

博士論文

論文題目 戦後アメリカ金融システムの資金運用者化と金融危機

氏 名

横川 太郎

## 目次

|   |    |
|---|----|
| 略称・用語一覧.....                                | 4  |
| はじめに .....                                  | 10 |
| 第1章 戦後アメリカの金融構造の変化と機関化を巡る議論.....            | 11 |
| 1.1. 金融資産・負債の推移と金融システムの構造変化.....            | 11 |
| 1.1.1. 預金金融機関から機関投資家への資産のシフト .....          | 11 |
| 1.1.2. 家計部門の負債の増大 .....                     | 14 |
| 1.1.3. 金融の重層化の進展 .....                      | 17 |
| 1.2. 「金融市場の機関化」を巡る議論とその特徴.....              | 19 |
| 1.2.1. 黎明期：第二次世界大戦後から1965年まで.....           | 19 |
| 1.2.2. 流通市場での活動拡大と「株式市場の機関化」を巡る議論の活発化.....  | 21 |
| 1.2.3. ミンスキーの金融不安定性仮説と資本主義経済の資金運用者化 .....   | 27 |
| 第2章 ニューディール改革、戦時経済と戦後アメリカの経済構造.....         | 36 |
| 2.1. ニューディール改革：厳格な金融規制と一般投資家保護、所得平等化の基礎.... | 36 |
| 2.1.1. ニューディール型銀行システムの構築 .....              | 36 |
| 2.1.2. ワグナー法の制定と所得水準の引き上げ.....              | 44 |
| 2.2. 第二次世界大戦下における労働政策と金融政策 .....            | 44 |
| 2.3. 第二次世界大戦終了後のアメリカ経済.....                 | 48 |
| 2.3.1. 「頑強な金融構造」をもつ金融システムの形成.....           | 48 |
| 2.3.2. 財政赤字を伴う大きな政府の形成.....                 | 50 |
| 2.3.3. 企業部門の自己金融化 .....                     | 52 |
| 2.3.4. 中所得層の拡大と少額貯蓄者の形成.....                | 54 |
| 第3章 「株式市場の機関化」の進展と資金運用者化 .....              | 59 |
| 3.1. 機関投資家と資金運用者 .....                      | 59 |
| 3.2. 「株式保有の機関化」の進展.....                     | 62 |
| 3.2.1. 「国債・社債保有の機関化」と「株式保有の機関化」の状況.....     | 62 |
| 3.2.2. 少額貯蓄の形成と非預金金融機関への流入 .....            | 64 |
| 3.2.3. 1960年代前半までの金融環境と機関投資家による株式保有.....    | 66 |
| 3.2.4. 「株式保有の機関化」の進展.....                   | 71 |
| 3.3. 「株式流通市場の機関化」の進展.....                   | 73 |
| 3.3.1. 1966年の金融逼迫とディスインターミディエーションの発生 .....  | 73 |
| 3.3.2. 機関投資家の競争圧力の増大.....                   | 75 |
| 3.3.3. 「株式流通市場の機関化」と株式取引システムの空洞化.....       | 77 |
| 3.3.4. 1980年代以降の機関投資家の活動と「株式運用過程の機関化」 ..... | 79 |

|        |  |     |
|--------|--|-----|
| 3.4.   | ニューディール型銀行システムの終焉.....                                   | 83  |
| 3.4.1. | 投機的な金融活動の展開とその崩壊.....                                    | 84  |
| 3.4.2. | 新たな金融システムの構想と FDICIA の制定.....                            | 86  |
| 第4章    | アメリカにおける証券化の深化と投機化.....                                  | 90  |
| 4.1.   | アメリカにおける住宅金融.....  | 90  |
| 4.1.1. | 公的金融プログラムの形成と発展.....                                     | 90  |
| 4.1.2. | 第2次世界大戦後における公的金融プログラムの拡大と行き詰まり.....                      | 91  |
| 4.2.   | 政府関連企業体による住宅モーゲージ証券化の開始.....                             | 92  |
| 4.2.1. | MBS の発行開始.....   | 92  |
| 4.2.1. | 証券化商品発行円滑化のための規制緩和の進展.....                               | 94  |
| 4.3.   | 証券化 (Securitization) から仕組み金融 (Structured Finance) へ..... | 95  |
| 4.3.1. | 期限前償還リスクと CMO.....                                       | 95  |
| 4.3.2. | ABS の発行と「仕組み金融」.....                                     | 99  |
| 4.3.3. | 仕組み金融と資産選択.....  | 102 |
| 4.3.4. | リスクのある資産, 流動性の低い資産の証券化.....                              | 103 |
| 4.4.   | 1990年代以降の証券化商品 (MBS, ABS, CDO) の発行急増とその問題点.....          | 106 |
| 4.4.1. | 民間 MBS の発行増加.....  | 106 |
| 4.4.2. | ABS の発行増大と HEL 証券化.....                                  | 107 |
| 4.4.3. | CDO の発行増大.....   | 108 |
| 4.4.4. | 仕組み証券化のリスク: 信用補完の問題点.....                                | 110 |
| 第5章    | Originate-to-Distribute Model の形成と金融市場の機関化.....          | 115 |
| 5.1.   | ニューディール型銀行システムから OTD モデルへ.....                           | 117 |
| 5.1.1. | Institutional Cash Pool の拡大と流動的な短期金融資産の不足.....           | 120 |
| 5.1.1. | ABCP の発行拡大と機関投資家による保有.....                               | 125 |
| 5.1.2. | レポ取引の仕組みとその拡大.....                                       | 127 |
| 5.1.3. | MMMF による短期金融資産の保有.....                                   | 131 |
| 5.1.4. | 機関投資家による証券化商品の保有.....                                    | 134 |
| 5.2.   | OTD モデル下の投資銀行業, 商業銀行業.....                               | 135 |
| 5.2.1. | 「金融市場の機関化」の投資銀行業への影響とその対応.....                           | 136 |
| 5.2.2. | 「金融市場の機関化」の商業銀行業への影響とその対応.....                           | 144 |
| 5.3.   | OTD モデルと機関投資家・資金運用者.....                                 | 154 |
| 5.3.1. | セキュリティ・レンディングによる担保証券の供給.....                             | 154 |
| 5.3.2. | 機関投資家によるヘッジファンド投資の拡大.....                                | 160 |
| 5.4.   | 「金融市場の機関化」と OTD モデル.....                                 | 167 |
| 第6章    | 資本主義経済の資金運用者化とサブプライム金融危機.....                            | 174 |
| 6.1.   | サブプライム金融危機の発生と民間の短期金融資産への「取り付け」.....                     | 174 |

|        |  |     |
|--------|--|-----|
| 6.1.1. | ABCP 市場での流動性危機と商業銀行のオフバランス事業の実態 .....    | 174 |
| 6.1.2. | レポ市場とセキュリティ・レンディング市場の収縮 .....            | 177 |
| 6.1.3. | MMMF 市場における取り付けの発生と ICP .....            | 180 |
| 6.2.   | サブプライム金融危機と資金運用者 .....                   | 181 |
| 6.2.1. | 資金運用者による短期利益の追求.....                     | 181 |
| 6.2.2. | OTD モデルにおけるレバレッジの拡大.....                 | 185 |
| 6.2.3. | サブプライム金融危機の資金運用者への影響.....                | 188 |
| 6.3.   | 資本主義経済の資金運用者化と家計部門 .....                 | 191 |
| 6.3.1. | 短期利益最大化と家計部門の資産形成の阻害.....                | 192 |
| 6.3.2. | 証券化の深化・拡大と家計負債の増加 .....                  | 193 |
|        | おわりに .....                               | 201 |
|        | 「金融市場の機関化」と「資金運用者資本主義」 .....             | 201 |
|        | 機関投資家と資金運用者および資本主義経済の資金運用者化.....         | 202 |
|        | 戦後アメリカにおける「金融市場の機関化」の進展 .....            | 203 |
|        | OTD モデルの形成とそのもとでの既存金融機関および機関投資家の役割 ..... | 206 |
|        | OTD モデル下での資金運用者の活動 .....                 | 208 |
|        | サブプライム金融危機の発生と OTD モデルの機能停止.....         | 209 |
|        | 資本主義経済の不安定性の高まりと実体経済（家計部門）への影響.....      | 210 |

## 略称・用語一覧

| 略称      | 正式名称   | 日本名, 説明   |
|---------|--|---|
| ABCP    | Asset-backed<br>Commercial Paper   | 資産担保コマーシャル・ペーパー   |
| ABS     | Asset Backed Security  | 資産担保証券  |
| AIG FP  |  | AIG フィナンシャル・プロダクツ。米大手保険会社 AIG<br>の子会社で主にロンドンで活動していた。                    |
| Alt-A   | Alternative-A  | プライム層とサブプライム層の中間に位置づけられ<br>る層   |
| AUM     | Asset Under Management   | 運用資産残高  |
| BHC     | Bank Holding Company   | 銀行持株会社  |
| CalPERS | The California Public<br>Employees' Retirement<br>System                       | カリフォルニア州職員退職年金基金  |
| CBO     | Collateralized Bond<br>Obligation  | 社債担保証券。社債を裏付けに証券化したもの   |
| CDO     | Collateralized Debt<br>Obligation  | 債務担保証券。   |
| CDS     | Credit default swap  | クレジットデリバティブの一種で、企業や金融商品の<br>債務不履行にともなうリスクを対象とする金融派生<br>商品。金融保険に近い性格をもつ。 |
| CLO     | Collateralized Loan<br>Obligation  | ローン担保証券。銀行の貸出債権などを証券化した<br>もの。  |
| CMA     | Cash Management<br>Account   | MMMF の総合口座版   |
| CMBS    | Commercial Mortgage<br>Backed Securities                                       | 商業不動産担保証券。商業用不動産融資を裏付け<br>とした MBS                                       |
| CMO     | Collateralized Mortgage<br>Obligation  | FHLMC により 1983 年にはじめて発行されたペイ・ス<br>ルー型証券                                 |
| CP      | Commercial Paper   | コマーシャル・ペーパー   |
| DB 型    | Defined Benefit Plan   | 確定給付型年金   |
| DC 型    | Defined Contribution Plan  | 確定拠出型年金   |
| DIDMCA  | Depository Institutions<br>Deregulation and<br>Monetary Control Act of<br>1980 | 1980 年預金金融機関規制緩和・通貨統制法  |

|               |   |   |
|---------------|---|---|
| <b>ERISA</b>  | Employee Retirement<br>Income Security Act of<br>1974               | 従業員退職所得保障法  |
| <b>ETF</b>    | Exchange Traded Funds   | 上場投資信託  |
| <b>FDIC</b>   | Federal Deposit Insurance<br>Corporation                            | 連邦預金保険公社  |
| <b>FDICIA</b> | Federal Deposit Insurance<br>Corporation Improvement<br>Act of 1991 | 1991 年連邦預金保険公社改善法                                 |
| <b>FHA</b>    | Federal Housing<br>Administration                                   | 連邦住宅局   |
| <b>FHC</b>    | Financial Holding<br>Company  | 金融持株会社  |
| <b>FHLMC</b>  | Federal Home Loan<br>Mortgage Corporation                           | フレディーマック。1970 年設立の GSE。                           |
| <b>FNMA</b>   | Federal National Mortgage<br>Association                            | 連邦抵当金庫。1938 年設立。                                  |
| <b>FoHF</b>   | Fund of Hedge Funds   | ファンド・オブ・ヘッジファンズ                                   |
| <b>FSLIC</b>  | Federal Savings and Loan<br>Insurance Corporation                   | 連邦貯蓄貸付保険公社。FDIC の S&L 版。                          |
| <b>FTC</b>    | Federal Trade<br>Commission   | 連邦取引委員会   |
| <b>GNMA</b>   | Government National<br>Mortgage Association                         | 政府抵当金庫  |
| <b>GSE</b>    | Government Sponsored<br>Enterprises                                 | 政府援助法人  |
| <b>GSE 債</b>  | GSE Bonds/GSE Debt<br>Securities                                    | 政府援助法人が発行した債券 (MBS, 社債など)                         |
| <b>GS 法</b>   | Glass-Steagall Act  | 1933 年銀行法の俗称                                      |
| <b>HEL</b>    | Home Equity Loan  | ホームエクイティローン                                       |
| <b>ICP</b>    | Institutional Cash Pool   | 機関投資家や大企業の内部留保などの大規模な集中管理された短期のキャッシュ・バランスを総称したもの。 |
| <b>LBO</b>    | leveraged buyout  | 企業買収手法の一種で、買収の標的にされた企業の資産を担保に、資金調達し買収を行うというもの。    |
| <b>LTV</b>    | Loan-to-Value   | 被担保債権対資産価値比率                                      |

|                |   |  |
|----------------|---|--|
| <b>MBS</b>     | Mortgage Backed Securities              | モーゲージ担保証券  |
| <b>MMC</b>     | Money Market Certificate                | 市場金利連動型預金  |
| <b>MMMF</b>    | Money Market Mutual Funds               | 1971年に登場したミューチュアルファンドの一種。預金代替商品として急成長した。                               |
| <b>MTN</b>     | Medium-term Note                        | 中期(社)債   |
| <b>NAV</b>     | Net Asset Value                         | ミューチュアルファンドの純資産総額のこと   |
| <b>NCD</b>     | negotiable certificate of deposit       | 譲渡性預金証書  |
| <b>NYSE</b>    | New York Stock Exchange                 | ニューヨーク証券取引所  |
| <b>OTD モデル</b> | Originate-to-Distribute Model           | 1990年代以降に形成された金融仲介システムのこと。詳しくは第5章1節を参照。                                |
| <b>OTH モデル</b> | Originate-to-Hold Model                 | 商業銀行を通じた従来型の金融仲介システムのこと。詳しくは第5章1節を参照。                                  |
| <b>REIT</b>    | Real Estate Investment Trust            | 不動産投資信託  |
| <b>REMIC</b>   | Real Estate Mortgage Investment Conduit | 不動産モーゲージ投資導管   |
| <b>RMBS</b>    | Residential Mortgage Backed Securities  | 住宅モーゲージ担保証券  |
| <b>RTC</b>     | Resolution Trust Corporation            | 整理信託公社   |
| <b>S&amp;L</b> | Savings and Loan association            | 貯蓄貸付組合   |
| <b>SEC</b>     | Securities and Exchange Commission      | 証券取引委員会  |
| <b>SF CDO</b>  | Structured Finance CDO                  | MBS や ABS, CDO を裏付けとした CDO。本稿における CDO と同義。                             |
| <b>SIV</b>     | Structured Investment Vehicle           | 商業銀行などの金融機関によって設立されたオフバランス事業体の一種で, ABCP や MTN で資金調達を行い, 証券化商品などへの投資を行う |
| <b>SPV</b>     | Special Purpose Vehicle                 | 特別目的事業体。本稿では証券化商品の発行の際に裏付け資産を真正譲渡するために設立される。                           |
| <b>SRI</b>     | Socially responsible investment         | 持続的責任投資, 社会的責任投資   |
| <b>TARP</b>    | Troubled Asset Relief                   | 不良資産救済プログラム  |

|                      | Program  |   |
|----------------------|--|---|
| <b>TB</b>            | Treasury Bills   | 米財務省短期証券  |
| <b>TIAA/CREF</b>     | Teachers Insurance and Annuity Association of America-College Retirement Equities Fund | 米国大学教職員退職年金/保険基金  |
| <b>TOB</b>           | take-over bid  | 株式公開買付。敵対的買収と友好的買収に分かれる。  |
| <b>VA</b>            | Veterans Administration  | 退役軍人省   |
| <b>オフバランス事業体</b>     | off-balance-sheet entities   | 銀行本体に連結されない簿外の事業体のことで、本稿では主にABCP 導管体 (conduit) と SIV が該当する  |
| <b>カストディアン</b>       | custodian  | 機関投資家などが保有する株式やその他の資産を保管・管理する銀行などの金融機関のこと   |
| <b>機関投資家</b>         | institutional investor   | 一般大衆から相当額の資金を吸収し、これを有価証券とりわけ普通株に運用して利益をあげ、その益を主たる収益源、またはその一つとする機関                                   |
| <b>クローズドエンド型投資会社</b> | closed-end fund  | 決められた株式発行残高を持ち、換金にも応じない形式の投資会社。投資家が新たに投資を行いたい場合や売却を行いたい場合は、流通市場で売買する。                               |
| <b>資金運用者</b>         | money manager  | 短期利益追求型の資金運用業務を実施する部門・主体  |
| <b>ジャンクボンド</b>       | junk bond  | 格付機関の S&P で BBB, Moody's で Baa 未満の評価を受けた社債で、信用が低い代わりにリターンが大きく、ハイリスク・ハイリターンな債券。近年は、ハイイールド・ボンドとも呼ばれる。 |
| <b>政府機関債</b>         | Agency securities  | GSEs や政府関連機関 (Federal related institutions) によって発行される証券のこと  |
| <b>セキュリティ・レンディング</b> | security lending   | 機関投資家などが保有する有価証券を、有償でブローカー・ディーラーに貸し出すもの   |
| <b>ディーリング業務</b>      | dealing  | 投資銀行が証券取引などでマーケットメイクを目的に自己勘定で取引を行うこと  |
| <b>伝統的投資銀行業務</b>     | traditional investment bank business   | 本稿では、引受け業務、M&A 等アドバイザー、ブローカー業務、ディーリング業務 (プロップ取引を除く) を指す   |
| <b>投資会社</b>          | investment company   | 小口投資家から集めた資金を、あらかじめ定めた投   |



|                   |                         |   |
|-------------------|-------------------------|---|
|                   |                         | 資目的に合致する証券に投資する投資事業体のこと   |
| 投資適格(債券)          | investment grade bond   | 格付機関の S&P で BBB 以上, Moody's で Baa 以上の格付を得た証券のこと   |
| トライパーティ・レポ        | tri-party repo          | 取引の当事者の間にカストディアン銀行を介在させ、そのカストディアン銀行にある口座間で現金と担保の受け渡しを行う形式のレポ取引のこと。レポ取引に関わるリスク管理をカストディアン銀行が代行してくれる点に特徴がある。               |
| トレーディング業務         | trading                 | 投資銀行業務のうちブローキング業務, ディーリング業務, プロップ取引を総称したもの。ただ, 実際にはブローキング業務を除いた自己勘定取引のみを指している場合があり, 収入の構成比で見た場合, 自己勘定取引が大宗を占めていると考えられる。 |
| ニューディール型銀行システム    | New Deal banking system | 本稿では, グラス・スティーガル法(1933年銀行法), 1935年銀行法, 1933年証券法, 1934年証券所取引法の4法を中心として構成される金融制度を指す                                       |
| バイラテラル・レポ         | bilateral repo          | 取引の当事者同士が相対で証券と資金を同時に受け渡しする形式のレポ取引のこと   |
| パス・スルー証券          | path-through securities | 証券化の方式の一つで, 裏付けとなる資産プールにある債権から每期ごとに回収される元利金を, 投資家の持ち分に応じてそのまま投資家に分配する証券化商品のこと。期限前償還の問題を抱え, 最終的な満期が不確定になる問題がある。          |
| プリンシパル・インベストメント業務 | principal investment    | 引受け業務の延長上に存在し, 有価証券の引受業務で売れ残り分の買い取り契約を有価証券以外の資産に広げたもの。不動産や未公開企業投資, M&A取引への直接参加, 証券化商品のエクイティ投資など非流動的な資産に投資し, 高リターンを追求する。 |
| ブローカー業務           | brokerage               | 顧客の証券取引の注文を取引所に取り次ぐこと   |
| プロップ取引            | proprietary trade       | プロプライアタリー取引。ディーラー業務をより積極的に展開したもので, 顧客の預かり資産や自己資金を用いてロングポジションやショートポジションを形成し市場リスクやクレジットリスクを取ることで高リターンを追求するもの。             |
| ヘアカット率            | haircut                 | レポ取引などで差し出された担保の市場価値や額  |

|                 |                                       |   |
|-----------------|---------------------------------------|---|
| ペイ・スルー型<br>証券   | pay-through securities                | 面に対して設定される担保価値の削減率のこと<br>パス・スルー証券の期限前償還の問題を解決するために1983年に導入された証券化の方式で、優先劣後構造を採用し、元本の償還に順序を付けることで満期と最終利回りをある程度確定させることが可能になった。 |
| ヘッジファンド         | Hedge Fund                            | 1940年投資会社法に基づくSECへの登録義務を免除された私募ファンド。従来は主に富裕層を中心とした限られた個人投資家向けの金融商品だった。  |
| マネーセンター<br>バンク  | money center bank                     | 国内外で重要な経済的役割を果たす世界の主要金融センターにある銀行のことで、本稿ではJ.P.モルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカ、シティグループの大手商業銀行3行を指す                                      |
| ミューチュアルフ<br>Анд | mutual fund                           | オープンエンド型投資会社のことで、投資家が新たに投資を希望した場合に証券を随時発行し、売却を希望した場合には、一株当たり純資産額での買い戻しを行う点に特徴がある  |
| モーゲージ           | Mortgage                              | 住宅取得者(債務者)が債権者に対し交付する約束手形、契約証書、保険証書などの総称  |
| モノライン保険<br>会社   | monoline insurance<br>company/insurer | 金融保証業務を専門に行う保険会社のこと。  |
| レポ/Repo/RP      | repurchase agreement                  | 買い戻し条件付き売却。資金の借り手となる投資家が、資金の出し手となる投資家に対し、将来のある時点に買い戻すことを条件に有価証券を売却し、資金を調達するもの   |

## はじめに

本稿の目的は、「金融市場の機関化」が、(1) 戦後アメリカにおいてどのように進展してきたのかを明らかにすると共に、(2) それが現在のいわゆる **Originate-to-Distribute Model** (OTD モデル) の形成にどのような影響を与え、(3) この金融仲介システムの中で機関投資家と資金運用者がどのような役割果たしていたのかを明らかにすることにある。

戦後アメリカの金融仲介システムの歴史的な変遷、すなわち **Originate-to-Hold Model** (OTH モデル) もしくはニューディール型銀行システムから現在の OTD モデルへの移行を考えたとき、そこには長期的な変化を決定づける何らかの諸力が存在していると考えられる。金融システムに変化をもたらす様々な金融革新は、短期的には規制緩和や偶然と行った要素によって引き起こされる場合もあるが、長期的にはその新たな金融商品、金融手段の提供を通じて継続的に利益が得られなければ存続し得ない。これは翻せば、その新たな金融手段、金融商品を需要する経済主体もしくは企業、金融機関が存在していることを意味している。

このような観点に立つと、戦後アメリカ経済には、3つの金融的な特徴がある。第1に、預金金融機関からいわゆる機関投資家へ金融資産および金融仲介がシフトする傾向、第2に「金融の重層化」と呼ばれる金融機関の間で金融仲介の深化、そして、第3に家計部門の負債の増加である。

特にこの第1の点は、ゴールドスミスの論じた金融市場の「機関化(institutionalization)」と呼ばれ、これまで数多くの研究がなされてきた。特に1980年代末になると、機関投資家が資本主義経済の運動に影響力を与えるようになったという議論が登場するようになる。それは「機関投資家資本主義」、「受託者資本主義」、もしくは「資金運用者資本主義」と呼ばれる議論であった。

機関投資家の運用資産の拡大が、金融仲介システムの進化にどのように影響しているのか。また、それは金融仲介の重層化や家計部門の負債の増加とどのような関係にあるのか。本研究ではこれらのことを明らかにするために、まず、第1章でこれまでの機関化を巡る議論を整理した上で、本論文における課題と仮説を設定する。

そして、設定された課題を先取りして第2章以降について見取り図を示すと、第2章では戦後アメリカの金融システムに根底にあったニューディール型銀行システムの成立について論じ、第3章で資金運用者の定義について検討した上で、戦後アメリカにおける機関投資家の登場と「株式市場の機関化」について論じる。つづいて、第4章ではもう1つの機関化の流れである証券化とその拡大・深化について論じ、それを踏まえて第5章で新たな金融システムへの転換が「金融仲介構造の機関化」として生じたことを論じる。そして、第6章で資本主義経済の資金運用者化の結果としてのサブプライム金融危機について論じる。

## 第1章 戦後アメリカの金融構造の変化と機関化を巡る議論

### 1.1. 金融資産・負債の推移と金融システムの構造変化

ここではまず戦後アメリカの各経済部門とその内部における資産・負債の変化をみると、各経済主体の投資行動や資産選択、さらには金融仲介がどのように変化してきたのか概観する。FRBが公表する *Flow of Funds Accounts* を用いて、戦後アメリカの金融構造の長期的な変化を見ると、そこには大きく分けて3つの変化が見られる。第1に金融部門の保有資産が預金金融機関からいわゆる機関投資家にシフトしていること、第2に家計部門の負債が大きく増大していること、第3に証券化関連資産のプールの拡大や機関投資家を通じた投資などにより金融の重層化が進展していることである。

#### 1.1.1. 預金金融機関から機関投資家への資産のシフト

表1-1 金融部門の資産の内訳

|      | 預金金融機関(クレジットユニオンを除く) |        |       | 保険会社  | 年金基金 | 投資会社        |       |      | 証券化関連資産  |        |       |
|------|----------------------|--------|-------|-------|------|-------------|-------|------|----------|--------|-------|
|      | 商業銀行                 | 貯蓄金融機関 |       |       |      | ミューチュアルファンド | MMMF  |      | GSEs関連資産 | ABS発行体 |       |
| 1946 | 61.2%                | 49.4%  | 11.8% | 21.5% | 3.1% | 0.2%        | 0.1%  | 0.0% | 0.9%     | 0.9%   | 0.0%  |
| 1951 | 59.0%                | 45.5%  | 13.5% | 23.8% | 3.9% | 0.3%        | 0.2%  | 0.0% | 1.2%     | 1.2%   | 0.0%  |
| 1956 | 57.1%                | 39.9%  | 17.1% | 23.7% | 5.9% | 0.4%        | 0.3%  | 0.0% | 1.5%     | 1.5%   | 0.0%  |
| 1961 | 57.1%                | 37.1%  | 20.0% | 21.9% | 7.3% | 0.7%        | 0.4%  | 0.0% | 2.1%     | 2.1%   | 0.0%  |
| 1966 | 57.8%                | 36.9%  | 20.9% | 19.2% | 7.6% | 0.8%        | 0.6%  | 0.0% | 2.8%     | 2.8%   | 0.0%  |
| 1971 | 59.0%                | 38.3%  | 20.7% | 16.6% | 6.7% | 0.6%        | 0.4%  | 0.0% | 4.2%     | 4.2%   | 0.0%  |
| 1976 | 58.7%                | 37.2%  | 21.5% | 14.6% | 7.5% | 0.6%        | 0.4%  | 0.1% | 6.1%     | 6.1%   | 0.0%  |
| 1981 | 53.8%                | 34.9%  | 18.9% | 13.9% | 8.8% | 3.3%        | 0.5%  | 2.7% | 8.7%     | 8.7%   | 0.0%  |
| 1986 | 46.2%                | 29.8%  | 16.4% | 13.3% | 8.7% | 6.6%        | 3.6%  | 2.9% | 12.5%    | 11.6%  | 1.0%  |
| 1991 | 36.8%                | 27.1%  | 9.7%  | 15.5% | 8.7% | 8.6%        | 4.2%  | 3.9% | 17.7%    | 14.8%  | 2.9%  |
| 1996 | 31.7%                | 25.2%  | 6.4%  | 15.0% | 8.1% | 10.7%       | 5.7%  | 4.4% | 22.5%    | 17.6%  | 4.9%  |
| 2001 | 27.8%                | 22.8%  | 5.0%  | 11.6% | 5.9% | 13.0%       | 5.5%  | 7.0% | 29.2%    | 21.9%  | 7.4%  |
| 2006 | 28.2%                | 23.6%  | 4.6%  | 10.9% | 4.9% | 11.0%       | 5.8%  | 4.7% | 31.4%    | 19.2%  | 12.2% |
| 2007 | 28.0%                | 23.6%  | 4.4%  | 10.2% | 4.9% | 11.9%       | 6.0%  | 5.3% | 32.1%    | 20.0%  | 12.1% |
| 2008 | 27.2%                | 23.8%  | 3.4%  | 9.6%  | 4.9% | 13.2%       | 5.9%  | 6.9% | 30.9%    | 20.6%  | 10.4% |
| 2009 | 26.1%                | 23.3%  | 2.8%  | 10.3% | 5.3% | 13.0%       | 7.0%  | 5.4% | 29.8%    | 21.3%  | 8.5%  |
| 2010 | 27.1%                | 24.2%  | 2.9%  | 10.9% | 5.7% | 13.2%       | 8.1%  | 4.4% | 26.2%    | 20.1%  | 6.1%  |
| 2011 | 26.8%                | 24.1%  | 2.7%  | 11.0% | 5.9% | 14.1%       | 9.0%  | 4.3% | 24.7%    | 19.4%  | 5.3%  |
| 2012 | 27.5%                |        |       | 11.0% | 5.0% | 15.2%       | 10.2% | 4.0% | 23.3%    | 18.8%  | 4.4%  |

出典: *Flow of Funds Accounts*, L1, FRB.

第二次世界大戦後、金融部門が保有する金融資産は年平均 8.1%という高水準で増加し、1946年に 2260 億ドルだった資産は、2011年には 38兆 2786 億ドルにまで増大した。同期間の名目 GDP 成長率が平均 3.0%であることを考えると、金融資産の蓄積がいかにハイペースで進んだか分かる。ただ、金融部門全体の資産は増加したが、その部門でも資産が大きく増加した金融機関と相対的に増加しなかった、もしくは減少した金融機関が存在している。それを見るために金融部門内での保有資産の比重を示したのが表 1-1 である。第二次世界大戦終了直後の 1946 年段階では、資産のほとんどが商業銀行と S&L に代表される貯蓄金融機関によって保有されており、その比率は実に 61.2%に達していた。商業銀行の保有する資産は戦後緩やかに減少していったが、預金者により高い利率を提示し、さらに戦後のアメリカにおける住宅金融を主導してきた貯蓄金融機関に資金が集まることで保有資産が増大したこともあり、預金金融機関への資産の集中は 1970 年代末までは維持されてきた。しかし、S&L 危機が生じた 1980 年代以降、商業銀行と貯蓄金融機関の双方で資産が

減少するようになり、預金金融機関の保有資産は2009年には両者を合わせても全体の4分の1強しかない26.1%にまで縮小した。これは預金金融機関が1980年代以降、貸出債権や各種の証券を含む金融資産の保有者としての役割を相対的に減じてきていることを意味している。

一方、資産の保有者としてその存在感を高めたのが、いわゆる機関投資家と証券化に関連する金融機関である。機関投資家、とりわけミューチュアルファンド（オープンエンド型投資信託）や MMMF (Money Market Mutual Fund) を含む投資会社は<sup>1</sup>、1946年段階では金額にして5億ドル、金融部門の資産全体のわずか0.2%を保有するだけであった。しかし、1980年代初めにまず MMMF が、次いで1985年以降にミューチュアルファンドが保有資産を急増させたことで、2012年には金額にして5兆9492億ドル、資産全体の15.2%を有するようになった。また、年金基金も戦後、保有資産を増大させ、1946年の3.1%から1984年には9.8%を有するまでになったが、2012年には5.0%となっている。生命保険会社を中心とする保険会社は、1950年代から60年代初頭にかけて保有資産を増大させ、1950年代には金融部門の資産全体の24%弱を有していた。しかし、1980年代末にかけて緩やかな減少傾向になり、1990年代に一旦増加に転じたが、その後再び減少し2012年には金融部門の資産の11.0%を有するに留まっている。そのため、同じ機関投資家といえども資産保有比率を拡大したものと相対的に縮小したものが存在し、機関投資家という一括りでは論じられないことが分かる。

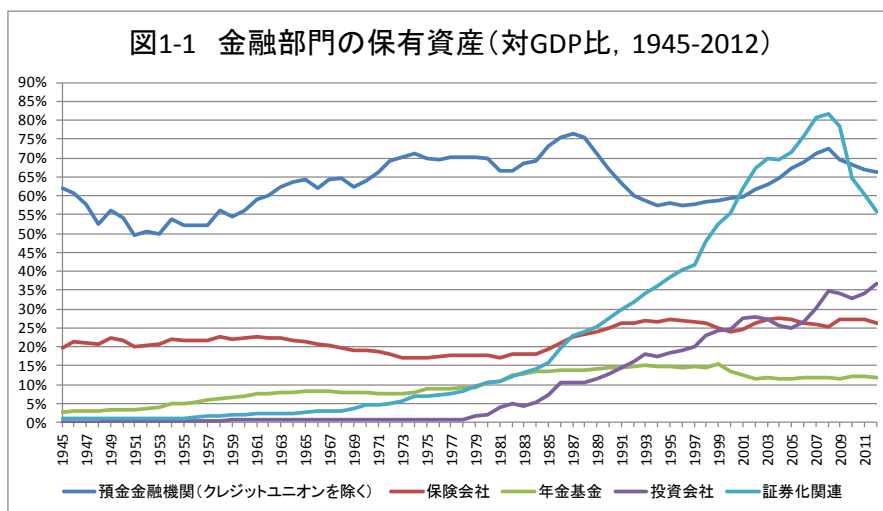
ただし、金融機関の保有資産の絶対額そのものは、貯蓄金融機関などを除けば減っているわけではなく、金融部門内部での資産保有比率が低下している金融機関でも GDP の一定水準を保っているか、増加していることには注意が必要である（図 1-1）。機関投資家の中でも年金基金は1946年には対 GDP 比で3%ほどの資産でしかなかったが、その後大きく増大し、株式ブームに沸いた1999年には対 GDP 比15%にまで保有資産を増大させた。また、保険会社も1946年に対 GDP 比で21%だったものが、1980年代半ば以降拡大傾向を見せ、1990年代以降には26%から27%で安定している。そのため、年金基金や保険会社の資産保有者としての役割は、相対的には新興の投資会社の保有資産の急速な拡大によって減じられてきているが、依然として大きな資産を保有し続けている点には留意が必要である。

また、このことは預金金融機関についても同様で、預金金融機関は1980年代末以降、急速に対 GDP 比でみた保有資産を縮小させていることから、資産保有主体としての地位は低下し続けているが、その一方で絶対的な保有資産量では1996年を底に再び拡大に転じている。これは1980年代末の従来型の預金金融機関の経営モデルの行き詰まりに対し、1990

---

<sup>1</sup> 投資会社(investment company)とは、株主から出資された資金を組織の目的に合致した証券に投資する株式会社、信託、パートナーシップを指す。ミューチュアルファンドと MMMF 以外に、クローズドエンド型、ユニット型投資信託、上場投資信託 (Exchange-Traded Fund; ETF) が主な SEC 公認の投資会社である (ICI, 2010, p.216)。

年代半ば以降に金融構造の変化に順応した新たな経営モデルを構築し、再び保有資産を拡大させていることが考えられる。



出典: Flow of Funds Accounts, L.1, FRB; National Income and Product Accounts Tables(NIPA), Table 1.1.5., Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce.

戦後アメリカの金融部門の資産保有におけるさらにもう 1 つの大きな変化は、GSE (Government sponsored enterprises)およびエイジェンシー (Agency) と、資産担保証券 (Asset-Backed Securities; ABS) の発行体の保有する資産が、1970 年代以降に急拡大したことである。これらの機関の保有する資産はいずれも証券化 (securitization) にまつわるものであり、GSE とエイジェンシーの資産は GNMA (連邦政府抵当金庫) による証券化が開始される 1970 年から、ABS 発行体についてはその発行が始まる 1985 年以降にその保有資産を拡大させている。そのため、1946 年段階では 21 億ドル、金融部門全体の資産の 0.9%を占めるに過ぎなかった証券化関連の資産は、2007 年には 11 兆 7238 億ドル、金融部門全体の資産の 3 分の 1 に迫る 32.1%を占めるに至った。

証券化関連資産は、2001 年には預金金融機関の保有資産をも上回っており、金融部門における最大の資産保有主体となったが、証券化のための機関 (発行体) は商業銀行や投資銀行などの金融機関が予め用意した資産プールを新たな金融商品に作り替えることがその使命であり、預金金融機関や受託者として資金を戦略的に運用して利益を上げることを目的とする機関投資家とは異なる。そのため、証券化については後述する金融の重層化との関係がより重要となる。

## 1.1.2. 家計部門の負債の増大

表1-2 政府と民間の負債とその内訳

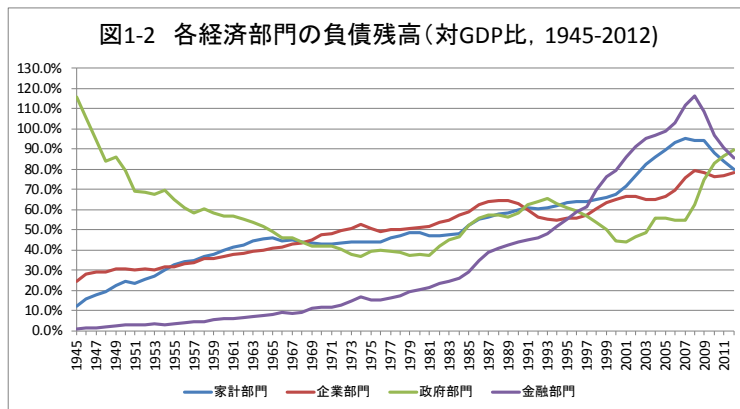
| 年    | 負債総額(10億ドル) | 内訳    |       |       |       |
|------|-------------|-------|-------|-------|-------|
|      |             | 政府部門  | 企業部門  | 家計部門  | 金融部門  |
| 1946 | 350.9       | 68.6% | 18.2% | 10.1% | 0.8%  |
| 1951 | 449.3       | 53.3% | 23.1% | 18.2% | 2.1%  |
| 1956 | 611.5       | 44.9% | 24.3% | 25.1% | 2.9%  |
| 1961 | 828.5       | 38.7% | 25.8% | 28.2% | 4.2%  |
| 1966 | 1,187.3     | 31.6% | 28.4% | 30.6% | 6.1%  |
| 1971 | 1,749.5     | 28.1% | 32.1% | 28.8% | 7.9%  |
| 1976 | 2,904.1     | 25.9% | 31.8% | 28.5% | 9.8%  |
| 1981 | 5,255.0     | 22.7% | 31.5% | 28.7% | 13.1% |
| 1986 | 9,909.6     | 25.8% | 28.9% | 25.6% | 16.1% |
| 1991 | 14,481.2    | 26.6% | 25.4% | 26.0% | 19.1% |
| 1996 | 19,969.1    | 24.1% | 22.7% | 26.0% | 23.8% |
| 2001 | 29,433.3    | 15.9% | 24.0% | 25.9% | 31.1% |
| 2006 | 46,347.0    | 16.3% | 20.8% | 27.9% | 30.8% |
| 2007 | 51,130.7    | 15.6% | 21.5% | 27.0% | 31.7% |
| 2008 | 53,579.4    | 17.2% | 21.8% | 25.8% | 31.9% |
| 2009 | 53,487.1    | 20.1% | 21.2% | 25.4% | 29.3% |
| 2010 | 53,839.7    | 23.1% | 21.2% | 24.5% | 26.9% |
| 2011 | 54,980.6    | 24.4% | 21.8% | 23.7% | 25.5% |
| 2012 | 56,980.1    | 25.6% | 22.3% | 22.8% | 24.4% |

出典: Flow of Funds Accounts, L.1, Board of Governors of Federal Reserve System(FRB).

表1-3 金融部門の負債の内訳

| 年    | 預金金融機関<br>(クレジットユニオンを除く) | 証券化関連    |        | ファイナンスカンパニー |       |
|------|--------------------------|----------|--------|-------------|-------|
|      |                          | GSEs関連資産 | ABS発行体 |             |       |
| 1946 | 18.4%                    | 40.6%    | 40.6%  | 0.0%        | 41.0% |
| 1951 | 14.8%                    | 22.2%    | 22.2%  | 0.0%        | 63.0% |
| 1956 | 12.4%                    | 22.3%    | 22.3%  | 0.0%        | 65.3% |
| 1961 | 15.5%                    | 25.6%    | 25.6%  | 0.0%        | 58.9% |
| 1966 | 17.0%                    | 28.1%    | 28.1%  | 0.0%        | 54.9% |
| 1971 | 13.7%                    | 36.0%    | 36.0%  | 0.0%        | 44.3% |
| 1976 | 15.4%                    | 43.1%    | 43.1%  | 0.0%        | 31.0% |
| 1981 | 18.7%                    | 47.0%    | 47.0%  | 0.0%        | 22.3% |
| 1986 | 12.8%                    | 55.4%    | 50.8%  | 4.7%        | 18.9% |
| 1991 | 5.7%                     | 68.2%    | 56.5%  | 11.7%       | 14.9% |
| 1996 | 5.0%                     | 71.4%    | 54.9%  | 16.4%       | 11.7% |
| 2001 | 6.1%                     | 73.4%    | 54.2%  | 19.2%       | 8.9%  |
| 2006 | 5.4%                     | 74.5%    | 45.4%  | 29.2%       | 8.0%  |
| 2007 | 6.1%                     | 73.4%    | 45.5%  | 27.9%       | 7.9%  |
| 2008 | 5.8%                     | 71.6%    | 47.6%  | 24.0%       | 7.0%  |
| 2009 | 4.6%                     | 72.5%    | 51.5%  | 21.0%       | 6.7%  |
| 2010 | 6.5%                     | 67.7%    | 52.3%  | 15.4%       | 8.8%  |
| 2011 | 6.2%                     | 67.9%    | 53.8%  | 14.1%       | 9.0%  |
| 2012 | 6.0%                     | 66.9%    | 54.1%  | 12.7%       | 8.7%  |

出典: Flow of Funds Accounts, L.1, FRB.



出典: Flow of Funds Accounts, L.1, FRB; National Income and Product Accounts Tables(NIPA), Table 1.1.5., Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce.

戦後アメリカの長期的な構造変化を負債の観点から見た場合、4つの事象が生じていることが分かる。第1に、政府部門の負債比率がサブプライム金融危機の時期まで趨勢的に低下していること、第2に金融部門の負債比率が1980年代半ば以降大きく増加し、サブプライム金融危機の時期にかけて最大の比重を占めるようになったこと、第3に1980年代以降に企業部門の負債による蓄積の停滞が見られること、そして第4に戦後、家計部門の負債比率が高まり、1980年代半ば以降には莫大な負債を抱えるようになったことである。

この点を見るために、まず政府、企業、家計、金融の4部門の負債の全負債に対する構成比の推移を見ていく(表1-2)。

まず、第1の点として、戦後のアメリカ経済においては政府部門の負債比率が傾向的に低下し、他の3部門の負債比率が増大していくという推移を辿っている。1946年段階では政府部門の負債は負債全体の68.6%、対GDP比で105.7%を占めていたものが2007年にはそれぞれ15.6%、55.0%まで低下した。つまり、第二次世界大戦直後の1946年の段階では全負債に占める政府負債の比率が圧倒的に大きく、民間部門の負債を通じた投資・消費

活動は低調だった。この低水準の民間負債と高水準の政府部門の負債という関係は、金融市場に流通する金融資産の多くが比較的安全性の高い国債及び地方債によって構成されていたことを意味する。その後、戦時から平時への転換に伴って民間部門の活動が活発化し、民間部門の負債比率が高まったことが分かる。ただ、サブプライム金融危機後の2012年には財政支出拡大の影響から25.6%、89.7%と2007年からわずか5年の間に対金融資産比で10ポイント、対GDP比で34.7ポイントも債務残高が増加した。

では、民間部門での負債による投資・消費はどのような形で推移したのか。図1-2と表1-2からも明らかのように、戦後アメリカにおいて最も負債比率が拡大したのが金融部門だった。金融部門の負債全体に占める比率は1946年に金額にして29億ドル、全負債に対する比率で0.8%、対GDP比でも0.8%に過ぎなかった。しかし、戦後一貫して増大し、とりわけ1980年代半ば以降、急速に拡大するようになった。1998年には負債構成で最大の部門となった。そして、2008年には17兆1013億ドル、負債比率で31.9%、対GDP比116.2%という途方もない水準に達した。ただ、2012年には13兆9097億ドル、負債比率で24.4%（2008年比-7.5ポイント）、対GDP比で85.6%（-30.6ポイント）にまで債務残高が減少した。そして、この巨額の金融部門の負債の拡大と縮小において重要な役割を果たしたのが証券化関連の負債であった。金融部門の負債の内訳を見ると、戦後間もなくはファイナンスカンパニーがその主な資金の取り手であった（表1-3）。しかし、1990年代以降には、その約7割が証券化関連の負債になった。そして、2006年には74.5%を占めるようになり、2012年でも66.9%を占めている。証券化商品は、商業銀行や投資銀行が設立した証券発行体にある資産プールを裏付けに受益証券を発行し、投資家に販売する。そのため、前述の証券化関連資産の増大とテンポを合わせて受益証券の発行が増大することになる。その結果、資産・負債の両建てで増加することになるが、それが意味することについては次項で論じる。

次に、企業部門の負債は1946年に負債全体の18.2%、対GDP比で28.0%であったものが戦後拡大していき、1974年にそれぞれ34.0%、52.8%に占めるに至った。しかし、その後、次第に比率が低下し、2004年には負債全体の20.6%、対GDP比で64.9%と4部門の中で政府部門に次いで規模が小さくなり、2012年には4部門で最も規模が小さくなっている。これはそれだけ企業部門による負債による資本蓄積が停滞していることを意味している。

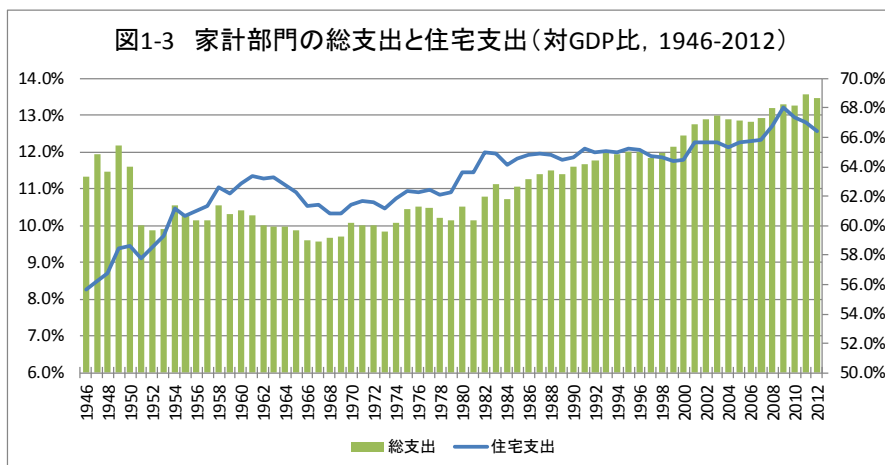
1990年代以降、企業部門の負債による資本蓄積が停滞した一方、資金需要者として重要な役割を果たすようになったのが家計部門だった。家計部門は1946年段階では全負債の僅か10.1%、対GDP比で15.6%を占めるに過ぎなかった。しかし、その後、住宅モーゲージなどの負債が拡大して1965年には全負債の30.8%、対GDP比で45.8%を占めるに至った。その後も負債比率で25%から30%、対GDP比で40%から50%で推移していたが、そのほとんどの期間で企業部門よりも規模が小さく、資金の借り手としては二次的な存在であった。しかし、1985年頃から家計部門の負債の対GDP比が高まりはじめ、1991年以降は企



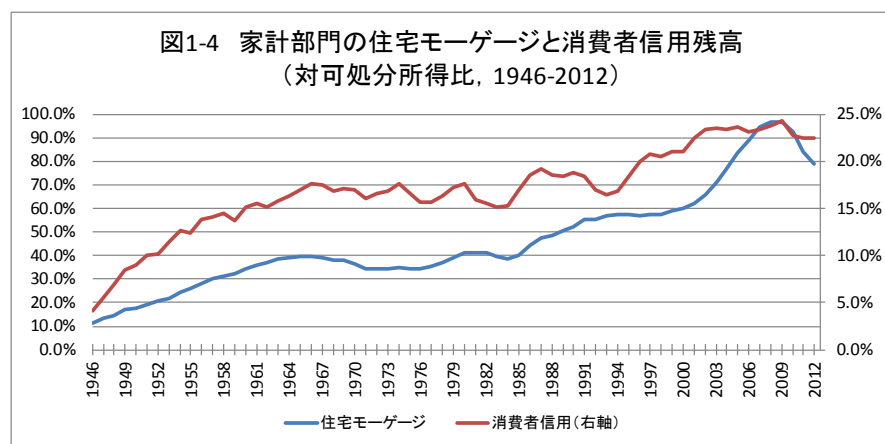
業部門の負債より家計部門の負債の方が高い状況が続いている。前出の図 1-2 でも見られるように、2000 年以降の企業部門による負債に基づく資本蓄積が停滞する中で、家計部門の債務が急激に増大している点は注目に値する。2006 年には負債全体の 27.9%，対 GDP 比で 93.4%とアメリカの GDP に迫る額になっており、これは金融部門に次ぐ規模であった。

実際、家計部門による消費支出と住宅支出はアメリカの経済成長において重要な役割を果たすようになってきている（図 1-3）。アメリカの家計部門の総支出が GDP に占める比重は、1950 年代から 1970 年代末にかけてほぼ 60%で安定していた。しかし、1980 年代以降増加傾向を示すようになり、2000 年代には約 8 ポイント増加してほぼ 68%で推移するようになった。また、住宅支出についても 1980 年代から 1990 年代末にかけて長らく GDP のほぼ 12%で安定していたが、2000 年代に入り上昇に転じ、2009 年には 13.2%となっている。1.2%という数字は大きくないようであるが、約 1200 億ドル（2009 年当時）の追加の支出があったことを意味する。また、家計部門の負債による支出増大は、家計部門の住宅ローンと消費者信用を可処分所得と対比することでより顕著になる（図 1-4）。家計部門の住宅ローン債務の対可処分所得比は、1980 年代半ばまで約 40%で安定していたが、1990 年代初頭にかけて 60%弱まで上昇し、2000 年代に入ると急上昇して景気後退の影響で賃金が減少した 2009 年には対可処分所得比で 96.7%になるに至った。消費者信用に関しても 1990 年代以降上昇傾向が見られ、2009 年には対可処分所得比で 24.2%になった。このようにアメリカの家計部門は 1980 年代以降、負債に基づく支出を拡大させて、GDP 成長を牽引してきたのである。そのため、グリーン（2006）はアメリカ経済が 1980 年代から 1990 年代の時期にかけて、家計部門の消費支出が経済成長の原動力となる「消費主導型成長」の状態にあったと指摘している（Glyn, 2006, 邦訳 66-68 頁）。このような傾向は、2007 年のサブプライム問題の表面化まで続いたが、その表面化後、家計部門は債務残高を縮小させており、2012 年には負債全体の 22.8%，対 GDP 比で 79.9%になっている。この「消費主導型成長」と言ってよい家計部門の消費支出の拡大が今後再び復活するか否かについては、その背後に存在する仕組みを明らかにする必要がある。

ただ、いずれにしても負債からみた近年のアメリカ経済は、企業部門の負債を通じた資本蓄積の停滞と家計部門の負債による投資・消費の拡大、そして証券化の拡大に伴う金融部門の負債の急増によって特徴付けられるのである。



出典: NIPA, Table 1.1.5., 2.2.5., Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce.



出典: Flow of Funds Accounts, L.100, F.100, FRB.

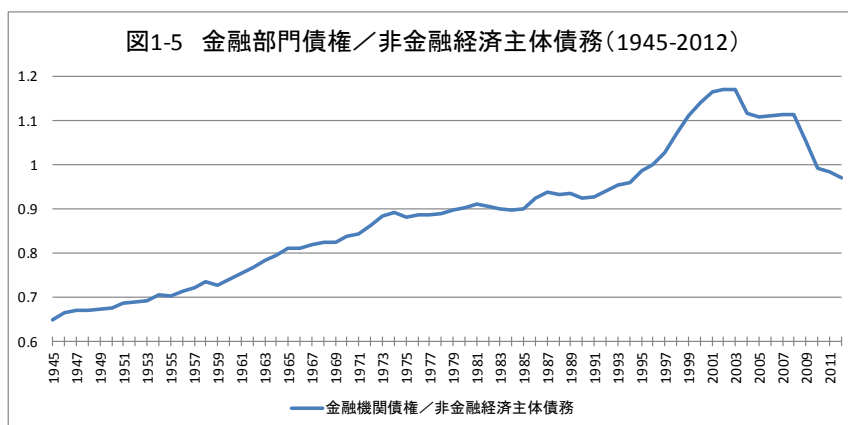
### 1.1.3. 金融の重層化の進展

戦後アメリカの金融構造の長期的な変化の第 3 の特徴として、証券化の深化とそれに伴う金融の重層化があげられる。通常の金融仲介では、間接金融であれば資金の出し手である家計が預けた預金を元に預金金融機関が資金の借り手である企業に貸出を行うことで金融仲介が行われる。直接金融であれば、家計が企業の発行する株式や社債に直接投資することで行われる。それに対し、家計がある金融商品に投資を行い、その金融商品によって資金を得た機関投資家などがさらに別の金融商品を購入するという形で金融仲介を幾重にも積み上げていくような状況を「金融の重層化」という。例えば、家計の年金基金への拠出金が、ミューチュアルファンドへ投資され、さらにミューチュアルファンドが GSE や民間発行の証券化商品を購入し、GSE や民間の証券発行体はその資金で裏付けとなる資産を保有する資金を調達するといった具合である。このような金融の重層化は、金融機関間での貸借を伴うことから金融資産・負債を両建てで増加させることとなる。

実際、資産プールを裏付けに受益証券を発行する機能に特化している証券化商品の発行体ではそれが明確に現れている。証券化商品の発行体は、住宅ローンやその証券化商

品に投資を行う GSE や政府機関本体を除外すれば、商業銀行や投資銀行といった金融機関が特定の証券化のためだけに作った資産プール（特別事業体）となる。彼らは、予め定められた住宅モーゲージやクレジットカード債権、自動車ローン債権などの資産プールを新たな受益証券に作り替える役割を果たしている。そのため、GSE や ABS 発行体の資産と負債は、資産プールとそれを裏付けとする受益証券だけでほぼバランスすることになる。例えば、2007 年の GSE と政府機関のモーゲージ・プールには、資産として 4 兆 4644 億ドルの住宅モーゲージが保有されており、それに対し同額の負債が証券化商品の形で存在していた。また、ABS 発行体についても主な資産として GSE 証券（3498 億ドル）とモーゲージ（2 兆 9701 億ドル）、消費者信用の貸出債権（6525 億ドル）が保有されており、その資金調達としてコマーシャル・ペーパー（CP、6431 億ドル）と社債（実際は ABS と考えられる、3 兆 8717 億ドル）が負債として発行されていた。こうして証券化の進展もしくは証券化商品の発行の増大は、金融部門の資産と負債を両建てで増加させることになる。証券化は、従来であれば商業銀行やファイナンスカンパニーのバランスシート上の資産として計上されていた債権が、証券化発行体の資産として計上され、さらにそれを裏付けとして発行された受益証券が各種の機関投資家のバランスシート上に資産として計上されることから金融は重層化していることになる。

このような金融の重層化の進展の全体像は、金融部門の債権を非金融経済主体の債務で割った値からある程度見ることができる（図 1-5）。海外部門を考えなければ、非金融経済主体、すなわち企業、政府、家計の 3 部門全ての債務に金融機関が資金を供給したとしてもこの値は 1.0 を超えることはない。現実には金融機関を通じない資金供給があるため、値は 1.0 を割り込むこととなる。実際、1946 年にはこの値は 0.66 であり、企業による外部金融での資金調達が活発化する 1966 年でも 0.81 だった。つまり、海外部門と金融仲介の重層化を前提しなければ、非金融経済主体の全債務の約 80% を金融部門が資金供給していたことになる。この値は 1980 年代半ばまで約 0.9 で安定していたが、その後、急速に高まり、1997 年には 1.0 を超え、2002 年には 1.17 にまで高まった。1966 年と比較して約 44% の増加であり、この多くは金融の重層化によるものであると考えられる。



出典: Flow of Funds Accounts, L.1, Board of Governors of Federal Reserve System(FRB).

証券化の深化・拡大は、直接・間接に金融の重層化を深化・拡大させることに繋がっていると考えられる。なぜなら、証券化商品の発行拡大は金融の重層化の拡大を生み、証券化の深化は、証券化対象の拡大や証券化商品の再証券化などに繋がり、債権債務関係をさらに積み重ねることで金融の重層化の深化を招く。また、証券化の深化による新たな証券化商品の登場は、その投資家たる機関投資家に新たな金融商品や金融手段の開発を促すことに繋がり、それがさらなる金融の重層化の深化・拡大を生む。

このような形で金融の重層化は、証券化を主導する商業銀行や投資銀行などの金融機関とその主たる投資家である機関投資家の間の相互作用によって、1980年代半ば以降、深化・拡大してきていると考えられるが、ただ、それがどのような要因によって引き起こされ、展開していったのかについては検討が必要だといえる。

これらの分析の中で析出された事実は、長期的な金融システムの構造変化の結果として生じてきているものであると考えられることから、そのような変化が生じた原因を明らかにし、さらに結果としてどのような影響が生じるのかを明らかにする必要がある。このうち、第1の点である金融部門の保有資産が預金金融機関からいわゆる機関投資家にシフトする現象は、一般に「機関化 (institutionalization)」と呼ばれる現象である。戦後アメリカ経済における金融市場の機関化については、これまで数多くの論点が提起されてきている。そのため、次節ではこの「機関化」を巡る議論を検討し、その上で本論文における仮説を示す。

## 1.2. 「金融市場の機関化」を巡る議論とその特徴

前節では、戦後アメリカの金融構造の長期的な変化には大きく3つの傾向があることが明らかになったが、ここでは特に「金融市場の機関化」について注目したい。

これまで機関化を巡って数多くの議論がなされてきたが、実は同じ「機関化」論であっても内容や対象が時期によって異なっている。「金融市場の機関化」に関する議論は3つの段階を経て展開されてきている。すなわち、(1)第二次世界大戦後から1965年頃までの時期、(2)1966年から1980年代半ばまでの時期、(3)1980年代末以降の時期である。この3つの時期に分けて見ると、前の2つの時期は実際には「株式市場の機関化」現象を論じていることが特徴としてあげられる。それに対し、1980年代末以降の第3の時期には、多くの論者が未だ「株式市場の機関化」の枠組みにはいるものの、「機関投資家資本主義論」や「受託者資本主義」、さらには「資金運用者資本主義」のように資本主義経済の運動を機関投資家が決定的に左右するという議論が出てくる。これらの「機関化」論について次項から順を追って整理していく。

### 1.2.1. 黎明期：第二次世界大戦後から1965年まで

金融市場の機関化に関する先駆的研究は、ゴールドスミス (Goldsmith, 1969) によるも

のであろう。ゴールドスミスは 1880 年代から 1963 年頃までのアメリカを含む主要国を対象とした金融市場の長期的な構造変化についての分析を行い、その中で経済発展に伴い「金融市場の機関化」が進展することを指摘した。

すなわち、多くの国で経済が発展する過程において、金融機関の金融資産の発行と保有が大きく増大し、その傾向はゴールドスミスが言うところの金融連関比率の増大が停止した後においても継続する<sup>2</sup>。その結果、貯蓄と金融資産の所有の「機関化

(institutionalization)」が進展する。この機関化は主に短期よりは長期の資産、株式よりは債券において進展し、国債や社債、そしてモーゲージの残高の多くが金融機関によって保有されるようになる。金融機関によるこれらの資産の保有は多くの国で 50%を超えており、中には 100%に近いものもある。一方、株式については保有制限の存在もあり主に個人投資家によって保有されているが、先進国では次第に金融機関による保有が増加しつつある。そして、金融部門の金融資産保有比率の増大は継続するが、経済発展が進むにつれて全金融部門の金融資産に占める商業銀行の比重が低下するようになる。その一方で、貯蓄銀行や住宅金融組合、生命保険会社、年金基金、投資会社、ファイナンスカンパニーなどの新卒の金融機関が保有する金融資産の比重が増大する (Goldsmith, 1969, pp.44-47)。

そのため、ゴールドスミスの議論では、「機関化」は商業銀行を含めた金融機関全体と個人投資家との間で、金融資産の保有が金融機関側にシフトする現象として捉えられており、そこからさらに金融機関の間でも商業銀行から新卒の金融機関に資産のシフトが見られるという議論になる。ただ、戦後の実態としては既に見てきたように、金融部門の内部における金融資産のシフトは、生命保険会社や年金基金、投資会社などのいわゆる機関投資家への比重の移動を意味していたので、「金融市場・証券市場における個人投資家の比重低下と、機関投資家の比重上昇、貯蓄機能と投資機能の分離」(高木, 2006, 236 頁)をもって、「金融市場の機関化」と定義可能になるのである。

ではゴールドスミスにおいては「金融市場の機関化」の進展が資本主義経済にどのような影響を与えるのであろうか。多くの国で、長期的にみれば、経済発展と金融の発展の間には、大まかな並列関係が見られることが指摘される。また例外はあるものの、平均を上回る金融的な発展にある国は、より早く経済発展を遂げていることが指摘される。しかし、経済発展を促進する金融的な要因や経済成長を反映した金融の発展の主要因がどこかにあるといった明確な因果関係を立証する可能性はないとしている (Goldsmith, 1969, p.48)。

これらのことからゴールドスミスは、経済発展と金融の発展の間には明確な因果関係を明らかにすることはできないとは述べてはいるものの、経済発展にとって金融の発展はプラスの影響を与えると含意していると考えられる。そのため、金融の発展の結果としての

---

<sup>2</sup> 金融連関比率(financial interrelation ratio)とは、有形資産残高に対する金融資産残高の割合のことで、アメリカや西欧諸国の経験では 1 から 1.5 に達すると横這い状態になる。実際、アメリカは 1963 年段階で 1.23 と推計されている(Goldsmith, 1969, pp.44-45, pp.332-333, Table 7-8)。

金融市場の機関化についても肯定的に捉えていると考えられる。

金融市場の機関化がメカニズムは定かではないが、経済発展にとって基本的にプラスに働くものとゴールドスミスにおいては考えられていたが、このような金融市場の機関化が経済発展にプラスに作用するという見方は戦後間もなくから1965年頃までを対象とした研究においても肯定されるものであった。しかし、それはゴールドスミスの分析とは異なり、戦後アメリカで大きく進展した「株式市場の機関化」、その中でも「株式保有の機関化」が進む中で示されたものであった。

北條(1990a, b)によれば、戦後アメリカでは企業の自己金融化と国債発行の減少によって債券市場が相対的に縮小した一方、家計部門での零細貯蓄の形成により非銀行金融仲介機関に多くの資金が流入した。そのため、機関投資家による株式運用が活発化し、彼らによる投機の招来が懸念された。しかし、この時期の株式市場の機関化の「歴史的特徴は、株式投資が積極化したにも関わらず、その保有有価証券の売買は相対的に不活発であった」(北條, 1990a, 123頁) ことにあった。主な機関投資家であった投資会社、生命保険会社、年金基金はいずれも配当と値上がり益の獲得を狙って、優良株を中心とした株式を長期間保有し、購入が売却を上回る状態が続いた。そのため、「優良銘柄の浮動株を減少させる役割を果たし」(北條, 1990b, 18頁)、高株価の維持に繋がった。機関投資家による株式投資は株価を上昇させ、そのことで企業は少ない株式発行での増資が可能になり、さらにそのことが一株当たりの利益を維持することで株価の上昇トレンドを持続させるという好循環を生じさせた。

そのため、北條(1990a, b)も、戦後から1965年にかけての株式市場の機関化にみられる金融の高度化もしくは「金融市場の機関化」は、経済成長にプラスの影響を与えるものと位置づけている。ただ、同時に株式市場の機関化の進展は、「金融仲介機関[機関投資家]が、吸収した過剰な資金を株式市場に流入させることにより、家計の貯蓄を企業部門の資本蓄積に利用する資金に転換する導管としての役割を果たすようになった」(北條, 1990b, 52頁) 一方で、1934年証券所取引法で制限された「1920年代に行われた証券金融を通じる株式市場への家計貯蓄の動員機構に代る家計貯蓄の動員機構」(同53頁)を作り出し、それが後々流通市場での活動が活発化した際に投機に結び付く可能性を示唆していた。

### 1.2.2. 流通市場での活動拡大と「株式市場の機関化」を巡る議論の活発化

アメリカにおける「金融市場の機関化」は戦後から1965年までは、主として「株式市場の機関化」という形で進展し、その評価は経済成長にとってプラスに作用するものであった。しかし、このような状況は1966年以降、大きく変化することになる。

ハイマン・ミンスキーが1966年以降のアメリカ経済を断続的な不安定で覆いつくされた時期であったと表したように、アメリカ経済は1960年代以降、実質経済成長率の低下、消費者物価指数の高まり、それに伴う高金利、金融機能障害の頻発という状況に陥っていった(Minsky, 1986a, 邦訳18-19頁)。こうした経済状況の変化の中で、「金融市場の機関化」

も次なる段階、すなわち「株式流通市場の機関化」へと進むこととなる。

北條（1986）によれば、1960年代にオープンエンド型の投資会社、いわゆるミューチュアルファンドの増加とその運用管理会社である投資顧問会社の参入が相次いだことで、業界内部での競争圧力が高まった。この過程でミューチュアルファンドは短期パフォーマンス主義化するとともに、投資対象が優良株からより小規模の会社や未上場株企業へと変化した。そして、株式売買の活発化に伴って株式の売買回転率の上昇と取引単位の大口化が進展した（北條，1986，108頁，116-132頁）。このような株式の回転率の上昇と取引単位の大口化は、第3章でも見るようにこの時期の機関投資家に共通して見られる現象で、いずれの現象も株式流通市場における機関投資家の影響力の拡大に繋がる。このような動きは最終的に中心的な取引所であるニューヨーク証券取引所における取引の空洞化を招くに至り、1975年には固定手数料制度の廃止が不可避なまでに影響力を強めることとなる。

そして、さらに1980年代後半以降、機関投資家の投資行動とその経済への影響を巡る議論は新たな段階、「控えめな株主からコーポレート・ガバナンスに積極的に関与する株主行動主義」（青山，1995，35頁）へと転換する。すなわち、「株式市場の機関化」は「株式保有の機関化」から「株式流通市場の機関化」へと進展し、最終的に単なる売買だけでなく企業経営への影響力行使を含めた「株式運用過程の機関化」に発展するのである。さらに、この段階に至って、機関投資家が資本主義経済の運動を左右する決定的な存在になったとする議論が登場する。

機関投資家の株主行動主義を巡る議論は、大別すると機関投資家の持つ短期利益主義の側面に注目する Useem (1996)の「機関投資家資本主義 (Investor Capitalism)」と CalPERS (カリフォルニア州職員退職年金基金) に代表される準公的な役割を含め長期的な利益を追求するとする Hawley and Williams (2000)の「受託者資本主義 (Fiduciary Capitalism)」の議論に分けられる。

Useem の議論では、1970年代から80年代初めにかけて国内企業の株式を膨大に蓄積した機関投資家が、90年代にその経済的支配力を政治的影響力として企業に行使するようになった。機関投資家は株主価値の最大化を求め、企業に対しより生産的で、より効果的で、より競争力を持つよう迫る。さらに業績の悪い企業の経営責任者には圧力をかけてその責任を取らせ、株価連動型の報酬やストックオプションの導入により機関投資家と経営者の利害の一致を図ろうとする。例えば、1992年から93年の間に、GMとIBMの最高経営責任者は長期に渡る業績不振により辞任を余儀なくされ、数千人の社員が解雇された。また、アメリカエクспレスやウェスティングハウスの経営陣は退陣に追い込まれた。これらの出来事は、年金基金や信託、保険会社、寄付基金 (endowment fund)、資金運用者 (money managers) といった機関投資家の圧力によって生じたものであった (Useem, 1996, pp.1-6, pp.244-247)。

企業経営における株主価値の最大化の採用を機関投資家が促したという点については、アラン・ケネディも「株主資本主義」としてほぼ同様の議論を展開している。ケネディ (2000)

によれば、企業が「ストックオプションを経営者のインセンティブとすることで、投資家と経営者の利害が収斂し」(前掲, 233 頁), 経営者はダウンサイジング, 間接業務のアウトソーシング, M&A によって利潤を上げて, 巨額の報酬を受け取る。その一方で, ファンドマネージャーの報酬も短期の運用成績で決定されるため, 運用する資産のポートフォリオを頻繁に変更し, 少しでも運用成績を高めようとする。その結果, 「長期保有」と言われている株式保有が実態としては短期化しており, また株主としての機関投資家は経営者の報酬を監視し, 業績が見合わなければ, すなわち株価が十分に高くなければ行動を起こして圧力を掛けると指摘している (Kennedy, 2000, 邦訳 233-241 頁)。

次に, Hawley and Williams (2000)の議論である。受託者資本主義は, 1930 年代以降の株主の分散化の下で企業が専門経営者により経営される経営者資本主義の時代を経た 1960 年代末以降, 株式が受託機関へ再集中されたことで誕生した。受託機関はインデックス運用を基本としており, 株式を長期保有する一方で企業経営に対し影響力を行使する。インデックス運用が主軸となるのは, 受託機関は膨大な株式を保有することにより, たとえパフォーマンスの悪い株式でもその保有量が多すぎて売却できない状態にあるからである。そのような受託機関が, 経済全般に渡る幅広い分野の株式を長期的に保有することで, 個別の投資対象ではなくマクロ経済全体のパフォーマンスを重視するユニバーサルオーナーとなり, 準公共的な立場から長期的かつ社会全体の利益を追求し, その下で潜在成長力の発現のみならず健康や精神的な充足をも実現できるとしている (*ibid.*, Introduction, Chap. 3)。

このように Useem, ケネディ, Hawley and Williams は, 株式市場の機関化の進展とその下での株主行動主義の展開という, ほぼ同じ認識の上に立っているにも関わらず, 前二者と後者ではその理解が大きく異なる。すなわち, Useem やケネディが機関投資家のアクティブ運用に注目して否定的な評価をしているのに対し, Hawley and Williams は機関投資家のインデックス運用に注目して肯定的な評価を与えているのである。

この点に関して, 受託者資本主義側の議論の背景をもう少し掘り下げてみる。Hawley and Williamsの議論では機関投資家, その中でも年金基金を主な対象としていると考えられる。なぜなら, 第 1 に 1974 年のERISA法が年金資産の分散投資を規定しており, それがインデックス運用の採用を促したこと, 第 2 に公的年金基金が持続的責任投資 (Sustainable and Responsible Investment, SRI) の担い手として先導的な役割を果たしていたからである<sup>3</sup>。

第 1 の年金基金のうち企業年金については, 1974 年のERISA法 (Employee Retirement Income Security Act) により, 年金受託者の投資責任が強化された。受託者には, 「当該状況下において, 同様の立場で行動し, 同様の事項に精通している慎重な人が, 同様の性格および目的を有する資産の管理にあたり行使するであろう注意力, 技術, 慎重さ, 勤勉さを

---

<sup>3</sup> SRI は旧来, 社会的責任投資 (Social Responsible Investment) の略語とされていたが, 近年は持続的責任投資と呼ぶように変化している。



もって行動」<sup>4</sup>しなければならないという「慎重人の原則 (Prudent Man Rule)」が適用されることとなった。また、大きな損失を被るリスクを最小限にするため、そうしないことが明らかに賢明 (prudent) でない限り、資産の分散投資を行うよう義務づけていた。州・地方政府の公務員年金制度についても、多くの州でERISA法に準じた慎重人の原則に基づく投資基準が定められた (EBRI, 2009, pp.58-60 ; 青山, 2004, 20-21 頁 ; 秋山 88-90 頁)。

受託者責任の強化は、ファンドマネージャーの投資戦略を積極的なものから保守的なものへと変化させ、株式投資についても株価指数に似せたポートフォリオ全体としての分散化を志向させることに繋がる (江尻, 1982, 245 頁)。実際、1993 年における上位 25 年金基金の株式投資に占めるインデックス投資の比率は平均で 60.3%、総資産に占める割合も 27.7%に達していた<sup>5</sup>。

第 2 の持続的責任投資(SRI)については、主に (1) コミュニティ投資の一種に分類され、地域経済の新興や地域住民の生活水準向上のための不動産投資やベンチャー投資を行う ETI (経済的目的投資)、(2) 投資に際して企業の倫理面、社会面、環境面での評価を加味して投資先を選択する社会的スクリーン投資、(3) 企業に対し社会問題や環境対応などを働きかける株主行動の 3 つに分類される。CalPERS や TIAA/CREF (全米学校教員保険年金協会/大学退職年金基金) などの公務員年金は、酒タバコ産業への投資拒否やアパルトヘイト政策を採る南アフリカへの投資禁止、環境問題に関する株主行動など SRI が発展する上で重要な役割を果たしていた (森, 2005a)。実際、アメリカにおける SRI は、1990 年代以降拡大しておきており、SRI フォーラムによれば、株主行動に関わった機関投資家や運用会社の資産総額は 1994 年末の 4730 億ドルから 2011 年末には 1 兆 5360 億ドルに、コミュニティ投資や社会的スクリーン投資を含めた SRI 投資全体では 6390 億ドルから 3 兆 7440 億ドルにまで拡大している (US SIF, 2012)。

受託者としての機関投資家が保有資産をインデックス運用で長期間投資し、SRI などの準公的な投資家、ユニバーサルオーナーとして活動することに期待する議論にはこのような背景が存在し、実際にある程度進展していることが分かる。また、Hawley and Williams の議論とは直接は関係しないが、2001 年の IT バブル崩壊後、エンロン事件やワールドコム の破綻などで露見したアメリカのコーポレート・ガバナンスの欠陥に対し、機関投資家が株主として行動することを期待する動きもみられた。実際、2003 年には証券取引所委員会 (SEC) が、投資会社、投資顧問、保険会社の分離勘定 (変額年金などを運用) に対し、議決権行使方針、手続きとその結果の開示を義務づける規則を制定し、受託者責任を果たすよう働きかけている (Heard, 2003 ; 杉山・田口, 2013, 114-115 頁)。

ただ、このような受託者資本主義に関する議論に対しては多くの反論が存在している。1974 年の ERISA 法が「慎重人の原則」を採用し、年金基金の保有資産を分散投資するよう

---

<sup>4</sup> ERISA, §404(a)(1)(B).

<sup>5</sup> The Brancato Report (1994), p.38.

規定したことは既に論じた通りであるが、それ以外にも年金資産の積み立てに関する規制が強化され、雇用主は毎年発生する年金債務を積み立てなくてはならなくなった（最低拠出義務）。さらに 1987 年には年金資産が年金債務の 90%未満の場合に積み立て不足を解消するための拠出が必要になった（追加拠出義務）。それを満たせない場合、不足額に対する 10%のペナルティ税が課されるようになった（野村，2000，3 頁）。

そのため、分散投資義務によってインデックス運用が増加したという指摘がある一方で、雇用主が追加拠出に直結する年金資産の運用成績に敏感になり、それまで 1 つの運用機関で運用していた保有資産を様々な資産、投資戦略をとる資産運用機関に分散投資するようになったという指摘がなされている。その結果、インデックス運用だけでなく、小型株や特定部門、ジャンクボンド取引などの各種取引に特化した運用機関が現れるとともに、これらの機関が年金基金からの資金を受託するためにより高いリターンの獲得を目指して競争し、短期的な投資収益を追求するようになったのである（吉田，2003，161-164 頁；三和，2002，59-60 頁）。実際，1993 年の株式の売買回転率は、インデックス運用の比率の高い公務員年金こそ 13.3%と非常に低いが、企業年金は 33.2%，ミューチュアルファンドは 48.2%，保険会社は 53.6%となっており<sup>6</sup>，またニューヨーク証券取引所における売買回転率は 1993 年に 54%を記録していた<sup>7</sup>。データの制約により，機関投資家別でのインデックス運用の比率や株式の売買回転率のその後の推移は分からないが，全投資家を対象としたニューヨーク証券取引所における売買回転率はその後も増大しており，2002 年には 105%と約 2 倍の水準になっている。インデックス運用が広がっているのであれば，売買回転率が約 2 倍の水準にまで増大すると考えにくい。むしろ，短期の投資収益を求めた売買が活発化していることが予想される。

インデックス運用の比重が拡大していないと考えられるもう 1 つの理由に，企業年金の株主行動が主として議決権行使の形で行われ，株主提案に関してはほぼ公務員年金のみによって行われていることがあげられる。既に論じたように，インデックス運用を行っている場合，対象企業のパフォーマンスが悪化しても運用戦略上，売却は難しい。そのため，年金基金は必要に応じて株主提案を行う必要がある。反対に，インデックス運用を行っている資産が少なく売却が可能であれば議決権行使のみを行い，それでも問題が解決しないのであれば株式を売却するという選択肢を選べる（森，2005a, 17-18 頁）。

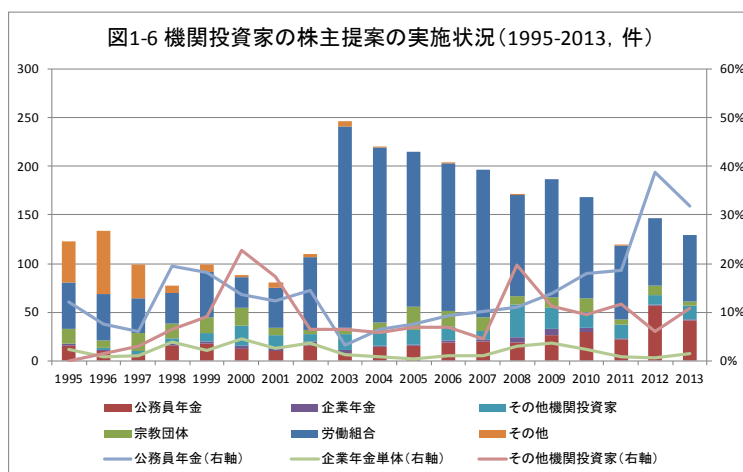
機関投資家による株主提案の状況についてみると，個人を除けば株主提案は圧倒的に労働組合の比率が高く，多いときには 84%が労働組合によって提案されていた（図 1-6）。年金基金についてみると，公務員年金の比率が圧倒的に高く，2003 年以降着実に比重を高めていることが分かる。2003 年に 3%（8 件）だった株主提案は，2012 年には 39%（57 件）にまで増大し，2013 年についても 32%（41 件）とかなりの規模を維持している。その一方で，企業年金については 1990 年代半ば以降，5%以下の水準を超えておらず，2013 年につ

<sup>6</sup> The Brancato Report (1994), p.13.

<sup>7</sup> NYSE Technologies ウェブサイトの Market Data より。

いても2件(2%)となっている。それに対し、より短期的な利益を求める傾向の強い投資顧問会社や資産運用会社を含むその他機関投資家による株主提案はかなり積極的に行われており、2000年の22件(23%)や2008年の34件(20%)を初めとして2000年代には公務員年金とほぼ同じ水準で株主提案を行っていた。そのため、企業年金については、株主提案を積極的に行っているとは考えにくい。

また、そもそもの問題として、インデックス運用を行う投資家は、インデックスの軌跡を追えるように個別に保有する株式のウェイトを調整しているのもであって、企業の経営を改善してより長い期間、より多くの株式を保有しようという投資を行っているのではないという指摘もある。さらにセキュリティ・レンディングの拡大により、年金基金は保有する有価証券をカスタディアン銀行経由で投資銀行などに貸し出している。貸出を通じて年金基金は、有価証券に付随する経済的利益とリスクを保持したまま、貸付料を得て運用益を向上させることができるが、この貸出中には議決権の権利はあっても行使はできない(淵田, 2012, 61-62頁)。そのため、インデックス運用を行う機関投資家だとしてもある程度のコストを伴ってまで株主行動を起こすだけの誘引が存在していないという問題がある。



出典: Georgheson, Annual Corporate Governance Review 各年より筆者作成。

また SRI についても、利回りを犠牲にしてまで行いたいという投資家は多くないという問題がある。SRI の収益性に対する関心についてサーベイを行った環境省(2003)によれば、多くの投資家が投資の意思決定の際に SRI に基づいた投資を行うことを望ましいとしながらも、そのために収益性を犠牲にして良いと考える投資家は少ないことを指摘している(前掲, 9-10頁)。また、企業年金についても前述の通り、リターンが雇用主の拠出額に直結するため、低い収益性を犠牲にしてまで投資を行うインセンティブは弱い。

このような投資家の傾向があるにも関わらず、SRI 投資はそれを考慮しない投資と比べて収益性が低いという実証研究が存在している。例えば、1990年に行われた調査では ETI を行った年金基金は ETI を行わなかった年金基金と比べ、250bp もリターンが少なかったことが指摘されている(Marr et al., 1994, p.7)。また、社会的スクリーン投資に関してもそれを行った年金基金は行わなかった年金基金と比べてリターンが 110bp 低かったことが指摘され

ている (Marr et al., 1995, p.19)。そのため、SRI 投資は地域への投資や社会・環境・雇用問題に関わる政治的な要請を受けやすい公務員年金では広がったが、低リターンを忌避する企業年金では普及しにくいのである (森, 2003, 228-235 ページ)。

以上のように、ユニバーサルオーナーの議論に対して多くの反論が存在しており、短期利益最大化を中心としたUseemやケネディの観点の方が現実に即していると考えられる。そのため、Hawley and Williamsの議論は、受託機関がその使命に目覚め行動すべきという理想を述べたものに近く、主流を占めていないのが現状である<sup>8</sup>。

戦後アメリカにおける「金融市場の機関化」は、「株式市場の機関化」の形で進展し、その内容も1965年までは「株式保有の機関化」、1966年以降は「株式流通市場の機関化」、そして1980年代後半以降は「株式運用過程の機関化」と次第に深化していった。とりわけ、1980年代後半以降には短期利益最大化を目的として企業の経営陣に対し、機関投資家が大株主として圧力をかけるようになった。これは、それまで低リターンの株を売却して投資を切り上げることで機関投資家の経営者に対する意思表示を間接的に行ってきたいわゆる「ウォール・ストリート・ルール」に加え、機関投資家がより直接的に、自らの目的に合わせて企業経営を変えるよう経営陣に迫るようになってきたことを意味していた。

ただ、1980年代末から2000年代の初頭に活発化した「機関投資家資本主義」や「株主資本主義」の議論は、あくまで「株式市場の機関化」を対象としたものであった。しかし、機関投資家の株式市場における支配力の拡大と企業経営に対する影響力の拡大の背後で、もう1つの変化が進行していた。それが債権の「証券化」の進展に伴う家計部門をも巻き込んだ資本主義経済全体の機関化の進展であった。このような経済の到来を予期したミンスキーは、これを「資金運用者資本主義」と呼んだ。

### 1.2.3. ミンスキーの金融不安定性仮説と資本主義経済の資金運用者化

ハイマン・ミンスキー (Hyman P. Minsky) は、「金融不安定性仮説 (Financial Instability Hypothesis)」の提唱者として知られている。金融不安定性仮説は、外部金融を伴う現代資本主義を前提として、景気の上昇過程で資金の貸し手である投資家もしくは銀行が、よりリスクな投資や貸付を行うようになることで、金利上昇や期待利潤が実現しなかった場合に資金の借り手が支払不能に陥りやすい脆弱な金融構造が内生的に作り出されることを

---

<sup>8</sup> ただし、SRI や株主提案に関していえば、公務員年金基金による株主提案は増加し続けており、2012年、13年にはかなりの比重を占めるようになってきている。また、SRI に関して、環境・社会・ガバナンス (ESG) に関わる SRI を行うファンド数の増加が US SIF の調査で指摘されている。ESG に関わるファンドの数と総資産は1994年の55ファンド、120億ドルから2006年に270ファンド、2020億ドルになっていたが、2011年には720ファンド、1兆130億円にまで急拡大した (US SIF, 2012)。収益性の問題が存在すること、調査がESG投資の程度については言及していないことを考慮すると、準公共的な立場のユニバーサルオーナーにまでは至らないまでも、金融危機をきっかけとして機関投資家が収益性に影響しない範囲で、ESGを考慮した投資を行うように変化しつつあり、それが今後拡大していく可能性はある。

説明する。金融不安定性仮説は、もともと1966年以降のアメリカにおける経済の不安定化、すなわち大恐慌以前のような景気循環の復活が再び見られるようになったことに対し、“*Can It Happen Again?*” (= 『それ』は再び起こるのか?) と問うことから始まった。ここでの「それ」とは、1929年の「大恐慌」のことを指している。戦後アメリカ経済は1960年代前半まで、深刻で長期にわたる不況を経験せず安定的な成長を続けてきた。しかし、「適度以上の経済実績と国内外における銀行・金融システムの異例ともいえる安定性」を有していたアメリカ経済は、この安定の中で企業、金融機関、家計の利益追求行為によって生じた金融革新による累積的な金融・経済システムの変化の結果として、1966年以降、「金融危機が想像だにできないシステムから危機にさらされ続けるシステムへと変質」(Minsky, 1986, 邦訳 81 頁)した。金融不安定性仮説は、このような資本主義経済の構造変化が1929年のような累積的な負債デフレーション過程を招来することになるのか、という問いに答えることを目的としていたのである(Minsky, 1982, pp.xi-13)。そして、ミンスキーはその問いへの解答として、FRBによる「最後の貸し手」としての介入と財政赤字を伴う大きな政府の存在が、金融恐慌の発生を阻止し、経済が長期に渡る不況に陥るのを阻止することで、大恐慌の再来はないとした(Minsky, 1982)。

1986年に出版された*Stabilizing an Unstable Economy* (『金融不安定性の経済学』)は、ミンスキーの金融不安定性仮説研究の集大成といえる。しかし、彼は同年の論文で既にアメリカの金融システムに大きな変化が生じていることを見出していた。年金基金、銀行の信託部門、ミューチュアルファンドなど専門家によって運用される巨額の資金が存在し、それが短期の高利回りの資産を求めて頻繁に投資先を変更することで金利の浮動性が増幅し、それが企業の長期的な投資のための資金調達を大きく左右するようになったのである

(Minsky, 1986b, pp.291-293)。これは、1960年代半ば以降の金融不安定性の高まりとそれに対する証券市場における金融革新によって生じた累積的な金融構造の変化の結果、アメリカの金融構造が大きく変化したことを意味していた。ただ一方でミンスキーは、1987年の株式市場における暴落(ブラックマンデー)が大恐慌の再来させるのかという問いに対し、金融不安定性仮説の中央銀行による最後の貸し手と財政赤字を伴う大きな政府により金融危機が恐慌へ発展するのが阻止されるとした(Minsky, 1988, p.28)。

そのため、ミンスキーは、短期的な景気循環に関しては金融不安定性仮説のフレームワークを維持しつつも、より長期的な資本主義経済の構造変化を論じるようになる。それが「資本主義の金融的発展段階 (The Stage of Capitalist Financial Development)」の議論であり、「資金運用者資本主義 (Money Manager Capitalism)」であった。

ミンスキーは、「金融のあり方」を金融の主たる目的と主たる供給者に注目し、資本主義経済は商人資本主義 (Merchant Capitalism)、産業資本主義 (Industrial Capitalism)、銀行家資本主義 (Banker Capitalism) の順で進化してきたとする。経営者資本主義 (Managerial Capitalism) は、1929年の大恐慌後のニューディール改革と第二次世界大戦の結果誕生した。ニューディール改革により、間接金融が直接金融に対し優位に置かれたことで銀行融資が

企業金融において重要な位置を占めることになった。企業は投資銀行家の支配から独立し、その経営も所有者の影響力の弱化和順調な配当が持続する限りは自律性を獲得した結果、長期視点に立って投資ができるようになった。民間経済の主役が個人の経営者から専門経営者（集団）へと交替したのである。また、戦時中の国債政策が戦後に膨大な国債残高を残したことで政府及び民間債務の多くが、政府部門の負債となり、企業部門、家計部門の負債比率が低い「頑強な金融構造」が作り出された。また、財政赤字を伴う大きな政府と中央銀行の「最後の貸し手」としての介入が、1966年以降に金融構造が脆弱化する中で資産価値が崩壊することを防止した（Minsky, 1990, pp.65-71; 1993, pp.107-113; 1996, pp.362-364）。

資金運用者資本主義は、経営者資本主義の成功の中から生まれた。第二次世界大戦後のアメリカは深刻な景気後退とデフレーションを経験しなかった。そのため、大恐慌以前のような負債デフレによる資産の目減りや流動性選好の高まりによるポートフォリオの保守化が起こらなかった。それが年金基金、ミューチュアルファンド、銀行の信託基金、保険会社、民間の基金などの資金運用者の順調な成長を可能にした。福祉国家政策の下で拡大した私的年金基金は膨大な資金を蓄積し、また1970年代以降のインフレーションの高まりは多くの個人資産のミューチュアルファンドや MMMF (Money Market Mutual Funds)への移転を引き起こした。こうして、大規模な資金運用ファンドが大手企業の発行済み株式や社債の多くを保有するようになり、大きな影響力を持つようになることで、資金運用者資本主義への移行が生じ、1987年のブラックマンデーがその最初の危機となったのである。資金運用者は、短期のポートフォリオの収益最大化を目的として積極的に基金を運用しており、これらの資金運用者は長期的な配当の増加を目的として株式の購入と保有を行わず、短期的な利率の変動もしくは株価の変動によって行動する。また、これらの資金運用ファンドは拠出者の利益のために運用されていることから、資金運用者は保有資産に対する利益となる取引を受け入れなければならない。その結果、1980年代には買収と LBO のような金融リストラクチャリングが促進されることになり、資金運用者は LBO で保有株を売り、同時に再編成をファイナンスするために発行されるジャンクボンドの買い手となった（Minsky, 1989, p.397; 1990, pp.69-71; 1993, pp.111-113; 1996, pp.362-363）。

ここまでの議論は、主に「株式市場の機関化」を対象としており、短期利益最大化を論じる Useem やケネディの「機関投資家資本主義」や「株主資本主義」とほぼ共通する議論となっている。

ただ、ミンスキーの議論は、2つの点でこれまでの議論とは異なる。第1に、「機関投資家資本主義」や「株主資本主義」の議論は、企業統治の新たな展開に関する議論が中心で、金融システムや資本主義経済の制度進化に関する視角に乏しいことがあげられる。ミンスキーは、資金運用者資本主義の下で生じる利潤機会を活用するために新たな制度進化が生じる面を指摘する。資本主義経済は常に様々な革新と規制・ルールの変更などにより進化し続けている。経営者資本主義から資金運用者資本主義への移行もその結果で、その下で

生じる利潤機会を求め金融革新が惹起されると同時にその影響が金融システム全体、ひいては資本主義経済全体に波及することになる (Minsky, 1990)。

第2に、資金運用者資本主義の議論が株式市場に留まらず、資金運用者の「証券化商品」の所有者としての役割に注目した点があげられる。証券化の技術は、個々の要求者にあわせてキャッシュフロー特性を作り出すことが可能であり、特定のファンドの目的に合わせてオーダーメイドで精巧な証券化商品を作り出すことが可能であった。そのため、資金運用者は証券化商品市場の大部分を占める投資家に既になっていた (Minsky, 1990, p.71)。

これは証券化が資金運用者資本主義を拡大させ、それがさらに証券化の深化を引き起こす可能性を示していた。すなわち、第1節でみた2000年代の証券化関連資産の急増や金融の重層化の拡大、さらには2007年以降のサブプライム金融危機に至る時期に形成された金融構造をある程度は既に予見しており、この点は注目に値する。

しかし、ミンスキーの資金運用者資本主義に関する議論は発展途上で、断片的で十分に議論が展開されていない。これは論文が発表されたのが1986年から1996年までという時期による制約が大きい。この時期にはまだ「株式市場の機関化」が中心であり、証券化の深化もあまり進んでない時期であった。そして、ミンスキー自身が1996年に没したことで、2000年代以降に見られた証券化の深化を含め、資金運用者資本主義については十分に議論が深められていないままとされている。

そこで、ミンスキーの議論を引き継ぎ、資金運用者資本主義の議論を現代に拡張しようとする試みについてみると、服部 (2012)、Tymoigne and Wray (2014)、そして拙稿 (2010)、(2012) があげられる。

まず、服部 (2012) はミンスキー没後の現代資本主義経済の展開に即して資金運用者資本主義の議論を発展させる必要性を論じ、それを試みている。しかし、「アメリカの株式市場を動かしているのは機関投資家であるから、企業は機関投資家の意向にしたがって、株価が下がらないように勉めなければならない」(服部, 2012, 230頁)といった点に見られるように、その議論の多くは「株式市場の機関化」の枠組みの内側にある。また、企業が短期主義に陥り、技術革新や新たな製品・市場の開発などの長期的な発展は阻害され、貧困、格差、失業の問題に繋がっていると論じた。しかし、格差の拡大や実質賃金の伸び悩みといった問題を指摘しながら、その中で生じる需要不足を、バブルを引き起こして家計が借金による消費や住宅投資を行うことで解決し、金融機関もローンを返済できない人にサブプライム・ローンを貸し出し、破綻が分かっているサブプライム関連の証券化商品を投資家に販売して利益を上げていたと表面的に論じるに留まっている。その買い手こそが資金運用者だったにも関わらず、である。住宅バブルの問題を論じ、GSEとエイジェンシー(保証証券を含む)の金融資産の対GDPの拡大を論じているにも関わらず、ミンスキーが指摘していた資金運用者資本主義と証券化の間の密接な関係がここでは論じられていないのである。

次に Tymoigne and Wray (2014) は、戦後アメリカの経営者資本主義下における資金運

用者資本主義の形成について詳細に論じている。他の議論との主な違いとして、資金運用者資本主義の特徴について、労働組合の加入率低下とその影響力の低下や政府部門の役割の低下といった新自由主義政策への転換がもたらした経済への影響を詳細に分析している点、資金運用者資本主義下における銀行業として証券化に注目した点あげられる。とりわけ証券化が次第に、貸出によって新たに作り出した非流動的な資産を銀行のバランスシートから分離するための手段から既に存在する金融資産を用いて裁定を行う道具へと変貌し、その過程で証券化の主導権が債権の貸し手から証券化商品の買い手へと移転したことを指摘した点は、資金運用者資本主義との関係で重要であった (*ibid.*, p.86-89)。これは横川 (2010) でも指摘したことであるが、証券化商品の最大の需要者は資金運用者であり、彼らの望む目的に合致した証券化商品、すなわち「短期利益最大化のために実際にはリスクが高くとも高格付けで利回りが良い証券を需要」(同 57 頁) したことが CDO (Collateralized Debt Obligation) の普及に繋がったと考えられるからである。

ただ、その一方で問題点もある。第 1 に、サブプライム金融危機に関する詳細な検討をしているにも関わらず、資金運用者については明確な規定が為されておらず、どの機関までを資金運用者としているのか不明確なことがあげられる。一口に資金運用者と言っても、そこに含まれる機関は論者ごとにより幅がある。加えて、それぞれの機関の性格も運用方法も同一ではない。そのため、資産運用者についてある程度規定し直した上で、代表的な資金運用者の投資行動をとるのがどの機関か、もしくは投資行動ごとにある程度のグループ分けなどの整理を行う必要があると考えられる。

第 2 に、証券化の深化を論じている一方で、それと共に形成されたシャドーバンキングシステム (Shadow Banking System) もしくは Originate-to-Distribute Model についての言及が十分に為されていないことがあげられる。

第 3 に、2000 年代のアメリカにおける住宅バブルについては、証券化を含めたサブプライム・ローンの仕組みにまで踏み込んで論じているにも関わらず、家計部門の負債による消費の拡大と証券化との関係については議論されていないことがあげられる。

最後に横川 (2010), (2012) である。横川 (2010) では、サブプライム金融危機における証券化をミンスキーの金融不安定性仮説から論じた。その中で、証券化の歴史的展開を論じた上で、2000 年代の住宅バブルの中で証券化商品の格付基準に緩みが生じた原因の 1 つとして、証券化商品の主たる需要者である資金運用者がより高い短期でのリターンを求める傾向が影響した可能性について言及している。横川 (2012) では、資金運用者資本主義の形成をミューチュアルファンドの活動から論じた上で、その下での投資銀行の役割について論じた。その中で、機関投資家を一般にミューチュアルファンドや年金基金など一般大衆の資金を受託して資金運用を行い、それを主たる収入源とする機関と定義するのに対し、資金運用者の場合は金融革新でそれまで資金運用業務を行っていなかった機関が資金運用業務に進出する場合を含むとして、「機関投資家業務を実施する運用部門・運用主体全てを含む概念」(同 66 頁) として資金運用者を定義した。ただし、具体的な機関について



での整理は行っていないという問題がある。

以上から本稿では「株式市場の機関化」ではなく、「資本主義経済の資金運用者化」の観点から、次のような仮説と課題を提起したい。

まず、戦後アメリカ経済では、第1に金融部門の資産の預金金融機関から機関投資家へのシフト、第2に家計部門の負債の大幅な増大、第3に証券化や機関投資家化による金融の重層化の進展が見られ、それはいずれも「資本主義経済の資金運用者化」によって説明される。

資金運用者化の進展は、当初「株式市場の機関化」、とりわけ「株式保有の機関化」という形で現れた。しかし、1966年以降、機関投資家の一部が資金運用者化し、短期利益を求める運用が活発化したことで「株式流通市場の機関化」へ拡大し、1980年代後半には企業経営への影響力行使を含めた「株式運用過程の機関化」に発展した。

「株式運用過程の機関化」は1980年代末から現れ、徐々に拡大していったが、その一方で債券市場においても変化が生じていた。すなわち、1970年代に始まった証券化が拡大・進展するのに伴い、1990年代以降に「金融仲介構造の機関化」が生じたのである。

「株式流通過程の機関化」では、ミューチュアルファンドを始めとする資金運用者による株式売買の活発化と大口化により、伝統的な株式流通の制度が限界に達し、既存の制度を改革するきっかけとなった。この株式流通過程の機関化の背後では、預金金融機関から機関投資家への資産のシフトが生じており、それが既存の銀行システムの機能を低下させることに繋がった。その結果が、1970年代以降の証券化の開始や同年代以降にみられるレポ市場の拡大など、証券市場を通じた金融仲介の活発化であった。銀行危機が多発して既存の金融仲介システムを大幅に改革することが不可避となると共に、証券化技術の進展で買い手である資金運用者が組成過程に影響を与えて自らの望む証券化商品を作り出させるようになった1990年代以降、既存の **Originate-to-Hold Model** から **Originate-to-Distribute Model** への移行が生じ、いわゆるシャドバンキングシステムが形成されることとなった。これらの金融仲介システムは、当初から証券化を前提として構築されたものであり、そのような意味で「金融仲介構造の機関化」が生じていると考えられる。

資本主義経済の資金運用者化の進展は、証券市場全体の構造変化に留まらず、金融システムひいては資本主義経済そのものの構造変化を伴っている。とりわけ、証券化の進展は家計部門の負債を証券化商品として転売することを可能にし、資金運用者の投資行動は、そのような負債（＝資産）を裏付けとした金融商品だとしても、投資適格の格付けと高い利回りさえ約束していれば、それを投資対象として是認する。その結果、金融の主たる役割は「企業の生産的な投資のための資金調達手段」ではなく、「資金運用者による金融投資のための部門・用途を問わない貸出債権の創出」に変化するのである。

このことが、2000年代の企業による生産的な投資が不足する状況を、家計部門とりわけ

低所得層の借金を伴った消費と住宅投資によって補うという構図を可能にした。しかし、それは低所得層の家計による借金による消費や住宅投資の増大という格差の拡大を助長するだけでなく、資金運用者に預けられ運用される中間層以上の家計の老後に備えた資産形成、金融システム全体を危険に曝すことに繋がっていた。

資金運用者の報酬は短期利益に強く結び付いているため、強いリスク選好がありリスクを蓄積する傾向にある。その一方で資金運用者は、運用に失敗した際の責任を逃れるために他の投資家と似た戦略をとる傾向がある。そのため、多くの資金運用者が似た戦略を採ることで高いリスクを蓄積すると同時に、特定の資本資産に大きな需要が生じることで資本資産価格はファンダメンタルを超えて大幅に上昇することとなる。反対に資産価格の上昇が反転した場合には、急速な崩壊が引き起こされる。とりわけ、資金運用者のファンドはリスクを蓄積する傾向があるにも関わらず、実際のリスク負担能力が極めて乏しいため、崩壊時の資金の引き上げは極めて激烈なものとなる。資金運用者資本主義は極めて脆弱な金融構造を有しており、資本蓄積の不安定化と家計部門の負債比率を高めるなど経済をより不安定化させることになる。

これらのことを論じるために、第2章では戦後アメリカの金融システムに根底にあったニューディール型銀行システムの成立について論じ、第3章で資金運用者の定義について検討した上で、戦後アメリカにおける機関投資家の登場と「株式市場の機関化」について論じる。つづいて、第4章ではもう1つの機関化の流れである証券化についてその登場と「仕組み金融」化について論じ、それを踏まえて第5章で新たな金融システムへの転換が「金融仲介構造の機関化」として生じたことを論じる。そして、第6章で資本主義経済の資金運用者化の結果としてのサブプライム金融危機について論じる。

## 参考文献

The Brancato Report (1994) *The Brancato Report on Institutional Investment*, The Victoria Group Incorporated and Riverside Economic Research, Vol. Ed. 2.

Employee Benefit Research Institute (2009) *Fundamentals of Employee Benefit Programs*, sixth Edition.

Glyn, Andrew (2006) *Capitalism unleashed: finance globalization and welfare*, Oxford University Press, Oxford. (横川信治・伊藤誠訳『狂奔する資本主義 格差社会から新たな福祉社会へ』ダイヤモンド社, 2007年。)

Goldsmith, Raymond W. (1969) *Financial Structure and Development*, New Haven and London: Yale University Press.

Hawley, J.P. and A.T. Williams (2000) *The Rise of Fiduciary Capitalism*, Philadelphia: University of

- Pennsylvania Press.
- Heard, Jamie (2003) 「米国における議決権行使の実態」日本証券アナリスト協会編『コーポレート・ガバナンスと企業価値』日本証券アナリスト協会, 26-33 頁。
- Marr, M. Wayne, John L. Trimble and John R. Nofsinger (1994) "Economically Targeted Investments," *Financial Analysts Journal*, Vol.50, Issue 2, p.7.
- Minsky, Hyman P. (1982) *Can "it" Happen Again?*, M.E.Sharp. (岩佐代市訳『投資と金融』日本経済評論社, 2003 年。)
- (1986a) *Stabilizing an unstable economy*, New Haven: Yale University Press (吉野紀, 浅田統一郎, 内田和男訳『金融不安定性の経済学: 歴史・理論・政策』多賀出版, 1989 年。)
  - (1986b) "The Crises of 1983 and the Prospects for Advanced Capitalist Economies," in Helburn, S.W. and D.F. Bramhall ed., *Marx, Schumpeter, Keynes*, pp.284-96, Armonk, N.Y.: Sharpe.
  - (1988) "Back from the Brink," *Challenge*, Vol.31, Issue 1, pp.22-28.
  - (1989) "Financial Crises and the Evolution of Capitalism: The Crash of '87," in Gottdiener, M. and Komminos, Nicos (ed.) *Capitalist development and crisis theory*, pp. 391-403, New York: St. Martin's Press.
  - (1990) "Schumpeter: Finance and Evolution," in Arnold Heertje and Mark Perlman(ed.) *Evolving Technology and Market Structure*, Ann Arbor: The University of Michigan Press.
  - (1993) "Schumpeter and Finance," in Salvatore Biasco and Alessandro Roncaglia, Michele Salvati(ed.) *Market and institutions in economic development*, Basingstoke, Hampshire : Mcmillan Press.
  - (1996) "Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies.," *Journal of Economic Issues*, Vol. 30 Issue 2, pp.357-368.
- Tymoigne, Eric and L. Randall Wray (2014) *The Rise and Fall of Money Manager Capitalism*, Oxon: Routledge.
- US SIF (2012) *2012 Report on Sustainable and Responsible Investing Trends in the United States*.
- 青山和司 (1995) 「アメリカの信託機関と年金基金の動向」『信託』信託協会, 第 184 号, 19-40 頁。
- (2004) 「アメリカの年金基金と資産運用の特色」『経営研究』大阪市立大学, 54 巻 4 号, 17-36 頁。
- 秋山義則 (2002) 「アメリカ州・地方公務員年金の資産運用と企業ガバナンス」渋谷博史・首藤恵・井村進哉『アメリカ型企業ガバナンス』東京大学出版会, 87-110 頁。
- 江尻行男 (1982) 「機関投資としてのアメリカ年金基金に関する一考察」『東北福祉大学紀要』東北福祉大学, 7 巻 1 号, 233-252 頁。
- 環境省 (2003) 「社会的責任投資に関する日米英 3 か国比較調査報告書」。
- ケネディ, アラン; 奥村宏監訳, 酒井泰介訳 (2002) 『株式資本主義の誤算』ダイヤモンド社。

- 首藤恵 (2002) 「アングロアメリカン型企業ガバナンスと機関投資家の役割」 渋谷博史・首藤恵・井村進哉『アメリカ型企業ガバナンス』東京大学出版会, 51-85 頁。
- 杉山欽哉・田口杏奈 (2013) 「米国機関投資家の議決権行使の現状」『生命保険経営』生命保険経営学会, 第 81 巻, 111-131 頁。
- 高木仁 (2006) 『アメリカの金融制度 改訂版』, 東洋経済新報社。
- 野村亜紀子 (2000) 「米国企業の年金積立不足処理と年金給付保証公社 (PBGC) の基金破綻予防活動」『資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所, 2000 年冬号。
- 服部茂幸 (2012) 『危機・不安定性・資本主義』ミネルヴァ書房。
- 淵田康之 (2012) 「短期主義問題と資本市場」『資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所, 2012 年秋号, 52-87 頁。
- 北條裕雄 (1986) 「戦後アメリカの投資会社」『証券資料』日本証券経済研究所, 93 号, 95-139 頁。
- (1990a) 「連邦証券金融規制の展開過程(1946~65 年)-上-」『証券経済』日本証券経済研究所大阪研究所, 172 号, 68-154 頁。
- (1990b) 「連邦証券金融規制の展開過程(1946~65 年)-下-」—アメリカ株式市場における過剰な資金と国家の介入—『証券経済』日本証券経済研究所大阪研究所, 173 号, 1-77 頁。
- 三和裕美子 (2002) 「アメリカにおける機関投資家の議決権行使」『証券アナリストジャーナル』日本証券アナリスト協会, 第 40 巻 5 号, 48-60 頁。
- 森祐司 (2003) 「アメリカ年金基金における ETI 投資と社会的スクリーニング」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第 42 号, 225-245 頁。
- (2005a) 「米国年金基金の株主行動と社会的責任投資 (前編)」『年金ニューズレター』, 大和総研, 2005 年 3 月号。
- (2005b) 「米国年金基金の株主行動と社会的責任投資 (後編)」『年金ニューズレター』, 大和総研, 2005 年 5 月号。
- 横川太郎 (2010) 「サブプライム金融危機と金融不安定化仮説」『経済学研究』東京大学経済学研究会, 第 52 号, 45-59 頁。
- (2012) 「ミンスキーの『資金運用者資本主義』と投資銀行」『季刊 経済理論』経済理論学会, 第 49 巻 1 号, 64-75 頁。
- 吉田健三 (2003) 「アメリカの企業年金: 確定拠出型年金と金融ビジネス」 渋谷博史・渡瀬義男・樋口均『アメリカの福祉国家システム』東京大学出版会, 155-186 頁。

## 第2章 ニューディール改革，戦時経済と戦後アメリカの経済構造

戦後アメリカにおける金融市場の機関化，ひいては資本主義経済の資金運用者化を論じるには，まずその前提となる経済構造を理解する必要がある。

前述のミンスキーは，戦後アメリカの経済構造，とりわけ 1940 年代後半から 1960 年代前半までの時期を次のような時代として特徴付けている。ニューディール，戦時中を通じて経済全体に占める政府部門の割合が増大し，戦後もそれが継続した。そのため，政府・民間部門の負債の多くが安全な政府債務となり，家計・企業部門は多くの政府債券を有するようになった。そのうえ，1930 年代の大恐慌の記憶が流動性の重要性を強く認識させたことで各経済主体は保守的になり，戦時中に蓄積された流動性が急速な投機には向かわなかった。さらに経済がインフレ傾向を強めようとする連邦政府予算を黒字化させて，インフレ的拡張を阻止した。また，投資銀行・商業銀行に対する企業の経営者の独立性が以前より高まり，資本蓄積における投資銀行の支配力も後退した。株式の多くが個人所有となり，広く分散することになった。その結果，順調な配当の流れが続く限りにおいて，企業経営者は株主の圧力から開放された。市場支配力を有する大企業は，長期的な目標を追求し，コングロマリッド化を志向した。そして，企業は市場支配力を慎重に行使するとともに，その恩恵を労働者と共有することで労働者の賃金も上昇することとなった（Minsky, 1982, p.xiii; 1989, pp.395-396; 1990, p.68; 1993, pp.109-110）。

つまり，戦後アメリカの経済構造を規定したのは，1929 年の大恐慌に対する一連のニューディール改革と第二次世界大戦中の戦時経済で行われた諸政策にある。そのため，本章ではそれらの改革・政策のうち，主に戦後の金融構造を規定する金融制度改革と労働政策を論じ，さらに一連の改革・経済政策の帰結を見る。

### 2.1. ニューディール改革：厳格な金融規制と一般投資家保護，所得平等化の基礎

1929 年 10 月の株式市場の大暴落をきっかけとして始まった大恐慌は，国際金融機構の崩壊を経て，世界的な大恐慌へと発展していった。アメリカ国内においても，産業・農業部門の危機から地方銀行のみならず，金融中心地の市中銀行へも破綻が波及していくこととなった。1933 年 3 月 4 日に第 32 代アメリカ大統領に就任したフランクリン・D・ルーズベルトは，翌 3 月 5 日に全国銀行休業令を出したのを皮切りに「百日議会」に多数の恐慌対策法案を提出し成立させた。このニューディール政策には，救済（relief），回復（recover），改革（reform）という 3 つの性格が存在しており，その範囲も非常に広範なものであった。その中で特に注目すべきなのが，金融制度改革と所得分配の平等化につながる労働政策である。

#### 2.1.1 ニューディール型銀行システムの構築

グラス・スティーガル法（1933 年銀行法），1935 年銀行法，1933 年証券法，1934 年証券所取引法の 4 法を中心として構成される金融制度を本稿では「ニューディール型銀行システム」と呼ぶ。改革には，次のような特徴があった。

第1に商業銀行業と投資銀行業を分離させ、商業銀行に対し「健全銀行主義」を奨励したこと、第2に連邦準備制度（FRS）の機構改革・権限強化、預金保険制度、証券取引委員会（Securities and Exchange Commission; SEC）の設立を含む監督機能とセーフティネットの大幅な拡充を行ったこと、第3に証券の公募発行への事前の「情報開示」を徹底、さらには投資会社、投資顧問会社への規制を導入したこと、第4に投機的な信用利用による証券取引を制限したことである。

これらの改革を通じて、「決済システムの安定性の確保」と「証券市場における一般投資家保護と健全性の確保」の2点を実現しようとしたのである。

#### A. 決済システムの安定性の確保

決済システムの中枢を担う商業銀行業にとって、ニューディール改革で最も重要だったのは、グラス・スティーガル法（1933年銀行法）の制定だった。グラス・スティーガル法は、「決済システムの安定」を確保することに最大限の努力が払われていた。このような改革の背景には、1920年代の株式ブームの中で商業銀行が証券業務に参入し、株式ブームのさらなる過熱を生んだことに加え、それが大恐慌の中で銀行破綻に繋がったという認識があったためである<sup>1</sup>。

そして、決済システムの安定性を確保し、健全な銀行経営を実現するためには、「(1) 銀行金融は短期に限り、投機的な目的のものは避ける。(2) 真正手形を銀行資産の中心に据えることによって、資金の運用に弾力性と流動性をもたせる」（西川，1998，40頁）ことが必要とされた。これは、「銀行券の発行量は手形と連動している限り、弾力的であっても過剰にはならない、手形割引を基本とする銀行融資は短期の流動資金の提供に限られるべきである、また銀行の資産が手形中心のものであれば、資金はおのずと流動的になる」（前掲，39頁）という「真性手形ドクトリン」<sup>2</sup>の考えに従っていたためだった。そのため、商業銀行から投機性のある投資銀行業務を分離し、さらにその貸付対象を短期の資金供給に集中するよう奨励したのである。

グラス・スティーガル法第16条は、「銀行業務」を「約束手形、小切手、為替手形およびその他の債務証券の割引と換金、…預金の受け入れ、…為替、硬貨、金の売買、…動産担保に基づく資金の貸付、…紙幣の保有、発行、流通」と定義しており、また商業銀行による「投資証券の売買業務は…いかなる場合でも自己の勘定で行ってはならず、またいかなる証券の

<sup>1</sup> 商業銀行は、1920年代に後述する証券子会社（投資会社）を設立して証券業務に参入していた。そして、1929年には新規債券発行全体の46%弱を自行の債券部もしくは証券子会社を通じてオリジネートしていた。そのため、商業銀行による積極的な証券業務への参画は大恐慌を引き起こした一因と非難された（西川・松井，1989，180-195頁）。

<sup>2</sup> 西川（1998）は、真正な手形（real bills of exchange）をアダム・スミスの国富論を元に「満期になるや否や債務者によって間違いなく（really）支払われるような手形」（同，1998，38頁）としている。そして、「真正な顧客を相手に真正な手形を割り引いている限り、『銀行の金庫は、水の不断の流出量と流入量とがまったく等しい池のようなもの』（同39頁）になると説明している。

発行も引き受けてはならない。ただし、…ここで定める制限と規制は、合衆国の債務証券、州もしくはあらゆるその下部組織の一般財源債には適用されない」(FRB NY, 1933, pp.25-26)として、銀行が自己勘定での証券の売買・引受けを禁止していた。

さらに、第 20 条で「すべての加盟銀行は…株式、担保付き社債、無担保社債、ノートまたはその他の証券をホールセール、リテールまたはシンジケートへの参加を通じて、発行、募集、引受け、公売もしくは分売することに主として従事する会社、社団、ビジネス・トラスト、もしくはその他の類似機関と系列関係になってはならない」(*ibid.*, p.30)として、銀行が投資銀行業務に「主として従事する」金融機関との間で系列関係を持つことを禁止した。

一方で、第 21 条で「株式、債券、社債、手形あるいはその他の証券の発行、引受け、募集の業務に従事する、あるいは大口業務であれ小口業務であれ販売の業務に従事する、あるいはシンジケート団への参加を通じてそれらの業務に従事する、あらゆる個人、企業、法人、団体、事業信託もしくは他の類似の組織が、いかなる程度においてであれ、それと同時に預金受入れの業務に従事すること」(*ibid.*)を禁じ、投資銀行などの類似する業務を行う金融機関が商業銀行業務を行うことを禁止していた。これは、商業銀行が規制により業務を制限される一方で、類似する業態の金融機関との競争から保護されていたことを意味する。

また、グラス・スティーガル法は業態内での競争をも制限していた。同法では商業銀行の要求払い預金への利払いの禁止と定期預金・貯蓄預金への金利の上限規制が規定されていた。これは商業銀行が預金獲得競争を行うことで調達金利が上昇し、それを補うために銀行がリスクな貸出をして支払い能力や流動性が低下する可能性を排除することを企図していた(西川・松井, 1989, 189-192 頁)。ただ、このような規制は、銀行預金に類似する金融商品が存在しない状況では、銀行の資金調達コストを引き下げ、銀行収益を安定させると考えられるが、ひとたび代替的な金融商品が登場すれば足枷に変化する。これは 1970 年代以降、現実のものとなる。

次に、セーフティネットの拡充として、特に重要だったのがグラス・スティーガル法での連邦預金保険公社 (FDIC) の設立と 1935 年銀行法での恒久化だった。アメリカでは 1921 年には 3 万 456 行の商業銀行が存在していたが、1930 年秋以降の銀行への取り付けが広がった結果、1933 年末には 1 万 4207 行に激減した(高木, 2006, 133-135 頁)。取り付けの広がった背景には、銀行業務が短期の預金を集め、長期の貸付を行う満期変換の機能を有していたことがあげられる。資金が長期の貸出に固定されている以上、同時に全ての預金の払い戻しに応じることは不可能となる。つまり、金融危機が起こり、銀行破綻が生じるとたとえ健全な銀行であったとしても、取り付けが生じれば預金の払い戻しに応じられなくなるリスクがある。結果、預金者は我先に預金を引き出そうと行動し、自己実現的に取り付けを引き起こしてしまうのである。そのため、1 預金者あたり 2500 ドルを上限とする預金保険制度が 1934 年に発足した。預金保険制度は、小口預金者の貯蓄を銀行破綻から保護すると共に、彼らによる銀行への取り付けを防止し、決済システムが安定的に機能する基礎を作り出した。

つまり、ニューディール型銀行システムで商業銀行は、安定的な決済システムの提供と短期資金の供給を担う役割を与えられており、それを可能とするために商業銀行業と投資銀行業の分離、預金金利上限規制、さらに預金保険機構の整備などの仕組みが構築されたのである。その一方で、長期の資金供給については、預金保険制度に加入しない投資銀行などの資本市場で活動する金融機関に委ねられた。

ただ、投資銀行などの資本市場で活動する金融機関に対しても、次に見るように一般投資家保護のための各種の規制や制度改革が行われることで、公募での新規発行が減少した。そのため、代わって機関投資家による私募と商業銀行による中期貸出（タームローン）が増加することになった<sup>3</sup>。

## B. 証券市場における一般投資家保護の確立

商業銀行を中心とする預金金融機関には、「決済システムの安定」を確保するための規制と保護が導入されることとなったが、証券市場で活動する投資銀行を始めとした非預金金融機関に対しては、一般投資家保護を目的とした規制が導入されることとなった。それらの中には、1933年証券法、ペコラ委員会の調査を受けて制定された1934年証券取引所法、さらに1935年公益事業持株会社法の下で実施された調査に基づいて制定された1940年投資会社法と1940年投資顧問法が含まれていた。

アメリカでは1933年以前には、一般投資家の保護は州レベルで制定されたブルー・スカイ法による規制があったが、その内容や保護の程度はまちまちな状態で、事実上機能していなかった。また、企業は一般投資家向けには会計報告書を提供しておらず、投資を行う上で情報が欲しい場合には自らの負担で財務情報を入手する必要があった。その一方で、投資銀行などの証券の引受けに携わる金融機関は、企業の経営者から会計報告書を受け取っていた。その結果、一般投資家は企業の財務情報を得ることができず、投資銀行が奨めるままに証券を購入して大恐慌の際に多大な損失を出すこととなった。投資銀行は、企業から得た情報を顧客に開示しなかったばかりか、リスクを隠して相場の操縦を行うことで利益を得たり、特定の業者や個人に不当に利益を得させたりしていたのである。つまり、投資家間で情報格差が存在したことが、このような不公正な取引を助長したのである。

そのため、1933年証券法で、新たに公募で証券を発行しようとする場合には、連邦取引委員会（FTC）へ詳細な登録届出書を提出することを義務づけ、さらに届出書の効力発行を

---

<sup>3</sup> タームローン(term loans)は、1933年銀行法を受けて商業銀行が新たに導入した融資期間が1年以上の中期貸付である。商業銀行は、1933年銀行法により期限1～5年の短期の社債やノートの引受けや保有といった投資銀行業務ができなくなった。1930年代に金融中心地のニューヨークなどの大銀行は、禁止された投資銀行業務に代わる収益性を見込める業務として、1年以上の中期貸付であるタームローンを導入し、証券規制の強化によって新規公募発行での調達が困難になった企業の中長期の資金調達を代替するようになったのである（西川・松井，1989，202-208頁）。



提出後 20 日目とした<sup>4</sup>。同法により、公債・短期証券などの一部の証券を除いた 10 万ドル以上の新規での公募発行には届出が必要になった。すなわち、「①公衆に対して売り出される証券に関して発行者に対しすべての重要な情報を投資家に開示させること、②証券の売り出しに当たっては詐欺、不実表示などの不正を禁ずること」（西村，2003，3 頁）を通じ、一般投資家が参加する公募市場での情報格差を縮小し、金融業者による詐欺的行為の横行を阻止しようとしたのである。

さらに、1934 年にペコラ委員会から投資銀行などの金融機関による不公正な市場慣行や相場操縦などの証券市場の実態に関する報告書が出され<sup>5</sup>、その中で投資家保護のために取引所自体の規制が必要と言及していた。そのため、1934 年証券取引所法は、流通市場を含めたより包括的な証券市場を規制する法律となった。まず、それまでの連邦取引委員会 (FTC) に代わって、新たに証券と証券取引所を規制・監督する独立の機関として証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission; SEC) が設置され、以後 1933 年証券法と 1934 年証券取引所法を管轄することになった。また、全ての株式公開会社に対して SEC への登録を義務づけると共に、流通済み証券に対して年次報告書の形で会計報告の開示を要求した。さらに、過度の信用利用によるリスクテイクを防止するためブローカー＝ディーラーへのレバレッジ制限やインサイダー取引を禁止した。つまり、1934 年証券取引所法は、包括的な規制を通じて「一般の投資家が証券市場に安心して資金を投資することができるための環境を醸成」（西村，2003，3 頁）しようとしたのである（西川・松井，1989，192-195 頁；檜山，2006，115-124 頁）。

アメリカでは、1920 年代に一般投資家の資金を集めて証券投資を行う投資会社、とりわけクローズドエンド型投資会社が急激に成長した。しかし、大恐慌で多くの投資家に多大な損失を被らせることとなった。

そもそも投資会社とは、「他の会社（法人）の証券を購入してその投資による利益を自らのポートフォリオに反映させ、自らの証券を発行することを事業目的とする投資事業体」（川島，2006，3 頁）であり、形態としては法人企業 (corporation) の場合もあれば、投資信託 (investment trust) の場合もある。また、発行した株式の換金 (redemption) および買い戻し (purchase) の扱いによって、オープンエンド型とクローズドエンド型に大別できる<sup>6</sup>。アメリカでは 1920 年代にクローズドエンド型投資会社を中心に、投資会社の保有資産が急

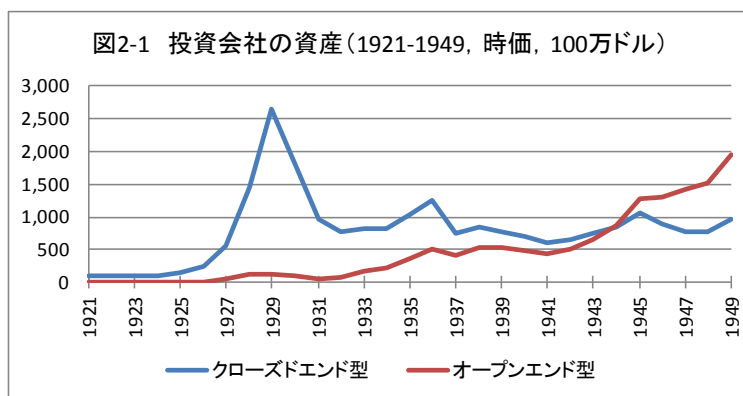
---

<sup>4</sup> SEC は 1934 年証券取引所法によって設立された組織であるため、それ以前にあたる 1934 年 7 月までは連邦取引委員会 (Federal Trade Commission; FTC) に対して提出していた。

<sup>5</sup> *Fletcher Report*, U.S. Senate, Committee on Banking and Currency.

<sup>6</sup> オープンエンド型投資会社の場合、投資家が新たに投資を希望した場合には証券を随時発行し、売却を希望した場合には、一株当たり純資産額での買い戻しを行う。それに対し、クローズドエンド型の場合、証券の発行は 1 回のみとなり、換金にも応じないため、投資家が新たに投資を行いたい場合や売却を行いたい場合には、流通市場で売買する形になる。そのため、換金価格も一株当たり純資産額になるとは限らず、プレミアムやディスカウントが存在することとなる。

成長した。1924年の段階で1億ドルに過ぎなかったクローズドエンド型の投資会社の資産は、1929年には26億ドルと驚異的な増加を示した(図2-1)<sup>7</sup>。しかし、投資会社は金融商品として登場して間もなかったことから法整備がされておらず、連邦政府による規制が不十分な状態だった。



出典: Goldsmith, 1955, I, pp.559-563, V-60, V-62.

投資会社の乱用問題とその規制の必要性は、1934年のペコラ委員会の報告でも既に指摘されていたことであった。1933年証券法は、投資会社の設立に際して情報を開示するよう求めていたが、さらに一歩進んで投資会社の管理・運営にも規制が必要だとしていた。そのため、1935年公益事業持株会社法で、SECに投資会社業界を調査する権限を与え、それを受けて調査が実施された。そして、調査の結果、投資会社の発起人や経営者による数多くの乱用とそれにより投資家に多くの損失が出たことが明らかとなった。それらの中には、(1) 投資会社の発起人や経営者が少ない出資でファンドを支配し、関係者に都合の良い融資の実施や証券の売買を行う利益相反の発生、(2) 投資会社が一般投資家から集めた資金を資本金の一部として子会社を作り、さらに一般投資家から出資を受けて資金を集めることを繰り返すピラミッド構造の構築、(3) 投資会社がサービスの提供に際し様々な形で手数料を徴収し、多額の手数料を獲得し、さらにピラミッド構造により全体として非常に多額の手数料を得ていたことなどが含まれていた(檜山, 2006, 120-121頁; 川島, 2006, 10-19頁)。

そのため、投資会社の発起人や経営者が自己の利益をはかるために投資会社を乱用しその投資家に損害を与えることを防止することを目的として、1940年投資会社法が制定された。同法は、一般投資家に証券を販売する「投資会社」に対し、SECへの登録を義務づけた<sup>8</sup>。

<sup>7</sup> アメリカにおける投資会社の新規設立数も1921年以前には40社だったのに対し、1921年から26年に139社、1926年から30年に約800社、1930年から36年に約200社の設立があり、特に1920年代後半に急増したことが分かる(川島, 2006, 6-9頁)。

<sup>8</sup> ここでの「投資会社」の定義は、(1) 主として有価証券に投資する証券の発行者、(2) 部分払い込みの可能な額面出資証券の発行者、(3) 現金と政府証券を除いた総資産の40%以上を有価証券に投資する証券の発行者のいずれかに該当する発行者(issuer)を指す。ただし、同法は(1) 発行する受益権の所有者が100人以下で私募の場合、(2) 500万ドル以上の投資を行う個人などの一定要件を満たす適格購入者(qualified purchaser)に対してのみ受益権を販売する場合にはSECへの登録を免除すると規定していた。そのため、年金基金などの

そして、SECの登録対象となった投資会社は、1933年証券法による規制に加えて、1940年投資会社法により、(1) 総資産の75%を現金等、政府証券、他の投資会社の証券、その他証券で構成すること、(2) 社外議決権付き証券の保有を10%以下にすること、(3) 証拠金取引でのレバレッジを禁止し、銀行借入に限定すること、(4) ピラミッド構造の禁止といった規制を受けた(大崎, 2008, 146-147頁; 三谷, 1999, 54-60頁)。

1940年投資会社法は、投資会社に投資する一般投資家を保護するだけでなく、登録投資会社に対する内国歳入法のサブチャプターMの適用という形で、戦後に投資会社への資金流入が拡大する基礎をも作っていた。アメリカの連邦所得税法では「信託」、特にグランタートラスト(grantor trust)の要件を満たすものに対して、信託の段階では課税せず、その委託者に対してのみ課税する仕組みが存在していた<sup>9</sup>。そして、アメリカの内国歳入法は、同法のサブチャプターMに規定された一定の条件を満たす事業体に対し、これと同様の取扱いを行うとしていた。すなわち、同法11条(c)(3)でサブチャプターMの課税に従う企業に対し、同11条(a)で規定された法人一般に対する課税年度における課税所得への課税は行わず、「導管」として扱うのである。1940年投資会社法は、SECへの登録投資会社を内国歳入法のサブチャプターMにおける規制投資会社(RIC)に該当することとし、登録投資会社を課税上の「導管」として、非課税としたのである<sup>10</sup>。

このようにして、信託形式の投資会社だけでなく、1940年投資会社法に従いSECに登録を行う投資会社全てが、投資会社の段階での課税を受けなくて済むこととなった。サブチャプターMは、戦後においても度々拡張されてきており、1960年にはREIT(不動産投資信託)が、1985年にはREMIC(不動産モーゲージ投資導管)、さらには1996年にはFASIT(金融資産証券化投資信託)といった形で、適用範囲を拡大してきた。これらは証券化などの資本主義経済の資金運用者化が拡大するのに欠かせない金融技術を普及させる上で、税制上の優位を保つ重要な制度基盤となっている<sup>11</sup>。

また、投資会社の資産運用を行う投資顧問会社に対しても1940年投資顧問法によって規制がなされた。同法は、州際業務を行う一般投資家向けにアドバイスを行う投資顧問会社に

---

機関投資家や裕福な家計を対象とする投資会社、例えば1960年代以降に活動が活発化するヘッジファンドなどは登録を免除され、規制の対象外とされた。

<sup>9</sup> これは信託の委託者が信託を利用して租税回避を行うことを防ぐために、信託財産に帰属する所得、所得控除、税額控除を全て委託者に課すことによって生じたものであった。しかし、それが結果的に課税上の「導管」を作り出すことになったため、投資信託などで積極的に利用されることとなった。詳しくは林(2001)の216-218頁を参照せよ。

<sup>10</sup> RICの制度は1936年に作られたもので、1940年投資会社法によりSECへ登録した投資会社はその扱いを受けることとなった(前掲, 218-224頁)。

<sup>11</sup> もっともFASITについては、内国債入庁によるガイドラインの策定が遅れたことで利用が伸び悩んだことに加え、2001年に破綻したエンロンがFASITの仕組みをタックス・シェルターとして利用したことが明らかになったことで、仕組みのもたらす負の側面が問題となり、2004年米国雇用創出法(American Job Creation Act of 2004)で廃止されている(Musero, 2000; JCT, 2003, p.33)。

対してSECへの登録を義務づけた<sup>12</sup>。

このように、1940年機関投資家法は、投資会社の発起人や設立者の利益のために高いレバレッジをかけた投機やピラミッド構造を作り出すといった乱用を防止する一方で、投資会社に税制上の「導管」としての扱いを与えることで、戦後に拡大する中所得層の貯蓄需要の受け皿としての役割を果たす基礎を作った。つまり、戦後の金融市場の機関化、ひいては資本主義経済の資金運用者化の基礎がここに形作られたのである<sup>13</sup>。

しかし、その一方で、1933年証券法での規制強化、とりわけ新規公募発行時の登録届出書のSECへの提出義務は、その作成に相当な時間と費用を要する上に、届出自体が効力を持つのがその提出後20日目からであり、手続き全体では通常3~4ヶ月ないしそれ以上の期間が必要だったことから、発行に伴うリスクと不安定性を高めることとなった<sup>14</sup>。そのため、証券の公募発行は下火となり、代わって生命保険会社などの機関投資家による直接引き受け（私募発行）や商業銀行によるタームローンが増加していくことになる<sup>15</sup>。企業の資金調達における社債、ノートの役割が相対的に縮小し、商業銀行による融資が相対的に拡大したことは、投資銀行に対し商業銀行が相対的優位に立つことにつながっていた。

---

<sup>12</sup> 同法でも1940年投資会社法でも見られたような登録の免除規定が存在しており、生命保険会社へのアドバイス業務に限定される場合や(1)過去12ヶ月間の顧客数が15人未満で、(2)公衆に対し投資顧問会社であることを公表せず、(3)規制投資会社に対する投資顧問業者として活動せず、(4)事業開発会社(business development company)としても活動しない場合などには登録を免除されていた。1940年投資顧問法 203条(b)項も参照。

<sup>13</sup> 三谷(1999)は、1940年投資会社法について「投資信託を『導管体』に転換させることにより、資本市場への円滑な資金移動が可能となり、大衆資本主義(people's capitalism)や資本市場の機関化現象という形で、支配的要素を排除し、純粋に個々の投資家の代理人として投資に従事する機関を形成していくことに貢献していくことになった」(三谷, 1999, 61頁)と評価している。1940年投資会社法が投資信託の役割の転換点になったという彼の解釈に関しては異存ないが、それが「支配的要素を排除し、純粋に個々の投資家の代理人として投資に従事する機関を形成していく」という点については、第1章でも見たように疑問が残る。確かに、第3章でも見ていくように、戦後の「株式保有の機関化」が進んでいた1960年代半ばまでに関しては、そのような解釈は成り立つと考えられる。しかし、その後の「株式流通市場の機関化」、ひいては「株式運用過程の機関化」の時期には、運用を担当するファンドマネージャーが運用成績と連動する報酬を最大化しようと活動するようになっており、それは「純粋な代理人」という枠を超えて自らの短期的な利益を最大化しようとするもので、必ずしも長期的な投資家の利益に適うものではないからである。

<sup>14</sup> 登録手続きに関わる費用としては、多額の弁護士費用、公認会計士費用、印刷費、発行額の0.02%のSEC登録料があった(Rosenthal and Ocampo, 1988, 邦訳 29頁)。

<sup>15</sup> 商業銀行によるタームローンの導入とその拡大は、ニューディール型銀行システムでの銀行規制が「決済システムの安定性」を保つことを最大の目標としていたにも関わらず、現実には『純粋な銀行業務』だけで銀行にとって十分な収益を上げるのは(ここでいう十分なというのは経営体としての銀行の維持にとってという意味である)困難(磯谷, 1998, 122頁)で、絶えず「付随業務」に参入することが必要だったことを示している。このような業務拡大の必要性は、商業銀行が比較的優位を保っていた戦後直後から1960年代前半にかけては高くなかったが、1960年代後半以降、証券市場での金融革新が進展し、他の金融機関との間で競争が激化すると重要な問題になってくる。

### 2.1.2. ワグナー法の制定と所得水準の引き上げ

ニューディール期におけるアメリカの労働政策は、1935年に制定された全国労働関係法（National Labor Relation Act; ワグナー法）を頂点として形成され、その下で家計部門の所得水準を引き上げる基礎を作った。

1933年から1937年にかけての前期ニューディール（NRA体制）は、1933年に制定された全国産業復興法（National Industrial Recovery Act; NIRA）や農業調整法（Agricultural Adjustment Act; AAA）にみられるように、生産と価格の自主規制による景気回復を意図したものであった。NIRAは労働者の団結権と交渉権を規定していたことから労働組合数、労働組合員数が急激に増加することとなった。しかし、その多くは会社（御用）組合であり団体交渉権の確立には結びつかなかった。さらに1935年にはNIRAが、翌36年にはAAAが連邦最高裁判所によって合衆国憲法違反とする判決が出され、両法は失効することとなった。その上、景気回復も思うように進んでいなかった。

そのため、後期ニューディールでは、「独占禁止政策の強化への転換を伴いつつ、労働の組織化と社会保障制度の整備をテコにした購買力の拡充による景気回復政策へと一段と傾斜して」（萩原，1978，180頁）いくこととなった。その柱が1935年のワグナー法で、同法は労働基本権を法認し、労働者の団結権と団体交渉権を保証しており、これによって会社組合は排除されることとなった。そして、1937年1~2月のゼネラル・モーターズ社でのストライキにおける全米自動車労働組合（UAW）の勝利と同年4月のワグナー法に対する合法判決によって労使関係は転換点を迎えることとなり、団体交渉を通じた労働者の経済的地位の向上が進展していくのである（前掲，175-184頁）。このような未熟練労働者を含む労働組織化の進展は、労働者の賃金水準を上昇させ、雇用を安定させることを通じて家計部門の所得水準を引き上げていく基礎を作ることとなった。

しかし、ニューディール政策期における諸政策の効果は、「平等化過程の過渡期」（柴田，1996，229頁）と評価されているように、第二次世界大戦後に展開された「福祉国家」政策と比較すれば未成熟なものであった。労働政策において賃金水準と労働分配率の上昇が実現されたものの、労働時間および雇用の回復が不十分であったことからその有効需要創出効果は限定的なものとなった。税制もまた、ニューディール期に間接税中心から直接税中心となり、社会保障支出による所得の再配分が行われるようになったことで所得の平等化の基礎が作られたが、まだ過渡期にあった。政府の財政支出についても、規模が小さくその需要創出効果は小規模にとどまっていた。そのため、ニューディール政策自体には限界が存在していた（前掲，223-230頁）。

## 2.2 第二次世界大戦下における労働政策と金融政策

ニューディール期に形作られた労働政策と金融制度は、第二次世界大戦を通して拡大、定着していくことになる。第二次世界大戦は1939年9月1日のドイツによるポーランド侵攻

に端を発するが、アメリカが第二次世界大戦に本格的に関わるようになるのは、1941年3月に成立した武器貸与法(Lend-Lease Act)による対英軍事支援の本格化によってであった。1940年会計年度以降の国防支出の増大は極めて顕著で戦時中(1940年度から46年度)の連邦予算に占める国防経費の比率は平均72.0%、最大94.5%(1943年度)に及んでいた(表2-1)。そして、この期間の軍事支出は約3400億ドルに及び、その多くが軍需として企業部門での有効需要を創出した。この支出の増加の一部は戦時税制による個人所得税の増税と法人所得税の一般増税および「超過利潤税(excess profit tax)」の導入によって賄われた。しかし、それでも足りず多くは財政赤字となって現れた。戦時中の連邦予算の赤字は実に2150億ドルに及び、対GDP比で年平均15.4%に達した。このような膨大な赤字をファイナンスしたのが戦時公債であり、その発行を円滑に行うためにアメリカ国内の金融制度が総動員されることとなった。戦時中に財政支出の増大などの要因によって増大した民間貯蓄を財政に吸収するために種々の戦時公債が生み出され、各投資家の投資パターンに適合させるために長短金利の「利子率パターン」が組み上げられ維持された。この利子率パターンを維持し、その上、全体としての低金利を維持するために連銀の金利政策は財務省の公債政策に従属することとなった。特に戦争後半では、短期の政府戦時金融が連銀の信用創造に直接・間接に依存することとなった(河村, 1995, 53-82頁)。そして、戦時金融の結果、政府・民間部門の負債のほとんどが政府部門の負債となっただけでなく、財政金融政策において国家の役割が飛躍的に増大し、それが戦後においても維持されることで戦後アメリカの金融構造を規定したのである。

表2-1 連邦予算に占める国防経費と予算赤字(1940-1948, 100万ドル)

| 会計年度             | 歳入      | 歳出      |                 | 予算赤字     |
|------------------|---------|---------|-----------------|----------|
|                  |         | うち国防経費  | (歳出比)           |          |
| 1940             | 5,387   | 9,305   | 1,657 (17.8%)   | -3,918   |
| 1941             | 7,607   | 13,766  | 6,655 (48.3%)   | -6,159   |
| 1942             | 12,799  | 34,289  | 28,266 (82.4%)  | -21,490  |
| 1943             | 22,282  | 79,702  | 75,297 (94.5%)  | -57,420  |
| 1944             | 44,149  | 95,572  | 89,720 (93.9%)  | -51,423  |
| 1945             | 46,457  | 100,397 | 90,501 (90.1%)  | -53,940  |
| 1946             | 43,038  | 63,714  | 48,870 (76.7%)  | -20,676  |
| 1947             | 43,259  | 42,505  | 17,279 (40.7%)  | 754      |
| 1948             | 44,746  | 39,326  | 11,524 (29.3%)  | 5,420    |
| 1940-1946年<br>合計 | 181,719 | 396,745 | 340,966 (72.0%) | -215,026 |

出典: U.S. Department of the Treasury, 1948, pp.428-429.

武器貸与法の成立に伴う連合国への支援の本格化は、政府ベースの巨額の資本輸出を生み出した。特筆すべきは、その資本輸出の全てがアメリカ製品の購入と輸出の形態をとったことにある。そのため、アメリカの国内産品に対する膨大な需要をもたらすこととなった。その結果、1930年代を通じて10%を下回ることなく、1939年にも17.2%であった失業率が

41年には早くも9.9%となり、42年に4.7%、そして43年には1.9%と20年代にも見られなかったような超完全雇用状態が出現したのである(表2-2)。もちろん、これは1941年12月8日の真珠湾攻撃でアメリカが第二次世界大戦に直接参戦したことで、アメリカ国内でも軍事関連部門での大増員が行われた結果でもあった。しかし、いずれにしても労働力不足の状況を作り出し、週労働時間の増加、残業収入の増加が促されるなどの形で労働者の待遇改善に繋がっていった。また、総力戦の中で産業動員(industrial mobilization)が要請され、それには労使関係の安定が不可欠だった。その結果、労働組合組織人員が急増し、経営者団体の反組合活動も下火となった。企業の中には、好況の中で企業利潤が増加したことで労働者に対しFRINGE・ベネフィットを新設したもののさえあった。第二次世界大戦終了後の転換期においても、ニューディールの労働政策はワグナー法の部分修正(タフト=ハートレー法)とそれに立脚した団体交渉制の承認という形で継承されることとなった。こうして、戦後アメリカの労使関係は安定した協約関係へと成熟していったのである(萩原, 1976, 184-213頁)。

表2-2 失業率(1925-1950, %)

|      |      |      |      |
|------|------|------|------|
| 1928 | 4.2  | 1938 | 19.0 |
| 1929 | 3.2  | 1939 | 17.2 |
| 1930 | 8.7  | 1940 | 14.6 |
| 1931 | 15.9 | 1941 | 9.9  |
| 1932 | 23.6 | 1942 | 4.7  |
| 1933 | 24.9 | 1943 | 1.9  |
| 1934 | 21.7 | 1944 | 1.2  |
| 1935 | 20.1 | 1945 | 1.9  |
| 1936 | 16.9 | 1946 | 3.9  |
| 1937 | 14.3 | 1947 | 3.9  |

出典: U.S. Department of Commerce, 1975, D.85-86, p.135.

次に戦時期の労働政策が家計部門の所得水準の平等化と中所得層の拡大を推し進めることになったかを年間賃金の推移から見てみる(表2-3)。アメリカにおける被雇用者の貨幣賃

金は、1929年に1,356ドルを記録して以来低迷し続け、完全雇用が実現した1942年によりやく1929年の水準を上回る1,665ドルとなった。その後は労働力不足と軍需による企業利潤拡大の中で賃金が上昇し続けた。より重要なデフレの影響を取り除いた実質賃金(1914年基準)では、名目賃金が1929年と1932年でほぼ2分の1に低下したのに対し、実質賃金は約3分の1の低下に留まった。ただ、実質賃金の上昇はその後停滞しており、ニューディール期における労働政策の質的な転換が量的な変化として十分に現れていないことが分かる。戦時期においても政府支出の急速な増大の余波からインフレが発生したため、実質賃金は名目賃金ほど増加していない。だが、戦時経済が本格化する1941年から1945年に実質賃金は年率で11.5%という極めて高い増加を示している。この点は家計の所得配分からも見る事ができる(表2-4)。データの

表2-3 被雇用者の平均賃金(1928-1947年, 年額)

| 年    | 貨幣賃金  | 実質賃金(1914年基準) |
|------|-------|---------------|
| 1928 | 1,297 | 759           |
| 1929 | 1,356 | 793           |
| 1930 | 1,207 | 725           |
| 1931 | 995   | 657           |
| 1932 | 754   | 554           |
| 1933 | 678   | 526           |
| 1934 | 758   | 569           |
| 1935 | 799   | 584           |
| 1936 | 874   | 633           |
| 1937 | 1,008 | 704           |
| 1938 | 901   | 641           |
| 1939 | 967   | 699           |
| 1940 | 1,052 | 754           |
| 1941 | 1,261 | 861           |
| 1942 | 1,665 | 1,025         |
| 1943 | 2,053 | 1,190         |
| 1944 | 2,260 | 1,289         |
| 1945 | 2,303 | 1,284         |
| 1946 | 2,343 | 1,205         |
| 1947 | 2,468 | 1,108         |

出典: U.S. Department of Commerce, 1975, D.722-727, p.164

制約から部分的な情報しか得られないが、上位 5%の所得層（最高所得層 5%）の家計が家計所得全体に占める割合は 29 年に 30.0%であったものが、41 年に 24.0%，44 年 20.7%へと低下していった。この傾向は上位 1%の所得層（最高所得層 1%）でより顕著となっており、1929 年に 18.4%であったものが、41 年 15.0%，44 年には 10.5%にまで低下している。この傾向は上位 20%の所得層（最高所得層 20%）についても同様で、逆に中位所得層 20%と高所得層 20%に上昇傾向がみられる。この点から家計部門の所得の平等化と中所得層の拡大が戦時経済を通して実現していったことが分かる。その上、前述のようにこの時期には直接的な賃金以外のFRINGE・ベネフィットや社会福祉政策が拡大しており、これらの所得移転効果を加えると、実質的な家計部門の所得水準の平等化はより進んでいたと考えられる。ニューディール期に見られた労働政策の転換は、戦時経済の下で量的な変化としても現れてきたのである。

表2-4 家計の所得分配(1929-1971, %)

|         | 最低所得層<br>20% | 低所得層<br>20% | 中位所得層<br>20% | 高所得層<br>20% | 最高所得層<br>20% | 最高所得層<br>5% | 最高所得層<br>1% |
|---------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| 1929    |              | 12.5        | 13.8         | 19.3        | 54.4         | 30.0        | 18.4        |
| 1935-36 | 4.1          | 9.2         | 14.1         | 20.9        | 51.7         | 26.5        | 17.6        |
| 1941    | 4.1          | 9.5         | 15.3         | 22.3        | 48.8         | 24.0        | 15.0        |
| 1944    | 4.9          | 10.9        | 16.2         | 22.2        | 45.8         | 20.7        | 10.5        |
| 1950    | 4.8          | 10.9        | 16.1         | 22.1        | 46.1         | 21.4        | 11.4        |
| 1955    | 4.8          | 11.3        | 16.4         | 22.3        | 45.2         | 20.3        | 9.2         |
| 1960    | 4.6          | 10.9        | 16.4         | 22.7        | 45.4         | 19.6        | 8.4         |
| 1964    | 4.2          | 10.6        | 16.4         | 23.2        | 45.5         | 20.0        | 8.0         |
| 1967    | 4.0          | 10.8        | 17.3         | 24.2        | 43.8         | 17.5        | 8.4         |
| 1971    | 4.1          | 10.6        | 17.3         | 24.5        | 43.5         | 16.7        | 7.8         |

出典: U.S. Department of Commerce, 1975, p.301, G319-336(1929-1964); U.S. Census Bureau, Historical Income Tables, H-2(1967-); 最高所得層1%はPiketty and Saez, 2003(1935-36は1936).

企業部門に目を移してみると、戦時期における民間固定資本投資の特徴として、工業生産施設拡張の 3 分の 2 が、直接政府出資となる国防施設公社 (DPC) などの国営企業によってなされた点があげられる。その結果、「戦時生産において民間企業は、自らはその可能なかぎりその危険を負担することなく、国営施設をただ同様の賃貸契約で使用し、…高利潤を獲得した」(安保, 1971, 411 頁) とされる。このうちの半分近くは超過利潤税の形で財政に吸収されることとなったが、河村 (1995) も指摘するように、超過利潤税の払い戻しやその他の緩和・救済措置によって「戦時の企業利潤のうち、かなりの部分が企業の手に残され、企業財務構造の全般的な強化に大きく寄与」(同 65 頁) したのである。このような内部留保の存在は戦後、企業部門が資金調達の内外部化を推し進めるための資金源泉の一つとなった。

ニューディール期に形作られた労働政策と金融制度は第二次世界大戦を通じて拡大・定着していくこととなった。ニューディール期の労働政策では、ワグナー法を柱として労働者の団結権と団体交渉権が保証され、その中で労使の同権化とそれによる家計部門の所得水準の引き上げを推し進めるための基礎が形作られた。しかし、その規模と効果は限定的であり実際的な変化というよりは政策上の転換点であった。また、金融政策では、究極的には銀行が安定的な決済システムの提供と短期資金の供給を担当し、長期資金の供給については投資銀



行や保険会社など預金保険の対象にならない金融機関が担当するニューディール型銀行システムが確立された。また、証券市場についても一般投資家保護を拡充すると同時に、投機と乱用の温床となっていた投資会社に対し、「導管」として中所得層の貯蓄需要の受け皿となるよう新たな役目が与えられた。ただ、証券発行への大幅な規制強化は証券市場における活動を相対的に低調なものとした。企業の資金調達における社債、ノートの役割が相対的に縮小し、商業銀行による融資が相対的に拡大したことで、金融市場において商業銀行が投資銀行に対し相対的優位に立つ構造が作り出されたのである。

第二次世界大戦が始まると、アメリカの金融制度は戦費調達を目的とした戦時公債発行のために総動員されることとなった。その過程で政府の財政金融政策による支出が飛躍的に増大し、政府・民間部門の負債のほとんどが政府部門のものになった。これらは戦後のアメリカ経済に膨大な公債残高を残すと共に、政府による財政金融政策面での介入を制度として定着させることとなった。一方、多額の戦費調達と戦時税制による税収の拡大分の多くは、軍需として企業部門に膨大な有効需要をもたらすこととなった。その結果、1930年代には停滞し続けた2桁の失業率が1943年には1920年代の水準へと戻り、1944年には超完全雇用状態になった。さらに、労働供給が逼迫し労働時間の延長と残業により労働者の賃金が上昇した。また、総力戦の中で労使関係の安定が要請され、労使休戦と戦争協力への代償として労働組合は組織的安定を得た。

そのため、第二次世界大戦は「ニューディール期に形成された様々な制度的および政策的な枠組みを戦争という大規模な財政金融政策の実験を行う中で再調整し、第二次大戦後に恒常化する体制の一部として定着させていく役割を果たし」（北條，1990a，70頁）たと考えられ、ニューディール改革による質的な転換は、第二次世界大戦を通じて十分な量を持って実際に機能し得る状況を作り出したのである。

## 2.3. 第二次世界大戦終了後のアメリカ経済

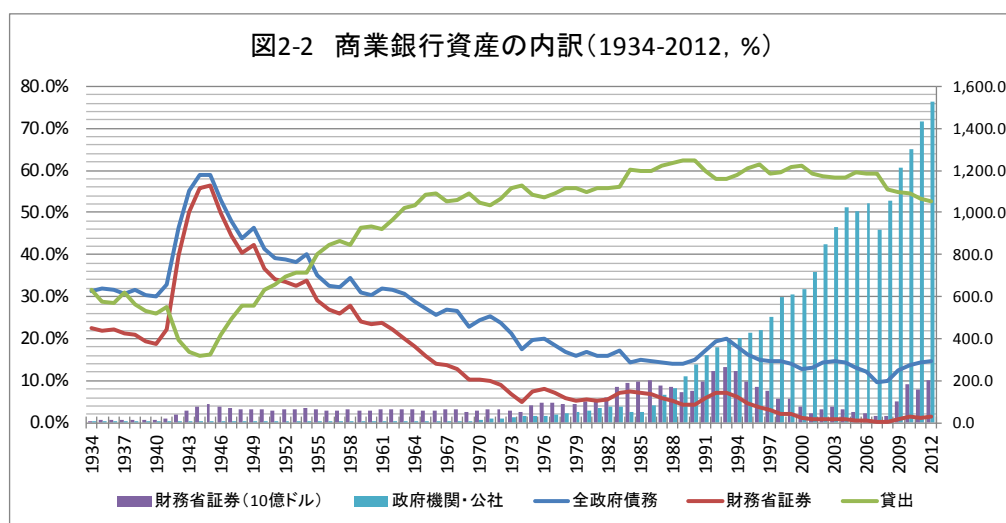
ニューディール改革、第二次世界大戦を通じて形成された戦後アメリカの経済構造には、大きく分けて4つの特徴があった。第1に、「頑強な金融構造」を持つ金融システム、第2に深刻な不況を回避する「大きな政府」、第3に企業の自己金融化、第4に中所得層の拡大に伴う「少額貯蓄者（small savers）の形成」であった。

### 2.3.1. 「頑強な金融構造」をもつ金融システムの形成

金融市場で起こった変化は、ニューディール期の金融制度改革と戦時経済における戦費調達のための公債発行に起因するものであった。大戦中の公債発行は、戦後に膨大な国債残高を累積させることとなった。その結果、政府・民間部門の負債に占める政府部門の比率が極めて大きくなった（第1章，表1-2）。

1945年における政府・民間負債のうち民間部門の負債はわずか29%で、実に69%が政府部門の負債であった。これらの多くは公債の形で、家計・企業・金融部門によって保有され

ていた。その上、既に述べたように膨大な国債発行を安定的に消化し、低金利を維持するために連邦準備制度による国債価格の釘付け政策が行われていた。この釘付け政策は金利費用の節減と借り換えの円滑化のために事実上、1953年まで継続することとなった<sup>16</sup>。商業銀行はこの国債の多くを保有していた（図2-2）。1945年に商業銀行が保有する財務省証券は890億ドルに及び、これは銀行資産全体の実に約56%に達していた。これにその他の政府債務を加えると928億ドル、全資産の約59%に及んでいた。一方、企業などに対する貸付については、全資産の約16%（150億ドル）にまで縮小していた。



出典: *Historical Statistics on Banking*, Commercial Bank, CB08, CB09, FDIC.

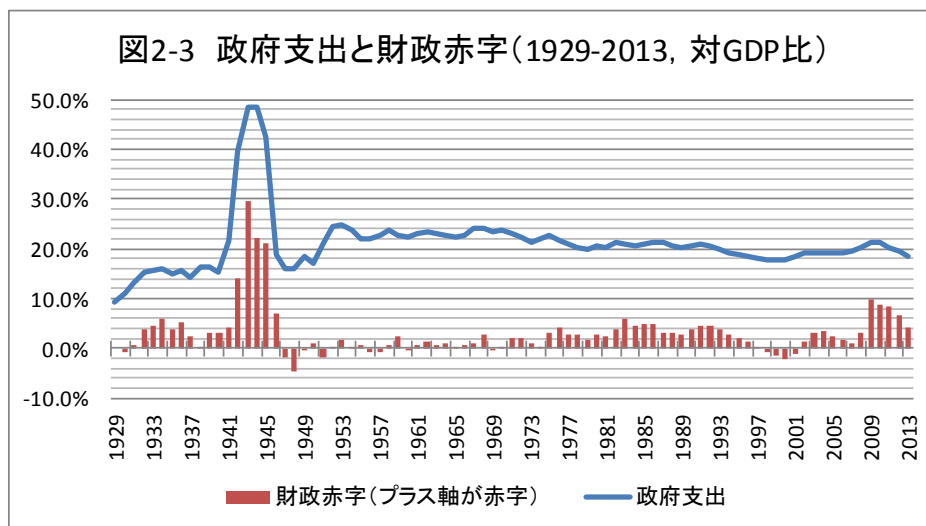
戦後、平時への移行に伴い商業銀行も本来の業務である貸付業務へと復帰し、貸付を急速に拡大させていった。その際に重要だったのは、銀行は自らが保有する国債の保有量を調節することで、資金逼迫時の流動性を確保することができたことにある。国債は流動性が高く、安全性の高い資産であるが、戦後初期には国債の価格維持政策が継続していたことからその側面がより強まっていた。そのため、商業銀行は資産管理によって資金の需給を調節することができたのである（Minsky, 1986a, 邦訳 103-104 頁）。

さらに戦後のアメリカ経済において、商業銀行が大きな位置を占めるようになったことは、ニューディール期の金融制度改革の中で既に見てきたことである。金融システムの中核に商業銀行が存在し、その商業銀行が大量の国債を保有しているということは、1953年以降に金融政策の独立性を取り戻した連邦準備制度にとって、公開市場操作を通じて金融政策が有効に波及することを意味していた。公定歩合政策もまた連銀窓口を利用可能な商業銀行を中心とした金融システムにおいて有効な金融政策であった。そのため、戦後初期のアメリカの金融システムには、金融政策が有効に機能する条件が商業銀行を中心として存在したのであ

<sup>16</sup> 形の上での国債価格支持政策は、1951年3月の財務省と連邦準備との間の「アコード」（合意）によって終了することとなったが、実際には公定歩合が維持されることとなり、1953年の「ビルズ・オンリー政策」の導入によって連邦準備制度は国債管理政策から解放されることとなった（西川・松井、1989、220-227頁）。

る。そして、経済が危機に瀕した時には中央銀行と預金保険公社（FDIC）を含む金融セーフティネットが「最後の貸し手」として介入し、断固として金融危機の金融恐慌への発展を防いだのである<sup>17</sup>。

### 2.3.2. 財政赤字を伴う大きな政府の形成



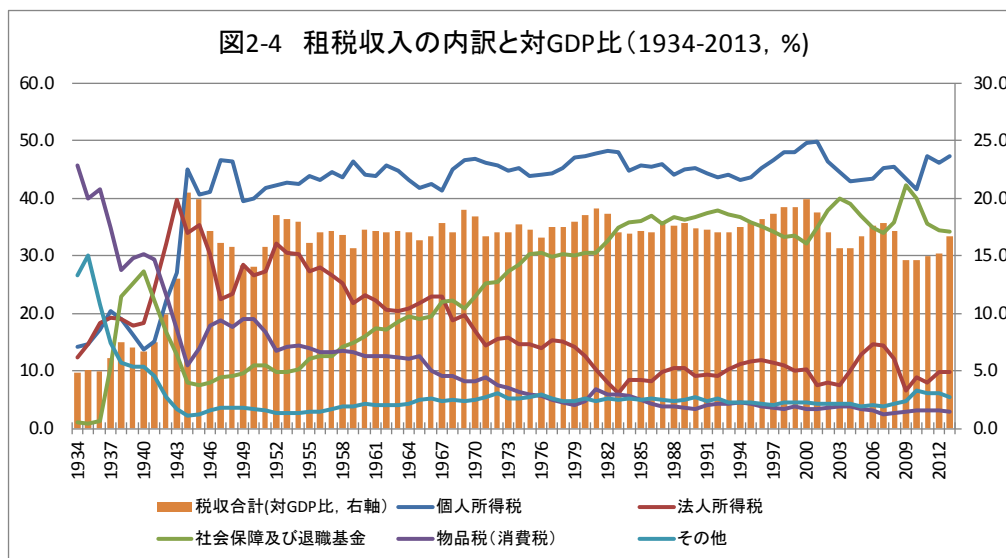
出典: *National Economic Accounts Data*, Table 1.1.5., U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis; *Historical Tables*, Table 1.2, Office of Management and Budget.

政府部門の特徴としては、ニューディール期以降の政府による積極的な財政政策が戦時中だけでなく、戦後も維持されたことがあげられる。既に見てきたようにニューディール政策は経済政策の基本方針を大きく転換させた。それまでの経済政策は、「経済変動をできる限り市場の作用にまかせ、政府はそれに干与してはならない」（侘美，1994，751頁，原文ママ）とするもので、財政政策も経済過程に対し中立で、収支は均衡化されるべきものとされていた。それが、ルーズベルト政権下でのニューディール政策開始以降には、「困窮化していた失業者や農業経営者をもっと大規模に救済し、また公共事業投資の拡張によって景気回復を促進すべき」（同上）とするものに転換した。

その結果、積極的財政政策が採られ、政府支出が増大するとともに財政赤字が増大した（図2-3）。1930年、31年の連邦政府財政はほぼ均衡しており、政府支出もGDPの11から13%を占めるに過ぎなかったが、1932年から36年には対GDP比で4から6%の赤字を記録す

<sup>17</sup> ミンスキーは、「最後の貸し手」に関する議論で、その役割を「『問題含みの資産』を連邦準備の負債に変換すること」（Minsky, 1982, 邦訳11頁）にあるとしている。その意味で中央銀行による流動性供給に加えて預金保険制度、さらには中央銀行を後ろ盾とした金融機関が、資金不足に陥っている経済主体の再金融に応じることをもその範疇にあるとする。実際、第二次世界大戦後のアメリカでは金融危機のたびに、このような広義の「最後の貸し手」が介入することで危機が恐慌に発展することを防いできた。そのため、本論文で「最後の貸し手」と言及する場合には、金融セーフティネットを含む広義の「最後の貸し手」を指すものと理解されたい。

るようになり、GDPの15から16%を占めるようになった。第二次世界大戦中には戦争遂行のために政府部門が一举に肥大化し、財政赤字は1943年には対GDP比で29.6%を記録し、政府支出がGDPの48.3%を占めるに至った。ここで重要なのは、このような政府部門の比重の増大が第二次世界大戦後にも維持されたことにある。増大した政府部門の規模は大戦後もある程度の縮小はあったものの大恐慌前には戻らず不可逆な変化として維持され、政府支出の対GDP比は戦後も20%前後の水準に維持されたのである。



出典: *Historical Tables*, Table 2.2, 2.3, Office of Management and Budget.

また、租税についてもフーバー政権期には間接税中心の増税が行われたのに対し、ニューディール期には間接税から直接税へのシフトと累進制の強化が行われた（土生，1989，175-182頁）。その効果は、1930年代末から現れ始め、戦時経済を経て戦後に定着した。すなわち、税収に占める消費税と関税を含むその他の比率が低下し、法人所得税と個人所得税の比率が高まるとともに、対GDP比で見た税収が戦前の3倍以上の規模となり、その水準で長らく維持されることとなったのである（図2-4）。データの制約で大恐慌以前を見ることはできないが、1934年には税収の72.5%を物品税（消費税）と関税を含むその他の税による間接税が占めており<sup>18</sup>、個人所得税と法人所得税による直接税は26.5%を占めるに過ぎなかった。また、税収の対GDP比は僅か4.8%であった。大恐慌による経済活動の停滞で税収が落ち込んでいるということも考えられるが、景気が一時的に回復に向かった1937年でも税収の対GDP比は6.1%であり、戦前に関しては政府部門の規模がかなり小さかったことが分かる。そして前述の通り、戦時経済は政府の財政規模を飛躍的に拡大させた。そのかなりの部分は、戦時国債の発行によって賄われていたが、税収についても対GDP比で20.5%の規模にまで拡大した。さらに税収の内訳において、直接税の比率が78.9%となり、間接税が13.1%と税制の中心が間接税から直接税に完全にシフトした。そして、この構造は戦後も維

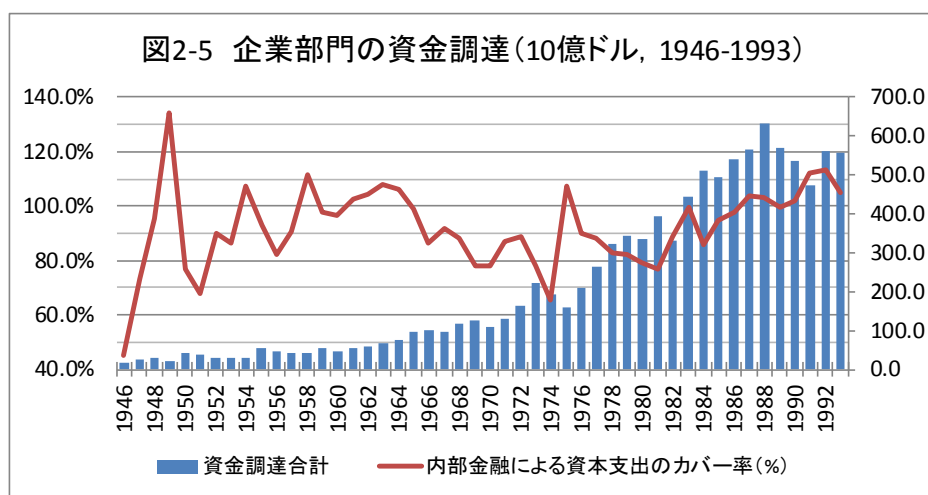
<sup>18</sup> その他の税の主たる構成要素は、相続税と贈与税、そして関税である（*Historical Tables*, Table 2.5, Office of Management and Budget）。

持され、直接税中心の税制が維持されるとともに、税収も 1949 年、50 年を除けば対GDP 比で 15%以上の水準を維持し、1946 年から 1991 年の間で平均 17.2%の規模となっていた。

このような政府による積極的な財政政策の実施は、一面には安保（1971）が指摘するように、東西冷戦の開始によってアメリカに対外的な軍事的・経済的支出が要請された結果、軍需生産部門を大きな比重のまま存続させる必要が生じたためであった（同 412 頁）。また、同時に北條（1990a）が指摘するように、第二次世界大戦中に実現された完全雇用状態を維持することが 1946 年雇用法で政策目標として確認され、積極的な財政金融政策が引き続き行われたためであった（同 84 頁）。

しかし、より重要なのは積極的な財政政策、すなわち「財政赤字を伴う大きな政府」の存在が、景気後退時における民間需要の不足を補う有効需要を作り出すことで企業利潤を維持することを可能にすることにあつた。また、租税が累進課税であればいわゆる、ビルト・イン・スタビライザーの機能が働き、売上げが減少するときには課税額が減少するので、それもまた利潤の維持に寄与することとなる。これは個人の所得についても同様の効果が期待でき、景気後退時に消費を下支えすることになる。その結果、景気後退が未然に防がれる、もしくは軽度のうちに終了するだけでなく、企業利潤が維持されることで雇用も維持される。そして、雇用の安定と金融的な安定の下で、家計所得が増加し貯蓄が増大することになるのである。

### 2.3.3. 企業部門の自己金融化



出典: *Economic Report of the President*, 1991, B-92, p.392; 1995, B-95, p.384.

第二次世界大戦後の長期に渡る繁栄の中で、アメリカの企業は投資を増加させていった。ニューディール期の証券規制改革により証券発行が困難になる中で企業による長期の資金調達が問題にならなかったのは、その資本支出のほとんどが内部金融によって賄われていたからである（図 2-5）。アメリカでは、投資資金調達の自己金融化（内部留保化）が 1950 年代初めから 1960 年代半ばにかけて進展した。1950 年から 65 年までの企業の資本支出に占

める内部金融の比率は平均で 95%となっており、その後の 1966 年から 81 年の時期の平均が 84.3%にまで低下したことを考えると、かなり高い水準にあったことが分かる。

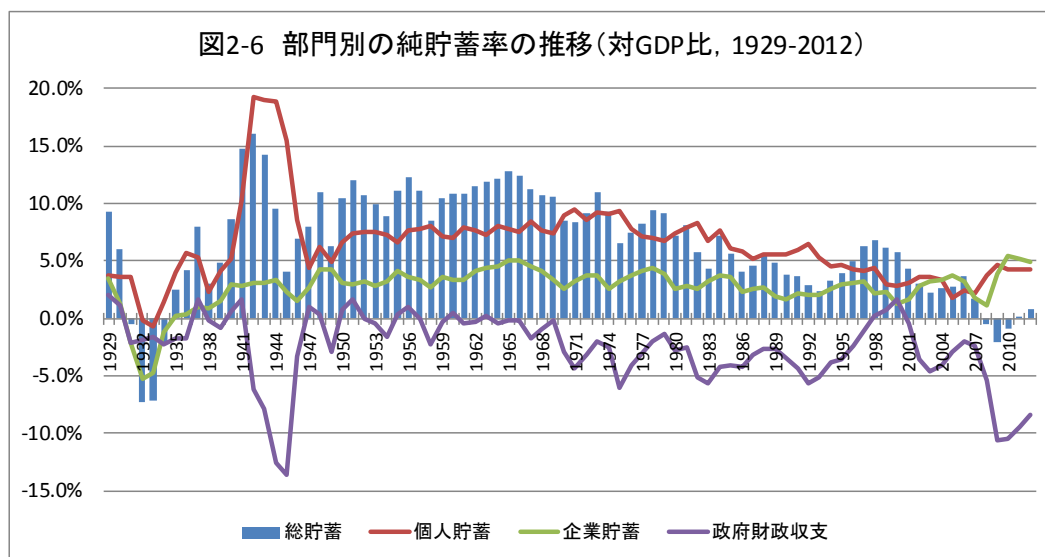
アメリカにおける企業の自己金融化傾向は、一部では第一次世界大戦後の 1920 年代に既に現れていた。第一次世界大戦に伴う生産拡張により大企業の市場支配力が強化され、一部の独占的な大企業は高利潤をあげて設備投資の大部分を減価償却金と内部留保で行い、さらに巨額の株式配当を行っていた（北條，1989，10 頁）。この自己金融化が第二次世界大戦後にいっそう進むこととなった。杉原（1954）は、自己金融化の条件を、独占的超過利潤が得られる大企業であり、利子としての配当を期待する多数の株主によって所有単位が構成されることにあるとしている（同 192 頁）。実際、戦後のアメリカ経済では企業部門の独占力が増大することとなった。アメリカにおける製造業の一般集中度は第二次世界大戦後大きく上昇した。市場占有率で見ると、上位 100 社の市場占有率は 1947 年に 39.3%で、68 年には 49.3%に上昇する。対する上位 200 社の市場占有率は 47 年に 47.2%で 68 年には 60.9%である。つまり、1968 年には上位 100 社が 47 年当時の上位 200 社より多くのシェアを有していることとなる。また資本力の集中状況を見ても、1969 年段階で資産 10 億ドル以上の 87 社が製造業の全法人資産の 46%、同じく 1 億ドル以上で 569 社が 74%を支配していた。そして、これらの独占的な企業は大きな利潤をあげていた。1966 年における食料品製造業 85 社の自己資本純利潤率をそれぞれの企業が活動する産業の上位 4 社の集中度別で見ると、上位 4 社のシェアが 31-40%の産業での利潤率が平均 6.2%であるのに対し、より上位 4 社の集中度の高い 70-90%の産業では利潤率は平均 16.3%にもなる（坂本，1978，46-64 頁）。

このような独占度の高まりには、第二次世界大戦の余波でヨーロッパの生産力が壊滅状態にあり、かつ日欧がキャッチ・アップしてくる以前でアメリカ企業の競争力が強かったこと、さらに前述の軍事支出の恒常化と積極的な財政政策により、労働コストの上昇を価格転嫁し易かったことも関わっていた（北條，1990a，97-98 頁）。

戦後のアメリカ経済では企業部門における独占度が増し、とりわけ当時の基幹産業である重工業部門と耐久消費財部門で寡占体制が確立されたことで、1960 年代半ばにかけて独占利潤により資金調達の内金融化が進み、調達された資金の多くが資本支出として設備投資に向かっていったのである。



### 2.3.4. 中所得層の拡大と少額貯蓄者の形成



出典: National Economic Accounts Data, Table 1.1.5., 5.1., U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

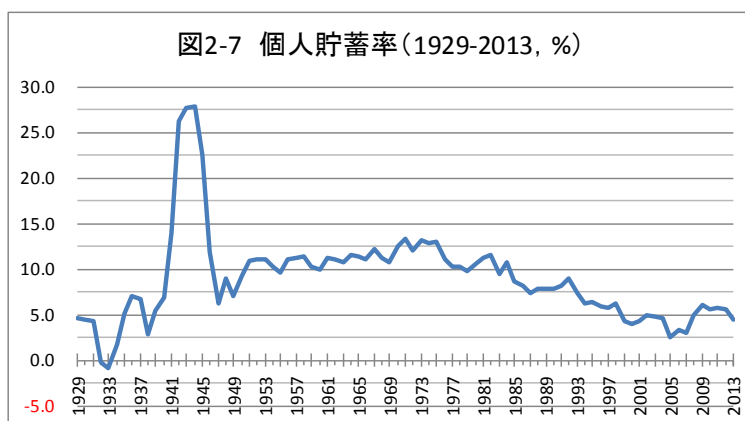
家計部門における変化は、ニューディール期、戦時期の労使政策で所得の平等化が進展したことで中所得層が増加し、マクロとしての貯蓄の増大とミクロとしての少額貯蓄が形成されたことにある。既に見てきたように、第二次世界大戦は労使関係の安定を必要とし、その結果として家計所得は大きく増大することとなった。そして、その過程で個人貯蓄が大きく増大することとなった。

まず、マクロとしての貯蓄の増大をみると、アメリカにおける個人貯蓄の対 GDP 比は 1929 年でさえ 39 億ドル、対 GDP 比で 3.9%に過ぎなかった(図 2-6)。しかし、戦時経済に突入する 1941 年に個人貯蓄の対 GDP 比が 10.3% (133 億ドル) を記録したのを皮切りに、42 年から 44 年まで約 19%という非常に高い貯蓄率を記録した。1944 年には個人貯蓄は 424 億ドルと民間貯蓄の 85.8%を占めるに至った。これは戦時経済による賃金上昇もさることながら、統制によって消費支出が制限されていたことや戦勝のために貯蓄を奨励したこともその背景になっていた。そして、これらの高貯蓄は、同時期に大きくマイナスとなった政府財政収支を穴埋めすることとなった。1944 年に連邦政府の赤字は 283 億ドル(対 GDP 比-12.6%)に達しており、この多くを戦時公債の直接保有、もしくは金融機関を通じた間接保有によりファイナンスしていたのである。そのため、第二次世界大戦中における個人貯蓄の多くは公債や預金の形で保有されていた。実際、1939 年から 1945 年までの家計貯蓄のうち 33.5% (84 億ドル) が連邦債に、27.0% (67 億ドル) が商業銀行預金に向かっていた。さらに他の非商業銀行金融機関による間接的な保有分が存在しており、これら以外の不動産や社債、株式投資へと向かった資金はわずか 5.1%に過ぎなかった (Goldsmith, 1955, I, pp.299)。そのため、戦時期における個人貯蓄の多くは公債や預金の形で保有されていたことになる。

第二次世界大戦後には統制が解除されて、個人所得が消費に向かうようになったことから

個人貯蓄率は戦時中に比べ低下することとなった。そのため、個人貯蓄の対 GDP 比は 1946 年には 8.6% (196 億ドル) に低下し、翌 47 年には 4.4% (110 億ドル) と大きく低下した。ただ、短期的にはこの消費抑制による繰延需要が、戦後に実際に支出されたことで平時への転換における急激な需要減少、いわゆる「転換問題」を緩和する効果を発揮することとなった (安保, 1971, 412-413 頁)。そして、戦後一時的に低下したものの、1950 年代から 1970 年代半ばにかけて個人貯蓄の対 GDP 比が高まり、1950 年から 1975 年の平均で 7.9% と 1929 年と比べて 2 倍以上の高い比率が維持されることとなった。

もちろん、このような変化は家計部門の純貯蓄を可処分所得で割った一般的な個人貯蓄率においても見られた (図 2-7)。アメリカの家計部門の個人貯蓄率は、1929 年に 4.7% だったものが、1933 年には -0.8% にまで低下した。その後、ニューディール政策の中で貯蓄率が高まったものの、1937 年、38 年の景気後退で再び低下した。ただ、1941 年以降の戦時経済下では統制の影響もあって貯蓄率の伸びは凄まじく、1944 年には 27.9% という極めて高い水準になった。そして、やはり戦後の統制の解除に伴う消費支出の拡大によって 1947 年には貯蓄率は 6.3% にまで低下したが、その後再び上昇し、1970 年代半ばにかけて個人貯蓄率は上昇していくこととなる。1971 年には個人貯蓄率は 13.3% に達し、1950 年から 1975 年の平均も 11.3% と 1929 年の 2 倍以上の水準が維持されていた。



出典: National Economic Accounts Data, Table 2.1., U.S. Department of Commerce, BEA.

次に、ミクロとしての少額貯蓄の形成を 2 つの要素からみる。第 1 に労使間の協約関係の成立に伴う実質賃金の持続的な増加が約束されたこと、第 2 に賃金分配における中所得層の拡大したことである。

第 1 の点について、既に見たように第二次世界大戦後においてもニューディール期の財政金融政策と労働政策は維持された。積極的な財政金融政策の展開は、景気循環を緩和し、恐慌の激発や厳しい不況を回避することに繋がった。また、労使間の協約関係の成立は完全雇用と実質賃金の持続的な増加をもたらし、家計部門の所得分配の平等化と中所得層の拡大が進展することとなった。すなわち、毎年の生産性上昇率に対応する約 3% の自動的な賃上げとインフレに対応する生計費調整 (COLA) を長期協約として結ぶことで、実質的な賃金上昇を確保したのである。さらに労働者は、補完的失業手当 (SUB) を通じた失業手当の企業



上積みや労働時間の短縮、各種保険（健康・生命）や年金などのフリンジ・ベネフィットを獲得した（春田・鈴木，2005，154-155頁）。

第2の点について、家計部門全体の所得に占める中位所得層20%の所得の割合は、1944年に16.2%であったものが1971年には17.3%に増加し、高所得層20%の割合も22.2%から24.5%へと増加した。反対に上位5%の所得層（最高所得層5%）の獲得所得は44年の20.7%から71年に16.7%へと低下した。この傾向は上位1%の所得層（最高所得層1%）でより顕著となっており、10.5%から7.8%へと低下している（前掲表2-4）。それまで最高所得層5%の所得獲得比率が中位所得層20%を上回っていたが、1971年に両者が初めて逆転したのである。家計部門の中高所得層に当たる第3五分位（60%）における所得の上限は、1947年の段階で3,466ドル（2007年ドル換算で28,144ドル）だったものが1971年には11,826ドル（同53,988ドル）にまで増大しており、名目で約3.4倍、実質でも約1.9倍の増加を記録した<sup>19</sup>。

このような中高所得層の増大は、該当する家計の可処分所得に占める生計費の割合を低下させ、貯蓄を行う余裕を作り出す。ただ、それと同時に家計当たりの貯蓄の少額化を伴う。戦時期には家計部門の貯蓄の多くが、公債もしくは預金の形で保有されていたが、平時への転換に伴ってその必要性は薄れることとなった。そのため、この家計部門による持続的な少額貯蓄の金融市場への流入と、その貯蓄手段に対する需要の存在が、金融市場における新たな金融商品の開発に影響を及ぼすこととなり、それが戦後アメリカの金融市場の構造変化、すなわち「金融市場の機関化」、ひいては資本主義の資金運用者化を引き起こす上で重要な役割を果たすこととなるのである。この点を次章以降で見ていくが、次章ではまずこの聞き慣れない「資金運用者（Money Manager）」とはどういったものであるのかを検討する。

## 参考文献

Federal Reserve Bank of New York (1933) *The Banking Act of 1933*.

Goldsmith, R. W. (1955) *A Study of Saving in the United States*, Vol.1-Vol.3, Princeton, New Jersey: Princeton University Press.

Joint Committee on Taxation (2003) *Report Of Investigation Of Enron Corporation And Related Entities Regarding Federal Tax And Compensation Issues, And Policy Recommendations*, JCS-3-03.

Minsky, Hyman P. (1982) *Can "it" Happen Again?*, M.E.Sharp. (岩佐代市訳『投資と金融』日本経済評論社，2003年。)

— (1986a) *Stabilizing an unstable economy*, New Haven: Yale University Press (吉野紀，浅田統一郎，内田和男訳『金融不安定性の経済学：歴史・理論・政策』多賀出版，1989年。)

---

<sup>19</sup> U.S. Census Bureau, *Historical Income Tables*, F-1 より。

- (1989) “Financial Crises and the Evolution of Capitalism: The Crash of ’87,” in Gottdiener, M. and Komminos, Nicos (ed.) *Capitalist development and crisis theory*, pp. 391-403, New York: St. Martin's Press.
- (1990) “Schumpeter: Finance and Evolution,” in Arnold Heertje and Mark Perlman(ed.) *Evolving Technology and Market Structure*, Ann Arbor: The University of Michigan Press.
- (1993) “Schumpeter and Finance,” in Salvatore Biasco and Alessandro Roncaglia, Michele Salvati(ed.) *Market and institutions in economic development*, Basingstoke, Hampshire : Mcmillan Press.
- Musero, Frank (2000) “Treasury Finally Issues Fasit Regulations,” *Asset Sales Report*, Vol. 14 Issue 7, pp.1-3.
- Piketty, Thomas and Saez, Emmanuel (2003) “Income Inequality in the United States, 1913-1998.” *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), pp. 1-39.
- Rosenthal, James A. and Juan M. Ocampo (1988) *Securitization of Credit: Inside the New Technology of Finance*, NJ: John Wiley & Sons. (藤原英郎訳『新しい証券化技術』東洋経済新報社, 1989年。)
- U.S. Department of Commerce (1975) *Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970*, pt.1-2, Washington.
- U.S. Department of the Treasury (1948) *Annual Report of the Secretary of the Treasury on the State of the Finances*, Washington: G.P.O..
- 安保哲夫 (1971) 「戦後アメリカ資本蓄積における軍事体制の役割」 武田隆夫・遠藤湘吉・大内力編『資本論と帝国主義論 (下)』東京大学出版会, 409-433 頁。
- 磯谷玲 (1998) 『『銀行と証券の分離』について—『銀行と証券の分離』の背景となる歴史認識を中心に—』『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第 12 号, 103-125 頁。
- 大崎貞和 (2008) 「アメリカにおける投資ファンドの規制」『東京大学法科大学院ローレビュー』東京大学法科大学院, Vol.3, 145-155 頁。
- 川島いづみ (2004) 「1940 年投資会社法の研究—立法に至る経緯を中心として—」『比較法学』早稲田大学, 第 39 卷 3 号, 1-34 頁。
- 河村哲二 (1995) 『パックス・アメリカナの形成—アメリカ「戦時経済システム」の分析—』東洋経済新報社。
- 坂本新三 (1978) 「1947 年から 1969 年におけるアメリカ独占企業の推移についての一考察」『城西経済学会誌』城西大学, 14 卷 2 号, 46-67 頁。
- 柴田徳太郎 (1996) 『大恐慌と現代資本主義—進化論的アプローチによる段階論の試み—』東洋経済新報社。
- 杉原信男 (1954) 「自己金融について」『経営學論集』日本経営学会, 25 号, 191-194 頁。
- 佐美光彦 (1994) 『世界大恐慌—1929 年恐慌の過程と原因—』御茶の水書房。
- 高木仁 (2006) 『アメリカの金融制度』東洋経済新報社。

- 西川純子（1998）「真正手形主義についての一考察（1）」『証券経済研究』日本証券経済研究所，第12号，37-43頁。
- 西川純子・松井和夫（1989）『アメリカ金融史』有斐閣。
- 西村尚剛（2003）「米国の証券市場規制について」*PRI Discussion Paper Series, No.03A-08*，財務省財務総合政策研究所研究部。
- 萩原進（1976）「アメリカ資本主義と労使関係」戸塚秀夫・徳永重良編『現代労働問題』有斐閣，125-215頁。
- 土生芳人（1989）『大恐慌とニューディール財政』，東京大学出版会。
- 林麻里子（2001）「信託のパス・スルー課税について—FASIT導入に至るまでの米国の導管制度を参考に—」『金融研究』，日本銀行金融研究所，第20巻1号。
- 春田素夫・鈴木直次（2005）『アメリカ経済 第2版』岩波書店。
- 檜山純（2006）「投資者保護と会計開示」『経済と経営』札幌大学経済・経営学会，第37巻1号，115-128頁。
- 北條裕雄（1989）「アメリカ経済の構造変化と機関投資家—連邦証券金融規制の成立過程—」『証券経済』，日本証券経済研究所大阪研究所，169号，1-76頁。
- （1990a）「連邦証券金融規制の展開過程(1946～65年)-上-」『証券経済』日本証券経済研究所大阪研究所，172号，68-154頁。
- 三谷進（1999）「アメリカ投資信託の制度的基盤の形成—1940年投資会社法の意義と限界」『証券経済研究』日本証券経済研究所，51-67頁。

## 第3章 「株式市場の機関化」の進展と資金運用者化

### 3.1. 機関投資家と資金運用者

本章以降では、戦後アメリカにおける「株式市場の機関化」の進展、ひいては資本主義経済の資金運用者について論じていく。だが、それをやるに当たり、まず本節で用語の定義とその範疇について確認する。すなわち、第1章でも確認したように、戦後のアメリカ経済では、いわゆる「機関化 (institutionalization)」が進展してきた。その上で先行研究からアメリカでは第二次世界大戦終了時点で、社債・国債などの債券所有に関しては機関化が既に進展しており、戦後には「株式市場の機関化」が進展し、さらにその中で「株式保有の機関化」、「株式流通市場の機関化」、「株式運用過程の機関化」へと機関化が深化していった可能性を指摘した。そこで「機関化」とは何かが問題となるが、これを最も初期に論じた Goldsmith (1969)においては、個人投資家に対する金融機関という対置法になっており、これを戦後アメリカの金融構造に即して整理し直した高木 (2006) では、「金融・証券市場における個人投資家の比重低下と、機関投資家の比重上昇、貯蓄機能と投資機能の分離」(同 263 頁) と定義されていた。

その場合、問題となるのが「機関投資家」をどのように定義するかである。ただ、実は機関投資家にも固有の定義が存在している訳ではない。そこで、1968年から71年のSEC機関投資家調査やFRBの*Flow of Funds Accounts*、SECの年次報告書などの各種資料の中における機関投資家の定義について検討している小林 (1982) を見てみる。ここでは「機関投資家 (institutional investor, institutions)」を次のように定義している。

機関投資家は、第1に個人投資家 (individual investor) に対置される概念で、個人投資家にあらざる投資家を指す。ただし、事業法人や政府等は含まれない。第2に「機関投資家は一般大衆から相当額の資金を吸収し、これを有価証券とりわけ普通株に運用して利益をあげ、その益を主たる収益源、またはその一つとする機関である」(同 105 頁) としている。その上で、大規模個人資金を集める銀行信託部、零細個人資金を集める投資会社と年金基金を3大機関投資家と見なしている。機関投資家には他にも保険会社や非営利の財団、教育財団などが含まれるとするが、機関投資家の吸収する資金のその大部分は零細か大規模かを問わず、個人の資金であることが強調されている<sup>1</sup>。

機関投資家の定義としては第2の点が重要になると考えられる。この定義は、一般大衆から資金を吸収し普通株の運用により利益を上げ、収益源とするという戦後の「株式市場の機関化」に即しており、また有価証券を含めていることから後に見られたような証券化商品の運用する機関としても問題ない。

しかし、その一方で限界も存在している。それは機関投資家とは本質的に「一般大衆の

---

<sup>1</sup> 小林 (2008) は、機関投資家の範疇については、各資料において (1) 投資会社の細区分、(2) 信託基金の細区分、(3) 相互貯蓄銀行等の金融機関の扱い、(4) 州地方政府退職基金の扱い、(5) 外国機関の扱いが異なり、そのために機関投資家に含まれる機関に差違が生まれていることを指摘している (同 100-105 頁)。

資金を吸収し運用する機関」と定義されることにある。

戦後のアメリカ経済では、ニューディール型銀行システムにおいて構築された各金融機関の間の活動を制限するファイアウォールを乗り越えようとする動きが存在した。そして、実際に規制の抜け穴の利用や金融革新さらには規制緩和により、それが進展した。同時に金融機関間の競争が激化することで金融革新が促進され、新たな金融手段や金融商品が作り出され、金融の重層化が進展することとなった。その結果、1980年代以降に投資銀行や商業銀行のような新たな収入源の獲得のために、自己勘定や証券子会社を通じて取引に乗り出していった金融機関、さらに1990年代から2000年代に大きく成長したヘッジファンドといった有価証券の運用から収入源の一部を得てはいるが、一般大衆の資金を主たる資金源としない機関が登場した<sup>2</sup>。

つまり、金融の重層化に伴って一般大衆の資金を吸収した機関投資家から資金調達を行う有価証券へ投資する「資金運用業務」を行う金融機関が多数現れることとなったのである。

これらの機関は、機関投資家の第1の定義である個人投資家に対置される存在ではあること、また有価証券の運用が主たる収入もしくは収入の一部分を構成すること、さらに主たる資金調達源が機関投資家であることから間接的に一般大衆の資金を吸収していることから機関投資家に準ずるものである。しかし、従来からの機関投資家論は、金融システムや資本主義経済の制度進化に関する視角が乏しく、機関化の進展と同時に資金運用業務に携わる機関の拡大が生じているという論点は見出しにくい。そのため、本論文ではミンスキーの「資金運用者 (Money Manager)」の視角を用いる。

ミンスキーは、資本主義経済の制度進化の側面を強調する。資本主義経済は市場それ単体では機能せず、それを支える制度的基盤があつて始めて機能する。しかし、同時に資本主義経済は常に様々な革新と規制・ルールの変更などにより進化し続けている。利潤機会を求める経済主体は、金融革新を引き起こし、その影響は金融システム全体、ひいては資本主義経済全体に波及することになる (Minsky, 1990)。

そのため、ミンスキーの「資金運用者」の概念は、制度進化の観点から新たに資金運用業務に加わる機関を含む概念であると考えられるが、彼自身の定義は曖昧なものに留まっている。彼は資金運用者を年金、ミューチュアルファンド、保険会社、銀行信託部のような金融機関であると定義することが多い<sup>3</sup>。もしくは資金運用者をファンドマネージャーと

---

<sup>2</sup> ヘッジファンドは、裕福な家計を対象としており一般大衆の資金ではないこと、またヘッジファンドへの投資の約半分は機関投資家によるものであり、その比重は年々高まっていることから定義上は機関投資家ではないと考えられる。データの存在する1998年には世界のヘッジファンドの資金源のうち54%は個人投資家によるものであったが、その後、機関投資家とりわけファンド・オブ・ヘッジファンドの比重が高まり、2009年には個人投資家の比重は26%に過ぎなくなっている (IFSL, 2008, p.2; 2010, p.4)。

<sup>3</sup> Minsky, 1989, p.397; 1996, p.363; Minsky and Whalen, 1996-7, p.168.

同義としている<sup>4</sup>。この場合、「資金運用者」と「機関投資家」はほぼ同義となってしまう。

そこで本稿では、「資金運用者」を「機関投資家を含む短期利益追求型の資金運用業務を実施する部門・主体」と定義し、さらに「資本主義経済の資金運用者化」を「金融市場の機関化が進展することで金融市場の構造が変化し、機関投資家や資金運用者の投資に合わせて市場や金融機関の業務が展開されるとともに、新たな資金運用者の形成、さらには金融市場を超えて実体経済にも資金運用者の影響が波及する状態」と定義する。現代資本主義経済は、資金運用者の活動がそれを形作る基礎となっており、彼らの活動が金融システムひいては経済全体に影響を与えているのである。

このような資本主義経済の資金運用者化は、1980年代以降に進展したと考えられる。そこで次節から戦後アメリカ経済の中で金融市場の機関化が進展し、さらに影響力を拡大させて資金運用者化を引き起こしていった過程を検討していくが、その前に本論文における資金運用者を以下のように分類する（表3-1）。

本論文では資金運用者を大きく投資銀行系、商業銀行系、年金基金、保険会社の4つに分ける。これはファンドマネージャー基準での分類となるので、本来であれば年金基金は存在せず、自己管理型、投資顧問会社管理型、銀行信託部管理型、保険会社管理型の4種類に分類すべきだが、年金に関するデータは多くの場合、非保険型年金基金と保険型年金基金という分類が為されていること、また、一般に機関投資家といった場合に非保険型年金基金をひとまとめとすることが多いため変則的な分類となっている。そのため、本論文で年金基金を論じる場合にも非保険型年金基金と保険型年金基金の形で論じる。この表の機関のほとんどは機関投資家に該当するが、このうちブルーの部分（自己勘定取引）は資金運用者であっても機関投資家には該当しないと考えられる機関になる。特に投資銀行による自己勘定取引や商業銀行による証券子会社を通じたトレーディング業務などの各種の金融取引・投資の拡大は、「金融市場の機関化」が進展し、金融構造を大きく変化させた結果登場したものであった。

表3-1 資金運用者の類型

|   |       |           |                    |             |    |
|---|-------|-----------|--------------------|-------------|----|
| 1 | 投資銀行系 | 投資会社      | オープン・エンド型          | ミューチュアルファンド | 1  |
|   |       |           |                    | MMMF        | 2  |
|   |       |           | クローズドエンド型          |             | 3  |
|   |       |           | オフショア・ファンド／ヘッジファンド |             | 4  |
|   |       | 投資銀行本体    | 自己勘定取引             | 5           |    |
| 2 | 商業銀行系 | 証券子会社     |                    |             | 6  |
|   |       |           |                    |             | 7  |
|   |       |           |                    |             | 8  |
|   |       |           |                    |             | 9  |
|   |       | 信託部       | 年金基金               |             | 10 |
|   |       |           | 個人信託               |             | 11 |
|   |       |           | 財団・教育財団            |             | 12 |
|   |       |           |                    |             | 13 |
| 3 | 年金基金  | 企業年金      | 確定給付型(DB型)         | 14          |    |
|   |       |           | 確定拠出型(DC型)         | 15          |    |
|   |       | 州地方政府退職基金 |                    | 16          |    |
| 4 | 保険会社  | 生命保険会社    | 一般勘定               | 定額年金        | 17 |
|   |       |           |                    | 保険準備金       | 18 |
|   |       | 損害保険会社    | 分離勘定               | 変額年金        | 19 |
|   |       |           |                    | 保険準備金       | 20 |

出典：筆者作成。

<sup>4</sup> Minsky, 1990, p.69; 1993, p.113.

次節以降で戦後アメリカにおける「株式市場の機関化」がどのように進展していったかをみると同時に、それがニューディール型銀行システムに与えた影響をみていく。その際、特に重要だったのが投資会社とりわけオープンエンド型投資会社であるミューチュアルファンドであった。ミューチュアルファンドの競争は激しく、彼らは顧客のニーズに敏感に反応する。そのため、金融市場における変化を主導し、他の機関投資家の運用に強く影響を与えることとなる。

そこで戦後の投資会社とりわけミューチュアルファンドの活動を中心に「株式市場の機関化」を論じる。ここでは、第2次世界大戦後から1965年までの「株式保有の機関化」が進んだ時期と、1966年から始まって1975年を頂点に1980年代半ばまで続く「株式流通市場の機関化」が進んだ2つの時期が存在する。これらの変化が最終的に1980年代末にニューディール銀行システムの枠組みを限界に至らせ、大規模な金融制度改革を不可避にするのである。

### 3.2. 「株式保有の機関化」の進展

ニューディール改革及び戦時経済の結果、アメリカでは戦後、「頑強な金融構造」と「財政赤字を伴う大きな政府」という制度基盤が確立した。その結果、戦後アメリカ経済では景気循環が緩和され、恐慌の激発や厳しい不況に経済が陥らなくなった。企業部門もまた資金調達の自己金融化とその寡占的競争力の下、安定的な利潤を上げて配当を行い続ける限り、株主による経営への影響力の行使を受けなくなった。そのため、経営者は長期の目標に基づいて投資を行えた。また、労働者も労使間の協約関係の下で雇用の安定と実質賃金の継続的な上昇、さらには社会保障制度の充実といった果実を戦後のアメリカ経済の繁栄の中で得たのであった。その結果、家計所得の平等化が進んで中所得層が増大し、貯蓄機会が高まることで少額貯蓄が形成されると共に、年金基金や保険会社などの機関投資家に恒常的に資金が流入するチャンネルが形成されることとなった。

家計部門の金融資産は当初、その多くが預金金融機関と国債、株式に振り分けられていたが、次第に非預金金融機関とりわけミューチュアルファンドと年金基金へとシフトしていくことになる。そして、機関投資家はその資金運用に株式を選択したことで、「株式保有の機関化」が進展するのである。

#### 3.2.1. 「国債・社債保有の機関化」と「株式保有の機関化」の状況

ここではまず長期的なデータから戦後アメリカで実際に「株式保有の機関化」が進んだのかを確認する。ただ、その前に第1章で論じた「国債・社債保有の機関化」が第二次世界大戦終了時に既に進展していたのかをまず確認する（表3-2）。

国債保有については、1946年の時点で商業銀行の保有資産の約56%が国債であったことは第2章で既に論じているところであるが、国債残高で見た場合には39.2%が預金金融機関による保有であった（表3-2-B）。その他に家計部門が28.6%、非預金金融機関について

は 13.2%の保有となっている。これは戦時経済の影響が強く出ていることによるもので、国債についてはゴールドスミスが論じるころの機関化、すなわち個人投資家から預金金融機関を含む金融機関への保有の移転という意味での機関化は進展しているが、機関投資家への保有の移転という意味では基本的に保有の機関化は起こっていないことになる。その後に関しても、預金金融機関の保有比率が低下し、非預金金融機関の保有が増大する一方、家計部門による国債の保有は根強く、2000年まで20%前後の比率を維持していた。しかし、2000年以降に家計部門による国債保有が大きく減少し、部門別では非預金金融機関による保有が最も大きくなっている。そのため、国債所有の機関化は2000年代にようやく進んだと考えることもできるが、そもそも国債は安全資産であり他の金融資産と比べて相対的に低金利のため、平時には積極的な投資対象になりにくく、基本的に機関化の議論に馴染まないと考えられる。

次に社債保有については、こちらは第二次世界大戦終了の段階で明確に保有の機関化が生じている。1946年における社債残高のうち59.1%が非預金金融機関による保有であり、そのうちの8割にあたる48.8%が保険会社による保有である(表3-2-C)。その他に家計部門が26.7%、預金金融機関が13.3%となっているが、その後も非預金金融機関による保有は高まっており、1965年には88.5%を占めるに至っている。その中でも特に保険会社による保有が大きくなっており、1946年から65年の平均で57.7%となっている。これは1933年証券法により、社債の公募発行が減少し、私募での発行が増加した結果だと考えられる。保険会社はこの私募発行における重要な引き受け手であり、生命保険会社による引受は、1940年から1950年にかけて、8割を超えていた<sup>5</sup>。また、年金基金も社債の重要な投資家であり、特に社債発行が増大する1960年代後半には大きな比重を占めるようになる。

最後に株式保有については、1946年段階で株式の92.6%は家計部門によって保有されており、金融機関による保有は預金金融機関と非預金金融機関を合わせても僅か5.0%であった(表3-2-A)。これは、20世紀初めのアームストロング委員会の調査報告以来、政府が商業銀行や生命保険会社、投資会社、年金基金などによる株式保有を禁止ないしは厳しく制限し、金融による産業支配を抑制してきた結果であった。政府は「銀行や機関投資家が企業経営に対してコーポレート・ガバナンスを行うことを『極力回避する』ことを基本に…結果的に『経営者支配』並びに『従業員支配』の方を、あえて選んできた」(井出・神田, 2002, 25頁)のである。そのため、確かに「株式市場の機関化」は戦後に起こった事象であった。また、それが「株式保有の機関化」から始まり、企業支配に結び付く「株式運用過程の機関化」に至るまで長い期間を要したこともこのような背景に基づくものであった。そして、2001年には非預金金融機関による株式保有が家計部門を逆転し、2005年には株式の約半分に当たる49.7%が非預金金融機関によって保有されるに至った。この過程で重要

---

<sup>5</sup> 例えば、1949年と1950年の私募による発行、それぞれ25.02億ドル(社債24.53億ドル、株式0.49億ドル)と26.8億ドル(社債25.6億ドル、株式1.2億ドル)のうち、生命保険会社による引受は90.5%と83.4%に達していた(星野, 1967, 39頁)。



な役割を果たしたのがミューチュアルファンドと年金基金であった。前者は機関投資家による株式保有の先導し、さらに運用における質的な変化を生み出す。そして、後者はその豊富な資金によりその変化の量的な拡大を作り出していくこととなる。

表3-2-A 部門別の株式保有状況

|         | 1946  | 1951  | 1956  | 1961  | 1966  | 1971  | 1976  | 1981  | 1986  | 1991  | 1996  | 2001  | 2006  | 2011  | 2012  | 2013  |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 家計部門    | 92.6% | 91.4% | 88.3% | 85.1% | 83.0% | 76.3% | 70.7% | 65.5% | 55.7% | 56.9% | 48.3% | 43.7% | 42.3% | 39.2% | 39.1% | 40.0% |
| 預金金融機関  | 0.2%  | 0.1%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.2%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.3%  |
| 非預金金融機関 | 4.8%  | 6.4%  | 9.1%  | 12.4% | 14.8% | 20.2% | 24.3% | 28.9% | 37.2% | 36.7% | 44.9% | 46.3% | 46.8% | 46.6% | 46.8% | 45.7% |
| MF      | 1.0%  | 1.8%  | 2.6%  | 3.9%  | 4.4%  | 5.0%  | 3.6%  | 2.7%  | 6.0%  | 6.4%  | 15.1% | 18.1% | 20.5% | 19.2% | 19.3% | 19.6% |
| 年金基金    | 0.0%  | 0.2%  | 2.4%  | 4.6%  | 6.4%  | 10.7% | 15.0% | 19.9% | 25.1% | 24.8% | 23.3% | 20.6% | 16.8% | 15.8% | 15.7% | 14.8% |
| 保険会社    | 2.7%  | 3.1%  | 3.0%  | 3.0%  | 3.0%  | 3.8%  | 4.9%  | 5.7%  | 5.1%  | 4.7%  | 5.7%  | 6.3%  | 6.5%  | 7.0%  | 6.8%  | 6.3%  |

表3-2-B 部門別の国債保有状況

|         | 1946  | 1951  | 1956  | 1961  | 1966  | 1971  | 1976  | 1981  | 1986  | 1991  | 1996  | 2001  | 2006  | 2011  | 2012  | 2013  |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 家計部門    | 28.6% | 30.3% | 31.5% | 29.9% | 30.5% | 23.5% | 20.4% | 20.7% | 15.0% | 19.4% | 23.7% | 13.0% | 6.7%  | 6.9%  | 8.3%  | 7.7%  |
| 預金金融機関  | 39.2% | 34.2% | 31.6% | 32.1% | 26.4% | 23.9% | 23.6% | 15.7% | 13.5% | 9.8%  | 7.8%  | 5.4%  | 2.3%  | 2.4%  | 2.9%  | 2.5%  |
| 非預金金融機関 | 13.2% | 10.6% | 10.3% | 9.8%  | 9.9%  | 5.9%  | 9.5%  | 15.4% | 25.2% | 26.0% | 21.5% | 20.9% | 17.3% | 20.3% | 20.6% | 19.6% |
| MF      | 0.0%  | 0.1%  | 0.1%  | 0.3%  | 0.6%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.3%  | 4.0%  | 3.8%  | 3.4%  | 3.4%  | 3.3%  | 4.4%  | 5.0%  | 5.2%  |
| MMMF    | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.2%  | 2.6%  | 1.5%  | 2.8%  | 2.4%  | 4.2%  | 1.7%  | 4.3%  | 4.0%  | 4.0%  |
| 年金基金    | 1.7%  | 2.5%  | 3.5%  | 3.4%  | 3.6%  | 1.9%  | 4.4%  | 9.1%  | 12.7% | 10.6% | 9.4%  | 9.0%  | 7.6%  | 5.5%  | 5.8%  | 6.0%  |
| 保険会社    | 10.9% | 7.6%  | 5.9%  | 4.8%  | 3.8%  | 2.2%  | 2.5%  | 2.7%  | 5.8%  | 6.7%  | 5.8%  | 3.4%  | 4.1%  | 2.6%  | 2.3%  | 2.2%  |

表3-2-C 部門別の社債保有状況

|         | 1946  | 1951  | 1956  | 1961  | 1966  | 1971  | 1976  | 1981  | 1986  | 1991  | 1996  | 2001  | 2006  | 2011  | 2012  | 2013  |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 家計部門    | 26.7% | 14.0% | 9.3%  | 11.1% | 8.2%  | 16.3% | 19.9% | 11.2% | 11.4% | 14.1% | 18.9% | 15.1% | 15.0% | 20.0% | 20.4% | 20.7% |
| 預金金融機関  | 13.3% | 10.3% | 6.2%  | 4.8%  | 3.2%  | 8.1%  | 7.9%  | 5.8%  | 9.0%  | 7.4%  | 3.9%  | 6.2%  | 5.9%  | 4.6%  | 4.4%  | 4.3%  |
| 非預金金融機関 | 59.1% | 74.8% | 83.5% | 83.2% | 86.9% | 71.4% | 68.5% | 77.7% | 63.8% | 64.0% | 61.8% | 57.6% | 51.8% | 51.7% | 52.0% | 52.1% |
| MF      | 0.5%  | 0.6%  | 1.0%  | 1.6%  | 2.1%  | 1.6%  | 1.6%  | 1.9%  | 3.8%  | 4.6%  | 6.4%  | 7.1%  | 7.6%  | 11.6% | 13.3% | 14.9% |
| MMMF    | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.7%  | 3.5%  | 3.6%  | 0.9%  | 0.8%  | 0.8%  |
| 年金基金    | 7.7%  | 9.3%  | 19.2% | 26.4% | 33.5% | 29.6% | 28.3% | 34.4% | 21.8% | 16.9% | 13.4% | 9.2%  | 7.6%  | 7.1%  | 5.8%  | 5.6%  |
| 保険会社    | 48.8% | 63.1% | 61.5% | 53.8% | 49.4% | 38.7% | 37.0% | 39.7% | 33.1% | 36.1% | 32.0% | 26.9% | 20.7% | 20.4% | 19.6% | 19.2% |

出典: Flow of Funds Accounts, L.209, L.212, L.213, Board of Governors of the Federal Reserve System.

### 3.2.2. 少額貯蓄の形成と非預金金融機関への流入

表3-3 家計部門の金融資産構成比(1946-2013, %)

|      | 預金金融機関 | 非預金金融機関 |       |      |       | 政府証券 | 株式・社債 |       |
|------|--------|---------|-------|------|-------|------|-------|-------|
|      |        | MF      | MMMF  | 年金基金 | 保険    |      |       |       |
| 1946 | 17.7%  | 8.8%    | 0.2%  | 0.0% | 2.0%  | 6.6% | 10.5% | 16.5% |
| 1951 | 15.2%  | 9.9%    | 0.4%  | 0.0% | 3.0%  | 6.5% | 8.0%  | 17.7% |
| 1956 | 15.2%  | 11.4%   | 0.7%  | 0.0% | 4.7%  | 5.9% | 7.6%  | 22.5% |
| 1961 | 15.2%  | 12.8%   | 1.3%  | 0.0% | 6.3%  | 5.2% | 6.2%  | 26.6% |
| 1966 | 17.7%  | 14.0%   | 1.5%  | 0.0% | 7.6%  | 4.9% | 5.6%  | 24.8% |
| 1971 | 19.1%  | 14.8%   | 1.6%  | 0.0% | 9.0%  | 4.2% | 4.1%  | 24.0% |
| 1976 | 21.6%  | 15.9%   | 0.9%  | 0.1% | 11.2% | 3.7% | 3.9%  | 16.9% |
| 1981 | 20.6%  | 19.3%   | 0.7%  | 2.0% | 13.7% | 3.0% | 4.4%  | 12.4% |
| 1986 | 22.4%  | 26.7%   | 3.1%  | 2.0% | 19.3% | 2.3% | 5.9%  | 13.5% |
| 1991 | 18.0%  | 30.5%   | 3.7%  | 2.3% | 22.0% | 2.4% | 7.8%  | 17.4% |
| 1996 | 12.6%  | 37.2%   | 6.4%  | 2.1% | 26.2% | 2.5% | 7.0%  | 22.0% |
| 2001 | 11.5%  | 39.5%   | 7.7%  | 3.3% | 25.9% | 2.6% | 4.2%  | 22.7% |
| 2006 | 11.3%  | 36.9%   | 8.2%  | 2.2% | 24.6% | 2.1% | 5.0%  | 23.0% |
| 2007 | 11.5%  | 37.8%   | 8.7%  | 2.5% | 24.6% | 2.0% | 5.1%  | 22.4% |
| 2008 | 14.1%  | 35.4%   | 7.1%  | 3.4% | 22.7% | 2.2% | 6.4%  | 16.9% |
| 2009 | 13.8%  | 37.6%   | 8.3%  | 2.7% | 24.3% | 2.2% | 6.2%  | 19.9% |
| 2010 | 12.9%  | 37.3%   | 8.5%  | 2.1% | 24.6% | 2.1% | 6.2%  | 21.0% |
| 2011 | 13.9%  | 36.4%   | 8.1%  | 2.0% | 24.1% | 2.2% | 5.2%  | 20.8% |
| 2012 | 13.6%  | 37.0%   | 8.9%  | 1.9% | 24.2% | 2.0% | 4.7%  | 21.8% |
| 2013 | 12.5%  | 38.2%   | 10.0% | 1.6% | 24.7% | 1.8% | 4.0%  | 24.9% |

注) MF: ミューチュアルファンド。年金基金については未積立分を含まない。

出典: Flow of Funds Accounts, Board of Governors of the Federal Reserve System.

戦後アメリカ経済の安定的な成長の中で、家計部門では安定的な実質賃金の増加とその

もとでの貯蓄の形成が進むこととなった。第二次世界大戦終了直後には、家計部門の貯蓄の多くは預金金融機関と国債、株式・社債に向けられていたが、このうち国債の保有が減少して非預金金融機関を通じた資産保有が大きく増大することとなった（表 3-3）。家計部門の金融資産構成を見てみると、戦後一貫した国債保有の減少と 1970 年代以降の株式・社債保有の減少、1990 年代以降の預金金融機関の資産保有の減少、そして、一貫した非預金金融機関での資産保有の増大が見られる。つまり、ネットで見れば非預金金融機関は当初は国債保有の減少分を、続いて株式・社債保有の減少分を、そして最後に預金金融機関資産の減少分を吸収する形で増大してきたこととなる。家計部門の金融資産に占める非預金金融機関の比率は、戦後一貫して増大し、1946 年に 8.8%であった構成比は 1966 年 14.0%、1986 年 26.7%、2001 年には 39.5%と約 4 割を占めるに至っている。

このような変化には少額貯蓄の需要が増大したことが大きく関わっている。Brill と Ulrey によれば、少額貯蓄層は伝統的に短期のリターンや成長性より流動性と安全性を重要視する傾向があると同時に、伝統的にこのようなニーズは金融市場手段より金融機関によって充足され易いとしている。なぜなら、個人では金融市場へのアクセスが困難な上に、取引高が小さいためにコストが割高となってしまうからである (Brill with Ulrey, 1967, p.18)。そのため、家計の貯蓄形態は必然的に株式や債券の直接保有より預金金融機関や機関投資家を通じた間接保有のウェイトが高まることになる。

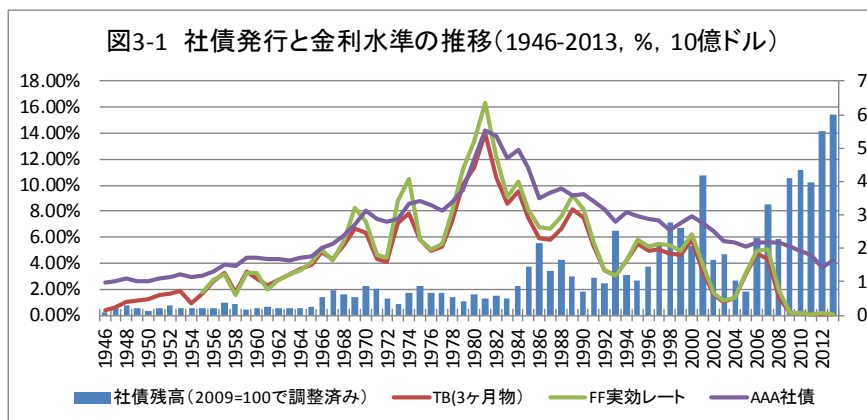
次に、家計部門の資金が非預金金融機関に流入することとなった制度的要因も存在する。第 1 に社会保障制度の充実、すなわち 1950 年代に労働組合が年金設立運動を展開し、企業年金の設立・加入数が急増したことや年金のみならず医療保障制度の拡充による団体保険への加入といった全般的な社会保障制度の拡充が行われたことがあげられる (北條, 1990a, 94 頁)。年金基金や生命保険への拠出金や保険料は、労働者の賃金の一形態であり、もちろん家計部門の貯蓄の一形態となる。そのため、社会保障制度の拡充は、家計部門の貯蓄をこれらの機関に流入させることとなった。第 2 に、ニューディール銀行システムの金融規制があげられる。1933 年証券法、1940 年投資会社法で情報開示や規制監督の強化など一般投資家保護の仕組みが整備されたことで家計は証券の直接保有や投資会社を通じた投資を行いやすくなった。1933 年銀行法で導入された預金保険制度の導入や商業銀行業と投資銀行業の分離などは商業銀行の健全性を高め、預金者が安心して貯蓄を行える環境を作り出した。その一方で、同法で預金金利上限規制、いわゆるレギュレーション Q が導入されたことは、インフレ率が高まる際に規制により金利に上限が画されるために実質金利の低下を招くことになった。さらに同じ預金金融機関でも貯蓄金融機関は 1966 年預金金利規制法まで預金金利上限規制を課されていなかった。そして、そもそものインフレ・ヘッジという観点からは証券投資が可能な投資会社はより有利な立場にあった。そのため、商業銀行は預金保険の庇護下にある預金金融機関としては貯蓄金融機関に対して不利であり、預金金融機関はインフレ・ヘッジの上では証券投資が可能な投資会社に対して不利であった。また、金融危機が遠退いたことで、経済主体のリスク回避が低下し、高リターンを求めて

リスクを取る傾向の高まっていたこともあげられる。

預金金融機関と非預金金融機関の間における競争力の格差は、その安全性の違いから存在して当然ではあったが、少なくともこのことが家計資産の非預金金融機関への流入を推し進める一因となっていた。そして、それはインフレ率が高まれば高まるほど促進される構造となっていたのである。

### 3.2.3. 1960年代前半までの金融環境と機関投資家による株式保有

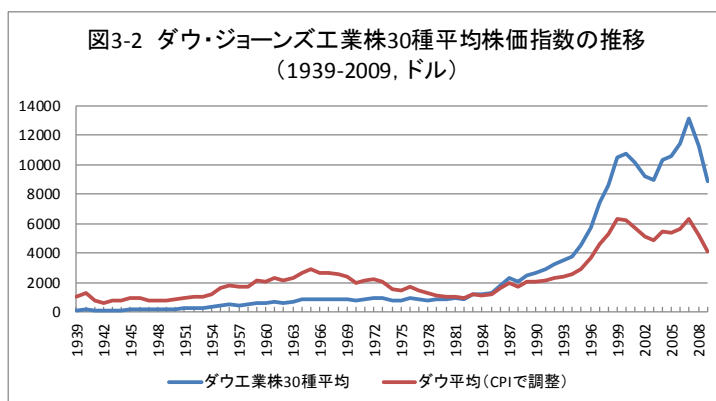
この時期の金融市場は相対的低金利、債券市場の相対的低位によって特徴付けられる。これは戦時公債借換えのための低金利政策が事実上1953年まで続けられていたこと、企業の資金調達の内部金融化の結果として社債需要が低下しただけでなく、1933年証券法により社債発行の機動性が低下したことによるものであった。実質でみた社債の発行高は極めて低位で推移しており、社債金利についても低金利政策の継続でサブプライム金融危機後の水準と比べても低い、相対的低金利の状態にあった（図3-1）。債券市場は低利子率の下で縮小状態にあり、非預金金融機関は必然的に株式市場で資金運用を行うこととなった。



出典: Flow of Funds Accounts, FRB; NIPA Tables, 1.1.4, BEA, U.S. Department of Labor.

ダウ・ジョーンズ工業株30種平均株価指数の推移をみると、名目でこそ1980年代後半以降からの株価上昇が目立つが、消費者物価指数で調整した実質値で見た場合には、1965年にかけて戦後の株価上昇の1つの山が作り出されていることが分かる（図3-2）。順調な株価の上昇は、企業部門の寡占的競争力による利潤の確保と内部金融化傾向による一株当たりの利益および配当の維持によるものと考えられる。株価の持続的な成長と高配当は非預金金融機関の資金を株式市場に引きつけ、企業も株式発行での資金調達が可能になることから株式市場に需要と供給が集中する好循環が生まれた。実際の株式と社債のリターンを見てみると、1952年から1965年までの株価収益率は配当利回りで平均3.95%と社債収益率の平均3.84%と大きく変わらない（表3-4）。しかし、配当利回りとキャピタルゲインを含めた総利回りは、高い年（1958年）には実に42.4%に及び平均でも16.25%と極めて高く、社債収益率の平均を大きく上回っていた。このように1950年代から1960年代前半の金融市場は、「相対的な低金利のもとで株価の持続的な上昇トレンドが定着し」（北

條, 1990a, 109 頁), その下で相対的に高い利回りを獲得できた時期であった。そのため, 非預金金融機関も株式保有を増加させていった。



出典: *Economic Report of the President*, 各年(ダウ平均: 1949-); Yahoo! Finance(ダウ平均-1948); Consumer Price Index, Bureau of Labor Statistics, U.S. Department of Labor(CPI).

表3-4 株式と社債の収益率比較 (1965-1969, %)

| 年    | 株式収益率          |                   |              | 社債収益率<br>(4) c | 利回りの差         |               |
|------|----------------|-------------------|--------------|----------------|---------------|---------------|
|      | 配当利回り<br>(1) a | キャピタルゲイン<br>(2) b | 総合利回り<br>(3) |                | 表面<br>(1)-(4) | 総合<br>(3)-(4) |
| 1952 | 5.80           | 9.4               | 17.8         | 2.96           | 2.84          | 14.8          |
| 1953 | 5.80           | -4.4              | -1.2         | 3.20           | 2.60          | -4.4          |
| 1954 | 4.95           | 4.0               | 57.2         | 2.90           | 2.05          | 48.3          |
| 1955 | 4.08           | 26.8              | 31.0         | 3.06           | 1.02          | 27.9          |
| 1956 | 4.09           | 2.6               | 6.4          | 3.36           | 0.73          | 3.0           |
| 1957 | 4.35           | -11.3             | -10.5        | 3.89           | 0.46          | -14.4         |
| 1958 | 3.97           | 34.0              | 42.4         | 3.79           | 0.18          | 38.6          |
| 1959 | 3.23           | 7.3               | 11.8         | 4.38           | -1.15         | 7.4           |
| 1960 | 3.47           | -0.5              | 0.3          | 4.41           | -0.94         | -4.3          |
| 1961 | 2.98           | 20.9              | 26.6         | 4.35           | -1.37         | 22.2          |
| 1962 | 3.37           | -9.4              | -5.4         | 4.33           | -0.96         | -9.7          |
| 1963 | 3.17           | 17.5              | 22.5         | 4.26           | -1.09         | 18.2          |
| 1964 | 3.01           | 12.9              | 16.3         | 4.40           | -1.39         | 11.9          |
| 1965 | 3.00           | 8.8               | 12.3         | 4.49           | -1.49         | 7.8           |
| 1966 | 3.40           | -10.4             | -10.0        | 5.13           | -1.73         | -15.1         |
| 1967 | 3.20           | 14.8              | 23.7         | 5.51           | -2.31         | 18.2          |
| 1968 | 3.07           | 9.6               | 11.1         | 6.18           | -3.11         | 4.9           |
| 1969 | 3.24           | -13.0             | -9.8         | 7.03           | -3.79         | -16.8         |

注: a) S&P500株価指数、年末から年末のS&P株価指数、c) Moody AAA格社債。

原資料は *Economic Report of the President*, 1970.

出典: Goldsmith, 1973, pp.250-251.

実際にどのような機関投資家が株式保有を拡大させていったのかを主要な機関投資家である生命保険会社, 企業年金, 州・地方公務員年金, ミューチュアルファンドでみる(表 3-5, 3-6)。表からも分かる通り, 株式投資に積極的なのは企業年金とミューチュアルファンドである。

### A. 生命保険会社

生命保険会社は, 戦後間もない段階では主に国債と社債・外債で資産の 75%が占められていた。その後, 平時への転換にあわせて国債の保有を急速に減らし, 代わって社債・外債とモーゲージの保有を拡大させた。そのため, 1966年には社債・外債とモーゲージで保有資産の 70%を占めるに至った。生命保険会社の株式保有に関しては, 大手生命保険会社が籍を置くニューヨーク州において, 1905年のアームストロング委員会の調査報告に基づ

いて、1906年に生命保険会社の株式保有を禁止する州法が成立しており、それを皮切りに各州で類似の州保険会社法が制定されていった。その後、規制緩和が進んだものの、普通株投資に関しては1951年まで保有禁止が続き、1951年に投資規制が緩和されたものの、当初の段階で許容資産（認容資産）の3%、余剰金（利益金）の1/3、1企業につき発行株式総額の2%までと厳しく投資が制限されていた。1957年にも認容資産の5%、剰余金の50%、1社につき2%を限度と定められていた。さらに1958年に総資産の2%を上限にいかなる制限も受けずに投資できる自由資産条項が設定されるが、いずれにしても普通株式への投資に規制のない非保険型の年金基金と比べれば、その差は歴然であった<sup>6</sup>。そのため、1962年に分離勘定の形で投資制限を受けないで普通株投資が行える仕組みがニューヨーク州でも導入されることとなる（星野、1967、34-36頁；堺、1964、55-59頁）。この分離勘定導入は、非保険型年金基金との競争が激化する中で、生命保険会社が競争上不利な立場に立たされた結果であった。そのため、生命保険会社は株式保有の機関化を主導する立場にはなく、その後も一般勘定では株式保有の比率が低く、1997年によく一般勘定と分離勘定を合わせた株式保有が全資産の20%を超えることとなる。

## B. 年金基金

州・地方公務員年金については、1974年のERISA法（Employee Retirement Income Security Act）の制定以前には、多くの州でリーガルリストと呼ばれる「適格となる資産運用の対象を定め、年金資産の一定比率までしか運用を認めない」（秋山、2002、88頁）方式を採用していた。そのため、多くの州で連邦債や州・地方債はリストの対象となっていたが、株式については多くの州で長らくリストに加えられなかった。その後、1950年代に社債をリストに加える州が増加し、1960年代には株式や不動産もその対象となり、株式については10%から25%を上限とする規制が多くの州で導入された。そして、1974年のERISA法の導入で、多くの州もリーガルリスト方式から「慎重人の原則」に準じた規制に移行した。株主行動主義で有名なCalPERSも1968年に上限25%まで株式の組み込みが認められ、1983年に「慎重人の原則」方式に移行することとなった（同88-90頁）。そのため、かなり保守的なリーガルリスト方式が採用されていた1946年段階には州・地方公務員年金の資産の90%以上が国債・地方債の保有に向けられており、それが1950年代にまず社債に振り向けられることで1964年には社債の比率が約50%になった。株式投資に関しては1960年代後半に拡大し始めるが、資産全体の30%を超えるのは1986年であり、「慎重人の原則」に準じた投資規制の採用が広がった後であった。

---

<sup>6</sup> 非保険型私的年金基金については、1974年のERISA法で受託者責任が明確化され、受託者に「慎重人の原則（Prudent Man Rule）」が課されたが、これは年金基金の投資対象を直接的に規制するものではなかった。また、それ以前に関しては、内国歳入法（1954年）と1958年福祉および年金基金ディスクロージャー法が存在していたが、これらも年金基金の投資政策を規制したり、特定資産への投資を禁止したりするものではなかった（秋山、2002、89-90頁；江尻、1982、244頁）。

企業年金すなわち非保険型私的年金基金は、1875年にアメリカン・エクスプレス社によって設立されたものが嚆矢とされているが、アメリカにおける企業年金の本格的な発展は、1949年のインランド・スチール社訴訟に端を発する労働組合による年金獲得運動「ペンション・ドライブ」によって達せられ、1950年代から60年代にかけて、企業年金の設立と保有資産の拡大が急速に進むこととなった（阿部，1972，64-65頁）。加入者数は、1950年に720万人だったものが、1970年には2040万人まで約3倍増加した（Kolodrubetz, 1972, p.20）<sup>7</sup>。積立不足を除いた保有資産も1950年に60億ドルだったものが、1970年には1240億ドルと20倍以上の増大を記録している（表3-5）。その運用は、大恐慌以前には自社の証券を主要な投資対象としていたが、1930年代半ば以降、社債への投資が増加し、その後、戦時経済で国債の保有が増加した。1946年時点における国債・地方債と社債・外債が保有資産を2分する状況はこのような経緯で生じた<sup>8</sup>。その後、平時に転換することで低利回りの国債・地方債が減少する一方、株式の保有が次第に増大していった。ただ、1950年代には約40%を、1960年代についても1966年までは約30%を社債で保有しており、株式保有の比率が急速に高まり、単独の構成要素となるのは1960年代半ば以降であった。この時期に株式運用が急速に高まったのは、後述するように経済環境の変化が大きな原因であったが、その際、企業年金が株式保有を高めたのは、運用そのものをミューチュアルファンドの運用方法に近づけようとしたためであった（阿部，1972，78頁；江尻，1982，244頁）。

つまり、ミューチュアルファンドの採用する資産運用法が、「株式保有の機関化」のさらなる進展の上で先導的な役割を果たしているのである。

### C. ミューチュアルファンド

オープンエンド型投資会社、すなわちミューチュアルファンドは投資会社に分類される。投資会社にはオープンエンド型以外にクローズドエンド型が存在していたが、第2章でもみたように1920年代の株式ブームの中で、株式を大量に買い付けると同時に株式を発行することでブームを促進する役割を果たし、大恐慌において多大な損害を投資家にもたらした。その結果、成立したのが1940年投資会社及び1940年投資顧問法であった。こういった経緯からクローズドエンド型投資会社への投資は、その後下火になっていった。そして、ミューチュアルファンドは戦後最も急速に拡大した機関投資家の1つであった。ミューチュアルファンドの資産は1950年には33億ドルであったが、1970年には468億ドルにまで増大した。20年間で約14倍の増加となる。これは企業年金に次ぐ増加率である。また、資産運用の特徴として、一貫して株式投資の比率が高いことが上げられる。1950年から1970年までの平均は86.8%と保有資産のほとんどが株式に投資されていた。

ミューチュアルファンドがこのような投資を行うのには、その商品性に理由があった。

<sup>7</sup> 保険型を含めると1950年に980万人だったものが、1970年に2970万人に増加している。

<sup>8</sup> 表5-4で国債・地方債と社債・外債の合計が100%を超えているが、これは誤差脱漏が存在するためである。

ミューチュアルファンドは、(1) 投資信託として専門家が運用することで、専門家のアドバイスを受けにくい少額貯蓄層や十分に投資内容を吟味できない投資家に投資機会を提供すること、(2) 株式投資でも直接保有と違い、少額でも分散投資が可能なこと、(3) 一株当たり純資産額で換金が可能で流動性・安全性が高いことに特徴がある。さらに(3)の存在は、ミューチュアルファンドが常に買い戻し要求の可能性に晒されるため、換金額を超える新株販売と換金を防ぐ運用成績の向上、すなわち積極的な運用が必要なことを意味していた(北條, 1986, 101-102頁)。

つまり、ミューチュアルファンドは、投資家にとっては一株当たり純資産額で換金が可能で流動性・安全性が高くかつ高利回りという、戦後に増加した中所得層の貯蓄需要に合致した金融商品である一方で、運用者にとっては契約により一定量の資金流入が約束されている生命保険会社や各種の年金基金とは違い換金を防ぐために運用法を模索する必要があった。その中で、短期の売買を活発化させて短期利益の最大化を目指す運用の原型となっていたのである。これはミューチュアルファンド間において、競争によって短期利益最大化を目指す運用を行うファンドが増加することも意味しているが、より重要なのは他の機関投資家との間での資金獲得競争が激化すれば、他の機関投資家にもこの運用法が広まることを意味していたことである。そして、それが実際に1966年以降に広まることで「株式流通市場の機関化」が引き起こされるのである。

表3-5 主な機関投資家の保有資産(1946-1974, 10億ドル)

|               | 1946 | 1948 | 1950 | 1952 | 1954 | 1956 | 1958  | 1960  | 1962  | 1964  | 1966  | 1968  | 1970  | 1972  | 1974  |
|---------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 生命保険          |      |      |      |      |      |      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 国債・地方債        | 22.2 | 17.7 | 14.6 | 11.4 | 10.9 | 9.8  | 9.9   | 10.0  | 10.2  | 9.4   | 8.2   | 7.7   | 7.3   | 7.2   | 7.0   |
| 社債・外債         | 13.1 | 20.4 | 24.8 | 30.6 | 35.4 | 39.3 | 44.4  | 48.1  | 53.1  | 58.2  | 63.4  | 70.9  | 74.1  | 86.6  | 96.4  |
| 株式            | 1.2  | 1.4  | 2.1  | 2.4  | 3.3  | 3.5  | 4.1   | 5.0   | 6.3   | 7.8   | 8.7   | 13.0  | 14.6  | 26.5  | 21.3  |
| モーゲージ         | 7.2  | 10.8 | 16.1 | 21.3 | 26.0 | 33.0 | 37.1  | 41.8  | 46.9  | 55.2  | 64.6  | 70.0  | 74.4  | 76.9  | 86.2  |
| 資産総額          | 47.5 | 54.5 | 62.6 | 71.5 | 82.2 | 93.2 | 104.3 | 115.8 | 129.2 | 144.9 | 162.3 | 183.1 | 200.9 | 232.4 | 255.0 |
| 企業年金          |      |      |      |      |      |      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 国債・地方債        | 2.1  | 2.2  | 2.3  | 2.5  | 2.7  | 2.8  | 2.5   | 2.4   | 2.6   | 2.7   | 2.3   | 2.4   | 2.1   | 3.4   | 8.6   |
| 社債・外債         | 2.0  | 2.4  | 2.8  | 4.5  | 6.9  | 9.5  | 12.8  | 15.7  | 18.1  | 21.2  | 25.2  | 27.0  | 29.4  | 30.6  | 35.0  |
| 株式            | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 1.8  | 3.2  | 7.1  | 11.6  | 16.5  | 21.9  | 33.7  | 39.5  | 61.5  | 67.1  | 107.8 | 74.8  |
| 資産総額(積立不足を除く) | 4.0  | 5.0  | 6.0  | 10.7 | 15.0 | 22.6 | 31.3  | 40.9  | 51.2  | 70.0  | 83.3  | 111.4 | 123.9 | 181.5 | 178.0 |
| 州・地方公務員年金     |      |      |      |      |      |      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 国債・地方債        | 2.6  | 3.2  | 4.0  | 5.3  | 6.8  | 8.1  | 9.0   | 10.1  | 9.9   | 9.9   | 9.6   | 8.3   | 7.1   | 5.6   | 2.6   |
| 社債・外債         | 0.2  | 0.3  | 0.6  | 1.0  | 2.1  | 3.2  | 5.1   | 7.1   | 10.7  | 14.9  | 20.2  | 26.6  | 35.1  | 43.2  | 54.5  |
| 株式            | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.1  | 0.1  | 0.2  | 0.4   | 0.6   | 1.0   | 2.0   | 2.8   | 5.8   | 10.1  | 22.2  | 16.4  |
| 資産総額(積立不足を除く) | 2.9  | 3.6  | 4.9  | 6.6  | 9.5  | 12.1 | 15.6  | 19.7  | 24.5  | 30.6  | 38.1  | 48.0  | 60.3  | 80.6  | 87.6  |
| ミューチュアルファンド   |      |      |      |      |      |      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 国債・地方債        | 0.0  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.2  | 0.3  | 0.4   | 0.6   | 0.7   | 0.8   | 1.4   | 1.1   | 0.9   | 0.7   | 1.1   |
| 社債・外債         | 0.2  | 0.2  | 0.2  | 0.3  | 0.4  | 0.7  | 0.9   | 1.2   | 1.6   | 2.1   | 2.9   | 2.0   | 3.5   | 4.2   | 4.9   |
| 株式            | 1.0  | 1.2  | 2.9  | 3.3  | 5.4  | 7.9  | 11.7  | 14.8  | 18.3  | 25.6  | 28.9  | 46.1  | 39.7  | 51.7  | 26.3  |
| 資産総額          | 1.3  | 1.5  | 3.3  | 3.9  | 6.1  | 9.0  | 13.2  | 17.0  | 21.3  | 29.1  | 34.8  | 51.2  | 46.8  | 58.9  | 35.2  |

出典: *Flow of Funds Accounts*, L.115, L.117, L.118, L.121, Board of Governors of the Federal Reserve System.

表3-6 主な機関投資家の保有資産(1946-1974, %)

|             | 1946  | 1948  | 1950  | 1952  | 1954  | 1956  | 1958  | 1960  | 1962  | 1964  | 1966  | 1968  | 1970  | 1972  | 1974  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 生命保険        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 国債・地方債      | 46.9% | 32.4% | 23.4% | 16.0% | 13.3% | 10.5% | 9.5%  | 8.6%  | 7.9%  | 6.5%  | 5.0%  | 4.2%  | 3.7%  | 3.1%  | 2.8%  |
| 社債・外債       | 27.6% | 37.3% | 39.5% | 42.8% | 43.0% | 42.1% | 42.5% | 41.6% | 41.1% | 40.2% | 39.1% | 38.7% | 36.9% | 37.3% | 37.8% |
| 株式          | 2.6%  | 2.6%  | 3.4%  | 3.4%  | 4.0%  | 3.8%  | 3.9%  | 4.3%  | 4.9%  | 5.4%  | 5.4%  | 7.1%  | 7.3%  | 11.4% | 8.3%  |
| モーゲージ       | 15.1% | 19.9% | 25.7% | 29.7% | 31.6% | 35.4% | 35.5% | 36.1% | 36.3% | 38.1% | 39.8% | 38.2% | 37.0% | 33.1% | 33.8% |
| 企業年金        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 国債・地方債      | 52.5% | 44.0% | 39.4% | 23.2% | 17.9% | 12.2% | 7.8%  | 5.9%  | 5.1%  | 3.9%  | 2.8%  | 2.1%  | 1.7%  | 1.9%  | 4.8%  |
| 社債・外債       | 50.0% | 48.0% | 47.5% | 42.6% | 46.2% | 41.9% | 41.1% | 38.4% | 35.3% | 30.3% | 30.3% | 24.2% | 23.8% | 16.9% | 19.7% |
| 株式          | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 17.3% | 21.1% | 31.2% | 37.0% | 40.5% | 42.7% | 48.2% | 47.4% | 55.2% | 54.2% | 59.4% | 42.0% |
| 州・地方公務員年金   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 国債・地方債      | 90.7% | 88.9% | 83.4% | 79.1% | 71.5% | 66.7% | 57.6% | 51.3% | 40.4% | 32.4% | 25.2% | 17.3% | 11.8% | 7.0%  | 2.9%  |
| 社債・外債       | 5.6%  | 7.3%  | 12.0% | 15.2% | 22.4% | 26.2% | 32.8% | 36.1% | 43.5% | 48.8% | 53.0% | 55.3% | 58.1% | 53.6% | 62.3% |
| 株式          | 0.3%  | 0.4%  | 0.6%  | 0.8%  | 1.0%  | 1.7%  | 2.6%  | 3.0%  | 4.1%  | 6.5%  | 7.3%  | 12.1% | 16.7% | 27.5% | 18.7% |
| ミューチュアルファンド |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 国債・地方債      | 2.4%  | 4.3%  | 3.9%  | 3.3%  | 2.5%  | 3.1%  | 3.0%  | 3.6%  | 3.5%  | 2.6%  | 4.1%  | 2.2%  | 1.8%  | 1.2%  | 3.2%  |
| 社債・外債       | 11.8% | 10.2% | 6.6%  | 8.7%  | 7.2%  | 7.4%  | 7.1%  | 7.3%  | 7.6%  | 7.4%  | 8.4%  | 3.8%  | 7.4%  | 7.1%  | 13.9% |
| 株式          | 80.5% | 80.9% | 86.6% | 84.6% | 87.7% | 87.2% | 88.1% | 87.0% | 86.2% | 88.1% | 83.1% | 89.9% | 84.8% | 87.8% | 75.0% |

出典：表3-5と同じ。

### 3.2.4. 「株式保有の機関化」の進展

しかし、1965年までの時期の機関化現象はあくまで「株式保有の機関化」に留まっていた。それを最も典型的に表しているのが、この時期の機関投資家の資金運用が「長期にわたって株式を保有することを基本的な投資姿勢とし」、「保有銘柄の売買は相対的に低水準」（北條，1990a，115頁）であったところにある。

この時期の機関投資家、とりわけミューチュアルファンドによる株式売買には2つの特徴がある。第1に株式投資がいわゆるブルーチップス（blue-chips）と呼ばれる優良株に集中する傾向があったことである。優良銘柄は収益性が高く、また安全性が高いため機関投資家に人気があり、このことが優良な人気銘柄への需要を高めて株価をさらに引き上げるという効果を発揮していた。1958年の調査では対象ファンドが保有していた人気銘柄30種の普通株時価総額に対する比率は23.5%に及び、1964年末の425社を対象とした調査でも約20%が人気銘柄30種に投資していたという（北條，1990a，121頁）。また、年金基金の保有株式のうちの25%はニューヨーク株式取引所の人気銘柄25種によって占められていたという（松谷，1962，237頁）。

第2に保有株式の売買回転率が低かったことで、1955年から1980年までの主な機関投資家のニューヨーク証券取引所（NYSE）における株式売買回転率を見ても（表3-7）。ミューチュアルファンドについては1955年から1965年までの期間の回転率が1965年以降と比べて明らかに低い。1955年から1965年までのミューチュアルファンドの株式売買回転率は平均19.0%であるのに対し、1966年から1980年には平均40.6%と2倍以上増大している。企業年金に関してはやや遅れて1967年以降に売買回転率が高まる傾向にあり、1955年から1966年までの平均が11.5%であるのに対し、1967年以降は平均20.7%となっている。特に1980年には40.9%と極めて高い売買回転率を示している。1980年の売買回転率は、いずれの機関投資家でも極めて高くなっている。データの制約でその後について

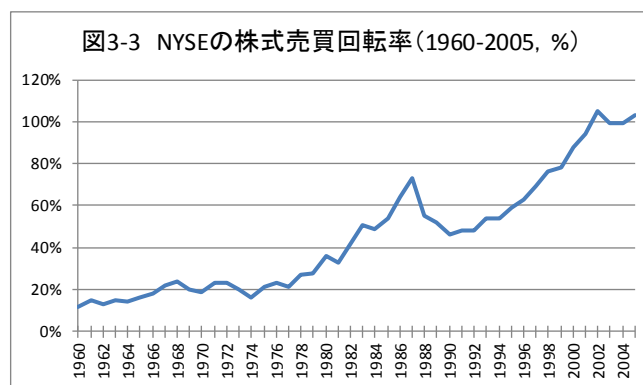


は不明であるが、その後も NYSE における売買回転率は上昇し続けているため、全体として機関投資家による高い株式売買回転率は維持されていると考えられる（図 3-3）。

表3-7 主要な機関投資家の売買回転率(株式)の推移

| 年    | 企業年金 | MF   | 生命保険 |      | その他<br>保険会社 | NYSE平均 |
|------|------|------|------|------|-------------|--------|
|      |      |      |      | 分離勘定 |             |        |
| 1955 | 11.8 | 15.9 | 11.8 |      |             | 17.0   |
| 1956 | 11.8 | 18.6 | 11.5 |      |             | 14.0   |
| 1957 | 11.9 | 18.8 | 12.0 |      |             | 13.0   |
| 1958 | 12.0 | 21.7 | 13.0 |      |             | 14.0   |
| 1959 | 11.7 | 19.8 | 10.9 |      |             | 15.0   |
| 1960 | 11.1 | 17.6 | 10.1 |      |             | 12.4   |
| 1961 | 12.1 | 20.0 | 13.5 |      |             | 15.2   |
| 1962 | 9.7  | 17.3 | 9.8  |      | 7.1         | 12.0   |
| 1963 | 11.0 | 18.6 | 11.2 |      | 7.8         | 13.1   |
| 1964 | 10.8 | 18.7 | 11.9 |      | 8.0         | 13.2   |
| 1965 | 11.4 | 21.8 | 13.8 |      | 8.2         | 14.7   |
| 1966 | 12.6 | 31.0 | 16.0 |      | 8.6         | 19.8   |
| 1967 | 17.2 | 40.7 | 18.2 |      | 9.7         | 24.7   |
| 1968 | 18.7 | 48.4 | 26.8 |      | 16.0        | 29.4   |
| 1969 | 21.3 | 51.0 | 29.4 |      | 26.7        | 32.4   |
| 1970 | 20.5 | 45.6 | 27.8 |      | 28.1        | 29.8   |
| 1971 | 22.1 | 48.2 | 31.0 |      | 23.2        | 30.8   |
| 1972 | 19.7 | 44.8 | 29.5 | 33.4 | 23.7        | 27.7   |
| 1973 | 17.2 | 38.9 | 25.9 | 33.7 | 20.8        | 23.6   |
| 1974 | 14.1 | 30.4 | 18.7 | 24.1 | 21.2        | 19.0   |
| 1975 | 18.2 | 35.8 | 22.3 | 28.5 | 24.0        | 23.2   |
| 1976 | 16.4 | 32.4 | 21.0 | 23.6 | 24.7        | 21.0   |
| 1977 | 17.3 | 32.2 | 20.9 | 23.1 | 17.1        | 20.6   |
| 1978 | 21.0 | 43.9 | 26.1 | 30.3 | 24.6        | 26.1   |
| 1979 | 25.5 | 44.5 | 32.8 | 38.5 | 25.9        | 29.8   |
| 1980 | 40.9 | 59.3 | 42.0 | 49.4 | 32.4        | 43.1   |

注) MF: ミューチュアルファンド, 企業年金: 非保険型年金基金  
 出典: Goldsmith, 1973, p.150(1955-1964); SEC, Annual Report(1965-1980).



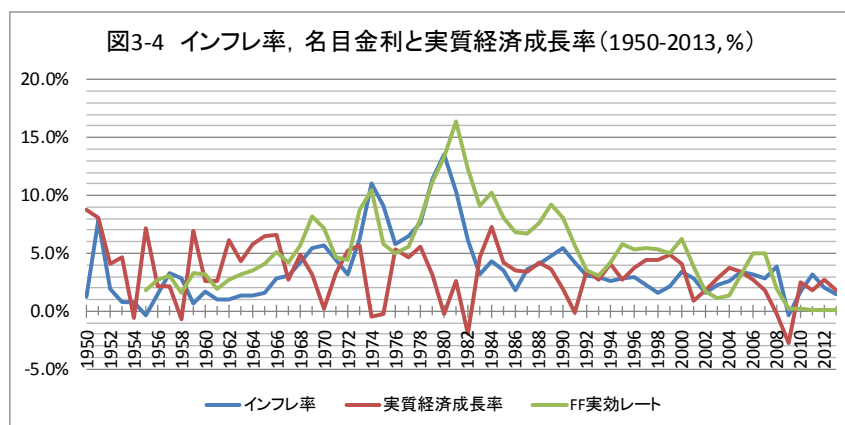
出典: NYSE Technologies, NYSE Historical Statistics.

これらの高い売買回転率の意味については次節以降で論じるとして、株価が順調に上昇した 1950 年代から 1960 年代前半の時期には、ミューチュアルファンドは基本的に株式を保有したままでも十分な配当と株価上昇による利益を得ることができた。そのため、この時期のミューチュアルファンドの株式売買は相対的に低水準で、購入した株式はすぐには売却せず、長期間保有する形を取っていた。このことがこの後の時期と比較した場合に、機関投資家の活動が表面化しなかった理由だと考えられる。すなわち、機関投資家は戦後増加した家計部門の少額貯蓄が求める小規模で比較的安全な投資ができる金融商品を提供

し、集めた資金を金融市場に供給する導管の役割を担った。彼らは金融市場では長期の株式保有主体として、優良株を中心に株式を長期保有することを通じ、株価の継続的な上昇を下支えする役割を果たしていた。そのため、機関投資家の1950年代から1960年代前半を通じた活動は、金融不安定性を生み出したというよりは、安定的な株式保有の下で金融的な安定性を作り出す役割を果たしていた。しかし、このような資金運用は次第に困難になっていき、それが明白となり運用手法が大きく転換することとなったのが1966年の信用逼迫であった。

### 3.3. 「株式流通市場の機関化」の進展

1966年の信用逼迫は、ニューディール型銀行システムにとっての第1の転換点であった。第2章でも見たように、戦後アメリカ経済は「頑強な金融システム」と財政赤字を伴う「大きな政府」、さらには中央銀行による「最後の貸し手」の下で深刻な景気後退を経験せず、長期に渡る安定的な経済成長を実現した。しかし、金融政策による急速な景気後退の回避は、その過程で資金供給を増大して景気回復時のインフレの下地を作り出し、インフレの進行が早期の金融引き締めを必要とすることから金利が上昇することとなった（Minsky, 1986a, 邦訳版 59 頁）。また、企業部門の寡占的競争力も欧州の復興、日本のキャッチ・アップにより動揺した。その結果、1966年の時期を境に、アメリカ経済は実質経済成長率の低下、消費者物価指数の上昇、名目金利の上昇という1970年代半ばから80年代初めのスタグフレーション状況へと次第に陥っていったのである（図3-4）。



出典: Bureau of Labor Statistics, U.S. Department of Labor; NIPA Tables, 1.1.3, BEA; Flow of Funds Accounts, FRB.

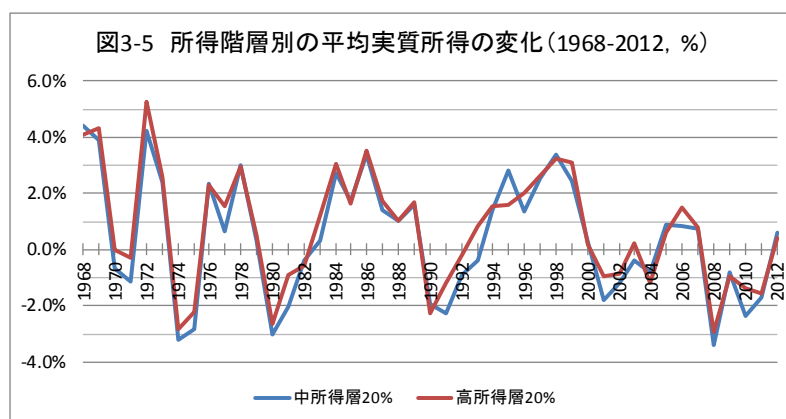
#### 3.3.1. 1966年の金融逼迫とディスインターミディエーションの発生

アメリカの企業部門は1950年代末から1960年代半ばにかけて資本支出のための資金の95%を内部金融によってカバーしていたが、1964年以降、低下傾向を示すようになる。すなわち、資金調達にしめる外部金融の比重が高まっていったのである。それが明確に現れたのが、1966年の信用逼迫であった。戦後、アメリカの商業銀行は、タームローンなどの中期貸出を含めた企業の資金需要に対し、預金と保有国債の売却で応じてきた。しかし、

企業部門の銀行貸出への需要が増大するに従い、対応が次第に困難になる。ニューヨークの市中銀行によるタームローンの貸出は1964年半ばから1966年の間に約70%も増加して70億ドルから120億ドルとなり、全貸出に占める割合も60%を超える水準となっていた（FRB NY, 1967, pp.199-200）<sup>9</sup>。そして、このような強い資金需要が存在する中で、1966年夏の信用逼迫が生じたのである。当時、銀行は譲渡性預金証書（NCD）をタームローンのための資金調達源として利用していたが、1965年末から66年夏にかけての金利急騰によって、市場金利がレギュレーションQによる上限金利を上回り、NCDの借り換えが不可能になった。信用逼迫に対し商業銀行は、ユーロダラーやフェデラル・ファンドの取り入れで資金調達を行う一方、自らの信用力で債券を発行できる大企業などにコマース・ペーパー（CP）による独力での資金調達を要請した（西川・松井, 1989, 253-258頁）。これは、金融逼迫時の銀行貸出への圧力を緩和する一方、恒常的な大企業の資金調達の多様化につながり、1967年以降の「社債旋風」と呼ばれる社債発行の激増など証券市場を通じた資金調達の活発化に繋がっていった。

このような変化に機関投資家も対応を迫られた。企業部門による社債発行の増加、さらには1970年代以降の財政赤字の拡大による国債発行の増加は、必然的に他の投資対象がなかったために株式市場に集中していた資金をシフトさせ、株価が上昇し続ける前提条件を切り崩した。かくして、企業部門の寡占的競争力を背景とした利潤に基づく配当と長期的な株価上昇を狙う投資戦略が、1966年以降は困難になっていった。

また、インフレの進行は家計部門の金融資産の実質価値の低下と規制金利下にある銀行預金の魅力の低下を招き、さらに実質経済成長の鈍化は実質賃金の伸びの低下を招いた。実際、実質賃金の伸びではないが、少額貯蓄者と考えられる中所得層20%と高所得層20%の平均実質所得の推移を見てみると、1970年代から1980年代前半にかけて度々マイナスとなっている（図3-5）。これは直接的には実質賃金が低下していることを意味しないが、家計部門が実質所得の減少によって、金融資産の利回りや実質価値の維持により敏感になり、それが市場金利連動型の金融商品への選好を高めることに繋がったと考えられる。



出典: U.S. Census Bureau, *Historical Income Tables*, H-3

<sup>9</sup> ただし、全貸出に占めるタームローンの比率は64年半ばの段階でも55%を超えていた。

この時期、預金金融機関にはレギュレーション Q による預金金利上限規制が存在しており、1960 年代後半から 1980 年代初頭にかけての高インフレの時期には実質預金金利がマイナスになる事態が度々起こった。実際、ハリストラストは『66 年には市場の実勢金利が Q による天井を上回り、銀行は預金をひきつける力を失った』と説明（堀切、1969、97 頁）しており、預金者は資金を引き揚げて、他の金融資産へと投下し直すことにより資産運用の効率化を追求することとなる。いわゆるディスインターミディエーションの発生である。

ディスインターミディエーションによって預金金融機関から流出した資金は、ミューチュアルファンドや 1972 年以降に投資銀行が提供を開始した MMMF（Money Market Mutual Fund）、その総合口座である CMA（Cash Management Account）に流入した。

このことにより、商業銀行は貸出の面で社債や CP などによる市場性の資金と競争する必要があるだけでなく、資金調達においても競合が生じることで銀行経営が圧迫されていくこととなる。一方、資金が流入したミューチュアルファンドはインフレ・ヘッジを可能にし、より運用効率が高い、すなわちリターンの大きい金融商品の提供を家計から求められることとなった。

かくして、ミューチュアルファンドが従来型の長期保有の株式投資戦略からキャピタルゲインを重視した短期売買（アクティブ運用）に向かう環境が作り出されたのである。

### 3.3.2. 機関投資家の競争圧力の増大

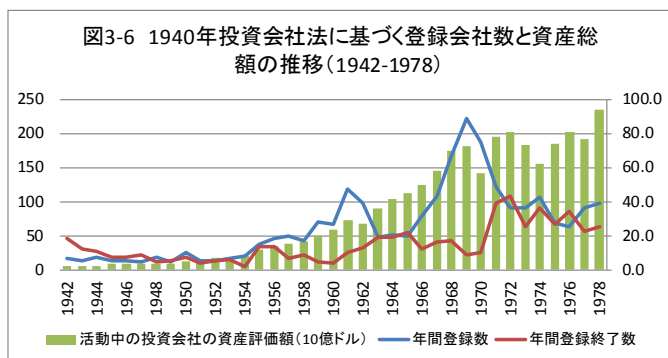
ディスインターミディエーションによる預金金融機関から機関投資家、とりわけミューチュアルファンドや MMMF への資金の移動は、必然的に同業界への新たな参入者をもたらした。その一方で、家計の実質所得の伸びの停滞は可処分所得のうち貯蓄にまわすことのできる部分を減少させたことから、新たに金融資産の購入に向けられる資金を減少させた。そのため、全体として競争は激化した。1940 年投資会社法の登録会社の新規登録と登録抹消、すなわち廃業の状況と、登録会社への新規の資金流入と資産価値の増大をみることでそれを明らかにしよう（図 3-6、表 3-8）。

まず、1940 年代には投資会社の廃業が新規参入を上回っており、同期間の登録会社数は約 20%減少した。これは大恐慌前に隆盛を極めたクローズドエンド型投資会社の廃業が進んだことによるものであった。そのため、1940 年投資会社法の登録会社のほとんどはオープンエンド型、すなわちミューチュアルファンドへと変わっていた。ミューチュアルファンドは、1950 年代に入ると参入が廃業を上回るようになり、10 年で 40%増加し、1950 年度初めに 358 社だったものが 1959 年度末には 512 社にまで増えた。その間、178 社の登録会社が廃業したが、この数はその後と比べれば決して多くなかった。1960 年代に入ると投資会社の参入が相次ぎ、とりわけ 60 年代後半には 3 ケタでの増加が続いた。一方、廃業も増加しており、ミューチュアルファンドの分野全体で競争の激化が見られる。新規登録会社が 1960 年代前半の 5 年間だけで 382 件と 50 年代の 10 年間の 333 件を上回った一方、廃

業は 50 年代全体の 178 件に迫る 163 件に及んだ。この傾向は、60 年代後半にさらに強まり、69 年までの 5 年間に登録会社数が 60% (625 件) 増加した一方、廃業は 189 社に上った。競争は 1970 年代にさらに激化し、同年代には年間の新規参入と廃業がほぼ同数になるに至った。これらは 1960 年代後半以降、ミューチュアルファンド業界の内部において新規の参入が相次ぎ競争が激化していることを示している。

新規の資金流入と資産価値の増大については、データの制約により長期の時系列を得ることは困難であるが、ミューチュアルファンドへの新規の資金流入は 1950 年代が 12.6%なのに対し、60 年代に入ると資金の流入が鈍化し、同年代の前半には 7.2%、後半についても 7.0%とペースが半分近くまで低下した。しかし、その一方で新規流入を除いた資産価値の増大に関しては 1950 年代が 11.6%であるのに対し、60 年代は前半が 8.6%、後半が 9.5%と高い運用利回りが維持されている。

新規参入の増加と考え合わせると、新規の資金流入が減少する中で、新たなミューチュアルファンドが参入し、同業界内で資金の奪い合いを行っている姿が見えてくる。ミューチュアルファンドは資金を獲得した、顧客の解約を防ぐためにパフォーマンス競争を行っており、それが株価の順調な上昇という条件がなくなる 1960 年代後半にも関わらず、高い運用成績を維持していることに繋がっていると考えられる。これはミューチュアルファンドの運用がそれまでの長期保有を基本とするものから、短期の売買によるキャピタルゲインの獲得を中心としたアクティブ運用に転換したことを意味しており、それが前述 (表 3-7) の 1966 年以降のミューチュアルファンドの株式売買回転率の急激な高まりに繋がっていたのである。



出典: 50th Annual Report, Securities and Exchange Commission, 1984, p.103.

表3-8 投資会社の新規流入・資産価値の推移

|                         | 新規流入(年率) | 資産価値増大(年率) |
|-------------------------|----------|------------|
| 1940年代<br>(1941-1949)   | 13.7%    | 5.6%       |
| 1950年代<br>(1950-1959)   | 12.6%    | 11.6%      |
| 1960年代前半<br>(1960-1964) | 7.2%     | 8.6%       |
| 1960年代後半<br>(1965-1968) | 7.0%     | 9.5%       |

出典: Pokoff, 1970, p.197.

企業年金にもこのようなミューチュアルファンド型のアクティブ運用を採用する動機ときっかけが存在していた。それは、第 1 に企業年金を含む私的年金制度が戦後の福祉国家政策の中で社会保障の一環として組み入れられたことで、将来の給付に備えて少しでも高い収益を確保すべきという認識が形成されるようになったためだった。この時期の企業年金は確定給付型年金であるため、将来の給付時における積立不足は企業側の負担となる。そのため、拠出側の企業にしてみれば少しでも高い利回りを確保し、拠出を減らすインセンティブが存在している。この点は、第 1 章でも見た 1974 年の ERISA 法以降、積立不足

に対する規制が強化されていくことでより高まることになる。

第2に、1960年代後半以降に金融環境が変化したことがあげられる。すなわち、インフレ率が高まる中で資産価値の維持が問題となっただけでなく、金融逼迫が起こって高金利になると固定金利の低利回り債券に相当の含み損が生じることとなった。そのため、インフレに対応できる普通株への投資が拡大することとなった。

つまり、企業年金の運用を請け負う受託機関は、他の保険会社や銀行の信託部などの受託機関との間での受託競争を勝ち抜くために、インフレ・ヘッジを可能にし、企業の拠出負担を少しでも軽くできるように高い運用成績を示す必要があったのである。そのため、「投資銘柄の選択、普通株投資の拡大、投資タイミング、売買回転率の上昇その他ミューチュアル・ファンドと同じような機動性をもった資産運用」（阿部，1972，78頁）を採用する必要に迫られ、次第にそれが普及していくこととなったのである（阿部，1972，77頁；江尻，1982，244-245頁；佐藤・北井，1970，159-160頁）。

その結果、年金基金においても1966年以降のミューチュアルファンドのようなアクティブ運用が一般化し、株式投資の増大、株式売買回転率の上昇などが見られたのである。ただ、このような機関投資家のアクティブ運用への転換は、従来の金融制度を大きく揺るがすこととなった。なぜなら、株式の売買回転率の増大は株式のトレードボリューム（取引高）の増大を意味しており、金融市場における資金運用者としての機関投資家の支配力を強めることとなったからである。

### 3.3.3. 「株式流通市場の機関化」と株式取引システムの空洞化

表3-9 機関投資家の株式取引高(1965-1978)

| 年    | ミューチュアル・ファンド    |            | 機関投資家全体         |            |
|------|-----------------|------------|-----------------|------------|
|      | 取引高<br>(100万ドル) | 全取引高に占める割合 | 取引高<br>(100万ドル) | 全取引高に占める割合 |
| 1965 | 11,695          | 13.1%      | 23,160          | 25.9%      |
| 1966 | 19,685          | 15.9%      | 33,120          | 26.8%      |
| 1967 | 28,250          | 17.4%      | 48,645          | 30.0%      |
| 1968 | 38,595          | 19.6%      | 67,245          | 34.1%      |
| 1969 | 41,910          | 23.8%      | 79,960          | 45.3%      |
| 1970 | 33,030          | 25.1%      | 68,435          | 52.0%      |
| 1971 | 42,730          | 22.9%      | 92,340          | 49.5%      |
| 1972 | 43,495          | 21.1%      | 101,575         | 49.3%      |
| 1973 | 33,065          | 18.5%      | 85,910          | 48.0%      |
| 1974 | 18,457          | 15.5%      | 51,553          | 43.4%      |
| 1975 | 23,093          | 14.7%      | 65,795          | 41.8%      |
| 1976 | 23,912          | 12.2%      | 73,694          | 37.7%      |
| 1977 | 20,914          | 11.2%      | 71,422          | 38.1%      |
| 1978 | 27,287          | 10.9%      | 90,346          | 36.2%      |

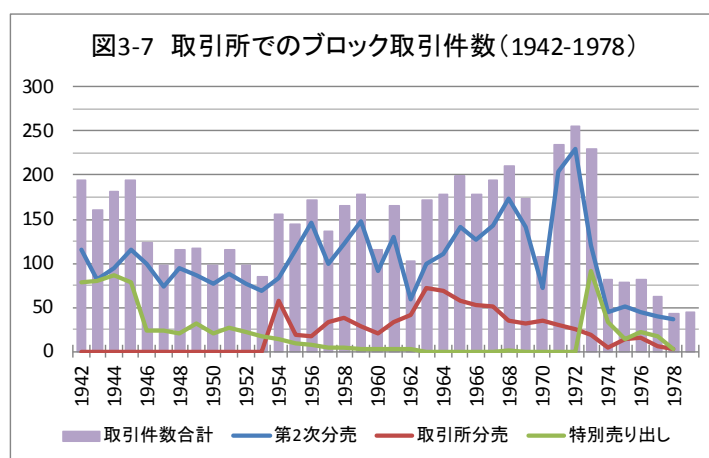
注：ここでの機関投資家全体には年金基金、オープン・エンド型投資会社、生命保険、損害保険が含まれている。

出典：SEC, *Annual Report* 各年より作成。

機関投資家の市場支配力の高まりは、株式取引高に占めるミューチュアルファンドと機関投資家全体の取引高に端的に表れている（図3-9）。それ以前のデータが存在しないこと

から 1965 年からとなるが、特に売買回転率が高まった 1968 年から 1971 年の時期に全取引に占める割合を増大させている。この時期、ミューチュアルファンドの売買回転率は平均 48.3%に達しており、全取引高に占める割合は平均 22.8%にもなる。さらに、全機関投資家では平均 45.2%となっており、この時期市場で取引される株式の半分近くを機関投資家が売買していたことになる。

このような取引高の増大は必然的に取引単位の大口化を招くこととなった。一般的に、機関投資家の扱うような大口取引は、一般投資家が行う取引とは比較にならないほど規模が大きなものとなる。そのため、たとえ売り注文もしくは買い注文を出したとしても、取引が成立しない可能性が高い。そこで、大口取引にはブロック取引と呼ばれる大量売買方式が採用されている<sup>10</sup>。ブロック取引には、スペシャリスト大量買い付け、取引所分売、特別売り出し、第 2 次分売の 4 方式がある。立会場外で行われるチェッカー・テープに記録されないスペシャリスト大量買い付けを除いた取引件数を示したのが図 3-7 になる。この中で注目すべきは最も件数の多い第 2 次分売で、他の 2 方式と比較して 1 件当たりの売買株数と売買額がかなり大きい。例えば、1972 年における第 2 次分売の 1 件当たりの平均売買株数は約 36 万株で金額は約 1400 万ドルなのに対し、取引所分売では約 5.7 万株と約 120 万ドルとなっている<sup>11</sup>。この第 2 次分売が 1960 年代から 1970 年代にかけて大きく増大しており、このことから大口取引が増大していたことが分かる。



出典: SEC, Annual Report 各年より作成。

大口取引が増大してくると問題となるのが取引の際の手数料である。アメリカにおける株式の取引所取引で最も大きなシェアを有しているのはニューヨーク株式市場 (NYSE) であるが、同取引所では伝統的に株式売買の際にブローカーが顧客から徴収する手数料を固定制としてきていた。大口取引に対しても割引が禁止されていたため、資金運用者にも固定手数料が課されていた。そのため、機関投資家はコスト削減を目的に NYSE での取引を迂回し、他の方法による株式取引を模索するようになった。その結果、国内にある地方取

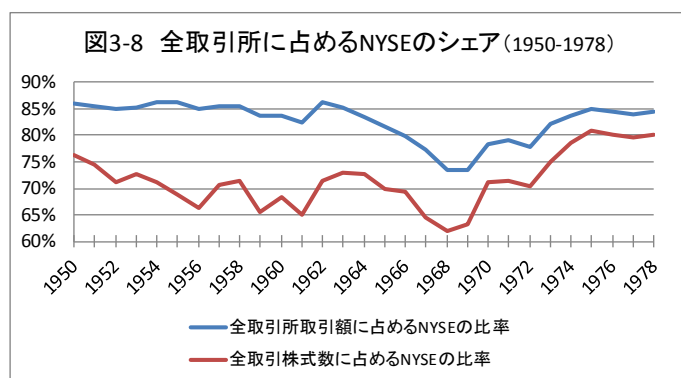
<sup>10</sup> ブロック取引の各種法に関する詳しい解説は、井上 (1964) の 46-49 頁を参照せよ。

<sup>11</sup> SEC, Annual Report, 1980 より。



引所に取引が流出した他、店頭市場で取引所上場銘柄を取引する第3市場や機関投資家間で取引を行う第4市場が形成されたのである。そのため、1950年代には平均で85%だった全取引所取引額に占めるNYSEのシェアは、1969年には73%にまで低下した（図3-8）。

こうして、機関投資家の資金運用者としての投資行動が発端となってNYSEの流動性と厚みが損なわれ、アメリカにおける株式取引システムの空洞化と取引所分散による取引所上場銘柄の価格の分裂、価格情報の分断が引き起こされたのである。このような事態への対処のため、1968年以降、大口手数料の段階的自由化が始まった。そして、1975年5月1日にSECは規則19(b)-3によってNYSEの固定手数料制を廃止し、続いて1975年証券改革法を制定して取引所の固定手数料制を廃止するとともに、市場統合のために全米市場システム（National Market System; NMS）を導入するに至ったのである（西川・松井，1989，282-283頁；北條，1992，169-173頁；三木，2000，59-61頁）<sup>12</sup>。



### 3.3.4. 1980年代以降の機関投資家の活動と「株式運用過程の機関化」

戦後、機関投資家は、安定的な経済成長の下で長期保有の形で株式保有を拡大させて「株式保有の機関化」を推し進めていった。しかし、1966年以降、アメリカ経済が再び不安定化し、インフレの高進や高金利、実質賃金の伸び悩みによる貯蓄資金の流入減少という運用環境・競争条件の変化に加え、投資家や委託者による高利回り実現の要求が高まることでアクティブ運用に転換した。その結果、株式売買回転率が高まり、株式取引高が増大したことで「株式流通市場の機関化」が進んだ。そのことが、金融システムに対する機関投資家の影響力を強め、ついには現行制度を機能不全に陥らせて制度改革を必要不可欠にしたのである。

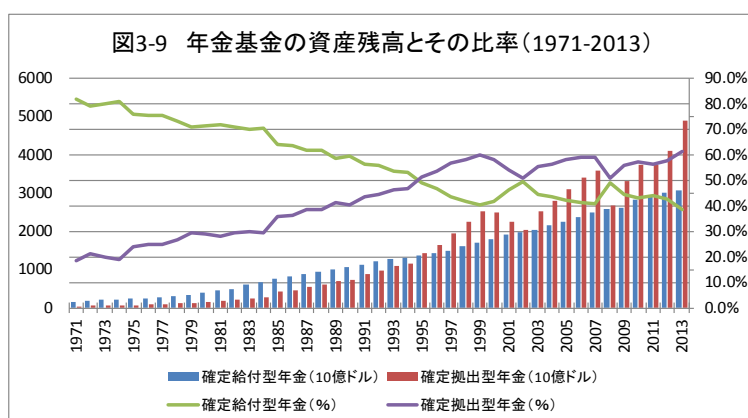
1975年以降、機関投資家の活動はさらに活発化して株式流通市場のさらなる機関化、すなわち金融システムの編成そのものが機関投資家に合わせて変化するようになっていった。その典型がNMS導入後の証券取引システムで、「機関化の進展という環境の下で、システムを改変する交渉力をもつ機関投資家の運用スタイルや執行戦略、これらの取引費用減少

<sup>12</sup> NMSは「市場間をコンピュータ・システムでリンクすることで投資家の注文の最良執行を実現しようとするもの」（三木，2000，61頁）である。



に対する各取引システムの有効性との相互作用の中で[金融革新が]進展して」(三木, 2000, 68 頁) いった。

また、ミューチュアルファンドの拡大が 1990 年代にさらに進むこととなる。それは 1978 年の内国歳入法の改正で、確定拠出型年金 (Defined Contribution Plan, DC 型) の一種である 401(k)プランが導入され、施行規則が採用された 1981 年以降、その利用が急速に拡大したためであった (EBRI, 2009, pp.79-80; 吉田, 2002, 213-215 頁)。1970 年代まではアメリカの企業年金は確定給付型年金 (Defined Benefit Plan, DB 型) を採用するものがほとんどであり、1971 年の段階で DB 型が 81.5%を占め、DC 型は 18.5%に過ぎなかった (図 3-9)。しかし、1980 年代、特に 1984 年以降に DC 型が急速に増加するようになり、1995 年には DB 型を上回るようになった。DC 型は資産運用の成績によって将来の受給額が決まる仕組みであるため、受給額が決まっている DB 型とは違い保有資産の総額が資産価格の変動によって刻々と変動する。そのため、2001 年の IT バブル崩壊や 2008 年のリーマン・ショックなどにより金融資産の価格が大幅に下落すると保有資産額が大きく減少するが、1990 年代後半には概ね年金資産の 60%を占めるようになった。2013 年末段階における年金資産は、DB 型 38.5%, DC 型 61.5%となっている。



出典: Flow of Funds Accounts, L.117.b, L.117.c, Board of Governors of the Federal Reserve System.

401(k)プランには様々な特徴があるが、機関投資家との関係では、プランに加入する従業員が拠出金の運用対象を自ら選択できる点があげられる。企業は従業員に複数の投資手段を提供しており、従業員はそこから運用方法を選択する。その際に多くの従業員によって選ばれたのがミューチュアルファンドであった。401(k)プランを含む DC 型年金の保有資産の内訳を見ると、1990 年代以降に急速にミューチュアルファンドの比率が高まったことが分かる (表 3-10)。1985 年には保有資産の 42%が株式によって占められ、ミューチュアルファンドは僅か 1.2%に過ぎなかった。しかし、1990 年代に入るとミューチュアルファンドの比率が拡大し、代わって現預金や国債・政府機関債の比率が低下した。2000 年代になると、さらに株式の比率も低下するようになり、2013 年には株式が 26%, ミューチュアルファンドが 50%と資産の半分がミューチュアルファンドに投資される状態となっている。

企業年金の資産の約 6 割が DC 型の保有になっていることと考え合わせると、このことは

1990年代以降、企業年金に関しては機関投資家としての独自性が低下してきており、それに代わってミューチュアルファンドが質的のみではなく、量的にも重要な機関投資家となってきたことを意味している<sup>13</sup>。

表3-10 確定拠出型年金の保有資産(1985-2013)

|      | 現金・預金 | 国債・政府<br>機関債 | 社債・外債 | 株式    | MF    | MMMF |      | 現金・預金 | 国債・政府<br>機関債 | 社債・外債 | 株式    | MF    | MMMF |
|------|-------|--------------|-------|-------|-------|------|------|-------|--------------|-------|-------|-------|------|
| 1985 | 8.7%  | 10.9%        | 4.5%  | 41.7% | 1.2%  | 2.1% | 2000 | 1.0%  | 3.6%         | 2.7%  | 35.9% | 36.0% | 3.3% |
| 1986 | 8.2%  | 7.4%         | 9.3%  | 37.3% | 1.5%  | 2.3% | 2001 | 1.0%  | 3.9%         | 3.0%  | 37.9% | 34.9% | 3.4% |
| 1987 | 4.8%  | 8.4%         | 7.5%  | 38.2% | 2.2%  | 2.3% | 2002 | 1.2%  | 4.7%         | 4.1%  | 33.0% | 36.5% | 4.1% |
| 1988 | 7.1%  | 7.6%         | 6.0%  | 36.1% | 2.8%  | 2.5% | 2003 | 1.0%  | 4.0%         | 3.2%  | 36.7% | 36.8% | 3.3% |
| 1989 | 8.5%  | 6.9%         | 5.5%  | 38.9% | 3.7%  | 2.5% | 2004 | 0.9%  | 3.8%         | 3.0%  | 37.4% | 37.4% | 3.0% |
| 1990 | 8.4%  | 6.9%         | 6.5%  | 36.3% | 4.6%  | 2.4% | 2005 | 0.8%  | 3.5%         | 2.9%  | 33.8% | 42.9% | 2.8% |
| 1991 | 7.0%  | 6.2%         | 6.2%  | 39.5% | 6.3%  | 2.1% | 2006 | 0.3%  | 2.1%         | 2.7%  | 29.5% | 45.1% | 2.6% |
| 1992 | 5.5%  | 5.8%         | 6.4%  | 40.6% | 8.4%  | 2.1% | 2007 | 0.3%  | 2.1%         | 2.7%  | 28.2% | 46.3% | 2.7% |
| 1993 | 4.0%  | 5.1%         | 6.9%  | 42.1% | 11.0% | 2.4% | 2008 | 0.4%  | 4.3%         | 3.9%  | 24.4% | 41.3% | 4.4% |
| 1994 | 3.2%  | 6.2%         | 5.7%  | 39.1% | 14.4% | 2.7% | 2009 | 0.3%  | 4.2%         | 2.8%  | 23.7% | 45.5% | 3.3% |
| 1995 | 2.6%  | 4.8%         | 4.3%  | 39.6% | 20.1% | 2.6% | 2010 | 0.3%  | 4.5%         | 3.1%  | 24.7% | 46.3% | 2.7% |
| 1996 | 2.0%  | 4.3%         | 3.8%  | 39.1% | 23.4% | 3.0% | 2011 | 0.4%  | 4.4%         | 3.1%  | 24.1% | 45.6% | 3.2% |
| 1997 | 1.4%  | 3.5%         | 3.6%  | 39.0% | 27.6% | 3.2% | 2012 | 0.3%  | 4.7%         | 2.4%  | 24.5% | 47.4% | 2.9% |
| 1998 | 1.8%  | 3.4%         | 3.4%  | 41.1% | 28.3% | 2.9% | 2013 | 0.3%  | 4.3%         | 1.9%  | 25.7% | 50.0% | 2.4% |
| 1999 | 0.9%  | 3.3%         | 3.1%  | 38.1% | 34.0% | 3.1% |      |       |              |       |       |       |      |

注)MF: ミューチュアルファンド

出典: Flow of Funds Accounts, L.117.b, L.117.c, Board of Governors of the Federal Reserve System.

一方、公務員年金については1980年代末に異なる動きが生じることとなる。すなわち、「株式市場の機関化」がさらに進み「株式運用過程の機関化」がはじまるのである。

1970年代以降、アメリカ経済の制度的な基盤が動揺し、実質経済成長の低下やインフレの高まりなど金融不安定性が再び現れる中で、1970年代末から1980年代末にかけて数多くの投機とその崩壊が生じた。その多くは収益性の悪化した商業銀行を中心としたものであったが、1980年代初頭から終わりにかけてのM&A (mergers and acquisitions) ブームは、「金融市場の機関化」と初期の資本主義経済の資金運用者化によってもたらされたものであった。なぜなら、この時のM&Aブームは機関投資家による「株式保有の機関化」と高利回りの証券に対する需要の増大、さらに投資銀行による機関投資家向け業務の拡大なくしてはなしえなかったからである。1980年代のアメリカの企業部門は、国際的な競争力を失っていた。そのため、経済再建のための選択と集中を中心としたリストラクチャリングのための法制度が整備され、リストラクチャリングが実施されていくこととなる。その過程でジャンクボンドの発行による巨額の資金調達を伴う敵対的株式公開買付け(敵対的TOB)やレバレッジド・バイ・アウト(LBO)が増大するようになる<sup>14</sup>。機関投資家は、保有する

<sup>13</sup> また、401(k)プランなどのDC型年金の拡充は、アメリカの家計によるミューチュアルファンド投資の裾野を広げる役割も果たしていた。直接・間接にミューチュアルファンドを保有する家計は1980年に5.7%だったが2009年には43%に達した。そのうちの78%が確定拠出年金としての保有する形であったため、確定拠出年金資産に占めるミューチュアルファンドの比率は、1990年の8%から2009年の51%に増大した。さらに62%の家計が退職金制度でミューチュアルファンドを初めて購入しており、家計が直接保有する契機となっていた(ICI, 2010, p.11, pp.80-81)。

<sup>14</sup> ジャンクボンドとは、格付け機関であるS&PでBBB, Moody'sでBaa未満の評価を受けた社債で、その特徴として信用が低い代わりにリターンが大きく、ハイリスク・ハイリターンな債券である。近年では、ハイイールド・ボンドと呼ばれるようになっている(Downes, et al., 2006)。

株式売却やLBOもしくはそのためのジャンクボンドへの投資などの形でブームの拡大を可能にしており、また投資銀行もそのアレンジを通じて証券を供給すると共に取引から多くの利益を得ていた。後者の投資銀行の活動については次章で見るとして、ここでは前者について、M&Aブームで機関投資家が果たした役割とその帰結を見ていく。

1980年代のM&Aブームでは多くの買収で、必要となる資金を買収先企業の資産やキャッシュフローを担保に負債で調達するLBOが用いられていた<sup>15</sup>。このLBOのファイナンスの際にしばしば利用されたのがジャンクボンドであった<sup>16</sup>。機関投資家はこのジャンクボンドの有力な投資家であった(表3-11)。1988年には発行済みジャンクボンドの時価総額は2000億ドルに達していたとされるが<sup>17</sup>、そのうちミューチュアルファンドが30%、保険会社が30%、年金基金が15%と、75%が主要な機関投資家によって保有されていたのである。機関投資家は、1989年のジャンクボンド市場の崩壊で多大な損失を出すこととなった。

表3-11 投資家別のジャンクボンド保有率(1986-1988, %)

|             | 1986 <sup>a</sup> | 1987 <sup>b</sup> | 1988 <sup>a</sup> |
|-------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| ミューチュアルファンド | 32%               | 25%               | 30%               |
| 保険会社        | 30%               | 31%               | 30%               |
| 年金基金        | 10%               | 10%               | 15%               |
| 個人          | 10%               | 10%               | 5%                |
| S&L         | 7%                | 6%                | 7%                |
| 外国投資家       | 3%                |                   | 9%                |
| 国内企業        | 3%                | 18%               | 3%                |
| 証券会社        | 1%                |                   | 1%                |
| その他         | 4%                |                   | 0%                |

注) a: ドレクセル調べ, b: NY連銀調べ  
出典: Gertler and Hubbard, 1989, Table5.

また、M&Aブームの過程では、コーポレート・レイダー(企業乗っ取り屋)による巨大企業への敵対的TOBなど、一部の投資家が企業価値を短期間に巨額の利益が得られるかどうかでしか評価せず、買収が企業価値を改善することに結び付かないどころか、活発な支配権の移転で企業を逆に疲弊させかねない事態になっていた。しかし、ミューチュアルファンドや企業年金の運用担当者は、「受益者の利益最大化に奉仕する受託者の責任として、高値のオファに応じて株を売却」(井出・神田, 2002, 34頁)していた。

このような敵対的TOBの盛行に対し、経営者側の採った対策は、州議会に企業買収防止法の制定を働きかけること、ポイズンピル条項に代表される買収防止手段を導入すること、敵対的TOBを仕掛けられた企業の要請でホワイトナイトの役回りを演じることであった。

それに対し、機関投資家側がとった行動が、株主行動主義だったとされる。株式運用を行う大規模投資家にとって、敵対的TOBが「焼き畑」的で必ずしも企業価値が改善しないどころか長期的には低迷する場合、それは投資の選択肢を狭め、結果的には受益者にとっての損失となる。そのため、公務員年金基金を筆頭とする「経営に影響力を与えることが

<sup>15</sup> 1988年の10億ドル以上の企業買収においてLBOは取引金額の56.7%を占めていた(中本, 1990, 64頁)。

<sup>16</sup> LBOの資金調達のために利用されたジャンクボンドは、1982年に3%だったものが、84年に20%、85年に50%、86年に53%、88年に43%となっている(前掲, 69頁)。

<sup>17</sup> 石原(1994), 125頁。

できる大規模投資家が、自己の利益を確保するために積極的に株主としての権利を行使せざる」(首藤, 2002, 66 頁)を得なくなったのである。また, より一般的には経営陣がポイズンピルを初めとした買収防衛策を導入し敵対的 TOB を防止することは結果的に非効率な経営に結び付く可能性があった。そのため, 1980 年代末に年金基金を中心とする機関投資家によってとられた株主行動は, 主に敵対的買収の防衛策の廃止や導入反対に関するものであった(井出・神田, 29-34 頁; 齋藤, 1997, 150 頁; 首藤, 2002, 65-66 頁)。

このように 1980 年代の M&A ブームでは, 「株式市場の機関化」の新たな段階, 「株式運用過程の機関化」だけでなく, 投資銀行による大機関投資家向けの金融商品の供給に見られるように, 資本主義経済の資金運用者化が生じ始めていた。ただ, この段階においては投資銀行によって機関投資家向けに供給・販売された金融商品が, 企業の将来価値を担保にした非投資適格の社債で, 投資適格ではないため投資できる機関投資家が限られていた上に, 供給も買収対象となる企業の数によって上限が画されていた。つまり, 資金運用者化のさらなる深化には, より多くの機関投資家が購入できる投資適格の資産を自由に供給できる仕組みが必要だったのである。それには, 証券化の拡大・進展が必要だった。

そのため, 第 4 章ではアメリカにおける証券化の拡大と深化がどのように進んだのか, さらに第 5 章で 1990 年代以降に形成された金融システムについて検討する。ここでは, その前にニューディール型銀行システムの限界とそこから導き出される改革の方向性についてみる。

### 3.4. ニューディール型銀行システムの終焉

1966 年以降のアメリカ経済の動揺, すなわち金融不安定性の再現とその下で進展した「株式流通市場の機関化」は, 金融機関が活動する市場環境を大きく変化させることとなった。アメリカにおける主要な金融機関の 1 つである投資銀行は, 第 5 章で見るとこのような変化にいち早く対応し, さらに自らも資金運用者化していった。それに対し, 厳格なニューディール型銀行システムの規制下にあった一方で, 保護によってそれまで相対的に優位な立場にあった商業銀行や貯蓄貸付組合は, 抜本的な規制体系の見直し抜きには対応することが難しかった。その典型が, グラス・スティーガル法で導入された預金金利上限規制や商業銀行と投資銀行の兼営を禁止する業際規制であった。

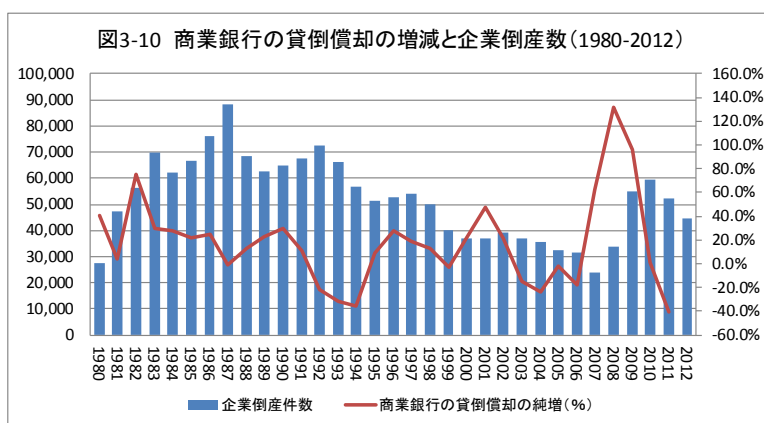
前者の預金金利上限規制は, 当初は商業銀行が過度の金利競争に陥ることを防ぎ, 預金金融機関を保護するためのものであったが, 1969 年以降のインフレが高進する中で預金が MMMF やミューチュアルファンドへ流出するディスインターミディエーション発生の原因となった。保護のための規制が銀行の資金調達を阻害し競争力を低下させる役割に変化したのである。そのため, 1970 年以降, 預金金利上限規制の緩和が始まり, 1980 年預金金融機関規制緩和・通貨統制法 (DIDMCA) で段階的な廃止が決定され, 最終的に 1983 年 10 月に完了した。また, 1978 年には商業銀行が MMMF に対抗するために, MMC (Money Market Certificate) が導入された(樋口, 2003, 50-52 頁)。

後者の業際規制については、「金融市場の機関化」が進展する中で商業銀行が生き残るには、グラス・スティーガル法の見直しを求め、機関投資家向けの投資銀行業務への再進出や自らも資金運用者化することで新たな収益源を確保することが必要だった。しかし、この動きが現実化するのには銀行危機が深刻化する 1980 年代末であった。

その間、商業銀行は 1970 年代以降、証券市場との競争に曝され、さらに 1980 年代に入ると財務状態の悪化した企業を救わざるを得なかったがために経営状態が悪化していくこととなった。そして、商業銀行の低下した収益性を回復させる試みは、自らを数多くの投機に関与させることとなった。

### 3.4.1. 投機的な金融活動の展開とその崩壊

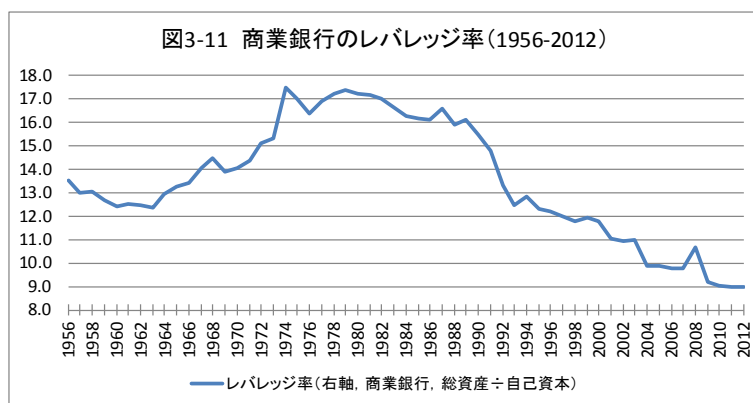
商業銀行の収益性は、1970 年代の段階で資金調達・運用の両面で証券市場、すなわち機関投資家との競争に曝されていたが、1980 年代になるとこれに加えて企業部門の経営状態の悪化に伴う長期資金の貸付が必要となった。アメリカの企業部門は、1980 年代に入ると高金利と収益力の低下により財務状態が悪化し、証券市場での資金調達が困難となった。そのため、長期の資金調達の代替手段として大手の銀行を中心に企業に対し貸出を行った。しかし、その後も企業の財務状態が好転しなかったため、企業倒産と銀行の貸倒償却が急増することとなる（図 3-10）。商業銀行の貸倒償却は、1981 年から 82 年の間に 75%増加し、企業倒産数も 1981 年から 82 年の間に 71.5%の上昇と急増した。こうして商業銀行は、1980 年代以降、低パフォーマンスもしくはノンパフォーマンスな貸出を抱え込み、貸し倒れ償却の増加による財務状態の悪化と、それによる銀行破綻の増加という状況に陥っていくのである（Wolfson, 1994, 邦訳 98 頁, 113-118 頁）。



出所: Bankruptcy Statistics, U.S. Bankruptcy Courts; Historical Statistics of Banking, Commercial Bank Reports, Federal Deposit Insurance Corporation.

商業銀行による収益性を回復させる試みは、1970 年代末以降の数多くの投機的な貸付に商業銀行が直接・間接に関与することに繋がった。代表的なものだけをあげても、1982 年のペン・スクウェア銀行破綻に代表されるエネルギー産業向け貸付の破綻、1982 年 8 月のメキシコの債務不履行に端を発する中南米債務危機、1980 年代末の商業用不動産向け貸付の破綻など数多くの投機とその破綻が引き起こされた。また、1970 年代以降の商業銀行は、

資金調達における金利の上昇と貸出における収益性の低下に直面しており、融資 1 件あたりの利鞘収入が低下していたと考えられる。そのような事態に対応する 1 つの方法として、短期金融手段を駆使して貸出を増加させることで利鞘の減少を貸出量の増加で補うことがあげられる。その結果、商業銀行の全資産を自己資本で割ったレバレッジ率は 1960 年代後半以降大きく上昇し、1970 年代から 1980 年代にかけて約 16 倍から 17 倍の高水準となっていた（図 3-11）。商業銀行がレバレッジを高めることは、それだけ少ない自己資本で貸出を支えることとなり、貸倒れの発生に対して脆弱となる。また、貸出が増加すれば、それだけ質の低い、投機的な貸出も増加する。そのため、このような商業銀行による収益性を回復させる試みは、多くの投機的な貸付を生み、1980 年代末にかけて銀行危機を多発させた。



出典: *Historical Statistics of Banking*, CB09, Federal Deposit Insurance Corporation.

その結果、ニューディール型銀行システムのセーフティネットである預金保険制度に大きな負担が掛かることとなった。特に 1980 年代には、2 次にあたる貯蓄貸付組合 (S&L) 危機が発生しており<sup>18</sup>、商業銀行の破綻も増加した。1984 年のコンチネンタル・イリノイ破綻の際には、事実上の国有化や一般債権の全額保護、大銀行への Too Big to Fail 政策が行われ、多額のコストがかかったことに批判が集中した。これら 2 次にあたる S&L 危機と大規模な銀行危機は、金融セーフティネットに多大な負担を生じさせ、機能不全に陥らせた。これはニューディール型銀行システムが 1 つの限界に達したことを意味していた。

ニューディール型銀行システムでは、当初、投機性のある投資銀行業務を分離し、真正手形原理に基づき貸付を短期の資金供給に集中することで、決済システムの安定性を維持できると考えられていた。しかし、その後の半世紀に渡る時間の経過は、そのような前提と基盤を切り崩した。「金融市場の機関化」が進展したことで商業銀行の競争上の優位は薄れ、収益性が低下した。

ニューディール型銀行システム下で、商業銀行は厳しい規制・監督に服しているだけでなく、預金保険制度などの保護のためのコストを負担している。そのため、規制体系外の金融機関が、類似の金融商品の提供を行えば自ずと商業銀行が不利になる。そして、収益性の低下を投機的な貸出を通じて補填しようと試みたことが、1980 年代の銀行危機の多発

<sup>18</sup> これらの商業銀行危機及び S&L 危機について、詳しくは Wolfson (1994) の第 2 部を参照。

に繋がったのである。このような問題を解決し、安定的な決済システムを再構築するには、商業銀行が過度のリスクエクスポージャーを積み上げることを制限する一方で、低下した競争力を取り戻し、収益性を高めることを可能にする大がかりな改革が必要だった。

その新たな金融システムの青写真を示したのが、1989年金融機関改革・救済及び執行法（FIRREA）の要請に応えたブレディ財務長官の報告書“Modernizing the Federal System”（財務省報告）であった。

#### 3.4.2. 新たな金融システムの構想と FDICIA の制定

1980年代末のS&L危機・銀行危機に対し、1989年金融機関改革・救済及び執行法（FIRREA）が制定されたが、その第1001条は、連邦預金保険制度に関して検討し、結果を連邦議会に報告するよう財務長官に求めている。その報告書が財務省報告であり、そこでは預金保険制度改革や預金金融機関の自己資本の充実などの健全性規制の問題のみならず、1994年リーグル・ニール州際銀行支店設置効率化法による地理的業務規制の緩和や、1999年のグラム・リーチ・ブライリー法によるグラス・ステイーガル法の改正、銀行持株会社（BHC）の子会社経由で従事が認められていなかった保険業務と20条子会社の制限を超えて証券業務への従事が可能になる「金融持株会社（FHC）」の導入などの構想が提案されていた（樋口，2003，56-61頁；林，2000，44-46頁）。それらのうち、最も緊急性の高い健全性規制の改革を法制化したものが1991年連邦保険公社改善法（FDICIA）であった。

FDICIAの主要な内容は、(1) 破綻処理における最少費用原則、(2) 早期是正措置の導入、(3) リスクベースの預金保険料率、(4) 預金保険基金の資本力の強化、(5) 健全性の観点からの検査の強化であった。銀行業務への影響が最も大きかったのが2点目の早期是正措置の導入で、銀行の自己資本比率を5段階に分けて、その値が一定の割合を割り込んだ場合には是正のための各種措置を実施するものだった（樋口，2003，56-58頁）<sup>19</sup>。早期是正措置は、自己資本の充実した銀行に新規業務進出の承認や第3点目の預金保険料の軽減といった特典を与え、自己資本の不足する銀行に早期是正措置によって総資産増大の禁止や預金保険料の割増などのペナルティを与えることで銀行の財務状態の健全化を推し進めようとするものだった。

これは、1970年代以降の銀行の高レバレッジ化が銀行破綻の増加の原因であり、銀行のリスクエクスポージャーの規制が必要だと判断された結果だった。商業銀行がレバレッジを高めれば、それだけ少ない自己資本で貸出を支えることになり、貸倒れに対して脆弱となる。このような銀行のリスクエクスポージャーの増大は、1980年代の初めに既に問題となっていた。そのため、自己資本比率を規制する動きを生み、1988年には第1次BIS規制（バーゼルI）が、1991年にはFDICIAによる早期是正措置が導入されたのである。

FDICIAの制定で、商業銀行はバーゼルIの定める8%以上を上回る10%以上に自己資本

---

<sup>19</sup> 早期是正措置では、銀行の自己資本比率を10%以上、8-10%、6-8%、6%未満、過小資本の5段階に分けていた。

比率を維持しなければならなくなった。これは自己資本比率の逆数であるレバレッジ率に関してもリスクウェイト付きで10倍以内に維持する必要があることを意味していた。その結果、銀行はレバレッジを高めない方法で利益を上げる必要が生じた。

その中で、特に商業銀行が強く志向したのが、機関投資家向けの投資銀行業務である証券化業務と傘下の子会社や事業体を設立し、自らも資金運用者として証券投資を拡大することであった。このことが1990年代以降におけるOTHモデルからOTDモデルへの転換もしくは「シャドバンキング（影の銀行）システム」の形成に繋がるのである。

## 参考文献

- Brill, Daniel H. with Ann P. Ulrey (1967) "The Roll of Financial Intermediaries," *Federal Reserve Bulletin*, January, pp.19-31.
- Downs, John; Goodman, Jordan Elliot. (2006) *Dictionary of Finance and Investment Terms*, Barron's, Hauppauge: N.Y..
- Employee Benefit Research Institute (2009) *Fundamentals of Employee Benefit Programs*, sixth Edition.
- Federal Reserve Bank of New York (1967) "Term Lending by New York City Banks in the 1960's," *Monthly Review*, October, pp.199-203.
- Gertler, Mark and R. Glenn Hubbard (1989) "Taxation, Corporate Capital Structure, and Financial Distress," NBER Working Paper Series, No.3202.
- Goldsmith, Raymond W. (1969) *Financial Structure and Development*, New Haven and London: Yale University Press.
- (1973) *Institutional Investors and Corporate Stock*, National Bureau of Economic Research, New York : Columbia University Press.
- International Financial Services London (2008) "IFSL Research Hedge Funds 2008".
- (2010) "IFSL Research Hedge Funds 2010".
- Investment Company Institute (2010) *Investment Company Fact Book*, 50th Edition.
- Kolodrubetz, Walter W. (1972) "Two Decades of Employee-Benefit Plans, 1950-70: A Review," *Social Security Bulletin*, Social Security Administration, Vol. 35 No. 4, pp.10-22.
- Minsky, Hyman P. (1986a) *Stabilizing an unstable economy*, New Haven: Yale University Press (吉野紀, 浅田統一郎, 内田和男訳『金融不安定性の経済学: 歴史・理論・政策』多賀出版, 1989年。)
- (1989) "Financial Crises and the Evolution of Capitalism: The Crash of '87," in Gottdiener, M. and Komminos, Nicos (ed.) *Capitalist development and crisis theory*, pp. 391-403, New York: St. Martin's Press.



- (1990) “Schumpeter: Finance and Evolution,” in Arnold Heertje and Mark Perlman(ed.) *Evolving Technology and Market Structure*, Ann Arbor: The University of Michigan Press.
  - (1993) “Schumpeter and Finance,” in Salvatore Biasco and Alessandro Roncaglia, Michele Salvati(ed.) *Market and institutions in economic development*, Basingstoke, Hampshire : Mcmillan Press.
  - (1996) “Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies.,” *Journal of Economic Issues*, Vol. 30 Issue 2, pp.357-368.
- Minsky, Hyman P. and Charles J. Whalen [1996-7] "Economic insecurity and the institutional prerequisites for successful capitalism.," *Journal of Post Keynesian Economics*, Winter96/97, Vol. 19 Issue 2, pp.155-170.
- Polakoff, Murray E. (1970) *Financial institutions and markets*, Boston : Houghton Mifflin.
- Wolfson, Martin H. (1994) *Financial crises : understanding of postwar U.S. experience*, M.E. Sharpe, Armonk, N.Y.. (野下保利・原田善教・浅田統一郎訳『金融恐慌』日本経済評論社, 1995年。)
- 秋山義則 (2002) 「アメリカ州・地方公務員年金の資産運用と企業ガバナンス」 渋谷博史・首藤恵・井村進哉『アメリカ型企業ガバナンス』東京大学出版会, 87-110頁。
- 阿部泰助 (1972) 「アメリカの私的年金制度」『信託』信託協会, 92号, 64-84頁。
- 石原定和 (1994) 「米国証券市場における大手機関投資家としての生保会社の動向」『国民経済雑誌』神戸大学経済経営学会, 第170巻3号, 103-128頁。
- 井出正介・神田安子 (2002) 「アメリカにおけるインベスター・アクティビズムの展開とカルパス」『証券アナリストジャーナル』日本証券アナリスト協会, 第40巻5号, 22-47頁。
- 井上 (1964) 「アメリカにみる機関投資家と大量売買」『証券』東京証券取引所, 176号, 44-55頁。
- 江尻行男 (1982) 「機関投資としてのアメリカ年金基金に関する一考察」『東北福祉大学紀要』東北福祉大学, 第7巻1号, 233-252頁。
- 小林和子 (1982) 「SEC 機関投資家調査の背景と影響」『証券研究』日本証券経済研究所, 66巻, 87-113頁。
- 斉藤達弘 (1997) 「アメリカの公的年金基金のアクティビズム」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第5巻, 143-155頁。
- 堺雄一 (1964) 「各国の保険監督制度と生保会社投資制限規定一上」『生命保険協会会報』第44巻2号, 52-61頁。
- 佐藤正昭・北井豊 (1970) 「最近の年金信託の動向」『信託』信託協会, 82号, 156-170頁。
- 首藤恵 (2002) 「アングロアメリカン型企業ガバナンスと機関投資家の役割」 渋谷博史・首藤恵・井村進哉『アメリカ型企業ガバナンス』東京大学出版会, 51-85頁。
- 高木仁 (2006) 『アメリカの金融制度 改訂版』, 東洋経済新報社。

- 中本悟（1990）「1980年代アメリカにおける企業合併・買収運動」『季刊経済研究』大阪市立大学，第13巻2号，54-82頁。
- 西川純子・松井和夫（1989）『アメリカ金融史』有斐閣。
- 林宏美（2000）「米国の金融制度改革法の論議」『知的資産創造』野村総合研究所，第8巻3号，36-47頁。
- 樋口修（2003）「米国における金融・資本市場改革の展開」『レファレンス』，平成13年12月号，国立国会図書館調査及び立法考査局調査企画課。
- 北條裕雄（1986）「戦後アメリカの投資会社」『証券資料』日本証券経済研究所，93号，95-139頁。
- （1990a）「連邦証券金融規制の展開過程(1946～65年)-上-」『証券経済』日本証券経済研究所大阪研究所，172号，68-154頁。
- （1992）『現代アメリカ資本市場論』同文館。
- 星野良樹（1967）「アメリカ生命保険会社の投資行動」『国民経済雑誌』神戸大学経済経営学会，第116巻5号，32-49頁。
- 堀切民喜（1969）「成長経済下における米国の金融機構」『信託』信託協会，78号，95-106頁。
- 松谷勉（1962）「戦後アメリカに於ける機関投資家の株式投資について—2（完）—」『関西大学商学論集』関西大学商学会，6巻3・4号，224-247頁。
- 三木まり（2000）「米国証券市場における機関化の進展と取引システムの変化」『経営研究』大阪市立大学，第51巻2号，53-74頁。
- 吉田健三（2002）「アメリカ年金政策における401(k)成立の意義」『社会政策学会誌』社会政策学会，第7号，209-230頁。

## 第4章 アメリカにおける証券化の深化と投機化

アメリカにおける証券化 (Securitization) は、1970年に政府抵当金庫 (GNMA) によって発行されたモーゲージ担保証券 (パス・スルー証券) がその原型となっている。ただ、証券化が持つ本来の性格を知るためには、証券化がどのような歴史的脈絡の中から生じてきたものであるのかを理解する必要がある。突き詰めていけば、アメリカにおける証券化は、政策的にモーゲージの流通市場を作り出そうとする試みの上に築かれたものである。そのため、アメリカにおける証券化の進展は、流動性のない金融資産を売買可能にするために、一定の投資家層を備えた流通市場を人為的に作り出す公的支援と規制緩和の歴史だった。ただ、証券化は次第に単なる住宅モーゲージの流動化策から投資家とりわけ機関投資家のための金融商品の供給へと変化していくこととなる。その過程で、機関投資家の求める高い格付けを得られるよう信用リスクを軽減もしくはコントロールする「仕組み (Structure)」が必要となった。こうして、住宅モーゲージの流動化策であった証券化は投資のための「仕組み金融 (Structured Finance)」へと深化していくのである。

### 4.1. アメリカにおける住宅金融

#### 4.1.1. 公的金融プログラムの形成と発展

証券化の祖となるモーゲージ制度は、独立戦争後の時期にその萌芽が見られる。住宅取崩者 (債務者) が債権者に対し交付する約束手形、契約証書、保険証書などの総称であるモーゲージは、第三者への譲渡が可能であり、有価証券に近い性格を持つという特徴を有していた。そのため、南北戦争後の1870年代から1900年代には、モーゲージ金融はモーゲージ・カンパニーが中心となって貸し出した単一家族向け住宅モーゲージを生命保険会社などの機関投資家や裕福な個人に転売する形で行われていた。ただ、モーゲージ・カンパニーによるモーゲージ金融は、あくまで転売を前提とした「つなぎ融資」を行うものに過ぎず、長期的な安定的な資金供給を行うものではないという問題が存在していた。そのため、イギリスの建築組合 (building society) を移植した貯蓄貸付組合 (S&L) がその役割を担うこととなり、協同組合形態による相互扶助組織として出資者に対し順次貸付を行う形で長期的な資金供給を行った (井村, 2002, 25-36頁)。

しかし、住宅モーゲージは、個人への貸付として見た場合、額が大きく、債務不履行の可能性と元本・利子の回収の不確実性から民間の貸し手にとって極めてリスクの高い貸付だった。そのため、大恐慌以前には住宅モーゲージは満期が3~5年で、被担保債権対資産価値比率 (LTV) は60%以下、期間中は利子のみを支払い満期時に元本を全額償還する「バルーン・モーゲージ」もしくは「バルーン・ノート」方式が採用されていた。ゆえに、借り手の多くは満期時に借換えが必要だった (青木, 2001, 7-9頁)。しかし、大恐慌で債務不履行が増加すると同時に、金融機関が借り換えに応じないという事態が生じ、住宅モーゲージ市場が機能停止することとなった。

このような事態に対処するために種々の政策がとられたが、とりわけ重要だったのが全

国住宅法（National Housing Act of 1934）によって設立された連邦住宅庁（FHA）による住宅モーゲージへの信用保証制度と 1938 年に設立された連邦抵当金庫（FNMA）によるモーゲージ流動化の促進（二次市場の育成）だった<sup>1</sup>。FHAは、「長期かつ完全償還型の住宅モーゲージ貸付が比較的低い頭金の支払いでなされるよう誘導する」（青木，2001，8-9 頁）ために、一定の条件に適合する住宅モーゲージに対し債務保証を与えた<sup>2</sup>。それにより、住宅モーゲージは従来からの借換えを前提とし多額の頭金を必要とした短期の貸付から、完全償却を前提により少ない頭金で平均 20 年に及ぶ長期の固定利率の貸付に誘導されることとなった（前掲 9-10 頁）。

ただ、FHA の信用保証制度の導入と長期・固定利率貸付への誘導は、貸付資金の固定化を引き起こした。特に当時、モーゲージ市場は機能停止状態で住宅関連事業の資金調達は困難な状況にあり、主に住宅金融を担当していた S&L（貯蓄貸付組合）が中央銀行である FHL Bank から借入や割引を受けてまで貸出を増やすインセンティブはなかった。また、アメリカにおいて住宅金融を主に担当していた S&L は州際業務が禁じられていたことからコミュニティ内部での資金の吸収と貸付が基本であり、資金需給に不均衡が生じていた。つまり、資金的余剰のある東部諸州と住宅建設の盛んな西部・南部諸州の資金不足という、資金の地域的な偏在が存在していたのである。

そのため、FHA 保証の付いた住宅モーゲージを流動化し、さらに資金余剰の地域から資金不足の地域に資金を流入させる手段が必要だった。そこで、1938 年に「新規住宅や住宅プロジェクトをカバーする FHA 付保モーゲージの売買市場を確立すること」（同 55 頁）を目的として FNMA（連邦抵当金庫）が設立され、投資家が買い取ったモーゲージ債権を再売却する道を開いたのである。『民間の二次市場（private secondary market）を創設』し、住宅モーゲージに流動性（liquidity）を付与」（青木，2001，11 頁）する政策は、このようにしてスタートしたのである。

#### 4.1.2. 第 2 次世界大戦後における公的金融プログラムの拡大と行き詰まり

このような公的金融プログラムによる住宅金融の促進と住宅モーゲージの流動化は、第 2 次世界大戦後にさらなる発展を遂げることとなる。1948 年には、退役軍人省（VA）の保証付きのモーゲージが FNMA のオペレーションの対象に加えられ、さらに 1949 年住宅法（Housing Act of 1949）の下、FNMA は「住宅モーゲージ市場の流動性を高め、住宅市場に民間資金を最大限誘導するような第 2 市場を確保する」（井村，2002，63 頁）という積極的な役割を与えられるようになる。FNMA のモーゲージに対するリファイナンスは、市場金利上昇時において利回りの低下するモーゲージを買い取ることで投資家および金融機

<sup>1</sup> ニューディール期における住宅政策に関して、詳しくは井村（2002）の 39-45 頁を参照。

<sup>2</sup> FHA の債務保証の対象となる住宅モーゲージには、（1）1 万 6000 ドル以内であること、（2）LTV が 80% 以内であること、（3）満期が 20 年以内であること、（4）利子率は被担保債権の残存額の 5%（特例として 6%）を超えないことが条件として定められていた（前掲 9-10 頁）。

関の金利リスクを負担する役割を果たしていたのである。

このような形で、1950年代に住宅ブームが本格化する中で公的金融プログラムが拡大していくこととなったが、1960年代半ば以降に行き詰まることとなる。それは、直接のモーゲージの貸し手であり、その大規模な保有者でもあったS&Lを中心とする貯蓄金融機関が、預金金利上限規制とインフレ進行に伴う高金利の直撃を受けたためだった。S&Lはニューディール型銀行システム下では、預金金利上限規制の対象となっていなかったが、戦後、業務の拡大と多角化を指向し、商業銀行との間で競争が激化することとなった。預金金融機関の間での競争激化は、規制のイコールフットイングが必要であるという認識を生み、1966年に金利規制法（Interest Rate Control Act）で、商業銀行の預金金利上限より0.75%～1.00%高い値ではあるが貯蓄金融機関にも預金金利上限規制が導入された。しかし、このことが1966年代以降の高金利の時期に、貯蓄金融機関の経営に深刻な打撃を与えた。商業銀行と同じく、市場金利が上昇する局面で預金金利が市場金利を下回りディスインターミディエーションが発生したのである。貯蓄金融機関は、税制優遇により住宅モーゲージの運用比率が極めて高い状態だった。住宅モーゲージは、一般的にモーゲージを貸し出した際の市況を元に固定金利で貸し出される。そのため、貸し手の貯蓄金融機関が受け取る利子は貸出時に固定される。それに対し、貯蓄金融機関の負債である貯蓄預金は、短期金利が反映される。つまり、貯蓄金融機関のモーゲージ貸付業務は典型的な「短期借りの長期貸し」の状態であり<sup>3</sup>、期間構造のミスマッチによる逆鞘を引き起こす構造を持っていたのである。そのため、1970年代後半にかけての高金利時代には逆鞘にすら陥った（井村、2002、82-101頁；青木、2001、24-25頁）。このような事態に対し、とられた対策が「証券化（セキュライゼーション）」だったのである。

## 4.2. 政府関連企業体による住宅モーゲージ証券化の開始

### 4.2.1. MBSの発行開始

住宅金融の行き詰まりに対して連邦政府が取った方策は、FHL Bankによる流動性供給に加えて、「貯蓄金融機関などの民間金融機関が保有するモーゲージ・プールを基にして、新種の証券であるモーゲージ担保証券を発行し、これに政府機関が期限通りの元利支払保証」（井村、2002、104頁）を与えるというもので、GNMA（政府抵当金庫）に対しては1968年住宅都市開発法で、FHLMC（連邦住宅貸付抵当公社）とFNMAに対しては1970年緊急住宅金融法でその発行権限が与えられた。

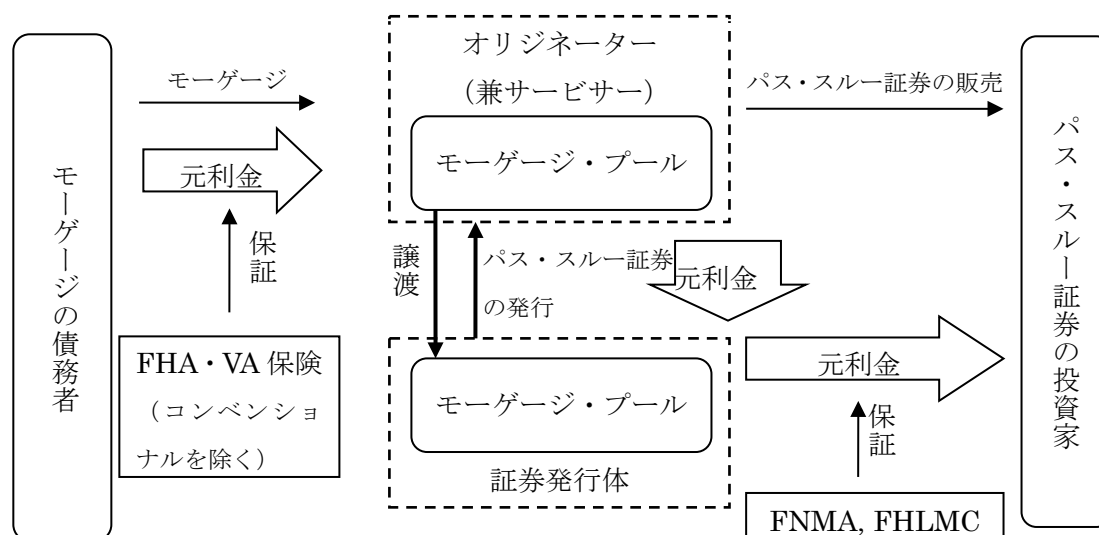
証券化は当初、FNMA、GNMA、FHLMCの政府法人とGSE（Government sponsored enterprises）による元利支払への保証を付与した形でスタートした<sup>4</sup>。これらのGSEはモー

<sup>3</sup> 貯蓄貸付組合のモーゲージ貸付は全資産の約85%に及び、その貸付期間は25年から30年間である。また、負債に関しても満期が1年以下の小口預金が約85%を占めていた（井村、2002、95頁）。

<sup>4</sup> FNMAは1968年住宅都市開発法で民営化され、それまでFNMAが担ってきた特別支援機能と既に保有するモーゲージの管理・精算機能を引き継ぐ期間として政府抵当金庫

ゲージ・オペレーションの権限と共に、新たに流動化のための民間金融機関が発行した証券に元利支払に関する保証を与える権限が与えられていた。一般にこれらをモーゲージ担保証券（MBS）と呼ぶが、それぞれの機関で名称やその元利保証の内容が若干異なっている<sup>5</sup>。

図 4-1 MBS 発行の仕組み



出所：日本資産流動化研究所，1995；飯村，2002；松井，1986を参考に筆者作成。

GSE の発行する MBS の基本的な構造は次のような仕組みとなっている（図 4-1）。まず、(1) オリジネーターの保有するモーゲージでプールを形成し、それを証券化の発行体に譲渡売却する。次に (2) 発行体はモーゲージ・プールを裏付けとして債務証券もしくは信託証券の形態で受益証券を発行して投資家に販売する。(3) モーゲージの借り手からの毎月の元利金はサービサーと呼ばれる回収会社により回収される。多くの場合モーゲージのオリジネーターがその役割を負って手数料収入を得る。そして、(4) 元利金は証券の発行体に集められ、投資家に対し受益権の比率に応じて分配（償還）される。この元利金の分配の際、回収された元利金そのまま投資家に渡される＝パス・スルーされることから、これらの受益証券をパス・スルー型と呼ぶ。この FHA・VA 保証を付与された住宅モーゲージを証券化した GNMA や FNMA の MBS には、FHA 保険・VA 保証に加えて、GSE による期

(GNMA) が住宅都市開発省 (HUD) 内に設立された。さらに、1970 年金融住宅法で FHA・VA 保証の付与されない住宅モーゲージであるコンベンショナル・モーゲージ市場を専門に扱う GSE として連邦住宅貸付抵当公社 (FHLMC) が設立された (青木, 2001, 27-36 頁)。  
<sup>5</sup> GNMA の GNMA パス・スルーの場合、保証は元利の期限通りの支払いとなる。FHLMC の PC (融資参加証) の場合、保証は期限通りの利子払いと最終的な元本の完全な支払いとなる。FNMA の MBS の場合、保証は元利の完全かつ期限通りの支払いとなる (井村, 2002, 118 頁；松井, 1986, 26-27 頁)。

限通りの元利払いの保証が与えられることから証券の支払いに対して 2 重の保証が与えられていた。

これらGSEによるパス・スルー証券の発行が証券化に果たした役割は極めて大きい。1970年から83年までの14年間で貸し出されたFHA・VA保証付きモーゲージのうち55%がGNMAパス・スルーに組み込まれ、コンベンショナル・モーゲージについても34.1%がFHLMCのPCとして、10.7%がFNMAのMBSとして証券化された（井村，2002，122頁）。また，流通市場形成という意味でもGNMAパス・スルーの利子率は，1970年の当初，財務省短期証券（TB）の利子率に対し+400bpだったが，1981年には+70～90bpまで縮小した<sup>6</sup>。最も流動性の高い資産であるTBとのスプレッドが縮小することは，その資産が高い流動性と安全性を持っていることを示している。つまり，GSEによるパス・スルー証券の発行が住宅モーゲージの本格的な流通市場の成立を可能にしたのである。

このようにアメリカの住宅モーゲージの証券化では，公的金融プログラムが主導的な役割を果たして来ており，GSEによる証券化はFHA・VAによる保証に加えて，GSEが元利支払保証を与えることで成り立つ極めて重層的な構造を持っている。すなわち，アメリカにおける証券化は多数の公的支援を政策的に導入することで初めて実現したものである。

#### 4.2.1. 証券化商品発行円滑化のための規制緩和の進展

これまで見てきたように，債権の証券化の進展には政策面での公的な援助と規制緩和が欠かせなかった。このような政策上の施策は公的金融プログラムだけではなかった。1970年代以降に進められた証券化の進展に関わる規制緩和は大きく分けて次の2点についてであった。第1に証券化商品の発行円滑化のための規制緩和であり，第2に商業銀行の証券化関連事業に対する規制緩和である。

第1の点については，第2章（2.2.1.A）のニューディール期の金融規制改革でも見たように，証券の公募発行には1933年証券法による登録届出が必要だった。これは住宅モーゲージを証券化したMBSにも当然あてはまるものであり，証券化を進展させ流通市場を發展させるためには，この規制を緩和して円滑に証券が発行できるようにする必要があった。そこでまず，1975年に米議会は，高度な投資家に対し販売される連邦・州監督下の貯蓄金融機関と銀行が証券化したMBSとHUD長官の承認を受け高度な投資家に販売されるMBSを登録義務の例外扱いとすることとした（日本資産流動化研究所，1994，10頁；パーベル，1989，151頁）。さらに，1982年3月にSECによるルール415，「一括登録制度（Shelf Registration）」の導入が決定され，SECに対し2年以内に発行の予想される金額・発行方法・引受業者などを事前に届出書として登録しておけば，その枠内で機動的な発行が可能になった（松井・西川，1989，357頁）。1983年には，民間発行のパス・スルー証券にも一括登録が認められ，

<sup>6</sup> 日本興業銀行ニューヨーク支店へのインタビューから（日本資産流動化研究所，1994，35頁）。

登録するモーゲージ・プールの情報も「一般的で包括的な説明」で問題ないとされ、発行後の情報開示についても社債より簡素化・弾力化されたものとなった（井村，2002，139-140頁）。

第2の点については、住宅モーゲージの証券化の進展について、これまで主にS&Lなどの貯蓄金融機関の動向を見てきたが、商業銀行もまた証券化の対象となる資産の大規模な貸し手であり債権の保有者であった。しかし、証券化商品の「引き受け（underwriting）」と「ディーリング」は基本的に投資銀行業務に当たるため、グラス・スティーガル法で禁じられていた。証券化の進展には商業銀行の証券化関連業務への規制緩和が必要であり、また商業銀行の従来業務からみても証券化はその延長線上にあることからその緩和が要請されることとなる。そのため、商業銀行は直接、証券化商品の引き受けとディーリングができるよう規制緩和を求め、1987年以降に実現していくこととなる。この点については、新たな金融システムの形成とも関わるため、第5章で詳しく論じる。

このように住宅モーゲージを証券化し、発行を円滑に進めるには、公的金融プログラムに加え、発行に関わる多くの規制を緩和する必要があったのである。ただ、それでも証券化を円滑に進めて行くには障害が存在した。それが期限前償還リスクの存在であった。その解決のために仕組み性を取り入れたことが、証券化が単なる住宅モーゲージの流動化策から投資家の需要に合致した金融商品の生産へと変化する第一歩となるのである。

### 4.3. 証券化（Securitization）から仕組み金融（Structured Finance）へ

#### 4.3.1. 期限前償還リスクとCMO

1970年代から80年代にかけてGSEを中心としたMBSの発行が進められてきたが、このパス・スルー証券には、「期限前償還リスク」という大きな問題が存在していた。住宅モーゲージは、典型的には返済期限が30年の固定金利払いのローンである。そのため、住宅モーゲージを裏付けに発行されたパス・スルー証券の保有に対する投資家のインセンティブは市場金利の上昇期に低下し、低下期に上昇することとなる。しかし、住宅モーゲージの借り手には市場金利が低下するときに住宅ローンを借り換えて利払い費を節約するインセンティブが働く。そのため、住宅ローンの借り換えが行われ、パス・スルー証券に組み込まれていた住宅モーゲージは期限を待たず償還されてしまうのである<sup>7</sup>。

期限前償還が発生すると、投資家は本来の投資計画を修正せざるを得なくなってしまう。投資家は金利低下時には、パス・スルー証券の利回りが魅力的となるため、なるべく長い期間保有したいと考えるが、期限前償還によりキャッシュフローが増加してしまう。その場合、新たなキャッシュフローの運用先を探さなければならないが、金利が低下する中で従前の証券に匹敵する利回りを得ようとすればリスクが高まり、低リスクの運用を行おうとすれば利回りが低下するというジレンマに陥ってしまうのである（逆に金利の上昇時に

---

<sup>7</sup> 実際、GNMAパス・スルーは満期を12年と想定していたが、実際の満期と最終利回りは確定できないという問題があった（松井，1986，33-34頁）。

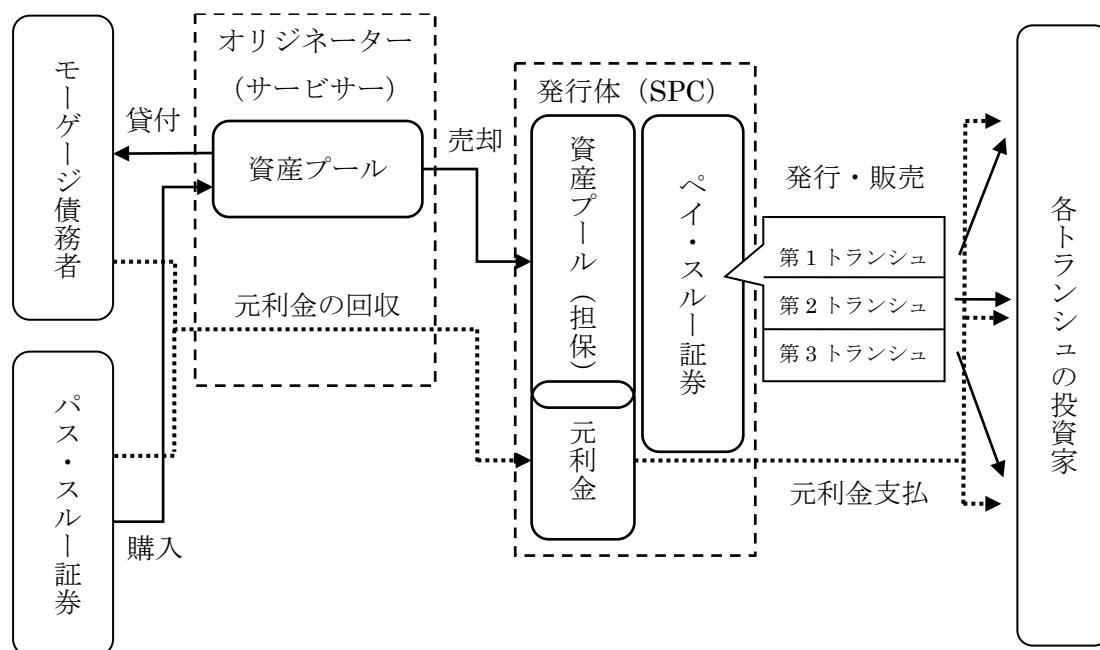


より有利な金融商品に投資を行いたいと考えるが、期限前償還が減少することで新たな投資に用いることのできるキャッシュフローが減少してしまう)。実際、1970年代末の急激な金利上昇の後、1982年以降に今度は急激な金利低下が引き起こされたことで、このような事態が生じたのである。こうしたパス・スルー証券の特性は、証券化市場を拡大していく上での障害になる。この問題をクリアするためには、元利払いのキャッシュフローをコントロールし、満期と最終利回りをある程度確定させた証券化の仕組みを作り出す必要があった。

それを可能にしたのが、ペイ・スルー型の証券である1983年に発行が開始されたCMO (Collateralized Mortgage Obligation) とその発行体を税制上非課税とする1986年の税制改正だった。

CMOには大きく分けて以下のような3つの特徴がある(図4-2)。まず、(1)「優先劣後構造」と「超過担保」を有し、異なる償還期間、利回り、元利金の支払いを行う複数のトランシュ(=証券のクラス)が発行されること、次に(2)CMOの裏付け資産のほとんどが住宅モーゲージではなくMBSであること、そして、(3)発行体が課税上において実存しない物=「導管(conduit)」として扱われず、税制上で非課税にならないことである。

図4-2 CMOの仕組み



出所：日本資産流動化研究所，1995，1997；井村，2002を参考に筆者作成。

第1に、償還期間の不確実性が投資家の投資意欲を削いでいたという問題に対応するため、発行する証券の償還期間を短期のものから長期のものまで複数の証券クラス(トランシュ)で発行した(図4-2)。パス・スルー型がいわば同一の償還期間、利回り、元利金払

いの単一のトランシュであるのに対し、CMOは毎月の元利払いのキャッシュフローを発行体にプールし、支払いは利子に関しては正規クラスの全トランシュに支払われるが、元本部分と期限前償還に関しては、まず優先度の高いトランシュ（シニア）に全て支払が行われ、それが終わるとより劣後するトランシュ（メザニン）へと支払われていく「優先劣後構造」を有していた<sup>8</sup>。また、裏付けとなる資産プールの額面が発行される証券の額面を上回る「超過担保」を採用し、毎月の債務者からの元利金払いを投資家へ支払うまで短期運用することから残余収入が発生する。それを受け取るトランシュとして残余クラス（エクイティ）が存在する（パーベル、1989、51頁）。

第2に、CMOの裏付け資産は住宅モーゲージではなく、MBSが中心である。パーベルによれば、1983年から87年に発行されたCMOのうち、「未証券化モーゲージ」を裏付けとするものは9.3%に過ぎない。それに対し、パス・スルー証券を裏付けとするCMOの比率は実に89.2%、さらに両者を裏付けとするCMOが1.5%あることを考慮すると、発行されるCMOの実に90%以上がパス・スルー証券を裏付けとして発行されているのである（前掲53頁）。このような既存の証券化商品を裏付けに、新たな証券化商品を発行する構造は、後述するABSやMBSを裏付けとしたStructured Finance CDO（Collateralized Debt Obligation）へ引き継がれていくこととなる。CMOやCDOに共通する点は、既存の証券化商品を作り替えることで、投資家の需要に見合う商品を作り出すことにある。

第3に、第2章（2.1.1.B）で論じた1940年投資会社法でSECへ登録した投資会社が規制投資会社（RIC）として非課税となる仕組み（サブチャプターM）を証券化の発行体にも適用するかが問題となった。証券化を行う上で証券の発行体が非課税扱いになるのは非常に重要なポイントであった。なぜなら、税法上で発行体が事業会社と認識されてしまうと、発行体が受け取る元利金に対し課税が行われてしまう「二重課税」に陥ってしまうからである。パス・スルー証券では、一般に信託形式（グラランター・トラスト）を用いて発行体を課税上実在しない物＝「導管」とすることで二重課税の問題を回避してきた。しかし、ペイ・スルー証券は、「受益権が複層化された投資信託を租税法上の信託として扱わない」（林、2001、219頁）とするシアーズ・レギュレーションが1984年に導入されたため、信託として認められなかった<sup>9</sup>。二重課税を避ける方法も存在したが、その場合は親会社に会計上連結されるためオフバランス化ができないという問題があった。オフバランス化（真正譲渡）ができなければ、証券化した資産（原債権）を保有していた銀行が破綻した場合

---

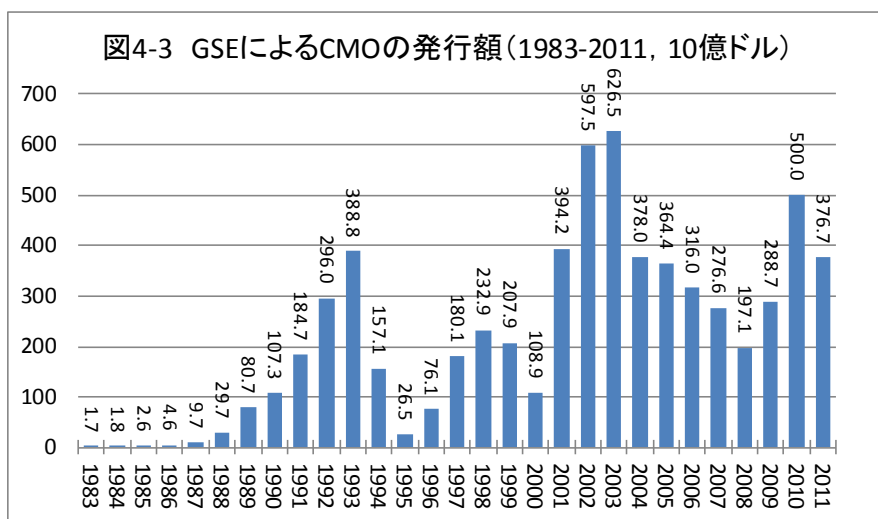
<sup>8</sup> 最初に発行されたCMOでは、第1トランシュの償還が最も早く5年以内、第2トランシュが12年以内、第3トランシュが20年以内という構造となっていた（パーベル、1989、51頁）。

<sup>9</sup> 林（2001）の本文ではシアーズ・レギュレーションの導入は、1986年と書かれているが、脚注69にもあるように、規則の改正は1984年に有効になっている。シアーズ・レギュレーションには、複数の償還期間、利回り、元利金を持つトランシュを発行することで「所得を恣意的に配分し、課税の繰延や回避が可能になる」（前掲、221頁）のを防ぐという目的があった。

に債権者に資産を差し押さえられる危険がある。このような問題に対し、1986年のレーガン税制改革において導入されたのが不動産モーゲージ投資媒介体（REMIC）であった。REMICが導入されたことでペイ・スルー型の発行体もサブチャプターMに該当することとなり、導管としての扱いを受けられるようになり、発行体への課税の回避とオフバランス化が両立可能になったのである。

このREMICの導入による規制の緩和は、証券化を進展させる上で重要な役割を果たした。CMOの発行高は、GSEによるCMO発行額で見てもREMICの導入された1987年以降、顕著な伸びを示している。1986年の発行額は46億ドルに過ぎなかったが、翌87年には97億ドル、88年には297億ドルと急速に増大しているのである（図4-3）。また、CMOはその多くが民間発行で、1983年から87年の間の発行のうち実に60%近くが民間によるものだった（表4-1）。

CMOの発行とREMICの導入は、民間ベースの証券化商品の発行と派生型の新たな証券化商品を生み出すことに寄与した。これらのことは投資家の需要に合致した証券を発行することでモーゲージの証券化市場を拡大し、証券の流動市場を形成する上で重要な役割を果たしたと考えられる。これらの公的金融プログラムによる政策的な保護の下での証券化の進展は、証券の発行者にノウハウの蓄積を可能にし、公的な保証を用いないモーゲージ以外の金融資産を裏付けとした資産担保証券（ABS）の発行など証券化の境界線を押し広げていく契機になっていた。



出所: US Agency Mortgage-Backed Securities Issuance and Outstanding, SIFMAより作成。

表 4-1 CMO の発行者 (1983~1987)

| 発行者      | 発行額 (ドル)     | シェア (%) |
|----------|--------------|---------|
| 民間証券発行体* | 963 億 2900 万 | 58.4    |
| 連邦機関     | 349 億 8400 万 | 21.3    |
| 住宅建設会社   | 234 億 3000 万 | 14.2    |
| 貯蓄金融機関   | 95 億 5200 万  | 5.8     |
| その他      | 6 億 6000 万   | 0.4     |

\*民間貯蓄金融機関の発行体を含む

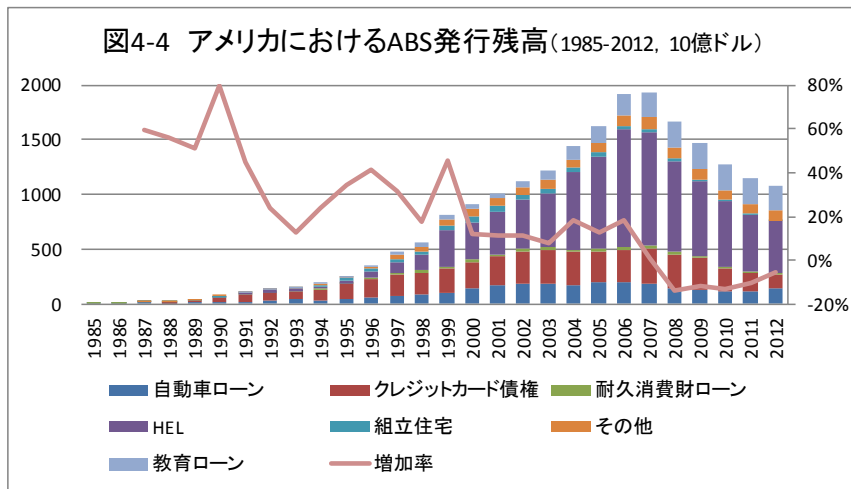
出典：パーベル，1989，52 頁。

原典：FHLMC 資料

#### 4.3.2. ABS の発行と「仕組み金融」

1980 年代におけるさらなる証券化の進展として、モーゲージ以外の金融資産を裏付けとして証券を発行する資産担保証券 (Asset-backed Securities; ABS) の発行開始があげられる。最初の ABS は、1985 年 3 月にスペリー社のコンピュータ・リース債権を裏付けとして発行されたペイ・スルー証券であった。この他にも自動車ローン (1985 年) やクレジットカード債権 (1987 年)、移動住宅ローン (1987 年) などが当初の 1985 年から 87 年頃までの時期に証券化の対象とされていた (パーベル，1989，5-6 頁)。その後、1989 年頃からホームエクイティローン (HEL) やマニユファクチャード・ホーム・ローンの証券化が増加し、重要な地位を占めるようになっていく。この他にもレクリエーション・ビークル・ローンやボートローン、学生ローンなどが証券化の対象となっていた (日本資産流動化研究所，1996，2 頁)。

これらの金融資産の証券化商品の発行量は、極めて速い速度での増加を示し、1987 年から 1999 年まで年平均 40% の伸びを示している (図 4-4)。また、1995 年までは、主に自動車ローンとクレジットカード債権が証券化の対象となっており、両者の占める割合が 7 割を超え、1980 年代末から 1990 年代半ばにかけて ABS の発行はこの 2 つの分野を中心に展開することとなった。発行額も 1985 年に 12 億ドルに過ぎなかったものが 1995 年には 2555 億ドルと急増した。ただ、ABS 発行が本格化するの HEL の証券化が大規模に進められる 2000 年代に入ってからだ。ABS 発行残高に占める HEL の割合は 2006 年には 56% (1 兆 850 億ドル) に達しており、ABS の年間発行総額も 1 兆 9200 億ドルと桁違いに大きくなっている。



出所: US ABS Issuance and Outstanding, SIFMAより作成。

ABS 発行の基本的な発想は、「資金調達コストの低減」(若杉, 1995, 19 頁)にあるとされる。アメリカの企業部門では資金調達の多くを社債で行っている。その調達費用は、収益力やキャッシュフロー獲得能力などの指標を元に社債が債務不履行に陥るリスク(信用リスク)を格付機関が精査し、その結果与えられる格付を反映する利子率となる。そのため、高い安全性を持つと判断され高格付の得られる企業の資金調達費用は低く、安全性が低いと判断され高格付を得られない企業の資金調達費用は高くなる。しかし、企業の格付は企業総体としての信用リスクを見る物であり、企業の保有する個々の金融資産の信用リスクとは異なる。そこで、企業の保有する優良な金融資産をプールにして企業本体から分離し、それを裏付けとして証券を発行する。その際にリスクをコントロールして高い格付を得られるような「仕組み(structure)」を作り出せば、資金調達費用を低減できる。これが ABS の基本的な発想である。

そもそも、暗黙の政府保証がある機関から元利支払保証がつく GSE や GNMA 発行の証券化商品と異なり、民間発行の ABS や MBS では各種のリスクに対応する必要がある。証券化には、大きく分けて次の 5 つのリスクが存在している。(1) 原債権が債務不履行となり元利が支払われなくなる「信用リスク」、(2) 市場の変動に伴い利鞘の縮小や資産価値の減少が引き起こされる「市場リスク」、(3) 一時的な流動性不足などの信用リスク以外の理由により発行体から投資家へ元利金の支払いができなくなる「流動性リスク」、(4) 事務処理上の事故により元利金の回収や投資家への支払が不可能になる「経営管理リスク」、(5) M&A や格付の引き下げによって発行体の信用力が低下することや発行体に関わる企業の倒産で元利金の支払いに影響が生じる「イベントリスク」である(原田, 1998, 39-41 頁)。

ABS の発行においてより高い格付を得るためには、主に(1)の信用リスクに対応していく必要がある。また、GSE 主導の MBS の発行と違い、民間主導の ABS の発行では「格付」が重要な役割を果たす。GSE 発行の MBS は、FHA・VA 保証と GSE による元利支払保証が付き、暗黙の政府保証が付くことから国債に準拠する扱いを受けている。このことによっ

て投資家は安心して証券を購入することができ、また、流通市場も形成されたのである。それに対し、民間主導の ABS では信用リスクは様々であり、その支払の確実性を測る指標が必要である。むしろ、発行体による十分な情報開示が行われ、投資家はその ABS のリスクについて検討することとなるのであるが、それと合わせて格付機関の格付が重要な指標となる。

アメリカにおける証券化商品の格付は、1977年にS&P (Standard & Poor's) がバンク・オブ・アメリカの発行した民間初のパス・スルー証券に対して行った格付を嚆矢として、S&P, Moody's, FITCH Ratingsの3社を中心に実施されている。ABSの格付の場合、社債の格付とは違い、「発行体がどの水準の格付けを取得するかを決定しそれを達成できるように投資家保護の手段を考え、証券の構造を組成していくといういわゆるターゲット格付の手法」（日本資産流動化研究所、1996、21頁）を取るところに最大の特徴がある。そのため、格付機関は証券発行の初期段階からコミットすることとなる<sup>10</sup>。

高い格付を得るための仕組みとしては、信用補完 (Credit Enhancement) の利用が代表的である。信用補完とは、「何らかの方法により証券化商品の信用力を補完する方法」（日本債券信用銀行、1999、51頁）であり、大きく分けて内部信用補完と外部信用補完が存在している。これらを組み合わせることでABSはその信用力を高め、高い格付を得ることとなる。代表的な内部信用補完には、優先劣後構造、セラー・リザーブ、キャッシュ・リザーブ (スプレッド勘定) の3つがあり<sup>11</sup>、また外部信用補完にはキャッシュ・コラテラル、金融保証、オリジネーターの買い戻し (リコース) がある<sup>12</sup>。金融保証については、銀行や損害保険会社などが担うこともあるが最も代表的なのはモノライン保険会社による保証である。

モノライン保険の契約は、「通常、保証対象債券の元利金支払いを約定スケジュール通りに全額支払うことを『無条件 (unconditional) 且つ取消不能 (irrevocable)』な条件で債券所有者 (=投資家) に対して保証するもの」（尾崎、2004、6頁）で、契約対象の債券に債務不履行が発生した際には、モノライン保険がスケジュール通りの元利払いを保証することになる。そのため、例えば保証を受ける前の証券がシングル A 相当だったとしても、モノライン保険の保証を受ければ、モノライン保険会社が取得している格付（多くの場合、トリプル A）を得ることができる。ただ、モノライン保険などの外部の保険会社の保証は、その保険会社の格付が低下するとその保証を受けている証券化商品の格付も低下する可能

---

<sup>10</sup> 細かい格付の手順・手法に関しては前掲 20-42 頁に詳しい。

<sup>11</sup> セラー・リザーブはいわゆる超過担保方式で、証券化を行う際に発行する証券の額面より多くの資産をプールとして証券発行体に譲渡し、その差をセラー・リザーブとしてキャッシュが不足した際に利用する信用補完の方法である。キャッシュ・リザーブは、証券発行体の発行した証券に対し、債務者から支払われる元利金のキャッシュフローの一部をスプレッド勘定として積立ててキャッシュフローが不足した際にそれを取り崩す信用補完の方法である。

<sup>12</sup> キャッシュ・コラテラルは、証券化商品の裏付けとなっている資産のデフォルト等によるキャッシュフロー不足に対応するための現金担保、もしくは劣後特約付きの銀行融資を用いた信用補完である。

性があるというイベントリスクを内包している。そのこともあり、モノライン保険会社は原則、「金融債務の格付が保証前の段階でデフォルトの危険がまず無いと思われる投資適格（トリプル B）以上の案件のみを保証対象」（尾崎，2004，6 頁）とし、負うことのできない信用リスクを負わないようにすると同時に、流動性リスクに関しては決して負わないよう行動する「ゼロ・ロス・スタンダード」を採用していた（Slattery, 1997, pp.18-20）。

ABS の発行に際しては信用力の異なる証券が出てくることで、格付機関による格付が投資家の投資判断上の重要な情報源となると共に、投資家を引きつけるためにより高い格付を得られるよう信用リスクを軽減もしくはコントロールする「仕組み（structure）」が必要となってくる。こうして、GSE や GNMA による住宅モーゲージの証券化から民間発行 MBS、さらには民間発行の ABS へと証券化が深化するに従って、「証券化」という行為そのものが単なる金融資産（金融債権）の流動化から次第に「仕組み金融」へと変化していくのである。

#### 4.3.3. 仕組み金融と資産選択

今日でこそ証券化（Securitization）と仕組み金融（Structured Finance）はほぼ同義であるが、証券化は当初、「貯蓄金融機関が保有する住宅モーゲージを、連邦政府の支援によって流動化し、それによって急成長著しい年金基金などの機関投資家の資金を住宅金融市場に導入する」（井村，2002，103 頁）ことを目指すものだった。当初発行されたパス・スルー証券が買い手（投資家）の求めるような償還期間，利回りになっておらず，期限前償還リスクを抱えたままであったのも，証券化が貯蓄金融機関の満期変換のリスクへの対応を第一義としていたからであった。また，証券化が公的金融プログラムによる保証の下で実施されることから信用リスクのコントロールにも注意が払われていなかった。

しかし，期限前償還リスクが問題となり，それに対応するために FHLMC によって CMO が発行され，さらに民間による MBS や CMO, ABS の発行が始まり残高が増大することで，次第に買い手のニーズに合わせた証券化商品の組成がオリジネーターの重要な関心事となってくる。もちろん，そこには証券化商品の買い手である機関投資家が求める高い格付けを格付け会社から得られるよう信用リスクをコントロールする必要が含まれていた。すなわち，証券化商品の「仕組み性」が問われるようになったのである。

この「仕組み金融」とは，「(1) 裏付けとなっている資産からのキャッシュフローを，販売先として予定した投資家のニーズに合うよう組み合わせること，(2) 借入人と投資家の税務，経理上のニーズを満足させること，(3) プールされた資産の信用力が，調達コストを十分に低下させること，(4) 原債権に破産ないし支払不能があっても，対象資産からキャッシュフローを滞りなく投資家への元利金支払いに振り替えられること」（Rosenthal and Ocampo, 1988, 邦訳 36-37 頁）を実現するよう金融取引を組み立てることとされている。つまり，さまざまな既存もしくは新たな仕組み技術を組み合わせ，償還期間，利回り，信用リスクをコントロールし，原債権からより多くの高格付け証券を切り出すと同時

に、通常の資金調達より低いクーポンレートで証券を発行する仕組みを作り出すのである。そうして、相対的に安全性が高く、利回りが良い証券を求める投資家のニーズと低金利で資金調達を行いたい発行者のニーズを合致させることを目指すのである。前述の優先劣後構造の採用やモノライン保険の利用などはその典型といえる。

ただ、このような証券化の「仕組み金融」化が、直ちにリスクの高い資産や流動性の低い資産の証券化に結びつくわけではない。まだこの段階では証券化の対象となる資産は、投資家がポートフォリオを理解し易く、安全性の高い資産であることが望ましいとされていたのである。すなわち、証券化に理想的な資産とは、(1) 信用特性が理解しやすい、(2) 返済パターンが明確であり、キャッシュフローが予測可能、(3) 平均の満期が1年以上、(4) 返済遅延率及び不履行率が低い、(5) ローンが全て償還される、(6) 借手が広範囲にわたる、(7) 流動性が高いといった条件を満たすものとされていたのである。そのため、証券化に適した資産も自動車ローン、クレジットカード債権、消費者ローン、リース債権などとされていた。一方、商工業用ローンは画一性が低いために最も証券化に不向きとされていた（パーベル、1989、15-16頁）。

そのため、信用リスクの高く、流動性が低い金融資産を証券化するといった発想はこの段階ではまだ希薄であった。しかし、「仕組み金融」は、「従来は『ある』もので『作り出す』ものではなかった信用力というものを、操作 (maneuvering) すること」(大垣、1997、9-10頁)を可能にするものであり、究極的には金銭債権であればニーズと十分なロット(量)さえあれば証券化を可能にする道を開くものであった。もちろん、リスクの高い資産や流動性の低い資産の証券化は、優良資産の証券化と比べリスクが高く、また、そのための新たな技術の開発やモデルの構築が必要であり、その費用に見合うだけの継続性とリターンが得られる確信がなければ行われるものではない。ただ、アメリカではそのようなリスクの高いもしくは流動性の低い資産の流動化を行う機会が1980年代以降存在しており、その中には公的な金融プログラムを通じて、その技術蓄積を行ったケースが存在していた。

#### 4.3.4. リスクのある資産、流動性の低い資産の証券化

##### A. ジャンクボンドブームを利用した銀行の不良債権の証券化

1980年代のM&Aブームの中でLBOファイナンスのためにジャンクボンドの発行が増大したことは既に第3章で見たが、このジャンクボンドへの投資ブームを利用して銀行の不良債権の証券化が行われていた。メロンバンク (Mellon Bank Corp.) は、1988年に不良債権処理のためにグラント・ストリート・ナショナル・バンクを設立し、自行が保有している不良貸付と抵当流れの不動産、額面9億8020億ドルを6億4000万ドルで売却することとした。グラント・ストリートは、この不良債権を裏付けとしてペイ・スルー証券を発行した。発行された証券は、S&PからトリプルB格付け(投資適格)を受けた金利10.25%、額面2億2500万ドルのものと、シングルB格付け(ジャンクボンド)を受けた金利14.25%、額面2億8800万ドルのもの2種類だった。他にもジャンクボンドを裏付けに優先劣後構



造を有するペイ・スルー証券が発行されており、シニア部分には S&P からトリプル A の格付けが与えられたものも存在した（松井，1989，172-174 頁）。

## B. RTC による商業用不動産と不良債権の証券化

第 3 章でもみたように、アメリカでは 1980 年代末に商業銀行が過度のレバレッジと財務状態の悪化から危機に陥っていたが、貯蓄貸付組合（S&L）はさらに深刻な危機に陥っていた。

本章ですすでに見てきたように、住宅金融に特化した金融機関である S&L は、短期借りの長期貸しによる「期間構造のミスマッチ」問題を抱えており、それが噴出したことが 1970 年代における住宅モーゲージの証券化へと繋がっていくこととなった。S&L の危機はその後も継続し、1980 年代には危機に瀕していた貯蓄金融機関を救うために 1980 年の DIDMCA における貸出の規制緩和、さらに 1982 年の ガーン・セントジャーメイン預金金融機関法による追加的な規制緩和とセーフティネット機能の拡張が行われた<sup>13</sup>。この大幅な規制緩和の結果、S&L は財務状態を改善するために、新たな収益源を求めて様々な分野への投資を行うこととなった。そして、その中には多分に投機的なものが含まれていた。

その結果、1980 年代末にかけて S&L の破綻が激増し、預金保険機関である FSLIC は 1988 年に 750 億ドルの債務超過となって破綻し機能停止に陥った（樋口，2003，56 頁）。そのため、1989 年金融機関改革・救済及び執行法（FIRREA）で、FSLIC が廃止され、FDIC へ統合されるとともに、破綻処理に関しては暫定的に整理信託公社（RTC）が設置された。S&L の破綻処理は RTC が行うこととなり、その際に住宅モーゲージとその関連分野や商業用不動産の処理方法として証券化が利用されたのである。

RTC は 1995 年末の閉鎖までの間に 747 件の S&L、簿価にして 4650 億ドルの資産を管理下に置き、うち 4585 億ドル、全資産の 98.6% の処分を行った。このうち健全債権の証券化による処分は 423 億ドルで、RTC の閉鎖までに処分された資産の 9.2% に相当し、不良債権の証券化による処分は 171 億ドル、同 3.8% であった。そのため、全体の規模としては不良債権の証券化は決して大きくないことになる。ただ、不良債権の証券を行うにあたり、通常の証券化と異なり信用力を補う必要があるため、証券化を行う発行体に対し RTC が出資して信用力を高めた。さらに、元利支払のキャッシュフローが不足した場合にそれを補うためにリクイディティ・リザーブファンドを設立し、また不良債権や抵当流れの不動産の管理などで発生する費用を担保するために繰延管理口座を創設するなど、不良債権の証券化に必要な仕組みを作り上げていった。

<sup>13</sup> DIDMCA では、それまでであった S&L への預金金利上限の優遇措置を廃止する代わりに、総資産の 20% までの範囲で、商業用モーゲージローン、消費者ローン、社債への投資などの業務を認めた。ガーン・セントジャーメイン法ではさらなる規制緩和が行われ、総資産の 40% までを商業用モーゲージローン、30% までを消費者ローンと社債、10% までを商工業貸付、10% までを商工業リースにそれぞれ投資することが可能になった（樋口，2003，51 頁）。

また、健全債権の証券化のうち 209 億ドルは FHLMC や FNMA の基準に合わないノンコンフォーミングローンであり、さらに集合住宅向けローン 11 件 45 億ドル、集合住宅向けと商業不動産担保貸付の混合プール 12 件 95 億ドルを含んでいた。つまり、80%以上が非伝統的な証券化商品で、特に商業用不動産は固有性、個別性が高く本来的には証券化に適さないとされてきた資産であった。

そのため、RTC はデフォルトに備えて保証基金（リクイディティファンド）を設立・出資し、優先劣後構造を導入し信用補完を行った。そのうちのシリーズ 1993-C2 の場合には、1 億 6600 万ドル（元本の 23%相当）のリクイディティファンドに加え、トリプル A のトランシュの下にダブル A からダブル B までの 3 つのトランシュが設定されており、元本の 23%相当額が証券として発行されていた。つまり、一番上のトリプル A のトランシュには、合わせて元本の 46%相当の損失が出なければ、損失がでない構造になっていた。実際にはデフォルトが発生しても回収率が 0%になることは滅多にないので、極めて「強固な信用補完」の仕組みが作られていた。このことは、言い換えれば極めてコストの掛かる証券化の実験が公的金融プログラムで行われたことを意味する（Jungman, 1998, 邦訳 84-91 頁；田作・岡内, 1998, 87-91 頁；高月, 1997a, 1997b, 1997c）。

RTC によって証券化された資産は、不良債権が 171 億ドル、集合住宅向けを含む商業不動産担保貸付が 95 億ドルと決して大きいわけではないが、これらは元来証券化に適していないと考えられていたものであり、多くの論者がその重要性を指摘している。例えば、Watkins (1992) は、RTC の活動が証券化対象資産の境界線押し広げる役割を果たしており、正常債権の住宅モーゲージと商業用不動産モーゲージの証券化から、消費者ローンや不良（non-performing）商業不動産モーゲージの証券化へと向かうための準備となっていたと指摘している（*ibid.*, p.87）。また、Jungman (1998) も RTC が不良債権や商業用不動産モーゲージといった非常に複雑で特殊な証券化を実施することで、CMBS の投資家層を育成し、さらにその証券化と保有に必要となる分析技術の開発に掛かる費用を負担したと指摘している（*ibid.*, 邦訳 95 頁）。すなわち、証券化に関わる投資家、格付け会社、投資銀行、弁護士は必要な技術を政府の費用で賄った上で、蓄積することができたのである。

RTC による S&L の破綻処理に際して取られた証券化は、後の証券化対象の多様化だけでなく、ノンパフォーミング（nonperforming）もしくは低パフォーミング（sub-performing）な資産を対象としたより投機的な証券化のための技術を蓄積し、本来の証券化が志向していた優良な資産を用いた ABS の発行から転換する画期となった。また、1980 年代以降のジャンクボンドブームやその下でのジャンクボンドを利用した証券化、RTC による不良資産や商業用モーゲージの証券化は、リスクのある資産の証券化商品に投資する投資家層の育成に繋がっていたのである。

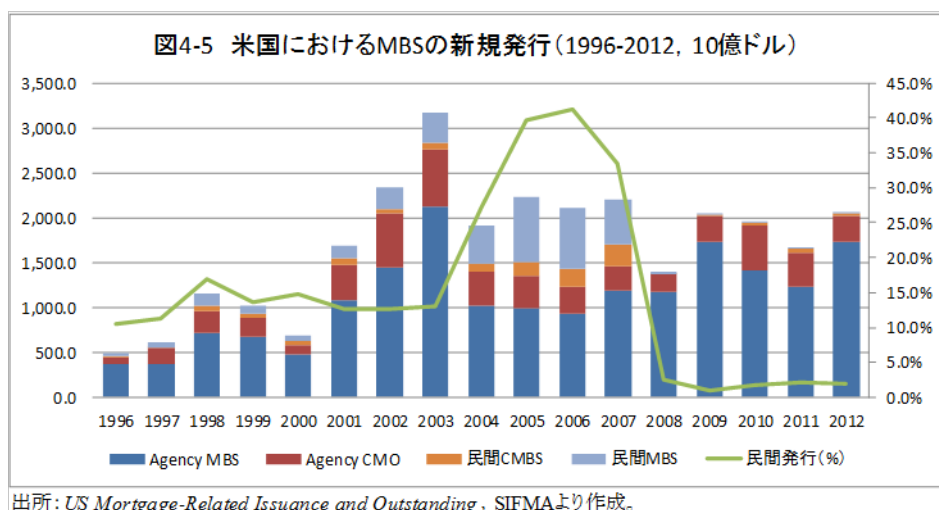
このような形で、当初、住宅モーゲージを流動化するために始まった証券化は、投資家の需要に合わせた仕組み性を持つようになり、最終的に高リスクの資産もしくは流動性の

低い資産の流動化を可能にする仕組みと分析技術，その投資家を獲得したのである。このことが CMO で見られた証券化商品の再証券化と組み合わせられ，資本主義経済の資金運用者化と組み合わせられたとき，膨大な CDO（Collateralized Debt Obligation）の組成に結び付くこととなる。

#### 4.4 1990 年代以降の証券化商品（MBS, ABS, CDO）の発行急増とその問題点

1990 年代とりわけ 1995 年以降，アメリカでは証券化商品の発行のペースが急速に増大した。これらの証券化商品の発行急増には，大きく分けて 3 つの特徴が存在していた。第 1 に 2003 年以降に民間 MBS の発行が急増したこと，第 2 に 1995 年以降に ABS の発行が急増し，その中でも特にホーム・エクイティ・ローン（HEL）の証券化が急速に拡大したこと，第 3 に 2003 年以降に CDO の発行残高が急増し，その中でも Structured Finance CDO が急速に増大していることである。これらの証券化の活発化に共通するのは，リスクのある資産（債務）の証券化が増加したことにある。

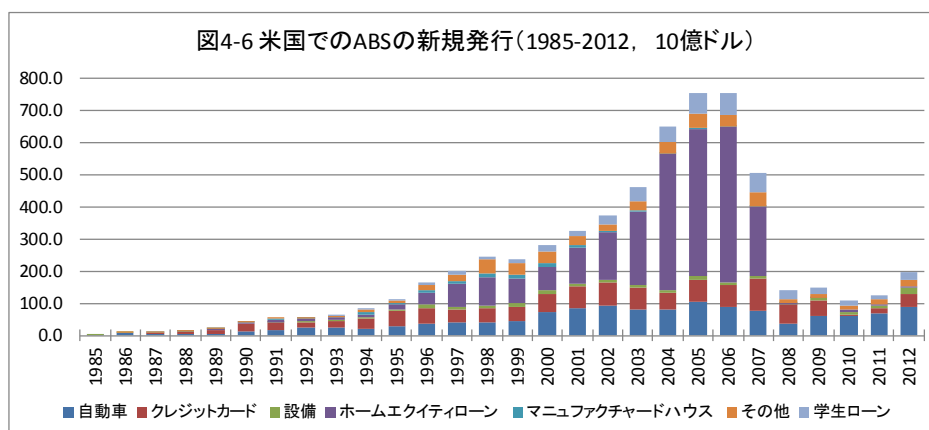
##### 4.4.1. 民間 MBS の発行増加



2003 年以前，アメリカの MBS の新規発行は，公的な保証がある GSE と政府機関によるものが 85%以上を占めていた（図 4-5）。しかし，2000 年代に入ると，民間モーゲージを裏付けとする MBS や商業用不動産を裏付けとする CMBS の発行が大きく増加することとなった。まず，2003 年以降にサブプライム層向けに住宅モーゲージの貸出が急増したのに合わせて民間 MBS の発行が急増した。2006 年には民間発行の比率は商業用不動産モーゲージを証券化した CMBS と合わせて 41.3%に達しており，その発行額も住宅モーゲージ担保の MBS で 6875 億ドル，CMBS で 1838 億ドルというかつてない規模となった。その結果，発行残高についても 2007 年に 2 兆 3535 億ドルに達し，MBS 残高全体に占める割合も 29% になった。2003 年には僅か 14%だったことを考えると，いかに急拡大したか分かる。ただ，2008 年以降の民間 MBS の発行市場については，事実上消滅した状態にある。発行全体に

占めるシェアは3%を割っており、発行残高も2012年には1兆2790億ドルと半減している。

#### 4.4.2. ABSの発行増大とHEL証券化



出所: US ABS Issuance and Outstanding, SIFMAより作成。

アメリカにおけるABSの発行残高は1995年に2555億ドルだったものが、サブプライム金融危機の始まる2007年には1兆9337億ドルにまで拡大した(図4-4, 図4-6)。また、新規発行についても1995年以降急増し、2006年にピークの7539億ドルを記録した。この1990年代後半以降のABSの発行増大を牽引してきたのはホームエクイティローン(HEL)である。HELは住宅の評価額から既存の住宅ローンの残高を差し引いた正味資産(エクイティ)を担保として融資を行う消費者信用の一種である<sup>14</sup>。HELの証券化は、1995年に年間158億ドルだったものが、2006年には4839億ドルにまで増大した。2004年にはアメリカにおけるABS発行の約65%を占めるに至っており、事実上HELの証券化の拡大によってABSの発行拡大が生じていた。証券化残高についても1995年に314億ドルだったものが2007年には3247億ドルにまで増加した。

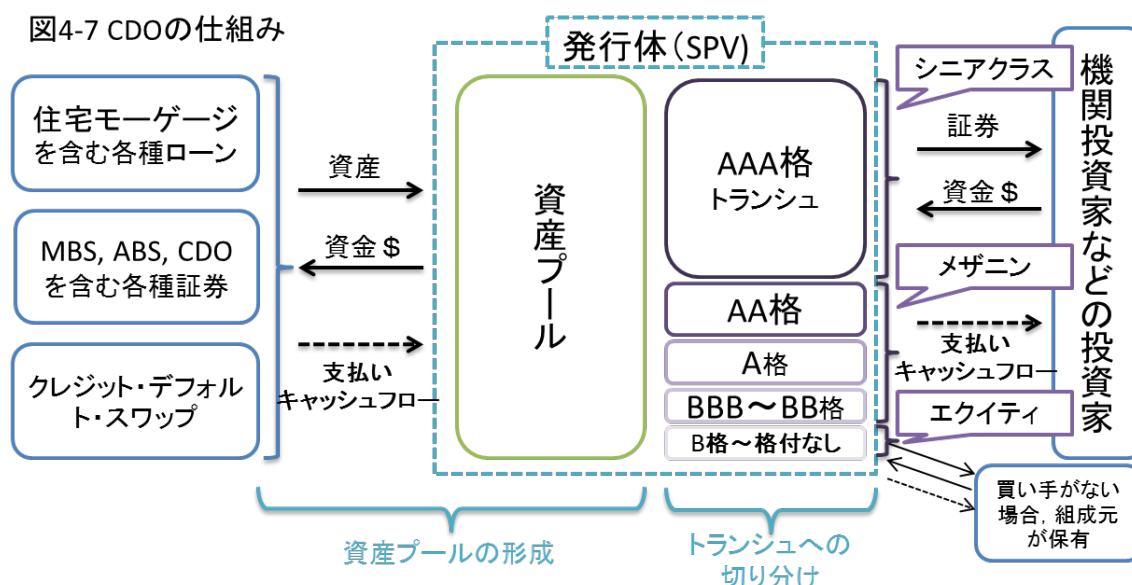
ただ、HELは保有する住宅のエクイティを担保した借入であるため、住宅価格の推移に影響されることに加え、債権が住宅ローンに劣後するため、リスクの高いローンである。実際、2006年以降の住宅価格の下落とサブプライム問題の表面化でHELの証券化は大きな打撃を受けることとなり、新規発行が2009年に21億ドル(対2006年比0.43%)まで縮小し、2010年以降も40億ドル台と低迷を続けている。発行残高も2012年には4651億ドルまで減少した。ABS全体も、新規発行が2012年にはピーク時(2006年)の25%程度に減少し、発行残高も1兆0846億ドルにまで減少した。

<sup>14</sup> 厳密には、固定金利で一括して借り入れるクローズドエンド型のHome Equity Loan(HEL)と、変動金利でクレジットライン内であれば自由に借り入れを行えるオープンエンド型のHome Equity Line of Credit(HELOC)の2種類が存在しているが、ここではホームエクイティローンと総称する。ちなみにPozdena(1989)によれば、1980年代に規模が大きく拡大したのは後者のHELOCの方で、1980年の段階でHELOCを提供していた金融機関は1%にも満たなかったが、1989年には80%の銀行と65%のS&Lが提供するまでに拡大した。

ABS は当初、優良な資産を持つ企業、とりわけ中小企業の資金調達的手段として位置づけられていたが、1990年代以降の実態は家計部門の負債を裏付けとした金融機関による資金調達的手段であった。とりわけ、1990年代後半におけるHELの証券化の拡大は、証券化が家計部門の負債を金融商品化し、その活動に関わる金融機関に手数料収入をもたらす有力な手段であることを明らかにしている。

#### 4.4.3. CDOの発行増大

図4-7 CDOの仕組み

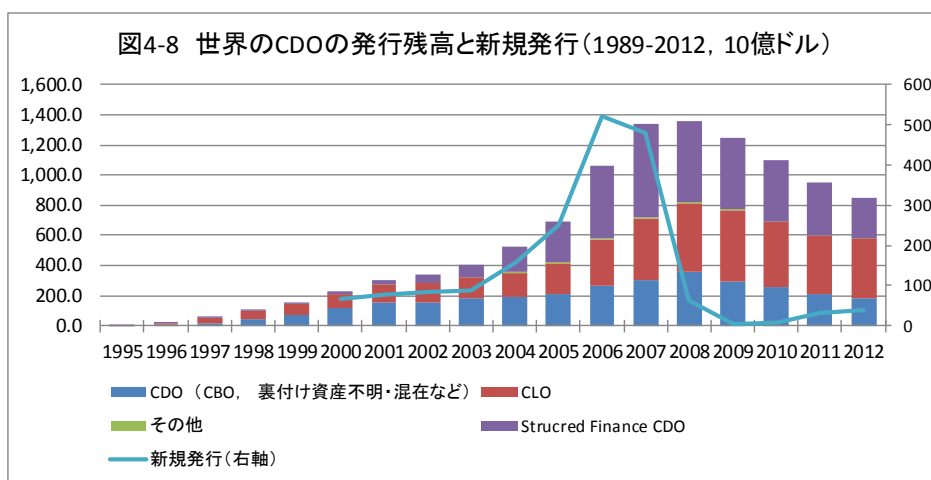


出所: Gorton and Metrick(2010), p.271, IMF(2008), pp.60-61及び矢島(2003)を参考に筆者作成。

第3の点について論じる前にまずCDO (Collateralized Debt Obligation) について論じる。CDOは、2000年代に急拡大した証券化商品であり、その基本構造はペイ・スルー証券のCMOを引き継ぐものとなっている(図4-7)。すなわち、商業銀行や投資銀行などは保有する住宅モーゲージなどで資産プールを作成して、証券化の目的だけのために設立したSPVに資産を売却することで「倒産隔離」を行い、「優先劣後構造」を有した証券を発行して投資家に販売する。また、外部信用補完に関してもモノライン保険会社からの保証とクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)の購入で行っていた。CDSは、1994年にJ.P.モルガンによって開発されたクレジットデリバティブの一種で、プロテクションの売り手がプロテクションの買い手に対し、参照資産(CDOトランシュなど)にデフォルトなどの信用事由(クレジットイベント)が発生した場合に、金銭損失(多くの場合、元本)を保証する契約である。

ただ、CDOが特殊であったのは、CDOが裏付け資産に住宅モーゲージなどのローンだけでなく、MBSやABS、さらには既発のCDOのトランシュなどの証券、さらにはクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)を含めることができた点にあった(矢島, 2003, 6-12頁)。そのため、既発のCDOを再度証券化するCDO squared, それをさらに証券化する

CDO cubed といった再々証券化を行って新たに裏付けとなる実物資産を用意せずに証券化商品を発行することや、CDSのように何らかの参照資産を設定してデリバティブ契約を締結し、それを束ねて証券化を行うことが可能であった。CDSの場合も保証の対象となる資産はあくまで参照資産のため、実際に保有する必要はない。そのため、こちらも裏付けとなる実物資産を新たに用意することなく証券化商品を発行することが可能である。すなわち、ほぼ無尽蔵に証券化商品を提供することが可能な仕組みが出来上がったのである。ただし、いずれの場合もそのような資産に対し、投資する投資家が存在することが前提となる。



出所:Global CDO Issuance and Outstanding, SIFMAより作成。

世界のCDOの発行残高をみると 1990年代半ば以降にCLO (Collateralized Loan Obligation) が、2003年以降にStructured Finance CDO (SF CDO) の発行残高の増加が顕著である(図4-8)。CLOは一般に銀行の貸出債権を証券化したものであるとされている。これは、既に述べた通り、1991年のFDICIAで商業銀行にレバレッジ規制が導入され、一定の自己資本の下での貸出債権の増加に歯止めを掛けられたことが背景としてあげられる。そこで商業銀行は貸出債権を証券化し、オフバランス化する道を選んだ。CLOは1987年には既に登場していたが、急速に普及するのは96年に英NatWestが自行の優良債権を裏付けに50億ドルの規模でRose I (Repeat Offering Securitization I)というCLOを組成したことに始まる(遠藤, 1999, 14頁)。このことをきっかけにCLO発行が活発化し、1997年8月にNationsBankがCLOを発行したことでアメリカでもCLO発行が始まった<sup>15</sup>。その後も発行は順調に増加し、1995年に153億ドルだった発行残高は2009年には4701億ドルに達した。裏付けとなっている資産が銀行の貸出債権であるため、比較的優良な債権が裏付けになっていると考えられ、新規発行こそ激減しているが、発行残高については2012年でも4018億ドルの残高が維持されている。

一方、SF CDOについては2003年以降に急速に残高を増やし、2007年をピークに急速に残高が減っていったという点でCLOとは対照的である。SF CDOの発行残高は、2003年に

<sup>15</sup> Asset Sales Report, Vol. 11 Issue 34, pp.1-2.

822 億ドルだったものが 2007 年には 6223 億ドルにまで増加した。僅か 4 年間で 7.6 倍になっており、この間の CDO 全体の発行残高の増加の 6 割は SF CDO によるものであった。しかし、2008 年から減少に転じ、2010 年には CLO の発行残高を下回り、2012 年には 2639 億ドルと減少に歯止めが掛かっていない。

#### 4.4.4. 仕組み証券化のリスク：信用補完の問題点

前述のように、CDO はその仕組み、資産選択と構造の決定において自由な商品設計が可能な反面、リスクの高い証券を裏付けにして、もしくは高いレバレッジをかけて新たな証券を作り出すことが可能なため、投資が順調に機能している間は高いリターンを投資家にもたらすが、一度、経済環境が悪化すると大きな損失を出しやすい商品となっていた。

これは、MBS を裏付けとした CDO の例から分かる（表 4-2）。Blundell-Wignall (2007) は、28 億ドルの RMBS プールを裏付けとして、そこから格付が平均 BBB になるよう比較的 low grade のトランシュ（A~B）を集めて 7.2 億ドル分の CDO に再証券化した場合の損失について論じている。この事例では、裏付けとなっている RMBS プールの平均 10.6% に損失が生じた場合の影響を論じている。事例では RMBS プールには、AAA から B までの様々な RMBS が含まれており、中には AA でも損失が出る可能性があり、想定では 3% の損失が出ている。しかし、RMBS プール全体で見れば投資適格の BBB でも損失は 14% に留まっており、86% の回収は可能である。それに対し、比較的 low grade の証券を裏付けに証券化を行った CDO では、平均 10.6% の損失で CDO の AA 以下の資産が全損失となることが示されている。そして、平均損失が 11% を超えれば、スーパーシニア、シニアにも損失が波及することとなる（*ibid.*, pp.36-37）。

すなわち、CDO は多くの場合、格付けの低いメザニン（AA から BB）以下の証券を裏付けに、多くのスーパーシニアやシニアの証券を発行していたため、格付モデルの想定する予想損失の誤りや予想外の景気変動の結果として裏付け証券に損失が広がれば、裏付け証券の損失がメザニンで収まったとしても、メザニン以下を裏付けにした CDO ではスーパーシニア、シニアにまで損失が発生する可能性が高い構造になっていたのである。



表 4-2

Table 2. Residential mortgage-backed securities CDO: illustrative example

| UNDERLYING RMBS POOL |             |           |  | CDO ASSET BASKET & LOSS RATE Eg. |             |               |
|----------------------|-------------|-----------|--|----------------------------------|-------------|---------------|
| Av Rating            | \$mn        | Par Value |  | Wtd Basket for CDO \$mn          | Loss Rate % | CDO Loss \$mn |
| AAA                  | 1500        |           |  | 7.2                              | 0           | 0             |
| AA                   | 275         |           |  | 28.8                             | 3           | 1             |
| A(&Alt-A)            | 350         |           |  | 216                              | 13          | 28            |
| BBB                  | 450         |           |  | 324                              | 14          | 45            |
| BB                   | 200         |           |  | 144                              | 75          | 108           |
| B                    | 39          |           |  | 36                               | 100         | 36            |
| <b>Total RMBS</b>    | <b>2814</b> |           |  | <b>720</b>                       | <b>10.6</b> | <b>218</b>    |

| CDO/SIV BALANCE SHEET |                   |                   |                        |                     |               |                                  |
|-----------------------|-------------------|-------------------|------------------------|---------------------|---------------|----------------------------------|
| Assets                |                   |                   |                        | Liabilities         |               |                                  |
| Rating                | Collat. RMBS \$mn | Yield(Libor 5.6%) | Rev.(Libor+300bp) \$mn | Seniority Waterfall | Tranches \$mn | Yield(Libor 5.6%) Outgoings \$mn |
| Avg. BBB              | 720.0             | Libor+300bp       | 61.9                   | Fees                |               | 150bp 10.8                       |
|                       |                   |                   |                        | Senior,AAA etc      | 504.0         | Libor+40bp 30.24                 |
|                       |                   |                   |                        | Mezzanine, BBB etc  | 201.6         | Libor+200bp 15.3                 |
|                       |                   |                   |                        | Equity N/Rated      | 14.4          | Libor +500 1.8                   |
|                       |                   |                   |                        | CDO Excess Sprd     |               | 3.7                              |
| <b>TOTALS</b>         | <b>720.0</b>      |                   | <b>61.9</b>            | <b>TOTALS</b>       | <b>720.0</b>  | <b>61.9</b>                      |

| MEMO Returns % |             |
|----------------|-------------|
| 1.5            | % of CDO    |
| 6.0            | % of AAA    |
| 7.6            | % of BBB    |
| 12.6           | % of Equity |
| 0.52           | % of CDO    |
| 8.6            | % of CDO    |

Source: OECD.

Blundell-Wignall (2007, p.37, Table 2)

仕組み証券化には、このような内部信用補完を通じた損失吸収の仕組みが格付モデルの想定通りに機能するかどうかには左右されるという問題以外にも、外部信用補完が実際に十分な保証をもたらすかという問題も存在していた。

モノライン保険は、契約対象の債権に債務不履行が生じた際にスケジュール通りに元利払いを保証するものであったが、それは「ゼロ・ロス・スタンダード」に基づくものであった。債務不履行がないことを前提としているため、モノライン保険会社の自己資本は保証残高に対して極めて少なかった。全米でモノライン保険を提供する 12 社が米国内で保証する証券化商品の元本額は 2006 年段階で 6100 億ドルに達しており、これに地方債や海外分を含めると保証残高は 2 兆 1700 億ドル、利子まで含めると 3 兆 2600 億ドルにも及んでいた。それに対し、法定自己資本は 12 社合計で 220 億ドルに留まっていた。すなわち、147 倍という極めて高いレバレッジが掛かっており、米国内で保証する証券化商品の 3.6%に債務不履行が出るだけで自己資本を使い切ってしまう水準だったのである（西川，2008）。そのため、サブプライム金融危機では、危機が深刻化する中でモノライン保険会社による保証の支払いが増大してモノライン保険会社の財務状況が悪化した。それに対し、格付機関は 2007 年 12 月以降、モノライン保険会社に与えていた格付の引き下げを行った。その結果は極めて重大で、格下げによりモノライン保険会社は追加の保証と担保差し入れが必要になった一方で、地方債を含む保証を受けていた資産の保有者はモノライン保険会社の債務不履行に備えて評価損を計上しなければならない事態に陥った。例えば、2008 年 6 月にモノライン保険最大手の MBIA の格付が引き下げられた際には、MBIA は最大 29 億ドルの追加の支払いと 45 億ドル相当の追加担保が必要になった。その一方、モノライン保険からの保証が受け取れない事態に備えて、メリルリンチは 29 億ドル、シティグループは 24 億



ドルの評価損を第2四半期の決算で計上しなければならなかった<sup>16</sup>。

また、CDSについてもプロテクションの売り手が、実際に信用事由が発生した時に買い手に対して補償を行うことができるかというカウンターパーティリスクの問題が存在していた。例えば、2008年9月のリーマン・ショックの翌日に連邦政府・FRBによって救済されたAIGの場合、2008年第2四半期末の自己資本780億ドルに対し<sup>17</sup>、同社のフィナンシャル・プロダクツ部門が締結していたCDS契約の想定元本はグロスで5875億ドル、ネットでも4410億ドルに及んでいた。すなわち、ネットのCDS契約のみで自己資本の5.7倍の保証を行っていたのである。その上、CDS契約は四半期ごとに時価評価を行う必要があったため、2007年の第2四半期末からの1年間で評価損が216億ドルも生じていた。また、CDSのプロテクションを売る場合、担保を抛出する必要があり、それが7月末段階で約165億ドルになっていた。さらに格付機関がAIGの信用格付を引き下げた場合には、モノライン保険と同じく追加の担保が必要となり、それが130億ドル以上になる可能性があった（関、2009、187-189頁）。

アメリカにおける証券化は、住宅モーゲージに流動性を持たせる公的金融プログラムの一環として始まったが、市場を拡大させる過程で機関投資家の求める商品性を有するような仕組み性が必要になり、次第に「仕組み金融」へと深化していくこととなった。証券化は、1990年代にはニューディール型銀行システムからの転換により急拡大していくこととなった。ただ、1980年代の金融危機の残滓として、リスクのある金融資産を裏付けとする証券化技術の蓄積と投資家層の形成が進んだことで、裏付け資産はキャッシュフローが明確で安全な資産からCMBSや住宅モーゲージの第2抵当を対象とするHEL、サブプライム・モーゲージなどリスクを伴う資産の証券化へと向かっていった。同時に、CDOにみられるように証券化の仕組み自体も高いリスクを帯びるようになっていったのである。

## 参考文献

- Blundell-Wignall, Adrian (2007) “The Subprime Crisis: Size, Deleveraging and Some Policy Options,” *OECD Financial Market Trends*.
- Jungman, Michael (1998) “The Contributions of the Resolution Trust Corporation to the Securitization Process,” in Kendall, Leon T. and Michael J. Fishman (ed.), *A Primer on Securitization*, Massachusetts: The MIT Press. (前田和彦, 小池圭吾訳『証券化の基礎と応用』東洋経済新報社, 2000年。)
- Pozdena, Randall Johnston (1989) “Home equity lending: boon or bane?,” *FRBSF Economic Letter*,

---

<sup>16</sup> 日本経済新聞, 2008年6月19日, 7月19日。

<sup>17</sup> AIG, 10-Q レポートより。

- Federal Reserve Bank of San Francisco, issue June 2.
- Rosenthal, James A. and Juan M. Ocampo (1988) *Securitization of Credit: Inside the New Technology of Finance*, NJ: John Wiley & Sons. (藤原英郎訳『新しい証券化技術』東洋経済新報社, 1989年。)
- Slattery, W. Michael (1997) “The Monoline Insurance Industry's Advances in Financial Guaranty of Securitization and Current US Securitization Activity,” in 『資産流動化研究』, 日本資産流動化研究所, 3号, 15-41頁。
- Watkins, Birge S. (1992) “The Resolution Trust Corporation: Evolution and opportunity,” *Economic Development Review*, Spring92, Vol. 10 Issue 2, pp.86-88.
- 青木則幸 (2001) 「アメリカにおけるモーゲージ証券化の過程」『早稲田法学会誌』早稲田大学法学会, 51号, 1-52頁。
- 飯村慎一 (2002) 「変貌する米国の公的住宅金融機関」『資本市場クォーターリー』, 2002年冬号, 野村資本市場研究所。
- 井村進哉 (2002) 『現代アメリカの住宅金融システム』東京大学出版会。
- 遠藤幸彦 (1999) 「証券化の歴史的展開と経済的意義」『フィナンシャル・レビュー』1999年6月, 大蔵省財政金融研究所。
- 大垣尚司 (1997) 『ストラクチャード・ファイナンス入門』日本経済新聞社。
- 尾崎充孝 (2004) 「金融保証(モノライン) 保険業界の概要」駐在員事務所報告 N-86, 日本政策投資銀行, ニューヨーク駐在員事務所。
- 関雄太 (2009) 「AIG 問題の複雑化と巨大複合金融機関の公的管理に関する課題」『資産市場クォーターリー 2009 春号』野村資本市場研究所, 186-196頁。
- 高月昭年 (1997a) 「米国の整理信託公社(RTC)総決算(上)」『国際金融』外国為替貿易研究会, 981号, 32-42頁。
- (1997b) 「米国の整理信託公社(RTC)総決算(中)」『国際金融』外国為替貿易研究会, 982号, 44-48頁。
- (1997c) 「米国の整理信託公社(RTC)総決算(下)」『国際金融』外国為替貿易研究会, 983号, 41-47頁。
- 田作朋雄・岡内幸策 (1998) 『不良債権処理ビジネス』東洋経済新報社。
- 西川純子・松井和夫 (1989) 『アメリカ金融史』, 有斐閣。
- 西川珠子 (2008) 「モノライン保険会社」『みずほリサーチ』みずほ総合研究所, 4月号, 13頁。
- 日本債券信用銀行 金融開発部 (1999) 『証券化商品入門』, シグマインベストメントキャピタル。
- 日本資産流動化研究所(1994) 『我が国における資産流動化の今後の展望と課題に関する調査研究』, 産業研究所。
- (1995) 『欧米における金融資産証券化の発展要因及び手法に関する調査研究』, 産業研

究所。

— (1996) 『米国における資産担保証券型証券の実態に関する調査研究』, 産業研究所。

パーベル, C. A.・アイビーティ訳 (1989) 『セキュリタイゼーション』 東洋経済新報社。

林麻里子 (2001) 「信託のパス・スルー課税について」 『金融研究』 日本銀行金融研究所,  
第 20 巻 1 号。

原田喜美枝 (1998) 「資産証券化の技術的革新性について」 『証券レビュー』, 日本証券経済  
研究所, 第 38 巻 2 号, 37-56 頁。

樋口修 (2003) 「米国における金融・資本市場改革の展開」, 『レファレンス』 国立国会図書  
館調査及び立法考査局調査企画課, 平成 15 年 12 月号。

松井和夫 (1986) 『セキュリタイゼーション』 東洋経済新報社。

— (1989) 「アメリカにおける LBO ブームとフィナンシャル・イノベーション」 『証券研究』  
日本証券経済研究所, 第 90 巻, 25-194 頁。

矢島剛 (2003) 『CDO』 金融財政事情研究会。

## 第 5 章 Originate-to-Distribute Model の形成と金融市場の機関化

第 3 章でも論じたように、ニューディール型銀行システムは、戦後アメリカにおける「株式市場の機関化」の進展と経済環境が変化する中で次第に機能不全に陥っていった。ただ、その中で規制と保護の中心的な対象となっていなかった投資銀行は、環境の変化にいち早く対応していくこととなる。それに対し、規制と保護の中心的な対象であった商業銀行の場合には、規制の抜本的な見直しが不可避だった。結局、それが実現するのは、商業銀行や S&L が低下する収益性を回復させようと高レバレッジを展開して投機的な貸付に加わり、その破綻による大規模な銀行危機を経た 1991 年以降であった。

本章と第 6 章では、「金融市場の機関化」が拡大する中で 1990 年代以降に形成された新たな金融システムとその帰結としてのサブプライム金融危機について論じる。この新たな金融システムは、一般に Originate-to-Distribute Model (OTD モデル) や Shadow Banking System (シャドーバンキングシステム) として知られるものである。

これまでの研究では、多くの場合、OTD モデルの中核をなす投資銀行や投資銀行化が進んだマネーセンターバンクの活動に注目した議論が中心であった。すなわち、投資銀行やマネーセンターバンクが、証券化の拡大を主導し、オフバランスの事業体での投資とレポ市場、ABCP などの短期金融市場での資金調達を駆使して高レバレッジの投資を行い、高い利益をあげるというものである。確かに、2007 年 7 月以降のサブプライム金融危機では、証券化商品の格付けが引き下げられたことで、証券化商品に多くの投資を行っていた銀行傘下のオフバランス事業体で資産の売却が必要になるとともに、証券化商品を担保とした資金調達が困難となり窮地に陥った。このことをきっかけに OTD モデル全体に危機が波及していった。その過程でシステムに深くコミットしていたマネーセンターバンクに多額の損失が生じるとともに、中央銀行による最後の貸し手を持たない投資銀行の経営危機が表面化していった。実際、サブプライム関連投資の残高は商業銀行・投資銀行が群を抜いており、2006 年には全残高の約半分に当たる 2639 億ドルの投資残高を有し、損失についても 2007 年の段階で 628 億ドルと、金融部門の中で最も大きなリスクエクスポージャーと損失を出していた (表 5-1-1)。そして、2008 年 3 月にはベア・スターンズが FRB の支援の下で J.P.モルガン・チェースに救済合併され、9 月にはリーマン・ブラザーズが破綻、メリルリンチがバンク・オブ・アメリカに救済合併され、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーは投資銀行の形態を捨て、銀行持株会社に転換した。こうして、2004 年に導入された SEC の CSE (Consolidated Supervised Entities) プログラムの監督枠組みの下にあったアメリカの大手投資銀行 5 社はいずれも消滅するか投資銀行ではなくなった。

生き残った銀行に対しても 10 月に成立した 2008 年緊急経済安定化法 (Emergency Economic Stabilization Act of 2008) で創設された不良資産救済プログラム (Troubled Asset Relief Program, TARP) の下で 707 行に対し 2049 億ドルの公的資金が注入された。この公的資金注入プログラム (CPP) を通じてシティグループ、バンク・オブ・アメリカ、J.P. モルガン・チェースにそれぞれ 250 億ドル、さらに銀行持株会社に転換したゴールド

マン・サククスとモルガン・スタンレーにそれぞれ 100 億ドルが優先株の購入の形で注入された<sup>1</sup>。また、シティグループとバンク・オブ・アメリカに対してはCPPに加えて不良債権損失補填プログラム (TIP) を通じてそれぞれ 200 億ドルが優先株の購入の形で注入された<sup>2</sup>。

このようにサブプライム金融危機では、OTD モデルの中核をなしていたマネーセンターバンクや大手の投資銀行に大きな損失が生じ、大手投資銀行は破綻・救済合併・業態転換により事実上消滅し、破綻を免れたマネーセンターバンクや銀行持株会社に転換した投資銀行も公的資金の注入を受けざるを得ないほど経営が悪化した。したがって、サブプライム金融危機が、1990 年代以降の金融自由化が進み事実上投資銀行化したマネーセンターバンクと大手投資銀行を中心に引き起こされた危機であったことは間違いない。

表5-1-1 サブプライム関連投資残高

|                  | 投資残高    |       |         |       |         |       | 損失      |       |         |       |         |       |
|------------------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|
|                  | 2005    |       | 2006    |       | 2007    |       | 2005    |       | 2006    |       | 2007    |       |
|                  | (10億ドル) | (%)   | (10億ドル) | (%)   | (10億ドル) | (%)   | (10億ドル) | (%)   | (10億ドル) | (%)   | (10億ドル) | (%)   |
| 商業銀行・投資銀行        | 155.3   | 45.3  | 263.9   | 51.1  | 126.5   | 38.8  | -8.8    | 48.6  | -62.8   | 53.3  | -28.8   | 41.3  |
| ヘッジファンド          | 69.8    | 20.4  | 98.1    | 19.0  | 77.6    | 23.8  | -6.7    | 37.0  | -26.9   | 22.8  | -20.4   | 29.2  |
| 保険               | 78.4    | 22.9  | 105.9   | 20.5  | 83.7    | 25.7  | -1.6    | 8.8   | -20.8   | 17.7  | -15.1   | 21.6  |
| ノンバンク            | 24.6    | 7.2   | 30.2    | 5.8   | 23.8    | 7.3   | -0.6    | 3.3   | -4.8    | 4.1   | -3.6    | 5.2   |
| ミューチュアルファンド・年金基金 | 14.8    | 4.3   | 18.2    | 3.5   | 14.3    | 4.4   | -0.4    | 2.2   | -2.5    | 2.1   | -1.9    | 2.7   |
| 合計               | 342.9   | 100.0 | 516.3   | 100.0 | 325.9   | 100.0 | -18.1   | 100.0 | -117.8  | 100.0 | -69.8   | 100.0 |

注) 2007年は11月段階。

出典: IMF, *Global Financial Stability Report*, 2008 Spring, p.78.

一方、機関投資家については、2007 年秋以降のモノライン保険問題や 2008 年 9 月の AIG の救済に見られるように、金融保険でサブプライム関連投資に深くコミットしていた保険業界が 1059 億ドル (20.5%) と比較的大きなリスクエクスポージャーを有していた (表 5-1-1)。だが、ミューチュアルファンドや年金基金は、182 億ドル (3.5%) と一見その関与が限定されているように見える。しかし、ここまで見てきたように戦後アメリカにおける金融市場の長期的な構造変化は、金融市場の機関化によって特徴付けられるものであった。したがって、1990 年代以降に形成された金融構造と「金融市場の機関化」が無関係であると考えすることは不適切であり、OTD モデルやシャドーバンキングシステムは、機関化への各種の金融機関の対応の結果として形成されたと考えられる。

実際、機関投資家は OTD モデルを支える上で少なからぬ役割を果たしていた。本章と次章では、新たな金融システムに「金融市場の機関化」が与えた影響を 2 つの側面から明らかにする。第 1 の側面は金融システムにおいて機関投資家が果たした役割であり、第 2 の

<sup>1</sup> 資本注入を行った 707 行のうち 2013 年 9 月末の段階で 139 行が公的資金注入プログラム (CPP) の下にあり、その残高は 24 億ドルにまで減少している。資本注入された 2049 億ドルのうち 1957 億ドルは既に返済もしくは他の資金調達で再金融されており、元本の 96% は既に返済済みとなっている。他方で、27 行が破綻して 48 億ドルの税負担が生じ、また前述の残高 24 億ドルには 7.7 億ドルの破綻処理中の資産が含まれている (SIGTARP, 2013, pp.60-61)。

<sup>2</sup> これらの資金は、バンク・オブ・アメリカについては 2010 年 3 月に、シティグループについては 2011 年 1 月に返済されている (*ibid.*, pp.62-63)。

側面は新たな金融システムを最大限活用し、短期利益を最大化しようとする資金運用者の投資活動についてである。

本章では主に第 1 の側面について論じていく。機関投資家は新たな金融システムにおいて、利回りの向上、安全性の確保、リスク分散の 3 つの側面から影響を与えていた。すなわち、第 1 に、利回りを少しでも高めるために、保有する株式などの有価証券を貸し出すこと（セキュリティ・レンディング）で貸出料を得ると同時に、金融システムの機能に欠かせない担保を提供した。第 2 に、セキュリティ・レンディングの際に受け取ったキャッシュコラテラル（現金担保）を、安全性を確保しつつ利子の得られる金融資産として保有するためにレポ取引や MMMF へ投資するなど、安全で流動的な公的でない金融資産の供給拡大を促した。第 3 にリスク分散に対する要求からファンド・オブ・ヘッジファンドを通じた投資によりヘッジファンドに資金を供給した。

「金融市場の機関化」の進展は、金融機関の従来からのビジネスモデルに変更を迫った。金融機関に与えられた選択は、「金融市場の機関化」に対応して必要とされる金融資産を提供するか、または自らが短期利益最大化のために高レバレッジの投資を展開する資金運用者になることであった。そのような動きを 3 つに大きく分けることができる。第 1 に、商業銀行は 1990 年代以降債権の証券化を進め、さらにオフバランス事業体を設立し債権や証券化商品を保有しそれを担保に ABCP を発行した。こうして金融資産を供給する役割を担うとともに、オフバランス事業体への保証の提供で手数料収入を得た。第 2 に、投資銀行は機関投資家や資金運用者向けの事業を拡大すると共に、自らも自己勘定取引を拡大して資金運用者化していった。投資銀行はアセットマネジメント事業、M&A アドバイザリー業務、プライムブローカー業務を展開し、さらに資本力を高めるために株式公開を進め、自己勘定取引を拡大した。第 3 に、ヘッジファンドは 2000 年代に入ると機関投資家の資金流入が増加したことで機関化が進んだ。その結果、株式ロング・ショート戦略やレラティブ・バリュー戦略を採用するヘッジファンドが増加した。また、証券化商品のエクイティ・トランシュへの投資など証券化を支える役割も果たしていた。これらのことを明らかにするために、本章ではまず 1990 年代以降に形成された OTD モデルの概略を明らかにし、それらを構成する金融商品について論じる。次に、既存の金融機関の「金融市場の機関化」への対応について論じる。それらを踏まえた上で、OTD モデルにおける機関投資家の役割、さらに資金運用者の活動に関して論じる。

### 5.1. ニューディール型銀行システムから OTD モデルへ

戦後アメリカの銀行業を規定していたニューディール型銀行システムが高リスクな貸出と高レバレッジの展開によって 1980 年代末に限界を迎え、1991 年連邦預金保険公社改善法 (FDICIA) の制定で転機を迎えたのは第 3 章で既に論じた通りである。商業銀行は 1991 年以降、自己資本比率規制が導入されたことでレバレッジに制限がかかり、少ない自己資本で貸出を拡大して利鞘収入を上げるビジネスモデルが不可能になった。そのため、商業

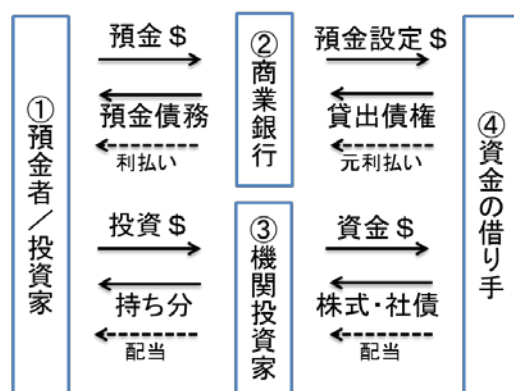
銀行は新たな収益源とビジネスモデルの構築を目指すこととなる。そして、1999年のグラム・リーチ・ブライリー法制定を経て、2000年代初頭には Originate to Distribute Model (OTD モデル) が形成されるに至った。

形成された新たな金融仲介システムの構造を論じる前に、まずニューディール型銀行システム下における金融仲介について確認する。既に論じたように、ニューディール型銀行システムでは決済システムの安定を維持するために商業銀行は証券市場での活動から切り離されていた。そのため、個人投資家による証券市場での直接金融を除けば、ニューディール型銀行システム下における金融仲介は2つのルートを通じて行われていた(図5-1-1)。

第1のルートが商業銀行を通じた金融仲介で、Originate to Hold Model (OTH モデル) と呼ばれているものである。このモデルでは、商業銀行は借り手に預金創造を通じて長期の貸出を実施し、必要な準備を短期の預金者からの預金(もしくはフェデラル・ファンド)を通じて調達していた(資金の流れ:①→②→④)。銀行は貸出債権を満期まで保有し、貸出金利と預金金利の差額である利鞘から利益を上げていた。その特徴としては、金融危機で流動性逼迫が発生した際の中央銀行窓口へのアクセス、さらには預金保険制度による預金者の取り付け防止の仕組みがあげられる。

第2のルートとして、機関投資家を通じた金融仲介があげられる。機関投資家は投資家から集めた資金を用いて株式や社債などに投資を行う(資金の流れ:①→③→④)。当初、この機関投資家を通じるルートは大きな規模ではなかったが、「金融市場の機関化」が進展することで拡大していった。また、ニューディール型銀行システムでは商業銀行が証券市場で活動することを禁じていたため、それぞれ独立したルートになっていたが1980年代以降、証券市場での活動制限が緩和されて行くに従い、両者が接近・融合していくこととなる。

図5-1-1 ニューディール型銀行システム下での金融仲介



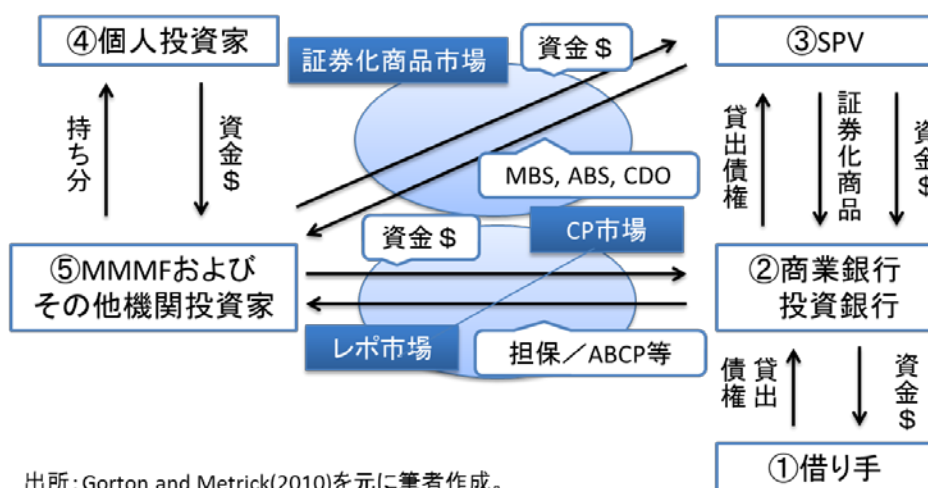
出所:筆者作成。

それが1990年代以降に形成される OTD モデルである(図5-1-2)。OTD モデルでは、商業銀行が貸し出した債権は、自己資本比率規制を満たすために証券化を通じて直接・間接に機関投資家や資金運用者に転売され、銀行本体で原債権の信用リスクを直接保持し続

けない構造を作り出していた。

その仕組みは、まず商業銀行が借り手に住宅モーゲージなどの貸出を実行する（債権の流れ：①→②）。ここまでは従来型の金融仲介システムと変わらないが、商業銀行はその貸出債権を満期まで保有せず、債権で資産プールを形成した上で資産を売却する（②→③）。資産プールを購入するのは、商業銀行が証券化のために設立した SPV（特別目的事業体）であり、SPV は購入した貸出債権を裏付けに証券化商品を発行し、機関投資家やヘッジファンドなどに販売する（③→⑤）。こうして、銀行が借り手に貸した資金は証券化商品の代金として回収され、商業銀行の元に戻る。また、商業銀行は自らの投資として高格付の証券化商品を保有すると同時に販売用の在庫として証券化商品の一部を保有する。その保有のために、保有証券を担保としてレポ取引を行うか、ABCP を発行することで MMMF などから資金を調達する（②→⑤）。一方、証券化商品の買い手およびレポや ABCP への投資を通じて資金を提供する MMMF、その他の機関投資家、ヘッジファンド等は、その資金を個人投資家に対する持ち分や受益証券の販売を通じて調達している（⑤→④）。

図5-1-2 OTDモデルの概略図

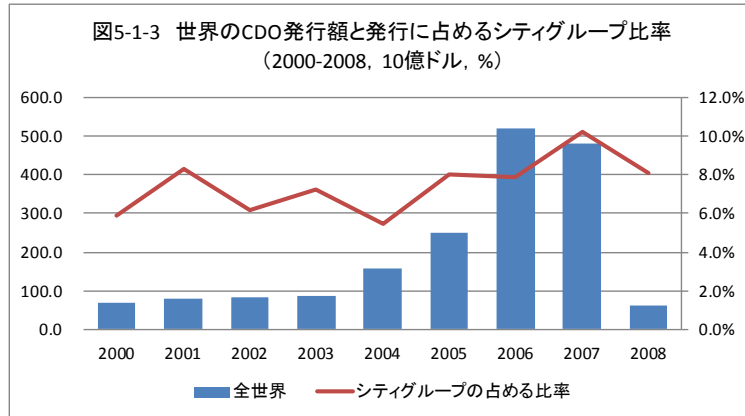


出所: Gorton and Metrick(2010)を元に筆者作成。

このようにOTDモデルでは、銀行は貸し付けた債権を満期まで保有せず、証券化などの方法でオフバランス化して機関投資家などに売却し貸付を回収する。商業銀行とりわけマネーセンターバンクは、1990年代以降証券化に積極的に関与していた。例えばCitigroupは、2003年から2007年にかけてCDOの発行額を63億ドルから493億ドルに増加させ、CDO発行で業界第6位から第1位になった（図5-1-3）。また、前章で見たとおり証券化商品は1990年以降、とりわけ2000年代にMBS, ABS, CDOのいずれも大幅に発行が増加した。アメリカにおける発行残高は、2007年にMBS/CMOが8兆1556億ドル、ABS/CDOが2兆9722億ドル（うちCDOは1兆376億ドル）と単純合計で11兆ドルを超える規模になっていた<sup>3</sup>。

<sup>3</sup> SIFMAの*US Mortgage-Related Issuance and Outstanding*及び*US ABS Issuance and Outstanding*より。





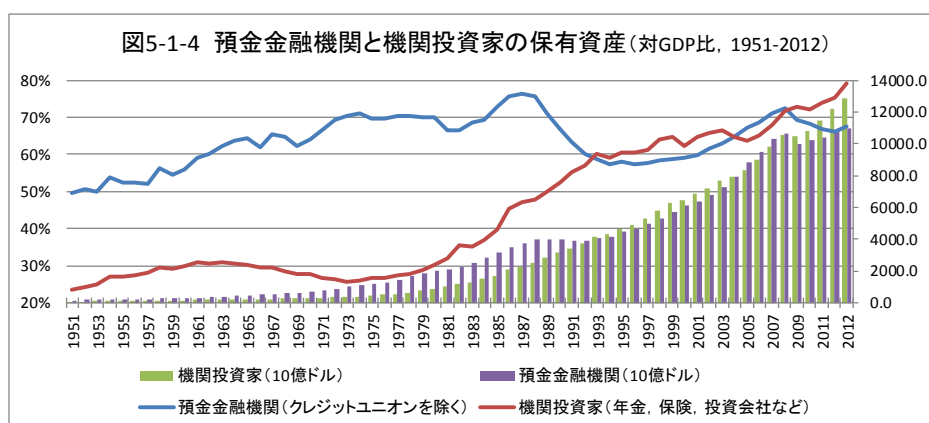
出所: Global CDO Issuance and Outstanding, SIFMA; Thomson Reuters資料より作成。

以上は保有債権のオフバランス化を必要とする商業銀行側を中心に論じたものであり、この金融仲介システムにおける資金の出し手である機関投資家やヘッジファンド側が必要としていた金融資産については十分明らかにしていない。この点を明らかにするためには、機関投資家の短期の資産管理の性質とそのために必要とされた金融資産を知る必要がある。すなわち、機関投資家が必要としていたのは、取引が薄く市場流動性に欠けるサブプライム MBS や CDO ではなく、支払い手段への転換が容易な（流動性の高い）金融資産だったのである。ここに現代の金融システムの根底にある資金供給主体の特殊性が存在する。

#### 5.1.1. Institutional Cash Pool の拡大と流動的な短期金融資産の不足

戦後アメリカにおける金融システム上の最大の変化は預金金融機関の保有資産の減少と機関投資家の保有資産の増大である。これは第 1 章で論じたような相対的な金融資産の保有に留まらず、絶対的な金融資産の保有額の増大においても当てはまる（図 5-1-4）。アメリカでは戦後長らく預金金融機関が、対 GDP 比で見た金融機関の保有資産額で圧倒的に大きな比重を占めていた。預金金融機関の保有資産の対 GDP 比は 1951 年の 50%（1727 億ドル）から 1988 年には 76%（3 兆 9692 億ドル）を占めるに至った。しかし、1991 年以降少ない自己資本で貸出を拡大して利鞘収入を上げるビジネスモデルが不可能になったことで、1996 年には保有資産の対 GDP 比は 57%（4 兆 6546 億ドル）にまで落ち込んだ。その後、第 1 節で論じた新たなビジネスモデル（OTD モデル）に転換する中で保有資産の対 GDP 比を再び拡大させることとなる。

一方、機関投資家の保有資産の対 GDP 比は 1951 年に 24%（760 億ドル）であり、この 20%台半ばから 30%前後の水準に長らく留まっていたが、1975 年頃から拡大に転じ、1993 年には 60%（4 兆 3067 億ドル）となって預金金融機関を逆転した。その後も上昇基調にあり 2013 年には 79%（12 兆 8578 億ドル）と金融機関における最大の金融資産の保有者となっている。サブプライム金融危機後に再び減少に転じた預金金融機関とは対照的である。



出典: Flow of Funds Accounts, L.1, FRB; National Income and Product Accounts Tables(NIPA), Table 1.1.5., Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce.

このような機関投資家の保有資産の拡大の下でOTDモデルを通じた金融仲介は拡大してきた。その過程で機関投資家は、証券化商品のような中長期の金融資産に対する需要を生み出したが、それ以上に短期の金融資産に対する需要を生み出した。つまり、各経済主体の貯蓄が預金金融機関への預金から非預金金融機関への投資へと形態が変化し、それがますます拡大することで彼らは常に流動性の高い金融資産を確保する必要に迫られるようになったのである。

年金基金や生命保険会社、ミューチュアルファンドなどの機関投資家は4、その形態により投資期間の多少の長短はあるとしても家計部門の長期貯蓄を受け入れて長期の金融資産に投資することがその使命である。しかし、その日々の運営には常に手元流動性の管理を必要としている。それは大きく分けて3つの理由によるもので、第1に日々の償還や解約による払い戻しに備える必要があること、第2に投資判断や預かり資産のウェアハウジングなど一時的に短期金融資産への投資が必要なこと、第3にデリバティブやセキュリティ・レンディングなど運用を行う上で受け入れた現金担保(Cash Collateral)をさらに運用する必要があることである5。また、機関投資家以外でも大規模な内部留保を持つ大企業なども手元流動性の管理を必要としている。

こうした大規模な集中管理された短期のキャッシュ・バランスをPozsar (2011)は“*Institutional Cash Pools*” (以下、ICP)と呼んでいる。ICPは1990年代以降極めて肥大化しており、データが揃っている範囲だけでも1990年の1000億ドルに対し2007年には2兆2160億ドル、2010年においても1兆9110億ドルであり6、さらに、データが不足している分を含めると2007年には3兆8520億ドル、2010年でも3兆4320億ドルと極めて大

4 Pozsar and Singh (2011)や Claessens et al. (2012)では、機関投資家 (institutional investor) とは呼ばず、資産運用複合体 (asset management complex) と呼んでいる。

5 こうした長期の貯蓄を短期の貯蓄に変換する行為を Pozsar and Singh (2011)は、「逆満期変換 (Reverse Maturity Transformantion)」と呼んでいる (ibid., p.8)。

6 判明している範囲の情報として S&P500 構成企業の現金保有高、長期運用型のミューチュアルファンドの流動資産、セキュリティ・レンダーの現金プールがその対象となっている (Pozsar, 2011, p.4)。

きな規模になると推計している (Pozsar, 2011 pp.4-10; Classens et al., pp.10-12; Pozsar and Singh, 2011, pp.6-8) <sup>7</sup>。

ICP が投資対象とする金融商品に第一に求めているのは、利回りではなく元本の安全性と流動性であった。通常、そのような目的をもった資金を高い流動性と安全性を確保した上で保有するのに最適なのは銀行預金である。しかし、大規模な短期資金の管理・運用を行う場合には銀行預金は適さない。家計部門が個人で短期資金の管理をする場合、預金金融機関の口座には 1 行あたり危機前には 10 万ドル、2008 年 10 月以降には 25 万ドルを上限に預金保険が与えられているため、安全性の高い資産になり得る。しかし、1 機関あたりのキャッシュ・プールが巨大な ICP では預金保険の付保対象となるのは資産のごく一部であり、レギュレーション Q により決済性預金への付利が禁止されていたことから安全性と収益性の両方の面で魅力がなかった。そのため、受託者責任を負う機関投資家にとっては、他に魅力的な投資手段があればそちらを選択することが合理的だった。すなわち、安全で流動性の高い金融資産、その最たる例が政府保証のある短期国債 (Treasury Bill, TB) であり、ほぼ同様の位置付けにある資産として「暗黙の政府保証」があるとされていた GSE 債や政府機関債などである。これらの資産は極めて流動性が高く、政府保証が付された利付きの証券であり、機関投資家にとって、「究極の通貨型金融資産 (the ultimate money instrument)」もしくは M2 通貨に対する「非 M2 通貨」(Pozsar and Singh, 2011, p.7) だったのである。

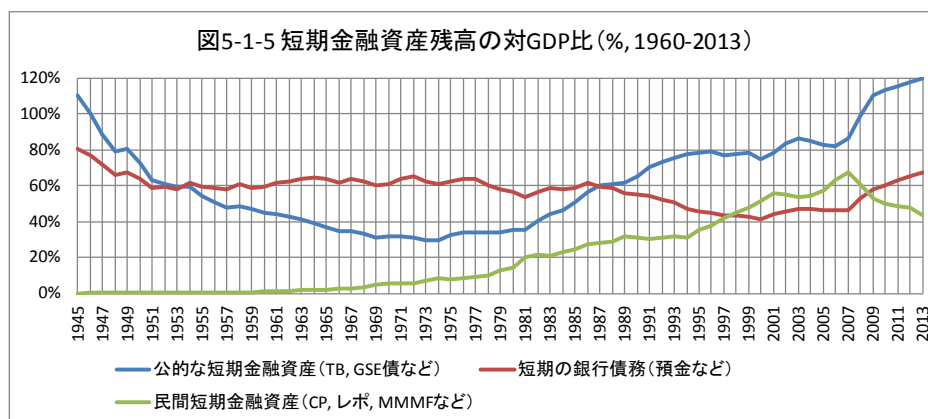
しかし、こうした公的な短期金融資産の供給は機関投資家を含む ICP の急速な拡大に対し十分に行われたわけではない。図 5-1-4 から明らかのように、GDP に対する機関投資家の資産は 1970 年代以降、一貫して増加し続けているのに対し、公的な短期金融資産は 1994 年頃から 2006 年頃までほぼ横這いとなり、ほとんど増加していないのである (図 5-1-5)。同期間で比較してみると、機関投資家の資産の対 GDP 比は 1994 年の 59%から 2006 年に 69%まで 10 ポイント増加したのに対し、公的な短期金融資産は 1994 年の 78%から 82%の 4 ポイントの増加に留まっている。

このような間隙を埋めたのが、民間の「非 M2 通貨」型の資産である。安全で流動性の高い金融資産という「非 M2 通貨」型の資産の条件を満たす民間の金融商品には、ABCP やレポ、それらの「非 M2 通貨型」資産に投資する MMMF があげられる。これらの金融資産は、後述するように安全性の高い担保資産が提供されているか、あるいは金融保証が与えられている民間の短期金融資産である。ABCP であれば、典型的にはトリプル A か同格の金融資産に発行元の親銀行による流動性補完・信用補完という保証が与えられている。またレポ取引についても、TB や MBS をはじめとした安全性の高い資産を担保として受け取っている。MMMF は構成資産の 95%がトリプル格付の証券か政府債に投資対象が限定さ

---

<sup>7</sup> Pozsar は集計できていないものとして裕福な個人投資家、基金、分離勘定、ヘッジファンド、デリバティブを通じた取引での現金担保、保険会社、年金基金の保有する流動資産をあげている (*ibid.*)。

れ、組み入れ証券の平均残存期間も 90 日以内に制限されている。こうした民間の「非 M2 通貨」型の資産は、1994 年以降急速に増加しており、その対 GDP 比は 1994 年の 31% から 2006 年の 63% と実に 32 ポイントも増加している。



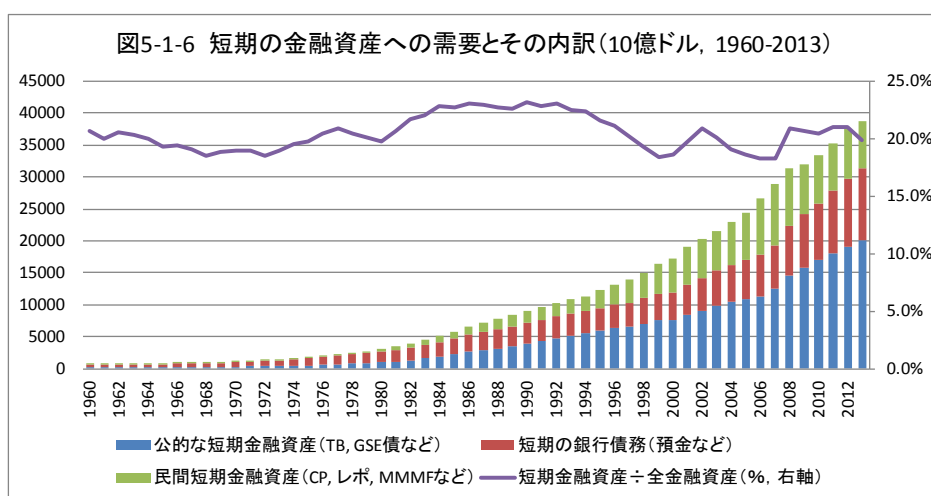
出典: Flow of Funds Accounts, L.4, L5 Board of Governors of the Federal Reserve System.

また、長期的な視点に立つと、銀行預金などの M2 通貨型の資産は 1950 年代以降、1986 年まで一貫して対 GDP 比 6 割を維持していた。つまり、ディスインターメディアーションが問題となった 1960 年代末から 70 年代には銀行預金は流出していたとはいえ、対 GDP 比では一定の水準を維持していたのである。これは経済全体で見れば、新たに短期金融資産を選択する際、GDP 成長率を下回らない程度には銀行預金が選ばれていたことを意味していた。しかし、銀行預金は歴史的な高金利を経験した 1980 年代初めや 1980 年代後半以降に減少に転じ、2000 年には対 GDP 比 42% にまで落ち込んだ。これは歴史的な高金利を経験した結果、家計、企業、機関投資家のいずれの経済主体でも短期金融資産の利回りに敏感にならざるを得なくなったためと考えられる。その後、銀行預金は 2006 年には 47% まで回復したが 13~18 ポイント程度、1986 年以前より低いことになる。

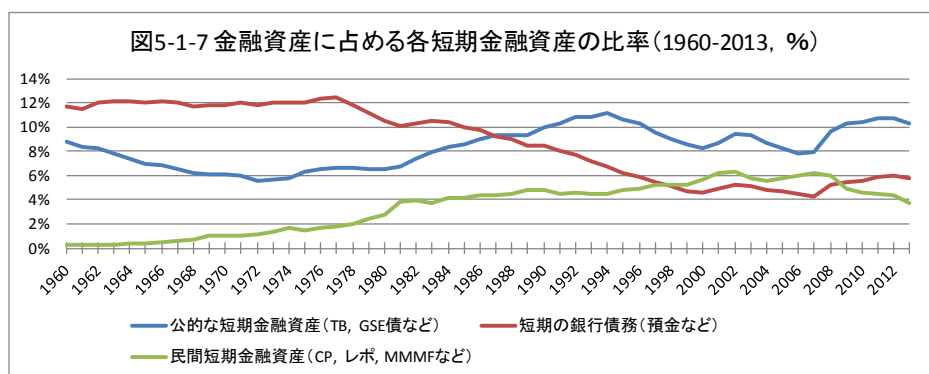
この間、減少する銀行預金を代替してきたのが、公的および民間の「非 M2 通貨」型の資産だった。このうち公的な短期金融資産の供給は、1980 年代後半にはレーガン政権の積極的財政政策で財政赤字が拡大したため増加したが、1990 年代に入りクリントン政権下で財政赤字が縮小したこと、および 2000 年の IT バブル崩壊後の歴史的な超低金利の中で、発行残高に占める中期国債 (Treasury Note) の比重が高まったことなどから供給が停滞することとなった。その一方で、大きく供給を増大し、比重を高めてきたのが民間の短期金融資産であった。民間の短期金融資産は 1945 年の時点では対 GDP 比で 1% にも満たない水準にあったが、1967 年以降少しずつ増大し、1970 年代末から 1980 年代初頭の歴史的な高金利の時期に大きく比重を高めた。そして、公的な短期金融資産の供給が滞る 1990 年代半ばから 2007 年にかけては急速に比重を高め、2007 年には対 GDP 比で 67% になるに至っている。

このような形で「金融市場の機関化」の結果として減少した伝統的な M2 通貨型の資産に対し、「非 M2 通貨」型の資産とりわけ民間の短期金融資産の供給が増加することで、機

関投資家を含む ICP が必要とする短期金融資産の需要を満たしていると考えられる。この点は、短期金融資産の金融資産全体に占める比率が経験的に一定水準にあることからもうかがえる（図 5-1-6）。短期金融資産は 1960 年の 5716 億ドルから 2013 年には 38 兆 7199 億ドルにまで大幅に増加したが、金融資産全体に占める短期金融資産の比率は 1960 年代以降、18.2%から 23.3%とほぼ 20%の水準にある。このうち、銀行預金が 1977 年まではほぼ 12%を占めていたが、2000 年にかけて低下し、2007 年には 4%を占めるに過ぎなくなった（図 5-1-7）。その間に銀行預金は、1987 年には公的な短期金融資産にシェアで逆転され、1998 年には民間の短期金融資産に逆転された。特に民間の短期金融資産は 2000 年以降、金融資産全体の 6%を占めるに至っており、銀行預金での短期金融資産保有の減少を補っていることが分かる。



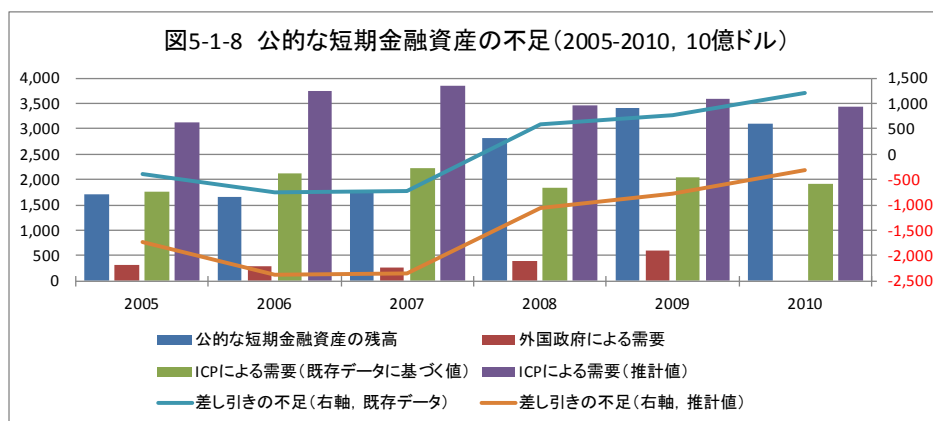
出典: Flow of Funds Accounts, L.4, L5 Board of Governors of the Federal Reserve System.



出典: Flow of Funds Accounts, L.4, L5 Board of Governors of the Federal Reserve System.

公的な短期金融資産の供給の不足とそれに対応するための民間の短期金融資産の供給増加に関する議論については、Pozsar (2011)の推計も存在する。公的な短期金融資産の不足額は、分かっているデータを元にするると 2005 年に 3850 億ドル、推計値を元にするると 1 兆 7340 億ドルに及んでいた（図 5-1-8）。さらに 2007 年にはそれぞれ 7250 億ドル、2 兆 3610 億ドルという極めて大きな水準になる（*ibid.*, pp.9-10）。そして、民間の短期金融資産がこの公的な短期金融資産の不足を穴埋めしていたのである。この不足は、

部分的には 2000 年以降の外国政府による公的な短期金融資産の需要増大によるものだが、それは極めて限定的でいわゆるグローバル・インバランスによりも機関投資家を含む ICP の拡大が民間の短期金融資産の供給増大において重要な役割を果たしていたことが分かる。



出典:Pozer(2011, p.10)

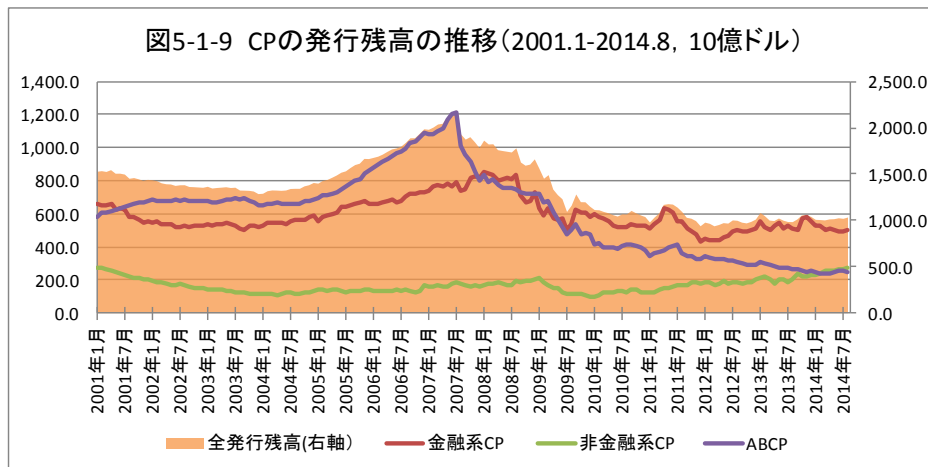
このように機関投資家を含む ICP は短期の金融資産を必要としており、1990 年代半ば以降、公的な短期金融資産の供給が滞る中で、民間の短期金融資産の供給が増加して全体の不足を補っていた。そこで次節以降で、「非 M2 通貨」型の金融資産として重要な役割を果たした ABCP、レポ取引、MMMF についてみていく。

### 5.1.1. ABCP の発行拡大と機関投資家による保有

アメリカにおける CP 発行残高は 1991 年に 5659 億ドルであったが、1995 年以降、急速に残高を増やした (図 5-1-9)。2000 年に一度ピークを迎え減少したが、2003 年以降再び増加に転じ、2006 年には 1 兆 9584 億ドルの残高を有するほどとなった。また、2000 年代の CP の発行残高の多くは金融系 CP と ABCP (Asset-backed Commercial Paper) によって占められていたことが大きな特徴だった。ABCP は、売掛債権や保有証券などの支払いキャッシュフローを裏付けとして発行されるコマーシャル・ペーパーである。その多くの部分を、後述する商業銀行のオフバランス事業体である ABCP 導管体 (Conduit) や SIV (Structured Investment Vehicle) が、保有する売掛金や各種ローン債権、証券化商品を裏付けに発行していたと考えられる。これらの事業体は、トリプル A 格もしくは格付されていない同品質の金融資産を裏付けに短期の ABCP を発行していた。

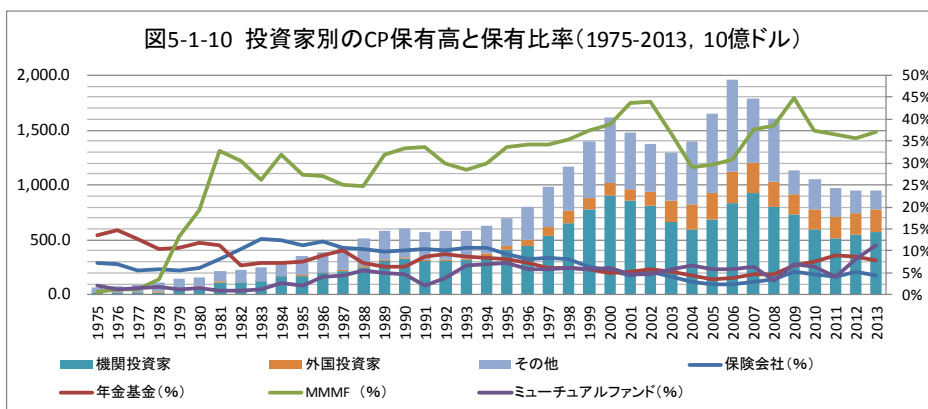
ABCP は 2001 年以降、CP 発行における最大項目となっており、2005 年から 2007 年夏にかけて発行額が大きく増大した。種類別の CP 発行残高の推移からその活動をみてみると、金融系の CP の発行残高は統計を取り始めた 2001 年 1 月に 6625 億ドルから 2007 年 7 月に 7897 億ドルと約 20%増加したが、ABCP の発行残高は 2001 年 1 月に 5840 億ドルから 2007 年 7 月には 1 兆 2140 億ドルと 6 年半で 2 倍以上の規模に膨れあがった。





出所: Statistical Releases and Historical Data, Board of Governors of the Federal Reserve System.

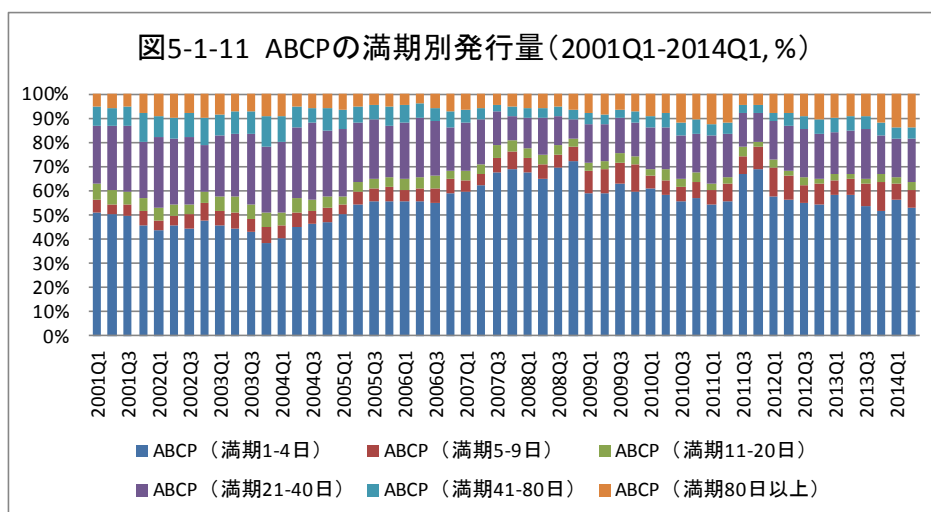
この ABCP を含む CP を大規模に保有していたのが機関投資家とりわけ MMMF であった (図 5-1-10)。1981 年以前には、MMMF による CP 保有が極めて少なかったため、機関投資家全体でみた CP の保有比率は極めて少なかった。例えば、1978 年における機関投資家全体での CP 保有は僅か 21% (230 億ドル) であった。しかし、1981 年に 53% (1148 億ドル) に急増したのを皮切りにおおよそ 50%、さらに 2000 年代初頭には 60% 近くが機関投資家によって保有されるに至った。その主な要因となっていたのが MMMF による保有で、MMMF による CP 保有は 1978 年の 3% (37 億ドル) から 81 年の 33% (704 億ドル)、2002 年の 44% (4709 億ドル) と短期間に急増した。2000 年代の住宅ブームの時期に入ると海外の金融機関による投資が増加し、機関投資家の比率は低下したが、それでも 2007 年には 52% (9255 億ドル) を機関投資家が保有しており、MMMF 単独でも 38% (6726 億ドル) に及んでいた。



出典: Flow of Funds Accounts, L.208, Board of Governors of the Federal Reserve System.

ABCP の主たる満期構成は 4 日以内という極めて短期となっていた (図 5-1-11)。2001 年以降の満期 4 日以内の ABCP の比率は平均 55% に達しており、とりわけ 2004 年第 1 四半期以降に比重が高まり、2007 年第 3 四半期から 2008 年第 4 四半期には 68% から 72% と極めて高くなった。

ABCPを含むCPの主たる投資家は機関投資家、その中でも特に MMMF で、後述するように彼らは流動性と安全性を確保することが金融商品としての性質上必要であり、また保有資産の満期構成を短期にすることが規制上必要であった。ごく短期の ABCP はその必要に応えるものであるが、他方では ABCP を発行するオフバランス事業体は長期の資産を用いて短期の資産を供給するいわゆる「満期変換」を行っており、それに伴うリスクを負っていた。



出典: *Economic Research & Data, Commercial Paper*, FRBより作成。

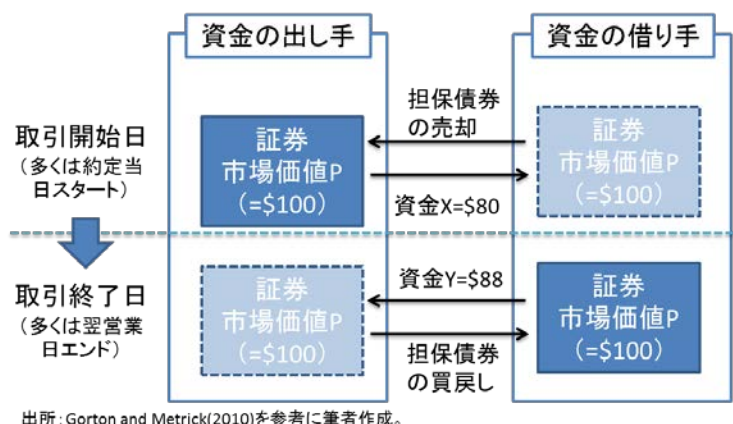
### 5.1.2. レポ取引の仕組みとその拡大

レポ取引には、取引の当事者同士が相対で証券と資金を同時に受け渡しするバイラテラル (bilateral) ・レポと当事者同士の間にカストディアン銀行 (クリアリング・バンク) を挟んでその銀行にある口座間で決済を行うトライパーティ (tri-party) ・レポの 2 種類が存在する。ここではより基本的なバイラテラル・レポの仕組みをみる (図 5-1-12)。

レポ取引は、資金の借り手となる投資家が、資金の出し手となる投資家に対し、将来のある時点 (多くの場合、翌営業日) に買い戻すことを条件に有価証券を売却し、資金を調達する。将来時点で買い戻しを行うことから、売却した証券は事実上、担保の役割を果たす。例えば、銀行がある証券を担保に X (=80 ドル) をオーバーナイトで借り、翌日 Y (=88 ドル) で買い戻したとする。この時、「買い戻し額 - 借入額」が借入に対する利子となり、これを借入で割ったもの (= (Y-X) / X) をレポ・レートという。この取引の場合は、(88 - 80) / 8 = 10%となる。



図5-1-12 レポ取引(バイラテラル・レポ)の仕組み



通常、貸し手は担保として使われる証券の市場価値と同等か、あるいはより少額しかレポ取引で資金を貸し付けない。なぜなら、借り手の買戻しが不可能になった場合に、担保を処分して資金を回収する必要があるため、担保となる資産の流動性や信用リスクを考える必要があるからである。そのため、担保となる資産に対する貸出上限  $X$  が設定される。担保となる証券の市場価値  $P$  (=100 ドル) とした場合、貸出上限額  $X$  を割った  $X/P$  を「担保掛目」といい、「 $1 - \text{担保掛目}$  ( $1 - X/P$ )」をヘアカット率という。この取引では、ヘアカット率は  $(1 - 80) / 100 = 20\%$  となる。実際のヘアカット率を見てみると適格モーゲージを証券化したプライム MBS が 2~4% であるのに対し、サブプライム・ローンなどを含むトリプル A の CDO で 2~4%、トリプル A の CLO も 4%、ABS についても 3~5% となっていた (表 5-1-2)。

このバイラテラル・レポは、主にヘッジファンド等の資金運用者が投資銀行の提供するプライムブローカー業務を通じて資金調達するために利用される。一方、トライパーティ・レポは、主に MMMF やセキュリティ・レンダーが保有する現金を運用するために、投資銀行、主としてプライマリーディーラーと取引するのに利用される。バイラテラル・レポと異なるところは、受け入れる担保の管理をカスタディアン銀行に委託する点にある。トライパーティ・レポでは、取引の当事者の間に J.P.モルガン・チェースかバンク・オブ・ニューヨーク・メロンをカスタディアン銀行として介在させ、両行に開設した口座内で現金と担保の受け渡しを行う。そして、両行はレポ資金の出し手に代わって差し入れられた担保が、ヘアカット率、市場価格、担保の種類などのレポの契約条件に合致しているか管理する。すなわち、MMMF やセキュリティ・レンダーはレポ取引に関わるリスク管理をカスタディアン銀行に代行してもらうことで安全性を確保しているのである (Krishnamurthy et al., 2013, pp.9-11; Adrian et al., 2012, pp.4-6)。

表5-1-2 代表的なヘアカット率(%)

|                  | 2007年4月 | 2008年8月          |
|------------------|---------|------------------|
| 米財務省証券           | 0.25    | 3                |
| 投資適格債            | 0-3     | 8-12             |
| ハイールド債           | 10-15   | 25-40            |
| 株式               | 15      | 20               |
| 投資適格企業のCDS       | 1       | 5                |
| レバレッジド・ローン(シニア)  | 10-12   | 15-20            |
| レバレッジド・ローン(メザニン) | 18-25   | 35+              |
| ABS CDOs: AAA    | 2-4     | 95 <sup>1</sup>  |
| AA               | 4-7     | 95 <sup>1</sup>  |
| A                | 8-15    | 95 <sup>1</sup>  |
| BBB              | 10-20   | 95 <sup>1</sup>  |
| エクイティ            | 50      | 100 <sup>1</sup> |
| AAA CLO          | 4       | 10-20            |
| プライムMBS          | 2-4     | 10-20            |
| ABS              | 3-5     | 50-60            |

出所: Citigroup; Morgan Stanley Prime Brokerage; and IMF staff estimates.

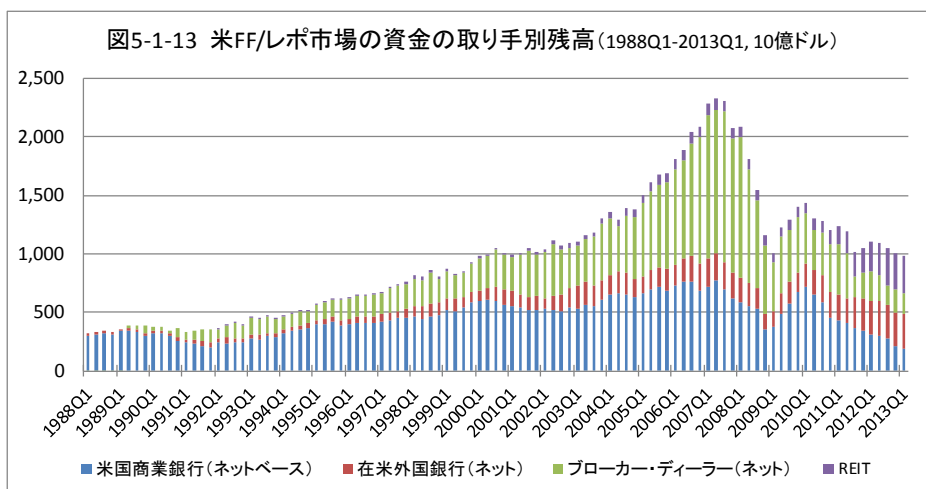
<sup>1</sup>Theoretical haircuts as CDOs are no longer accepted  
出典: IMF, *Global Financial Stability Report*, October 2008, p.42

レポ市場については包括的なデータは存在しないため、ここではFRBの*Flow of Funds Accounts*にあるFF・レポ市場のデータを元にレポ市場について論じる(図5-1-13)。レポ市場を通じた資金のやりとりは、1990年代以降とりわけ2003年頃から急速に増加している。

レポ取引を通じた金融機関による金融資産の提供、すなわち資金の取り入れは1991年第1四半期の3581億ドルから2007年第2半期には2兆3680億ドルまで増大した。1990年以降にこのレポ市場で短期の資金を調達していたのは、投資銀行や商業銀行であった。1990年代以降、投資銀行(ブローカー・ディーラー)のレポ市場を通じた資金調達が顕著に増加しており、2000年代、とりわけ2007、8年にはFF市場・レポ市場を通じたネットでの資金調達のうち約50%が投資銀行によるものだった。そのため、レポ市場は、主に預金を持たない投資銀行やモーゲージバンカーの資金調達手段となっており、商業銀行はこれらの金融機関に対し資金を供給する役割を担っていたとされている(FCIC, 2011, pp.114-115)<sup>8</sup>。ただ、ネットでみた場合、商業銀行は2000年代において投資銀行に次いで多くの資金をレポ市場から取り入れていた。データの制約でグラフにはFF市場からの資金調達が含まれることから、それを差し引いて考える必要があるが、FF市場の規模は2006年9月末で約3250億ドルとされており<sup>9</sup>、同時期のネットでのFFとレポでの調達残高が7620億ドルであることから、約4400億ドルをレポ市場で調達していることになる。これは、同時期の投資銀行の調達額9630億ドルには及ばないものの、資金の取り手としては投資銀行に次ぐ規模となる。

<sup>8</sup> FCIC (Financial Crisis Inquiry Commission, 金融危機調査委員会)は、2009年に連邦議会直属の委員会として設立されたサブプライム金融危機の原因を調査する委員会である。

<sup>9</sup> FDICのCall Reportのデータ参照(日本銀行金融局, 2007, 4頁)。

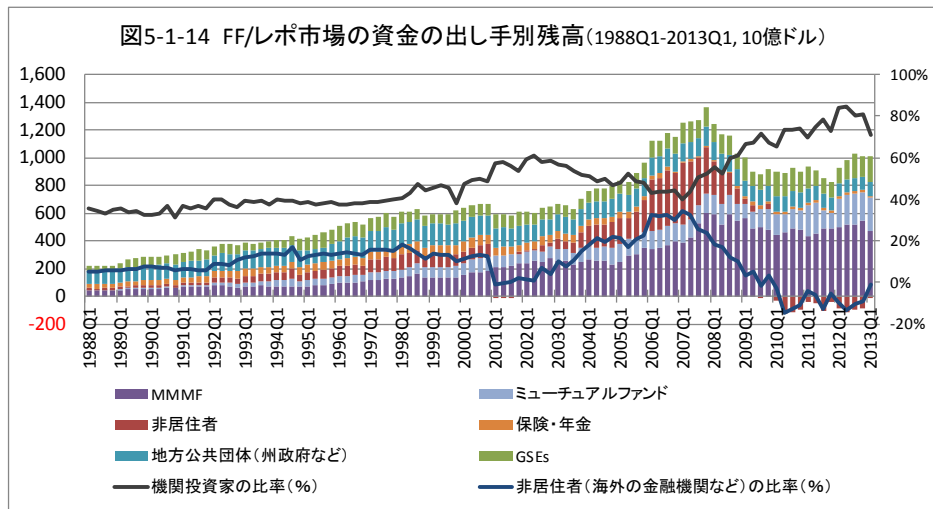


出所: Flow of Funds Accounts, Board of Governors of the Federal Reserve System.

一方、レポ市場に資金を供給していたのは、前述のように機関投資家、とりわけ MMMF であった(図 5-1-14)。1980 年代以降、機関投資家はレポ資金の 40%弱を供給していたが、1990 年代末から増加に転じ、2002 年の第 2 四半期には 61% (3910 億ドル) を供給するに至った。その後、外国金融機関などの海外投資家が増加したことで 2007 年にかけて比重が低下したが、2007 年第 1 四半期でも 40% (5250 億ドル) を供給していた。その後、金融不安が高まる中で海外投資家が資金の引き上げを加速させたことで、2012 年 2 四半期に全レポ資金供給の実に 85% (7480 億ドル) を機関投資家が供給するに至っている。

機関投資家の中でも比重が高いのが MMMF とミューチュアルファンドで、MMMF は 1980 年以前には全資金供給に占める割合が 10%にも満たなかったが、その後、急速に比重を伸ばし、2001 年には 30%を超え、サブプライム問題が表面化する前の 2006 年第 4 四半期の段階で全供給の 34% (3950 億ドル) を供給し、信用逼迫が生じていた 2007 年第 4 四半期には実に 44% (6060 億ドル) を供給していた。サブプライム金融危機で外国投資家からの資金が流入から流出に変わった後は、全資金供給の 60% (約 4800 億ドル) を占める最大の資金供給者になっている。

また、ミューチュアルファンドもレポ残高が急増した 2006 年から 2008 年にかけて比重が下がったものの、2000 年代初頭や 2009 年以降には 15%前後の資金を供給していた。特に 2009 年以降は全体の 5 分の 1 から 4 分の 1 に近い資金を供給している。サブプライム問題が表面化する前の 2006 年第 3 四半期の段階で全供給の 12% (1390 億ドル) を供給し、リーマン・ショック前の 2008 年第 2 四半期にも 13% (1500 億ドル) と供給額は比較的安定していた。危機後、ミューチュアルファンドを通じたレポ資金の供給は比率・金額共に増加傾向にあり、2013 年第 1 四半期には 24% (2410 億ドル) に及んでいる。



### 5.1.3. MMMF による短期金融資産の保有

MMMFはミューチュアルファンドの一種であり、1971年に登場して1970年代のディスインターメディアーションの中で成長した。1974年に24億ドルだった資産残高は、91年には5350億ドル、2006年には2兆2963億ドルとなり、2008年には3兆7573億ドルに達した。その結果、1998年には家計部門の保有する現金・決済性預金を上回り、2008年には家計部門の全金融資産の3.4%を占めた<sup>10</sup>。MMMFはアメリカで流動性が高く、かつ信用リスクの低い銀行預金に代わる資金運用手段として広く投資家の間で普及していた。通常のミューチュアルファンドの場合、そのリターンはファンドの基準価格の変動によって示されるが、MMMFでは基準価格は常に1ドルに固定され、利回りが変動することでリターンが示されるいわゆる「安定的NAV (Net Asset Value)」が採用されていた。こうすることで銀行預金と直接利回りを比較可能な、代替的な金融商品としての見目を備えていた。ただ、銀行預金とは違い、本来MMMFは元本保証が付された金融商品ではない。そのため、MMMFには元本割れのリスクが伴っていたが、それを防ぐために厳格な規制と回避手段が用意されていたことから、事実上、元本保証がある商品とみなされていた。この点も一般的なミューチュアルファンドと異なる点である。

1940年投資会社法は、MMMFが投資できる証券とその資産構成について、(1) 総資産の95%以上を、2つの格付機関から最上位格付を得た満期まで397日以内の証券、もしくは政府債で構成すること、(2) 残りの5%は、2つの格付機関から上位2位以内の格付を得た満期まで397日以内の証券であること、(3) 組み入れ証券の平均残存期間を90日以内にする事(4) 組み入れ証券の格下げ・デフォルトが発生した場合、速やかに市場で売却することを求めている。

また、組み入れ証券の格下げ・デフォルトがあった場合に、それを市場で売却してしま

<sup>10</sup> データは、FRB, Flow of Funds Accounts より。

うと元本割れが起こる可能性が高い。そのため、親会社は傘下のMMMFに対し「資産の買取り」や「資本注入」、「信用状の発行」などの元本割れを防ぐ手段をとれるようになっていた（岩井・三宅，2008，165-167頁；Nocera, 1994，邦訳 127-128頁）<sup>11</sup>。

つまり、投資対象を高い格付を得た流動性と安全性の高い資産に厳しく限定することで、元本価値を維持するような規制を作り、さらに組み入れ証券の格下げ・デフォルトには運営元の親会社からの保証を受けることで元本価値を維持する構造となっているのである。親会社も元本割れを起こせば、投資家からの信託を大きく損なうことになるため、レピュテーション・リスクを考えて元本割れを防ぐように行動する。実際、MMMFの元本割れとそれに伴う清算は、1971年からサブプライム金融危機まで1994年の1例のみであった。そのため、MMMFは事実上、元本保証のある金融商品であると投資家から認識されていた。

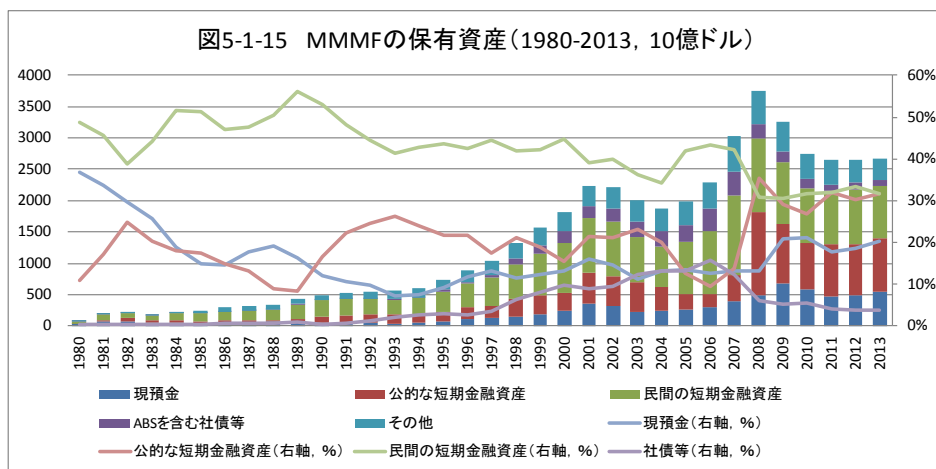
ただ、中央銀行の流動性供給へのアクセスを有し、究極的には預金保険によって元本保証がなされている銀行預金と違い、MMMFの元本保証はファンドの運営元となる親会社の資本力によって限界が画される。親会社の資本力が不十分で、十分な保証をMMMFに提供できない場合には、適格外になった証券を市場で投げ売りせざるを得なくなる。そのため、MMMFは元本割れを防ぐために、集めた資金を高格付けかつ満期の短い資産で運用する必要があった。それに合致していたのが、流動性の高い短期のABCPや高格付けの資産を担保とする短期のレポ取引、さらにトリプルA格付を得た短期の証券化商品などであった。

実際にMMMFの保有資産を見てみると、CPとレポ取引による民間の短期金融資産によって占められていた（図1-5-15）。2006年には保有資産全体の17%（3498億ドル）をレポで、26%（6008億ドル）をCPで保有しており、民間の短期金融資産の占める割合は43%（9957億ドル）に及んでいた。一方、国債、政府機関債、GSE債などの公的な短期金融資産の比率は1990年代初頭には高率であったが、2003年以降低下傾向にあり、2006年には9%（2165億ドル）を占めるに過ぎなかった。民間発行の証券化商品の保有に関しては個別の分類がないため、正確なことは不明だが、ABSを含む社債等の項目が1990年代末から2006年にかけてにわかに比重を高めている。社債等は1997年には全資産の3%（364億ドル）を占めるに過ぎなかったが、2006年には16%（3609億ドル）と金額ベースで10倍近い増加を示している。規制の関係上、MMMFは満期の長い証券やリスクの高い証券を保有できないことから、高格付けの社債以外に高格付けのMBSやABS、CDOなどの民間発行の証券化商品を保有していたと考えられる。実際、MMMFはABSのトリプルA格付のトランシュの

---

<sup>11</sup> 厳密には投資家が不利益を被らないよう、親会社がMMMFとの間で資産の売買や保証を取り交わすことが禁じられている。そのため、1940年投資会社法のもとの買い取りは、格下げやデフォルトなどによって「適格証券」でなくなった証券を現金で、かつMMMFの投資家に有利な価格（「市場価格＋経過利子」もしくは「償却減価＋経過利子」のうち大きい方）である場合に限られる。この条件を満たさない買い取りや保証を行う場合には、SECからノーアクションレターを出してもらう必要がある。

26%を保有していたというデータが存在する<sup>12</sup>。

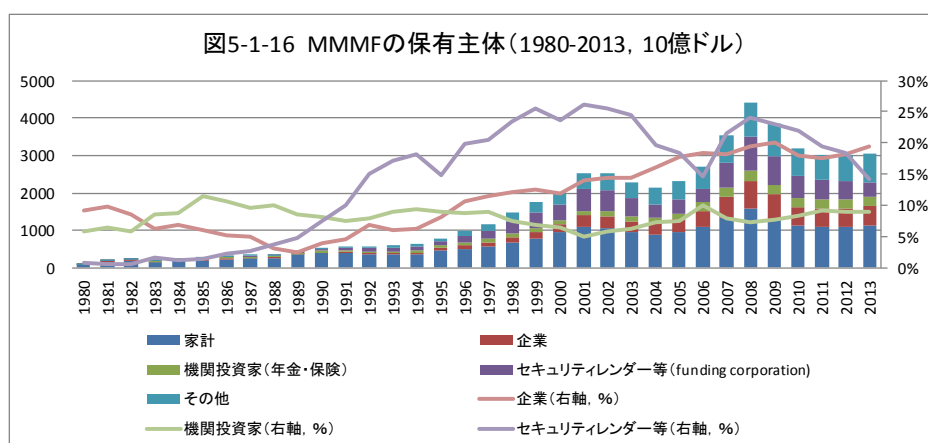


MMMF は、ミューチュアルファンドの一種で、一般大衆の資金を受け入れる銀行口座の代替物であることから機関投資家に該当する。実際、残高別の MMMF の保有主体を見てみると、家計部門が今日に至るまで最大の保有主体となっている（図 5-1-16）。ただ、1980年代に比べるとその比率は減少してきており、1980年代に平均 83%（平均 2060 億ドル）だった保有比率は、2000年から2008年にかけて平均 47%（1兆 1040 億ドル）と、実額では増加しているが比率は大きく低下している。その一方で比率を高めたのが企業部門と機関投資家、そして機関投資家の現金担保を運用するセキュリティ・レンダーであった。企業部門の MMMF への投資額は 1980年代の平均 6%（138 億ドル）から 2000年から 2008年の平均 16%（3873 億ドル）にまで増加している。セキュリティ・レンダーを含んだファンディング会社の MMMF 保有は、平均 2%（61 億ドル）だったものが、平均 22%（5217 億ドル）と大きく増加しており、これに機関投資家の平均 7%（1678 億ドル）を加えると ICP による需要が平均 45%と過半数近くなる。

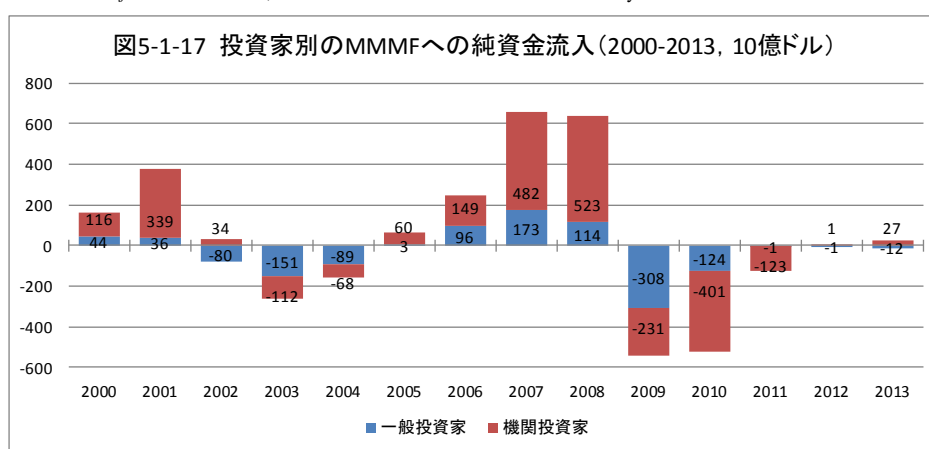
また ICI によれば、2000年代以降とりわけ 2005年から 2008年にかけて新規純流入のほとんどが他の機関投資家からのものとなっていた（図 5-1-17）。2005年には純流入の 95%（600 億ドル）が機関投資家によるものであり、2008年にも 82%（5230 億ドル）という極めて大きな割合であった。

したがって、MMMF には家計などの一般大衆を対象とするリテール向けの機関投資家としての役割と機関投資家向けに民間の短期金融資産を供給するホールセール向けのサービスを提供する機関という 2つの側面が存在していることになる。

<sup>12</sup> *Financial Times* (2008.7.1)より。



出所: Flow of Funds Accounts, Board of Governors of the Federal Reserve System.



出典: 2014 Investment Company Fact Book, Figure 2.18, ICI.

#### 5.1.4. 機関投資家による証券化商品の保有

以上のようにCP市場およびレポ市場において、MMMFを含む機関投資家による資金運用の需要が極めて大きいことが分かる。ところで、民間発行の証券化商品は短期の金融資産としてみた場合にはどう位置づけられるであろうか。前述のようにMMMFがABSのトリプルAトランシュの26%を保有していたという断片的なデータは存在するが、民間発行のABS、MBS、CDOの保有状況を示す包括的な統計は存在しない。GSEやエイジェンシーを通じた証券化商品についてはFRBのFlow of Funds Accountsにデータが存在しているが、ABSや民間ABSの保有については事実上、統計の整備は端緒についたばかりであり、2000年代のABSの保有状況は平均で35%しか捕捉できていない<sup>13</sup>。そのため、ここではBlundell-Wignall

<sup>13</sup> FRBのFlow of Funds AccountsのL.212は社債及び外債の負債・資産の状況を示したものであるが、この債務項目の1つにABS発行体の債務が存在する。しかし、各経済主体の資産としての保有については、ごく一部の経済主体にだけMBS及びその他ABSの項目が存在する。そのため、MBS及びその他ABSの項目を足し合わせてもABS発行体の債務の35%程度(2000-2010年)にしかならないのである。米国内でのABS発行の情報ですら、十分捕捉できない状況であり、CDOのようにケイマン諸島などのオフショアにSPVが設立され、証券化が行われている場合には捕捉はより困難な状況である。



(2007)の推計を利用して保有状況を把握する (表 5-1-3)。

推計によれば、2007年6月にアメリカでは3兆ドルの Structured Finance CDO (SF CDO) の発行残高があったが、そのうちの 46.5%がヘッジファンドに、24.9%が投資銀行・商業銀行によって保有されていた。それに対し、機関投資家にあたる保険会社が 9.8%、ミューチュアルファンドや年金基金などが該当すると考えられるアセットマネージャーが 18.8%となっている。したがって、機関投資家の保有する CDO は発行残高全体の 30%に満たないこととなる (*ibid.*, p.33)。さらに、短期の金融資産として見た場合には、償還期間が最も短いトリプル A の保有では銀行が最大の保有者 (14.5%) となっており、保険会社 (6.9%) とアセットマネージャー (5.8%) による保有はその半分にも満たない。機関投資家が CDO などのサブプライム関連証券の投資に直接コミットしていないということは前出の表 5-1-1 でも見られ、ミューチュアルファンド・年金基金によるサブプライム関連投資残高は 2007 年に全体のわずか 4.4% (143 億ドル) に過ぎない、損失も 2.7% (-1.9 億ドル) となっておりかなり限定的である。逆に CDO の保有残高の少なかった保険会社は、25.7% (837 億ドル) の投資残高と 21.6% (-151 億ドル) という大きな損失を出しているが、これは証券化商品への直接の投資ではなく、モノラインや CDS の引受けを通じたエクスポージャーであると考えられる。

表5-1-3 CDOの買い手(推計値)  
(delta-adjusted per cent)

| CDOトランシュ  | 保険会社 | ヘッジファンド | 銀行   | アセットマネージャー |
|-----------|------|---------|------|------------|
| AAA       | 6.9  | 12.1    | 14.5 | 5.8        |
| AA        | 1.2  | 4.0     | 3.5  | 4.0        |
| A         | 0.3  | 4.6     | 1.4  | 2.9        |
| BBB       | 0.6  | 4.3     | 0.3  | 4.0        |
| BB        | 0.0  | 2.3     | 0.3  | 0.3        |
| Equity    | 0.9  | 19.1    | 4.9  | 1.7        |
| 合計(%)     | 9.8  | 46.5    | 24.9 | 18.8       |
| 合計(10億ドル) | 295  | 1,396   | 746  | 564        |

出所: 民間投資銀行の推計。2007年6月。

出典: Blundell-Wignall(2007, p.45)。

したがって、民間の短期金融資産の需要が拡大する一方で、銀行の貸出債権を証券化したものを OTD モデルが想定するように機関投資家が直接保有しているという単純な関係にないことが分かる。この点を理解するためには、「金融市場の機関化」が進展する中で投資銀行や商業銀行がどのようにビジネスモデルを変化させていったのかを理解する必要がある。

## 5.2. OTD モデル下の投資銀行業、商業銀行業

この節では、1990 年代以降の商業銀行業と投資銀行業が、金融市場の機関化の進展とニューディール型銀行システムからの転換の中でビジネスモデルをどのように変化させていったのか明らかにする。そうすることで、OTD モデルにおける機関投資家の活動との関わりとそこから利益を上げる構造を明らかにする。

アメリカでは、1991 年の FDICIA 以降、金融システムの転換が進み、2000 年代初頭には Originate to Distribute Model (OTD モデル) が形成されるに至った。その中で、彼ら



が志向したのが非金利収入の獲得、すなわち資産売却や証券化業務、トレーディング業務、生命保険業務、そして伝統的投資銀行業務（アドバイザー業務、ブローカー業務、引受け業務）を通じて利益を得ることであった。

投資銀行は1960年代以降に生じた証券市場での発行増大と種々の金融革新にいち早く対応し、CMA（Cash Management Account）を開発するなど自らもアセットマネジメント業務を拡大して機関化に積極的に関わる一方で、ブローカー業務や引受け業務などの伝統的業務からの利益が減少していった。そのため、1990年代以降、投資銀行は証券化やデリバティブなどのトレーディング業務、自己勘定投資、ヘッジファンド向けのプライムブローカー業務など従来の伝統的投資銀行業務とは異なる新たな業務を展開し収益を上げるようになる。本節ではまず「金融市場の機関化」が進展する中で投資銀行業が置かれた状況と1990年代以降にどのようなビジネスモデルを志向したのかについて論じ、つぎに1990年代以降の商業銀行業について論じる。

#### 5.2.1. 「金融市場の機関化」の投資銀行業への影響とその対応

投資銀行業について論じるには、その業務を特定する必要がある。投資銀行の業務は多岐に渡っており、また時代と共に変化してきている。ただ、最も狭義のものとして、証券発行市場における引受け業務とM&A等アドバイザーを投資銀行業務としており、本稿ではこれに顧客の証券取引の注文を取引所に取り次ぐブローカー業務とマーケットメイクのためのディーリング業務、すなわち自己資金での投資（プロプライアタリー取引）を除くトレーディング業務までを伝統的投資銀行業務とする<sup>14</sup>。

アメリカの投資銀行は1975年以降、ブローカー業務からの収益減少に直面した。そのため、1980年代にはM&Aブームの中でM&Aアドバイザー業務や証券化業務を、さらに1990年代以降には新たにヘッジファンド向けのプライムブローカー業務を拡大して機関投資家向け、資金運用者向けのサービスを提供することで対応しようとした。また、投資銀行自身もミューチュアルファンドやヘッジファンドなどのファンドを運営するアセットマネジメント業務を拡大すると共に、自己勘定取引に基づくプロプライアタリー取引やプリンシパル・インベストメント業務への進出など、自らもリスクをとって投資するようになる。こうして投資銀行は、引受け・アドバイザー・トレーディングを中心とする仲介業務から機関投資家向け、資金運用者向けの業務を拡大しつつ、自らもリスクを取り積極的に投資を行う資金運用者へ変貌していったのである。

#### A. 伝統的投資銀行業務の収益性低下と「金融市場の機関化」への対応

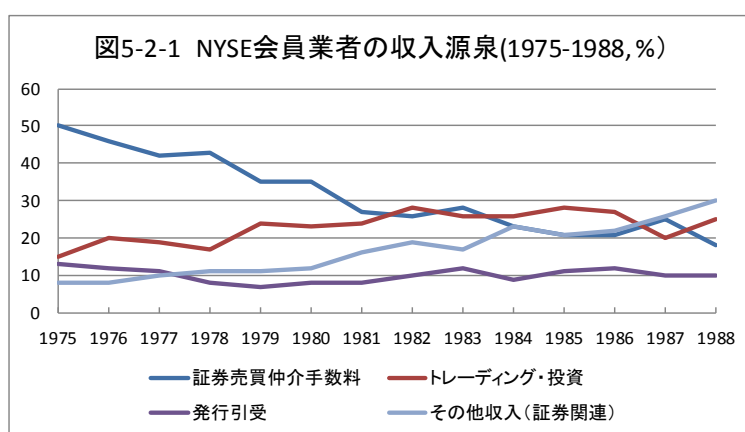
投資銀行の伝統的業務分野では、1975年の株式売買手数料の自由化、1982年の証券公募発行の一括登録制度の導入決定とその実施が、ブローカー業務と引受け業務での競争激化

---

<sup>14</sup> 投資銀行業務の整理については、牛窪（1999, 32-34頁）、松川（2005, 6-12頁）を詳しくは参照。

を引き起こし、同業務からの収益性を低下させた。

トレーディング業務では、「株式流通市場の機関化」の結果として生じたNYSEの固定手数料制の廃止により、ブローカー業務から得られる手数料収入が減少した。これは機関投資家を対象とするブロックトレーディングに対する手数料の引き下げと、チャールズ・シュワブに代表されるディスカウント・ブローカーによる個人投資家向けの手数料引き下げという二側面があったが、1株当たりの手数料の減少は前者の方が大きかった。SECの調査によれば、1株当たりの手数料は1975年5月から79年6月までの4年間に機関投資家が53.8%、個人投資家が8%低下した。その結果、平均ロットでの1株当たり手数料は、機関投資家で12.0セント（平均ロット2034株）、個人投資家で27.6セント（同400株）となった（二上，1997，3-4頁）。その結果、1975年には50%に及んでいた証券会社の収入に占める手数料収入が、85年には20%程度まで減少した（図5-2-1）<sup>15</sup>。



注：88年は1-9月。

出典：Hayes et al., 1989, p.370.

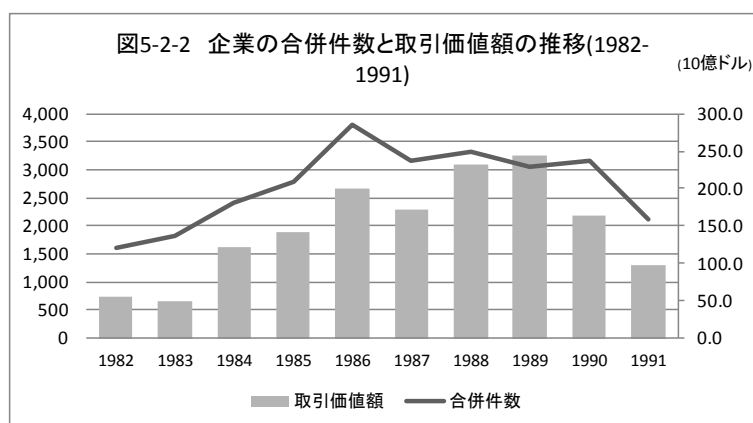
引受業務では、従来モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、ファースト・ボストンの老舗投資銀行と、数多くの個人投資家を顧客に持ち販売力に優れるメリルリンチ、機関投資家向けのブロックトレーディングに強いソロモン・ブラザーズの5社が引受けシンジケートの幹事行をほぼ独占していた。しかし、1960年代後半の社債発行の急増は、大量の証券を顧客に迅速に販売する能力を必要とし、その結果、販売力に優れたメリルリンチの力が強まった。1982年に導入が決定され、2年の試行期間を経て正式に導入された一括登録制度は公募証券の販売手続き・情報開示手続きを大幅に簡略化し、短期間での発行が可能になった反面、販売にかけることのできる時間も大幅に短縮されることになった。そのため、シンジケート団を組織するのではなく単独での引受けが求められるようになり、資金力が不足する中小規模の投資銀行が排除される一方、大投資銀行間での引き受け競争が激化した。その結果、ソロモン・ブラザーズやメリルリンチの地位がさらに高まった一方、競争の激化により証券引受の手数料は1990年代前半に株式で約3%、債券で約0.6%だったものが、2000年代半ばにはそれぞれ約1%と0.1%以下まで低下した（松井・西川，1989，

<sup>15</sup> SEC, *Annual Report* より。

264-266 頁， 357-361 頁；牛窪， 1999， 40 頁；新形ほか， 2009， 55-56 頁）。

こうした伝統的投資銀行業務の収益性の低下に対し，投資銀行はレーガン政権下で 1980 年代に企業部門のリストラクチャリングが活発化するなか，M&A アドバイザリーから収入を得ると同時に，機関投資家に対し買収に伴う株価上昇と買収資金の調達に使われる高利回りのジャンクボンドを提供した（図 5-2-2）。M&A 等のアドバイザリー業務では，財務戦略アドバイスによる手数料収入に加え，M&A や財務構成の変更等に伴う各種の投資銀行業務を受注する機会が存在する。そのため，投資銀行は M&A ブームの中でアドバイザリーを行って企業側から利益を得るだけでなく，つなぎ融資やジャンクボンドの引受けから大きな利益を得た。その結果，大手投資銀行の M&A に関連する投資収益は，1980 年代後半に収益の約半分を占めるに至った（牛窪， 1999： 34 頁）。

また，投資銀行は第 3 章でみた証券化業務についても，ABS 発行に際しての引受・販売業務を行うだけでなく，証券の構造が目的に合致するよう発行体に対し，法律・規制・会計・税制全ての面で協力しており，証券化に欠かせない存在だった（ペーベル， 1989， 5-6， 21-24 頁）。投資銀行は，証券化商品を需要者が望む金融商品として作り出す役割を果たしていたのである。



出典: *Merger & Acquisitions*, May/June, 1992. p.43.

さらに，1990 年代に入りヘッジファンドの活動が活発化すると，投資銀行はそのバックオフィス機能を提供するプライムブローカー業務を活発化させた。この業務はヘッジファンドに包括的な金融サービスを提供するもので，ヘッジファンドが活動する上で必要となる資金決済の管理，帳簿管理・記録を代行することに加え，取引の執行・決済サービス，投資に必要な資金（マージン・ローン）や有価証券の貸付サービスを提供するものである。さらにヘッジファンドの立ち上げ時にはノウハウを提供したり，投資家を紹介したりもする。これらのサービスを提供する見返りに投資銀行はヘッジファンドが保有する証券のカストディアン業務を請け負う（関村， 2009a， 113-114 頁；日本銀行， 2005， 8-9 頁）。

2000 年代には，大手の投資銀行数行がプライムブローカー業務で大きなシェアを占めていた。公式な統計が存在しないため，断片的なデータとなるが，2006 年 4 月段階でモルガン・スタンレー（23.2%），ベア・スターンズ（20.6%），ゴールドマン・サックス（18.1%），

UBS (7.1%) の4社で約7割を占めていた<sup>16</sup>。そして、Mustier and Dubois (2007)によれば、主要な投資銀行はヘッジファンドに対するプライムブローカー業務の提供を通じて、2005年に世界全体で88億ドルの利益をあげていた。その内訳は、決済・カストディアン業務から12億ドル、取引の執行・決済サービスから34億ドル、マージン・ローン及びセキュリティ・レンディングから42億ドルで、さらにその他にトレーディング業務においてヘッジファンドとの取引で170億ドルの利益をあげていた。これらの投資銀行によるヘッジファンドとの取引の利益は、投資銀行業界全体の収益の約25%を占めていた (*ibid.*, p.89)。

投資銀行がプライムブローカー業務に傾注していたことを示すデータは他にも存在している (表5-2-1)。Blundell-Wignall (2008)の推計によれば、主要投資銀行10行のプライムブローカー業務を通じたリスクエクスポージャーは、2007年末で3兆2673億ドルに及んでいた。それに対し、10行のTier I自己資本が合計4232億ドルなので、レバレッジ7.7倍というかなり大きなリスクをとっていることになる。同様の推計を2006年に行った際にはリスクエクスポージャーが2兆9260億ドル、Tier I自己資本が4080億ドルであったので1年間で約12%リスクエクスポージャーが増加し、レバレッジも7.2倍から7.7倍へと増加傾向にあり<sup>17</sup>、2000年代に投資銀行がヘッジファンド向けの業務を積極的に展開していたと推測される。

表5-2-1 プライムブローカー業務を通じたリスクエクスポージャー(2007年, 10億ドル)

|                | セキュリティ・レンディング | リバースレポ | デリバティブ契約 (PRV) | マージン・ローン | 計      | 自己資本 (Tier I) |
|----------------|---------------|--------|----------------|----------|--------|---------------|
| UBS            | 54.3          | 352.5  | 273.7          |          |        | 38.1          |
| クレディ・スイス       | 45.8          | 148.8  | 65.3           |          |        | 31.5          |
| ドイチェ・バンク       | 15.1          | 203.2  | 89.8           |          |        | 35.1          |
| ゴールドマン・サックス    | 28.6          | 85.7   | 105.6          |          |        | 42.7          |
| モルガン・スタンレー     | 110.4         | 126.9  | 77             |          |        | 32.1          |
| J.P. モルガン・チェース | 10.9          | 169.3  | 77.1           |          |        | 88.7          |
| リーマン・ブラザーズ     | 53.3          | 162.6  | 44.6           |          |        | 23.1          |
| メリルリンチ         | 55.9          | 221.6  | 72.7           |          |        | 31.6          |
| シティグループ        | 67.1          | 98.3   | 76.9           |          |        | 89.2          |
| ベア・スターンズ       | 3.9           | 27.9   | 19.7           |          |        | 11.1          |
| 10社合計          | 445.3         | 1596.8 | 902.4          | 322.8    | 3267.3 | 423.2         |

出典: Blundell-Wignall(2008, p.18, table.6)より筆者作成。

投資銀行はプライムブローカー業務を通じてヘッジファンドに前述のバイラテラル・レポで資金を提供し、さらにヘッジファンドの預かり資産を担保にトライパーティ・レポを行って資金を調達していた<sup>18</sup>。さらに、後述するセキュリティ・レンディングを通じて、年金基金や生命保険会社などの機関投資家の同意の下、カストディアンから有価証券を借入れ、ヘッジファンドに貸し付けていた。プライムブローカーを通じたヘッジファンドへの資金供給と証券貸付は、2000年以降ヘッジファンド市場の機関化が進展し、大量の資金流入で市場での裁定機会が減少する中で、ヘッジファンドがレバレッジを拡大することを

<sup>16</sup> The Economist July 9<sup>th</sup> 2008.

<sup>17</sup> Blundell-Wignall (2007, p.49)の Table.6 より。

<sup>18</sup> 投資銀行はカストディアン業務を請け負うことで預かったヘッジファンドの有価証券を、自らの取引の担保として再利用することができた。これをリハイポセケーション (rehypothecation) といい、アメリカではヘッジファンドの負債額の140%まで利用可能であった。

可能にした。また、ヘッジファンドは証券化商品のエクイティ・トランシュの投資家であり、投資銀行のヘッジファンド向け業務の拡充はOTDモデルを支える上で重要な役割を果たしていた。

## B. 投資銀行による資金運用業務の拡充

投資銀行は、「金融市場の機関化」という金融環境の変化に対応して、M&A アドバイザリー業務や証券化業務、プライムブローカー業務を拡大する一方で、自らも自己資金を用いて投資を行う資金運用業務に進出していった。進出した資金運用業務には大きく分けて、機関投資家業務であるアセットマネジメント業務と自己勘定取引であるプロプライアタリー（プロップ）取引、プリンシパル・インベストメント（マーチャントバンキング）業務があった。

アセットマネジメント業務は、「ファイナンシャル・サービスを核とする長期・包括的な資産運用サービス」（牛窪，1999，43頁）を提供するもので、資金の運用管理受託や投資顧問業務などが該当する。この中にはミューチュアルファンドの組成・運用や1977年にメリルリンチが導入したCMA（cash management account）、1980年代後半に利用が増加したラップ口座が含まれる。CMAは1971年に登場した MMMF を核とする総合口座で、口座の保有者は投資家として高利回りの MMMF で資金を運用し、投資相談を受けると同時に、預金者として小切手の振り出しやクレジットカードの利用、現金の引き出しが可能だった。つまり、CMA は実質的に「証券口座であると同時に銀行類似口座」（西川・松井，1989，285頁）であるといえる。これは少額貯蓄層が求める元本の流動性・安全性の条件を維持しつつも、高い利回りを狙えるという点で画期的だった。メリルリンチにとって、CMA の収益性は口座手数料のみ（当初、年間28ドル）で決して高いものではない。しかし、このような総合口座の導入を通じて顧客の囲い込みが進むこととなった。1999年のグラム・リーチ・ブライリー法の制定後は、投資銀行が子会社として商業銀行を保有できるようになったことから実際に預金口座となったものもあり、その場合には FDIC の預金保険が適用されることとなった。このような資産管理業務には他にもラップ口座（wrap account）と呼ばれるサービスも存在していた（前掲，284-286頁；牛窪，1999，42-44頁；関村，2009a，100頁）。これらは紛れもなく機関投資家が提供してきたサービスへの参入を意味しており、投資銀行は「金融市場の機関化」にかなり早い段階から対応し、自らも同様の業務に進出することで利益をあげようとしていたことを示している。

次に自己勘定取引の拡大についてである。アメリカの大手投資銀行は1980年代以降、パートナーシップの組織形態を変更し、株式公開を行うことで資金調達を行って自己勘定投資を拡大してきた。アメリカの投資銀行がパートナーシップ形態を採っていたのは、そのビジネスが顧客との長期的な関係を重視し組織に蓄積された人材や評判に基づく暗黙知に依拠したものだだったからであった。しかし、1980年代以降、伝統的投資銀行業務の収益性が低下する一方で証券発行の単独引受けの拡大やコンピュータシステムに対する投資の拡

大など資本力を高める必要が増していった。バックオフィスのコンピュータ化から始まる投資銀行のコンピュータ投資の拡大は、標準モデル手法の導入を促進することで仲介業務に関する暗黙知の側面を激減させた一方、モデルを利用した自己勘定取引で利益を上げることを可能にした。その結果、いち早く株式公開を行っていたメリルリンチ（1971年）を除く主要な投資銀行が1980年代以降、ニューヨーク証券取引所で株式公開を行うと共に資金調達を行った。具体的には、1981年ソロモン・ブラザーズ、84年リーマン・ブラザーズ、85年ベア・スターンズ、86年モルガン・スタンレー、そして1999年にゴールドマン・サックスが株式公開を行った。こうして資本力を強化した投資銀行は、自己勘定取引を拡大していくのである（Morrison and Wilhelm, 2007, pp.46-53；沼田，1999，1-4頁）。

自己勘定取引は、いずれも仲介業務として行っていた伝統的投資銀行業務に自己資本を投下し、自らリスクを取ることで利益を上げるものである。まず、プロップ取引は伝統的投資銀行業務のディーラー業務をより積極的に展開したものである。すなわち、顧客に対するマーケットメイクとして有価証券を保有することがディーラー業務であるが、これをさらに積極化して顧客の預かり資産や自己資金を用いてロングポジションやショートポジションを形成し市場リスクやクレジットリスクを取ることで高リターンを追求するのである。これにはデリバティブ取引なども含まれており、その投資戦略はヘッジファンドとほぼ同一であり、投資銀行のトレーディング部門の一部がスピアウトして投資銀行傘下のヘッジファンドとなったり、トレーディング部門に勤めていた社員が独立してヘッジファンドを設立したりと投資銀行のトレーディング部門はヘッジファンドマネージャーの供給源になっているとされる。

次に、プリンシパル・インベストメント業務もまた自己勘定による投資を行い、高リターンを追求するものである。プリンシパル・インベストメントは、伝統的投資銀行業務の引受け業務の延長上に存在しており、有価証券の引受業務において売れ残り分を買い取る契約が、有価証券以外の資産に広がることで非流動的な資産への投資が行われるようになった。その投資対象には不動産分野と未公開企業等への投資を行うプライベートエクイティ（PE）投資や、M&A取引への直接参加、証券化商品のエクイティ部分への投資などが含まれる（松川，2005，6-12頁；関村，2009a，107-110頁）。

### C. 1990年代以降のアメリカ投資銀行の収益構造

以上のような投資銀行による機関投資家および資金運用者向け業務の拡充と資金運用業務への進出という、アメリカ投資銀行のビジネスモデルの変化をアメリカの投資銀行について具体的に見ていく。ここでは、アメリカの五大投資銀行（ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、メリルリンチ、リーマン・ブラザーズ、ベア・スターンズ）がSECに提出したアニュアルレポート（10-Kレポート）を利用して、各行の収益源がどのように変化していったのかを明らかにする（図5-2-3）。

これらの5行には、ほぼ同様の傾向が見られる。まず、1990年代末から2006年、07年

にかけて収益に占める伝統的投資銀行業務の比率が低下していった。例えば、ゴールドマン・サックスとリーマン・ブラザーズは、1998年段階で純収益のそれぞれ40%（34億ドル）と35%（14億ドル）を株式・社債の引受けとアドバイザーを主体とする投資銀行業務から得ていた。しかし、その後、伝統的投資銀行業務の全収益に占める比率は低下し、2006年にはそれぞれ13%（56億ドル）と18%（32億ドル）となった。これは残り3行についても同様でモルガン・スタンレーが21%（33億ドル）から14%（48億ドル）、メリルリンチが18%（33億ドル）から15%（46億ドル）、ベア・スターンズが23%（10億ドル）から14%（13億ドル）へ低下している。いずれも実額ベースでは増加していることから、その間における伝統的投資銀行業務以外の業務からの収益がより大きく増大したことが分かる。中でも特に大きく増大したのがプリンシパル・インベストメントとプロップ取引の自己勘定投資であった。

いずれの5行でも自己勘定投資からの収益の拡大は目覚ましく、同じ1998年から2006年の間に、ゴールドマン・サックスで51億ドル（構成比60%）から256億ドル（61%）、モルガン・スタンレーで49億ドル（30%）から146億ドル（43%）、メリルリンチで29億ドル（16%）から72億ドル（23%）、リーマン・ブラザーズで14億ドル（33%）から98億ドル（56%）、ベア・スターンズで17億ドル（40%）から50億ドル（54%）と大幅に収益を増やしている。

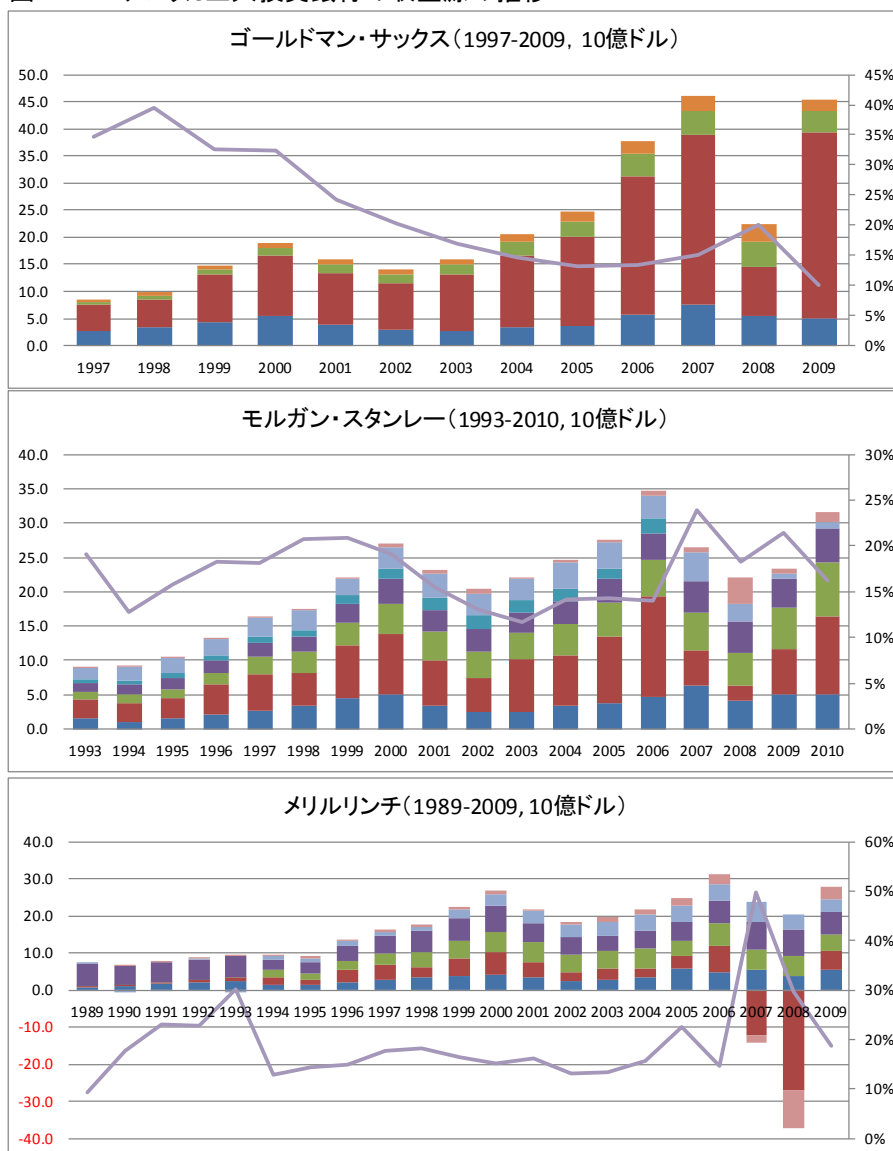
またアセットマネジメント業務からの収益も着実に拡大しており、1998年から2006年の間にゴールドマン・サックスで7億ドル（同8%）から43億ドル（10%）、モルガン・スタンレーで30億ドル（19%）から53億ドル（16%）、メリルリンチで42億ドル（24%）から63億ドル（20%）、リーマン・ブラザーズ250万ドル（0.6%）から21億ドル（8%）、ベア・スターンズ630万ドル（1.5%）から5億ドル（6%）となっている。アセットマネジメント業務については、総じて収益額は増加しているが、収益全体の構成で見た場合には、利益が1000万ドル弱のリーマン・ブラザーズとベア・スターンズを除けば、ほぼ横這いか減少傾向にある。そのため、1990年代末から2000年代初頭の投資銀行業務において拡大したのは自己勘定投資であったと考えられる。

ところで、これらのデータからではプライムブローカー業務の実態があまり見えてこない。ゴールドマン・サックスについては、1998年に7億ドル（構成比9%）だった収益が2006年に22億ドル（5%）になっており、特に2008年は34億ドル（13%）にまで拡大している。しかし、他の4行に関してはプライムブローカー業務を個別の項目として扱っていないため、正確な金額は分からない。SECに提出されているアニュアルレポートは、投資銀行ごとにフォーマットが異なり、多くの投資銀行で手数料（Commission）と金利・配当収入を個別の項目として扱っている。そのため、これらがどの業務に由来するものであるのか分解するのは困難な状態にある。ただ、手数料の多くはヘッジファンド向けのプライムブローカー業務や機関投資家向けの取引によって生じていると考えられる。例えば、2005年から2007年のベア・スターンズの手数料収入の内訳を見てみると、全体のおよそ

65%から70%が金融機関向け取引、約20%が決済の手数料で、個人投資家向けは12%から14%ほどにしかない<sup>19</sup>。そのため、これらの手数料やその他の項目にプライムブローカー業務が含まれていると考えられる。

このように1990年代、とりわけ1990年代末から2000年代初頭にかけてのアメリカの大手投資銀行では、純収益に占める伝統的投資銀行業務からの収益の比率が下がり、それに代わってプリンシパル・インベストメント業務やプロップ取引などの自己勘定投資が大きく拡大した。また、機関投資家向け、資金運用者向けの業務も着実に利益を拡大させており、投資銀行が金融環境の変化に対応して業務を変化させていったことが分かる。

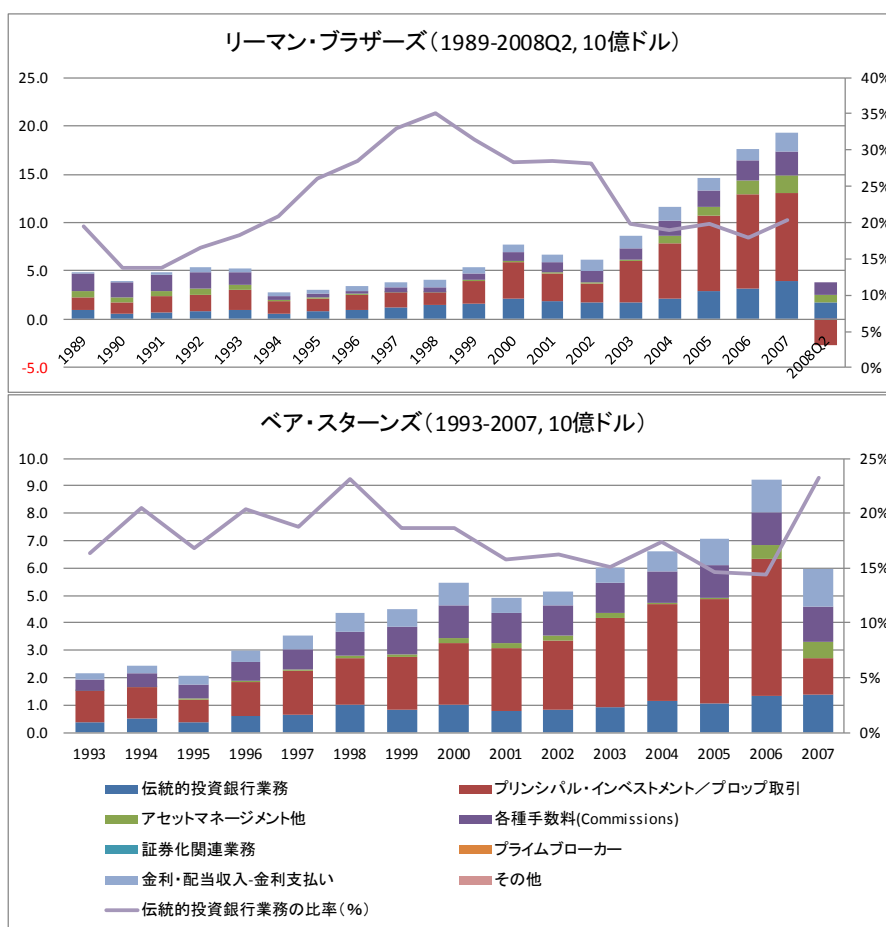
図5-2-3 アメリカ五大投資銀行の収益源の推移



出典: 各社10-Kレポートより筆者作成。

<sup>19</sup> バア・スターンズの株主向けアニュアルレポートより。





## 5.2.2 「金融市場の機関化」の商業銀行業への影響とその対応

「金融市場の機関化」の金融システムへの影響は、アメリカ経済がインフレ傾向を強める1960年代後半以降に顕著になっていった。これに対し投資銀行は前述のようにCMAの提供開始などアセットマネジメント業務を拡大することでいち早く対応していったが、このような金融環境の変化に商業銀行が短期間で対応するのは困難であった。新たな金融環境への対応には、証券市場における金融革新を取り入れていく必要があり、それにはニューディール型銀行システムの中核をなすグラス・スティーガル法の商業銀行業と投資銀行業の兼営禁止の規定を乗り越える必要があった。

規制の壁を乗り越えようとする動きは、シティバンクのウォルター・リストンの発言や働きかけを始めとして1960年代には既に見られたが、これが具体的に進展していくのは1980年代の銀行危機を経た後だった(Nocera, 1994, 邦訳203-206頁)。その間、アメリカの商業銀行はニューディール型銀行システムが次第に上手く機能しなくなる中で、収益性の低下を貸出の増加で補おうと高レバレッジを展開し、1980年代末に大規模な銀行危機を引き起こすに至った。その対応として1991年に制定されたFDICIAは、商業銀行による高レバレッジの展開に対する反省から商業銀行の保有資産の拡張に自己資本比率規制で制限

を掛けた。そのため、商業銀行は銀行本体のバランスシート上でリスク資産の保有を拡大させない方法で収益を上げる方法を見出す必要があった。それこそが「金融市場の機関化」に対応した非金利収入の獲得をめざすビジネスモデルの追求であった。

#### A. 商業銀行による投資銀行業務への再参入

商業銀行は、1980年代後半には新たなビジネスモデルの構築の必要性を認識していたが、その実現には証券化や特別目的事業体の設立・運営、トレーディング業務などグラス・スティーガル法が禁じた広義の投資銀行業務（証券市場での活動）が不可欠であった。もちろん、それには同法の抜本的な見直しが必要であり、長い年月が必要だったのである。

第2章でも論じたように、グラス・スティーガル法は、第16条で米国財務省証券と地方一般財源債などの適格証券を除く証券の銀行本体の自己勘定での引受けと売買（ディーリング）を禁止しており、また第20条で投資銀行業務に「主として従事する」金融機関と系列関係を持つことを禁止していた。さらに、1956年銀行持株会社法により商業銀行の子会社の証券引受業務が規制され、銀行持株会社の非銀行業務のうち従事しても構わない業務の決定はFRBが行うことになっていた。そのため、商業銀行が証券化業務を含む投資銀行業務に「再進出」するためには、これらの規制を乗り越える必要があった。

この動きは、1980年代半ば以降、グラス・スティーガル法とりわけその第20条の規制の緩和を求める形で現れた。それを象徴するのが、1984年に商業銀行であるJ.P. Morganによって公表された“Rethinking Glass-Steagall”と、それに対する証券業協会（SIA）による反論である“Questioning Expanded Bank Powers”に基づく一連の論争である。この中でJ.P.モルガンは、銀行持株会社（BHC）の証券子会社に証券業務を認めることで、(1)競争を通じた費用の低減とサービスの向上によって証券市場の参加者に利益を与えつつもBHCの収益強化が可能になること、(2)商業銀行業務と投資銀行業務を兼営することで1920年代に生じた問題は、現在の規制・監督の枠組みを持ってすればコントロール可能であることなどを理由に、商業銀行の投資銀行業務参入を認めるよう主張した。投資銀行側のSIAはこれに強く反対し、(1)現在の銀行システムは脆弱であり、リスクな証券業務に進出すべきでないこと、(2)証券業界は既に競争的で規制緩和は期待された利潤を上げるより銀行収益を不安定化させる可能性が高いこと、(3)商業銀行による投資銀行業務への進出は商業銀行に与えられている預金保険や連銀の窓口アクセスなどの「保護」の乱用あたること、(4)1920年代のような地位の乱用が新たな装いで再び表れるであろうことなどを主張した（高木、1987、70-74頁）。

この両者の戦いは、最終的に商業銀行側に軍配が上がり、1980年代後半から商業銀行の証券業務に対する規制の緩和が進展することとなった。規制緩和は、1987年以降にFRBが銀行持株会社の所有する非銀行子会社（20条子会社）の業務範囲を広げることで進展した。つまり、「法律で禁じられた証券業務（非適格証券業務と呼ばれる）に『主として』従事していない証券会社であれば、銀行持株会社の傘下に有することは、法の規定に反しないと

いう論理」(林, 2000, 40 頁)を用いて, グラス・スティーガル法第 20 条の「主として従事する」の判断を再解釈し, 実質的な規制緩和を進めたのである。1987 年 4 月には, 総収入の 5%を超えない範囲で MBS, CP, 特定財源地方債の引き受けとディーリングが認められた。さらに同年 6 月には, 業務範囲が消費者ローンを裏付けとした ABS にまで拡大した。こうした状況の中で, 最初の SIV (Structured Investment Vehicle) である Alpha Finance がシティグループ・ロンドンにおいて設立されている。そして, 1989 年 1 月には対象業務が全ての負債証券とエクイティ証券に拡大し, 同年 9 月には収入上限が 10%に緩和された。1997 年 3 月には収入上限がさらに緩和されて 25%となった。このことをきっかけに大手の商業銀行, いわゆるマネーセンターバンクが次々と投資銀行の買収に乗り出した<sup>20</sup>。このような商業銀行による投資銀行業務強化の流れの中で, 最終的に 1999 年のグラム・リーチ・ブライリー法が制定され, 商業銀行による投資銀行業務参入が全面的に可能になった (Mitchell, 2006, p.20 ; 掛下, 2013, 199-204 頁 ; 林, 2000, 39-46 頁 ; 樋口, 2003, 54-55 頁)。

このような形でアメリカの商業銀行, とりわけマネーセンターバンクは 1980 年代半ば以降, 投資銀行業務へと再進出し, 証券化関連業務を展開する基盤を手に入れたのである。そして, 1990 年代以降, 前述の投資銀行業務への再進出に加え, 資産売却や証券化, オフバランス事業体を通じた投資で利益を得る金融機関へと変貌していく。このうち, 証券化については前章で, トレーディングを含めた投資銀行業務は前節で論じたので, 次節ではオフバランス事業体を通じた投資の展開について論じる。

## B. オフバランス事業体の形成とその活動

1991 年の FDICIA は商業銀行のリスクエクスポージャーを制限したことから, 商業銀行は銀行本体のバランスシートを拡大させない形で収益をあげる必要が生じた。その答えがオフバランス事業体を通じた非金利収入の獲得であった。商業銀行は銀行本体のバランスシートに反映されない事業体として, ABCP 導管体 (Conduit) や SIV (Structured Investment Vehicle) といったオフバランス事業体を設立した。銀行本体に連結されないことで自己資本比率規制を遵守する一方, オフバランス事業体に対する資産売却や信用供与を通じて利益を上げようとしたのである。

オフバランス事業体は, 典型的にはトリプル A 格もしくは格付されていない同品質の金融資産だけを保有し, その資金調達を短期の ABCP (Asset-Backed Commercial Paper) の発行で行うというものである。SIV は資金調達で ABCP 以外に中期債 (MTN) や劣後債も発行している。オフバランス事業体は, 目的別に大きく 3 つの形態に別けることができ

<sup>20</sup> ここでのマネーセンターバンクは, J.P.モルガン・チェース, バンク・オブ・アメリカ, シティグループの大手商業銀行 3 行を指している。また, その投資銀行の買収の中には, バンカメリカのロバートソン・スティーブンス買収, トラベラーズのソロモン・ブラザーズ買収, J.P.モルガンのアメリカン・センチュリー買収, そしてトラベラーズによるシティグループの買収が含まれていた。

る。第1に顧客資産の流動化、第2に証券化のための在庫金融、第3に発行した証券化商品への投資である（表5-2-2）。

まず、第1の目的として「マルチセラー型 ABCP 導管体」が存在する。マルチセラー型は、1箇所以上の売り手から資産を買取り、多くの場合、証券化せずに ABCP を発行して資金調達をする。買取り資産は、売掛金、証券、自動車ローン、クレジットカードローン、商業ローンと多岐に渡っている。これらの資産を裏付けに世界全体で 5480 億ドル（2007年1月段階）を ABCP 発行で調達していた。

つぎに、第2に商業銀行が証券化を行う際、資産プールを作成する間の在庫金融（つなぎ金融）を行うことを目的として「シングルセラー型 ABCP 導管体」を使う場合がある。そのため、主に住宅モーゲージを裏付けとして世界全体で 1740 億ドルを ABCP 発行で調達していた。

そして、第3に証券化商品への投資を目的とした「証券投資（Security Arbitrage）型 ABCP 導管体」と「SIV」があげられる。証券投資型 ABCP 導管体は、資産の約9割が RMBS や CLO/CBO, CMBS などの証券化商品への投資によって占められており、それらの資産を裏付けに世界全体で 2140 億ドルを ABCP で調達していた。SIV も主に証券化商品に対する約 4000 億ドルの投資を世界全体で行い、それを裏付けに ABCP, MTN, 劣後債を発行することで資金調達していた。また、証券投資と資産流動化の両方を行う「ハイブリッド型 ABCP 導管体」も存在し、世界全体で 1480 億ドルを ABCP 発行で調達していた（Acharya and Schnabl, 2009a, pp.91-92; 2009b, pp.12-13）。

表5-2-2 ABCP導管体とSIVの種類と規模

| 2007年1月時点                     | ABCPの発行残高 | 構成比   | 主な保有資産  | 主な目的                          |
|-------------------------------|-----------|-------|---|-------------------------------|
| マルチセラー型                       | 5480億ドル   | 44.4% | 売掛金(15%), 証券(12%), 自動車ローン(11%), クレジットカードローン(10%), 商業ローン(9%) | 顧客資産の流動化                      |
| シングルセラー型                      | 1740億ドル   | 14.0% | 住宅モーゲージ, クレジットカード債権, 自動車ローンなど                               | 証券化のための在庫金融。オリジネーターの自己資産の流動化。 |
| 証券投資<br>(Security Arbitrage)型 | 2140億ドル   | 17.3% | RMBS(26%), CLO/CBO(21%), CMBS(12%), 商業ローン(11%)              | 典型的にはAAA格の証券化商品への投資           |
| ハイブリッド型                       | 1480億ドル   | 12.0% |   | マルチセラー型と証券投資型の両方              |
| SIV                           | 930億ドル    | 7.5%  |   | 証券化商品への投資                     |

出所: Acharya and Schnabl(2009b). pp.12-13, Table2より筆者作成。

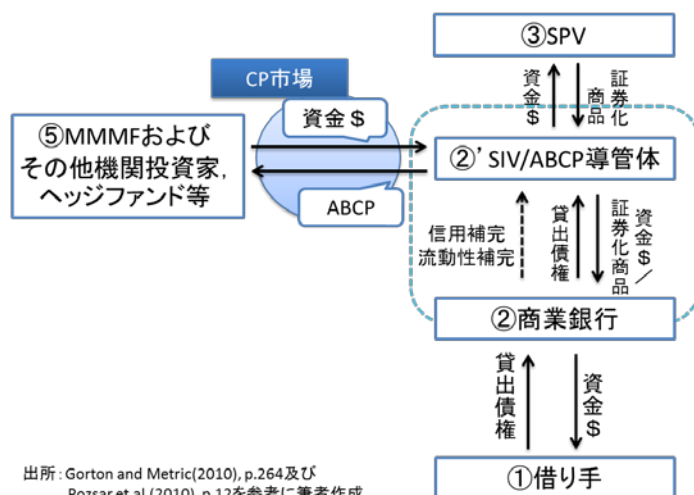
このような形で、商業銀行は各種の金融資産や証券化商品を ABCP 導管体や SIV を通じてオフバランスで保有し、主に ABCP を発行することで資金調達していた。前出の表 5-1-3 において、商業銀行が CDO のトリプル A トランシュを推計で CDO 総額の 14.5% (435 億ドル) も保有していたが、その多くはこうしたオフバランス事業体を通じた保有であったと考えられる。

そのため、図 5-1-2 で示した OTD モデルの概略図のうち、商業銀行については実際には次のような形となっていた（図 5-2-4）。すなわち、商業銀行が貸し出した債権は、マルチ

セラー型 ABCP 導管体に直接保有されるかシングルセラー型 ABCP 導管体を通じて SPV で証券化され販売される（債権の流れ：②→②'／②→③／②→②'→③）。SPV によって証券化されたうちの一部は証券投資型 ABCP 導管や SIV によって保有された（③→②'）。そして、ABCP 導管体と SIV は保有する資産の資金を調達するために、ABCP を発行して MMMF や機関投資家に販売する（②'→⑤）。

商業銀行によるオフバランス事業体を通じた活動は、短期の資金調達で長期の資産を保有することから、伝統的な銀行業務がレバレッジ規制の下で変形したものとみなすことができる。その一方で、ABCP 導管体は流動性の低い資産を裏付けに、MMMF や機関投資家が求める短期の流動性の高い金融資産を供給する役割を果たしていたと見ることも可能である。証券化商品とりわけシンセティック CDO などは事実上、原債権すらなくとも無尽蔵に作り出すことが可能であり、これを裏付けとして短期の流動性の高い金融資産を供給することは、不足する公的な短期金融資産や預金創造に代わる「非 M2 通貨」型の金融資産の供給を弾力的に行えることを意味していた。

図5-2-4 オフバランス事業体を含む「組成販売」型金融仲介システム



ただし、オフバランス事業体の保有していた資産は、高格付けもしくは安全性の高い資産とはいえ、実際には市場がほとんど存在せず流動性が低い資産である。そのため、常に流動性リスクを伴っていることから、オフバランス事業体は保有する金融資産と同等の格付を ABCP でそのまま得ることはできなかった。それを可能にしたのが、流動性逼迫や損失が発生する可能性に備えて親銀行から保証すなわち「流動性補完」と「信用補完」を受けることであり、商業銀行はこれらの保証による信用供与から利益を得ていたと考えられる。

「流動性補完」は、導管体が ABCP の借り換えられない状態に陥った場合に、デフォルトしていない資産を買い戻すバックアップの信用枠もしくはコミットメントを提供するものである。「信用補完」は、導管体の資産の損失を補填するための保険であり、親銀行単独

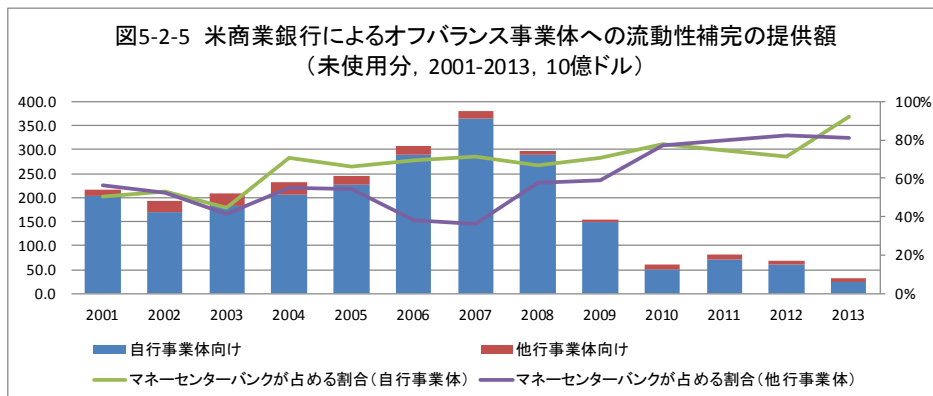
もしくは他の金融機関と共同で提供する仕組みになっていた。ただ、これは親銀行にしてみれば、流動性需要に応じなければならぬリスクと損失を被るリスクを抱え込むことを意味する。そのため、親銀行は「流動性補完」と「信用補完」の規模を制限して、それをコントロールしようとした。ABCP 導管体には、全 ABCP 残高と導管体が保有する資産の全てを信用補完と流動性補完がカバーする完全支援型導管体と、流動性補完については全 ABCP 残高をカバーするが信用補完は保有資産の一定割合（平均 7～10%）をカバーするのみに留まる部分支援型導管体がある。2007 年 1 月時点の ABCP 残高でみた場合、完全支援型が 19.9%（2450 億ドル）、部分支援型が 72.4%（8890 億ドル）であることから、ABCP 導管体の多くは部分支援型となっていた。SIV の場合は、さらに流動性補完も制限され、流動性補完と信用補完は平均 25%に留まる（Acharya and Schnabel, 2009a, pp.86-92）。そのため、MTN や劣後債などでの追加の資金調達が必要だったのである。

アメリカの商業銀行、とりわけマネーセンターバンクはこれらの活動に極めて積極的に関わっていた（図 5-2-5、図 5-2-6）。アメリカの商業銀行が提供していた流動性補完のうち未使用額は 2001 年に 2170 億ドルだったものが 2007 年に 3810 億ドルと 1.75 倍になっており、そのうちかなりの部分がマネーセンターバンク 3 行によって提供されていた。流動性補完契約額の大部分を占める自行で設立したオフバランス事業体向けの流動性補完の未使用額のうち、マネーセンターバンク 3 行の提供額は 2001 年の 51%から 2007 年の 71%と大きく上昇している。一方、信用補完に関しては少々複雑で、図 5-2-6 はオフバランス事業体に対する商業銀行の最大信用リスクエクスポージャー、すなわち最大損失の可能性をみたものである。この額はアメリカの商業銀行では IT バブル崩壊後の 2002 年に 318 億ドルと最大になっている。ただ、そのうちでマネーセンターバンクが占める割合はわずか 28%と極めて低く、その後大幅に比重を高めている。このことから IT バブル崩壊後にそれまでオフバランス事業体を通じたリスクを取っていた中小の商業銀行が撤退していく一方で、大手のマネーセンターバンクに活動が集中していったことが窺える。2007 年には信用補完の提供額は 222 億ドルになり、そのうちの 73%がマネーセンターバンク 3 行によるものであった。

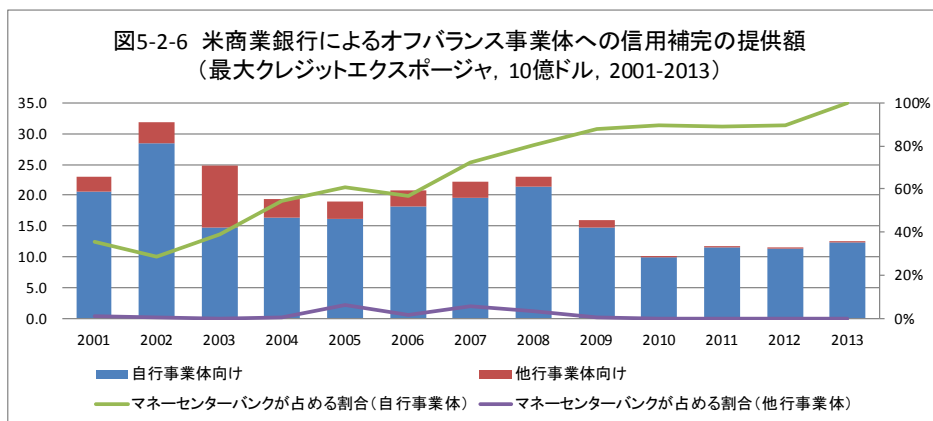
このようにマネーセンターバンクは 2000 年代にオフバランス事業体を用いた投資に大きくのめり込んでいった<sup>21</sup>。商業銀行は、機関投資家を含む ICP による民間の短期金融資産の需要に応じるために、オフバランス事業体を通じて証券化商品を保有し、ABCP を供給した。その際、ABCP の発行に必要な保証を与えること、すなわち流動性の裁定（arbitrage）に必要な信用を供与することを通じて利益を得ていたと考えられる。こうして、銀行本体でないにせよ銀行システム内部にオフバランス化したはずの債権が証券化商品として滞留す

<sup>21</sup> しかしながら、2008 年以降、流動性補完、信用補完の契約額がそれぞれ 311 億ドルと 123 億ドルと大きく減少している上に流動性補完に対する信用補完のカバー率が大きく高まっていること、信用補完の提供がマネーセンターバンク 3 行で 100%となっていることから、オフバランス事業体を通じた投資はマネーセンターバンクのごく限られた条件の下でしか機能しておらず、事実上、消滅した状態にあると考えられる。

ることに繋がったのである（前出の表 5-1-3）。



出典: FDIC, *Statistics on Depository Institutions* より筆者作成。



出典: FDIC, *Statistics on Depository Institutions* より筆者作成。

### C. 1990年代以降のマネーセンターバンクの収益構造

最後に、アメリカの商業銀行全体とマネーセンターバンク 3 行の収益構造の変化をデータの手に入る 1992 年以降で見ていく（表 5-2-2, 5-2-3）。非金利収入の細かい内訳が 2000 年以前には存在しないため、1990 年代に関しては主に非金利収入全体に関してみていくが、その特徴として純金利収入に対し非金利収入の割合が高まっていったことがあげられる。商業銀行全体でみた場合、1992 年には純金利収入と非金利収入の合計に対する非金利収入の割合は 33%に過ぎなかったが、これが 2000 年には 43%にまで 10 ポイント増加している。マネーセンターバンク 3 行については、シティバンクと J.P.モルガン・チェースについては非金利収入が高まる傾向にあるが、バンク・オブ・アメリカについては 40%前後でほぼ横這いの状態にある<sup>22</sup>。これはシティと J.P.モルガンがトレーディングなどの投資銀行業務を拡張し、利益を上げているのに対し、バンク・オブ・アメリカがリテール業務に力を入れ

<sup>22</sup> J.P.モルガン・チェースは 2000 年に誕生したため、厳密には 1992 年から 1995 年がケミカル・バンクの、1996 年から 2000 年まではチェース・マンハッタン・バンクのデータとなっている。バンク・オブ・アメリカやシティバンクについても現在の FDIC の登録コードの継承元の銀行の情報を利用している。

ていることから来ているものと考えられる。バンク・オブ・アメリカの場合、その他を除けば、主に預金口座手数料から非金利収入を得ていることからそれが分かる。

表5-2-2 アメリカの商業銀行とマネーセンターバンクの非金利収入の内訳と金利収入(1992-2000, 10億ドル)

| 全商業銀行               |       |       |       |       |       |       |       |       |       |  |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
|                     | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  | 2000  |  |
| 純金利収入               | 133.5 | 139.4 | 146.7 | 154.4 | 163.1 | 175.0 | 183.0 | 192.0 | 203.6 |  |
| 信託等                 | 10.0  | 10.9  | 11.8  | 12.3  | 13.7  | 16.1  | 18.5  | 19.7  | 21.4  |  |
| トレーディング             | 6.2   | 9.2   | 6.2   | 6.3   | 7.5   | 8.0   | 7.7   | 10.2  | 12.2  |  |
| 預金口座手数料             | 14.0  | 14.9  | 15.3  | 16.0  | 16.9  | 18.5  | 19.8  | 21.5  | 23.8  |  |
| その他                 | 35.4  | 39.9  | 42.9  | 47.7  | 55.4  | 61.8  | 78.2  | 93.4  | 96.9  |  |
| 非金利収入               | 65.6  | 75.0  | 76.3  | 82.4  | 93.5  | 104.4 | 124.2 | 144.9 | 154.2 |  |
| 非金利収入÷(純金利収入+非金利収入) | 33%   | 35%   | 34%   | 35%   | 36%   | 37%   | 40%   | 43%   | 43%   |  |
| 純金利収入÷(純金利収入+非金利収入) | 67%   | 65%   | 66%   | 65%   | 64%   | 63%   | 60%   | 57%   | 57%   |  |

| シティバンク              |      |      |      |      |      |      |      |      |      |  |
|---------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--|
|                     | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |  |
| 純金利収入               | 5.6  | 5.8  | 6.8  | 7.6  | 8.4  | 8.5  | 9.3  | 10.2 | 10.9 |  |
| 信託等                 | 0.3  | 0.3  | 0.4  | 0.4  | 0.5  | 0.6  | 0.7  | 0.6  | 0.8  |  |
| トレーディング             | 1.2  | 1.8  | 0.9  | 1.6  | 1.4  | 1.8  | 1.9  | 2.4  | 3.0  |  |
| 預金口座手数料             | 0.3  | 0.3  | 0.3  | 0.3  | 0.3  | 0.3  | 0.3  | 0.3  | 0.3  |  |
| その他                 | 3.2  | 3.5  | 3.2  | 3.5  | 4.1  | 4.0  | 4.9  | 6.3  | 8.2  |  |
| 非金利収入               | 5.0  | 5.9  | 4.8  | 5.8  | 6.2  | 6.7  | 7.8  | 9.5  | 12.3 |  |
| 非金利収入÷(純金利収入+非金利収入) | 47%  | 50%  | 41%  | 43%  | 43%  | 44%  | 45%  | 48%  | 53%  |  |
| 純金利収入÷(純金利収入+非金利収入) | 53%  | 50%  | 59%  | 57%  | 57%  | 56%  | 55%  | 52%  | 47%  |  |

| バンク・オブ・アメリカ         |      |      |      |      |      |      |      |      |      |  |
|---------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--|
|                     | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |  |
| 純金利収入               | 5.5  | 5.7  | 5.6  | 5.6  | 5.8  | 7.6  | 7.6  | 17.9 | 17.7 |  |
| 信託等                 | 0.1  | 0.2  | 0.2  | 0.1  | 0.1  | 0.2  | 0.3  | 1.0  | 1.1  |  |
| トレーディング             | 0.4  | 0.6  | 0.3  | 0.3  | 0.5  | 0.5  | 0.2  | 1.1  | 1.2  |  |
| 預金口座手数料             | 0.9  | 0.9  | 0.9  | 0.9  | 1.0  | 1.4  | 1.3  | 3.6  | 4.1  |  |
| その他                 | 1.5  | 1.7  | 1.7  | 1.8  | 2.3  | 2.7  | 2.8  | 5.0  | 4.2  |  |
| 非金利収入               | 2.9  | 3.4  | 3.1  | 3.2  | 4.0  | 4.9  | 4.6  | 10.8 | 10.6 |  |
| 非金利収入÷(純金利収入+非金利収入) | 34%  | 37%  | 35%  | 37%  | 41%  | 39%  | 38%  | 38%  | 37%  |  |
| 純金利収入÷(純金利収入+非金利収入) | 66%  | 63%  | 65%  | 63%  | 59%  | 61%  | 62%  | 62%  | 63%  |  |

| J.P.モルガン・チェース       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |  |
|---------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--|
|                     | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |  |
| 純金利収入               | 3.8  | 3.7  | 3.8  | 3.8  | 6.6  | 6.3  | 6.7  | 6.9  | 7.4  |  |
| 信託等                 | 0.2  | 0.2  | 0.2  | 0.2  | 1.0  | 1.1  | 1.3  | 1.5  | 1.6  |  |
| トレーディング             | 0.6  | 1.0  | 0.4  | 0.6  | 1.2  | 1.2  | 1.4  | 2.0  | 2.5  |  |
| 預金口座手数料             | 0.2  | 0.2  | 0.2  | 0.2  | 0.3  | 0.3  | 0.3  | 0.3  | 0.8  |  |
| その他                 | 1.4  | 1.5  | 1.6  | 1.7  | 3.4  | 2.8  | 2.9  | 4.1  | 4.3  |  |
| 非金利収入               | 2.4  | 3.0  | 2.5  | 2.7  | 5.8  | 5.4  | 5.9  | 7.9  | 9.2  |  |
| 非金利収入÷(純金利収入+非金利収入) | 39%  | 45%  | 39%  | 41%  | 47%  | 46%  | 47%  | 53%  | 56%  |  |
| 純金利収入÷(純金利収入+非金利収入) | 61%  | 55%  | 61%  | 59%  | 53%  | 54%  | 53%  | 47%  | 44%  |  |

出典: FDIC, *Statistics on Depository Institutions* より筆者作成。

2001年から2006年にかけての商業銀行全体の非金利収入の内訳をみると、信託業務(期間平均12.0%)や預金口座手数料(16.9%)などの従来からの非金利収入に加えて、資産売却・証券化関連(23.5%)が新たな非金利収入の柱として現れている。また、自己勘定取引としてのトレーディング業務(6.9%)<sup>23</sup>や伝統的な投資銀行業務(5.4%)も新たな非金利収入源として相応の規模を持つようになった。特に、資産売却・証券化関連業務は2001年から2006年にかけて年平均439億ドルの収入を得ており、その他項目を除けば、最大項目となっていた。

<sup>23</sup> FDICの統計では、投資銀行業務にブローカー業務が含まれていることから、トレーディング業務は自己勘定取引であるディーリング業務とプロップ取引が含まれていることになる。ただ、2007年以降の内訳からも分かる通り、その多くはプロップ取引に該当するものと考えられる。



マネーセンターバンク各行については、シティバンクは資産売却・証券化関連業務とトレーディング業務から大きな利益を上げていたことが特徴である。従来から非金利収入、特に預金口座手数料からは平均 2.5%（4 億ドル）と限定的な収益しかあげていない。その一方で、トレーディング業務から平均 20.3%（32 億ドル）と資産売却・証券化関連業務から平均 25.9%（44 億ドル）の収益を得ており、非金利収入の大きな柱となっていた。

バンク・オブ・アメリカは、2008 年にメリルリンチを買収するまでは非金利収入のかなりの部分を預金口座手数料から得ており、また伝統的投資銀行業務からも安定的に収益を上げていたことが特徴である。非金利収入に占める預金口座手数料は 2001 年から 2006 年まで平均 40.4%（62 億ドル）となっており、伝統的投資銀行業務からも平均 10.5%（17 億ドル）の利益を上げていた。また、新たな業務ではトレーディング業務から平均 11.7%（18 億ドル）の利益を得ていたが、資産売却・証券化関連業務に関しては、平均 16.3%（24 億ドル）とシティバンクに比べると規模が小さい。

J.P.モルガンについては、1990 年代に引き続いて金利・非金利収入に占める非金利収入が拡大する傾向にあり、2006 年には非金利収入が金利・非金利収入の 62%を占めるに至った。その中で信託業務や預金口座手数料などで安定的な収益を上げながら、トレーディング業務と投資銀行業務から大きな利益を上げていた。2001 年から 2006 年にかけて信託業務が平均 15.4%（25 億ドル）、預金口座手数料が平均 9.1%（16 億ドル）の収益を得ていたことに加え、トレーディング業務が平均 28.0%（49 億ドル）、伝統的な投資銀行業務が平均 16.1%（28 億ドル）と非金利収入の 1/4 以上をトレーディング業務から得ていた。反対に資産売却・証券化関連業務からの収益は限定的となっており、平均 5.9%（12 億ドル）に留まっていた。

このようにマネーセンターバンク各行で特に注力した業務は異なるが、商業銀行全体に見られる傾向と同様にトレーディング業務や資産売却・証券化関連業務を収益の重要な柱としていた。これらの業務は、いずれも 1990 年代以降に投資銀行が拡大させていった分野であった。つまり、1990 年代以降の商業銀行は、伝統的な投資銀行業務へ参入して仲介業務を展開しただけでなく、機関投資家向けに証券化業務を展開し、さらに自己勘定のトレーディング業務を通じて自らも積極的にリスクを取る資金運用者として活動する金融機関に変貌していったのである。

表5-2-3 アメリカの商業銀行とマネーセンターバンクの非金利収入の内訳と金利収入(2001-2013, 10億ドル)

| 全商業銀行                          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                                | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  |
| 純金利収入                          | 214.5 | 236.4 | 239.9 | 249.0 | 268.0 | 284.9 | 303.2 | 319.9 | 361.8 | 392.1 | 384.2 | 387.8 | 384.5 |
| 信託等                            | 20.8  | 20.4  | 20.8  | 22.6  | 23.9  | 25.2  | 28.1  | 28.5  | 24.5  | 25.5  | 27.0  | 27.5  | 29.6  |
| トレーディング                        | 12.3  | 10.8  | 11.6  | 10.0  | 14.4  | 19.2  | 5.0   | -1.0  | 23.3  | 22.6  | 25.3  | 17.9  | 22.3  |
| 金利リスク                          |       |       |       |       |       |       | 4.3   | -1.1  | 14.5  | 6.0   | 10.8  | 17.0  | 8.6   |
| 為替リスク                          |       |       |       |       |       |       | 6.9   | 10.7  | 5.6   | 9.1   | 5.4   | 5.3   | 8.3   |
| 株式・インデックスリスク                   |       |       |       |       |       |       | 2.9   | 0.1   | 1.1   | 2.1   | 2.9   | 2.0   | 2.5   |
| 商品その他リスク                       |       |       |       |       |       |       | 0.3   | 1.5   | 1.5   | 0.6   | 1.4   | 1.2   | 1.4   |
| クレジットリスク                       |       |       |       |       |       |       | -9.3  | -12.1 | 0.7   | 4.8   | 4.8   | -7.6  | 1.5   |
| 投資銀行業務<br>(アドバイザー、フローカレッジ、引受け) | 9.1   | 9.2   | 10.3  | 9.7   | 9.9   | 11.9  | 14.1  | 12.5  | 11.9  | 10.1  | 9.7   | 9.2   | 9.9   |
| ベンチャーキャピタル                     | -0.7  | -0.5  | 0.1   | 0.3   | 0.7   | 0.2   | 0.1   | 0.0   | -0.1  | 0.0   | 0.1   | 0.1   | 0.0   |
| 資産売却・証券化関連                     | 34.9  | 40.4  | 49.8  | 46.6  | 45.8  | 45.7  | 41.6  | 29.5  | 43.1  | 21.5  | 8.5   | 20.6  | 29.9  |
| 保険業務                           | 2.9   | 3.4   | 3.5   | 4.2   | 4.4   | 4.3   | 4.3   | 3.8   | 3.7   | 2.9   | 3.4   | 2.9   | 3.2   |
| 預金口座手数料                        | 26.5  | 29.7  | 31.7  | 31.9  | 33.8  | 35.7  | 38.6  | 38.9  | 41.1  | 35.6  | 32.5  | 32.5  | 32.5  |
| その他                            | 53.1  | 88.4  | 90.8  | 91.3  | 103.5 | 110.8 | 117.7 | 120.7 | 136.2 | 133.9 | 138.9 | 149.4 | 136.2 |
| 非金利収入                          | 158.8 | 172.1 | 186.8 | 184.7 | 202.8 | 217.4 | 211.0 | 194.1 | 242.6 | 216.6 | 212.9 | 227.5 | 231.1 |
| 非金利収入÷(純金利収入+非金利収入)            | 43%   | 42%   | 44%   | 43%   | 43%   | 43%   | 41%   | 38%   | 40%   | 36%   | 36%   | 37%   | 38%   |
| 純金利収入÷(純金利収入+非金利収入)            | 57%   | 58%   | 56%   | 57%   | 57%   | 57%   | 59%   | 62%   | 60%   | 64%   | 64%   | 63%   | 62%   |
| シティバンク                         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|                                | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  |
| 純金利収入                          | 13.8  | 20.7  | 20.5  | 22.4  | 21.2  | 23.9  | 30.8  | 36.2  | 33.0  | 30.2  | 43.3  | 42.3  | 40.1  |
| 信託等                            | 1.3   | 1.2   | 1.3   | 1.5   | 1.6   | 1.7   | 2.3   | 2.1   | 1.6   | 1.6   | 1.4   | 1.5   | 1.6   |
| トレーディング                        | 3.5   | 3.4   | 2.8   | 2.4   | 3.6   | 3.5   | -2.8  | -4.1  | -0.1  | 5.0   | 5.8   | 4.3   | 5.4   |
| 金利リスク                          |       |       |       |       |       |       | 4.9   | 1.6   | 1.8   | 3.0   | 3.6   | 3.4   | 4.0   |
| 為替リスク                          |       |       |       |       |       |       | 1.5   | 2.6   | 1.9   | 1.8   | 1.9   | 1.9   | 1.9   |
| 株式・インデックスリスク                   |       |       |       |       |       |       | 0.5   | -1.8  | -0.2  | 0.2   | 0.1   | -0.0  | -0.3  |
| 商品その他リスク                       |       |       |       |       |       |       | 0.1   | 0.1   | 0.2   | -0.3  | -0.0  | 0.1   | 0.1   |
| クレジットリスク                       |       |       |       |       |       |       | -9.8  | -6.5  | -3.7  | 0.3   | 0.2   | -0.9  | -0.3  |
| 投資銀行業務<br>(アドバイザー、フローカレッジ、引受け) | 0.2   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.2   | 0.2   | 0.1   | 0.5   | 0.7   | 0.6   | 0.6   |
| ベンチャーキャピタル                     | 0.1   | -0.1  | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 資産売却・証券化関連                     | 2.1   | 4.8   | 4.7   | 6.8   | 6.5   | 1.3   | 3.0   | -1.0  | 3.2   | 2.4   | 0.4   | 2.5   | 3.2   |
| 保険業務                           | 0.4   | 0.5   | 0.7   | 0.9   | 1.0   | 1.0   | 1.2   | 0.9   | 0.7   | 0.7   | 0.8   | 0.8   | 0.7   |
| 預金口座手数料                        | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 0.3   | 0.5   | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.3   | 0.3   |
| その他                            | 3.8   | 4.7   | 5.2   | 7.3   | 7.9   | 8.3   | 6.5   | 7.2   | 6.0   | 4.6   | 7.7   | 4.3   | 4.9   |
| 非金利収入                          | 11.7  | 15.0  | 15.2  | 19.4  | 21.0  | 16.3  | 11.0  | 5.9   | 12.1  | 15.5  | 17.4  | 14.4  | 16.7  |
| 非金利収入÷(純金利収入+非金利収入)            | 46%   | 42%   | 43%   | 46%   | 50%   | 40%   | 26%   | 14%   | 27%   | 34%   | 29%   | 25%   | 29%   |
| 純金利収入÷(純金利収入+非金利収入)            | 54%   | 58%   | 57%   | 54%   | 50%   | 60%   | 74%   | 86%   | 73%   | 66%   | 71%   | 75%   | 71%   |
| バンク・オブ・アメリカ                    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|                                | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  |
| 純金利収入                          | 18.3  | 17.9  | 17.4  | 19.5  | 26.2  | 26.9  | 27.1  | 30.7  | 35.6  | 35.5  | 33.7  | 31.4  | 33.2  |
| 信託等                            | 0.8   | 0.7   | 0.6   | 0.7   | 1.2   | 1.2   | 1.2   | 1.6   | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.7   |
| トレーディング                        | 1.6   | 1.5   | 1.1   | 1.6   | 2.1   | 2.9   | -3.2  | -0.3  | 2.2   | 3.1   | 3.6   | 1.2   | -0.2  |
| 金利リスク                          |       |       |       |       |       |       | -6.3  | -1.5  | 0.9   | 0.9   | 1.4   | -0.2  | -2.2  |
| 為替リスク                          |       |       |       |       |       |       | 0.8   | 1.8   | 0.8   | 0.9   | 0.9   | 0.9   | 1.0   |
| 株式・インデックスリスク                   |       |       |       |       |       |       | 0.8   | 0.4   | 0.1   | 0.5   | 0.3   | 0.1   | 0.2   |
| 商品その他リスク                       |       |       |       |       |       |       | -0.0  | 0.0   | 0.3   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.1   |
| クレジットリスク                       |       |       |       |       |       |       | 1.5   | -1.1  | -0.0  | 0.8   | 1.0   | 0.4   | 0.6   |
| 投資銀行業務<br>(アドバイザー、フローカレッジ、引受け) | 1.0   | 1.0   | 1.1   | 1.5   | 2.3   | 2.9   | 3.4   | 3.3   | 2.2   | 1.1   | 0.8   | 0.9   | 1.2   |
| ベンチャーキャピタル                     | 0.1   | 0.2   | 0.0   | 0.1   | 0.4   | 0.1   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | -0.0  | -0.0  | -0.0  |
| 資産売却・証券化関連                     | 2.4   | 2.7   | 3.2   | 0.9   | 2.1   | 3.2   | 3.8   | 1.0   | 12.2  | 7.8   | 5.1   | 1.7   | 3.5   |
| 保険業務                           | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.1   | 0.1   | 0.2   | 0.1   |
| 預金口座手数料                        | 4.6   | 4.9   | 5.3   | 5.9   | 7.8   | 8.6   | 9.4   | 10.9  | 8.5   | 6.5   | 5.4   | 5.4   | 5.2   |
| その他                            | 1.9   | 1.0   | 2.1   | 1.5   | 3.1   | 3.0   | 3.8   | 4.7   | 6.9   | 6.5   | 10.9  | 20.0  | 19.1  |
| 非金利収入                          | 12.5  | 12.1  | 13.7  | 12.4  | 19.3  | 22.2  | 18.7  | 21.4  | 33.6  | 26.7  | 27.4  | 30.8  | 30.5  |
| 非金利収入÷(純金利収入+非金利収入)            | 41%   | 40%   | 44%   | 39%   | 42%   | 45%   | 41%   | 41%   | 49%   | 43%   | 45%   | 50%   | 48%   |
| 純金利収入÷(純金利収入+非金利収入)            | 59%   | 60%   | 56%   | 61%   | 58%   | 55%   | 59%   | 59%   | 51%   | 57%   | 55%   | 50%   | 52%   |
| J.P.モルガン・チェース                  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|                                | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  |
| 純金利収入                          | 9.3   | 8.8   | 9.7   | 12.2  | 15.6  | 18.2  | 23.3  | 31.6  | 39.7  | 36.1  | 35.8  | 34.6  | 33.2  |
| 信託等                            | 2.3   | 2.4   | 2.3   | 2.6   | 2.6   | 2.4   | 3.5   | 3.3   | 2.7   | 3.1   | 3.3   | 3.4   | 3.8   |
| トレーディング                        | 4.3   | 3.2   | 4.3   | 3.3   | 5.5   | 8.8   | 8.0   | 5.0   | 8.7   | 7.8   | 9.3   | 6.5   | 9.7   |
| 金利リスク                          |       |       |       |       |       |       | 5.4   | 2.7   | 4.3   | 1.0   | 2.1   | 9.0   | 4.1   |
| 為替リスク                          |       |       |       |       |       |       | 1.8   | 1.8   | 2.5   | 1.9   | 1.0   | 1.4   | 1.5   |
| 株式・インデックスリスク                   |       |       |       |       |       |       | 1.7   | 1.1   | 1.0   | 1.4   | 2.4   | 1.7   | 2.1   |
| 商品その他リスク                       |       |       |       |       |       |       | -0.0  | 1.1   | 0.6   | 0.6   | 1.1   | 1.1   | 0.9   |
| クレジットリスク                       |       |       |       |       |       |       | -0.8  | -1.8  | 0.2   | 2.9   | 2.5   | -6.7  | 1.0   |
| 投資銀行業務<br>(アドバイザー、フローカレッジ、引受け) | 2.2   | 1.9   | 2.2   | 2.6   | 3.5   | 4.6   | 5.5   | 4.9   | 5.3   | 4.6   | 4.3   | 3.2   | 3.2   |
| ベンチャーキャピタル                     | -0.1  | -0.3  | 0.1   | 0.1   | 0.2   | 0.1   | 0.1   | -0.0  | -0.0  | -0.0  | -0.0  | -0.0  | -0.0  |
| 資産売却・証券化関連                     | -0.5  | 0.8   | 0.9   | 1.5   | 2.2   | 2.5   | 2.3   | 2.0   | 2.1   | 0.9   | -4.6  | 2.1   | 5.5   |
| 保険業務                           | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.0   | 0.0   |
| 預金口座手数料                        | 1.0   | 1.1   | 1.1   | 1.8   | 2.4   | 2.5   | 2.9   | 4.0   | 5.6   | 4.7   | 4.7   | 4.6   | 4.5   |
| その他                            | 2.2   | 2.7   | 2.8   | 5.0   | 8.2   | 8.4   | 9.3   | 12.4  | 12.7  | 14.7  | 18.9  | 15.4  | 11.4  |
| 非金利収入                          | 11.4  | 11.8  | 13.9  | 16.9  | 24.6  | 29.4  | 31.7  | 31.8  | 37.1  | 35.7  | 36.1  | 35.2  | 38.1  |
| 非金利収入÷(純金利収入+非金利収入)            | 55%   | 57%   | 59%   | 58%   | 61%   | 62%   | 58%   | 50%   | 48%   | 50%   | 50%   | 50%   | 53%   |
| 純金利収入÷(純金利収入+非金利収入)            | 45%   | 43%   | 41%   | 42%   | 39%   | 38%   | 42%   | 50%   | 52%   | 50%   | 50%   | 50%   | 47%   |

出典: FDIC, Statistics on Depository Institutions より筆者作成。

### 5.3. OTD モデルと機関投資家・資金運用者

機関投資家はOTDモデルにおいて、民間の短期金融資産の大規模な需要者となっていた。MMMFを含む機関投資家は、ABCPを含むCP市場における重要な投資家であり、またレポ市場では投資銀行や商業銀行の資金需要に応じて資金を供給していた。ABCPやレポが典型的なように、機関投資家が必要としていた資産は、流動性の高い短期の金融資産であった。商業銀行は、その供給のためにオフバランス事業体を通じて証券化商品を保有しABCPを発行しており、商業銀行自体はその際に必要な信用を供与することを通じて利益を得ていた。

しかし、OTDモデルにおける機関投資家の役割は、このような民間の短期金融資産の需要者に留まるものではない。この点について、本節では2つの側面に注目する。第1の側面が、セキュリティ・レンディングを通じた機関投資家の有価証券の貸し手としての役割である。第2の側面が、年金基金を中心とした機関投資家によるヘッジファンド投資の拡大とそれによるヘッジファンドの資産急増と変質である。

#### 5.3.1. セキュリティ・レンディングによる担保証券の供給

セキュリティ・レンディングについては既に5.1.1.や5.2.1.において、OTDモデルに関係があることに言及しているが、ここでその関わりを明らかにする。

本章第1節で論じたように、OTDモデルにおける金融仲介は、安全で流動性の高い裏付け資産や担保の存在に強く依拠するものであった。レポは有担保の資金融通であり、その担保には短期国債やGSE債、政府機関債をはじめとした高格付けの資産が用いられていた。また、ABCPも高格付けの証券化商品や同等の債権を裏付けに、商業銀行の信用保証・流動性保証が付される形で発行されていた。すなわち、OTDモデルでは、無担保や市場で売却が困難な債権債務を裏付けとした取引でなく、債務不履行時に市場で売却できる資産か、第三者によって債権の回収が保証された取引でなければ金融仲介が機能しないのである。

さらに証券市場で活動する投資銀行やヘッジファンドなどの金融機関は、現実には空売りやデリバティブなどの戦略を駆使して投資を行っており、そこでも取引の裏付けとしてや担保として差し入れる資産が不可欠であった。

つまり、金融仲介システムが円滑に機能するためには、担保となるもしくは裏付けとなる資産の供給が不可欠なのである。民間部門の債券でこれを可能にした技術が証券化、とりわけCDOのような二次証券化の技術であった。それに対し、より重要な国債や政府機関債、GSE債は国の財政事情や住宅政策に基づいて供給量が決まり、また企業の株式や社債も企業の資金調達にあわせて発行されるので投資家の需要に合わせて弾力的に供給されるものではない。特に国債などの公的な債券は5.1.1.で論じたように1990年代後半以降、供給が不足気味であり、OTDモデルにおける市場取引の円滑な機能には担保や裏付けとなる国債や株式などを借り入れる必要があった。それを可能にしていたのが、セキュリティ・

レンディングであった。

#### A. セキュリティ・レンディングの仕組み

セキュリティ・レンディングは、機関投資家などが保有する有価証券を、有償でブローカー・ディーラーに貸し出すものである。2011年第3四半期でも世界全体で貸出対象証券の規模が9兆1589億ドル、貸出残高が1兆651億ドル、アメリカだけでも対象証券の規模が5兆8574億ドル、貸出残高が7077億ドルに及んでいる（清水，2013，135-136頁）。この規模は、後述するように金融危機以前にはさらに大きく、膨大な有価証券が担保として使用できるよう金融システムに供給されていた。

有価証券の貸し手は、主にインデックス運用を行う年金基金、保険会社、登録投資会社（ミューチュアルファンド、MMMF、ETFなど）や大学基金などの機関投資家である。これらの機関投資家は、セキュリティ・レンディングを通じて貸付料を得ることで株式の配当金や債券のクーポン収入以上の利回りを確保し、運用効率を高めようとする。

一方、有価証券を借り入れる側はマーケットメーカー、キャッシュ/デリバティブトレーダー、プライムブローカー、すなわち投資銀行やマネーセンターバンクである。借り手には、機能別の名称からも明らかなように3通りの証券借入に対する需要が存在している。第1に、ディーラー業務で保有する債券や株式が不足し、証券の受渡日に決済ができずフェイルするのを防ぐための一時的な借入需要があげられる。第2に、自己勘定投資において、裁定取引や空売り、デリバティブ契約を結ぶ際に決済用や担保として差し入れるための借入需要があげられる。第3に、プライムブローカー業務において、ヘッジファンドが各種トレード戦略でヘッジを行う際に、空売りやオプションを含むデリバティブなどを利用することで借入需要が生じることがあげられる。

実際のセキュリティ・レンディングには、有価証券の実質的な所有者である機関投資家と借り手である銀行の間に、セキュリティ・レンダーがエージェントとして入る。セキュリティ・レンダーは多くの場合、機関投資家のカストディアン銀行が担当しているが、サードパーティの専門会社が行う場合もある。大手のセキュリティ・レンダーとしては、バンク・オブ・ニューヨーク・メロン（BNYメロン）、ステート・ストリート（信託銀行）、J.P.モルガン・チェースの3行があげられる。他にもグループ内や業界内で多くの金融資産を有するシティバンクやゴールドマン・サックス、AIG、メットライフ、ワコビア、ウェルズ・ファーゴなどの金融機関がセキュリティ・レンダーとして活動していた（Krishnamurth et al., p.56; FSB, 2012, p.3, pp.20-21; 清水，2013，132頁；関村，2009b，41頁）。

このようにセキュリティ・レンディングは、①貸し手となる機関投資家、②貸し手の代理人となるセキュリティ・レンダー、そして、③借り手である投資銀行やマネーセンターバンクの3者によって実施される（図5-3-1）。その手順は以下のようになっている。

- (1) 有価証券の実質的な所有者である機関投資家は、カストディアン銀行とセキュリテ

イ・レンディングの契約を結び、有価証券の保管を委託する（①→②）。

（2）カストディアン銀行は、セキュリティ・レンダーとして機関投資家の代わりに借り手と貸出条件を交渉し、有価証券の貸出を実施する。この時、カストディアンは借り手に有価証券を引き渡し、借り手は現金もしくは有価証券を担保としてカストディアンに預け入れる（②→③／③→②）。

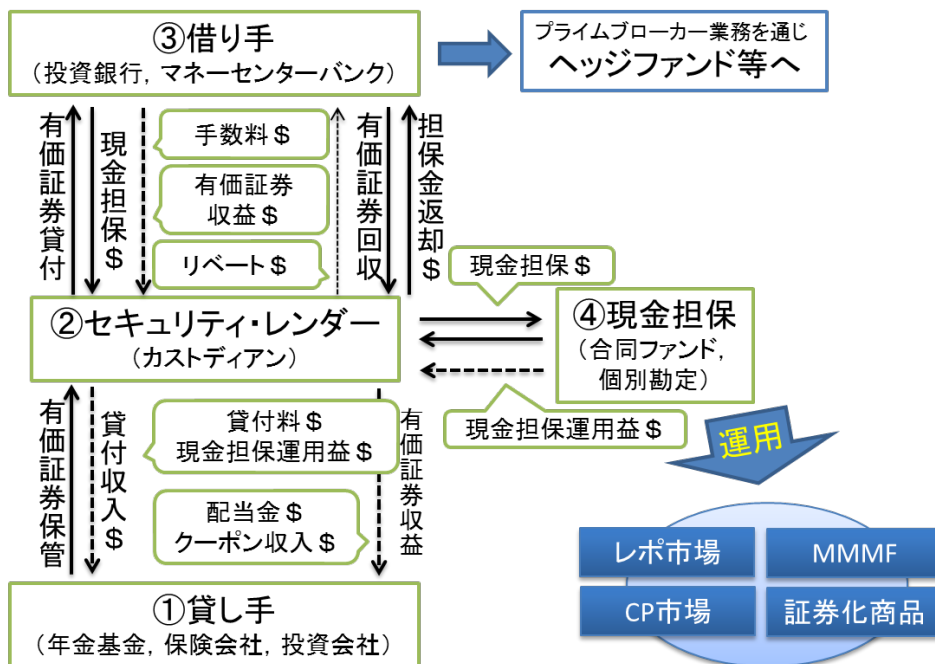
（3）セキュリティ・レンダーは貸出が実行されている間、担保と貸し出されている証券を日々値洗いし、担保が適切な水準にあるか管理する。差し入れられた担保の価値が貸し出した証券の価値を下回った場合、セキュリティ・レンダーは借り手に追加証拠金を請求する。

（4）有価証券の保有に伴う経済的利益とリスクは、全て本来の所有者に行く契約となっているため、株式の配当金や債券のクーポン収入は全て借り手からセキュリティ・レンダーを通じて機関投資家に渡されることになる（③→②→①）。

（5）預け入れた担保は、セキュリティ・レンダーの管理する合同ファンドもしくは個別勘定を通じて短期の金融商品などに再投資される（②→④→運用）。

（6）貸出契約が終了した時点で、借り手から同等の証券がカストディアンの口座に返却され、同等の担保が借り手に返還される（③→②／②→③）。

図5-3-1 セキュリティ・レンディングの仕組み



出所: Barclays Global Investor (2009, pp.23-25) 及び清水 (2013, 132頁) を参考に筆者作成。

セキュリティ・レンディングは、現金を担保に証券を借り入れるレポに類似した金融取引であるが、基本的に貸借の満期日を定めない点に違いがある。固定の満期日がなく、貸し手はいつでも証券を取り返して売却したり、株主としての権利を行使したりすることが

できる。一方、借り手もいつでも証券を返却して、差し入れていた担保を取り戻すことができる。また、セキュリティ・レンダーは多くの場合、有価証券の借り手が債務不履行に陥った際に賠償を行う契約を結んでいるが、後述する現金担保の再投資での損失については責任を負わないのが一般的となる。

そのため、機関投資家にとってセキュリティ・レンディングは、保有する有価証券に関する権利を全て保有したまま貸付料を得ることで運用効率を高めることのできる極めて魅力的な取引だったのである。加えて、機関投資家はセキュリティ・レンディングの担保として受け取った現金や証券の再投資から追加的な利益を得ることができた。

セキュリティ・レンディングは株式、社債、国債、政府機関債、MBSなどかなり幅広い証券を貸借の対象とするが、アメリカでは実際には国債と米国株式の貸出の比重が高い<sup>24</sup>。証券を借り入れる際の担保については通常、現金担保（Cash Collateral）が用いられるが、国債や政府機関債、大手銀行発行の信用状を担保とすることも可能である<sup>25</sup>。借入証券別では、国債や政府機関債、民間MBSなどにおいて非現金担保の比率が高まる傾向にある。2011年第3四半期のデータでは、現金担保の比率は国債55%、政府機関債78%、MBS67%に対し、社債98%、株式96%となっている<sup>26</sup>。担保として差し入れる現金や証券の価値は、借り入れた証券の価値の国債であれば100%以上、その他の証券に対しては102%程度とされるが、一般的には102%から105%の範囲となっている。

セキュリティ・レンダーは、差し入れられた担保を再投資することで機関投資家に追加的な運用利回りを提供する。証券担保の場合にはリバースレポの形で運用され、現金担保の場合には、レポ市場やCP、MMMFなどの短期の金融資産に投資されていた。次項でみるようにセキュリティ・レンダーの合同ファンドや個別勘定に保有された現金担保はかなりの額となっており、それが短期の金融資産に再投資されていた。ただ、現実にはABSやMBSなどの証券化商品にもかなりの額が投資されていた。

現金担保の運用益は、有価証券の貸し手である機関投資家、借り手である投資銀行、そして、セキュリティ・レンダーで分配されていた。まず、現金担保の出し手である投資銀行に利子（リベート）として運用益の一部が渡され、残りが機関投資家とセキュリティ・レンダーの間でシェアされるが、機関投資家側が大きな分け前を得る。

つまり、サービスの提供者であるセキュリティ・レンダーは、機関投資家から固定の管理手数料と規模に応じた現金担保の運用手数料に加え、その運用益の一部を得ていた。そのため、現金担保の運用はセキュリティ・レンダーの利益にも適っていると同時に、自ら

---

<sup>24</sup> 2011年第3四半期において、セキュリティ・レンディングで貸し出されている証券は、米国債が約3600億ドル（市場価値全体の4%）、米国株式約2450億ドル（2%）となっている（FSB, 2012, p.31, Table 1; 清水, 2013, 136頁, 表3）。

<sup>25</sup> ただし、担保として認められる証券は市場価格が存在するもののみとされ、セキュリティ・レンダーごとに例えば信用格付がAA-以上などといった形で最低基準が定められていることが多い（FSB, 2012, p.21）。

<sup>26</sup> *ibid.*, p.31.

の収益を増やすためにより利回りのよい証券化商品に投資するインセンティブが存在していた（清水，2013，132-135 頁；FSB，2012，pp.19-21）。

## B. 現金担保とその短期金融資産での運用

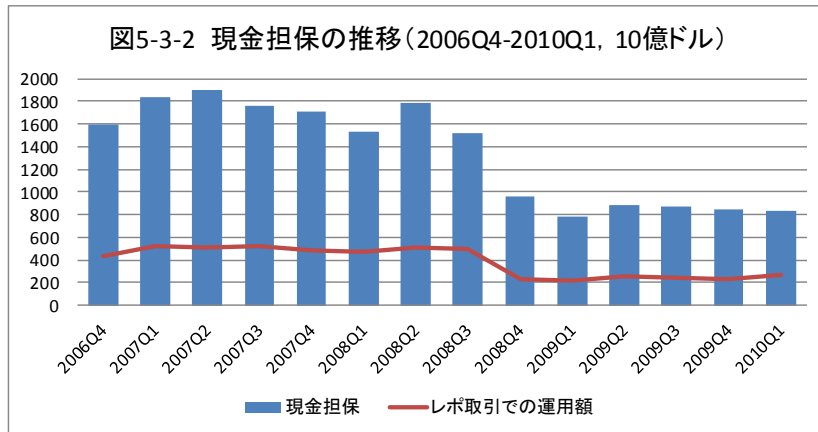
セキュリティ・レンディングを通じた現金担保（Cash Collateral）の蓄積は，サブプライム金融危機前，極めて大きな規模になっていた（図 5-3-2）。その額は 2007 年第 2 四半期には 1 兆 9020 億ドルに達した。これはアメリカの全金融機関の保有資産の 5%もしくは預金金融機関の保有資産の 22%に相当する規模である。このような極めて大きな規模のキャッシュ・プールが存在し，再投資先を求めていたのである。その再投資先を見たのが図 5-3-3 で，2006 年第 1 四半期から 2007 年第 4 四半期にかけて，現金担保の多くがレポ取引と ABS（ABCPを含む）に投資されていたことが分かる。2007 年第 2 半期のレポ取引での運用額は 5040 億ドルに及んでおり，全現金担保の 26%に相当した。また，ABSへの投資も 5020 億ドル（26%）に及んでいた。この ABSへの投資に関しては，レポ取引の際に担保として差し入れられていた分が 1200 億ドルに及ぶため，ABCPを通じた保有も含めて合計で 6220 億ドルの ABSを直接・間接に保有していたことになる。同時期の ABSの残高が 5 兆 2130 億ドルであることを考えるとその約 12%を保有していたことになる<sup>27</sup>。ABSの中にどの程度 ABCPが含まれていたかは，RMAのデータ上で合算されてしまっているため，正確には分からないが，セキュリティ・レンダーには ABSなどのより長期の証券化商品に投資を行う動機が存在していた。

セキュリティ・レンダーが証券化商品への投資を拡大するのは，現金担保の運用益の一部が彼らの収入になるためである。サブプライム・モーゲージを含む証券化商品のシニアトランシュは，高格付けであると同時に相対的に高利回りとなる。そのため，セキュリティ・レンダーにとっては魅力的な商品となる。実際，AIG はアメリカ国内企業向けのセキュリティ・レンディング・プログラムにおいて，2007 年以前に 760 億ドルに及ぶ現金担保を保有し，かなりの部分をトリプル A 格付けの資産に投資していた。しかし，全資産の実に 60%が高格付けの MBS で，その裏付けプールにはサブプライムと Alt-A のモーゲージが多く含まれていたのである（U.S. Senate, 2009, p.5）。

その他の短期金融資産については，正確な数字は不明であるが，2008 年から 2009 年にかけて MMMF（規則 2a-7 ファンド）の増加が見られ，2011 年第 3 四半期にかけてある程度の規模となっている。図 5-1-16 の MMMF の保有主体では，セキュリティ・レンダーはファンディング会社の項目の一部に過ぎないため，全ての動きを説明することはできないが，2008 年にファンディング会社の MMMF 保有増加にある程度寄与しているものと考えられる。

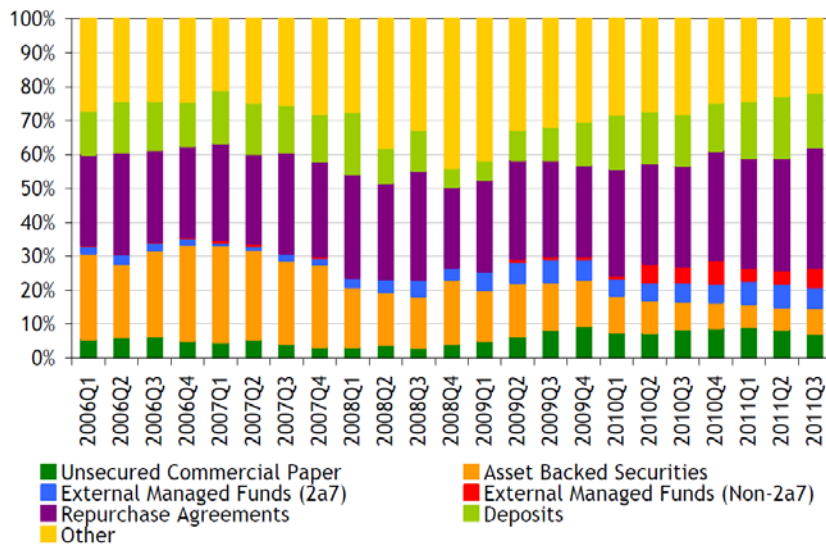
---

<sup>27</sup> ABS のデータは Krishnamurthy et al., 2013, p.23 Table II より。



原典: RMA.  
出所: Krishnamurthy et al., 2013, p.18, Table 1より作成。

図 5-3-3 資産タイプ別の現金担保再投資先 (2006Q1-2011Q3)



Note: Other includes funding agreements, other Corporates and all other funding instruments that can not be categorized.

Source: RMA

出所: FSB (2012, p.32).

しかし、ここで重要なのは、機関投資家の保有する有価証券は、機関投資家のカスタマイズ口座で保管され続けているのではなく、セキュリティ・レンディングを通じて投資銀行やヘッジファンドなどの証券市場で活動する金融機関に供給されており、それによってデリバティブ取引や空売りなどの各種投資戦略を実施することが可能性になっていたことにある。すなわち、機関投資家は現代の金融システムが機能する上で欠かせない担保を供給する役割を担っていたのである。さらに、セキュリティ・レンディングの結果として生じた膨大な現金担保はセキュリティ・レンダーによって運用され、機関投資家の運用益を向上させるとともに、レポ取引やABS保有の形で投資銀行やマネーセンターバンクに資金を供給し、OTDモデルを支える役割を果たしていた。このように、機関投資家は一見、



OTD モデルに大きく関与していないように見えるが、実際には現代の金融システムを機能させる上で欠くことのできない存在だったのである。

### 5.3.2. 機関投資家によるヘッジファンド投資の拡大

機関投資家は、担保資産の供給者と短期金融資産の需要者、高格付けの証券化商品の需要者と現代の金融システムにおいて多大な役割を担っている。彼らはさらに 2000 年代に入ると直接もしくはファンド・オブ・ヘッジファンズを通じたヘッジファンド投資を拡大した。その結果、ヘッジファンドの運用資産が大きく拡大すると共にその運用戦略にも変化が生じることとなった。

ヘッジファンドは、1940 年投資会社法に基づく SEC への登録義務を免除された私募ファンドである。ヘッジファンドは、「絶対リターン追求」型の投資戦略を採用しており、それと整合的になるようファンドマネージャーの報酬体系も成功報酬を中心としたものとなっている。

投資信託などを中心とする相対リターン追求型の投資戦略は、インデックス運用であればベンチマークとなるインデックスのパフォーマンスの複製を試み、アクティブ運用であればそれを越えようと試みる。そのため、市場環境が変化し、相場が下落する際に運用益がマイナスになったとしてもインデックスとの相対的な優劣でパフォーマンスが評価される。それに対し、絶対リターン追求型の投資戦略では、市場環境に関わらず収益がプラスの運用益を確保できるよう試みる。そのために、市場環境が変化しても収益が見込めるようレバレッジを高めたり、証券のロングポジション（買持ち）だけでなく、ショートポジション（売持ち；空売り）を行ったり、リスクの高い証券や特定分野に投資を集中させたりと多様な投資戦略を採る。これはヘッジファンドが SEC の監督下でない私募ファンドであり、投資手法に制限が少ないことに起因している。また、ファンドマネージャーの報酬体系も絶対リターン追求に整合的になるよう、ファンドの純資産の 1~2% の管理手数料に加え、純利益の 20% が成功報酬の形で支払われる（福原，2009，631-633 頁；野下，2007，4-5 頁）<sup>28</sup>。

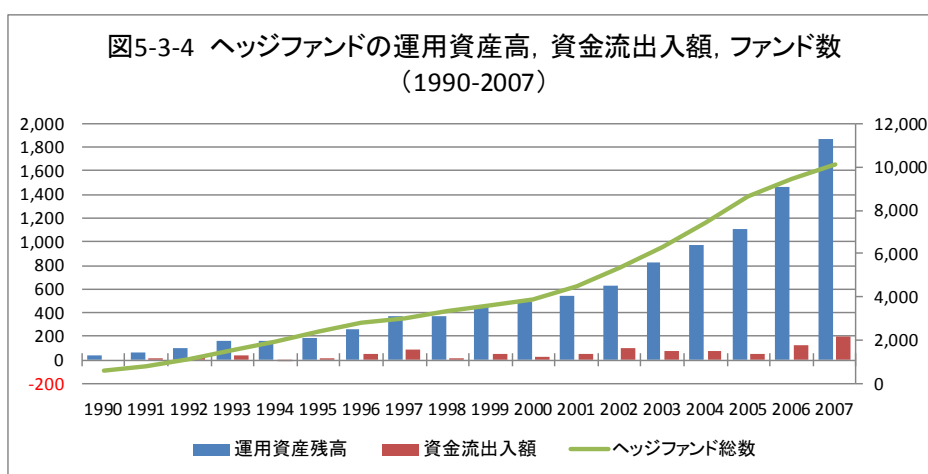
#### A. 機関投資家によるヘッジファンド投資と運用資産の拡大

世界のヘッジファンドの総数と運用資産は 1990 年代以降、急速に増加していった（図 5-3-4）。1990 年に約 390 億ドルだった運用資産残高（AUM, Assets Under Management）は、2000 年に約 4900 億ドルになり、2007 年には 1 兆 8700 億ドルにまで増加した。2000

---

<sup>28</sup> 成功報酬の算定には、純資産額が過去のピークを上回った部分を基準とする HMW (High Water Mark) 方式を採用している場合が多いとされる。また、一般的には管理手数料は 2% とされることが多いが、Hennessee Group の 2005 年 1 月の調査では、管理手数料 1% のファンドの割合が 43%、1.5% のファンドが 35%、2% のファンドが 15% と必ずしも管理手数料を 2% とするファンドが多いわけではない。一方、成功報酬に関しては 20% とするファンドが 89% と圧倒的となっている（Hennessee Group, *The 2007 Manager Survey*）。

年から2007年の間に3.8倍の増加が見られたことになる。しかし、これは運用資産の時価評価額であり、この間の実際の新規資金流入は約6600億ドルとなっている。ただ、それでも2000年段階の運用資産残高を遙かに上回る額が新たに投資されたことになり、この間のヘッジファンドへの新規の投資が極めて大きな額に上っていたことが分かる。また、ヘッジファンド数も1990年には610本だったものが、2000年には3,873本になり、2007年には10,096本にまで増加した。特に2002年以降には年平均で1440本のヘッジファンドが新設されていた。一方、清算されるファンド数も2004年頃から急増し、2004年に296本、2005年に848本、2006年に717本に及んでいた<sup>29</sup>。このように2000年以降、ヘッジファンド投資が特に活発化し、新規のファンド乱立と大量の資金流入、そして競争激化の結果として市場からの退出増加が引き起こされた。



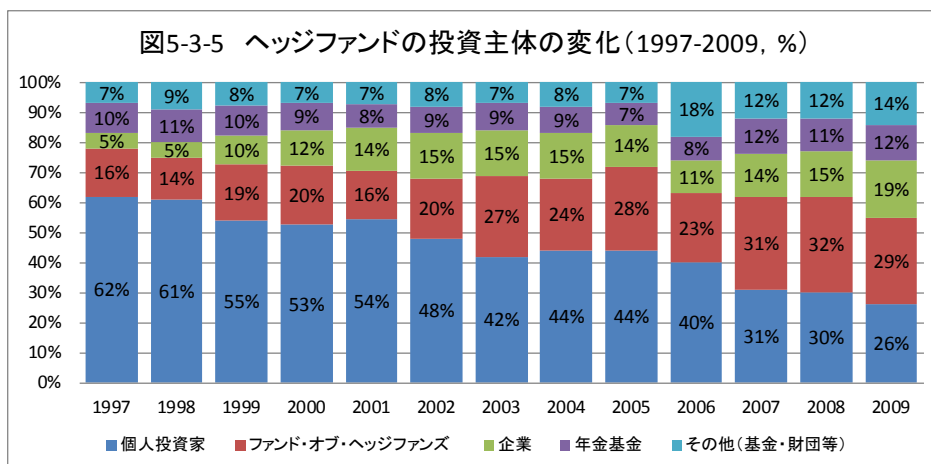
原典: Hedge Funds Research, "HFR Industry Report - Year End 2007."  
出所: 経済産業省(2008, 41, 43-44頁)。

2000年代におけるヘッジファンド投資の活発化を牽引していたのが、機関投資家であった。ヘッジファンドは元々、富裕層を中心とした限られた個人投資家向けの金融商品であった。しかし、2000年代に入ると伝統的な金融商品では運用益や資産運用の分散が不十分であると感じるようになった年金基金、多くのキャッシュを貯め込むようになった企業や大学の基金などがヘッジファンドの重要な投資家になっていった。

このことはヘッジファンドの投資主体の変遷を見れば明らかである(図5-3-5)。1997年には、個人投資家がヘッジファンドへの出資額の62%を占めていた。しかし、その後、次第に比重を減らしていき、2000年には50%を割って48%となり、2007年には31%と1/3以下を占めるに過ぎなくなっていた。一方、代表的な機関投資家である年金基金は一貫して10%内外で推移しており、2005年、2006年にはむしろ比重が低下していた。また、その他の機関投資家についても2006年、2007年に大きく比重を高めた以外は8%前後を占める程度で、1997年から2005年までの両者の合計は平均17%であった。ただし、実額ベースでは平均17%を保っていたのであれば、出資額は大きく増加したことになる。図5-3-4

<sup>29</sup> 経済産業省(2008, 45頁, 図表3-4)。原典はHedge Funds Research社の“HFR Industry Report - Year End 2007”。

のデータは運用資産残高ベースなので、各投資主体が全く同じ戦略を採らない限り単純計算はできない。仮に全ての投資主体が同じ戦略を採っていたと仮定すれば、年金基金とその他の機関投資家の運用資産残高は1997年の625億ドルから2007年には3176億ドルまで増加したことになる。



出所: Hennessee Group Manager Surveyより作成。

さらに重要なのが、ファンド・オブ・ヘッジファンド (FoHF) の存在である。FoHFの出資に占める割合は1997年に16%に過ぎなかったが、2007年には31%とほぼ倍増している。FoHFは主に機関投資家を対象にした複数のヘッジファンドへ分散投資を行うファンドで、実際、アメリカの年金基金のヘッジファンド投資は、2008年9月まで単一ファンドへの投資よりFoHFを通じた投資の方が多かった(渡辺, 2009, 36頁)。

機関投資家がヘッジファンド投資をFoHF経由で行うのには次のような理由が存在する。ヘッジファンドへの投資は極めて手間のかかるもので、投資家は1つのヘッジファンドを選定し、投資するのに極めて多くの定量的・定性的な情報を収集し、吟味する必要がある。ヘッジファンドは私募ファンドであり、ディスクロージャーに関する義務を負わないため、情報を収集するのに大きなコストが掛かる。その上、運用パフォーマンスがファンドマネージャーの個人的な能力に強く依存するため、定性的な判断が必要となる。

ヘッジファンドの場合、同じ戦略を採っていても個別ヘッジファンドのリターン分布は株式のようにばらつきが存在する。これは個別戦略の選定より運用者の選定が重要であることを意味しており、投資家は慎重にヘッジファンドを選定しなければならない。また、リスクを軽減するためには複数のヘッジファンドに投資を行って分散ポートフォリオを構築する必要があるが、それは上記の手続きを繰り返す必要があることを意味している。そして、投資開始後にも継続的なデューデリジェンス (due diligence) やモニタリングを行い、パフォーマンスにあわせて順次ヘッジファンドを入れ替える必要がある。そのため、投資家が高いリターンを得ようとする場合、継続的に多くの優秀な人材と資本をヘッジファンド投資業務に投入しなければならなくなる可能性が高い。

FoHFはこのような一連のプロセスを投資家に代わって行うのである。彼らは投資家のリ

スクとリターンの目標に応じたヘッジファンドのポートフォリオを構築するためにヘッジファンドを選定し、継続的にモニタリングする。彼らは戦略・投資手法・ファンドマネージャーを組み合わせることで個々のファンドのリスクを相殺し、単一マネージャーや単一戦略への投資に伴うリスクを軽減しようとする（吉田・眞保，2000，18-19 頁；ポスニコフほか，2003，70-73 頁）。

FoHF を機関投資家による投資と考えると，図 5-3-5 のヘッジファンドへの出資比率に占める機関投資家の割合は 1997 年に 33%だったものが，2002 年頃から拡大し 2007 年には 55%に達したことになる。すなわち，2000 年代におけるヘッジファンドの運用資産の増大は，機関投資家の資金の流入に負うところが大きくあり，ヘッジファンドにおいても「機関化」が進展していたのである。

### B. ヘッジファンドの機関化と投資戦略の変化

年金基金などの機関投資家によるヘッジファンド投資拡大には，投資の分散化とポートフォリオのリターンの安定化，そしてリターンの向上という 3 つの理由が存在していると考えられる。

投資の分散化については，機関投資家の運用するファンドが年々大きくなっていることから資産アロケーションを多様化し，各資産のエクスポージャーを減らして行く必要があったことがあげられる。また，年金基金などが行っているオルタナティブ投資にヘッジファンド投資を組み込めば，不動産や未公開株，ベンチャー投資などの非流動的な資産にハイリスク・ハイリターンの投資を行いながら，ある程度の流動性を確保することができる。

次に，ポートフォリオのリターンの安定化については，伝統的な株式あるいは債券のロングポジションもしくはインデックスでの運用は，市場が上昇している時には比例してリターンを得られるが，相場が下落するときに同様に損失を出すことになる。2000 年の IT バブル崩壊など大きな相場の崩壊が発生すれば，機関投資家も大きな損失を出すことになる。それに対し，売持ち（ショート）を併用し，絶対リターンを追求するヘッジファンドでは下落相場でもリターンを上げることが可能である。そのため，市場下落に対する「ヘッジ」として伝統的な株式投資に代えて株式ロング・ショート戦略や株式マーケット・ニュートラル戦略のファンド，債券投資に代わって債券アービトラージ戦略のファンドに投資し，保有する資産ポートフォリオが市場リスクと連動することで生じる  $\beta$ （ベータ）を引き下げてリターンの安定化を図ったのである。

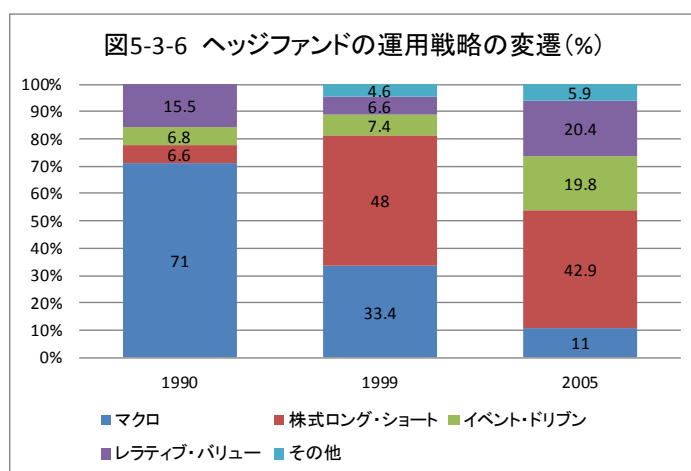
最後に年金基金などでは積立不足は企業側の負担増を意味することからファンドのリターンを予定利率に適合させる必要がある。そのため，ヘッジファンド投資を通じて株式・債券の伝統的な資産と相関が低いリスクを取ることで追加的なリターンである  $\alpha$ （アルファ）を得ることが期待されるのである（竹本，2003，64 頁；関村，2009c，94 頁；ポスニコフほか，2003，66-73 頁）。

こうして機関投資家によるヘッジファンド投資が拡大することとなったが，ヘッジファ

ンドに多くの資産が流れ込むことで、その運用戦略や金融商品としての性格が変化することとなった。

まず、運用戦略については、1990年代と2000年代で主流の戦略が大きく変化している(図5-3-6)。1990年代にはジョージ・ソロスのクオンタム・ファンドに代表されるようなカリスマ的なファンドマネージャーが各国の政治動向や経済指標の分析に基づいて幅広い市場を対象に投資を行って収益機会を狙うグローバル・マクロ戦略が一世を風靡した。1990年にはグローバル・マクロ戦略を採用するヘッジファンドは71%に及んでいたが、1999年には33.4%にまで減少し、2005年には11%となっている。

それに対し1990年代以降、機関投資家の投資増加に応じて増えたのが、特定の資産や市場、投資手法などより具体的なニーズに基づいた投資戦略であった。まず、1990年代には株式ロング・ショート戦略が拡大した。株式ロング・ショート戦略は、個別の銘柄の定性的・定量的な分析を元に、現在割安と考えられる銘柄をロングポジションで保有すると共に、割高と考えられる銘柄をショートポジションで保有することで双方から利益をあげようとする戦略で、この戦略を採用するヘッジファンドの比率は、1990年に6.6%だったが、1999年に48%まで拡大し、2005年においても42.9%を占めていた。レラティブ・バリュウ戦略とイベント・ドリブン戦略は、2000年代に入ってから増加した。レラティブ・バリュウ戦略は、定性的・定量的な分析を元に、市場全体の動きを捉えるのではなく株式や債券の個別銘柄の間の価格差、流動性のミスマッチ、金利差を捉えて本質的な価値へ回帰する際に差益を確保する投資戦略で、株式マーケット・ニュートラル戦略もこの戦略に含まれる。ヘッジファンドの投資戦略に占める比率は1999年には6.6%だったが、2005年には20.4%にまで拡大した。イベント・ドリブン戦略は、個別企業に発生するイベントにより引き起こされる証券の値動きからリターンを獲得することを狙う戦略で、その対象はM&A、訴訟、規制、投資先リスクの認識変化などがあげられる。ヘッジファンドの投資戦略に占める比率は、1999年に7.4%であったが、2005年には19.8%にまで拡大した(経済産業省、2008、26-34頁；バビット、2013、17-19頁)。

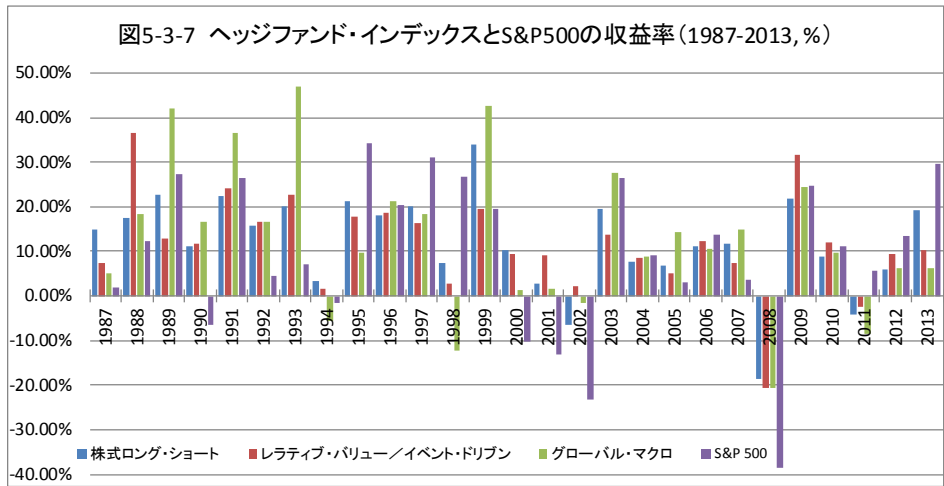


原典：Hedge Funds Research.  
出所：山内・中川(2010、60頁、図表7)より。

このように、機関投資家によるヘッジファンド投資が増加する中で、グローバル・マクロ戦略を採用するヘッジファンドが減少し、株式ロング・ショートやイベント・ドリブン、レラティブ・バリューなどの戦略を採るヘッジファンドが増加した。このような変化の背後には、機関投資家がヘッジファンド投資を単なるリターンの向上ではなく、投資の分散化とリターンの安定化を目的としてポートフォリオに組み込もうとしており、グローバル・マクロ戦略のような幅広い投資対象と投資手法を採るヘッジファンドより、特定の資産や市場、投資手法を採るヘッジファンドを選択したことがあると考えられる。ただ、この変化については、機関投資家のヘッジファンド投資のニーズの問題の他に、投資戦略ごとに新たに参入することが容易な戦略と困難な戦略が存在していたことも指摘されている。つまり、グローバル・マクロ戦略は前述のようにソロスのような突出した才能を持ったファンドマネージャーを必要としており、その投資戦略を模倣することは困難である。それに対し、イベント・ドリブンや株式ロング・ショート、レラティブ・バリュー戦略は基本コンセプトやモデルが存在しており、模倣することは難しくなかった(祝迫, 2009, 122-123頁)。言い換えれば、ヘッジファンド市場へ流入する資金が急増する中でヘッジファンドを新設して資金の受け入れを拡大していくには、ファンドマネージャーの個人的才能にあまり依存しない特定のニーズに合わせた投資戦略を採用する必要があったのである。

この点は、ヘッジファンドの戦略別インデックスの年次収益率からも分かる(図 5-3-7)。機関投資家のヘッジファンド投資が大きく増加した 2000 年代を見てみると、2003 年から 2007 年にかけてのグローバル・マクロ戦略の年次収益率は、2006 年を除けば株式ロング・ショートやレラティブ・バリュー、イベント・ドリブン戦略を上回っていた。実際、この期間の年次収益率の平均は株式ロング・ショート戦略が 11.37%、レラティブ・バリュー／イベント・ドリブン戦略が 9.44%であるのに対し、グローバル・マクロ戦略は 15.18%となっている。

ただ、このことはより大きな問題の存在を提起している。すなわち、ヘッジファンド市場への大量の資金流入の結果、ヘッジファンドのリターン(パフォーマンス)の低下が見られるのである。1990 年代における各インデックスの平均年次リターンは、株式ロング・ショート戦略が 17.3%、レラティブ・バリュー／イベント・ドリブン戦略が 15.1%、グローバル・マクロ戦略が 19.7%であった。それが 2000 年代に入ると大きく低下するようになり、サブプライム金融危機前の 2007 年までの平均を見ても、それぞれ 7.9%、8.5%、9.7%とかなり低い水準になっている。

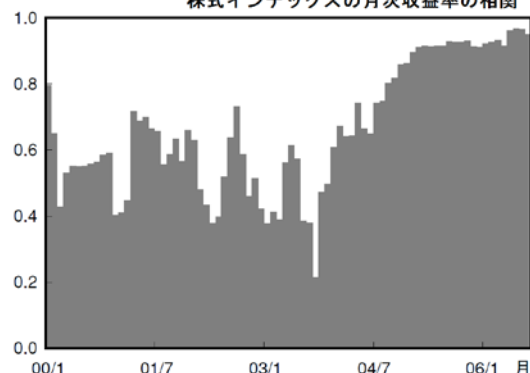


これは大量の資金流入の結果、「限定的にしか存在しないアルファの獲得機会にヘッジファンド投資を通じた投資家から多額の資金が集まる」(金子, 2007, 50 頁) こととなったのが原因と考えられる。ヘッジ取引は本来的に市場の一時的な歪みを利用して収益を得る限界取引であり, 本流の取引ではないため, その規模は限定的となる。そこに資金が大量に流れ込めば, 裁定の機会が汲み尽くされ, 収益性は低下することとなる(中野, 2008, 83 頁)。

このヘッジファンドの収益性低下に関連して, 2000 年代のヘッジファンドでは 2 つの変化が生じた。第 1 に, 株式のロングポジションが増加したことで株式インデックスとの間で相関が高まったことがあげられる。これは多くのヘッジファンドが 2003 年初め以降の株価上昇の中でロングポジションを拡大することで収益を確保しようとしたためで, 2005 年 2 月以降にはヘッジファンドインデックスと株式インデックスの相関が 0.9 を超える水準になった(図 5-3-8)。第 2 に, ヘッジファンド戦略間の相関が高まったことがあげられる。また, 日本銀行(2006)は, ヘッジファンドの投資戦略や投資行動が徐々に均質化していることを指摘している(図 5-3-9)。実際, クレディ・スイスのヘッジファンドインデックスの上位を占める株式ロング・ショート, イベント・ドリブン, グローバル・マクロ, エマージング市場戦略の 4 戦略間の月次収益率の相関は 2003 年初め以降, 上昇傾向にあり, 2006 年には平均 0.8 程度にまで高まっていた(同 3 頁)。



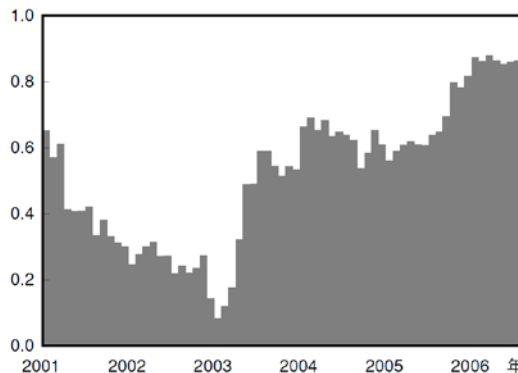
図5-3-8 ヘッジファンドインデックスと  
株式インデックスの月次収益率の相関



(注) 12ヶ月後方移動平均。直近は06/8月。

原典：Credit Suisse/Tremont, Bloom berg, 日本銀行。  
出所：日本銀行（2006, 2頁）。

図5-3-9 ヘッジファンド戦略間の相関の推移



(注) 12ヶ月後方移動平均。株式ロングショート、イベントドリブン、グローバルマクロ、エマージング市場戦略の4戦略間の6ペアの月次収益率相関の平均値。

原典：Credit Suisse/Tremont, Bloom berg, 日本銀行。  
出所：日本銀行（2006, 3頁）。

このような株式という特定資産へのロングポジションでの投資の拡大やヘッジファンド間の投資ポジションの均質化の進行は、市場価格変動を増幅させる可能性を有している。特に、その資産の市場流動性や規模に比して大きなポジションが形成されたり、急速なポジションの解消が行われたりすると流動性が枯渇して市場価格が大幅に下落する可能性がある。また、株式ロングポジションの拡大による株式インデックスとの相関の高まりやヘッジファンド戦略間のリターン相関の高まりは、年金基金などの機関投資家からすれば、資産アロケーションの多様化とポートフォリオリターンの安定化という当初の目的が十分に果たされないことを意味している。さらに FoHF 投資の観点からすれば、ヘッジファンド戦略間のリターン相関が高まることはその分散効果が低下することを意味していた（日本銀行，2006，4-5 頁）。

つまり、機関投資家によるヘッジファンド投資の拡大は、大量の資金がヘッジファンド市場に流入することで収益性を低下させてしまい、ヘッジファンドによる収益性を高めようとする行動は伝統的な投資との相関や投資戦略間の相関を高め、結果的に資産アロケーションの多様化とポートフォリオリターンの安定化という当初の目的とは異なる結果に繋がっていた可能性がある。

それだけでなく、ヘッジファンド市場への大量の資金流入は、後述するようにロングポジションで CDS を保有する投資戦略や MBS や ABS, ストラクチャード・プロダクトなどに投資するクレジット系ヘッジファンドが拡大する余地を作り、証券化商品のエクイティへの投資など証券化を支える役割を果たした一方で、通常のレバレッジの概念では計れない大きなリスクをヘッジファンドが抱える原因の一端となっていたと考えられるのである。

#### 5.4. 「金融市場の機関化」と OTD モデル

本章では、1990 年代以降のアメリカで形成された Originate-to-Distribute Model (OTD モデル) について、「金融市場の機関化」の視点からその実態に迫った。



OTD モデルは、商業銀行の視点を元に論じると自己資本比率規制のもとで規制を満たすために銀行本体で原債権の信用リスクを直接保持し続けない構造を作り出すものであった。すなわち、貸出債権を SPV に譲渡して証券化し、それを機関投資家やヘッジファンドに販売する。高格付のトランシュに関しては一部を在庫や自己勘定投資の一環として保有しレポで資金の手当てをした。さらに証券化商品への需要を維持し証券化を円滑に進めるために、オフバランス事業体を設立して証券化商品を保有し、それを担保に ABCP を発行して MMMF やその他の機関投資家から資金調達を行う。

しかし、「金融市場の機関化」の側面から OTD モデルを論じると異なる側面が見えてくる。この金融仲介システムの主要な投資家である機関投資家が最も必要としていたのは、実は市場流動性に欠けるサブプライム MBS や CDO ではなく、市場流動性が確保され、元本の安全が確保された金融資産だった。年金基金や生命保険会社、ミューチュアルファンドなどの機関投資家は、その形態により投資期間の多少の長短はあっても家計部門の長期貯蓄を受け入れて長期の金融資産に投資することがその使命である。ただ、現実には解約や償還、預かり資産の一時的な保管など即座に現金にすることのできる流動性の高い資産を必要としていた。さらに運用収益を高めるためにセキュリティ・レンディングを行った結果、大量のキャッシュ・コラテラルを抱え込むことになり、それを短期で運用する必要があった。このような家計部門以外の短期の資金運用に対する需要は年々高まっており、その額は 2007 年には推計で 3 兆 8520 億ドルに達していた。それに対し、短期国債などの政府保証の付いた安全で流動性の高い「非 M2 通貨」の供給は、1990 年代半ばから 2000 年代始めにかけて停滞気味で、2007 年にはおよそ 2 兆 3610 億ドルの不足となっていた。その間隙を埋めたのが、民間の「非 M2 通貨」型の資産である ABCP やレポ、MMMF であった。ABCP は ABCP 導管体の親銀行から信用保証と流動性保証が与えられ、その多くが満期 4 日以内という極めて短期の金融商品であった。レポについても担保として国債をはじめとした比較的安全な資産が差し入れられ、オーバーナイトでの貸出が原則であった。また、MMMF も組み入れ資産に対する規制と親会社による元本割れを防ぐ手段の提供により事実上、元本保証のある金融商品だとみなされていた。

さらに、現代の金融仲介システムの持つもう 1 つの側面として、システムが円滑に機能するために、担保もしくは裏付けとなる資産の供給が不可欠だったことがあげられる。前述のレポや ABCP、MMMF は言うに及ばず、OTD モデルにおいて証券市場で投資を展開する投資銀行やマネーセンターバンクの自己勘定投資、ヘッジファンドなどの資金運用者は、空売りやデリバティブなどの投資戦略を実行するに当たって取引の裏付けや担保として多くの有価証券を必要としていた。それを可能にしていたのが、年金基金や保険会社などの機関投資家が保有する有価証券をカスタディアン銀行経由で貸し出すセキュリティ・レンディングであった。

機関投資家は、セキュリティ・レンディングを通じて投資銀行やマネーセンターバンクに国債や株式などの有価証券を貸し出し、貸出料を得ることで運用利回りの向上を図ろう

とした。さらに、貸し出しに際して担保を現金か証券の形で受け取っており、セキュリティ・レンダーがレポ市場やABSなどの証券化商品投資で運用することで追加の利益を得た。現金担保は2007年第2四半期には1兆9020億ドルに達し、このうち5040億ドルがレポ市場で、5020億ドルがABCPを含むABS投資で運用されていた。ABSの保有という意味ではレポの担保に差し入れられた分を含めれば、実に6220億ドル(全ABS残高の約12%)に達していた。機関投資家は現代の金融システムが機能する上で欠かせない担保を供給し、さらに膨大な現金担保はレポ取引やABS投資の形で運用され、投資銀行やマネーセンターバンクへ資金を供給し、OTDモデルを支えていたのである。

一方、このような短期の民間金融資産の供給という視点に立つと、1990年代以降の投資銀行業務と商業銀行業務の異なる姿が見えてくる。投資銀行業のたどった道は、主に機関投資家および資金運用者向け業務の拡充と自らの資金運用者化であった。投資銀行は、資金運用者向けの業務としてプライムブローカー業務を拡大し、セキュリティ・レンダーから借り入れた有価証券を貸し付ける一方、ヘッジファンドのカストディアンとして預かった有価証券をレポ取引の担保として再利用し、資金調達を行っていた。主要投資銀行10行のプライムブローカー業務を通じたリスクエクスポージャーは、2007年末には3兆2673億ドルに達しており、ヘッジファンドの活動を支える重要な役割を果たしていた。また、株式公開を行って資本力を強化した上でプロップ取引、プリンシパル・インベストメント業務などの自己勘定取引を拡充し、裁定取引や空売り、デリバティブ取引を行うなどヘッジファンドに類似した投資を行う資金運用者に自らもなっていた。

マネーセンターバンクを中心とした商業銀行は、機関投資家および資金運用者向け業務として証券化業務やオフバランス事業体を通じた民間の短期金融資産の供給を行うとともに、自己勘定でのトレーディング業務を拡大するなど自らも資金運用者としても活動していた。商業銀行はABCP導管体やSIVなどのオフバランス事業体を設立し、証券化商品を裏付けに短期の金融資産であるABCPを発行していた。その際、商業銀行はABCPの高い安全性と流動性を保証するのに必要な「流動性補完」や「信用補完」を与えること、すなわち流動性の裁定に必要な信用を供与することで利益を得ていた。

最後に、2000年代に入ると機関投資家はファンズ・オブ・ヘッジファンズ(FoHF)などへの間接的な投資を含めてヘッジファンドに大量の資金を供給するようになった。ヘッジファンドの運用資産残高は2007年に1兆8700億ドルに、投資主体別でのFoHFを含む機関投資家の比率は55%に達した。機関投資家によるヘッジファンド投資が増加したことで、株式ロング・ショート戦略やレラティブ・バリュー戦略を採用するヘッジファンドが増加したが、大量の資金流入の結果、収益率が低下したことに加え、株式投資を行うファンドでは株式インデックスとの相関が、ヘッジファンド戦略全体では投資戦略や投資行動の均質化から戦略間の相関が高まるなどの弊害も生じた。収益性の低下に対し、資金運用者としてのヘッジファンドが採った行動はレバレッジを高めることで利益を高めることであったが、この点は第6章で論じる。

つまり、「金融市場の機関化」という側面から OTD モデルを論じると、そこには短期金融資産の供給、市場取引を支える担保資産の供給が必要とされており、それを可能にするものとしてカストディアン銀行のセキュリティ・レンディング、投資銀行のプライムブローカー業務、商業銀行のオフバランス事業体が存在していた。その下で、資金運用者としてのヘッジファンド、投資銀行、マネーセンターバンクが投資活動、すなわち短期利益最大化のための投資を行っていたのである。そして、これらの活動の背後にも金融資産の需要者や供給者として機関投資家が存在していた。そのため、OTD モデルは「金融市場の機関化」を前提として構築されており、機関投資家の存在がなければ機能しないのである。

## 参考文献

- Acharya, Viral V. and Philipp Schnabel (2009a) “How Banks Played the Leverage Game,” in Acharya, V. A. and M. Richardson (ed.), *Restoring Financial Stability*, New York University Stern School of Business, John Wiley & Sons (「銀行はいかにしてレバレッジ・ゲームに興じたのか」大村敬一監訳『金融規制のグランドデザイン』中央経済社, 2011年。)
- (2009b) “Do Global Banks Spread Global Imbalances? The Case of Asset-Backed Commercial Paper During the Financial Crisis of 2007-09,” NBER Working Paper No.16079.
- Adrian, Tobin, Brian Begg, Adam Copeland and Antonie Martin (2012) “Repo and Securities Lending,” NBER Working Paper Series, No.18549.
- Barclays Global Investor (2009) “Securities Lending Explained,” in Financial System Research Forum, Center for Advanced Research in Finance, Tokyo University.
- Blundell-Wignall, Adrian (2007) “The Subprime Crisis: Size, Deleveraging and Some Policy Options,” *OECD Financial Market Trends*.
- (2008) “An Overview of Hedge Funds and Structured Products: Issue in Leverage and Risk,” *OECD Financial Market Trends*, No.92.
- Claessens, Stijn, Zoltan Pozsar, Lev Ratnovski and Manmohan Singh (2012) “Shadow Banking: Economics and Policy,” IMF Staff discussion Note, SDN/12/12.
- Financial Stability Board (2012) “Securities Lending and Repos: Market Overview and Financial Stability Issues,” Interim Report of the FSB Workstream on Securities Lending and Repos.
- Gorton, Gary and Andrew Metrick (2010) “Regulating the Shadow Banking System,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.41, Issue 2, pp.261-312.
- Hayes, Samuel L. and Philip M. Hubbard (1989) *Investment Banking*, Harvard Business School Press.
- Krishnamurthy, Arvind, Stefan Nagel and Dmitry Orlov (2013) “Sizing up Repo”, CEPR Discussion Paper, No. 8795

- Mitchell, Donna (2006) “SIV market grows, so do 'SIV-lites',” *Asset Securitization Report*, Vol. 6 Issue 33, p.1, p.20.
- Morrison, Alan D. and William J. Wilhelm (2007) “Investment Banking: Past, Present, and Future,” *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.19, No.1, pp.42-54.
- Mustier, Jean-Pierre and Alain Dubois (2007) “Risks and return of banking activities related to hedge funds,” *Banque de France Financial Stability Review – Special issue on hedge funds*, No. 10, April.
- Nocera, Joseph (1994) *A Piece of the Action: How the Middle Class Joined the Money Class*, Simon & Schuster: N.Y. (野村総合研究所訳『アメリカ金融革命の群像』野村総合研究所, 1997年)
- Pozsar, Zoltan (2011) “Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System,” IMF Working Paper, No.11/190.
- Pozsar, Zoltan, Tobias Adrian, Adam Ashcraft and Hayley Boesky (2010) “Shadow Banking,” Federal Reserve Bank of New York Staff Report, No. 458.
- Pozsar, Zoltan and Manmohan Singh (2011) “The Non-Bank-Bank Nexus and the Shadow Banking System”, IMF Working Paper, No.11/289.
- Special Inspector General for the Troubled Asset Relief Program (2013) *Quarterly Report to Congress*, October 29.
- The United States Senate (2009) “American International Group: Examining What Went Wrong, Government Intervention, and Implications for Future Regulation,” Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, Testimony, March 5.
- 岩井浩一・三宅裕樹 (2008) 「米国 MMF の元本割れ懸念とその回避策」『資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所, 春号, 163-173 頁。
- 祝迫得夫 (2009) 「アメリカ発世界金融危機とヘッジファンド, 影の金融システム」『フィナンシャル・レビュー』財務総合政策研究所, 2009年3号, 119-137 頁。
- 牛窪賢一 (1999) 「米国投資銀行を中心とする金融ビジネスの変遷」『損保ジャパン総研クォーターリー』 Vol.28, 26-61 頁。
- 掛下達郎 (2013) 「マネーセンターバンクとは何か?」『名城論叢』名城大学, 13号4巻, 185-212 頁。
- 金子泰敏 (2007) 「機関化を進めるヘッジファンドの最新市場動向」『資本市場』資本市場研究会, 267号, 46-57 頁。
- 経済産業省 (2008) 「国内外で存在感を高めるヘッジファンドの実態調査報告書」経済産業省政策局調査課。
- 清水和夫 (2013) 「米国におけるセキュリティーズ・レンディングの仕組み」『大阪電気通信大学人間科学研究』大阪電気通信大学, 第15号, 131-146 頁。
- 関村正悟 (2009a) 「サブプライム危機から投資銀行危機へ」『佐賀大学経済論集』佐賀大学,

- 第 41 卷 6 号, 91-126 頁。
- (2009b) 「サブプライム危機における投資銀行とヘッジファンド：リーマン破綻とレポ取引及び証券貸借の役割」『年報財務管理研究』日本財務管理学会, 20 号, 38-45 頁。
- (2009c) 「サブプライム危機とヘッジファンド--ヘッジファンドはサブプライム危機でいかなる役割をはたしたのか」『証券経済学会年報』証券経済学会事務局, 44 号, 92-97 頁。
- 高木仁 (1987) 「アメリカ合州国における銀行・証券分離問題の展望」『明大商学論叢』明治大学商学研究所, 第 69 卷 5・6 号, 289-313 頁。
- 竹本直樹 (2003) 「米国年金基金のヘッジファンド投資」『みずほ年金レポート』みずほ年金研究所, 47 号, 59-69 頁。
- 中野瑞彦 (2008) 「世界の大手金融機関とヘッジファンド」『経済』新日本出版社, 155 号, 75-84 頁。
- 新形敦・前川亜由美・風間春香 (2009) 「欧米の大手金融機関における投資銀行部門の展望」『みずほ総研論集』みずほ総合研究所調査本部, 23 号, 47-81 頁。
- 二上季代司 (1997) 「アメリカにおける 75 年証券市場改革の意義」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第 5 号, 1-14 頁。
- 西川純子・松井和夫 (1989) 『アメリカ金融史』, 有斐閣。
- 日本銀行 (2005) 「ヘッジファンドを巡る最近の動向」『日本銀行調査季報』2005 年夏, 1-49 頁。
- (2006) 「ヘッジファンドの投資行動変化と金融市場への影響」『日銀レビュー』2006-J-18。日本銀行金融市場局 (2007) 「米国の短期金融市場の最近の動向について」日本銀行。
- 沼田優子 (1999) 「ゴールドマン・サックスの株式公開」『資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所, 1999 夏号。
- 野下保利 (2007) 「ヘッジファンドと戦後ポートフォリオ理論 (1)」『国士舘大学政経論叢』国士舘大学政経学会, 2007 年 1 号, 1-32 頁。
- 林宏美 (2000) 「米国の金融制度改革法の論議」『知的資産創造』野村総合研究所, 第 8 卷 3 号, 36-47 頁。
- バビット, ランス (2013) 「ヘッジファンドのリスク管理：ポートフォリオ・マネジメントの観点から」『証券アナリストジャーナル』日本証券アナリスト協会, 51 卷 7 号, 15-27 頁。
- パーベル, C. A.・アイビーティ訳 (1989) 『セキュリタイゼーション』東洋経済新報社。
- 樋口修 (2003) 「米国における金融・資本市場改革の展開」, 『レファレンス』国立国会図書館調査及び立法考査局調査企画課, 平成 15 年 12 月号。
- 福原正大 (2009) 「ヘッジ・ファンドと金融危機」『オペレーションズ・リサーチ：経営の科学』日本オペレーションズ・リサーチ学会, 54 卷 10 号, 631-636 頁。
- ポスニコフ, ジュディー, 水野剛伸, アレクサンドラ・コフィー (2003) 「機関投資家とヘ

- ッジファンド」『証券アナリストジャーナル』日本証券アナリスト協会, 41 巻 4 号, 65-73 頁。
- 松川力造 (2005) 「米国の投資銀行の状況にみる金融・資本市場の流れ」 N-88, 日本政策投資銀行ニューヨーク駐在員事務所報告, 国際・協力部。
- 山内英貴, 中川成久 (2010) 「ヘッジファンドから見たデリバティブ取引」『証券アナリストジャーナル』証券アナリスト協会, 48 巻 2 号, 53-61 頁。
- 吉田浩一, 眞保二郎 (2000) 「ヘッジファンドに投資するファンド・オブ・ファンズの実像」『金融財政事情』金融財政事情研究会, 51 巻 24 号, 18-22 頁。
- 渡辺由美子 (2009) 「WORLD REPORT 米国年金事情 ヘッジファンド投資を巡る最近の動向について (上)」『企業年金』企業年金連合会, 28 巻 8 号, 34-37 頁。

## 第6章 資本主義経済の資金運用者化とサブプライム金融危機

### 6.1. サブプライム金融危機の発生と民間の短期金融資産への「取り付け」

2007年6月のサブプライムMBSの大量格下げをきっかけとして、2007年8月以降にABCP市場で流動性危機が発生した。それが民間の短期金融資産への取り付けに波及することで、**Originate-to-Distribute Model (OTDモデル)**は機能停止状態に陥った。この金融仲介システムにおいて、資金を供給する役目を果たしている機関投資家を含む**ICP (Institutional Cash Pools)**が必要としていた資産は、前章の議論からも明らかなように、銀行預金に代わる支払い手段への転換が容易で元本の安全が確保された金融資産だった。国債の供給量の増加が金融資産の増加に比して滞る中、その不足を補ったのは民間の短期金融資産であった。しかし、政府保証がある国債などとは異なり、民間の金融資産には債務不履行のリスクが常に存在する。投資家が元本の安全を確保するには、その危険を知り、保有するポートフォリオ全体のリスクを許容可能な範囲に収める必要があった。格付機関の提供する格付は、対象資産の債務不履行リスクを予測する上で重要な指標の1つとなっており、格付の重要さは**MMMF**を含む機関投資家が投資対象としてよい証券が、**NRSRO** (公認格付機関)により一定以上のグレードを付与した証券に限定されていたことから補強されていた。

OTDモデルは格付に強く依存したシステムであり、その根本に存在した証券化商品の格下げが行われたことで、システムを構成する多くの金融機関で金融仲介や投資の継続が不可能になった。また、大量の格下げは格付モデルの信頼性への疑念を生じさせ、サブプライム・モーゲージを裏付けに含む証券化商品を初めとした仕組み債への投資、それを裏付けや担保とした取引が機能しなくなった<sup>1</sup>。

本節ではサブプライムMBS格下げをきっかけに危機が短期の金融資産市場へと波及していった過程とその結果について論じる。

#### 6.1.1. ABCP市場での流動性危機と商業銀行のオフバランス事業の実態

サブプライム住宅バブルは、それまで上昇し続けていた住宅価格が2006年9月に下落に転じたことから転換点を迎えた。2007年2月には、HSBCがサブプライム・モーゲージの焦げ付きにより105億ドルの貸倒引当金の計上を発表し<sup>2</sup>、4月にはサブプライム・モーゲージ貸出最大手のニュー・センチュリー・フィナンシャルが連邦破産法第11条の適用を申

<sup>1</sup> IMF (2008)によれば、市場参加者の証券化商品に対する評価と格付機関の格付との間に大きな乖離が生じていた。実際、2007年8月以降、7年物のトリプルAのMBSは、トリプルBの5-7年物の社債と同程度の信用力(クレジットスプレッド)だと市場では判断されていた (*Ibid.*, p.62)。これには、証券化商品の格付モデルでリスクが過小評価されていると判断されていた側面と格付そのものに対する信頼が失われた側面が存在していたと考えられる。

<sup>2</sup> The New York Times, 8 February 2007, 日本経済新聞, 2007年2月9日夕刊。

請して破綻した<sup>3</sup>。

2007年5月には、スイスのUBSの投資銀行部門からスピンオフしていたヘッジファンドのディロン・リードが、サブプライム関連資産の投資から2007年第1四半期に1.5億ドルの損失を出し、UBS本体に再統合されることとなった。ディロン・リードはABS/MBSを対象としたレラティブ・バリュエ戦略の投資を行っていた<sup>4</sup>。また、6月にはベア・スターンズが傘下の2つのヘッジファンドの破綻を防ぐために最大32億ドルの資金援助を表明した。これらのヘッジファンドは、サブプライム関連資産に200億ドル以上の投資を行っており<sup>5</sup>、それぞれHigh-Grade Structured Credit StrategiesとHigh-Grade Structured Credit Strategies Enhanced leveraged Fundという名称で、CDO、ABS、バンクローンなどの高格付けの仕組み債に前者が5倍の、後者が10倍のレバレッジをかけて投資を行っていたとされる<sup>6</sup>。ただ、この段階では個別のヘッジファンドの損失であり、金融市場での全面的な流動性危機を引き起こすには至らなかった。

しかし、2007年6月以降、スタンダード・アンド・プアーズやムーディーズなどの大手格付機関が大規模なサブプライムMBSの格下げを相次いで実施したことで転機が訪れる<sup>7</sup>。格下げの結果、7月末にドイツの中小企業向け金融機関IKB産業銀行が流動性危機に陥ったことが明らかとなった。IKBは傘下にSIVを有しており、サブプライム関連資産を購入してABCPで資金調達を行っていたが、相次ぐ証券化商品の格下げでロールオーバーができなくなったのである。そのため、SIVは親銀行であるIKBの流動性補完に頼り、その結果、IKBが流動性危機に見舞われた（関、2007、19-20頁）。そして、8月以降、ABCPに投資するMMMFなどの投資家は、新規発行や資金のロールオーバーに応じなくなり、急速に資金を引き揚げ始めた。ABCP市場で、いわゆる「取り付け」が発生したのである。8月10日にはフランス最大手の銀行BNPパリバが傘下の投資ファンドを凍結し<sup>8</sup>、FRBや欧州中央銀行（ECB）が利下げや短期流動性供給を含む緊急対策に乗り出すこととなった。その結果、7月に1兆2147億ドルあったABCPの発行残高は、2008年7月には7561億ドル（40%減）に激減した。

---

<sup>3</sup> BBC News, 2 April 2007.

<sup>4</sup> 2007年末の決算においてUBSはアメリカの住宅モーゲージ関連投資から187億ドルの損失を出し、うち16.7%がディロン・リードに由来するものであった。また、同時にアメリカの住宅モーゲージ関連資産に対する2008年第1四半期の損失引当が190億ドルに上ることを発表した（UBS, 2008, pp.6-7, 9-10, 12-13, 31-32）。

<sup>5</sup> The Wall Street Journal (Eastern edition), 23 June 2007.

<sup>6</sup> 関村（2009b, 93頁）、三住（2008, 42-43頁）。

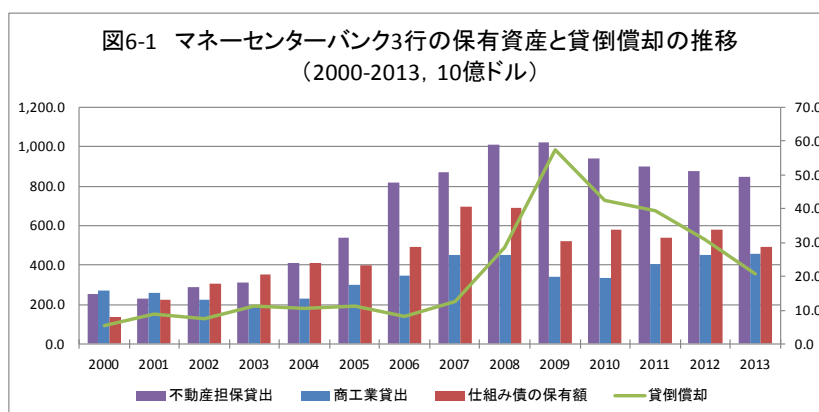
<sup>7</sup> 6月15日にはアメリカの格付機関ムーディーズが2006年発行のサブプライムMBS 131件の格下げに加え、そのうちの111件の更なる格下げと新たに136件の格下げの検討を発表した（The Wall Street Journal (Eastern edition), 18 June 2007）。さらに7月10日にはスタンダード・アンド・プアーズ（S&P）が612件の格下げもしくは格下げの検討を発表し、ムーディーズも2006年組成の399件の格下げと32件の格下げ検討、2005年組成の52件の格下げを発表した（The Wall Street Journal (Eastern edition), 11 July 2007）。

<sup>8</sup> The Wall Street Journal (Eastern edition), 10 August 2007.



ABCPの発行が困難になった ABCP 導管体や SIV は、親銀行の提供する流動性補完や信用補完を利用した。その結果、銀行本体のバランスシートに対する広範な遡及（リコース）が発生することとなった。これは、銀行にとってオフバランスだった資産が実質的にオンバランスとなり、転嫁したはずのクレジットリスクが銀行本体に戻ってくることを意味していた（Acharya and Schnabel, 2009a, p.87）。例えば、J.P. モルガン・チェースは傘下のマルチセラー型 ABCP 導管体の保有する債務不履行でない正常資産に対し、資産購入契約の形で流動性を提供する契約を結んでいた。J.P. モルガンは、資産価格が下落した場合、当初の価格で買い戻すことを契約で約束していた。また、信用補完をスタンバイ信用状の形で与えていた（JPMC, 2009, 161 頁）。そのため、オフバランス事業体が資金繰りに行き詰まったり、資産価格の下落に直面したり、債務不履行になったりした場合、これらの流動性補完や信用補完の契約が発動され、実質的に銀行本体のバランスシート上に売却した資産が戻ってくる形になっていた。

この流動性補完と信用補完を通じたリコースは、結局のところ完全支援型導管体や部分支援型導管体だけではなく、部分的な流動性補完と信用補完しか与えられていなかった SIV にまでほぼ完全に適用された（Acharya and Schnabel, 2009a, pp.89-93）。銀行は、流動性補完と信用補完の範囲を限定することでリコースを制限しようとしたが、実際には、銀行持株会社（金融持株会社）全体の評判に対するダメージが、傘下オフバランス事業体の破綻のダメージを上回ってしまうために、その選択が出来なかったのである。



出所: Statistics on Depository Institutions, FDIC.

その結果、オフバランス事業体を通じて保持されていた資産が、リコースを通じて急激に商業銀行部門のバランスシートに戻ってくることになった（図 6-1）。商業銀行によるオフバランス事業体への流動性補完の提供額の未使用分（第 5 章，図 5-2-5）は 2008 年以降急減した。他方では、流動性補完・信用補完の多くを提供し、取引に積極的に関わっていたマネーセンターバンクでは保有資産が急増した。マネーセンターバンクの商工業貸付は 2007 年に前年比 30%増の 4520 億ドルとなり、仕組み債の保有額も民間発行の MBS を中心に 41%増の 6960 億ドルになった。不動産担保貸出は 2003 年以降拡大していたが、2008 年に金融危機が深刻化する中で 16%（1400 億ドル）の増加がみられた。この時期の貸出増

加は問題資産の増加を意味する。そのため、2008年から2009年にかけて貸倒償却金が急増し、貸倒償却金は2007年の125億ドルから2008年の285億ドル、2009年の572億ドルへと年率100%以上で増加した。これらの貸出増加や損失の拡大には、オフバランス事業体に関わらないものも含まれていると考えられるが、信用補完による貸出と流動性補完による証券化商品や住宅モーゲージなどの資産の買い戻しに基づくものがかなり含まれていたと考えられる。

例えば、シティグループはオフバランスSIV 7社のアドバイザーを務めており、7社は2007年8月の段階で約870億ドルの総資産を有し、そのうちの約53%がAAA格、約43%がAA格の証券で構成されていた。しかし、金融危機の中で評価損が増加し、12月には総資産が約490億ドルにまで減少したため、流動性補完を与えてオンバランス化することを決定した<sup>9</sup>。他にも、2007年9月段階で、ABCP導管体に対する流動性補完や信用補完の形でのエクスポージャ733億ドル（最大損失可能性：690億ドル）を保有しており、グループ全体でみた場合の証券化関連エクスポージャは、実に3434億ドルに及んでいた<sup>10</sup>。

1990年代以降、商業銀行は投資銀行業務の強化と規制の枠外すなわち銀行本体のバランスシートの外で利潤を上げる仕組みを作り上げてきた。商業銀行は証券化を推し進める一方で、オフバランス事業体を立ち上げてそこで証券化商品や債権を保有し、それを裏付けにABCPを発行して短期の金融資産を供給した。その際に流動性補完や信用補完といった保証を提供して手数料収入を得てきた。しかし、これはオプションを売っている状態によく似ており、裏付け資産の価格が安定しているときには継続的なプレミアムが得られるが、裏付け資産の価格が下落するとオプションが行使される形で巨額の損失が商業銀行本体に生じるのである。

これは規制の歪みを利用して、見せかけ上は低いレバレッジを維持しつつも実質的には高いレバレッジで投資を行っていたことを意味していた<sup>11</sup>。見かけ上のレバレッジを低くして、実質的には高いレバレッジをかけて投資を行うことを可能にしたことがOTDモデルの特徴であり、これは次節でみるクレジット系ヘッジファンドなどの資金運用者でより顕著であった。

#### 6.1.2. レポ市場とセキュリティ・レンディング市場の収縮

レポ市場においても、証券化商品の信用リスク、流動性リスクが実際は想定よりも高かったことが明らかになるにつれて、バイラテラル・レポでヘアカット率が大きく上昇した

---

<sup>9</sup> Citigroup Press Release, December 13, 2007 を参照。

<sup>10</sup> Citigroup, 10-Q 報告書（2007年第3四半期）を参照。

<sup>11</sup> 流動性補完に対する必要自己資本は0.8%であり（FCIC, 2011, p.114）、信用補完についても流動性補完より少し大きい程度だったとされる（Acharya and Schnabel, 2009a, p.89）。また、「信用補完」や「流動性補完」の提供を1年未満（364日で契約）として毎年更新すれば、必要自己資本は不要であったとされ、親銀行は流動性支援策に対し自己資本を保持していなかった可能性もあった（IMF, 2008, p.71）。

(表 6-1)。リーマン・ショック直前には、CDO はもはや担保として受け入れられず、ABS に関しても 50%から 60%という非常に高いヘアカット率が要求されようになっていった。そのため、バイラテラル・レポで資金調達を行っていたヘッジファンドは、急激なヘアカット率の引き上げに直面してポジションの解消を進めざるを得なくなり、レバレッジの巻き戻しが進むこととなった。また、貸し手は日々の値洗いによって担保が不足した場合、借り手に追加の証拠金を要求するマージン・コールを行うが、2008 年秋にはこれに応じることができず破綻するヘッジファンドが急増した (IMF, 2008, pp.41-42; Adrian et al., 2012, p.9)。

表6-1(表5-1-2再掲) 代表的なヘアカット率(%)

|                  | 2007年4月 | 2008年8月          |
|------------------|---------|------------------|
| 米財務省証券           | 0.25    | 3                |
| 投資適格債            | 0-3     | 8-12             |
| ハイイールド債          | 10-15   | 25-40            |
| 株式               | 15      | 20               |
| 投資適格企業のCDS       | 1       | 5                |
| レバレッジド・ローン(シニア)  | 10-12   | 15-20            |
| レバレッジド・ローン(メザニン) | 18-25   | 35+              |
| ABS CDOs: AAA    | 2-4     | 95 <sup>1</sup>  |
| AA               | 4-7     | 95 <sup>1</sup>  |
| A                | 8-15    | 95 <sup>1</sup>  |
| BBB              | 10-20   | 95 <sup>1</sup>  |
| エクイティ            | 50      | 100 <sup>1</sup> |
| AAA CLO          | 4       | 10-20            |
| プライムMBS          | 2-4     | 10-20            |
| ABS              | 3-5     | 50-60            |

出所: Citigroup; Morgan Stanley Prime Brokerage; and IMF staff estimates.

<sup>1</sup>Theoretical haircuts as CDOs are no longer accepted  
出典: IMF, *Global Financial Stability Report*, October 2008, p.42

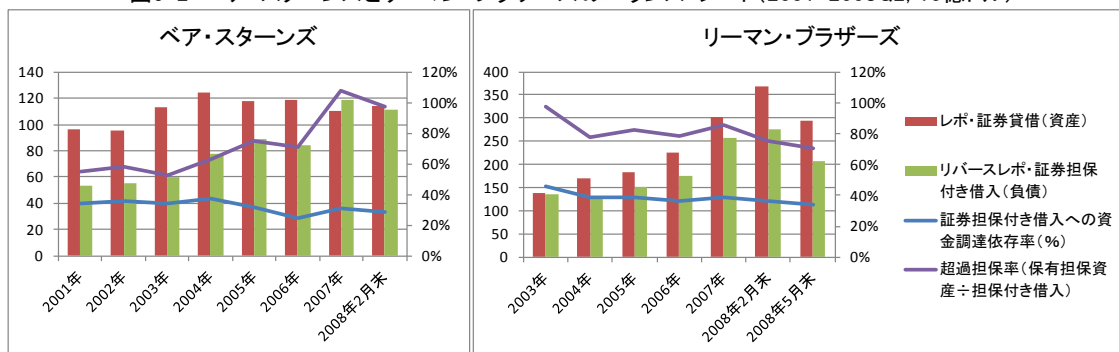
他方で、トライパーティ・レポ市場でのヘアカット率の上昇はより穏やかで、社債や ABS のヘアカット率は 2007 年の 3-4%から 2010 年には 5-7%へと緩やかに上昇していった。しかし、資金調達をレポに依存した特定の借り手の経営状態が悪化した場合、カウンターパーティリスクが高まるため、トライパーティ・レポの貸し手が貸付を拒否する形での取り付けが発生する可能性があった。この場合、トライパーティ・レポ市場に参加する一部の借り手は、ヘアカット率が緩やかに上昇して資金調達が徐々に困難になっていくのではなく、対応する間もなく急激に資金調達が困難になる。それが現実化したのが、MMMF などの投資家が突然資金を回収することで生じた 2008 年 3 月のベア・スターンズと同 9 月のリーマン・ブラザーズの破綻であった (Krishnamurthy et al., 2013, pp.31-32; Adrian et al., 2012, p.9)。

ベア・スターンズとリーマン・ブラザーズのいずれも資金調達の 30%から 40%はレポを含む証券担保付きの借入であった (図 6-2)。その比率はリーマン・ブラザーズの方が高く、2007 年に 39%、破綻前の 2008 年 5 月末でも 34%に達していた。一方のベア・スターンズは 2007 年に 31%、実質的に破綻する直前の 2008 年 2 月末に 29%だった。投資銀行はプライムブローカー業務を通じてヘッジファンドに証券担保で資金の貸付 (バイラテラル・レポ、マージン・ローン) を行うが、投資銀行は担保として受け入れた証券を次に自らの担

保としてレポで借入を行っている。その場合、資産として保有する有価証券に対し、有価証券を担保とした資金調達がどの程度の水準にあるかは、当該投資銀行の財務状況にどの程度の余力があるかを判断する 1 つの指標となる。そのような視点で見た場合、ベア・スターンズの財務状況は 2004 年以降、急速に悪化していったことが分かる。2003 年にはこの比率は 53%であり、担保付き契約で受け入れていた証券の約半分しか資金調達に回していないことになるが、2007 年にはこれが 108%と大幅に悪化する。これによって、ベア・スターンズが証券担保での借入の依存度を高めていたことが判明する。最終的に 2008 年 3 月 10 日頃からベア・スターンズの資金繰り難の噂が広まり、貸し手がカウンターパーティリスクを認識したことで急速に資金が回収され、実質的に破綻状態に陥った。その結果、ベア・スターンズは 3 月 16 日に J.P.モルガン・チェースに救済合併されることとなった(関, 2008)。

一方、リーマン・ブラザーズについては 2003 年から 2007 年までこの比率は平均 84%と比較的高い水準にあった。ただ、2007 年 12 月末に 86%だったものが、2008 年 2 月末に 75%、5 月末に 71%と水準が下降している。下降の原因は証券担保での借入の減少によって引き起こされていることから、2008 年 9 月以前の段階で徐々に借入が難しくなっていった様子が見えてくる。最終的に、リーマン・ブラザーズは合併交渉の決裂でカウンターパーティリスクが急激に高まり、9 月 15 日に連邦破産法第 11 条を申請して破綻することになる(いわゆるリーマン・ショック)。

図6-2 ベア・スターンズとリーマン・ブラザーズのバランス・シート(2001-2008Q2, 10億ドル)



出所: 各社10-K/Qレポートより筆者作成。

セキュリティ・レンディング市場では、広範なレバレッジの巻き戻しが起こるなか、有価証券の借り手が現金担保の返還を求めたことで、一部のセキュリティ・レンダーに損失が発生した。資金繰りへの圧力と損失の度合いは、セキュリティ・レンダーが現金担保の再投資に際して、どの程度の信用リスクをとり、満期変換を行っていたかに比例していた。すなわち、財務省証券のレポ取引に終始していれば大きな損失が生じることや決済手段への転換が困難になることはほぼないが、ABS や MBS などの証券化商品を担保としたレポ取引を行っていた場合や証券化商品に直接投資を行っていた場合には困難に直面することとなった。セキュリティ・レンダーが間接・直接に 6220 億ドルもの ABS 投資を行っていたことは第 5 章 (5.3.1.) で見たとおりである。

その最たる例が AIG であった。前述のように AIG はアメリカの国内企業向けに運営していたセキュリティ・レンディング・プログラムで 760 億ドルに及ぶ現金担保を運用していた。そのうちの 60%がサブプライム・ローンや Alt-A ローンなどを裏付けとする高格付けの MBS に投資されていた。プログラムは危機以前には大きな利益をもたらしたが、その信用リスクと満期変換に伴うリスクは大きなものであった。そのため、サブプライム問題が発覚した 2007 年以降にプログラムの縮小を試みたが、RMBS の価格が低下して売却が進まず、2008 年 9 月 12 日段階でも 580 億ドルの残高が存在していた。このような状況のもとで子会社である AIG Financial Products の CDS 問題が明るみに出たことで、現金担保への「取り付け」が発生した。AIG は、9 月 12 日から 30 日の間に 240 億ドルの現金担保の返還を証券の借り手から要求されたが、それに応じることは不可能であった。そのため、ニューヨーク連銀が Maiden Lane II を設立し、AIG の保有する担保を市場価格で買い取り、資金を供給することで「取り付け」に対応しなければならなかった (Adrian et al., 2012, p.10-11; U.S Senate, 2009, pp.5-6)。

セキュリティ・レンディング市場の縮小は 2008 年第 2 四半期以降急速に進み、同時期に 1 兆 7900 億ドルあった現金担保の残高は、2009 年第 1 四半期には 7790 億ドルにまで縮小した (第 5 章, 図 5-3-2)。

### 6.1.3. MMMF 市場における取り付けの発生と ICP

MMMF 市場でも証券化商品の格下げに伴い、保有する証券の格下げによる売却の必要やデフォルトが生じた。いずれの場合も資産価値が大きく損なわれることから元本割れが発生することを意味していた。そのため、2007 年の冬頃から MMMF の元本割れを防ぐために、親会社による資産の買い取り、資本注入、信用状の発行が行われることとなった。しかし、このような形での対応は親会社の資本力次第となる。実際、リーマン・ショックきっかけに、同社の短期債務を 7 億 8500 万ドル保有していた古参の MMMF の「リザーブ・プライマリー・ファンド」が元本割れを起こし、清算されることとなった。これをきっかけに、それまで元本の安全が確保されていると考えていた機関投資家が信用リスクを認識し、MMMF 全体への取り付けが発生した (岩井・三宅, 2008 ; 三宅, 2008, 150-151 頁 ; 伊豆, 2011, 112-113 頁)。MMMF からの資金流出は、2009 年に 2310 億ドル、2010 年に 4010 億ドルに及んだ (第 5 章, 図 5-1-17)。このような解約請求に対応するために MMMF の運用者はレポ市場や CP 市場などでの投資を縮小したと考えられ、これが民間の短期金融資産への需要をさらに減少させ、それぞれの市場における収縮がさらに進むことを意味していた。

機関投資家を含む ICP は、民間の短期金融資産の保有から銀行預金と国債の保有へと回帰することとなった。セキュリティ・レンディング市場の縮小で ICP は推計値で 2007 年の 3 兆 8500 億ドルから 2008 年には 3 兆 4700 億ドルに縮小する一方、金融危機で政府支出が増加したことを反映して公的な短期金融資産の供給が増加したことで公的な短期金融資

産に対する需給ギャップが縮小した（第 5 章，図 5-1-8）。需給ギャップは 2007 年の 2 兆 3600 億ドルから 2008 年に 1 兆 600 億ドルにまで減少した。短期金融資産残高の対 GDP 比でも民間の短期金融資産が 2007 年の 67%から 2009 年には 53%に減少し，短期の銀行債務が 47%から 58%へと増加することで再逆転した。公的な短期金融資産も 2007 年の対 GDP 比 86%から 2009 年には 110%へと大きく増加した。

このように複雑に組み上がったすなわち重層化した金融仲介機構は，その要となる金融商品のリスクが誤って見積もられており，それが発覚したことで次のように急速かつ波及的に崩壊した。証券化商品の大規模な格下げをきっかけに ABCP 市場とレポ市場で取り付けが発生して金融仲介が機能不全に陥り，また MMMF 市場でも元本割れが発生したことで取り付けが発生した。OTD モデルでシステムに資金を供給している機関投資家は，決済手段への転換が容易で元本が保証された金融資産を必要としており，証券化商品の格下げは裏付けや担保となる資産による元本の安全の確保という前提を崩壊させた。その結果，証券化商品を裏付けとする ABCP の借り換えは不可能になり，証券化商品はもはやレポの担保として受け入れられなくなった。ABCP 市場の機能不全は，ABCP 導管体や SIV の親銀行に対する流動性補完・信用補完の実施に繋がり，銀行本体から切り離したはずの債権がバランスシート上に戻ることとなった。レポ市場の縮小は，バイラテラル・レポ取引を通じて資金調達をしていたヘッジファンドにレバレッジの巻き戻しとセキュリティ・レンディングの縮小をもたらすと共に，プライムブローカー業務に注力していた投資銀行の経営に対する疑念を生じさせ，トライパーティ・レポ市場での資金調達を不可能にした。

## 6.2. サブプライム金融危機と資金運用者

機関投資家は，OTD モデルにおいて短期金融資産の需要者として，システムに資金を供給する役割を果たしていたが，彼らの関わりはそれだけではない。機関投資家の活動は，ヘッジファンドや投資銀行が資金運用者として短期利益最大化を追求することを支えており，さらに彼ら自身も資金運用者への投資を通じて投資の分散化，ポートフォリオリターン安定化や運用リターンの向上といった利益を得ようとしていた。

資金運用者の利益追求行動は，彼らに証券化商品やデリバティブ取引とりわけ CDS 取引を通じたリスクテイクを促進させた。さらに機関投資家による資金や担保の供給は，資金運用者が高いレバレッジを掛けた投資を行うことを可能にし，それがさらなる証券化の拡大を促進していた。資金運用者による高いレバレッジを掛けた投資は，大きなリスクテイクにつながり，短期的には大きな利益を生んだが，サブプライム金融危機で大きな損失を出すことになった。

### 6.2.1. 資金運用者による短期利益の追求

第 3 章で論じたように，アメリカの機関投資家は 1960 年代半ば以降の経済成長の失速と

インフレ率の高まりの中で、株式の長期の安定的な保有を通じた配当収入などのインカムゲインや長期的な企業価値の増大に伴う株価上昇から含み益を得るのではなく、次第に有価証券の短期の売買を通じたキャピタルゲインの獲得を目指すようになっていった。パッシブ運用からアクティブ運用へのこのような転換は、ミューチュアルファンドにおいて最も顕著であった。また、年金基金などでも将来の給付に備えて少しでも高い収益を確保すると共に、積立不足による企業側の負担軽減を図るために、保有資産のうち普通株投資に振り向ける部分を拡大し、それをミューチュアルファンドのようにアクティブ運用するようになる。

こうしたキャピタルゲインの獲得を狙った短期の株式取引の活発化は、1960年代半ば以降、急速に拡大し、1970年代には市場支配力を有するようになる。これは株価の形成が「企業収益や配当などのファンダメンタルズではなく、次第にキャピタルゲイン取得を目指した需給関係に規定される」（野下，2007，18頁）ようになることを意味していた。その結果、キャピタルゲイン獲得を目指す個人投資家の増加だけでなく、従来から存在する金融機関や企業による資金運用業への参入、さらにそれまで金融市場で大きなプレゼンスを持たなかったヘッジファンドなどの投資ファンドの影響力拡大が生じた。

個人投資家を除くこれらの新たな投資家こそが本稿でいうところの「資金運用者」である。第3章で論じたように、資金運用者は「機関投資家を含む短期利益追求型の資金運用業務を実施する部門・主体」であり、これには従来からの一般大衆の資金を吸収し有価証券で運用を行う機関投資家だけでなく、「金融市場の機関化」が進展する中で資金運用業務に参加していった組織全般を含んでいる。資金運用者の増加と彼らによる投資の拡大は、株式以外の金融資産市場でも裁定益を狙った投資資金を流入させ、資本市場全体でキャピタルゲイン獲得を狙った需給関係が支配的となり、ボラティリティが高まることになった。

こうしたボラティリティの高まった市場において1990年代以降に最も活発に活動していたのが、ヘッジファンドと投資銀行の自己勘定投資部門であった。第5章で論じたように、ヘッジファンドは絶対リターンを追求する私募ファンドであり、SEC監督下でないことから投資手法に対する制限が少なく、特定の分野やリスクの高い金融資産に集中的に投資をしたり、ロングポジションとショートポジションを併用したりした投資戦略を採ることができる。ロングポジションに限定されるミューチュアルファンドの場合、市場が下落する局面では損失を出す可能性が高まるが、ショートポジションを併用できるヘッジファンドの場合、市場が下落する局面でも空売りを行うことで利益をあげることができる。

また、投資銀行も自己勘定取引すなわちディーラー業務の延長にあるプロップ取引や引受業務の延長にあるプリンシパル・インベストメントではほぼヘッジファンドと同じ投資活動を行っていた。ヘッジファンドの多くは、これらの部門の一部が投資銀行からスピアウトすることや、トレーダーだった社員が独立することで設立されていた（関村，2009a，109-110頁）。前述のUBSのディロン・リードなどがその典型で、同ヘッジファンドは、UBSのプリンシパル・インベストメント業務などがスピアウトしたものであった。投資

銀行とヘッジファンドは不可分の関係にあり、投資銀行がヘッジファンドへの人材供給源である一方で、投資銀行がヘッジファンドを独立させ、そこを通じて外部から資金を受け入れ投資を行うといったこともしていた。そのため、投資銀行の自己勘定取引とヘッジファンドは、ほぼ同タイプの資金運用者として資本市場で活動していたと考えられる。

1990年代以降のOTDモデルにおける代表的な資金運用者は、ヘッジファンドと投資銀行の自己勘定投資部門であると考えられ、以下で彼らの投資行動を明らかにすることを通じて資金運用者化が金融システムに及ぼす影響を検討する。ただ、OTDモデルの中で活動する資金運用者には、実際にはアクティブ運用型のミューチュアルファンドやマネージャーバンクの自己勘定投資部門、AIGに代表される生命保険会社などが存在すること、また伝統的な機関投資家であっても資金運用者的な性格を持った部門を内部に持つ場合や、年金基金や保険会社さらには大学基金などの機関投資家がヘッジファンドに投資することで間接的に資金運用者化する傾向が見られることには留意が必要である。すなわち、資本市場全体のボラティリティが高まることで、余剰資金や預かり運用資産を持つ組織の多くが直接・間接に資金運用者として行動するようになってきているのである。

資金運用者の投資行動は、短期利益の最大化にある。これは彼らの報酬体系に強く規定されたものであった。ヘッジファンドの報酬体系は、管理手数料1~2%に、成功報酬20%が多く、「2/20」などと呼ばれている。このような報酬体系を採用するのは、投資家とファンドマネージャーの利益を一致させるためだった。すなわち、投資リターンと報酬を連動させて、高い報酬を得るために高い投資リターンを得ようと努力することをファンドマネージャーに促しているのである。

この報酬体系には、資金運用者が大きなリスクをとって短期的利益を追求するインセンティブが存在していた。ヘッジファンドの成功報酬の算定には、純資産が過去のピークを上回った分を基準とするハイウォーターマーク(HWM)方式を採用するのが一般的である。この場合、資金運用者の報酬を決定するのは、運用資産額(AUM)の規模と運用の結果HWMをどれだけ上回ったかという運用成績の2つの要素になる。

第1の要素であるAUMの規模は、当該ファンドが投資家から資金をどれだけ引きつけられるかによって決定される。投資家は、高い運用リターンを実現した資金運用者にはアルファ( $\alpha$ )を生み出す能力があると判断して投資を行う。逆に運用リターンが振るわなければ、投資家は資金を引きあげる。そのため、資金運用者は投資家を引きつけるために、短期の運用リターンを高めようと試みる<sup>12</sup>。

第2の要素である運用成績については、資金運用者は、運用リターンを高めるために、

---

<sup>12</sup> ただし、Rajan (2005) は、投資家の資金は大きな超過収益を上げたファンドに大きな資金流入を生み出すが、収益が市場平均を下回って悪化しても資金の流出は緩やかとなることを指摘している。すなわち、一度投資された資金は慣性を持ち、ある程度ファンドに投資され続けるのである (*Ibid.*, 2005, pp.316-317, 334-339)。



いわゆるテール・リスクのあるハイリスクな投資やレバレッジを利用する。テール・リスクは市場が安定している時には投資家にプレミアムを提供して運用リターンを高めるが、極めて低い確率で生じる予期されていなかった市場変動（レア・イベント）が起こると極めて大きな損失が発生するタイプのリスクである。しかし、運用リターン評価が四半期や1年という短い期間で行われている場合、期間中にレア・イベントが発生しなければ、リスクは覆い隠され、投資家には高い運用リターンは資金運用者の持つ投資スキル（ $=\alpha$ ）によるものであると理解されるのである。

他方で、資金運用者には、損失を出したときの責任を回避するために自らの運用成績が他の資金運用者を大きく下回ることを避けようとするインセンティブも存在していた。そのため、類似した投資戦略の採用や、他の資金運用者と同じ資産や投資行動を選択する群衆行動（herding）をとる傾向があった<sup>13</sup>。このような特定の金融資産への投資の集中や投資行動の同一化は、価格がファンダメンタルから乖離しやすくなることに繋がり、価格の上昇局面ではファンダメンタルを超える価格上昇を引き起こすことで大きなキャピタルゲインを獲得することを可能にする。しかし、下降局面ではファンダメンタルズを超える価格下落を引き起こす可能性があった。

このようにして実現されたヘッジファンドのAUMと運用成績から、成功報酬が算定される。ただ、これは実際には未実現リターンを時価評価したものに過ぎず、それを単年度主義で決算して、成功報酬の部分だけを現金化して支払うことになる。そのため、将来的に資産価格が下落して投資家に損失が発生しても支払い済みの報酬には影響がなく、ファンドマネージャーが損失を投資家と共有することはないのである（山内，2009，38頁）。

資金運用者は、テール・リスクへの投資やレバレッジの活用で短期的に高い運用パフォーマンスをあげて投資家を引きつけるとともに、群衆行動を取ることで資産価格の上昇局面では高い運用パフォーマンスをあげる。また、下落局面では他の資金運用者と比べて運用パフォーマンスが大きく劣らないことを示す。そうすることで、投資家の資金を引きつけつつ、その引き上げを防ぐ。その上で、短期の運用成績をもとにして成功報酬を受け取る。ヘッジファンドの報酬体系は、こうした行動を取ることでファンドマネージャーにとって最も合理的な行動であることを意味していた。実際、2000年代のヘッジファンドではテール・リスクへの投資やレバレッジの多用といったハイリスク、ハイレバレッジな投資戦略が展開されていた。特に2000年代に入ってから増加したレラティブ・バリュー戦略を採用するヘッジファンドは、レア・イベントに対して脆弱であったことが指摘されている<sup>14</sup>。ただ、特にここで注目すべきは、OTDモデルでは、単なる保有資産と自己資本もしくは預

---

<sup>13</sup> テール・リスクと群衆行動について Rajan (2005)は、ファンドの規模が小さく・その実力が証明されていないファンドの方がテール・リスクを取る傾向が強く、実力が証明されているファンドはより群衆行動に向かいやすいと指摘している (*Ibid.*, pp.337-339)。

<sup>14</sup> 祝迫 (2009, 130頁)。

かり資産の比率という単純なレバレッジの評価では、投資家のリスクテイクの実態が計れなくなっていたことであった。

### 6.2.2. OTD モデルにおけるレバレッジの拡大

資金運用者は、短期利益を最大化するために高いレバレッジを掛けて運用を行っていた。彼らによる高レバレッジの展開を主にヘッジファンドを例に見ていく。第5章(5.3.2.)でも論じたように、ヘッジファンドのリターン(パフォーマンス)は、機関投資家からの大量の資金流入によってクレジットスプレッドの縮小や市場ボラティリティの低下が生じたので2000年以降、低下する傾向にあった(第5章, 図5-3-7)。このような低い収益を補うために、ヘッジファンドは高いレバレッジをかけた運用戦略を採用するようになっていった。Fitch Ratings(2007)の推計に基づけば、ヘッジファンドは2006年の段階でプライムブローカーや投資銀行からの借入を通じて少なくとも2倍から3倍のレバレッジを掛けていた(*Ibid.*, p.2)。Hennessee Groupの推計に基づけば3兆ドルから4.5兆ドル、Fitch自身の推計では4兆ドルから6兆ドルの投資資産を有していたことになる。ただ、実際には投資戦略ごとにレバレッジの使用度合いが異なっており、NEPC(2009)によれば株式ロング・ショート戦略では典型的には1.3倍から2倍と比較的低いレバレッジであるのに対し、裁定(レラティブ・バリュー)型に分類される債券裁定(Fix Income Arbitrage)や転換社債アービトラージ(Convertible Arbitrage)、株式マーケット・ニュートラル(Long/Short Equity-Quantitative)戦略では、それぞれ8倍から15倍、4倍から6倍、2.5倍から5倍と比較的高いレバレッジをかけていた。また、1990年代初頭に主流であったグローバル・マクロ戦略でも5倍から10倍のレバレッジをかけていた(*Ibid.*, p.4)。

高レバレッジの採用は、クレジット市場を対象とした投資を行うヘッジファンドでより顕著だった。Fitch Ratings(2007)は、レバレッジをかけてロングポジションでCDSを保有する投資戦略を採用するヘッジファンドのレバレッジは2005年と2006年に20倍に達していたと指摘している(表6-2)。また、MBSやABSを裁定取引する戦略を採用するヘッジファンドも2006年には6倍から10倍のレバレッジをかけていた。レラティブ・バリュー型の債券裁定戦略に関しても2006年には10倍から20倍とNEPCよりも高い調査結果が示されている。

表6-2 クレジット投資戦略のレバレッジ(倍)

|                   | 2006  | 2005  |
|-------------------|-------|-------|
| 債券裁定(レラティブ・バリュー型) | 10-20 | 10-15 |
| クレジットのロング・ショート    | 5-15  | 10-15 |
| CDSのレバレッジ型ロング     | 20    | 20    |
| MBS/ABS裁定         | 6-10  | 6-8   |
| クレジット現物債のロング・ショート | 3-6   | 5-6   |
| 新興国債券のロング・ショート    | 2-4   | 3-4   |
| 破綻証券              | 1.5-2 | 1.5-2 |

出所: Fitch Ratings(2007, p.4).

レラティブ・バリュー型の戦略で高いレバレッジをかけていた理由としては、この戦略では投資からの収益率が高くない一方、レア・イベントが発生しない限り、収益構造が安

定的でリスクが小さかったことがあげられる。そのため、投資ポジションから大きな利益を挙げるためにレバレッジを最大限に利用する必要があったのである（祝迫，2009，130頁）。

ただ、ここで注目すべきは、OTDモデルでは従来からの純粋な借入や証拠金取引に基づくレバレッジのみを基準にすると、そのリスクテイクの実態を十分に把握できなくなっていることにある。すなわち、クレジット系ヘッジファンドによるレバレッジは、上記で見たように既にかなり高い水準にあるが、実質的なレバレッジはさらに高い水準にあったからである。

レバレッジ上昇の背景としては、CDSなどのデリバティブ取引や証券化商品のエクイティ（劣後）・トランシュへの投資が拡大していることがあげられる。従来のレバレッジの概念であれば、純資産10に対し、190の借入を行い200のモーゲージ・プールを保有した場合、レバレッジは $200 \div 10 = 20$ 倍となる。そして、投資対象に5の損失が発生した場合、純資産の損失50%と運用資産の損失2.5%となり、レバレッジは、 $X = 50\% \div 2.5\%$ で $X = 20$ 倍となる。

それに対し、モーゲージ・プールを裏付けに証券化商品を発行して、その劣後部分への投資を行うと、借入によってレバレッジを高めるのと同じ効果がある。純資産10で、MBSのエクイティ・トランシュ10を購入する場合を考える。このMBSでは資産プール200を裏付けにシニア184，メザニン6，エクイティ10が発行されているとする。そのため、エクイティへの投資10で資産プール200のうちのかんりのリスク・リターンを得ることができ、借入金利を考慮すれば190を借り入れて20倍のレバレッジを掛けてモーゲージ・プールに投資するのに近いリターンが得られると仮定する。この場合、従来のレバレッジ概念であれば、純資産10で10の資産を保有したのでレバレッジは1倍となる。しかし、裏付けのモーゲージ・プールに先程と同じ5の損失が生じたとする、優先劣後構造からエクイティにまず損失が出て、純資産の損失50%と裏付け資産の損失2.5%でレバレッジは、 $X = 50\% \div 2.5\%$ で $X = 20$ 倍となる。つまり、裏付けプールを考慮してリスク・リターンを考えれば、実際には20倍のレバレッジを掛けて投資をしていたのと同じことになる（日本銀行，2008，2頁）。

このように証券化商品への劣後部分やCDSプロテクションはそれ自体にレバレッジ要素を内包している。そのため、それらの商品に投資をすることは、高いレバレッジを掛けて投資を行うのと同じ効果を有しているのである。このような問題の存在から、日本銀行（2008）はレバレッジを「市場価格等のリスク要素の変動に対する純資産の感応度」と広く定義し直している（同上）。また、Fitch Ratings（2007）もジャンクボンドや第2抵当のレバレッジド・ローン、証券化商品のメザニンやエクイティ、CDSなどのレバレッジが掛かったクレジット商品への投資を行う際のレバレッジについて論じている。Fitchは借入や証拠金によるレバレッジをフィナンシャル・レバレッジ、クレジット商品が内包するレバレッジ要素をエコノミック・レバレッジとし、フィナンシャル・レバレッジとエコノミ

ック・レバレッジを掛け合わせたものを実効レバレッジと定義している (*Ibid.*, pp.3-5) <sup>15</sup>。

そのため、上記の表 6-2 のレバレッジは、ファイナンシャル・レバレッジであり、実効レバレッジを反映したものではないことに注意が必要である。このようなヘッジファンドなどによるリスクテイクがあったからこそ、OTD モデルは機能していたのである。クレジット系ヘッジファンドは 2000 年からの 5 年間で 6 倍に増加し、2005 年に 3000 億ドル規模になっていた。ファイナンシャル・レバレッジを考慮すると少なくとも 1.5 兆から 1.8 兆ドル (レバレッジ 5-6 倍) の資産を保有しており、これにエコノミック・レバレッジがかかる形になっていた (*Ibid.*)。

表6-3(表5-1-1) サブプライム関連投資残高

|                  | 投資残高    |       |         |       |         |       | 損失      |       |         |       |         |       |
|------------------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|
|                  | 2005    |       | 2006    |       | 2007    |       | 2005    |       | 2006    |       | 2007    |       |
|                  | (10億ドル) | (%)   | (10億ドル) | (%)   | (10億ドル) | (%)   | (10億ドル) | (%)   | (10億ドル) | (%)   | (10億ドル) | (%)   |
| 商業銀行・投資銀行        | 155.3   | 45.3  | 263.9   | 51.1  | 126.5   | 38.8  | -8.8    | 48.6  | -62.8   | 53.3  | -28.8   | 41.3  |
| ヘッジファンド          | 69.8    | 20.4  | 98.1    | 19.0  | 77.6    | 23.8  | -6.7    | 37.0  | -26.9   | 22.8  | -20.4   | 29.2  |
| 保険               | 78.4    | 22.9  | 105.9   | 20.5  | 83.7    | 25.7  | -1.6    | 8.8   | -20.8   | 17.7  | -15.1   | 21.6  |
| ノンバンク            | 24.6    | 7.2   | 30.2    | 5.8   | 23.8    | 7.3   | -0.6    | 3.3   | -4.8    | 4.1   | -3.6    | 5.2   |
| ミューチュアルファンド・年金基金 | 14.8    | 4.3   | 18.2    | 3.5   | 14.3    | 4.4   | -0.4    | 2.2   | -2.5    | 2.1   | -1.9    | 2.7   |
| 合計               | 342.9   | 100.0 | 516.3   | 100.0 | 325.9   | 100.0 | -18.1   | 100.0 | -117.8  | 100.0 | -69.8   | 100.0 |

注)2007年は11月段階。

出典: IMF, *Global Financial Stability Report*, 2008 Spring, p.78.

表6-4(表5-1-3) CDOの買い手(推計値)  
(delta-adjusted per cent)

| CDOトランシュ  | 保険会社 | ヘッジファンド | 銀行   | アセットマネージャー |
|-----------|------|---------|------|------------|
| AAA       | 6.9  | 12.1    | 14.5 | 5.8        |
| AA        | 1.2  | 4.0     | 3.5  | 4.0        |
| A         | 0.3  | 4.6     | 1.4  | 2.9        |
| BBB       | 0.6  | 4.3     | 0.3  | 4.0        |
| BB        | 0.0  | 2.3     | 0.3  | 0.3        |
| Equity    | 0.9  | 19.1    | 4.9  | 1.7        |
| 合計(%)     | 9.8  | 46.5    | 24.9 | 18.8       |
| 合計(10億ドル) | 295  | 1,396   | 746  | 564        |

出所: 民間投資銀行の推計。2007年6月。

出典: Blundell-Wignall(2007, p.45).

こうしたクレジット系ヘッジファンドの拡大を背景に、ヘッジファンドはサブプライム関連投資を拡大し、大きな投資残高を有していた (表 6-3)。ヘッジファンドは 2006 年には 981 億ドル (全体の 19.0%) のサブプライム関連投資残高を有しており、それは商業銀行・投資銀行、保険会社に次ぐ規模であった。また、ヘッジファンドは 2006 年には CDS の取引高の約 58%、さらにストラクチャード・プロダクトの 3 分の 1 を保有していたと推計されている (*Ibid.*)。ストラクチャード・プロダクトの中でも、CDO に関しては 46.5% を保有しており、エクイティに至っては 71.8% をヘッジファンドが保有していたと推計されている (表 6-4)。このようにヘッジファンドは、OTD モデルの中で大きなリスクを取っており、それにより証券化商品の発行拡大が可能になっていた。

また、投資銀行についても 2000 年代には自己勘定取引を大規模に展開し、高いレバレッジを掛けて投資を行っていたと考えられる。銀行部門は、2006 年に 2639 億ドル (51.1%) に及ぶサブプライム関連投資残高を有しており、CDO の保有主体としても全体の 4 分の 1

<sup>15</sup> 自己資本 10 で、40 の借入を行い、150 の投資と同等のリスクを持つ金融資産を 50 で購入した場合、ファイナンシャル・レバレッジは 5 倍、エコノミック・レバレッジは 3 倍であり、実効レバレッジは 15 倍ということになる。

に当たる 24.9%を保有していた（表 6-3、表 6-4）。

2000 年代には、多くの投資銀行で自己勘定部門が収益上の重要な柱になっていた。大手投資銀行 5 行の収益源に占めるプロップ取引とプリンシパル・インベストメントからの収益は、1998 年から 2006 年にかけていずれの投資銀行でも構成比と実額とともに拡大した。収入に占める自己勘定取引の割合は、ゴールドマン・サックスで 60%（実額で 51 億ドル）から 61%（256 億ドル）へ、モルガン・スタンレーで 30%（49 億ドル）から 43%（146 億ドル）へ、メリルリンチで 16%（29 億ドル）から 23%（72 億ドル）へ、リーマン・ブラザーズで 33%（14 億ドル）から 56%（98 億ドル）へ、ベア・スターンズで 40%（17 億ドル）から 54%（50 億ドル）へ拡大している（第 5 章、図 5-2-3）。

一方、大手投資銀行 5 行のレバレッジについては、1998 年の段階で既にかかなり高かったことが分かる（表 6-5）。これは 1990 年代末の IT バブルの影響によるものであると考えられる。各投資銀行の総資産を自己資本で割ったレバレッジは、1998 年には 5 行平均で 29.6 倍となっており、極めて高い水準にある。ただ、IT バブル崩壊後にゴールドマン・サックスやメリルリンチ、リーマン・ブラザーズで資本強化が行われ、2003 年にかけてレバレッジは低下傾向を示した。2003 年のレバレッジは 5 行平均で 22 倍となっており、データが存在する中ではサブプライム危機以前としては最も低い水準となっている。その後、5 行平均でのレバレッジは上昇傾向に転じ、2006 年には 26.4 倍になったが、レバレッジの単純な高低がその後の投資銀行の運命を決めていない点には注意が必要である。すなわち、危機の直前まで比較的低いレバレッジだったゴールドマン・サックスとメリルリンチ、かなり高いレバレッジとなっていたモルガン・スタンレー、その中間にリーマン・ブラザーズが位置する。しかし、既知のように単純にレバレッジが高かった投資銀行が破綻したわけでもなければ、レバレッジが低かった投資銀行が生き残ったわけでもなかった。これはエコノミック・レバレッジの問題が少なからず、存在している可能性を示している。すなわち、表 6-5 で示したフィナンシャル・レバレッジの単純な比較だけではそれぞれの投資銀行がとっていたリスクの高低を判断するのが困難であり、エコノミック・レバレッジを含めた実効レバレッジを知る必要があることを示唆しているのである。

表6-5 アメリカ5大投資銀行のレバレッジ(倍)

|             | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| ゴールドマン・サックス |      |      |      |      |      | 34   | 25   | 17   | 17   | 19   | 19   | 21   | 25   | 23   | 26   | 14   | 12   |
| モルガン・スタンレー  | 22   | 19   | 18   | 20   | 22   | 22   | 22   | 22   | 23   | 24   | 24   | 26   | 31   | 32   | 33   | 13   | 17   |
| メリルリンチ      | 28   | 28   | 29   | 31   | 34   | 29   | 25   | 23   | 21   | 18   | 15   | 20   | 19   | 22   | 32   | 33   | 12   |
| リーマン・ブラザーズ  | 39   | 32   | 31   | 33   | 34   | 28   | 31   | 29   | 29   | 29   | 24   | 24   | 24   | 26   | 31   |      |      |
| ベアスターンズ     | 32   | 29   | 30   | 32   | 33   | 33   | 30   | 30   | 33   | 28   | 28   | 28   | 27   | 29   | 34   |      |      |
| 平均          | 30.3 | 27.1 | 27.0 | 29.1 | 30.8 | 29.6 | 26.4 | 24.1 | 24.7 | 23.7 | 22.0 | 23.9 | 25.2 | 26.4 | 31.2 | 20.0 | 13.4 |

注)レバレッジ率30倍以上を斜線

出典: 各行10-kレポート及びannual reportより筆者作成。

### 6.2.3. サブプライム金融危機の資金運用者への影響

2007 年 8 月以降の短期金融市場における流動性危機の発生は、プライムブローカーとレポ市場に頼っていたヘッジファンドの資金調達を困難にしていた。レポ市場におけるブローカー・ディーラーによる資金調達が減少し始めるのが 2007 年第 4 四半期であることが

ら（第5章，図5-1-13），この頃からヘッジファンドの資金調達次第に困難になっていったと考えられる。プライムブローカーからの与信枠の縮小や所要マージンの引き上げにあったヘッジファンドは，ポジションの維持が困難になり，レバレッジの巻き戻しを進めざるを得なくなっていった。また，バイラテラル・レポ市場ではヘアカット率が大きく上昇し，2008年8月には証券化商品を担保としたレポは事実上機能しなくなっていた。そして，2008年9月のリーマン・ショック以降の金融市場の混乱の中でマージン・コールに応じることができず破綻するヘッジファンドが続出した。

ヘッジファンドの破綻が続出した結果，2007年に10,096本にまで増加したヘッジファンド数は2008年末に9,284本となり，2009年第2四半期には8,946本にまで減少した。また，ヘッジファンドの運用資産残高も2008年第2四半期に1兆9,300億ドルに達したが，同年末には1兆4,100億ドルに急減した<sup>16</sup>。資産価格の下落と投資家による解約で5,200億ドル，実に運用資産の4分の1強が失われた計算になる。また，レバレッジの引き下げも急激に進み，ヘッジファンド全体で2倍から3倍あったレバレッジは，1.5倍程度にまで低下した<sup>17</sup>。わずか6ヶ月の間に単純計算で1.7兆ドルから3.7兆ドルのデレバレッジが生じたことになる。NEPC(2009)によれば，2009年においてもレバレッジの低下は続いており，株式ロング・ショート戦略は0.3倍から1倍とかなり低い状態になった。また，裁定（レラティブ・バリュー）型の債券裁定や転換社債アービトラージ，株式マーケット・ニュートラルについても，それぞれ2倍から10倍，1倍から3倍，1.5倍から5倍と危機以前と比較して低い水準にレバレッジが低下した（*Ibid.*, p.4）。

このようにヘッジファンドによる高いレバレッジを掛けた投資は，短期金融市場が機能不全に陥る中で継続が困難になり，急速なレバレッジの引き下げと運用資産の喪失を招いた。危機後にレバレッジが低い水準に留まっていることは，危機での損失や規制強化などによりレバレッジに必要な短期資金の供給が減少したためとも考えられるが，むしろ過剰なレバレッジを許容していたという認識に立っていると考えられる。つまり，ヘッジファンドはOTDモデルにおいて，レバレッジを使った投資を通じて過剰なリスクを取っており，それが金融危機で明るみにでて大きな損失を招いたのである。

投資銀行の自己勘定投資は，サブプライム金融危機前には大きな利益をだしていたが，金融危機で一転して大幅な利益の縮小もしくは損失を出した（第5章，図5-2-3）。特に大きな損失を出したのは，メリルリンチであった。メリルリンチは，プリンシパル・インベストメント業務とプロップ取引から2007年に121億ドル，2008年に272億ドルの損失を出した。リーマン・ブラザーズも2008年第2四半期に27億ドルの損失を出している。また，ゴールドマン・サックス，モルガン・スタンレー，ベア・スターンズは損失を出すことはなかったが，大幅な利益の縮小に見舞われた。ゴールドマン・サックスは2007年に両業務からの利益が312億ドルあったが，2008年には91億ドルに急減（71%減）した。プ

<sup>16</sup> The Conference Board (2009, pp.48-49; 2010, pp.49-50).

<sup>17</sup> 三住 (2009, 74 頁)。

リンシパル・インベストメント業務は単独では 39 億ドルの赤字となっており、プロップ取引の利益 129 億ドルにより損失が穴埋めされていた。モルガン・スタンレーは、2007 年に 51 億ドルあった両業務からの利益が 23 億ドルに減少（55%減）した。同じくベア・スターンズは 2006 年の 50 億ドルの利益から 2007 年には 13 億ドルまで減少（74%減）した。

レバレッジとの関係では、サブプライム金融危機で損失が生じた 2007 年にはいずれの投資銀行も極めて高いレバレッジとなっている（表 6-5）。特に注目すべきは、メリルリンチで 2006 年までレバレッジは 22 倍と大手 5 行の中で最も低かったにも関わらず、2007 年には 32 倍になり、2008 年でも 33 倍という極めて高い水準にあった。また、自己勘定取引において他の業務との比較でそれまで取りたてて大きな利益をあげていなかったにも関わらず、突然極めて大きな損失を出している。この間の損失の多くはサブプライム関連の証券化商品の価格下落が主因とされていることから<sup>18</sup>、メザニンやエクイティへの投資を通じて見えないエコノミック・レバレッジを高めていた可能性が示唆される。

最終的には、2008 年 3 月にベア・スターンズが J.P.モルガン・チェースに救済合併され、9 月にリーマン・ブラザーズが破綻、メリルリンチがバンク・オブ・アメリカに救済合併され、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーは銀行持株会社に転換した。投資銀行は自己勘定投資によって過剰なリスクをとることで、サブプライム金融危機前には同業務から大きな利益を得ていた。しかし、自己勘定投資は金融危機で投資銀行に多大な損失を与え、アメリカの 5 大投資銀行は全て消滅することとなったのである。

ヘッジファンドや投資銀行を中心とする資金運用者は、機関投資家による資金と担保の供給に支えられて OTD モデルの下で短期利益最大化を追求してきた。資金運用者は、フィナンシャル・レバレッジにエコノミック・レバレッジを併用しながらレバレッジを積み上げ、過剰ともいえる大きなリスクをとることで危機前には大きな利益をあげていた。しかし、サブプライム金融危機はそのような過剰なレバレッジが継続不可能なことを示すとともに、資金運用者に大きな損失を与えただけでなく、経済全体にも大きなダメージを与えた。

このようなヘッジファンドの利益追求とその結果として生じるリスクについて、中野（2008）は、「株価の上昇や金融市場の活況でメリットを受けるのは富裕層や機関投資家などの株主であるのに対し、今回のサブプライム・ローン問題のように金融市場の混乱が実物経済に深刻な影響を及ぼすとなると、企業は賃金や人員削減などの合理化で対応することになり、その不利益を蒙るのは一般の人々、特に経済的弱者」（同 271-272 頁）と指摘する。そして、ヘッジファンドへの直接的な規制のみならず、金融自由化と国際化がもたらした金融の投機化に対し、金融機関全体を視野に金融規制の再検討が必要であると論じる。

年金基金などの機関投資家によるヘッジファンド投資が拡大していることや 1980 年代以降の金融自由化が OTD モデルを形成し、今次の危機に結び付いたことから金融規制の全般

---

<sup>18</sup> 日本経済新聞（2008 年 7 月 18 日）。

的な見直しが必要なのは間違いない。しかし、ここで問題なのは、年金基金などの家計部門の中長期的な資本形成が、短期利益最大化を追求する資金運用者の影響下にあるという事実である。すなわち、資金運用者による短期利益追求は、金融危機の発生とそれに伴う経済的不利益の発生という短期的な問題だけではなく、資本主義経済そのものに関わる中長期的な問題を含んでおり、事態はより深刻だと考えられるのである。

### 6.3. 資本主義経済の資金運用者化と家計部門

最後に今一度、家計部門の問題に立ち返る。「金融市場の機関化」は、第2章でも論じたように、戦後の所得層の拡大の下で少額貯蓄者が形成されたことがその発端であった。そして、1950年代以降のアメリカでは家計部門の個人貯蓄だけでなく、年金基金、生命保険といった社会保障制度が拡充され、機関投資家に継続的に長期の資金が流入するようになった。当初は、アメリカ経済の経済成長の継続の下で株価が順調に上昇していたため、多くの機関投資家は株式を長期にわたり保有していた。株式の長期保有は、配当金によるキャッシュフローの確保と純資産価格の増加を実現することから中長期の資産を形成する上でも理に適っていた。しかし、1960年代半ば以降のアメリカ経済成長の失速とインフレ率の高まりは、このような投資の継続を困難にした。第1に継続的な株価の上昇が終わり継続的な純資産価格の増加が望めなくなったこと、第2に高まるインフレから家計部門の貯蓄を守ることが要請されたためだった。その結果、機関投資家は有価証券の短期の売買を通じたキャピタルゲインの獲得を目指すようになり、より短期の運用リターンを重視するようになった。機関投資家間の競争圧力が高まる中、短期の運用リターンを重視するアクティブ運用が拡大し、それを採用した機関投資家が株式市場での支配力を発揮するようになるのである。

アクティブ運用の拡大はキャピタルゲイン獲得を狙った投資を拡大させることから株式価格の浮動性を高めた。株式市場での浮動性の高まりは、他の資本資産との間での裁定の可能性を高めるため、資本市場全体が投資の対象となり浮動性を高めることとなった。この浮動性の高まった資本市場において機関投資家の定義には当てはまらない短期の資金運用から利益をあげようとする非個人投資家も現れた。そのような短期利益最大化を目的に行動する「機関投資家を含む短期利益追求型の資金運用業務を実施する部門・主体」が資金運用者であった。

資金運用者は短期の利益をあげるために、テール・リスクのある投資やレバレッジを駆使した投資を行う。それがたとえ過剰なリスクテイクに繋がっていたとしても、業績評価が短期の運用益に基づいて行われるため、評価を受ける段階で利益をあげており、かつレア・イベントが発生さえしていなければ、資金運用者は運用益に基づく高い成功報酬を得ることができたのである。このような短期利益最大化のインセンティブが、OTDモデルにおけるヘッジファンドと投資銀行の自己勘定部門のファンドマネージャーを突き動かし、過剰なレバレッジの蓄積と過度のリスクテイクを生み、サブプライム金融危機に繋がった



のである。

資金運用者による短期利益追求が資本主義経済、とりわけ家計部門に与えた影響はこの他にもある。

### 6.3.1. 短期利益最大化と家計部門の資産形成の阻害

資金運用者の短期利益最大化行動が、家計部門に与える影響は大きく分けて 3 つある。第 1 に、企業経営における短期利益最大化による雇用や賃金の不安定化、第 2 に年金などの中長期の貯蓄の形成が短期利益最大化により阻害される可能性、第 3 に、負債による家計部門の耐久消費財支出や消費などの増加である。ここでは第 1 の点と第 2 の点について論じる。

第 1 の雇用や賃金の不安定化は、企業が株主価値最大化を経営目標として掲げることで生じる。ストックオプションなどの株価に連動した報酬構造を採用したり、経営者の報酬を短期間の業績に基づいて決定したりすることで、企業経営者と短期利益、すなわち短期の株価上昇を求める資金運用者の利害が一致する。経営者の任期は数年に過ぎない場合が多く、期間中に報酬を最大化できる意思決定を行う誘因が働く。その結果、長期的な競争力を高めるような投資でも、短期的な業績悪化に繋がる場合には選択されないこととなる。そのため、短期的には利益に結び付きにくい R&D や従業員トレーニング、ブランドの維持・向上といった支出は行われにくくなる。

家計部門にとってより重要なのは、経営者が業績をあげる上で最も簡単にそれを実現できるのが人件費の削減にあることである。投資家は四半期ごとの決算報告を常に監視しており、決算が予想を下回れば当該企業の株を売却する。そのため、株価を維持したい経営者は四半期決算を予想通りに実現するためのコスト削減に奔走するが、その際最も効果的なのが人件費であった（ケネディ、2002、233-241 頁；淵田、2012、57-67 頁）。

第 2 の中長期の貯蓄形成の阻害については、背後に 2 つの問題が存在している。すなわち、短期利益最大化を志向する中で中長期的な資金運用を行うことと、最終的な受益者と運用資産の拠出者が異なることである。まず、前者は資金運用者が短期利益最大化を目指し、企業が第 1 の点でみたように株主価値最大化を目標に短期主義で経営を行った場合、老後の生活保障などのために長期の貯蓄形成を目的としている年金基金の受益者が求める長期において必ずしも資産価値が最大化されない可能性があるためである。後者は確定給付型の年金プランやファンズ・オブ・ヘッジファンド（FoHF）を通じた投資を行う場合などに生じる可能性がある現象である。確定給付型年金プランでは、年金基金の積立不足は企業側の追加拠出で埋めなければならない。そのため、追加拠出を行う企業側には、追加拠出が不要になるよう短期利益を高めるよう年金基金のアセットマネージャーに指示する誘因がある。また、FoHFを通じた投資を行えば、最終的な受益者である労働者と年金基金などのアセットマネージャー、年金基金が資産アロケーションの一環としてFoHFを通じて投資した複数のヘッジファンドのマネージャーというように重層的に最終受益者と資金運

用者の間で利害の不一致が形成される可能性がある<sup>19</sup>。

また、第1の点と第2の点に関連して、アグリエッタ（2009）は年金基金などを通じて、労働者が企業の株主なることが可能になったことで、労働者は企業の利潤の増加に応じて分け前が多くなる制度から新たな収入を得ている一方で、その企業利潤の増加が基本給の大幅引き下げ、成果型賃金などによる賃金圧縮によって達成されているということが経済全体で生じている可能性を指摘する。アグリエッタはこのような労働者の状態を「統合失調症」にあると評し、労働者層内部において社会的不平等が拡大する可能性を警告した（アグリエッタ，2009，233-241頁）。

このような問題は、年金基金が直接的に短期利益最大化を目指す資金運用者として投資を行わなくとも生じる可能性がある。彼らは運用資産の一部をヘッジファンドに投資しており、さらに保有する有価証券をセキュリティ・レンディングによりヘッジファンドや投資銀行に貸し出している。そのため、間接的にこうした活動に関わっており、これが結果的に最終的な受益者である労働者にとってマイナスの結果をもたらしている可能性がある。

### 6.3.2. 証券化の深化・拡大と家計負債の増加

第3点目は、家計部門による負債での耐久消費財購入や消費などの増加である。アメリカの家計部門の借金体質を可能にしていたのは証券化であった。サブプライム金融危機がこれまでの金融危機と大きく違うのは、危機がそれまで一般的に見られてきた企業部門—金融部門間ではなく、金融部門—家計部門間において生じたことにある。資金運用者が支配する経済では、彼らの求めに応じた証券化商品が作り出されて需要されるという循環が働き、このことがキャッシュフローを生むあらゆる金融資産を証券化していくことへと繋がっていった。そのため、第4章でも論じたようにアメリカでは1985年以降にABSの発行が開始され、自動車ローン、クレジットカード債権、ホームエクイティローン（HEL）、学生ローンなどの家計部門を対象とした様々な負債（金融資産）が証券化されてきた。

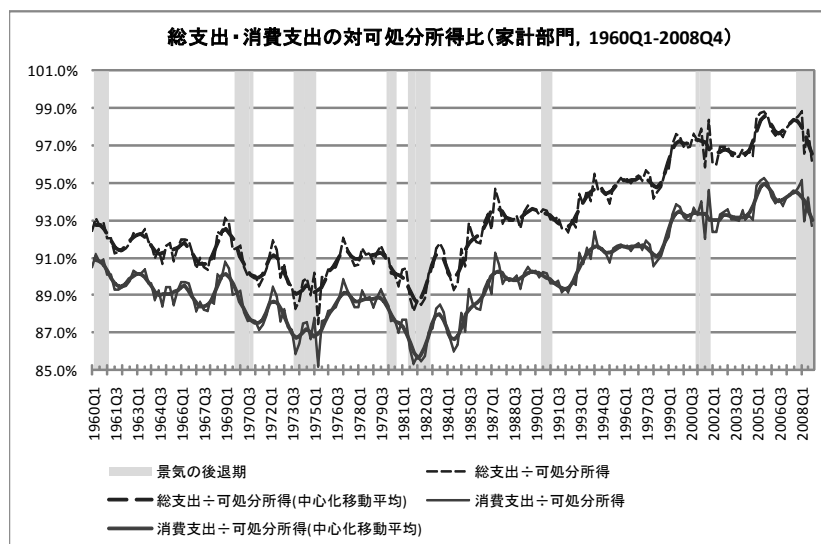
証券化商品への需要の高まりは、原債権市場への資金流入を促すこととなる。このような資金の流入の一端をアメリカの家計部門向けの消費者信用の増加からみることができる。アメリカにおける実質個人消費支出は対GDP比で1960年以降増大傾向にあり、特に1990年代後半に増大し、2007年には70.3%を占めるに至った。また、家計部門の可処分所得に占める消費支出の割合は、1960年代から1982年まではトレンドとして低下傾向にあり、それ以後は上昇傾向にある（図6-3）<sup>20</sup>。特に1990年代半ば以降に関しては、消費支出の対可処分所得比が歴史的な高水準に達しており、これに支払い利子や移転収支を加えた総

<sup>19</sup> 淵田（2012，62頁）では、機関投資家が短期利益最大化を目指して運用を行い、個人投資家が求める長期での資産最大化を実現していないという、より単純な状況を利害の不一致の例としてあげている。

<sup>20</sup> 以下の図中にある景気の下降期は、全米経済研究所（National Bureau of Economic Research, NBER）が定めたアメリカの景気循環の転換点、つまり、景気の頂点（ピーク）と底の間、つまり、景気の下降期を示すものである。

支出の対可処分所得比は限りなく 100%に近づく事態となっている。このような消費支出を支えていたのが、1980 年代以降に普及した各種の消費者信用であった。

図 6-3



出所: National Income and Product Accounts, Bureau of Economic Analysis.

アメリカにおける代表的な消費者信用は、クレジットカード、自動車ローン、HEL の 3 種類である。これらのうちクレジットカードのリボルビングによる無担保ローンが 1980 年代半ば以降、HEL が 1990 年代半ば以降大きく増大し、個人消費の拡大を促した。

1980 年の景気後退以降、アメリカで最も一般的な無担保ローンであるリボルビングの残高が景気変動と関わりなく一貫して上昇していった。その結果、アメリカにおける消費者信用の利用残高は 90 年代には対可処分所得比 20%を超え、2000 年代には 25.0%に迫るまでに拡大した (図 6-4)。クレジットカードによる信用供与は、「1985 年から 1991 年にかけて、一連の新規参入者が銀行カード市場に参入し、金利と年会費を一段と下げる」(坂野, 2001, 4 頁) 競争を繰り広げた結果拡大し、消費者信用の中で重要な役割を果たすようになった。1986 年の *Survey of Consumer Finances* によれば、クレジットカードによる債務を持つ家計の比率は 1983 年の 37.9%から 86 年の 43.6%に増加し、推計された負債の支払に占めるクレジットカードの割合も 16.9%から 25.3%に増加した (Avery et al., 1987, pp.766-767)。さらに 1989 年にはクレジットカードを 1 枚以上保有する家計は 69.5%に達し、2001 年には 76.3%になる (表 6-6)。注目すべきは、低所得層の世帯におけるクレジットカードの保有が増加していることで、1989 年から 2001 年までの間にクレジットカードの保有世帯は、全体では 9.8%の増加だったのに対し、準低所得層では 18.1%、低所得層に至っては 46.5%も増加している。Johnson (2005)によれば、さらに所得の少ない

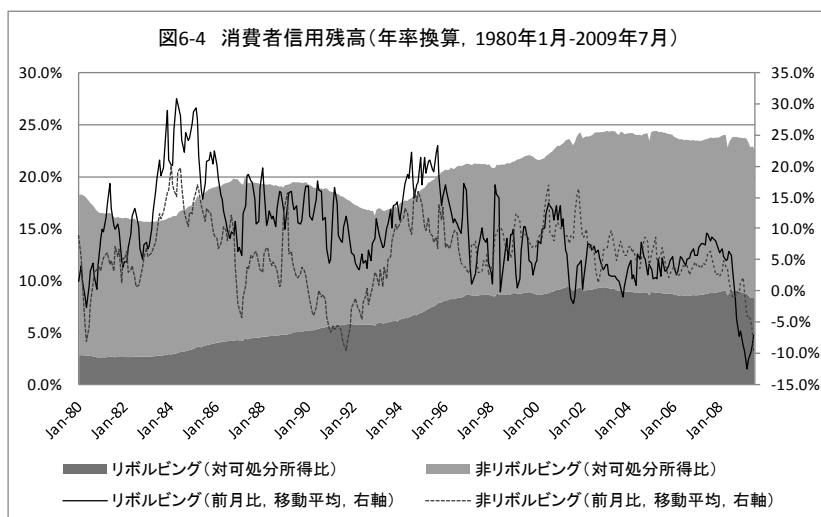
表 6-6 所得階層別クレジットカード保有家計の割合(%)

|       | 1989 | 1992 | 1995 | 1998 | 2001 | 1989-2001の増加率 |
|-------|------|------|------|------|------|---------------|
| 全体    | 69.5 | 71.9 | 74.4 | 72.7 | 76.3 | 9.8           |
| 低所得層  | 29.3 | 33   | 38.2 | 34.7 | 42.9 | 46.5          |
| 準低所得層 | 57.1 | 66.9 | 63.9 | 64.4 | 67.4 | 18.1          |
| 中間層   | 75.9 | 74.2 | 78.3 | 77.7 | 82.1 | 8.3           |
| 準高所得層 | 87.1 | 88.8 | 91.5 | 88.5 | 88.5 | 1.7           |
| 高所得層  | 95.5 | 94.6 | 98   | 96.6 | 97.1 | 1.7           |

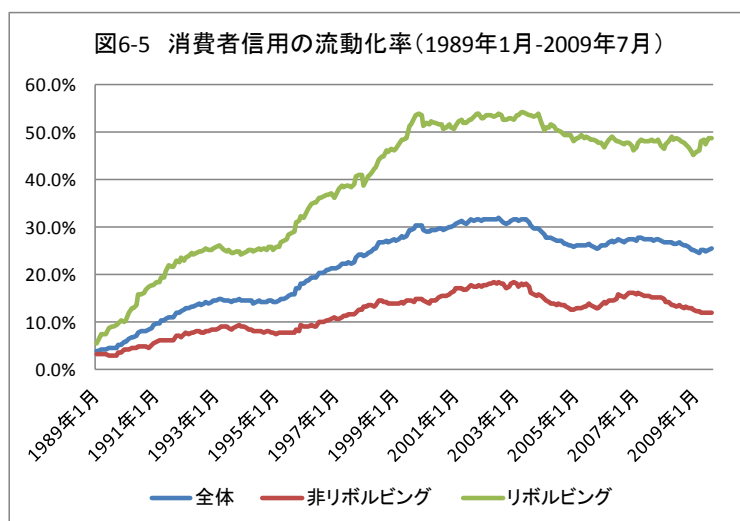
注: 少なくとも1枚以上のカードを保有する家計を対象

出所: Johnson(2005, p.475).

下位10%の所得層でのクレジットカードの保有増加率は1989年の18%から2001年の35%へと、約2倍の増加を示しているという。このような債務不履行の可能性が高いハイリスクな低所得層への信用供与の拡大は貸し手側の要因、すなわち技術革新によって可能となったと考えられる。同推計では、1989年から2001年間のクレジットカードの保有比率の増大は全階層で7ポイントで、うち2ポイントが貸し手あるいは借り手の条件(condition)の変化によるものだとしている。それに対し、低所得層の場合には保有確率が16ポイント増大し、うち9ポイントが貸し手あるいは借り手の条件の変化によるものだった。推計では低所得層のクレジットカード保有額率増加の原因が、借り手側と貸し手側のどちらにあるか明らかになっていない。しかし、1989年から2001年間に新たにクレジットカードを保有することとなった家計は、よりリスクが高く、1989年の段階での所有者と比較して過去6ヶ月間における不履行率が高く、年齢も若く、子供の数も多い信用度の低い家計だと明らかとなっている (*Ibid.*, pp.475-477)。



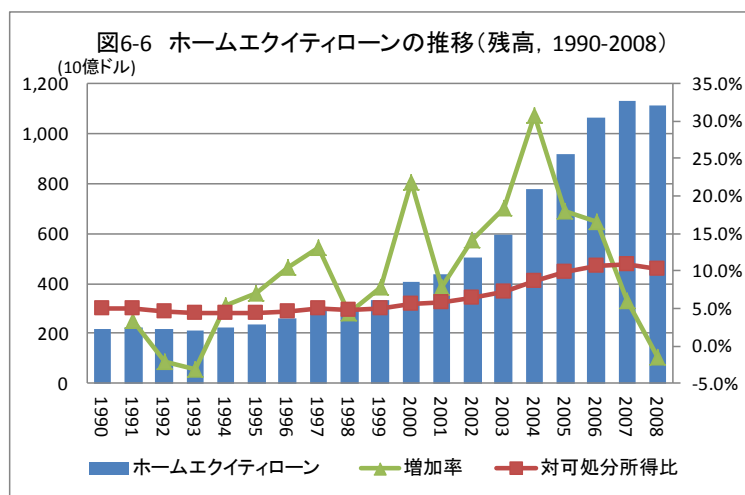
出所: Consumer Credit, Board of Governors of the Federal Reserve System, National Income and Product Accounts, Bureau of Economic Analysis.



出所: Consumer Credit, Board of Governors of the Federal Reserve System.

ハイリスクな借り手への信用供与は、クレジット・スコアリングとリスク別の利率設定、そして証券化といった技術革新に伴う貸し手側の要因で可能になったと考えられる。クレジット・スコアリングの発達には貸し手が信用供与を希望する消費者の債務不履行の可能性を見積もることを可能にした。さらに、そのリスクに合わせた細かな信用条件の適応が可能になったことで、それまで信用を供与するにはリスクの高すぎる消費者に対しても、相応の利率を設定することで信用供与が可能となったのである。そして、証券化によって貸し手は少なくとも形の上では投資家への信用リスクの移転が可能になった。リボルビング債権のうち実際に証券化された比率は、1990年1月に10.5%であったものが、1995年1月に25.8%、2000年1月に51.8%と債権の約半分が流動化されており、証券化が大きく進化した（図6-5）。

次にホームエクイティローン（HEL）についてであるが、これは住宅の評価価格から既存の住宅ローンの残高を差し引いた正味資産（エクイティ）を担保として融資を行う消費者信用である。このような不動産を利用した資金調達の方法には、HELだけでなく、2001年から2003年にかけての住宅投資ブームの中でも行われた、住宅の売却や住宅ローンの借り換えによる現金調達（キャッシュアウト・リファイナンス）などの手法も存在する。HELは1990年代半ば以降から次第に増加率が高まり始めるが、その増加が最も顕著になるのは2001年のITバブル崩壊後で、2004年には前年比31.2%の増加を記録している（図6-6）。また、対可処分所得比でも1990年に5.0%だったものが2007年には10.9%と約2倍にその比率を増大させている。これらのHELの多くは証券化されており、ABSの発行全体でもかなりの部分を占めている（第4章、図4-6）。

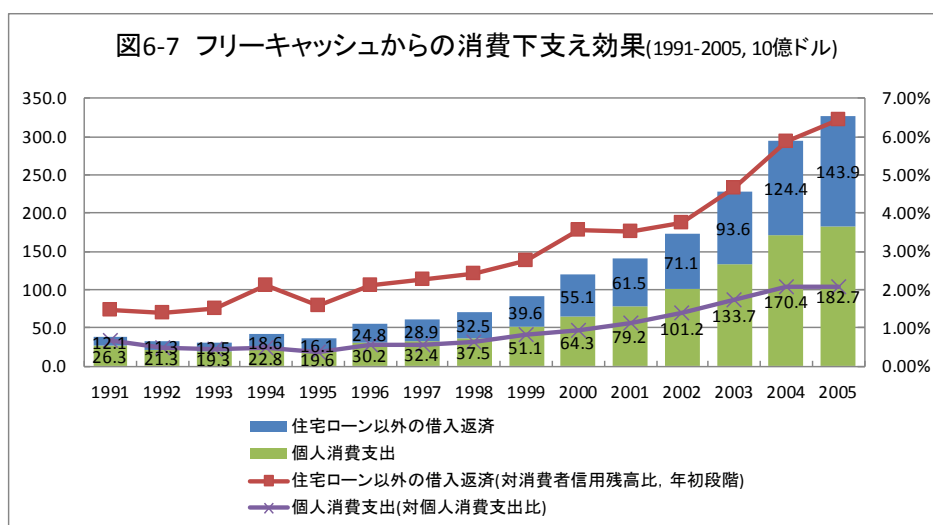


出所: Flow of Funds Accounts, Board of Governors of the Federal Reserve System.

このHELなどのモーゲージ関連貸付が、家計の消費支出に与えた影響の実相に迫るものとして Greenspan and Kennedy (2007) の研究は注目に値する。この研究は、モーゲージ貸付によって生み出された住宅取得を目的としない自由な資金（フリーキャッシュ）が、どのような用途に利用されたのかを推計したものである。1991年から2005年の間に家計の得た資金は、年平均で約5322億ドルであり、約3分の2が住宅の売却、約20%がHEL、

13%がキャッシュアウト・リファイナンスによって生み出された (*Ibid.*, p.9)。このうち直接的に消費支出へ充てられた資金を見ると、その規模は 1990 年代半ば以降急激に増大し、1991 年から 2005 年に年平均で約 661 億ドルを記録しており、これは個人消費支出の約 1%に当たる (図 6-7)。また、住宅ローン以外の債務返済に充てられることで、間接的に個人消費支出を下支えするのに年平均で約 500 億ドルの資金が充てられており、これは年初段階での同債務残高の約 3%に当たる。これらのことから、HEL などを中心とするモーゲージを用いた資金調達によって得られたフリーキャッシュを元にした支出は、1991 年から 2005 年の期間の個人消費支出の約 1.7%を直接・間接に下支えしたと指摘している (*Ibid.*, p.10)。

ここまでみてきたように、1980 年代以降のアメリカにおける消費者信用の供給の増加は、技術革新とりわけクレジット・スコアリングの発達と証券化によって実現されてきたものであった。リボルビングや HEL, さらにはモーゲージのリファイナンスによるキャッシュ・アウトはいずれも証券化が進んだ分野でありローンの多くは証券化されることになる。このような消費者信用の増大は一部には家計部門の需要要因によるところであるが、他方ではクレジットカードの例でも見たようにリスクの高い個人への貸付の増大は供給側の要因が強い。消費者信用の増大は証券化商品への需要増大による原債権市場への資金流入という側面が多分に存在しているのである。



出所: Greenspan and Kennedy (2007)を元に作成。

ここでの問題は家計部門に投機的な資金が供給され、家計部門が投機に巻き込まれていくことにある。サブプライム・ローンやリボルビングはその典型例であり、ブームの終了と共に家計はその負債に苦しむこととなる。

このように資本主義経済の資金運用者化は、家計部門に対して企業部門での株主価値最大化による雇用不安定化や賃金の低下、中長期的な資産形成における証券化と結び付いた負債の拡大、年金基金などの運用上での利害の不一致によるリターンの低下、さらには投機に巻き込まれるリスクの上昇という三重の問題をもたらしており、この問題の深刻化は

社会的な不平等の拡大に結び付くと考えられる。つまり、資金運用者化の拡大は、金融における変化に留まらず、資本主義経済全体を大きく変貌させることとなったのである。

## 参考文献

- Acharya, Viral V. and Philipp Schnabel (2009a) “How Banks Played the Leverage Game,” in Acharya, V. A. and M. Richardson (ed.), *Restoring Financial Stability*, New York University Stern School of Business, John Wiley & Sons (「銀行はいかにしてレバレッジ・ゲームに興じたのか」大村敬一監訳『金融規制のグランドデザイン』中央経済社, 2011年。)
- Adrian, Tobin, Brian Begenau, Adam Copeland and Antonie Martin (2012) “Repo and Securities Lending,” NBER Working Paper Series, No.18549.
- Avery, Robert B., Gregory E. Elliehausen, and Arthur B. Kennickell (1987) “Changes in consumer installment debt: evidence from the 1983 and 1986 surveys of consumer finances”, *Federal Reserve Bulletin*, Board of Governors of the Federal Reserve System, October, pp 761-778.
- Blundell-Wignall, Adrian (2007) “The Subprime Crisis: Size, Deleveraging and Some Policy Options,” *OECD Financial Market Trends*.
- Financial Crisis Inquiry Commission (2011) *The Financial Crisis Inquiry Report*, Official Government Edition.
- Fitch Ratings (2007) “Hedge Funds; The Credit Market’s New Paradigm,” *Credit Policy Special Report*.
- Greenspan, Alan and James Kennedy (2007) “Sources and uses of equity extracted from homes,” Finance and Economics Discussion Series, No. 2007-20, Board of Governors of the Federal Reserve System, revised.
- International Monetary Fund (2008) *Global Financial Stability Report*, April.
- Johnson, Kathleen W. (2005) “Recent developments in the credit card market and the financial obligations ratio”, *Federal Reserve Bulletin*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Autumn, pp.473-486.
- Krishnamurthy, Arvind, Stefan Nagel and Dmitry Orlov (2012) “Sizing up Repo”, CEPR Discussion Paper, No. 8795
- NEPC (2009) “Leverage, Hedge Funds and Risk,” *Asset Class Research*, Summer.
- Rajan, Raghuram (2005) “Has Financial Development Made the World Riskier?,” Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp.313-369.
- The Conference Board (2009) “The 2009 Institutional Investment Report.”
- (2010) “The 2010 Institutional Investment Report.”

- The United States Senate (2009) “American International Group: Examining What Went Wrong, Government Intervention, and Implications for Future Regulation,” Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, Testimony, March 5.
- アグリエッタ, ミシェル (2009) 「資本主義の変容—統合失調症の賃金生活者社会—」 アグリエッタ, ミシェル, ボブ・ジェソップほか著, 若森章孝, 斉藤日出治訳 『金融資本主義を超えて』 晃洋書房, 43-62 頁 (Forum européen de confrontations and Michel Aglietta, *Capitalisme: quoi de neuf?*, Syllepse : Espaces Marx, 2002.)。
- 伊豆久 (2011) 「リーマン・ショックと FRB—金融危機と短期金融市場—」 『証券経済研究』 日本証券経済研究所, 第 73 号, 97-120 頁。
- 岩井浩一・三宅裕樹 (2008) 「米国 MMF の元本割れ懸念とその回避策」 『資本市場クォーターリー』 野村資本市場研究所, 春号, 163-173 頁。
- 祝迫得夫 (2009) 「アメリカ発世界金融危機とヘッジファンド, 影の金融システム」 『フィナンシャル・レビュー』 財務総合政策研究所, 2009 年 3 号, 119-137 頁。
- ケネディ, アラン; 奥村宏監訳, 酒井泰介訳 (2002) 『株式資本主義の誤算』 ダイヤモンド社。
- 坂野友昭 (2001) 「米国の消費者金融サービス市場」 消費者金融サービス研究所, 3 月発行, Working Paper。
- 関雄太 (2007) 「サブプライム問題から ABCP 問題へ」 『資産市場クォーターリー 2007 秋号』 野村資本市場研究所, 18-25 頁。
- (2008) 「ベア・スターンズ破綻の深層」 『金融ビジネス』 東洋経済新報社, 2008 年春号, 28-30 頁。
- 関村正悟 (2009a) 「サブプライム危機から投資銀行危機へ」 『佐賀大学経済論集』 佐賀大学, 第 41 巻 6 号, 91-126 頁。
- (2009b) 「サブプライム金融危機とヘッジファンド」 『証券経済学会年報』 証券経済学会, 第 44 号, 92-97 頁。
- 中野瑞彦 (2008) 「ヘッジファンドと金融市場の安定化問題」 『桃山学院大学経済経営論集』 桃山学院大学, 50 巻 1/2 号, 247-276 頁。
- 野下保利 (2007) 「ヘッジファンドと戦後ポートフォリオ理論 (1)」 『国士舘大学政経論叢』 国士舘大学政経学会, 2007 年 1 号, 1-32 頁。
- 淵田康之 (2012) 「短期主義問題と資本市場」 『資本市場クォーターリー』 野村資本市場研究所, 2012 年秋号, 52-87 頁。
- 三住真一 (2008) 「"いつか来た道"ヘッジファンド崩壊危機 レバレッジとファット・テール」 『金融ビジネス』 東洋経済新報社, 254 号, 42-44 頁。
- (2009) 「ファンド・オブ・ヘッジファンズの危機、解約停止と史上最大の詐欺事件」 『金融ビジネス』 東洋経済新報社, 257 号, 74-77 頁。
- 三宅裕樹 (2008) 「米国 MMF の元本割れと信用回復に向けた緊急対策の実施」 『資本市場ク



オータリー』野村資本市場研究所，秋号，150-156頁。  
山内英貴（2009）「ヘッジファンド市場の現状と課題」『証券アナリストジャーナル』日本証券アナリスト協会，47巻3号，29-41頁。

## おわりに

本論文では、戦後アメリカ経済で見られた（1）金融部門の資産の預金金融機関から機関投資家へのシフト、（2）家計部門の負債の大幅な増大、（3）証券化や機関投資家化による金融の重層化の進展という3つの現象が、どのような経緯で引き起こされ、相互に関連しながら資本主義経済に影響を与えているのかを明らかにするために、大きく分けて2つの点について論じてきた。

第1に戦後アメリカで「金融市場の機関化」がいかなる要因により進展してきたかを論じ、その中で短期利益追求が支配的になり、経済の資金運用者化が生じた経緯を明らかにした。そして、第2にハイマン・ミンスキーの「資金運用者資本主義」のアイデアを元に、サブプライム金融危機を引き起こした1990年代以降の金融仲介システムの構造と、そこでの機関投資家と資金運用者の行動を解明することで、「資本主義経済の資金運用者化」が経済にどのような影響を与えるのかについて論じた。

### 「金融市場の機関化」と「資金運用者資本主義」

第1章で論じたように戦後アメリカ経済では、金融部門の資産の預金金融機関から機関投資家へのシフト、いわゆる「機関化」現象が生じていた。この「金融市場の機関化」を巡っては、これまでゴールドスミスを始めとして多くの論者が株式市場における機関化の進展として論じてきており、特に1980年代以降には機関投資家が企業に圧力をかけるといった企業統治に対する新たな展開が論じられるようになる。しかし、それらの議論には、1980年代以降に急速に進展した証券化やそれに伴う経済構造の変化に関する視点が欠けていた。それに対し、ハイマン・ミンスキーは、金融革新と制度・政策の再構築の相互作用が金融システムや経済全体の制度基盤に与える影響に注目する「資金運用者資本主義」の議論を展開した。

ミンスキーは、短期の資本主義の循環的変動を説明する「金融不安定性仮説」の提唱者として知られるが、その循環の繰り返しの中で生じる金融革新に注目していた。資本主義経済の運動は、利潤動機により原動力が与えられる。それは金融も例外ではなく、金融革新の遂行者には巨大な富がもたらされるため、金融機関はつねに新しい金融手段や金融商品を探し求め、貸し手と借り手が求める条件を満たす金融資産を開発しようと試みる。ただ、それは多くの場合、従来の金融制度や金融慣行の枠組みが想定しないものであるため、金融革新の進展は、従来からの金融制度や金融慣行の妥当性を失わせ、その再構築を必要とする。すなわち、当初、効力を発揮していた規制や政策でも諸主体の利潤追求的な行動が「制度的不安定性」を生み出し、規制・政策の有効性を低減させることになる。そのため、制度枠組みを再び安定化に資するよう再構築することが必要になるが、それがさらなる金融革新を引き起こす余地を生み、その繰り返しと蓄積は経済が立脚する制度基盤をも変容させることになる。

ミンスキーは、こうした長期的な制度進化の結果として1980年代以降のアメリカの金融

システムが大きく変容したことを見出した。それは年金基金やミューチュアルファンドなどの専門家によって運用される資金が、経済に大きな影響を与えるようになったことであった。資金運用者は、短期のポートフォリオの収益最大化を目的として積極的に基金を運用する。そのため、利回りを求める巨額の資金が、特定の資産や設備に長期間投下されず、短期的な株価や利率の変動に反応して急激に市場間を移動し、資産価格の浮動性を高めるようになったと指摘した。

このミンスキーの議論は、短期利益を求める資金運用者の活動とその影響が、株式保有を通じた企業経営への影響に限定されるものではなく、金融革新を通じた新たな金融資産の創出や金融制度の形成、ひいては資本主義経済全体に影響を与えることを指摘した点で画期的であった。しかし、この「資金運用者資本主義」の議論は、十分に精緻化されておらず断片的なものに留まっていた。ミンスキーは、戦後から1980年代までに関して、金融不安定性仮説での議論を含め、ニューディール型銀行システムの制度基盤が次第に脆弱化していく過程を論じている。だが、その中で資金運用者が誕生し、その影響が増大して経済基盤に影響を与えていく長期的な制度進化の過程を明らかにしていない。また、資金運用者資本主義についても、ミンスキーは金融革新としての証券化が果たす役割に注目したが、1996年に本人が没したこともあり、1990年代以降の Originate-to-Distribute(OTD)モデルとの関係を含め、現実の経済でどのような制度が形成され、その結果資本主義経済にどのような影響を与えたのか明らかにしていない。

そのため、本論文ではミンスキーの金融革新と制度進化の枠組みに依拠しつつ、彼が論じた戦後アメリカのニューディール型銀行システムの衰退からだけではなく、「金融市場の機関化」の進展による金融制度進化と資金運用者の拡大を入れて金融システムの長期的な制度進化を明らかにすることを試みた。さらに、1990年代以降の OTD モデルでの金融仲介、その下で生じたサブプライム住宅ブームとその崩壊を論じることで、資金運用者化が資本主義経済にどのような影響を与え、経済をより不安定化させたのか明らかにした。

### 機関投資家と資金運用者および資本主義経済の資金運用者化

本論文では、ミンスキーの議論をもとに機関投資家と資金運用者および資本主義経済の資金運用者化を次のように定義した。まず、機関投資家については、「一般大衆から相当額の資金を吸収し、これを有価証券とりわけ普通株に運用して利益をあげ、その益を主たる収益源、またはその一つとする機関」(小林, 1982, 105 頁)と定義した。また、戦後アメリカでは金融市場の機関化が進展し、ミューチュアルファンドなどが短期利益追求型の有価証券投資を行うことで大きな利益をあげていくと、その収益機会を利用しようと参入する金融機関や部門が現れた。彼らは既存の機関投資家で運用資産の一部を任された部門であったり、機関投資家の定義に当てはまらない金融機関であったり、さらには内部留保を溜め込んだ大企業であったりした。そのため、本論文ではこうした機関投資家ではない運用主体を含む概念、すなわち「機関投資家を含む短期利益追求型の資金運用業務を実施す

る部門・主体」として資金運用者（money manager）を定義した。

資本主義経済の資金運用者化の定義を「金融市場の機関化が進展することで金融市場の構造が変化し、機関投資家や資金運用者の投資に合わせて市場や金融機関の業務が展開されるとともに、新たな資金運用者の形成、さらには金融市場を超えて実体経済にも資金運用者の影響が波及する状態」とした。

これらの機関投資家、資金運用者、そして資本主義経済の資金運用者化により生じる既存金融機関による機関投資家向け・資金運用者向け業務を本論文における具体的な運用主体や業務として整理すると次のようになる。

まず、本論文では主な機関投資家として、オープンエンド型（ミューチュアルファンド）とクローズドエンド型およびヘッジファンドの投資会社、商業銀行の信託部、公務員年金と企業年金の年金基金、そして生命保険と損害保険の保険会社をあげた。これらの機関投資家のうち、資金運用者にも該当すると考えられるのが、投資会社の中でもアクティブ運用のミューチュアルファンドやヘッジファンド、年金基金のうちのアクティブ運用部分、生命保険会社の分離勘定などである。機関投資家に含まれない資金運用者としては、投資銀行の自己勘定取引であるプロップ取引やプライベートエクイティ投資、さらにアセットマネジメント業務があげられる。商業銀行の証券子会社によるトレーディング業務などの自己勘定投資も資金運用者に含まれる。また、本論文での具体的な機関投資家・資金運用者向け業務としては、商業銀行・投資銀行による証券化業務、商業銀行のオフバランス事業体による ABCP 発行業務、機関投資家のカストディアン銀行によるセキュリティ・レンディング、投資銀行のヘッジファンド向けプライムブローカー業務などが該当する。

### 戦後アメリカにおける「金融市場の機関化」の進展

第2章と第3章で論じたように、アメリカではニューディール改革とその後の戦時期を通じた労働政策により中所得層が増大し、少額貯蓄層（small savers）が形成された。さらに、戦後の福祉国家政策による年金設立などの社会保障政策が拡充されたことも手伝って、金融市場に恒常的に資金が流入する構造が作り出された。その受け皿となったのが、ミューチュアルファンドと年金基金であった。彼らは流入した資金を株式市場に投じ、株式を長期保有した。そのため、戦後アメリカの「金融市場の機関化」は、ミューチュアルファンドと年金基金を中心とした「株式保有の機関化」という形でまず進展した。

その際、ミューチュアルファンドが株式保有の拡大を先導し、年金基金（企業年金）がその戦略を後追いする形で質的な変化を量的な拡大として定着させていった。ミューチュアルファンドは、競争が激しく顧客のニーズに敏感に反応したことに加え、一株当たり純資産額で換金が可能で高い流動性と安全性そして高利回りを有しており、戦後増加した中所得層の少額貯蓄需要に合致した商品だった。機関投資家が資金を株式に投資し、長期保有したのは、相対的低金利のもとで株式市場に資金が集中し、株価が順調に上昇することで配当とキャピタルゲインを合わせた総利回りで大きな利益を得られたためだった。さら

に機関投資家による株式の長期保有が株価の継続的な上昇を下支えするという好循環が生まれた。

しかし、1966年以降の信用逼迫を契機に状況が変化する。アメリカ経済は、実質経済成長率の低下、インフレ率の上昇、それに伴う名目金利の上昇という状況に次第に陥っていくのである。企業部門でも寡占的競争力が欧州の復興や日本のキャッチ・アップで揺らぎ、内部留保が減少することで外部金融による資金調達を必要とするようになった。さらに1970年代以降の財政赤字で国債発行が増加した。その結果、相対的低金利の時代は終わり、株式市場が唯一の有利な投資先でなくなった。

ミューチュアルファンドと年金基金は、実質賃金の伸び悩みとインフレ高進の中で新規資金の獲得と顧客の解約を防ぐために、インフレ・ヘッジを可能にし、高い運用成績を示す必要があった。そのため、ミューチュアルファンドは長期保有中心の株式投資戦略からキャピタルゲイン重視の短期売買（アクティブ運用）へ転換し、新規資金の獲得と顧客の解約を防ぐための競争を繰り広げた。年金基金も1960年代後半のインフレ高進の中で保有する固定金利の低利回り債券に多くの含み損を出していたため、この動きに追従した。また、企業が年金の受託機関に対し、積立不足への追加拠出を負担しないで済むよう高利回りを要求するようになった。その結果、多くの機関投資家でアクティブ運用が採用され、株式取引高が増加して「株式流通市場の機関化」が生じた。ニューヨーク証券取引所（NYSE）の株式取引全体に占める機関投資家の割合は、1968年から71年の平均で実に45.2%に達した。機関投資家は市場支配力を発揮することで1975年にNYSEに固定手数料制を廃止させることになる。

このことに見られるように、1970年代後半以降、機関投資家は金融システムを改変する力を持つようになる。その結果、金融市場参加者の行動に2つの変化が現れた。まず、1つ目として、機関投資家の投資に合わせて金融機関の業務が展開され、商品が供給されるようになったことがあげられる。投資銀行などの既存の金融機関は、影響力が拡大した機関投資家向けに業務を展開するとともに、自らも資金運用業務に進出し、資金運用者として活動するようになった。この変化にいち早く対応した投資銀行は、1970年代半ば以降、アセットマネジメント業務を展開してミューチュアルファンドや MMMF、CMA を設立・運営した。さらに1980年代に入り、アメリカで企業リストラチャリングが活発化すると、投資銀行は M&A アドバイザリー業務を展開し、機関投資家に高株価で保有株式を売却する機会と高利回りのジャンクボンドに投資する機会を提供した。LBO のための資金調達で発行されたジャンクボンドは高利回りであり、短期利益を求める機関投資家にとって格好の投資対象であった。こうして金融システムが次第に機関投資家・資金運用者の投資需要に合わせて編成されるようになっていった。

次に2つ目の点として、M&A ブームのもとで企業が導入した買収防衛策に対し、機関投資家が株主行動主義をとるようになったことがあげられる。1980年代の M&A ブームでは、企業の経営戦略に基づいた M&A だけでなく、コーポレート・レイダーなどが巨大企業に敵

対的株式公開買付（敵対的 TOB）を仕掛け、短期的な利益を得ようとした。それに対し、企業経営陣がポイズンピル条項などの買収防止策を導入したが、公務員年金などの大手機関投資家はこの動きに反発した。なぜなら、買収防衛策は長期的には経営陣の既得権の保護に繋がり、短期的には株式の大量発行による株価低下で投資家に損失が生じる可能性があったからである。そのため、彼らは株主権を行使し、敵対的 TOB の防衛策の廃止提案や防衛策の導入に反対するようになった（「株式運用過程の機関化」）。

アメリカでは「金融市場の機関化」の進展により、1980年代末に機関投資家が企業経営に影響力を行使する構造が作り出された。さらに金融市場が、機関投資家や資金運用者の投資需要に合わせ形成される傾向が現れ始め、これが債権の証券化と結びつくことで1990年代以降、**Originate-to-Distribute (OTD)** モデルとして結実することになる。

OTD モデルの形成は、こうした機関投資家・資金運用者の市場支配力の拡大に加え、さらに2つの要素が関係していた。第1に1991年の連邦保険公社改善法（FDICIA）の制定で商業銀行に自己資本比率規制（レバレッジ規制）が導入され、商業銀行が金利収入中心のビジネスモデルから転換する必要が生じたことがあげられる。第2に、1980年代から1990年代始めにかけ、証券化が単なる住宅モーゲージの流動化策から投資家の求めるリスク・リターン特性を備えた仕組み金融へと深化したことがあげられる。

まず、第1の点について、1966年以降、商業銀行は金融環境が変化するもとで次第に収益性を低下させていった。1970年代以降の商業銀行による収益性を回復させる試みは、あまたの投機的な貸付に繋がり、1980年代末にかけて銀行危機を多発させた。商業銀行の高いレバレッジ経営に対する反省から、1991年にFDICIAが制定され早期是正措置が導入された。その結果、商業銀行はレバレッジ率をリスクウェイト付きで10倍以内に維持しなければなくなり、貸出の拡大による金利収入ではなく非金利収入を拡大して利益をあげるビジネスモデルに転換する必要が生じた。そのため、商業銀行は債券の証券化業務やオフバランス事業体の設立を通じて機関投資家・資金運用者向けに証券化商品やABCPなどの金融商品を供給する業務を展開するとともに、自らも証券子会社を通じてデリバティブなどのトレーディング業務を展開して収益を上げる資金運用者として活動するようになるのである。

次に、第2の点について、第4章でも論じたようにアメリカでの住宅モーゲージの証券化は、1960年代末にS&Lが「期間構造のミスマッチ」問題に直面し、公的住宅金融プログラムが機能不全に陥ったことへの対策として1970年に開始されたものだった。そのため、当初発行されたパス・スルー型証券は、償還期間と利回りといった面で買い手（投資家）の求めるものとなっておらず、期限前償還リスクという大きな問題を抱えていた。また、公的金融プログラム下で実施され、二重の政府保証が存在するために、信用リスクのコントロールにも注意が払われていなかった。

こうした商品性の問題に対し、1983年以降、期限前償還リスクに対応したCMOの発行が開始されると共に、民間発行の証券化商品が広がりを見せるようになる。1985年には住

宅モーゲージ以外の金融資産を証券化する ABS が発行開始され、証券化商品は単なる住宅モーゲージの流動化策から次第に買い手、特に機関投資家のニーズに合わせた金融商品へと変化していった。それには機関投資家の求める高格付を得られるよう信用リスクを軽減またはコントロールする仕組み（Structure）が必要で、証券化は次第に「仕組み金融（Structured Finance）」としての側面を強くしていった。特に 1980 年代のジャンクボンドブームや S&L 危機の不良債権処理での経験から、リスクの高い金融資産を裏付けとする証券化技術の蓄積と投資家層の形成が進んだ。その結果、キャッシュフローが不明確で安全な資産ではない CMBS や住宅モーゲージの第 2 抵当を対象とする HEL などの高リスク資産を裏付けとした証券化も可能になった。そして、これらの技術が 2001 年の IT バブル崩壊後のアメリカの住宅市場に結び付くことで、サブプライム・モーゲージを対象とした民間 MBS とその再証券化商品である CDO の爆発的な発行増大に繋がるのである。

### OTD モデルの形成とそのもとでの既存金融機関および機関投資家の役割

第 5 章でも論じたように、1990 年代以降に形成された OTD モデルは、金融資産の供給側・需要側からみて次のような特徴を持つものであった。すなわち、金融資産の供給者側である商業銀行の視点に立つと、それは自己資本比率規制下で規制を満たすために銀行本体で原債権の信用リスクを直接保持し続けられない構造を作り出す金融仲介システムである。金融資産の需要者側の視点に立つと、それは市場流動性が確保され、元本の安全性が確保された金融資産を提供し、また短期利益最大化のための投資戦略を実行可能にする高リスクの金融資産や金融取引のための担保を提供する金融仲介システムである。

本論文において特に注目したのは金融資産の需要者から見た側面である。まず、商業銀行や投資銀行などの既存金融機関についてみていく。中でも投資銀行とマネーセンターバンクは機関投資家・資金運用者向け業務を展開するとともに、自らも資金運用業務に進出し、資金運用者として活動していた。

投資銀行は、ヘッジファンドにバックオフィス機能を提供するプライムブローカー業務を大規模に展開した。彼らはマージン・ローンやバイラテラル・レポによる資金の貸付、セキュリティ・レンディングを通じて有価証券を借入れ、それを貸し出すなどしてヘッジファンドの投資活動を支えた。世界の主要投資銀行 10 行の 2005 年のプライムブローカー業務の利益は 88 億ドルに及び、さらにヘッジファンドとのトレーディングで 170 億ドルの利益を上げていた。これは業界全体の収益の約 25%に相当していたが、他方では主要 10 行のヘッジファンドのリスクエクスポージャーは 2007 年に 3 兆 2673 億ドル（対 Tier I 自己資本 7.7 倍）に及んでいた。

商業銀行はマネーセンターバンクを中心に 1990 年以降、債券の証券化を活発化させた。さらに、ABCP 導管体や SIV などのオフバランス事業体を設立し、トリプル A 格の証券化商品や同品質の金融資産を保有して、それを裏付けに短期の ABCP を発行し機関投資家に販売した。オフバランス事業体を通じた ABCP の発行残高は 2007 年 1 月に 1 兆 1770 億ド

ルに達し、親銀行であるマネーセンターバンクは ABCP に対する「流動性補完」と「信用補完」の提供から手数料収入を得ていた。

次に、機関投資家は OTD モデル下で大きく 3 つの役割を果たしていた。第 1 に民間の短期金融資産への投資により金融システムに資金を供給する役割、第 2 にセキュリティ・レンディングを通じて資金運用者に担保となる資産を供給する役割、そして、第 3 に年金基金を中心としたヘッジファンドへの投資により資金運用者に資金を供給する役割である。

第 1 の点については、年金基金、ミューチュアルファンド、MMMF などの機関投資家は、前述の ABCP やレポ取引で金融システムに資金を供給していた。機関投資家による CP 保有残高は 2007 年に全残高の約半分に当たる 9255 億ドルに達していた。また、レポ市場でもアメリカ国内で 2006 年第 3 四半期に 5370 億ドル（44%）を供給しており、民間の短期金融資産の需要者として金融システムに膨大な資金を供給していた。

次に第 2 の点については、年金基金や保険会社の基金の一部、ミューチュアルファンド、MMMF などのインデックス運用の機関投資家は、保有有価証券をセキュリティ・レンディングによりカストディアン銀行を介して投資銀行やマネーセンターバンクに貸出していた。それにより、投資銀行によるマーケットメイクやプライムブローカー業務、さらには資金運用者によるデリバティブ取引などのトレーディングに不可欠な担保資産を供給し、市場取引を支える役割を担っていた。2011 年第 3 四半期でも貸出対象証券が全世界で 9 兆 1,589 億ドルに及び、1 兆 651 億ドルの貸出残高が存在していた。セキュリティ・レンダーは、証券貸出の際に預かった現金担保をさらにレポ取引や ABCP を含む ABS に再投資していた。現金担保は 2007 年第 2 半期には 1 兆 9,020 億ドルに達しており、そのうち約 4 分の 1 の 5,040 億ドルがレポ取引に、さらに約 4 分の 1 の 5,020 億ドルが ABCP を含む ABS に投資されていた。機関投資家は、セキュリティ・レンダーによる現金担保のレポ取引や ABS への投資を通じて投資銀行やマネーセンターバンクに資金を供給していたのである。

第 3 の点については、年金基金などの機関投資家がファンド・オブ・ヘッジファンズ (FoHF) を含むヘッジファンド投資を大きく増大させた。機関投資家によるヘッジファンドへの資金供給の増大は、ヘッジファンドの投資戦略の細分化を引き起こし、クレジット系ヘッジファンドが拡大する余地を作り出した。世界のヘッジファンド総数と運用資産残高 (AUM) は 2000 年代に急増したが、その背後には機関投資家による直接もしくは HoHF を通じた間接的な投資増大が存在していた。世界のヘッジファンド総数は 2000 年の 3,873 本から 2007 年には 10,096 本に急増した。また、AUM も 4,900 億ドルから 1 兆 8,700 億ドルになった。その一方で、個人投資家のヘッジファンドへの出資比率は 1990 年代以降低下傾向にあり、1997 年の 62%から 2000 年に 48%となり、2007 年には 31%にまで減少した。それに対して年金基金、その他の機関投資と HoHF の投資比率は、2001 年の 31%から 2007 年に 55%まで拡大した。このことがヘッジファンドの運用戦略を変化させた。ヘッジファンドが、富裕層を中心とした限られた個人投資家向けの私募ファンドだった 1990 年代には、クオンタム・ファンドに代表されるグローバル・マクロ戦略を採用するファンドが主流で



あった。しかし、1990年代以降、機関投資家が投資の分散化、ポートフォリオリターンの安定化、リターン向上目的にヘッジファンド投資を拡大したことで、株式ロング・ショート戦略やレラティブ・バリュー戦略、イベント・ドリブン戦略などの特定の資産・市場・投資手法などを対象とする具体的なニーズに基づいた投資戦略が増加した。ヘッジファンドへの資金供給の増大と投資戦略の専門化・細分化の進展は、証券化商品のエクイティ・トランシュやCDSに投資して大きなクレジットリスクを取るクレジット系ヘッジファンドが拡大する余地を作り出したと考えられる。

このように1990年代以降に形成されたOTDモデルにおいて、機関投資家は金融システムの機能に不可欠な担保資産や資金を供給し、既存の金融機関は機関投資家・資金運用者向けの業務を展開した。その下でヘッジファンドを筆頭とする資金運用者が短期利益追求型の投資を行ったのである。

### OTDモデル下での資金運用者の活動

第6章でも論じたように、ヘッジファンドと資金運用業務を行う投資銀行およびマネーセンターバンクの自己勘定部門は、個人投資家や年金基金などの機関投資家から直接的また短期金融市場を通じて間接的に資金を調達して投資を行った。その中には、証券化商品のエクイティ・トランシュやクレジットデリバティブなど信用リスクを対象とした種々の投資が含まれ、彼らは高リスク・高リターンの短期利益を追求した。

資金運用者の報酬体系は、典型的にはヘッジファンドの純資産の1~2%の管理手数料と成功報酬としての純利益20%というように、投資リターンと報酬が連動する構造となっていた。これは受託者である資金運用者と委託者である投資家との間で利害の一致を図るためであった。しかし、その報酬は、過去の四半期や1年といった短期の運用結果について、未実現リターンを時価評価した上で成功報酬を算定し、現金化して支払われていた。将来的に資産価格が下落し、投資家に損失が発生しても支払済み報酬に影響がなく、資金運用者は損失を投資家と共有しない構造となっていた。そのため、資金運用者には大きなリスクをとることで短期利益を追求する誘因が存在し、彼らは後述するようにリスクの過小評価やレバレッジを活用して、市場が安定している間は運用リターンを高め、多額の報酬を受け取った。また一方で、彼らには損失時の責任回避のために、自らの運用成績が他者を大きく下回ることを回避する誘因が存在していた。そのため、資金運用者には類似の投資戦略や資産を選択する「群衆行動」をとる傾向があり、それが特定の資本資産への投資集中や投資行動の同一化を引き起こし、資産価格を上昇局面ではファンダメンタルズから大きく乖離して上昇させ、大きなキャピタルゲインをもたらした。他方、下降局面ではファンダメンタルズを超える大幅な価格下落をもたらした。

OTDモデルでの資金運用者の短期利益追求で特徴的だったのは、ストラクチャード・ファイナンスやデリバティブを活用することで通常のレバレッジ概念では測れないリスクを蓄積したことだった。通常、レバレッジは借入れや証拠金取引で保有する資産全体を自己

資本で割ることで把握されている（フィナンシャル・レバレッジ）。しかし、証券化商品への劣後部分（エクイティ）や CDS プロテクションなどのクレジット商品はそれ自体にレバレッジ要素を内包している。エクイティ・トランシュは大きなリターンが期待できる代わりに原債権に損失が出た場合に優先劣後構造で損失を最初に負担するものであり、CDS はプレミアム（手数料）を受け取れる代わりに参照資産に信用事由（クレジットイベント）が発生した場合にその額面金額を支払うものである。投資家がそのような資産の買い手やプロテクションの売り手となった場合、大きな借入や証拠金を伴うことなく実質的にレバレッジを掛けて多額の投資を行ったのと同じ効果が得られる（エコノミック・レバレッジ）。そのため、資金運用者のリスクテイクを考える場合、フィナンシャル・レバレッジだけでは不十分で、それにエコノミック・レバレッジを掛け合わせた実効レバレッジで把握しなければならないのである。クレジット系ヘッジファンドの運用資産残高は 2005 年には 3000 億ドルに達しており、フィナンシャル・レバレッジだけでも 1.5 兆ドルから 1.8 兆ドルの資産を保有（レバレッジ 5~6 倍）していたとされる。さらに、CDS 投資や MBS の裁定取引を行う投資戦略では前者で 20 倍、後者で 10 から 15 倍のフィナンシャル・レバレッジを掛けていたとされる。これにエコノミック・レバレッジを併用しているため、実際の実効レバレッジはさらに大きくなる。

資金運用者は、OTD モデル下で借入や証拠金によるフィナンシャル・レバレッジに加え、エコノミック・レバレッジを活用することでサブプライム関連証券などを対象に、実質的に高いレバレッジを掛けて信用リスクを取る投資を行い、期間中に損失が出ないことに賭ける短期利益追求を行ったのである。

### サブプライム金融危機の発生と OTD モデルの機能停止

サブプライム金融危機で明らかになったのは、OTD モデルでの金融仲介を可能にしていた機関投資家による民間の短期金融資産への投資が格付に強く依存して機能する極めて脆弱な構造だったこと、資金運用者の短期利益を求めた投資が金融危機の発生で巨額の損失を生む構造になっていたことだった。

資金運用者による投資は、2006 年 9 月に住宅価格が下落に転じるまでは機能していた。しかし、2007 年第 2 四半期頃からヘッジファンドに損失が出始め、また 2007 年 6 月に大手格付機関がサブプライム MBS を大規模に格下げしたことで、そのリスクが認識された。その結果、8 月以降、それまで MBS を裏付けや担保としていた民間の短期金融資産への投資が引き上げられ、短期金融市場が機能不全に陥った。このような事態の発生には、OTD モデルに資金を供給していた機関投資家の性質が関係していた。彼らは高い流動性と安全性を持った金融資産を求めており、その要請に応じていたのが高格付資産を裏付けあるいは担保とする民間の短期金融資産だった。OTD モデルでは信用格付が規制上・制度上で、重要な役割を果たしていたことに加え、投資判断の上でも機関投資家は格付モデルに強く依存していた。そのため、その根本にある証券化商品が大量に格下げされ、さらには格付

モデルに対する信頼が揺らいだことで投資の継続が不可能になり、機関投資家は資金を引き上げたのである。

その結果、急激な資金の引き上げとデレバレッジが進行し、多くの資金運用者が大きな損失を出すこととなった。2007年7月に1兆2,147億ドルに達したABCP発行残高は1年で40%減少し7,561億ドルになった。レポ市場でもバイラテラル・レポのヘアカット率が急上昇し、リーマン・ショック直前の2008年8月にはCDOは担保として拒絶され、ABSは50~60%のヘアカットに陥った。

ヘッジファンドは、2007年末に10,096本に達したが2008年の1年間で9,284本まで800本以上減少した。運用資産残高も1兆9,300億ドルから1兆4,100億ドルと5,000億ドル以上減少し、ヘッジファンド全体の推計レバレッジも2~3倍から1.5倍程度にまで低下した。投資銀行でも自己勘定投資で大幅な利益の縮小もしくは損失が生じ、メリルリンチ1行だけで2007年、2008年に自己勘定取引から400億ドル近い損失を出した。ゴールドマン・サックスでも2008年に自己勘定取引からの利益が前年比で220億ドルも減少した。この2行が、2008年9月にモルガン・スタンレーとともに商業銀行に転換したことで、アメリカの五大投資銀行は全て消滅することになった。マネーセンターバンク3行も、トレーディング業務からの収益が大幅に減少し、中でもクレジットリスクのトレーディングから大きな損失を出した。トレーディング業務からの収益は2006年には3行で152億ドルに及んでいたが、2007年に20億ドルに、2008年には僅か6億ドルになった。クレジットリスクのトレーディングにいたっては2007年に91億ドル、2008年に94億ドルの損失を出した。マネーセンターバンクにとってより深刻だったのは、手数料収入を得るために機関投資家向け業務としてオフバランスで展開していた導管体が引き起こした事態だった。ABCP導管体やSIVは、資産価格下落と短期金融市場の機能不全でABCPの借り換えが不可能になり、親銀行の流動性補完や信用補完を利用した。その結果、オフバランスだった資産が実質的に銀行のバランスシートに戻り保有資産が急増し、続いて貸倒償却金も急増した。マネーセンターバンクの貸倒償却金は、2008年に285億ドル、2009年に572億ドルと急増し、2年間で約860億ドルに達した。

こうして2007年6月のサブプライムMBSの大規模格下げをきっかけに機関投資家による短期金融市場を通じた資金供給が停止・逆転することで、OTDモデルを支える金融仲介が機能不全に陥り、それがヘッジファンドをはじめとした資金運用者による高レバレッジの投資の継続を不可能にした。その結果、デレバレッジが進行し、その過程で資金運用者と資金運用者や機関投資家向けの業務を展開していた投資銀行とマネーセンターバンクに大きな損失が発生することになったのである。

#### 資本主義経済の不安定性の高まりと実体経済（家計部門）への影響

ここまで見てきたように、OTDモデルは資金運用者が高リスク・高リターン投資を追求し、機関投資家が短期金融資産への投資を通じてそれを支えるという極めて脆弱な構造

になっていた。資本主義経済の資金運用者化は経済の金融的不安定性を増大させたと考えられる。そうした変化以外にも、もう1つ重要な変化として、家計部門の中長期的な貯蓄形成の不安定化と負債の増大を引き起こすという構造変化も伴っていた。その点について最後に若干言及したい。

貯蓄形成の面では、家計部門の年金基金やミューチュアルファンドを通じた投資は、主として老後に備えた中長期的な投資であるが、その資金の一部もしくは全ての運用を委託された資金運用者は短期利益を最大化するように行動している。そのため、ケネディ(2002)やアグリエッタ(2009)が指摘したように、資金運用者が企業に短期利益を最大化するように圧力を掛け、その求めに応じて企業が株主価値を最大化しようする場合、その最も簡単な手段として人件費の削減が選択される可能性がある。年金基金のような労働者のための組織が、労働者自身の生活を脅かす投資は行わないとも考えられるが、企業年金の場合、確定給付(DB)型では最終的な受益者である労働者と資金を拠出し運用を指示する企業側で利害の不一致が起こりうる。また、401kに代表される確定拠出(DC)型では労働者が運用先を指定するが、その多くがミューチュアルファンドを選択していることから分かる通り、運用成績で将来の給付が決まるため、よりリターンの高い運用者を選択する誘因が存在する。さらに、インデックス運用を行う機関投資家でも保有証券をセキュリティ・レンディングでヘッジファンドや投資銀行に貸し出しており、彼らの投資行動を間接的に後押ししている。そのため、経済全体でみた場合に、労働者が自らの労働環境を悪化させるという合成の誤謬が生じる可能性がある。

次に家計の負債の増加の面では、機関投資家の資金と債権の証券化が結び付いたOTDモデルでは、資金運用者の短期利益追求の下であらゆる金融資産(債権)が証券化され、その投資対象とされることになる。つまり、金融仲介が「企業の生産的な投資のための資金調達手段」ではなく、「資金運用者の金融投資のための部門・用途を問わない貸出債権の創出」を目的とするものに変化しているのである。サブプライム金融危機の直接の原因が住宅金融であったことから分かる通り、企業貸付に比べ相対的に利回りの良い家計部門への貸出債権は、資金運用者にとって格好の投資対象であった。家計部門の債権の証券化の促進が、家計部門の負債による投資や消費を後押しすることになった。歴史的に家計部門の負債はGDPの45%程度で安定していたが、2007年には91%にまで増大した。とりわけ、家計部門による消費の拡大を助長したのが、クレジットカード、自動車ローン、ホームエクイティローンであった。ホームエクイティローンやキャッシュアウト・リファイナンスは1990年代から2000年代半ばの個人消費支出の1.7%を直接・間接に下支えしていたが、住宅ブームが去った後には膨大な負債だけが残った。

以上を要約すると、資金運用者の報酬は短期利益に強く結び付いているため、強いリスク選好がありリスクを蓄積する傾向にある。その一方で、運用に失敗した際の責任を逃れるために「群衆行動」をとる傾向がある。そのため、多くの資金運用者が高いリスクを蓄

積すると同時に、特定の資本資産に投資し資本資産価格がファンダメンタルを超えて大幅に上昇する。反対に資産価格の上昇が反転した場合には、ファンダメンタルズを超えて価格が下落する可能性があった。さらに、機関投資家による民間の短期金融資産への投資を通じて金融仲介が機能する OTD モデルは、証券化商品に与えられた格付に強く依存した脆弱な構造になっており、大がかりな格下げが起これば、金融仲介が中断して大規模な信用逼迫と資産価格の崩落が発生する可能性があった。

サブプライム金融危機では、これらのことが現実となった。ブーム期には資金運用者の短期利益最大化行動により、家計部門を対象とした住宅モーゲージや貸付債権の証券化商品への投資が拡大することで、原資産価格が大きく上昇するとともに、負債による消費が促進された。しかし、金融危機が起こると資産価格が急落するとともに、家計部門は消費や投資の結果として大きな負債を累積し、実体経済が悪化し所得が減少する中でその支払い負担に苦しむこととなった。このように、資本主義経済の資金運用者化は、OTD モデルを構成する資金運用者と機関投資家の投資行動により、その金融的不安定性を高める。さらに、それは金融的なブームと破綻による景気後退という全般的な影響を超えて、実体経済とりわけ家計部門をより直接的に危機に巻き込むという点で、これまでより一層深刻な影響を与えるものとなっているのである。

## 参考文献

- アグリエッタ, ミシェル (2009) 「資本主義の変容—統合失調症の賃金生活者社会—」 アグリエッタ, ミシェル, ボブ・ジェソップほか著, 若森章孝, 斉藤日出治訳『金融資本主義を超えて』晃洋書房, 43-62 頁 (Forum européen de confrontations and Michel Aglietta, *Capitalisme: quoi de neuf?*, Syllepse : Espaces Marx, 2002.)。
- ケネディ, アラン; 奥村宏監訳, 酒井泰介訳 (2002) 『株式資本主義の誤算』ダイヤモンド社。
- 小林和子 (1982) 「SEC 機関投資家調査の背景と影響」『証券研究』日本証券経済研究所, 66 巻, 87-113 頁。