

カジノ資本主義のモラルハザード

盛田 常夫

7000億ドルに上る巨額の不良債権買い取り法案は10月初めに可決されたが、いったんはアメリカ下院で否決された。これは二重の意味で興味深い現象だと言える。

まず、資本主義の最前線を行くアメリカが公的資金で私企業を救済するという前代未聞の事態が生じたこと。これまでアメリカ政府は日本政府にたいして、公的資金注入による銀行セクター救済を批判していたが、今回は形振り構わず、巨額の支援を決定した。これからは日本の金融セクターにたいするアメリカからの市場開放圧力はなくなることは確実だろう。

他方、金融企業・機関にたいする一般アメリカ国民の予想以上に厳しい眼の存在である。専門家や政治家の「賢人」は金融システムの崩壊を防ぐために公的資金の投入は不可欠だと論ずるが、たいした蓄えもなく証券投資に関係のない庶民には、金融システムがうまく機能しようがしまいがどうでも良いこと。だから、金持ちの資金を運用し、巨額の報酬を受け取ってきた会社（幹部）を救済するのに税金を投入するのは許せないと考えるのは当たり前。それくらいの庶民の抵抗があって当然だ。専門家を自負する経済学者は「システム崩壊」の殺し文句で脅迫するが、それなら何故これほどのリスクを抱える投資を野放しにされてきたのか。そのことの反省なしに、システムの救済だけを叫ぶのは、片手落ちというものだろう。

銀行と証券

いま問題になっているのは投資銀行（業務）である。この業態を理解するためには、まず金融システムを構成するプレイヤーの理解から始めなければならない。

金融業でもっとも歴史が古いのは銀行業。これは預金を預かり、その預金を元手に資金を貸し出すビジネス。要するに、銀行は金貸し業。

預金にもとづく信用供与であり、貸出先の信用リスクだけを考慮していれば良い。リスクが天井を突き破ることはない。もっとも、バブル時のように、住専のようなノンバンクにたいする貸出しで収益を上げようと欲を出し、バブル崩壊とともに巨額の不良債権を抱え、公的資金の注入を受けたことは記憶に新しい。お堅いはずの銀行が一時の収益に目が眩むあまり、管理できないリスクを負った結果だった。うまい貸出しがないと、つつい高利回りの貸出しや証券で資金を運用することになる。だから、どのバブル崩壊でも銀行が無傷であったことはない。

証券会社は株式・債券の売買のブローカー（仲介者）である。ブローカレッジで手数料を稼ぐのが証券会社の基本的な収益源だ。もちろん、売買の仲介だけでなく、自らの資金を使って売買することもある（自己勘定取引）。ブローカレッジだけでなく、株式・債券の新規発行業務の請負も大きな収入源になっている。同じ手数料でも、M&Aなどを成功させれば、大きな収益を上げることができる。だから、どの証券会社も証券業務から、この種の投資銀行業務へ収益源を移すことに力を注いでいる。

日本では銀行と証券は明確な棲み分けができていた。これは銀行と証券を分離するというアメリカ型の規制にもとづくが、近年では金融ビジネスの多様化にしたがい、この垣根を低くし、銀行が証券子会社を保有したり、証券が銀行子会社を保有したりすることが可能になった。

これにたいして、ヨーロッパはユニヴァーサルバンキングの原理のもと、金融機関は銀行と証券が一体化している。

投資銀行（業務）とヘッジファンド

銀行も証券も、基本的には他人の禪で相撲をとっている。他人のお金を右から左へ動かしているだけだ。利鞘や仲介手数料が売上げ。他人

のお金を動かしている限り、大きなリスクをとることはできないし、収益も限られる。

これにたいして、低リスク低リターンではなく、リスクは高くても大きなリターンを求めるのが、投資銀行業務である。特定の投資案件の実行のため資金を集め、その資金で投資を行う。投資銀行が自己資金を投じることもある。投資銀行あるいは機関投資家や個人投資家が出資し、リスクはあるがリターンが高いものに投資する。M&A、民営化案件、不動産、信用力に問題はあるが高いリターンが付いている債務証券等々へ積極的に投資し、手数料ではなく、投資収益を上げるのが投資銀行業務である。

アメリカでは独立した投資銀行会社が存在してきたが、これに相当するものは日本では証券会社が社内に投資銀行部門を設けて対処してきた。日本の金融機関がアメリカに遅れていると言われていたのが、この投資銀行業務である。とくに、債務の証券化手法が複雑化し、この手法で最先端を行くアメリカの投資銀行が、日本の証券会社の目標になっていた。野村證券がリーマン買収に動いたのも、このような背景があるからだ。

ヘッジファンドはこの投資銀行業務を極端にまで進めたものだ。対象は大金持ちか、リスクを取れる機関投資家。出資額も何億円、何十億円が単位になっているから、庶民には縁遠い話。その巨額の資金で通貨や証券に集中投資して、並はずれた収益を生むことが使命になっている。巨大なカジノ集団とでも言えようか。ハンガリー出身のソロスが率いるクウォンタムファンドは良く知られているが、世界にはいくつかの代表的なヘッジファンドが、世界の金持ち相手に商売している。

サブプライムローン不良化の波及

それにしても良く分からないのは、どうしてアメリカの不動産債務証券化ビジネスの破綻が、アメリカの金融システムを揺るがす大事件にまで発展したのかである。というのも、サブプライムローンが囓んでいる不動産市場の規模はほ

ぼ1000億ドルと推定されているからである。この市場崩壊の処理のために、その7倍の救済資金が必要になっている。どうしてだろうか。

この問題を考えるのにちょうど良い事例がある。日本の事故米事件である。一見、この両者には何の関係もないように見えるが、問題の波及構造は同じなのだ。

事故米はいろいろなルートを通じて、他の材料と一緒に様々に加工処理され、原型が分からなくなるほどに加工処理が続けられている。だから、被害は広く分散し、当初の事故米量の何倍もの商品として市場に出荷されており、どこまで加工処理されて消費者に渡ったのか、確定することが不可能なのである。

まさにサブプライムローンにかかわる債務証券も同じで、卸売りの販売された金融機関では他の証券と組み合わせた債券やファンド商品として再販売され、それが機関投資やリテールの一般投資家にまで行き渡った。事故米の影響を最後まで追跡するのが難しいように、このようにいくつもの組合せや加工処理で薄められて販売された債券の損失を確定するのはほとんど不可能なのである。

不動産市場がさらに価格下落すれば損失額は増えるが、それ以前に、算定不能な損害がさらに表に出てくる可能性も否定できず、はたして現在の救済措置が十分でかどうか分からない。

自己増殖する貨幣

マルクスは資本をうまく規定している。「資本とは自己増殖する貨幣」。資本主義が発展すればするほど、より簡単にお金が儲かる方法を編みだそうとする。資本の本質がそうさせる。

たとえば、製造業のように機械を購入し、人を雇って物を造り、それを販売して売っていたのでは、手間暇がかかりすぎる。もっと簡単に、お金を右から左へ動かすだけで儲けることができるようになったのが、金融資本主義である。産業資本主義から金融資本主義への発展である。

たとえば、ハンガリー国債を日本で発行するいわゆるサムライ債を引き受けた場合、主幹事会社はだいたい1～2日の間で、数百億円の債券を販売してしまう。取引のある機関投資家（金融会社、事業会社）に利回りの良い債券として売る。販売はほとんど電話で完結する。一部をリテールで売ることもあるが、かなりの部分は機関投資家に回す。その方が手間暇はかからないからである。

このようなサムライ債ビジネスの手数料は発行額の0.5%前後である（格付けによって異なる）。500億円発行なら3億円程度が発行手数料として幹事会社に落ちる。製造業の事業会社が3億円の利益を上げるのはたいへんだが、証券会社は数時間で稼いでしまう。

うまい投資案件や投資スキームが成功した場合、そのスキームの発案者には巨額の成功報酬が与えられる。これが投資銀行業務の報酬の仕組みである。この場合、収益の10%あるいは20%であることも珍しくはない。100億円の収益があれば、10億円、20億円の報酬になる。

こういう甘いビジネスに慣れると、製造業で地道に稼ぐことが馬鹿らしくなる。しかし、金融ビジネスのほとんどはゼロサムゲーム。経済の付加価値の生産には寄与しないマネーゲームなのだ。このようなヴァーチャルな世界だけで生きていけると考える安直な若者が増えているが、マネーゲームだけでは生きていけないことを学校できちんと教えることが必要だろう。

カジノ資本主義

証券化ビジネスはインヴェストメント・バンカーの腕の見せ所である。サッカークラブであれ、イギリスのパブであれ、あるいは不動産の債務であれ、これを投資スキーム化して収益モデルを造って証券を販売する。当初は収益がでても、景気変動によってそれぞれの市況が変化すると、収益モデルが損失モデルになりやすい。一時的なバブルで儲けがでても、バブルがはじけた後の損失の方が大きくなることもある。このような場合、投資モデルを作ったバンカーは

責任をとって会社を辞めるが、それまで稼いだ儲けをはき出すことはない。

ここが投資銀行（業務）の不明瞭なところだ。一時の収益はほとんど独り占めするが、収益モデルが損失モデル変化し、会社が被った損害は社員全体が補填する。担当者は会社を辞め、ほとぼりが冷めた頃にまた、別の投資会社に移っていく。損失を個人資産で補填することはないのだ。この報酬と損失補填のシステムは、どう考えても整合性がない。

もっともインヴェストメント・バンカーにはそれなりの言い訳がある。「市況の変化は個人の責任ではない。だから、市場崩壊の損失を個人の資産で補う必要はない」、と。それぞれの投資銀行は、投資ビジネスはそのようなものと割り切って、1ヶ月あるいは3ヶ月単位で損益を決済して、過去のことは次々に忘れていくのである。まさに投資銀行業務は限りなく賭博に近いビジネス。現代の金融資本主義が、カジノ資本主義と呼ばれる所以である。

モラルハザード

アメリカの救済策の策定においても、対象となる企業のモラルハザードが問題になった。投資銀行役員やバンカーの巨額の報酬を容認しながら、公費で救済するのは納税者の理解を得られない。だから、公的資金による救済を受ける会社は、役員の報酬に規制をかけるという条件が付いている。

しかし、これは将来の報酬についての規制であって、過去の報酬は問題にされていない。金融制度を揺るがす損失をもたらしたのに、これまでの報酬に一切手が付けないというのは、あまりに不公平。「儲けは自分のもの、損失は皆で分担」という論理は、投資銀行業では許容されても、一般社会では通用しない。経営者の個人的な資産を提供することを要求しないという不文律がある限り、バンカーのモラルハザードへの歯止めはないに等しい。

（関連記事は、<http://morita.tateyama.hu>を参照されたい）