

最適な経済成長の実現のために

「レバレッジ」

著者 川津昌作

川津商事株式会社 不動産経済ワーキングペーパー 2009.8.1 公表

弊社では、不動産経済に関連する調査研究の過程で、様々なテーマをペーパー化し公表しております。いろいろな情報、オピニオンのフィードバックにより市場の効率化、活性化に貢献することを望みます。

川津商事株式会社 代表取締役 川津昌作

備考 本稿は著者の調査研究過程の報告書にて、いかなる投資・ビジネス意思決定にも影響を与えるものではない。第三者の行為によるいかなる責任を一切負わないものとする。また無断転用を禁止する。

はじめに	2
1. レバレッジと経済社会	5
1.1 投資ビークル	5
1.2 投資ビークルの成長	7
1.3 資本主義の新しい潮流	11
1.4 リスクの顕在化	12
1.5 金融資本主義の登場	14
2. 労働レバレッジ	18
2.1 移民による労働レバレッジ	18
2.2 2005年アメリカで起きた住宅問題	20
2.3 サブプライムローン住宅市場の破綻	26
2.4 裁定経済	29
2.5 日本の労働レバレッジ経済	32
2.6 グローバリゼーションにおける労働レバレッジ	35
2.7 グローバル経済の労働レバレッジと成長戦略	38
2.8 ビジネスモデル「非正規雇用」	39
3. レバレッジ経済	44
3.1 レバレッジの成長と破綻	44
3.2 日本経済の成長と破綻	47
3.3 M&A・LBO	52
3.4 バブルの解消	54
3.5 グローバル経済の成長と破綻	57
3.6 収益至上主義	61
3.7 イノベーションとレバレッジ	63
3.8 東京のダウンサイジング	66
おわりに	68
参考文献	70

はじめに

「レバレッジ」は外部の安い資金を借り入れて、少ない手元資金で大きな資産を運用し、効率のより投資成果を実現する手法である。銀行からの借入れがまさにそれである。1980年代のバブル経済とその破綻の検証でも、バブルを引き起こした要因としてレバレッジが問題になった。しかし多くの研究では、主因はあくまで市場に大きなショックを与えるテクノロジーショックであり、過剰の資金ポジションは副次的な問題とされてきた。

バブルは、市場にテクノロジーショックが生じた時、そのテクノロジーによる競争優位ある収益を市場参加者が急増し、その結果市場のプレミアムリスクが分散される。そしてそのようなリスクが軽減した市場では、次第に市場参加者が過剰なリスクポジションをとるようになる。これがバブルの定義である。

2007年以降グローバル経済で顕在化した金融危機は、過剰なレバレッジがバブルそのものであった。それは2000年のアメリカのITネットバブル以降の好景気を作り出したバブルの源となったテクノロジーが、セキュイタイゼーション、ホームエクイティ、サブプライムローン、クレジットデットスワップなどの金融関連のビジネスモデルであり、これテクノロジーが市場にもたらしたショックが結果的に過剰なレバレッジを登場させた。

1980年代には世界中のGDPの総額に相当する金融資産が存在していたが、2005年を過ぎると急速に金融資産が増え、GDP総額の3.5倍にまで成長した。このような非常に大きなレバレッジを効かせた事によ

って、グローバル経済が大きな成長を実現したのである。

レバレッジはバブルをひきおこすための悪玉ではない。本来経済成長を実現するためのツールである。ではなぜ経済を成長させるためのレバレッジが経済を破綻させるのか？レバレッジの仕組みを知らずして経済成長そしてバブル経済を問う事はできないはずである。

企業の近代経営における経営資源は、人、リスクマネー（資金）、スペース、IT技術そして鉱物原材料と言われている。グローバル経済そのものが金融資本主義、自由貿易経済を背景にした新しい経済活動のビジネスモデルである。そこでは、企業がもっとも安い経営資源を求めて世界を駆け巡り、自社にとって最も経営資源の組み合わせを行い、競争優位ある商品を生み出す。グローバル企業とは最適な経営資源の組み合わせ（マトリクス）になる。

このようなマトリクス企業にとってレバレッジを効かすのは資金だけではない。人材、スペース、技術すべてを外部調達し、低コストを実現する最適な組み合わせを見つける事が企業戦略となっていく。「非正規雇用」もコストの低い外部労働を取り込むための労働レバレッジのビジネスモデルの一つである。

革新的なビジネスモデル、技術革新が生み出す高付加価値だけで経済成長が実現するわけではない。高付加価値に適切なレバレッジを効かせる事によって経済成長が実現する。これが当論文の大前提である。

日本の1960年代の高度経済成長は10%

以上の経済成長を実現したにもかかわらず、1980年代のバブル経済では6%、そしてなぜ2002年から始まった平成のいざなぎ景気超えでは3%にも満たなかったのか？

2008年のグローバル経済の金融恐慌以降、日本で勝ち組の称号をほしいままにしているのがユニクロである。この企業はいち早く中国などの安い労働力を使って、グローバル経済市場の中で競争優位あるサプライチェーン・マネジメントを実現した企業である。原材料の調達、細かくすべての部位に至り最適な国からの調達を実現し、常に上質で安い賃金を求めて生産拠点を移転し、資金もあらゆる金融市場から最適な調達を目指す。しかしこの企業はいくら業績を上げて、生産過程の付加価値はすべて日本以外の生産拠点に配分され、日本経済の貢献するのは企業価値の最大化によるものだけである。これこそが金融資本主義のビジネスモデルそのものである。

バブル経済以前の日本の企業は、経営資源を全国に均一に配置をして顧客とのカスタマーリレーションシップを築き上げてきた。バブル崩壊以降企業は経営資源の効率的配置を目指して営業所を統廃合して東京一極集中を行った。バブル経済を否定する人たちは、バブルは最適な資源配分をさまたげると言う。バブルは何らかのテクノロジーショックによって生まれる。テクノロジーショックはそれが大きければ大きいほど既存の市場の均衡を破壊し、新しい均衡に向かって市場をダイナミックに動かす。もしそこに既存の資源配分をすて、新しい資源配分を引き起こさなかったら、逆に市場均衡の創造的破壊の波及効果を妨げる事になってしまう。

特の日本の経済政策では、新しい技術革新を連呼するサプライサイドのエコノミストが多い。しかし彼らは技術革新、革新的なビジネスモデルだけで経済が成長すると勘違いしていることが多い。経済成長にとって技術革新はあくまで種にしか過ぎない。レバレッジによる経済成長と、新しいテクノロジーショックが新しい資源配分を引き起こして始めて収益の波及効果が市場にいきわたり市場が成長する。この資源配分の新しいモデルとして東京一極集中が起きたのである。

しかしこの東京一極集中を選択した日本の経済構造ある意味の日本型ビジネスモデルが現在3%の経済成長すら実現できていない。2002年以降戦後最長の景気といわれた平成のいざなぎ景気超えですら2%がやっつである。なぜ経営資源の効率的配置をしたにもかかわらず3%以下の経済成長しか実現しなかったのか。当論文ではこの問題をレバレッジのメカニズムを通じて議論していく。

これは、ユニクロの象徴されるように、金融資本主義に基づく企業価値の最大が経済活動の目的となり、金融資本の成長のみでしか日本経済に貢献できない構造が生み出した現実である。外部の経営資本財を多用してその最終的な企業の金融資本の価値の最大化を目的としたものである。ユニクロに対峙するビジネスモデルがいわゆる地産地消費型のビジネスモデルである。今まで世界中に配分してきた付加価値創造の機会を日本国内で取り込む内需立国のビジネスモデルである。

日本の低成長は過剰なレバレッジによる急成長に対する警鐘でもある。成長にはレ

バレッジが必要である。しかし過剰なレバレッジによる成長が必ずしも全体の最適な厚生経済の実現につながるとは限らない。このバランスこそが当論文の結論でもある。

金融資本主義の重要なプレーヤがリスクをとるエクイティである。エクイティとはフランス語で「平等」を意味する。フランス建国の基本的概念でありすべての人権が平等の元で集う考えである。イタリア語ではエクリブリーオは「バランス」を意味する。肉体と精神のバランスを意味し、これはイタリアだけでなく宗教を背景にしたヨーロッパ全体で非常の重要視される概念である。市場にはバランスをもたらす物が必要になる。

テクノロジーショックによって新しい均衡を生むダイナミズムが経済を成長させるのだが、新しい均衡と既存の均衡とのバランスが必要ということである。もちろん新しい資源配分への以降においてもバランスが必要となる。バランスをもたらすもの何か？

現在の日本の経済成長はどう頑張っても2%が限度である。景気循環に伴ってデフレ限界点の領域を行ったり来たりしている。経済成長 1%台で現在の日本の経済生活を維持することは不可能である。いずれ政治の失敗を待つまでもなく今ある外貨預金を取り崩し、民間の金融資産を取り崩し、体力を消耗しきってしまう事になる。現在はこの制約シナリオが、人口力の減衰による国勢力低下という形で懸念されている。

日本がアメリカのようなグリーン産業だけで経済の再構築をする事が難しい事は誰

の目にもわかっているはずである。

まず日本は地方経済の再構築を行い、地方経済による内需産業経済で2%以上の経済成長を実現する必要がある。これに東京を中心としたイノベーションによる経済成長を上乗せする事により4%を目標とした経済成長を実現する事が望まれる。

その為にはまず、東京の生産性を妨げている余剰の生産労働力をダウンサイジングして、地方経済に転換させる。生産性の高いとい東京と生産性の低い地方との格差を利用して裁定（レバレッジ）経済を活性化させることにより内需経済の再構築を行う必要がある。

アメリカのレーガン大統領以降始まった新自由主義の下で生じたいくつかのバブルを経て、日本でも資源配分の最適性が新しい均衡を求め続けてきた。しかしその過程で資源配分のゆがみが生じ、東京への資源配分の過剰配分が放置されたままとなってしまうている。資源配分の偏りの是正という日本経済の構造改革なくして日本の将来はありえない。

地方分権の本質的な目的もここにあるはずである。

金を投資して得られた成果となる。

図表 1-2

1. レバレッジと経済社会

1.1 投資ビークル

資金を運用する投資を考えてみよう。自分が直接事業に携わる投資。他人が業務を執行する事業に出資をする。株に投資をする。金・商品・不動産に投資をする。どんな投資においてもまず運用しようとする手元資金がある。

まず一般事業投資、例えばトヨタ自動車のような自動車製造販売事業を直接おこなおうと考える。手元資金で、自動車の製造ラインを作り作った製品を販売するのに必要な営業什器を購入し、実際に販売する事によって収入を得る。

図表 1-1

資産	資金
製造ライン 販売什器	自己資金

しかし手元にある自己資金だけでは規模が小さく、非効率であると考え。そこで銀行から新たに設備投資に必要な資金を借り、更に製造ラインを増やし、販売店舗を増やし、海外にまで営業拠点を増やし、規模を拡大して効率良く投資成果を求める。この関係を表すと図表 1-2 の通りとなる。調達する資金の内訳を左に書き、調達した資金で購入した資産の内訳を右に書き、この資産を運用して得た収入が、この手元資

資産 製造ライン 販売什器	他人資本 銀行融資 社債
	自己資金 出資金 (株式)

現在では資金の調達には銀行に限ったものではない、社債を発行して市場から直接資金を調達する手法がある。前者が間接金融システムであり後者が直接金融システムである。社債も将来株式に転換で見る転換社債等多種にわたる金融商品が開発され、資金の調達方法が次々と技術開発されている。

企業、ファンド、投資組合、或いは個人等投資をする事業体である器が「投資ビークル」である。投資ビークルでは、様々な手法で資金を調達し (図中右)、その資金で資産を購入 (図中左) し、その資産を運用して収入を得る。

この投資ビークルにはいろんな利害関係者 (ステークホルダー) が存在する。資産を運営するマネジメントに従事する人たち、「資産」の運用に関係する取引先、資産が立地する地域コミュニティー等からなる「アセットホルダー」。「外部から資金」を提供する他人資本の権利を有する銀行、社債を購入する社債権者からなる「デットホルダー」。「自己資金」を提供する株主等からなる「エクイティホルダー」である。

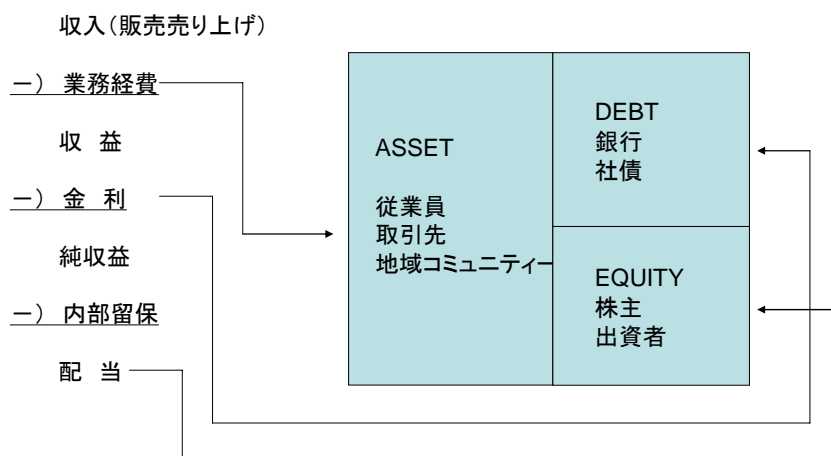
投資事業泰は投資の成果である収入を、それぞれの利害関係者の貢献に応じて配分

する事となる。アセットホルダーである資産のマネジメントに従事する業務執行責任者・従業員には給与を、取引先にはその仕入れ対価を、地域コミュニティに対しては税金が報酬として配分される。通常アセットホルダーに対する配分が業務経費となる。

デットホルダーには融資・社債の利子が報酬として配分される。そしてこれらのアセットホルダー、デットホルダーに対する報酬を配分した残りが、エクイティホルダーへの配分である配当原資となる。実際には残ったすべてはエクイティホルダーに配当されるわけではなく、投資ビークル内に留保される内部留保その他積立金が引き当てられる。

図表 1-3

投資ビークルの成果の配分



この利害関係者に配分される報酬の内業務経費と、金利は、初めからその額が約束（コミットメント）されている。これに対

してエクイティホルダーに支払われる報酬はノンコミットメントである。配当はすべての経費、金利を支払った残りであり、全体の収入が大きければ残りの配当も大きい。少なければ当然配当も減る。或いは経費・金利が少なければ配当も大きくなるが、経費・金利がかさめば配当も減る事となる。配当は変動がありリスクとなる。このような配当を目当てに投資される資金が「リスクマネー」と呼ばれる。

銀行等に預けたり、公社債等を購入したりする資金をノンリスクマネーというのに対して、株式市場で株に投資をする事を「リスクポジション」をとるリスクマネーと表現するのはこの意味である。

それぞれの利害関係者が得る報酬には、その効率性を示す指標がある。「資産収益率

(ROA)」、金利の「利率」、「配当収益率 (ROE)」である。ROA はアセットに対するリターンの割合を意味する Return On Asset で

あり、ROE はエクイティに対するリターンの率 Return on Equity である。

この投資ビークルの財務構造は企業、法人、個人、組合、投資組合、投資ファンド、

特定目的会社 (SPC) すべてに当てはめる事ができる。

例えば投資家のリスクマネーを集めて株式投資をするための投資ファンドを組成したとしよう。通常投資ファンドの主たる目的はリスクマネーを運用する事である。そのため出資者が主体である。従ってもし他の利害関係者の報酬を少なくする事ができれば、出資者への配当は大きくなる。しかしもしこの投資ビークルがアセットマネージャーのための投資ビークルであり、彼に対する報酬を十二分にする事を目的とすれば、その他の利害関係者の報酬は減る。デットホルダーに対する報酬は当初から決められるものであり、投資成果によって加減するものではない。しかしもし他の利害関係者の報酬を減らし、内部留保を高め倒産 (デフォルト) リスクの少ない信頼性の高い投資ビークルになれば、融資資金提供者は貸出先の倒産リスクに備えた準備金いわゆる融資先顧客信用コストを減らす事ができるため、それはデットホルダーのメリットとなる。

このように投資ビークルの利害関係者に対する報酬の配分は、実務においてはトレードオフの関係にあり、この配分割合自体が投資ビークルの戦略となる。例えば銀行と強い協調関係を築きたいと戦略的に考えると、内部留保を高め投資ビークルの信頼を高める事になる。従業員と長期にわたり戦略的な強固な関係を築きたいと考えるならば、従業員に対する賞与を加増する。これらはどの様な配分が正しいかではなく、財務戦略である。

最近日本の企業で、残った利益を株主等主要な利害関係者に何の説明もなく企業内

に利益を余剰に留保するケースがある。利益処分であれば本来株主に配当されるべきものである。配当されないのであれば、将来どのように使われるのか、その資金を配当しない事に対する見返りとなる成長戦略が説明されなくてはならない。この説明無しにまるで経営者のポケットマネーのように留保されると株主から不満が出る事になる。特に最近海外からの投資家に配当を迫られるケースがしばしば見られる。2002年日本の上場企業東京スタイルが年商の2倍近い現金を内部留保していた。これに目をつけた村上ファンドが株式の買収に入り内部留保の株主への還元を強く迫った経済事案が取りざたされた。

しかしこのトレードオフの報酬の配分である財務戦略が強調されすぎると、最近しばしば見られる「企業 (投資ビークル) は誰のものか?」というレベルの低い議論になってしまう。

投資ビークルは誰のものかというレベルの低い議論ではなく、いかにそれぞれの利害関係者がそれぞれの役職において技術革新をして、それぞれの技術による貢献が協力し合って投資ビークルに貢献するかという議論がなされなくてはならない。投資ビークルの成果はそれぞれの利害関係者の貢献の成果であり、それぞれの貢献が如何にコラボレート (協調) して、より優れた成果を生むかという議論が本来なされる必要がある。

1.2 投資ビークルの成長

「レバレッジ (leverage)」とは小さい手元資金で、大きな資産に投資をする仕組みである。小さな力で大きな物を動かす「て

こ」、或いは大きな歯車で小さな歯車を動かし大きな力を生み出す「歯車」の意味である。

小さな手元資金しかないが、その資金にレバレッジを効かせて効率よく運用する事により、大きな成果を得、その成果を蓄積しさらに投資を広げる事によってその投資ビークルは大きく成長する事になる。企業に投資目的で出資をする場合、投資家は経営者に対して適切なレバレッジ効かせて効率よく出資金を運用し、高い成長を期待或いは要求する。

企業の成長には内生的成長と外生的成長がある。例えば企業が自社製品の品質を上げる新しい技術開発によって高い収益を実現したとする。これによって企業が成長するのが内生的な成長である。これに対して外部の力を使って成長するのが外生的成長である。

企業の近代経営においては、企業戦略、経営戦略と呼ばれる言わば新しいビジネスモデルによるマネジメントは、内生的な成長よりも外部の力に依存した成長が多い。

自己資金だけでなく外部から資金を取り入れて成長を目指すのがファイナンス戦略である。ファイナンスとは、新しい技術開発のための研究投資・設備投資、新たなプロジェクトを始めるための運転資金、他社との業務提携・資本提携をするために必要となる資金、経営戦略上技術人材等をアウトソーシングするために必要となる資金から、リストラをするための一時的な資金まで、あらゆる企業活動のイベントに要する資金を調達する事を意味する。

企業は新たな事業を起こす時、それまでの企業の成長によって蓄えられた内部留保

を取り崩して新たに投資を行う。これは内生的な成長を意味する。これに対して外部から資金を調達して投資を行い成長するのが外生的な成長となる。外部から有利な資金を効率よく調達して大きな成長を実現するのがレバレッジの仕組みである。

図表 1-4 にあるように投資ビークルの財務構造は LTV（ローンツゥバリュー）であらわされる。1 億円の資産に 6 千万円の外部資金を調達すると LTV は 60% である。LTV は負債率である。LTV が高ければ外部借入が多く負債率が高い。つまり少ない自己資金で高いレバレッジを効かせて効率よく運用する事を意味し、その成長性は高くなる。しかしその分財務リスクが高くなる。レバレッジが低いと言う事は、LTV が小さく過大資本を意味し財務リスクは小さくなるが、資本の効率的な成長を期待する出資者を裏切る事になる。無借金経営とはレバレッジを使わない経営スタイルである。

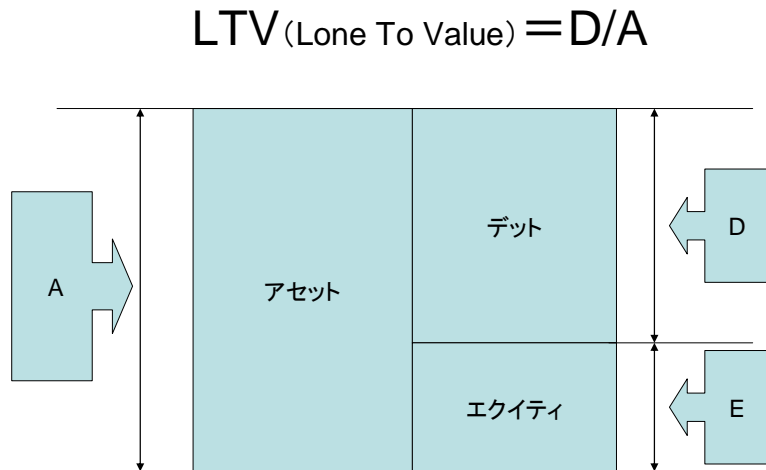
投資家が期待する「効率の良い運用」とは、適切なリスクの範囲でそれに見合う高いリターンを期待する事である。経営者はこの投資家の期待に応えるべく、企業という投資ビークルのレバレッジ戦略による企業の成長性と、その財務リスクを説明する責任がある。説明が不十分であったり、投資家の了解が得られなかったりすると、投資家は資金を引き上げ（株式を売却）てしまう。

適正な LTV はいろんな業種、業態、投資環境によって左右され一般論では語れないが、証券化不動産の格付において、ある格付会社の LTV の基準として AAA37%、AA49%、A62%、BBB69%、BB77% というものが公表されていた事がある。投資適格の最低が BBB

である。このBBBのLTVが69%という事は、

で人材を一から育てる事は不可能ではないが非効率的である。そこで外部から適材適所有能な人材を取り入れて登用していく。

図表 1-4



取り入れる人材は能力を持った熟練労働者だけではない。非熟練労働に対してコストの安い人材を取り入れる事も、企業にとって重要

レバレッジ（負債／自己資金）は 2.2 倍という事になる。確かにリアル資産への投資で負債率 70%になると確かに財務リスクが高まってくる。しかし金融商品、金融ファンドの世界になるとそれ以上のレバレッジが登場してくる。ヘッジファンドで当たり前のように 10 倍前後のレバレッジを取ってくる。後述の LTCM は 50 から 100 倍のレバレッジを取っていたとも言われる。銀行経営は害して高いレバレッジを取るが中でも 2008 年の金融危機で破綻した投資銀行は 30 倍以上のレバレッジを取っていたといわれている。

近代企業の経営戦略においては、外部から調達するのは資金だけではない。人材も外部から取り入れる。ひとつの企業が多様に広がるニーズに対して、すべて自社だけ

な戦略になる。その方法にもいろんな手法がある。地方から低賃金労働者を取り入れる。海外から低賃金労働者を雇い入れる。低賃金を求めて海外に資本を移転しそこで労働力を投入する。

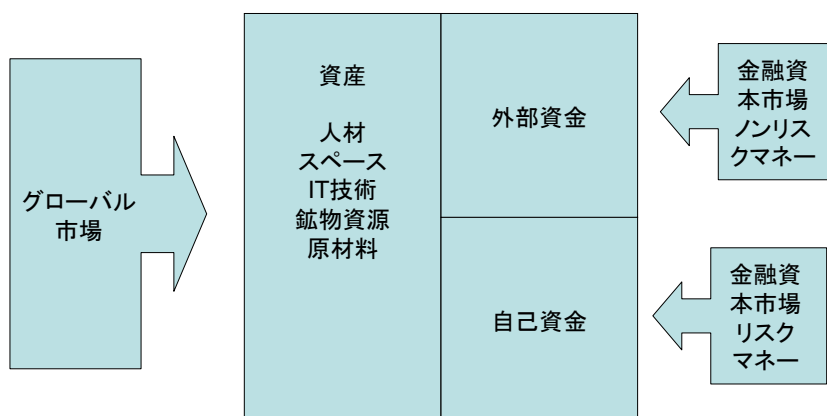
企業にとって有利な人材を外部から取り入れる事抜きに、現代の企業経営は考えられない。人材を外部から取り入れ手法自体がビジネスモデルとなっている。例えば正規社員に対して「非正規社員」による低コスト労働力の投入、まさに最近の典型的なビジネスモデルに他ならない。

近代経営の経営資源は「人材」、「資金」、「IT 技術」、「スペース」そして「鉱物資源」等の原材料である。

投資ビークルで考えると図表 1-5 のとおり左手に資産がありこれらの資産を購入する資金の調達方法が右手に来る。古来から、

おおよそ事業とはその事業に適した人材、
 或いは資源、技術が簡単に入手できるエリア
 でその特定の事業が生成した。これらが
 総称して産業遺伝子と呼ばれるものである。
 この遺伝子によって例えば織物・繊維のア
 パレル産業等が生成するのである。

図表 1-5



それらが地域の産業となり、国家を支える
 重要な基幹産業と成長していく。やがて
 他の国・エリアの産業に対して競争優位を
 得るために、より有利な経営資源を得よう
 とする。世界中をより有利な経営資源を求
 めて移動する。資金においても借入れ資
 金だけを外部に頼るのではなく、エクイ
 ティである自己資本すら外部から調達可
 能となる。

今やデット、エクイティを問わず資金を
 調達する市場として、グローバルな金融
 資本市場がダイナミズムを提供している。
 特に市場のリスクが急増し始める 1980 年以

降では、むしろエクイティファイナンスと
 呼ばれる自己資本部分の外部からの取入れ
 が盛んになる。このような資本主義の進化
 を可能としたものが「グローバルイゼー
 ション」というビジネスモデルである。

本来、他に対して何らかの競争優位な経
 営資源があるから、そこで生成した産業で

あるが、
 グロー
 バリゼー
 ションとい
 うビジネ
 スモデル
 により、
 今ではあ
 りとあら
 ゆる経営
 資源を外
 部から手
 に入る事
 が可能と
 なる。グ
 ローバリ

ゼーション下の企業の経営努力は、如何に
 他に対して競争優位ある製品・サービスを
 市場に提供できるかが目的となり、その遺
 伝子のある地で産業を成り立たせる事、そ
 の地域経済に雇用を供給する事が目的では
 なくなる。そして企業はそのために、自社
 にとって競争優位ある商品を生むべく、最
 も効率的な経営資源の組み合わせ（マトリ
 クス）を実現する事に特化する事になる。
 新しい資本主義の下では、企業の目的は遺
 伝子を守る事でも、雇用を創造する事でも
 なく、企業価値を最大化にする事である。

日本で、2008年のサブプライムローン問題に端を発した世界的なクレジットバブルの破綻による大恐慌の中、数少ない勝ち組となっているユニクロ（ファーストリテーリング）はその典型的な例である。

ユニクロは、1949年の山口県でのメンズのカジュアルショップとして個人規模で創業して以来、1984年には広島でユニクロの店舗展開を始める。ユニクロは1990年代の半ば他に先駆けて中国に進出した事により、低コストの非熟練生産労働者の中でも非常に上質の労働力を手に入れる事ができた。現在の会長の柳井正が作り上げたビジネスモデルは、サプライチェーン・マネジメントを実践し、日本での販売に関する需要情報を持ち込み、低コストで品質の良いフリースを開発した。そして1997年に東証2部に上場すると2002年には外部のブランド「セオリー」を買収してブランドをより強固なものにしていく。2006年にはニューヨークのソーホーに出店を果たし。アメリカの大手百貨店への買収合戦にも参加する勢いで成長している。

現在既に多くの企業が安い労働力を求めて中国に進出し既に飽和状態になっている中、更に有利なベトナム、カンボジア等に新しい生産拠点を求めだしている。これはただ単に低賃金労働を求めて生産拠点を移動させるのではなく、ボタンから、素材、染色、縫製、仕上げ、つまり資源別ではなく生産過程別に、どこまでをどこの国、地域で生産させ、どのように組み合わせたらベストの商品ができるかを常に検討しているのである。まさに経営資源のグローバルなマトリクス（行列組み合わせ）企業を実践しているのである。

このようなグローバリゼーションのマトリクス企業が日本にある理由は何か？経営者が日本人であるから？出資金が円であるから？遺伝子が日本にあるから？答えは柳井氏しかわからない事であるが、少なくとも人、金、スペース、資源、IT技術のすべてをグローバル市場の中から、最も有利な組み合わせになる選択をする事が企業のビジネスモデルになっている状況では、企業の遺伝子が日本だからという理由で日本に無ければならない理由は希薄になる。

経営資源の外部からの調達によって大きな成長を実現するレバレッジのビジネスモデル。そしてそれを可能とするグローバリゼーションというビジネスモデル。このようなビジネスモデルこそが、資本主義の新しい潮流の中で顕在化した様々なニーズに応えた技術革新として多く登場してきたのである。

そしてこのグローバリゼーションというビジネスモデルを使って、失われた10年と呼ばれたデフレスパイラル経済から立ち直ったのが、何を隠そう日本の経済でもあった。グローバリゼーションにより外部から様々な経営資源を取り込み、最も優れたマトリクス投資ビークルを作り上げたトヨタ自動車を頂点とする輸送機器関連輸出産業の好業績によって、デフレ経済から脱却し戦後最長の「平成のいざなぎ景気超え」を生み出したのである。

1.3 資本主義の新しい潮流

古代狩猟民族の時代、生きるものはすべて狩猟という仕事に従事していた。従事できない人間は食べるものが無く生きていけなかった。同時に自分ひとりだけでできる仕事

量の範囲でしか狩猟をする事が出来なかった。自己生産消費の完結型社会であり、余剰も殆んど生じなかった。

やがて社会が形成され、仕事の分化が生じ労働とその所有が分離し始めると、自分ひとりでは扱えない仕事量を他から労働力を借りてする事が可能となる。資本によって労働を外部から買う事が可能となり、資本と労働という資本財が存在する事になる。効率よく労働を手に入れる事ができれば、より生産性の高い製品を市場に提供する事が可能となり、他との競争に打ち勝つ事が可能となる。

市場メカニズムが働く世界では、市場で物が売れなくなり余ると価格が下がる。価格が下がり物を作って供給しても儲からなくなると、誰も作らなくなり市場では品薄となる。品薄となると今度は需要が供給を上回り価格が上がりだす。価格が上がりだすと生産者は物を作りはじめ供給が増える。やがて需要より供給が多くなると又価格が下がりだす。これが市場の最も基本的な価格調整メカニズムである。

このような市場メカニズムが機能する経済社会では、市場全体の需要と供給が均衡するところで価格と供給量が決まる。例えば大儲けしようとして供給を増やす当初は多くの利益を得る事ができるが、やがて市場に物が余りだすと市場価格が下がり、すぐに超過利益がなくなってしまう。しかし企業は何とか少しでも有利な他社より高い価格で、商品がたくさん売れるようにと考える。そこで他社より競争優位ある商品の開発、コマーシャルを駆使して、自社の製品サービスが他社に対して有利になるように市場を支配する力を持つとする。市場の

支配こそが資本主義の目的となる。そのためのもっと大きな戦略が、資本を増強し、市場の占有率を高め価格・生産量を自分に有利になるように支配力を行使する事である。大きな資本力を背景にして強大な生産投資を行い他社より効率的でコストの安い商品を生産し、販売占有率を上げて市場を支配するイデオロギー、これが長期の安定した利益を得るための従来の「産業資本主義」の潮流であった。

1.4 リスクの顕在化

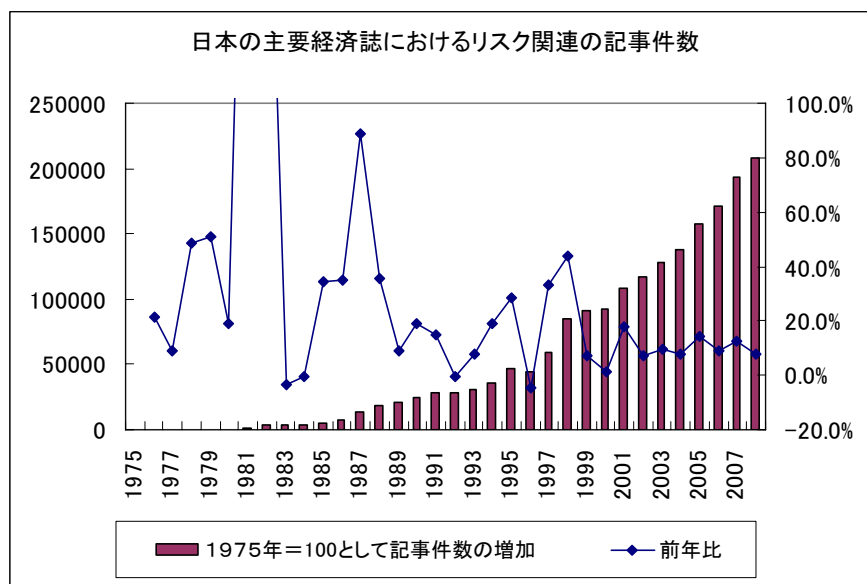
日本は戦後、奇跡的と呼ばれる経済発展をした。1960年代の高度経済成長を経て後、二度のオイルショックに見舞われた。オイル価格の急激な変動という外部の「リスク」に曝されたのである。

戦後ブレンド・ウッズ体制で決まった1ドル360円の固定為替が、1971年のニクソンショックで1ドル308円になり、1973年には変動相場制に変わっていった。1985年のプラザ合意で一気に1ドル200円を割り込んで100円台に突入し、1980年ごろから急激な為替変動リスクに曝されるようになった。

同様にアメリカでは1970年代に入り、1930年代の大恐慌・第二次世界大戦からの復興に沸く1950年-1960年代の好景気が終わり、ソ連との冷戦に象徴される国際社会情勢の不安、高いインフレ、10%を超える失業率といった不景気（スタグフレーション）からの脱却ができず、様々なリスクが社会経済に顕在化しはじめた。

このように1970年代以降日本に限らずアメリカ等主要な資本主義社会において、市場にリスクが顕在化してきた。

図表 1-6



資料作成データ: パソコン上による経済誌検索数

図表 1-6 は日本の新聞雑誌における「リスク」という言葉による検索される記事の件数の推移である。変動比を見ると 1980 年前後が実の 200% を超えている。この時期から急激にリスクという概念が市場に顕在化してきた事が理解できる。

今では、金利変動リスク、為替リスク、ビジネスリスク、市場リスク、流動性リスク、財務リスク、バランスシートリスク、地勢リスク、リーガルリスク、契約リスク、クロージングリスク・・・ヒューマンリスク、土壌汚染リスク、表示偽装リスク、耐震偽装リスク、地震リスク等・・・通常の経済行為の言葉の頭にリスクをつけて説明するだけでにわかリスクの精通者になれる時代になってしまっている。

市場でのリスク増大と共に、市場ではこ

れらリスクをマネジメントしたいというニーズが登場してくる。これに応えるべく様々なリスクマネジメントのビジネスモデルが登場してくる。

リスク

マネジメントは大きく分けて 4 つある。第一にリスクのオフバランスである。リスクのある資産そのものを売却する

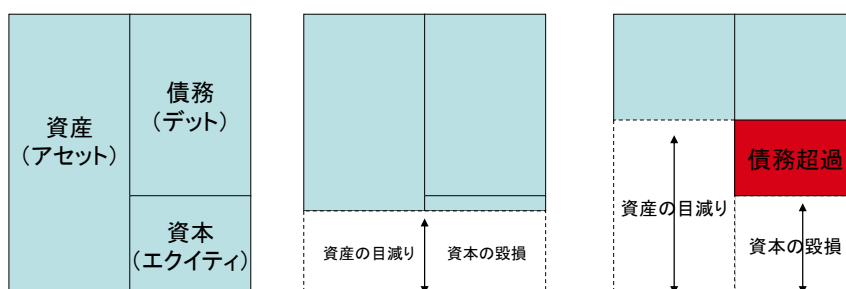
等して、投資ビークルからリスクを外に出してしまう。「証券化」による「リスク移転」という表現は、2008 年のサブプライムローン破綻の時にいやと言うほど聞かされた。次にリスクの本質的な低減である。技術或いは情報管理によりリスクを未然に防ぎ、リスクそのものを低減する。その次に保険、金融のデリバティブ商品を使って損害想定額をヘッジする手法がある。そして最後が想定される損害額をはじめから準備しておく事である。

企業等の資本金が、この最後の想定損害額であるリスクを担保する機能を持つ。これは企業に限らずすべての投資ビークルに共通する事である。

リスクに曝されると損害が出る。株式の投資を行う投資ファンドであるなら、保有

する株式に損が発生すると、その分資産が目減りする。例えば為替変動リスクが発生して、急激に円高になりトヨタ自動車の株価が下落したとする。トヨタ自動車の株式を400万円で買ったものが200万円に下がる。図表1-7にあるように資産が目減りすると、まず最初に資本が毀損する。この状態では株券が紙切れになるだけでデフォルト状態ではない。しかし損失が資本で吸収できずデットにまで及ぶと、借入れが返済できなくなる。これが投資ビークルの債務超過（デフォルト）状態である。

図表 1-7



このように資本はリスクを吸収する機能を持っている。今後大きな為替リスクが発生し大きな損害が出ると予測するなら、その損害に見合う資本を積み上げておく必要がある。資本への投資はリスクがありリスクマネーと呼ぶと前述で解説した。このよ

うにリスクに曝されるのが株式投資である。

企業はその資本の範囲でしかリスクをとれない。資本以上のリスクに投資をするとそれはデフォルトの可能性が高くなる。通常上場企業であれば格付け会社がそれを適正に評価し、リスクの高い企業として市場に情報を発信する。上場企業でなければ金融機関が適切な情報を要求する。したがって資本金の範囲がリスクを取れる範囲として、ガバナンス（自己規制、統治）となる。もしこの企業のリスクが無尽蔵に移転する事が出来れば、資本の規模に関係なく企業なリスクをとれるようになる。2006年以降アメリカでバブル化したサブプライム住宅

ローン市場では、ローン会社がそのリスクを「証券化」によって資本市場に移転した事によって、リスクの高い住宅ローンが無尽蔵に

市場で製造され続けた。

1.5 金融資本主義の登場

さて1970年以降市場のリスクが急増し始め、この急増するリスクをマネジメントしたいという市場ニーズがでてくる。その中で資本の機能が産業資本時代の市場を支

配するための機能と違い、資本を取る機能が突出してくるようになる。従来の産業資本主義で資本を拡大して過大に資本を保有する事は、過剰にリスクを引き受ける事となり、必ずしもそれは投資家の望むところではなくなってくる。

一方、資本は市場で拡大するリスクをマネジメントしたいというニーズに応える中で、資本への投資家が非常に大きな発言権を持つようになる。経営に物申す株主の登場である。前述の東京スタイルと村上ファンドの攻防もそうである。

新聞¹に年金企業連合会の株式市場で年金資金を運用する際のガイドラインが掲載された。主なガイドラインが次の通りである。

「3期連続赤字無配」「法令違反や反社会的行為等不祥事」「3期連続ROE 8%以下」「取締役会決議で20%を超える増資」「取締役会の判断だけで買収防衛策導入」「資本政策議案に反対」「独立性に対する十分な説明責任」。

このようなガイドラインに抵触した場合、取締役の再任を拒否すると言うものである。これは今までの企業が経営者によって、まるで自分たちのポケットのように余剰収益を自由に使っていた状況に対する警鐘ではあるが、従来の経営者からすれば明らかに脅迫とも取れる内容である。これは、経営者からリスクをとる機能を持つ資本出資者に力が移行しているのである。

いずれにしても市場にリスクが氾濫しだし、リスクをとる市場ニーズが非常に強くなってきた状況下で、リスクをとる機能を持つ金融資本が大きな力を持ち始めたのである。かくして強力な力を持ち出した金融

資本の前に、アセットホルダー、デットホルダー、エクイティホルダーがそれぞれの技術を革新して協力し、投資ビークルの利益に貢献するイデオロギーは幻想化していく事になる。再び企業は誰のものかというレベルの低い議論に陥る事になる。

このように、金融資本がより短期的に、より高い利益を要求しだした「金融資本主義」というイデオロギーが産業資本主義に代わって台頭してきたのである。

金融資本主義と呼ばれるイデオロギーが市場現場で実践する大義名分は企業「価値」の最大化である。

前述のユニクロのビジネスモデルのように、日本の広島で作るアパレルに価値を見出すのではなく、或いは日本人の手による服に価値を見出すのでもなく、効率のよい経営資源マトリクスを作り上げるのが企業の目的となる。そこでの大義名分もやはり「企業価値の最大化」である。そして大義名分の下でアセット、デット、エクイティ更にその中で、特定の自分の価値が最大になる事が目的となっている。金融資本主義においては、投資したリスクマネーの価値が最大になる事こそが最終目的になり、その過程で何がどこでどのように作られるかという事には価値が見出されなくなっていく。

そして金融資本主義、が産業資本主義と最も異なる点は、産業資本主義が長期的に安定した収益を求めるのに対して、非常に「短期的」で「流動性」が非常に高い収益を求めるという特徴を持っている。

1990年代に入ると産業の製造現場が先進

諸国だけのものではなくなってきた。技術移転等を通じて先進諸国周辺の発展途上国に製造現場が移転し始めた。これらの国々は小国である故に、経済消費大国に代わって製造の機能を担いだと、急速に発展をし始めた。新興工業経済地域（Newly Industrializing Economies：ニーズ）と呼ばれた国々の台頭である。1980年代のレーガン大統領から始まったグローバリゼーション、資本の自由化、自由貿易の拡大により世界中に市場メカニズムによる経済社会が浸透していった時代である。

このようなアジア、ラテンアメリカの新興諸国が急成長する過程で通貨危機が起きた。1994年中南米の優等生と呼ばれ順調に成長してきたメキシコで通貨危機が起きた。国内で産業が活況となりそれに伴い、設備投資・社会インフラの整備資本投資が活発になり、非常に旺盛な資金需要がおき、それを見越して海外からの資本が流入した。この時資金の出し手となったのが欧米先進諸国であり「ヘッジファンド」である。邦銀もこれらの国々に当然資金の出し手として機能した。

特に、ヘッジファンドは短期的な資金で大量にこれらの市場に資金を流入させた。この市場に呼び込んだ外部資本、ヘッジファンドというビジネスモデルが供給した資金で、これらの国々は長期的なインフラ整備を行った。しかし急激な急成長の下で経済の成長についていけない社会の歪がカントリーリスク（国内の政情不安）となって表面化し始めると、これらの短期的資金が一気に引き上げ始めた。ヘッジファンド等のリスクマネーは、高いリスクをとる代わりに短期的に最も高い利益を提供する資産

を投資の対象をしているのである。もともと急成長間もないこれらの新興諸国には外貨の準備が十分に無く、外部から供給されていた資金を引き上げられると一気に流動性をなくし、経済破綻を起こした。これが1990年代にアジア及びラテンで起きた通貨危機である。

2008年の金融恐慌も世界各地で同時多発的に流動性リスクが高まった。中小の新興諸国でアイスランド、韓国等で海外からの資金不足を生じ近隣諸国からの緊急融資を受けてしのいだ。これらはいずれも外部からの資本でレバレッジを効かせて経済の急激な成長を果たした国々である。

以前の産業資本主義時代を違い、外部資金に対するニーズ自体が、短期的にすぐに応えてくれる資金を対象としてしまっているのである。外部資金に対する非常に短期的に欲するニーズが、短期的な金融資本市場を拡大させたのである。市場は、市場で新しく顕在化するニーズに対して、新しい技術革新・ビジネスモデルによって応える事によって成長する。外部から取り込む経営資源に対するニーズが、短期的な非常に流動性高いものへと変化してきたのである。

2000年以降低成長材代に入った先進諸国の年金等の運用資金が、より高い利回りを求めて出した。このような市場ニーズに応えたのがヘッジファンド等のビジネスモデルである。金融資本主義市場でヘッジファンド等が運用する資本は、短期的にもっと高い収益を約束してくれる投資先を求めて、グローバル市場をまるで獲物をねらう鷹のように動き回っている。新興市場の成長が期待できるといえば新興市場を急襲し、石

油市場が高騰すれば大量のマネーが一瞬にして投下され過熱した石油投機市場を生み、中国の資本市場が急成長しているといえば一気に流入してバブル化してしまう。

短期的に非常に流動性の高い資金に対する需要と、その一方で低成長時代を背景として投資マネーが高いリスクをとる事をいとわず、短期的に高い収益を求めて金融資本市場で投資先を求める。このような金融資本市場の非常に高い流動性・短期的な資金運用は、資金以外の他の経営資源の外部調達においても同様に流動性が高く、短期的な調達トレンドになっていく。

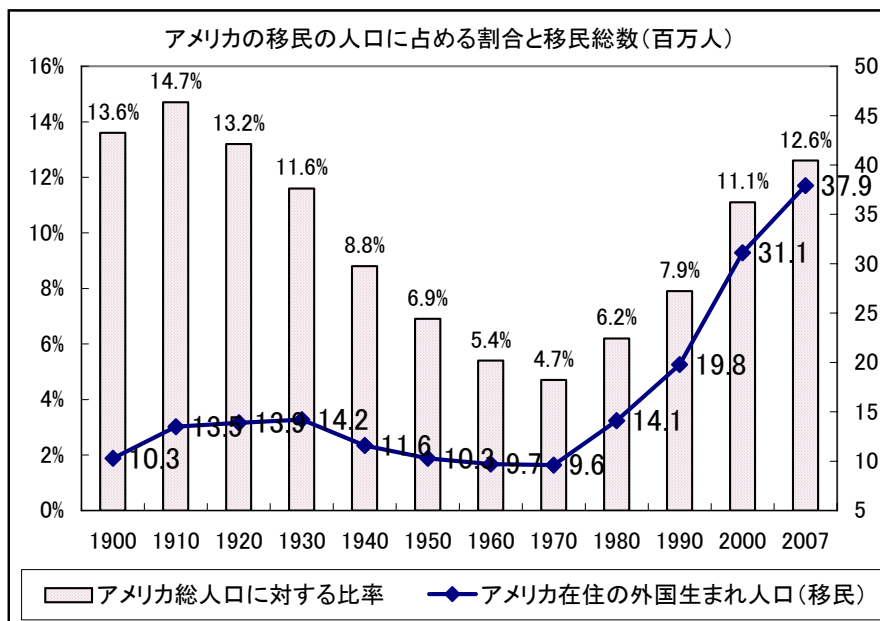
2. 労働レバレッジ

2.1 移民による労働レバレッジ

アメリカの歴史は移民の歴史そのものであった。移民の増減は流出する母国側の状況、受け入れるアメリカ側の状況によって大きく変動した。そして1970年の国家の低迷から脱却するために取られたイデオロギー「新自由主義」に理論付けられたグローバリゼーションを実践し、移民の流入が再び急増した。

過去100年、1900年以降海外の国生まれのアメリカ在住の人口を見てみると、概ね1000万人超で推移している(図表2-1)。移民は、アメリカ経済における多様性の源泉となり、直接的には外部から供給される低賃金の新たな労働力としてアメリカ経済社会の成長に大きく貢献してきた。この移民数の変化は、そのままアメリカの経済社会の変遷を見る事ができる。

図表 2-1



資料作成データ出典: CIS

1900年代の初め、世界中の社会経済が第一次世界大戦に向かって大きく変化していく。第一次世界大戦中アメリカは、いろいろなヨーロッパ大陸で需要が高まるいろんな物資の供給国となり、特に非常に旺盛な食料需要に支えられて経済が拡大した。更にこの時代アメリカでは、フォード等が自動車の大量生産技術を開発する事によって、アメリカ社会にモータリゼーションをもたらした。このようにこの時代のアメリカは、外部の旺盛な需要、テクノロジーショックによって経済が非常の大きく成長した時代であった。この時代の移民のアメリカの人口に占める割合が、図表2-1に現れているように20世紀中最高レベルの14.7%を示している。そして1930年代のそれまでの経済の急激な拡大の調整である大恐慌を機に移民人口1千4百万人のピークから減少していった。

1970年代は、ニクソン大統領時代の「ニクソンシ

ョック」

に象徴さ

れるよう

にドル安

に見舞わ

れ、二度

にわたる

オイルシ

ョックに

見舞われ、

10%を超

す非常に

高い失業

率と同時

に高いインフレによる不景気である「スタグフレーション」を起こしていた。戦後のアメリカのどん底の時代、移民の数は最も少なくなった。

1980年になるとレーガン大統領が登場し、それまでの巨額の財政支出・公共投資に変わるマネーサプライ（金融政策）とサプライサイドの政策（生産者側の刺激政策：減税）による「レーガノミクス」と呼ばれる経済政策により、20世紀のアメリカの黄金期となる輝かしい時代が始まった。ソビエトとの冷戦に打ち勝ち外に向かって新しいアメリカの覇権を打ちたて始めた時代である。1980年代の後半にレーガノミクスの調整が生じ経済が一時的に縮小するが、その後のITネットバブル、そして2005年以降のサブプライムローン住宅バブルに至るまで、新自由主義に基づく自由な市場メカニズムを世界中に配信し、その覇権となったアメリカの経済が大きく拡大した25年間であった。そしてこの配信のモデルこそがグローバリゼーションであった。移民の数も急増し続けている。

この時代の経済の拡大はアメリカ国内市場の過剰な消費によって生み出され、この非常に大きな国内需要を海外の同盟諸国に開放して、世界経済のけん引役を担ってきた。そして又この非常に大きな経済需要に向かって、多くの移民がアメリカにドリームを求めて流入してきた。2007年には3千7百万人にまでになり、1900年代初頭の

アメリカの人口に占める割合の最高レベル14%に肉薄する勢いであった。このレベルで推移すると2050年までに1億人になる見通しすらあった。

アメリカに流入してくる移民は、現在西側先進諸国で増殖している「ニート（教育、職業訓練を受けず労働に見従事していない人）」とは違い、苦境から抜け出しアメリカでドリームをつかむために、中南米、南米、アフリカそしてアジアからやってくる非常にモチベーションの高い人たちである。

図表2-1に見られるように1970年以降急増している移民の中でも又1990年代に更に急増している。前述のラテンアメリカ通貨危機が生じたメキシコ等から移民が急増した（図表2-2）。

図表2-2

Countries of Birth in 2007 単位:千人					
	Total	pre 1980	1980-89	1990-99	2000-07
Mexico	11,671	1,788	2,408	3,890	3,583
China	2,007	336	492	610	568
India	1,704	222	314	539	629
Philippines	1,665	346	450	473	396
Vietnam	999	188	288	368	155
El Salvador	998	84	323	336	249
Cuba	980	362	120	237	261
Former Ussr	973	119	90	471	292
Korea	906	177	264	210	255
Dominican Republic	856	146	190	296	224
Canada	699	309	90	184	116
Guatemala	681	45	145	188	303
Colombia	669	135	154	188	192
United Kingdom	590	236	92	112	150
Jamaica	550	148	175	126	101
Germany	514	357	41	45	71
Haiti	514	88	138	166	122
Honduras	439	36	56	136	211
Poland	427	121	77	159	70
Italy	418	328	34	27	29
Ecuador	411	72	102	147	90
Iran	371	109	130	88	44
Peru	354	58	74	109	113
Brazil	338	41	53	120	124
Japan	286	91	26	56	113
World Total	37,280	7,873	7,873	11,292	10,258

作成資料: CISデータより作成

アメリカの移民の歴史ではアメリカからの移民吸引力の要因ばかりが説明されるが、移民には必ず非常に重要なその出国側の要

因が必ずある。自由貿易、資本の自由な移動を実現するためのグローバリゼーションによって急成長してきたメキシコ経済が、国内の民族問題等カントリーリスクが高まり、1994年国内に投資されていた海外資金が一気に逃避する通貨危機が発生し、経済が破綻した。

国の経済が破綻して行き詰り、経済困窮の苦しい生活から逃げ出し、グローバリゼーションにより益々富が集中する西側先進諸国欧米に憧れ、家族と断腸の思いで別れて移民となった人たちがアメリカにやってくる。彼らは18世紀、19世紀のヨーロッパから一族郎党全資産を持って新天地を求めてやって来た移民とは違う。祖国で蓄えた財産もろとも飛行機で空輸してアメリカにやってくるのではなく、特に非合法的な移民は、中南米等の国々から家族がばらばらになる事を覚悟して、身一つで粗末なボートに乗り、決死の覚悟でメキシコ湾を闇夜にまぎれて密入国してくるのである。アメリカンドリームを夢見て、チャンスを求め貪欲に生死を賭け大きなリスクにチャレンジしてくる。

移民あるいは社会人口移動の多くは、現在の何らかの自分たちが置かれている状況から脱却したいというニーズが、非常に大きなエネルギーを生んでいる。この市場ニーズに対して、アメリカンドリームと言う夢を実現するビジネスモデルによって応える事によって、アメリカの市場経済が成長するのである。

その一方で、この移民を受け入れるアメリカでは、アメリカと言う国の経済が、外部の労働力に非常に大きく依存している事になる。彼らの「安い労働力」と言う表現

が正しいだろう。

欧米、日本等の先進諸国で2000年以降突入した「低成長時代」の、もうひとつの原因が先進諸国における「少子高齢化」の問題である。この問題に対して、アメリカは外部から移民という労働力を取りこむ事によって、市場の「多様性」を創出し、よりダイナミックに成長し続けてきた。アメリカが経済成長を実現するための原動力が、まさにこの人種のルツボに象徴される多様性が生み出すダイナミズムに求められたのである。

彼らも又アメリカと言う先進国の安定した社会に胡坐をかくのでは無く、家族を幸せにする願いを強く持ち、生活の安定を求め、アメリカ社会に浸透して言った。まず新しい移民は、建物クリーニング、建築現場等に職を求める。それはいうまでもなく劣悪な職場環境であり低賃金でもある。当然非合法的な移民になると「ペイロール・オフ」と呼ばれる給与台帳にも載らない非熟練下層労働者となる。それでも祖国の何倍もの賃金水準になる。

そしてアメリカ自体が、この外部から大量に流入してくる常に新鮮な低賃金労働者を使い、経済成長を維持してきた。いうなれば金利の安い外部資金ならぬ、賃金の安い外部労働者を使う、「労働レバレッジ」を効かせる事によって、経済の成長を実現する仕組みがアメリカ経済の成長モデルであった。

2.2 2005年アメリカで起きた住宅問題

しかしその一方で、アメリカ経済自体がペイロール・オフの低賃金を所得とする非常に不安定で生活基盤をもたない労働者に

大きく依存する事となり、信頼性のない非常に不安定な経済システム・社会システムとなっていた。従ってアメリカは、この不安定な労働力を安定した労働力として経済成長に貢献させる事が、社会ニーズであり国家政策の目的となっていくのである。

アメリカの移民に対する政策は、まず移民（非合法を含め）に法律によって国籍を与え、彼らのIDを明確にする事から始まる。「グリーンカード」政策である。そして次に彼らに住宅を持たせて、安定した生活基盤を作らせる事である。

移民は一般にその国での稼ぎの3分の2は祖国の家族に送金するといわれている。これは国内の本来の国民が得るはずの労働所得の国外への流失を意味している。移民による労働レバレッジの経済成長モデルのマイナスの部分となる。そこでIDによってアメリカでの身分を明確にし、住宅を持つ事によって祖国から家族を呼び寄せれば、この労働所得の流出を止める事ができる。移民による労働レバレッジ経済においては、呼び寄せた家族に対する社会厚生費が大きなコストになるが、この時代の自由主義機経済の下で「小さな政府」を標榜するアメリカの政府にとって、このコストは過小評価する事ができ、労働レバレッジ効果のほうが大きく期待できた。

かくして移民に象徴される低所得者層に住宅を持たせると言う、市場ニーズより上位に位置する社会ニーズが政策上容認されたのである。

かといってグリーンカードのように彼らに直接家を配分する政策はありえない。住宅政策はアメリカに限らず、どの国においても国の経済政策、社会政策の根幹となる

重要な政策である。何処の国にも特徴ある政策が存在する。アメリカでは、住宅を促進するために住宅ローン市場を実効性あるものにするファイナンス政策が中心の国であった。住宅購入者のローン債権を公的機関、準公的機関、或いは民間機関でまとめて証券化して資本市場に流通させる事によって、住宅ローン会社がローンを売りやすくする仕組みを促進した。RMBS（レジデンシャル・モゲージ・バック・セキュリティ）と呼ばれる住宅ローン証券である。

アメリカではこのRMBSが、政府が発行する国債に順ずる政府保証された債権として、特に日本等アメリカ関係協力国の機関投資家が大量に購入して保有していた。2008年の金融危機では、これら証券の信用が下がり一気に金融危機が懸念されが、アメリカがこれら証券の発行機関を国有化して政府保証を明確化した事によって危機にはならなかった。

さてこのように証券化を利用してリスクを移転する事によって、アメリカでまだ信用の蓄積がすくない低所得者層に住宅を持たせるビジネスモデルこそが「サブプライム住宅ローン」であった。サブプライム住宅ローンは通常信用が取れる人たちに適応される優遇金利のプライムローンに対して、信用が取れない人たちに適応される金利の高いローンである。

図表 2-3 にアメリカの住宅ローンの金利構造を示してある。実際にはプライムとサブプライムだけの2極ではなく、その中間にも様々なカテゴリーローンが存在している。日本の住宅政策では、住宅ローンは一つの金融機関が貸す相手のリスクを見て住宅ローン貸出金利を大幅に変える事は無い。

同質性の高い日本人がそのリスクにおいて差別される事は到底受け入れがたいものでもある。融資審査で貸すか貸さないかのどちらかである。又現実にはリスクの幅自体がアメリカ社会に比べて少ない。

る場合、当然中の広いリスクを市場が引き受ける必要があり、それこそが富の蓄積、信用の蓄積の無い移民に象徴される低所得者層に住宅を持たせると言う社会ニーズに応えるべく、ビジネスモデルとなるのである。

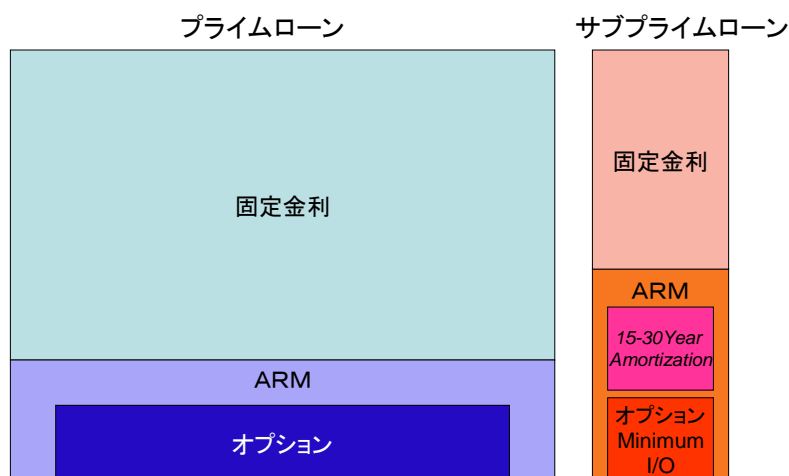
図表 2-3

サブプライム住宅ローンは、少ない頭金

で移民たちが住宅を買いだいたいという市場ニーズに応える事ができる、その意味では優れたビジネスモデルであった。

サブプライム住宅ローン

アメリカの住宅ローンの金利構造



「金利」とはファイナンスのメカニズムから言えば「リスクプレミアム」に対する対価である。リスクが高い人には当然金利が高くなり、リスクが低い人には金利が低くなる。これがサブプライム、プライムの違いとなる。しかし日本のように一種類の金利のみで貸すか貸さないかでは、その金利以上に高いリスクを持っている人たちの存在を無視し、そして彼らを全て市場から排除してしまう事になる。

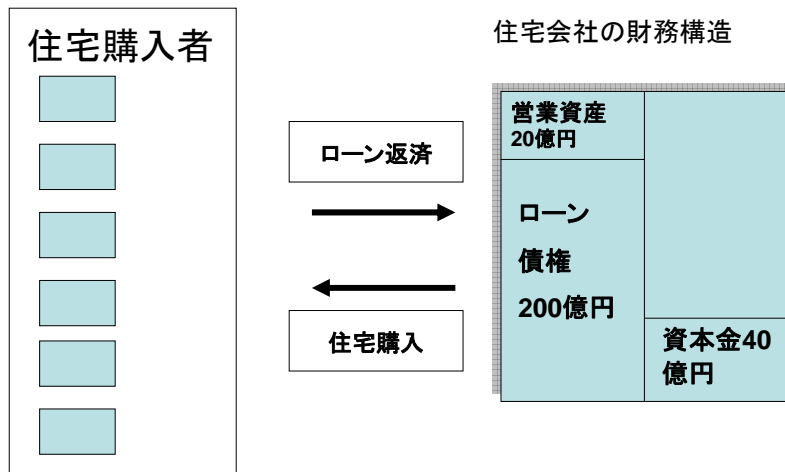
アメリカのように移民に対して寛容であり、移民という多様性こそがアメリカ経済市場のダイナミズムを生む源泉になってい

の仕組みを簡単に説明しておこう。図表 2-4にあるように住宅販売会社が住宅ローンをつけて住宅購入者に販売を行ったとする。この住宅会社が 2000 万円の住宅を 1000 戸販売したとしよう。1000 戸×2000 万円＝200 億円の住宅ローン債権を持つ事になる。この債権の仮に 2 割が破綻する可能性があると考えたと、当然 200 億円の 2 割、40 億円のリスクに備える必要がある。企業はこのリスクを資本金で準備する事になる。

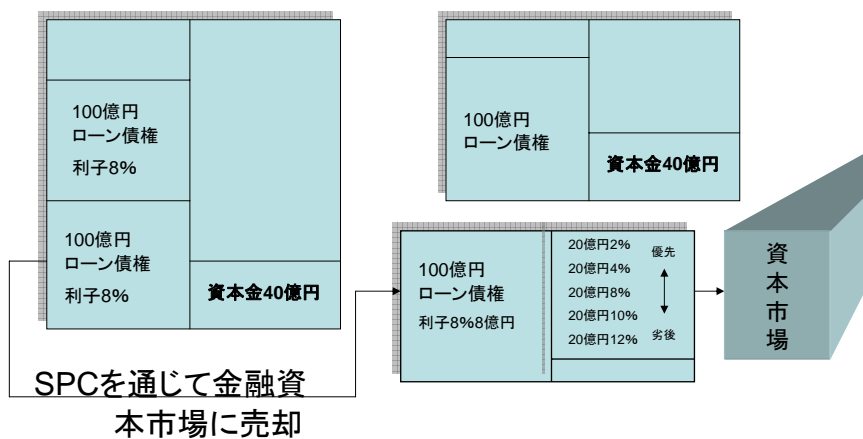
図表 2-4

図表 2-5

ビジネスモデル: サブプライムローン



A会社のローン債権をプールしてオフバランスする
事によって更に多くのリスクをとることができるようになる。



企業はこの財務構造で 1000 戸の住宅販売ビジネスをとり行う事ができる。しかしこれ以上に販売しようとする、さらに資本を積み増ししなくてはならない。しかしこれ以上資本金を用意できなければこれ以上の住宅販売は不可能となる。リスクポジションの限界である。

そこでこの企業は、図表 2-5 のように住宅ローン債権を、例えば 100 億円ずつプールして特別の目的会社 (SPC) を通じて、資本市場で投資家の売却しようとする。これがリスク移転の証券化の仕組みである。この 100 億円の債権 (リスク資産) は、そもそも 8% (100 億円×8%=8 億円) の利息を受け取る事ができる。これを 5 つの「優先劣後」の仕組みに分けて新しい金融商品に組成しなおす。配当の優先順位の高いものから 20 億円 2%、20 億円 4%、20 億円 8%、20 億円 10%、20 億円 12% とする。劣後の 20 億円は倒産時に最初に破綻する部分であり、その倒産リスクが高い配当が大きい。

ハイリスクハイリターンのメカニズムである。これらの投資家に配分する証券化コストの合計は 7 億 2 千万円である。8 億円と 7 億 2 千万円の差額が、この証券化ビジネスのアレンジをする金融業界の儲けとなる。この儲けはリスクのかからない手数料になる。このリスクをとらない手数料収入が、後のリーマンショックを起こすリーマン・ブラザーズ等投資銀行の証券化ビジネスを成長させた収益源であった。

このような優先劣後の仕組みを組成する証券化のビジネスモデル自体は、1990 年代の後半から実務で多用されてきた。しかし当初は、この優先劣後の仕組みによって組

成された金融商品のうち、シニアの部分、上記例では 20 億円 2%、20 億円 8% の部分が、投資市場でリスクを取れない投資家のニーズの対象となっていた。つまりこの元債権の住宅ローン自体はリスクが高くて投資できないが、このシニアの部分は信用があり、投資対象として魅力があったわけである。

そして売れ残った残りの劣後部分の証券は当然市場では需要がなかった。従って手数料を受け取る証券会社、あるいは元のサブプライム住宅ローン会社によって保有されていた。そして「5%ルール」と呼ばれる会計制度のグローバルスタンダードによって、5%以上証券化した商品を元ローン会社が保有する事が禁止され、このような証券化のビジネスモデルそのものが成立しにくいものとなりかけた。市場はリスクの高いジャンクボンドに安易に手を出さない節度がここにはあったのである。

2000 年に入り、世界の西側先進諸国が低成長時代に入る。低成長は世界同時デフレという形で市場に顕在化した。世界中で長期金利の低迷が起き、年金基金等長期で安定した資金を運用しているセクターにしわ寄せが起きた。そこで市場に多少高いリスクを引き受けてもある程度の高いリターンを求めるニーズが顕在化し始めたのである。

この高いリターンを求めるニーズに対して、新しい技術革新で応えたビジネスモデルが「ヘッジファンド」或いはリーマン・ブラザーズ等の「投資銀行」であった。このようなヘッジファンドのビジネスモデルは、多少のリスクがあってもリターンの高い「玉」を必要とした。それに伴うリスクは証券化の技術で分散が可能であると言う

前提で、非常にリスクの高いものを投資の対象とした。サブプライムローンの劣後部分がまさにこの対象となったのである。

本来節度のある市場では売れなかった劣後部分（ジャンクボンド）が、ヘッジファンド、投資銀行のビジネスの拡大によって、需要の高い金融商品となったわけだ。これによりサブプライムを対象とした住宅ローンが金融資本市場で次々と売れるようになり、その結果本来リスクが高いビジネスモデルであったにもかかわらず、住宅市場で非常に多くの低所得者層向けの住宅販売が可能となったのである。かくして次々とリスクの高い投資家・低所得者に住宅を販売する事でリスクがどんどん製造され続け、これらのリスクはアメリカの金融資本市場を通じて世界中に移転され分散されていったのである。

現在アメリカ或いは世界中で、この2000年のアメリカのネットバブル崩壊以降のアメリカの経済を支え続けた住宅市場の成長を「バブル」と呼んでいる。バブルとは通常テクノロジーショックが起き、それによって格段に利便性の良くなった商品等に過剰な成長期待がかけられ市場リスクが低下し、市場参加者が過剰のリスクポジションを取るようになる状況である。この住宅バブルと呼ばれているアメリカの住宅業界に、革新的な技術革新があったか？といえはそれは無い。このバブルの本質は住宅に対する期待ではなく、別なものに対する過剰な期待であった。それが何かを理解しないとサブプライムローン問題の本質はつかめない。

それは消費である。世界の経済を牽引す

るアメリカの過剰消費を生み続けたビジネスモデルが「ホームエクイティローン」であり「サブプライム住宅ローン」であったわけである。アメリカの消費を支え続けた消費者ローンが、金利の安いホームエクイティローンに移行して行ったのである。住宅ローンは消費者ローンに比べて住宅を担保にする分金利が安い。消費者ローンより安い金利で家を買ひ、その後住宅価格上昇すれば、その上昇分をキャッシュで補填してくれるビジネスモデルが「ホームエクイティローン」である。このビジネスモデルにより増えたキャッシュで消費を増やす事ができる仕組みである。

そして皆がホームエクイティローンで家を購入すれば、更に住宅価格が上昇する。上昇すれば更に消費を増やす事ができる。住宅価格が上昇しバブル化しつつあったところへ、サブプライム住宅ローンによりあらゆる投機マネーが流入して、2005年以降一気にアメリカ住宅市場が投機市場の様子を呈し始めたのである。厳密には住宅バブルではなく、その背景にある一連のビジネスモデルショックによって消費が過剰にまで拡大した言うなれば「消費バブル」がその本質であったわけである。現消費の経済成長に対する寄与度が日本等では5割超であるのに対してアメリカでは7割超である。アメリカの国策としても、消費を拡大する事がもっとも大きな経済成長に寄与し、消費拡大こそが政策ターゲットとなっていたのである。

もう一つ、「証券化」というビジネスモデルには非常に重要な問題を提起している。証券化は証券業界が勝手に手数料目当てに

開発した商品ではない。前述のように市場ニーズに基づいてリスクの低い優先部分に投資をしたい、或いはリスクの高い劣後部分に投資をしたいという市場ニーズに対応した仕組の技術開発であった。市場ニーズに応えた技術開発によって市場は大きく成長したものであり、このような証券をストラクチャード（仕組）債と呼ぶ。

仕組債は倒産或いは資産の毀損が起きる事を前提としている。本来事業である投資であれ倒産（デフォルト）を前提としてはあってはならない。にもかかわらずデフォルト、資産の毀損が起きた時に、初めから切り捨てる債券の順序を決めておく事はいかがなものか？道義的にはデフォルト、資産の毀損を起こさない信用に立って市場が成り立つはずである。しかし近年市場でリスクが増大してデフォルト・資産の毀損が起きて当たり前で、むしろそれに対してデフォルトに対する仕組構造を備えてないほうが信用に欠けるという考え方が市場を支配していく。これが金融資本主義の特徴である。

これは金融ファイナンスに限った事ではない。外部調達する経営資源すべてにこのような考え方が取り入れられてきているのである。企業にとって従業員をリストラさせる事は信頼関係に影響をもたらす重要なポイントである。リストラをしない前提で企業が存在しているはずである。それがリストラをせざるを得ない状況が起きる前提で、外部調達の労働力にリストラの準備を用意しておく事が、企業経営のより戦略的なビジネスモデルとして登場してきたのである。例えば「非正規雇用」である。

2.3 サブプライムローン住宅市場の破綻

さてサブプライム住宅ローンの仕組みは、このように少ない頭金で外部から大きな借り入れをして住宅を購入するビジネスモデルであった。つまりハイレバレッジなビジネスモデルである。

日本ではしばしばサブプライムローンは、初め少ない支払金利で後からその分返済金利が高くなる特殊な変動金利であったり、元金の返済そのものが後回しになり、後から高額な返済が求められたりする特殊なファイナンス手法である「ネガティブアモチゼーション」を多用するビジネスモデルであると紹介されている。

これは必ずしも正しくない。確かに、サブプライムローンの中でもオプションと呼ばれる当初金利だけ、或いはその一部だけ返済をする等ネガティブアモチゼーションのモデルが、現実にサブプライムローンの全体の約半分をしめていた。残りは長期の固定金利である。

しかしこれらのオプションを使ったのは、カリフォルニアのリゾート地の高級セカンドハウスであったり、ネブラスカ州の人口が急増してバブル化しているエリア、つまりこれらは完全に投機化してバブルが過熱してしまっているところであったりする。これらは投機（転売）目的の住宅購入を意味している。移民の人たちが多く、かつハリケーンが襲いかかり大きな被害により地域経済が疲弊している南部のテキサス等では、このようなオプションの使用率は非常に低い、むしろ固定金利であった。

この転売等の投機目的のサブプライムローンのオプションと、信用の無い移民の多くが住宅購入のために使用したサブプライ

図表 2-6

レバレッジ効果



- 資産の収益率 a
 - 銀行融資の金利 i
 - レバレッジ D/E
- 自己資金収益率は
 $ROE = a + (a - i)D/E$
 となる。
 $a > i$ のとき $ROE \uparrow$
 $a < i$ のとき $ROE \downarrow$

- 収入(販売売り上げ)
 - ー) 業務経費
 - 収 益..... $A \times a$ (総資産 \times 収益率)
 - ー) 金 利..... $D \times i$ (借入 \times 金利)
 - 純収益..... $A \times a - D \times i$
 - ー) 内部留保
 - 配 当
- 配 当 $= A \times a - D \times i = (D + E) \times a - D \times i = E \times a + (a - i) \times D$
 自己資金収益率 $=$ 配当 \div 出資金 $= \{ (E \times a + (a - i) \times D) \} \div E$
 $= a + (a - i) \times D/E$

a : 総資産の収益率

$a - i$: 資産の収益率から外部資金の金利を引いたもの

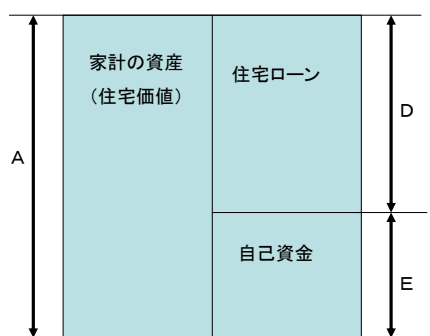
D/E : レバレッジレシオ

資産収益率 a が金利 i より大きい「プラスのレバレッジ効果」

資産収益率 a は金利 i より小さい「マイナスのレバレッジ効果」

図表 2-7

家計のレバレッジ効果



- 家計の所得a
 - 住宅ローンの金利i
 - レバレッジD/E
- 自己資金収益率は
 $ROE = a + (a - i)D/E$
 となる。
 $a > i$ のとき $ROE \uparrow$
 $a < i$ のとき $ROE \downarrow$

る金利 i より大きければ、 $(a - i)$ がプラスになり「プラス (正) のレバレッジ効果」を得られる。反対に投資ビークルから得られる収益率より外部の借り入れ金利が高ければ、 $(a - i)$ がマイナスになり「マイナス (逆) のレバレッジ効果」になってしまう。しかもこのプラス効果とマイナス効果どちらもがレバレッジ (D/E) により増幅される

のである。

このレバレッジ効果を住宅購入モデルで考えてみたものが図表 2-7 である。

家計の所得が支払い金利より十分に大きければ、レバレッジが高だけつまり手元資金が少なく外部からの借り入れが大きい程、非常に大きな成長を享受する事ができるが、もし所得が下がるとレバレッジが高ければ高いほど破綻する可能性が高くなる。つまりこのハイレバレッジビジネスモデルの効果を検証するためには、このモデルを多用した移民の所得を調べてみる必要がある。もう一度図表 2-8 で移民の動向を確認したい。1990 年以降ラテンアメリカ、アジアの通貨危機を契機に一気に移民の数が急増した。この状況で、それまで既にいた先行移民 (established immigrants) 或いはそして彼らがアメリカで生んだアメリカ国籍を持つ子供たち (Native-born) と、その後新しく大量に入ってきた移民 (new

ムローンの二つの違いを理解できていないと、非常に戦略的な投機モデルを使って破綻したケースと、移民・低所得者の労働レバレッジの社会的破綻によるケースとが混同されて、その後の世界的な金融危機の引き金となったアメリカの住宅問題の本質がつかめなくなる。

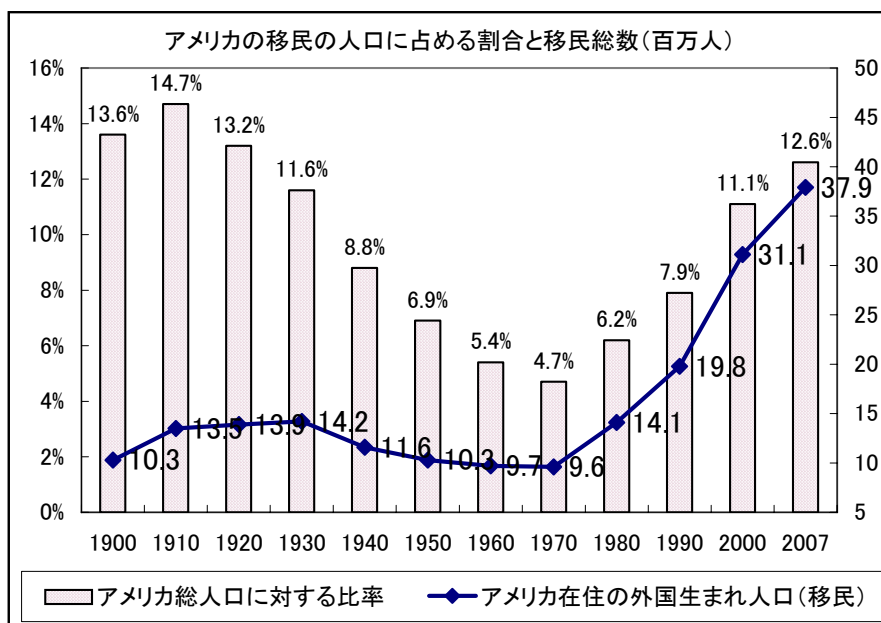
さてこのハイレバレッジなビジネスモデルであるサブプライム住宅ローンをレバレッジの仕組みで考えてみよう。レバレッジはファイナンスの仕組みでは、安い外部の金利を多用する事によって大きな効果を得る仕組みである。

レバレッジの仕組みは、もともとの資産の本源的な収益率にレバレッジ効果を加えたものである。しかしこのレバレッジ効果にはプラスとマイナスがある。レバレッジの仕組みを表してある図表 2-6 では、資産全体の収益率 a の方が、外部から借り入れ

immigrants) の間で、非常に激しい仕事の獲得競争「裁定」が生じたのである (CISⁱⁱ

“The impact of immigrants on Young Native-Born Workers, 2000-2005”)。

図表 2-8



資料作成データ出典: CIS

裁定とは、新しく流入してくる労働力により賃金競争で賃金に格差が生じ、従来の賃金水準が下落する事を意味する。経済理論では賃金下がる事になるが、現実の市場では従来の移民が新しい低い賃金水準を受け入れなければ、新しい労働力にとって代われら職に溢れる事になる。かくして職をなくし、所得をなくした従来からの移民がやっとの事で手に入れた住宅をレバレッジの破綻により手放さなくては成らない事になっていくのである。

アメリカの住宅バブルの破綻は、過熱したバブル市場で投機に走り破綻したセクターと、アメリカ経済自体が外部の安い労働力を過剰に取り込み、非常に高い労働レバ

レッジを用いて経済の急成長を行なった結果破綻したセクターの二つの重要な破綻要素を持っていたのである。そして金融恐慌に陥った 2008 年には、移民を問わず米国民の多くの所得が劣下し住宅ローンが破綻し

ていく事になる。

2.4 裁定経済

改めて説明するまでもなく、現在東京等の大都市と地方の間には経済格差が存在している。県民

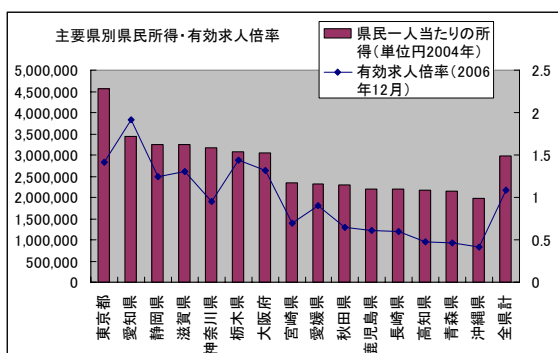
一人当たりの所得は、2004 年で東京都 4,559,000 円、愛知県 3,440,000 円、静岡県 3,247,000 円、滋賀県 3,235,000 円・・・鹿児島県 2,007,000 円、長崎県 2,190,000 円、高知県 2,171,000 円、青森県 2,152,000 円、沖縄県 1,987,000 円であり、東京の半分以下つまり 2 倍以上の格差がある県が鹿児島県以下 5 県ある (図表 2-9, 2-10 参照)。

このような格差が存在すると、この都市間で労働者の移動が起きる。県民一人当たりの所得に差を生じるという事は労働者の生産性が違うからである。労働生産性とは労働者一人当たりが生む価値である。通常この労働の生産性は賃金の差を反映する。簡単に言ってしまうと東京の賃金と、地方

の賃金水準に格差が生じているのである。

東京と例えば鹿児島で賃金水準が大きく違くと、鹿児島の労働者は東京等の大都市へ高い賃金を求めて移動し、東京のように労働生産性が高く労働力の需要が大きいところでは地方から低コストの外部労働者を利用しようとする。これが社会的人口動態となる。人口の転入より転出が大きくなると転出超過になり人口減少の大きな要因となる。逆に東京で転入超過になれば人口の増加につながる。

図表 2-9



資料:内閣府県民経済計算 厚生労働省

図表 2-10

	県民一人当たりの所得 (単位円2004年)	県民所得(単位百万円2004)	有効求人倍率(2006年12月)
東京都	4,559,000	56,432,950	1.41
愛知県	3,440,000	24,741,048	1.91
静岡県	3,247,000	12,320,452	1.24
滋賀県	3,235,000	4,437,170	1.3
神奈川県	3,174,000	2,677,454	0.95
栃木県	3,062,000	6,162,016	1.44
大阪府	3,039,000	26,789,134	1.32
宮崎県	2,340,000	2,717,745	0.69
愛媛県	2,309,000	3,411,798	0.9
秋田県	2,297,000	2,662,414	0.65
鹿児島県	2,207,000	3,904,582	0.61
長崎県	2,190,000	3,274,427	0.6
高知県	2,171,000	1,743,856	0.48
青森県	2,152,000	3,124,967	0.46
沖縄県	1,987,000	2,699,838	0.42
全県計	2,978,000	380,269,455	1.08

資料:内閣府県民経済計算 厚生労働省

賃金の低い地方から賃金の高い都心に多くの労働者の移動が起き、それまで賃金の低かった多くの人たちが高い賃金を得ようになると、それは経済全体の所得のアップにつながり、その国の経済を成長させる事になる。後述のアメリカの1900年代初頭のモータリゼーション、1970年代の日本の高度経済成長はこの社会的人口移動のダイナミズムによる経済成長であった。この労働レバレッジによる経済成長のメカニズムをこれから見ていく。

単純に、東京と鹿児島の労働市場に、それぞれ高賃金の熟練労働と低賃金の非熟練労働者が存在するでしょう。熟練労働者とは、企業役員、高度の専門化した例えばファンドのアセットマネージャー、或いは新規技術を開発したベンチャービジネスの起業者、成長企業のエグゼクティブ、果敢にリスクを取る投資家、その他特殊な有資格者等である。

非熟練労働者とは事務系、製造業系を問わず、単純労働ルーティンワークに従事する人たちである。通常二つの市場（賃金の高い東京と賃金の安い地方）で賃金格差解消の為の人口移動が生じると、地方の熟練労働者が東京市場へ移動し、東京の非熟練労働者の仕事に取って替わろうとする。

つまり東京市場では東京の従来の非熟練労働者と、新し

く入ってきた地方の労働者との間で賃金の競争が生じ賃金の低下が起きる。そして競争に敗れた既存の東京の非熟練労働者が仕事からあふれる事になる。一方東京の熟練労働者は更に進化する高い知識スキルに特化して益々高い所得を得る事になる。その結果、東京市場の所得はほんの一部の高額化する熟練労働者の賃金と、多くの低下する非熟練労働の賃金の総計となる。

鹿児島市場では、それまで少ない仕事量を熟練労働者と非熟練労働者で競争して賃金水準を下げていたが、熟練労働者の転出により競争が緩和されて賃金水準が下げ止まりあるいは上昇する事になる。またやがて東京市場で非熟練労働者と激しい競争を繰り返し勝者となった恩恵が鹿児島市場にもフィードバックされる事になる。かくして東京の労働生産性は鹿児島市場の労働生産性に引き寄せられ格差が縮まる事になる。これが賃金の「裁定」とよばれるものである。

東京の高い賃金と、地方の低い賃金の間で賃金が均衡するのであれば、プラスマイナス0で全体の経済効果は無い。しかし市場がダイナミックに新しいものを生み出し、常に上位の東京で技術革新により新しい付加価値のある商品・サービスが登場すると新しい格差が生じる。この常に生まれる技術革新により賃金が常に高く引き上げられる事により、均衡（平均）賃料自体が高くなっていく。日本国内の労働市場の均衡賃金が高くなれば、国内全体の所得水準が上がる事になる。国内の所得水準が上がり、同時に労働者の数が増加すれば国内の付加価値が増加し、経済成長が実現する。

簡単に言ってしまうと、賃金の安い地方

から賃金の高い都会に移動した多くの労働者が、皆高い水準の所得を得れば、その分国全体の所得が上がり経済成長が実現する。

この格差が縮まる過程で、この二つの市場を包含する日本が大きな経済成長を実現する事になる。これが経済理論「ヘクシャー＝オーリン定理」に基づく生産性の裁定による格差の解消である。ヘクシャー＝オーリン定理は国家間の貿易による経済の効率性を説明する理論である。通常貿易によって二つの国の生産性の高い分野の産業に従事する労働者と生産性の低い産業に従事する労働者の間で、それぞれの得意とする産業生産物を貿易で交換する事によって、生産性の格差が是正されるという理論である。結果的に両国が比較優位な産業の専念し、貿易を通じて格差を解消する事によって両国共に得をするという理論である。

そもそも経済格差、生産性の格差は新しい商品、技術の革新いわゆるイノベーションによって生じる。イノベーションは高度に集積して多様性があるところで生じる。それが大都市である。

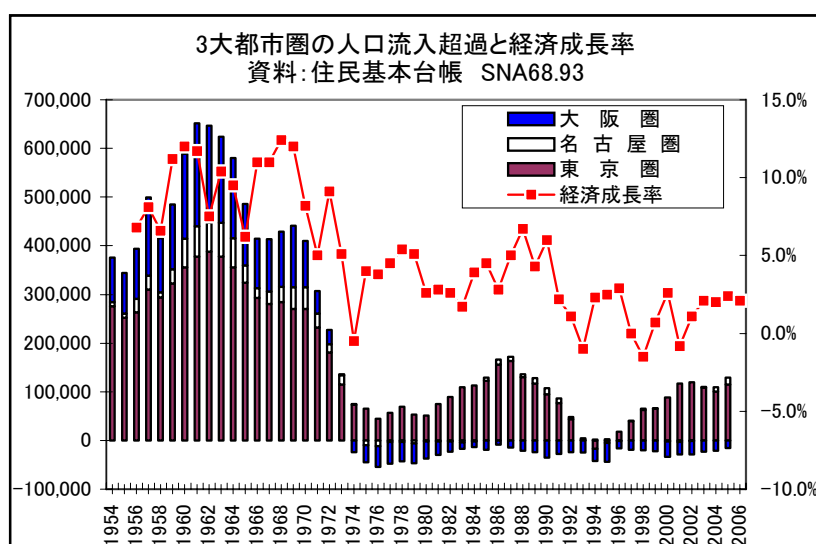
このように自由な制約の無い市場の下で多様性とダイナミズムに満ち溢れた市場を作り上げ、そこで革新的な技術、ビジネスモデルを生み出し高い付加価値ある商品、サービスを市場に提供する事で高い収益を実現する。一方でこのような高い収益を得て、他方で外部の低コストの賃金労働を多用する事によって、賃金の均衡水準を引き上げる経済成長を実現する。

物の価値が二つの市場で違う時、安いほうのものを買い、高いほうでそれを売って利益を得る。これを「裁定取引」という。

二つの市場の間に賃金等のものの価値の差がある事を「裁定機会」という。ビジネスは裁定取引そのものであり、裁定機会を探しそれを組み合わせる事が収益の実現につながる事になる。前述のユニクロがグローバル経済で最適なマトリクスを組む事が企業努力となっていると説明したが、それは裁定機会を見つけて裁定取引を組み合わせる事でもある。

2.5 日本の労働レバレッジ経済

図表 2-11



イノベーションを生み出すのは熟練労働者の仕事である。その報酬として高賃金が支払われる。しかし高賃金者だけで市場は成り立たない。低賃金を使ってコストを下げ、市場競争に打ち勝つ商品を提供して初めて利益が実現する。労働レバレッジという外部の低コストの労働力を多用して始めて高い経済成長が実現できる。社会的人口

移動は労働レバレッジのビジネスモデルの一つである。

日本でも産業構造は、第1次産業から第2次産業へ更に第3次産業へと時系列で変化してきた。日本では、戦後復興として都市部に工業社会としてのインフラ整備が行なわれ、地方の農村部から、1956年-1970年にかけて第2次産業への移行が起きた。農村社会から都市工業社会へ大量の人口の移動が生じたわけである。この約15年間で

実に東京、大阪、名古屋圏の3大都市圏の流入超過（転入人口-転出人口）数がそれぞれ476万人、210万人、61万人合計747万人（1963年がピーク）に達している（図表2-11）。戦後から現在まで、最大の社会的な人口動態が生じた事になる。

そしてこの時期が日本の「高度経済成長」時代と呼ばれ、途上国から先進国へのステップアップの成長にあたる非常に高い10%前後の経済成長を実現した時代であった。その後1970年代のオイルショックによる不景気にマイナスを記録した。そして1980年代後半のバブル経済で15万人超の都市圏への流入超過が生じ、失われた10年には逆に都市圏から4万人の流出が起きた。そ

して 2005 年再び 10 万人を超える都市圏への流入が起きた。

図表 2-12

都道府県別人口社会増減 資料:総務省国勢調査報告								
	青森県		高知県		長崎県		鹿児島県	
	実数	増加率	実数	増加率	実数	増加率	実数	増加率
1920 to 1925	-19,400	-2.6	-22,536	-3.4	-56,438	-5.0	-71,731	-5.1
1925 to 1930	-22,616	-2.8	-12,121	-1.8	-19,960	-1.7	-50,588	-3.4
1930 to 1935	-15,385	-1.7	-43,838	-6.1	-30,063	-2.4	-102,594	-6.6
1950 to 1955	-31,445	-2.5	-37,343	-4.3	-59,122	-3.6	-153,557	-7.6
1955 to 1960	-59,310	-4.3	-57,520	-6.5	-109,214	-6.2	-211,107	-10.3
1960 to 1965	-101,363	-7.1	-62,213	-7.3	-211,136	-12.0	-190,107	-9.7
1965 to 1970	-72,180	-5.1	-40,941	-5.0	-145,389	-8.9	-176,437	-9.5
1970 to 1975	-38,775	-2.7	-1,108	-0.1	-71,199	-4.5	-52,609	-3.0
1975 to 1980	-9,944	-0.7	6,397	0.8	-41,236	-2.6	13,341	0.8
1980 to 1985	-49,833	-3.3	-3,615	-0.4	-45,122	-2.8	-10,584	-0.6
1985 to 1990	-71,990	-4.7	-18,852	-2.2	-63,308	-4.0	-48,207	-2.6
1990 to 1995	-14,666	-1.0	-4,904	-0.6	-32,984	-2.1	-11,450	-0.6
1995 to 2000	-8,761	-0.6	3,994	0.5	-34,258	-2.2	-4,647	-0.3

この成長率はちょうど 2004 年以降の中国の経済成長に相当する。この時の人口動態の特徴は 3 大都市圏の人口流入の出し手

となる地方県の流出を見てもわかる。図表 2-12 では図表 2-10 で見た現在の東京と最も格差が大きい主要な地方県からの社会的人口変動を表している。

図表 2-13

都道府県別人口自然増加及 資料:総務省国勢調査報告								
	青森県		高知県		長崎県		鹿児島県	
	実数	増加率	実数	増加率	実数	増加率	実数	増加率
1920 to 1925	75,923	10.0	39,119	5.8	84,201	7.4	128,342	9.1
1925 to 1930	89,553	11.0	42,795	6.2	89,377	7.7	135,085	9.2
1930 to 1935	102,600	11.7	40,666	5.7	93,584	7.6	137,370	8.8
1950 to 1955	131,101	10.2	46,152	5.3	161,226	9.8	174,503	8.6
1955 to 1960	103,393	7.5	29,432	3.3	122,039	7.0	130,099	6.4
1960 to 1965	91,348	6.4	20,332	2.4	91,960	5.2	80,544	4.1
1965 to 1970	83,109	5.9	15,109	1.9	74,389	4.5	52,046	2.8
1970 to 1975	79,901	5.6	22,623	2.9	72,866	4.6	47,361	2.7
1975 to 1980	65,205	4.4	16,481	2.0	59,888	3.8	47,380	2.7
1980 to 1985	50,374	3.3	12,124	1.5	48,526	3.1	45,231	2.5
1985 to 1990	30,415	2.0	4,102	0.5	32,299	2.0	26,761	1.5
1990 to 1995	13,456	0.9	-3,426	-0.4	14,959	1.0	7,850	0.4
1995 to 2000	2,826	0.2	-6,749	-0.8	5,847	0.4	-3,383	-0.2

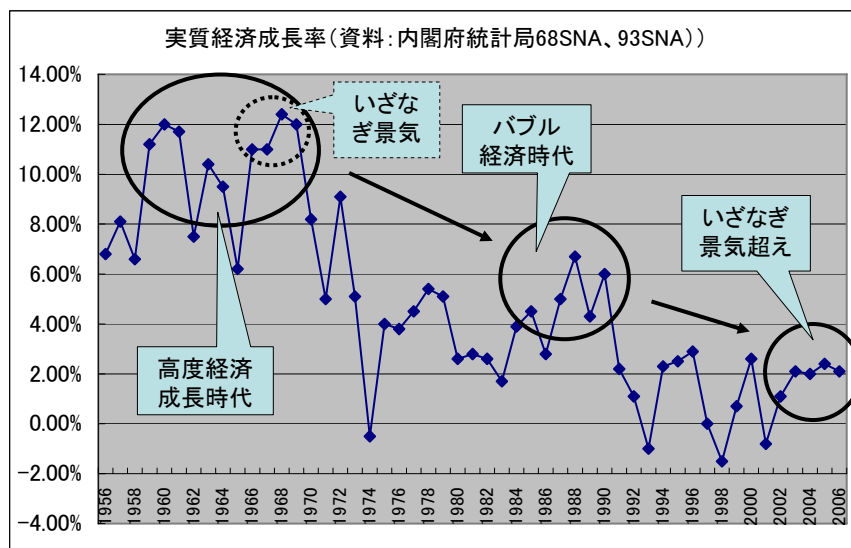
1960-65 年を中心にこの 15 年間に最大の社会的人口超過流出を示している。工業化が進み都市

の生産性が高くなった三大都市圏へ、生産性の低い地方県から人口が大移動した事によって、日本のこの時期の高度成長を支えたと言う事が言えるわけだ。

この人口移動こそが経済格差の解消であり、地方から

外部労働力を取りこむ労働レバレッジを利用した高度経済成長期の急成長モデルであった。

図表 2-14



後の経済成長を見てみると 1980 年代後半のバブル経済で 5-6%、2002 以降の平成のいざなぎ景気超えでは 3%以下である (図表 2-14)。

1954 年以降の日本経済成長率と三大都市圏への人口流入超過数との関係を回帰分析したものが図表 1-15 である。日本の過去の経済成長の時系

同時にこの時期の大きな社会的人口流出を起こした地方県の自然人口増を図表 2-13 でみて見よう。これら地方県では、この 1956-70 年の 15 年間の以前までが 10%近い非常に高い人口の自然増を示していた。この時期以降急速に自然増が減る状況が観察できるが、この時期の非常に大きな労働人口の輩出を実現できるだけの人口蓄積があった事を意味している。

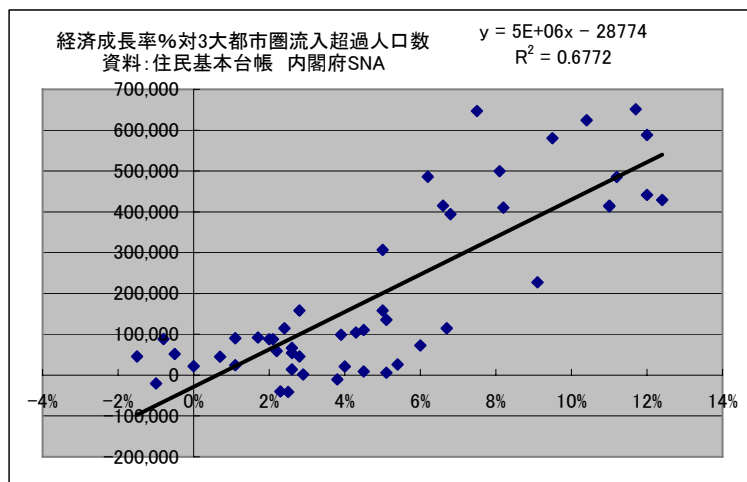
しかしこれ以降地方都市での人口の自然増加が急激に減った事は、この時の労働者世代が大量に流出して子供生む世代が少なくなり、その後地方に残った彼らの親が地方の高齢化社会を作っただけという批判があるのも事実である。日本ではこれ以降 10%超の経済成長は実現していない。その

列分析から言える事は、10%以上の経済成長を実現するためには 50 万人近い三大都市圏への社会的人口移動がおきる必要がある。西側先進諸国では通常イノベーションによる経済成長の限界が 3%であるといわれている。この 3%の経済成長を実現するためには、日本の過去の経済成長と三大都市圏への人口流入超過数の回帰グラフから、10 万人から 20 万人の労働レバレッジが必要となる事が言える。

10%という経済成長率はサブプライム住宅ローンに端を発したクレジットバブルの崩壊直前の中国等の新興国、あるいはアルメニア、アゼルバイジャン等の資源大国の経済成長に相当する。この当時の日本の経済成長を含めて、途上国が安定した先進国に

移行する経済成長の過程で見られる爆発的な成長であり、必ずしも持続可能な成長とはいえない。

図表 1-15



ただし、大きな社会的な人口の流出がその後の全体的な人口減の原因となり、今心配されている、将来人口減による日本国の国力をそいでしまう状況になると考える事は稚拙である。なぜなら歴史上、技術革新によって地方から都市へ人口が集中し大きな成長を実現した事実は過去に何度もあった。

江戸、大阪の都市の生成と成長、明治維新後の東京都圏の形成だけでなく、中世ヨーロッパにおいてもルネッサンス革命以後様々な科学技術が発明され国家の富の蓄積がなされた背景に、都市部に人口が集中しロンドン、パリ、イタリア或いはスペインの各貿易都市を形成した。17世紀のロンドンでは街に物乞いがあふれ過度の貧困層で大きな社会問題となった。この大きなエネ

ルギーがアメリカ新大陸の開拓へとつながった。

格差解消のための都市部への人口流出がその国の大きな成長を実現し、その後長年にわたり栄枯盛衰の軌跡を維持している先

進国はいくらでもある。今まで大きな成長が原因で人口の出生率の低下をもたらし、国そのものの存亡に至った事例は見あたらない事を明記しておく。むしろ社会的な人口移動、自然的な世代の代謝をなくしてしまうような社会のダイナミズム、人のダイナミズム

が停滞してしまう原因を考えるべきである。

2.6 グローバリゼーションにおける労働レバレッジ

21世紀になりIT情報革命が、新たな経済の格差を世界中で顕在化させた。欧米を中心とした高度なIT技術に対する需要に対して、新興のインド等が上質（英語が通じる）で安い労働力を提供し始めた。アメリカ市場とインド市場における経済の裁定が起きたわけだ。アメリカの企業のコールセンターが、上質で安価の労働力を求めインド、フィリピン等で開設されはじめた。

アメリカとインドにおける賃金の裁定により、下位市場であるインドの熟練労働者が上位市場であるアメリカの非熟練労働者の職に取って替わる。その一方で安い賃金

で効率的な企業を経営する一部のアメリカの経営者、つまり熟練労働者はこの格差の裁定を利用して高い利益を上げ、益々高い報酬を手にする事ができる。

アメリカ市場の職を手にする事ができたインドの熟練労働者も、新たな報酬を得る事ができる。もしこの二つの市場に国境がなく、同じ国であり同じ経済圏であるなら、一方で大きな所得を上げた労働者と、この低賃金レバレッジを利用した裁定行為により実現した大きな経済成長を、必要なところに再分配して、全体で大きな成長を享受できるはずである。

しかしこの二つの市場に国境があると、全体の成長を享受できない。それぞれの市場の成長しか享受できない事になる。アメリカ国内では当然この裁定取引のビジネスモデルを作り上げて益々高い報酬を得る一部の者と、この裁定取引で職を奪われて生活の限界にまで追いやられる多くの低所得者層が登場し、アメリカ国内で経済的格差の拡大が生じる。

当然低所得層は不満が出てくる。彼らは自分たちの仕事奪うインドを、アメリカ市場から排除する事を求めだす。アメリカ国民の利益を代表するアメリカの国会議員は当然これに呼応する。失業者に対する手厚い保護と、インドに対する制裁措置を求める。アメリカの国益の判断の下で、このような措置が必要かどうか議会で審議される事になる。

日本でパソコン用のウイルスセキュリティソフト「ノートン」を開発販売しているシマンテックと言う会社がある。この会社は外資系の企業ではあるが、この企業は、日本全国のサポートを必要とする顧客から

の電話を一括して東京で受け、インターネット電話を経由して、中国の大連に設置してあるコールセンターでカスタマーリレーションシップを実施するビジネスモデルを展開している。

コールセンターで日本の顧客からの問い合わせを受けるのは、日本語を話す事ができる中国人である。この中国人はいずれも日本の大学に留学経験のある中国では熟練労働者に相当する女性たちである。

彼女たちは、日本の非熟練労働者の仕事に取って替わっているのである。経済格差をビジネスチャンスとする裁定理論では、これらの裁定取引をビジネスモデル化して益々高い報酬を実現する日本の一部の熟練労働者と、日本の非熟練労働者に取って替わった中国の多くの労働者が賃金の上昇を実現して得をする。

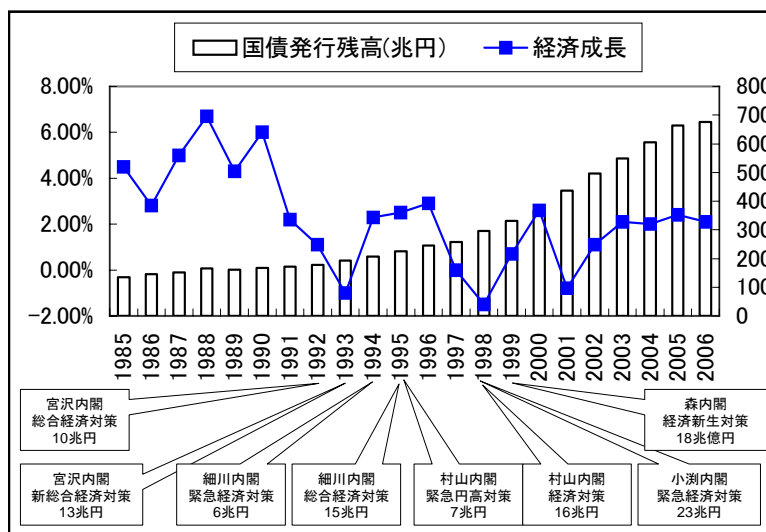
かくして日本では、中国の熟練労働者に職を奪われて正社員にもなれない派遣労働、非正規雇用労働者に甘んじる低所得者と、このようなビジネスモデルを駆使してますます富める企業、起業家とに分かれる。低所得者の増加の一方で、一部の富裕層による非日常的な高額商品の消費が進み、景気に関係なく何億円もする様な高級マンション、高級外国車が売れる状況が出現する。前述のアメリカとインドのケースと同じように両者の「経済格差」・「社会格差」が拡大する事になる。この格差こそがグローバル化による労働レバレッジ経済の産物であったわけだ。

グローバル化下「資本移動の自由化」、「自由貿易」の推進により、日本の多くの企業が、中国をはじめとするアジア諸国に低賃金労働者を外部から調達するた

めに事業所拠点を移転した。シマンテックだけが特異のケースではない。1990年のバブル経済の崩壊以降のデフレ不況から脱却するために企業がとった経営戦略である。日本中の非熟練労働者が一斉にアジア諸国の低賃金労働者との賃金競争にさらされた。

日本の企業は、中国各地に資本を移転して生産拠点を作り、そこから低賃金労働力を利用して低価格商品を日本に輸出し続けた。家電製品、パソコン、デジタル商品、衣料品だけでなく食品にいたるまであらゆる商品を海外の外部労働力を使って生産し、日本国内の市場に供給した。

図表 2-16



資料:財務省データより作成 注:普通国債+財投国債

1990年代半ば、日本ではデフレ経済から脱却するために巨額の財政支出を繰り返して行ってきた。新しい内閣が組閣されるたびに何兆円、何十兆円もの税金が支出された。図表 2-16 にあるように 1990年代に 100兆円を超える財政支出がなされた。バブル経

済における財政黒字を食いつぶし、その後の巨額な日本の財政赤字、赤字国債の源がこの時代の無秩序な財政支出にあったといわれている。

このように投入され続けた税金によって、バブルの崩壊以降不動産、株価が3分の1、4分の1に下落する中、何とか給与水準が維持し守られた。この維持し守られた事がその後、イノベーションを生まない正規雇用者つまり熟練労働者で無い正規雇用者と、ワーキングプアと呼ばれ厳しい生活数順に強いられる非正規雇用者を大量に生み、日本経済の労働生産性を低下させていくのである。2008年には国民一人当たりの所得が

世界ランク19位まで低下してしまう。そしてその維持され続けた給与によって、中国製の家電製品、情報デジタル機器、食品が購入され続けた。

日本は戦後、朝鮮半島で起きた戦争によって生じた特需を足がかりに経済の復興を果たした。朝鮮戦争を機にそのまま高度経済成長に入っていく事になる。1990年代の日本が行った100兆円以上の財政支出を足がかりに中国経済が一気に市場経済をスタ

一させる事ができた事は、後世の検証の中で証明される事になるであろう。

この時期の日本が外部労働力を取り込み労働レバレッジの仕組みを使い企業を成長させようとしたにもかかわらず、なぜ成長を実現する事ができなかつたのか？この原因を検証する事が必要である。それはこの時期日本で技術革新（イノベーション）が起きなかつた事である。この時期の日本の経済成長モデルは、アジアの低コスト賃金を使った労働レバレッジのモデルに終始し、日本の所得水準を上げるべく高付加価値を生むべくイノベーションを実現する努力を怠っていた。1960年代から70年代にかけて欧米が日本に追い抜かれジャパンアズNo.1を豪語していた時の逆の立場となっているのである。レバレッジはイノベーションによる高い収益が実現して初めて効果をもたらすのである。

2.7 グローバル経済の労働レバレッジと成長戦略

1970年代のアメリカのスタグフレーション経済に象徴される低迷から脱却するために第40代アメリカ大統領にレーガンが1981年に就任した。レーガンは就任すると成長戦略レーガノミクスをとった。新自由主義のイデオロギーの下で、自由な貿易、自由な資本移動、そして自由な市場メカニズムを具現化したグローバリゼーションを実践していった。

時を同じくして1971年にナスダック（NASDAQ）が登場した。従来のニューヨーク証券取引所のような立会場で取引ではなく、コンピューターを介した証券取引市場

である。1993年に第42代アメリカ大統領にビル・クリントンが就任すると同時にスーパーハイウエー情報構想が打ち上げられた。国内のすべてのコンピューターを光ケーブルで結び高速通信の実現を目指すものである。IT技術による情報革命である。まさにイノベーションである。主にIT産業企業の上場を中心にしてきたナスダック株価指数が1996年には1000の水準に乗り、そして一気に2000年3月9日には5048.62まで上昇した。

バブル化したナスダック市場はその後破綻し一時的に大きな調整をするが、この時代のアメリカが開発したIT技術により世界中に情報革命をもたらした。ITを利用したビジネスモデルは特に金融ファインンスの世界に、デリバティブ商品をはじめ多くの金融商品を生み出し、その後の2005年以降のクレジットバブルを生み出す起源となった。

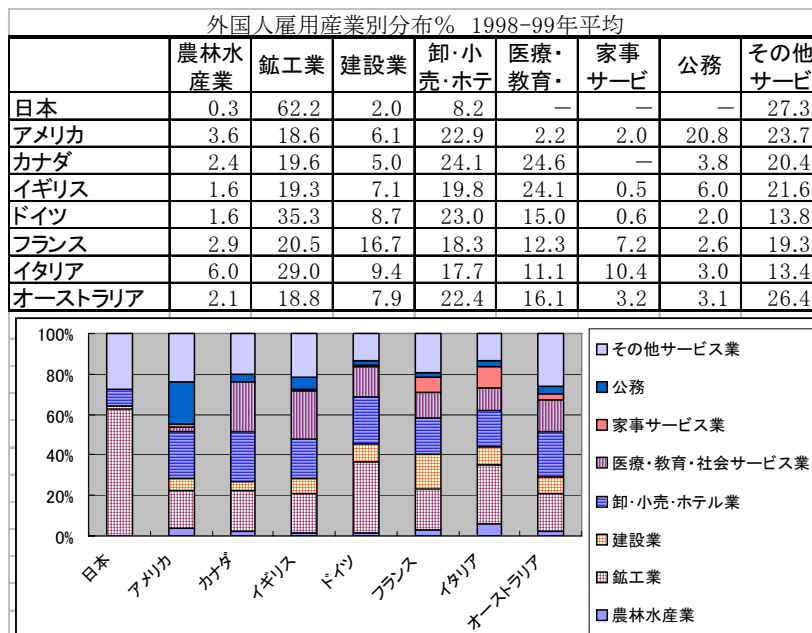
アメリカはこの世界経済をリードする技術革新により、他の国、経済圏に対して技術的優位な立場に立ち超過利益を享受する経済格差の頂点に立った。

このイノベーションによる経済格差に労働レバレッジを効かす事によって、経済成長を実現する事ができた。この時外部から調達した低コストの労働力が移民であったわけだ。

アメリカと同じように1990年代は西側先進諸国で新しく移民を取り入れる潮流が起きている。図表2-17では主要先進諸国の移民が就いている仕事の内訳を見ている。分類わけを行うと日本・ドイツのように鉱工業に特化しているグループとイギリス・カナダのように特定の医療分野に広がって

いるグループ、そしてアメリカのように鉱工業からサービス・公務員まで幅広く移民の労働力が使われているグループとに分けて見られる。

図表 2-17



作成資料データ：独立行政法人労働政策研究所(元データOECD)より著者作成 1998-99平均

日本は 1960 年代の高度経済成長期に製造業に外部の地方からの低賃金労働を投入する事によって労働生産性を大きく引き上げ、その結果奇跡とも言われる非常に高い経済成長を実現した。1990 年代のバブル経済の破綻以降高齢化社会が進み産業構造のウエイトがサービス業に大きく移行しつつあるなかで、サービス産業に外部の労働レバレッジを投入していない。構造的なウエイトが大きい分野の労働生産性が低い事が日本全体の労働生産性の足を引っ張る原因となっている。

2008 年の世界の金融危機が起きる前の日本において、直接雇用で外国人労働者を雇

用している事業所数は、東京都 (5,097 所)、愛知県 (1,792 所)、神奈川県 (1,550 所)、大阪府 (1,459 所)、静岡県 (1,123,817 所) の順である。外国人労働者数は、東京都 (40,358 人)、愛知県 (25,436 人)、静岡県 (16,542 人)、神奈川県 (11,011 人)、大

阪府 (10,556 人) の順でとなっている。いずれも上位の 5 都府県で全体の約 5 割を占めていた (2005 年データ)。これらの県は当時

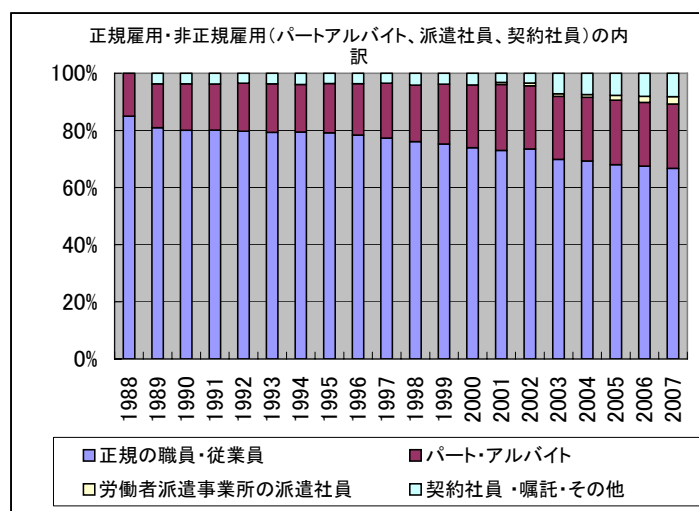
産高が非常に大きく、また労働生産性も非常に大きい県でもあった。

2.8 ビジネスモデル「非正規雇用」

日本では 1980 年代末のバブル経済が崩壊して、資産市場で過剰資産の非常に大きな償却が行われた。前述の通り資産が価値を大きく減らした一方でサラリーマンの給与水準は、資産価格の下げ幅のような下げはなかった。1980 年代のバブル経済の過剰資産が不良債権、過剰設備、過剰人員といわれた中で最も償却が遅れたのが過剰人員であった。1990 年代に行われた巨額の財政支出効果によって賃金水準が維持された。

1990年以降一貫して労働分配率が上昇し、1995年以降65%を下回る事は無かった。山一証券、北海道拓殖銀行等に金融機関が破綻した日本の金融危機が生じていた1998年には70%を超えていた。

図表 2-18

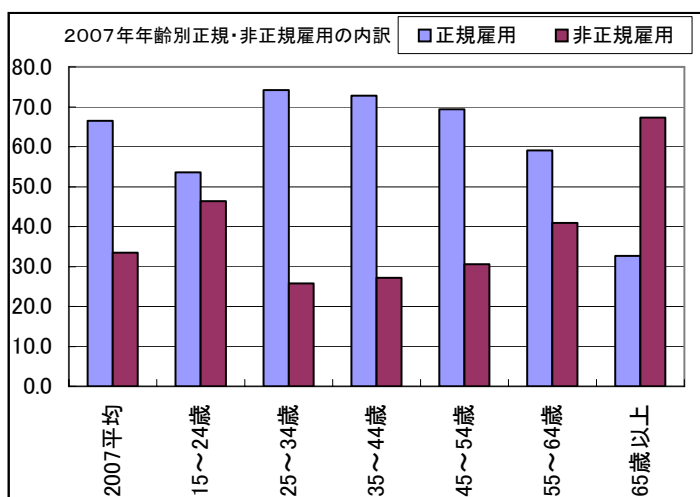


資料作成データ: 総務省労働調査

場した。日本では1990年に非正規雇用の割合が20%であったのが2003年には30%を超え、2006年には33%となっている(図表2-18)。55歳以上では40%を超えているが、驚く事に25歳でも4分の1が非正規雇用である(図表2-19)。

非正規雇用のビジネスモデルは日本だけでなく先進諸国のOECDの多くで見える傾向である。正規雇用に対するパート、臨時、日雇い等の非正規雇用の割合が多い国は、オランダ35.7%、オーストラリア27.3%、日本の25.8%、スイス25.1%、イギリス23.6%、ドイツ21.8%、ニュージーランドの21.7%である(データ: 2006ⁱⁱⁱ年度)。

図表 2-19



資料作成データ: 総務省労働調査

臨時・派遣雇用は常用雇用者を保護する

雇用保護法の改革と共に急増したという見方がある。つまり非常に高いコストがかかる常用雇用者を解雇する法整備を放置して、このような非正規雇用者の採用に関する規制緩和を先行させた事による増加がおきたという批判である。経済のグローバル化で市場メカニズムに基づく競争が、

このような状況で、既存の労働形態を守るためのビジネスモデル「非正規雇用」が登

企業の経営資源の外部調達最適な組み合わせを推進させた。経済格差の裁定が進む

中で海外からの調達メリットがなくなった時或いは何かの障害が生じた時、新たな成長モデルを求める市場ニーズに対応する形で、先進諸国を中心に正規雇用者を守るために一部の非正規雇用者の規制緩和を承認したある意味での社会ニーズを満たしたものもあった。

一方アメリカのように頻繁にリストラがなされる事が可能な国では、逆に非正規雇用の急増が見られていない。2008年金融危機の震源地となっているアメリカではイノベーションを生まない正規雇用者から先にリストラされている。

2000年以降日本の低金利、金融緩和政策により円安が進み、自動車等の輸送機器関連産業が業績を好転し始めた。高い業績を上げ始めた企業は前述のように外部労働者として外国人労働者を使い始めた。ピークで群馬県の大泉町、岐阜県的美濃加茂市では外国人労働者が人口に対して10%以上を占めるに至っている。海外からの労働者をこれ以上拡大できない分、非正規社員を外部労働者として取り込み業績の成長を維持した。

非正規雇用は短期的で非常に流動性が高い労働形態である。労働の供給市場が長期的な正規雇用と短期的な非正規社員と二分化するなかで、需要側の企業においても短期的で流動性の高い低コストに成長の源泉を求めた結果である。

サブプライム住宅ローン問題で見たとおり、企業はデフォルトを生じるようなファイナンスイベントが生じる事を前提として戦略的経営を行い始めた。外部調達する経営資源に戦略的な仕組みを持たなければ企

業の信用は維持できなかつたのである。労働レバレッジという外部調達の労働を「てこ」に成長する上で、戦略的な仕組みのモデルが非正規社員であったのである。

非正規雇用の市場は日本ではバブル経済崩壊以降急激に成長したのであるが、市場が成長したという事は、逆に言えば市場ニーズに応えたビジネスモデルであったという事である。労働力の提供者側にも大きな市場ニーズが起きていた。短期的に流動したいニーズである。時間をかけ特定の技術の習得、能力開発投資する事なく、「短期的」にお金を稼ぐ事ができる事。或いは知識・技術があっても「短期的」に流動して、常に高いキャリアアップする事を望んだ。経営資源の調達における短期的・流動的金融資本主義の大きな潮流がここにあったのである。

現在の非正規雇用は完成度の低いビジネスモデルといわざるを得ない。切られるリスクが高い割にその報酬が低いモデルである。他の利害関係者との間においてまだまだ初歩的なビジネスモデルであり今後の時代の経過の中で解決されなくてはならない問題である。

第1章で見たとおり、投資ビークルは利害関係者がそれぞれの役割において貢献する事によって成果を上げる事ができる。外部調達であるデットホルダーは投資ビークルの成長に貢献する事であった。しかし投資ビークル例えば企業の歴史においては、アセットをマネジメントする経営者、外部資金を提供する銀行金融機関、株主出資者の力関係は、その時代時代の背景を反映して様々な力関係があった。三つの力が等しく均衡していた時代は無かつたといえよう。

むしろ等しく均衡せず、どれかが突出した力関係から均衡に移行するダイナミックな力こそが成長の源でもあった。

しかし重要な事は、成長は技術革新だけでは実現できない。適度なレバレッジのための外部調達が必要とされない。

名古屋駅からタクシーで5分足らずの地「産業技術記念館」に、トヨタ自動車グループのものづくりの歴史が展示されている。トヨタの技術は紡績産業から始まった。この産業技術記念館は豊田自動織機の栄生（さこう）工場の跡地であり、豊田グループの創始者である豊田佐吉が数々の自動織機を開発した場所である。当時まだ幼少の豊田英二氏（現トヨタ自動車最高顧問）が佐吉翁に手を引かれて遊びに来ていた地を、豊田英二氏の肝いりで「ものづくりの伝道の館」として残したものである。

ここでは「技術」開発の系譜を感じ取る事ができる。所要時間2時間もあれば何かを感じ取る事ができよう時間がある方は新幹線を名古屋で降りて、是非一度見られる事をお勧めする。

紡績機の技術の発展を見ると実に面白い。紡績の原理は縦糸と横糸を交差させて布を織る仕組みである。縦糸の間に横糸を通す姿は、昔のはたおり機に座る女性の姿であり、童話に登場する鶴の恩返しイメージである。紡績の技術革新の歴史も、横糸を如何に早く通し縦糸と交差させるかの工夫である。横糸を手で右から左へ、左から右へと行き来させる部材がシャトルである。行き来しやすいように現在のスペースシャトルのような流線型をした木型である。この形に行き着くまでには、童話の鶴から職人

にいたる絶え間ない効率性の追求の積み重ねが、そこにはあつたであろう事が手に取るように理解できる。

更に生産性を上げるためには、もっと横糸を早く行き来させたいわけだ。次に登場するのはシャトルの代わりに「水」を飛ばす技術である。横糸の先端に水をつけて水と一緒に横糸を飛ばす。木製のシャトルを飛ばすのと、水を飛ばすとの間には、いったいどれほどのアイデアの飛躍が起きたのであろうか？考えるだけでそれはもうロマンの世界だ。やがて動力が改善され、複雑な織物ができる細工が発展し、近代的な織物技術へと進化していく。

スコットランドからやってきた修理工は、蒸気機関の性能を改善させた。技術革新は突然変異のように唐突に起きるのではない。18世紀に起きた産業革命は、市場の大きなダイナミズムの中で生まれた。そして産業革命により生産性を向上させた列強を植民地政策へと駆り立てた。イギリスで起きた産業革命の本質は、単なる技術革新を意味するのではない。産業革命が評価されるのは、その後の経済成長に貢献した事である。この経済成長はイノベーションだけによって起きたのではない。イノベーションの結果生じた裁定機会を、低賃金を使った裁定を通じて経済成長を実現させたのである。

技術革新は労働生産性を上げる。例えばそれまで必要だった熟練工の人数を減らす事が可能となる。しかし生産性の改善は人員だけではない。それまで熟練労働者がおこなっていた仕事を非熟練労働者にとって代わる事によって生産性を上げる事ができる。

中世の時代、聖書は教会で熟練労働者で

あるモンク（修道僧）が数週間かけて書き写す事によって作られた。グーテンベルクが活版印刷を発明した事によりモンクのような学歴の高い労働者を必要としなくなった。格段に生産性を上げた。しかしもし印刷機を従前どおり学識の高い熟練労働者のモンクが操作していたら生産性は大して変わらない。

つまり技術革新は低賃金の非熟練労働者を多用して始めて生産性が上がるのである。もし日本の企業の競争優位が技術革新にあるならば、それによって経済成長が可能となる労働レバレッジが必要になる。このような市場ニーズに応えたモデルが非正規雇用である。今の日本の高賃金の熟練労働者では経済成長は実現できない。非正規雇用の問題をあたかも最近の市場原理主義がもたらしたものと言う論評をされる事がある。これは最近の市場原理とは関係のない経済の根本的な仕組みである。日本の産業史を見ても、産業革命後の紡績機が流入してきた1900年代「雑業層」と呼ばれる不安定雇用者が多用され、大きな経済成長を実現している。経済成長のための産業政策としては、技術革新だけでなく労働レバレッジが効くシステムの構築が求められるのである。

3. レバレッジ経済

3.1 レバレッジの成長と破綻

企業等の投資ピークルは収益率 a と外部資金の金利 i との関係において、調達金利 i より収益率 a のほうが高ければ正のレバレッジ効果が期待でき、収益 a ほうが低ければ逆のレバレッジ効果が生じる。出資金の収益率である ROE (return on equity) は次の式で表される。

$$ROE = a + (a - i) \frac{D}{E}$$

$a > i \rightarrow$ プラスのレバレッジ効果

$a < i \rightarrow$ マイナスのレバレッジ効果

a はレバレッジを効かせる前 (アンレバレッジ) の資産の本源的な収益率である。このアンレバレッジな収益率にレバレッジ効果である $(a - i) \frac{D}{E}$ を加えた (減じた) もの

が、レバレッジを効かせた後の収益率となる。 $(a - i)$ は $a > i$ の時つまり収益率が金利より大きい時プラスとなる。逆に $a < i$ つまり収益率が金利より小さい時マイナス

となる。この効果がレバレッジレシオ $\frac{D}{E}$ により増幅される。

市場では、企業の営業収益率と外部資金の金利とのポジションがいろんなパターンで生じる。資本主義の市場循環においては通常景気の上昇を追いかけるように市場金利が変動する。そこでは企業の営業利益率は調達した外部資金の金利より高い。このような場合プラスのレバレッジ効果を期待する事ができ、高いレバレッジを効かす事によって大きな成長が可能となる。しかし

景気がピークに達し政策的要因等により市場金利が上昇してくるとレバレッジ効果が低くなる。やがて景気が反転して営業収益率が下がり、支払い金利より低くなるとマイナスのレバレッジ効果を生じる。レバレッジを効かせている状況で金利と収益率のポジションが逆転する状況を「オーバーレバレッジ」という。マイナスのレバレッジを生じた時に、高いレバレッジのままであるとマイナスが大きく増幅されて破綻の危機に陥る。

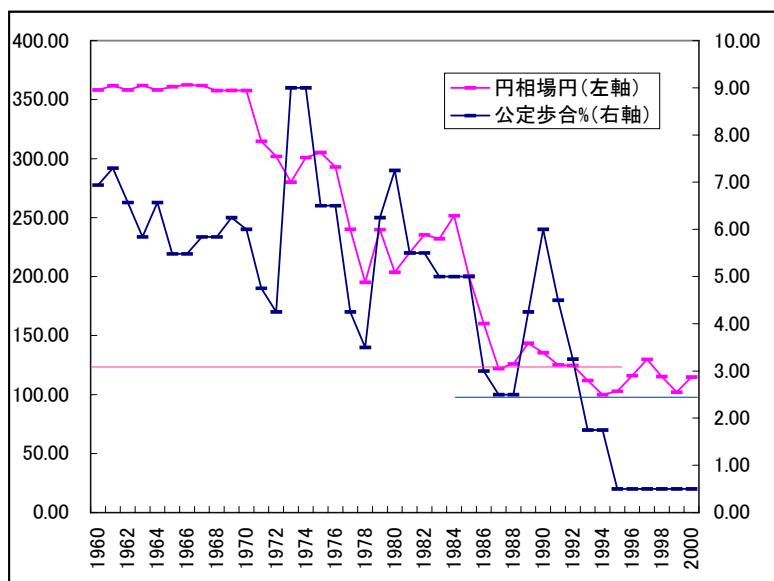
企業が何の新規技術開発を手かげ、それに外部資金を使って投資をする。やがて技術が開発されて遅滞無く営業収益が上昇する事ができれば、大きな成長を実現する事ができる。しかし技術の開発が間に合わず、実際の収益が追いついてこないと支払い金利に見合う収益率を上げる事が出来ず破綻の危機に追いやられる。

1980 年代後半のバブル経済と 1990 年代以降のバブル経済の破綻を企業のレバレッジで考えてみよう。1980 年代アメリカでレーガンが大統領に就任した事によって、新たな日本とアメリカの経済関係が生まれた。アメリカで対日貿易赤字が非常の問題化し、対日貿易の赤字がアメリカの労働者を失業に追いやっていると、過激な対日赤字の改善を求める議会対策を行う必要から、レーガン大統領が日本の内需拡大・市場開放を求めてきた。

内需拡大のための日米にドイツを加えた 3 カ国の政策協調により日本は低金利政策を取った。

図表 3-1

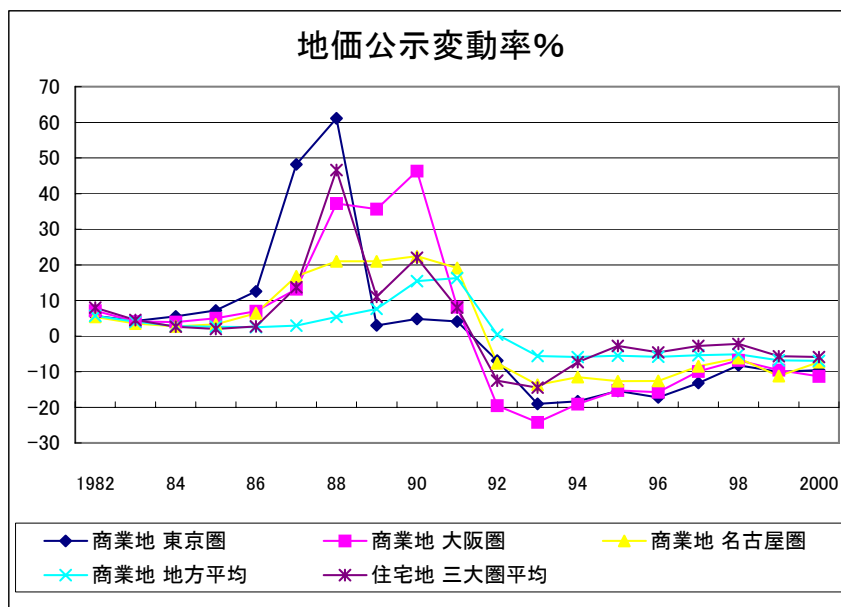
2.5%が設定された。しかしその後日本でも



インフレ懸念がではじめた。これに対してドイツが利上げに踏み切ったが、日本だけがアメリカとの政策協調をまもり低金利政策を維持してきた。

図表 3-2

当時の日本の首相中曽根康弘との間で、「ロン・ヤス」関係を作り上げていた時代である。



資料:国土庁

1989年5月バブルの顕在化を受けて4.5%まで引き上げられた(図表3-1)。東京を筆頭に三大都市圏で地価の急上昇が起きた(図表3-2)。

1989年までの低金利の状況で、

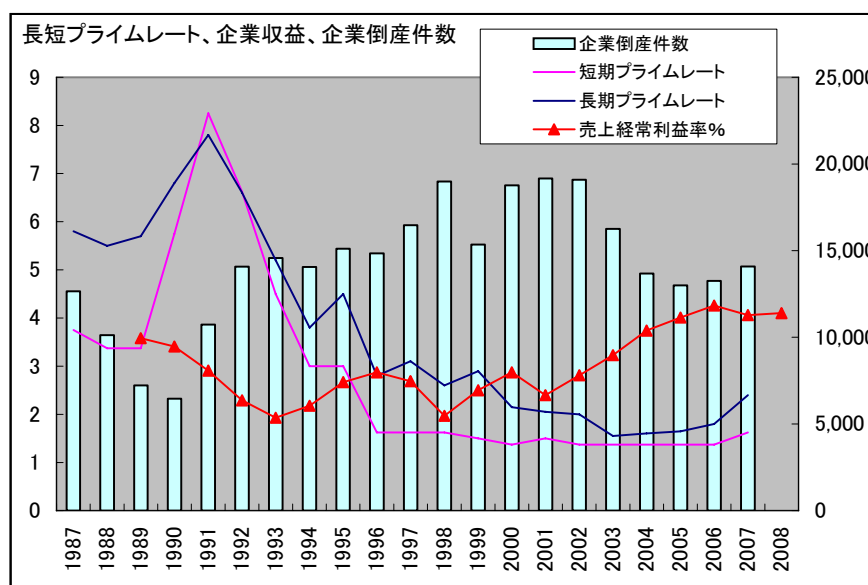
外部資金を使って高いレバレッジを多用す

1987年2月に戦後最低の公定歩合となる

ると非常に大きな成長を実現する事ができた。現実はこの間の不動産総合収益率（インカムゲイン+キャピタルゲイン）が、東京等の都市部で数十%以上をつけている中で、安い外部資金を使いハイレバレッジな不動産投資ビークルを組成して、日本中で過剰な投資が行なわれていった。そのピークとして 1989 年年末の日本の株式市場象徴となる大納会で日経平均 38,915 円をつけた。

この日本のバブル経済を作り出したビジネスモデルが「レバレッジ」であった。リスクという言葉すらないような、リスクを過小評価する市場で将来価値を過大評価して、それに対して無限に「レバレッジ」を効かせて利潤の最大化を目指した。このレバレッジモデルに対して、外部資金の提供者となった金融機関の影響が非常に強かった。その後の多くのバブルの検証においては、この当時の金融機関の近視眼的な経営姿勢がバブルを過熱化させたとして批判されている。

図表 3-3



作成データ出典 日銀、金融経済統計月報、東京商工リサーチ

その後 1990 年には政策の見直しがなされて公定歩合が 6%にまで上昇した。実際の市場金利は 8-9%まで上昇した。図表 3-3 にバブル経済破綻後の企業の倒産状況と、市場金利（プライムレート）、企業の収益率をプロットしている。時系列で見ると 1990 年までハイレバレッジの投資ビークルで外部資金を多用していたが、金利が急上昇しかつ収益の成長がなくなった事によってレバレッジ効果が一気に収縮した。図表では 1991 年 1992 年に一気に企業の破綻が急増しているが、これはオーバーレバレッジによるものではなく金融機関の貸し渋りによる破綻が急増したのである。その後本格的に企業が破綻しだすのは、金利が上昇する状況ではなくむしろ金利が下落している状況である。ここでは企業収益が大きく劣下している。

この状況はレバレッジの非常に重要なポイントを問題提起している。実務経済においては金利に上昇によって生じるオーバーレバレッジではなく、収益が劣下する事による

オーバーレバレッジが破綻につながる可能性が非常に大きいという事を実証している。前述のアメリカの経済成長の一翼を担っていたサブプ

ライム住宅ローンを用いたハイレバレッジな住宅投資においても、金利の動向より、移民と新しく入ってきた移民との間で労働賃金の裁定が起きた事により、住宅を購入した移民の所得が劣下した事によるレバレッジの破綻が生じていた。

先進諸国で現在用いられている非正規社員という外部労働力を使った労働レバレッジモデルにおいても、企業収益の劣下がモデルの破綻をもたらしている。彼らの労賃の上昇によるオーバーレバレッジではない。

3.2 日本経済の成長と破綻

戦前の日本経済において、企業は経営と所有が現在のようない関係には無かった。多くは資金の出資者がそのまま経営者であった。資金を仲介する銀行自体が不景気になると取り付け騒ぎが生じ、それほど信頼性の高いビジネスモデルになりえていなかった。

財閥企業の形態が中心であり、そこではリスク資金の出資者の発言権が非常に強く、経営者は極端な場合番頭のような立場でしかなかった。

戦後、財閥企業が解体された。そして終戦直後の日本に十分な余剰資金は無く、外貨資金も当然無かった。1950年の朝鮮戦争が勃発し、朝鮮半島での特需が日本にとっては外部の需要となり経済復興のきっかけとなった。しかし経済発展に必要な資金は依然として不足しており、1964年の東京オリンピック開催に向けて計画された日本の経済機軸の交通アクセスとなる新幹線の建設においても、世界銀行等国际機関からの融資によってやっと完成を見た。

前述のアジア・ラテンアメリカ通貨危機

につながる新興諸国の急成長、或いは中国、ブラジル等のブリックス (BRICs) 諸国の経済成長に、グローバルな金融資本市場が短期的な資金を直ぐに用意する時代とは違い、グローバリゼーションのビジネスモデルがまだ無く、当然世界中の市場をカップリングした金融資本市場もない時代である。

1960年池田内閣によって打ち上げられた所得倍増計画は、当時の農村部の低コストの余剰労働力、労働意欲、田安等を利用して輸出を増やし所得を倍増する計画であった。オリンピックの成功に象徴される国威は、経済成長を押し上げ、輸出産業以上に国内の非常に旺盛な需要に押し上げられ10%以上の経済成長を実現した。この時国内で蓄積されつつあった資本を元に、日本の政策的な銀行制度が整備され、国から保護された「間接金融システム」が出来上がった。

国の行政指導の下で政策上振興されるべき重厚長大産業に行政的序列が付けられ、これら産業には優先して資金が供給された。この時代のエクイティマネーは、リスクとる機能ではなく、株の持合によるグループの結束の機能を果たしていた。後に「護送船団方式」と「メインバンク制度」と呼ばれる産業と行政と金融の一体となった日本特有の経済成長モデルができてきたのである。

一般に開発途上の国は貯蓄率が高いとされている。日本でも高い家計の貯蓄率によって集められた資金が、銀行を通じてそのまま資金を必要としていた産業界に外部資金として仲介された。この時代になると、増大する外部資金の提供者であるデットホルダーの発言力が非常に強く、メインバン

クとなる外部資金の提供者による経営活動の監視いわゆる企業統治（ガバナンス）がなされた。

企業が外部資金の成長機能により日本の経済を大きく成長させた時代であった。

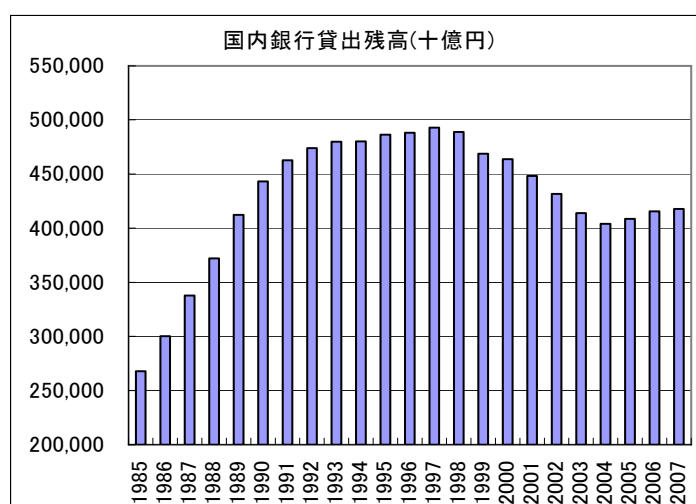
1980年代のアメリカで登場した新自由主義のイデオロギーの下でグローバリゼーションが広まると、日本も恩恵を得るだけでなく、経済大国相当の自由貿易、市場開放、金融の自由化、資本移動の自由化の推進に対する貢献が要求されるようになってきた。1986年に前日銀総裁前川春雄による「前川レポート」が作成され、日本の内需の拡大と市場開放のシナリオが内外に公表された。このレポートの作成にかかわった人材（大来佐武郎、田淵節也、赤沢璋一、大山晃人、長岡實、石原俊、加藤寛、細見卓、磯田一郎、香西泰、宮崎勇、宇佐美忠信、小山五郎、向坊隆、大河原良雄、澤邊守）の多くは、まさにその後の規制緩和、金融自由化によって生まれたバブル経済の主役となった人たちであった。

グローバリゼーションが主張する金融の自由化により株式市場、社債市場等、企業が直接銀行を介さずに直接市場から資金を調達する「直接金融システム」が成長しはじめる。そして市中の金融機関は、高度経済成長以来資本の蓄積が進み民生部門で資金余剰が生じる一方で、直接資金を市場から調達する資本市場エクイティファイナンスとの競合を強いられる事になっていく。

金融自由化による銀行の目先の融資拡大は、銀行の企業に対するガバナンスを失っていった。外部資金からのガバナンスから開放されたアセットのマネージャーである経営者が、大きな力を持つ企業文化が登場する事になる。日本のバブル経済の始まりである。経営者は投資ビークルに無限にレバレッジを効かせ、儲けた資金を株主に配当するでも無く、将来の投資に道筋をつけるわけでもなく、企業内にプールしてあたくも自分のポケットのように扱いだした。

そしてバブル経済の破綻である。レバレッジの多用による過剰投資が、景気の反転と共にオーバーレバレッジをひきおこし、多くの投資ビークルの破綻が始まった。1990年にバブルの破綻が始まったといわれているが、その後具体的な破たん処理がなされる事無くやがて1997年末の山一証券、北海道拓殖銀行の金融機関の破綻に象徴される金融恐慌に突入していく。

図表 3-4

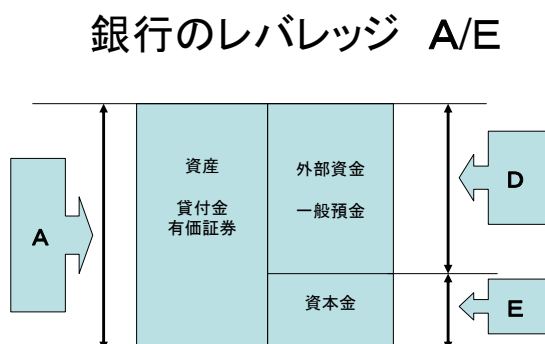


資料作成データ:金融経済統計月報

図表 3-4に見られるように1985年以降銀

行の貸出残高が急増した。日本という投資ブームが外部資金を使ったハイレバレッジ経済により、バブル経済という非常に大きな経済成長を実現したが、その後 1990 年以降日本経済という投資ブームの収益が劣下したにもかかわらず、そのままレバレッジを解消できなかった事により、レバレッジが破綻して 1997 年の金融クライシスに突入したのである。ちなみに 2002 年に始まった平成のいざなぎ景気超えでは微増しかしていない。レバレッジが拡大していなかったのである。レバレッジは金利と収益との関係でプラスのレバレッジ効果とマイナスのレバレッジ効果を生んだ。金利が高くなる事によってプラスからマイナスへ変るオーバーレバレッジ、金利に関係なく収益が劣下する事によってオーバーレバレッジを生むケースがある。実務で金利が高くなる事は経営上非常に厳しい事であるが、収益が劣下すと厳しい以上に破綻の危険になる。これをレバレッジでは「脅威的な高金利、破壊的な収益の劣下」とよぶ。

図表 3-5



景気が下降局面に反転する場合は、早急にレバレッジを解消する必要がある。しかし 1990 年以降外部資金を多用した日本の経済体質が変わらず、レバレッジの本格的な解消は、公金を使って銀行に資本注入を行なった、小泉首相、竹中金融相の登場を待たなくてはならなかった。バブルの処理は、過剰投資されたリアル資産とレバレッジ両方償却なされなくてはならない。

本来銀行等の金融機関も一般の企業と変わらない投資ブームである。資本金が同じようにあるが、一般企業と違うところは外部資金である。銀行は外部資金を通常他の銀行から借り入れるのではなく、一般預金が借入金になる。そしてこの借入金を担保に資金を必要とする企業等の投資家に資金を貸し付ける。これらの貸付金が銀行の資産になる。銀行は融資資産以外に融資先の社債・株式等の有価証券を資産として持つ（図表 3-5）。これら資産を自己資本と借入金その他で資金を調達して購入する。

図表 3-5 にあるように銀行というビジネスモデルにも、レバレッジが効いている。資本金の何倍の資産を持つかという事は、

銀行の場合、資本金の何倍の資金を市場の資金をほしがっている企業等に貸す事ができるかという事を意味する。銀行の経営としては預金を集めて多く貸し出しレバレッジを高くすればするほど、自己資本の経営効率は大きくなる。つまりハイレバレッジによる急成長が可能となる。

しかし銀行の場合、レバレッ

ジが単に銀行経営としての成長に影響するだけでなく、レバレッジが高ければそれだけ、市場に外部資金を多く供給し、この外部資金を使って他の多くの一般企業が同じようにハイレバレッジな企業経営をする事が可能となる。つまり市場自体のレバレッジに影響する事になる。実際には市場のレバレッジは銀行更に置くに控える中央銀行、日本で言えば日本銀行の金融政策によってコントロールされている事になる。

1988年に国際業務を行う銀行に対する自己資本比率8%の規制が作られた。BIS規制である。さらに1996年には1990年代の日本のバブル経済の破綻初の世界中の金融恐慌、或いはその後のアジア、ラテンアメリカで起きた通貨危機、あるいはデリバティブ商品の金融破たんに対する市場リスクの顕在化を受けて、資産のリスクの程度によって規制のウエイト上積みする規制ができた。

8%の自己資本規制の下では、資本金が1000億円で、1兆2500億円の資産を持つ事が規制の限度である。12.5倍のレバレッジである。

日本のバブル経済の破綻にリンクした金融クライシスの象徴として上げられるのは通常山一証券、北海道拓殖銀行である。しかしこれらの金融機関の破綻の理由は「飛ばし」と呼ばれる証券不祥事であり、北海道の地域経済の破綻であった。必ずしも日本のバブル経済の本質を表すものではなかった。日本のバブル経済の問題の本質を見るためには、同じ時期に経営が行き詰った日本の長期信用銀行法に基づいて認められた3つの長期信用銀行（日本長期信用銀行、

日本債券信用銀行、日本興業銀行）を見る必要がある。

この3行は一般から預金銀行ではない。リッチョー、ワリコー、ワリシン等の割引債を発行して中期的な資金を集め、従来の日本の経済を支えてきた長期的産業の設備投資を中心に貸し付けてきた銀行である。

バブル経済に入り、長期的な産業設備投資の資金がエクイティファイナンス市場に取って代わられる中、厳しい融資拡大競争にさらされ、これら長期信用銀行は新たなビジネスモデルとして不動産融資に特化した。しかしバブルの破綻と共に不動産融資中心の経営を悪化させ、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行の2行が1998年国有化され、投資ファンドを経てそれぞれ現在の新生銀行、あおぞら銀行になって行く。唯一残った日本興業銀行はその後富士銀行等とみずほホールディングス銀行を形成していく。

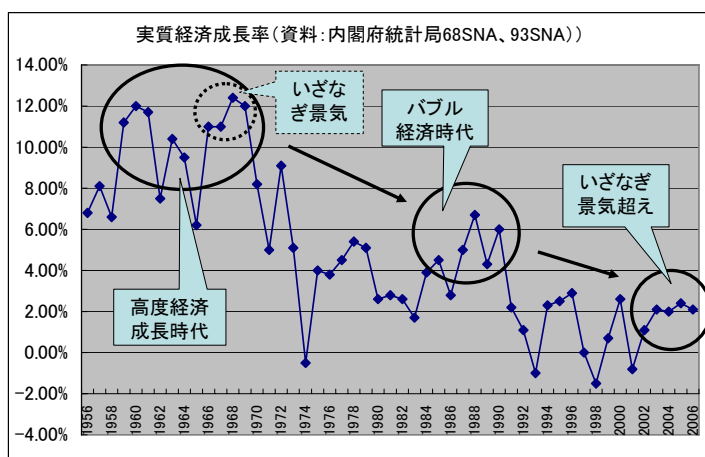
この三行は一般の預金者からの預金を集めていなかった事が、他の一般銀行と違い特別な存在であった。その分経営ガバナンスが他の一般銀行より低く、それぞれカリスマ的な経営者の強いリーダーシップによって不動産融資が過剰にまで加速された。

日本の金融クライシスから10年後の2008年、アメリカのサブプライムローン問題に端を発したクレジットバブルの破綻においても、一般預金に頼らず大口の資金運用投資機関からの資金を集めていた「投資銀行」があった。ベアースターンズ、リーマン・ブラザーズ、メリルリンチ、モルガン・スタンレー、ゴールドマンサックスである。これらは一般預金ではなく、大口の機関投資家から集めた資金を取り扱ってい

ため他の銀行と違い自己資本規制比率の制限を受けなかった。実際には30-50倍ものレバレッジ経営を行い、過剰にリスクポジションを取り続けたとされている。その後2008年の金融恐慌の象徴となり、リーマン・ブラザーズは破綻し、他の2行が商業銀行に買収され、他の2行が一般商業銀行へと業態変化し、FRB(連邦準備制度理事会)の監視下の傘下に入る事を余儀なくされていく。歴史は繰り返されたのである。

日本のバブル経済破綻の本質を山一証券、北海道拓殖銀行に見出すのではなく、長期信用銀行に象徴されるレバレッジの破綻に見ていれば、おそらく、投資銀行の破綻であるリーマン・ブラザーズの破綻によるリーマンショックと呼ばれるグローバル経済を震撼させた金融恐慌をソフトランディングさせる事ができたかもしれない。

図表 3-6



図表 3-6 に日本の3つの大きな経済成長を表した。1960年代のいざなぎ景気に象徴される「高度経済成長」、1980年代後半の「バブル経済」、そして2002年以降の「平成のいざなぎ景気超え」である。これら成長の特徴は高度経済成長が年率10%以上の高成長を実現したのに対して、バブル経済が6%前後、平成のいざなぎ景気超えが2-3%である。

金融面で説明すると過小資本で間接金融システムにより非常に高いレバレッジ経済を行ったのが高度経済成長であった。やがてエクイティファイナンスが広まり始め中程度のレバレッジを効かせたのがバブル経済であった。平成のいざなぎ景気超えでは市場でのリスクの増大が顕在化し、リスクマネー主導の低レバレッジ経済成長であったといえよう。

さらに金融ファイナンスに限らず労働力等の外部資源を調達するスタイルが、時系列で非常に短期的かつ流動的になってきている事が低成長化をもたらしてきているといえよう。そしてこの経済成長のパターンこそが発展途上から成熟経済への移行という事になる。

日本の企業はこのバブル経済の破綻以降平成のいざなぎ景気超えでは、出資金、株主の収益率を示すROEが欧米企業の10-20%に比べて10%以下で多くに企業が5%前後であった。この

出資金の収益率の低さが欧米から日本企業への資本出資の妨げとなっていた。しかし2000年以降市場でリスクが増大すると共に、第1章で見たとおり日本の企業でも株主重視の企業文化に移行しだした。ROEの高い企業が市場で評価され始めたのである。

又この時期の金融緩和、低金利政策により金利の低い円を借りてレバレッジを効かせて投資効果を上げる「円キャリートレード」というビジネスモデルが外資によって多用された。オーストラリアの不動産ファンドが、出資金はすべてオーストラリアからの出資で、日本国内で金利の安い円を大量に借り入れて、日本或いはアジアの不動産投資を行った。日本は依然としてバブルのトラウマによりハイレバレッジ戦略をとる事ができなかった状況で、幸いにも今回の世界規模の金融危機が生じたのである。

3.3 M&A・LBO

戦後最長の好景気であった「いざなぎ景気(1966-1970)」の年平均経済成長率が10%超であった。その末期に1970年には経済・文化の発展の象徴である大阪国際万博が開催された。同じく1970年に八幡製鉄と富士製鉄の合併がなされ新日本製鉄が生まれた。高度な経済成長、象徴的な国際博覧会、高い収益率を維持するためのM&A(Merger and Acquisition)がなされた象徴的な経済タームであった。

M&Aは企業買収である。通常経営者は、企業が成長して内部留保が蓄積されると、その内部留保の新たな使い道を株主に説明しなくてはならない。株主に配当するか、自社の事業に再投資をするか等の選択肢が出てくる。しかし上記の製鉄の合併のよう

に急成長から安定成長へ成長が伸び悩むと、自社内での追加投資が期待するほど効果を期待できなくなる。そのような状況で、外部の新規事業或いは外部の市場シェアを吸収し、外部の成長を取り込む事によって自社の成長に刺激をもたらすM&Aが登場しだす。市場が成熟して収益が落ち込み成長が伸び悩む状況で、外部の成長に期待する手法である。

アメリカの歴史では、1960年代に企業がシナジー効果を期待して、多角経営を目指しひたすら企業の拡大化の過程でM&Aが多用された。世界規模の多国籍企業こそが企業の標榜すべき姿であるとしてM&Aを繰り返されていた。しかし期待されたほどシナジー効果が得られず、逆に企業の肥大化によるデメリットが目立つようになる。この反省からM&Aが下火になるが1980年代に肥大化して成長が鈍化した企業の再生(バイアウト)、縮小(ダウンサイジング)、或いはリストラを実施する手法としてレバレッジバイアウト(LBO:Leveraged Buy-Out)、マネジメントバイアウト(MBO:Management Buy-Out)が多用された。

レバレッジバイアウトは、買収する資産を担保に外部からお金を借りて買収する手法である。マネジメントバイアウトはその企業の経営者が、資産を担保に株主から所有権を買う事によって所有権が変わるものである。MBOは大口株主から株式を引き取り、支配権を得て、更に市場での公開買い付け(TOB)を行い市場にある株式を取得し、必要に応じて上場を一旦廃止して、不採算部門を売却する等して企業の収益性を高めて再度上場を行う再生をおこなう過程で用いられる事がある。いずれにしても外部の経

営資源を利用してレバレッジを効かせて成長を取り込む或いは再生するための経営戦略である。

この M&A、レバレッジバイアウト、マネジメントバイアウトがおこなわれる過程でヘッジファンド、或いは投資銀行が介在する事が多い。買収資産を担保に外部資金を借り入れる時に資金の出し手として、日本のような間接金融仲介業務を中心にした銀行がこのようなリスクをとるケースは少ない。外資の投資銀行、ヘッジファンドがこのようなファイナンスイベントの出し手或いは一時的な買収企業となる。このような外資による企業買収が日本ではまだまだ従業員に拒絶されるケースが多い。

イギリスで生まれた超高級スポーツカー「アストン・マーチン」がある。1913 年創業の地名のアストンと開発者の一人のマーチンの名前からアストン・マーチンと命名された。第 2 次世界大戦をはさんで業績難から経営者を転々と変えてきた。

その後デヴィット・ブラウンにより買収され、2006 年人気映画ジェームスボンドシリーズ「カジノロワイヤル」に登場した新車フラッグシップモデル DBS の原型となった 1964 年の DB シリーズの人気車が開発された。

1987 年ブラックマンデーのあった年、デビッド・ブラウンと共にアストン・マーチンがアメリカフォード社に買収される。フォード社はアストン・マーチンのみならずボルボ、ランドローバー、ジャガーの高級車ブランドを次から次へと買収して傘下に入れていった。マーケットが初期のブランド戦略から、次々と強いブランドの傘下に

ブランドが吸収されてパワーブランドを形成する時代へと移行していった時である。

2007 年アメリカの自動車産業が斜陽になり、フォードは資産を売って自らの建て直しをはかり、アストン・マーチンは再び中東の投資ファンドに売られる事になる。

これは一見、老舗の高級ブランド資産が M&A による資本のゲームに振り回され、市場を転々しているように見える。しかし逆にアストン・マーチンと言う高級ブランド資産から、この状況を見てみると問題の本質はまったく違って来る。ブランドは他に対しプレミアムな価値を付加している。しかしそれは一度ブランド付加価値を得ると永久に持つ価値では決してない。常にブランド価値が劣下しないように、新しい資本を再投資して維持しなくてはならない。

アストン・マーチンクラスになると、デザイナーを入れ替え、モデルチェンジをし、マーケティングの刷新を図り、販売店のデザインすら変えさせ、巨額の資本を投入してその価値を再生させる。モデルチェンジはその規格の工具にいたるまですべて入れ替える。デザインを変える前と後で同じ工具を使用する事は決してない。ましてや市販の工具を勝手に使用するわけではない。

このようにプレミアムのあるブランド価値を持つ資産は、常に価値の再生のために巨額の資本を要する。プレミアムあるブランド資産とは逆に言えばリスクの高い資産を意味し、経営の血流とも言うべき新鮮な資本を常に必要とする。業績を悪くし経営の建て直しを余儀なくされたフォードの傘下にあっては、新鮮な資本を得る事ができない。新鮮な資本を得る事ができなければ、資産はそのブランド価値を失う事になる。

資産は自ら新しい資本を求めなくてはならなくなる。

資産が非常に短期間でブランドを再生しなくてはならないような状況では、長期的な産業資本ではなく、機動性ある金融資本を選択するようになる。資産にとって都合の良い資本が金融資本になる。そして金融資本が氾濫する資本主義時代では、資産に都合の良い資本の選択が始まるのである。これは金融資本主義によるゲームではなく、資産が求めるニーズに対応したビジネスモデルの結果が金融資本主義であったと言う事である。

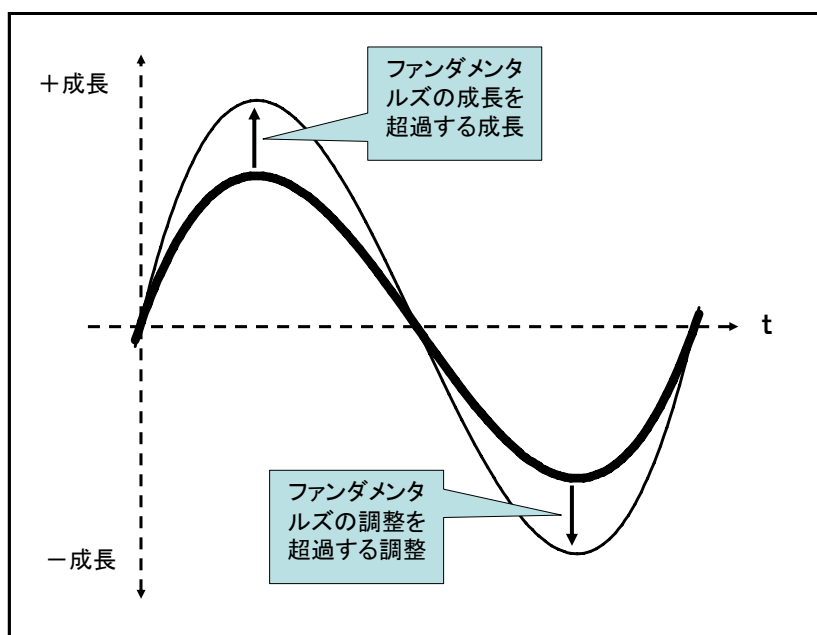
このように資産の価値を常に最良にするためには、M&Aが盛んに行われる必要がある。企業の利害関係者をアセット、デット、エクイティの各ホルダーに分けると、従業員はアセットホルダーになる。資産が常に新しい資本を求めるように、従業員も新しい資本にめぐり合えたほうが、その成果に対する報酬を更新できる。従って従業員はM&Aをもっと理解し受け入れるべきである。必要ならばMBOを積極的に進めるべきである。

しかし従業員にとって資本が代わる事は、時に企業文化が変わる事を意味し、非常に大きな痛みを伴う。市場の資源の適正配分の効率性から見ればどんどんM&Aをする必要がある。それは痛みの蓄積を意味する。この痛みこそが市場ガバナンスの指標のひとつとなると考える。

ただ単に企業の成長だけを求めすぎる競

争原理は非常に窮屈なものとなる。しかし成長をないがしろにしたわがままは結果的に行き場を失ってしまう。

3.4 バブルの解消



資本主義経済下で市場メカニズムが機能すると、「回復」－「過熱」－「過剰」－「調整」の景気循環が生じる。

図表 3-7

景気循環のパターンは、既に多くの研究がなされて明らかにされている。40ヶ月周期のキチン（商品在庫投資循環）、10年周期ジュグラール（設備投資循環）、20年周期クズネッツ（住宅投資循環）、50年周期コンドラチェフ（鉄道、自動車等のテクノロジーショック）等である。

不動産、住宅に関する景気循環がクズネッツ景気循環になる。この景気循環において基礎的前提要素（ファンダメンタルズ）

の成長と調整を「超過」した過剰の成長と調整が大きくなるとバブル化してしまう（図表 3-7）。特に近年の世界中で生じている不動産・住宅を原因とするバブル経済は概ね 20 年弱で推移しているといわれている。

これに対して更に長期の大きな景気循環が、大きな技術革新（イノベーション）によるテクノロジーショックがもたらすコンドラチェフの景気循環である。古くは産業革命をひきおこした鉄道の発明である。移動時間、物資の輸送時間の画期的な進化により都市構造まで大きな影響を受ける非常に大きな景気の循環が生じた。更にその後、自動車の大量生産が実現した事により都市の生活様式が大きく変わる「モータリゼーション」が起きた。

市場のメカニズムは「市場で新しいニーズが顕在化し、これに新しい技術革新で応える事によって市場は成長する。」が大原則である。この「テクノロジーショック」は金融信用を拡大させバブルを発生させやすい環境を作り出す。バブルは新しい技術・新製品によるテクノロジーショックだけでなく、マーケティング戦略上の「ビジネスモデルショック」、更には新しい「イデオロギーショック」による「期待」感の増幅によっても生ずる。

市場に新しい技術、商品、ビジネスモデルが供給されると高付加価値が生まれ、多くの投資家・ビジネスプレーヤが市場に参加してくる。市場参加者が増える事は、多くの参加者で市場のリスクを分散する事を意味し、市場のリスクの低下が生じる事になる。市場のリスクが低下すると、あるいはリスクの過小評価が起きると、市場参加

者はリスクポジションを過剰にとりだす。ファンダメンタルズの成長を超過するリスクポジションをとり出すと市場はバブル化していく。これがバブルの本質である。

1930 年代アメリカで起きた大恐慌は、1900 年代初頭の第一次世界大戦に向けて世界中で食料需要が高まった事によって起きた「農業バブル」と、自動車の大量生産技術の開発によるモータリゼーションによって金融が拡大しレバレッジを効かせた事により、非常に大きく成長した経済の調整であった。

この時期の不動産ブームは農業から始まりそして都市の土地に移った。そしてこの間の得の農業バブルが生じた 1910 年以降、実際農業バブルは 1920 年に破綻し金融恐慌が起きるが、更にモータリゼーションによる都市化バブルが起きるまでアメリカの金融機関の不動産を担保にした融資が急増し続けたのである。

この時アメリカの商業銀行が融資を拡大したビジネスモデルが、融資担保の劣後順位である。今ではあたら今では当たり前ごとく使用されている担保順位 1 番から順に担保を設定していく手法であった。当時商業銀行には厳しい融資規制がなされていたが、このビジネスモデルによって、いろいろな商業銀行が次から次へと担保を設定して融資を拡大していった。もちろんそこには過剰な期待感から土地評価の拡大或いは水増しが行われていた。ビジネスモデルショックによってハイレバレッジな経済が大きく成長した時代であった。商業銀行の（抵当権の劣後順位等の）画期的な行動は不動産ブームを形成したが、逆に崩壊の過程で

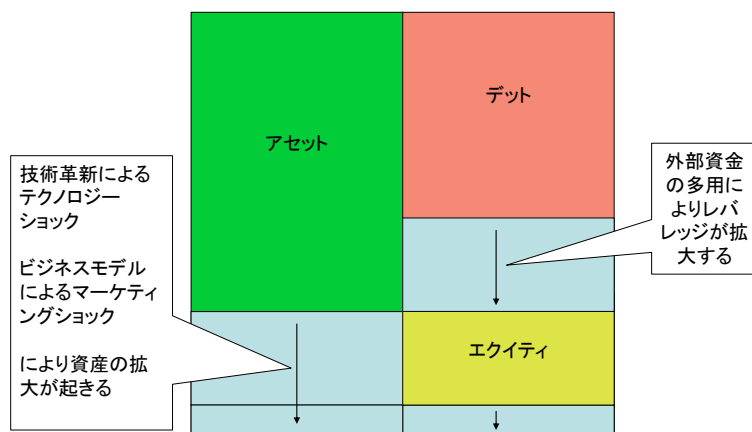
はその反作用を著しくこうむる事になった（片桐謙 1995^{iv}）。

自動車の発明自体は 1700 年代にヨーロッパで起きたものである。はじめは蒸気自動車主流であり、その後の 1800 年代のヨーロッパにおいてもモータリゼーションは生じていなかった。自動車の開発がテクノロジーショックをもたらすのは、1900 年代初頭のアメリカでフォードが自動車の大量生産技術を開発した事による。

大量生産されたフォードの T 型車は、蒸気自動車とは違い農道をなんなく走りまわった。これによりアメリカ経済を牽引する農業ブームの最中のアメリカにおいても、農村に住む必要が無く、都会に住み自動車で農村に通う事を可能とした。その結果多くに人が都会に移住し、都市では住宅ブームが生じ、住宅ローンが急拡大したのである（岡田泰男 2000）。この一連のモータリゼーションは都市の近代化を促し、農村から都市部への人口動態を起こした。この結果アメリカの 1900 年代初頭は非常に大きな経済成長を実現したのであった。

図表 3-8

バブル経済の構造



1900 年代の初頭の経済成長はテクノロジーショックとビジネスモデルショックによる過剰のレバレッジによりひきおこされ、この経済成長の調整である 1930 年代の大恐慌は、まさにこのレバレッジの償却に他ならなかった。

図表 3-8 実物資産の過剰投資と資金調達
のレバレッジの拡大がセットで起きるのがバブル経済の構造である。

現代農業は、世界中で自国の食料を生産するという大義名分の下で保護され、ある意味で市場メカニズムの外に置かれてきた事である。農業は土地から得られる収穫に収益が直結している。そして農業の最も重要な経営資源が農地そのものである。農業は市場に最も敏感に反応する。今後自給率の問題、世界的な食糧不足で需要が高まりブームが生じれば、同じような不動産バブルが生じる事はいとも簡単に想像できる。

もう一つ農業同様に非常に金融に対するテクノロジーショックの影響が大きい産業が自動車である。上記で見たとおり、モータリゼーションは都市構造、生活様式に非常に大きな影響を与える。現在社会のガソ

リン車から新しい技術革新による環境適応型自動車の開発はガソリンスタンド、道路等の都市インフラを大きく変え、生活様式にも大きな影響をもたらす事が想像できる。

このように農業、自動車によるテクノロジーショックが起こすバブルが容易に想像でき

るわけである。そしてそのほかのビジネスモデル、技術革新によっても当然新たな景気循環が生じ、バブルが生じる事になる。そして最も重要な事はこのバブルの解消である。

バブルの本質は、超過した成長と調整であった。本来市場の成長と同じ時間をかけて、調整が生じる。金融システムの再生と、リアル資産の償却とは違う。リアル資産例えば住宅の景気循環が、概ね 20 年弱で登場するという事は、単純に 10 年かけて成長して、その調整期間に 10 年要するという事である。

バブルが破綻すると、過剰資産の償却がなされる必要がある。1980 年代末の日本のバブル経済は不動産バブルと言われていたが、その後の 1997 年以降の金融恐慌では 3 つの過剰の償却が必要と言われた。不良債権、過剰設備、過剰人員である。つまり日本のバブル経済で過剰なリスクポジションの対象となった本質は、金融資産であり、過剰設備であり、過剰人員であったわけだ。

過剰資産の償却は、本来の自然治癒をするなら、過剰資産を積み上げた期間と同じ、しくはそれ以上の期間をかけて償却する必要がある。1980 年代初めオイルショックから立ち直り、好調な輸出産業から過剰設備、過剰人員が始まり、1986 年に前川レポートが書かれ、グローバリゼーションに参加する意思表示を行った。その後金融の自由化による市場への信用供給が始まり、レバレッジの積み重ねが始まった事になる。1997 年の金融機関の破綻までに大体 10 年弱の期間をかけて積み重ねたレバレッジの償却が必要であった事になる。2002 年ごろが底

で、実際には 2004 年ごろから地価の反転等が見られるようになったとすると、やはり償却に約 7 年要した事になる。

では、2008 年世界を震撼させる世界規模の金融恐慌を起こしたバブルの本質は何だったのだろうか？これを解明して初めてバブルの処理とその期間が問えるのである。

3.5 グローバル経済の成長と破綻

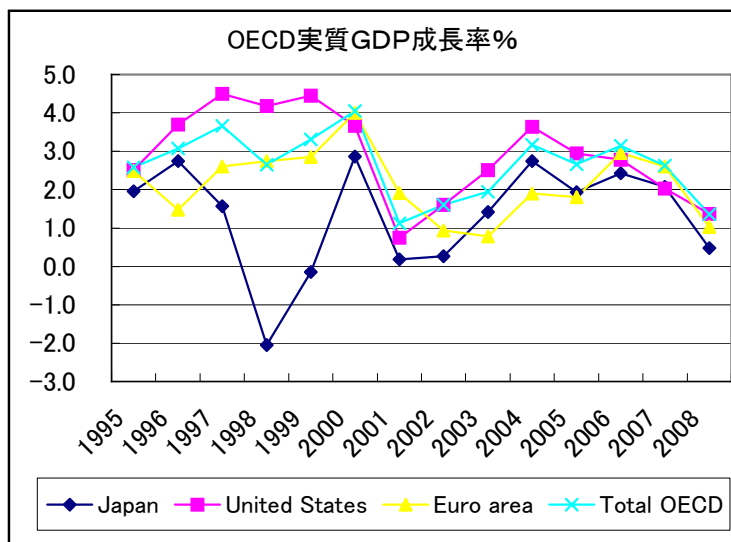
1970 年代のアメリカを中心とした資本主義先進諸国における社会、経済の閉塞感に対して、「グローバリゼーション」により、新たな自由主義の普及を行い、資本主義諸国間の強い結束を再構築する事ができた。

グローバリゼーションは、共通の会計基準、規制緩和、市場メカニズム等の経済のプラットフォームを持つ事によって、自由に貿易を行い、自由に資本が移動し、自由に経営資源を調達する事によって最適な組み合わせを可能とし、企業等の資本価値の最大化を実現するビジネスモデルである。

経済の先進諸国グループである OECD（経済協力開発機構：30 カ国）の経済成長を見てみると（図表 3-9）、1995 年以降主要 OECD 諸国で IT 技術のテクノロジーショックによるバブルが 2000 年まで生じていた。この間日本だけが失われた 10 年と呼ばれるデフレ経済に陥っていた。2002 年以降概ね OECD 加盟国全てにおいて経済が成長しだす。これが 1980 年以降アメリカの新自由主義を OECD 諸国に浸透させるべくグローバリゼーションの完結による経済成長であった。この経済成長は 2007 年以降のアメリカのサブプライム住宅ローン証券の破綻に端を発した金融危機と共に破綻をした事になる。そして破綻と共にアメリカ極によるグロ

ーバリゼーション経済が瓦解したとされている。

図表 3-9



資料作成データ: OECDHPより引用の上作成

グローバリゼーションに対する最大の批判は、世界中に「格差」を撒き散らしたというものである。しかし2005年のイギリスで開かれた主要国首脳会議（サミット）において、これまでのG8から中国、インド、ブラジル、オーストラリア、韓国、メキシコ、南アフリカ、スペイン、インドネシア、ポーランド、ナイジェリア、イランが参加した20カ国による経済会議G20の必要性が言われるようになった。

これだけ見れば、世界経済を牽引する主要なプレーヤが8カ国から20カ国に広がった事を意味し、この20カ国の経済格差がむしろ縮まった事を意味する。その一方で、大きく経済成長をしてきた新興諸国においては、その急激な経済成長によって成長の上層と最も下層との格差においては、以前

より大きな経済格差を生じる事になる。例えば中国ではオリンピックを開催された年に、上海と最も下層の貴州の間の経済格差は10倍以上に広がっている。これらの格差

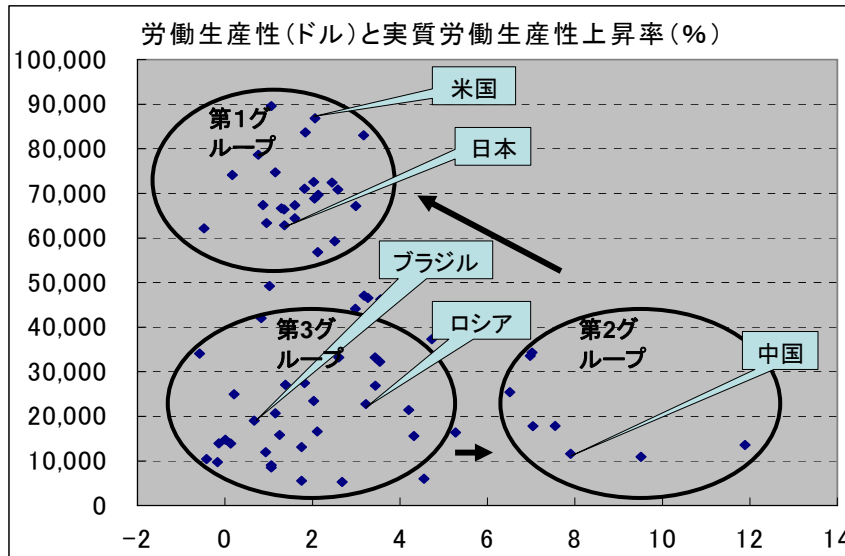
はいずれ新しい価値基準の中で平準化される一過性のものなのか、今後益々広がる格差なのか拙速な判断はできない。

新たにG20に名を連ねた国々は必ずしもG8に次ぐ経済規模を達成した国ばかりではない。資源国として発言力が強くなった国々も含まれている。つまり経済規模だ

けで格差を測る時代は終わったという事である。多様性の中で世界経済のオピニオンが形成される時代になった事である。いずれにしても従来のG8という同質性の高いグループだけの経済の尺度が通用しなくなったわけである。

図表3-10に2005年の世界の1995-2005年の労働生産性の成長率（上昇率）と2005年の労働生産（ドル）のポジションマップを表している。労働生産性が低く上昇率も低い第3グループから、労働生産性がまだ低いながらも生産性の成長率が高まっている第2グループへ、そして生産性が非常に高くなり成長率が安定してくる第1グループに分けられる。

図表 3-10



作成資料データ:財団法人社会経済生産性本部
 世界銀行のデータによる2005年労働生産性(ドル)1995-2005年の実質労働生産性上昇率上(%)位68カ国

図表 3-11

		実質労働生産性上昇率 (1995-2005)	労働生産性
第1のグループ	1	ルクセンブルク*	1.06 89577
	2	米国*	2.06 86844
	3	ノルウェー*	1.84 83658
	4	アイルランド*	3.17 83011
	5	ベルギー*	0.76 78669
	6	フランス*	1.15 74710
	7	イタリア*	0.17 74107
	8	オーストリア*	2.03 72549
	9	香港	2.45 72415
	10	英国*	1.82 71075
	11	マカオ	2.58 70873
	12	フィンランド*	2.13 69672
	13	スウェーデン*	2.05 68857
	14	オランダ*	0.87 67400
	15	デンマーク*	1.60 67348
	16	アイスランド*	2.99 67173
	17	ドイツ*	1.29 66629
	18	カナダ*	1.35 66425
	19	オーストラリア*	1.60 64389
	20	スイス*	0.95 63360
	21	日本*	1.36 62855
	22	スペイン*	-0.48 62141
	23	ギリシャ*	2.51 59247
	24	シンガポール	2.12 56818
第1グループ 成熟安定成長 第2グループ 急成長 第3グループ 発展途上その他			
第2のグループ	57	アルメニア	11.89 13588
	61	アゼルバイジャン	9.51 10929
	60	中国	7.90 11625
	48	アルバニア	7.55 17850
	49	ベラルーシ	7.04 17795
	32	エストニア	7.02 34302
	34	リトアニア	6.98 33576
	41	チュニジア	6.51 25429
	51	カザフスタン	5.27 16389
	31	ポーランド*	4.73 37287
	66	ベトナム	4.55 6006
	53	ウクライナ	4.32 15590
45	ルーマニア	4.20 21429	
第3のグループ	28	ハンガリー*	3.56 46251
	37	モルジヤス	3.54 32235
	40	トルコ*	3.44 26873
	35	ドミニカ共和国	3.43 33206
	27	韓国*	3.27 46546
	44	ロシア	3.22 22767
	26	スロベニア	3.18 47050
	29	チェコ*	2.98 44123
	68	ウズベキスタン	2.68 5294
	36	チリ	2.60 33189
	50	エジプト	2.11 16600
	43	ブルガリア	2.03 23460
	38	マレーシア	1.82 27457
	58	フィリピン	1.75 13113
	67	モンゴル	1.75 5558
	39	メキシコ*	1.38 27046
	52	タイ	1.25 15814
	46	パナマ	1.15 20681
64	インドネシア	1.06 9021	
65	パキスタン	1.06 8543	
25	ニュージーランド*	1.02 49223	
59	スリランカ	0.93 11994	
30	ポルトガル*	0.83 42034	
47	ブラジル	0.67 19016	
42	コスタリカ	0.21 24971	
56	モロッコ	0.13 13914	
54	エクアドル	0.01 14754	
55	エルサルバドル	-0.14 13954	
63	ホンジュラス	-0.17 9716	
62	ジャマイカ	-0.42 10433	
33	アルゼンチン	-0.58 34089	

作成資料データ:財団法人社会経済生産性本部
 世界銀行のデータによる2005年労働生産性(ドル)1995-2005年の実質労働生産性上昇率上(%)位68カ国 *OECD加盟国

1995-2005 年の 10 年間のグローバル経済が完結したタームを見てみると、高い成長率を経て安定した先進諸国になっていく事が理解できるが、この時代の成長率の高いのが鉱物資源、低コストで上質な労働力、そして何よりもグローバリゼーションを受け入れた国々である。グローバリゼーションに従って先進諸国に外部効果をもたらした経営資源を提供できる国が成長をしている事を示している。そして第 3 グループの諸国は今後さらに大きな成長が期待できる国々と言う事になる。

このような実質経済成長の実現に対して、レバレッジがどのように機能したかを見る必要がある。2007 年現在世界の GDP 総額が 54 兆ドルである。OECD 諸国で 37 兆ドルである。いろんなシンクタンクの調査によると、金融危機前の 2006 年でこの世界の GDP 総額の 3.5 倍のマネーが流通している (Mckinsey^{vi})。これらは 1980 年以降に急増したものである。

1980 年代にアメリカで起きた新自由主義は、1930 年代のアメリカの大恐慌から抜け出すための経済政策である財政支出・公共投資を中心に「大きな政府」を標榜したケインズ経済理論から、金融政策を中心した「マネタリズム」への政策転換でもあった。マネタリズムは経済成長に必要な適切なマネー量を市場に供給する政策である。ケインズ政策がガバナンスの効かない慢性的な財政支出によるインフレ経済を生み続けた反省から、財政支出を極力小さくする「小さな政府」による金融政策中心の経済政策であった。

大きな政府の時代の政府による財政支出（公共事業）を通じて需要を市場に提供する経済政策は、景気調整期に大きな財政支出を行う事で景気を刺激する一方で、好景気には市場の要求に従って財政支出を削減する事が中々出来ない状況を生み、慢性的な財政赤字と過剰需要による慢性的なインフレを生じて行った。

しかしマネタリズムによる「適切な」経済成長に必要なマネーの量は、やはり市場の経済成長に対するニーズにより、25 年間の間に制御不能となり、結果的にマネーの過剰供給を行ってしまった。

J・K・ガルブレイスが著書の中でマネタリズムの経済学者フリードマンに対して「現代経済学において何が貨幣であるのか」と批判をしている。現金預金だけでなくクレジットの購買力等信用は無限に広がる可能性がある事を 1980 年代に既に指摘していたのである。経済政策は、行政に当たる人の統御できる範囲内のものである必要があると述べている (J・K・ガルブレイス 1988^{vii})。

2000 年のネットバブル、2005 年のサブプライムによるレバレッジを経て、この 25 年間で世界経済におけるマネーの量を増加させたのである。世界中で拡大したマネーの内訳は、第 1 章で見てきた投資ピークルのアセット（銀行預金）、デット（金融機関からの借り入れ）、エクイティ（株式市場）すべてにある資金の合計である。

1980 年以降起きた IT 技術、ネット技術によるテクノロジーショックはデットマネーよりエクイティ資金を増大させた。IT 技術を開発したベンチャー企業は、将来性はあるが高い収益を実現するには至らないス

スタートアップに企業である。従ってこれらの企業は銀行から資金を借り入れる信用が無い。これに替わってリスクをとるエクイティ資金が流入した。ストックオプション等の吟遊技術のビジネスモデルにより、従業員にも給与ではなく将来の株価で報酬が支払われた。

2000年にこのネットバブルが破綻した後、ホームエクイティローン、サブプライムローンのハイレバレッジなビジネスモデルにより消費者の家計の資金量が急増した。

更にこの時代、「ヘッジファンド」、アメリカの「投資銀行」のビジネスモデルがまるでポンプのごとく信用を市場に供給し続けた。ヘッジファンドは前述のとおり2000年以降の先進諸国が低成長時代に入り、年金資金等が高い収益を求めてリスクの高い資産への投資を行うビジネスモデルであった。

ヘッジファンドは別名ハイレバレッジ投資機関(HLI)と呼ばれ、通常高いレバレッジを多用する。ヘッジファンドはグローバル経済のあらゆるマクロ(通貨、国債、金利)イベントからミクロ(企業のファイナンス、MBO、LBO、リストラ、M&A、IPO)イベントに対してアクティブなリスクポジションを取る。

更にあらゆる投資技術、金融工学の評価手法を使ってリスクヘッジを行なう。これらのリスクヘッジには高額なコストがかかるが、これらのコストは本来投資家が得る収益を圧縮するものである。本来得る収益を圧縮する事になるが、その分非常に信頼性の高い収益となる。この信頼性の高い収益に対して高いレバレッジを多用する。これがヘッジファンドのビジネスモデルであ

る。

ノーベル賞受賞の経済学者等を集めた著名なヘッジファンドLTCM(ローングタームキャピタルマネジメント)は50倍から時には100倍のレバレッジを効かせて、非常に高い収益を実現していた。レバレッジの暴走であった。このようにヘッジファンドの本質は、リスクをとる対象よりも高いレバレッジにあるといっても過言ではない。

投資銀行にいたっても、この時期、30-50倍のレバレッジを取っていた事は前述のとおりである。世界中から資金を集めてレバレッジを効かせてアメリカに投資を行ったビジネスモデルであった。投資銀行、ヘッジファンドの破綻はレバレッジの破綻そのものであった。

このように考えると、今回の市場の信用が増大したクレジットバブルは1980年以降グローバル経済が普及した約25年かかりピークに達し、次の景気循環までに同じ時間をかけて市場で過剰資産を償却するとすれば、今後25年かかると考えられる50年周期のコンドラチェフ級の大きな景気循環であったと言えるわけだ。

3.6 収益至上主義

グローバル経済の基準(スタンダード)の一つに収益性がある。

例えば日本の従来の経済慣行の中で、不動産の価格を評価する時、近隣の同じような取引事例から類推して価格を付ける「取引事例価格」という手法が多用されていた。これは実際の収益を上げていなくても、同等の立地、効用が認められる資産であれば同じ価値があるという考え方である。

1980年代末の日本のバブル経済では、こ

の手法が主流で、すべての土地・不動産が最大の収益を上げる資産と同じと考えられ、担保評価を上げバブルを作る要因となった。これに対して実際に収益を上げている資産のキャッシュフローに基づいて資産を評価する手法が「収益還元価格」である。グローバルスタンダードはこの収益、キャッシュフローに基づいた評価を要求したのである。その結果、隣接する同等のビルであっても、実際に収益が稼動していなければ評価は低くなった。

従って、企業等保有する資産は現実はその時点でキャッシュを産む資産だけが保有され、キャッシュを生まない資産は放出されるようになった。そして保有する資産には、すぐその時その市場で最も高いキャッシュを稼ぐ資産である事が要求されていた。これは資産市場において、高い収益を上げる事ができる資産のみが人気があり高い評価を得ることになる。その結果市場では高い収益を実現することのみが市場の目的となり、それは短期的な高収益であり、長期的に安定した比較的低い収益が嫌われた。

そのような市場では、例え異常に高い評価がなされても「収益に裏付けられているから問題ない」という説明でまかり通っていった。収益こそがリスクの根源である事を問題視しようとしな。市場では、長期的な持続が可能な収益ではなく、「短期的」に高い「収益性」を実現するビジネスモデルの開発へとニーズが移っていったのである。

ワイン製造のビジネスがそのもっとも顕著な例である。ワインはビン詰めされ1-2年して市場に出された時が必ずしも最高の

飲み時ではない。ブドウの状態によってはしばらくホールドしたほうが、熟成しておいしくなるものがある。これはブドウのそれぞれの特徴を生かすために、その熟成時期が必ずしも販売時期に一致するものではない事を意味していた。

このワインビジネスがグローバルスタンダードによって大きく変わっていた。ホールドする間のリスクを嫌い、市場に出した時が最もおいしく、もっとも高い評価を得る事ができる商品ばかりが作られるようになったのである。ホールドすればもっと美味しくなる事が分かっている、そのようなワインは市場で高い評価されなくなってしまったのである。ホールドする期間キャッシュを生まない事がワインビジネスを変えてしまったのである。短期的に高いキャッシュを生むものしか市場で高い評価を得られないようになって行ったのである。

このような収益至上主義の弊害に対してその結果を補完する考え方が「リアルオプション」である。

リアルオプションは選択肢（オプション）の価値を評価する考え方である。つまりワインで言えば、すぐに市場で販売する事によって得られるキャッシュと、ホールドする事によって更に美味しくなりえられる高いキャッシュとがあった場合、この両者の選択肢の差がこの選択肢の価値となる。つまりホールドする事によってより高い価値を生むのであればこのホールドという選択肢にそれだけの価値を認める考え方である。

しかしこのリアルオプションの考え方は、ホールドする期間無収益でも許されるだけの余裕があつて初めてその価値を評価

する事ができる。現実にはキャッシュを伴わない価値である。資本に余裕がある企業等の投資ビークルでしか現実には通用しない考え方である。

第2章で労働レバレッジを取り上げてきた。労働レバレッジの代表的なビジネスモデルは「移民」と「非正規雇用」であった。

ファイナンスの外部資金を多用するレバレッジは、低金利の資金を提供する代わりにこれらの外部資金には優先劣後順位の高い順位があてがわれていた。つまりもし外部資金を調達した投資ビークルがデフォルトした時、最初に毀損するのはエクイティ資金であって、レバレッジに使われるデット資金は優先して返済を受ける事ができた。

これに対して労働レバレッジとして多用される非正規効用は、低コストで、短期的な流用が可能でありながら、投資ビークルの収益が落ち込んだ時最初に切り捨てられるビジネスモデルである。ファイナンスのモデルと非常に大きな違いがある。しかし非雇用される側にも、スキルを身に付けてなくてもすぐに短期的に賃金を稼ぐ選択肢を行使してしまう状況に追いやられてしまっている。

景気の良い時であれば、求人が多くあるにもかかわらずむしろすぐに就職するのではなく、学生であれば大学院に行ったり、社会人でも更にスキルを身につけるべく選択肢を行使したりする余裕がある。選択肢の価値を見出す事は結果的のより高い収益を生み出す非常に重要な戦略である。しかし余裕が無ければこのような選択肢を評価する事ができないのが現実である。短期的な至上の収益に裏付けられた価格だけでな

く、持続可能な収益価格、いろんなオプション価値を含んだ価格などが存在する多様性のある市場が望まれる。

3.7 イノベーションとレバレッジ

最近、石油の役目が終わるのが2030年ごろだろうという事が言われ始めている。いろんな市場の思惑が交錯して石油の価格が乱高下している。「石油はなくなる」これはサウジアラビアのヤマニ元石油相の言葉である。石という資源がなくなったから石器時代が終わったのではない。薪になる木材がなくなったから石炭が登場したのではない。石炭がなくなったから石油が登場したのではない。そして石油がなくなるから代替エネルギーが登場するのではない。すべて、より効率のよりエネルギーが発見され、従前のエネルギーの効率を悪くした事によって、取って代わられたのである。

市場メカニズムが機能すれば石油が無くなる状態に至る前にもっと効率のよいものが登場する。それがイノベーションである。そして新しくイノベーションに向かって市場が一気に動き出す。本来市場は効率の悪いものに収束する事を嫌い、常に新しい効率の良いものへと向かう。

J・A・シュンペーター(1883-1950)は、「イノベーション(技術革新)」とは、均衡を打ち破る創造的破壊であるとして、イノベーションによる経済成長の理論を確立した経済学者である。

新しい技術が生まれ新商品が登場すると、それを発明した者が独占的な利益を得る。この独占した者(国あるいは市場)と他の者との間に大きな格差が生じる。しかしやがて技術が市場全体に普及して独占的な利

益が打ち消される。そうなるとうち成長も止まる。シュンペーターはこの成長が止まった状態こそが市場の「均衡」状態であるとした。そしてこの均衡を破壊し、次にまた生ずる新しい技術革新である。

このイノベーションによる「創造的破壊」によって既存の均衡から新しい均衡に向かって市場が動き出し、又新しい成長が実現できるという成長理論である。この創造的破壊とは「既成概念」、「既成権益」を打ち破るものであり、この打ち破る力こそが市場経済の特徴である「ダイナミズム」であるとしている。この新しい均衡に移行するダイナミズムがテクノロジーショックとなる。最近の例では「失われた10年」と呼ばれる日本のデフレ経済時代が、なかなか新しい均衡を見出す事ができずダイナミズムを失った市場の状態であった。

しかし市場は、単に新しいイノベーションをだけで成長をするのではない。イノベーションによって新しい均衡に向かう大きな力を生み出すが、それが成長となるわけではない。高い技術革新によって生まれた高付加価値にレバレッジを効かせる事によって始めて高い成長を実現できるのである。

戦後の国土総合計画に見られる全国均一資源配分から東京1極に資源を集中させる事によってグローバル化における日本のポジションを確立する国土政策にバブル崩壊以降移行した。企業レベルにおいても全国一律の営業所に見られる経営資源の配分から収益力のある東京への集中投入が変わった。現在、日本経済の構造は東京への一極集中化によって、多くの経営資源を東京に集積して世界市場で競争に打ち勝

つ高いレベルの技術、ビジネスモデル、高付加価値の商品を生み続けているはずである。これが経済成長の種となる。しかしこの高付加価値を生む技術を使って商品を生産する労働者を日本の国内の労働者に求めると、非常に高いコストとなりレバレッジが効かず、結果的に高い成長を実現する事ができない。

レバレッジの仕組みは収益（所得）と外部調達による低いコストの関係で初めてプラスの効果を得る事ができた。そしてそれが成長につながった。ファイナンスの専門家はよく金利の上昇等外部コストの上昇によるレバレッジの逆効果を指摘するが、市場の現場で最も重要になるのは収益である。収益が高ければ概ねプラスのレバレッジ効果を得る事ができる。逆に収益が劣下すれば必ずマイナスのレバレッジ効果が生じる。投資ビークルで言えば破綻であり、経済全体で言えばマイナス成長である。

この収益は高い付加価値等によって高められる。つまり東京のような最先端の知識集積地で、世界に勝てるイノベーションを生み出す事が非常に重要になる。高い付加価値を生むイノベーションと適切なレバレッジ、この両輪が経済成長を実現するのである。

マクロの専門家が日本の将来像として技術立国を提唱する。確かに技術は経済成長の卵ではあるが、レバレッジ政策を考えないビジョンは卵を大きく育てる事ができない。それが経済政策である。

トヨタ自動車は、東京以外で成功した数少ない事例と言えよう。トヨタがなぜ世界のトップクラスの産業を代表する企業として成功したかは諸説があろうが、東海地方

愛知県の産業インフラを独占して使う事が出来た事、逆説的にいえば生産性の悪くなった東京に経営資源を集中していなかった事が世界に通じる高いイノベーションを生み出す事が出来たとも言えよう。

もし東京の都市構造も含めてイノベーションを生み出すために必要ならば、更なる公共投資も必要であろう。イノベーションを生まない正規雇用者が多く、イノベーションにとって効率的でない東京になっているのであれば、ここにこそ市場原理を導入して効率よくする必要がある。イノベーションに貢献しない正規雇用者は地方での熟練労働の活路も選択肢としてある。地方への再配分は資金だけではない。

バブル経済以前の企業は日本全国に支店・営業所を配置して直接顧客とのカスタマーリレーションシップを築き上げていた。バブル経済の崩壊後 IT 技術の進歩と共に顧客とのカスタマーリレーションシップをコールセンターに求め、同時に企業の経営資源の効率化を求め収益の高い東京に集中投資をした。しかしその結果は如何だろうか？バブル経済の前より後のほうが明らかに日本経済の経済成長が低くなった。東京に資源を集中する現在の状況が、必ずしも経済成長に貢献しているとは言いがたいわけだ。

現在、東京に経営資源を集中させたが、ただ単に移行しただけではそれはリストラの統廃合と同じで、それがイノベーションを生む事に効率よく貢献しているとはいえない。と同時に東京の正規雇用の賃金水準では、レバレッジは効かない。国内で労働レバレッジを効かせられる要素が無い限り海外の労働レバレッジを求めざるを得ない。

前述のユニクロのようなグローバルゼーションを利用し、最適な低コストを実現するマトリクス企業にならざるを得ない。このようなマトリクス企業は、企業価値の最大化を通じて、企業がある日本の経済成長に貢献する事になる。労働所得という点での日本経済への貢献は非常に低くなるわけだ。この企業価値の最大化による金融資本の価値の成長のみに頼った経済成長が、2002年以降の「平成のいざなぎ景気超え」であった。この時の日本の経済成長率は戦後最長の好景気と言われながらも年平均3%以下であった。

国内で労働レバレッジを効かせるとなると、非正規雇用を使わざるを得ない。非正規雇用者は、日本の生活水準の高いコストのかかるエリアにいながら海外の安い労働者との競争の結果甘んじざるを得ない状況の結果生まれたものである。

日本の国内で、非正規雇用のビジネスモデルに頼らずにある程度のレバレッジを効かせられる経済構造が必要になる。地方で自然増加による人口増が生じ、この人たちが東京へ向かう社会的人口動態のダイナミズムが日本の国内で生まれる経済構造である。これはちょうど日本の1960年代の高度経済成長時代の経済構造である。

高度経済成長の時代は、欧米諸国の需要をターゲットとして、日本の特に地方の農村部の低賃金労働を取り込み、労働レバレッジを効かせて経済成長を実現した。高度経済成長時の経済成長は10%を超えていた。この経済成長率は持続不可能なものであるとしても、今の東京の知識の集積は、当時の技術革新相当もしくはそれ以上の新しい技術革新を生み続ける必要がある。

1800年代イギリスで起きた産業革命はその後欧米、日本でも生じる事になる。産業革命とその後起きる大規模移民との間に相関関係がある事が報告されている^{viii}。産業革命が市場に顕在化してから平均して28年で重要な移民が生じているとしている。この報告では日本でも1896年に鉄道施設距離が1000キロを超えてから22年で社会的人口移動がピークに達したとしている。

所得の再分配を通じて地方の活力を再生して、国内で労働レバレッジを効かせられるような人口移動のダイナミズムを生じさせる事が望まれる。しかし少なくとも経済成長3%以上なければ地方に再分配する財源すらない状況が続くと考える。

3.8 東京のダウンサイジング

日本は、1980年代の日本のバブル経済バブルだけでなくアメリカの新自由主義が作り出したグローバル経済の中で生まれたいくつものバブル経済を経験して、国内の資源配分を大きく激変させてきた。その象徴が東京一極への集中である。東京一極への集中を是認する学術論文が多く支持され、現実に小泉政権で取られた都市再生によって大都市特に東京への公共投資が進んだ。その結果通商立国日本が確立し、アメリカで作られる需要に対して物資とマネーを供給する補完関係を構築した。その成果が平成のいざなぎ景気超えとなったのである。いざなぎ景気では通商活動による金融企業価値の増大を通じて、日本経済に貢献した。しかしこの貢献の中身を見てみるとこれらの企業の本店が拠点をおく東京を中心にその価値の増大の恩恵が配分された。たまた自動車関連産業の拠点を持つ東海地方、或

いは素材産業の基幹企業の拠点となるような地域で突出した好景気を生み出した。これらの企業価値の配分の恩恵をあられないその他の地方では配分どころか、長年蓄積した資本すら東京に吸い上げられ、地域経済の消耗が起きてしまった。

地方の資本を衰退させるもっとも大きな要因は人材の流出であった。地方の生産活動の拠点となる材場産業の衰退はそのまま地方市場の熟練労働者の流出を生み、日本の高度経済成長時代には人材の輩出機能を持っていた地方はその機能をなくし、人口の増えない高齢者ばかりの限界集落を抱える状況となったしまった。

その一方で1950年代から東京に流入してきた労働者（団塊世代等）が定年を迎えるようになり東京に集中した労働者も非生産的な人口に変貌しつつある。

東京の労働人口動態の問題は、グローバル経済の中の移民の問題の中でその本質を見ることができる。前述のアメリカの移民政策だけでなく広くヨーロッパでも移民の移動は時には国策となり、時には国をよるガス問題となり、いずれも国政の重要な問題であった。中世ルネッサンスのころより奴隷としてアフリカから郎努力を吸収し、その後近代国家となってからも、時は戦争の要員として、時には労働力補完のために移民を受け入れてきた。

移民となる側にも何らかの経済的困窮などの問題を克服するために積極的に需要に応じた。経済的困窮からの脱出と先進諸国での職を求めて移民となる当事者は当然それなりの覚悟の上で先進国にやってくるのであり、当然そこに存在する何らかの生活差別に対して受忍する。しかし問題はこの

移民の子供たちである。彼らは親の移民先で生まれ本来その国での国籍を取得し、その国での生活は保障されるべきはずである。しかし現実的に国内の労働市場のポジションによっては差別的な排除を受けることが多い。最近の例でフランス、イギリスなどのヨーロッパ先進諸国で移民の暴動などの映像が世界中を駆け巡りグローバル経済の暗部として認知され始めた。

この移民 2 世にも問題はある。当然親の移民裔で国籍を取得し差別のない生活は保障がされるべきではあるが、必ずしもその国に対するロイヤリティーが認知されえず、また親の立場（合法性）によっては、まともな教育を受けることなく安定した生活水準に達成せずに成人しているケースもある。彼らのその国のネイティブと同じ社会的ニーズを要求しても付いてこれられないのが現実である。

東京に 1950 年代から集団就職でやってきた団塊の世代が 2010 年以降一斉に退職し始め、同時のその子供たちが労働力の中心世代となる。彼らは前述の移民とは違い日本の国内にあり同じ民族で、それなりの生活水準を維持して成熟している。しかし彼らがすべて東京経済圏の熟練労働者となり日本の経済を牽引するイノベーションを生み続ける勝ち組の立場になるわけではない。その多くは第 2 章で見たようにワーキングプアに追いやられてしまうケースが多い。

彼らは東京という非常に生活コストの高いところで、熟練労働者になりえず、グローバル経済の中で賃金最低の競争に曝されて非常につらい生活に追いやられているのである。このような人たちを箇条にまで包

含しているのが今の東京である。

本来東京の生活コストに達し得ない状況にある人たちを地方の生活環境の整った生活に還元するシステムが必要になるはずである。

彼らが地方で熟練労働者として機能するためには、地方にそれなりのビジネスチャンスがあることが前提となる。そのためにはある程度の資源再配分により地方経済の活性化が必要になる。

これはある意味で 1970 年代から 80 年代の日本高度経済成長時代の日本の経済構造をイメージするものである。高度経済成長時代がそうであったように、東京名古屋大阪の大都市と地方の間で賃金の裁定が生じ、つまり労働レバレッジによる経済の成長が実現する事が可能となる経済構造である。

現在の東京の成長はただ単に地方から資源（人、物、金）を吸い上げて追加投資による成長を維持しているだけである。実際の追加投資による限界収益性は非常に低くなっており、その結果が経済成長率 2% 足らずとなっているわけだ。

しかしもの構造転換には非常に大きなギャップが生まれる。一時的に東京の市場を収縮させることによるマイナス成長と地方が再生するまでのタイムラグは、非常に大きな痛みとなる。しかしこれらの痛みは豊富な外貨準備高、民間資産などの体力があるうちに行うべきものである。体力がなくなってからこの構造転換はできない。

東京は非常に高度なイノベーションを生むためのインキュバーターとしての経済圏を形成する一方で、これらのイノベーションにレバレッジを提供できる経済構造を持つ必要がある。

おわりに

事業会社のエクイティは設備等の物的資産に置き換える事ができるが、金融資本の増資で集めた資金はレバレッジを生む単なる「濃縮ジュース」に過ぎない^{ix}。これは日本を代表するファイナンス学者、大村敬一氏の表現である。

レバレッジは小さな力で大きな効果を生む仕組みである。決して微分・積分を使った難しい数式モデルではなく、単純な仕組みであり、大学のファイナンスの初歩のレベルでしかない。しかし企業だけでなくあらゆる事業の投資ビークルにファイナンス、労働力或いはスペース、技術に至るまであらゆる経営資源にレバレッジのメカニズムは機能する。

イノベーション、新製品開発、ビジネスモデルの開発は収益を上げるための種でしかない。この種から成長を生むためには適切なレバレッジが必要になる。東京で開発したイノベーションが東京の高い賃金で実用化されてもたいした成長は見込められない。適切なレバレッジは成長に必要不可欠であり、成長を実現するためのツールそのものである。しかしその一方でレバレッジを暴走させてしまうとバブルになる事を何度もわれわれは学習してきたはずである。これが当論文の内容であった。

1960年代の日本の高度経済成長時代においては、少なくとも製造過程を通じて、地方の人、スペースを国内資源の調達（レバレッジ）を行うことによって多くの付加価値の創造という形で日本経済の成長に貢献した。

日本は戦後一貫して同質性の高い教育・イデオロギーの元で、みなぎ地方から高学

歴と上場企業を優位な選択肢として目指して東京に上京した。度重なるバブルを経て、グローバル経済に対する処方として東京一極集中型の経済構造を築きあげてきた。それによって高い経済成長を実現する事ができたが、しかしこの社会的移動の結果、そして更に高い効率性を求めて高集積を進めた東京を頂点とする日本経済の成長性が今伸びなやみ始めている。

東京と地方との間の最適な資源配分のバランスが取れなくなりつつあるのだ。デフレ経済からの脱却を目指した金融緩和、緑沢政策を背景に輸出関連企業が日本経済に貢献した。しかしこれらの輸出関連型産業はグローバル経済を利用して世界中から経営資源を集めて企業価値の成長を通じて日本経済に貢献した。その代表がアパレルメーカーのユニクロであった。

決してユニクロを低成長の要因としているのではない。日本はもともと限られた経営資源しかなく、必要とする多くの経営資源を他から調達する通商を前提として経済成長してきた。ユニクロもその延長でしかない。このグローバル経済対応型マトリクス企業の成長により、世界の中で第2位の経済大国を維持し続けてきた。

これらのマトリクス企業は本社のある拠点（東京）に対して企業価値の成長を通じて貢献した。それは益々東京への集中を加速し、資源配分のバランスを失いつつある。経済格差を利用したレバレッジが効かなくなり、移民・非正規雇用といった労働レバレッジの新しいビジネスモデル限界に来ている。

日本にある経営資源は東京に集積する事のみが唯一の選択肢となり、都心に集積さ

れ始めた経営資源はすべて高いイノベーションを生む事を要求される。それができなければ他の選択肢がなくなってしまう。まるで市場の敗者のようなレッテルを張られワーキングプアとなってしまう。他の選択肢に対して価値を見出せない状況を作ってしまった。高度の集積された東京では高いイノベーションを生む機能をにない、一方で国内の経営資源をレバレッジとして使うことができれば内需に重きを置いた経済成長を実現することができる。

しかし現実には過剰に東京に集積された人は、その多くが高いイノベーションを生まなくなり、その一方で、地方でレバレッジを効かすことができないうらい地域経済を消耗してしまった。

地方を再生させ国内でレバレッジを効かせられることによって初めて日本の経済成長が確保できる。イノベーションのみで経済が成長することはない。東京一極週通のみで日本の経済が成長できるわけではない。

東京への一極意集中は既に利権化しつつある。東京への資源配分を減らし地方へ移管することは、東京の価値を減らすことを意味する。単純に地価の減衰にもつながる。これに対する抵抗は非常に大きなものが予想される。しかし機を失えば益々収益性の低い経済体質となってしまう。

参考文献^x

- ⁱ 日本経済新聞 2007年2月28日朝刊
ⁱⁱ CIS “The impact of immigrants on Young Native-Born Workers, 2000-2005”
ⁱⁱⁱ 2006年度OECD雇用アウトLOOK
^{iv} 片桐謙 1995「アメリカモーゲージ金融」日本経済評論社
^v 岡田泰男 2000「アメリカ経済史」慶應義塾大学出版
^{vi} TheMckinseyQuarterly“Long-term trends in the global capital markets”
^{vii} J・K・ガルブレイス 1988 鈴木哲太郎「経済学の歴史」ダイヤモンド社
^{viii} Douglas S.massey 「Economic Development and international Migration in Comparative Perspective」
^{ix} 日本経済新聞 大村敬一「経済教室」2008.10.20朝刊
^x デヴィット・ハーヴェイ 渡辺治監訳 2007「新自由主義」作品社
ミルトン・フリードマン村井章子訳 2008「資本主義と自由」日経BP
J・Kガルブレイス鈴木啓太郎訳 1998「経済学の歴史」ダイヤモンド社
アラン・グリーンズパン著岡洋一他訳「波乱の時代上・下」日本経済新聞社
W・Aニスカナン 香西泰訳 「レーガノミックス」日本経済新聞社
ニコラス・ダンバー2001「LTCM伝説」寺澤芳男監訳 東洋経済新報社
マートン・ミラー 2000「デリバティブとは何か」斎藤治彦訳 東洋経済新報社
伊東光晴「ケインズ」1962 岩波新書
伊東光晴他「シュンペーター」2007 岩波新書
岡田泰男 2000「アメリカ経済史」慶應義塾大学出版会
三谷直紀編「人口減少と持続可能な経済成長」2007 ケイ草書房
川津昌作「ハイレバレッジ不動産投資」2006 清文社
川津昌作「リスクを移転し始めた不動産投資市場」

- 2008 清文社
仲正昌樹 「アメリカ現代思想」2008 NHK ブックス
地主敏樹「アメリカの金融政策」2006 東洋経済新報社
片桐 謙 1995「アメリカのモーゲージ金融」日本経済評論社
加瀬和俊 1997「集団就職の時代」青木書店
MBA DataNotes 「Characteristics of Outstanding Residential Mortgage Debt2006」
CIS「Immigrants in the united States, 2007」
David・ Geltner, Norman・ G・Miller「Commercial Real Estate Analisys and Investment」South-Western Educational Pub
Peter L. Bernstein 「Against The Gods」1996 John Wiley & Sons Inc
Hayne E.Leland 「Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure」1998
Kotaro Tsuru 「FINANCE AND GROWTH」ECONOMICS DEPARTMENT WORKING PAPERS NO. 228
Martha Amram、Nailn Kuitilaka 「Real Options」1999
Richard J. Herring Susan Wachter 「Real Estate Booms and Banking Busts:An international perspective」Jul 1999
Yong Jin kim and Jong-Wha lee 「Overinvestment, Collateral Lending, and Economic Crisis」 March 1999
坂野友昭 2001「米国の消費者金融サービス市場」早稲田大学 消費者金融サービス研究所
財社会経済生産性本部「労働生産性の国際比較」2007年版
ESP 2008 No.433 サブプライム問題発生後の金融資本市場
OECD 編 樋口美雄監訳「世界労働市場改

革 OECD 新雇用戦略」2007 赤石書店