間、現物と先物のスプレッド、そして最も重要なのは株式市場の変動性である。これらが保険（インシュアランス）コストを決定する。

ブラック・マンデー以後、P I運用資金は急減し、替わって伝統的な逆張り手法であるT A A（戦術的資産配分）がリバイバルした。これについては機会があれば触れることにしよう。

ポートフォリオ・インシュアランスの利用状況



壊滅的な状況に陥った10月19日（月曜日）の場が引けてから、ニューヨークを中心にして様々なドラマが展開された。翌20日、世界中がNYSEの相場動向を見守った。はたしてNYSEはメルト・ダウン（溶融）してしまうのか？

月曜日の真夜中、スペシャリストの大半は徹夜で電話機に向かった。マネー・センター・バンク（ニューヨークの大手商業銀行）に緊急融資を要請するためである。あるスペシャリストは、月曜の11時から未明の零時半まで同じ銀行に5回も電話をしたが、融資を断られている。そして午前3時には他のスペシャリストと合併せざるを得なくなった。

当時NYSEのスペシャリストは52社を数えた。各銘柄は各スペシャリストが独占的に値付けする。彼らは取引手数料を得る代償として、売り買いの注文がバランスしない場合には自己在庫で立ち向かわなければならない。

19日の相場終了時点で、彼らは15億株を抱えてしまった。通常の10倍である。損失は10億ドルを越えたが、これは自己資本の3分の1強に相当する。銀行からの緊急融資が受けられなければ、スペシャリストは倒産し、NYSEがメルト・ダウンするのは必至である。

火曜日の早朝、FRBのグリーンズパン議長はテキサス州ダラスのホテルにいた。そこでNYSEの危機を救った、短いが劇的な声明を発表した。この時、FRBの政策は金融引き締めから緩和へと180度転換したのである。グリーンズパンはダラスでの講演会を中止して急遽ワシントンに戻った。レーガン大統領、ペーカー財務長官等とトップ会談をもつためである。ここから金融政策の実行はニューヨーク連銀のコリガン総裁の手に移る。すなわち市場に流動性を供給する権限をコリガンに与えたのである。

午前9時半、NYSEはオープンした。寄り付きは200ポイント上昇したが、長くは続かない。プログラム・トレーディングやポートフォリオ・インシュアランスはすでに市場から消えていた。

現物、先物いずれも売り一色になる。主要銘柄も取引が成立せず、指数は無意味になった。買い手がないから売るにも売れない。スペシャリストは深刻な資本危機に直面した。株式担保価値の下落から、銀行は融資に応じようとしなない。

12時15分、CMEはS&P500指数の先物取引を停止した。この時点でウォール街の大手投資銀行は、これ以上の混乱をさけるためにNYSEに対して市場閉鎖を懇請、12時半にはNYSEも閉鎖を検討し始める。市場閉鎖の決定権を握るのは大統領とNYSE理事長だけである。SECやFRBにはない。

ところが12時38分、奇跡が起こった。細々と取引を続けていたCBTのMMI指数の先物が急反発したのである。MMIはアメリカを代表する主要20銘柄から成る指数で、17銘柄はダウ30種に含まれている。CBTでは、それまで60ポイントのディスカウントにあったMMIに12ポイントのプレミアムがついた。これはダウの360ポイント・プレミアムに相当する。

この奇跡の主役は誰だったのか？真相はヤブの中である。大手投資銀行による意図的な操作という憶測もあった。ともかくダウ反発の引き金になったことは事実である。

投資銀行は別の舞台でも必死の努力をしていた。自社株買いの要請である。ファースト・ボストンは200社にアプローチしたといわれている。メリル・リンチやシティー・コープなどの金融株のみならず、ITT、アリジース、USX、ハネウエル、フォード、ヒューレット・パカードなどが自社株買いを実施した。

火曜日の午後になると、コリガン総裁の流動性増大策にマネー・センター・バンクが応じ始めた。10大銀行の証券会社等への融資は空前の120億ドルに達した。

ダウ平均は前日比102.2ポイント高で引けた。出来高は「暗黒の月曜日」をさらに上回り、6億株を越えている。

こうして、火曜日のメルト・ダウンは救われたのである。

このほかに東京が下げ過ぎなかったことなども、好材料であったといえよう。世界の主要株式市場で値幅制限をしていたのは東京だけであった。しかし、何といたっても危機に対するアメリカのチーム・プレーの強さが再認識されたのは確かである。これは金融の歴史に残るだろう。あの湾岸戦争に対するアメリカ国内の団結も、国民性の表れである。

ブラック・マンデーの大暴落は、株式市場におけるグローバリゼーションの様々な側面を見せつけたといえる。

1987年の前半、外国人のアメリカ株購入額は184億ドルに達した。時差の関係もあり、寄り付き後の30分間に集中する場合が多い。相場のムード・メーカーの役割を果たしたわけである。グローバリゼーションの「明」の部分である。

「暗黒の月曜日」は「暗」の部分を象徴している。ニューヨークの大暴落は津波のように全世界を襲った。下落幅が最も大きかったのはシンガポールとシドニーで、30%に達した。ヨーロッパ市場ではロンドンの22%が最大である。東京の痛手は相対的に軽かったが、これは前に触れたように、値幅制限があったからである。それでも12%下げている。香港では4日間にわたり市場を閉鎖したが、再会後は33%の下落で始まった。

ロンドンの急落はアメリカ系の証券会社、投資銀行の経営悪化を加速した。民営化されたブリティッシュ・ペトロリアム株を大量に抱え込み、巨額の損失を出した。

ゴールドマン・サックスは年間で20%の減益となり、従業員の10%にあたる750人を解雇する計画を発表したし、サロモン・ブラザーズも800人を解雇した。ドレクセル・バーナム・ランバー

ル、キダー・ピーボディ、シアソン・レーマン、ファースト・ボストンも人員削減に追い込まれた。

なかでも最悪のケースは、中堅のL・F・ロスチャイルドとE・F・ハットンであろう。ロスチャイルドは倒産か身売りの淵に立たされ、結局倒産した。老舗のハットンはシアソンに合併されている。また、ジャンク・ボンド絡みの不祥事からドレクセルが倒産したことは記憶に新しい。

当然、証券会社の株価は大幅に値下がりした。ハットンは36.50ドル（10月9日）から16.88ドル（10月20日）へ、ロスチャイルドも15ドルから6.63ドルまで落ち込んでいる。

取引所の会員権価格も軒並み下落した。シカゴの3大取引所をみると、CBTのフル・メンバーシップは53万ドルから33万ドルに、CBOE（オプション取引所）は45万ドルから29万ドルに、CMEの指数オプション会員権価格は17万ドルから10万ドルにといった具合である。ブラック・マンデーまで日本の金融機関が買い上げていったわけだが、最高値でつかまされたところが多かったことは想像に難くない。

テクニカルな面では、値幅制限という規制が課せられたことが大きい。シカゴの取引所は、指数先物すべてに値幅制限をつけることに同意した。プログラム・トレーディングやポートフォリオ・インシュアランスに一定の枠をはめたのである。その後、全米の取引所が日本に見倣って（？）値幅制限を導入した。

ところで、ブラック・マンデーの救世主はなんといってもFRBである。1930年代の過度な引き締め政策による金融機関の倒産という歴史の教訓が生かされたといえよう。FRBはラスト・リゾートの役割を見事に果たした。

そして、マネー・センター・バンクのウォール街における影響力も見せつけられた。金融新商品ブームに乗って、証券会社はわが世の春を謳歌していた。しかし、いったん苦境に陥ると、マネー・センター・バンクに頼らざるを得ない。アメリカの投資銀行、証券会社の自己資本は平均して商業銀行の10分の1以下といわれる。この資本力の弱さが「暗黒の月曜日」に露呈されたのである。予算の大幅カットから、80年代前半に華々しく現われた新商品も、今後どの程度のもので出てくるのか、悲観的にならざるを得ない。

もうひとつ付け加えれば、大暴落の究明以上に重要なのは、異常な高株価水準を支えた背景は何だったのかということである。S&P500のPERは23倍という記録的な高水準にあったし、大企業の株価は簿価の3倍、資産再評価の1.16倍まで買われていた。配当還元モデルによれば、適正価格の1.8倍という計算も出ている。

要するに買われ過ぎということだが、この背景にあるのはもちろんジャパン・マネーであった。アメリカのある年金コンサルタントは皮肉まじりに断言している：「アメリカ株がこれだけ上がったことは合理的な尺度では説明できない。アメリカにはなにかしら投資価値があるというようなロマンチックな理由から、日本人が買い上げてきたのである」。そして最大の打撃を受けたのが日本の投資家であった。

ブラック・マンデーの後、数年で東京バブルもはじけ、日本経済はかつて経験したことのないデフレ・スパイラルという「悪しきサイクル」(vicious cycle)に突入した。歴史に学ばなかった愚者に対する応報であろうか？

最後に、20世紀初頭に（すなわち、100年前に）日本の未来を予言したフランス人の大衆心理学

の泰斗、Gustave Le Bonの言葉を引用しておこう：“The rise of Japan is marvelous and unparalleled in the World’s history. Her progress can be compared to that of a comet which flashes across the sky, but pursues an irregular orbit, is dangerous to approach, and is extremely uncertain as to its appearance and disappearance. Japan, like the comet, may some day abruptly pass away from sight yonder beneath the horizon.”

参考文献

Arnold J. Toynbee, *A Study of History*.

Gustave Le Bon, cited in Toynbee, *op. cit.*

Forbes, May 18, 1987.

Paul Krugman in *Fortune*, August 18, 1997.

Charles Mackay, *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*.

Joseph de la Vega, *Confusion de Confusiones*.

John Kenneth Galbraith, *A Short History of Financial Euphoria*.

Burton G. Malkiel, *A Random Walk down Wall Street*.

Peter L. Bernstein, *Capital Ideas*.

Satoshi Kuribayashi, *Built-in-Tradeoffs*.

P. H. Cootner, *The Random Character of Stock Prices*.

R. A. Brealey, *An Introduction to Risk and Return from Common Stocks*.