

昨年からの世界金融危機。その影響は当初予想していたよりもはるかに大きなものとなりました。全世界的にはなんと3000兆円にも及ぶ資産が消え去ったといわれています。アイスランドのように国そのものが破産状態に陥った国もあります。これほどまでに損失が拡大したメカニズムは昨年の「世界金融危機特集」で詳しくその内容をみてきましたが、今回は、なぜこのような世界的危機が発生したのか、その背景には何があるのかを数回に分けてみていきたいと思います。

結論から言って、私自身は人間の「欲」だと思っています。ただ、その「欲」というものは、当然人間には昔からあるものです。これほどまでに利益主義に走らせた、その欲を生み出した背景が必ずあるはずです。昨年来、さまざまな著書が出版され、その背景についてさまざまな説が展開されています。いずれもが興味深く、奥深いものです。(もちろん中にはとんでもない本もありますが・・・)

これらの著書のいくつかをここで紹介いたしますが、それ以外で昔出版されたもので、人間の「欲」をめぐる背景をさぐるにあたって大変参考にある二つの偉大な著書があります。それは、「**市場対国家(上下)**」(ダニエル・ヤーギン／ジョゼフ・タニスロー著 1998年)と「**文明の衝突**」(サミュエル・ハンチントン著 1998年)です。

超資本主義・グローバル化は欧米、特に米国を中心に生まれ育ってきています。そして、その背景としてまさにアメリカという国の生い立ち、文明、宗教が深くかかわっています。さらに、経済が発展していくに当たっては、そこに政府＝国家の介入があり、そのかわり方が市場のあり方を変えてきています。

「市場対国家」のなかで、「**経済を管理するのは、政府の指導であるべきなのか、それとも、市場の見えざる手であるべきなのか。世界は、市場の見えざる手に経済の管理をゆだねる方向に動いてきた。・・・1990年代のグローバル化は、21世紀にはさらに進んで、新たな状況が生まれようとしている。・・・政府が経済を指導する体制では、世界市場の現実には対応できない。・・・**」と述べています。

米国では、ウォール街の住民を擁護してきた共和党と労働組合側の民主党が、1929年の世界恐慌以来、規制と緩和を繰り返してきています。そうしたさまざまな背景から、2000年以降においてバブルの下地が作られ、加速度的に進んだグローバル化、超資本主義が今回のバブルをもたらしたと思われます。

今回問題になったのが、サブプライムローンとそれを含んだ証券化商品、デリバティブ商品ですが、本来、証券化商品やデリバティブ商品はリスクを分散し・ヘッジするものであり、このような商品が開発されたから今回のバブルが起こったものではありません。

1987年のブラックマンデーにおいても、当時ヘッジ目的で開発されたポートフォリオインシュアランスが暴落を引き起こした原因といわれました。投資銀行は収益を上げるためにファンドなどの投資家にポートフォリオインシュアランスを売りまくりました。あの当時、誰もが「もし、このポートフォリオインシュアランスを全員がいっせいに行使したらどうなるのだろう」と思っていたにもかかわらず・・・

今回と全く同じではないでしょうか。サブプライムローンに問題があることは投資銀行は十分理解していたはずですが、しかし、結局自主規制が効かなかったのは、利益を求める「欲」がそのにあったからではないでしょうか。

私自身は研究者ではないので、歴史観、宗教観、政治と市場・経済のかかわりをここで詳しく述べることはできませんが、今回の世界金融危機について書かれた著書の中から、特に参考になったものを取り上げ、その一部を引用することにいたします。それぞれの考え方は多少違っていますが、いずれも今回のバブルの背景を興味深く分析しています。

\* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

\* 当社は、保険代理業及び証券仲介業を営んでおり、当社はお客様との取引によりいただいた個人情報、各種商品・サービスに関するご提案をするために利用することがあります。

## 世界金融危機の背景 特集第3弾

2009.5



「全ての経済はバブルに通じる」(小幡績著 光文社新書)

「なぜ、プロ中のプロであるヘッジファンドが、バブル崩壊から逃げ切れなかったのだろうか。バブルとわかっていて投資し、逃げようとしなかったのはなぜだろうか。それは、プロであればこそ、ギリギリまでバブルに乗らなくてはいけなかったからなのだ。ライバルであるほかのプロがバブルに乗っているときに、自分だけが降りてしまえば、利益が減り、ライバルに負けてしまう。プロとして、出資者から資金獲得競争に勝つためには、バブルの間だけのことであっても、ライバルより多くの利益を上げなければならなかったのだ」

⇒近年のヘッジファンドは本当にプロだろうか。1998～2002年まで私は、ヘッジファンドを日本に持ち込むために、欧米のヘッジファンドを数多く訪問しました。その当時のヘッジファンドはまだ規模的にも3000億ドルから4000億ドルで徐々に拡大していった時期でしたが、ほとんどが本当のプロであったと思います。ヘッジファンドには、ロング・ショート(割高を売り割安を買う)、アービトラージ(長期短期のスプレッドとの変化を狙う投資)、イベントドリブン(企業経営の歪を狙っての投資)、ショート・オンリー(割高を売るのみ)などいろいろな投資戦略があります。そして各ファンドマネージャーはそれまでの自分の経験を活かして単一の投資戦略しか採用していませんでした。つまり、自分の得意分野でしか勝負しなかったのです。かつ、ファンドの額に必ず上限を設けていました。自分で管理できる規模を認識していたのです。その意味で本当のプロであったと思います。

しかし、そのようなヘッジファンドも、新規参入者が多くなり競争が激しくなるにつれて、規模を極大化しようと自分の得意分野をはずれていったのです。

ノーベル経済学者等現代金融界の知能が集まったLTCMがなぜ崩壊したのか。それは、高いレバレッジを効かせて、得意のアービトラージ以外の分野に多くの資金を投資していたからです。新興国債券や通貨にまで手を出していたといえます。自分の得意分野以外の分野にレバレッジを効かせてハイリスクをとっていたために破綻してしまったのです。

その背景には、小幡氏の言うように、他のファンドに負けられないから、ということがあるでしょう。しかし、その前に、プロ中のプロがいなくなってきたということもいえるのではないのでしょうか。市場での修羅場をくぐってきた長い経験のあるファンドマネージャーではなく、ポツと出の新鋭のファンドマネージャーが、安易に高い利益を求め投機に走った結果のバブルだと考えます。

「バブル崩壊が起こるのは、まず、それがバブルだからである。誰もがバブルであることを知っているから、一旦売りとなったら、全員が売りに廻り、価格は一気に暴落する。これが第一の要素。…」

⇒確かに、みんな今の市場が異常でバブルであると思っているが、上記のように高い利益を求めるためには他人より早く逃げ出すわけにも行かないでいる。それともうひとつ、誰もが、自分だけはうまく切り抜けられると何故か思ってしまうのでしょう。

1987年のブラックマンデーの暴落の原因ともなったポートフォリオ・インシュアランス。当時は自分のポートフォリオをヘッジするために、この手法が多く用いられていました。これを提供する証券会社も、顧客に求められればこれを売っていたのです。しかし、こんなにヘッジポジションができて何か起こったら誰が逆のポジションを取ってくれるのだろうか、と皆不安に思っていました。その一方で、いち早くヘッジポジションを作れば何とか乗り切れると思っていたのです。しかし、一旦ことが起こってパニック的な売り相場となったときには、誰もがその逆のポジションをつくらうとはしなかったために、そのヘッジポジションは全く機能しなかったばかりか、売りが売りを呼ぶ下落に勢いをつけることになってしまったのです。

このように、バブル期には確かにバブルだと皆感じわかってはいるものの、誰もがうまく乗り切れると根拠のない思いを抱いていることも確かです。だから、みな事がはっきりと起こるまで行動できないのでしょう。

## 世界金融危機の背景 特集第3弾

2009.5



荒れた相場でのヘッジファンドなどの仕掛けについて端的に説明しています。

「そして、この恐怖感を利用して、ヘッジファンドや有力投資機関による仕掛けが、暴騰、暴落の双方向へと行なわれていた。…仕掛けの基本は、大量に売り浴びせて恐怖を絶望に変え、心理的に打ちのめされた投資家の投売りを誘い、また、機械的なポートフォリオマネジメントをしている機関投資家などの、機械的な損切りをも誘う、というやり方だ。そして、暴落後に他の投資家たちが売りつくしたところで、仕掛けた側は、暴落の最初の局面で売った分を、暴落の底値で買い戻すのである。

このとき、投げ売って損失を確定させた投資家は、上昇を仕掛けられると、さらに動揺する。かなり下げた水準で、自分があきらめて投げ売った直後に、急に反転、上昇を仕掛けられれば、彼らは、急反転、急上昇を目のあたりにして、投げ売ってしまったことに対する後悔と自己嫌悪で狂いそうになる。しかし、狂いそうになるということは、まだエネルギーがわずかに残っているということだ。彼らは、最後の力を振り絞って、急上昇の波に飛び乗り、買戻しに走る。投げ売ったことによって失われた資産とプライドを取り戻し、後悔の念を帳消しにしようとする。

この買戻しも、機敏に動き、底値で買い戻せれば、多少は損失とプライドを取り戻せるかもしれない。しかし、打ちひしがれ、同時に「これでさらに損失を出したら」という恐怖におびえている投資家の場合は、市場の株価が底値から反転して上昇局面となっても、すぐには飛び乗れない。彼らは、急上昇を啞然と眺めた後、その急上昇が一時的でなく持続的になってきたとき、我に返り、最後の力を振り絞って、買戻しをする。もともとの後悔に、急反転のとき、すぐには買わなかったという後悔が加わり、二重の苦しみを背負いながら、焦って買い戻すことになる。しかし、これにより、三重苦を背負うことになるのだ。なぜなら、このときが、上昇局面の終了するときだからである。」

⇒実によく投資家心理をついていいると思います。パニック市場におけるマーケット参加者の多くはこのような心理状況を味わうことになります。私も、ディーラー（債券の売買）をやっていた時期があり、ブラックマンデーも経験し、90年の湾岸戦争という大変市場が乱高下した時期も経験しています。そして、少なくともこのような経験をして損失を被った経験をしましたが、その時の心理状況はまさに、まさにこのような状況でした。

「バブルは、誰もがバブルであることを知っている。…バブルは儲かるから誰もが殺到する。…そして、誰もがライバルである他の投資家を出し抜いて抜け駆けできていると思っている。…だが、これは理論的に不可能である。…その全員が、崩壊する瞬間、その一瞬前に降りようとしているからだ。全員が降りれば、その瞬間にバブルは完全に崩壊する。だから、誰もバブルを崩壊させずに降りることはできないのである。…」

⇒まさにその通りであろう。しかし、ここでさらに深く考えて見たい。なぜ誰もがそこまでして収益を求めるのか。いや、求めるようになったのでしょうか。そこには、現代の「市場資本主義」、「市場原理主義」、「強欲資本主義」呼び方は違って、意味するところは「行き過ぎた資本主義」がもたらした結果であったのだと思います。

このような欲に目がくらんだ資本主義を「強欲資本主義」といって批判しているのが、神谷 秀樹氏です。神谷氏は元住友銀行、ゴールドマンザックスを経て、1992年に自ら投資銀行を作って今でも「金融マンは実業を営む方たちの脇役に徹すべきだ」との信条の下に独自の投資銀行活動をされている人です。私は、彼がゴールドマンに所属していたときに何度か仕事の関係で会ったことがあります。強い信念を持って投資銀行のあり方を語っていたことを今でも思い出します。その彼が、今般、「強欲資本主義 ウォール街の自暴」と題して、今回の世界金融危機の原因についての本を出版しました。この中からいくつかの氏の意見をまとめてみましょう。

\* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

\* 当社は、保険代理業及び証券仲介業を営んでおり、当社はお客様との取引によりいただいた個人情報、各種商品・サービスに関するご提案をするために利用することがあります。



## 世界金融危機の背景 特集第3弾

2009.5



まず、神谷氏は、最近のウォール街の変容振りを嘆く。「『お金が全て』。わずかこの5,6年で、マンハッタンはこうした成金カルチャーに満ち満ちた町に変わってしまった。この町が持っていた独特の雰囲気や古きよき伝統、文化といったものが、お金という魔物によって駆逐されつつあるのは寂しい限りだ。」  
「ウォール街の『強欲度の水準』は、我々日本人が日本人社会の中で考える『強欲』の感覚より、三乗か四乗のレベルと考えるべきである・・・」

⇒前述のように、ヘッジファンドもその運用スタイルがどんどん変わってきてしまいました。以前は本当のプロが自分の領域を守って資金を出してくれる投資家のために運用を行っていたのが、今は、自分の収益を極大化するためにできる限りレバレッジを効かせて収益を最大化することだけに集中し、当然それに伴うリスクを甘く見るようになったのです。そして、ヘッジファンドのマネージャーの中には何十億ドルという収入を上げていたものもありました。米国においては、これらファンドマネージャーに対し税制優遇（収入に対し通常の所得税ではなく有価証券に係る税金（20%）を課し優遇している）し、政治家はヘッジファンドから多額の献金を受けているのです。さらに、今回問題となった格付け機関にしても、以前は証券化商品の格付けを付与するために最低でも3ヶ月程度はかけて調査・審査をしていましたが、近年では、格付け機関の全収益のうちストラクチャードファイナンスの占める割合が4割以上にもなり、その件数も劇的に増加していることから格付け自体が簡素化されていたきらいがあります。その他、投資銀行自体も巨大なヘッジファンド化してただただ収益を求める集団になってしまったのです。

この点について、本の中でも、かつて勤めていたゴールドマンザックスについて、  
「現在、有限責任会社としてゴールドマンがとっているリスクは想像を絶する。ゴールドマンをウォール街の人々は、『世界最大のヘッジファンド』と呼んでいるほどだ。・・・」

⇒有限責任・・・というのは、かつてゴールドマンは株式公開をしていなくて、パートナー制をとっていました。そして、各ゼネラルパートナーは会社の債務に対して無限責任を負っていたために、自ずと経営にもブレーキが利いていたのです（といっても、その綴じでもかなり大きなリスクを取っていたようではあるが・・・）。

それが、1999年に「株式公開で資本金を大きくした上、彼らは預金金融機関ではなく、BIS（国際決済銀行）の自己資本規制の対象にもならないことから、自己資本の20～30倍もの借入もできる。BIS規制の対象になっている商業銀行は、自己資本比率を10%とすれば、自己資本の10倍までしか借り入れることができない。

そうした規制を受けない投資銀行は、大きなバランス・シートを獲得した。しかし、それは従来の、資本金を使わずに知恵と人脈で顧客にアドバイスするという業務から、自らが投資家となって、市場を相手に最大収益を上げるための金融機関へと大変身させることになった。

今や、ゴールドマンやモルガン・スタンレーの顧客へのアドバイスによって上げる収益は、全体の1割に過ぎなくなっているほどだ。」

⇒今回の会社に対する資本注入によって、これら投資銀行もFRBの管理下に置くことになりました。つまり商業銀行と同様の管理となります。今後は、自己資本規制などについて検討されていくことになるでしょう。

\* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

\* 当社は、保険代理業及び証券仲介業を営んでおり、当社はお客様との取引によりいただいた個人情報、各種商品・サービスに関するご提案をするために利用することがあります。

さらに、氏はこうした強欲資本主義は、ウォール街ばかりでなく企業経営者も「歪んだ株主中心主義」に陥ってしまっていると指摘しています。

「企業を評価する指標といえば、従来は売上高、経常利益が重視されていたが、近年では欧米流の会社は株主のもの、株主重視という考え方が広がっている。経営の教科書的に言えば、企業が将来どれだけのキャッシュフローを生み出すかを評価したものを「企業価値」といい、そこから負債を差し引いたものを「株主価値」という。

したがって、「株主価値」の最大化を目指すことが優れた経営の目標であり、(その企業を評価する)ファンドマネージャーの興味もここにある。最も、それは歪んだ発想である。

彼らに興味があるのは、「株主の利益」と「自分の収入」だけなのだ。・・・」

「給料を減らす。社員を減らす。仕入先を泣かす。最大限に借り入れてレバレッジを効かし、支払い金利を膨らませ、税金は極力圧縮する。彼らにとっては、これこそが経営の真髄となるのだ。」

そして、そのように株主価値を最大にして、その見返りとして経営者自身は考えられないような高額な役員報酬を手に入れていると批判しています。

このように、今回のバブルの崩壊はこうした「強欲資本主義」の当然の帰結として起こったものであるとしています。

たしかに、ウォール街の連中は自分の収入の極大化に走り、誰もがバブルと認識しながらも、誰もがそのチキンレースから降りようとはしなかったことが、これだけの世界金融危機を招いたといえましょう。そして、その責任はウォール街だけではなく、企業経営者にもあるのです。

「企業は株主のもの」といって、物言う株主が増えてきました。しかし、そのほとんどがファンドであり、ファンドは自分の投資利回りを上げることにのみ興味があり、将来的に継続していく企業経営とは目的もそのやり方も違うのではないのでしょうか。かつて、ライブドアの堀江元社長は、「金さえあればなんでもできる。」と豪語し、二言目には「株主のために」といってきましたが、結局は自分のエゴのための操作でしかなかったように思えます。

高報酬を常に要求する経営者と実際の労働者、消費者には大きな隔たりができてしまいました。格差社会が民主主義を壊し、資本主義をゆがめたとも言われます。

そして、アメリカでは、共和党と民主党の政策の差によってこれら格差社会は導かれたという説もあります。このような点について次回ももう少し見ていくことにします。