

## 「過去の犯罪」というリスク・プレミアムを背負うロシア

### - ホドルコフスキー逮捕の歴史的背景

盛田 常夫

ロシア最大の富豪で、Yukos の事実上の所有者ホドルコフスキーが逮捕された。国際金融界はロシアへの投資を脅かす KGB 主導のプーチン政権の暴挙と批判している。Yukos の外人アドバイザーたちも、その政治力をフルに活用してロシア政権を批判し、EU 委員会やアメリカ国務省などを通して、ロシアへの圧力を強めようとしている。

他方、ロシアの検察当局は、一連の逮捕に続き、会社首脳が保有していると目される Yukos 株 44.5% を差し押さえた。Yukos 株の 60.1% はホドルコフスキーと彼のパートナーたちがジブラルタルに設立した Group Menatep が保有していることになっているが、正確には Group Menatep がマン島に登録した百分子子会社の Yukos Universal Ltd. が 3.54% を保有し、この子会社がキプロスに設立した Hulley Enterprises Ltd. が 57.47% を保有している。ロシア検察当局が差し押さえたとしているのはどの部分か、それもどのように差し押さえたのかははっきりしていないが、この二社が保有する株式の取引を凍結したと考えられる。

国際金融界は暴挙と批判するが、他方でロシアの民衆は富豪の逮捕を歓迎している。そこにはソ連の国営企業を乗っ取り、ロシア経済の支配者となった一握りのオリガーク（寡占的支配者）への憎悪がある。メディアは例のごとく、クレムリンの権力闘争を解説している。政治闘争であることは間違いないが、しかしこの根はソ連とソ連崩壊から連なる根深い歴史的過程の結果なのである。

### 旧体制エリートから実業家へ

ロシア経済の六割を支配すると言われるロシアのオリガークたち。そのほとんどが旧体制で育ったエリートであり、ペレストロイカで始まった起業家支援のプログラムを利用して、共産党と政府の明示的あるいは黙示的なバックアップを受けた青年実業家である。ホドルコフスキーはゴルバチョフが共産党書記長に就任した当時、メンデレーエフ化学大学のコムソモール（共産党青年組織）の副書記長だった。コムソモールの凋落を防ぎ、かつ新しい経済的実験を試すために、各地のコムソモール組織に自主的な営業活動が認められた。コムソモール組織が営業活動するにあたって、ソ連の法律では容認されない活動や人的関係の利用を黙認しただけでなく、共産党の資金の一部が補助金として利用された。

ソ連時代、共産党は緊急時に必要になる資金を蓄え管理していた。共産党の財政管理局と KGB 担当部局がこれを秘密裏に管理していた。タックス・ハイブン地に資金管理・運用の会社を設立したり、銀行を設立したりして、資金を蓄えていた。ここに蓄える資金調達のために、各種の架空貿易契約が締結され、ソ連から輸出された商品売買代金を国外の銀行口座に留め置き、これを運用会社に移すシステムを構築していた。この取引には国際的なマネー・ローンダリングにかかわる人物や組織がかかわっていたことが知られている。

また、このように調達された資金はコムソモールの自主的営業活動への補助金にも利用されたとも言われる。

1991年のクーデター失敗から5日後、ソ連共産党の資産を一手に管理していたニコライ・クールチナは事務所の窓から「身投げ」した。その6週間後、彼を継いだバヴロフも同じように「身投げ」した。1989年から1991年にかけて、ソ連の金準備1500トンのうち1000トンが処分されたが、その資金がどのように流れたのか、海外に蓄えられていた共産党資産がどこにどれだけあったのか、何一つ明らかになっていない。アメリカのCIAはソ連時代からソ連共産党の国際的な資産形成を追跡しており、ガイダールは首相就任と同時に、CIAにたいして、ソ連共産党の海外資産の行方を調査するように依頼したが断られた。クールチナの「自殺」によって、共産党資産の行方と資金の使い道は永遠に闇の中に葬られた。

### 実業家ホドルコフスキー

ペレストロイカが始まり、コムソモールの若者が実業に精を出し始めたことを、ソ連の共産党指導部や各種の組織の指導者は寛容な姿勢で受け止めた。ホドルコフスキーは比較的資金が豊富なアカデミー研究所を回り、研究調査の委託を受けるビジネスを始め、そこから次の事業の資金を蓄えることを思いついた。共産党組織の人的関係を利用して仕事をもらい、資金を蓄えていった。Yukosの経営パートナーで、現在イスラエルに亡命中のネヴズリンはこのような事業を展開し始めたホドルコフスキーのリクルートに応募してきたプログラマーで、その彼が会計管理ソフトウェアを開発して研究所や企業に売り込み、事業を拡大していった。1987年のことである。

しかし、このような事業から得られる収益は限られている。彼の事業の拡大を決定的にしたのは、旧ソ連の企業間決済に使われていた帳簿上の架空通貨、ベズナリーチニイ(безналичные=non-cash)の売買である。政府が企業の割り当てる補助金のような性格をもったこの通貨は、企業間の商品売買の決済に利用する簿記上の通貨だから、現金に転換することはできない。ところが、ホドルコフスキーが目をつけたのは、これを現金化するビジネスである。最初は、ホドルコフスキーたちはソ連全土の会社を駆け回り、まずベズナリーチニイを持てあましていた企業からこれを割り引いて買い取り、ベズナリーチニイを必要としている会社に売るといったビジネスを始めた。しかし、たんなる仲介ビジネスだけでは限界がある。もしソ連中央銀行でベズナリーチニイを現金化できれば、このビジネスは大きな広がりをもつし、外貨への転換も不可能ではない。

現金化できない帳簿上の通貨だから、ノンキャッシュと呼ばれる。それを現金化し、それで外貨まで入手しようというアイディアは、多分、ホドルコフスキーの発案ではないだろう。ソ連中央銀行のそれなりの部署にかかわる人物が、機転の利くホドルコフスキーに持ち込んだアイディアだ。ソ連中央銀行と共産党幹部の了解なしに、法律違反の通貨交換が可能になるはずがないからだ。しかし、とにかく彼らはこの「錬金術ビジネス」で大儲けした。これに協力したソ連中央銀行や共産党の幹部も潤ったはずである。

当時、ソ連ではソ連中央銀行から商業銀行機能が分離され、いくつかの専門商業銀行が設立されるとともに、民間の協同組合銀行の設立が容認されるようになった。そこで、ホドルコフスキーたちは、自らが手がけていた商品取引のファイナンスのために、自前の銀行の設立を計画した。これが彼の Bank Menatep である。1988 年、ホドルコフスキー弱冠 25 歳のことである。この時期に商業銀行設立の認可を得たことは、ソ連中央銀行との良好な関係を示している。明らかに、ソ連中央銀行や共産党幹部の中に、ホドルコフスキーたちを助ける、あるいは利用しようとするグループがいたことは間違いない。

Bank Menatep はすぐにスイスに投資会社を設立し、さらにジブラルタル、マン島、キプロスに会社を設立して、海外への資金移転のシステムを構築する。この 7 月に逮捕され拘束が続いているホドルコフスキーの盟友で Yukos 社長のレヴェジェフは、Bank Menatep の経理部長からキャリアを積み上げた人物だが、彼がこの時期の経験を利用して、後に Yukos の所有関係の不透明にする海外子会社の設立の戦略を練ったと言われている。いずれにせよ、ソ連時代に、それもできたばかりの民間の商業銀行が国外の子会社を設立することは厳しく制限されていたはずである。しかし、ソ連の崩壊過程の中で監視が緩んでいた。その間隙をぬって、外国での資産運用のノウハウをもっていたソ連中央銀行の担当部局、共産党と KGB の対外資金管理を担当していた者が、将来のソ連共産党とソ連邦の崩壊を見越して、ホドルコフスキーたちに知恵を与えたのではないか。1990 年、ゴルバチョフはホドルコフスキーを初めとする若い実業家の卵たちをクレムリンに招待して誉めあげ、ホドルコフスキーの事業が共産党からも公認され推奨されたから、いっそう事が進めやすかったに違いない。

### **KGB の分解と赤いマフィアの形成：体制転換犯罪**

ソ連中央銀行と KGB による国外での資金操作は秘密裏に実行されていたが、時折、メディアにリークされた。IMF からロシア連邦銀行に融資された資金の一部がタックス・ヘイブン地の秘密口座に移転されていたニュースはまだ記憶に新しいが、この種のローンダリング・オペレーションは特別なことではなく、旧ソ連時代から行われていたものだ。このノウハウとチャンネルが体制転換を経て、今度は赤いマフィアのマネー・ローンダリングに使われている。

1990 年 11 月、ソ連中央銀行と KGB が外国での資金管理・運用に使ったのが、オフショアのタックス・ヘイブン地であるジャージー島に設立された Fimaco と呼ばれる会社で、およそ 500 億ドルの資産を運用していたことが明らかになった。この資金運用から得られた利益の流れもまた闇の中だが、いろいろな人物や機関が恩恵を受けていると言われている。中央銀行や KGB の担当部局が蓄積してきたノウハウや資金が、ソ連崩壊の過程の中で、ホドルコフスキーたちのような若い実業家にも流れただろうと推定される。

1996 年にプライスウォーターハウスが発表したロシア連邦銀行の監査報告で、ロシア連邦銀行に融資された IMF の資金 120 億ドルが、この Fimaco に移されていることが暴露され、

大スキャンダルとして報道された。この時期から IMF にたいするロシアへの融資に絡み、アメリカの連邦捜査当局の内偵が始まり、いろいろな事実が表に出てきた。

その一つに、アメリカのニューヨーク銀行を舞台にしたマネー・ローンダリングがある。1999 年春から秋にかけて史上最大のローンダリングと騒がれたスキャンダルの主演は、ニューヨーク銀行の東欧業務責任者ナターシャ・カガロフスキー。彼女の亭主コンスタンティン・カガロフスキーは 1992-1994 年に IMF のロシア代表を務め、その後に Bank Menatep のボードメンバーになり、Bank Menatep がロシア危機で破産した後、Yukos の副代表に収まった人物である。女房が勝手にやった事件ではない。彼がロシアからの私的公的あるいは闇の資金の流れを仲介していたと見るのが正しいだろう。この時期、連邦捜査当局は疑惑の取引の中心にいるのが、カガロフスキーと Menatep だと見なしていた。カガロフスキーが Yukos に移った後、アメリカの捜査当局の内偵は Yukos にも及び、所有構造を分散させた Yukos が本社、持株会社、子会社の間で価格移転をおこない、本社の利益を子会社に移していたと分析している。

「ニューヨークの老舗銀行がどうしてこのようなスキャンダルに」と考えるのはナイーヴすぎる。銀行にとって、大きな資金を扱うことができれば、それだけで巨額の手数料が手に入る。運用する毎に、その都度、手数料がとれる。お金に色は付いていない。白かろうが黒かろうが、巨額の資金を扱えるなら、喉から手が出るほど有り難い話なのだ。ロシアには源泉は不明だが、巨額の資金が動いていることは知られていた。だから、この資金を取り扱うことができれば、大きなビジネスになる。このような資金を集めてくる「金蔓（カネヅル）」は破格の待遇で銀行に飾っておくだけでも良い。だから、このナターシャは Senior vice-President の肩書きをもらい、ニューヨーク銀行の東欧業務担当の責任者になり、リヒテンシュタインに設立されていた Tetra Finance の実質的な資金運用も任された。この Tetra Finance はロシアの Inkombank のオフショア会社で、ロシアのマネー・ローンダリングの受け皿だった。ニューヨーク銀行で一回洗浄して、そこからここに送るのである。ナターシャは、70 億ドルの不法送金に関わった容疑で、ニューヨーク銀行のロンドン支店にいたもう一人のロシア人の夫をもつ女性行員とともに事情聴取を受けた。これがニューヨーク銀行スキャンダルの本質部分である。この資金の一部には IMF からの融資資金が含まれているのではないかとされている。

このロンドン支店の女性行員のロシア人亭主ピーター・ベルリンは、やはりニューヨーク銀行にローンダリングの口座をもっていた Benex 社の所有者で、この会社はブダペストを拠点にしていたロシア・マフィアの大物モギレヴィッチのローンダリングも請け負っていた。容疑となった 70 億ドルのうち、Benex 社の口座から 1 万回以上の取引を経由して、42 億ドルの資金が洗浄された。モギレヴィッチはアメリカとブダペストに CIS 向けの「ハイテク」製品を製造する工場をもっており、これらのモギレヴィッチの合法会社の資金を扱っていたのが Benex 社である。モギレヴィッチは武器の密輸、売春、麻薬などの売買に関係しており、FBI とハンガリー警察の捜査の対象になっていたが、1999 年のニューヨー

ク銀行事件発覚後、ハンガリーを離れた。スペインにいても、ロシアに戻ったとも言われている。

この事件に絡んで暴露されたもう一つのおまけがある。クレムリン修理を請け負った建設会社 Mabetex からのキックバックがハンガリーの銀行に預けられ、そこからエリツィン一家にクレジット・カードが発行され、エリツィンのハンガリー訪問時に手渡しされたと言われている。キックバックは百万ドルだった。

社会主義国からの体制転換の過程で、解体された KGB のような秘密公安警察の要員は私的な警備会社を設立するか、マフィアを取り仕切る集団を形成するかして、新たな時代の生活の糧を得ようとした。海外のオペレーションに長けていた連中は、秘密裏に操作した資産をかすめて独立した実業家へ転身を図った。まさに糸が切れた罫のように、旧体制の監視・管理者が独立自営の「赤いマフィア」へ転身したのである。国内では共産党やコムソモール組織の資産管理者もまた、転換過程のカオスに紛れて、所有資産の名義変更や売却を通して、私的な資産への転換を図った。ハンガリーでも、共産党の財政担当責任者だったマーティヤ、共産党青年組織のブダペスト書記長だったナジが、ハンガリーの億万長者リストに入っている。「体制転換肥り」で億万長者になったのは、皆、旧体制の人脈とノウハウ、インサイダー情報を利用して、国家や党の資産を私財に転換した連中である。彼らにとって、「体制転換」とは、「公的資産の私的資産への転換」に過ぎなかった。

ソ連中央銀行と共産党の対外資産の行方をめぐって、ガイダールは国外の会社に調査を依頼したことがある（1992 年）。しかし、90 万ドルの報酬は何の役にも立たなかった。ホドルコフスキー率いる Bank Menatep は資金の秘匿にかかわっているのではないかという嫌疑をかけられたが、ホドルコフスキーはこの件について、当時、「銀行はウェイターのような仕事をするものだ」（David E. Hoffman, *The Oligarchs: Wealth and Power*, Public Affairs, New York）と、非常に曖昧な回答をおこなっている。しかし、ニューヨーク銀行スキャンダルの陰の主力カゴロフスキーが Bank Menatep の役員から Yukos の副代表になったという事実は、Bank Menatep が創設時からロシア政府、中央銀行の要職にある人物たちと密接な関係があったことを教えている。

もしホドルコフスキーがソ連中央銀行と共産党の対外資産の秘匿（ローンダリング）に関係していたとすれば、KGB の残党、つまり赤いマフィアとして自立できなかった KGB グループが、ホドルコフスキー逮捕に異常な熱意を示す意味が理解できる。

## 巨大企業の私物化スキーム：民営化犯罪

Menatep 銀行設立後、つまり金融グループの形成の後に、ロシアでは主要な産業の民営化が日程に上った。中でも、最大の焦点は、石油・ガス・金属などのエネルギー・資源関連企業の民営化である。その主導権を握ったのは、エリツィンに取り入ったオリガークであり、その取り仕切り役がベレゾフスキーだった。アル中で統治能力を欠いたエリツィンの権威を利用したエネルギー・資源産業の民営化の頂点は、1995 年末の Yukos、Lukoil、Surgut、

Sidanco、Sibneft、Norilsk の「民営化」による私物化スキームである。

これらの企業はロシアの優良企業でありながら、キャッシュフローに問題を抱えていた。そこで考案されたのが、「負債と株式を交換する信用スキーム」である。Oneximbank の創設者であるポターニンのアイデアだったと言われているが、このアイデアを提案したのは多分、ポターニンに近いアメリカのコンサルティング会社か投資銀行、あるいは個人的アドバイザーだろう。「負債-株式交換」(Debt-Equity Swap) 自体はとくに目新しいスキームではなく、体制転換の民営化で欧米の金融アドバイザーがしばしば提言していた手法だが、それを Loan Program と称して、株式取得の意図を避けた表現をとったところに、この詐取スキームを発案したグループの気遣いが見られる。

とにかく、このアイデアに他の金融グループの連中も賛同を示し、ポターニンは Menatep のホドルコフスキーと Stolichny Bank のスモレンスキーを率いて、このスキームの説明のために、1995 年 3 月の閣僚会議に出席した。この閣僚会議を取り仕切ったのは、首相のチュエルノムイルジンと大蔵大臣のチュバイスである。閣僚会議はこの「信用スキーム」を容認し、上記 6 社の「民営化」手順の策定に入った。

「民営化」の詳細を決めたのは、上記の人物と担当官僚に加えて、全体の取り仕切り役だったベレゾフスキーである。ベレゾフスキーはエリツインのゴーストライターで、クレムリンに自由に出入りできるユマシェフを通して末娘のタチアナを紹介してもらい、そこからエリツインに接近するルートを持っていた。他の産業・金融グループは民営化入札の事前準備から完全に排除された。

まず、ホドルコフスキーが欲しかった Yukos 株 45% の入札は 1995 年の 12 月 8 日に行われ、Inkom Bank、Alfa Bank、Rossiisky Bank のコンソーシウムが付けた 3 億 5000 万ドルが一番高い応札だった。しかし、保証金の一部が現金ではなく、財務証券だったところからケチを付けられ無効とされ、900 万ドルを付けた Menatep のダミー会社が落札した。ちなみに、入札の出発価格は 1 億 5000 万ドルだった。これで Yukos はホドルコフスキーが手に入れた。簡単に比較できないが、現在の市場価額で 200 億ドルを超える資産が、200 分の 1 の資金で入手できた。自分の会社が落札した株式を私財に転換するプロセスは、説明を要しない。

次に、ポターニンが狙っていたのは、金属巨大企業の Norilsk ニッケルである。この株式 51% の入札は 1995 年 11 月 17 日に行われ、やはり最高値を付けたのは Rossiisky Bank で、3 億 5500 万ドルだった。しかし、保証金が不十分という理由でこの応札は無効とされ、Onexim Bank が 1 億 7010 万ドルで落札ということになった。出発価格は 1 億 7000 万ドルであった。これでポターニンが Norilsk を入手した。

ベレゾフスキーとアブラモヴィッツが強引に設立した Sibneft の株式 51% の入札は、1995 年 12 月 28 日に行われた。出発価格は 1 億ドル。Inkom Bank は 1 億 7500 万ドルを付けたが、ベレゾフスキーのダミー会社 NFK が 1 億 30 万ドルで落札した。入札が始まって間もなく、Inkom Bank から応札辞退の FAX が入ったからである。要するに、チェチェン・マフィアを

バックスにするベレゾフスキー相手では、「命には代えられない」ということだ。入札が有効になるためには最低2つのビッドがないといけないが、手回し良く、Menatepのダミー会社が1億10万ドルで応札していた。この後、Incom Bankの頭取であるヴィノグラードフが「出来レース」と批判したところ、中央銀行から検査が入るといふ嫌がらせを受けた。ベレゾフスキーとアブラモヴィッツは残りの株式の買い取りを進め、Sibneftはベレゾフスキーとアブラモヴィッツの手に落ちたのである。

こうしてエリツインのトラの威を借りたいわゆる「(エリツイン)ファミリー」グループがロシアの企業の中でも、もっとも「美味しい部分」を独占することになった。やりたい放題とはこのことである。これに地団駄踏んで悔しがったグループがいたのは当然だが、KGBグループの中で、ベレゾフスキーやホドルコフスキーへの復讐を誓った者がいても何ら不思議でない。しかし、それにはエリツイン政権の終末まで待たなければならなかった。

### 「プーチン - オリガーク」パクト

一般に報道されているのは、プーチンが大統領に就任した2000年にオリガークとの間で交わされた相互不可侵の「了解」である。つまり、プーチンはオリガークの過去の資産形成の罪を問わないが、その代わりに政治に口出すことを許さないというものだ。いわゆる政経分離のパクトだ。しかし、ホドルコフスキーはこのパクトを公然と破ろうとしている。それが政権からの攻撃の対象になったというのが一般的な説明である。

しかし、その時期と現在では状況が異なる。「ファミリー」の支援を受けて登場したプーチンは、即座にオリガークを摘発できる基盤をクレムリンの中にもたなかった。ハンガリーの週刊雑誌HVG(2003.11.15)のミハイル・ジェルヤーギン(グローバリゼーション問題研究所代表)へのインタビューによれば、「ファミリー」は1999年の政治危機の中でエリツインの後継者を探し始めたが、チュバイスとヴォロシンはプーチンなら操縦可能だと判断して、彼を推薦したのだという。ジェルヤーギンは閣僚会議事務局にいたことがあり、「ファミリー」と近い関係にあったから、これは本当の話だろう。KGBを取り込めば、過去の犯罪も不問になるだとうという計算もあったのだろう。今となっては、この選択は「ファミリー」にとって大誤算だった。

クレムリンの「ファミリー」の力が強い間は、プーチンにはオリガークの犯罪を摘発する手段がなかった。象徴的にベレゾフスキーとグシンスキーを「悪の総代理」にして、それ以外は不問となった。しかし、エリツイン時代に「ファミリー」のやりたい放題を見てきたプーチンやKGB残党には期するものがあっただろう。ここ3年は出身のペテルスブルグのKGBの部下を登用して「ファミリー」の力を次第に削ぎながら自らの地位と権力を築く過程であった。その間に、オリガークの不正をめぐる国内の議論が活性化してきた。エリツイン時代の「民営化」の見直しの議論も公然と闘わされる状況になった。プーチンが攻勢に転じる時期が来たのである。

その転機になったのが、今年2月のオリガークとプーチンの会合である。その場で、

ホドルコフスキーは、「ロシア官僚の腐敗が年間 300 億ドルの損失を生んでいる」と主張したようだ。これにたいして、プーチンが切れた。「お前に説教する資格があるか」と。ここから、プーチンは攻勢に転じた。「経済力を蓄えた者は政治に精を出すのではなく、富を社会に還元することを考えたらどうなんだ。それができないなら覚悟しろ」。ポターニンは恭順の意を示し、アブラモヴィッツもロシア国内の資産を売却して、ロシアからの出国を検討していると言われる。それにたいして、ホドルコフスキーは国際的なアドヴァイザー陣やコンサルティング会社で身を固め、国際的な人脈で自らの地位を防御しようという姿勢が明々白白である。ロスチャイルド家まで引っ張り出して、とにかくお金で買った人脈を総動員している。さらに、国内では「リベラル派」や共産党にまで資金を提供して、万が一への備えも行っている。自らが政権を握らない限り、ロシアにおける自らの地位は安泰ではない。それなら、使えるだけのお金を使って、自らが権力を握るのが一番早道だと考えるのも当然である。

アメリカの Yukos アドヴァイザーたちは、Yukos がロシアでもっとも透明度の高い企業であり、そのような模範企業に仕上げたホドルコフスキーは市場経済の旗手だと誉め上げ、いかに不正に取得された資産でもこのような模範的な企業を育てた人物は、余人を持って代え難いという主張を展開している。ソロスなどは、このような人物を逮捕するロシアを、G8 から追放すべきだと言う。そうだろうか。確かに、アメリカの会計事務所やコンサルティング会社に頼めば、会計制度や監査の報告はそれなりのものができる。しかし、それはもう後の祭りのお話だ。すでに所有権を海外の持ち株会社や子会社の分散し、利益を移転できるシステムを作っておいて、「透明な会社になりました」と言えるだろうか。

アル中でも大統領になれる国である。新興実業家で、巨額の資産を保有するホドルコフスキーが大統領になっておかしいはずはない。「マフィアが首相に」と *Economist* 誌が批判したベルルスコーニイもいる。

逆に、こんなめっちゃくちゃな国は KGB の強権でもなければ、始末が付かないと考える見方もある。エリツィンを手玉にとった一部のオリガークが、経済権力だけでなく、政治権力まで握れば、それこそ完全独裁ではないか。市民社会度が低い限り、ロシアはオリガークと、それから相対的に独立した政権の相互監視作用によってしか、機能していかないのではないか。

プーチン政権がホドルコフスキーに脅威を感じたとすれば、それは政治的なものより、Yukos の Exxon Mobil と Chevron Texaco への売却の脅威だろう。加工工業の興隆が遅れているロシアにとって、エネルギー・資源産業は国民経済の根幹を成す産業である。その産業がエリツィン時代にほとんど「民営化」され、オリガークの手に渡ってしまった。そして、そのオリガークが今、アメリカ企業に企業を売却しようとしている。もし Yukos が Exxon と Chevron の手に落ちれば、ロシアの油田はロシア政権の手の届かないものになってしまう。

ホドルコフスキーの過去、Yukos 株略奪となった「民営化」、Exxon/Chevron への売却、ホドルコフスキーの政治的野心が相乗的に働き、Yukos への強制捜査となった。叩けばいくら

でもボロが出てくるから Yukos 捜査はそれほど難しくないだろう。しかし、今後、ロシアのエネルギー産業をどう経営していくのか、その課題は残る。

## リスク・プレミアム

例によって、ロシア株式市場に投資している機関投資家や証券会社は、ホドルコフスキー逮捕を批判している。ロシアの信用を失墜させ、ロシアへの投資を停滞させると。少なくとも株式投資市場にかんする限り、投資の撤退が起きることは避けられないだろう。しかし、それは実体経済とほとんど関係がない。ロシア株式市場に投資されている資金は純粋なマネー・ゲーム資金で、そのかなりの部分は欧米の機関投資家の資金である。これらの投資はヴォラティリティの高いエマージング市場を狙った投資であり、当該国の実体経済の成長にほとんど寄与しない「カジノ」的資金である。1998年のロシア危機の際には、ほとんどが総引き上げに転じたが、実体経済の回復に伴いまた戻ってきた資金である。

ロシア危機を想起すればよい。ロシアの財政赤字を補填するために、当時のロシア政府は異常に高いクーポンを払って外国からの投資（投機）資金を呼び込んだ。クーポンの利払いも、国債の償還も、外国から資金を取り込んで自転車操業的に回していた。何のことはない、外人投資家は自分たちが出資したお金を分け合うゲームを繰り返していただけだ。このゲームが続いている間は、ロシア政府の財政に寄与するが、他方の投資家の手許にあるのは「ババ抜き」の「ババ」である。ロシアがデフォルトを宣言した途端に、この「ババ」は紙屑になってしまった。これが現代の典型的なマネー・ゲームだ。この種の投資家の代弁者の言い分を聞いていたら切りがない。ハイリスクのロシア国債で大やけどをしても、すぐに戻って来る。この種のポートフォリオ資金というのは、そういう不埒な存在で、物忘れも早い。だから、その言をまともに聞く必要はさらさらない。

実体経済に影響があるとすれば、直接投資だろう。しかし、もともとエネルギー・資源関連を除いて、ロシアへの直接投資は本格化していない。だから、この Yukos の一件があるがなかろうが、あまり関係ない。新規の投資といえども、ロシアへの直接投資がかなりのリスクをもつことは当然である。エネルギー・資源関連投資も、略奪された資産への投資、つまり「過去の犯罪」にまみれた資産の買収である。そこには当然、経済開発貿易副大臣のドヴォルコヴィッチが述べたように、*risk premium of "past sins"*が含まれていると考えるべきである。当を得た表現である。

投資に限らず、ロシア社会は今、「ソ連と体制転換の犯罪」というリスクを抱えた社会である。犯罪の頂点に立つホドルコフスキーが大統領になるシナリオも排除できないし、ホドルコフスキー抜きの政経分離のパクトが再び構築される可能性もある。いずれの場合も、ロシアの民主化と市民社会への転換には、まだかなり長い時間が必要だということだ。

(2003年11月14日)