

グローバルな投機資金の規制は可能なのか

高田太久吉(中央大学商学部)

1. 投機活動の歯止めのない活発化

今年(2007年)春以来、アメリカのサブプライムローン問題をきっかけにして、資本の国際的な流れに異変が生じ、各国の金融市場で為替レートや株価の動きが不安定化すると同時に、原油価格、金相場などが大幅に上昇している。これらの変化の背後に、ヘッジファンドに代表される世界のさまざまな機関投資家による国際的で大規模な投資活動が関わっていることは周知の通りである。

ヘッジファンドの投機活動が注目を集めるようになったきっかけは、1997年のアジア通貨危機に深く関わっていたヘッジファンドが翌98年のロシア危機を契機に巨額の損失に見舞われ、国際金融市場に緊張が高まったことであった。とくに、ニューヨークをベースとし、当時、ジョージ・ソロスのクオンタム・ファンドとならぶ世界最大のヘッジファンドであったLTCMが事実上の破綻に追い込まれ、急速に、ニューヨーク連銀の呼びかけで世界の13の大手金融機関による救済機構が組織されたことは、それまでヴェールに包まれていたヘッジファンドと大手金融機関の密接な関係を露わにした事件として注目された。

LTCMのケースが浮き彫りにしたのは、ヘッジファンドの国際的投機活動は単独で行われているわけではなく、一握りの大手金融機関の資金提供とさまざまな金融サービスを利用しながら展開されており、両者はいわば一蓮托生の関係にあるということであった。大手金融機関は、ヘッジファンドとの取引で莫大な利益をあげていただけではなく、自社内部にヘッジファンドと同様の投機部門を開設し、ヘッジファンドを模倣した投機活動を自らも積極的に展開していたのである。

したがって、ヘッジファンドの無責任な投機活動を制御するためには、ヘッジファンドに情報を公開させるだけでは不十分で、なによりもまず、大手金融機関とヘッジファンドの取引を規制し、大手金融機関がヘッジファンドの投機活動を助長するのを制限することが重要であった。しかし、アジア通貨危機からすでに10年が経過した今日、ヘッジファンドの情報公開はほとんど進展していないし、大手金融機関とヘッジファンドとの関係も基本的に変化していない。

97年のアジア通貨危機で注目されたことは、中国、台湾、インドなど金融自由化に消極的であった諸国では、いずれも大きな混乱を回避することができたという事実であった。また、マレーシアのマハティール首相(当時)は、ソロス・ファンドなどを名指して非難し、自国の金融市場に外国の投資家が立ち入ることを禁止する措置を実施し、被害を最小限に食い止めた。こうした経験から、専門家の間でも、政府が周到かつ断固として投機活動を規制すれば一定の効果があるという認識が共有されるようになった。

さらにこの時期、ヘッジファンドの投機活動に対する国際的な批判に押されて、欧米の

通貨当局と大手金融機関もいくつかの国際会議を開催し、ヘッジファンドの活動を監視し、その活動に一定の制限を加える必要があるという共同声明などを出した。しかし、その後国際金融市場が落ち着いてくると、こうした動きは次第にうやむやとなり、国際協調にもとづく持続的な投機規制は実現していない。

この間、世界のヘッジファンドの数は倍増し(現在約9000本と言われる)、その運用資金は3倍近くも増加している(総額1.5~2.0兆ドル)(図1参照)。変化したことと言えば、かつてのLTCMやソロス・ファンドのような超巨大ファンドが姿を消し、世界中を身軽に動き回れる比較的小型のファンドが主流になったこと、その分、ファンドの投資戦略が多様化し、金融市場だけではなく石油・金属を始めとする資源、さらには不動産などあらゆる資産が投機の対象に取り込まれてきたこと、加えて、最近のサブプライム問題に現れているように〈資産担保証券〉や〈仕組み金融商品〉と呼ばれる複雑な証券市場が急膨張し、ファンドの活動領域をあらゆる経済部面に広げているということであろう。

〈ここに、図1 を挿入〉

また、最近の新しい変化として、従来はヘッジファンドへの投資を行っていなかった年金基金、巨額の外貨準備を管理する各国政府機関(とくに産油国や中国他)などが、資金の一部をヘッジファンドに投資する動きが広がっている。年金基金や政府機関によるヘッジファンドへの投資は、年金加入者や納税者を間接的にヘッジファンドへの投資に結びつける結果になる。しかし、年金基金などの運用責任者が、複雑な投資手法を駆使する上に情報をほとんど開示しないヘッジファンドのリスクを適切に評価できる保証はなく、国際金融市場に予想を超える変化が生じた場合にはそれらの機関が大きな損失を被る危険性を孕んでいる。

投機資本の急激な増大

このように、ヘッジファンドに代表される機関投資家の国際的投機活動が近年ますます活発化している背景には、いくつかの構造的要因が作用している。

第一は、1980年代以降、途上国や移行国(旧社会主義国)を含めて世界各国が先を争って資本取引の自由化を進め、自国の金融市場を海外の投資家に開放してきたことである。このような自由化政策は、なによりもアメリカ金融産業の意を受けたIMFや世界銀行によって強く推進されたものであり、〈ワシントン・コンセンサス〉と呼ばれている。同時に、それは金融取引の規制を嫌う各国内の一部金融機関や投資家の要求に沿ったものでもあった。また、1984年の日米円・ドル委員会から金融ビッグバンに至る日本の金融自由化の過程が示しているように、アメリカは多くの国との二国間協議を通じて、自国の金融業界に

都合のよい金融自由化を他国に迫ってきたのである（詳しくは、拙稿「金融ビッグバンとアメリカの対日要求」（雑誌『経済』2007年5月号）を参照されたい）。

第二は、ヘッジファンドの数と運用資本の急激な増大が象徴しているように、世界のさまざまな機関投資家の手元に、莫大な資金が流入していることである。このような機関投資家の手元への資金流入は、長年にわたるアメリカのドルたれ流し政策と、各国通貨当局の金融緩和政策（日本のゼロ金利政策はその最たるもの）によって促進されてきた。

ただし、念のためにいえば、国際的な投機活動に参加しているのはヘッジファンドだけではない。投資信託、各国の公的外貨管理機構、保険会社、年金基金、さらには銀行や企業なども、それぞれのやり方で投機に参加している。このなかで最大の資金を動かしているのは投資信託であるが、2006年末でアメリカの投資信託の残高は10兆ドルを超えており、20年前に比較して15倍以上増加している。これをアメリカのGDPの過去10年間の平均伸び率（名目で4.9%）と比較すれば、投資信託の増加率がいかに急速であるかがわかる。このような投資信託の異常な膨張は自然発生的に生じたわけではなく、中産階級や労働者の貯蓄を投資信託、さらには証券市場に流入するのを促す政策（その代表は、401(k)とIRA）が意図的に実施されてきた結果である。

（注）401(k)は、企業の労働者が個人単位で設定した口座に資金を積み立て、その運用を自分が指示する確定拠出型年金制度。IRAは個人が個人退職勘定と呼ばれる口座を開設し、振り込んだ資金の運用を本人が指図する制度。実際には、これらの制度で積み立てられた資金の多くは投資信託に流入する。これら二つを併せるとアメリカの家計が保有する投資信託全体の30~40%を占める。

最近の『週刊エコノミスト』（2007年11月12日特集号）によれば、国際的投資活動に参加しているさまざまな機関投資家が動かしている資金の総額(2006年)は約60兆ドルと見積もられている。これにヘッジファンドを加えて各種ファンドの資産が5~6兆ドル、個人富裕層の資産が35兆ドル等となっており、総額では100兆円を超えている。さらに、最近のイングランド銀行のレポート(Financial Stability Report,2007/11)によれば、世界の金融資産の総額は、公債と銀行預金の合計が70.7兆ドル、企業の社債、株式、借入金の合計が67.7兆ドル、さまざまな資産担保証券が10.7兆ドルで、合計150兆ドルに達している。これらの数値には重複もあるが、これらを先進工業国23カ国のGDP総額(34.7兆ドル)と比較すれば、近年における貨幣資本の蓄積がいかに膨大であるかが理解できるであろう。

このような世界的な規模での貨幣資本の急激な蓄積は、それらを運用する機関投資家の競争を激化させ、良好な運用成績を上げるための厳しい競争圧力として作用する。世界的に金融自由化が広がり、金融グローバル化（世界の金融市場の一体化）が進行した現在、投資家にはさまざまな選択肢があり、わずかの利回りの差をめぐって膨大な資金が瞬時に世界中を移動する。利益が期待できる市場には世界中の機関投資家がいつせいに資金を投入するために、国際金融市場には極度の不安定性と、同種の市場が世界的に連動して動く同時性（たとえば、世界同時株安など）とが顕著に見られる。

第三は、過去 20 年あまりの間に、デリバティブ取引と総称されるさまざまな新しい金融取引技術が開発され、それ以前には存在しなかった新しい金融市場を産み出してきたことである。

(注)デリバティブ取引とは、先物、スワップ、オプション、さらにはこれらを組み合わせた仕組み金融などの総称である。これらの取引は、当初銀行が融資などにもなうリスクをバランスシートから排除する〈オフバランス化〉のための技法として開発された。しかし、その後大手金融機関がこれらを機関投資家に投機取引の手段として大々的に提供するようになり、今日ではこれらの取引の総体は、伝統的な融資や証券取引の何十倍もの規模に膨張している。

デリバティブ取引が金融取引の主流になった背景は、1970 年代初頭の〈ニクソンショック〉を契機とする固定レート制の崩壊（変動レート制への移行）、主要国の金融政策の考え方が管理主義（金利や通貨量などを金融当局が管理することで物価や景気の安定化をはかる考え）から市場重視（政府は市場に介入することを控え、金利や為替レートの変動を市場の自己調節過程として放置する立場）に転換したことなどである。これらの結果、金融市場では為替レートや金利の変動が激しくなり、企業や投資家は通常の資金調達や資金運用に加えて、為替リスクや金利リスクを回避し、管理するための付随的な金融取引が必要になったのである。

しかし、デリバティブ取引は他のあらゆる金融取引と同様に、リスクを管理する手段としてだけでなく、投機活動の手段としても利用可能な諸刃の刃である。さらに、デリバティブ取引は、その構造が複雑なために、企業や投資家が利益や損失を隠し、その額を偽装する会計操作の手段としても積極的に利用されている。そして、投機取引はその性質上取引の回転が速く金額が大きいため、投機目的のデリバティブ商品をヘッジファンドなどに販売する大手金融機関に莫大な利益をもたらす。こうした事情が、近年の投機的金融取引の異常な急膨張を促しているのである。

経済の金融化

GDP や国民所得に表される広い意味の〈実体経済〉の成長に比較して、その何倍もの速度で貨幣資本が蓄積され、それらがさまざまな機関投資家によってグローバルに運用され、その結果、社会全体の作り出す富のますます大きな割合が金融産業や投資家の利益として吸い上げられ、企業活動や市民の経済生活が金融市場と機関投資家の動きに支配されるようになっている現代資本主義の異常な様相を、一部の経済学者は〈経済の金融化 (financialization)〉と呼んでいる。

(注)〈経済の金融化〉という視点から現代資本主義の変化とその病理現象をとらえ、その原理と構造の批判的な解明に先進的に取り組んできたのはアメリカのマサチューセッツ大学政治経済研究所を拠点とするグループである。かれらは、経済の金融化を次のように定義している。「経済の金融化とは、金融機関、金融市場、金融エリート達が経済政策と経済過程の帰結により大きな影響力を及ぼしつつある過程を指している。金融化は、経済システムの機能にマクロとミクロの両レベルで変化を引

き起こしている」

〈経済の金融化〉は、商品・サービスの生産、流通、消費などの基本的な経済活動から遊離した純粋な金融取引を急激に拡大させる。例えば、近年では世界の主要な金融市場で 1 日に取引される外国為替取引の総額は平均で約 2 兆ドルに達するが、商品やサービスの年間貿易額は 12 兆ドル程度である。言い換えると、年間の商品やサービスの取引の決済に必要な外国為替取引は 6 営業日分の取引にしか相当しない。その他の膨大な取引は、「実需」から遊離した金融取引の必要から生じているのである。

同様に、世界的に見て、モノやサービスの生産・流通に比べて、証券市場での株や債券、さまざまなデリバティブ商品の取引は比較にならないほど急速に増大している。このような金融取引の異常な膨張は、たんに金融産業を膨張させ、その利益を押し上げるだけではない。それは、企業活動にも大きな変化を引き起こす。例えば、近年では、企業の経営者は従業員や取引先、さらには社会全体への貢献などを考慮する必要はなく、株主の利益だけを考えるべきだという〈株主価値重視〉の経営が唱道されている。このような考え方は、企業が株主だけではなく従業員、取引先、債権者、地域社会などさまざまな利害関係者との複雑な社会関係の総和として存在している事実を無視する考え方である。

〈経済の金融化〉は、企業経営者の経営理念を株主重視に向けるだけではなく、政府の経済政策や経済改革にも大きな変化を促してきた。近年では、どの国の政府も自国の金融市場を海外の投資家にとって魅力のあるものにするための制度改革にしのぎを削っている。日本での金融ビッグバン以降の相次ぐ金融制度改革はその代表的な例であるが、こうした改革は北欧諸国やドイツなどの従来福祉国家を標榜してきた諸国でも多かれ少なかれ進められている。こうした政策は福祉政策の後退、経済格差の異常な拡大、拝金主義の万円などをもたらしている。

〈経済の金融化〉が引き起こしているもう一つの顕著な変化は、企業買収の活発化である。〈経済の金融化〉のもとでは、企業は人々に雇用の機会を提供し、社会が必要とするさまざまな財やサービスを提供する「社会的仕組み」としてではなく、単に「株式の束」として、いいかえると証券市場を通じて札束と引き換えに売買される商品として取り扱われるようになる。近年の日本では、ライブドア事件やこれに絡む村上ファンド事件、さらにはアメリカの投資ファンドによる日本企業のつとりに絡む事件などが大きく報道されるようになってきている。これらの事件が日常身近に起きる環境のもとでは、どの企業経営者も、社会貢献を考える余裕は奪われてしまう。その結果は、経営者は極度に近視眼的な株価重視の経営に追われ、従業員には非人間的な職場状況が作り出される。これは長い目で見れば、企業自身にとっても希望のない自壊的病理現象といわなければならない。

国際的投機活動を規制できるか

それでは、上述したような国際金融市場の投機市場化を制御し、〈経済の金融化〉を人間社会優先の方向に逆転することは可能なのであろうか。

1987年のアジア通貨危機以来、各国の通貨当局はB I S（国際決済銀行）やI M Fなどの国際機関を舞台にして短期資本（金融的利得を目指してヘッジファンドなどによって国際金融市場で運用される貨幣資本の総称）の活動を監視・規制するための効果的な方策について議論を重ねてきた。近年では、短期資本の運動をなんらかの程度規制する必要があるというコンセンサスが形成されているが、金融グローバル化と〈経済の金融化〉が急激に進展する状況のもとで、各国通貨当局は自国の金融市場を〈体制間競争〉で不利にする規制を導入することには消極的である。

国際金融市場における投機資金の活動を効果的かつ全面的に抑制する仕組みとしてかねてから提案されているのが有名な「トービン税」である。トービン税は、1981年にノーベル経済学賞を授賞したアメリカの経済学者J. トービンが提案したもので、その骨子は外国為替市場でのすべての取引に0.25~0.50パーセント程度の取引税を課すことによって投機取引の利益を奪い、同時に巨額の税収を得ようとするものである。

（注）トービン税は短期資本だけではなく直接投資などの長期資本による取引にも課される。しかし、長期資本の場合にはトービン税程度のわずかの課税は投資活動を損なうほどの負担にはならず、投機活動の実体である短期資本の取引に対して選択的に作用すると考えられている。

トービン税については、その効果や実現可能性をめぐる国際的な議論がいまでも続いている。通貨当局と金融業界は一貫して導入に反対してきた。その理由は、第一に、トービン税が外為市場の取引コストを高めること、第二に、主要国間で導入の協定が成立しても、協定に参加しない国に外為取引が集中すると予想されること、第三に、どのような課税にもいづれそれを忌避する方策が見つげ出され、規制の効果が相殺されること、などである。

このような反対論にまったく根拠がないわけではないが、通貨当局や金融業界が反対する基本的な理由はいうまでもなく投機活動を規制したくないためである。アメリカの民主党政権は伝統的にウォール街からの人材登用に熱心であったが、現在の大統領選挙でも民主党候補者にはヘッジファンド業界から莫大な献金があると報道されている。要するに、アメリカやイギリスなどの、自国の金融機関や投資家が国際金融市場で莫大な利益を上げている先進国は、その利益を国際金融市場の安定化のために犠牲にするつもりはないのである。

トービン税のような全面的な規制に代えて通貨当局が提案しているのは、ヘッジファンドの情報開示を進めるという方策である。ヘッジファンドは会社形態をとらない上に、ほとんどがケイマンなどのタックスヘイブンに登記されているために、一般の企業のような会計制度も情報公開も必要とされない。この点を改善し、ヘッジファンドの活動内容を今以上に当局が把握できるようにしようというのが提案の主旨である。しかし、現在のようにタックスヘイブンやS P V（親会社から切り離されたペーパーカンパニーで、やはりタックスヘイブンに設置される）の利用を野放しにしたままで情報開示を制度化しても、ほとんど無意味であろう。また、情報開示それ自体は必要であるとしても、それだけで投機

活動が抑制できるわけではない。機活動の抑制のためには、さらに以下のような政策が必要である。

第一に、投機的利益に対して一般企業の利益よりも高率の税を課して投機の動機を奪うことが必要である。数百億円の年報を得ているヘッジファンドのマネージャーが、年俸数十億円の企業経営者よりもはるかに低い税率を課せられている現行制度は明らかに馬鹿げている。したがって、タックスヘイブンやSPVに関する情報開示を進める政策は、このような投機利得優遇政策を根本的に改めることと結びついて進められる必要がある。

第二に、金融機関による投機組織への資金・金融サービスの供給を抑制する措置が必要である。ヘッジファンドに代表される投機組織は、先にも述べたように、徒手空拳で投機活動を行っているのではない。かれらは、世界を代表するせいぜい20社程度の大手金融機関と深く結びつき、ここから資金と金融サービスを提供されてグローバルな活動を展開しているのである。他方、大手金融機関の側は、ヘッジファンドが行う莫大な取引にかかわる資金とサービスの提供から大きな利益を上げるだけでなく、ヘッジファンドから情報入手し、みずからヘッジファンドを模倣した投機活動を展開している。したがって、これら一握りの大手金融機関に対する監視を強化し、これら金融機関が過度の投機活動を助長して利益を上げるのを規制することが必要である。具体的には、ヘッジファンドなどの取引に関する厳格な情報開示と、従来よりも厳しい安全基準（高い自己資本比率の確保）などを求めることが必要である。

最後に、厳しい競争圧力のもとで銀行や機関投資家が短期的な投機活動に埋没するのを抑制するために、取引の現場で働く労働者の基本的人権と労働権を保護することはきわめて重要な意味をもっている。最近のさまざまな企業スキャンダルの多くが、内部者の告発に端を発して表面化している事情からも明らかなように、問題のある企業活動について一番よく知っており、その結果に深刻な不安を抱いているのは現場の労働者である。この人たちの疑問や不安が組織のなかで押さえ込まれないで、逆に貴重な情報として社会的に活用されるための方途を制度化することは、企業と社会の両方にとって効果的な安全装置を提供するであろう。