

## 金融資本主義の行方

### —グローバル化する直接金融—

大井 幸子

(株)SAIL代表取締役社長)

#### はじめに

本来、資本主義は、アダム・スミス以来、近代市民社会成立を前提とし、民主的な政治制度と法の支配の上に「公共の福祉 Common Wealth」を推し進める経済システムであり、また、金融は国民経済の発展を支える「国家の屋台骨」であった。

ところが、二〇〇八年のリーマン・ショック後、グローバル化した金融資本主義は、「強欲資本主義」のレッテルを張られ、「マネーゲーム」が金融危機の諸悪の根源のように報じられた。いったい、資本主義はこの三〇年でのように急速に変質したのか、今後どのような更なる変化に私たちは直面するのか。

本稿のテーマは、グローバル化、直接金融、国際金融市場の成立、オルタナティブ投資、国家資本主義、政府系ファンドである。筆者はこの二五年を米国ウォール街で過ごし、こうした事象が現実目の前で展開する現場に居合わせた。その中で、金融が実体経済とかけ離れてゆき、また、日本が世界の動きから取り残され、どんどん内向きになっていく様子を見てきた。本稿の内容は、筆者の実体験に基づいている。

本稿は四章からなり、第一章ではIT革命を経て広がったグローバル化の流れを追い、グローバル化がもたらす本質的な変化に言及する。第二章では、米国の一九八〇年から二〇一〇年までの三〇年の金融史を振り返り、五つの景気サイクルを経て、直接金融とグローバル化の動きがどのように進んだのか、国際金融資本主義の成立過程を検証する。

第三章では、新興国の台頭と国家資本主義の成立について述べる。さらに、国際金融市場で直接金融の仕組みが進行すると同時に、その担い手として、政府系ファンドの巨大マネーが直接金融にファンド投資という形で参入している現状に言及する。

第四章では、金融が「国家の屋台骨」として機能すべく、国民経済、地域経済、そして個人のレベルに分けて、金融のあるべき姿を探る。グローバル化とは反対のベクトル、すなわち、人々が日々生活する地域社会や家庭、そして国民国家における経済の営みとそれにふさわしい金融の在り方についてまとめる。

## 一 グローバル化の本質

### (1) ベルリンの壁崩壊から始まった激流

#### 一九八九年—IT革命の起点

一九八九年、中国で民主化運動が天安門事件に発展し、また、ソビエト帝国の崩壊を象徴するベルリンの壁が崩壊するなど世界を震撼させる大事件が相次いだ。日本にとつて、一九八九年はバブル景気が最高潮に達し、日経平均株価がピークをつけた年となり、その後は「失われた二〇年」が今でも続いている。

一九八九年にグローバル化の動きが決定的となった。IT（インフォメーション・テクノロジー、情報通信）革命の始動である。IT革命はインターネットの実用化、ビジネス化から始まった。一九八〇年代半ばまでに、ワールドワイド・ウェブ（www）は、ソ連の核攻撃から米国本土を守る軍事目的の通信技術として開発されてきた<sup>①</sup>。

従来のタテ割りの、上から下へと伸びていく命令系統であれば、どこか一か所が攻撃を受け機能不全となると、その下へ命令が伝わらなくなってしまう。たとえば米国の一都市が核攻撃を受けると、その都市から先に命令が届かなくなり、戦闘指令や市民の避難命令などに不備が生じ、多くの命が犠牲になる危険がある。しかし、一か所が攻撃を受けても、命令系統がクモの巣のように自在に広がり、つながり合う通信システムであれば、相互に補完し、生き残ることができる。

中継点が自律的につながってゆく情報通信システムは、単にファックスや電報に代わる、より便利な通信手

段にとどまらない。従来のビジネスのやり方、既存の政治体制、そして、社会の仕組みを根本からかえてゆく。これがIT「革命」といわれる理由である。

一九八〇年代の米ソ冷戦下、米国の軍事技術開発はワールドワイド・ウェブの実用化に迫っていた。そして、ソ連崩壊以降、米国はこの軍事技術をインターネットという新しい通信システムに民営化し、実用化に向けて動き出した。インターネットでは、あらゆる情報はデジタル化され、大量のデータを速く、安く、一瞬にして送ることができる。しかも、そのデータはウェブ上どこへでもシームレスに伝達される。インターネットを中核としたあらゆる新規事業の可能性が開かれた。

米国では一九九〇年代半ばから、インターネットでモノやサービスを売るドットコムの起業が相次ぎ、ドットコム・ブームが巻き起こった。アマゾン・ドットコムは、書籍のネット販売を始めた。ヤフーやイーベイはネット・オークションを開始し、また、オンライン・トレーディングなど、ネット上のさまざまな新規事業が立ち上がっていった。ドットコム企業は次々とナスダック上場を果たし、その株価はネット株ブームで右肩上がりに上昇を続けた。

米国はドットコム・ブームに湧き、新規事業を立ち上げる起業家（アントレプレナー）が続出した。米国には起業家精神（アントレプレナーシップ）を奨励する、新規事業参入の支援体制が整備されている。創業まもない企業に資金提供する「ベンチャー・キャピタル」、企業の成長段階で未公開株に投資する「プライベート・エクイティ」、そして、企業が上場を果たす段階では活発な株式市場が、資金繰りをサポートする。

ベンチャー・キャピタルを始めとする私的なファンドは、投資家から資金を集め、技術革新や新規のビジネスモデルを掲げる起業家の事業に資本を提供する。ベンチャー・キャピタリストは、優れた起業家をサポート

する目利きであり、新規事業への初期投資は、企業が好調に成長し、株式上場を果たせば大きな投資収益を生み出す。

インターネットを支えるコンピュータ技術やソフト開発の最先端は、サンフランシスコ近くのシリコンバレーに集中している。世界中の有能な学者や研究者が集まるスタンフォード大学を始めとする研究所、そして資本を提供するベンチャー・キャピタルもまた、シリコンバレーを中心に独自のネットワークを築いてきた。実際、ベンチャー・キャピタルは多くの新規事業を資金面と経営面でサポートし、成功に導いてきた。

新進気鋭のベンチャー企業においては、従来の縦割りではなく、シームレスな情報伝達を促進するフラットな組織が経営を支え、そして、社員には積極的に収益に貢献する働き方が求められる。IT革命は、新事業を支える企業組織、経営、意思決定、働き方まで、従来のビジネスのあり方を根本的に変えていった。

多くの大企業もまた、スピーディーな経営で成長を続けるベンチャー企業を見習おうと、経営の変革に取り組んだ。こうした経営努力の結果、米企業の生産性は向上し、国際的な競争力を強化していった。特に米の多国籍企業はITを活用し、海外への業務委託（アウトソーシング）を積極的に展開した。

米国流のビジネスが世界を圧倒するにつれ、ITビジネスをサポートする法的枠組み（知的所有権）や時価会計の実務に関してもまた、米国方式が「世界標準規格グローバルスタンダード」として世界に拡大していった。このように、IT革命とは、単なる技術的な利便性の向上にとどまらず、新たな産業を創り出し、ビル・ゲイツをはじめとする多くの起業家を世に送り出した。彼らの新しい経営スタイルやビジネスモデルは生産性を向上させた。そして企業経営に欠かせない会計や法律面のサポートも世界標準として世界に波及していった。こうして、米国は一九九〇年代半ばから本格化したIT革命を経て、世界経済をけん引する一国覇権主義を確

立した。

### グローバル化の先駆けⅡ民営化と小さな政府

米国発のグローバル化は、先進国でIT産業の興隆を促した。中でもIT革命の成果が受け入れやすかった国では、グローバル化に先駆けて一九八〇年代に大きな民営化を成功させていた。米国ではレーガン大統領（一九八一―一九九年）が、英国ではサッチャー首相（一九七九―一九〇年）が小さな政府を掲げ、経済自由主義政策を断行した。効率的な政府を目指し、減税、規制緩和そして自由競争をモットーとする新自由主義は、グローバル化を推進する礎を作った。

日本でも、同じ時期に中曽根内閣（一九八二―八七年）が国鉄、電電公社など大規模な民営化を断行した。さらに、二一世紀開けてから、小泉首相（二〇〇一―〇六年）のもと、郵政公社や日本道路公団などの民営化が進められた。

二〇〇〇年四月に、米国ではナスダック市場が急落し、ITバブルは破たんしたが、一方で、グローバル化の波は新興国を呑み込んでいった。新興国の台頭は目覚ましく、日本は新しいG20体制に向けて、効率的な国家を整備する段階に来ていた。小泉首相の「構造改革」は様々な批判はあったものの、グローバル化に対応すべく国内の改革を断行し、「骨太」の国家を目指すはずであった。

### (2) Disruption

IT革命とグローバル化が世界の隅々に波及するにつれ、先進国だろうが新興国だろうが、どのような国家

においてもその衝撃には共通してみられる特徴がある。

一九九八年にハーバード・ビジネススクールから出版された *Unleashing the Killer App: Digital Strategies for Market Dominance* (Larry Downes と Chunka Mui の共著) には、グローバル化の本質について詳細な解説がある。<sup>(5)</sup> ちなみに「Killer App」とは「なくてはならないアプリケーション」を意味する。パソコン (PC) に内蔵されるマイクロソフトの MS-DOS やインテルのペンティアムのような、それがないとシステムが作動しない不可欠な技術である。

インターネット時代、ビジネスで成功するには、Killer App をいち早く開発し、世に広め、市場を獲得することがキーである。マイクロソフトやインテルのケースから明らかなように、成功にはスピードとトップの決断力が求められる。技術革新はとどまることを知らず、より速く、より安く、より小型化する商品を開発する力とマーケットシェアを獲得する力の両方が、企業に求められる。

Killer App によると、IT 革命の特徴を裏付ける三つの法則がある。第一に、技術革新のスピードについて、その速さがいかに凄いかを証明する「ムーアの法則」がある。インテル社創始者のひとり、ゲリー・ムーアは、「一八か月ごとに、半導体のコンピュートینگ・パワーは二倍になり、コストは変わらない」と、テクノロジーの低価格化と大量普及のスピードに言及している。

米企業は「ムーアの法則」に従い、「選択と集中」によって、最小限のコストで最大の効果を狙う。収益性の高い分野にハイテク設備を導入し、それ以外の採算性の低い分野をリストラし、コストカットを図り、同時に、収益のコア以外の労働力を外注するか、またはフレックスタイム制度を導入するなどして、変動費を抑えた。こうして、米企業は IT 革命が進行する中、社員一人当たりの労働生産性を高め、大きな経営変革を果た

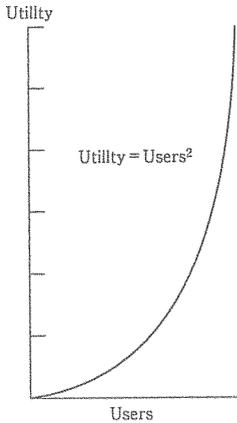


図 メトカルフェの法則

(出所) Killer Ap

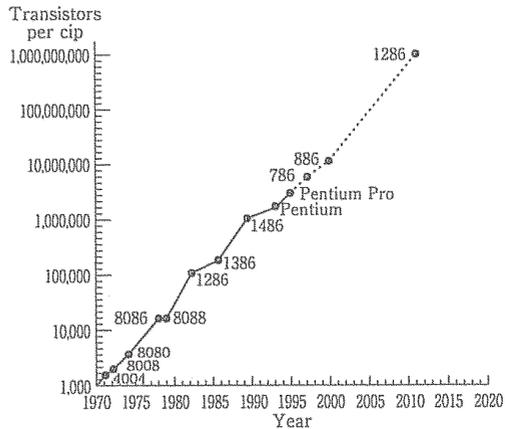


図 ムーアの法則

(出所) Killer App

したのである。

第二に、インターネットによる効率化について、指数関数的に飛躍的に上昇するという「メトカルフェの法則」がある。3COM社の創始者、ロバート・メトカルフェは、インターネットの威力について、「ネットワークのユーザーが一人増えることにそのネットワークの価値は指数関数的に上昇する」と述べている。

通常のビジネスでは、たとえば支店数が増えるにつれ顧客獲得数が比例して増えていくなど、線形的に効用が増大する。しかし、インターネットでは、ユーザーがある一定数を超えるとネットワークが飛躍的に増え、凄い威力を発揮する。

「メトカルフェの法則」に基づく成功の方程式とは、まず新規分野に最初に参入し、一定のマーケットシェアを取ることで、競合相手を寄せ付けない圧倒的な地位を市場で確立することに尽きる。マイクロソフトもインテルも、この方式で大成功を収めた。

インターネットの技術がPCに内蔵され、PCが小型化し、

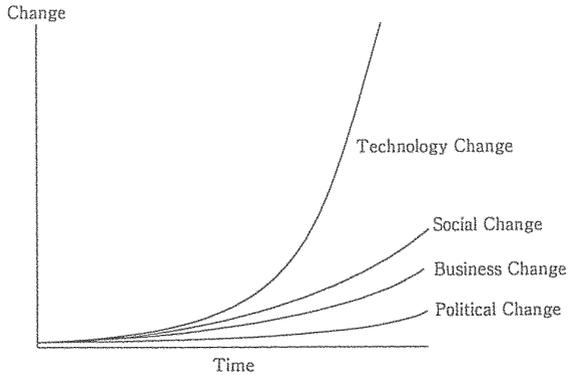


図 分裂の法則

(出所) Killer App

いっそう廉価になるにつれ、多くの人々がPCを購入し、携帯するようになった。さらに人々は、テクノロジーを駆使して家庭で働くなど、フレックスタイムやテレコミュニケーションなど柔軟な働き方を選ぶことができるようになった。PCの普及とネットワークの拡大は、米国に柔軟な雇用体制をもたらし、労働市場も効率的に機能するようになった。

第三に「分裂の法則」がある。IT革命は、技術革新にとどまらず、社会・経済・政治体制全体に大きな変化を及ぼすのであるが、その変化のスピードには各分野で格差がある。技術革新は「ムーアの法則」の通り、年々進んでいく。その速さは、犬にとって人間の一年が七年にあたるのたとえて、「ドッグ・イヤー」と称される。

一方、社会や政治体制の変化の速度はもつとゆっくりである。長年の習慣や人々の意識は一年や二年で急に変わるものではない。なかなか変化に追いついていけないのが現状である。また、既存の社会の在り方や政治システムで利益を得ている人々は、現状維持を望み、変化を好まない。既得権益を切り崩し、社会や政治に新しい変革を起こすにはさらに大きなエネルギーと時間を要する。

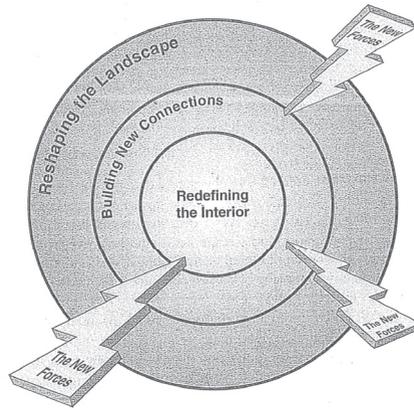


図 新しい三つの力

実は、技術革新の起こす変化を社会全体が受け止めて変わっていくまでの時間差にこそ、様々な新規ビジネスのチャンスがある。たとえば、ネット決済のイーバンクはネットの利便性を広げていったが、その変化は、人々がネット決済に慣れるまで数年かけて徐々に、遅々としたスピードで進んだ。

IT革命とグローバル化は米国で始まり、まず先進諸国に広まり、さらに新興諸国にも広がっている。北朝鮮のような世界に対して鎖国している国家でさえ、グローバル化から逃れることはできない。デジタル化、グローバル化、規制緩和という新しい三つの力が大きな圧力となって既存の内部体制に自己変革を迫るのである。

新しい三つの力は、まず、図のもっとも外側の外的環境に変化を及ぼす。たとえばIT革命後、国や企業にとって世界は一層緊密に連携しあうようになったが、その分、国際競争も激しさを増している。次に、外的環境の変化に伴い、人々の関係もまた変わってくる。たとえば、既存の人間関係とは異なるソーシャル・ネット上の付き合いなど「新しいコネクション」が出現する。そし

て、新しい三つの力は、図のコアにある「内なる体制を再定義」し、変化とともに成長できる体制づくりを迫る。グローバル化とは、じつに、内側の変革をもたらすのである。

日本のように、伝統主義や官僚主義の強いシステムにおいては、多くの既得権益者たちが無益にもグローバル化がもたらす変化に抵抗しようとする。三つの新しい力に抵抗しようとするればその分、組織の変革が遅れ、政府にとつての国民、企業にとつての株主といった基本的なステイク・ホルダーの利益が、長年にわたり損なわれてしまう。日本の統治機能の低下と国富の縮小は、変化に対応できないリーダーシップによる「人災」なのだ。

以上、IT革命にけん引されたグローバル化の根本的な意味について概観した。次に、一九八九年以降の「資本主義の勝利」を歴史的にどうとらえるか、社会学者フランシス・フクヤマの二つの重要な著書 *State Building* と *Great Disruption* を参照に、新しい国家建設のビジョンと文明の大崩壊というテーマについて述べる。

### (7) *Great Disruption*

一九八九年のベルリンの壁崩壊後、「支配の正統性」を失った旧共産圏では、新たな国づくり、国家建設 (*State Building*) に迫られていた。それまで共産主義の強権に押さえつけられてきた地域、特に東欧や中欧で生じた権力の空白地帯では、コンソ紛争など民族対立が深刻化した。秩序回復のためにどのような政府を建てるかという国家建設の課題は、紛争解決に導くための現実の急務となった。

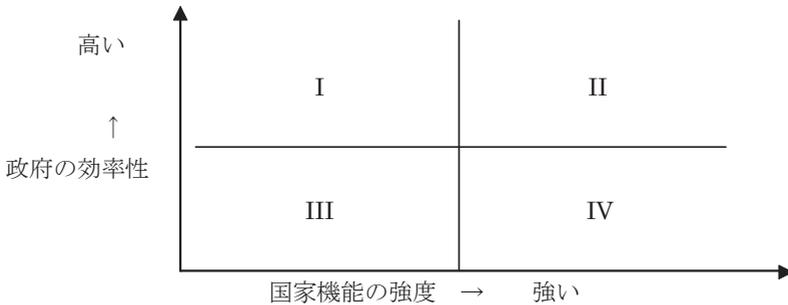
フクヤマは、そうした問題意識に支えられ、二〇〇四年五月に *State Building* を出版した。筆者が出席したニューヨーク、マンハッタンのカーネギー財団の朝食会で、フクヤマは、著書を執筆するにいたった自身の問題意識について語った。<sup>(3)</sup>

この時期、米国はイラクに侵攻し、フセイン独裁政権を打倒した後どのような統治機構を設計し、国の新秩序を構築するかが課題となっていた。イラクの国家建設の青写真に向けて、米国の政治学者や社会学者をはじめ社会科学に携わる多くの学者が意見を出していた。

イラク新国家体制構築の研究の中には、第二次大戦後の占領下日本とイラクを比較する報告書もあった。同じ米軍の占領下に置かれると言っても、日本のような単一民族で同質的な社会と、多宗教・多人種のイラクを比較した米国の社会学者の無神経さからして、米国のイラク占領は困難を極めるだろうと予見できた。じつさい、イラク社会の内部にはシーア派とスンニ派の対立、クルド人など少数民族との対立を含む、複雑な要素が政治不安を助長していた。

フクヤマもまた目の前のイラク「国家建設」の課題を念頭に、独裁的な共産主義が打倒された後の国家運営も含めた構想を著した。フクヤマのユニークな視点は、一九九〇年代の国家建設が一九八〇年代に先進諸国でおこった中央集権的な政府から小さな政府への流れと連続して論じられている点にある。フクヤマは、旧ソ連のロシアへの体制変換、日本の民営化、そして、ニュージーランドの「小さな政府」実現の成功をケーススタディとして取り上げている。

まず、フクヤマの提唱する国家建設の基本的な概念図を見てみよう。



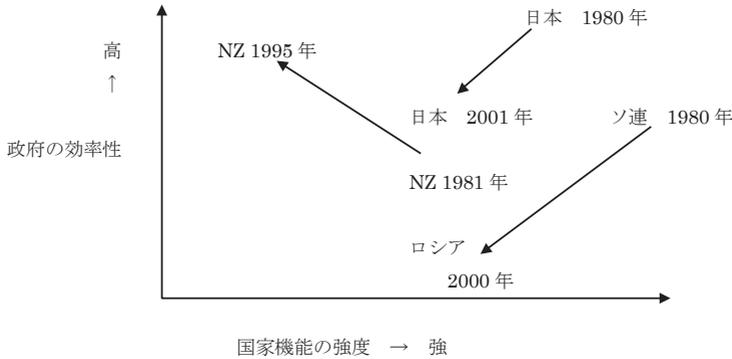
出所： Francis Fukuyama, *State-Building*, p11 Figure 4 Stateness and efficiency

横軸に国家の機能、縦軸に制度面の強度をとる。効率的で「小さな政府」を実現している、コスト・パフォーマンスの点で最適なのが左上（ゾーンⅠ）に当てはまる国家である。国の制度面でも信頼が安定している理想的な状況にある。米国がこのポジションに近い。しかし、オバマ政権下、一・四兆ドルという巨額な財政赤字があり、米国は大きな非効率的な中央集権国家に向かいかねない。図の左上から右下へ転落していくイメージである。

一方、欧州先進国は右上（ゾーンⅡ）に位置する国家群である。経済成長が鈍化し、民間よりも政府の役割が増え、大きな政府、高い税金、手厚い福祉を実現する統制型の福祉国家になってしまう。特に、政府の効率が悪いうちに社会主義国家としてすべてが国有化されていたような旧ソ連は、Ⅳの右上端に位置する。

左下（ゾーンⅢ）に属する国家とは、政治制度が脆弱で、政権基盤が軍部によるクーデターなどで覆されるような不安定な政府である。例えば、内戦にまみれたシエラレオンのような国家がここに当てはまる。

右下（ゾーンⅣ）には、ブラジルやトルコなど中心国を含む、新興諸国が当てはまる。国家の機能が巨大化し、まだ効率性が十分でないという共通のパターンが見られる。やがて、新興諸国の経済成長が進み、民主政治と小さな政府が実現化に向かうにつれ、ゾーンⅢからⅠへ移行するのが理



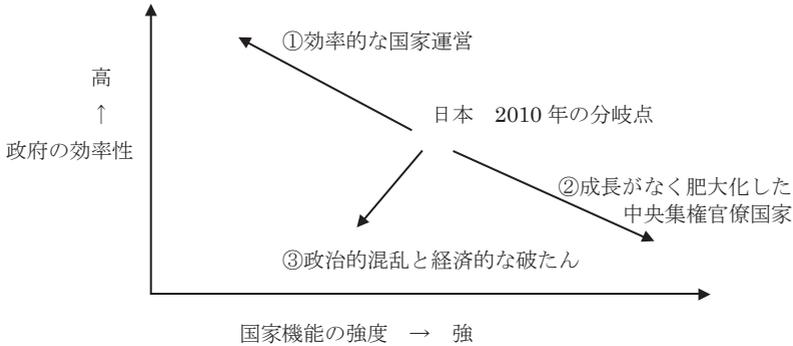
出所：Francis Fukuyama, *State-Building*, p14 Figure 6, Change over time in strength of state institutions and scope of state functions.

想的である。しかし、成長の第一段階で政府は国民の福祉を充実させ、信頼を得るためにゾーンⅢからⅡへ移行し、第二段階で構造改革を経て、よりスリムな政府を目指しゾーンⅡからⅠへ移行するのが現実的である。

一九八〇年から二〇〇〇年までの様々な国家の動きを示した図を見てみよう。日本、旧ソ連、ニュージーランドがそれぞれ特徴的である。一九八〇年代の旧ソ連（ゾーンⅡ）では、国家組織が巨大化し、国民の経済的・政治的自由は抑圧されてきた。ベルリンの壁崩壊後、民営化が進んだが、旧ソ連は支配力を失い、ロシア（ゾーンⅢとⅣの間）へ移行した。

日本に関する評価はどうか。一九八〇年代日本の民営化の動きは、小さな効率的な政府への移行と評価される。本来ならば、さらに左上のゾーンⅠを狙いたいところだが、二〇〇八年の金融危機以来、民主党は政権交代で、「大きくて非効率的な政府」への移行を目指している。このため、財政支出の増加と国家の役割が増せば、効率的な国家運営がなされず、逆行して右下のゾーンⅢへと転落していくと予想される。

日本のシナリオ



このままいけば、民主党は、自民党中曽根内閣から小泉内閣まで続いた規制緩和、民営化の改革路線からの大きな政策転換を図ることになる。もし民主党が国民からの支持を失えば、政策自体がなし崩しになる可能性が高い。

日本の将来について、以下の三つのシナリオを考えられる。①、さらにステップアップして持続的成長と効率的な政府が可能になった最適な状態。②、民主党政権下、労働組合の強い中央集権的な社会主義国家になった状態。財政規律を失ったギリシャのように、財政赤字の増加から債務不履行のリスクも高まる。③、②に政治的混乱が加わり、国家の体をなさず事態がさらに悪化した状況。

シナリオ②が実現する可能性が高いと思われる。そして、リーダーシップの欠如から何ら有効な政策がとられずにいれば、シナリオ③の最悪の状態に陥る。国家を築くには百年もかかるだろうが、崩壊はあつという間である。シナリオ③に至るまで、おそらく長くはかからないだろう。

ところで、フクヤマは、著書 *Great Disruption* (大崩壊の時代) において、「社会的資本 Social Capital」という概念を打ち出してい

る。社会的資本とは、人々の行動原則や意識、エートス、規範と定義している。アダム・スミスの「道徳的コミットメント」や、ウェーバーの「エートス」に近い概念と理解しているよいと思われる。

フクヤマは、金融資本主義が世界を覆う今、グローバル化という大変動のさなか、基本的な道徳や秩序が失われ、人間性そのものが破壊されてしまうことを危惧している。

一般に、基本的な規範、社会秩序がなければ、人々は野獸的な自由を求めて争い、ホップスのいう「万人が万人に対してオオカミ」となり、常に戦争状態になってしまう。現在の市民社会が秩序を失えば、再び市民社会以前の野蠻な状況に逆戻りしてしまうのではないか。そうなれば、近代市民社会成立に至るまで積み上げられてきた社会的資本が破壊され、人間を人間たらしめている原則を失ってしまうと、フクヤマは警告している。

共通の社会的資本である社会規範の崩壊によって、人々は無規範（アノミー）の状況に陥る。人が自己を律するタガを失い、社会から疎外され、暴れ馬のように内面の精神が荒れ狂う。そうした人々が増えれば、社会全体に無規範状態が拡大し、犯罪や自殺が増え、学校や警察、政府などあらゆる権威への尊敬が失われ、社会は混乱と自己崩壊へと向かう。こうしたアノミーが地球規模でアメーバーのように広がれば、人々が無益にも疎外し合い、傷つけ合う。人と人とが信頼の絆を失えば、社会は滅びてしまう。

翻って、「大崩壊」が進行しているのは、じつは日本社会ではないだろうか。戦後高度成長を遂げ、経済的に豊かになったはずなのに、疎外感に苦しみ、生きる希望が見いだせず、年間三万人以上が自殺を選ぶ社会が内側から崩壊してゆく原因は、金融資本主義がグローバル化し、ローカルな社会に暴力的な影響を及ぼすからではない。むしろグローバル化に対する対抗原理を自己放棄したことで、自らの崩壊を招いた結果なのかもしれない。

## 二 国際金融資本主義の成立

米国金融の三〇年を振り返るとき、キーワードは、直接金融 (Disintermediation) とグローバル化である。資金調達を資本市場で行う直接金融の流れは、証券化という手法を通してグローバルな規模で波及していった。

### (1) 金融小史、一九八〇年—二〇一〇年

「*When Active Management Shines VS. Passive: Examining Real Alpha in 5 full market cycles over the past 30 years*」に基づき、五つの景気サイクルを年代順に概観する。

これまでは実体経済の好況・不況という「景気循環」が一般的な考え方であった。が、過去三〇年間を振り返ると、マーケット（資本市場）がバブルの生成と破たんを繰り返し、その動きが実体経済の循環を反映してきた。この「マーケット・サイクル」が、金融市場の動向を知るうえで重要である。

以下、一九八〇年代から今日に至るまで、それぞれの時代の特徴をマーケット・サイクルの点から概観していこう。

#### ① 一九八〇年代

一九八〇年代はロナルド・レーガン大統領の時代であった。米国は一九七〇年代に高いインフレ率と高い失業率（スタグフレーション）による不況に苦しんだ。レーガン大統領は「強いアメリカ」を目指し、金融とITビジネスを国富創出のキーと位置付けた。

マーケット・サイクル

	強気／弱気	期間	S&P500 指数 期間中 トータルリターン
1	弱気	1980年 1月 - 1982年 7月	14.95%
	強気	1982年 8月 - 1987年 8月	279.65%
		92 か月	293.70%
2	ブラックマンデー	1987年 9月 - 1987年11月	-29.58%
	強気	1987年12月 - 1990年 7月	69.80%
		35 か月	40.22%
3	第一次湾岸戦争	1990年 8月 - 1991年 2月	5.43%
	強気	1991年 3月 - 1996年11月	141.70%
	根拠なき熱狂	1996年12月 - 2000年 3月	108.11%
		116 か月	255.25%
4	IT バブル崩壊	2000年 4月 - 2003年 3月	-40.93%
	住宅バブル	2003年 4月 - 2007年 7月	85.50%
		88 か月	44.57%
5	信用ひっ迫	2007年 8月 - 2009年 2月	-47.53%
	政府救済措置	2009年 3月 - 2010年 2月	53.62%
		31 か月	6.09%
総括		1980年 1月 - 2010年 2月	2,325.23%

出所：Jane Li, "When Active Management Shines vs Passive", June 2010, p.13

日本語訳とともに簡素化

米国は軍事的に国際政治で優位を保ち、国内では民間活力を利用した「小さな政府」を目指した。さらに、所得税率を大幅に引き下げ、強いドルを標榜し、金融の自由化に踏み切った。こうした一連の経済政策（レーガノミックス）で、ウォール街は活気を取り戻し、八〇年代半ばには企業買収（M&A）が盛んになり、ジャンク債や証券化など新しい資金調達手法が開発された。ウォール街の活況は、一九八七年一〇月のブラックマンデーまで続いた。

レーガン大統領はまた、ソビエトを悪の帝国と非難し、いわゆるスターウォーズ構想、ストラテジック・ディフェンス・イニシアティブ（SDI）を推進した。ソ連の核ミサイルから米国全土を守るSDIは莫大な軍事予算を必要とした。じっさい、軍事支出は、一九八〇年から七年間で約二倍に膨れ上が

り、メディアのみならず政策担当者からも「無謀な計画」と批判された。

しかし、レーガン大統領は悪の帝国の崩壊と冷戦終結後の米国の一人勝ちを見抜いていた。ベルリンの壁崩壊後、金融とITの分野において米国のテクノロジーが絶対的優位性を確立する。SDIの中から生まれたインターネットはもともと軍事技術として開発され、冷戦後に民営化され、ビジネスの世界に応用されるようになった。IT革命とグローバル化は、米国の覇権が世界にいきわたるプロセスと重なった。

金融業界においては、一九八〇年代半ばから「直接金融」が台頭してきた。従来、米国でも企業の資金調達には銀行からの融資といった「間接金融」に頼ってきた。しかし、証券化の金融技術は、企業が手持ちの不動産、売掛債権など金融資産を担保に直接市場から資金調達することを可能にした。企業は資金需要に応じて、安いコストで、速やかに、資本市場から調達できるようになった。

このように、仲介者 (Intermediary) なしに企業が市場で直接資金調達する仕組みを利用する動きが「直接金融」(Disintermediation) である。資金を必要とする企業と資金を提供する投資家とが直接やりとりすることで、その仲介役の銀行の役割と影響力は相対的に弱くなり、代わって資本市場で引受を行い企業の資金調達を手助けする投資銀行の力が強くなっていった。一九八〇年代にウォール街の投資銀行は、レーガン大統領の規制緩和と直接金融の流れに乗って急速に勢力を拡大していった。

直接金融のメルクマールは、ジャンク債と証券化である。ジャンク債は、企業が発行する社債の中で信用格付けの低い「くず (ジャンク)」と呼ばれる債券で、高利回り債、ハイ・イールド債とも称される。ジャンク債は、新規事業で成長性が見込まれる中堅企業にとっては優れた資金調達手段となった。

一九八〇年代初頭まで、米国でも企業にとって資金調達は株式公開か銀行からの融資に限られていた。成長

過程にある中堅企業は、旺盛な資金需要があるものの信用力は低く、銀行からの借入に高い利子を払わなければならなかった。

一方、一九七〇年代後半にはインフレと高金利で、投資家はリスクを取ってもより高い利回りを求めるようになっていった。そんな折、将来成長性の見込める企業が発行するジャンク債は、投資家のニーズに見合っていた。中堅企業もまた、資本市場で安いコストで資金調達できる道が開かれたことで、成長を加速できたのである。

もうひとつの直接金融のトレンドは、証券化（ストラクチャード・ファイナンス）である。証券化は、担保の質、法的構成、第三者による信用補てんという三つの要素からなる。発行体である企業にとって証券化の利点は、従来の信用リスクから切り離され、三要素の仕組み（ストラクチャー）によってより高い信用格付けを得て、安いコストで市場から必要な資金を調達できる点にある。

企業にとっては、ジャンク債に加えて、資産担保証券（アセット・バックト証券 ABS）、短期の資産担保・コマースャルペーパー（ABCP）など多様な資金調達の道が開かれた。こうした新しい発行市場は投資家と発行体のニーズに応え、米国金融市場の競争力を高めていった。

一九八〇年代に、米国企業は国際競争力を高めるため効率のよい経営を目指し、戦略的なM&Aを活用した。ジャンク債は、M&Aの資金調達手段としても大いに活用されるようになった。買収する側が、買収される企業の資産もしくはキャッシュフローを担保に債券を発行し、資本市場から資金調達する手法は、レバレッジド・バイアウト（LBO）と呼ばれ、急速に広がった。

一九八〇年代の黄金の時代を飾ったジャンク債やLBO、そして証券市場の活況は、一九八七年のブラック

マンデーに続いて八九年のミニクラッシュで終わりを告げた。八九年には、貯蓄貸付組合機関（S & L）の信用危機が発覚した。S & Lが商業用不動産市場へ過剰投資し、その破たんからS & Lは大量の不良債権を抱えることになった。

## ② 一九九〇年代

一九九〇年代は、八〇年代の商業用不動産バブルのつけと第一次湾岸戦争開始で幕を開けた。一九八九年の金融制度改革法案に基づいて、整理管財公社（RTC）が設立された。RTCは破綻したS & Lの不良資産を買い取り、一九九六年末日までに流動化し売却することを目指し、実際にそのとおり任務を執行した。

不良資産の流動化には、ストラクチャード・ファイナンス、いわゆる証券化の手法が利用された。破たんしたS & Lから不良資産を買い取り、資産担保価値と破たんリスクを分散し、第三者による信用補てんを行うなどしてRTCが証券化商品を組成（オリジネート）したのだ。証券化された債券は破綻先のS & Lから切り離され、投資家にとって証券化された商品の信用リスクは担保の債務不履行率が示す資産の質（信用格付）に限定された。

当時、筆者はニューヨークのリーマン・ブラザーズ本社 of 債券部で働いていたが、この時期、毎日のようにリーマンはRTCの証券化商品を引き受け、市場で売りさばっていた。連邦準備銀行（FRB）が金利を低めに誘導したことが、債券投資に有利に作用した。しかも、それから数年後に景気回復が本格化すると、担保の資産価値も底値から上向きに転じ、不良資産は再び正常化に向かい始めた。RTCが解散した一九九六年末までに、処分された多くの不良資産は価値を高め、底値で買った投資家は出口で大きなリターンを得たのである。

米国は、債権の流動化や資産担保証券など「証券化」の手法によって、一九九〇年から九六年にかけて不良資産を速やかに処理した。そのため、金融が次にやってくるIT革命と好景気の足を引っ張ることはなかった。この点が、二〇〇八年のリーマン・ショック以降、米国金融が世界同時不況の発端となった事実とは対照的である。

一九九〇年代の前半はRTCによる不良資産流動化に特徴づけられるが、後半はIT革命こそが経済・金融を動かす原動力となった。インターネットに代表される通信情報技術(IT)は民営化され、あらゆるビジネスの流れを変えていった。米国の不況からの脱却はIT革命浸透のプロセスと重なった。

一九九一年に第一次湾岸戦争が終わり、民主党のクリントンが大統領となり、米国は新たなイノベーションの時代に入った。九〇年代半ばには、ネットスケープやマイクロソフトが株式上場を果たし、無名の若者たちを一躍億万長者にし、アメリカ中を沸かせた。第二のビル・ゲイツを目指す多くの起業家たちが続々と上場を果たし、株式市場は連日活況で「ITバブル」と称された。

右肩上がりの株式市場は「根拠なき熱狂」(一九九六年二月のFRBグリーンズパン議長の発言)と称され、ユーフォリア(極度の樂觀主義)がアメリカ中にもたらされた。そして、米国の好景気は、IT関連産業を中心に世界に波及した。

しかし、二〇〇〇年四月にナスダック市場は急落し、ITバブルが終わった。もともと本来的な価値とはかけ離れた株価で取引されていたドットコム新興企業の多くが破たんし追いつまされた。米国のIT関連産業に端を発した不況は、瞬く間に世界に波及した。続く二〇〇一年には九・一一世界同時多発テロ、二〇〇二年にはエンロン、ワールドCOMの会計不正疑惑と、三年間連続して株価は下がり続けた。

### ③二〇〇〇年代

二〇〇〇年四月一日から二〇〇三年三月末までの三年間にS&P500指数は四〇%近く下落した。ブッシュ大統領はテロとの戦いに臨むと同時に、二〇〇三年にイラク侵攻を決意した。政府は実質的な所得減税を行い、同時にFRBは金利を引き下げ、四六年ぶりの超低金利を実現した。思い切った財政拡大と金融緩和によって、市場には過剰信用によるお金がだぶつき、「イーजीマネー」の土壌ができたがっていた。そして、空前の住宅バブルにつながっていく。

超低金利で住宅ローン金利が下がったおかげで、多くの米国人にとって庭付きの一軒家を買う「アメリカン・ドリーム」が身近なものになっていった。さらに、信用力の低い個人向け住宅ローンの審査基準が緩み、これまでアメリカン・ドリームから遠かった移民や低所得者層にとっても、持ち家が取得しやすくなった。イーजीマネーが彼らの夢を実現できるようになると住宅需要が伸び始めた。これが住宅ブームの始まりで、住宅価格が上昇し始めると、「値上がるから買う」という投機的な住宅取得が、さらに住宅価格を押し上げるようになっていった。

住宅バブルは新期住宅着工の需要を刺激し、さらに、ホームオーナーは、電化製品や家具を取りそろえるので、住宅購入は個人消費を押し上げた。

加えて、米国では「ホーム・エクイティ」という持ち家に第二抵当権を設定して、住宅の価値が上がる分を借入できる仕組みがある。超低金利のおかげで、住宅ローン（第一抵当権）の毎月の利払いも、ホームエクイティ・ローンの利払いもそれほど重荷にならない。金利が下がり、住宅価格が上がり続けるうちは、旺盛な個人消費が景気を押し上げていった。

そして、株価が上昇するにつれ、持ち家と持ち株といった家計の資産価値が上がり続け、人々はリッチな気分浸った。これが「富裕効果」で、人々の財布のひもをゆるませた。こうしたイージーマネー状況は、二〇〇七年七月に最初の「サブプライム・ショック」が来るまで続いた。

過剰信用のもと大きな借入を起こして住宅を取得した人々がローンの利払いができなくなり、債務不履行を引き起こすリスクがささやかれるようになっていった。二〇〇七年に入り、大地震の前の余震のように、市場がこうしたリスクを認識するようになっていった。同年七月には、リスク回避から流動性の高い株式が売られ、八月にはヘッジファンドやクウォンツ運用が大きな損失を抱えた。

これだけの現象であれば、サブプライム・ショックは米国に限定されていたはずである。しかし、住宅ローンは証券化され、信用力の低いサブプライム・ローンも証券化証券の中に組み込まれ、グローバルな金融市場で取引される。もともとリスクの高いサブプライム・ローンの借り手が支払いに窮し、持ち家が競売にかけられるとき、いっせいに同様の売りが出れば住宅価格が大幅に下落し、ローンの元本回収ができずに不良資産化する。こうした破たん先のローンが証券化証券に組み込まれていけば、債券の信用格付けは下がり、価格も急落する。

サブプライム・リスクの不安が一気に高まり、信用ひっ迫から、二〇〇八年三月には米国の中堅投資銀行ベア・スターンズ社が破たんの危機に瀕した。そして、同年九月にはリーマン・ブラザーズが破たんに至った。リーマンの突然死は、ウォール街のみならず、全世界に大きなショックを引き起こした。

一夜にしてイージーマネーの蛇口が閉まり、過剰信用から転じて急激な信用収縮が起こり、世界の信用市場を危機に陥れた。S&P500指数は、二〇〇七年八月から二〇〇九年二月末までの一九ヶ月間で四七%以上も下

げた。この急落は一九二九年の大恐慌以来と言われ、何兆ドルもの富が失われた。リーマン・ショックを引き金に起こった不況の始まりである。

米政府は、未曾有の危機に莫大な救済措置で応じ、株価は二〇〇九年三月から持ち直し、二〇一〇年二月末までの一年間で五三%以上もリバウンドした。しかし、金融システム安定化に多額の国民の税金を注ぎこみ、強欲資本主義の手先として非難を浴びた投資銀行等を救済したことについて、モラル・ハザードなど未解決の諸問題が残されている。

## (2) 非伝統的な運用手法、オルタナティブ投資

ITバブルの生成と破たんを経て、機関投資家は、元本を減らさずに安定的な運用収益を獲得するにはどうしたらよいのかという根本的な課題に直面した。特に、二〇〇〇年のITバブル破たん後、二〇〇一年の同時多発テロ、そして二〇〇二年のエンロン、ワールドコム of 会計不正疑惑と、米国では三年連続で下げ相場が続いた。

年金基金など大手機関投資家はこの「魔の三年」で大きな損失を出し、インデックス運用を始めとする相場動向に連動する従来の運用体制では、グローバル化に伴う新たなマーケット・リスクに対応できないと危機感を強めた。通常の株式や債券といった伝統的な資産、そして買い持ちだけの戦略では、マーケット・サイクルの下げ局面で、大きく収益を減らしてしまう。

魔の三年の教訓から、大手機関投資家は、下げ相場においても空売り（ショート）や様々なヘッジ手法を駆使してリスクを最小化するヘッジファンド、また相場動向と相関性の低いプライベート・エクイティやベンチ

ヤー・キャピタルファンドなど非伝統的（オルタナティブ）投資手法に、注目するようになった。

## オルタナティブの必要性Ⅱアルファの抽出

年金運用や一般家計の資産運用においては、長期にわたる安定運用が基本である。一般に欧米機関投資家は、伝統的資産（株や債券）に加え、プライベート・エクイティを含むオルタナティブ投資の絶対値運用を導入することで、よりよい運用実績を達成している。オルタナティブが伝統的な運用とは相関性が低く、ポートフォリオの一部に低相関の運用資産を入れることで全体のリスクを低減できるためだ。

低相関性とは、例えば、相場が下落し、インデックス運用などパッシブ運用も同様に損失を出すときに、オルタナティブ投資がクッションになって、全体のポートフォリオの損失の度合いを減らす効果がある。逆に、強気市場においては、インデックス運用のほうが高い収益を上げることがある。投資家にとって重要な点は、逆相関のある資産クラスに分散投資することで、弱気相場で大きな損失を防ぎ、長期にわたり資産保全がはかれることである。

相場動向と連動するリターンだけに注力した運用の場合、五―六年に一度か二度大きな相場の下落に遭遇し、それまでの強気市場で積み上げた収益を失ってしまう。こうした体験は、米国では一九八〇年から二〇一〇年の三〇年間で五回の景気循環とマーケット・サイクルで繰り返された。バブルの生成と破たんの過程で、いかに資産保全を基本に確実に運用実績を積んでいくのが難しいかを経験してきた。そして、投資運用業界の中で、オルタナティブ投資手法は資産保全のために不可欠な資産クラスとして認められるようになってきた。

また、過去三〇年でグローバル化が進み、世界の金融市場は緊密に関連しあうようになった。世界同時株安

など、金融危機の際には世界の市場で相場が連動して下がり、損失幅が拡大してしまう。そのため、従来の地域分散は効果が薄くなっている。さらに、株・債券・通貨など様々な資産分散を図っても、同時に大きく下げることがある。このため、資産保全を図るためには、資産クラスや地域のみならずオルタナティブ戦略を取り入れる必要がある。

現在、欧米の公的年金基金は、運用資産の二〇%ほどをオルタナティブ、特にプライベート・エクイティに配分している。これは相場動向と相関性の低い、あるいは逆相関の資産を組み入れることでリスクを減らし、安定的なリターンを得るためである。

投資運用には相場動向に連動するリターン（ベータ）と連動しない絶対値のリターン（アルファ）がある。ポートフォリオ運用ではパッシブなベータに加え、アルファを組み入れる必要がある。

FundQuest社は、アクティブ運用、すなわちインデックス運用以外のロング・オンリーのマネジャーの実績を三〇年にわたり集積し、分析した興味深いレポートを公表した（Jane Li, "When Active Management Shines VS Passive", 二〇一〇年六月）。このレポートによると、一九八〇—二〇一〇年の景気サイクルを乗り越え、さらに弱気市場でもアルファを最大限抽出できたのは、新興諸国の債券運用のマネジャーであった。

伝統資産のアクティブ運用において三〇年という長期で比較すれば、成長がもつとも著しかったアジアなど新興諸国の資産に特化したマネジャーが高い実績を上げたのは当然といえる。アクティブ運用では、景気サイクルのタイミングと地域、資産の選択が収益性に大きく影響する。

一方、オルタナティブでは、アルファ抽出はマネジャーに大きく依存する。オルタナティブの領域において、投資家にとってアルファ抽出は、いかによい運用者を見出すかにかかっている。ただし、オルタナティブの中

でも流動性の低いプライベート・エクイティなどの資産クラスについては、投資の入り口と出口と景気サイクルとのタイミングの見極めが投資収益を大きく左右する。

さらに、アクティブ運用そしてオルタナティブ投資においてマネジャーの質が長期にわたり一定に保たれるという保証はない。トップクラスのマネジャーを抽出しても、その質が景気サイクルを通して変化することもある。持続的に良い実績を上げるためには、マネジャーの入替を機動的に行い、ポートフォリオ全体の質を常に管理する、いわばクオリティ・コントロール（QC）が課題となる。

また、今日ではオルタナティブ資産の中身も多様化しているため、オルタナティブ・ポートフォリオ運用において、投資時間軸に沿った戦略のアロケーションを構築してゆく手法が必要と考える。具体的には、短期的運用手段としての債券、為替、株式トレーディングのヘッジファンド、中期的なクレジット戦略、そして長期的なインフラ・ファンドやプライベート・エクイティ投資に関しては、マーケット・サイクルに応じたタクティカル・アロケーションが望まれる。

### 透明性の確保とリスク管理

具体的な管理インフラとしては、投資家が透明性、流動性、リスク管理を行うには個別の分別勘定（SMA）を設定し、ニーズに合わせたポートフォリオ運用が理想的である。

SMAが整備されていれば、オーダーメイドのリスク・リターン設計のうえに、ポートフォリオを構築できる。さらに、ポートフォリオ運用において、景気サイクルに合わせたピンポイント的な金融商品の開発を機動的に行うことができる。

SMAはまた、ポートフォリオ設定後、マネジャーがコンプライアンスに違反したか、あるいは、運用ガイドラインからはみ出した取引がないかなど、継続的にチェックでき、リスク管理面においても、効率化が図られる。

さらに、情報の統括という点においても、バックオフィス関連のキャストデイ、会計処理、パフォーマンス測定、デリバティブ取引の決済など労働集約的な業務も一括して効率化できる。特に、オルタナティブ運用面に加えセキュリティ・レンディングなど資産の有効活用を望む年金が増えるなか、総合的なミドルオフィス、バックオフィスのサービスが望まれる。

米国の大手年金基金は、オルタナティブを含む一元的なポートフォリオ管理をグローバルキャストデイ・サービズ専門の第三者にアウトソーシングし、常にチェックできる体制を確立している。

バックオフィス体制に関して、最近では速やかに危機対応が取れる体制が望まれている。二四時間グローバルに対応できるグローバルキャストデイ・サービズ提供者へのアウトソーシングは、世界同時多発テロやリーマン・ショックなど突発的な危機への対策としても有効である。

### 三 国家資本主義と直接金融

二〇〇八年の国際的な金融危機後、キーワードは「国家資本主義」と「資産運用における直接金融(Disintermediation)」である。そして、その潮流をリードするのは、巨大マネーを動かす政府系ファンドと世界の大手年金基金など機関投資家である。

## (1) 国家資本主義の台頭

リーマン・ショック以降、先進諸国では金融危機の収束に向けて統制的な国家経済体制が取られた。国家主導型の経済・金融政策に関しては、中央集権的な権力の介在が大きく、これまでのグローバル化の流れを創ってきた「新自由主義の終わり」がささやかれている。

国家資本主義のもと、国は民間の企業活動を支援するのみならず、輸出を伸ばすために自国通貨を割安に誘導する動きもみられる。その典型である韓国はウォン安を背景にサムソンやLGなどの大手企業が官民挙げて、アジア市場の「ポリユーム・ゾーン」に積極的な売り込みをかけている。北朝鮮の地政学上のリスクがあるものの、韓国の景気は順調にみえる。

さらに、国益のために戦略的な投資を行う政府系ファンドの存在も見逃せない。一般に、政府系ファンドの原資には、原油などの資源収入、外貨準備資産や公的年金など幅広い資金が含まれる。政府系ファンドは、国益実現と投資運用収益を上げるといふ、二つの目的を達成しなければならず、いわば、国家資本主義をマネーで体現するような運用組織といえる。

政府系ファンドは、中東産油国（サウジ、UAE、カタール、クウェート）、資源国（ロシア、ノルウェー）、アジア（韓国、中国、シンガポール、ブルネイ）など、その運用総額はまもなく六兆ドルに達するともいわれ、巨大マネーを動かす最終投資家として、国際金融の舞台で大きな存在感を示している。

運用目的は各国の国益に応じてさまざまである。総じて、資源価格の変動などに備える、外貨準備金の効率的運用、インフラ関連の開発プロジェクト、年金債務準備のためなど、国富ファンドの運用資金は、国際的な

(参考資料 世界の主要 SWF)

[世界の主な国富ファンド 表]

規模 (億ドル)

国	ファンド名	規模	財源	設立年
UAE	Abu Dhabi Investment Authority	875	石油	1976
ノルウェー	Government Pension Fund-Global	358	石油	1990
サウジアラビア	Saudi Arabia Monetary Agency	329	石油	1952
クウェート	Kuwait Investment Authority	250	石油	1953
シンガポール	Government Investment Corporation	100	外貨準備	1981
シンガポール	Temasek Holdings	108	財政余剰	1974
中国	China Investment Corporation	200	外貨準備	2007
中国(香港)	Monetary Authority Investment Portfolio	110	外貨準備	1998
ロシア	Oil Stabilization Fund	120	石油	2004
オーストラリア	Australian Future Fund	42	財政余剰	2006
米国(アラスカ)	Alaska Permanent Reserve Fund	40	石油	1976

出所：平井友行 「ソブリン・ウェルス・ファンド (SWF) の在り方について」  
千葉商大論叢第47巻 2009年9月 p.94

外的要因によるリスクへの対応、また、国内の経済成長の一環として役に立っている。

中国など新興国では、競争力を高め、長期にわたり国富を保持するために、政府系ファンドがグローバル投資運用を行っている。中国の場合、共産党独裁体制の上に、金融資本主義を国富持続のために活用している。最近では、レナウン買収など日本の中堅企業を手中に収めている。加えて、アフリカ大陸の資源獲得を目指し、中東と覇権を争っている。

総じて、特に新興諸国の政府系ファンドは、その国の国益の矛先となり、新たな国家金融資本主義を体現する手段となりつつある。さらに、自らのニーズに見合う資産運用・資産管理をプロに要求するだけの実力を備え、運用者に直接オーダーメイドのポートフォリオを発注するという、運用の直接金融化を推し進めている。

## (2) 資産運用における直接金融 (Disintermediation)

一九八〇年代の米国発「直接金融」は、「銀行よサヨウナラ、投資銀行よコンニチワ」と称された。企業金融の在り方が、従来の銀行の借入融資から、資産担保証券発行を利用した低コストの資金調達方法に切り変わったためだ。

同様のトレンドは資産運用においても見受けられる。ファンド運用者（運用商品とサービスの提供者）とエンドユーザーである機関投資家が、証券会社などの仲介者を排除して直接取引を始めるようになった。そして、エンドユーザーの個別のニーズに見合うポートフォリオ構築と運用を行う、投資運用のOEM化が進行している。分別勘定（SMA）による運用がその典型である。

投資運用の領域でトレンドセッターとなるのは、エンドユーザーである年金基金や政府系ファンドなど大手機関投資家である。彼らが投資決定のインシヤティブを取るにつれ、彼らの望むリスク・リターンに見合う運用商品の開発（ポートフォリオのR&D）がいつそう重視されるようになっていく。

年金運用のニーズに関しては、国や業種の成熟度によって、年金を受ける受給者と支払う加入者の割合が異なり、成長と人口動態の点において類型化できる。例えば、一九六〇年代に日本の高度成長を支えた重工業大産業は成長のピークを過ぎ、その働き手の多くが定年に近づいている。また成熟型の産業や業界は、若年層の従業員が少なく、逆ピラミッド型の人口構成を持つ。こうした産業や業界の年金基金は概ね保守的な運用を目指す傾向がある。

一方、一九九〇年代後半から成長を始めた情報通信IT関連などの新規産業では、従業員の平均年齢は若く、年金加入者が受給者を上回る、ピラミッド型人口構成となっている。同じように、国家の成熟度も経済成長が

一段落し高齢化が進む先進国と、高度成長を続け人口増加が見込める新興国という類型化して考えることができる。発展途上にある業界の基金や新興諸国は、長期にわたり積極的な投資を行う余地がある。

政府系ファンドは、成長戦略に集中的に資金を提供することで、経済発展に貢献することができる。金融が「国家の屋台骨」、国家戦略の柱であるのは、国家が資金調達の上流に立つことで、戦略的に重要な分野に優先的に資金を回せるためである。

新興国の場合、経済成長の原資を調達する段階で、資金不足の中で成長を続ける過程において、資本規制を行う。かつての日本でも長い間、金融業界は大蔵省の「護送船団方式」に従い、限られた資源を有効活用すべく、規制で縛られてきた。重点的な産業への長期の設備投資に関して、日本興業銀行をトップに地銀や信金にいたるまでピラミッド型の銀行業態が、企業金融を牛耳ってきた。こうした銀行主導の間接金融の在り方は、高度成長を遂げた後も主流であり続けた。

日本がいかに奇跡の成長を成し遂げたかは、多くの海外の学者や政策担当者の研究テーマとなり、一九八〇年頃には日本は称賛の対象となっていた。一九七九年に「ジャパン・アズ・ナンバーワン」（エズラ・ヴォーゲル著）が出版され、当時の有能な通産省や大蔵省官僚指導型の経済政策や日本の経営が評価された。また、一九八一年にマレーシアのマハティール首相は「ルック・イースト政策」を掲げ、日本や韓国的高度成長を称賛した。

しかし、「奇跡の成長」を支えた日本の金融制度も、一九八〇年代のバブル崩壊で大きな損失を抱え、不良債権処理の遅れがその存在意義すら失う結果を招いた。日本では一九八五年の「プラザ合意」以降急激な円高が進行し、政府が金利を低く誘導すると、一九八六年から不動産と株式市場が上がり始め、バブルを発生させ

た。一九九〇年のバブル破たんから、金融業界の自信喪失と政府の失策により、失われた二〇年が続いている。他方、一九九七年のアジア通貨危機を乗り切った韓国、シンガポール、そして、中国など新興国が国家資本主義を掲げてアジア市場で競争を繰り広げている。日本が遅れを取り戻すために、戦略的な投資を機能的に行う日本版政府系ファンドを設置し、資金を効率的に成長分野に回すことが望まれる。

政府系ファンドが成長分野に政策投資を行う新たな直接金融の流れとして、オルタナティブ・ファイナンスの手法が注目されている。以下、具体的に見ていこう。

### (3) オルタナティブ・ファイナンス

企業金融において、Credit Line Facility (CLF) はバランスシートの負債 (Debt) の借入枠の設定である。企業にとって枠内での借入がスピーディーに行えるため、証券化における Asset-backed Finance、金融資産（土地、売掛債権など）を担保とした資金調達にもこの枠組みが利用されてきた。

一方、Committed Equity Facility (CEF) は、上場企業が自社株 (Equity) を担保にオルタナティブ・ファンドから直接資金調達を行う仕組みである。金融危機以降、銀行など金融機関がリスク・マネーを収縮し、ベンチャーやP Eファンドへの資金流入が先細り、新規事業への投資が滞るなか、CEFはCLFに代わる、新興企業にとっては新たな資金調達の手段（オルタナティブ・ファイナンス）として注目されている。

CEFは、グリーン・テクノロジーやバイオなど成長分野に特化した中堅企業に利用されている。彼らは上場後の資金需要を、Debt（負債）ではなくEquity（株式）で効率的にまかなう。資金提供するファンドも、投資家も高い収益を得るというWin-Winの関係を築いている。

具体的にC E Fはどのように機能するのか。短期的な資金を必要とする中堅企業は、地域の取引所で上場を果たす。上場した中堅企業に資金需要のあるとき、ファンドが、オルタナティブ・ファイナシングを実施する。上場企業は追加公募を経ずに自社株式の一部をファンドに差し出すことで追加の資本調達を行う。企業は、毎週ファンドに株式を売り、当該週の株式市場から得られた資本を調達していく。そのとき、取引所は売買価格をベースに、投資家に対して流動性と透明性を提供する。実際この方式で、トロント証券取引所ではC E Fの実績をあげている。

ファンドがC E Fを設定する場合、企業にとって次の三つメリットがある。第一に、上場企業は自社株式をキャッシュ調達手段として活用できる、第二に、従来の株式発行による資金調達よりも希薄化が少ない、第三に、企業にとっては過度の負債なく運転資金を調達できる。

さらに、ファンド及びファンド投資家にとってもメリットがある。C E Fを設定した企業の資金需要を見ながらキャッシュ・イン、キャッシュ・アウトをハンドリングするため、ファンドは、投資家のニーズに見合うキャッシュフローを、企業の資金需要のプールを調整して組み合わせることで、ポートフォリオをオーダーメイド化できる。また、投資家はO E M化した運用商品を手でできる。

この仕組みは、特に年金基金の運用に利用できる。年金加入者からのキャッシュ・インと受給者への支払いのキャッシュ・アウトに合わせたオーダーメイド商品を、基金の運用に活用できる。かつ、最終投資家である年金基金は、C E Fファンドを通して、資金需要のある企業に迅速な資金提供を行い、成長企業を支援できる。

また、C E Fの仕組みを通して、地元の企業が上場することで地域の証券取引所も活性化される。以上のように、直接金融がオルタナティブ・ファイナンスと組み合わさることで、上場企業が増え、成長戦略に資金が回

り、証券取引所と株式市場の活性化が図られる。投資家にとっては、証券取引所が仲介することで、流動性と透明性が確保される。まさに、投資家、運用者、企業の「三方よし」といえる。

今、政府系ファンドは、ヘッジファンド買収に動くなど、アルファ創出装置そのものを内包しようとしている。例えば、日本の優れた技術を持つ中堅企業が、資金調達が調達にできるシンガポールの新興取引市場に上場しようとしている。仮に、中国の政府系ファンドCICやシンガポールのGICがCEFファンドを買取すれば、CEFが日本の中堅企業の資金調達を助けたら、結果として、中国やシンガポール政府が日本の成長のエキスを吸い上げることになる。その場合、日本は、国内の成長企業も証券取引所や株式市場の活性化など、多くのチャンスを失うことになる。

#### 四 「屋台骨」としての金融、四つのレベル

資本主義の根本原理を見直し、今一度自分たちが来た道をふりかえり、市民社会の基本原則の普遍性から再出発しようというテーマに戻るとき、二二世紀がアダム・スミスの時代とはあまりにも大きく異なっていることに愕然とする。

グローバル化の真ただ中、我々は一八世紀よりもはるかに複雑で緊密に影響しあう社会に生きている。ただ、今も昔も資本主義である限り、資金を動かし、富を創造する原理原則は一貫して同じはずだ。

経済活動の最小単位である個人、地域社会、政府あるいは国家、国際的な市場という四つのレベルにおいて、屋台骨としての金融のあるべき姿を考えてみたい。それぞれのレベルの資金需要に応じてソリューションを提

供するのが、金融の役割である。そして、金融が成り立つためには、資金を必要とする人と融資をする人との間に信用創造がなければならぬ。

以下、経済活動の規模という点で、世界の資本市場、国民経済、市民社会、そして個人という四つのレベルに分けて考えてみよう。そして、それぞれの資金需要に応じて、あるべき姿を見直してみたい。

### (1) 世界の金融資本市場

世界の資本市場のプレーヤー、グローバル・キャピタリストとは、世界経済の動向や、株や債券、通貨、原油などあらゆる資産に投資する運用のプロである。年金など公的資金を運用する機関投資家、政府系ファンド、そして、投資銀行や各種投資家を含む。

運用者の評価は、リスク調整後のリターンで決まる。投資資金は、運用実績のよい運用者（マネジャー）へと流入していく。景気循環を繰り返す市場環境に適応し、よい運用実績を上げ続ける者だけが生き残っていく、いわば、金融資本市場のダーウィニズムが貫徹する。

常に環境の変化に最適化できる者のみが生き残る世界では、金融工学などあらゆる先端的な技術革新が進む。競争原理が働き、先行してリスクを取らなければ高いリターンを得られない。リスクとは「計算されたリスク」であり、予測可能性を高めるという意味で、リスク・コントロールは投資に不可欠である。一方、高いリターンを得るために無益なリスクを取ることを奨励するような行動は投機であり、規律を持った投資運用とは全く異なる。

## (2) 国民経済と資本市場

国際金融市場で運用するプロの世界とは別に、国民経済を支える自国の資本市場が存在する。日本では、証券市場の活性化が叫ばれているが、ベンチャーや新規事業への投資、成長分野の資金需要に応えるシステムが米国や韓国、シンガポールと比べても見劣りする。証券取引所の役割強化や社債市場の整備など自国の資本市場の成長を促す必要がある。企業が多国籍化する現実の中で、国の競争力を高めるには、自国の資本市場を海外からみても魅力的な取引所にしてゆかねばなるまい。

## (3) コミュニティ（地域社会）あるいは市民社会

一般市民にとって生活と深くかわるのが、町や市といった地方自治体である。市民社会の質的向上には、国や政府といった中央ではなく地方レベルにおける活性化が欠かせない。

地域経済にも財政上健全性が求められるが、市民社会の豊かさを測るには、失業率や犯罪率の低下など「生活の質的向上」をメルクマールにすべきであろう。そのためには、地域の人々がNPOや市民参加によるボランティア活動を通して、地域の社会的資本の充実を求めて行動する必要がある。

市民の草の根の活動が、無謀な営利主義や反社会的な富 Wealth Against Commonwealth から、市民共有の富 Commonwealth を守る力になる。

## (4) 個人の資金需要…マイクロ・ファイナンス

金融資本市場には、金融商品・サービスを提供する側とそのユーザーという二つの対極があり、その間には

証券や信託、銀行など様々な仲介業、金融業者が存在する。そして、突き詰めれば、金融サービスのエンドユーザーは個人である。

日本の金融業においては、個人の自立や生活支援のために無担保で貸し付けるファイナンスの業態が健全な発展を遂げなかった。個人レベルの資金需要を満たすマイクロ・ファイナンスの分野は、実は日本でも必要とされている。

マイクロ・ファイナンスといえば、世界的に有名なのがグラミーン銀行である。筆者は一九九九年に、「貧者のための銀行」、グラミーン銀行の創設者、マハメド・ユナス博士の講演会に出席した。そのときのスピーチで、博士は一九七二年にバンガラデッシュのクタゴンク大学で教え始めたときのことをこう語った。

「一九七六年のことです。私は米国で経済学博士号を取得した後、母国に戻り近代経済学を教えていました。しかし、平和な大学のキャンパスの外に一方踏み出すと、そこには本当の現実がありました。貧困をどう解決するか、経済学者として自分の無力さを感じながら村を歩いていると、竹で椅子を編んでいる女性を見つけました。とてもきれいな椅子なのでいくらかと尋ねました。二二セントだといいます。しかし、よく聞いてみると、原料の竹を買うために彼女は商人から二〇セント前借りしなくてはなりません。そして商人は二二セントで買いつけるので、彼女の手元には二セントしかのこらないのです。これでは彼女は貧困から抜け出せない。永遠に商人の奴隷として働かされるだけなのです」。

ユナス博士はいろいろ考えた末、この竹椅子を編む女性を再び訪ねた。そして彼女に二〇セントをわたし、これで原料の竹を買い、出来上がった椅子は一番高い値段で買ってくれる人に売りたい、儲けは貴方のものです、と言った。女性は驚いて、お金を借りるなんてとんでもない、私には返すお金がないのですから、と言

った。博士は、すぐに返す必要はないのです、お金ができたら返してくればよいのですと、半ば強引に二〇セントを渡した。しばらくして彼女は売上金を貯めて、博士に借りた二〇セントに利子をつけて返しに来た。

グラミン銀行創設のいきさつは、村の生産者である女性を前貸し資本から解放し、新しい信用創造をネットワーク化することから始まった。生産者が自ら価値を創造し、価格決定力を持ち、製品を市場で交換し、余剰価値を手元に貯蓄する、それを元手に信用創造し、さらに生産を拡大してゆく——この好循環が、貧困からの脱出だった。バングラデッシュで始まった取り組みは「マイクロ・ファイナンス」のビジネスモデルを確立し、貧困からの脱出を目指す人々に支持され、各国に広がっている。

マイクロ・ファイナンスの醍醐味は、小さな無担保融資が信用創造とともに、自発的に広がっていく点にある。グラミン銀行の融資先の個人事業主である女性たちが、業務のネットワークを広げ、融資先を紹介してゆく。信用の絆を守るために、彼女たちは全力を挙げて融資に対して滞りなく利子をつけて返済してくれる。生産者である事業主が自ら信用創造を行い、豊かになることで、さらに事業ネットワークを拡大し、他者を教育し、助けてゆく。この自律的な運動は人々が望む限り、とどまることはないだろう。

人々が豊かになりたいと心から願ひ、自発的に行動しなければ、社会はその方向に動いていかない。そうした草の根のインセンティブの総和に対して、資金提供と同時に、教育やノウハウを伝授し、さらにインセンティブを高めてゆく仕組みが必要なのである。

## おわりに

国際的な金融危機を経て、日本をはじめとする欧米先進諸国は、巨額の財政赤字を抱え、さらに高齢化社会がせまる。新興諸国は国を挙げて成長を推し進める一方、国内には山積する問題を抱えている。

金融危機の際には、企業倒産、金融機関の破たん、失業の増大など多くの問題が噴出し、政策面で国家統制が強まる傾向がある。一九二九年の大恐慌からナチス台頭までの歴史を振り返る時、グローバル市場で生き残りを賭けた国家資本主義体制で、どこまで市民的自由（言論の自由や宗教的寛容）が貫徹する社会を守れるのか、という不安に襲われる。

成長する新興国の多くは、西欧的な市民的資本主義の成立過程を経していない。マックス・ウェーバーは、社会的資本の整備のないうえに営利主義だけがはびこるような経済活動を、本来の市民的資本主義と区別するために「パリア（賤民）資本主義」というタームを用いている。「パリア資本主義」の实例が、現在の中国である。市民社会の基盤なしに営利活動に猛進する経済システムが国家中央集権的官僚体制の政治とタイアップし、国家資本主義が共産主義独裁の上に築かれている。そこでは、個人の内面や良心が存在することすら許さない。

経済体制としての資本主義と政治体制としての民主主義が普遍的価値としてグローバル化するためには、新たな啓蒙主義、ヒューマニズムの復権が必要である。

人々が経済的な豊かさを求めて懸命に働き、ある程度の生活水準に達すると、教育を受けるゆとりが出てくる。経済成長を経て、基本的な教育がいきわたる社会では、外からの情報にオープンになってくる。そして、

多くの人々は、外の世界とつながりたいと思うようになる。この段階で、民主的な政治体制を持たない国は、自らのパリア性を認識し、克服してゆく必要性に迫られる。統治者はこうした要請にどう対応すべきか。

軍事政権や独裁政権下では、自由化の兆しが国民にとって生きる希望となるケースがある。統治者の立場から見ると、急速な世俗化あるいは自由化は、政治的混乱を招くリスクが伴う。この場合、自国の政治が非人道的なものなのか、市民のほうが為政者よりも多くの客観情報を持ち、海外メディアを味方に世論をリードする場合もある。

かつては、マハトマ・ガンジーやネルソン・マンデラのように非暴力による国家独立と統一を成し遂げたケースがあった。しかし、二一世紀、世界同時多発テロの時代、「非暴力」だけが暴力に歯止めをかけられるかというと、現実的に難しい。

市民社会的な社会的資本の整備がほとんどない場合には、たとえばアフガニスタンのように、過激なイスラム原理主義が貧困にあえぐ人々を支配し、テロなど反社会的な行動にかきたてる最悪のケースが出現してしまう。

また、国家資本主義体制が共産主義独裁と手を組んで経済成長を続ける場合、成長から取り残された貧しい人々は経済的不満から当局に対して怒り、異議申し立ての行動を起こす。こうしたデモに対して、政府当局は武力で押し、個人の言動を監視し、報道の自由を制限するなど、専制的な抑圧を繰り返すだろう。経済成長に欠かれない政治体制の安定は、基本的な人権が存在しないことを前提とした「パリア」体制とは本来は相容れず、国家資本主義体制は全体主義国家としての矛盾を抱え続けることになる。

注

- (1) Tim Berners-Lee, *Weaving the Web: The Original Design and Ultimate Destiny of the World Wide Web by its Inventor*. (HarperCollins, 1999)
- (2) Larry Downes and Chunka Mui, *Unleashing the Killer App: Digital Strategies for Market Dominance* (Harvard Business School Press, 1998)
- (3) Francis Fukuyama, *State-Building: Governance and World Order in the 21<sup>st</sup> Century* (Cornell University Press, 2004) 二〇〇四年五月、筆者はカーネギー財団の恒例朝食会で、フクヤマ教授の出版講演を拝聴した。フクヤマ教授が同書を書くに当たった動機については、その講演を伺った。
- (4) Francis Fukuyama, *The Great Disruption: Human Nature and the Constitution of Social Order* (The Free Press, 1999)
- (5) 一九九〇年代までの米国金融市場の発展について、詳細は拙著『ヘッジファンドで拡大する私募金融市場』（東洋経済新報社 一九九九年）を参照
- (6) 政府系ファンドについては、既に優れた著書が出版されている。小原篤次『政府系ファンド：巨大マネーの真実』（日本経済新聞出版社 二〇〇九年）、吉國眞一「グローバル経済とSWF」、武蔵野大学政治経済研究所年報（二〇〇九年四月）、pp.425-447
- (7) Muhammad Yunus, *Banker to the Poor: Micro Lending and the Battle against World Poverty*. (Public Affairs, 1999) ユーナス博士は二〇〇六年にノーベル平和賞を受賞された。

