

世界規模での企業統合・再編の動向

—業界標準化を求める多国籍企業間競争—

竹田 志郎

横浜国立大学名誉教授

1. 新日鉄とアルセロール・ミタルの提携

1990年代以降、「世界経済の新しい現実を表現する大競争時代」(C.スマジャ)は21世紀に入って多国籍企業間競争の一層の激化の中に新しい局面を示し始めた。本稿では、この競争激化を通じ世界的な企業統合・再編を促す多国籍企業の競争行動を検出してみたい。

この課題に接近する上で、約1年間の交渉の結果、本年7月31日に締結された新日鉄とアルセロール・ミタル(以下、ミタル)との提携は恰好の材料となる。この提携の主な内容は、

- (1) 日本の自動車メーカーの在欧工場への鋼材では新日鉄がミタルに、欧州自動車メーカーのアジア工場向け鋼材ではミタルが新日鉄に技術を供与
- (2) 在米合弁工場のメッキ加工ライン建設等、自動車用鋼板生産の増強

たけだ しろう

1934年生。明治大学大学院商学研究科修士課程修了。横浜国立大学経営学部教授、日本大学国際関係学部教授を経て、現在、横浜国立大学名誉教授。国際ビジネス研究会理事。

主要著書:『多国籍企業の競争行動』(文真堂 06年)、『多国籍企業と戦略提携』(文真堂 98年)、『国際戦略提携』(同文館 92年)他多数。

(3) 提携機関が2011年までの5年間

となる。ここでは、提携主体(新日鉄・ミタル)と提携内容を以下の3点から注目したい。

第1は、欧州での技術相互供与計画も米国での合弁企業も改めて新日鉄がミタルと新設したものではなく、新日鉄の既存のパートナーをミタルが買収したこととでその実態が出来上がっていた点に留意しなくてはならない。すなわち、新日鉄とアルセロールとの技術提携は2001年より進められ、北米での生産事業はインランド・スチールとの折半出資で1989年より開始されていたものであった。

第2に、提携交渉の中心は、新日鉄が従来旧アルセロールの欧州工場に限定して技術供与し、現地日系自動車メーカーにアルセロール経由で高級鋼板を供給するという技術提携の緩和にあった。これはミタルが自らに無い技術獲得の要求をあらわに示したものであった。新日鉄が相当に抵抗したにもかかわらず、この提携交渉に応じざるを得なかったのは、買収や技術流出の回避、鋼材供給網の拡張等のため「現実的に選択肢はない」[三村明夫社長]、『日経産業新聞』2007年7月17日)状態に立たされていたためである。

第3に、大競争時代に入っでの提携は、全体的にみて先進企業が既存の技術を後進企業に供与し、ロイヤリティーを得ることを目的とした古い提携にみる数十年間に亙るものではなく、短縮される傾向にある。とはいえ、ここでみる5年間という期間は短い

ほうである。

2. 競争行動としてのM&A

提携主体である新日鉄が現在の位置を得るのにおよそ100年を要したのに対し、ミタルは30年程度でそれを上回る巨大化を達成した。これは自社の資本蓄積による自生的成長によるものでなく、M&Aを主軸とする外延的発展によるものであった。このM&Aは現段階での企業規模の巨大化のため各国の各種産業部門にみられる。本年に入ってから1兆円を超える事例をみても、アルミ地金メーカーのリオ・テント（英豪）によるアルキャン（加）、携帯電話事業のボーダフォン（英）によるエッサール（印）、タバコ産業でのJT（日）によるガラハー（英）、経済情報メディアにみるトムソン（加）によるロイター（英）の買収などが想起される。これらのM&Aは、ここにみる先進国企業相互や新興工業国企業に対するものだけでなく、新興工業国企業から先進国企業に対するものも数多くみられる。産業部門も流通業、金融業、サービス業にも及んでいる。また、同業種間だけでなく、異業種間にもみられる。

こうした国際M&Aは大競争時代になって増加の一途を辿っている。全世界的にみると80年代後半の年間平均数が約1,500件強であったのに対し、90年代は約4,000件強、2001～5年には約5,700件の年間平均数に達している。日本企業も同様の傾向である（『MARR』誌2007年2月号）。また現時点での国際M&Aは圧倒的に先進国企業間にみられるものの、アジア、ラテンアメリカ等での新興工業国企業の成長で一層の拡大化が志向される。

さらに国際M&A（合併・買収）がほとんど買収であることを確認しなければならない。UNCTADのデータによると、90年代の10年間でのM&Aに占める合併の割合は多いときで2.3%、少ないときでは0.5%に過ぎない。加えて、この買収は強い企業が弱い企業を支配下におく、という単純なものではなく、売り手と買い手の巧みな経営戦略遂行の結果である。

これは買収全体の中で友好的買収が圧倒的に多い点に現れている。すなわち、同時期の買収全体中敵対的買収は0.2%で、売り手が買い手に承諾も拒絶もしなかった買収でも3.1%程度であり、これを含めても95%強は友好的買収であった。

この両者の合意による買収は買い手側の予定された利益確保だけでなく、売り手側にもその売却で損失回避なり、別の面での利益確保という戦略的施策を意味している。ただ、買い手側にとっても、買収後、一般的に「新設以上に相手に自社の経営戦略を納得させる必要性」「グローバル化目標の押し付けの回避」「売り手を独立した事業体として活動させる一方での最終決定権の掌握」といった課題に直面する。

それにもかかわらず多国籍企業は、**企業規模の巨大化のために事業分野・地域の拡大化**を求めて買収という途を辿る傾向が強いのだろうか。各多国籍企業は益々狭隘化する市場への対応のため、自社の生産能力を巨大化し、市場開発能力を加速化させねばならない。そのため、自生的成長よりも有利な事業機会を速やかに確保する一方、売却により不利益な事業機会を回避することを可能とするM&Aが必要となる。こうした企業の“身のかまし”を一層速やかにするために次にみる提携（Alliance）が不可欠となる。この結果現在の多国籍企業の競争行動はM&Aが常態となり、企業間の提携は競争を一層激化する。

3. 厳しい競争行動としての提携

A. 戦略提携の内容

加速化し、平準化する技術革新下にあつて、多国籍企業は自社の研究開発に頼るだけでなく、冒頭の新日鉄とミタルの提携内容にみたように、自社の得意技術と他社技術を相互に供与するなり、自社の他の経営資源の提供による他社技術の確保が進められる。こうした既存技術の確保だけでなく、新技術の共同開発によっても研究開発は迅速化する。

例えば、富士通とサン・マイクロシステムズが

2004年に締結し、本年4月に発表した高性能サーバーの新機種の共同開発は、サンが自社開発中のUNIX機用CPUの完成までの間にIBMに市場を取られないようコストをかけない“場つなぎ”的製品を必要とし、富士通との共同開発を求める一方、富士通がこの共同開発によって中上位機の中核部品を開発・製造し、サンへのOEM供給を通じ、90年代に撤退した米国への再攻勢の足掛かりを見出そうとしたためである。技術提携は単なる技術とロイヤリティーの交換ではなくなったわけである。

こうした共同開発による技術をもとに現地共同生産に踏み切る場合もある。本年3月に発表された住友金属と仏のバローレックがブラジルにシームレス鋼管生産のための高炉一貫製鉄所の建設などはその例である。無論、パートナーの既存技術の相互利用、現地市場参入上の便宜・リスク回避、国際ロジスティクス面での有利さなどを求めた生産提携としての共同生産は数多くみられる。この提携は出資方式（合弁企業、資本参加）による場合が多く、最近ではBRICs 諸国への機械メーカーの進出が目立っている。

さらに、販売過程の提携もマーケティング活動を含む販売委（受）託に多くみられる。本年7月、NECがインテル（米）から中小企業向けパソコンソフトの国内販売権を取得し、インテルと共同で販売するケースなどはその例である。この場合NECが旧来のようにインテルの販売代理店化するのではなく、インテルがすでにもつ日本法人を通じて販売活動を支援し、状況に応じて他のソフト製品にも提携関係を拡大するという戦略的性格をもつ。このケースは、インテル側が鈍化する先進国パソコン市場で中小企業向けのソフト開発に力を入れているものの、日本ではほとんど実績がないためNECの活用を思い立ったことと国内パソコン需要の頭打ちの中で中小企業需要開拓を狙うNEC側の思惑が一致したことで成立した。

この種の販売提携には非出資方式（契約設定）が多いのだが、出資方式を採用する場合もある。本年7月に異例とも言えるコカコーラによる東京コカコーラ

への資本参加はその例である。これは自販機設置台数の拡大などマーケティング投資を軸に本社の意向を強め、伸び悩む日本の清涼飲料水市場での競争力の強化を意図している。

これらの事例をみると、その提携内容が経営資源面で相互補完的であり、事業活動の面で双方充足的であることを示している。したがって、古い提携と異なり現在の提携はパートナーのどちらかが必要となくなった場合、即刻解消される可能性が高い。これは戦略提携が企業に速やかな行動を採ることを条件付ける。これは提携期間の長さにも現れる。

B. 戦略提携の期限

古い提携は、例えば、2006年に解消されたGMのいすゞへの資本参加は35年間であったし、三菱重工とWH（ウェスチングハウス）の原子力事業の提携設定は40年間に及んでいた。これに対して80年代以降に本格化した戦略提携は、新日鉄とミタルの例にみるように提携期間の短縮化が進んだ。

ここで1991年から2006年までの320件の解消事例から提携の期間をみると、10年未満の提携が半分強になり、15年までをとると7割強に達している。なお、出資方式に比べ非出資方式は、10年未満の提携が6割強となっている点が特徴的である。

[表1]

これらの提携解消の理由に注目すると、例えば、99年に締結され、06年に解消されたトヨタとGMの燃料電池車の共同開発は、自動車の世界需要が急増し、ガソリンの高騰で想定以上にハイブリッド車の普及を優先させる必要から解消されることになった。ただ、GMとの「共同研究は両社に有益ならば、随時話し合って進めていく」[渡辺捷昭社長]（『日本経済新聞』2006年3月4日）という。また、04年に結ばれた三菱自動車によるダイムラーとの小型車「スマート」の生産受託提携はダイムラーがスマート事業のリストラを決定したために06年に解消された。この場合契約期間が10年であったため、ダイムラーは三菱自動車に補償金を支払ってまでも解消に踏み

表1 日本企業の国際提携の期間

(1991年～2006年の提携解消事例)

提携期間	出資方式		非出資方式		計	
1～3年間	35件	16.0%	25件	24.7%	60件	18.7%
4～6	43	19.6	18	17.8	61	19.1
7～9	30	13.7	18	17.8	48	15.1
10～15	55	25.1	14	13.9	69	21.6
16～20	15	6.8	15	14.9	30	9.4
21～30	24	11.0	7	6.9	31	9.7
30年間以上	17	7.8	4	4.0	21	6.5
計	219		101		320	

出所:『日本経済新聞』『日経産業新聞』『日刊工業新聞』等より作成

切ったわけである。

これらの事例に見るように、提携期間の短縮化は、現多国籍企業の事業活動の“身のかわし”が反映している。つまり、戦略提携の推進は**企業行動の迅速化を進めるための戦略性の高度化**の現れである。これが現時点での競争を激化させていることは言うまでもない。では、現在の経営戦略にはどのような方向づけが求められているのだろうか。

4. 世界的な業界標準化を求めて

多国籍企業は国際トラストとして利潤極大化を追求し、集中合併を続けている点でその発生時と本質的に異なるものではないが、現時点では前節までにみたような競争激化により利潤確保のため一層強力なコスト引き下げが求められている。この要請は個別企業にとって従業員の解雇・賃金引き下げ・労働強化、安価な原材料調達といった経営資源の変更が生じない限り、少（または単）品種大量生産を進めることによる一製品当たりの原価低減によって達成される。しかし独占段階を経験した企業と消費者にとって価格競争とともに、差別化された製品による非価格競争をも不可避としている。とはいえ、現在の低コスト追求の強化は従来通りの多品種少量生産を許

さない。そのため、製品差別化を維持しながら、コスト引き下げを可能とする大量生産が求められる。

これが当該製品の世界的な業界標準化への志向を生み出す。自社製品が業界標準品となることで大量生産が可能となるからである。この位置を得るために通常次の三つのルートがある。すなわち、①競争に勝ち残るか、②既存の標準品に追従するか、③他社と共同して標準品を創り出すか、である。ここでは提携活動として戦略性の高い③のルートが問題となる。このルートには次の二つの動きがみられる。すなわち、

A. 複数の企業が製品や作業の規格・仕様を共同で標準化しようとするデファクト（事実上の）標準確保方式（例：トヨタ・日産・ホンダ採用の車載通信「フレックスレイ」）

B. 単数、複数の企業が組織体を通じて業界団体、政府等を動かし（または直接に）国際標準化機関に自らの提案する標準をデジュリ（公的な）標準として認めさせる方式（例：日立の超小型機器向け暗号化技術の国際標準化機構（ISO）による承認）

この二つの方式はどのように展開されているか。1995年～2006年までの418件のケースに注目すると、90年代後半にはA方式7割弱対B方式3割強であったが、2000年代に入るとB方式が増加し、

表 2 日本企業の国際標準化の形態別成立状況
(1995年～2006年の形成事例)

成立年次	Aデファクト標準		Bデジュリ標準		計
1995～2000年	158件	68.7%	72件	31.3%	230件
2001～2006	93	49.5	95	50.5	188
計	251		167		418

出所:表1に同じ

A方式半分弱対B方式半分強となる。[表2]

この動向は技術・市場開発力が迅速化し、企業間相互の力だけで提携関係の維持が難しくなったため公的機関を入れて自らの標準を制度化しようとする反映とみられる。そしてその公的標準となった製品規格・仕様を前提に大量生産を進める中で製品差別化を工夫することが大きなリスクを避ける途となっているのではなかろうか。

非価格競争と価格競争の同時的遂行という難題に直面する現在の多国籍企業にとって世界的な業界標準化の追求といっても文字通り業界標準品の位置を得る製品は限られている。それにもかかわらず、何らかの形で製品の差別化を維持しつつ、コストを引き下げるための大量生産体制の形成が常に現実の課題となるわけである。その意味でトヨタが最大8車種を同時に生産できるラインを本年から国内

外の工場に導入する多品種混流生産方式はこの種の努力の現れではなかろうか。この生産方式は、90年代後半から自動車や電子産業等で注目され、1品種だけを生産するラインと比べ、1製品当たりのコストを引き下げ、需要に応じて柔軟に生産できるメリットがあるとみられている。

以上みたように、多国籍企業は現在の局面ではその企業なりの個性ある開発・調達・生産・マーケティング等の**企業活動の差別化**を通じて**製品内容の標準化**を追求するかたちで利潤の極大化を求めている。この戦略展開が21世紀に入ってからの大競争下の多国籍企業間競争を一層激しいものとしている。■

《参考文献》

竹田志郎『多国籍企業の競争行動』文眞堂 2006年
小坂 恕『グローバルM&A戦争』ダイヤモンド社

サブプライム問題とファンド資本主義

伊豆 久

久留米大学経済学部教授

はじめに

今年夏、米国のサブプライム問題が世界に波及し、各国の金融市場は大きく揺らいだ。8月中旬のおよそ1週間で、株価は米国で5.9%、英国で8.4%、日本で11.5%と大幅に下落し、為替市場では円が8月初めの1ドル119円台から一時111円台へと急騰した。

世界的な市場の動揺ということでは、2000年のITバブルの崩壊、98年のヘッジファンド危機などが記憶に新しいが、それらと比較した〈2007年サブプライム危機〉の特徴はどこにあるのだろうか。

例えば、2000年から3年続いた世界的な株価下落は、新興ネット企業の収益が過度の期待に追いつかなかったことを出発点としている。そこから、ネット企業→通信企業→IT機器企業へと株価の下落が

広がったのであるが、IT技術の普及・新興ネット企業の台頭は各国共通の現象であったため、株価下落が世界同時的であるのは当然のことであった。

しかしながら、今回のサブプライム問題は、米国における信用力の低い個人向け住宅融資の不良債権化という、それ自体としては米国一国内の問題に過ぎない。日本でも欧州でも不良債権問題は発生していないのである。にもかかわらず、世界的な混乱につながった点に、今回の問題の最大の特徴があると言えるであろう。

こうしたサブプライム問題のグローバル化の背景にあるのは、一つには〈融資の市場化〉であり、もう一つは〈投資ファンドの台頭〉であると思われる。そしてこれらは他方では、買収ファンドによるM&Aの増大をもたらしてきたのであり、昨今の買収ブームと今回のサブプライム問題には通底する部分が少なくない。サブプライム問題の背景を探るところから、ファンド資本主義の一端に迫ってみたい。

いず ひさし

1962年生。京都大学大学院経済学研究科博士課程単位取得退学。(財)日本証券経済研究所大阪研究所研究員等を経て、現在、久留米大学経済学部教授。専攻は国際金融論、証券市場論。主要著書は本山美彦編『世界経済論』ミネルヴァ書房(共著)中尾茂夫編『金融グローバリズム』(共著)イートウェル・テイラー『金融グローバル化の危機』岩波書店(共訳)など。

1. 融資の市場化

今回、債権回収に問題が生じたのは米国のサブプライム・ローンであったにもかかわらず、瞬時にして、世界のクレジット市場全体に影響が広がり、債券・債権価格が下落(スプレッド(国債との利回り格差)が拡大)した。日本でも欧州でも企業の社債発行コストは上昇し、M&Aにともなう融資であるレバレッ

ジド・ローン金利も急騰した。

融資という金融取引は、従来、個別銀行がそれぞれの顧客と相対で行うものであったため非常に個別性が強かった。例えば、A銀行のX氏向け住宅ローンのリスク判断と、B銀行のY社向け融資のリスク判断が直接に連動するということはありえなかった。しかし現在では、多くの融資債権は、市場で売買され、証券化され、デリバティブ商品となることで、グローバル化している。そのため米国の住宅ローン債権の悪化は、ただちに欧州の企業向け融資金利の上昇をもたらすのである。そして逆に、融資の焦げ付きが問題であるにもかかわらず、90年代の日本の不良債権問題とは異なり、(住宅ローン会社はともかく)米銀が直接損失を被っているわけではないのである。

では、なぜ、どのようにして、ローンは市場化されるようになったのだろうか。

(1) シンジケート・ローンの拡大

融資債権が市場で取引されるようになった理由は単純であり、銀行が債権を満期まで抱えるだけの体力を失ったからである。米国の銀行業界は、80年代末、①債務危機による途上国向け債権の焦げ付き、②長短金利逆転に起因する貯蓄貸付組合(S&L)の経営破綻、③不動産向け融資の不良債権化、という3大問題に直面した。そこで大手行は、融資先リスクの負担を避けるべく既存債権を途中で売却し始めたのである。BIS(国際決済銀行)規制がそれを後押しした。自己資本に対するリスク資産の保有額が規制されると、銀行は、債権の保有を抑え、資産を増加させないで収益を上げることを目指すようになる。その典型がシンジケート・ローンの組成による手数料収入の獲得であった。シンジケート・ローンでは、銀行はアレンジャーとして、借り手との融資条件の交渉、資金提供者の募集を行うだけで、実際の資金の供給は機関投資家等によって行われる。アレンジャーとなること

で、銀行は資産を増やさずに手数料を得られるのである。しかもシンジケート・ローンでは、流通市場が整備され融資債権が途中で売買されることが多い。融資が債券と同質化、つまり市場で売買される商品となったのである。

(2) 債権の証券化

そして、債権は証券化されることによって市場化の度合いを深める。すなわち、多数の債権を一つにまとめた上で、優先劣後構造を人工的に作りだし、異なりリスク・リターンの組合せをもつ証券(CDO:債務担保証券)が発行されるようになった。例えば、サブプライム・ローンだけを集めても、そこから、優先的に弁済を受ける権利をもつ代わりに利回りの低い証券、それに次ぐ優先権を持つ代わりに利回りも2番目に低い証券、・・・最も劣後する代わりに最も高い利回りの証券、といった多様な証券が組成され、販売されているのである。今回のサブプライム問題においても、投資家の損失の多くは、このCDOの価格下落によるものであった。

(3) クレジット・デリバティブの拡大

債権は、さらにデリバティブ商品となることによって、ほぼ完全な市場商品の一つとなった。クレジット・デリバティブ市場では、投資家は保証料を支払うことで、ある企業が破綻しても当該企業向け債権を保全することができる。別の投資家は、保証料を受け取ることで当該企業の破綻リスクを負うのであるが、倒産しなければ保証料がそのまま利益となる。つまり、ここでは実際に資金を提供することなしに融資リスクのみを取ることができるのであり、また、融資リスクを売る(≒企業の破綻によって利益を上げる)ことも可能なのである。

以上のような融資(クレジット)の市場化によって、従来は分断されていた住宅ローン、社債市場、M&A関連の融資取引などそれぞれのクレジット市場は、グローバルに連動するようになった。そのために、規模

が大きいとはいえローカルな不良債権問題にすぎなかった米国のサブプライム問題が、ただちに世界のクレジット市場全体に波及したのである。〈2007年サブプライム危機〉は、クレジット市場を震源地とする最初のグローバルな金融危機として記録されることになるであろう。

そして、クレジット市場の危機を、さらに株式市場や外為市場の混乱へと拡大させる導管の役割を果たしたのが投資ファンドである。

2. 投資ファンドの台頭

クレジット市場の混乱が株式市場や外為市場へと波及したのは、一つには、クレジット市場で損失を被ったヘッジファンドが資金繰りのために株式等他の保有資産を売却したからであり、二つ目には、クレジット市場での資金調達難が、買収ファンドによるLBO（レバレッジド・バイアウト）を延期・中止に追い込んだため、買収期待の強かった株式市場に失望感が広がったからである。三つ目には、実体経済面の要因として、住宅ブームの終焉が、個人消費を牽引役としてきた米国経済を冷え込ませ、世界全体の景気の足を引っ張ると懸念されたことも大きい。金融面に絞って、ヘッジファンドと買収ファンドについて順に見てみよう。

(1) ヘッジファンドとクレジット市場

ヘッジファンドは、出資者を機関投資家や超富裕層個人に限定することで、投資信託（ミューチュアルファンド）には許されない、借入れも伴うハイリスクな運用を認められた機関投資家である。90年代にはポンド通貨危機やアジア危機の際の通貨アタックで一般にも知られるようになったが、最近では、外為市場や株式市場に加えて、クレジット市場においても重要なプレイヤーとなっている。

上に述べたように、クレジット市場でも証券化によって様々なハイリスク商品が作られているが、年金・生保・投資信託といった伝統的な機関投資家

には、リスクの高い投資を内部規則で禁止するなど、消極的なところが少なくない。そうした部分に、ハイリスク・ハイリターンを好むヘッジファンドが積極的に投資し、高いマーケットシェアを占めるようになってきているのである。

したがって、サブプライム問題の顕在化により、CDOを中心にクレジット市場全体で価格の下落が生じると、最劣後部分に投資していたヘッジファンドにまず最初の損失が発生したのである。そうすると、そうしたファンドには出資者からの換金請求が殺到し、ファンドは資金繰りのため株式等他の保有資産の売却を迫られ、そのことが世界的な株式市場の下落を招いたのである。さらに、ヘッジファンドは、低利の円を借入れてドルに換えて投資することが多かったため（円キャリートレード）、取引の巻き戻しが円の買戻しにつながった。日本では、株式市場においてヘッジファンドの売買シェアが高い上に、円安による輸出の拡大が景気を下支えてきたため、二重のショックを受け、他国に比べて株価の下落率が大きくなったのである。

(2) 買収ファンドとLBO

クレジット市場の混乱を株式市場に伝える役割を果たしたのは、もう一つ、買収ファンド（プライベート・エクイティ・ファンド）である。買収ファンドは、出資者を機関投資家等に限定しリスクの高い投資を行うという点でヘッジファンドと共通するが、ヘッジファンドが市場性のある商品（通貨、株式、クレジット、商品先物等）を対象に短期間の売買を繰り返すのに対して、特定の企業を買収し、リストラを含む長期的な経営改善によって利益を目指す点が異なる。

買収ファンドは、投資家からの出資金のほか、買収先企業の資産・キャッシュフローを担保とする巨額の借入れによって買収資金を集める（LBO）。このLBOに伴う融資は、利回りが高いもののリスクが高く、ヘッジファンドが主たる資金の出し手となっていた。ところが、述べてきたようにサブプライム問題がクレジット市場全体の価格下落（利回り上昇）を招い

た結果、LBOにともなう資金調達においても、より高い金利が要求されたり、そもそもヘッジファンドに資金供給力がなくなったりしたため、買収ファンドの手がけている案件で、延期や中止に追い込まれるものが続出したのである。

LBOを通じたヘッジファンドと買収ファンドの連携が、世界的に企業買収を増大させ、それが株価の押し上げに貢献してきたため、そのメカニズムが少なくとも一時的にストップした以上、株価に上乘せされていた〈買収期待プレミアム〉分が剥げ落ちるのも避けられないことであった。

4. サブプライム問題とファンド資本主義の行方

このように考えてくると、今夏の〈2007年サブプライム危機〉の背景は二層に分かれていることがわかる。

一つは、直接的な引き金となった米国住宅バブルの破裂であり、それは、長期金利の低位安定が続くなかで、過剰な住宅ローンが提供され、信用リスク判断全体が緩んでいたことを原因とする。ここ3年ほど、米国経済は、住宅価格の上昇に依存した消費の拡大に支えられてきたため、バブルの崩壊は、米国景気に大きな打撃を与える可能性が高い。政策当局は、金利の引き下げや減税などにも踏み込むであろうが、それで問題を解決できるか現時点（8月末）では判断できない。

もう一つは、サブプライム問題を世界に波及させることになった構造的な要因で、ここまで述べてきたように〈融資の市場化〉と〈投資ファンドの台頭〉である。

市場化が進んだクレジット市場が、今回のショックにどの程度の頑強性を示すことができるのか、これも現時点では判断しがたいが、問題の鍵は、クレジット・リスクの分散化にあると思われる。ローンの不良債権化・クレジット商品の広範な価格下落が生じて、債権保有は、銀行に集中せず、多様なファンド・機関投資家に分散しているため、金融システムへの直接

的影響は限定的ではないかと推測される。しかしながらそれは同時に、誰がどの程度の損失を負っているのか（負う可能性があるのか）、政策当局を含め誰も把握できないという状況を生み出している。そのため、例えば欧州中央銀行は8月9日、市場の安定化を図るべく950億ユーロ（15兆円）の資金を供給したが、多めの供給額が、かえって市場の疑心暗鬼を増幅してしまったとも言われる。

投資ファンドについて言えば、ヘッジファンドはクレジット市場の混乱で清算に追い込まれるところが今後も多数出るであろう。買収ファンドも、LBOの延期・中止で、これまでのようなハイリターンをあげることは難しいと思われる。しかしながら、ヘッジファンドは、そもそも、平均寿命が3～4年と言われる生存競争の激しい業界である。値下がりのクレジット商品を、今が底値と買い集め始めたファンドも現れている。

そして何より、分散投資を進めたい年金等の機関投資家は、長期金利の低迷という厳しい運用環境が続くこともあいまって、投資ファンドへの出資を、（今回の混乱によって一時的な躊躇はあっても）一層増やしていくであろう。また、グローバルな企業間競争がますます激しくなるなかで、買収ファンドによる企業再編のニーズは、強まることはあっても衰えることはないように思われる。

しかし同時に、今回の市場の混乱はファンド資本主義のあり様を再点検する好機でもある。米国では、すでに市場のインフラである格付けについて議論が始まっている。不正取引の摘発はもちろんのこと、買収案件（企業側の防衛策を含めて）における公正性の基準の明確化から、包括的なファンド規制のあり方に至るまで、検討すべき課題は少なくないのである。■

トービン税とグローバル経済

金子 文夫

横浜市立大学国際総合科学部教授

はじめに

経済グローバル化の最先端は、金融取引、通貨取引の部門に見出される。世界の貿易と直接投資の規模は、過去20年の間に3倍程度の増加を示した。これに対して通貨取引の規模は10倍から20倍といったスケールで拡大を続けている。貿易や直接投資等の実体経済から遊離した巨額のマナーが、為替相場や金利の微細な変動を検知して世界中を駆け巡っている。その過程で、大小の通貨危機の発生が不可避となる。そうした通貨危機への処方箋として提起されているのが、通貨取引への課税、すなわちトービン税である。

トービン税はまた、通貨取引が巨額であるがゆえに、膨大な税収が見込まれる。そこで、世界の貧困

問題の解決のためにも、トービン税への期待が高まっている。このようにトービン税は、経済グローバル化の二つの負の側面—通貨危機、貧困問題—の双方に対処できる有効な方法として、世界の市民社会運動、とりわけヨーロッパの市民運動で注目を集めている。

もちろん、その実現への道程は平坦ではないが、長い目で見れば少しずつ前進しているといえる。グローバルな経済活動に課税し、グローバルな問題に税収を充当するという意味でのグローバル・タックスは、トービン税以外にも様々な手法が検討され、一部では実施に移されている。そうしたグローバル・タックスの理念が世界の市民社会で広く共有されるようになった時、トービン税は現実味を帯びてくるであろう。

以下では、トービン税の起源とその後の進化の過程をたどり、その意義と背景を検討し、さらに近年におけるグローバル・タックスの動向にも論及することとしたい。

かねこ ふみお

1948年生。東京大学大学院経済学研究科博士課程単位取得満期退学。横浜市立大学助教授などを経て、現在横浜市立大学国際総合科学部教授。

専門はアジア近現代史、日本経済史。経済学博士。

著書・論文：「東アジアと日本」（『現代の理論』復刊2号 2005）、「トヨタのグローバル戦略」（『季刊ピープルズ・プラン研究』26号、2004）、「近代日本における対満州投資の研究」（近藤出版社、1991）など多数。

トービン税の起源

アメリカのケインズ派経済学者ジェームズ・トービン（ノーベル経済学賞受賞）が、通貨取引への課税を提起したのは、1970年代のはじめであった。その背景として、戦後の国際通貨システムがドルを基軸通貨とする固定相場制から変動相場制へと劇的に転換していった事実を指摘することができる。トービ

ンの関心は、税収にはなく、一国のマクロ経済政策の自律性を維持する点に向けられていた。為替相場の急変による経済政策の攪乱を回避すること、そのために通貨取引に一定の規制を加えることが主旨であった。「たっぷり油のさされた国際金融の歯車に少々砂粒を撒く」程度の規制を提案したのである。

しかし、トービンの提案は、当時の経済学界、実務家の世界ではほとんど相手にされなかった。税率が低ければ通貨投機は抑制できないし、高ければ実需に基づく取引の妨げになる、世界で同時に実施しなければ課税回避が生じるし、といて世界一斉導入は不可能だ、などの批判が寄せられた。その背後には、市場規制を極力排除しようとする多国籍資本の政治力の増大、それを反映した新自由主義イデオロギー優位の時代状況がうかがわれる。福祉国家から小さな政府への転換、ケインジアンには不遇な時代の流れがあったように思われる。

ところが、トービン税を否定した新自由主義的グローバル化の進行そのものが、様々な否定的事態を引き起こしていく。開発途上国の債務危機、それに対処するIMFの構造調整政策がもたらす貧困の拡大、そしてまた通貨投機と経済危機の連鎖、こういった一連の事態が、処方箋としてのトービン税の再発見、再評価を促すことになる。冷戦体制が解体した1990年代に入ると、トービン税は新たな側面から脚光を浴びることになるのである。

グローバル化とトービン税の再発見

1990年代に再発見されたトービン税は、三つの意義をもつと考えられる。

第一は、巨額の税収が見込まれることである。金融のグローバル化によって、通貨取引の量は1970年代とは桁違いに膨らんだ。ごく低率の課税であっても、税収総額は膨大なものになると想定される。この点に着目したのが国連開発計画（UNDP）であった。UNDPは1994年の『人間開発報告』のなかで、トービン

税を財源とする貧困問題への取組みを提案している。この提案は、1995年の国連社会開発サミット（コペンハーゲン）に引き継がれた。

グローバル化による世界の南北格差の拡大、南の貧困問題の深刻化に対して、通常の政府開発援助（ODA）では決定的に財源不足であった。しかもODAは年度によって額が変動するなど安定性を欠き、国益と結びつきやすいという限界を免れなかった。トービン税は税金であるため、量の多さ、安定性、国益からの距離などの点で多くの魅力を持っていた。トービン自身は税収の用途にはほとんど関心を抱いていなかったものの、UNDPの提案には賛意を示している。

しかし、アメリカ政府はこの種の提案に強い拒否反応を示した。サミットをはじめとする国際会議の場で、トービン税を議題とすることすら拒絶していく。そのため、以後は「革新的資金メカニズム」などといった曖昧な表現に流し込まれていくが、いずれにせよ税収への注目はトービン税再評価の第一項目にあげられるものである。

第二は、通貨危機への有効な対処が期待できることである。これはトービンの当初案の眼目であり、1980年代から90年代にかけて繰り返された大小の通貨危機、とりわけ1997～98年のアジア通貨危機によって、改めてトービン税への関心が喚起された。アジア通貨危機によってタイ、インドネシア、韓国はIMF管理下の厳しい経済運営を余儀なくされ、その負担は貧困層に押しつけられた。アジア通貨危機を契機に、フランスをはじめ世界各地に通貨投機の抑制を求める市民運動団体・アタック（ATTAC）が結成され、世界的な反グローバル化運動の潮流を形成していく。

この運動のなかで、トービン税の構想は進化を遂げていく。一つは二段階課税方式の提起である。当初の案では、税率の水準設定がむずかしく、低すぎれば効果がなく、高すぎるとは本来の経済活動を阻害するという難問が突き付けられていた。進化したトービン税では、平時にはごく低率の課税によって本来的

経済活動に影響を与えず、投機的攻撃が生じた際には取引を禁止するほどの高率課税に切替え、混乱を回避するという二段階方式をとる。これは株式市場などですでに導入されている手法であり、これによって税率設定の難問には回答がなされた。いま一つは、課税回避への対処である。近年の情報通信技術の発達によって、世界の通貨取引は電子的に捕捉可能になってきており、支払（決済）地での課税の有効性が主張されるようになった。ここから発展して、アメリカが参加せずともヨーロッパ規模で、さらには1国だけでも実現可能とする見解も出されている。

トービン税の第三の意義として、税金管理機関の民主的運営が提起されている。国際機関であるIMFや世界銀行は、先進国優位の意思決定システムのゆえに、途上国や市民社会から強い批判を受けている。そのため、トービン税を管理する国際機関は、新設にせよ既存機関の活用にもせよ、途上国や市民社会の意思を反映できる仕組みでなければならないという主張である。この点は、トービン税を反グローバリゼーション運動の一環として位置づけている運動体で特に強調されている。

ミレニアム開発目標とトービン税

再発見されたトービン税の三つの意義のなかで、最も関心の高いのは税収確保の点である。それは、2000年に提起された国連のミレニアム開発目標（MDG）と結びついて、脚光を浴びることになった。MDGは、貧困と飢餓の撲滅、初等教育の普及、女性の地位向上、乳幼児死亡率の削減、妊産婦の健康改善、HIV／エイズ・マラリア等の防止など、八つの分野で18の目標、48の具体的指標を設定し、2015年までにその実現を図ろうという大規模な国際的取組みである。その実現には、先進工業国の積極的取組み、多額の資金拠出が不可欠である。そのため、まずODAの大幅な増額、国民所得の0.7%水準への引上げが必要であるが、現状ではとうてい実現しそうにない。そこで、各国はODAとは別の資金源の

開発を模索していった。

ドイツ政府は、2002年の開発資金に関するモンテレー会議で、トービン税の可能性についての報告書を提出した。そこには、ヨーロッパ規模でのトービン税導入への言及がなされている。イギリス政府は、2004年頃から、国際金融市場で政府保証付き債券を発行し、調達された資金をMDGに充当するIFF（国際金融ファシリティ）の提案を行っていく。これは部分的に実施に移された。

より包括的な提起は、フランス政府によるものである。シラク大統領は、開発資金の革新的調達方法を探る委員会を設置し、2004年にその報告書（代表の名前をとってランドー・レポート）を公表した。注目されるのは、この委員会には、政府、国際機関、経済界ばかりでなく、アタックなどの市民運動団体からの参加がみられたことである。ランドー・レポートは、開発資金の調達の可能性について、非常に包括的な検討を行っている。ODA、IFF、そして国際税はもちろんのこと、寄付、宝くじまであげている。そのなかで中心になるのはやはり国際税であって、課税対象は、通貨取引ばかりでなく、多国籍企業の利益、二酸化炭素の排出、プルトニウムの生産、武器の取引、航空輸送燃料、航空券、インターネット通信など、広範囲にわたっている。フランス政府は、このレポートを基礎にして、ブラジル、チリ、スペイン政府などと連携し、世界の貧困問題解決のための国際連帯税キャンペーンを主導しようとしている。

その具体化の第一歩が、航空券への課税である。フランスは2006年7月から、フランス発の国内線・国際線の航空券に、クラス別に1ユーロから40ユーロの課税をはじめた。税収はアフリカの医療支援を担当する国際機関に回される。国際航空券税は2006年にフランス、チリなど4カ国が導入し、2007年にはブラジル、韓国などさらに10カ国が導入を予定している。

しかし、現在のところ、参加予定国はフランス旧植民地の小規模な国が大部分を占め、大国の参加は見られない。したがって税収の規模もそれほど多くは

ない。その意味では、MDGのための貢献度は金額的には多くはないが、グローバルな活動に課税し、グローバルな課題に充当するというグローバル・タックスの理念を体現した意義は評価すべきであろう。

グローバル・タックスの可能性

ランドー・レポートの公表から航空券税導入にいたる流れは、確かに国際税の世界に新たな地平を切り開いたといえる。一国の課税主権を制約し、伝統的な国家主権の枠組みを突き崩す第一歩となるこの試みは、国家統合を進めるヨーロッパのなかから生まれたものであり、世界的なグローバル化の一局面とみることもできる。しかし日本政府は、この種の国際税の導入にはきわめて冷淡であって、ODAを国益の観点から運用することにしか関心が向いていないようである。

ところで、一連の革新的資金メカニズムをめぐる議論で問題なのは、もっぱら税収、資金調達に側面に関心が集中し、トービン税の重要な柱である通貨取引の規制の側面が後景に退いている点である。ランドー・レポートでは、経済界からの参加を意識したためか、通貨取引への課税目的は税収であって、投機の抑制ではないとわざわざことわっているほどである。2000年代前半に、フランス、ベルギーなどであげられたトービン税導入の国会決議は、スペイン、イタリアなどへ波及していくはずであったが、やや息切れしてしまった感がある。

とはいえ、市民運動のサイドでは、規制の側面への関心は持続している。フランスが主導した国際連帯税キャンペーンは、2006年3月のパリを皮切りに、7月ブラジル(ブラジリア)、2007年2月ノルウェー(オスロ)、9月韓国(ソウル)へと国際会議を重ねてきている。2008年にはアフリカのセネガル、ギニアでの開催が予定されている。そしてそこには、各国政府とともに有力なNGOの代表たちも参加している。そうした会議の場では、国際連帯税(航空券税等)と並んで、通貨取引税、タックスヘイブン規制、移民送金

などがテーマに取り上げられている。いずれも国際金融取引への規制を意図したものであり、市民運動側の関心は高い。トービン税一本ではなかなか進展が見られないため、多角的に規制を考えていこうとする戦略である。

移民送金規制とは、途上国からの出稼ぎ労働者が本国に送金する際、仲介する銀行が徴収している多額の手数料を削減して、貧困問題解決の一助にしようという発想である。タックスヘイブン規制は、多国籍企業・国際金融資本のグローバルな活動に挑戦するきわめて重要な課題である。世界には、多国籍企業に合法的な脱税の場を与えている多くのタックスヘイブンが存在する。かつての植民地から独立する際、不完全な国家(「属領」となった地域があり、国家主権を盾にしてペーパーカンパニーの設立を通じた脱税やマネーロンダリングを容認している。その代表例がカリブ海のケイマン諸島(旧英領)であろう。ちなみに日本の金融・保険業の対外直接投資残高は2005年末に約8兆円と推計されるが、ケイマン諸島はその4分の1の2兆円を吸収している。これは金融・保険業投資としてはアメリカ向けやヨーロッパ各国向け合計に匹敵する規模であり、イギリス向けよりもはるかに多い。

タックスヘイブン規制は、テロ対策の観点からアメリカが検討したこともあった。その意味では、規制の嫌いなアメリカすらまきこんでいく可能性がないとはいえない。ヨーロッパでは、近年関心を呼んでいるCSR(企業の社会的責任)の観点から、タックスヘイブンを利用する企業を糾弾する試みがはじまっている。

タックスヘイブン規制が多国籍企業への課税に結びつき、トービン税と連動するならば、グローバル・タックスは本格化の段階に入り、グローバル社会は公正な社会に一步近づくことになる。そのための取組みが日本でも強く求められている。■

[参考文献]

ブリュノ・ジュタン著、和仁道郎訳『トービン税入門』社会評論社、2006年