

ブダペスト●盛田常夫

## 市場経済への移行；三国三様

### ●転機とチャンス

今年是小林研一郎さんのハンガリーデビュー20周年です。1974年春の第1回ブダペスト国際指揮者コンクールで第1位の栄誉を獲得されて、ちょうど20年。3月にはリスト音楽院で記念のコンサートが開かれるほか、当地の日本人有志で国立オケの面々と協力して、楽しい音楽パーティを催す計画もあります。

氏の近著『指揮者のひとりごと』（騎虎書房、1993年12月刊）には20年前のコンクールへの応募から最終審査までのエピソードが綴られています。このコンクール開催にあたって、ハンガリー政府は奮発して外貨を割り当て、ヨーロッパの主要国から著名な音楽家を審査員として招き、4次審査まで3週間以上にわたる厳しいセレクションをおこなったのです。氏が参加要項を手にしたときにはすでに応募期限が切れていたのに、そこから栄冠を手にする力とプロセスは人生の成功と失敗が紙一重に隣り合わせになっていることを教えてください。実力があっても、チャンスをつかみ、さらに幸運が重なることなしに高みに立つことができないということをまざまざと見せてくれます。

やはり昨年12月19日放映のNHKスペシャルで、1989年ベルリンの壁崩壊にいたるエピソードを扱った『ピクニック計画』が放映されました。ハンガリーがオーストリア国境との鉄条網を切断するという計画を発表した1989年5月から、東ドイツ国民がハンガリーに殺到し、9月に

オーストリア国境が開放されるまでのプロセスを再現したものです。

この切断計画の少し前、「汎ヨーロッパピクニック」と称する催し物がオーストリア国境に接したハンガリー領内でおこなわれ、国境が一時開放されています。ハンガリー側でこの一連の計画を主導した人々がいました。当時、ハンガリー社会主義労働者党の政治局員だったポジュガイは当初からもっともアクティブに参画し、党内の改革グループのリーダーとして鉄のカーテン切断から西側への統合の図式を描いていた政治家でした。その後、彼は社会主義労働者党（現、社会党）の大統領候補に推されましたが、1989年11月末におこなわれた国民投票（大統領を翌1月の国民投票で選ぶか、自由選挙後の新国会で選ぶか）が大方の予想に反して、わずか数千票の差で政府案（前者）を否決したことで、初代大統領になる彼の野望は消えてしまいました。

悪いことは重なるもので、その後、総選挙の比例代表区で当選し、社会党の国会議員になりましたが、やはり国境開放とともに決断した党首のホルン（1989年当時、外相）との関係がうまくいかず党を出て、今年5月の選挙には新党の党首として出馬します。事前の予想では2%の支持率もありません。現金なもので、こうなると、社会党と二股をかけていた政治家たちが彼のもとを離れ、急速に支持率を伸ばしてきた社会党に回帰する傾向にあります。ポジュガ

イは魅力ある政治家ですが、彼にとって1989年11月の結果がすべてでした。あのとき、あと3000票ほどの移動があれば、彼の政治家としての人生はまったく異なったものになっていたでしょう。そのチャンスを物にできなかった不運が、政治家としての高みに立つ転機を奪ってしまったのです。

小林氏の著書を読みながら、ふとポジュガイの不運が脳裏をかすめました。

### ●三都（国）三様

市場経済への移行という視点からみて、ハンガリー、ポーランド、チェコは一見したところ、類似しているところが多い3国ですが、民営化の手法にしても、金融制度の発展状況をみても、それぞれ異なった道を歩んでおり、たいへん興味深い比較が可能です。国営企業民営化の戦略としてよく引き合いに出されるハンガリー＝外国の戦略投資家への売却、チェコ＝バウチャーによる大衆への配分、ポーランド＝従業員の株式所有は、民営化戦略という以上に、それぞれのお国の事情を反映していると考えた方がよいのです。

ポーランドは労働組合の「連帯」が政治の権力を握っているという状況のなかで、労働者への配分を前提にしない民営化は、そもそも組合の支持を受けなかったでしょう。さらに、対外債務のリスクをおこなっている現状で、外国の投資家を呼び込むことに限界があったことはいうまでもありません。それゆえ、国営企

取引所時価総額

(単位:百万ドル)

	株式	国債	TB	投資ファンド	補償額	合計
ブダペスト	817	2420	740	55	538	4570
ワルシャワ	3212	800	-	-	-	4012

\*ハンガリーのデータは1993年12月末。1ドル=100フォリントで換算。

\*\*ポーランドのデータは1994年1月初旬。1ドル=21500ズロチで換算。ただし、国債のデータは推計値。

業民営化に際して、従業員所有の比率が定められるところとなりました。

パウチャーによる民営化はチェコスロバキアが採用した後も、ルーマニアなど外資の導入が期待できないところで追随者を見ているが、もともとパウチャーという発想は社会主義圏では別の意味で、よく知られた存在なのです。旧体制下のチェコスロバキアでは長らく、外貨ショップは外貨と交換されたパウチャーでのみ購買が可能でしたし、外国人がガソリンを買う時もガソリンパウチャーが必要でした。その意味で、配給証書はチェコのみならず、これらの地域にそれほど異なる存在でないどころか、もっとも得意とする手法でもあるのです。それが株式会社会社に転換した国営企業の株式配給証書に変わっただけです。もっとも、今回のパウチャーは所有権の移転を伴う配分ですから、これまでのパウチャーとは質的に異なりますが、

モノポリーゲームと同じく、パウチャー民営化ではパウチャーのポイントに応じた株式売買を通して企業の所有者は変わりますが、実際のところ個人は投資ファンドに運用を任せますから、所有者機能は働きません。それも、証券取引所に上場されていない企業の株を、個々のファンドが直接に売買するという形態をとりますから、かなりリスクの大きなゲームといえます。パウチャーによって「民営化」された企業がどのようにして経営を革新できるかも、依然として解決されない問題です。

チェコは93年から外資への優遇策を撤廃した結果、直接投資による外資の流入総額を92年の半分(およそ7億ドル)に減らしたのにたいし、ハンガリーは20億ドルを超える外資を受け入れました。外資にたいする

スタンスも、ハンガリーとチェコではこのように違います。

### ●イマージング・マーケット

3国の証券取引所を比較すると、ブラハ取引所の場合はパウチャーによる株式売買が先行した結果、取引所を経由しない売買が主流を占めるという特殊な形態で進行しています。ブラハ取引所の上場株は4銘柄と少なく、それも決済だけを取引所で行なう直接取引が大半を占めています。

チェコではブラハ取引所以外に、パウチャー登録に使用された全国の登録所をコンピュータネットワークで結んだ「登録所経由取引」(RMシステム)が、パウチャー民営化で売り出された株式の取引に利用されています。この他に、取引所もRMシステムをも経由しない場外取引が投資ファンドあるいは大口の投資家間でおこなわれており、変則的な発展をみせています。RMシステムの場合には取引開始から終了まで数週間の時間をとっており、取引のマニユプレートの余地が大きくなっています。同じことは、場外の直接取引についてもいえ、企業情報が公開されずに、大手の金融機関が所有する投資ファンドがインサイダー情報によって、有利に取引を進めることを排除できないでしょう。

実際に売買されている株式の数が多いいえ、チェコでは資本市場の整備が図られるまで、何段階かの再編成を要すると考えられます。

ワルシャワ取引所は昨年、もっとも注目を集めたイマージングマーケットです。1993年1月には2500万ドルにも満たなかった月間取引高が、

11月には6億ドルを超え、株価指数も1月の1000から12月の9000へと、実に9倍の上昇を記録しました。株式時価総額も、この2年間に20倍に増え、おかげで *Economist* の最終ページのイマージングマーケット情報に、ワルシャワ、ブラハ、ブダペスト取引所情報が掲載されるようになりました。ワルシャワの相場はアメリカの投資家、投資ファンドがリードしているといわれていますが、経済の実態の裏付けなしに、株式だけが異常な高騰を見せていることは明らかです。

ワルシャワ取引所が下降局面に入り出したこの1月、ブダペスト取引所は大商いで賑わいました。株価指数も年末の1200ポイントから1月末の2000ポイントへと跳ね上がり、ますます中・東欧のイマージングマーケットが注目されるようになっていきます。ここでもアメリカの投資ファンドがからんでいます。財政赤字補填のクラウドディングアウトで、銀行を経由する間接金融がむずかしくなっている現在、資本市場の活性化は直接金融への道を開くものと歓迎されています。

バブル発生ともみえるワルシャワ、異端の複数システムが共存するブラハ、金融秩序を優先するブダペストが、それぞれ独自の手法と道を辿りながら、資本市場の発展を目指しています。それぞれのシステムが今後、どのような発展をみせるか、たいへん興味深い段階に入ってきたといえましょう。

[1994年2月14日]

(もりた・つねお/野村総合研究所研究顧問・ブダペスト経済大学客員教授)