

論文の内容の要旨

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

本論文の課題は、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ことにある。

そのため、第 1 に戦後アメリカで「金融市場の機関化」が進展した要因と、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。第 2 にハイマン・ミンスキーの「資金運用者資本主義」の概念を元に、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し、「資本主義経済の資金運用者化」が経済に与える影響を論じた。

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する機関化現象が生じていた。既存研究では、「金融市場の機関化」を株式市場の機関化として論じており、特に 1980 年代以降、機関投資家が株主として企業経営に影響力を及ぼすようになるとする。だが、これらの議論には 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。ミンスキーの「資金運用者資本主義」の議論は、短期利益を求める資金運用者の活動が株式保有を通じた企業経営への影響のみならず、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だった。しかし、議論の精緻化が不十分なため、本論文でミンスキーの金融革新と制度進化の枠組みに依拠しながら、「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組み込んだ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。

戦後アメリカでは、ニューディール期の労働政策による中所得層の増大で少額貯蓄層が形成され、さらに戦後の年金設立などの社会保障制度の拡充で金融市場に資金が恒常的に流入する構造が作り出された。資金の受け皿となったミューチュアルファンド（MF）と年金基金は、株式の長期保有の形で資金を運用したため、当初「金融市場の機関化」は「株式保有の機関化」という形で進展した。しかし、1966年以降、アメリカ経済は実質経済成長率の低下、インフレ率の上昇という状況に陥っていく。MFと年金基金は、新規資金の獲得と解約防止のためにインフレ・ヘッジと高い運用成績が必要だった。そのため、長期保有中心の投資からキャピタルゲイン重視のアクティブ運用へ転換した。多くの機関投資家がアクティブ運用を採用したことで株式取引高が増加し、市場支配力が生じて1975年のNYSEの固定手数料制の廃止につながった（「株式流通市場の機関化」）。1980年代には、M&Aブームの中での敵対的TOBの盛行に企業が防衛策をとったのに対し、公務員年金などの大手機関投資家がそれに反対する株主行動主義をとるようになった（「株式運用過程の機関化」）。

1980年代末の銀行危機と1990年代の金融制度改革を経てニューディール型銀行システムからOriginate-to-Distribute（OTD）モデルへの転換が生じた。OTDモデルの形成には、機関投資家の市場支配力の拡大に加え、第1に商業銀行が非金利収入中心の経営に転換したことが関係していた。1966年以降、商業銀行は金融環境が大きく変化する中で収益性を低下させていった。その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。1991年の連邦保険公社改善法で商業銀行のレバレッジが制限され、1999年のグラム・リーチ・ブライリー法で証券業務への全面参入が可能になった。その結果、商業銀行は機関投資家・資金運用者向けの証券化関連業務を展開するとともに、自己勘定投資で収益をあげる「資金運用者」としても活動するようになる。

第2に、1980年代以降の証券化の深化が関係していた。アメリカでの住宅モーゲージの証券化は、S&Lの「期間構造のミスマッチ」問題への対応として1970年に導入された。当初のパス・スルー型証券は、償還期間と利回りの面で投資家の需要に correspond せず、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。この問題に対し、1983年にCMO、1985年にABSの発行が始まった。その結果、証券化は単なる住宅モーゲージの流動化策から買い手の機関投資家に合わせた金融商品となり、その過程で高格付を得るために信用リスクを軽減・操作する「仕組み金融」化が進んだ。特にS&L危機の不良債権処理で、高リスクの金融資産を証券化する技術と投資家層の形成が進んだ。こうした蓄積がサブプライム・ローンを裏付けとしたMBSとCDOの爆発的な発行増大を支えていたのである。

OTDモデルは「金融市場の機関化」の観点からみると、機関投資家に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、また資金運用者に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

金融仲介システムとなる。マネーセンターバンクは1990年以降、証券化業務を活発化させ、さらにオフバランス事業体を設立してトリプル A 格の証券化商品などを裏付けに ABCP を発行して機関投資家に販売した。また、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、資金の貸付や有価証券の貸出などを行った。一方、機関投資家は、第 1 に ABCP やレポなどの短期金融資産に投資することで金融システムに資金を供給し、第 2 にインデックス運用の機関投資家が資金運用者にセキュリティ・レンディングで保有有価証券を貸し出し、第 3 に年金基金などがヘッジファンド投資を増大させ市場を拡大させた。

ヘッジファンドと投資銀行およびマネーセンターバンクの自己勘定部門などの資金運用者は、こうした機関投資家による担保資産と資金供給のもとで短期利益を追求していた。その報酬は、純資産の 1~2%の管理手数料と純利益の 20%の成功報酬というように投資リターンと連動していた。これは受託者の資金運用者と委託者の投資家の間で利害を一致させるためだったが、成功報酬は未実現リターンの時価評価を含めた短期の運用成績で算定され、現金で支払われていた。将来資産価格が下落し、投資家に損失が生じても支払済み報酬に影響しないため、資金運用者には大きなリスクをとり短期利益を追求する誘因があった。そのため、リスクの過小評価やレバレッジを活用して運用リターンを高め、多額の報酬を受け取った。特に証券化商品のエクイティや CDS などのクレジット商品に内在するエコノミック・レバレッジを活用し、大きなリスクを蓄積した。また、資金運用者は「群衆行動」をとることから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、上昇局面で資産価格をファンダメンタルズから乖離させて大きなキャピタルゲインを得た。他方、下降局面で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。

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、格付に強く依存する極めて脆弱な構造だったこと、資金運用者の投資が金融危機で巨額の損失を生む構造になっていたことだった。2007年6月の大手格付機関によるサブプライム MBS の大規模な格下げは、MBS を裏付けや担保とした短期金融資産への投資の中断につながった。その結果、8月以降急激な資金の引き上げとデレバレッジが進行し、多くの資金運用者で大きな損失が出た。ヘッジファンドは2008年の1年間で800本以上減少し、運用資産残高も5,000億ドル以上減少した。投資銀行でも自己勘定投資で大幅な利益の縮小または損失が生じ、最終的に五大投資銀行全てが消滅した。マネーセンターバンクでもクレジットリスクのトレーディングで大きな損失が出た。さらにオフバランス事業体が ABCP を発行できなくなり、親銀行の流動性補完や信用補完を利用した結果、資産が銀行本体のバランスシートに戻り、貸倒償却金が大きく増加した。

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。それは、さらに

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という構造変化も伴っていた。家計部門は、主に老後に備えた中長期的な貯蓄を目的に年金基金や MF に投資するが、資金の一部または全ての運用を委託された資金運用者は短期利益最大化を目的に行動している。そのため、資金運用者の圧力で企業が株主価値を最大化する場合、人件費の削減が選択される可能性がある。また、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債権が証券化され、その投資対象になる。企業貸付に比べ高利回りの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り、その証券化の促進は家計部門の負債による投資や消費を後押ししていた。しかし、金融危機で資産価格が低下し、実体経済の悪化で所得が減少する中、家計部門は累積した負債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経済全般への影響を超えて、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。