

一橋大学大学院経済学研究科
学位請求論文

経済の金融化と
金融機関行動

小倉将志郎

目次

序章 金融化と金融機関行動分析の必要性	・・・	1 頁
第一章 金融機関の収益拡大と資金循環構造の変化	・・・	10 頁
第二章 金融機関の収益拡大と投資銀行の M&A 関連業務	・・・	26 頁
第三章 金融化と影の銀行システム	・・・	38 頁
第四章 2000 年代の金融機関の収益拡大と大手金融機関のリスクテイク	・・・	57 頁
第五章 米国金融規制改革法と大手金融機関の行動	・・・	78 頁
終章 金融権力の発現形態としての金融化とその諸影響	・・・	94 頁
参考文献	・・・	106 頁
初出一覧	・・・	118 頁

序章 金融化と金融機関行動分析の必要性

2007-9年に米国住宅金融市場を震源に発生した金融危機は、大手金融機関や一部ヘッジファンドなどに経営破たんや巨額損失をもたらしつつ、世界中の金融市場に瞬く間に波及し、国際金融危機へと展開した。その後、その影響が次第に実体経済にまで伝播し始めたことで、グローバルな規模での資本主義の危機の発生を指摘する声まで聞かれるようになった。それに対して世界中の政府・中央銀行、国際機関などが、実施可能なあらゆる手段を前例のない規模でなりふり構わず実行に移した結果、世界経済崩壊の危機はひとまず回避された。2010年以降、今次の金融・経済危機の経験を踏まえ、危機の再発防止のための新しい金融枠組みの構築が、米国中心に進められつつある。そうした一連の過程で、危機の主な原因は自由放任され肥大化した金融活動にあったとして、金融に対する批判的注目が市民、メディア、政治家などの間で急速に高まった。

一方、学術的には、米国を中心とした先進諸国における、金融活動の規模的拡大や経済に対する金融の影響力の増大といった現象への注目は、すでに今次の危機が発生するかなり前から非常に高まっていた。それらの多くは、そうした金融の拡大現象を「金融化(financialization)」（または「経済の金融化」）として捉え、その内実の分析を進めてきた^①。本稿ではそれらを包括して金融化アプローチと呼ぶ。金融化アプローチは、特に1970年代後半以降、米国を中心に先進諸国で押しなべて進展しつつある、経済における金融の規模や役割、影響力の絶対的・相対的な拡大という現象を捉え、それを単なるバブル的・一時的な現象としてではなく現代資本主義を特徴づける構造的・長期的な変化＝金融化と位置付けたうえで、その理論的・実証的分析を試みる諸研究の総称である^②。

金融の拡大については、1980年代から米国のスウィージーらに代表される一部の政治経済学者によって限定的に着目・検討されてきたが、金融化アプローチとしての議論が活発化し始めるのは2000年前後からである。そうしたアプローチを採る研究者には、欧米を中心に、マルクス派、ポストケインズ派、レギュラシオン派、経済社会学派、一部の経済地理学者や社会学者など、広義の政治経済学アプローチを採用する研究者の大半が含まれ

^① 金融化に類似した表現に、「金融資本主義」や「マネー資本主義」といった用語も存在する。一方で、それらを使用した文献には、必ずしも厳密な定義を行わず、ジャーナリスティックな視点で直感的に使用するものも少なくない。それらが含意するところは金融化と部分的に重なるものの、分析の体系的な点からは現時点では十分な表現であるとは言い難い。

^② 金融の拡大に注目が集まるのは、金融化アプローチが初めてではない。たとえば景気循環やバブルに関する分析では、そこにおける金融の役割に着目した先行研究が豊富に存在する。また政治経済学分野に絞っても、古くは、ヒルファディングやレーニンの金融資本分析は、20世紀初頭における銀行資本の産業資本に対する影響力を対象とした。一部の歴史学者は、16世紀まで遡って循環的視点から金融の拡大現象を捉えようとする(Orhangazi(2008),pp.42-49など参照)。一方、そうした過去の金融の一時的あるいは長期的な拡大と現代の金融化との違いは、その継続性、規模、多様性、スピード、全般的などで見られる。金融化は1970年代後半以降の長期継続的・漸進的な過程であり、その下では、金融が前例のないほどに多様化するとともに、それらが企業活動に対してだけでなく、人々の生活、文化、思想・価値観、労働条件や、広くは世界経済の在り方などにまで、非常にハイスピードに強力な影響力を発揮するようになっていく。なお、1970年代後半という金融化の開始時期を巡っては論者によって意見の相違があり、1960年代後半や1970年代初め、1980年代を開始点とする議論も存在する。

る^③。それらは当初個別に議論を展開しており、金融化の定義、内容、背景、影響といった諸要素を巡り、異なる立場から様々な議論を提出してきた。その後、特に 2000 年代半ば以降の研究交流の活発化を通じて、論点がより明確化されるとともに、初期的な混乱も徐々に改善されつつある。一方、議論の混乱が現在でもなお完全には解消されない理由は、金融化という現象が、その分析を進めるほどに、様々な事象が複雑に絡み合った、非常に混沌としたものである事実が明らかになってきたからである。しかし、金融化アプローチが理論面でも現状認識の面でも有意義なものであることが示されるには、論点整理の段階を踏まえた議論の体系化が必要になる。それらの努力は現在まさい行われている最中と言え、その学術的成果も発表されつつある。以下、金融化アプローチの先行研究に基づき、金融化とは何かを簡潔に示したうえで、本稿の焦点・課題、分析アプローチ、意義について、先行研究との違いを意識しながら論じていく。

まず、金融化とは具体的にどのような現象を指すのか。金融化という用語に必ずしも確定した定義は存在しないものの、金融化アプローチを採る多くの研究者が引用するエプシュタインの定義によれば、金融化とは、「金融的動機、金融市場、金融的主体、金融機関が、国内及び国際的な経済活動において果たす役割が増していくこと」を指す^④。この定義には、金融化をより正確に捉えるために重要なポイントが二点含まれている。一点目は、金融化アプローチが認識する「金融」は、銀行など金融機関だけを指すのではないということである。そこには、金融的動機（金融的利益の取得を主要な行動動機とすること）、金融市場（株式や債券の発行・流通市場からデリバティブ市場や M&A 市場などまでを含む広義の金融市場における価格圧力）、金融的主体（個人・機関投資家からファンドマネージャー、企業の財務担当役員、ヘッジファンドや特別目的体などまでを含む広義の金融主体）など、金融に関連する非常に幅広い範疇が含まれている。二点目は、その金融の「役割が増す」と言った場合に、そこに二つの側面が存在することである。その第一は、金融活動の絶対的な規模拡大、あるいは金融部門の実物部門と比べた相対的な規模拡大という、いずれも定量的側面であり、第二は、両者の関係性の変化、つまり金融が実物部門に対して持つ影響力が徐々に強まっていくという、定性的側面である。特に後者については注意が必要かもしれない。なぜなら、従来、金融が実物部門に対して持つ影響力は、主に商業銀

^③ わが国では金融化に関する研究はあまり進展していないが、それに着目し、既存の議論を紹介した先駆的文献として、高田(2009)を挙げておく。

^④ Epstein(2005),p.3. 1970 年代後半以降の金融の役割の増大は、マクロで見ると、主要経済部門における金融資産・負債の絶対的・相対的拡大として現れる。米国では、連邦準備制度理事会 (Board of Governors of the Federal Reserve System : FRB) が公表するマクロデータ (Financial Accounts of the United States) によると、1970 年代以降、企業、家計、金融部門といった主要部門で軒並み金融資産・負債の両残高が急速に拡大しており、なかでも家計と金融部門の伸びが顕著である。またそれらを実体経済との比較で相対的に捉えるために名目 GDP との比率を見ても、同時期にそれらの対 GDP 比が急速に上昇している (小倉(2013b))。マクロでの金融の役割増大を示すその他の代表的指標として、世界の GDP 合計約 70 兆ドルに対して、世界の金融資産残高が 225 兆ドル以上 (2012 年第 2 四半期)、外国為替取引の一日の取引量が 5.3 兆ドル (2013 年 4 月時点)、世界の株式市場の時価総額が 63 兆ドル以上 (2013 年 10 月末時点)、米国と英国における付加価値創出に対する金融部門の貢献度が現時点で約 8~10%、といったデータが存在する (それぞれ The Economist, McKinsey, BIS, 日本経済新聞, 淵田(2012)に基づく)。

行による非金融企業に対する融資や株式保有、取締役兼任といった取引関係に基づく、直接的経路を通じて行使されていたが、1980年代以降、大企業を中心とした内部資金蓄積に伴って企業の外部資金調達必要性が減少していき（いわゆる銀行離れ現象、次章Ⅱ節参照）、そうした事実を前提とすると、金融の影響力は決して強まっているようには感じられないからである。それに対し、金融化の下での金融の影響力は、後述のように、より間接的かつより多様な形で展開するようになっていく。

ともあれ、これまでの金融化アプローチは、金融化を広義に捉えるエプシュタインの定義を基礎に置きながらその分析を進めてきたのであるが、その中でも先行研究が特に焦点を当ててきたのが、役割を増大させつつある金融が企業（民間非金融企業）部門とその行動に与える影響であった。本稿ではこれを「企業の金融化」と呼ぶ。そしてこの企業の金融化は、大きく「利潤の金融化」と「支配の金融化」の二つの側面に区分できる⁽⁵⁾。

まず利潤の金融化は、具体的には、非金融企業による金融的経路を通じた所得の拡大を指す。そのことを示す主要な量的指標として、たとえば米国では、非金融企業の総所得に占める金利・配当所得のシェアは、1970年代まで2~3%であったが、1980年代以降、特に金利所得の拡大により、5~6%まで増加している。また米国の非金融企業はその所得獲得経路として金融業にも積極的に参入するようになり、1970年代半ばまでほぼゼロであった金融子会社への投資額は、1980年代以降徐々に拡大し、1990年代には200億ドルを超えている⁽⁶⁾。利潤の金融化の下、企業は金融資産や金融業務からの収益への依存度を高めているが、そのことは企業業績が以前より金融市場の好不調に大きく影響されるようになったことを意味する。金融市場の状況はこれまでも企業の資金調達面で大きな影響を与えてきたが、その影響が運用側にも広がることで、いまや企業経営に最も強力な影響力を持つ要素になった。先の定義に従うならば、ここでは金融が非金融企業に対して持つ影響力は、金融的動機の高まりや金融市場というルートを通じて相対的に発揮されていると認識できよう。

次に支配の金融化は、企業統治における株主の優位性が高まり、「株主価値経営」が非金融企業に強制されるプロセスである⁽⁷⁾。そのことを示す主要な量的指標として、たとえば、米国の非金融企業の利潤のうち株主への配当支払いが占めるシェアは、1970年代まで40%前後であったが、1980年代には50%を超え、1990年代には60~70%まで上昇している。また自社株買いも増大しており、総付加価値に占める自社株買い額の比率は、1970年代までほぼゼロであったが、1980年代以降は平均3%前後となり、特に2000年代には約3兆ドルもの自社株買いが行われた。これらはいずれも、株主の要求に応じた、株主価

⁽⁵⁾ Nolke and Perry(2007).

⁽⁶⁾ 小倉,前掲書,61-62頁。GMやGEといった大手製造業企業は軒並み金融子会社からの収益を拡大させており、半分以上をそれらの収益に依存するものもあった。

⁽⁷⁾ 支配の金融化については、金融化アプローチによる分析が最も進んでいると言え、レギュレーション派、ポストケインズ派、社会経済学派などを中心に多数の研究結果が残されている。さしあたり、Orhangazi *op.cit.*, Krippner(2011), Stockhammer(2013), Lazonick(2013), Palley(2013)などを参照。

値を高める主要経路として認識される⁽⁸⁾。支配の金融化の下、株主、特に機関投資家の企業経営に対する影響力は急速に高まっているとされる。特にプライベート・エクイティ（Private Equity：PE）ファンドや一部ヘッジファンドなどに代表されるアクティビスト投資家の資産は増大を続け、それらは大口株主として高配当を要求するような形で直接に、あるいは資本市場（敵対的買収や株式売却の圧力など）を通じて間接に、企業に「株主価値経営」の実施を強力に要請している⁽⁹⁾。さらに、そうしたいわゆる企業コントロールの市場が活発化する過程で、企業は半強制的に負債を高め、それによる金利支払い負担も増大した⁽¹⁰⁾。ここでは金融の影響力は、金融的主体（機関投資家）や金融市場（株式市場およびM&A市場）を通じて相対的に発揮されていると認識できよう。

初期的な金融化アプローチは、これら利潤の金融化と支配の金融化という、二重の意味での企業の金融化に重点を置いて分析を進めてきており、それらの中から、この企業の金融化を基軸に金融化をより体系的に捉えようとする研究も出てきている⁽¹¹⁾。一方、エプシ

⁽⁸⁾ 小倉,前掲書,64頁。

⁽⁹⁾ 一例として、Greenwood and Schor(2007)の推計によれば、米国で1994年から2006年に取られたアクティビスト的イベント（企業経営に影響力を与えることを目的に株式の5%以上保有することをアナウンスした事例）は、1994年には10件であったが、1998年には74件、2002年には89件、2006年には137件と、年々増加傾向にある。またKaplan and Stromberg(2008)によると、PEファンドへの年間投資金額は、1980年には約2億ドルであったが、2007年には2,000億ドル以上にまで拡大しており、世界でPEファンドがスポンサーとなって行われた買収（LBO）は、1985-89年の5年間では取引金額が約2,570億ドル、件数が642件、1990-94年では約1,490億ドル、1,123件、1995-99年では約5,540億ドル、4,348件、2000-04年では約1兆550億ドル、5,673件、2005-07年6月では3兆6,170億ドル、17,171件であり、それらの約半分が米国（とカナダ）で実施された（p.7,36）。

⁽¹⁰⁾ M&A活発化が企業の負債を高める点は二章を参照。なおOrhangazi *op.cit.*によると、非金融企業の金利支払額の対総付加価値比率は、1970年代以降急上昇しており、1970年の約4%から、1980年には約7%、1990年には約12%、2000年には約10%となっている（p.20）。

⁽¹¹⁾ それらは大きく二つの潮流からなり、第一が、主に企業の内発的行動に基軸を置くものである。それらによれば、金融化は、企業の生産的投資需要の減退を出発点とする。実体経済が停滞する中で、収益的な投資機会を見つけられず余剰化した資金の一部は、金利支払いや配当分配などを通じて金融部門に移転する。他方で企業は収益の家計への分配を抑制し、株主への配当や経営者への支払いを増やし、残る一部は貨幣資本として金融投資に向かう。こうして、企業から金融部門に分配されたり、金融市場に投入された資金は、金融市場内を環流することで金融取引を活発化させる。一方で、家計は、分配の減少を埋め合わせるためにリスクを取って金融投資に参入したり、金融負債を急速に高める。ここでは、企業の置かれた全般的状況とそれらへの対応行動が軸となり、家計と金融部門の行動が結びつけられて説明される。こうした議論については、Foster and Magdoff(2009)などを参照。彼らは主にスウィージーの議論に依拠しつつ、Monthly Review誌上でマルクス主義的な立場（実物経済面を重視）から金融化論を展開する。それらによると、資本主義の発展の必然的帰結としての過剰生産能力と、それに基づく実体経済の停滞傾向が金融化をもたらす契機となる。第二が、主に株主の行動が企業行動に与える影響に基軸を置くものである。それらによれば、株主、特に機関投資家の地位の高まりが金融化の基軸となる。主に1980年代以降、徐々に積み上がる機関投資家の資金と、学術界における新制度学派の「プリンシパル=エージェント理論」の展開は、株主による企業統治の必要性・絶対化の主張につながっていく。企業経営者はそれに従い、「株主価値経営」を最重要な経営指針に設定し、株価と株主資本利益率の引き上げのための様々な施策を実施する。利益を短期的に引き上げるために実物投資を縮小してM&Aや金融投資が選択される一方、労働者には雇用の流動化や労働分配の引き下げなどが強制される（それらは総需要を抑制すると想定される）。他方で、株主には配当や自社株買いなどを通じて利益の還元が行われる（それは株価上昇に基づく資産効果を通じて消費拡大につながる可能性もある）。ここでは、支配の金融化がもたらす企業の行動変化を基軸に金融化が説明される。こうした議論は、主にポストケインジアンやレギュラシオン派による議論である。特にレギュラシオン派は、そうした株主価値重視の企業統治をアングロサクソン型資本主義の主要特徴と捉え、それを「金融主導型資本主義」、その下での成長軌道を「金融主導型成長」と呼称して分析を

ユタインの定義が示す金融化の構成要素は企業の金融化だけに留まらない。経済部門別に見るならば、企業以外の主要経済部門である家計、政府、金融部門とそれらの行動変化にも、企業の金融化と並ぶ重要な事象として、同時に注目が向けられなければならない⁽¹²⁾。本稿ではそれぞれを「家計の金融化」、「政府の金融化」、「金融部門の深化」と呼ぶ。

まず家計の金融化は、家計による金融投資や金融負債の拡大に加え、広くは文化・思想的な側面での金融的影響なども含まれる。そのことを示す主要な量的指標として、たとえば、家計の金融資産残高は、対GDP比で1970年の約250%から、1995年には約300%、2007年には約380%、金融負債残高は同時期に約50%、約65%、約100%といずれも急増している⁽¹³⁾。家計の金融化のプロセスで、企業と同様に家計も、一部の富裕層に限らず、ミューチュアル・ファンドや年金基金（特に確定拠出型年金）など、金融市場の変化に強く影響を受ける金融資産の保有を増大させ、それとともに金融所得依存も高まっている（詳しくは次章を参照）。加えて負債の面でも、住宅ローンを中心に、消費者ローン、自動車ローン、学資ローン、クレジットカード・ローンなど、銀行以外の主体が主に提供する、様々な形態での負債が全般的に増大している⁽¹⁴⁾。このように家計は、その資産・負債両面で、以前よりも金融（金融的動機、金融市場、金融機関）の影響を強く受けるようになっていく。こうした家計の金融化については、量的にそれほど多くはないものの、一部の先行研究が注目を寄せている⁽¹⁵⁾。

次に政府の金融化は、主に中央政府に対する金融部門の影響力の増大を指す。そして、金融部門の深化は、金融技術、金融商品、金融主体、金融業務などの多様化・高度化・複

進める（山田他監訳(2011),8章などを参照）。一方でそれらは、有効な潜在的投資先の存在を前提に、金融化（特に支配の金融化）の結果として実体経済への投資面での悪影響が発生すると主張する。第一の議論との関連では、金融化は実体経済の不調の原因なのか、それとも結果なのか、という論点は、企業の金融化に焦点を当てた金融化アプローチの最も主要な対立点と言える。それに対してLapavitsas(2010)は、いずれの議論にも否定的立場を取っており、金融と実体経済の間の因果関係は、「実物→金融」や「金融→実物」といった一方向的なものではなく、双方向かつ間接的なものと捉えるべきとする。筆者もこの立場に基本的に同意する。

⁽¹²⁾ 本稿は、経済部門別視点から金融化を捉える必要性を強く認識する。先行研究では金融化を経済部門別に捉える視点はあまり見られない。たとえば金融化アプローチを幅広くサーベイしたOrhangazi *op.cit.*は、それらが主にどこに焦点を当てているかにより、それを、①資本主義の長期波動と金融化、②新自由主義と金融化、③企業統治の変化と金融化の三つに区分しており、また直近のサーベイ論文であるvan der Zwan(2014)は、①新しい蓄積体制としての金融化、②現代企業の金融化（企業行動の基軸に株主価値が置かれること）、③日常生活の金融化、の三つに区分している。その他のサーベイを見ても類似の整理（焦点ごとに、蓄積体制、企業統治、新自由主義、生活・文化など）がなされることが多い。そうした整理自体に根本的な間違いがあるわけではなく、いずれも有意義であろう。それに対して本稿が経済部門別視点を重視する理由は、金融化は、金融が非金融企業の行動（蓄積、分配）や家計の行動に与える影響に留まらず、政府部門の金融化や金融部門自体の深化を伴うより多面的・重層的・相互依存的な過程として展開しているにも拘らず、先行研究はそれらを必ずしも捉えきれておらず、経済部門別視点を取ることで初めてそれらの欠落を明確に認識し、それらを金融化アプローチに組み込む必要性を正しく理解できると考えるからである。

⁽¹³⁾ 小倉,前掲書,53-56頁。

⁽¹⁴⁾ 家計の負債の高まりについては、注4と同じFRBのマクロデータ(L.100)に加え、より詳しくはFRBのSurvey of Consumer Finances (<http://www.federalreserve.gov/econresdata/scf/scfindex.htm>)の各データを参照。2010年版データによると、家計負債に占める住宅ローンの割合は年々高まっており、1989年に71.3%だったのが、1995年に78%、2004年に79.3%、2010年には79.5%に上昇している。

⁽¹⁵⁾ たとえばMartin(2002)などを参照。

雑化といった金融部門内部の発展プロセスを指す。政府の金融化は、量的に示すことが困難な定性的側面の強い事象であり、逆に、金融部門の深化は、非常に多様に量的指標で示すことが可能である⁽¹⁶⁾。両者は金融化アプローチの先行研究による着目・分析が特に薄い分野である一方、いずれも本稿の中核を占めるテーマでもあり、両者が密接に結び付きながら展開してきた証拠については本稿全体を通じて詳細に示されていくことになる。

以上のように、経済全体の金融化は、企業、家計、政府といった各経済部門の金融化や金融部門自体の深化を構成要素として包含・統合したものとして捉える必要がある。そしてそこでは、各部門が金融取引、金融資産・負債を量的に拡大するとともに、金融が持つ影響力も多様な形で強化されている。つまり影響主体に、銀行だけでなく証券会社（投資銀行）、ファイナンス・カンパニーなどの多様な金融機関が含まれるだけでなく、様々な金融的主体（特に機関投資家）、金融的動機、金融市場なども含まれるようになっており、被影響主体には、企業だけでなく家計や政府も全面的に含まれるようになってきている。また影響を与える経路も、融資や株式保有、取締役兼任に基づく直接取引関係によるものだけでなく、市場の価格圧力や文化的影響のようなより間接的な経路も含まれるようになっていく。一方、それら各部門の金融化を単に足し合わせれば経済全体の金融化になるという理解では不十分である。金融化をより体系的に理解するためには、各部門の金融化が、互いに強く影響し合い、依存し合いながら、経済全体の金融化のプロセスを構成しているという視点を持つことがきわめて重要になる（**図表 0-1** も参照）⁽¹⁷⁾。

そうした各経済部門に関わる様々な事象が複雑に絡まり合った集合体として展開する金融化に対して、本稿が主要な分析対象に設定するのは、金融部門の深化の内実である。ここでの金融部門の深化の内実の分析とは、具体的には、金融化の進展における金融機関、特に大手金融機関の役割や、それらの実際の業務・収益源の内実・変容、そしてそれらによる政治権力の行使など、金融機関行動に焦点を当てた詳細な分析のことである。そして本稿の主要な課題は、それらを金融化の歴史的展開と関連付けながら分析することを通じて、金融化という現象を金融機関行動を基軸に、企業や家計、政府の金融化も統合しながらより体系的に捉え直し、それによって金融化アプローチを修正・補強することである。

上述のように、先行研究の多くは特に企業の行動変化＝金融化に焦点を当てて分析を行ってきており、それらの一部はそれを基軸に金融化の体系的説明を試みようともしている。加えて、最近では、主に政府の行動に基軸を置き、より包括的な視点から金融化の体系的説明を行おうとする潮流も現れている⁽¹⁸⁾。しかし、既存の金融化アプローチはいずれも、

⁽¹⁶⁾ 小倉,前掲書,53-56 頁。一例として、金融部門の深化の過程で、金融部門はそのバランスシートの両面を急激に膨張させており、金融資産残高は、対 GDP 比で 1970 年に約 150%、1995 年に約 300%、2007 年に約 450% となっており、金融負債残高はそれぞれ約 10%、約 60%、約 115% となっている。

⁽¹⁷⁾ 金融化が、経済社会を構成する様々な主体の行動が複雑に絡み合い、相互に影響を与え合いながら進展している事実については、小倉,前掲書,60-73 頁を参照。

⁽¹⁸⁾ それらは主に階級論・権力論の視点から、株主や経営者、高額所得者といった「上部階級」が共同で行う、高所得のさらなる追求、階級権力復活のための諸戦略が、政府の新自由主義的な諸施策として実現されていくことを基軸に、現代経済の様々な事象を説明しようとする。ここでは金融化は、グローバル化

金融部門、特に金融機関行動の内実には副次的な役割しか与えてきておらず、その分析は決定的に不足している⁽¹⁹⁾。それに対して本稿では、金融化を体系的かつ正確に捉えるうえで金融機関行動の分析は絶対不可欠であると考えており、むしろ金融機関による「主体的」行動を、実物部門の金融化や経済全体の金融化を主導した「原動力」として捉え直すことを試みる⁽²⁰⁾。

もちろん、金融化という複雑な事象の絡まり合ったプロセスをすべて金融機関行動によって一元的に説明できると考えているわけではない。その一方で、金融化を歴史的展開として捉えた場合、その展開の中核部分で金融機関が果たした役割はかなり大きいものであったと考える。ここで、金融化を構成する家計、企業、政府、金融部門に関わる様々な個別的諸事象のうち、筆者が金融化の展開の中核部分にあったと捉えるのは以下の事象である。第一に、1980年代以降の資金循環構造の変化とその下での家計の金融取引（主に投資信託、MMMF、年金での運用）の拡大、第二に、1980年代後半以降の企業のM&A活動の活発化とそれに伴う負債の増大、そして第三に、1980年代以降の資金循環構造の変化をベースにしつつ2000年代に顕著に拡大した影の銀行システムとそれへの家計・企業の直接・間接の関与（具体的には、家計（特に中低所得家計）の住宅ローンを中心とした負債（証券化商品の元となる）の増大と、家計・企業資金の機関投資家を通じた仕組み金融商品や短期金融商品などへの流入）である。それらを金融化の展開の中核と捉える理由は、それらがいずれも、二大経済部門としての家計と企業に対し、資産と負債の両面で、特に強い影響を与えた事象であったと認識できるからである⁽²¹⁾。

などと並ぶ、新自由主義戦略の一つの経路として認識される。そこでは階級権力の実現形態としての新自由主義的な諸施策を結節点に、それが企業や家計の状況を変化させ、それらへの対応として取られる様々な行動が、各部門の金融化として現れる。そうした議論については、Crotty(2005)、Dumenil and Levy(2011)などを参照。Krippner *op.cit.*も政府の政策に重きを置くが、それらは意図的なものではなく、国家が直面する危機（社会的危機、財政危機、正当性の危機）に対する、場当たりの対応の結果であったとする。

⁽¹⁹⁾ 金融化の体系的説明を試みる既存の三つの主要な潮流に対して、筆者は、企業における生産的投資の減退に基軸を求めるとしても、企業経営に対する株主の地位の高まりに基軸を求めるとしても、上部階級による高所得追求手段としての新自由主義に基軸を求めるとしても、いずれも金融化を体系的に理解するうえで非常に有意義であり、それぞれは必ずしも対立する視点ではなく、それら自体が分析上の重大な誤りを抱えているということでもない、と考える。一方で、第一の議論は、金融化を基本的に企業における変化の「結果」とのみ想定しており、分析がやや一方向的である点や、政府の金融化の視点が弱い点などで、第二の議論は、株主による企業経営への影響を過大評価している点や、機関投資家の実態（特に金融機関との関係性）の分析が必ずしも厳密になされていない点などで、第三の議論は金融化をあくまで新自由主義の複数の経路の一つとして並列的に捉える点や、「金融」を一つの階級として広義に捉えるあまりそこに存在する質的違いや階層性を必ずしも分析に反映させられていない点などで、それぞれ分析上の不十分さを残している。そしてそうした不十分さの大半は、金融部門の内実の分析が不足していることに由来すると考える。

⁽²⁰⁾ 高田編著(2013)も、序文及び第一章において現代資本主義分析としての金融化アプローチの不十分さを認識するが、その源泉は、本稿の捉えるように金融部門の深化の内実の分析の不足にあるというよりは、グローバル化や情報化、新自由主義といった現代資本主義の諸特徴と金融化との有機的な関連性を全体として捉えきれていないことにある、つまり金融化を単体として認識すること自体に限界があるとする(2-4頁)。重要な指摘であるが、本稿ではあくまで金融化を分析軸に置き、先行研究の不足点を踏まえて分析対象を設定している。

⁽²¹⁾ そうした認識に基づき、本稿は分析対象をこれらの事象に限定する。非金融企業の金融業への参入、

そのうえで、本稿はそれら金融化の中核事象の展開プロセスを、上述のように主に金融機関行動に焦点を当てて詳細に分析している。そしてそれらの作業を通じて見えてくるのが、金融化の中核事象において、それぞれの展開における濃淡はあるものの、金融機関の主体的行動が家計や企業、政府に対して少なくない影響を与え、それらの金融化を直接・間接に促し、そのことが金融機関に多様な恩恵をもたらし、結果として、金融機関収益の絶対的・相対的拡大という金融化を構成する重要な現象（次章 I 節参照）を生み出した事実である。これらのプロセスの詳細は本稿を通じて詳細に示されていくことになるが、そうした事実が明らかになるならば、金融化の中核事象の主要な受益者として金融機関を設定することの妥当性、そしてその主体的行動が金融化の基軸的な地位にあると考える妥当性が示されることになるだろう。またそのことは、金融化の再定義化や評価、オルタナティブの提案などにも重要な貢献を果たしうるだろう。こうした一連の金融化アプローチの修正・補強は、少なくとも企業の金融化に主な焦点を当てた先行研究から導き出すことは困難であり、本稿のように金融機関行動に主軸を置いて初めて成し遂げられるものと確信する。

以上を踏まえて本稿は、第一に、現代資本主義の重要な変化であると同時に、非常に複雑で混沌とした現象でもあり、また様々な矛盾を伴いながら展開している金融化に対して、その主要な原動力として、金融化の中核事象における主要な受益者としての金融機関、特に一握りの大手金融機関による主体的行動を想定し、その内実を金融化の歴史的展開過程と結びつけながら分析する。具体的には、同時期の金融機関の収益拡大という事実を手掛かりに、金融機関の具体的な業務展開やそこで採られる具体的な行動に焦点を当てて、それら収益がいかんにして生み出されえたのか、そのメカニズムを詳細に検討することを通じて、金融機関の主体的行動が、金融化、特に家計や企業の金融化と、その時々においていかなる直接的・間接的な関係にあったのかを見出す（一章から四章）。第二に、そのことを通じて、社会にとってより望ましい金融枠組みを構築していくうえでの重要な要素、それを阻害している要素を見出し、それに基づいて現在米国で進展しつつある金融規制改革の検討を行う（五章）。そして第三に、大手金融機関の利益追求行動を支える金融権力の問題に焦点を当てるとともに、金融権力の発現形態としての金融化が経済社会にもたらす諸影響を確認する（終章）。

株主価値重視の企業統治の下での非金融企業による配当支払いや自社株買いを通じた株主への分配の増大といった、その他の金融化の個別的事象は、その分析上の重要性を理解しつつ検討対象から外す。

図表 0-1 金融化における各部門の行動と連関の概略

対象 行動主体	企業	家計	政府	金融
企業	<ul style="list-style-type: none"> ・生産的投資の停滞・抑制、過剰蓄積、貨幣資本の過剰化 ・株主価値重視経営の徹底、短期利益の追求、株主分配の増加 ・財務担当役員の地位の高まり 	<ul style="list-style-type: none"> ・所得分配の縮減 ・労働者に対する金融投資および負債の推進 	<ul style="list-style-type: none"> ・政府の金融化を直接間接に容認 	<ul style="list-style-type: none"> ・負債を利用したM&Aの実施 ・配当・金利・手数料などを金融部門に支払い ・余剰金の金融市場での運用 ・金融業への進出
家計	<ul style="list-style-type: none"> ・耐久消費財などへの消費需要の停滞 ・企業の金融子会社から負債 ・機関投資家の資金源として企業に間接的に圧力 	<ul style="list-style-type: none"> ・消費抑制傾向 ・負債による消費の維持・拡大 ・負債による住宅購入拡大 	<ul style="list-style-type: none"> ・政府の金融化を直接間接に容認 	<ul style="list-style-type: none"> ・富裕層中心に機関投資家に資金を投入 ・金融サービス利用の拡大 ・金利・手数料などを金融部門に支払い
政府	<ul style="list-style-type: none"> ・減税を中心とした諸制度改革の実施 ・公共事業の削減 ・会計規則の変更 	<ul style="list-style-type: none"> ・金融緩和政策 ・富裕層向け減税 ・公共サービスの縮小・民営化 ・「貯蓄から投資へ」の推進、投資教育 	<ul style="list-style-type: none"> ・新自由主義の採用 ・金融部門をリーディングセクターに設定 ・金融部門関係者の積極登用、金融界の考え方の受け入れ 	<ul style="list-style-type: none"> ・金融緩和政策 ・全面的な金融自由化・規制緩和の実施 ・金融セーフティネットの設定
金融	<ul style="list-style-type: none"> ・運用手段の開発・提供 ・PA理論の促進 	<ul style="list-style-type: none"> ・運用手段の開発・提供 ・資金提供先の拡大 ・金融を絶対化する文化の醸成 	<ul style="list-style-type: none"> ・巨額の政治献金 ・人的つながり 	<ul style="list-style-type: none"> ・高度な金融商品の開発・商品化(モダン・ファイナンス) ・ファイナンス理論の実務への応用 ・大規模化・コングロマリット化 ・機関投資家の資産と影響力の拡大

(注) 網掛けのマスは各部門の(内発的な)行動変化を示し、それ以外のマスは縦軸の主体の行動が横軸の主体にどのような影響を与えているかを示している。本稿で言及した、各部門の行動変化が相互に影響を与え合いながら進展している点を表す一例を矢印で示した(実際には諸部門の相互連関はより複雑に存在している)。

(出所) 小倉(2013b)

第一章 金融機関の収益拡大と資金循環構造の変化

－資産運用関連業務に着目して－

米国では1980・90年代に金融機関の収益が長期的に拡大した。そしてそこで重要な役割を果たしたのが証券関連業務である。そうした証券関連業務に利益をもたらした主要な要因に、1980年代後半以降における、「証券化に基づく資金循環構造の変化」があった。本章は、そうした資金循環構造の変化に焦点を当てる。資金循環構造の変化とは、具体的には「家計の金融資産構成の変化」、「企業の資金調達構成の変化」、「金融仲介構造の変化」の3つである。そうした変化の過程で米国の資金循環構造は、より「直接金融型」にシフトするとともに、それは1990年代の株式市場ブームをもたらす基礎にもなり、一連の流れを通じて証券関連業務に多大な儲けが生み出されたものとする。本章は、1980年代以降の米国における金融機関の収益拡大という事実を手掛かりに導き出される、米国金融市場に生じた変化＝資金循環構造の変化を再整理し、その内実を示すことを課題とする⁽¹⁾。

I. 米国における金融機関の収益拡大と証券関連業務

初めに、1980年代以降の米国における金融機関の収益拡大が生み出された過程とその内実を確認する。まず金融機関の収益拡大の背景として、米国金融資産の大部分を保有する家計部門における金融活動の役割増大を指摘する必要がある。米国の個人所得に占める利子・配当所得、すなわち金融資産保有に基づく所得のシェアは1970年代の11～12%前後から1980・90年代に16～18%前後まで上昇している⁽²⁾。1980年代以降、米国において家計の金融所得への依存が高まっていることが分かる。

家計の金融所得依存の高まりは、金融資産取得が活発に行われるとともに、保有金融資産が生み出す利子・配当が拡大した結果であり、こうした金融活動の活発化は金融資産の売買・仲介・管理・運用などを受け持つ、商業銀行、証券会社を中心とする金融機関の収益拡大に直結する。図表1-1によれば、米国の全産業部門（金融機関含む）が取得した純利益のうち、金融機関が占めるシェアは1980年代以降拡大傾向にあることが分かる⁽³⁾。

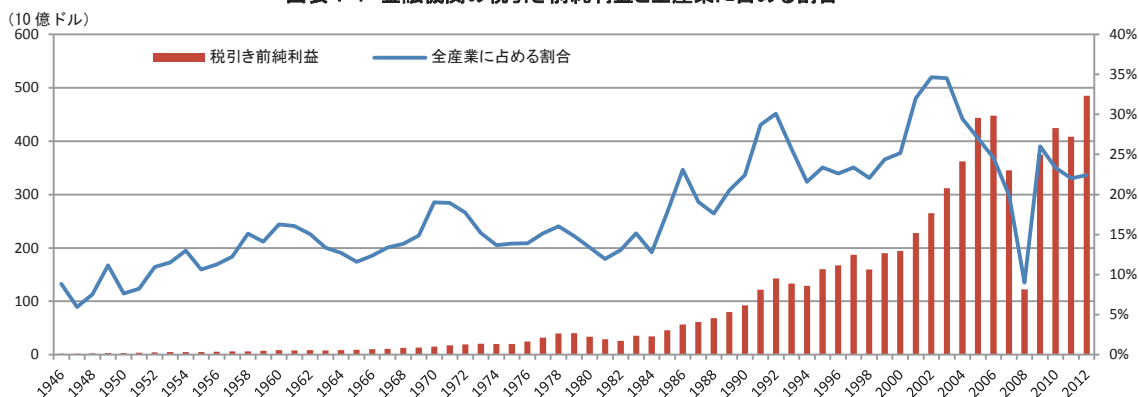
⁽¹⁾ 同時期の米国資金循環の変化については多くの先行研究で言及されている。しかしそれらは銀行を巡る環境変化に関する議論の前提として触れる程度であることが多く、必ずしも資金循環の変化自体を明確に捉えたものではなかった。また先行研究ではそうした変化を、関連金融業務の拡大を通じた金融機関の収益拡大と結びつける視点も必ずしも持ち合わせていない。したがって本章で米国資金循環の変化を金融機関の収益拡大と結びつけたうえで、それを「3つの変化」として正確に捉えなおす作業には意味があると思われる。なお同時期の米国資金循環の変化に関して、銀行を巡る環境変化を議論する立場（いわゆる「銀行業衰退論」を含む）から言及した先行研究の一例として、Wheelock(1993)、Kaufman and Mote(1994)、Berger et al.(1995)、Edwards(1996)、勝(1997)、添田(1998)、Wilmarth(2002)などが挙げられよう。

⁽²⁾ Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, *NIPA* (<http://www.bea.gov/bea/dn/nipaweb/SelectTable.asp?Selected=N>)より。キャピタルゲインは含まない。なお序章でも確認した通り、企業所得に占める利子・配当所得のシェアも同時期に上昇しており、金融所得依存の高まりは家計に留まらない（詳しくは小倉(2013b)参照）。

⁽³⁾ 付加価値ベースや雇用者数ベースでも同様の上昇傾向が見られるが、純利益と比べて上昇ペースはいずれも緩やかである（小倉(2013b)参照）。なおKrippner(2005)は「全企業部門収益に占める金融機関収益のシェア拡大」に加え、同時期の「非金融企業の収益に占める金利、配当、キャピタルゲイン収益のシ

1980年代以降、金融機関が米国経済の稼ぎ頭となっていることが確認できる。

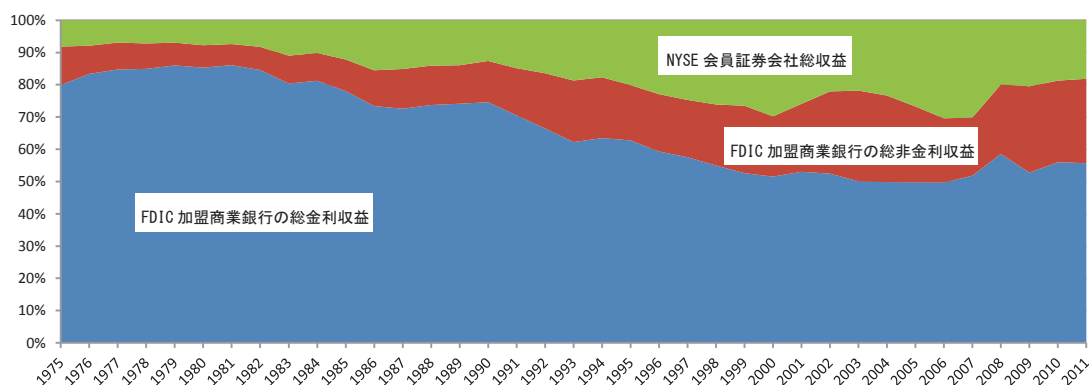
図表 1-1 金融機関の税引き前純利益と全産業に占める割合



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, Financial Accounts of the United States, Historical data, Annual, F.7(2013年6月公表分)より作成

次にそうした金融機関の収益拡大に具体的にどの金融機関が寄与したのかについて、商業銀行と証券会社（投資銀行含む）の収益シェアを比較することで示そう⁽⁴⁾。図表 1-2 によれば、1980・90年代に商業銀行と比較して、証券会社の収益シェアが拡大していることが分かる。つまりこの時期の金融機関の収益拡大に寄与したのは商業銀行よりも証券会社の方であり、そこからは証券会社の収益源としての証券関連業務の拡大を容易に想定できる。この点をさらに確認するために証券会社収益の内訳を見よう。

図表 1-2 証券会社収益と商業銀行収益のシェア比較



(注)FDIC 加盟商業銀行の総収益とNYSE 会員証券会社の総収益の合計を100%とする
(出所)FDIC, Historical Statistics on Banking 及び Bartlett eds.(2012)p.29 より作成

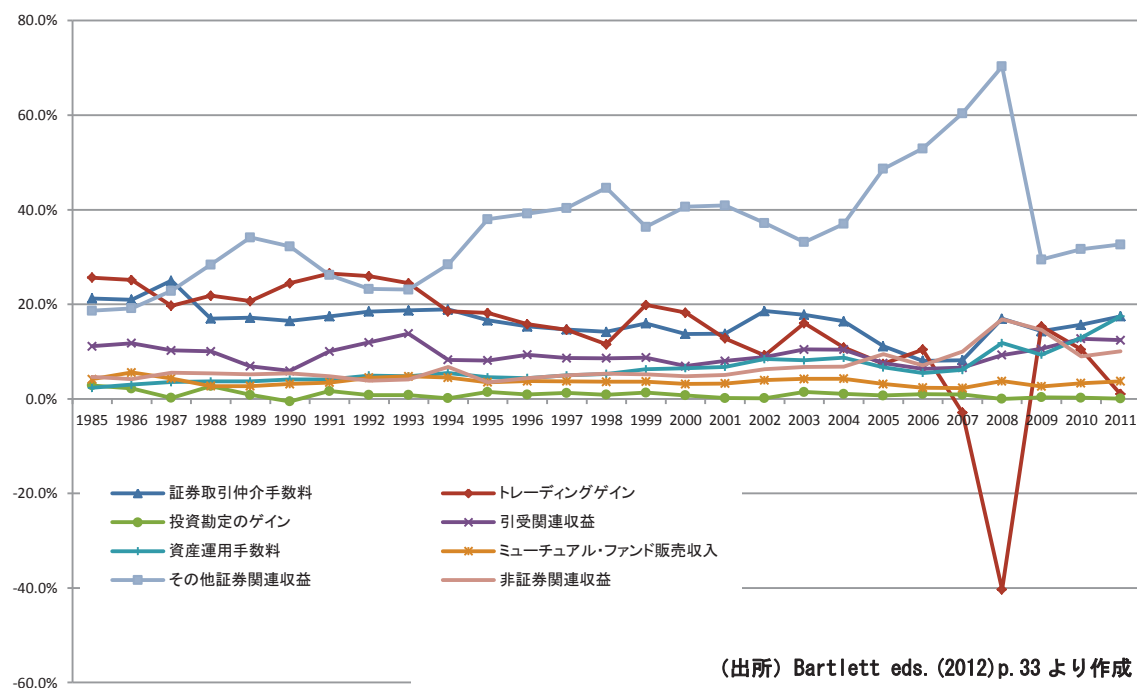
図表 1-3 によれば、証券会社収益のうち、1980・90年代に「証券取引仲介手数料」と「トレーディングゲイン」のシェアが減少傾向にある一方、「引受関連収益」には目立った傾向的变化がなく、「その他証券関連収益」、「ミューチュアル・ファンド販売収入」、「資産運用手数料」など比較的新しい収益形態が拡大傾向にある。特にその他証券関連収益と資

シェア拡大」を確認し、これらを米国経済の金融化を示す代表的指標とする。

(4) 投資銀行と証券会社の一般的区別としては、証券関連業務のうち大口投資家・企業向けホールセール業務を中心に行う大規模業者が投資銀行、狭義には個人向けブローカー・ディーラー業務を中心に行う比較的小規模なリテール業者、広義には投資銀行を含む証券関連業者全体が証券会社である。

産運用手数料の拡大が顕著であるが、前者は M&A 仲介手数料やデリバティブ取引手数料など、後者は個人・機関投資家向け資産運用・管理や投資顧問業務の収益が中心である⁽⁵⁾。ここで、資産運用手数料にミューチュアル・ファンド販売収入を加えた業務を狭義の「資産運用関連業務」として一括した場合、同時期の金融機関の収益拡大の重要な要素として、資産運用関連業務の存在が浮かび上がる。

図表 1-3 NYSE 会員証券会社収益の内訳



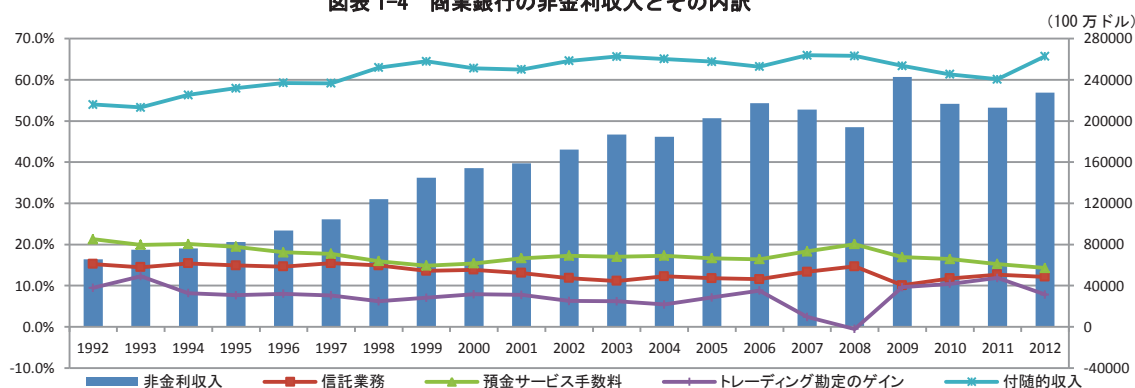
一方で、同時期に金融機関の収益に占めるシェアを漸減させている商業銀行に目をやると、その収益構造に大きな変化が生じていることが分かる。図表 1-2 によれば、商業銀行収益のうち、1980 年代以降、金利収入、すなわちいわゆる伝統的な商業銀行業務（預貸業務）からの収入のシェアが減少し、非金利収入が増加傾向にある。この非金利収入は具体的には、商業銀行に認められた範囲での非商業銀行業務、たとえば証券関連業務、デリバティブなどの他、信託業務、ミューチュアル・ファンドや保険の販売、投資顧問といった広義の資産運用関連業務などで構成される（図表 1-4 参照）⁽⁶⁾。商業銀行が収益源を証券関連業務へ徐々にシフトさせていることが分かるが、これは主に 1980 年代後半以降の規

⁽⁵⁾ その他証券関連収益には、具体的には、未公開企業株式の販売手数料、委任状勧誘の手数料、M&A などのサービス手数料、取引所外で実施されるオプション取引の手数料、投資勘定からの金利・配当収入（レポ取引を含む）、出版物の購読料などが含まれる。非証券関連収益に何が含まれるかは明確に示されていないが、分類困難な業務の収益が残差としてすべて含まれるものと考えられる(Bartlett eds.(2012),p.39).

⁽⁶⁾ 商業銀行の非金利収入は、信託業務収入、預金サービス手数料、トレーディング勘定に基づく損益、付随的非金利収入に区分される。このうち付随的非金利収入は、投資銀行業、助言、ブローカレッジ、引受に基づく手数料、ベンチャーキャピタル収入、サービシング収入、証券化収入、保険収入、ローンセールによる損益、不動産売買による損益、その他非金利収入などによって構成される。付随的非金利収入の大部分を占めるその他非金利収入には、分類・識別が困難な非金利収入が含まれる (FDIC の HP 参照)。ミューチュアル・ファンドの販売手数料などもここに含まれると想定できる。

制緩和において商業銀行に認められる業務が拡大したことを反映している。

図表 1-4 商業銀行の非金利収入とその内訳



(出所) FDIC, Statistics on Depository Institutions Report より作成

以上から、1980年代以降もたらされた米国経済における家計の金融活動の活発化・金融依存度の上昇は金融機関の収益拡大に直結し、その大部分が商業銀行の伝統的預貸業務の拡大に由来するものではなく、証券会社と商業銀行の証券関連業務の拡大によって生み出されたものであることが分かる。中でも、特に資産運用関連業務が金融機関の収益源として拡大した。以下では資産運用関連業務の拡大に着目し、そこから導き出される同時期の米国金融市場における変化、すなわち資金循環構造・金融仲介構造の変化の内実に迫る。

II. 米国資金循環構造の変化

前節で1980年代以降の米国における金融機関の収益拡大が資産運用関連業務の拡大を一つの重要な要素としていることを示したが、その背後には同時期の米国資金循環構造の変化という事実が存在している。米国では1970年代後半以降、広義の証券化の過程を通じて直接金融への比重のシフトが生じた⁽⁷⁾。歴史的に直接金融優位が指摘される米国金融システムにおいても、いわゆるグラス・スティーガル(GS)法体制下で、1970年代までは必ずしも直接金融一辺倒ではなかった。1970年代までの資金循環構造における直接金融と間接金融のバランスは証券化を通じて崩れ、同時に金融仲介構造も大きく変化した。

証券化の萌芽期である1970年代以降の米国資金循環構造の変化の第一の要素は家計の金融資産構成の変化であり、第二の要素は企業の資金調達構成の変化である。そして第三の要素がこの2つの変化を結びつける金融仲介構造の変化である。本節ではこれら直接金融への新たな構造変化を分析し、資産運用関連業務を中心とする金融機関の収益拡大の内実に迫る⁽⁸⁾。

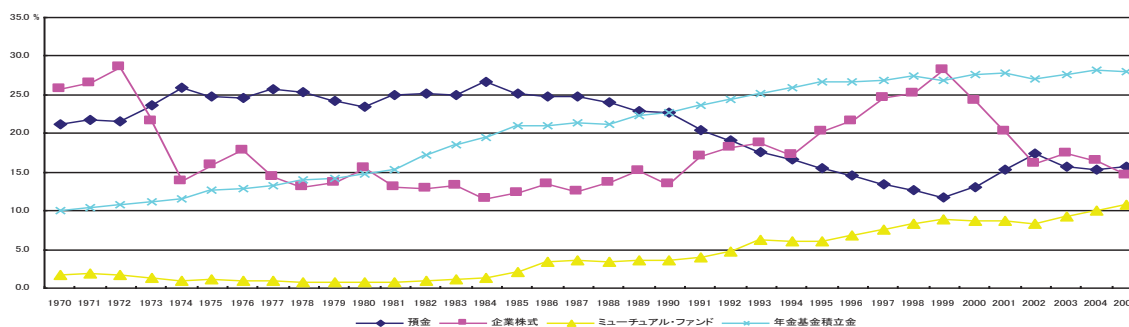
⁽⁷⁾ 間接金融、直接金融の捉え方・範疇について諸説存在する(たとえば日向野(1982)参照)ことを認識したうえで、銀行経由のいわゆる間接金融との対比において、ミューチュアル・ファンドや年金基金を経由する金融仲介が直接金融に含まれる(究極的なリスク負担者が資金の出し手であるため)ものと捉えて議論を進める。またここで述べる広義の証券化とは、個人の金融資産に占める証券形態の資産の比率が上昇するとともに、企業の資金調達手段に占める証券形態手段の比率が上昇する状況を指し、主に本稿の三章、四章に関連する、1980年代以降急増したいわゆる「貸出債権の証券化」とは区別される。

⁽⁸⁾ 数値は原則として名目値をとる。ストック値(Levels)は第4四半期終了時点の値である。

1. 家計の金融資産構成の変化

まず資金循環構造の変化の第一の要素、家計の金融資産構成の変化に着目する。図表 1-5 によれば、家計の金融資産に占める預金のシェアは 1980 年代前半まで 25% 前後であったのが、1980 年代半ば以降急速に低下している⁽⁹⁾。その一方で 1980・90 年代を中心にシェアを着実に伸ばしているのが年金基金積立金であり、1970 年代に 10% 台前半であったそのシェアは 1980 年代半ばに 20% を超えて預金を上回り、1990 年代半ば以降は 25% 以上でトップを維持している。また 1980 年代半ば以降急速にシェアを拡大させているのがミューチュアル・ファンドであり、1990 年代後半には 10% 近くまで上昇して預金に接近している⁽¹⁰⁾。すなわち家計は、1980 年代半ば以降、自らの保有する金融資産のうち、安全資産である銀行預金のシェアを縮小させ、証券市場と密接に結びついた、より資産運用的な意味合いの強い年金基金、ミューチュアル・ファンドのシェアを確実に拡大させている。

図表 1-5 家計の金融資産に占める主要構成要素の割合



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts, Z-1, Historical data, Annual, Levels (2006 年 6 月公表分) より作成

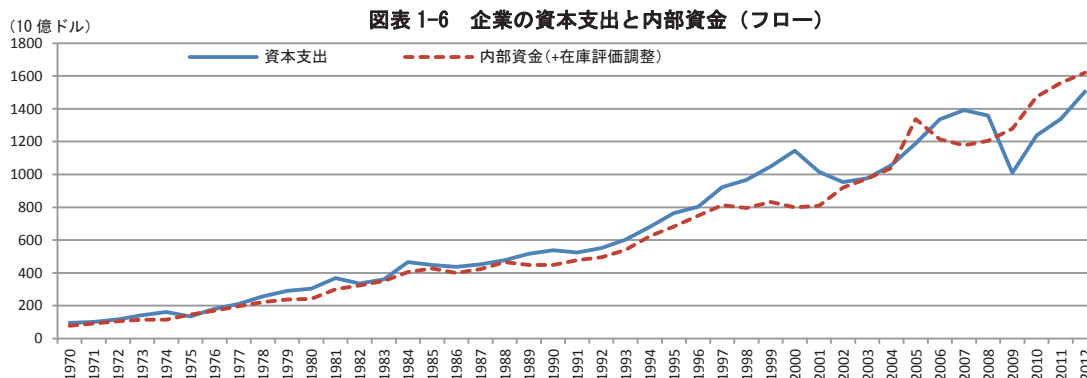
2. 企業の資金調達構成の変化

資金循環構造の変化の第二の要素は、企業の資金調達に関するものである。1970 年代以降の企業の資金調達状況を見ると、一方で内部資金が年々充実しているにも拘わらず、他方で外部資金調達も積極的に行われている。まず図表 1-6 によれば、確かに企業の内部資金（＋在庫評価調整）（破線）は、1970 年代と 1990 年代中心に順調に拡大した企業収益と年々摘み上がる減価償却積立金を背景に、1970 年以降着実に増加している。それにより、企業の外部資金依存度を示す「ファイナンス・ギャップ」（資本支出額（実線）－（内部資金＋在庫評価調整））は、1990 年代後半から 2000 年前後の一時期を除きほぼ一貫して低い値を示し、2000 年代には逆転も生じている⁽¹¹⁾。

⁽⁹⁾ 家計の保有する総預金残高は 1970 年代以降、ほぼ一貫して拡大している。一方こうした拡大に 1980 年代以降、特に貢献したのがマネー・マーケット・ミューチュアル・ファンド (MMMF) の拡大であった（資金循環勘定 B.100 で預金に分類される）。

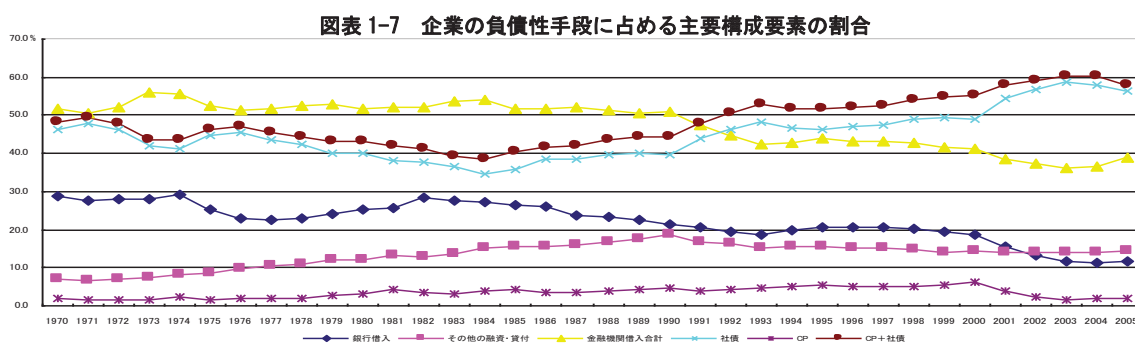
⁽¹⁰⁾ フローで見ると 1970 年代以降ほぼ一貫して家計は企業株式を売り越している（資金循環勘定 F.100）。

⁽¹¹⁾ 資金循環勘定 F.102。内部資金は、税引き前純利益から法人税、配当支払いを引き、減価償却積立金を加えて算出される。



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, Financial Accounts of the United States, Z-1, Historical data, Annual, Flows (2013年12月公表分)より作成

一方、企業は外部資金調達も積極的に行っている。企業の資金調達は他人資本である借入または債券（社債や CP）発行と、自己資本である株式発行とで区別される。まず前者を見よう。企業の負債性手段に占めるシェアを示した図表 1-7 によれば、企業は銀行借入のシェアを 1980 年代前半まで 20% 台後半で維持した後、1980 年代半ば以降 20% を切るころまで低下させている⁽¹²⁾。それに対し 1980 年代までシェアを拡大させたのが銀行以外の金融機関からの借入であるが、それも 1990 年代以降シェアを縮小させている⁽¹³⁾。金融機関借入全体がシェアを低下させる一方で、長短の債券発行による資金調達は同時期を通じて拡大した。社債と CP のシェアの変化を見ると、社債は 1970 年代から 40% 台でトップのシェアを占めていたが、1980 年代半ばにかけて 30% 台半ばまでシェアを低下させた後、1980 年代半ば以降シェアを急速に高め、1990 年代には 40% 台後半に達している。CP は 1970 年代から 1990 年代まで規模は小さいもののほぼ一貫してそのシェアを着実に拡大させ、1990 年代半ばに 5% を超えている⁽¹⁴⁾。1980 年代半ば以降、企業は資金調達手段を銀行借入から長短の債券発行へ移していることが分かる。



(出所) 図表 1-5 と同じ

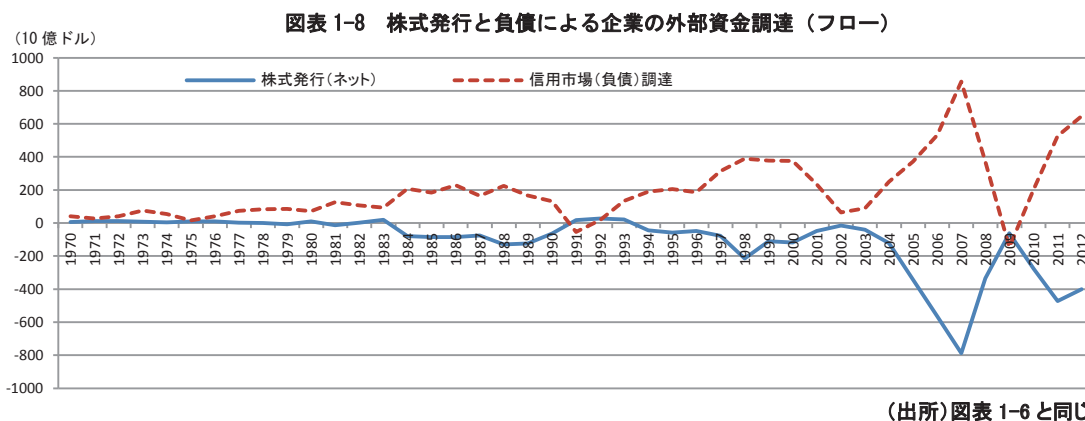
他方、株式発行を含む企業の外部資金調達全般をフローで見ると、同時期の企業の外部資金調達の重要な特徴が見えてくる。図表 1-8 によれば、負債による資金調達（破線）は

(12) 企業の総銀行借入残高はほぼ一貫して上昇している（資金循環勘定 B.102）。

(13) 銀行以外の金融機関からの借入の主な貸出主体はファイナンス・カンパニーである（資金循環勘定 L.216）。ファイナンス・カンパニーと銀行の競合関係については D'Arista and Schlesinger(1993)を参照。

(14) CP は短期資金調達手段（通常 1 ヶ月物や 3 ヶ月物が中心）であるため、その残高が年度末時点で記録されない可能性があることも留意する必要がある、この点は商業銀行の短期融資に関しても同様である。

特に1980年代後半と1990年代後半に大きく拡大するなどほぼ一貫してプラス値を示す一方で、新規株式発行による資金調達（実線）は1970年代以降ほとんどゼロに近い値で、1980年代半ば以降はほぼ一貫してマイナス値で推移している⁽¹⁵⁾。ネットでマイナス値を示すということは、新規発行された株式総額よりも、償却された額の方が大きいことを示す。つまり資金循環勘定上は、同時期を通じて企業部門全体で株式発行はほとんど資金調達機能を果たしていなかったと言える⁽¹⁶⁾。



3. 金融仲介構造の変化

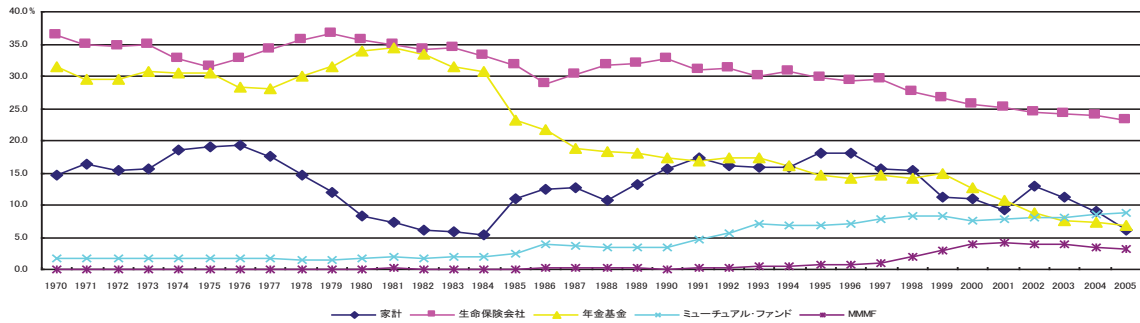
1980年代半ば以降、企業は資金調達における銀行借入と株式発行のシェアを縮小させ、社債とCP発行を拡大させたことを確認したが、同時期に拡大した社債やCPはどのような主体が保有していたのか。まず図表 1-9 は社債の保有主体別シェアを示したものである⁽¹⁷⁾。1980年代半ば以降、従来の主要保有主体であった生命保険会社と年金基金はそのシェアを徐々に低下させ、一方でそれまでほとんど社債を保有していなかったミューチュアル・ファンド（ MMMF 含む）がシェアを徐々に拡大させている。生命保険会社が最大保有主体であることに変わりはないが、ミューチュアル・ファンドの地位の高まりが確認できる。次に図表 1-10 は CP の保有主体別シェアを示したものである。CP 保有主体は、1970年代末から急速にシェアを拡大させた MMMF が 25%以上を占める最大保有者となっている。その他では、特にシェアを傾向的に拡大させているのがミューチュアル・ファンドである。

⁽¹⁵⁾ 資金循環勘定 F.102.

⁽¹⁶⁾ 株式発行マイナス要因としては、株式の償却、金庫株化、上場廃止などがある。株式償却・金庫株化は企業による自社株買いや M&A（買収先企業の非公開化）の過程で実行された（磯谷(1997),8-13 頁）。一方で、グロスで見た場合は同時期に株式発行・IPO はある程度なされている（総引受額で見て 1980年代平均で年約 300 億ドル、1990年代平均で約 1,150 億ドル。比較のために付け加えれば、社債はそれぞれ約 1,300 億ドル、約 9,200 億ドル、SIA(2002),pp.24-25 より）。つまりこの時期の企業部門は、有力な投資先を見つけられず内部資金を自社株買いや M&A に利用して株式発行純減に寄与した大企業・成熟企業と、株式発行・IPO による資金調達を積極的に行った成長企業・新興企業に二極化していたと捉え、前者の規模が後者を上回ったと理解すべきである。

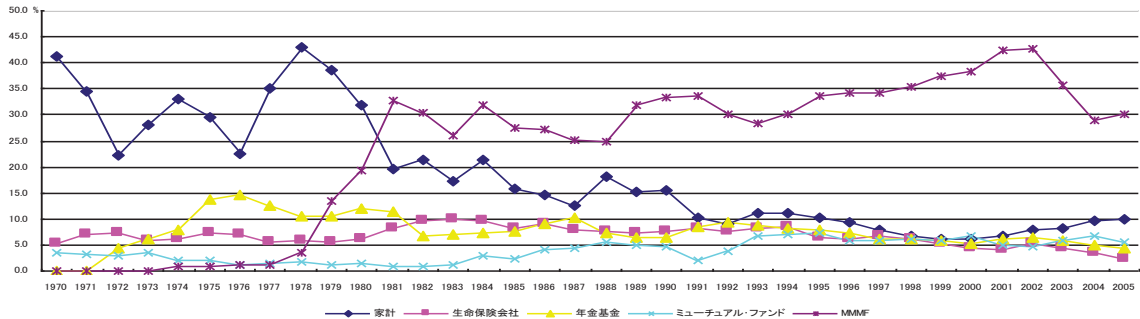
⁽¹⁷⁾ 資金循環勘定上、社債は「社債・外国債」、CP は「オープン・マーケット・ペーパー（OMP）」に分類されるが、「社債・外国債」のうち一貫して 9 割以上を社債、「OMP」のうち一貫して 8 割以上を CP が占める（残りは BA:銀行引受手形）ため、「社債・外国債」は社債、「OMP」は CP の近似値として示す。

図表 1-9 社債保有主体別割合



(出所)図表 1-5 と同じ

図表 1-10 CP 保有主体別割合



(出所)図表 1-5 と同じ

1980年代半ば以降、企業の資金調達手段としてシェアを拡大させた社債・CPの保有主体として、MMMFを含むミューチュアル・ファンドが地位を高めていることが分かった。そして上述のように同時期に家計はミューチュアル・ファンド保有を拡大させている。これらから、同時期における「家計→ミューチュアル・ファンド→企業」という金融仲介構造の拡大を捉えることができ、これが同時期の資金循環構造の変化の第三の要素である。

以上、1980年代半ば以降の資金循環構造の変化とは直接金融への比重シフトの進展であり、それと同時進行で金融仲介構造の変化＝ミューチュアル・ファンド経由の新しいフローの拡大が進展したと言える。この拡大は、前節で示した同時期の金融機関の収益拡大の一要素としての資産運用関連業務の地位の高まりとも符合するものである。

Ⅲ. 新しい金融仲介主体の存在

本節では、前節で示した新しい金融仲介主体としてのミューチュアル・ファンド拡大の背景に注目する⁽¹⁸⁾。ミューチュアル・ファンドは同時期の直接金融への比重シフトの直接的な推進主体であると考えられ、同時にその拡大が金融機関の収益拡大の一要素でもある。一方で、図表 1-5 でミューチュアル・ファンド同様家計資金を集中している年金基金の存

(18) ミューチュアル・ファンドを新しい金融仲介主体として捉えて分析しているものとして、Mack(1993)、永田(1995a,b)、勝(1997)などが挙げられる。これらの分析と本章の違いは、その拡大の根本的な要因として「金利差」に着目して分析している点である。

在も資金循環上無視できない。年金基金は図表 1-9, 1-10 が示すように社債・CP の保有主体としてのシェアを傾向的に減らしており、直接金融化への新しい金融仲介主体としての寄与という点では、その役割は「直接的」には大きいとは言えない。しかし後述するように、年金基金はミューチュアル・ファンドに絡む形で直接金融へのシフトの「間接的」推進主体として重要な存在である。以下、本節ではミューチュアル・ファンドを介した新たな金融仲介の下での直接金融へのシフトがなぜ可能となったのか、その原因をさらに問い詰める。

1. ミューチュアル・ファンド拡大の背景としての金利差

ミューチュアル・ファンドの拡大は高利回り提供以外に、それ独自の「魅力」によっても説明される。そこで言われる「魅力」とは、たとえばファンドの販売窓口やファンド種類の急増による「顧客利便性」の向上、電話一本での即時償還性に基づく「流動性」、ほとんど元本割れのない MMMF などにおける「安全性」などである⁽¹⁹⁾。そうしたミューチュアル・ファンドのスキームとしての優位性は重要であるが、それが直接金融シフトを推進する新たな金融仲介主体となるための最も本質的・根本的な条件は、第一にミューチュアル・ファンドが投資家（家計）に提供する利回りが銀行預金金利よりも傾向的に高いことであり、第二にミューチュアル・ファンドが購入する企業の社債・CP の金利が銀行借入金利よりも傾向的に低いことである。この 2 つの条件が満たされることで初めて、ミューチュアル・ファンドは商業銀行に代わる新たな金融仲介主体になりうる⁽²⁰⁾。1980 年代半

⁽¹⁹⁾ ミューチュアル・ファンドはオープン・エンド型投資信託（会社形式）であり、いつでもその持分の解約・償還＝ファンド会社への時価売却が可能であるため、高い流動性を備えた金融商品である。それは「規模の経済」を働かせることで売買手数料や情報収集といった証券投資コストを引き下げ、個々の家計では実行不可能な金融的に高度で専門性の高いリサーチ機能を駆使して分散投資を行うことによって高い安全性と利回りを実現する（永田(1995a),109-110 頁, 三谷(2003),24-25 頁）。さらに、多くの証券会社や商業銀行などが窓口販売を行っており、顧客利便性も非常に高い。1970 年代以降はファンドの種類・数が激増するとともに、多数のファンドを抱え顧客によるファンド間資金移動の手数料をとらないファンド・ファミリーが急成長した（ICI(2005),p.63, 三谷(2003),57 頁）。これらの理由からミューチュアル・ファンドは家計資金を捉えたが、これは特に 1980 年代以降のいわゆるベビー・ブーマー世代の、老後の資金のための蓄積行動と密接に関連している。

⁽²⁰⁾ このように本章では金融仲介主体としてのミューチュアル・ファンド拡大の要因として、事実としての金利差の存在に注目している。一方で、金融仲介に関する理論からは同時期の金融仲介構造の変化はどのように捉えられるだろうか。金融仲介理論の展開を追うことは本章の課題ではないため理論的な分析は行わないが、池尾(1989)、内田(1997)などの簡潔なサーベイにしたがえば、金融仲介理論の中心となるのは、資金の出し手と資金の取り手の間の事前・事後の「情報の非対称性」の存在である。それによれば、商業銀行の存在意義は単なる「資金提供」ではなく主に「情報生産機能」とその費用負担における優位性にあるとされる（「リスク負担」や「資産変換」も重要な機能である）。一方でそうした立場からは、情報の非対称性の改善こそが直接金融への比重シフトならびに金融仲介の変化を説明する最大の要因となろう。情報が完全で効率的な市場を前提とすれば、直接金融取引での取り手の情報は格付制度や財務諸表などによって開示され、取り手のリスクは理論的には発行債券の金利に反映される。したがってこうした市場においては資金の出し手はそれらの情報を自ら比較・分析して取り手の発行する債券を直接購入することが合理的であり、商業銀行やミューチュアル・ファンドといった金融仲介主体の存在意義は否定される。しかしこのような市場は、1970 年代以降の情報・通信技術革新などのもので情報の非対称性の改善が一定程度進んだ米国金融市場を説明する上でもいまだ非現実的な想定である。またたとえ情報が完全に開示されたとしても資金の出し手にはそれらを比較・分析する時間的・能力的制限がある。したがってミュー

ば以降において実際これらの条件は成立したのか。

まず前者の条件から見よう。ミューチュアル・ファンドの利回りを厳密に捉えることは困難であるが、同時期にそれが預金金利より相当程度高かったことは容易に想定できる。

ミューチュアル・ファンドと預金の利回り格差からミューチュアル・ファンドに家計資金が流入した初期的事例として、1960・70年代に発生したディスインターメディアーションが挙げられる。1960年代半ば以降断続的に、ベトナム戦争への軍事支出や大型減税を通じたインフレ率上昇を背景に金利が高騰した際、FRBによる上限預金金利規制（regulation-Q）下にある各種銀行預金から家計や企業の資金が流出し、ユーロダラー預金やCD、CP、社債、ミューチュアル・ファンドといった長・短市場金利を反映した金融商品へ流入した（図表1-11参照）。特にミューチュアル・ファンドの一種で短期金融商品を中心に運用する MMMF は、1971年の登場以来1970年代半ば頃から、その高利回りに加えて、安全性も高く、投資単位も小口であったために、預金に代替するものとして家計資金を大いに吸収した⁽²¹⁾。

1980年代以降は MMMF に加えて、1980年代後半に債券中心に運用する債券ファンド、1990年代に株式を組み込んで運用する株式ファンドが、その高利回り提供によって家計資金を吸収した。株式ファンドと債券ファンドが投資家に支払った分配金を見ると、1980年代半ばから1990年代初めまでは金利下落・債券価格上昇を背景に債券ファンドによる配当分配が安定的に投資家に支払われ、1990年代後半には株式市場ブームを背景に特に株式ファンドのキャピタルゲイン分配の形で投資家に支払われる金額が急拡大している⁽²²⁾。ここで示した分配金の他に投資家はファンド持分償還によって、持分の購入時価格（純資産価格）より償還時価格が上昇していればそのキャピタルゲインも得る。これら分配金と実現キャピタルゲインを合わせたミューチュアル・ファンドの益回りは非常に高かったものと想定される⁽²³⁾。それらは1980年代前半以降一貫して低下し続けた銀行預金金利（図

チュアル・ファンドは直接金融へのシフトを進める米国金融市場において、注19で言及した独自の優位性によって資金の出し手と取り手の間の仲介主体としての存在意義が認められることになる。

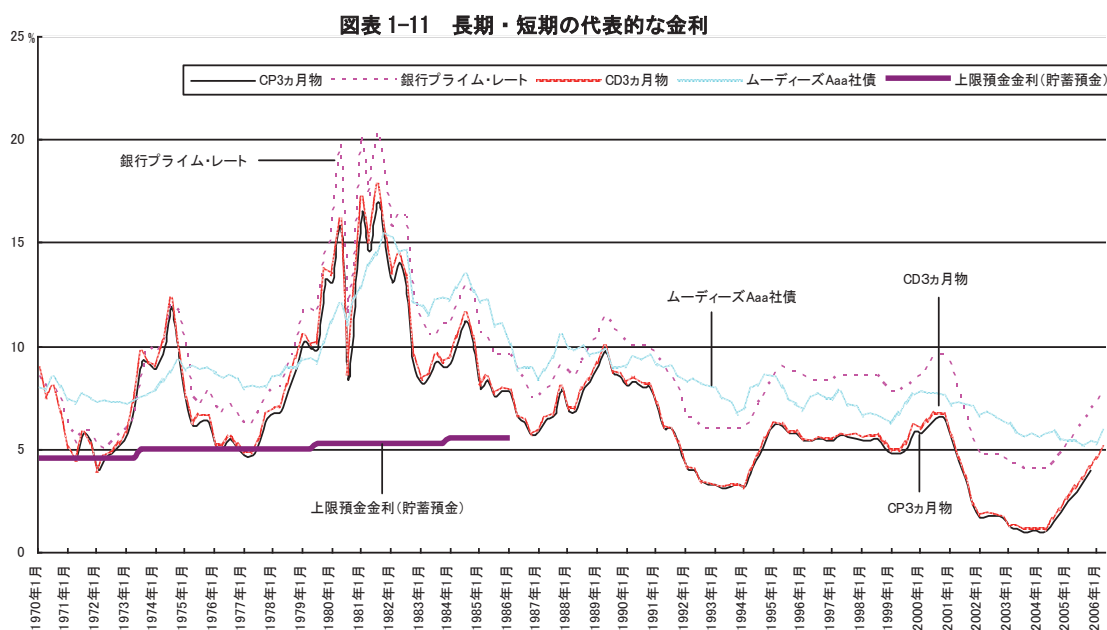
⁽²¹⁾ ディスインターメディアーションや上限預金金利規制については添田(1998)が詳しい。銀行預金を代替する比較的安全な短期金融資産（CP、TB、CDなど）は最低投資単位が大きく（CPで10万ドルから20万ドル）、小口預金を吸収するに至らなかった。最低投資単位が500ドルから1,000ドルの MMMF の登場こそが銀行の預金流出に拍車をかけた（添田(1998),151-153頁）。一方で上限預金金利は1980年預金金融機関規制緩和・通貨管理法（DIDMCA）以降、1986年までに段階的に撤廃されたが、預金金利の上昇には必ずしも直結せず、一度定着したミューチュアル・ファンドへの資金の流れは拡大し続けた。

⁽²²⁾ 配当分配は、ファンドのポートフォリオにおける証券から得られる金利や配当とネットの短期ゲインからファンドの支出を引いたものであり、キャピタルゲイン分配は、1年以上ポートフォリオに保有している証券の売却から得られるファンドのネットのゲインである（ICI(2005),pp.18-19）。またこうして投資家に分配金として還元された資金の大部分がミューチュアル・ファンドに再投資されており、この資金還流がミューチュアル・ファンド拡大を支えている（*ibid.*,pp.88-89）。

⁽²³⁾ 分配金増加とファンドの純資産価格減少はリンクするため、純資産価格の増加分をすべて分配金に回してしまえば原理的にはキャピタルゲインは得られない。また同時期の分配金利回りを示す一例として米国の主要なファンド会社である Fidelity 社のファンドを取り上げると、代表的な国内大企業向け株式ファンド Fidelity Equity-Income（1966年募集開始）の利回りは1980年代後半から1990年代には10%を大きく超え、代表的な債券ファンド Fidelity Investment Grade Bond（1971年募集開始）の利回りは1980年代後半に10%、1990年代にも5%を超えていた（<https://www.fidelity.com>）。また MMMF に関して

表 1-11 参照. 家計の貯蓄預金・定期預金金利は図で示される CD 金利より傾向的に低いと比べても、十分魅力的であったと考えられる⁽²⁴⁾.

次に後者の条件を見よう. 銀行借入と社債・CP の金利スプレッドは企業にとって長短の資金調達コストの差異を示す. 図表 1-11 は代表的な金利を示したものである. まず短期資金について見ると, 銀行借入金利の下限を示すプライム・レート (最優遇金利. 図表では 1 年満期物) が一貫して CP 金利より高い値を示しており, さらに両金利のスプレッドは拡大傾向にあることが見て取れる (満期の違いもあり, もちろん単純比較はできない). 1982 年以降, 長短金利が下落し, 一方銀行も 1970 年代末以降プライム・レート以下の金利での貸出も行うようになってはいたが, 1980 年以降の上限預金金利撤廃に伴う銀行の資金調達コスト上昇の認識を背景に, 全体的な金利スプレッドは高止まりしていたと言える. こうした条件下で, 企業は CP 発行によって銀行借入より低コストで短期資金を調達できる. 長期資金についても, 長期貸出金利は短期貸出金利よりも数%高く, 社債金利と比較してもやはり金利は上回る傾向にある. 企業による社債発行は, 特に 1982 年以降の一般的金利低下・起債条件の緩和を利用して急拡大した. 一方で銀行長期貸出金利の高止まりについては短期貸出金利と同様である.



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System の HP
(<http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>)と添田(1998),143-145 頁より作成

は, 1990 年代に銀行の MMDA (決済性を有した利付預金勘定) と比較してほぼ一貫して 1~3%のプラスの金利スプレッドを保った (ICI *op.cit.*, pp.132-134). ただし, ここでの利回りには関連する諸手数料が考慮されていないことには十分注意しなければならない.

⁽²⁴⁾ 金利差以外に 1980 年代後半から 1990 年代前半に生じた銀行・貯蓄貸付組合 (Savings and Loan Association: S&L) の大量破綻を通じた金融システム不安・預金保険制度の動揺も, 銀行預金の安全性に対する不安を大衆に生じさせ, ミューチュアル・ファンド拡大に間接的に寄与した. 1990 年代前半に家計の預金が一時的にフローで流出 (残高が下落) している.

このように社債・CP金利は特に1980年代以降ほぼ一貫して、銀行借入金利よりも企業にとって一般的・傾向的に望ましかったと言える。一方で金利が高くても企業が銀行借入を利用する理由は、そもそも社債やCPを発行できない中小企業が利用する側面を別にすれば、銀行による企業独自の資金ニーズへの弾力的で多様な対応、各種情報・助言、信用逼迫期の信用供与などのメリットが存在するからである。逆に社債・CP発行には金利以外のコストが伴う。たとえばCP発行には、格付サービスに対する手数料や、銀行のクレジットライン設定のための保証預金・手数料、さらに事務処理を引き受ける銀行に対する手数料、ディーラーを通さず自ら発行・売出しを行う場合その事務コストなどの非金利コストが伴う⁽²⁵⁾。これは社債においてもほぼ同様であり、企業は1980年代以降、これら非金利コストを考慮してもなお、資金調達コストは銀行借入よりも社債・CPのほうが望ましいものと捉えたと言える⁽²⁶⁾。

以上のように、ミューチュアル・ファンドが家計に対してはその時々々の市場の状況に合わせた各種ファンドが高パフォーマンスを示すことで預金よりも高利回りを提供するという第一の条件を満たし、ミューチュアル・ファンドが購入する社債・CPの金利が銀行借入金利よりも低利であるという第二の条件も1980年代以降の金利低下などを通じて実際に成立した。これにより、1980年代以降を中心にミューチュアル・ファンドは家計資金を集中し、その大量の資金を元に社債・CPを購入して企業の資金調達を支えることで、商業銀行に代わる新たな金融仲介主体としての地位を急速に高めることが可能になったと言える。

2. 株式市場ブームとミューチュアル・ファンド、年金基金の相互依存的進展

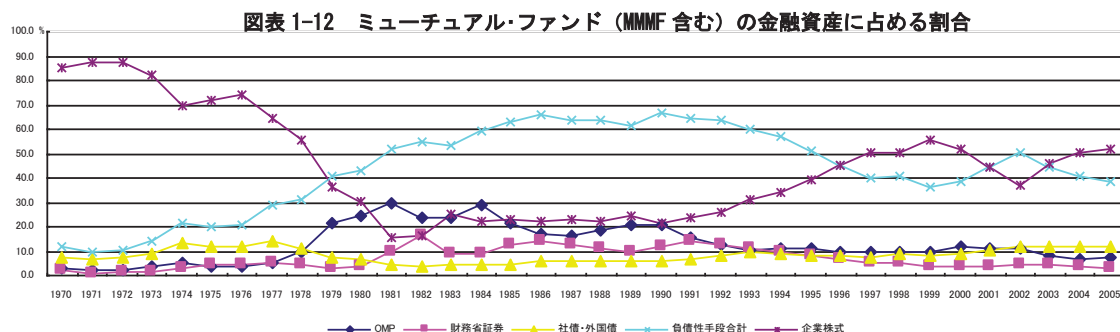
ミューチュアル・ファンドはその高利回り提供と安定的な社債・CP購入によって新たな金融仲介主体として、1980年代以降の直接金融への比重シフトの推進主体となった。一方で、ミューチュアル・ファンドの拡大とそれが提供した高利回り（前述の第一条件）には、特に1990年代における株式市場ブームと、**図表 1-5**で示される家計資金の年金基金とミューチュアル・ファンドへの流入拡大とが相互依存的に進展していたことが大きく関連していた。

まずミューチュアル・ファンド（ MMMF を含む）の金融資産構成を示した**図表 1-12**を見ると、その運用先の最大部分がほぼ一貫して株式であり、特に1990年代に急拡大していることが分かる。つまり家計資金のますます多くの部分がミューチュアル・ファンドを通

⁽²⁵⁾ 添田(2002),167頁。

⁽²⁶⁾ こうした資金調達コストの優位性以外に社債・CPによる資金調達シェアが拡大した理由として、1980年代のジャンクボンド市場の盛行に伴う、無格付・低格付企業によるM&Aや純粋な資金調達目的での債券発行の増大が挙げられよう。またファイナンス・カンパニーや外国銀行による米銀の市場蚕食と1980年代後半から1990年代前半の高リスク融資の不良債権化・金融システム危機、自己資本比率規制の厳格化などに伴う、銀行の貸出抑制（credit crunch）と一部大銀行の証券市場業務への進出なども相対的に社債・CP発行のシェアを高めたと言える。銀行を巡る競争激化と銀行の業務展開については、Wilmarth *op.cit.*などを参照。

して株式に向かっているにもかかわらず、上述のようにこれらは企業の株式発行による資金調達とは結びつかない。



それではこの株式への資金フローはどこに向かっているかという点、それは株式発行市場ではなく流通市場に流入している。周知の通り、1990年代に主要株価指数は上昇し続け、米国株式市場はブームを経験した⁽²⁷⁾。これは株式流通市場において株式が活発に取引されたことによるが、株式流通市場での取引主体として中心的役割を担ったのがミューチュアル・ファンドであった。ファンドの種類別に見ても、やはり1990年代以降株式を組み込んだ株式ファンドの金融資産が急拡大している。株式ファンドは1990年代株式市場ブームを背景に家計に高利回りを提供することができた。この株式ファンドの高利回りを基に、株式ファンド（運用先には規模は小さいものの債券も含む）自体に加え、債券ファンドやハイブリッドファンド（株式と債券に複合的に投資するファンド）、MMMとといった、社債・CP購入によって金融仲介により直接的に関与するその他のファンドも含む、ミューチュアル・ファンド市場全体の拡大が波及的にもたらされ、これによって、上述のミューチュアル・ファンドを介した直接金融シフトがよりスムーズに進展したと考えられる⁽²⁸⁾。逆に、ミューチュアル・ファンドを経由した家計資金の株式市場流入が、同時期の株式市場ブームの大きな要因の一つでもあった。

さらにミューチュアル・ファンドから株式市場への資金流入を促進した重要な要因として、ミューチュアル・ファンド購入主体としての年金資金の存在を指摘できる。上述のように、年金基金は1990年代以降、家計の金融資産に占めるシェアのトップを占めている⁽²⁹⁾。年金基金の金融資産構成を示した図表 1-13 によれば、年金基金は1990年代に株式投資を拡大させるとともに、その金融資産に占めるミューチュアル・ファンド保有部分を急拡大さ

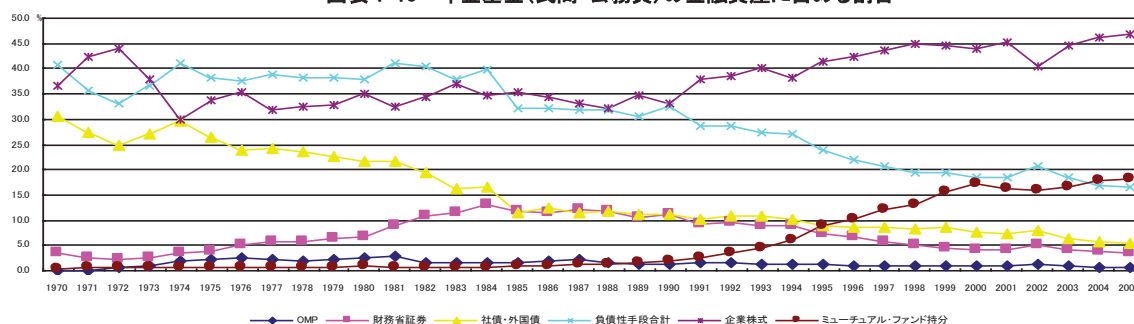
⁽²⁷⁾ 特に1990年代後半は株式市場がブーム的好調さを持続した。ダウ・ジョーンズ工業平均株価は1990年1月の2773.25から、1995年1月に3843.90、1999年1月には10970.80へ、S&P500は同期間に339.94から500.71、1286.37へと、それぞれ4倍近くまで急上昇した (<http://finance.yahoo.com>)。

⁽²⁸⁾ ICI *op.cit.*, p.61, (2013), p.144, 171. 株式ファンドの純資産は、1990年の約2,400億ドルから1999年には約4兆ドルに、ハイブリッドファンドは約350億ドルから約3,800億ドルに、債券ファンドは約2,700億ドルから約8,100億ドルに、MMMは約4,300億ドルから約1兆6,000億ドルに拡大している。それぞれのファンドのポートフォリオの内訳をみると、1990年代末時点で、株式ファンドの約94%が株式、約1%が社債、ハイブリッドファンドの約56%が株式、約23%が社債、債券ファンドの約2%が株式、約33%が社債によって占められている。

⁽²⁹⁾ 年金基金の一般的拡大についてはPoterba(1997)などを参照。

せている。

図表 1-13 年金基金(民間・公務員)の金融資産に占める割合



(出所)図表 1-5 と同じ

たとえば年金基金拡大の要因としてしばしば指摘される確定拠出型 401k プランでは、雇用主が従業員に対して提供する投資選択肢の中でミューチュアル・ファンド、特に株式ファンドが大きな位置を占めるようになってきている⁽³⁰⁾。年金基金は長期的な資産運用を目的にするため、短期的な価格変動によってファンドを解約・償還することが少ないため、ミューチュアル・ファンドの安定拡大に重要な役割を果たした⁽³¹⁾。年金基金は自ら株式流通市場での積極的な購入主体として株式市場ブームを促進するとともに、ミューチュアル・ファンドの安定購入主体として直接金融への比重シフトの「間接的」推進主体となったとも言える。同時に年金基金にかかわる資産の運用・管理、投資顧問業なども、I 節で示した資産運用関連業務の拡大に重要な役割を果たした。

以上のように、ミューチュアル・ファンドが新たな金融仲介主体となる第一条件＝家計への高利回り提供は、特に 1990 年代株式市場ブームの存在を重要な要因としており、またこの株式市場ブームは、ミューチュアル・ファンドと年金基金という家計資金を集中する二大資金が株式流通市場に大量に流入したことを一つの重要な要因としていた。こうした絡み合いの下で、ミューチュアル・ファンドが新たな金融仲介主体になる第一条件が満たされたと言える⁽³²⁾。

結び

本章で示した通り、1980・90 年代の米国経済における金融機関の収益拡大と証券関連業務、特に資産運用関連業務の拡大という事実の背景にある、同時期の米国金融市場における変化は、ミューチュアル・ファンドを新たな金融仲介主体とする直接金融への比重シフトという資金循環構造の変化であった。主に預金、ミューチュアル・ファンド、社債・CP 間の金利差を通じて生じたこの変化は、ミューチュアル・ファンドと年金基金を通じた家計資金の株式市場への大量流入というもう一つのフローと密接に結びつく形でよりス

⁽³⁰⁾ 植草監訳(2001),35-38 頁, 1996 年時点で 401k 資金の 3 分の 2 がミューチュアル・ファンドや自社株の購入を通じて株式に流入していた。

⁽³¹⁾ 三谷(2003),30-31 頁。

⁽³²⁾ 年金基金、ミューチュアル・ファンドと株式市場の関係については、Fortune(1997a,b), Engen and Lehnert(2000), Shiller(2000), 三谷(2003)などを参照。

ムーズに進展したと言える。

資金循環構造の変化が進むにつれ、証券会社や商業銀行の側から見ても、それらに関連する業務、つまり、ミューチュアル・ファンドの販売や運用、年金基金に代表される機関投資家に対する投資顧問、投資代行、投資資産の管理といった、資産運用関連業務は、ますます収益的な業務に位置付けられるようになり、それらが生み出す手数料収入は、実際に金融機関の収益への貢献度合いを高めていった⁽³³⁾。ここには、伝統的業務で競争激化を経験した証券会社や商業銀行が、拡大する資産運用関連業務に新たな収益源を求めた事実とともに、それが手数料ビジネスであるために、特に商業銀行にとっては伝統的な業務と異なり、自らのバランスシートを膨らませることなく、リスクを取らずに収益を上げることができる点で、リスク管理上も望ましいものであったという事実も関連していた。そうしたことから、金融機関は顧客のニーズに合わせて既存の資産運用サービスを提供するだけでなく、次第に自ら新しいファンド（ミューチュアル・ファンドからヘッジファンドなどまで）や運用サービス（富裕層向けのプライベート・バンキングなど）を次々と生み出すとともに、それらを顧客に対して積極的に売り込むようにもなった⁽³⁴⁾。そして、金融機関の関与が積極的になるほど、資金循環構造の変化もより促された。こうした好循環は、結局は株式市場の好調さに大部分依存しているという意味で必ずしも安定的なものとは言えなかったが、少なくとも 1980・90 年代においてはそれが実現したことでうまく機能し

⁽³³⁾ Greenwood and Scharfstein(2013),pp.7-17 を参照。資産運用業務が金融機関の収益源としての地位を高める一方、家計にとっては、資産運用を専門業者に委託する手数料は金融機関によって割高に設定されていたことが示されている。

⁽³⁴⁾ 大手金融機関は、当初、手数料の低さや、投資銀行部門の顧客（大手企業や機関投資家）との関係悪化や利益相反が起こる可能性もあることから、資産運用関連業務への参入・拡大に二の足を踏んでいた。しかし、その先陣を切った投資銀行ドナルドソン・ラフキン&ジェンレットのそれが非常に収益性の高い業務であると認識されたことを皮切りに、ゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーなどの大手金融機関もこぞって参入するようになった。そこでは、本章で主に扱った一般個人向けのミューチュアル・ファンド、MMMF などの運用や販売の他に、主に富裕な個人向けや機関投資家向けの高度なファンドの運用（ヘッジファンドや PE ファンドの運用も含む）も行われた。大手金融機関は、それらファンドの好業績を目指す以外に、多様な商品の提供、それらの販売のための積極的かつ強力な営業も行った（斎藤訳(2010b),111-134 頁）。大手金融機関の名称を冠したりそこで販売されたりしたファンドは、その「名声」に基づき、それ以外のファンドよりも（必ずしもパフォーマンスがよくなくても）一般的に顧客の信頼度が高いことは広く認識されている。一方で、大手金融機関が資産運用顧客に対して自社の金融商品・ファンド（リターンが悪かったり、一般的な商品の 10~20 倍といった過大な費用が掛かるものも含まれる）への投資を強く勧めるような利益相反慣行も近年数多く指摘されている（McGee(2012), Weinberg(2013)などを参照）。また近年、金融機関が特に力を入れているのが、富裕な個人向け資産運用サービスの提供で、これは「プライベート・バンキング」と呼ばれる。2010 年時点で世界の投資可能な資産の総額は 122 兆ドルあり、そのうち 47.4%が 100 万ドル以上の投資可能資産を保持する家計（いわゆる富裕層）のものであり、いずれも近年急速に拡大していると推定されている。プライベート・バンキングでは金融機関は運用資産の約 1%の収益を獲得し、0.35%のマージンが生まれるともされる。富裕層の資産規模や行動が機関投資家のそれと近づくまでに拡大するにつれ、高度な金融サービス・商品を総合的に扱う大手金融機関がこのビジネスで優位に立ち、特に積極的に活動するようになった。一方で、特に銀行系の手金融機関はすでに預金やクレジットカードを利用する大量の顧客と広範な支店網を保持しており、また情報技術の発展によってそうしたサービスの提供コストが下がったこともあり、かつてはコストの関係から対象とされなかった超富裕層には該当しない顧客の一部もそうしたビジネスに積極的に取り込まれるようになった。現在ではオンライン専門業者などの新規参入も相次ぎ、非常に競争の激しい分野となっている（The Economist(2012)）。

たと言える。一方、同時期の資産運用関連業務の拡大に関しては、本章で示した通り、あくまで需要側、主に家計が、預金や株式の直接保有に代わる投資手段としてそれを必要とした側面が強く見られ、必ずしもそれらを提供する金融機関側の主導性が前面に現れたとまでは言えなかった。

第二章 金融機関の収益拡大と投資銀行の M&A 関連業務

前章で確認した通り、米国で 1980 年代以降に拡大した金融機関の収益のうち、特に 1980・90 年代には証券会社（投資銀行含む）の収益が急速に拡大した。そうした同時期の証券会社の収益拡大の要因は複合的であったが、前章で検討した資産運用関連業務と並び、もう一つの重要な柱を構成するのが、企業の合併・買収 (merger & acquisition: M&A) や事業売却 (divestiture) などに関連する、M&A 関連業務の収益が拡大したことである。本章では、特に投資銀行が行う M&A 関連業務とはいかなるものかを明らかにし、それがいかに巨額の収益をもたらしたのかを追求する⁽¹⁾。

I. 証券会社収益の拡大と M&A 関連業務

まず、1980 年代以降に米国金融機関の収益が拡大する中で、商業銀行と比べて大きく拡大した証券会社収益が、主にどのような要因によってもたらされたのか再確認しよう。前章の図表 1-3 から分かるように、1980 年代以降の証券会社収益のうち、伝統的業務と比べて、その他証券関連収益、資産運用手数料などの収益が相対的に拡大傾向にあった⁽²⁾。

このうち特に顕著な拡大を見せるのがその他証券関連収益であり、そこに「M&A などのサービス手数料」（以下、M&A 仲介手数料）も含まれるが、その詳しい内訳は必ずしも分かりえない（前章注 5 を参照）。しかし主要投資銀行が証券取引委員会（Securities and Exchange Commission : SEC）に提出する年次報告書（10-k）を見る限り、その大きな部分を占めるのはおそらく「投資勘定の金利・配当収入」（レポ取引を含む、投資目的で長期保有される証券からの金利・配当）などであって、必ずしも M&A 仲介手数料が圧倒的に大きな比率を占めるわけではないとも想定される⁽³⁾。一方、後述のように、投資銀行の M&A 関連業務から生み出される収益はこの仲介手数料のみに限られず、M&A に関連する融資の金利収入や証券発行引受手数料など、実際には公表されたデータでは M&A に関連すると明確に分類されない様々な収益も M&A 関連業務収益と捉えられるべきである。それらを含む M&A 関連業務収益はデータに現れるよりもかなり大きく、同時期の証券会社収益の拡大にも大きく寄与したものと考えるべきである。

したがって、1980・90 年代の証券会社収益拡大の内実を追及するには、これら M&A

⁽¹⁾ 米国金融機関の収益拡大の背景として特に投資銀行の存在に着目し、その様々な業務を追及した研究はこれまでほとんど見られない。そうした問題意識から投資銀行に着目した数少ない先行研究として、松井・奥村(1987)、松井(1991)、高田(2003)などが挙げられる。

⁽²⁾ 証券会社の伝統的業務は、証券取引の仲介と証券発行引受を指す。金額ベースで見ると、1980・90 年代にそれらの手数料収益や、トレーディングゲイン（未実現ゲイン含む）なども拡大している。

⁽³⁾ たとえば M&A 仲介（財務アドバイス業務）収益が明確に分類されているゴールドマン・サックスの 10-k によれば、同社の総収益に占める割合は、M&A ブーム期の 1990 年代末でも 10%に満たない程度である。一方、Saunders and Srinivasan(2001)によれば、主要投資銀行（投資銀行業務を行う商業銀行含む）10 行について、1998 年における手数料収入（引受手数料と M&A 手数料の合計。証券売買仲介手数料は含まれない）に占める M&A 手数料の割合は平均で 23.8%であった（p.21）。また SIFMA の調査によれば、2001 年時点で主要投資銀行の手数料収入に占める M&A 手数料の割合は 30.9%、2005 年には最高の 48.9%を記録するなど、2000 年代を通じておおむね 30%以上を記録した（Bartlett eds.(2012),p.35）。

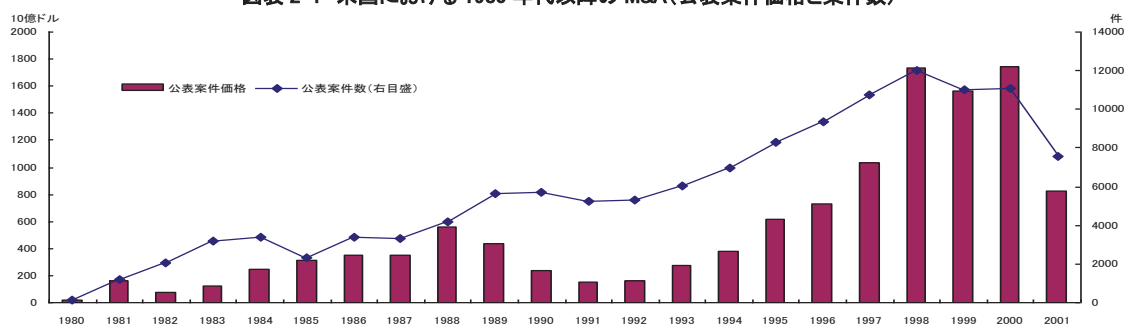
仲介手数料を中心とした M&A 関連業務収益に注目する必要がある。なお M&A 関連業務は広義の証券会社のうち、特にホールセール業務を行う投資銀行の主要業務である。以下では、投資銀行の M&A 関連業務の実態にさらに迫る。まず次節で、投資銀行の M&A 関連業務が確立・拡大していく背景としての、米国における 1980・90 年代の M&A ブームを概観する。

II. 1980 年代以降の M&A の拡大

広く認識される通り、米国は 20 世紀に入って以降、断続的に五回（ないし六回）の M&A ブームを経験した。しかし第三次ブーム以前、すなわち 1970 年代前半までは、大企業が絡む M&A が少なく、M&A の規模もそれほど大きくなかったことや、一流投資銀行が敵対的買収に積極的に絡むことが少なかったこともあり、M&A 関連業務が投資銀行の主要業務として確立されているとまでは言えなかった⁽⁴⁾。その確立は、第四次ブームが開始する 1970 年代半ば以降、特に 1980 年代以降であったと言える⁽⁵⁾。このことは、前節で指摘した 1980 年代以降の投資銀行の M&A 関連業務収益の拡大の事実とも符合する。

図表 2-1 は、1980 年代以降の米国内企業が絡む M&A の総件数と総買収金額を示している。一見して分かるように、M&A の総件数、総買収金額ともに 1980 年代初めから後半にかけて徐々に拡大しており（第四次ブーム）、1980 年代末から 1990 年代初頭にいったん停滞期を迎えた後に、1990 年代を通して再び急拡大している（第五次ブーム）。以下本節では、これら二回の M&A ブームに着目し、その背景と特徴を簡単に示す。

図表 2-1 米国における 1980 年代以降の M&A (公表案件価格と案件数)



(出所) SIA(2002), p.23 より作成

1. 1980 年代の M&A ブーム

1960 年代後半から 1970 年代前半のコングロマリット M&A ブーム（第 3 次ブーム）収束後、程なくして、米国は 1970 年代半ばから 1980 年代にかけて第四次 M&A ブームを経

⁽⁴⁾ M&A の取引金額が一件 10 億ドルを超えると一般的に大型合併として捉えられ、100 億ドルを超えるものは超大型合併と言われることが多い。

⁽⁵⁾ 1960 年代以前の投資銀行は企業へのアドバイス業務を手数料を取らずに行うことも多かったが、これは将来、その企業が証券を発行するときに主幹事の地位を獲得して巨額の手数料を得ることが期待できたからであった (Hayes and Hubbard(1990), p.130)。それゆえ同時期には各投資銀行に M&A を専門とする独立した部署はほとんど存在しなかった。

験した。同時期に M&A が拡大した背景として広く指摘されるのが、1981 年に誕生したレーガン政権による諸施策である。同政権下での運輸部門、放送部門、医療部門といった諸部門に対する広範な規制緩和を通じて当該部門に激しい競争が生みだされ、また情報・通信産業や金融業の台頭といった産業構造の変化が同時進行したこともあって、様々な業界で大規模な企業再編を迫られた。こうした企業再編過程で M&A が活発に利用された。また同政権による 1981 年の大規模減税策の一環としての法人税における諸優遇措置（投資減税等）は、企業に余剰資金をもたらして M&A 活動を活発化させ、同時に富裕層を対象とした減税は 1970 年代から続く機関投資家の資産急増を促し、それらに M&A に関連する資金の提供役を果たさせた。さらに 1984 年に司法省が M&A に関するガイドラインを改正して独占禁止法を緩和したことも、同時期の M&A 活動を活発化させた大きな要因となった。

こうした背景の下に生じた 1980 年代の M&A ブームは、1984 年前後を境に前半と後半とで異なる特徴を持つ。まず前半は、一方で第三次ブームの主役であったコングロマリットが期待した収益を上げられず、不要な事業部門を売却するという事業再構築の動きがあり、他方で大企業による本業との関連を重視した多角的かつ大型の M&A が盛んに行われたことを大きな特徴とする。GE やエクソン、モービルといった大企業が一件 10 億ドルを超える大型買収を行うとともに、モルガン・スタンレーのような投資銀行がその仲介、しかも敵対的買収の仲介をも多額の手数料を取って行うようになった⁽⁶⁾。この時期を境に、投資銀行の M&A 関連業務がきわめて収益性の高い業務として確立したと言える。

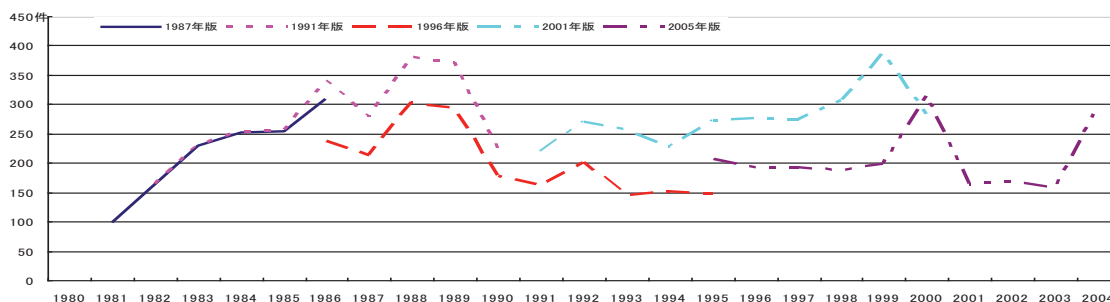
次に後半の特徴は、いわゆる「乗っ取り屋 (raider)」による敵対的買収と、M&A 手法としてのレバレッジド・バイアウト (Leveraged Buyout : LBO) やジャンクボンド (junk bond : 非投資適格債券) の利用などに代表される、マネーゲーム的 M&A が増大したことである⁽⁷⁾。図表 2-2, 2-3 によれば、1980 年代後半に LBO の件数とジャンクボンドの発行額が急拡大している。LBO では買収資金のほとんどが、ターゲットにされた企業の資産や将来のキャッシュフローを担保とする負債によって調達される。それが可能になったことと、非投資適格の格付しか持たない主体もジャンクボンドを発行できるようになったことで、買収側の調達可能資金は急拡大した⁽⁸⁾。こうした 1980 年代後半の LBO ブームにおいても、その M&A に際して助言を行い、また買収資金の調達を仲介したのは投資銀行であった。

⁽⁶⁾ 松井,前掲書,8-10 頁。

⁽⁷⁾ 投資ファンド KKR (コールバーグ・クラビス・ロバーツ) などに代表される会社乗っ取り屋の典型的な手法は、実際に企業を乗っ取ったうえで企業のリストラを行い PER, 株価などを上昇させたうえで、転売してキャピタルゲインを得ることである。加えて、実際に企業を買収せず、買収標的企業の株式の一部を買い集めて経営者に対して買収の脅しをかけ、時価より高い株価で持ち株の買戻しを迫ることによっても乗っ取り屋は莫大な利益を得た (松井・奥村,前掲書,58-59 頁)。

⁽⁸⁾ 松井,前掲書,14-22 頁。1980 年代にジャンクボンド市場を生み出したのは、ドレクセル・バーナム・ランバール (Drexel Burnham Lambert) 社のマイケル・ミルケンである。

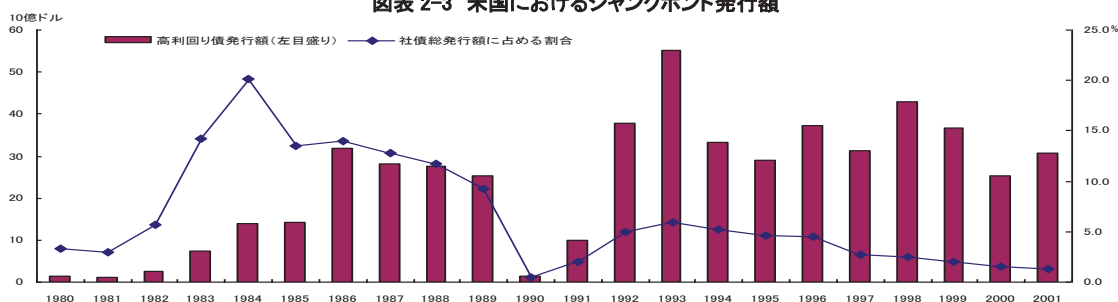
図表 2-2 米国における LBO 件数



(注) Mergers&Acquisitions 誌の Almanac は各年によってデータ・ソースが異なる場合があり、また随時過去のデータの修正なども行っているため、グラフが繋がらない。特に数値に大きな差異が生じるのは各データ・ソースによって LBO の定義が異なることが主因と想定される。

(出所) Mergers&Acquisitions 誌の各年版 Almanac より作成

図表 2-3 米国におけるジャンクボンド発行額



(出所) SIA(2002), p.24 より作成

LBO を中心とするマネーゲーム的な敵対的買収の波は 1989 年をピークに急速に収束に向かい、それとともに第四次 M&A ブームも終結した。そうした敵対的買収が減少した理由については様々なことが指摘されている。具体的には、1986 年税法改正に基づく企業売却から生じるキャピタルゲイン税率優遇措置の廃止、全米各州の企業買収防止法が 1980 年代後半に連邦最高裁判所の判決で認められるようになったこと、ブラック・マンデーによる株価暴落・景気後退とそれに伴う買収側の買収余力の低下、企業による各種敵対的買収防衛手段の強化、そして 1990 年ドレクセル社倒産に伴うジャンクボンド市場の崩壊などが挙げられる。ブームの収束とともに、投資銀行の M&A 関連業務も一時的に縮小することになった(図表 1-3 を見ても、1989 年から 1990 年代初頭にかけて、その他証券関連収益のシェアが縮小している)。

2. 1990 年代の M&A ブーム

第四次 M&A ブームが、LBO の行き過ぎに対する若干の見直しを伴いつつ 1989 年前後をピークにいったん収束した後、1990 年代前半以降、米国経済が回復基調に入るにつれて M&A も再び拡大する。この拡大は 1990 年代末まで続く第五次 M&A ブームへとつながった。1980 年代のブームとの大きな違いは、その規模が圧倒的に大きいことである(図表 2-1 参照)。同時期には取引金額が 100 億ドルを超える超大型 M&A も発生するようになった。

た。すでに1980年代にM&A関連業務を主要業務として確立していた投資銀行にとって、巨額の儲けを稼ぎ出す好機が来たと言える。

第五次ブームの最大の背景は、1990年代を通じた経済の長期的拡大と株式市場ブームである。特に情報・通信産業、メディア産業、サービス業、金融業など、景気拡大と株式市場ブームを先導した主体が、同時期のM&Aを積極的に行う主体にもなった。

第四次ブームと異なる特徴として、第一に、M&Aの中心主体が乗っ取り屋から企業へ移ったことである。1990年代には、戦略部門の規模拡大のためのM&A、非戦略事業のスピンオフ、事業再構築（人員削減・資産売却・財務再構築）のためのM&Aといった、企業による「戦略的M&A」が中心になった。ジャンクボンド市場が1992年以降復活する一方、LBOはそれほど顕著には増加しなかった（図表2-2、2-3参照）ことは、1980年代後半に盛んに行われた主にジャンクボンドを利用したマネーゲーム的LBOが減少したことを象徴している。また敵対的買収も1980年代と比較して1990年代には減少した⁽⁹⁾。第二に、M&A手法に大きな変化が見られた。同時期の長期的株式市場ブームを背景に、株式交換によるM&Aが多く見られるようになった⁽¹⁰⁾。株式交換では、株価（時価総額）が高ければ、売却側企業にとっては企業を高く売却できるし、買収側企業にとっては有利な交換比率でM&Aを実行できたり、資金調達が楽になったりする⁽¹¹⁾。第三に、同時期のM&Aブームは、米国企業が関与するクロス・ボーダーM&A、特に米国企業が外国企業を買収するM&Aの拡大によって促進された⁽¹²⁾。こうしたクロス・ボーダーM&Aの拡大は、同時期のグローバル化と規制緩和の進展とともに、国際競争を生き残るためのM&A、特に米国企業と欧州企業・アジア企業の間でのM&Aが盛んに行われたことによる。

以上のように、M&A規模の大型化、戦略的M&Aの増加、クロス・ボーダーM&Aの拡大などの特徴を持つ1990年代のM&Aブームの下で、投資銀行は、M&A部門の拡大や海外部門の増設など、積極的かつ敏速な対応を採ることで、M&A関連業務収益をさらに拡大させることができた。ところでこの第五次M&Aブームも、2000年末のITバブル崩壊や証券市場における大規模不祥事などの影響で2001年以降収束した。しかし米国のM&Aは、2003年から再び回復軌道に入り2005年時点で1997年とほぼ水準まで回復している⁽¹³⁾。この拡大は国際金融・経済危機が発生する2007年まで続き、これを第六次ブーム

⁽⁹⁾ Schwert(2000)参照。

⁽¹⁰⁾ たとえばMergers&Acquisitions誌の1990年版・1996年版のAlmanacによると、M&Aの支払いに占める、すべて株式（自社株に限らない）によって支払われた比率は、1989年では6%であったが、1995年では21.7%となっている。

⁽¹¹⁾ 一方、株式交換を利用したM&Aが活発化する中、株価が過大評価されている企業が過小評価されている企業を、合併後のシナジー効果など考慮せずに株式交換により買収する動きも一部で見られた（Martynova and Renneboog(2005),p.9）。

⁽¹²⁾ Mergers&Acquisitions誌の1996年版・2000年版のAlmanacによると、1989年では米国企業が外国企業を買収するケースが379件、外国企業が米国企業を買収するケースが702件であったのに対し、1999年では前者が1,452件、後者が1,034件となっていた。

⁽¹³⁾ 図表2-1との厳密な継続性はないが、2002年の米国企業が絡むM&A（公表案件）の件数は7,026件、合計金額は4,395億ドルだったが、徐々に拡大した結果、2005年ではそれぞれ9,045件、1兆1,313億ドルまで回復している（Thomson Financial）。

と呼ぶこともある。その特徴は、特に PE ファンドに代表される買収ファンドの果たす役割が再び高まったことである。PE ファンドについては、次章及び四章でも言及する。

Ⅲ. 投資銀行の M&A 関連業務が巨額の収益を生み出した要因

米国における 1980 年代以降の M&A 市場の拡大を確認した。すでに部分的に指摘した通り、同時期の M&A 市場の拡大は投資銀行の行う M&A 関連業務の拡大と同時進行で進展し、同時期を通じてそれは投資銀行の主要業務となった。本節ではまずそうした投資銀行の M&A 関連業務について簡潔にまとめたうえで、投資銀行がそうした業務を行う中で、I 節で指摘した巨額の収益をいかに生み出したのか追求する。

1. 投資銀行の M&A 関連業務

投資銀行の M&A 関連業務には M&A に絡む様々な業務が含まれる。たとえば、企業間 M&A において、ある企業が別の企業を買収したり、別の企業に子会社・事業部門・資産などを売却したりする場合に、また、ある企業が敵対的買収の標的になったとき経営陣が当該買収を拒否し防衛措置をとる場合に、買収側企業、売却側（防衛側）企業の双方にアドバイザーとして投資銀行がつく⁽¹⁴⁾。投資銀行は弁護士や公認会計士なども含む M&A チームを結成して当該 M&A に関する様々な助言を行い、相手企業やそのアドバイザーとの様々な交渉・契約などを代行する。具体的な業務内容としては、買収（売却）候補企業の洗い出し、事前精査、買収（売却）価格の決定を中心とする M&A に関わる諸費用の算出、候補企業側との交渉・契約、買収方法の決定（現金買収か株式交換かなど）、敵対的買収の防衛の場合は防衛方法の決定などが含まれる。これらが投資銀行の M&A 関連業務の中核としての M&A 仲介業務である。

しかし投資銀行の役割はそれだけに留まらない。M&A に関連して企業が買収資金・防衛資金取得のために資金調達を行う必要があるればその支援（アレンジ）を行い、それが証券発行を通じる場合はその発行引受を行い、借入の場合は投資銀行自体がその資金をつなぎ融資の形で一時的に提供したりする⁽¹⁵⁾。また資金提供のためのファンドを組成することもある。

このように企業間 M&A に関連する様々な業務に投資銀行が積極的に関与するのであり、これらが M&A 関連業務と呼ぶものの実体である⁽¹⁶⁾。投資銀行やその他の主体が M&A に

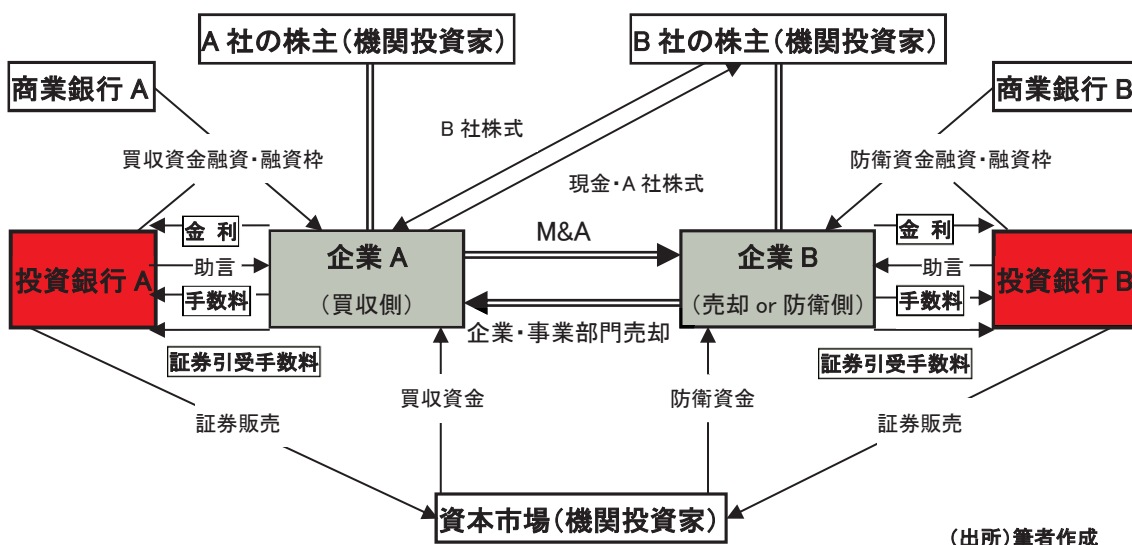
(14) 敵対的買収が活発になる契機として指摘されるのが、1974 年のカナダのインターナショナル・ニッケル社によるエレクトリック・ストレージ・バッテリー社（ESB）の敵対的買収を、一流投資銀行であるモルガン・スタンレーが仲介した事例である。このとき ESB 側について防衛の仲介を行ったのが同じく一流投資銀行のゴールドマン・サックスであった。ゴールドマン・サックスは敵対的買収の防衛の第一人者として確固たる地位を築き、1980 年代には市場シェア 50%以上を占めた（斎藤訳(1999),115-122 頁）。

(15) こうした融資は商業銀行が行ったり、複数の金融機関が参加するシンジケート・ローン形態をとることも多く、特に当該 M&A が LBO である場合はリスクが高い分、利ざやも非常に大きくなる。

(16) 本章では、主に企業間 M&A のみを分析対象とし、たとえば買収ファンド（PE ファンドやベンチャーキャピタルなど）による M&A や、投資銀行自体が未公開企業株を中心に買い手となる M&A（マーチャント・バンキング業務やプリンシパル・インベストメント業務）などについては、1980 年代後半以降

どのように関与するかについての概観は、**図表 2-4** を参照されたい⁽¹⁷⁾。なお M&A 関連業務では、一握りの一流投資銀行のシェアが極めて高くなる傾向にある⁽¹⁸⁾。その理由は、第一に、それらが有能な人材、様々な業務を通じて蓄積された市場情報、資金調達手段へのアクセスなどを独占的に保持しており、それらを元に数多くの過去の M&A 成功実績を持つからである⁽¹⁹⁾。第二に、それらが機関投資家との既存の関係を広範に保持するからである。機関投資家との関係が M&A を首尾よく完了させるうえで重要な役割を果たすことについては後述する。第三に、M&A 仲介は特定の個人の能力・名声に非常に左右される業務であるが、一流投資銀行しかそうした「スタープレイヤー」を雇うための高額の報酬を支払えないからである。これらの理由から極めて高いシェアを示す一握りの一流投資銀行には、当然圧倒的に巨額の収益が生み出されることになった。

図表 2-4 M&A における投資銀行、企業、機関投資家の連関と資金の流れ



(出所)筆者作成

2. M&A 関連業務が巨額の収益を生み出した要因

本来 M&A 自体は、M&A を行う当該企業二社と被買収側企業の株主の間で完結しうるものである。しかし上述の通り、M&A に関しては調査、交渉、買収価格算定、契約文書作成、資金調達支援など様々な付随業務が伴うのであり、また M&A の規模や複雑性は時

M&A 市場においてそれらが重要な位置を占めること、また投資銀行の収益にとってもそれらが重要な役割を果たすことを認識しつつ、基本的に対象外とする。

⁽¹⁷⁾ 投資銀行の M&A 関連業務に関しては、Smith and Walter(1990),pp.493-506, 西村(2005),186-267 頁などを参照。

⁽¹⁸⁾ たとえば 2005 年の米国企業が関与した全 M&A (公表案件:買収金額ベース)において仲介を行った金融機関を見ると、ゴールドマン・サックスが 35.6%,モルガン・スタンレーが 31.7%,次いで銀行系の J.P.モルガン・チェースが 23.6%,シティグループが 20.6%,再び投資銀行のリーマン・ブラザーズが 19%,メリル・リンチが 18.8%のシェアを占めている。一つのディールに複数の金融機関が絡むため、シェアの合計は 100%にならない (Thomson Financial)。

⁽¹⁹⁾ Kosnic and Shapiro(1997),p.9, Rau(2000),pp.312-313 などを参照。

代を経るとともに増している。こうした複雑な諸業務を行うには高度な専門知識と経験、資金調達に関するアレンジ力などが必要になるが、それを個別企業が独自に行うのはきわめて困難である⁽²⁰⁾。したがってそれらを総合的に保持する投資銀行、特に少数の一流投資銀行には M&A の専門仲介役として存在意義が見出され、それらの提供する M&A 関連業務には見返りとして企業から巨額の手数料が支払われることになる。ただこうした M&A 関連業務の特殊性・複雑性を指摘しただけでは、米国投資銀行が 1980・90 年代にそこから巨額の収益を生み出した説明として不十分である。M&A 関連業務が同時期に米国投資銀行に巨額の収益を生み出した理由として、少なくとも以下二点を指摘すべきである。第一に、同時期に米国投資銀行主導の下で M&A 関連業務自体が急速に拡大したことであり、第二に、M&A 関連業務から生み出される収益が複合的性格を持っていたことである。

(1)投資銀行主導の M&A 関連業務の拡大

まず指摘すべきは、1980・90 年代に M&A 関連業務自体が急速に拡大したために、投資銀行の M&A 関連業務収益が拡大したということだ。前節で確認した通り、同時期に二度の M&A ブームが生じる中で M&A の案件数と規模が急速に拡大したため、それに伴って当然投資銀行の M&A 関連業務も拡大した。しかしそれだけでは M&A ならびに M&A 関連業務拡大の表層を捉えたに過ぎない。留意しなければならないのは、同時期の M&A 関連業務拡大が M&A ブームに依っていたということは、それが投資銀行にとって安定的な収益源とは言えないということである。ブームはあくまで一過性であり、その終結とともに当然投資銀行の関連業務は大幅に縮小し、関連収益も縮小してしまう。そこで投資銀行はブームができるだけ継続・拡大する事を望むだろう。ここで注目すべきは、M&A の大部分は企業側の要因によって決まるため M&A 関連業務の拡大・縮小も投資銀行にとって基本的には受け身であるが、実際には、M&A 関連業務の拡大をある程度投資銀行自ら促進しえたことである。投資銀行がそれを行うことができた重要な要因は二つある。

第一の要因は、投資銀行が、企業、機関投資家との間の既存の取引を通じたネットワークを M&A 関連業務の拡大のために有効活用できたことである。特に一流投資銀行は、既存の業務を通じて、大企業、大機関投資家と広範な結びつきを有している。それが M&A 関連業務を実行し、新たに開拓していくうえで有利に働いた。まず、投資銀行と企業とは、主に証券発行引受業務等を通じて取引関係を持つが、それら企業が M&A に関与する際、アドバイザーを主要取引投資銀行に依頼することが多い。投資銀行にとっては M&A 関連業務は既存の取引の保持・拡大・開発のための手段となるし、企業の内部情報を得たり、企業の最高経営責任者などとの人的つながりをさらに強化する手段にもなる⁽²¹⁾。次に、投

⁽²⁰⁾ Servaes and Zenner(1996)は、当該 M&A において、取引費用や、契約費用、情報の非対称性が大きければ大きいほど、M&A において投資銀行が利用される可能性が高まることを指摘している

(pp.790-794)。また Kosnic and Shapiro *op.cit.*は、M&A 仲介業務の特殊性・複雑性が顧客企業に対する投資銀行の優位性を与えていると指摘している (pp.9-10)。

⁽²¹⁾ 松井・奥村,前掲書,226-227 頁参照。

資銀行と機関投資家とは、伝統的な証券売買業務や前章でも確認した資産運用業務などを通じて密接な結びつきを持つ。M&A では、当該企業株式の大量保有者であり、買収・防衛企業が発行し投資銀行が引き受けた証券の埋め込み先にもなる機関投資家がキャスティング・ボートを握っており、投資銀行にとっては機関投資家との既存の結びつきが M&A を成功させるうえで有効に機能する。投資銀行はこうした企業や機関投資家との広範なネットワークを組織・統治することができたために、それを活用して多くの M&A を成功させて自らの評判を高めるとともに既存のネットワークを強化・拡張でき、それによってさらに M&A 関連業務を拡大させることができた⁽²²⁾。

第一の要因がある意味で投資銀行の「正攻法」だとすると、第二の要因は「裏技」に該当する。第二の要因は、投資銀行が、1980 年代以降の株式市場ブームと M&A ブームから収益を得ただけでなく、自ら率先してそうしたブームを創り出すことを通じて、M&A 関連業務をある程度まで自ら拡大させることができたことである。上述のように、M&A ブームが収縮すれば当然 M&A 関連業務も縮小し、株式市場ブームが崩壊し株価が下落すれば M&A 案件も減るので、投資銀行は常にブームを煽り続ける動機を持つ。加えて、グローバル化の進展や情報技術革新、「ブティック」と呼ばれる M&A 専門業者の新規参入など、投資銀行の M&A 関連業務を取り巻く競争環境も次第に変化した⁽²³⁾。したがって投資銀行が M&A 関連業務収益を確保するためには、企業や機関投資家を株式市場ブームと M&A ブームに巧みに引き込み続ける必要がある。そこで投資銀行は、企業を M&A に駆り立てるために、多くの案件を自ら持ち込むとともにブームに乗り遅れないよう競争を煽り、株式市場ブームを維持するために、自己勘定取引で株価を買い支えたり、投資銀行の調査部門に在籍するアナリストに投資銀行業務部門に有利になるようなレポートを出させ、株価を維持させる役割を果たさせたことも指摘される⁽²⁴⁾。こうしたブームを自ら生み出す「裏技」を駆使して、投資銀行は M&A 関連業務を拡大させることができた。

以上二点が、1980・90 年代にある程度まで米国投資銀行自身が M&A 関連業務を拡大させることができた重要な要因であり、こうした M&A 関連業務自体の拡大が M&A 関連業務収益の拡大に直結した。

⁽²²⁾ 松井,前掲書,4 頁などを参照。なお投資銀行と企業、機関投資家とのネットワークは商業銀行のそれとは異なり、基本的には案件ごとに完結するトランザクショナル (transactional) なものの結合体なので、投資銀行は取引先との長期的な関係をさほど考慮することなく多くの M&A 案件に関与することができる。

⁽²³⁾ Deloitte(2012a)などを参照。

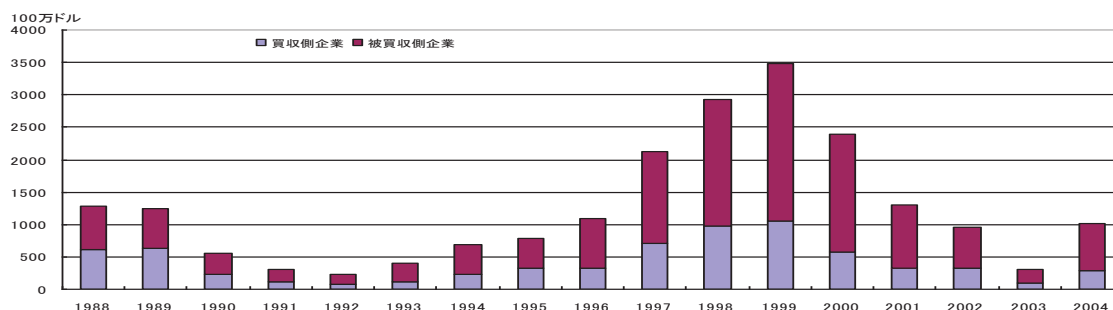
⁽²⁴⁾ こうした投資銀行による積極的な M&A (買収, 売却, 防衛) 案件の「持ち込み」の事実には、多くの金融実務経験者が証言するところである (たとえば, 東江訳(2006),386-389 頁, 三川訳(2007),141-180 頁, 石上他(2007),70 頁, 斎藤訳(2010a),394-407 頁などを参照)。一方で、そうした M&A 案件の多くが、市場シェアの維持・拡大と手数料収入を目的とした投資銀行が、質の悪い案件でも顧客に積極的に推奨して M&A 実績を積み上げようとするという、顧客との間の利益相反的慣行を伴ったため、実際には M&A を実施した企業の企業価値向上につながっていないことも指摘されている (Plaksen(2010)などを参照)。また Lin et al. (2005)は、投資銀行に在籍するアナリストは投資銀行業務部門 (引受や M&A など) の顧客企業の「買い推奨」をなかなか引き下げないなど、公平性を持った評価をしていないことを指摘している。

(2)M&A 関連業務収益の複合的性格

M&A 関連業務収益の拡大は、上述の通り、主要にはそれら業務自体の拡大に基づく。加えて、M&A 関連業務の収益構造にも、収益拡大の重要な要因があった。すなわち、M&A 関連業務は投資銀行にとって収益上旨みのある業務であったということである。投資銀行にとっての M&A 関連業務の旨みは、M&A 関連業務の収益構造の複合的性格に基づく。

まず M&A 関連業務収益の第一は、M&A 仲介手数料である。図表 2-5 を見ると、すでに確認した M&A 市場の拡大に歩調を合わせて、投資銀行の取得した M&A 仲介手数料も巨額に上っていることが分かる。M&A 仲介手数料には大きく分けて二つの決定方式がある。第一が、M&A が成功するかどうかにかかわらず決定される固定的な手数料であり、第二が、M&A が成功したときに支払われる成功報酬的意味合いを持つ変動手数料である。特に買収側企業のアドバイザー投資銀行に支払われる手数料は、多くの場合、成功報酬的な変動手数料構造を採る⁽²⁵⁾。この変動手数料はリーマン方式 (Lehman Formula) と呼ばれる方式を基準に決められることが多く、目安として取引価格が 100 万ドルまでの場合はその 5%、200 万ドルまでは 4%+ α 、300 万ドルまでは 3%+ α 、400 万ドルまでは 2%+ α で、400 万ドル以上の場合は 1%+ α となっている⁽²⁶⁾。こうした仲介手数料に限って言えば、投資銀行の主要業務である証券の発行引受手数料よりも低く設定されており、広く考えられているよりも実際にはかなり低いとも認識できる⁽²⁷⁾。

図表 2-5 投資銀行に支払われた仲介手数料



(注) Mergers&Acquisitions 誌の Almanac. 1995 年までは 1996 年版, それ以降は 2005 年版を使用。ただし 1996 年版のデータと 2005 年版のデータに厳密な意味での継続性はない。

(出所) 図表 2-2 と同じ

しかしここで注目すべきは、投資銀行が M&A 仲介業務を行う中でほとんどリスクを取っていない点である⁽²⁸⁾。引受業務では、発行された証券を投資銀行が自己資金で一括で買

⁽²⁵⁾ McLaughlin(1990)によれば、1980 年代前半において、買収側企業のアドバイザー投資銀行に支払われる手数料は 80%が M&A 成功時のみに支払われる変動手数料形態をとっていた (p.221)。

⁽²⁶⁾ 西村,前掲書,205-206 頁を参照。また McLaughlin *op.cit.*によれば、1980 年から 1985 年の手数料 (買収側・被買収側の双方を含む。また手数料形態としては固定型・変動型の双方を含む) の平均は買収金額の 1.29%で、10 億ドル以上の M&A に限れば 0.6%であった (p.220)。さらに Kosnic and Shapiro *op.cit.*によれば、モルガン・スタンレーの手数料基準では、1 億ドルの M&A で 1%、5 億ドルで 0.5%、10 億ドルで 0.4%、40 億ドルで 0.23%であった (p.12)。

⁽²⁷⁾ McLaughlin *op.cit.*によれば、M&A 仲介手数料率は証券引受手数料率のおよそ半分であった (p.213)。

⁽²⁸⁾ 高田,前掲書は、投資銀行が基本的には自ら大きなリスクを取る金融仲介機関ではないことと、リスクを商品化し投資家に転嫁することが投資銀行の業務の本質であることを指摘している。

い取るため、機関投資家などへの転売が完了するまで一時的にリスクを取ることになるし、場合によっては売れ残りが出るリスクも存在するなど、多少なりともリスクが存在する。しかし M&A の仲介のみを行う限りでは自己資金を投入することなく、契約企業から手数料を取得できる。したがって M&A 仲介業務の収益性は極めて高いと言える。一方で上述の通り、この手数料は買収金額に比例して決定され M&A の規模が大きくなればなるほど大きな手数料を得られるため、リスクを取らない投資銀行には M&A の規模・買収金額をできるだけ大きくしようとする動機が生まれる。さらに成功報酬型の変動手数料では M&A に失敗すれば儲けが得られないため投資銀行は是が非でも成功させる必要があるが、万一失敗しても所定の必要経費は基本的に企業側の負担となるので大損をすることはない。このように、投資銀行と契約企業の間にはある種の利益相反構造が存在し、この構造を元に同時期に投資銀行は企業に対して M&A の大規模化を促して、実際に巨額の手数料を取得できたと考えられる⁽²⁹⁾。

次に M&A 関連業務収益の第二は、M&A に関連する企業の資金調達のアレンジからの収益である。M&A に関連して企業は外部資金調達を行うことが多く、その資金調達は証券発行か借入を通じて行われ、前者の場合は仲介投資銀行が発行引受を行うことが多く、後者の場合も同じ投資銀行がつなぎ融資として一時的に資金を提供し、その後、証券発行（この証券も同じ投資銀行が引き受ける場合が多い）を通じて調達した資金によってすぐ返済される場合が多い⁽³⁰⁾。これらを通じて投資銀行には金利・手数料収益が付随的に発生するが、特に LBO などでは通常の企業向け貸出や発行引受よりもかなり高い金利・手数料を設定することもできる。このように投資銀行は M&A に関連する企業の資金調達をアレンジすることで利益を得るが、それは投資銀行にとってますます重要なものになってきている⁽³¹⁾。上述のように、M&A に絡む証券発行引受は手数料業務ではあるが多少のリスクを伴う。しかしそうしたリスクは熟練した投資銀行であれば比較的容易に機関投資家などに転嫁可能であろう。さらにこの業務では引受手数料の他に、うまくいけば引き受けた証券を機関投資家に高く転売することでキャピタルゲインも生み出されうる。首尾よく転売できればその後の M&A の成否とも関係がないため、成功報酬型の M&A 仲介業務よりも投資銀行にとってさらに割のよい業務と言えるかもしれない。

以上のように、M&A 仲介手数料と資金調達アレンジ収益という M&A 関連業務収益の二段階性が収益上の大きなメリットであり、そうした業務がいずれも基本的に大きなリスクを取ることがないという性質が、投資銀行にとってそうした業務の魅力をさらに高めた。

結び

1980・90 年代に米国投資銀行が M&A 関連業務から巨額の収益を生み出したのは、第一に、それらが既存の業務での関係を最大限活用して自ら M&A ブームを巧みに誘導・

⁽²⁹⁾ McLaughlin *op.cit.*,p.227, Kosnic and Shapiro *op.cit.*,p.11 などを参照。

⁽³⁰⁾ 松井,前掲書,4 頁などを参照。

⁽³¹⁾ McLaughlin *op.cit.*,p.212 参照。

促進し、M&A 関連業務をある程度まで自己増殖できたからであり、第二に、M&A 関連業務自体が収益の二階建て構造とリスクを取らない業務という性質によって、投資銀行にとって非常に旨みのある業務であったからであった。本章で確認した通り、ここでは企業や機関投資家に対する投資銀行側の積極的働きかけが顕著に見られ、前章で検討した資産運用関連業務と比べても、関連サービスの需要主体である企業（や資金提供役の機関投資家）側がそれを強く求めたという側面よりも、それを提供する投資銀行側の主導性がより強く表れていると認識することができる。

M&A 後の企業が高収益を上げ続け、その株価も上昇し続けるならば、M&A に関与する投資銀行、企業、機関投資家すべてが利益を享受できるかもしれない。しかしそうした状況が長期的に続くことは想定しづらく、何らかの要因で企業収益が落ち込んだり株価が下落したりすると、M&A ブームの中で巨額の手数料を投資銀行に支払うと同時に大量の負債を負った企業の経営は急激に悪化するだろうし、リスクの高い証券を購入させられた機関投資家やブームに乗せられて同証券を購入した個人投資家は大損することになるだろう。しかし、そもそも基本的に大きなリスクを取っていない投資銀行だけは、儲けを減らすことはあっても大損することはない。それだけでなく、終章で指摘するように、こうした M&A ブーム自体が企業の金融化の重要な要素であり、それは広範な経済的・社会的負担を追加的に発生させるものでもあった。その意味で、そうしたスキームを創り出し、同時期に M&A 関連業務から巨額の収益を取得した米国投資銀行は、その収益の大部分を他の経済主体の犠牲の下で初めて生み出すことができたといっても過言ではない。

第三章 金融化と影の銀行システム

2007年春に米国住宅金融市場を舞台に突如として顕在化し、2008-9年にかけて多方面に展開した金融危機は、米国内の金融システム危機に留まらず、株価急落と全般的信用収縮を伴う国際経済危機に発展した。この金融・経済危機に対しては、その原因、実態、対策などを巡り、様々な立場から数多くの検討がなされてきた。それらにより、複雑な諸要素が幾重にも絡まり合い、次々と新たな問題を現出させながら進展した今次の危機は、現象としては全容把握されつつある⁽¹⁾。

一方でこれまでの議論の多くは、今次の危機のより深奥にある背景を見過ごしている。すなわち、今次の危機の背景に、1970年代後半以降の現代資本主義の変化と特質、つまり金融化という現象が存在する事実を捉えきれていない。それに対し金融化アプローチの諸研究は、今次の危機を金融化という歴史的文脈で捉えようと試みる⁽²⁾。そして、彼らが金融化と今次の危機とを結び付ける重要な要素と認識するのが、「影の銀行システム(*shadow banking system*)」である。それらによると、1980・90年代に規模と範囲を拡大させ続けながら進展してきた米国の金融化は、2000年代に入りギアを一段上げ、その大部分は影の銀行システムの急拡大によって特徴付けられる。

影の銀行システムの急拡大が金融化に持つ諸影響のうち、特に重要なのは、それが金融取引を仲介する多様な主体を生み出し、それらの間の複雑な連関が金融取引の種類と規模を増大させ、そのことが金融部門の業務を変容させその収益を急激に膨張させたことである。詳しくは本章で記すことになるが、それらを先取りするならば、第一に、影の銀行システムは、金融仲介のプロセスをより細かく分解するとともに延長させた。そして、その金融仲介のますます大きな部分が、銀行ではなく、投資ファンド、MMMF、ヘッジファンド、PEファンド、多様な特別目的体(*special purpose entity* : SPE)など、規制のあまりかからない多様な新しい仲介主体によって担われるようになった。第二に、影の銀行システムの下での新しい金融仲介は、金融技術革新によってもたらされた新しい技術を駆使した証券化(仕組み金融取引)と市場での担保付短期資金調達をベースとし、それらを用いて各仲介主体が行う複雑かつ重層的な取引は、金融取引の種類と規模を急速に増大させた。第三に、この展開は、金融部門の業務を変容させた。銀行業では、預金と企業向け貸出の利ざやによって収益を生み出す伝統的銀行業務から、また証券業では、主に株式や債券の発行引受や証券売買の仲介などによって手数料を得る伝統的証券業務から、影の銀行システムに付随して発生した多様な手数料業務や、そこから派生・増殖した新しい金融商品への自己勘定での投資などへと、中心的業務がシフトした。そしてそれらは同時期に金

⁽¹⁾ 今次の危機を巡る分析のうち最も包括的で綿密なのが、いずれも2011年に公表された、米国金融危機調査委員会による報告書(FCIC(2011))と米国上院国土安全保障委員会常設調査小委員会による報告書(U.S. Senate(2011))である。

⁽²⁾ 金融化アプローチによる今次の危機に対する初期的分析として、Blackburn(2008)、Lapavitsas(2008)、Crotty(2008)、Dore(2008)、高田(2008b)などがあり、それらの総括的な分析として、Wolfson and Epstein(eds.)(2013)などがある。

融部門に巨額の収益をもたらす重要な要素となった

このように影の銀行システムの拡大は、1970年代後半以降展開してきた金融化を2000年代に量的・質的両面で大きく変容させた。一方、次章の結びで検討するように、その影の銀行システムの拡大自体に、1970年代後半以降展開してきた金融化（特に一章で確認した1980年代以降の資金循環構造の変化）が重要な役割を果たしていた^③。そうした金融化と影の銀行システムの相互関係のなかで、今次の危機は、2000年代の金融化のきわめて重要な要素としての影の銀行システムが必然的に収縮・崩壊し、それが現代資本主義の矛盾を一挙に噴出させている過程、として捉えられる。金融化と影の銀行システムの相互関係を踏まえるならば、今次の危機は、2000年代の特殊な状況下で例外的・突発的に発生したものであるものとしての側面と、金融化の下で度々発生してきた様々な危機と究極的には源流を同じくするものとしての側面の両面から、つまり、その特異性と連続性の両面から理解される必要があるだろう。

本章と次章では、2007-9年の金融・経済危機を手掛かりに、2000年代に急速に進展した金融化、金融機関収益の急速な拡大の内実を探っていく。まず本章では、2000年代の金融化と今次の危機とを結びつける影の銀行システムに焦点を当て、それがどのように急拡大し、なぜ必然的に収縮・崩壊することになったか、その過程を追う。

I. 影の銀行システムとその拡大

1. 影の銀行システムとは何か

まず、影の銀行システムについて確認しておこう^④。影の銀行システムは、広義には、「正規の銀行システムの完全に外部に存在するか、一部が外部に存在するような事業体や活動を含む金融仲介のシステム、端的に言えば非銀行型の金融仲介」を指す^⑤。一方、狭義には、そうした金融仲介とそこに内在するリスクが、「証券化」と「担保付短期資金調達（ホールセール・ファンディングとも言う）」を通じて複数のプロセスに分解されたうえで再結合され、それらが様々な「影の銀行（shadow bank）」主体によって担われるネットワークを指す^⑥。一般に、金融仲介主体が金融仲介で果たす主要な機能は、信用変換と満

^③ 影の銀行システムが2000年代の金融化を変容させた事実については、Stockhammer(2013),p.517などを参照。逆に、1970年代後半以降の金融化が影の銀行システムの拡大の背景にあったという指摘は、先行研究ではほとんど見られず、本稿の重要な貢献であるとする。

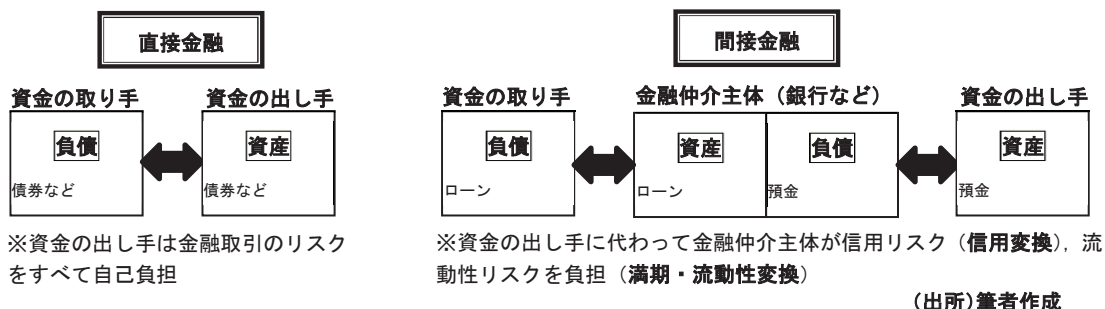
^④ 影の銀行システムという用語は、資産運用会社PIMCOのポール・マカリー（McCully(2007)）が初めて使用したとされる。以降、同じPIMCOのビル・グロスやニューヨーク大学のヌリエル・ルービニらが頻繁に使用し、Financial Timesなど主要メディアでも取り上げられるようになった。最近では世界中の政府や金融規制当局、国際機関なども大きな注目を寄せており、それらの研究者による多くの学術論文や調査報告、議会証言などでも使用・分析されるようになっている。我が国での初期的注目としては、金子、デウィット(2008)などがある。

^⑤ FSB(2013)p.5。ただし国際的なマクロ金融の安定化を存在目的とする金融安定理事会（FSB）は、将来的にはシステムック・リスクを及ぼしうる金融仲介活動に対象を限定していく必要性も同時に主張している。

^⑥ Pozsar et al.(2010),p.1, Claessens et al.(2012),p.4。なおここでの証券化は、第一章で言及した広義の証券化（証券ベースのマネーフローの拡大。いわゆる直接金融化とほぼ同義）とは異なり、それらの一部を構成する狭義の証券化（資産の証券化）を指す。具体的には、キャッシュフローを生み出す何らかの資

期・流動性変換とされる（図表 3-1 参照）。影の銀行は、影の銀行システムの仲介主体として、銀行とは異なる形で、すなわち証券化と担保付短期資金調達 of 複雑な連鎖プロセスを通じて、資金の最終的な出し手と取り手を仲介し、その過程でそれら金融仲介機能のすべてまたは一部を果たす⁽⁷⁾。

図表 3-1 一般的な金融仲介としての直接金融と間接金融



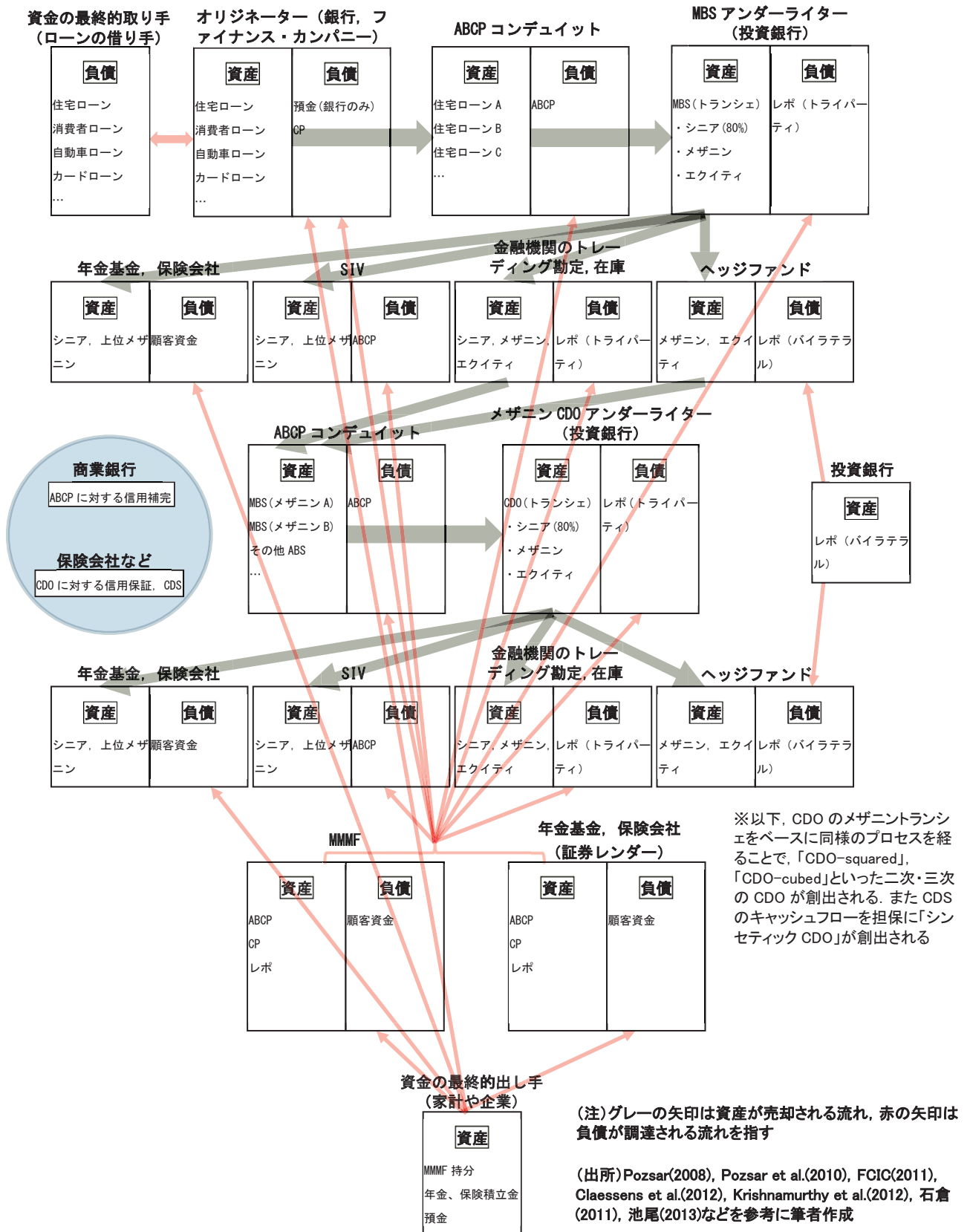
ここで影の銀行の諸特徴を整理しよう（図表 3-2 参照）。まず、連邦預金保険公社 (FDIC) に付保された預金で資金調達を行うことで取り付けへの耐性を持ち、FRB の最後の貸し手機能＝ディスカウント・ウィンドウ（連銀貸出）へのアクセスを持つことで緊急時の流動性支援を受けると同時に、公的規制（支払準備率規制や自己資本比率規制など）の対象にもなるのが「現実の銀行（real bank）」である。それに対し、影の銀行は、預金による資金調達を認められず、主に資産担保 CP（asset backed commercial paper : ABCP）などの短期債券を発行するか、レポ取引など有価証券を担保にした市場からの短期借入によって資金を調達する。これら資金を提供するのは、最終的な資金の出し手としての家計や企業から資金を集中した機関投資家（ MMMF や年金基金など）である（影の銀行のバランスシートの負債面。図表 3-2 の赤い矢印を参照）。

また影の銀行は、そうした短期で調達した資金を用いて、最終的な資金の取り手として家計や企業に対するローン債権を担保に発行された、様々な長期性の証券化商品で主に運用を行う（影の銀行のバランスシートの資産面。図表 3-2 のグレーの矢印を参照）。そ

産を担保に新たな証券を発行する金融技術のことであり、たとえば貸出債権が証券化されるプロセスでは、まず貸手から借手に資金が貸し出され、次にその貸出債権が証券化のために設立された特別目的会社（ABCP コンデュイットなどと呼ばれる）に移されて他の貸出債権とともにプールされ、続いてそれらプールされた複数の貸出債権を担保に特別目的会社によって証券（証券化商品）が発行され、最後に投資銀行などがその証券を全額購入して投資家に販売する。この時、証券の投資家には、元の貸出債権が生み出す元本と利子から支払いが行われることになる。証券化商品は、その担保となる資産の種類によって様々なものが存在するが、その代表が不動産担保ローン（モーゲッジ）を担保資産とするもので、これをモーゲッジ担保証券（Mortgage Backed Securities : MBS）と呼ぶ。MBS は大きく住宅モーゲッジ担保証券（Residential Mortgage Backed Securities : RMBS）と商業用モーゲッジ担保証券（Commercial Mortgage Backed Securities : CMBS）とに区分される。信用力の低い個人向け住宅ローンであるサブプライムローンもモーゲッジの一形態で、それを担保に発行された証券化商品も RMBS である。証券化の技術自体は比較的古くから存在するが、急速に拡大するきっかけとなったのは 1970 年にアメリカの政府抵当金庫が発行した MBS であったと言われる。MBS 以外の証券化商品は資産担保証券（Asset Backed Securities : ABS）と呼ばれる。証券化については特に Ashcraft and Schuermann(2008)も参照。

⁽⁷⁾ Adrian and Ashcraft(2012),pp.2,15-16.

図表 3-2 影の銀行システムの金融仲介(資産売却と資金調達)の概観



ら運用面での重要な特徴として、その取引資産の複雑性、不透明性、非流動性が存在する。それらの代表的な運用先は、債務担保証券 (collateralized debt obligation : CDO) と呼ばれるもので、これは様々な ABS をプールして、それらのキャッシュフローを担保に新たに発行された証券化商品である (図表 3-2 の中央部を参照)。原資産からのキャッシュフローの受け取りに優先・劣後関係を設定することで CDO は複雑なトランシェ (階層) 構造を持つ。その他にも、影の銀行は、CDO のキャッシュフローを担保にした再証券化によって生み出される二次・三次 CDO、CDO などの債務保証の役割を果たすデリバティブ契約であるクレジット・デフォルト・スワップ (credit default swap : CDS)、複数の CDS のプレミアム支払いキャッシュフローを担保に発行された CDO であるシンセティック (synthetic) CDO といった、いずれも証券化をベースに生み出された複雑で非流動的な仕組み金融取引を、主に店頭 (over the counter : OTC) 取引で、さらにタックスヘイブンや SPE など不透明なオフバランス取引を経由して行う⁽⁸⁾。

このように影の銀行は、現実の銀行同様に主に短期調達・長期運用を通じて資金の出し手と取り手の間の金融仲介を行うが、それと同様の規制に服することはなく、高い自由度を持ってそれを行うことが可能となっている。特にレバレッジ規制を回避できるため、現実の銀行に比べて非常に高いレバレッジをかけてそれを行える。一方、付保預金やディスカウント・ウィンドウが存在しないことは、現実の銀行に比べて非常に高い流動性リスクに晒されていることを意味する。影の銀行は、クレジットラインやモノライン (monoline) 保険、CDS など、民間主体から信用補完を受けることで、公的保証を代替する (図表 3-2 の青い円を参照)。

ところで、現時点で、影の銀行に分類される機関や影の銀行業と見なされる業務について、必ずしもコンセンサスがあるわけではない⁽⁹⁾。影の銀行には、広義に捉えた場合は、以上のような流れに関与する「非銀行」の金融仲介主体、すなわち、投資銀行・証券会社、ファイナンス・カンパニーやモーゲッジ・レンダーなどのノンバンク、保険会社、年金基金、ミューチュアル・ファンド、MMMF、投資コンデュイット (ABCP コンデュイットや仕組み投資ビークル (structured investment vehicle : SIV))、ヘッジファンド、PE ファンド、政府支援機関 (government sponsored enterprise : GSE) などが広く含まれることになる。一方、狭義では、上述の金融仲介機能の全部または一部を果たしているかが判断基準となり、投資銀行や保険会社、年金基金、ミューチュアル・ファンドなどが外れることに加え、ヘッジファンドや PE ファンドなども除外される場合がある⁽¹⁰⁾。それらに対し、ABCP コンデュイットや SIV は典型的な影の銀行である。なぜならそれらは、ABCP やレポなどを通じて短期資金を調達し、仕組み金融商品などの長期性資産に投資していることから流動性変換 (長期⇄短期) を行っており、短期資金の提供者 (MMMF など) に対しては金融機関の信用補完などを通じて信用リスクが実質的に存在しないように見せて

⁽⁸⁾ OTC デリバティブとしての CDS については次章で主に取り扱う。

⁽⁹⁾ Taub(2013)。

⁽¹⁰⁾ Delloitte(2012b),pp.4-6。

いることから信用変換も行っていると捉えられるからである。MMMFは顧客に即時換金を約束して主にCPなどの短期資産に投資する（短期⇔短期）ことから流動性変換を行っているかは判断に迷うところ（部分的に証券化商品への投資も行っている）であるが、投資家に事実上の元本保証をしていることから信用変換は行っていると捉えられ、やはり代表的な影の銀行と認識される。

以上を整理すれば、影の銀行システムとは、証券化と担保付短期資金調達を基軸に持ち、預金機関以外の主体が担う金融仲介であり、影の銀行には、広義にはそうした金融仲介に関与する預金機関以外の諸機関が、狭義にはその中でも特に金融仲介機能（信用変換や流動性変換）を明確に果たしている機関が含まれる。加えて、その重要な特徴として、第一に、資金調達に関して、担保付の短期負債に強く依存するとともにレバレッジを非常に高めており、第二に、仕組み金融取引やOTCデリバティブなど非常に複雑・不透明で流動性の低い金融取引を行い、第三に、公的規制を回避できる代わりにセーフティネットの対象にもならず、民間主体の様々な信用補完でそれを代替する、といった特質をすべてまたは一部持っている⁽¹¹⁾。

2. 影の銀行システム拡大の実態

次に、そうした影の銀行システムがどれほど拡大してきたかを確認する。影の銀行システムは一部途上国を含む世界中で拡大を続けているが、それが最も顕著に進展してきたのは米国である⁽¹²⁾。米国で影の銀行システムの拡大が急速に進んだのは2000年前後以降とされる。しかし、その全体の規模の正確な把握は、影の銀行には基本的に情報公開の義務がほとんどないためデータ取得が困難であり、加えて、影の銀行と現実の銀行が複雑に絡み合っている境界線があいまいであるために、不可能である。また、上述のように影の銀行システムにどのような機関や取引が含まれるかに関するコンセンサスも存在しないため、推測されるその規模も文献により大きく幅がある。主要文献によれば、2010年時点での影の銀行システムの資産規模は、少なく見積もって約10兆ドル、多く見積もって約24兆ドルとされる⁽¹³⁾。いずれにせよ、近年における影の銀行システムの急拡大を示している。

⁽¹¹⁾ レバレッジの高さや取引の不透明性、民間信用補完による公的保証の代替などは、論者によって影の銀行システムの特徴に入らない場合もあるが、本稿では重要な特徴と捉えている。

⁽¹²⁾ FSB *op.cit.*

⁽¹³⁾ 影の銀行システムを最も狭義に捉えるのが Deloitte *op.cit.*で、2008年に銀行業資産が15兆ドルだったのに対し影の銀行部門の資産は21兆ドルに到達し、その後縮小を続けて2010年時点で約10兆ドルとされる（p.9）。一方、非常に広く捉えるのが FSB *op.cit.*で、影の銀行には銀行、保険、年金基金、公的金融機関、中央銀行に分類されないすべての金融機関が含まれ、その資産規模は2010年は24兆ドル、2012年では26兆ドル（銀行業資産の1.7倍）に達した。債務規模で見た Taub *op.cit.*によれば、影の銀行の債務規模は2010年時点で約16兆ドル、他方で銀行のそれは約13兆ドルと推定される（p.447）。金融危機前の時点については、Tett and Davies(2007)や Tett and Guha(2008)などの指摘があり、2007年時点で影の銀行システムの規模は5.9兆ドル、一方で規制下の銀行業は9.4兆ドルと推定されていた。さらに2007年8月までの2年間で、米国のすべての信用拡大の半分以上が影の銀行によってもたらされたとする指摘も存在する。ただし、これらの推計はいずれも、影の銀行と現実の銀行を明確に区分しているが、後者の前者への密接な関与を前提とすると、そうした区分は本来容易ではない。

次に、影の銀行システムの各構成要素を個別に確認する。ここでは特に、影の銀行システムの主要要素である証券化及び仕組み金融取引（ABS、CDO とそれと密接に関連するCDS）と、担保付短期資金調達市場（ABCP とレポ取引）、そして主要な影の銀行主体（投資コンデュイット、ヘッジファンド、投資銀行）を取り上げ、その規模拡大の事実を示す。

第一に、仕組み金融取引について確認する。仕組み金融取引は高度で複雑な仕組みを用いた金融商品・取引のことで、狭義には資産（貸出債権）の証券化に基づいて生み出されるABSから派生したものを指す。ABSは近年複雑に展開しながら影の銀行が行う金融取引で中心的役割を果たしてきた。さしあたり、ABSの一種のCDOと、それと密接に関連するCDSについてその拡大状況を確認する。CDOは1987年に米国で初めて発行されたが、それが急拡大したのはCDOの担保にMBSが積極的に組み込まれるようになった2000年代以降とされる。米国のABS発行残高は、1999年に5,836億ドルだったが、2004年には1兆ドルを超え、ピークの2007年には2兆ドルに迫った。そのうちCDOは、1999年には1,359億ドルでABSの四分の一程度であったが、2007年には約1兆ドルに到達してABSの約半分を占めた⁽¹⁴⁾。CDSは、世界全体での想定元本は2007年末で62兆ドルを超えているとされ、2004年の6兆ドルから3年間で10倍以上に拡大している⁽¹⁵⁾。

第二に、担保付短期資金調達市場について確認する（詳しい用語の説明は後述する）。その第一の要素はABCPである。ABCPの発行残高は、2004年まで6,000億ドル程であったが、その後急拡大し、2007年半ばのピーク時には1兆2,000億ドルに達した⁽¹⁶⁾。第二の要素はレポ取引である。レポ取引市場は2002年から2008年に2倍に拡大し、約10兆ドルを超える市場規模まで到達した⁽¹⁷⁾。

第三に、影の銀行システムの主要主体として重要な役割を果たした投資コンデュイット、ヘッジファンド、投資銀行について確認する。まずABCPコンデュイットやSIVに代表される投資コンデュイットは、レポ取引やABCPの発行を通じて短期資金を調達し、CDOなどの仕組み金融商品を組成したり購入したりする目的で大手銀行などが簿外で設立するSPEであり、上述のように典型的な影の銀行である。原則として、銀行はそれらと直接資本関係を持たず、互いに倒産隔離措置を採るが、信用保証を与えることで銀行の実質の子

⁽¹⁴⁾ SIFMAのHP(<http://www.sifma.org/uploadedFiles/Research/Statistics/StatisticsFiles/SF-US-ABS-SIFMA.xls?n=17226>)CDOを参照。なお、発行額の急上昇は同時期のグローバルな規模でのM&A活動の活発化によっても促進された。なぜならM&Aを実行する際に行われる負債はシンジケートローンを通じて調達され、その債権がCDOに組み込まれたからである。またABSの発行の70%以上は米国で行われているが、それに次ぐ約13%のシェアを占めているのがケイマン諸島であり、特にCDOの発行では米国金融機関の支援の下、ケイマン諸島が積極利用された（Cetorelli and Peristiani(2012),pp.51-52）。

⁽¹⁵⁾ 高田(2008a),84頁及びCrotty *op.cit.*,p.10による。

⁽¹⁶⁾ Anderson and Gascon(2009),p.603。

⁽¹⁷⁾ Gorton and Metrick(2009),p.10, Krishnamurthy et al.(2012), Adrian and Ashcraft *op.cit.*,pp.5-8などを参照。レポ取引は銀行が仲介して行われる「トライパーティ・レポ」と、二者間で直接行われる「バイラテラル・レポ」に区分され、前者は2008年時点で2兆8,000億ドルの市場規模があった。トライパーティ・レポでは主にMMMFなど現金を多く保有する機関投資家が資金提供役を果たし、在庫証券を多く保有する大手証券会社などが資金調達側となっており、米国投資銀行は資産のおよそ半分を、レポ市場を使用して資金調達していたともされる。バイラテラル・レポは主にヘッジファンドなどが資金調達を行うために利用され、ここでは投資銀行が資金提供役を果たした。

会社として機能させる。たとえば SIV は 1988 年に初めて登場し、近年その資産規模を急速に拡大させ、2007 年のピーク時には 4,000 億ドルに上ったとされる⁽¹⁸⁾。次にヘッジファンドについてはその規模は過去 10 年間拡大し続け、2012 年現在、世界全体で運用されるヘッジファンドは 1 万本以上、その運用資産総額は約 2 兆ドルともされる⁽¹⁹⁾。投資銀行については、影の銀行システムにおいて重要な役割を果たす業務は、自己勘定取引部門、資産証券化など仕組み金融部門、ヘッジファンドのプライム・ブローカレッジ部門などである。それらの業務を通じて、影の銀行システムを事実上統治したのが米国の五大投資銀行、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・スターンズであった。それらと影の銀行システムとの関連を示す一例として、たとえば五大投資銀行の総収益合計は 1998 年の 500 億ドル程度から 2006 年には 1,300 億ドルという記録的数値を経験したが、その多くが仕組み金融など影の銀行システムに由来するものであり、またそのシェアは 2000 年以降急速に拡大したと指摘されている⁽²⁰⁾。

繰り返しになるが、以上の数値の提示により、影の銀行システムの正確な規模を完全に明らかにできたとは言えない。なぜなら上述のように、影の銀行システムの取引は厳密な情報公開の義務があるわけではなく、タックスヘイブンや SPE を通じて行われた諸取引はその規模を正確に測り知ることが不可能だからである。実際にはここで示されたよりも、ずっと大きな規模にまで影の銀行システムが拡大していた可能性が高い。

II. 影の銀行システム急拡大の背景—金融機関の利益追求を軸に—

影の銀行システムはなぜそこまで急速に拡大しえたのか。その背景は複合的である。しかし最も大きな役割を果たしたと想定できるのが、そこから巨額の利益を得た主体、すなわち米国金融機関による利益追求である。後述のように、影の銀行システムは米国金融機関に新しい利益機会を数多く生み出したため、それらは利益源泉となりうる影の銀行システムを促進し続ける動機を持つ。本節では、影の銀行システム拡大の複合的背景を、それを主に促進した米国金融機関の利益追求の側面を軸に検討する。

1. 商業銀行の規制回避手段としての影の銀行システム

まず、米国商業銀行にとって、影の銀行システムを活用することで様々な規制から解放

⁽¹⁸⁾ Adrian and Ashcraft *op.cit.*, p.5.

⁽¹⁹⁾ Davies et al(2008), Waxman(2008), Shadab(2008), IOSCO(2013)による。一方、ヘッジファンドの多くはケイマン諸島に代表されるタックスヘイブンに形式的な本拠を置くことで、情報公開の義務から逃れることができるため、どれほど正確にその規模が捕捉できているかは定かではない。

⁽²⁰⁾ Conner(2007)p.7. Shadab(2008)によれば、2005 年 8 月までの 8 ヶ月間に、メリル・リンチとシティグループは CDO の販売手数料だけでそれぞれ 1 億ドル以上獲得したとされ、Conner *op.cit.*によれば、CDO 発行にまつわる手数料はその他債券の発行手数料よりも約 3 倍高いとされている。また、2004 年から 2008 年に米国金融機関は約 2 兆 5,000 億ドルの RMBS と 1 兆 4,000 億ドルの CDO を発行したが、その際、投資銀行は RMBS の引き受け一回につき 100 万ドルから 800 万ドル、CDO の私募一回につき 500 万ドルから 1,000 万ドルの手数を課したとされる (U.S. Senate *op.cit.*, p.8)。2004 年から 2007 年に生み出された CDO の 30%以上をメリル・リンチ、ゴールドマン・サックス、シティグループの証券子会社が引き受けており、米国の機関以外ではドイツ銀行と UBS も主要な参加者であった (FCIC *op.cit.*, p.131)。

される（「規制のアービトラージ（さや抜き）」と呼ばれる）メリットがあったために、それが利用された側面がある。周知の通り、1970年代までの商業銀行は、1933年GS法による銀行業と証券業の分離を中心に、レギュレーションQに基づく上限預金金利規制、1927年マクファーデン法による州際業務規制、連邦預金保険制度の設立に基づく預金保険料の支払義務といった幅広い金融規制下に置かれていた。しかし1970年代に市場金利上昇とMMMF台頭に基づくディスインターメディアーションが発生する中で、一時的な預金流出を経験した商業銀行はそれら競争制限的規制の緩和を訴え、1980年代以降、大銀行の要求に応える形で業務規制や金利規制など数々の規制緩和が行われた。これによりそれらは公的規制の迂回を容易に行えるようになった。一方、同時期にBIS規制として重要性を得ることになった自己資本比率規制が、それらにとっての新たな競争上の負担となり、再び回避の対象となった。こうした商業銀行を取り巻く規制環境の変化を背景に、1980年代以降、規制を受けない影の銀行システムへの注目が高まった。

BIS規制により自己資本比率を8%以上に維持しなければならない米国商業銀行は、それをクリアするために、積極的にローン債権を売却・証券化し、自己のバランスシートから外すことで資産（自己資本比率の分母＝リスクアセット）の増加を抑制した。加えて、徐々に業務の自由を獲得した大銀行中心に、非預貸業務、手数料収入を軸にした証券関連業務、特に証券化関連業務へ軸足を移していったが、これも資産増加を抑制する側面があった。一方、次章で詳しく述べるように、商業銀行は切り離した貸出債権（証券化商品）を、SIVを通じて実質的に再取得したり、自己勘定で直接保有したりもした。しかし形式的には別組織であるSIVを通じた実質保有には自己資本比率が適用されなかった。自己勘定で保有した場合も、自己勘定で取得され「トレーディング勘定」に計上された資産は短期売買目的での保有であるため流動性リスクが低いとされ、同じ債務でも証券化しないで保有するよりも証券化商品として保有した方が所要自己資本は低く設定された。さらに米国では、2001年に銀行規制当局が、格付け機関からAAAまたはAAの格付けを得た仕組み金融商品に対して、自己資本比率を計算する際のリスクウェイトを50%から20%に引き下げた。これにより、それらの所要自己資本は4%から1.6%にまで下落した⁽²¹⁾。これらの結果、商業銀行は、特に証券化市場の拡大を促すことで影の銀行システムが広がる礎を築いた。

2. 商業銀行・投資銀行の新たな収益源としての影の銀行システム

規制回避行動としての証券化の利用拡大に伴い、商業銀行や投資銀行にとって、影の銀行システムへの関与自体が次第に非常に魅力的な収益源と認識されるようになった。上述の1980年代以降の商業銀行に対する数々の規制緩和に加え、同時期には1975年の株式取引の固定手数料制度の撤廃など証券市場でも規制緩和が行われており、これらは必然的に

⁽²¹⁾ Dos Santos(2009),p.21, U.S. Senate(2010),pp.33-34, Claessens et al. *op.cit.*,p.12, Wilmarth(2011),p.972などを参照。

証券市場における競争を高め、株式のブローカレッジや証券の発行引受といった伝統的証券業務の利幅を徐々に縮小させることになった⁽²²⁾。同時期には金融のグローバル化に基づく国際的な金融機関間、金融市場間の競争も激化し始めており、これら金融市場の全般的競争激化を背景に、1980年代以降、大手金融機関の業態を超えた絶え間ない収益源の探求が促された。商業銀行による受動的規制回避行動は、徐々に投資銀行も交えた、大手金融機関間の積極的な収益源追求競争の色合いを強く帯びるようになったと言える。

そうした中、新たな収益源として両者が競って殺到したのが影の銀行システムであった。なぜなら証券化関連業務を中心とした影の銀行システムに関わる業務は、非常に収益性が高いと認識されたからである。商業銀行に対する規制緩和が1999年GLB法によりほぼ完成したことで、商業銀行・投資銀行間の垣根が事実上撤廃され、以降、証券市場における両者の競争は激化した。しかし、ただでさえ競争が激しい米国証券市場に商業銀行が大々的に参入することは、必然的に過当競争状態を生む。しかも一番うまいとされる業務はごく一部の一流投資銀行、具体的にはゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーの寡占状態にあるため、それ以外の投資銀行（メリル・リンチなど）や遅れて参入した商業銀行（シティグループなど）は、競争を勝ち抜くためにはニッチの市場を求めざるを得ない。こうしたニッチとして急拡大したのが影の銀行システムに関わる業務であった。

影の銀行システムの下では、特に証券化のプロセスで、既存の金融業務から分離されたり、新たに構築されたりすることを通じ、多様な証券化関連業務が生み出された。そうした業務は、それぞれ独立した金融機関によって担われることもあったが、大手金融グループの子会社・関連会社によって垂直統合的に行われることも多かった。その中で、投資銀行は主に、ABSやCDOの発行引受、レポ取引などにおける在庫証券の貸し手、新しい金融商品のマーケットメイキング、ヘッジファンドなどへの資金提供などを行うことで、影の銀行システムのプロセスに全般的に関与し、その統括役として主導的役割を果たした。一方、大手商業銀行も影の銀行システムの拡大をむしろ商機と捉え、主に、貸出債権のオリジネート、元債権の管理（サービシング）、投資銀行同様のABSやCDOの発行引受、信託形式で行われる証券化のための資産購入体の管理（トラスティ）、影の銀行へのクレジットライン提供に代表される様々な形態での信用補完、それを通じたSIVなど簿外ビークルの実質的運用などを積極的に行うことで、影の銀行システムに密接に関与した⁽²³⁾。加えて、こうした証券化関連業務を中心とする影の銀行システムに関わる業務には、重層的な手数料構造、多様な金融商品開発の可能性、一定段階まで市場を独占できることによる先行者利得の存在などの多数のメリットも伴っていたため、金融機関はそれらへの関与の取

⁽²²⁾ Eichengreen(2008),p.2.

⁽²³⁾ Pozsar et al. *op.cit.*,pp13-19, Adrian and Ashcraft *op.cit.* pp16-17, Cetorelli and Peristiani *op.cit.*, Mandel et al.(2012)などを参照。特に商業銀行が影の銀行に関与する主要経路として機能したのが信用補完であるが、銀行持株会社によるそれらの総額は、2000年頃には200億ドル強だったが、その後徐々に拡大し、2008年には600億ドルに達した（Mandel et al. *op.cit.*,p.38）。

益性の高さを徐々に認識するようになった⁽²⁴⁾。

このように影の銀行システム拡大の重要な背景に、大手金融機関のうち、二番手の投資銀行や遅れて参入した商業銀行などが主導した、過当とも言える利益追求競争があった。

3. 金融機関の影の銀行システム促進を取り巻く環境変化

上述のように、影の銀行システムは、当初は商業銀行の規制回避動機によって、次第に過当競争下での大手金融機関の利益追求動機によって、その拡大を促されてきたと言える。一方、いくら金融機関がニッチを求めて新しい金融商品の開発を競っても、そもそもそれらへの需要が存在せず、またそれらを自由に取引できなければ意味がない。最後に指摘しておくべき背景は、金融機関が影の銀行システムの金融取引を促進するうえでより望ましい条件が整ったことである。

第一に、金融界と学術界の協力の下での、新古典派経済学・効率的市場仮説に依拠したファイナンス理論やその応用である金融工学の展開が、影の銀行システムでの取引に基礎的条件を提供した。代表的なものとして、デリバティブの一種であるオプションの価格決定理論や、証券の分散投資や証券化商品に組み込まれる資産の分散度を測定するのにも利用される現代ポートフォリオ理論などがある。これらによる理論的裏付けを得て、金融機関は CDS や CDO のような複雑な仕組み金融商品を開発し、その価格付けを比較的容易に行えるようになった。これらが実際の取引に応用されるにつれて、影の銀行が次々と生み出す複雑な金融商品の売買が、スムーズかつ低コストで行えるようになった。

第二に、金融機関による影の銀行取引に基礎を与えたという意味では、格付け機関が果たした役割も大きい。ムーディーズや S&P といった民間格付け機関は、CDO のような相対で取引される複雑な仕組み金融商品に対して、上記の現代ポートフォリオ理論に即し、リスクが極めて低い安全な債券であるとして、その大半に最高格付けを与えた。規制当局

⁽²⁴⁾ 仕組み金融商品が重層的な手数料などの形でそれに関与した金融機関、特に投資銀行に多額の収益をもたらしたメカニズムについては、Ashcraft and Schuermann *op.cit.*, Wilmarth(2009),(2010),(2011), Johnson and Kwak(2010), Fligstein and Goldstein(2012)などを参照。たとえば、一回の証券化プロセスには、オリジネーターが借り手に課す諸手数料（それらを額面から差し引いて融資する）、オリジネーターが債権の買い手（アレンジャー＝主に投資銀行）に課すプレミアム（たとえば1億ドルの債券を1億200万ドルで売却）、証券化商品の発行を引き受けるアレンジャー（倒産隔離されたSPVを利用する）が投資家に課す手数料、投資家が額面価格以上に支払うプレミアム、アレンジャーに資金を貸し出すウェアハウスレンダーが課す金利（ABCPなどを発行する場合はその引受手数料や金利）、格付け機関がアレンジャーに課す格付け手数料、元債権の元利金回収や管理を代行するサービサーがアレンジャーに課す手数料（たとえば年50bp）などの関連収益源が発生する。ここでアレンジャーが、金利平均8.3%のモーゲッジプールを購入し、それを担保にトランシェ化した証券化商品を投資家に販売したとする。その時、格付けや信用補完を通じて、それらの加重平均クーポンがLIBOR（5.32%とする）プラス23bp、一方サービサーなどへの支払いが合計64bpであったとする。元債権の金利と支払金利・手数料の差を「超過スプレッド」と呼び、この例では2.11%である。超過スプレッドは、元債権の支払いが滞った際の投資家に対する信用補完の意味で設定されるが、順調に支払われる場合は、実質アレンジャーの利益にもなる。超過スプレッドは2006年時点で平均2.5%であったともされる（Ashcraft and Schuermann *op.cit.*,pp.5-12,31）。CDOなどの再証券化の過程では、これらが多重に発生するとともに、CDOのポートフォリオを選択するCDOマネージャーへの手数料や、CDOの信用補完としてのCDSのプレミアムなど、新しい収益源も付随して生み出された（FCIC *op.cit.*,pp.130-133）。

が金融市場の規制実施主体としての役割を徐々に民間主体に譲り渡していく中で、民間格付け機関の格付けは米国証券市場において絶対的信頼を与えられており、それらによって仕組み金融商品に高格付けが与えられたことで、金融機関はその販売のお墨付きを得た。

第三に、1980年代以降の米国政府・規制当局による新自由主義的スタンスが、影の銀行システム促進の強力な支援者となった。そうしたスタンスを代表する人物が、レーガン元大統領とグリーンズパン FRB 元議長であった。特にグリーンズパンは、政府が規制を通じて金融的な決定を歪めない限り、市場はリスクの価格付けを常に正確に行うとする、新古典派経済理論に依拠し、自由市場の自動調整能力を信奉し、金融機関の擁護者として広く知られた。1980年代以降、金融機関が影の銀行システム促進に邁進できるようにする制度変更には、上述の商業銀行の業務に関するものに加え、投資銀行、SPE、ノンバンク、先物取引の規制に関するものなど多数存在し、その多くにグリーンズパンが関わった⁽²⁵⁾。

第四に、いわゆる担保付短期資金調達市場の急速な拡大が、影の銀行の資金調達を容易にした。上述の通り、同時期に急拡大した担保付短期資金調達手段の第一は ABCP であった。ABCP は特定の金融資産のプールを担保に発行されるコマーシャルペーパーであり、主に商業銀行などが簿外で設立する ABCP コンデュイットや SIV によって発行される。ABCP は 1990 年代末以降、それらが ABS や CDO を発行するための担保になる債権を購入したり、ABS や CDO に投資したりするための資金源として急速に拡大した。次に、担保付資金調達手段の第二はレポ取引であった。レポ取引の主要なものに買戻し条件付きの証券の売却があり、それは実質的には証券を担保にした短期借入の一形態である⁽²⁶⁾。主に投資銀行が積極的に利用し、トレーディングやマーケットメイキング目的で ABS などを購入する際に在庫証券を担保に短期資金を調達する際や、ヘッジファンドなどの顧客に短期資金を貸し出す際に利用され、後者の取引で顧客が差し入れた担保が前者の取引の担保として再利用された⁽²⁷⁾。

第五に、影の銀行システムが生み出す仕組み金融商品への投資家として、また影の銀行

⁽²⁵⁾ たとえば OTC デリバティブは、そもそもそれを規制する連邦法や州法が存在しないうえに、2000 年商品先物現代化法で、取引所取引で行われるデリバティブ取引に課される様々な規制から完全に除外された。実質的には保険の機能を果たす CDS も、OTC デリバティブ形態をとることで、州の保険規制の対象にならなかった (Greenberger(2010),pp.37-38, Johnson and Kwak *op.cit.*,pp.7-10)。また特に重要なのが、2004 年の SEC のネットキャピタル・ルール改正である。SEC は五大投資銀行とシティ、JP モルガン・チェースに対して独自の規制に服することを認め、ネットキャピタルに対する負債の比率は 15 倍以内、あるいは最低 25 万ドルか負債総額の 2%を下回らないネットキャピタルのいずれかを維持するという、レバレッジの制限がなくなった (佐賀(2009),62-65 頁)。これらの点については終章も参照。

⁽²⁶⁾ レポ取引では証券の売却 (資金調達) 側は、保有している証券の価値 (100) よりも低い価格 (80) で売却し、将来より高い価格 (88) で買い戻す。証券価値と売却価格の差 (100-80=20) を証券価値で割った値 (ここでは 20%) は「ヘアカット (率)」と呼ばれ、買い戻し価格と売却価格の差 (88-80=8) を売却価格で割った値 (ここでは 10%) は「レポレート」と呼ばれる。レポレートは購入 (資金提供) 側から見て貸出金利の役割を果たし、売買される証券が担保 (ヘアカットは担保にどの程度の掛け目が掛けられるかを示す) の役割を果たしている (Gorton and Metrick *op.cit.*,p.3)。

⁽²⁷⁾ Krishnamurthy et al. *op.cit.*,p.2,8. 投資銀行による担保の再利用はレポ取引に限られず、そうした多様な担保再利用メカニズムこそが、影の銀行システムにおける信用の無制限の拡大の重要な要素であったとも指摘される (Kirk et al.(2014))。

主体が資金調達する際の資金提供者として、重要な役割を果たす機関投資家の資産が拡大し、それらによる安全（高格付け）で流動性の高い金融商品への需要が急速に高まった。年金基金や保険会社、ミューチュアル・ファンド、MMMF といった伝統的な機関投資家の資産が着実に拡大を続ける一方、2000年代にはSIVやヘッジファンドなど非伝統的投資家の資産も急拡大した。後者はレポやABCPなど担保付市場で短期資金を調達して仕組み金融商品を購入する中心的主体となり、前者はそれらに短期資金を提供するとともに、仕組み金融商品への直接投資も行った（図表3-2を参照）⁽²⁸⁾。またここに、金融グローバル化進展に基づき国際資金移動が活発化する中で、経常収支黒字国の余剰資金が安全資産を求めて米国金融市場に大量流入した事実も加わった（いわゆるグローバル・インバランスの存在）⁽²⁹⁾。それら機関投資家は、純粋に投資先として、またレバレッジを高めるために利用するレポ取引などの担保として、高格付け証券への強力な需要を有した。一方、そうした需要を充足するだけの高格付け資産が金融市場に十分に存在しなかったため、影の銀行がそれらの創出を受け持った⁽³⁰⁾。まずABSやCDOの構築の過程で、債務の支払いキャッシュフローをトランシェ化することで格付け機関から高格付けを付与された長期資産（シニアCDOなど）を大量に生み出し、次いでそれらを購入するSIVなどが発行する短期資金調達手段（レポやABCPなど）もまた、安全で流動性の高い短期資産としてMMMFなどの主な購入対象となった⁽³¹⁾。

以上、1980年代以降、当初は受動的に、次第に積極的に、影の銀行システムがもたらす便益を追求し始めた米国金融機関は、そこで創出される名目的な安全資産への需要の高まりに促され、また規制当局や学術界の支援も受けながら、その拡大を試み続けた。そうし

⁽²⁸⁾ Adrian and Ashcraft *op.cit.*,p16. 伝統的機関投資家の資産の拡大については、FRB, Financial Accounts of the United States, Historical data, Annual, L115,116,120,121 を参照。FCICの調査によれば、調査に応じた170のヘッジファンドは、2008年6月時点で少なくとも2,750億ドルをレポ市場で借り入れ、2007年6月時点で少なくとも450億ドルをMBSやCDOに投資していた。SIVは2007年時点で上述のように約4,000億ドルの資産を保有していたが、そのうち約4分の1がMBSやCDOに投資されていた（FCIC *op.cit.*,p.135,252）。

⁽²⁹⁾ 池尾(2013),78頁。

⁽³⁰⁾ Gorton and Metrick *op.cit.*,p.9, Claessens et al. *op.cit.*,p.11. 特に担保付金融仲介において、担保は資金調達、証券貸出、OTCデリバティブなどにおいて決定的な役割を果たすが、この担保が不足していたため、影の銀行の重要な機能は、大規模な取引を支えるために担保を再利用することであった。たとえばヘッジファンドは、プライムブローカーとしての投資銀行から資金調達するために担保を差し入れる。この担保は、投資銀行が他の銀行とCDSなどを結ぶ際に再利用される。その銀行は、その担保資産を短期資金調達の担保として再利用しMMMFに差し入れる。一方、こうした担保設定は、顧客による引き出しが連鎖的な流動性問題を引き起こすことを含意する。

⁽³¹⁾ レポ市場における貸し手として重要な位置を占めているのはMMMFと証券レンダー（機関投資家のカストディアン機関）である。2007年末時点で、両者で1兆1,000億ドルをレポ市場に提供し、これは非銀行貸手が影の銀行へレポを通じて資金を提供した総額の3分の2にあたる。MMMFは総資産の15-20%をレポ取引に回していた。MMMFと証券レンダーのレポ取引の大半は財務省証券や政府機関保証債を担保にしていた。一方、ABS投資の資金源という意味でレポより重要な役割を果たした経路は、MMMFと証券レンダーによるABCPの保有およびABSの直接保有である。危機前の2007年前半時点で、民間ABS発行残高（5兆2,100億ドル）のうち、短期資金調達を通じて保有されていたのは40%で、その構成は23%がABCPの発行、MMMFと証券レンダーによる直接保有が15%、レポが3%であった（Krishnamurthy et al. *op.cit.*,pp.3-4,19,27）。

た金融機関による、証券化関連業務を中心とする影の銀行システムに関わる業務の拡大を通じた利益追求は、並行してそれらのリスクテイクを高めていくことにもつながったが、その内実については次章で詳しく検討する。ともあれ、今次の危機が顕在化するまで、それは金融機関に巨額の収益をもたらした。

Ⅲ. 影の銀行システムの収縮と金融システム危機

影の銀行システムの急拡大は、その名の通り、我々の眼にはもちろん、規制当局の眼にも映らない「影」として、さらにそれを促進した当の金融機関の経営陣ですら全容を把握できないままに進展した。しかし 2007 年以降、影の銀行システムは急速に収縮し、その過程こそが今次の重大な危機の主要な要因となった。本節では、影の銀行システム急収縮の原因を追究する。結論を先取りすれば、影の銀行システム自体が様々な矛盾を抱えながら拡大してきたために、その収縮の必然性も内包されていた、ということである。

1. 影の銀行システムの収縮の過程

まず、影の銀行システムの収縮過程として現れた今次の危機のプロセスを簡単に確認しておこう。危機の重要な画期となったのは、2007 年 7 月に格付け機関ムーディーズが 300 銘柄以上の CDO を最高水準 (Aaa) から投資不適格水準にまで格下げしたことであった。これにより突如として注目を浴びたのが、影の銀行システムの主要主体の一つであり、大手銀行がオフバランスで実質所有していた SIV であった。SIV は長期の CDO を担保に短期の ABCP を発行して利ざやを稼いでいたが、CDO の突然の格下げによりその評価が急落したことで含み損を抱えて巨額の損失を計上するとともに、ABCP の発行もほぼ不可能になった。SIV は資金繰りのために事実上の親会社である大手銀行からのクレジットライン引き出しを求め、それによって大手銀行に巨額損失をもたらした。その過程で SIV 自体への疑念が高まり、ABCP の投資家による一層の資金引き上げに見舞われた。

同様に、資金引き上げを被ったのが影の銀行システムの統治者である投資銀行であった。2008 年 3 月、ベア・スターンズに対して支払い能力に対する懸念が高まり、流動性危機に襲われた。ベアは CDO や CDS といった影の取引に密接に関与していたため、それらに関するリスク顕在化に伴う損失計上の影響を受け、株価が暴落していた。この際 FRB は商業銀行に対する最後の貸し手機能を投資銀行にまで拡大し、JP モルガン・チェースに対して合併資金を提供することで、ベアの破たんを回避する行動を取った。しかし同年 9 月に同じく CDO や CDS 取引に深入りしていたリーマン・ブラザーズが危機に陥った際にはこれを救済せず、結局リーマンは破たんした。前後して、同様に巨額損失を計上したメリル・リンチはバンクオブアメリカに買収され、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーは銀行持株会社化することで現実の銀行に移行した。こうして米国五大投資銀行は、いずれも影の銀行システムへの深入りが原因で流動性危機、それを契機とした巨額損失に見舞われ、単体の投資銀行としては姿を消すことになった。

それと前後して、同様に影の銀行主体である、モーゲッジ・レンダーの破たんが 2007 年春以降相次ぎ、2008 年に入ってからには複数のモノライン保険会社や、子会社 AIGFP を通じて CDS 取引に深入りしていた大手保険会社 AIG も、デフォルトの急増に基づく CDS 市場の崩壊と巨額の支払い負担の発生により実質破たんした。加えて、米国で絶対安全な資産としての地位を得ている MMMF も、購入していた ABCP の評価急落により元本割れ及び資金流出を経験し、CDO や CDS 市場の重要な参加者であったヘッジファンドも同様の状況におかれて、小規模ファンド中心に多数が破綻した。

このように影の銀行システムに対する相次ぐ資金引き上げと新規資金供給の停止、すなわち「影の銀行システムへの取り付け」が発生したことで、そのシステムは急速に収縮し、事実上崩壊した。そしてこのことが、資金提供、クレジットラインの設定、オフバランスでの SIV 運営などを通じてそれらに密接に関与してきた「現実の銀行」としての商業銀行にも、巨額の損失計上を強いることになった。それにより商業銀行のリスク回避意識が高まり、貸出姿勢の硬化、民間企業に対する貸し渋り、といった経路を経て実体経済、世界経済にも甚大な影響を与えるに至った。

2. 影の銀行システムの必然的収縮の原因

影の銀行システムの急収縮過程が今次の危機の基軸であることを確認した。それではなぜそのような事態に陥ったのか。その主な原因は、影の銀行システム自体にあまりにも多くの問題点・脆弱性が内包されていたことにある。すなわち、それはそもそも持続可能な制度ではなく、早晚収縮することは必至だったとも言える。I 節で整理した通り、影の銀行システムの特質は、第一に短期負債依存と高レバレッジ、第二に流動性の低い仕組み金融商品への投資、第三に公的規制回避と流動性支援からの除外であった。これら三つの特質がいずれも問題点・脆弱性を内包しており、それらが危機の進展過程で一挙に顕在化したことで、結局、影の銀行システム自体を急速に自壊せしめたのである。以下、それぞれについて見ていこう。

第一に、短期負債による資金調達に依存して、高レバレッジをかけることが、影の銀行システムの脆弱性の大きな原因となった。まずレバレッジは、簡潔に言えば、負債により自己資本の何倍もの資金を運用し、自己資本だけから生み出される何倍もの利益を得ようとする投資戦略である。逆に言えば、損失が出た場合は当然何倍もの損失を被ることになる。投資銀行を中心とした影の銀行システム主体は、金融緩和政策による 2000 年代前半の低金利を背景に、その多くが 10 倍から 30 倍以上という非常に高いレバレッジをかけていた⁽³²⁾。実際、影の銀行はレバレッジのかかった巨額評価損を被ったが、そうした評価損は時価会計原則に則って計上され、そのことが危機的状況に拍車をかけたとされる。

⁽³²⁾ レバレッジ比率は自己資本比率の逆数で計算されることが多い。商業銀行は規制によりレバレッジは 15 倍までに制限される一方で、破たんしたリーマンは 2008 年 2 月末時点で 32.7 倍のレバレッジをかけ、しかも資産に対する短期負債の比率が 54.59% に達していたことが指摘されている (Zingales(2008))。大手金融機関のレバレッジの高まりについては、詳しくは次章を参照。

次に、短期負債の方法自体にも構造的問題が内在していた。投資銀行やヘッジファンドの資金調達には、上述のレポ取引を通じた短期借り入れが最も多いとされる。この取引では、担保証券価値が下落した際には、担保のヘアカット（注 26 参照）を引き上げられることになり、追加担保の差し入れ要求（マージンコール）を迫られる。証券価値が一斉に下落し、貸し手が一斉にマージンコールをかけると、借り手の一部は流動性危機に陥り、場合によっては資産の投げ売りに走らざるを得ない。加えて、上述の担保の再利用メカニズムもこの動きを助長する。そして、これがますます担保証券価格を引き下げる要因となり、さらなるマージンコールを迫られる、という悪循環に陥る。こうした状況が実際に発生した。

以上のように、現実の金融市場では影の銀行システム、特にレポ取引に内在するレバレッジの逆転＝「デレバレッジ」の可能性が一気に顕在化した。しかし、現実の銀行も影の銀行もすべてが同時に金融市場で売り方に移行し、資産を売却し、負債を返済し、より多くの資本を発行することで、レバレッジを引き下げようとすることは実現不可能である⁽³³⁾。

第二に、影の銀行が、市場の存在しない非流動的かつ高リスクの仕組み金融商品やデリバティブで運用していたことが、影の銀行システムの脆弱性のもう一つの重要な原因となった。そもそも仕組み金融商品やデリバティブのほとんどは、上述のファイナンス理論が想定する標準的な競争的金融市場では取引され得ず、市場による価格付け機能はほとんど働かない。その代わりに、それを組成・販売する投資銀行などと少数の専門的顧客との間の相対で取引価格が決定される。一般に取引所で取引される金融商品やデリバティブは非常に競争的な市場では低い利幅しか期待できないので、銀行は取引所では売買されえないような複雑な取引を生み出す強力なインセンティブを持つ。たとえば、危機発生前の時点で世界のデリバティブの 80%は OTC で取引されていたとも言われる⁽³⁴⁾。しかし、こうした OTC で取引される不透明かつ非流動的な仕組み金融商品やデリバティブは、そもそも市場が存在しない中で投資家が一斉に売りに出たり契約を解消しようとしたために、取引がほとんど成立しない状況に陥った。

また、そうした OTC での金融取引のうち、特に CDO と CDS についてはそれらが内包する独自の問題も指摘される。まず CDO の内包する最大の問題は、二重、三重と証券化が行われる過程で、そのリスクの性質が、原資産の信用リスクから市場リスクへと転化してしまうと同時に、原資産のリスクをその何倍にも増幅させるメカニズムが内包されている、ということである。証券価格にその変動の重心となる基準値が存在しない場合、需給関係でいつでも際限なく変動する⁽³⁵⁾。そのため原資産である貸出債権の延滞率が数%上昇しただけで、それを担保に発行された証券の価格が数十%下落するという事態が生じうる。これに対して、そもそもこうした市場リスクに対して格付けは行えないはずの民間格付け機関が、薄弱な根拠に基づき高格付けを与えてきたのである。次に CDS の内包する最大

⁽³³⁾ McCully(2009),p.5.

⁽³⁴⁾ Crotty *op.cit.*,p.25.

⁽³⁵⁾ 高田(2008a),90 頁.

の問題は、その支払い能力に関する裏付けのなさである。CDS も OTC で契約されるが、ここには、商業銀行、投資銀行、保険会社、ヘッジファンドなど、プロテクト（保証）の売り方と買い方双方に様々な主体が入り乱れて肥大化していた。債務不履行が少ない状況下では、プロテクトを売ることによって安定的にプレミアム（保証料）収入が入るため、これに目をつけた影の銀行が CDS 市場に急速に参入した。本来であれば保証能力を持たない主体が保証を行うことはありえないが、CDS はまったくの規制外にあったため、規制当局はその契約内容や規模を確認できず、歯止めが利かない状況で実際には何の裏付けもないまま驚異的に拡大した⁽³⁶⁾。しかし、債務不履行の急増によりプロテクトの売り手は巨額の保険金の支払い請求に追われ、CDS の矛盾が一挙に明らかになった。

第三に、影の銀行は規制を回避できる代わりに、流動性セーフティネットの対象にならないことが、影の銀行システムの脆弱性を高める大きな原因となった。それにアクセスできない影の銀行は、預金機関に比べて流動性危機に見舞われる可能性が高い。それに対し影の銀行は、一方で公的規制を民間格付け制度によって代替し、他方で緊急時の流動性確保のために商業銀行のクレジットラインを設定したり、保険会社などと CDS などの債務保証契約を結んだり、いずれも民間の信用補完を受けている。しかし、それらはいずれも内在的問題点を抱えていた。ここでは前者の格付け制度に内在する問題点を確認する。

格付け制度が非常に発達している米国では、民間格付け機関が絶対的権力を有するとされる。なぜなら、格付け機関から投資適格の格付けを得る見込みが立たなければ、基本的には証券を発行することすら困難だからである。その格付けの世界は、S&P とムーディーズの二社で証券格付けの 80% 前後のシェアを持つ超寡占体制にあり、また米国の銀行が保有できる証券は、1975 年に開始した公認格付け機関（NRSRO）制度の下で、そこに属する少数の民間格付け機関の高格付けを必要とする⁽³⁷⁾。こうした少数の格付け機関への権力集中が問題を内包している。最大の問題は格付けの客観性である。米国の格付け制度では、証券発行者が格付け機関に手数料を支払って格付けしてもらい、いわゆる「依頼格付け」が一般的であるが、証券発行の条件を民間格付け機関に依存する発行者は、高い手数料を支払ってでも高格付けを得ようとする「格付けショッピング」の動機が生まれる。加えて、大手金融機関は、どうすれば最高格付けを得られる仕組み金融商品を最も多く生み出せるか、格付け機関から助言をもらうことで、追加のコンサルティング料も支払った⁽³⁸⁾。一方、格付け機関にとって、発行者は手数料収入源となる顧客であるため、他の格付け機関より甘い格付けを与えて顧客を繋ぎとめようとする動機が生まれる。実際、米国の三大格付け機関は、それらの格付を通じて巨額の手数料収入を生み出した⁽³⁹⁾。両者の利害一致の末、

⁽³⁶⁾ 自己資本の 100 倍以上の CDS を発行している銀行も存在した（Baker(2008),p.78）。

⁽³⁷⁾ SEC(2012)を参照。

⁽³⁸⁾ Wilmarth(2011),p.967。

⁽³⁹⁾ 2004 年から 2007 年に、S&P は 5,500 以上の RMBS と 835 以上のモーゲッジ関連 CDO の格付けを発行し、ムーディーズは 4,000 以上の RMBS と 870 以上の CDO の格付けを発行した。S&P は RMBS のトランシェの格付けには一般的に 4 万ドルから 13 万 5,000 ドル、CDO のトランシェの格付には 3 万ドルから 75 万ドルの手数料を課し、モーゲッジ担保証券にはサーベイランス手数料として毎年 5,000 ドル

透明性と競争を欠いた格付け制度の下で行われる格付けは必然的に客観性を欠き、適正水準よりも高くなった結果、サブプライムローンを担保にした CDO などの約 80% のトランシェに最高格付けが付されるようになった。

加えて、格付けを行う際の分析方法にも問題がある。そもそも格付け機関は CDO のような複雑かつ非常に新しい負債性手段に対し、分析の基礎に置くべき信用履歴をほとんど有していない。特に危機発生前の数年は住宅価格上昇に基づいて CDO の基になるモーゲッジのデフォルト率はきわめて低かった。こうした強気市場の履歴しか存在しない一方で、格付け機関はデフォルトの可能性を分析する際に、個別債務のリスク間の相関（分散されないリスク）や住宅価格の全体的サイクルなどを捉えて、その下落可能性やテールリスクの高まりを認めようとしなかった。結果として、格付け機関が最上位格付けを与えた CDO が一夜にして投資不適格水準まで引き下げられたことは、その分析手法が根本的に問題含みであったことを示している⁽⁴⁰⁾。

以上示されたように、影の銀行システムは、その主要な特質すべてが重大な問題点・脆弱性を内包していた。米国住宅価格の下落と延滞率・債務不履行率の急上昇という現実のショックに対し、影の銀行システムに内在する、金融機関のレバレッジのかかった巨額損失の可能性、何倍にも高まっていた仕組み金融商品の市場リスク、客観的裏付けのない格付けの突然の引き下げ可能性、といった諸矛盾が一举に顕在化した。その結果、影の銀行システムに対する不信感が急速に高まり、それに基づく影の銀行システムへの取り付けとその急収縮の過程が、今次の危機を生み出す重要な要因となったのである。

結び

2000 年代の金融化の主要な要素としての影の銀行システムに着目し、その拡大と急収縮、それが今次の危機に至る過程を見た。影の銀行システムは主に大手金融機関の主導下で拡大し、関連業務を通じてそれらに巨額の収益を生み出した。一方で、多くの矛盾を内包し、そもそも持続不可能な制度であったそれは、臨界点を迎えた時点で必然的に収縮に向かい、それを最大限に利用する中でリスクをため込んでいた大手金融機関に、一転して巨額の損失をもたらした。

影の銀行システムは、それを構成する証券化や担保付短期資金調達手段、投資ビークルなどを個別に見た場合は、たしかに金融市場における重要な役割を果たしうる側面もあり、それらの存在自体を全面否定することは妥当とは言えない（終章注 8 も参照）。しかし、それらが、大手金融機関の規制回避や利益動機に促されながら、相互に重層的に結び付け

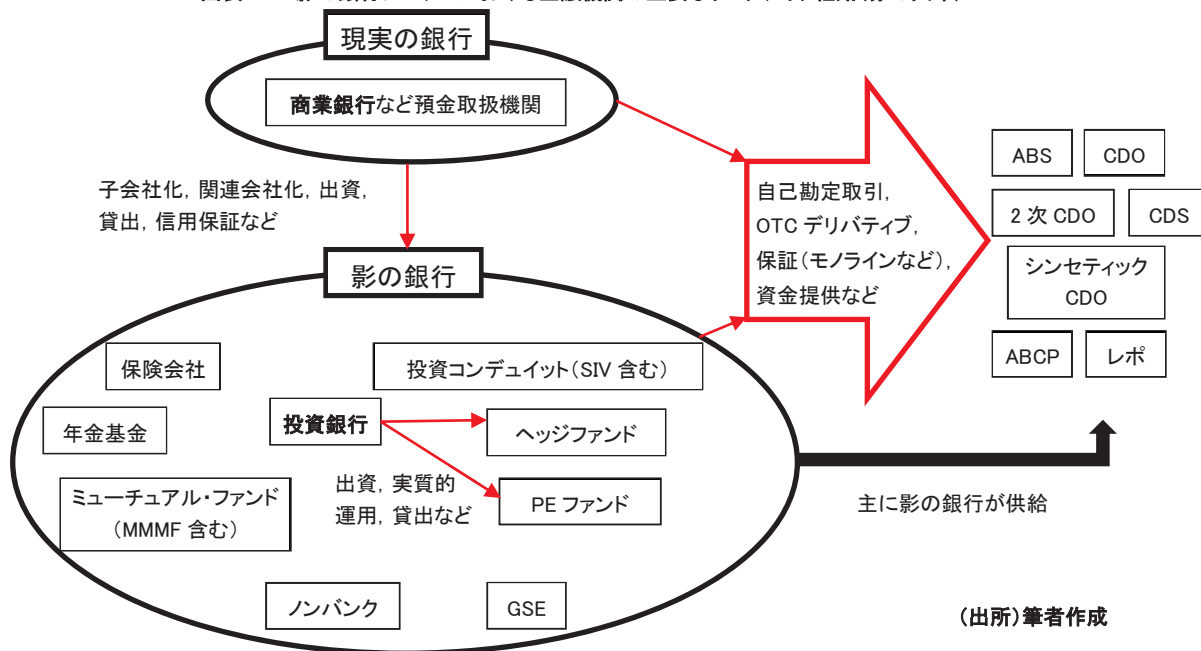
ルから 5 万ドルを課していた。それらの結果、ムーディーズの RMBS と CDO の格付からの収益は 2002 年の 6,100 万ドルから 2006 年には 2 億 6,000 万ドルに、S&P では 6,400 万ドルから 2 億 6,500 万ドル以上に跳ね上がり、それらを通じて三大格付け機関の総収益は 2002 年の約 30 億ドルから 2007 年には 60 億ドル以上に急増した（U.S. Senate(2011),p.30-31）。

⁽⁴⁰⁾ Wilmarth(2011),p.969.

られ、複雑性と不透明性を高めながら際限なく展開し、極端な規模にまで肥大化した結果、その急収縮が今次の危機を引き起こす重大な原因となった事実は、それを一国の金融仲介システムとして存続・促進していく社会的コストがあまりに大きいことを証明した。その意味で、少なくとも危機前に存在した影の銀行システムは、金融の本来の役割や正常な軌道からの逸脱として、そのまま「安楽死」を迎えるべきだったのかもしれない。しかしそうした事態に直面した政府・規制当局は、その規模・範囲があまりに大きく、その収縮の過程もあまりに急速であったために、現実の銀行と影の銀行を丸ごと救済せざるを得なかった。たとえば FRB は緊急措置として流動性供給の対象を一部影の銀行システムにまで広げ、政府は影の銀行を内包する大手金融に対して巨額の公的資金注入を行ったりした。これは一方で現実の銀行との複雑な相互連関（Too-Interconnected-To-Fail）と、それが一気に崩壊した際に想定される多方面への甚大な影響を考えるとある程度やむを得ない側面も持つが、他方でそうした延命措置は、巨額の国民負担とモラルハザードの蔓延という重大な懸念を引き起こした。

次章では、そうした多くの矛盾を抱えながら展開した影の銀行システムを大手金融機関が主要な収益源として拡大させていく中で、特にそれらのリスクテイクが非常に高まっていった事実とその主要な経路に着目し、2000年代の金融化、金融機関の収益拡大の内実にさらに迫る。

図表 3-3 影の銀行システムにおける金融機関の主要なリスクテイク経路(赤の矢印)



第四章 2000年代の金融機関の収益拡大と大手金融機関のリスクテイク

米国で1970年代後半以降、着実に、かつ漸進的に拡大を続けた金融機関収益は、2000年代に入り急激とも言える拡大を見せ始める。一章と二章で見た通り、1980・90年代の金融機関の収益拡大に大きく貢献した要素は、主に資金循環構造の変化の下での資産運用関連業務と企業M&A活発化を背景としたM&A関連業務であった。両業務には、金融機関は原則としてリスクを取らず、家計や企業のリスク負担の下にそれらの支払う手数料などの形で収益を上げる、という共通の特徴があった。そして、2000年代のその急拡大に特に重要な貢献を果たした一つの要素は、前章で見た、証券化関連業務を中心とする影の銀行システムに関わる業務の拡大であった。証券化は影の銀行システムの中核であり、それ自体は本来、金融機関のリスク削減のために導入されたスキームである。実際、金融機関は自らオリジネートした貸出債権をバランスシートから切り離し、証券化して投資家に売却することで、付随する諸リスクから解放されるとともに、証券化関連業務を通じて手数料その他関連収益を取得することができた。そうした証券化関連業務の拡大は、リスクを取らないビジネスモデルという点で、1980年代以降の流れと軌を一にしている。

一方、影の銀行システムの下での表向きのリスク分離の裏で同時に進行していたのが、大手金融機関による仕組み金融商品などに関わる積極的リスクテイクであった。そしてその主要な経路となったのが、自己勘定取引（proprietary trading）、オルタナティブ・ファンド（ヘッジファンドとPEファンドが代表例）への出資（以下、オルタナティブ投資）、OTCデリバティブ、の三つの取引である（前章図表3-3参照）。これらはいずれも、今次の危機発生に重大な役割を果たしたとして、2010年金融規制改革法で商業銀行や銀行持株会社の関与が禁止・制限されるものである。そのことで、これらを巡っては現在まで多くの議論がなされてきたが、それらが金融機関の業務にどれほどの地位を占め、最近の金融機関収益の急拡大にいかに貢献したかについては、必ずしも詳細な分析が進んでいない。

本章では、2000年代に影の銀行システムの拡大と絡み合いながら展開した大手金融機関の積極的リスクテイクについて、その三つの主要な経路に着目し、それらの収益上の貢献とそれを可能にした要因を、主に大手金融機関の行動に焦点を当てて具体的に分析する。

I. 2000年代の金融機関収益と三つのリスクテイク経路—大手金融機関に着目して—

1. 2000年代の金融機関収益と三つの経路

初めに、一章の図表1-1～1-4に再び目を向けよう。特に2000年代に着目してより詳しく見ると、以下の事実が明らかになる。まず、2000年代前半から半ばの金融機関収益はそれ以前と比べて急激に高まっている。次に、その主な部分はそれ以前同様に商業銀行の非金利業務と証券会社の諸業務、特に前者によってけん引されている。そして、おそらく最も重要な事実として、それらを収益源別に見た場合、そのますます多くの部分が、証券会社のその他証券関連収益や非証券関連収益、商業銀行の付随的非金利収入といった、明確

な分類・識別が困難な諸業務によって生み出されている。

本章が焦点を当てる三つの金融取引に目を向けると、自己勘定取引の損益については、商業銀行の「トレーディング勘定のゲイン」及び証券会社の「トレーディングゲイン」（「通常業務の一環として売却目的で保有される証券のゲイン」）の大部分とほぼ一致する他、証券会社の「投資勘定のゲイン」（投資目的で長期保有される証券のゲイン）にも一部混在すると想定されるが、公表データでは、それらは商業銀行でも証券会社でも、必ずしも重要な貢献をしていないようにも見える⁽¹⁾。またオルタナティブ投資と OTC デリバティブの損益については、商業銀行、証券会社の明確な分類・識別が困難な収益源（たとえば商業銀行の付随的非金利収入のうち「その他非金利収入」や、証券会社のその他証券関連収益のうち「投資勘定の金利・配当収入」、「取引所外で実施されるオプション取引の手数料」、さらに「投資勘定のゲイン」や「非証券関連収益」の一部など）を構成すると想定されるが、公表データだけではその正確な貢献度合いが必ずしも明確にならない⁽²⁾。

一方、業界全体としては必ずしも明確にならなかったそれらの貢献は、米国金融市場で突出した地位にある少数の大手金融機関に焦点を当てた場合には少し別の見方ができる。

2. 大手金融機関への収益の集中

まず、米国金融市場における大手金融機関の地位を、2000年代に進展したそれらの規模及び業務範囲のいっそうの拡大に着目して確認しておこう。米国金融市場では、1980年代以降、徐々に集中が進展し、1990年代にその傾向が加速したが、2000年代にはそこに質的变化も加わった。商業銀行の地理的規制に代表される米国金融機関に対する様々な集中規制は、1990年代までにはほぼ全面的に放棄され、それにより米国金融機関の M&A は活発化した。商業銀行の数は、1980年には14,000行以上存在していたが、1990年には約12,000行、2000年には約8,000行、2012年末では約6,000行と、この20年で約半分に減少した⁽³⁾。一方、証券会社の数も、主要投資銀行による株式公開の進展などを背景に、商業銀行ほどではないものの2000年代に M&A が進んだ結果、1990年代の約5,500社から2011年末時点では約4,500社に約20%減少した⁽⁴⁾。加えて、1999年 GLB 法は、金融

⁽¹⁾ 金融機関では、自己勘定取引やマーケットメイキングのために使用される証券在庫は「売却目的の保有」資産として明示される一方、長期投資目的で保持される証券在庫は「投資目的の保有」として明示され、日々の取引には使用されないことが一般的である（U.S. Senate(2011),pp.33-34）。

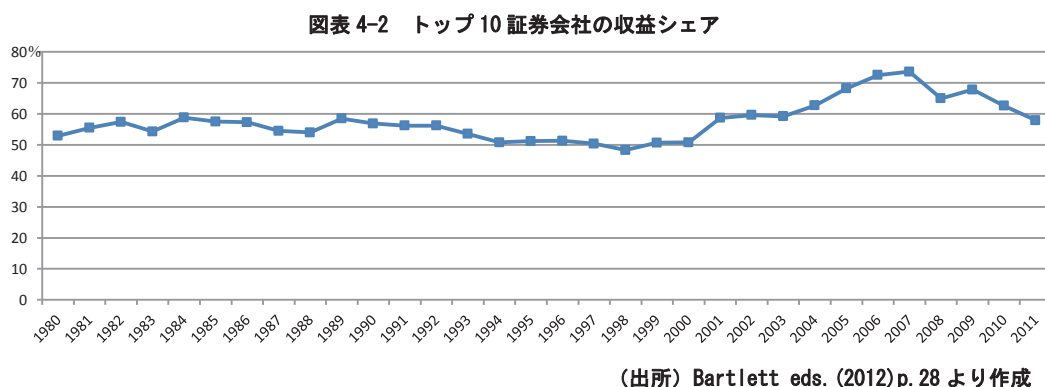
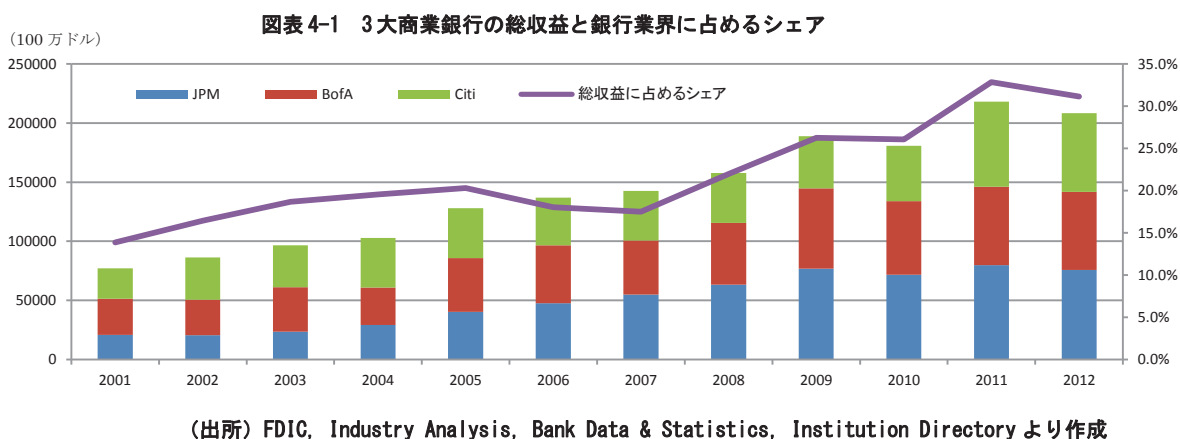
⁽²⁾ Greenwood and Scharfstein(2013)は、データ入手上の強力な制限の存在と数値が必ずしも厳密なものでないことを留保しつつ、BEA と国勢調査局のデータなどから以下の事実を明らかにしている。第一に、証券会社の総産出（売上げ）のうち、資産運用手数料が最も顕著に拡大しているのに加え、デリバティブ契約に基づく利益が、1997年時点ではほぼゼロであったのが、2002年には163億ドル、2007年には453億ドルに、負債性証券（仕組み金融商品含む）のブローカレッジとディーリングによる利益が、1997年と2002年ではほぼゼロであったのが、2007年には365億ドルに急拡大している。第二に、商業銀行でも、同時期にモーゲッジの組成や証券化（仕組み金融商品含む）関連手数料が急拡大しているのに加え、自己勘定取引やデリバティブの大部分を含むと想定される「信用仲介とは関連しない収益」が、1997年の673億ドルから、2002年には1,090億ドル、2007年には1,303億ドルと急拡大している。

⁽³⁾ Federal Deposit Insurance Corporation, Historical Statistics on Banking より。

⁽⁴⁾ Bartlett *op.cit.*,p.27.

持株会社方式での相互参入をほぼ全面的に認めたことから、大手金融機関中心に、業態の垣根を超えた M&A が積極的に行われるようになった。これらの過程を経て 2000 年代には、少数の大手金融機関による集中と金融コングロマリット化が同時進行した⁵⁾。

こうした少数の大手金融機関における規模と範囲の拡大は、それらの収益面での地位も高めた。図表 4-1 は、三大商業銀行（JP モルガン・チェース（JPM）、バンクオブアメリカ（BofA）、シティバンク（Citi））の総収益額と、全商業銀行の総収益に占めるシェアを示している。これによると、2000 年代に三大商業銀行の収益額とシェアはいずれも急速に高まっており、倍近くになっている。一方、図表 4-2 は、証券会社全体に占める上位 10 社の収益のシェアを示している。これによると、上位 10 社のシェアは 2000 年代に 20 ポイント近く上昇している。商業銀行でも証券会社でも、2000 年代に少数の大手金融機関への収益面での集中が急速に進展したことが分かる。

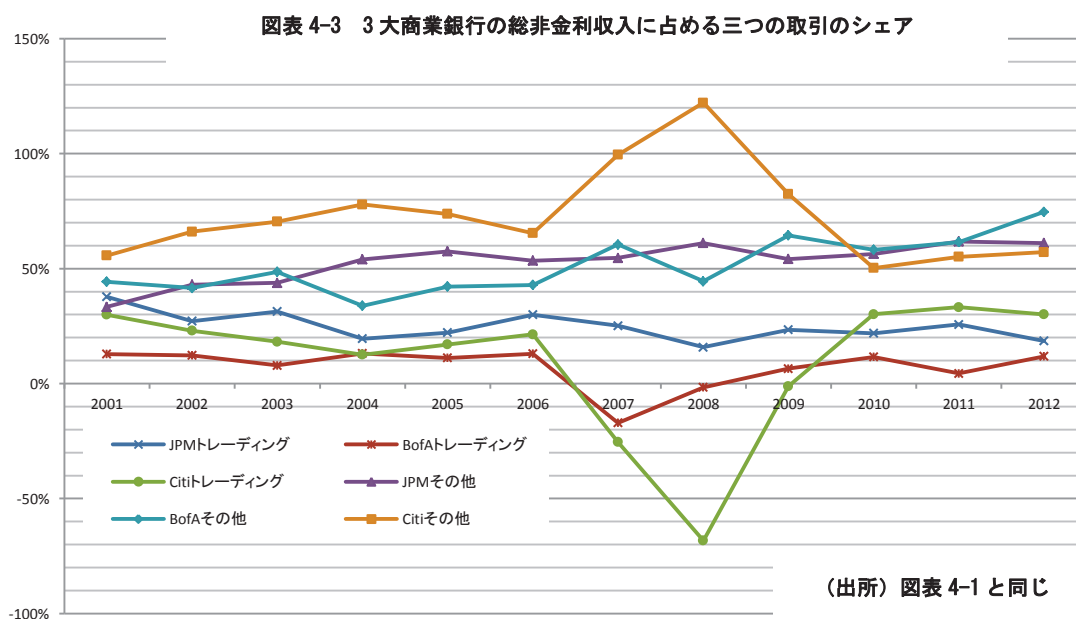


⁵⁾ 米国の商業銀行資産のうち 10 大商業銀行が保有する資産のシェアは 1990 年の 25%から 2005 年の 55%へと 2 倍以上になっている (Wilmarth(2009),pp.975-976)。そのうち、JP モルガン・チェースの資産は 1999 年には 6,670 億ドルであったのが、年率 16%で成長した結果、2008 年には 2 兆 2,000 億ドルに到達した。バンクオブアメリカは年率 14%、シティグループは年率 12%で成長した結果、それぞれ 1 兆 8,000 億ドル、1 兆 9,000 億ドルに成長した (FCIC(2011),p.65)。また 2011 年時点で、米国の総預金残高 9 兆ドルのうち約半分が、JP モルガン・チェース、バンクオブアメリカ、シティバンク、ウェルズ・ファーゴの四行（それぞれ約 1 兆ドルずつ）によって保持されている (Public Citizen(2012a),p.12)。一方、投資銀行における集中は商業銀行よりもさらに急速に進展しており、ゴールドマンの資産は、1999 年には 2,500 億ドルであったのが、年率 21%で成長した結果、2007 年には 1 兆 1,000 億ドルに、リーマンは年率 17%で成長した結果、1,920 億ドルから 6,910 億ドルに増加している (FCIC *ibid.*)。

一握りの大手機関への収益の集中は、影の銀行システムに関わる分野でさらに高まる。たとえばデリバティブのディーリングでは、三大商業銀行に、ゴールドマン・サックス銀行を加えた四行で、2013年の全商業銀行の想定元本の93%を占めており、それらで関連収益をほぼ独占している⁽⁶⁾。また2001年時点で、全商業銀行の非金利収入に占める5大銀行のシェアは41%と、総収益に占めるシェアより高く、中でもトレーディング収入では83%、証券化収入では64%を取得したとされる⁽⁷⁾。

3. 大手金融機関の収益と三つのリスクテイク経路

2000年代に大手金融機関、特に一握りの機関によって集中的に取得された収益に、本章が着目する三つのリスクテイク経路はどれほど貢献をしていたのか。ここでは、米国金融市場で特に突出した地位にある三大商業銀行と三大証券会社を採り上げて検討する。初めに、三大商業銀行を見よう。前述の三大商業銀行は米国銀行市場において圧倒的な地位を占めるだけでなく、証券業務や保険業務、カード業務など多角的な業務展開を行う金融コングロマリットでもある。図表4-3は、それらの非金利収入のうち、自己勘定取引にはほぼ一致するトレーディング損益と、オルタナティブ投資・OTCデリバティブの損益を含むと想定されるその他非金利収入が占めるシェアを示している。



ここから、自己勘定取引については、業界全体で見ると総非金利収入への貢献は概ね10%以下であったが、大手三行に絞れば、それよりも高い20%を超える水準で推移し、多い時には30%を超えていることが分かる。逆に2007-8年のように収益が落ち込んだ年には、自己勘定取引は巨額の損失をもたらすことで、その主要な原因となっていることも推

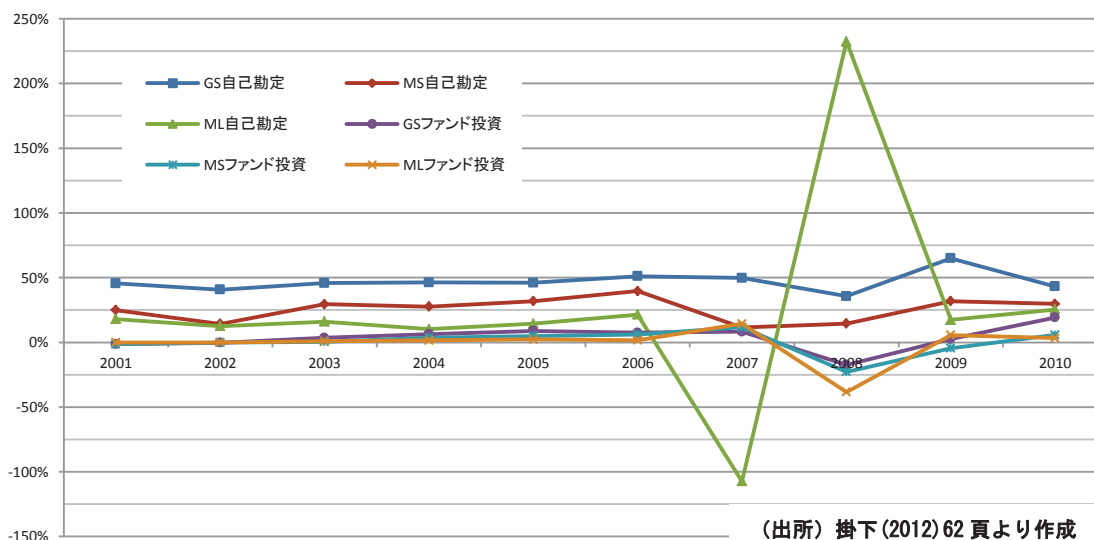
⁽⁶⁾ OCC(2013),p.1.

⁽⁷⁾ Crotty(2007),p.51. Public Citizen(2012a)によれば、2011年時点でも自己勘定取引の88%が6つの銀行によって占められていた (p.7).

定できる。次に、その他非金利収入については、業界全体では 50%台から 60%を少し超える水準であったが、大手三行についても、業界全体とほぼ同水準かやや低い値である。以上から、大手三行では、業界全体よりも自己勘定取引の収益への貢献度合いがかなり高いことが認識できたが、オルタナティブ投資・OTC デリバティブの貢献は明確には認識できなかった。一方、Bloomberg の報道によると、JP モルガン・チェースの 2012 年度収益のうち「プリンシパル・トレーディング（主に自己勘定取引を指すが、マーケットメイキングを含む）」が 114 億ドルであったのに対し、ヘッジファンドや PE ファンドへの投資による収益が 140 億ドルとされ、これらは同社の総収益の 12%を占めた。またこの比率は、バンクオブアメリカでは 10%であった⁽⁸⁾。

続いて、三大証券会社を見よう。三大証券会社は、ゴールドマン・サックス (GS)、モルガン・スタンレー (MS)、メリル・リンチ (ML) を指し、いずれも大企業や大手機関投資家を主な顧客対象とするホールセール専門の投資銀行として、それらの市場で圧倒的な地位を占める。また今次の金融危機を経て、ゴールドマンとモルガンは銀行持株会社化し、メリルはバンクオブアメリカの傘下に入るなど、いずれも商業銀行業務も行う金融コングロマリットに転身している。図表 4-4 は、それら三大投資銀行の総収益のうち、自己勘定取引とオルタナティブ投資にあると想定される業務が占めるシェアを示している。OTC デリバティブは各行とも識別不能であったため対象外とした⁽⁹⁾。

図表 4-4 3大投資銀行の総収益に占める自己勘定取引とオルタナティブ投資のシェア



これによれば、自己勘定取引は、業界全体では 2000 年代を通じて総収益の 10%強しか占めていなかったが、大手三行に絞ると、同時期に概ね 20%以上、特にゴールドマンでは 50%前後を自己勘定取引で取得していることが分かる⁽¹⁰⁾。しかし、オルタナティブ投資に

⁽⁸⁾ Moore and Campbell(2013)。

⁽⁹⁾ 図表 4-4 は各行の財務報告資料に基づくが、各行に統一された業務分類が存在せず、どの分類にどの業務が該当するかもあいまいにしか公表されていないことから、厳密性を欠く点に注意が必要である。

⁽¹⁰⁾ メリルは 2007 年にシェアがマイナス 100%、2008 年にシェアがプラス 200%を超える異常値をとる

については大手三行の財務報告でも明確な形では現れてこなかった。一方、金融危機調査委員会の調査報告によると、株主総会資料に基づく計算では、ゴールドマンではトレーディング及びプリンシパル・インベストメント（前者は短期の自己勘定取引、後者はファンド投資やM&Aを含む中・長期的な自己資金投資に該当する）からの収益は、1997年には総収益の39%であったのが2007年には68%に、メリルでは同様の収益が42%から55%に、リーマン・ブラザーズでは32%から80%に、ベア・スターンズでは2002年以降100%以上（その他の業務で損失が発生していたため）に、いずれも急上昇していたことが明らかにされている⁽¹¹⁾。

以上、大手金融機関の収益源を見ることで、次の事実が明らかになった。まず自己勘定取引については、大手金融機関は業界全体の自己勘定取引に基づく収益の大半を取得するとともに、自らの収益源におけるその地位も業界全体で見るとよりずっと高めていた。一方、そもそも2000年代の金融機関収益の急拡大への自己勘定取引の貢献度合いは、公表されたデータではそれほど高くなかった。ここには公表データの限界が存在する。なぜなら大手金融機関は、その財務報告において、自己勘定取引が生み出す損益を正確に公表していないからである。後で見るように、公表されるのはあくまで自己勘定取引の一部に過ぎず、大部分は意図的に識別困難な「その他」などに組み込まれるか、全く公表されない。特に関連企業や簿外ビークルなどを通じた損益については、実態としては本体業務の一環と見なされるものであっても、そもそもデータに反映されえない。そしてそうした公開情報の不正確性の大部分は、大手金融機関の戦略に基づく。

次に、オルタナティブ投資とOTCデリバティブについては、大手金融機関の財務報告でも必ずしも明確に分類されておらず、やはりその貢献度合いは厳密には分かりえなかったが、公的な調査や様々な報道に基づけば、やはりそれらは大手金融機関に相当な収益をもたらしたと推定できる。両者は、2000年代の金融機関収益の急拡大に貢献した、識別困難な諸収益の重要な構成要素であった可能性が高い。しかしここでも、自己勘定取引と同様の公開情報の不正確性から、公表データに基づく数値だけではそれらの貢献を示すには

が、これは、2007年の総収益が約110億ドルの黒字に対して自己勘定取引は約120億ドルの最終損失、2008年の総収益が約120億ドルの赤字に対して自己勘定取引は約270億ドルの最終損失を出しているためである。したがって2008年の場合は、収益への貢献度ではなく、損失への貢献度と見るべきである。またMarkley and Levin (2010)によれば、破たんしたリーマンは、1998年時点で自己勘定取引額は280億ドルであったのが、それ以降急速に拡大し、2007年には3,130億ドルに上り、この時点で全収益の半分以上を自己勘定取引で取得していた。大手金融機関の救済に数兆ドルの資金が納税者から提供された後の2009年においても、大手六行（GS、BofA、JPM、MS、Citi、ウェルズ・ファーゴ）で約600億ドルの収益を自己勘定取引で取得した。

⁽¹¹⁾ FCIC *op.cit.*, p.66. Bloomberg の報道によると、ゴールドマンとモルガンの2012年度の総収益のうち「プリンシパル・トレーディング」が占める割合は約30%とされる。またS&Pの積算では、ボルカー・ルール施行により米国8大銀行で年間20億ドルから100億ドルの税引き前純利益を削減させる可能性があることとされていることから、現時点で自己勘定取引とオルタナティブ投資は大手金融機関におよそ同程度の税引き前純利益をもたらしているとも推定できる (Moore and Campbell *op.cit.*)。また同社の別の報道によると、2011年時点で、五大銀行 (JPM, BofA, Citi, ゴールドマン, モルガン) がOTCデリバティブのトレーディングから生み出す収益は年間300億ドルに達するともされる (Feroohar(2011))。

不十分と言わざるを得ない。加えて、そうした金融取引には、それと密接に関連する様々な業務が存在しており、それらが生み出す損益が考慮されていない点にも注意が必要である。公開情報の不正確性や多様な関連業務の存在などの認識は、三つの経路を通じた大手金融機関の積極的リスクテイクの収益上の貢献を過小評価しないために重要であり、Ⅲ節で詳述する。

Ⅱ. 大手金融機関のリスクテイクとその拡大

本節では、前節で 2000 年代の金融機関の収益拡大に重要な貢献を果たしたことを確認した三つの主要なリスクテイク経路について簡潔に整理したうえで、主にそれらを通じた大手金融機関のリスクテイクの高まりとその背景を示す。

1. 自己勘定取引、オルタナティブ投資、OTC デリバティブとは何か

まず、三つの主要なリスクテイク経路を簡潔に整理する。第一に、自己勘定取引は、自己資金を用いて自らの勘定で行われる短期的投資活動である。それは金融機関において、顧客の勘定とは区別された、トレーディング勘定という短期売買専用の特定の勘定を用いて、主には独立した部署で実施される。自己資金を用いた証券保有自体は、金融機関の一般的業務に組み込まれている。たとえば、顧客企業から証券発行の引受を依頼された際に、発行証券をいったん全額保有し、売れ残りが発生した場合はそのまま自己資金で保有し続ける。また顧客が証券の空売りを実施するときには金融機関の在庫証券が貸し出されるため、そうした目的でも自己資金で証券が保有される。さらに、自己勘定取引と類似した自己資金を用いた金融機関の取引にマーケットメイキングがある。マーケットメイキングは参加者数や取引量が小規模な相対取引市場などで顧客の取引を容易にする目的で行われ、金融機関が、顧客の売り注文に対して自己資金で購入主体となり、買い注文に対して在庫証券の売却主体となることで、市場に流動性を供給する。これらは、広い意味で顧客のために行われるもので、短期の価格変動から利益を得ようとする自己勘定取引とは異なるものと通常位置付けられる。

一方、自己勘定取引と顧客のための自己資金での取引とは、金融機関の実際の業務上は、資金、スタッフ、情報といった面で明確な線引きをすることが必ずしも容易ではなく、むしろそれぞれが密接に関連しているという重要な指摘も存在する⁽¹²⁾。たとえば、マーケットメイキングでは、金融機関は、顧客の取引を容易にするために巨額の在庫証券を抱えるが、そうした証券の大部分は、実際には自己勘定取引目的で保有されていることも多い。それ以外にも、独立した部署以外での実質的な自己勘定取引も多数行われており、それらのデータは金融機関の財務報告では自己勘定取引として記録されない場合も多く、その規模を正確に捉えることは困難である⁽¹³⁾。

⁽¹²⁾ Crotty et al.(2010),p.2.

⁽¹³⁾ GAO(2011),p.6.

第二に、オルタナティブ投資は、主に株式や債券の現物取引を意味する伝統的投資の対義語で、投資対象に商品、不動産、デリバティブ、未公開株式などが含まれるとともに、個人投資ではなく集団投資スキーム（ファンド）形態で行われる。その代表例がヘッジファンドと PE ファンドであり、一般的には、前者は、最新の金融理論と金融技術を駆使して、世界中の様々な金融資産に分散的かつ超短期的に投資を行うファンドであり、後者は買収ファンドとも呼ばれ、主に非公開企業の株式を取得するか、公開企業の株式の大半を取得して非公開化したのちに、株価を高める諸施策を実行し、株式の再公開に伴うキャピタルゲインを得ようとする長期投資ファンドである。それらは出資者を募る方法としてパートナーシップを採用するケースが多く、私募形式でパートナー（出資者）を募る。たいていの場合、取引所に上場されないため取引所の自主規制に服さず、また登記上の本拠をタックスヘイブンに置くことで規制当局による規制対象からも外れるため、取引内容や情報公開に関する規制が非常に緩い。パートナーには、一部の富裕な個人投資家の他に、大手金融機関や機関投資家などがなる場合も多く、近年、特に大手商業銀行がそれに積極的に出資を行うとともに、自らがスポンサー（実質的な運用者）となってファンドの組成・勧誘も行ってきた⁽¹⁴⁾。

第三に、OTC デリバティブは、当事者同士が相対で取引の内容・条件などを決定したうえで実行されるデリバティブ取引である。禁止事項や情報公開といった取引所の自主規制にも服さず、参加者間で取引条件を自由に設定でき、ほとんどの取引は集中的に決済を行う清算機関も経由しない。取引参加者からの依頼に応じて自らの勘定で参加者とデリバティブ契約を結ぶことを通常事業として実施する者をディーラーというが、特に OTC デリバティブのディーラーは、大手金融機関が圧倒的シェアを占める⁽¹⁵⁾。OTC デリバティブの代表は金利スワップのような金利関連であるが、今次の危機で特に注目を集めたのが、CDS に代表される信用リスクを取引対象とする信用関連デリバティブである。CDS では、ディーラーは、貸出や負債性証券などの債権者から一定のプレミアム支払いを受ける代わりに、債務不履行の場合に債務者に代わって債権者に支払いを行う。プレミアムを支払った側からすると、一種の債務保険のようなものである⁽¹⁶⁾。また CDS では、直接債権者でない債務に対しても、その不履行時に支払いを受ける契約を結ぶことも可能である。これは「裸の (Naked) CDS」と呼ばれ、危機発生時点で通常の CDS とほぼ同規模まで膨ら

⁽¹⁴⁾ 非公開企業に投資をするがその対象を新規企業や規模の非常に小さい企業に絞るファンドは、ベンチャーキャピタルと呼ばれ、PE ファンドとは区別される。米国では、2007 年時点でヘッジファンドの運用資産は約 1 兆 4,600 億ドル、PE ファンドは約 8,540 億ドル、ベンチャーキャピタルは 2,580 億ドルにも上った (Greenwood and Scharfstein(2012a),p.14)。

⁽¹⁵⁾ OTC デリバティブ取引は 1990 年代以降に急速に拡大し、世界におけるその取引規模 (想定元本) は、1990 年には 3 兆 4,500 億ドル、2000 年には 95 兆 1,990 億ドル、2011 年には 647 兆 7,620 億ドル (そのうち米国における取引が 321 兆ドルを占める) と、ここ 20 年で 200 倍以上に膨らんでいる

(Bartlett(2012),p.105, Foroohar *op.cit.*)。BIS の推計では世界の OTC デリバティブの想定元本は、取引所取引デリバティブの 12 倍程度だが、30 倍という推計も存在する (Public Citizen(2012b),p.13)。

⁽¹⁶⁾ CDS は 1990 年代末に開発されたが、その規模が急速に拡大したのは 2000 年代半ば以降であり、危機前の 2007 年時点では金利関連に次ぐ二番目の地位を占めるに至った (BIS(2013),p.1)。

んでいた⁽¹⁷⁾。前章で見たように、CDS のキャッシュフローを担保に発行された仕組み証券は「シンセティック CDO」と呼ばれ、格付け機関から高格付けを得て投資家に売り出された。このシンセティック CDO に再び CDS が設定され、その CDS がさらなるシンセティック CDO を生み出す、といった循環的プロセスは CDS 市場を急拡大させた⁽¹⁸⁾。

2. 大手金融機関のリスクテイクの高まり

大手金融機関は、主にこれら三つの経路を通じて、オンバランス、オフバランスを問わず、より多くのリスクを積極的に負担するようになった。ここではそうした大手金融機関のリスクテイクの高まりを、高リスク取引の規模、レバレッジ、総資産利益率 (ROA) のばらつき、取引資産のリスクの四つの指標で示す。

第一に、大手金融機関は、2000 年代に三つのリスクテイク経路の規模を拡大させることで、上述のように多くの収益を取得した。具体的には、自己勘定取引については、大手商業銀行のトレーディング勘定で保有される資産が 2000 年代に急増しており、総資産に占めるトレーディング勘定で保有される資産のシェアは 2000 年に 20% だったのが、2007 年には 40% へとほぼ二倍になり、中には 50% を超える機関も存在した⁽¹⁹⁾。オルタナティブ投資については、米国の PE 投資のうち銀行がスポンサーとなって実施されたもの占める割合は、1980 年代から 1990 年代半ばまでは 10~20% 程度であったが、それ以降急速に上昇し、2000 年代には約 30% となっており、ヘッジファンドでは 2007 年の専門誌によるランキングで、独立系ファンドを抑え、資産総額の一位を JP モルガン・チェース (330 億ドル)、二位をゴールドマン・サックス (325 億ドル) が占めた。Bloomberg の報道によれば、2013 年 9 月時点で、ヘッジファンドと PE ファンドの持分 (投資額) の合計は、ゴールドマン・サックスが 149 億ドル、モルガン・スタンレーが 48 億ドルに上っている⁽²⁰⁾。OTC デリバティブについては、2011 年時点で、米国五大銀行が米国における OTC デリバティブのトレーディングの 96% を支配していると報道されている⁽²¹⁾。そして、これら三つのリスクテイク経路はいずれも、オンバランス、オフバランスを問わず積極的ポジションテイクを行うことで収益取得を目指す取引であり、それらのポジションはいずれも時価で値洗いされるため市場の変動 (市場リスク) の影響をより直接的に受ける、という特徴がある。したがって、それらは伝統的業務と比べて相対的にリスクの高い業務と認識でき、まずはそうした取引への関与の増大自体が、金融機関のリスクテイク拡大を近似的に示していると言えよう。

⁽¹⁷⁾ Greenberger(2010),p.37.

⁽¹⁸⁾ 東江訳(2010),120-127 頁.

⁽¹⁹⁾ Haldane et al.(2010),p.100, Crotty et al. *op.cit.*,p.3.

⁽²⁰⁾ Fang et al.(2012),p.31, Sorkin(eds.)(2007), Moore and Campbell *op.cit.*を参照。また *Prequin Special Report: Banks as Investors in Private Equity*によれば、2008 年における世界の PE ファンドに投資された総資本額 1,150 億ドルのうち 11% を銀行が占めた (p.3)。

⁽²¹⁾ Foroohar *op.cit.*。五大銀行は、JP モルガン・チェース、バンクオブアメリカ、シティバンク、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーを指す。

第二に、大手金融機関は、特に自己勘定取引への関与を強めるにつれて、レバレッジを急速に高めた。金融機関によるリスクテイクの程度を示す指標は様々存在するが、中でもレバレッジは最も頻繁に用いられる⁽²²⁾。レバレッジは、最も簡素なものとしては、総資産と資本の比率（自己資本比率の逆数）で示される。たとえば、米国の主要な投資銀行と銀行持株会社を含むプライマリー・ディーラーのレバレッジは、1980～2000年までは20～25倍程度であったが、それ以降急上昇し、2007年には30倍を超え、ピークの2008年第一四半期には40倍を超える値を記録している。一方、ここにはコンデュイットやオフバランス取引を通じたレバレッジが一部しか含まれておらず、それらを含めた大手金融機関のレバレッジは、バランスシート上だけのものよりずっと大きかった⁽²³⁾。またこうしたレバレッジの上昇は、主に短期負債の上昇によって促された。たとえば破綻したリーマン・ブラザーズでは、2007年末時点で、最大の負債構成要素はレポを含む担保付借入で37%、次いで大きいのが空売りのポジションで22%、これらに短期債務8%を加えると約7割を短期負債が占めた。さらにレポのうち主要な部分を占めたのが翌日物であり、投資銀行は毎日バランスシートの4分の1を借り換えていたともされる⁽²⁴⁾。一般的には、債務の短期性が高まるほどに、その流動性リスクは高まる。

第三に、実務的には、金融機関のROAやROEの標準偏差を基準にそのリスクテイクの程度を推定することがある⁽²⁵⁾。たとえば米国商業銀行のROA（純利益／総資産×100で計算）の平均と標準偏差を見ると、1985-89年では平均が0.52%で標準偏差が0.24、

⁽²²⁾ その他、リスク計測の代表的指標として、株価のインプライド・ボラティリティまたはヒストリカル・ボラティリティや、最近ではシステミック・リスクを考慮したSRISK指標というものもある。

⁽²³⁾ ここでのプライマリー・ディーラーとは、米国債の入札に参加でき、FRBのオペの取引相手になる代わりに、一定の国債引受義務を負う、公認された十数社の大手金融機関のことである。イングランド銀行のHaldaneらの計算によれば、2007年時点で、主要金融機関のレバレッジは、シティ→24.5倍、バンクオブアメリカ→20.6倍、JPM→17.6倍、メリル→35.3倍、モルガン→27.8倍、リーマン→27.6倍、ゴールドマン→25倍、UBS→58.1倍、ドイツ銀行→52.1倍であった（Haldane et al. *op.cit.*, p.115,117-118）。一方、米国金融危機調査委員会の報告によれば、2000年から2007年にかけて、大手金融機関の平均のレバレッジは16倍から22倍であった。中でもバンクオブアメリカのそれは2000年には18倍であったが2007年には27倍に、シティは18倍から2007年末には32倍に増加した。ここにはオフバランスシート資産が一部しか入っておらず、それらをすべて算入するとシティの2007年末のレバレッジは48倍に、バンクオブアメリカは28倍になる。投資銀行は商業銀行同様の資本要求に服していないため、所要資本を決定する際に内部リスクモデルに依存しており、より高いレバレッジをかけることができる。ゴールドマンは2000年の17倍から2007年には32倍に、モルガンとリーマンは2007年末に40倍に達した。投資銀行の中には報告の前に資産を売却し、報告後に買い戻すことでレバレッジ比率を人工的に引き下げているものもあった（FCIC *op.cit.*, p.65）。なお総資産価格の変化とレバレッジの変化の相関を見ると、証券会社の場合は正の相関を持っていることが指摘されている。つまり証券会社のレバレッジはバランスシートの拡大とプロシクリカル（procyclical）な関係にある。一般に資産価格が上昇すれば、その時価評価を通じて自己資本が拡大する。レバレッジ比率が決まっているならば、自己資本の拡大は負債可能額を拡大させる。負債で調達された資金は、さらなる資産取得に向けられる。このプロセスで金融機関のバランスシートは拡大していく。そしてこのプロセスは主にレポ取引を通じてもたらされる。拡張期にヘアカットが引き下げられ、逼迫期に引き上げられることを通じて、一定の自己資本に対する負債可能額（バランスシートの拡大幅）が調整されることで、レバレッジが上下することになる（Adrian and Shin(2010), pp.10-18）。

⁽²⁴⁾ Adrian and Shin *op.cit.*, pp.7-8.

⁽²⁵⁾ たとえば、Laeven and Levine(2008)などを参照。ただし、金融機関のリスクテイク度の決定要因についての計量分析は今後の課題としたい。

1990-94年では平均が0.84%で標準偏差が0.29, 1995-99年では平均が1.16%で標準偏差が0.04, 2000-04年では平均が1.18%で標準偏差が0.08, 2005年以降では平均が0.74%で標準偏差が0.47となっている。これだけを見ると, 1980年代後半から1990年代前半にかけてと, 特に2000年代後半以降に商業銀行はリスクテイクを高めていることになる。またこうした商業銀行のROAの標準偏差を規模別にみると, 大手25行のそれは1985-89年では0.51, 1990-94年では0.3, 1995-99年では0.06, 2000-03年では0.14となっており, これらの値はコミュニティバンクに代表される規模のより小さい商業銀行よりも総じてかなり高い⁽²⁶⁾。個別の大手行を見ると, たとえばシティバンクは, 1995-99年ではROAの平均が0.99%で標準偏差が0.2, 2000-04年では平均が1.4%で標準偏差が0.08, 2005年以降では平均が0.51%で標準偏差が0.58であり, バンクオブアメリカは, 1995-99年では平均が0.99%で標準偏差が0.3, 2000-04年では平均が1.35%で標準偏差が0.15, 2005年以降では平均が0.82%で標準偏差が0.37となっている。やはり2000年代後半以降に標準偏差が急速に高まっている(図表4-5参照)。

図表4-5 大手商業銀行のROAと標準偏差

		1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
米国商業銀行	行数	14392	14182	13685	13105	12691	12325	11904	11446	10943	10431	9920	9508	9124	8756	8562
	ROA	0.658	0.591	0.09	0.793	0.472	0.472	0.521	0.912	1.161	1.114	1.132	1.143	1.18	1.137	1.248
	平均	0.520760484					0.836261218					1.167873248				
	標準偏差	0.238845414					0.290078741					0.043590438				
Citi	ROA						0	0.92	0.92	1.08	1.21	1.05	0.6	0.99		
	平均						0.61					0.986				
	標準偏差						0.433692159					0.205970872				
BofA	ROA						1.09	1.16	1.18	1.11	1.04	1.21	0.4	1.18		
	平均						1.14					0.988				
	標準偏差						0.038586123					0.299826617				
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012		
米国商業銀行	行数	8297	8062	7871	7753	7615	7510	7384	7267	7071	6824	6517	6279	6085		
	ROA	1.135	1.132	1.266	1.352	1.236	1.263	1.277	0.88	0.125	-0.09	0.651	0.874	0.975		
	平均	1.224160565					0.744070893									
	標準偏差	0.083136466					0.465600449									
Citi	ROA	1.39	1.29	1.34	1.48	1.48	1.26	0.97	0.2	-0.5	-0.24	0.68	0.81	0.89		
	平均	1.396					0.50875									
	標準偏差	0.07552483					0.582675671									
BofA	ROA	1.1	1.25	1.43	1.53	1.44	1.44	1.32	0.93	0.41	0.36	0.61	0.66	0.85		
	平均	1.35					0.8225									
	標準偏差	0.15453155					0.370261732									

(出所) FDIC, Historical Statistics on Banking, CB01,04,09 及び, FDIC, Industry Analysis, Bank Data & Statistics, Institution Directory より作成

第四に, 大手金融機関がポジションを取っている資産のリスクが高まった。大手金融機関が直接・間接に関与した仕組み金融商品は, リスクの観点から, シニアトランシェと呼ばれる最高格付けのものと, メザニントランシェやエクイティと呼ばれる低格付けのものとの, 大きく二つに区分できる。後者への関与は純粋なリスクテイクと認識できるが, 前者への関与はいわゆる「テールリスク」を取得していることになる。テールリスクは, 市場で滅多に生じないと想定されるリスクであるが, もし発生した場合には巨額の損失をもたらす可能性がある。大手金融機関はレバレッジをかけつつ自己勘定取引や信用保証など

⁽²⁶⁾ Critchfield et al.(2004),pp.42-43 より計算。データは2003年までである。

を通じて積極的にテールリスクを取得したが、上述のように次第に安全資産の十分な供給が維持できなくなるにつれて、同じAAAのCDOであっても、その元債権にサブプライムローンなどより質の低い資産が組み込まれたものが増えていった⁽²⁷⁾。2007年時点でシティバンク、メリル・リンチ、UBSの三社で、1,750億ドル分のAAA格付けのCDOを自らのトレーディングブックに保持し、ドイツ銀行だけで2007年3月時点で1,278億ドル以上のRMBS、CDOを自己勘定で保有していた（関連ヘッジファンドのウィンチェスター・キャピタルを通じたものも含む）とされる。加えてオフバランスシートでもエクスポージャーを有しており、たとえば大手金融機関がオフバランスで設立したSIVは、上述のように2007年時点でABSやCDOなどの資産を4,000億ドル保有していた。これらオフバランスも含めると、2008年時点でAAA格付けABSの発行残高の約半分は大手金融機関が保持していたともされる⁽²⁸⁾。実際にはすでに指摘した通り、仕組み金融商品に与えられた最高格付けは根拠を持たず、そこに存在するリスクも楽観的な想定に基づくテールリスクではなく、高頻度に発生するいわゆる「ファットテール」であった。

3. 大手金融機関のリスクテイクの高まりの背景

以上見たように、大手金融機関は、主に三つの経路を通じて、影の銀行システムの下で生み出される様々な仕組み金融商品に付随する諸リスクを積極的に負担した。そして、大

⁽²⁷⁾ Adrian and Shin *op.cit.*,p.19. たとえば、サブプライムローンに対するエクスポージャー（リスクにさらされる度合い）の3分の2は、投資銀行、商業銀行、ヘッジファンドなどレバレッジによって運用する主体が保有したとされる。

⁽²⁸⁾ Wilmarth(2009),p.1033,(2010),pp.26-27,(2011),p.341, U.S. Senate *op.cit.*,p.341などを参照。欧米の大手金融機関のほとんどが、MBSやCDOへのエクスポージャー（自己資金での直接保有やヘッジファンドを通じた保有に加え、CDSなどを通じたそれらの信用リスク負担も含む）によって多かれ少なかれ損失を被ったが、その中でも巨額の損失を被った代表的な機関は、投資銀行のベア・スターンズ、リーマン・ブラザーズ、メリル・リンチ、商業銀行系金融コングロマリットのシティグループなどである（前章で指摘したように、いずれも二番手クラスの投資銀行や遅れて証券業務に参入した商業銀行である点に注意）。ベアは、2006年末時点で、関連会社ベア・スターンズ・アセット・マネジメントを通じて11のCDOを183億ドル分運用するとともに、180億ドルの運用資産（その大半はMBSやCDO）を持つ2つのヘッジファンドも運用していた。リーマンは、2006年頃からレバレッジをかけてモーゲッジ関連の証券化商品を保持する戦略に転換し、2006年に670億ドルだった帳簿上のモーゲッジ関連資産は、2007年には1,110億ドルに上った。メリルは、特に二次CDOの組成を積極的に行い、自らが引き受けたCDOのメザントランシェやエクイティの大部分を二次CDOの発行目的で自ら購入して投資家に販売する一方、売れ残りのスーパーシニアトランシェは数百億ドル規模で帳簿上に残存した。2006年9月に93億ドルであったCDOのスーパーシニアトランシェの保有額（CDSなどによるヘッジ分を差し引いたネット値）は、2007年3月には254億ドル、5月には289億ドル、6月には304億ドル、7月のピークには322億ドルにまで増加した（SECによれば、2007年9月時点のメリルのグロスのCDO保有額は550億ドルで、これは公表された同時期のネットのポジションのほぼ4倍であった）。シティは、メリルと並ぶCDO取引の主役であり、2004-6年に250億ドルにのぼるCDO（の構築主体が発行するABCP）に対する流動性補完（liquidity puts）の提供者として関与するとともに、2006-7年8月にはさらに自ら生み出したスーパーシニアCDOのエクスポージャーを180億ドルも保有（2007年末の発表では、サブプライム関連のエクスポージャーの総計は550億ドルにもなった）したり、新たなCDOを生み出すための担保になるMBSなども在庫として自己保有した。いずれのCDO取引も危機前にはこれらに巨額の利益をもたらす一方、危機の過程で一転して100億ドル単位の巨額損失を生み出す原因となった（FCIC *op.cit.*,pp.135-139,177,196-197,202-204,238-242,257-265）。また、2012年にはJPモルガン・チェースも自己勘定でのCDS取引を通じて短期間に巨額損失を被った（「ロンドンの鯨事件」）が、この点については次章で言及する。

手金融機関がそれらを通じてリスクテイク度合いを高めていった背景は、前章Ⅱ節で指摘した影の銀行システム拡大の複合的な背景と大部分が重なり合っている。

たとえば、影の銀行システム拡大の重要な背景として指摘した、大手金融機関を巡る国内外での競争環境の激化は、同時に大手金融機関がリスクテイクを高めていく主要な要因にもなった。また、自己資本比率規制に対する対応行動は、自己勘定取引で取得した資産に所要自己資本が低く設定されたことから、バランスシートから切り離れたリスクの自己勘定での再取得を促したことはすでに指摘した。金融規制緩和スタンスは、レバレッジを高めた自己勘定取引や OTC デリバティブを自由に展開することを可能にし、金融技術革新は、リスクテイク対象としての多様な仕組み金融商品の構築とともに自己勘定取引や OTC デリバティブの技術的高度化を支えた⁽²⁹⁾。安全資産を求める機関投資家の資産拡大も、金融市場の全体的リターンを引き下げることを通じて、金融機関がますますリスクを取らざるを得ない状況を生み出した。このように、影の銀行システムの拡大と大手金融機関のリスクテイクの高まりとは、一連の複合的背景の下で同様に促されたと言える⁽³⁰⁾。

それら以外にも、大手金融機関のリスクテイクの高まりの重要な背景としていくつか指摘される。代表的なものに、それらリスクテイクの高まりの要因を大手金融機関が採用する報酬構造に求める議論がある。それらによれば、大手金融機関の経営陣、トレーダー、販売担当者などは、短期的な業績をベースとする成功報酬制度（主にストックオプション方式）を採る一方、好調時に挙げた巨額報酬を不調時や巨額の損失が発生した時にも返却する義務がないという非対称的な報酬構造であったため、短期的かつ過度のリスクテイクを行うインセンティブを生み出したとされる⁽³¹⁾。

Ⅲ. 大手金融機関の積極的リスクテイクと特別の優位性

以上のように、2000年代に規模と範囲の急速な拡大を経験した大手金融機関は、積極的

⁽²⁹⁾ 自己勘定取引では、大手金融機関は、情報技術の進展と通信費の低下を背景に、コンピュータプログラムを利用した自動トレーディング手法を積極的に導入し、その中で、価格差を発見して超短時間に非常に高い頻度で裁定取引を行うことで、小さな利ザヤをたくさん抜こうとする、高頻度取引 (high-frequency trading) などを実用化した。またデリバティブ取引は、1973年以降、変動相場制の下で外国為替の急激な変動の影響を直接的に受ける非金融民間企業からのリスクヘッジ要請によって発展した側面もあるが、主には、市場の下落局面からも利益を得られる特性に基づき、大手金融機関や機関投資家によるリスクテイク手段として急速に発展、高度化した。同時期以降、外国為替市場を中心とした金融市場においてたびたび急激な資産価格の変化、バブルとその崩壊が発生するようになり、このことがデリバティブを通じた積極的リスクテイクから利益を得る機会を増加させた側面もある。

⁽³⁰⁾ 三つのリスクテイク経路間に相乗効果が働いたことも、それらの拡大の重要な背景として指摘しておくべきだろう。たとえば自己勘定取引やファンドによる投資の際には、同時に CDS などによってリスクヘッジを行う。このときリスクを負担する側に立つのは同じく大手金融機関やそれらが出資したファンドである。また、金融機関は既存のヘッジファンドへの出資と並んで、自らスポンサーとしてファンド（特にヘッジファンドの投資戦略を真似たコピーファンド）の設定・運用も行い、それへの出資も行う。さらに、そうしたファンド運用から得られた収益も、さらなる自己勘定取引やオルタナティブ投資を促進する。Greenwood and Scharfstein(2013)によれば、証券会社が設定するオルタナティブ・ファンドの運用手数料は、1990年にはほぼゼロであったが、2007年にはヘッジファンドの手数料は690億ドル、PEファンドの手数料は260億ドルを記録している(p.10)。

⁽³¹⁾ たとえば、FCIC op.cit.,pp61-64, Crotty(2009),pp.8-18,36-38などを参照。

なりリスクテイクを行うことで好調時には巨額の収益を獲得できた。一方、その背景をさらに追及していくと、そうした積極的リスクテイクの裏で、大手金融機関がその圧倒的な資金規模と業務範囲を最大限活用して獲得した特別の優位性を、影の銀行分野の特質を巧みに利用しながら行使していた事実が浮かび上がってくる。以下、そうした大手金融機関のリスクテイク上の特別の優位性を、大きく四つの側面から追及する。

1. 集中と多角化に関わる優位性

第一に、大手金融機関は、集中と多角化を通じて得られた主に資金面での優位性を積極的に利用できた。まず大手金融機関は、M&A によって入手した莫大な資金を元手に、以前より多額の自己勘定での投資を行うことができるようになるとともに、高度な専門性が要求される影の銀行分野での取引で重要な役割を果たす高性能コンピュータを大量に購入したり、高度なスキル・知識を持った人材に巨額のボーナスを提示してスカウトすることも可能になった。また、一般的には規模が大きくなるほど低金利での資金調達が可能になるため、レバレッジを高めて取引を行う際にもそうした資金規模は利用された。さらに、損失が発生した場合にも巨額の資金がバッファーになるため、高リスクの自己勘定取引や OTC デリバティブでより大きなポジションを持つことも可能になった⁽³²⁾。

また、大手金融機関は金融コングロマリット化を進める過程で、多角的な業務展開を最大限に利用して様々な関連業務にも参入し、それらの市場から多様な収益を取得できた。前章で見たように、影の銀行システムは金融取引や業務の分解・外注を重要な特徴とする。その代表が証券化関連業務であり、大手金融機関は証券化に関わる諸業務を垂直統合的に実施することで巨額の収益を取得した⁽³³⁾。また、多角展開はオルタナティブ投資でも有利に働いた。ヘッジファンドは投資活動に伴う様々な関連業務のほとんどを外注するが、大手金融機関はそれらの関連業務を一手に引き受けるだけの業務展開を行っており、出資先のヘッジファンドから関連業務をまとめて受注することもできた⁽³⁴⁾。そうした関連業務・

⁽³²⁾ Johnson and Kwak *op.cit.*, pp.82-87. そうした資金面での規模の優位性に付随して、知名度や優良顧客ネットワークといった資金以外の面でもポジティブな効果が働いた。大手金融機関は、既存の業務で関わりを持つ大企業や機関投資家、富裕層などに対して、その知名度を元に、新たに生み出した金融商品を積極的に売り込んだ。それらがある段階まで成功したことにより、大手金融機関への資産規模、業務、収益の集中度はさらに高まった。

⁽³³⁾ Fligstein and Goldstein(2012), pp.17-30. 1990年代には、集中と同時進行で、専門化による利益を取得する目的で、業務プロセスを細かく分解した上で、部門売却やアウトソース化も行われた。それに対し、2000年代に大手金融機関が採った戦略は、金融持株会社形式による業態を超えた M&A の実施、コングロマリット化であり、そこには、一度切り離した部門の再取り込みも含まれた。それが顕著に現れるのが、前章で見た通り、仕組み金融商品の取引プロセスである。仕組み金融商品は、貸出のオリジネート機関から始まり、最終的な資金の出し手である機関投資家などに行きつくまでに、債権をいったんプールして証券化する機関、証券を引き受ける機関、そうした証券に保証を与える機関、元にある債権の回収を行う機関、再証券化を行う機関、再々証券化を行う機関といった様々な金融機関がそのプロセスに関与する。多角的な業務展開をする大手金融機関は、これらを垂直統合して包括的に実施する場合が多い。それぞれの機関が実施する業務で発生する手数料は、最終的な買い手の購入代金に上乗せされるが、大手金融機関はそれらを統合的に統治することで多重の手数料を取得できた。

⁽³⁴⁾ ヘッジファンドの関連業務を一手に担当する業務はプライム・ブローカレッジと呼ばれ、主に大手投資銀行が独占的に行ってきた (Blackburn(2006), pp.45-48)。またヘッジファンドに限らず、年金基金な

収益の存在は、多角展開を行う大手金融機関の収益をさらに膨張させ、そのことがそれらによるさらなるリスクテイクを促した。

一方、規模・範囲で圧倒的地位を獲得した一握りの大手金融機関は、互いに激しく競争し、積極的リスクテイクを競いつつ、共通利害の追求、部分的な協力関係を強めることで、徐々に競争を抑制するようにもなった。それらは、手数料構造や業務シェアなどの点で、自分たちの利益縮減につながるような過当競争を避け、ある程度の協力関係の下で業界全体の利益を高めたうえで、大きな取り分、うまみのある部分を分け合うこともできた⁽³⁵⁾。

2. 金融権力に関わる優位性

第二に、大手金融機関は、主にその圧倒的な資金力と広範な人的つながりを利用して、政治家や規制当局といった政治権力と密接に結びつくことで、リスクテイクを行う上での有利な条件を次々に獲得できた。一握りの商業銀行と投資銀行は、従来からその資金力と専門知識を有した人材を積極的に活用して、ロビーイング、民主・共和両党への莫大な政治献金、官僚・政治家の金融界へのスカウト、金融実務家による政府・規制当局の重要ポストへの転身などを繰り返し行い、他の業界や利害団体をしのぐ強力な政治権力を確保してきた。ここで大手金融機関が保持、行使する政治権力を狭義の金融権力と呼ぶとすれば、大手金融機関は、1930年代に成立した一連の金融規制によって厳しい規制をかけられた後も、その行使を通じて自らの利益追求に都合の良い競争条件を徐々に獲得してきた。1990年代以降の集中と金融コングロマリット化の進展は、一握りの大手金融機関にますます多くの資金と人材を集中させ、金融権力を発揮するベースもより強化された。特に新奇性と専門性の高い影の銀行分野では、そうした金融権力を発揮する余地も非常に大きかった。

金融権力の行使により獲得された有利な条件は、「利益の私物化、損失の社会化」という表現が端的に示している⁽³⁶⁾。まず利益の私物化は、大手金融機関が、自らの利益追求、特にリスクテイクの自由を要求し、その邪魔になる諸規制に対しては徹底して緩和・撤廃を求めることである。特に重要な事例は、OTCデリバティブ規制の除外とレバレッジ規制の緩和である。OTCデリバティブは、大手金融機関の圧力の下、1993年の商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission : CFTC）による勧告や、前章でも言及した2000年商品先物現代化法の成立によって原則として規制当局の規制対象から外れていたが、金融危機後の規制改革論議でも、提案されたOTCデリバティブ規制に対して、大手金融機関から多額の献金を受けた共和党議員中心に反対の声が上がり、最終的に多数の抜け穴が設定された。新たに設置されるデリバティブ清算機関においても、そこで行わ

ど主要機関投資家は、多角展開を行う大手金融機関に資金調達、資産売却、投資助言、資産運用の一任、デリバティブなど様々な関連業務を一括で依頼する。大手金融機関にとっては、一つの主体からまとめて多額の金利・手数料収入を得られるのに加えて、場合によってはそうした機関投資家の投資先企業ともつながりを持つことができ、そこから様々な関連業務・収益を生み出せるため、機関投資家との包括的なつながりは非常に収益的である。

⁽³⁵⁾ Crotty *op.cit.*, pp.8-13.

⁽³⁶⁾ 「Occupy Wall Street」運動に参加した、米国の経済学者ジョセフ・スティグリッツの言葉である。

れる取引に関する重要事項を決定する委員会のメンバーが、主要ディーラーである一握りの大手金融機関に独占されることになった⁽³⁷⁾。レバレッジ規制については、前章でも言及した通り、2004年に五大投資銀行が、信用リスクの調査とそれに応じた所要資本について、SECから内部モデルの使用を認められ、それによってより高水準のレバレッジを行うことが可能になった。いずれの実現の背景にも、大手金融機関との間に共通の利害を持つ政治家、官僚、学者、規制当局者などの積極的な協力があつたことが指摘される⁽³⁸⁾。

次に損失の社会化は、大手金融機関が、自らのリスクテイクにより損失が発生した際には、それを公的資金も含む社会全体で負担してもらえらる特別な地位を得ることである。米国では1980年代半ば以降、破たんの際の社会的影響があまりに大きすぎると想定される大手銀行は「大きすぎてつぶせない (Too-Big-To-Fail : TBTF)」機関として、主要規制当局、公的主体が、あらゆる手段を用いて救済することが事実上認められている。TBTF機関は、実際に破たんの危機に瀕しなくても、日常的な資金調達面での優位性も得られる⁽³⁹⁾。そのため大手金融機関はそうしたTBTFの地位を確保するために、1990年代以降、政府・規制当局に対して集中規制と業務規制の緩和をより積極的に要求し、その過程で金融権力が積極的に行使された結果、GLB法を中心に、要求のほとんどが実現された⁽⁴⁰⁾。これら大手金融機関による金融権力の行使の実例については、次章と終章でより詳しく扱う。

3. 情報面での優位性

第三に、大手金融機関は、情報の面で、顧客や取引相手、株主などに対して大きな優位性を保持し、自らのリスクテイクに有用な情報を独占的に活用する一方、不利益に働く情報は隠ぺい・偽装することで、巨額の収益を獲得できた。

まず、情報の活用であるが、大手金融機関は、集中と多角化の過程で取引関係を強めた大企業や機関投資家などの優良顧客から、リスクテイク上有用な内部者情報を多数取得できた。たとえば、投資銀行業務や資産運用業務などを通じて大企業の財務担当役員や機関投資家の運用担当者、またオルタナティブ投資を通じてそれらの運用担当者となつたりを持つことで得た内部者情報を、自己勘定取引やデリバティブのディーリングなどに利用することで、より多くの利益を得る可能性が高まる。具体的には、大手金融機関は、内部者情報を用いて、価格上昇が見込める資産を他に先駆けて自己勘定で大量取得し、情報公開後に実際に価格上昇が生じれば、それを情報劣位の主体に高く売りつけることができた⁽⁴¹⁾。大手金融機関はそれを利用し、市場が好調な時には、あらゆる部門で自己勘定取引を

⁽³⁷⁾ Story(2010).

⁽³⁸⁾ Johnson and Kwak *op.cit.*,pp.88-119.

⁽³⁹⁾ Wilmarth(2011),pp.980-986. 危機後に規制当局が最も重要な問題に位置付けているのがこのTBTF問題であり、新しい金融規制もその解決が最大の目標とされた。この点については次章で詳しく論じる。

⁽⁴⁰⁾ Johnson and Kwak *op.cit.*,pp.88-119.

⁽⁴¹⁾ Dos Santos *op.cit.*,pp.18-19, GAO *op.cit.*,pp.10-12. 金融機関による内部者情報利用の典型として、顧客から売買注文を受けた金融機関が、その取引を成立させる前に、顧客の注文より有利な価格で同一資産の売買を自己勘定で行うことを、フロント・ランニングと言う。

行い、低価格で購入した資産を情報劣位の機関投資家などに高値で売却してキャピタルゲインを実現するだけでなく、時価会計原則の下で未実現のゲインも利益計上できた⁽⁴²⁾。また影の銀行分野はその専門性と複雑性により情報の不透明性、非対称性がより顕著に現れ、そのことも大手金融機関は利用した⁽⁴³⁾。たとえば CDS など OTC デリバティブは、上述のように、相対で取引条件が決定し、中心的な取引所も清算機関も存在せず、金融機関が設定する手数料など価格も公表されないため、透明性を著しく欠いている。しかもそのディーリングを行う機関は一握りの大手機関が独占している。したがって OTC デリバティブでは情報の非対称性が極限まで高まり、大手金融機関はそれを利用して、非常に高額の手数料を取引相手に課したり、明らかに取引相手に不利な契約を結んだりすることで、巨額の収益を取得できた⁽⁴⁴⁾。

次に、大手金融機関は、情報の不透明性が高い影の銀行分野を積極的に活用して、情報の隠ぺいや偽装も行った。たとえば、OTC デリバティブは 2000 年代初めの大規模な不正会計事件に利用された。エンロン事件やワールドコム事件などは、高度なリスク管理を名目に、OTC デリバティブ、特別目的会社、タックスヘイブンなどを複雑に組み合わせてオフバランス化を極限まで進め、利益を過大に、損失を過少に申告して、多数の株主や規制当局を欺いた典型例であるが、そうしたスキームは一握りの大手金融機関によって練り上

⁽⁴²⁾ Haldane et al. *op.cit.*,p.101.

⁽⁴³⁾ 情報の非対称性の利用は仕組み金融商品に関連する業務で最も顕著に現れる。たとえば CDO は、購入する機関投資家も規制当局も、その内容をほとんど理解していなかったし、売り手の大手金融機関内部でもごく一部の開発者とディーリング部門の担当者ぐらいしかその内容を理解しておらず、経営陣や財務担当役員、セールス担当者なども実際にはほとんど理解していなかった。CDO の市場は株式市場などと異なり、情報公開義務もなく参加者も限定されるため競争圧力も働かない。そのため、価格や手数料は大手金融機関の一部関係者が自由に設定でき、実際に非常に高価格に設定され、大手金融機関というだけで信頼する情報劣位な投資家に暴落必至の商品でも言葉巧みに売りつけられた (Crotty(2009),pp.42-45, Acharya and Richardson(2009),p.13)。さらに一部の大手金融機関はそうして売りつけた「くず商品」の CDS を大量に購入することで、実質的な空売りも行った。たとえばゴールドマン・サックスは、CDO 取引に関わって自らの情報優位を利用して次のような事件を引き起こしている。第一に、ゴールドマンが 2007 年初めに構築した「アバカス 2007-AC1」という CDO について、そこに含まれる RMBS のポートフォリオを近い将来デフォルトを起こしそうなものに選抜する作業をヘッジファンドのポールソン・ファンドが手助けする一方、同ファンドが空売り目的でゴールドマンから CDS を購入していたことを、ゴールドマンが CDS の他の投資家に公開していなかったことで訴訟を起こされた。実際に RMBS の格付けが引き下げられたことで機関投資家は 10 億ドルの損失を被る一方、ポールソン・ファンドは巨額の利益を取得した。ゴールドマンはこの件で後に 5 億 5,000 万ドルの罰金を支払った。第二に、ゴールドマンは、2006 年 12 月に、多くの RMBS や CDO の元になっている高リスクのモーゲッジの延滞率や債務不履行率が上昇していることに気づいて以来、保有在庫の大半を顧客に売却するとともに、それらの空売りをはじめた。その後は、一方で暴落必至の複数の CDO の空売りポジションを保有しながら、他方で顧客にそのことを情報公開することなく販売を続ける、という取引がゴールドマンの一般的戦略となった。2007 年のピークの時点で、139 億ドルの空売りポジションを保有し、それらは合計で 37 億ドルもの利益をもたらした (その年の純収益は 116 億ドル)。ゴールドマンはこの件で上院のヒアリングを受けている。またドイツ銀行も、2005-07 年にかけて合計 50 億ドルもの空売りポジションを保有し、2007-08 年には 15 億ドルもの利益を得た (東江,前掲書, Wilmarth(2011),pp.1026-27, U.S. Senate *op.cit.*,pp.7-11)。そうした行為は、取引参加者が増大し、市場が構築されるにつれて難しくなるため、大手金融機関は、より複雑で流動性の乏しい新たな仕組み商品を次々生み出し続けた (Crotty(2007),pp.30-32)。金融コングロマリット化と影の銀行システムの進展を通じて金融機関の組織が複雑になりすぎ、経営陣が各部門の行動を認識・管理できなくなった状態を「Too Complex to Manage : TCTM」とも言う。

⁽⁴⁴⁾ Story *op.cit.*

げられたものであった⁽⁴⁵⁾。また上述のように、大手金融機関は様々な部署での自己勘定取引で巨額の利益を取得してきたが、金融危機後の金融規制改革で商業銀行や銀行持株会社の自己勘定取引が原則禁止されそうになると、規制対象から外れるよう、一転して自己勘定取引部門の利益だけを強調することで過少に申告し、それが金融危機に果たした役割は小さいと主張した⁽⁴⁶⁾。

4. 技術面での優位性

最後に、大手金融機関は、積極的リスクテイクを行ううえでの技術上の優位性も利用できた。たとえば大手金融機関は、CDO など仕組み金融商品の開発者であると同時に需要者でもあるという特別の地位にある。それを利用して、上述のように、自ら組成したCDOのうち、格付け機関に最上位格付けを与えられたCDO（シニアトランシェ）と、低い格付けしか与えられなかったCDO（メザニン、エクイティ）の両方へ、自己資金で再投資を行ったり、CDSでそれらのデフォルトリスクを負担したりすることで巨額の収益を上げることができた。そのようにCDOのすべてのトランシェから収益を上げることができた理由は、開発者である大手金融機関は、それら商品の上手な使い道を少なくとも他者より理解していたからである。高格付けCDOは、利回りは相対的に低い国債など他の高格付け債券よりはかなり高いうえ、金融機関がそれらを保有する際の所要資本も非常に少なく済んだ。また前章でも述べた通り、高格付けCDOは、レポ取引を実施してレバレッジを高める際の担保としても重要な役割を果たした⁽⁴⁷⁾。一方、低格付けCDOは、リスクを忌避する投資家が購入しないため在庫として保有していた側面もあるが、リスクが顕在化しないうちはきわめて高利回りの商品であるとともに、再びそれらを組み合わせて、高格付けの新しい仕組み金融商品（二次、三次CDO）を生み出す材料にもなった。CDSは、そのディーリングを通じて、デフォルトリスクを引き受ける代わりに安定的なプレミアム収入を得る目的で、また実際にデフォルトが発生した際に巨額の「保険金」を取得しようとする投機的目的で、大手金融機関が積極的に活用した⁽⁴⁸⁾。

また技術上の優位性という点では、大手金融機関が自らのリスクテイクの上限を独自に決定できる特別な地位にあったことも指摘されるべきである。上述のように、規制当局は、リスクをベースに所要資本を設定する際、高度なリスク管理技術を保持していることを前提に大手金融機関に内部モデルの利用を認めた。その際に利用される統計モデルのうち、最も知られるのがバリュアット・リスク（Value at Risk : VaR）である。VaRは市場リスクを計測する際に用いられ、特定の統計上の信頼水準（たとえば99%）の下での、一定期間（たとえば10日間）における、金融資産と負債のポートフォリオ価値の最大損失

⁽⁴⁵⁾ Bluckburn *op.cit.*, pp54-57. これらの多くは明確に法律違反に該当するか、限りなくそれに近いものであり、一部の大手金融機関は調査や訴訟の対象にもなり、巨額の罰則金を要求されるケースもあったが、それ以降もそうした戦略の追求をやめることはなかった。

⁽⁴⁶⁾ Crotty et al. *op.cit.*, p.4.

⁽⁴⁷⁾ Claessens et al.(2012), p.12.

⁽⁴⁸⁾ Haldane et al. *op.cit.*, pp.101-102.

可能性を推定する。一方、多くの研究者が指摘するように、VaRには重要な技術的欠陥がある。それは、滅多に生じない金融システムにおける厳しいネガティブなショックを適切に考慮できないことや、資産価格の相関の調査が金融危機時に観察される相関を捉えていないような歴史データに基づいていることなどである。また VaR モデルは、大手金融機関のリスクテイクの状況次第で容易に内容を変更されうる。たとえば 2012 年に発生した JP モルガン・チェースのいわゆる「ロンドンの鯨事件」では、同行のある自己勘定デスクの取引ポートフォリオが既存の VaR の制限を超えてしまった際、同行のリスクマネージャーは新しいモデルの導入を認め、それにより制限を二倍に拡大することができた。そうした大手金融機関のリスク管理技術への過信とそこに内在する技術的欠陥が恣意的なリスクの過小評価につながり、大手金融機関のリスクテイクを促進する要因となった⁽⁴⁹⁾。

結び

本章の分析により、2000 年代における米国金融機関収益の急拡大の背景に影の銀行システムの展開があり、その収益のかかなりの部分は、一握りの大手金融機関による、自らの特別な優位性を前提とし、影の銀行分野の特性（複雑性、専門性、新奇性、情報の非対称性の高さなど）を巧みに利用した、積極的リスクテイクによって生み出されたことが明らかになった。

そして、ここまでの分析を踏まえると、1970 年代後半以降の金融化の歴史的展開と、特に 2000 年代以降に拡大した影の銀行システム（前章）、大手金融機関の積極的リスクテイク（本章）の三者の関係性を、一貫して把握することが可能になる。

まず一章で見たように、金融化の重要な要素としての 1980 年代以降の資金循環構造の変化、具体的には、主に家計資金の投資信託、MMMF、年金基金など機関投資家への集中は、それら資金の金融市場への大規模流入を促した。そうした資金は、当初は債券（社債や CP、国債など）や株式といった伝統的金融市場で運用されていたが、その規模が急速に拡大し、運用を巡る国内外の競争が高まるにつれ、次第に利回りの低下を経験するようになった。家計資金に企業の余剰資金も加わりながら拡大を続ける機関投資家資産は、これまで通り安全資産による適度な高利回り運用を求め続けたが、そうした声に完全に応えるには、既存の金融市場が生み出す金融商品だけでは次第に不足するようになった。

そうした流れに呼応して 2000 年代に急拡大したのが、影の銀行システムであった。前章で見た通り、影の銀行システムは、証券化と担保付短期資金調達をその金融仲介の基軸に持ち、そこで生み出される仕組み金融商品（CDO など）や短期負債商品（ABCP やレポなど）は、安全で高利回りの金融商品として、主に家計資金を原資とした MMMF や年金基金など機関投資家の主要な運用先となった。その意味で、1970 年代後半以降に歴史的に展開した金融化、特に 1980 年代以降の資金循環構造の変化が、2000 年代の影の銀行システムの急激な進展の重要な前提条件となっていたと認識すべきである（図表 4-6 の①）。

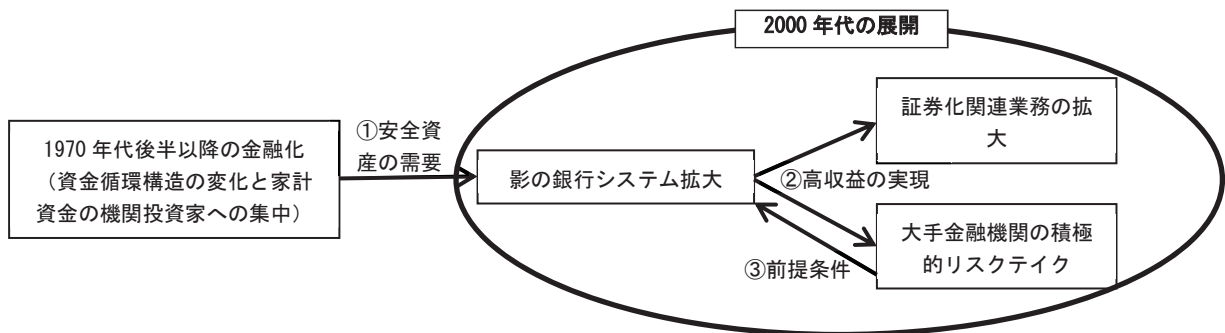
⁽⁴⁹⁾ Crotty(2007),pp.22-24, Wilmarth(2013), p.1433.

もちろん、影の銀行システムの拡大自体が、2000年代に金融化の中身を量的・質的に変容させたことは前章で指摘した通りである。

そしてそうした影の銀行システムの拡大プロセスは、次第に大手金融機関主導の下で進展させられるようになった。大手金融機関は、1980年代以降の資金循環構造の変化の下での企業の銀行借入れ離れや、国内外での競争激化といった厳しい経営環境の下、既存の業務でこれまで通りの収益を上げ続けることが徐々に難しくなった。そこで新たな収益源として着目されたのが証券化関連業務や仕組み金融商品の自己勘定取引などを中心とした影の銀行システムに関わる業務であった。それらは非常に収益性が高いと認識されたこともあり、大手金融機関は、受け身の対応を超えて、そうした業務に競って参入するようになり、それらから巨額の収益を取得できた（図表4-6の②）。

同時に影の銀行システムの拡大は、大手金融機関による積極的リスクテイクを重要な前提条件とした（図表4-6の③）。なぜなら、図表3-2で示した影の銀行システムの一連の金融仲介が順調に推移するためには、仕組み金融商品や担保付短期資金調達などのプロセスで、特にリスク回避的な機関投資家がリスク負担することが難しい部分（高格付けトランシェの売れ残りやエクイティ部分など）について、それをトレーディング勘定などを通じて自己勘定で購入・保持したり、信用補完するなどして、少なくとも表面的には最後のリスクを負担する主体の存在が必要不可欠だったからである。本章で見た通り、大手金融機関にとっても、一連の金融仲介がうまく機能している限りは、そうした積極的リスクテイクは一層の巨額収益を生み出す原動力となりえた⁽⁵⁰⁾。

図表 4-6 1970年代後半以降の金融化（資金循環構造の変化）が2000年代の展開のベースにある



（出所）筆者作成

⁽⁵⁰⁾ 逆に、2000年代の金融化、特に急拡大する金融収益とその獲得機会が、大手金融機関による影の銀行システムのさらなる展開や、積極的リスクテイクを通じたさらなる利益追求を促す重要な要因になった側面も指摘しておくべきである。利益追求主体としてのそれらが収益獲得機会の拡大を素早く認識し、しかもそれを他の主体より優位な立場で自由に行うことができ、さらに最終的な損失負担の可能性も考慮する必要がないという状況にあるのであれば、そうした選択を行うことは極めて合理的である。実際に大手金融機関が、受け身の対応を超えてかなり積極的・主体的にそうした行動を採ってきたことは、前章および本章で指摘した通りである。ただし、2000年代の金融化の展開（特にその下での金融機関の収益拡大可能性の拡大）が、影の銀行システムの拡大や大手金融機関のリスクテイク行動に与えた影響についての本稿の分析は必ずしも十分とは言えず、さらなる分析は今後の課題としたい。

一方、そうした積極的リスクテイクを通じた大手金融機関の巨額収益は、それが競争の働かない下での高価格設定に基づく限りは、市場の効率性の点で重大な問題を抱えているし、なにより社会的意義や公正性などの観点から受け入れがたいものである。なぜなら、そうした利益の大半は結局のところ、すでに分配された所得の他の誰かによる支払いに基づき、実体経済における新たな価値創造とはほとんど何の関係もないか、むしろ価値創造を阻害するものだからである⁽⁵¹⁾。そしてそこでは、資金面と情報面で圧倒的優位に立ち、ゲームのルールを都合よく変更できる力を持ち、損失は自ら負担する必要がない立場の一握りの者が、そうでない立場の圧倒的多数者、つまり一般市民の小規模資金をベースにした年金基金やミューチュアル・ファンドなどの機関投資家、個人投資家、中小金融機関などに、有害な商品を高額で購入させたり高額の手数料を支払わせたりしている。これはリスクテイクによる正当な対価というより、限りなくいかさま賭博に近い。すなわちここでは、これまで見てきた資産運用関連業務や M&A 関連業務と比べても、大手金融機関の主導性がきわめて顕著に、しかもきわめて不公正な形で現出していると言える。そうした側面は、今次の危機の過程でよりはっきりと姿を現したが、2010年に成立した金融規制改革法では、そうした根本的矛盾にはほとんど手がつけられなかった。その点は次章で扱う。

⁽⁵¹⁾ Lapavitsas and Levina(2011)。なお、本章で採り上げた三つのリスクテイク経路における支払い主体はその取引の複雑性とも相まって非常に複雑であり、一見すると、実物部門と関係性を持たない、大手金融機関同士のゼロサムゲームに過ぎないようにも見える。そのような側面も確かにあるが、究極的には、そこに内在しているリスクを十分に理解できないまま「くず商品」を高値で売りつけられた主体や、証券化商品の元になっているきわめて不公正な債務を騙されたり煽られたり半強制されて負わされた主体、システミック・リスクが顕在化した際に公的資金の注入などの形で救済資金を負担した主体など、すなわち主要には一般家計が主な負担者であることは認識しておく必要がある。

第五章 米国金融規制改革法と大手金融機関の行動

—ボルカー・ルールを中心に—

1970年代後半以降の金融化の展開、特に1980年代以降の資金循環構造の変化とその下での主に家計資金のミューチュアル・ファンドや MMMF に代表される機関投資家への大規模流入は、2000年代における影の銀行システム拡大の重要な前提をなした。一方、影の銀行システムは、大手金融機関による関連利益の追求とそれらによる自己勘定取引などを通じた積極的リスクテイクを条件としながら展開し、一連のプロセスは、それらに短期間に巨額の収益をもたらすとともに、金融化の発現形態を質量両面で変化させた。しかし、影の銀行システムに内在するリスクと不公正性が極限に達した結果、その自壊の過程は、実物部門にも多大な負担を課しながら、2007-9年の国際金融・経済危機として顕在化した。そうした今次の危機を受け、米国では新しい金融規制体制の創設に関する議論が重ねられ、2010年7月には金融規制改革法が成立した。同法は、商業銀行と証券会社の原則分離を規定した1933年GS法、それを事実上撤廃した1999年GLB法に次ぐ、米国金融制度を根底から変革する画期的法律として広く認識される。

同法の最大の目的は、未曾有の危機の発生と莫大な国民負担を伴う政府救済の実施（いわゆるTBTF問題）、という事態を再び招来させないことであり、その目的の達成のためには危機の原因を正確に認識することが何より重要になろう。先行研究が指摘するように、今次の危機の原因はきわめて複合的である^①。しかし、本稿でその最も重要な要素と認識するのは、先述の通り、内在的脆弱性を持つ影の銀行システムの展開と、その前提条件としての大手金融機関による不公正な立場を利用した積極的リスクテイクである。したがって、今回の金融規制改革がその目的を達成するための最大のポイントは、そうした不公正な大手金融機関の利益追求、特にその過度のリスクテイクをいかにコントロールできるか、それを通じて影の銀行システムのような非常に脆弱なシステムが無秩序的に拡大するのをいかに抑制できるかにあると考える。そしてその成否は、金融化のプロセスにも重大な影響を与える可能性がある。今回の米国金融規制改革法のうち、そうした大手金融機関の利益追求行動のコントロールという点できわめて重要な位置を占めるのが、ボルカー・ルールと呼ばれる条項である。本章は同ルールに焦点を当て、それを巡る論点を整理し、その

^① たとえば危機の原因として、①貧困者を食い物にした大手金融機関による「略奪的 (predatory) 貸付」の拡大、②規制緩和を背景に「組成・分配 (Originate to Distribute) 戦略」の下で進められた証券化を利用した大手投資銀行の「強欲な (greed)」手数料稼ぎ、③自らが TBTF 機関であることを認識したうえで大手金融機関の異常なリスクテイク、モラルハザード問題、④その際に連邦規制のほとんどかからない影の銀行システムの積極的利用、⑤大手金融機関経営陣のリスクテイク促進型の報酬構造、⑥手数料目的での格付け会社による極端に甘い格付け、⑦政府支援機関 (Government-Sponsored Enterprise : GSE) による住宅ローン債権の無分別な買取り、⑧住宅バブルを促した FRB による金融緩和政策、⑨アジアを中心とした経常収支黒字国からの米国への大量資金流入、などの存在が指摘されている。加えて、本稿のこれまでの議論を踏まえるならば、1970年代後半以降の金融化の展開、特に資金循環構造の変化とその下での主に家計資金の機関投資家への集中の事実も、危機のより根源的な原因として指摘されるべきであろう。

有効性を検討する。

I. 金融規制改革法の概要

まず、今回の金融規制改革法の概要を示す^②。同法は、「ドッド・フランク・ウォールストリート改革・消費者保護法」（通称「ドッド・フランク法」）と呼ばれ、慣例に従い同法の成立に貢献したクリストファー・ドッド上院銀行委員会委員長とバーニー・フランク下院金融サービス委員会委員長の名前が入っている。

同法の目的は、「雇用を生み出すための健全な経済的基礎を作り出し、消費者を保護し、ウォール街とその巨額のボーナスを制御し、政府救済と TBTF 政策を終了させ、さらなる金融危機を防止すること」とされる。一見、複数の目的を同時に追求しているようにも読めるが、法律の名称からも分かるように、金融危機と政府救済（TBTF 問題）の防止を大きな目標に置き、それを成し遂げるアプローチとして、ウォール街＝米国大手金融機関の行動改革と、金融商品に関する消費者保護体制の確立が二本柱となっていると言えよう^③。そこで採られる具体的施策は非常に多岐に渡り、そのすべてを検討することを本章の課題としない。ここでは特に同法の目的を達成するうえで決定的に重要と思われる一方、その内容を巡り様々な議論を巻き起こした項目を採り上げて簡単に紹介するに留める。

第一が、消費者金融保護局（Consumer Financial Protection Bureau: CFPB）の設立である。今回の危機の原因の一つに、サブプライムローンに代表される、大手金融機関（特に住宅金融専門会社）による借り手の返済能力を無視した略奪的貸付があったという認識から、消費者保護一般ではなく、金融商品に特化した消費者保護の必要性が認識された。新設される CFPB の下に金融商品消費者保護に関する説明責任が一元化され、その下で銀行かノンバンクかを問わずそれらが提供するあらゆる金融サービス・商品（融資条件の内容からクレジットカードの手数料といったものまで）が調査の対象となり、悪質な取引慣行が見つかれば即座に行動が起こされることになる。

第二は、金融安定監督評議会（Financial Stability Oversight Council: FSOC）の設立である。今回の危機の原因の一つに、大手金融機関の行動を各金融規制当局が事前に把握できなかったためにシステムック・リスク顕在化がもたらされたという認識から、金融システムを通じて顕在化するリスクを事前把握し即座に対応できる新しい規制当局が必要とされた。新設の FSOC は財務長官が議長となり、各規制当局の代表がメンバーとなっており、システムック・リスクを認識・監視するためにデータ収集・分析、定期的なレポート公表、議会証言などを行う。また FRB の規制権限が「システム上重要な（systemically important）」ノンバンクを含む大手金融機関（金融資産 500 億ドル以上）に拡大され、FSOC

^② ドッド・フランク法の概要は、U.S. Senate(2010)、石原(2010)などを参照。同法の詳細については、DavisPolk(2010)、松尾(2010)を参照。

^③ 松尾(2010)の整理によれば、同法の柱は①金融安定へのリスクの抑制、②大規模相互連関金融会社の整理計画及び整然清算の整備、③消費者及び投資者の保護、④金融市場における透明性及び説明責任の確保、⑤金融規制機構の強化であり、それぞれへの対応として様々な個別具体策が採られる（3頁）。

がそれらを特定したうえで FRB に対してその規制基準の強化を推奨することができるようになる。

第三は、デリバティブ規制、特に OTC デリバティブの取引所取引及び集中決済の導入である。今回の危機の過程で、大手金融機関が OTC デリバティブとしての CDS を資金的裏付けもなく大量に締結した結果、巨額損失を被って破たんしたが、規制監督の枠外で行われていたためそのような状況を全く把握できなかったという認識から、OTC デリバティブの透明化の必要性が認識された。この条項により、SEC と CFTC に OTC デリバティブに対する規制権限が与えられ、無責任な慣行が規制される。またそれらに取引所取引と集中決済を義務付け、当局はデータ収集とその公表などを通じて市場の透明性を改善する。

第四は、銀行のリスクテイク制限である。今回の危機の原因の一つに、2000 年以降、急速に進展した大手金融機関（特に連邦セーフティネット下にある大手商業銀行）による自己勘定取引などを通じた過度のリスクテイクがあったという認識から、自己勘定取引及びヘッジファンド、PE ファンドなどとの取引の制限が求められた（「ボルカー・ルール (Volcker rule)」)。また、同様の観点で、デリバティブ・ディーラーに対する FRB, FDIC による公的支援を禁止し、それを通じて銀行からデリバティブ業務を切り離す (spin off) ことも打ち出された（「リンカーン押し出し条項 (Lincoln push-out provision)」)。特にボルカー・ルールは、本章が焦点を当てる大手金融機関の利益追求、リスクテイクの抑制という点で最も直接的な影響力を持つ条項と広く認識されており、次節以降で詳述する。

以上四つの項目以外にも重要項目は多数存在するが、総じて、ドッド・フランク法は、金融規制当局の権限強化や金融取引の透明性強化、金融機関の直接行動規制など複数の経路を通じて、大手金融機関の行き過ぎた利益追求、特に消費者への略奪的慣行と過度のリスクテイクを直接・間接に抑制し、それらの行動及び破たんがシステム・リスクの顕在化及び結果としての巨額の政府救済につながらないようにするという最終目標 (TBTF 問題の解決) を達成できるよう、様々な個別的政策を試みていると言える⁽⁴⁾。

II. ボルカー・ルールとそれを巡る懐疑論

ドッド・フランク法については、その導入が及ぼす諸影響を巡って、成立過程から現在まで賛否両論、様々な議論がなされてきた。これまでの同法を巡る諸議論の構図を簡潔に整理すれば、それらは大きく、前向きな評価と懐疑的な評価とに分類でき、さらに後者は、同法の行き過ぎを懸念する立場からのものと不十分さを懸念する立場からのものとに分類できる。まず、同法の有効性を前向きに評価する立場の議論がかなりの規模で存在しているのは間違いない。それらによれば、同法はその成立を阻もうとする様々な妨害にも拘わ

⁽⁴⁾ 留意が必要なのは、同法は一つの金融規制上のフレームワークを提供しているにすぎないということである。より実効的なルール制定は、FSOC による調査・推奨を受けたうえで、6 カ月から 18 カ月以内に各規制当局が実施することになっており、それに関連して連邦機関は少なくとも 243 の金融規制を制定し、67 の調査研究、22 の定期報告書の提出を求められた。同法の施行は成立 2 年後の 2012 年 7 月であったが、ルール案を巡る議論の過程で多方面から反発を受けたことなどもあり、当局はすでに実施先送りを表明しており、いまだ最終ルール化には至っていない項目も多い。

らず、米国金融システムに包括的かつ効果的な規制体制を敷くことに成功し、危機の諸原因のほとんどに十分に対処できているとされる^⑤。それら同法に対する前向きな評価は、政策担当者側からの期待感に基づくものや、全面的に支持するのではなくそのネガティブ面と両論併記的に評価するものも多く、必ずしも同法の有効性を全面的かつ説得的に主張できているとまでは言えない。

それに対し、同法の有効性を懐疑的に見る議論が相当程度存在することもまた事実である。その第一の立場は、同法の規制としての行き過ぎを指摘するものであり、主に大手金融機関などによって展開される^⑥。それらの多くは同法を根本的に否定し、究極的にはその撤廃を目指す議論である。第二の立場は、同法に存在する「抜け穴」などに基づいてその実効性に疑念を呈するものである。そうした疑念は主に、法案審議段階で注目を浴びた複数の項目が、審議の過程で大幅に削除・緩和されたり、除外項目を設けられたりした事実から生じている^⑦。それらの多くは同法の理念や目的自体は支持し、規制当局による運

⑤ それらが特に積極的に評価する代表的な個別施策として、第一に、CFPBの設立と独立した権限の付与がある。これにより住宅バブルの根源であるサブプライムローンのような略奪的貸付慣行は厳しく制限されることになる。第二に、これまで規制のかからなかったノンバンク金融機関の取引に対して、FRBによる一元的規制・監視体制が一応実現したことがある。影の銀行システムにおいて重要な地位を占めるノンバンク金融部門への大手金融機関の関与を規制・監視することで、それらの経営の安定性を高め、システム・リスク顕在化の可能性が抑制され、その結果、今後当局の見えない部分での金融取引の拡大と崩壊という事態は生じないようになる。第三に、巨大ノンバンク金融機関に対する「整然清算」の管財人にFDICが指名されたことがある。これによりTBTF政策に伴うモラルハザード問題や巨額の国民負担も必要なくなる。それ以外にも、個別施策を高く評価する議論は数多く存在する。個別施策に対する評価に加え、金融規制の在り方の変化も評価される。1980年代以降、米国では主に大手金融機関の要求を受け入れる形で、金融機関のコスト面や競争力面に配慮して、事前的措置、特に行動規制や監督体制を緩和する一方、金融機関の自己規制や民間格付け会社による格付けを重視するという「規制の民営化」が進展した。しかし今回、大手金融機関による野放図な業務展開が金融危機を引き起こした主因であることが明確になり、他方でセーフティネットなど事後的措置のコストの高さと不公正さが明るみに出た中で、そうした規制手法の限界が明らかになった。この点、同法は、規制緩和一辺倒だった金融機関に対する事前の行動規制や監督権限の再強化に向けて舵を切っているとも評価でき、金融規制のバランス面でも、金融システム安定化のうえでもポジティブな意味を持ちうる。

⑥ それらによれば、第一に、規制強化によって、金融機関（特に小規模の金融機関）にとってはその規制に従うために多額のコスト負担が発生することになり、また極端なリスク忌避姿勢が生じることで、結果として経済に供給される資金が滞り、投資の停滞や市場の縮小、延いては経済成長の阻害を引き起こす恐れがある。第二に、規制強化によって、米国金融市場を特徴付けていた金融機関の競争力・イノベーションや市場の効率性、流動性などが阻害される恐れがある。第三に、規制強化によって、規制の強い米国市場を嫌って多くの金融機関がより規制の緩い市場、特にタックスヘイブンなどに取引基盤を移すいわゆる「規制のアービトラージ」が発生する恐れがある。第四に、具体的規制が今後決定していくため、金融機関は今後のビジネス展開を予想することが困難になる。第五に、少し極端な議論であるが、金融危機の原因は、ウォール街の行動よりも、政府による低所得者を含む全般的な住宅促進政策（特にGSEによる債権買取と長期的な金融緩和政策、地域再投資法など）がもたらした市場の歪みにあるとし、それらへの対応が全くなされずウォール街のみがスケープゴートになっている。規制強化による金融機関の競争力削減への懸念については、たとえば、Wallinson(2010)などを参照。

⑦ たとえばデリバティブ規制を巡って、当初、ほぼすべてのデリバティブ業務が銀行本体から切り離されることが想定されていたが、上院での議論の中で、対象となるデリバティブは既存業務の20%以下に抑えられ、主要なデリバティブは銀行本体で行えることとなった(Wilmarth(2011),pp.1031-1034)。前章で見た、OTCデリバティブ市場を一握りの大手金融機関がディーラーとして独占することで巨額の収益を得ている状態についても、それを制限しようとする条項は結局盛り込まれなかった。また、影の銀行システムにおける重要な資金調達手段であるレポ取引に対して十分な規制・監視がなされていない点、FDICに与えられた整然清算権限もFDICの独断では行使できないようになっている点など、同法には数

用の改善や今後制定される具体的な規制の内容次第では実効性をもちうる、とする立場から同法の今後の展開に期待する、比較的前向きな議論でもある。

そして、行き過ぎへの懸念と実効性への懐疑という、同法の有効性を巡る正反対の立場から提出される疑念は、大手金融機関の利益追求、特にそのリスクテイク行動に最も直接かつ強力な影響を与えうるとされるボルカー・ルールを巡ってきわめて顕著に現れる。以下、ボルカー・ルールとそれを巡る議論を詳しく検討することで、そこに存在する立場の決定的な違い、特に大手金融機関の主張とその背後にあるものをあぶりだす。

1. ボルカー・ルールの概要

まず、ボルカー・ルールは、ドッド・フランク法的一条項を指し、オバマ政権の経済再生諮問会議議長であったポール・ボルカー元 FRB 議長が提案したことからそう呼称される。対象が非常に広範に渡る同法の中で、同ルールは、特に預金金融機関に対する規制強化の一環に位置付けられ、簡潔に言えば、商業銀行の自己資金での高リスク取引を制限するものである。ボルカーらが念頭に置いたのは、銀行が自らの資金で高リスク業務を大規模に行うことで、預金者の資金をもリスクにさらし、それが金融システム全体のリスクを高め、金融システムの安定性維持の目的で行われる TBTF 機関救済への期待がモラルハザードを蔓延させ、銀行の過度のリスクテイクをさらに助長する、という悪循環であり、それこそが、今次の金融危機の主因と考えたのである。

その内容は主に同法 619 条に基づき、大きく二つの部分から構成される。第一に、銀行・銀行持株会社といった「銀行組織」は自己勘定取引が禁止される。第二に、銀行組織はヘッジファンド及び PE ファンドの所有またはスポンサーを禁止される^⑧。

このように銀行組織の自己勘定取引やヘッジファンド・PE ファンドへの関与をまず一律禁止したうえで、その適用除外となる「許容業務」を設定する。代表的なものが、米国債等の売買・取得・処分、マーケットメイキング業務に関連した売買・取得・処分、リスク軽減に関連するヘッジ業務、顧客のための売買・取得・処分、小規模事業投資会社への投資、公共の福祉の促進を主要目的とする投資、米国法で組織される銀行組織に支配され

多くの抜け穴や未対応点が存在することが指摘される。それら以外の議論に、主に規制当局の規制能力に関する懸念がある。たとえば新設の CFPB の独立性は本当に担保されているのか、同じく新設の FSOC が各規制当局間のライバル関係を克服できる能力をもちうるのか、金融危機を回避できなかった既存の規制当局（FRB や OCC, FDIC など）が新しい規制権限を得てそれを有効に利用できるのか、今後の具体的な規制の制定を各規制当局に委ねることで当局の仕事量が過剰なものになり効率性を低下させることにならないか、といった懸念が提出されている。ドッド・フランク法の実効性への疑念については、たとえば、Schwartz and Dash(2010), Morgenson(2010), Nicholson(2010)などを参照。

^⑧ ここでの「スポンサー」とは、①当該ファンドのゼネラル・パートナー、経営メンバー、受託者を務めること、②当該ファンドの取締役、受託者、経営者の過半数を選任・支配すること、③当該ファンドと同じか同類の名称をともにすること、を指す（松尾(2010),169 頁）。またこれらに加えて、FRB 監督ノンバンク金融会社は、当該業務について追加的な自己資本要件及び追加的な定量的制限に従わなければならないという規定と、銀行やシステム上重要なノンバンク金融機関は、合併・買収後の連結負債が全金融機関の 10%を超える場合には合併・買収を禁止されるという規定（ドッド・フランク法 622 条）も一般的にはボルカー・ルールに含まれるが、検討の対象外とする。

ていない銀行組織による米国外での取引などであり、これらの業務を銀行組織が行うことは制限されない。加えて、銀行組織は対象ファンドに「最小限の投資」を行うことが許容される。その際、ファンド設立後1年以内に当該ファンド持分の3%以下に減少され、全対象ファンドに対する総持分が銀行組織の自己資本（Tier1：普通株等によって調達された「基本的項目」）の3%を超えないことが条件となる。

最後に、そうした設定が金融機関に抜け穴として悪用されないよう、包括的な規定を設けている。銀行組織と顧客との間に重大な利益相反が生じる場合、銀行組織による高リスク資産または高リスクなトレーディング戦略への重大なエクスポージャーを生じさせる場合、銀行組織の健全性に脅威を与える場合、アメリカの金融安定に脅威を与える場合には、許容業務も含め、その実施を制限される。

このように同ルールは、銀行組織による自己勘定取引やヘッジファンド・PEファンドへの関与を原則禁止したうえで、条件付きで特定の業務を許容し、それが金融機関に悪用されないようさらに全体に網をかけるという、三層構造になっている。

2. ボルカー・ルールを巡る異なる立場からの疑念

(1) 銀行経営や実体経済への悪影響の疑念

ボルカー・ルール導入を巡って、当初より、様々な立場から、本当にそれが機能するか疑問視・不安視する声があった。そうした議論の第一は、同ルールは、銀行経営に悪影響を生み、結果として金融市場の安定性や実体経済にも悪影響を及ぼす恐れがあるとするものである。主にその導入を否定する立場の論者や金融業界などから主張される⁹⁾。

それらによれば、同ルールは、銀行の業務範囲やコスト面などで銀行経営に広範な悪影響を与える可能性がある。ここで想定される悪影響の第一は、銀行の多角的業務展開によるリスク分散・「範囲の経済」の働きを制限することによる、銀行経営、特に収益面での不安定化である。たとえば銀行の自己勘定取引は、確かに伝統的銀行業務に比べて高リスク業務と見ることもできる。他方で、直接金融化の不可逆的進展、大企業の銀行離れ、伝統的銀行業務の収益性低下、業態を越えた競争激化といった金融市場の展開も考慮すれば、業務多角化の手段として自己勘定取引等を残すことは銀行にとってリスク管理や効率性の面で重要であり、業務に制限を加えれば銀行経営に長期的に悪影響を与えうる。

悪影響の第二は、人材流出の懸念である。各銀行は近年、競争激化を背景に、高収益部門としての自己勘定取引部門などに有能な人材を集中させてきた。それらを急に廃止すれば人材流出は必至であり、コストをかけて有能なスタッフを育てたり、他社からスカウトを行ってきた銀行にとって大きな痛手となる。同じことはヘッジファンドやPEファンド関連部門でも該当し、有能な人材の流出やそれに付随して生じる属人的な取引ネットワークの喪失は、銀行経営に想定外の悪影響を与えうる。

悪影響の第三は、ルールを順守するうえでの追加コストの発生である。ドッド・フラン

⁹⁾ U.S. Chamber of Commerce(2012), Scott (2010)などを参照。

ク法の下で、銀行はコンプライアンス・プログラムを作成・実施したり、規制当局への定期的な報告義務などを多く課されることになる。銀行にとってのこうした追加コストは、同ルールのように内容と先行きが不確定なものであるほど高まる。

悪影響の第四は、国際競争上、米銀が不利な状況に置かれるという問題である。現在、個別ルールについて先進国の規制当局間で必ずしも調整がついておらず、特に同ルールのような厳しい規制を導入しようとする国は現時点では存在しない。米国の厳しい規制のために海外から米銀に依頼される業務が減少すれば、米銀の経営を脅かすことになる。

以上は銀行経営への悪影響の指摘であるが、その悪影響は銀行だけにとどまらず、実体経済への波及も懸念される。代表的な懸念の一つに、前章でも言及した銀行のマーケットメイキング業務に関するものがある。マーケットメイキングは金融市場に流動性を与えると同時に、顧客への安定的な価格提示を可能にすることで、特に店頭市場で必要性の高い業務とされており、同業務は許容業務としてルールの適用除外対象となっている。一方で指摘によれば、同ルールでは許容される範囲があいまいであることから、本来促進されるべき顧客のための業務まで制限される恐れがある。さらに銀行のマーケットメイキングの減少が、銀行から様々なファンドへの資金提供の途絶とも相まって、幅広い金融取引の抑制へと繋がれば、金融市場全体の流動性が低下しかねない。それは証券を発行して資金調達したい企業にとっては、資金調達コストの上昇や信用アクセスの減少にもつながり、それが投資の抑制を引き起こし、延いては経済成長と雇用創出を阻害する恐れがある。

(2) 抜け穴利用によるルール形骸化の疑念

議論の第二は、同ルールの条文には重大な欠点があり、それを金融機関が抜け穴として悪用し、ルールが形骸化されてしまう恐れがあるとするものである。これらは主にルールの導入を支持する立場の論者や市民グループなどによって主張される⁽¹⁰⁾。

ここで条文上の欠点とは、第一に、ルールの適用除外や条件付き許可など、許容業務が広範に存在する問題である。その中でも特に多くの指摘を受けるのが、「最小限の投資」の範囲で銀行組織によるヘッジファンド、PE ファンドへの関与が許容されていることである。「最小限」には、万が一損失が発生しても金融機関自身や金融システムに甚大な影響を与えないことが含意されている。一方、「最小限」は金融機関によっては非常に大規模なものになりうる。たとえば、バンクオブアメリカが対象ファンドに投資できる金額は 48 億ドル、JP モルガン・チェースは 40 億ドルに上るとも推計される。そうした業務は前章で見た通り一握りの大手金融機関が独占的に行っており、それらは巨額の Tier1 自己資本を保持している。それらにとって「最小限」の額は十分魅力的なものになる一方、金融システムにとっては十分警戒が必要な規模になろう。

第二に、用語の全般的あいまいさである。同ルールには多くの専門用語が登場し、それらに一応の定義が与えられる一方、多くが規制当局や金融機関の判断次第でどちらとも取

⁽¹⁰⁾ Epstein(2010), Gary(2012), Public Citizen(2012a),(2012b)などを参照。

れるようなグレーゾーンを残す。中でも最もそのあいまいさを指摘されるのが「顧客のため」という用語である。上述のように、同ルールは、銀行組織による自己勘定取引が「顧客のため」の業務に該当する場合に適用除外とする。一方、投機的な自己勘定取引と「顧客のため」の取引の線引きは困難である。たとえば、銀行は貸出債権の証券化に関与するとき、自らのバランスシートに証券化された債権の一部を維持する。これはローンの質を顧客にシグナリングする目的で行われるともされる。しかし、銀行が投資目的で保持する証券と証券化業務に必要なポジションとを区別するのは困難である。実際、銀行は自らの利益目的で保有する証券の、顧客のための目的の証券への偽装を、大規模に行っているとされる⁽¹¹⁾。

第三に、ドッド・フランク法が、その具体的かつ詳細なルールの策定・施行を各規制当局の裁量に委ねていることに伴う問題である。最終ルールはその策定までに再三延期が発表され、加えて、金融機関は同法施行後2年以内に当該禁止・制限措置を順守する必要があるが、適用延期を認める規定も多数存在する。一方、こうした先延ばし目的とも取れる諸規定は、ウォール街が最終ルールに影響を与える絶好の機会となりうる。ボルカー・ルール形骸化を目論むウォール街は、専門のロビイストを雇ってルール策定プロセスに思い通りに介入できるだけの巨額の資金を保持している。またそれらは、巨額の献金を通じて政治家と直接結びつき、官僚の将来の高報酬でのウォール街への転職を前提とした「規制の虜 (Regulatory Capture : 規制する側が規制される側に取り込まれている状況)」の問題もある。それらを踏まえると、同ルールが厳格に運用され、ウォール街の利益追求を適切に制限できることはあまり期待できない。

(3)ルールの対象を巡る疑念

議論の第三は、そもそも同ルールの対象は金融危機の主要な原因ではないか、より重要な問題に対処できていないため、同ルールは金融危機再発を防止できないとするものである。こうした議論は、同ルールに対する否定派と支持派の双方から主張される。

まず、否定派の一部論者からは、金融危機の原因は銀行の自己勘定取引やヘッジファンド、PE ファンド投資などではないと主張される。彼らによれば、そもそも大手金融機関にとってそうした業務からの収益は非常に少ないし、それらは危機時に発生した巨額損失の原因でないどころか、業務分散という意味でむしろ危機の間にも銀行にとっての収益性の源泉であった、ということになる。

一方、支持派の一部論者もやはりボルカー・ルールでは金融危機の防止は困難という結論に達する。彼らはそもそも危機の主因を、三章で詳しく述べた、投資銀行やファンド、オフバランス投資ビークルといった主体が、レポ取引や仕組み金融取引、OTC デリバティブ取引といった不透明性の高い取引を行う、影の銀行システムにあったと指摘する。そしてそれらに巨額の資金を提供した銀行に重要な位置付けが与えられるべきは間違いないが、

⁽¹¹⁾ Crotty et al.(2010)を参照。

影の銀行システム全体を網羅した包括的な規制でなければ、TBTF問題は解決できない、と主張する⁽¹²⁾。実際、影の銀行システムの主要な構成要素である仕組み金融商品について、同ルールはその取引を制限する個別の規定を設けているわけではなく、ABSやCDO、CDSなどの自己勘定取引、またはファンドを通じた取引がどこまで制限されるかは不透明であり、マーケットメイキング目的やヘッジ目的などでそれらを取引することは可能になる可能性が高い。同じく主要要素としてのレポ取引にも特別な制限は加えられていない。また、レポ取引は実質的な自己勘定取引として利用されるようなケースもあったが、その場合でもルールによる制限の適用除外であることが明確に示されており、金融機関は「流動性管理」名目で、レポ取引を通じた自己勘定取引を行うことが可能である⁽¹³⁾。

Ⅲ. ボルカー・ルールを巡る諸疑念の検討

以上、ボルカー・ルールを巡っては、異なる立場からいくつもの疑念が提出されている。ここでは、そうした指摘が的を射たものであるのか、それぞれ詳細に検討する。

1. 銀行経営や実体経済への悪影響

第一に、銀行経営や実体経済への悪影響というルール否定派の指摘についてである。たしかに自己勘定取引等が制限されれば大手銀行は重要な収益源の一つを失い、そのことはそれらに収益面で大きな影響を与えうる。一方で、そもそも金融機関の収益が他部門に比べて肥大化している問題がある。金融機関の収益を肥大化させた要因は複合的であるが、特に2000年代以降は、銀行を中心とした大手金融機関の自己勘定取引等が大きく寄与していたことは前章で指摘した。そしてそこで生み出された収益は大手金融機関の経営者などの莫大な報酬にも繋がった。しかしそうした収益は、金融機関が実体経済の成長に寄与したことへの正当な報酬として認められるべき額と比べてあまりに巨額である。

まず単純に数だけでいえば、自己勘定取引の禁止は、99.9%以上の銀行にとっては経営に何ら影響はない。なぜなら、2011年時点で7,181の銀行と6,888のクレジット・ユニオンが存在する中で、自己勘定取引に関与するのは実質的に大手6行のみで、それらが自己勘定取引の88%を占めているからである⁽¹⁴⁾。つまり、ルール順守のためのコストが追加的に発生するという否定派の指摘は、基本的にそれら一握りの大手行にしかそもそも該当しないのである。それではそれら大手行は実体経済にどの程度貢献しているのかと言えば、資産2,500億ドル以上の大銀行は、2007年には資産の14%、2012年には12%しか企業向け貸出に割り当てていない。対照的に100億ドル以下の小規模銀行は両年とも30%を割り当てている。2012年には小企業向けローンの半分は小規模銀行が提供しており、大銀

⁽¹²⁾ Crotty et al. *op.cit.*

⁽¹³⁾ Public Citizen(2012b),pp11-38. 一方、適用ファンドの範囲や許容される引受の範囲などによっては、証券化への銀行の関与は間接的に影響は受けうる。

⁽¹⁴⁾ Public Citizen(2012a),p.7.

行は 25%にすぎなかった⁽¹⁵⁾。したがって、少なくとも貸出の面では、大手行が実体経済に寄与している割合は非常に小さいと言える。

それに対し、大手行はマーケットメイキングを通じて金融市場に流動性を供給することで、実体経済に重要な貢献を果たしているという反論が考えられる。たしかにボルカー・ルールは、より厳しく運用されれば、現時点で認められる一部のマーケットメイキング業務などを排除することになるかもしれない。しかし、マーケットメイキングが持つ資本市場への流動性供給機能は、政府保証を受ける銀行が担う必然性は必ずしも存在しない。もしそれが収益性の高い業務であるなら、銀行以外の機関が代替する可能性が高く、現に、2010年以降、ゴールドマンやシティなどいくつかの銀行が自己勘定取引のトレーディングデスクを閉鎖したと報告されても、ジャンクボンドに代表される非流動資産の取引量が減少している事実はなく、むしろ増加しており、実体経済にネガティブな影響が出たという事実も存在しない。むしろ高すぎる流動性は、今後の危機で明らかになったように、レバレッジを高めるために利用され大手金融機関のリスクテイクと金融システムの脆弱性を高める一方、実体経済における投資や成長とはほとんど結びついていない⁽¹⁶⁾。したがって、そうした大手行にとってのルール順守のための追加費用や喪失されうる一部の収益機会＝機会費用は、銀行の収益を全体として「適正水準」に戻すとともに、より安定的で公正な金融システムに回帰するための対価と見なされるべきであろう。

その他、米国だけが厳しい規制を導入すれば国際競争力を阻害する、という指摘についても、世界の金融市場において圧倒的な規模と影響力を持つ米国が率先してそのような規制を導入すれば、途上国などその他の国にも同様な改革を導入させる強力な圧力になる可能性が高く、他の国全てがそれらを導入するまで導入を見送るという主張は、規制の引き下げ競争を助長し、TBTF問題の先送りにつながる⁽¹⁷⁾。人材流出の懸念についても、有能な知識がウォール街の特定分野に集まりすぎることは、実体経済だけでなく科学・技術の発展にとっても望ましくなく、有能な人材の再配置という積極的な側面の方が大きい。業務多角化によるリスク分散や範囲の経済性の実現が阻害されるという指摘も、すでに金融研究者による分析はそれらの存在を一定規模（たとえば資産規模 1,000 億ドル）以上では否定しており、むしろそれはシステムック・リスクや TBTF 補助金といった経済的諸費用と付随する社会的諸費用を追加的に発生させるともされ、受け入れがたい議論である⁽¹⁸⁾。

銀行経営の面では、むしろボルカー・ルールを受け入れた方がメリットが大きい可能性すらある。現在、多くの市民は、銀行の自己勘定取引などが、自分たちの利害を侵害する利益相反的慣行に基づいているのではないかと、強力な疑いの目を向けており、実際にそうした取引慣行が数多く行われてきたことが、多くの調査によって明らかになっている。

⁽¹⁵⁾ Wilmarth(2013),p.1442.

⁽¹⁶⁾ Public Citizen(2012b),pp.7-16,51. たとえば外国為替先物のキャリートレードの大半は、世界の貿易にほとんど何の役にも立っていないと指摘される。

⁽¹⁷⁾ Wilmarth(2011),pp.1051-1052.

⁽¹⁸⁾ Wilmarth(2009),p.996, (2013),p.1427 など参照。主に、効率性を引き下げる「範囲の不経済」や株価に対する「コングロマリット・ディスカウント」などの存在が根拠とされる。

この点からすると、そうした利益相反的な自己勘定取引に従事していないことを証明することで新しい顧客を引き付けることも可能になり、むしろ経営上のメリットがデメリットを上回る可能性も高い。そうした公正な取引に基づく金融市場は、金融システム全体で見ても、実物経済に安定性と健全性をもたらし、経済生産性を高めるだろう⁽¹⁹⁾。

以上のように、ボルカー・ルールを実施した場合には様々な経済的・社会的便益が、実施しなかった場合には様々な経済的・社会的費用が付随的に発生しうる。加えて、前章で指摘したように、大手金融機関による自己勘定取引などを通じた不公正なリスクテイクが、重大な脆弱性を持ち今次の危機を引き起こす主要な経路にもなった影の銀行システムの拡大を支える前提条件を成していたという重要な事実も踏まえるならば、否定派の同ルールによる銀行経営や実体経済への悪影響の懸念を額面通り受け取ることは、あまりに素朴に過ぎると言えよう。

2. 抜け穴利用による実効性の阻害

第二に、許容業務や用語のあいまいさなどの形で抜け穴が存在するというルール支持派の指摘についてである。たしかに同ルールには多くの抜け穴が存在していることは間違いなく、この抜け穴が金融機関に悪用されれば骨抜きになるという指摘も、これまでの大手金融機関の行動を考慮すれば的を射ている。まず、最も可能性の高い抜け穴利用の懸念が、前章でも指摘した、許容業務としてのマーケットメイキングを装った自己勘定取引の拡大である。実際、金融機関が保有する証券在庫の量は日常的なトレーディング規模の4倍以上とも指摘され、それらのほとんどが実質的な自己勘定取引として機能しているとも想定される⁽²⁰⁾。

加えて、「リスクヘッジのため」という許容規定も重大な抜け穴として利用されうる。実際、上院常設調査小委員会の調査報告によれば、2012年に、JPモルガン・チェースが自己勘定のCDS関連取引で62億ドルもの巨額損失を被った（「ロンドンの鯨事件」）が、主要当局である通貨監督局（Office of the Comptroller of the Currency : OCC）はこうした取引の存在や規模を適切に把握できておらず、同行は規制当局に対しては、その取引がボルカー・ルールの適用除外となる「リスクヘッジ（ポートフォリオヘッジ）のため」の業務として説明し、OCCもそのように理解していた。この事例からもわかるように、ボルカー・ルールが許容する「ヘッジ」は拡大解釈が容易に可能である⁽²¹⁾。

さらに「顧客のため」という許容規定も、抜け穴として利用されうる。たとえばゴール

⁽¹⁹⁾ Public Citizen(2012b),p.51.

⁽²⁰⁾ *ibid.*,p.10.

⁽²¹⁾ *ibid.*,pp.20-22. 中でも、銀行グループ全体やポートフォリオ全体のリスクをヘッジの対象とする「マクロヘッジ」、「ポートフォリオヘッジ」は、ヘッジの対象が必ずしも明確でなく、抜け穴として利用されやすい。同取引は2011年までの5年間でJPモルガン・チェースに約25億ドルの収益を生み出した（「ロンドンの鯨事件」については、吉川(2013)、Moore and Campbell(2013)、Wilmarth(2013),pp.1431-37などを参照）。なお2013年12月に公表された最終ルールでは、こうした「マクロヘッジ」は許容されないことになったが、それ以外の許容業務については当初案から大幅な変更は見られなかった。

ドマン・サックスは、2010年に「顧客のため」の取引として相対でポジションを保持したのち、あえてヘッジを十分に行わないことで、実質的な自己勘定でのリスクテイクを行い、2億5,000万ドルの損失を被った。2009年の同社のトレーディング活動による収益は373億ドルと推定されるが、そのうち自己勘定トレーディングデスクを通じて取得されたものは15億ドル、わずか4%にすぎなかった。またボルカー・ルールが議会を通過する前の時点で、モルガン・スタンレーとJPモルガン・チェースは独立の「自己勘定デスク」を閉鎖し、トレーダーたちを「顧客関連」の業務に移している。このように見せかけのために名称のみを変えても、自己勘定取引は生き残り続ける可能性が高い⁽²²⁾。

また、ボルカー・ルールは自己勘定取引におけるトレーディング勘定を「短期取引のために主に使用されるもの」と定義しているが、ルールによればこの期間は60日未満とされている。この期日を超える保有は禁止されないが、実際には、大手金融機関は自己勘定取引を必ずしも短期的な売買目的でのみ行っているわけではない。たとえばゴールドマン・サックスは32%の資産を3か月以上、8%を1年以上トレーディング勘定に残しており、モルガン・スタンレーはサブプライム関連の金融商品を1年近く勘定に保持したりしていたことなどが指摘されている⁽²³⁾。

こうした懸念される様々な抜け穴利用に対し、同ルールも、金融システムに悪影響を与える場合などには除外を許さない条項を設定し、それを封じようとはしている。この規定が機能するかは未知数であるが、大手金融機関が規制当局に発揮しうる影響力を考えると決して楽観視できない。実際、ルール支持派が懸念するように、そうした影響力の存在を裏付ける事態が現実には生じている。まず、ボルカー・ルールの最終ルール公表は、当初予定では2012年7月であったが、最終的には2013年12月へと大幅に延期されており、この背景には米国金融業界の積極的なロビーイング活動があったとされる。そしてこうした実施先延ばし期間に、それらは大きな譲歩を勝ち取ることに成功している。

第一に、米国金融業界は、外国の銀行や規制当局に働きかけて同ルールが国際的に適用されないよう反対運動をさせたり、米銀が米国債以外の国債のトレーディングを禁止するルールに反対するよう外国の規制当局に働きかけるなどを通じて、ルール策定を阻害し、実際に最終ルールでそれを確定させた。第二に、金融業界は共和党と結びついて、議会でCFTCとSECの予算を削減したり、凍結したりすることに成功したが、これによりドッド・フランク法が両当局に求める多数のルール策定に悪影響がもたらされ、求められたルールの約半分が期限に間に合わなかった。第三に、2012年の大統領選挙では、共和党のロムニー候補は、もし共和党がホワイトハウスと両院で過半数を取れば、ドッド・フランク法の廃止か重要条項の削減（CFPBの独立性の制限、ボルカー・ルールやデリバティブ規制の撤廃、いかなるルールの採用前にも厳格なコスト・ベネフィット分析の実施を求めることなど）を模索すると宣言し、金融業界は政治献金の3分の2を共和党候補に集中させ

⁽²²⁾ Schwartz and Dash(2010).

⁽²³⁾ Public Citizen(2012b),pp.16-17.

た（結局、共和党は選挙に勝利できなかったが、金融業界の支援のおかげで下院で過半数を維持することはできた）。第四に、そうした圧力によって、同選挙戦では、民主党のオバマ大統領も他の議員候補者も大銀行への批判を緩め、オバマ大統領再選後は、財務長官にジェイコブ・ルー、SEC 委員長にマリー・ホワイトを指名したが、両者はウォール街と強い結びつきを持つかそれらの利害に同調的な人物とみなされている⁽²⁴⁾。

こうした米国金融業界の圧力が成功した重要な背景に、それらによるカネとヒトを通じた権力行使があった。たとえば金融業界は、ボルカー・ルールに関連して、提案された規制を弱めることを当局に要求した候補者には総額 6,700 万ドルもの献金を行う一方、より強い規制を求めた議会メンバーには総額 190 万ドルしか献金しなかった。また、ドッド・フランク法を弱めるために 2009 年と 2010 年に 1,400 人の元連邦職員を雇い入れた結果、金融機関の規模を制限することで大銀行を解体しようとする条項、大手金融機関に将来の破たん処理に備えてそれらの支払いの下で整然清算ファンドを創設することなどを阻害し、ボルカー・ルールやリンカーン条項に多くの抜け穴を設定することに成功した⁽²⁵⁾。さらに、同法施行後二年間で、米国 20 大銀行とその業界団体は同法の実施に関するすべての側面について議論するため、規制当局と 1,298 回もの会談を行っており、そのうち 900 回以上を 7 大銀行が占めた⁽²⁶⁾。

3. 対象外の領域（影の銀行システム）の存在

第三に、ルールに対する否定派と支持派の一部から提出される、ルールの対象のずれの指摘についてである。まず自己勘定取引やヘッジファンド、PE ファンドへの投資が銀行の収益や経営に大きな部分を占めていないという否定派の指摘は、前章でも確認したように大手金融機関は、公表しているかいないかに拘わらず、自己勘定取引やオルタナティブ投資を通じた積極的リスクテイクを行っており、それにより巨額の収益を上げたり、逆に巨額の損失を被ったりしたことは紛れもない事実であり、説得力を欠く主張である。一方、影の銀行システムを対象に組み込めていないという支持派の指摘はたしかに重要である。上述のように、影の銀行システムの中核をなす証券化ベースの仕組み金融商品やレポ取引などは、大手金融機関のリスクテイク対象や経路として重要な位置を占めているにも拘わらず、同ルールによって必ずしもその取引を制限されるわけではない。また、投資銀行は危機の過程で銀行に吸収されるか銀行持株会社化したため同ルールの規制対象になりうるが、ファンドや投資ビークルなどは対象外である。実際、ファンドの多くが大手金融機関

⁽²⁴⁾ Wilmarth(2013),pp.1303,1307,1325-1328.

⁽²⁵⁾ 指摘されるところでは、ドッド・フランク法成立において共和党のスコット・ブラウン上院議員の投票行動が重要な位置を占めたが、彼の背後には金融業界の支持があり、ブラウン議員の功績により上述の「最小限の投資」条項の緩和など、金融業界に有利な譲歩が導き出されたとされる (Gary *op.cit.*)。

⁽²⁶⁾ *ibid.*,pp.1366-1368. 七大銀行はゴールドマン・サックス、JP モルガン・チェース、モルガン・スタンレー、バンクオブアメリカ、シティグループ、バークレイズ、ウェルズ・ファーゴを指す。他方、より強い規制を望むグループとの会談は 242 回であった。また特に OTC デリバティブ規制を巡っては、2010 年の 8 月から 2011 年の 6 月までに、ゴールドマンの幹部が CFTC を 52 回、モルガンの幹部が 33 回、JP モルガンの幹部が 26 回も訪問を行っている (Foroohar(2011))。

から流出した人材と行き場を失った巨額マネーを受け入れ、緩い規制下で巨額の利益を上げている。他方、同ルールは単体としてではなく、バーゼル委員会や FSB などによって実施される規制強化策を含む、国内及び国際的な様々な規制枠組みの一つのピースと位置付ける必要があることを前提とすれば、そうした指摘は必ずしも当たらないかもしれない。

以上のように、ボルカー・ルール否定派の疑念は、基本的に大手金融機関が従来主張してきた、金融機関の自主規制や金融市場の自己調整力への根拠の薄い素朴な期待に基づく見解の繰り返しであり、その主張の大部分はすでに現実や専門家によって否定されている。他方で支持派の疑念は、前章で確認した、大手金融機関がルール対象業務を通じた積極的リスクテイクにより巨額の収益を上げてきた事実と、それが影の銀行システムの拡大を促して今次の危機の引き金を引いた現実、そして、その実行と継続のために規制を骨抜きにしてきた実際の行動を正確に捉えた議論である点で、より説得的である。

それを踏まえて同ルール有効化の核になるのが、先に指摘した、抜け穴探しを認めないための包括的規定であり、それを機能させるためには、当局は、最終ルールにおいて個別文言に関する定義と発動基準を明確化したうえで、金融機関の最新の金融取引の状態を即座に把握できるよう情報公開義務を強化し、金融市場の透明性を高めて金融機関による抜け穴探しを適切にモニタリングすることで、規定を適切かつ柔軟に運用できるようにする必要があった。しかし、2013年12月に公表された最終ルールにおいて、そのような包括的規定の定義や発動基準などの明確化は行われず、結局、それが有効性を持つかどうかは規制当局の判断に委ねられることになった⁽²⁷⁾。

結び

ドッド・フランク法やボルカー・ルールは、その有効性を巡って様々な評価があるものの、圧倒的に多くの議論は、程度の差こそあれ期待感を持って論じている。特に今次の危機で甚大な被害を受けた低所得者層を中心に、ウォール街の高額報酬に憤慨してきた米国市民にとって、その期待は非常に高い。それに対し少数の大手金融機関は、その規制強化が金融機関の競争力や革新力を削ぐことになるという懸念を大々的に主張しているが、本章で示した通り、こうした金融機関による主張は明確な根拠を欠いており、それをそのまま受け入れるわけにはいかない。

他方、直接金融化や内部金融化の進展、グローバル競争の激化といった金融市場を取り巻く様々な環境変化は事実として生じており、そのことを前提とすれば、同法をさらに進めてGS法を復活させ、その厳格な運用によって銀証分離まで主張することは、現実的にはきわめて困難であるし、またそれによって銀行を経由しない金融仲介としての影の銀行システムのさらなる拡大を促してしまうという副作用を発生させる恐れもあり、全面的な

⁽²⁷⁾ ボルカー・ルールの最終ルールは、FRBのHPより入手可能である

(<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/bcreg20131210a1.pdf>)。なお同ルールの全面実施は、2015年7月まで先延ばしされた。

同意はできない。したがって筆者は、同法の規制としての不十分さを指摘する声が存在することを認めつつ、その目指す方向性自体は間違っておらず、最初のステップとして、まずはドッド・フランク法、特にボルカー・ルールが有効性を発揮することが必要であると考える⁽²⁸⁾。

それらを前提に、結局のところ同法はTBTF問題の解決、特に米国金融機関の利益追求、リスクテイク行動の抑制に有効性を発揮できるのであろうか⁽²⁹⁾。結論としては、ボルカー・ルールなど過度のリスクテイク抑制を目指した条項が実現に移されれば、短期的かつある程度の抑制効果は持ちうるだろう。しかし中長期的に見るとその有効性に強い期待感を抱くことはできず、大手金融機関の利益追求、過度のリスクテイクも、消費者に対する濫用的行動も、そして金融危機の再発も、最終的には完全に防止するのは難しいと考える。

同法が中長期的に見てその目的を果たしうることに筆者が悲観的な理由は、それが金融危機を引き起こしたより根本的な原因を認識していないか、認識していても無視しており、それに対して有効な対策を打ち立てていないからである。そしてその根本的原因とは、ボルカー・ルール支持派による懐疑論が正しく指摘していた通り、大手金融機関の利益追求、過度のリスクテイクの背景にある金融権力の存在である。すでに見た通り、大手金融機関は圧倒的な資金力と人材を武器に政治権力と緊密な関係を築き、1980年代以降、それを背景に自らの業務展開に都合のよい制度変更を次々要求し、結果として、業務の全面的自由とTBTF機関としての暗黙の政府援助の両方を得ることができた。そうした傾向は2000年代により顕著になり、大手金融機関はそうした特権的かつ不公正な地位に基づく極端な利益追求を採った結果、脆弱な影の銀行システムの急拡大と今次の危機を生み出した。

したがって、危機の再発防止とTBTF問題の解決のために真に必要なのは金融権力の抑

⁽²⁸⁾ 望ましい金融枠組のパースペクティブを論じることは本稿の課題を超えるが、筆者の認識では、現状、金融の持つ公共性と金融機関の利益追求主体としての地位がトレードオフに陥っており、その解消が重要な課題となっている。一方、銀行業務か証券業務かを問わず、公共性に寄与しながら利益を上げることができる金融業務の機会が現時点でどれほど存在しているか判別困難であり、それが将来どのように展開していくかも現時点では予測不可能である。その意味では、あまり厳しい規制をかけるとイノベーションや効率性を削ぐという大手金融機関の主張も、あながち間違いとだけは言い切れない。そのうえで、今後重要なポイントになりうると考えるのが、タックスヘイブン対策を含む「情報公開の強化」、説明責任と結果責任を金融機関の経営陣と株主に取らせる「責任の所在の明確化」、金融権力の抑制やTBTF、TCTM機関の解体を含む「金融機関行動の民主的ガバナンス」の三つであるが、詳しくは稿を改めて論じる。

⁽²⁹⁾ ドッド・フランク法は非常に広範な項目を含む法律であり、それを全体としてどう評価するかは、TBTF問題の解決という目標に向けて採られるさまざまな施策の、どこに評価の重点を置くかによって違ってくる。たとえばWilmarth(2011)は、TBTF問題の解決が金融危機の再発を防ぐために最も重要な事柄であり、そのために必要な改革は、政府のセーフティネットを縮小して大手金融機関に現在与えられている補助金を大幅に縮小することと、政府監督下での大手金融機関の整然清算を容易にするとともに、損失は経営者、株主、債権者に帰すること、と主張する。そのために具体的に必要な施策は、①大手金融機関の規模拡大に関する既存の法的規制（リーグル・ニール法）の強化、②大手金融機関の整然清算に関する特別の処理プロセスの確立、③大手金融機関に対する統合的監督レジームの確立と自己資本規制の強化、④破たんした大手金融機関の処理費用をカバーする特別ファンドの設立、⑤FDICによって付保された銀行からノンバンク関連会社の業務やリスクを切り離すこと、の五つと整理する。その上で同法は、①～③については大部分対応しているが抜け穴も存在し、④と⑤についてはほとんど対応できていないため、それらに基づきTBTF問題は回避できないと評価する（p.987）。本章での同法に対する評価は、この整理に基づけば、特に⑤に重点を置き、加えて金融権力への対処という概念も加えて行われている。

止であり、そのための方策として、政治献金や天下りの制限などに加えて、金融機関の規模自体の抑制、すなわち TBTF 機関の解体（あるいは自発的解体を促すような制度設計）を行わなければならない。それはとりもなおさず、金融機関の規模が大手金融機関の圧倒的な資金力の背景にあり、その圧倒的資金力が金融権力の元となっているからである。TBTF 機関の解体に関する議論は同法成立過程でも一部聞くことはできたが、成立した法律にはついで既存の制限を超える金融機関の規模の制限、そしてそれを通じた金融権力の抑止に関する具体的条項を目にすることができなかった。それどころか、成立過程で大手金融機関が自らの主張を反映させるために金融権力を行使したことで、同法には多くの抜け穴が設定され、事実上骨抜きにされた事実は、本章で見た通りである。その結果、大手金融機関は、金融危機の巨額損失や大規模救済などなかったように業績を回復させている。

当局が、大手金融機関の金融権力の抑制、そのために具体的に必要な、それらの規模の制限・解体というきわめて困難な課題に向き合わない限り、金融危機の再発防止も、また金融化の軌道修正も、果たしえないだろう。こうした金融権力の存在とその現在における存続は、金融化の根本にもかかわる論点でもあり、終章でより詳しく検討する。

終章 金融権力の発現形態としての金融化とその諸影響

I. 大手金融機関の金融権力

以上のように、金融機関行動に焦点を当てて 1970 年代後半以降の金融化を追及して行った結果、必然的に金融権力の問題にたどり着く⁽¹⁾。金融機関、特に大手金融機関は、金融化の中核事象の展開過程で、当初は中和された形で、そして 2000 年代にはより顕著に、その主体的行動をもって金融化の下での利益を追求してきた。そして濃淡はあるものの、その時々において自らの保持する金融権力を発揮することで、そうした利益追求を可能な限り優位に展開してきた事実は、本稿で断続的に示してきた通りである。一方、金融化の最も根底部分に位置するとも考えられるそうした金融権力の問題は、きわめて重要な事象でありながら、これまで体系的な研究対象になってきたとは言い難い。

そうした金融権力に対しては、今次の危機を経て、今後は政府による規制・監督権限が強化されることで、大手金融機関の影響力は抑制され、大幅に減退していくのではないかという声も一部で聞かれた。それが事実ならば、分析対象としての金融権力の重要度は今後ますます低下していくだろう。しかし、前章で見た通り、新しい米国金融規制改革法は、大手金融機関の利益追求に制限をかけようとしたものの部分的に留まり、その効果を削ぐ重大な抜け穴も数多く残した。これは大手金融機関が再び金融権力を露骨に行使した結果であったが、同法はそうした金融権力の抑制・排除にまでは舵を切れなかった。以下、そうした大手金融機関が有する金融権力の問題に焦点を当て、特に今次の危機前後のその変化をより詳しく見ていく。

1. 金融危機後の大手金融機関の再編と集中

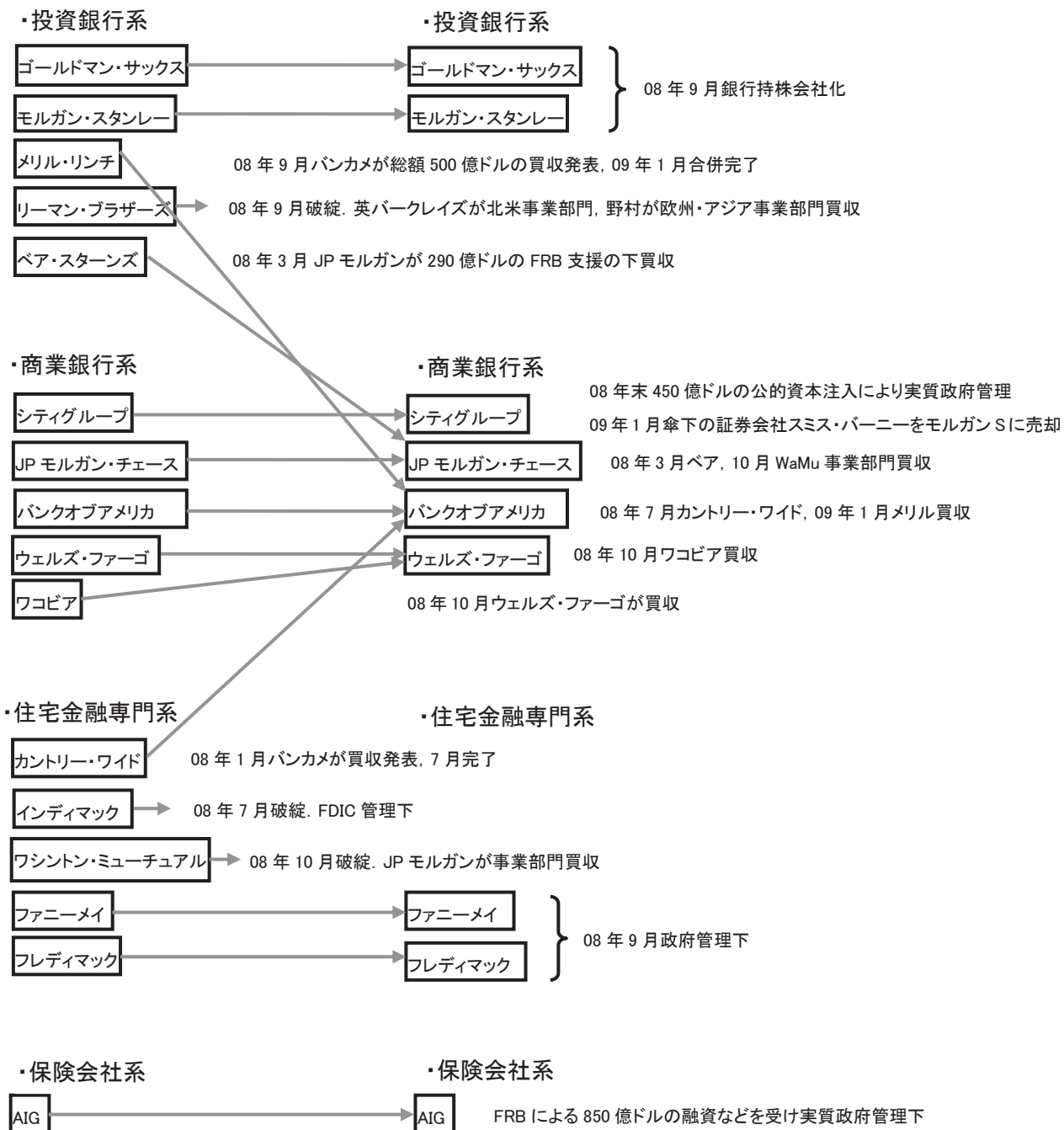
初めに、今次の危機を経て生じた米国大手金融機関の再編について簡単に確認する。三章でも触れた通り、今次の危機と政府による対応過程、特に 2008 年 9 月の米国大手投資銀行リーマン・ブラザーズの破たんを経て、それらは短期間に劇的な変化を経験した。図表 6-1 はその概観である。

今次の危機を経て、投資銀行では、リーマン・ブラザーズが破綻・消滅し、ベア・スターンズとメリル・リンチがそれぞれ商業銀行の JP モルガン・チェースとバンクオブアメリカに救済合併され、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーは銀行持株会社に転換し、純粋な投資銀行は事実上消滅した。商業銀行では、シティグループが巨額損失により政府から資本注入や不良資産の損失保証を受けて実質的な政府管理下に入り、ワコビアも同じく巨額損失を抱えてウェルズ・ファーゴに買収された。住宅金融では、大手民間

⁽¹⁾ 金融権力という用語に必ずしも定義が存在するわけではない。それを、金融主体（機関投資家なども含む）が他の主体に対して保持する、資金面、政治面、情報面、その他様々な優位性の直接・間接の行使（いわゆる「金融ヘゲモニー」概念（統治される側の同意や自発性を一定程度認めようえでの金融権力の行使）を含む）、というように広義に捉えることも可能である。本稿はそのうち、大手金融機関による政治権力との結びつきの側面に焦点を絞ることで狭義に捉えている。

住宅金融専門会社のカントリー・ワイド，インディマック，大手 S&L のワシントン・ミューチュアルと，住宅金融専門の GSE である連邦住宅抵当公庫（Federal National Mortgage Association : FNMA）と連邦住宅金融抵当公庫（Federal Home Loan Mortgage Corporation : FHLMC）が，保険では，最大手の AIG がいずれも今次の金融危機で巨額損失を被った結果，買収，破綻，実質的政府管理下入りなどを経験した。

図表 6-1 金融危機後の米国大手金融機関の再編(2009 年時点)



(出所)各報道などを元に筆者作成

そうした金融危機後の再編の結果、大手金融機関の集中はより高まり、それらの利益も再び莫大なものになっている。図表 6-2 は 2006 年以降の米国の大手投資銀行と大手商業銀行 10 行の主要な五つの金融業務における市場シェアとランクを示している。もし今次の危機が米国大手金融機関の影響力を大幅に減退させるという一部の指摘が正しければ、それらの市場シェアは現時点でも激減傾向を見せる一方、比較的傷の浅い中堅以下の金融機関や、欧州、日本、アジアなどの大手金融機関といった主要競争者の市場シェアが多少なりとも高まっていてよいはずである。しかし図表 6-2 によれば、主要業務において米国大手金融機関のシェア、ランクは全面的な激減というより漸減程度であり、M&A アドバイスやシンジケート・ローンのようにむしろ増加している業務さえ存在する(2)。

図表 6-2 主要金融業務における大手金融機関のシェアとランク(2009 年上半期まで)

米国企業関連M&Aアドバイス(発表ベース)						米国株式(普通株)引受主幹事										
2006		2007		2008		2009(1-6)		2006		2007		2008		2009(1-6)		
市場シェア	ランク	市場シェア	ランク	市場シェア	ランク	市場シェア	ランク	市場シェア	ランク	市場シェア	ランク	市場シェア	ランク	市場シェア	ランク	
ゴールドマン・サックス	33.4	1	36.9	1	43.9	1	52	2	15.8	1	11.7	3	13.3	3	10.7	4
モルガン・スタンレー	25.4	3	30.8	2	20.2	7	54.4	1	10.1	3	11.8	2	6.7	8	12.7	2
メリル・リンチ	19.2	7	18.4	7	20.9	6	n.a.	—	9.3	5	12.3	1	13.3	2	n.a.	—
リーマン・ブラザーズ	20.4	6	23.9	5	n.a.	26以下	n.a.	—	9.9	4	9.1	4	n.a.	11以下	n.a.	—
ベア・スターンズ	7.8	13	5	13	n.a.	26以下	n.a.	—	n.a.	11以下	n.a.	11以下	n.a.	11以下	n.a.	—
シティグループ	26.6	2	25.7	3	34.5	2	34.8	5	11.4	2	8.2	6	11.3	4	5.8	5
JPモルガン・チェース	25.3	4	24.9	4	33.4	3	48.1	3	7.9	6	8.8	5	16.4	1	16.1	1
バンク・オブ・アメリカ	12.2	9	9.3	10	12	11	35.1	4	3.4	10	3.4	10	7.2	7	11.1	3
ウェルズ・ファーゴ	n.a.	26以下	n.a.	26以下	n.a.	26以下	n.a.	26以下	n.a.	11以下	n.a.	11以下	n.a.	11以下	1.6	8
ウコピア	5.7	15	3.4	16	n.a.	26以下	n.a.	—	n.a.	11以下	n.a.	11以下	4.7	9	n.a.	—

※M&Aアドバイザーは複数金融機関が担当することもあるのでシェア合計が100%以上になる。

米国社債(投資適格債)引受主幹事						米国モーゲージ担保証券引受主幹事										
2006		2007		2008		2009(1-6)		2006		2007		2008		2009(1-6)		
市場シェア	ランク	市場シェア	ランク	市場シェア	ランク	市場シェア	ランク	市場シェア	ランク	市場シェア	ランク	市場シェア	ランク	市場シェア	ランク	
ゴールドマン・サックス	9.4	4	9.1	4	7.9	6	8.5	6	5.8	8	n.a.	11以下	3.3	10	14	3
モルガン・スタンレー	9.3	5	8.2	5	8	5	9.4	4	5.5	10	8	3	n.a.	11以下	n.a.	11以下
メリル・リンチ	6.7	7	7	7	7.3	7	n.a.	—	n.a.	11以下	4.8	8	6.6	6	n.a.	—
リーマン・ブラザーズ	9.1	6	7.7	6	n.a.	11以下	n.a.	—	9.8	2	10.4	1	n.a.	11以下	n.a.	—
ベア・スターンズ	n.a.	11以下	n.a.	11以下	n.a.	11以下	n.a.	—	9.9	1	9	2	n.a.	11以下	n.a.	—
シティグループ	14.6	1	14.9	1	13.8	2	11.2	3	n.a.	11以下	4.7	10	5.2	8	8.2	6
JPモルガン・チェース	10.8	2	11.8	2	14.6	1	13.5	1	6.9	5	7.3	4	13	4	8.1	7
バンク・オブ・アメリカ	10	3	9.4	3	11.3	3	12.2	2	6	7	6.1	6	13.7	2	23.2	1
ウェルズ・ファーゴ	n.a.	11以下	n.a.	11以下	n.a.	11以下	n.a.	—	n.a.	11以下	n.a.	11以下	n.a.	11以下	n.a.	11以下
ウコピア	5.4	8	6.7	8	3.9	10	n.a.	—	n.a.	11以下	n.a.	11以下	n.a.	11以下	n.a.	—

米国向けシンジケート・ローン引受主幹事								
2006		2007		2008		2009(1-6)		
市場シェア	ランク	市場シェア	ランク	市場シェア	ランク	市場シェア	ランク	
ゴールドマン・サックス	2.4	7	4.7	5	2.8	7	2.2	8
モルガン・スタンレー	1.2	15	2.1	10	2.6	9	1.8	10
メリル・リンチ	2	9	3	9	1.4	13	n.a.	—
リーマン・ブラザーズ	1.6	12	3.4	7	n.a.	11以下	n.a.	—
ベア・スターンズ	0.7	20	1	16	n.a.	11以下	n.a.	—
シティグループ	14.3	3	15.9	2	12.3	3	12.7	3
JPモルガン・チェース	26.4	1	23.7	1	25.7	1	24.6	1
バンク・オブ・アメリカ	18.5	2	15.5	3	17.8	2	21.4	2
ウェルズ・ファーゴ	1.1	16	1.2	14	2.8	6	6.8	4
ウコピア	5.8	4	5.5	4	4.4	4	n.a.	—

(出所)Thomson Reuters の HP(<http://www.thomsonreuters.com/>)で公表されているデータより筆者作成

次に個別の金融機関を見るとより重要な傾向を確認できる。危機を生き残った金融機関のうち特にゴールドマン、モルガン、JPモルガン、バンクオブアメリカの4行(網掛け)に関しては、ほとんど全ての業務で、金融危機を経てもなお大幅なシェア減少を経験せず高いシェアを維持している。それどころかJPモルガンとバンクオブアメリカに至っては、破綻した金融機関の積極的買収の影響もあって大幅なシェア上昇を経験している。

以上、集中度を見る限り、米国大手金融機関の全般的シェア激減は見られず、新たな競争相手が登場した事実もない。それらの金融市場における影響力が衰えているとは言えない。一部機関についてはむしろ以前より強化されている。その証拠にそれらは

(2) 図表 6-2 によれば 2009 年にシェア、ランキングを大きく上げているのが英国の金融コングロマリット、バークレイズであるが、それは競争によって勝ち得たものというより、単にリーマン・ブラザーズの北米事業部門買収によって成し遂げられたと言える。なおバークレイズ分を加えると、米国大手金融機関の 2009 年上半期のシェアは株式 63.1%、社債 64.2%、MBS65.7%、シンジケート・ローン 71.7%となり、大幅な減少傾向はますます見いだせなくなる。

2009年には早くも巨額の利益を計上し始め、ゴールドマンのように過去最高益を更新する機関も現れた。そしてそれを元手に再び経営者・従業員に巨額の報酬が支払われている。

2. 金融権力の行使とその背景にあるもの—資金と人材に基づく政治権力への接近—

金融化の過程で手に入れた巨額の資金・収益と豊富な人材を基礎に、一握りの米国大手金融機関は、政府・規制当局、国際機関などとの人的・資金的結びつきをますます強め、特に1990年代末以降、それらに対して自らの利益追求に都合の良い政治対応を露骨に要求し始め、実際に獲得してきた。しかし、そうした金融権力の行使の結果得られた大手金融機関の特権的地位は、すでに見た通り、それらによる積極的リスクテイク（特にレバレッジを利かした自己勘定取引やOTCデリバティブによる）とそれを条件とする影の銀行システム（特に高リスク仕組み金融商品と担保付資金調達）の肥大化の原動力となるとともに、それに付随して、規制のアービトラージと規制の民営化、大規模複雑金融機関の創出（TBTF問題）といった危機の主要要素の進展も促し、結果として今次の甚大な危機を生み出した。以下、近年におけるそうした金融権力の行使と、それに基づく大手金融機関の特権的地位に焦点を当て、特に今次の危機との関連性に重点を置きながら、事例に即して見ていく⁽³⁾。

(1) グラス・スティーガル法の撤廃と大手金融機関

第一に、GS法の撤廃プロセスで行使された金融権力の事例である。GS法は銀行による証券業兼営とそれによる損失が1929年大恐慌の原因の一端となったという考えを受けて1933年に成立し、商業銀行業と証券業を長年に渡り分離してきた。1980年代に入って金融界の要求に基づきFRBが子会社を通じた商業銀行の証券業参入を大幅に認めることで実質的に侵食されてはいたものの、ある程度の歯止めとしての機能は持ち続けた。しかし1998年に当時のシティグループが証券会社ソロモン・スミス・バーニーを傘下に持つ保険会社トラベラーズ・グループによって買収され、シティグループが誕生した。これに対しFRBは銀行持株会社法の例外規定を利用して合併の認可を行ったが、これは5年間の暫定措置であった。もし5年以内にGS法が撤廃されなければ、シティグループは解体されることになっていたが、1999年GLB法成立に基づいて商業銀行と証券業の障壁は一部（銀行本体による証券業務（GS法16条）と証券会社による預金の受け入れ（同21条））を除いて事実上撤廃されたため、シティグループは解体を免れた。これを契機に、一部大手商業銀行による証券業務参入や高リスク追求、規模拡大は加速した。

ところでGLB法成立当時のシティグループの経営執行委員長はロバート・ルービンであった。彼は元ゴールドマン・サックスの共同会長であり、クリントン政権下で1995年からGLB法成立直前の1999年まで財務長官を務めていた。ルービンは明白な金融機

⁽³⁾ 米国における金融規制緩和の背景とそれが金融危機に結び付いた点については、McCoy et al.(2009)などを参照。

関の利害代表者であり、彼の自由化・規制緩和に対する一貫したスタンスと、同法成立のタイミングがシティにとってあまりにも望ましいものであったことから、そこに彼の影響力が貢献した疑いを各所で報じられている。またルービンの後任の財務長官であったローレンス・サマーズは経済学者であり金融機関の代表者とまでは言えないものの、金融の規制緩和・自由化を促進する考え方はルービンと大差なかった。なおルービンは 2009 年 1 月までシティの会長、CEO などを務め、サマーズはハーバード大学学長を務めた後、2009 年にはオバマ政権の国家経済会議議長に就任した。

(2) CDS の規制緩和と金融業界

第二に、CDS 規制に関わって行使された金融権力の実例である。すでに見た通り、OTC デリバティブとしての CDS は、1994 年に JP モルガンの若手バンカーのグループによって開発・商品化され、その後保険大手の AIG がその普及に積極的に関与することによって米国金融界に急速に広まった。AIG は関連会社を通じて大手金融機関などと天文学的額の CDS 契約を資金的裏付けが全くない状態で締結し、それによって巨額の利益を得る一方で、今次の金融危機においてはそれが原因で巨額の損失を被ることになった。

CDS は商品、証券、保険の特質を兼ね備えるが、いずれの規制スキームからも除外されており、またそのほとんどが相対取引で行われることから情報公開の義務も存在せず、実質的に未規制の状態に拡大した。こうした規制の欠如は偶然によって生じたのではなく、そこから利益を得る金融業界によるロビー活動の結果であったと指摘される。これに対し 1997 年以降、CFTC がブルックスリー・ボーン委員長に率いられ、デリバティブ取引の規制（情報公開や準備金要求など）を模索し始めた。しかし、当時の財務長官のルービンやサマーズ、FRB 議長アラン・グリーンズパンらの抵抗によってその計画は頓挫させられた。1999 年にはサマーズ、グリーンズパン、SEC 委員長アーサー・レヴィットが、上院銀行委員会委員長のフィル・グラム上院議員に対しさらなるスワップ取引の規制緩和を求めるレポートを提出し、上述の通り、グラムは 2000 年商品先物現代化法においてそれを実現に移し、これによって CFTC は規制権限を失った。なお、サマーズやグリーンズパンは金融業界から数百万ドルに上る巨額の講演料やコンサルタント料を受けていたと報じられており、またレヴィットはその後 PE ファンドであるカーライル・グループ、ゴールドマン・サックス、AIG の顧問を歴任し、グラムはスイスの大手投資銀行 UBS の副会長に就任した。

(3) 投資銀行のレバレッジ規制の緩和と金融業界

第三に、投資銀行のレバレッジ規制に関して行使された金融権力の実例である。2004 年 4 月、SEC での会議の場に当時の五大投資銀行の CEO が参加した。この会議は非公開で行われ、そこで彼らは自らにかけられたレバレッジ規制の緩和を要求し、55 分間の会議の結果、その通り規制緩和を獲得した。これはヨーロッパで活動する米国投資銀行の子会

社に対し、本国で親会社を規制する制度が存在しなければ EU の規制に従って子会社を規制するという EU の決定に対する、投資銀行の危機感に基づく要求であった。実際、投資銀行持株会社に対する規制権限は非常に曖昧であり、少なくとも SEC はその権限を欠いていた。SEC の決定は、資産 50 億ドル以上の投資銀行グループ（五大投資銀行とシティ、JP モルガン・チェースが含まれる）に対してレバレッジを規制する「ネットキャピタル・ルール」の適用除外とする代わりに、SEC による監督・調査を行うというものだった。

しかし実際にはそのような監督・調査はほとんど行われなかった。SEC は投資銀行持株会社の監督を行う部署にわずか 7 人の職員しか配置せず、投資銀行に対し自らの内部モデルに基づいて最低所要資本を設定することを認めてそれに全幅の信頼を置くことで、監督権限を放棄していたと言える。これにより投資銀行は EU によるより厳しい規制を回避するとともに、自由にレバレッジをかけて投機活動を行えるようになった。今次の危機直前において一部の投資銀行ではレバレッジ比率が 30 倍を超えており、危機の過程で逆に損失にもレバレッジがかかって膨大な額に膨れ上がったことは、すでに指摘した通りである。なお当時の SEC 委員長ウィリアム・ドナルドソンは元投資銀行ドナルドソン・ラフキン & ジェンレットの CEO や保険大手アテナの CEO を務めた人物であり、2003 年から 2005 年まで SEC 委員長を務め、退任後は再び金融業界に復帰している⁽⁴⁾。

(4) 今次の危機と大手金融機関—ゴールドマン・サックスを中心に—

最後に、今次の危機への対応過程で行使された金融権力の事例を確認する。今次の危機のプロセスでも大手金融機関と政治との結びつきは顕在化し、中でも、最も政治と強いつながりを持ち「ガバメント・サックス」とあだ名されるゴールドマン・サックスがその中心的役割を担った。まず危機発生当時に財務長官を務め、金融機関の処理・救済に当たったヘンリー・ポールソンはゴールドマンの元 CEO である。ポールソンは危機の対応の重要なポストにゴールドマン出身者を次々と当てた。その最たる人物がニール・カシュカリであり、彼はポールソンが設計した財務省による金融機関救済のための 7,000 億ドルの不良銀行資産買い取りプログラム (TARP) の監督者に指名された。またそのプログラムのメンバーにはカシュカリによってゴールドマンの同僚が多数選ばれている。そしてそのポールソン自身も、ブッシュ大統領の首席補佐官であり、ゴールドマン出身のジョシュア・ボルテンによって 2006 年に財務長官のポストを与えられたとされている。

またゴールドマンは、2008 年 9 月にモルガンとともに突如銀行持株会社への転換を発表した。これは預金という安定資金源の獲得と FRB による流動性供給を求めたものであったとされるが、この転換に素早く認可を与えたのは FRB であり、その判断にはゴールドマン元会長で当時ニューヨーク連銀理事会議長であったスティーブン・フリードマンの影響力が反映したと指摘されている。なおポールソンの後任のティモシー・ガイトナー財務長官は当時ニューヨーク連銀総裁を務めていたが、その後任として 2009 年 1 月から総

⁽⁴⁾ 2004 年のレバレッジ規制緩和については、特に Labaton(2008)を参照。

裁の座に就いたウィリアム・ダドリーもゴールドマン出身である（ちなみに、ガイトナーの後任として 2013 年に財務長官に就任したジェイコブ・ルーは元シティグループの最高執行責任者）。さらにメリル・リンチのジョン・セイン元 CEO やワコビアのロバート・スティール元 CEO もゴールドマン出身であり、両社とも破たんし追いつまされず民間金融機関に救済買収されたのはゴールドマンとの関係が強かったこと、一方でリーマン・ブラザーズが破綻したのはゴールドマンにとって大きな損害とならず、むしろライバルを消滅させることができたからだということまで指摘される。

そしてゴールドマンの特権的地位が最も露骨に顕在化したと言われるのが、AIG 救済の過程である。ポールソン財務長官は AIG の新たな CEO としてゴールドマン出身のエドワード・リディを任命してその処理に当たさせたが、2008 年 9 月以降 AIG は救済資金として多額の納税者の資金を受け取り、それを元に AIG からゴールドマンに CDS 契約に基づく支払いなどで総額 130 億ドルが支払われている。ゴールドマンは AIG の CDS 取引の最大の顧客であり、AIG の破たんはゴールドマンにとって 200 億ドル近い損失を負わせる可能性があった。巨額の納税者の資金を利用した AIG の救済は、ゴールドマンを救うために行われたのだという指摘がなされている⁽⁵⁾。

こうした今次の危機の処理に関わったゴールドマン出身者の数は驚異的であるが、実際に彼らがどれだけゴールドマンの利益のために行動したのかは明らかではない。ここで指摘できるのは、ゴールドマンの政財界における広範な人的ネットワークの存在と、それが危機において大きな損失を免れただけでなく、2009 年に入って過去最高益を更新し、公的資金を返済し、経営者と従業員が巨額のボーナスを得ていることから、むしろ危機を経てさらにその影響力を強めた可能性が高いという事実のみである。

以上挙げたわずか 4 つの事例からでも、近年、米国大手金融機関が自らの利害代表者または支援者を政治の中枢に送り込んだり、積極的なロビー活動を行うことを通じて、実際に自らの利益追求のために都合の良い政治対応をいかに獲得してきたかが認識できる。こうした事実は、現在では国際機関によっても注目されており、たとえば最近の IMF のレポートにおいても、1999 年から 2006 年の間に金融業界のロビーイングが業界にとって望ましい法案を通過させ、業界が反対する法案を廃案にさせる可能性を高めた、と結論付けられている⁽⁶⁾。そして、この特権的地位の背景にあるのが、一つは長年築き上げてきた金融界と政治の人的つながり（金融界と政府を行ったり来たりする人物の存在を「回転ドア」と呼ぶ）であり、もう一つは政治家への多額の献金や寄付を通じた資金的つながりである⁽⁷⁾。そうして作り上げられた大手金融機関と政治との緊密な関係が、これまでの大手金融

⁽⁵⁾ Creswell and White(2008), Johnson(2009), Taibbi(2009b)などを参照。

⁽⁶⁾ Wilmarth(2013),p.1364.

⁽⁷⁾ Taibbi(2009a)によれば、1998 年以降 10 年間の金融機関による寄付金の総額は 17 億ドル、ロビー活動に費やされた資金の総額は 34 億ドルとも推定されており、その金額は GS 法撤廃のためだけで 3 億 5000 万ドル、グラム上院銀行委員長だけで 5 年間で 260 万ドルとも言われる。また、Wilmarth *ibid*によれば、

機関の地位の安泰と莫大な利益をかなりの程度保証してきた。そうした大手金融機関の金融権力行使の基礎にある巨額の資金・利益と人的つながりは、金融化の過程でますます強化されていった一方、すでに確認した通り、今次の危機を経てもなおほとんど浸食されていない。金融権力は現在も非常に強力な形で存在し続けている。

II. 金融化の諸影響

以上のような、究極的には大手金融機関による金融権力の発現形態として展開したと認識することも可能な金融化のプロセスは、本稿で示した通り、たしかにそれらに多くの利益をもたらした。一方それは、その他の主体には、必ずしも利益だけをもたらるものではなく、むしろ直接・間接に多くの経済的・社会的な負担・損失を強いるものであった。金融の拡大を巡っては、積極的側面と消極的側面の両面が主張されるが、主に前者の主張は、市場の効率性に重点を置く主流派経済学に依拠した議論である^⑧。それらの基礎にあるのは、完全情報と完全競争、合理的主体を前提とした市場メカニズムの効率性・自動調節機能への信奉と、金融はあくまで中立的な存在であって、実体経済における資金調達や資金運用のための便利で効率的な道具にすぎないという比較的素朴な思考である。しかし、そうした理解に留まっている限りは、残念ながら現実の金融市場に生じている事実を必ずしも捉えきれない。

現実には、大手金融機関の利益追求が主導した側面を持つ金融化の展開は、すでに本稿各所で示したように、経済・社会に広くネガティブな効果を持つ^⑨。たとえば一般家計は、一章で見た通り、金融機関の勧めで資産運用の形で徐々に金融市場への積極的関与を求められるようになり、また四章で見た通り、機関投資家を通じて非常に不透明な金融商品を

1990年から2012年の金融業界の献金額は33億ドル以上で全産業でトップ、1998年から2012年のロビーイング費用は53億ドル以上で全産業で3位にランクした。それらは2007年時点で3,000人もものロビイストを抱え、彼らの多くは官僚や議会メンバー、スタッフなどであった (p.1363)。

^⑧ 金融の拡大が持つとされる積極的側面は、第一に、企業にとっては、資金調達手段が多様化してそれらが互いに競争することで低コストかつ機動的な資金調達が可能になる。また企業財務にファイナンス理論を応用することでリスクの管理・分散がより効率的に行えるようになる。さらに「株主価値経営」概念に基づく金融市場における敵対的買収の脅威が市場規律としてつねに経営効率化を促す。第二に、家計にとっては、金融商品の多様化によって各家計のリスク寛容度に応じた金融資産保有の選択肢が拡大していく。そして資産価値の上昇は資産効果を通じて家計の消費需要を促進する。第三に、よりマクロな視点で見れば、金融仲介は希少資源の最適かつ効率的な配分の実現メカニズムであって、その拡大・機能強化は効率的資源配分にポジティブな効果を持つ。そして金融革新を通じてリスクの商品化が可能になると、特定の部門にリスクが偏ることがなくなり経済全体でのリスク分散効果も働く。また金融部門が拡大すればするほど、流動性供給に基づく価格発見機能や裁定取引を通じた価格安定化機能などもより機能する。産業としての金融業は、資本の供給や引き上げを通じて実体経済のダイナミズムを促しつつ、自らが重要なリーディング産業にもなりうる。そしてそれらが複合的に機能することで、延いては一国の経済成長に対してもポジティブな影響を持つことになる。Crotty(2013)なども併せて参照。

^⑨ 詳しくは小倉(2013b)を参照。序章でも示した部門別視点に基づくならば、金融化は、家計や企業だけでなく、長期的には、政府にも、そして金融機関自身にもネガティブな影響を持っていると言えるだろう。たとえば、政府は諸施策の実施に際して大手金融機関の要求を最優先にすることで、自らの自立性を喪失し、他の主体の利害を侵害し、誤った政策・資源配分を行い、最終的には他の主体からの信任を徐々に失っていくだろう。同様に、金融機関も、その行き過ぎた利益追求行動が、社会性や公共性といった金融機関の持つ特殊性に対する他の主体からの疑念を招き、その正当性への信認を失うことにつながるだろう。

間接的に購入させられることで、生活資金・老後のための資金をよりリスクに晒すことになった。それらは、金融機関には家計から支払われる手数料の形で巨額の利益を生み出す一方、大多数の家計にはむしろ生活の不安定化をもたらした。さらに、金融技術革新の名の下、中流以下や貧困層・マイノリティの家計までもが金融機関の利益追求対象（住宅ローン、消費者ローン、クレジットカードなど）に組み込まれるようになり、それらを通じて急速に負債比率を高めた一般家計は、金融機関に対して負った多額の金利負担により、ますます不安定な生活を強いられるようになった⁽¹⁰⁾。一方、一部の富裕家計は金融市場への関与を通じてますます巨額の資産を積み上げるようになるため、経済格差も拡大した。

また企業は、二章で見た通り、大手投資銀行主導で半ば強制的に M&A 市場に参入させられることで、長期的には利益につながらなかったり、社会的にはほとんど意味のないような M&A をも実施させられた。それにより、大手投資銀行は助言先企業から巨額の手数料や金利支払いを受けることができた一方、企業は M&A の実施や防衛のプロセスで多額の負債を負うことになった。加えて序章でも言及した通り、企業は、M&A 活動活発化とともに、金融機関や機関投資家から強力な短期的株価引き上げ要求を受けるようになり、それによって経営視点の短期化を余儀なくされた。このことは利益や内部留保の株主への分配を増加させる一方、短期的に収益性の高い部門への資源の集中を求め、短期的に収益の上がらない事業部門の売却や、基礎研究・イノベーションにかかる費用の縮小などを通じて、企業が長期的に利益を得る機会を消失させる。またそうした短期的経営視点は、雇用流動化策や、取引業者へのコスト転嫁、生産拠点の海外移転などにも結果し、それらを通じた家計への直接・間接の打撃も非常に大きいものであった。

また、家計、企業双方が金融市場に投入した資金は、機関投資家の手元に集中され、大手金融機関の誘導の下、次第に投機資金化して短期的収益性の高い資産に流入するようになった。このことで、一時的にはそれらの市場でバブルが引き起こされるものの、何らかのきっかけでその資金が急速に回収されるとバブルが崩壊し、金融危機が発生する、という負のサイクルが高頻度に発生するようになる。それによって金融市場の不安定性は非常に高まる一方、大手金融機関は、そうした機関投資家資産の運用を代行して手数料収入を稼ぎながら、自らの特権的地位に基づいてますます高リスクを追求するようになり、それが巨額損失につながった場合には、公的資金注入やその後の実体経済の長期不況といった形で、主に一般家計や企業（特に中小企業）がその負担を引き受けることになる。影の銀行システムの急拡大と金融のグローバル化の進展とともに、そうしたサイクルの規模、範囲、頻度、速度、影響の大きさなども急激に増大した。

このように、大手金融機関の金融権力の発動、利益追求によって促された側面を持つ金

⁽¹⁰⁾ 伊藤(2009)は、一方で、大企業の自己金融化の結果として金融機関に過剰化した資金が発生し、他方で、実質賃金の停滞の結果として家計は住宅や耐久消費財の購入に自己資金では不足しがちという状況が生まれた下で、金融機関が家計向けの住宅金融や消費者信用、すなわち労働者の賃金所得からの元利払いを主要な利益源に設定し、それが米国ではサブプライムローンのような略奪的金融の形態を採っていた事実を、マルクスを援用して「労働力の金融化による重層的搾取」の現代的展開として表現している。

融化は、家計や企業の金融市場への積極的関与と金融機関への直接・間接の巨額の支払いによって初めて実現され、金融機関にとっては収益の長期的拡大として結果したが、それ以外の主体の大多数にとっては経済的・社会的な負担・損失を広範に課すものでもあった。金融化が、そうした負担を自らの展開の必要条件とする限りは、公正で持続可能なシステムとは言えないと断定できる。

Ⅲ. 結論と残された課題

本稿は、金融機関行動、それらの収益構造や業務、市場構造、権力行使などの内実に踏み込みながら、金融化の中核事象の歴史的展開を追っていくことを通じて、先行研究とは異なる視点から金融化を捉え直す、金融化アプローチを修正・補強することを試みた。本稿の分析を通じて以下のことが明らかにされた。

第一に、金融化を歴史的展開として捉えた本稿の分析により、米国で 1970 年代後半以降に展開した金融化が、実物部門を構成する家計と企業を様々な形で金融市場に徐々に巻き込み、それら自体を金融化させる一方、金融化した家計や企業が金融市場に投じた大量の資金やそれらによる多額の負債の存在が、2000 年代の影の銀行システムが拡大していく前提条件となり、そのことを通じて 2000 年代の金融化を量的・質的に変容させた事実、つまり 1970 年代以降の金融化と 2000 年代の金融化の連続的側面が明らかになった。

第二に、金融機関行動に焦点を当てた本稿の分析により、金融機関、特に一握りの大手金融機関が、そうした金融化の中核的プロセスを当初は部分的・間接的に、次第に全面的・直接的に、自らの利益追求動機の下に統治し、その中で自らも深化することで収益拡大を実現し、金融化の中核事象における主要な受益者になりえた事実が明らかになった。この意味で、金融機関の主体的行動、特に大手金融機関による利益追求の貫徹には、主に企業の金融化に焦点を当てることでそれを必ずしも分析対象に組み込めていない先行研究とは異なり、金融化の展開におけるより重要な基軸としての地位が与えられるべきであると判断する⁽¹¹⁾。

第三に、先行研究ではほとんど手がつけられていない、政府の金融化にも焦点を当てた本稿の分析により、そうした大手金融機関の利益追求のさらに深奥に、究極的には、一握りの大手金融機関がその巨額の資金と人材を基礎に、政府・規制当局と人的・資金的に結びつき、自らに都合の良い政治対応を獲得してきた事実、つまり金融権力の存在があった事実が明らかになった。その存在はある意味で米国金融を歴史的に規定してきたが、特に金融化の進展とともに、大手金融機関への資金・人材の集中が加速し、同時に政府自体も金融化することで、特に 1990 年代末以降、より顕著に現れるようになっていた。

⁽¹¹⁾ 序章での議論を繰り返せば、何か一つの事象（たとえば企業の金融化）から一方向的に経済の金融化を説明することは、諸要素の複雑な絡まり合い、相互依存を軽視してしまう恐れがあり、本稿も大手金融機関の利益追求のみで金融化を完全に説明できると考えているわけではない。諸要素から伸びるベクトルは複雑に絡み合っており、場合によっては、軸が複数存在すると想定することも可能であろう。ただ本稿で示したように、金融機関の主体的行動が他の主体の行動に及ぼす影響は強力度を増しており、そのベクトルも他の主体のそれより大きくなっていると判断できよう。

そして最後に、金融化と今次の危機やその後の金融規制改革との関連性も視野に入れた本稿の分析により、2000年代の金融化が、脆弱性を内在する影の銀行システム拡大の追求、その下での大手金融機関の不公正なリスクテイク行動(特に高レバレッジの自己勘定投資)によって突き動かされ、それに過度に依存するようになった時点でもはや持続可能なものではなく、その自壊過程が2007-9年の国際経済・金融危機として顕在化した事実、また2010年米国金融規制改革法は、影の銀行システムを支えた大手金融機関の利益追求・リスクテイク行動に対しても、その背後の金融権力に対しても、結局のところそれらをコントロールする有効な手段を設定することができず、現在でも金融権力は強力に残存している事実も明らかになった。

一方、本稿の分析に大いに関連するものの、必ずしも詳細に取り扱うことができなかつた課題も数多く残されている。その第一は、いわゆる貨幣資本とその過剰化がどのように生み出されたのか、という問題である。金融化、特に大手金融機関の収益拡大の背景には、金融市場に資金を流入させ、金融機関に対して支払いを行う源泉としての、家計、企業の資金が存在したことは、本稿で示した通りである。マルクス経済学では、こうした金融市場内部で価値増殖を行おうとする資本を貨幣資本(G-G')という概念で捉えるが、そもそも家計、企業の実物資金がどのようなメカニズムで貨幣資本化し、それがどのように拡大・過剰化していったのかは、金融化の本質的理解に関わる重要な要素である。その解明には、産業構造、人口構造、金融・財政政策、企業戦略、政府規制、技術革新、経済のグローバル化といった様々な要素の変化・相互作用を考慮したうえでの理解が必要となるが、本稿ではこれらの点についてきわめて部分的にしか提示できなかつた⁽¹²⁾。

課題の第二は、同時期に大手金融機関が実際に取得した巨額の収益がどのように分配されたか、という点である。金融機関収益の分配面については、本稿の収益源分析と同様に強力なデータ上の制約が存在するものの、現時点でもある程度解明が進んでいる。それらによれば、そのかなり大きな部分が、大手金融機関の経営陣と一部のトップ社員に巨額のボーナスとして支払われ、それは彼らの教育水準やスキルなど人的資本の点からみても非常に高く設定されており、そうしたボーナスは、パフォーマンスの悪化を反映しないような報酬構造に基づいて、今次の金融危機の最中でも、またそれを経た後でも、縮小していない⁽¹³⁾。そうした収益の分配や報酬構造に関する分析は、本稿の分析とも密接にリンクしており、その解明の重要性は非常に高い。

課題の第三は、金融権力に関する詳細な分析である。本稿では、金融化が大手金融機関の利益追求行動を基軸に進展しており、その背後に金融権力の高まりが存在すると指摘した。一方でそうした金融権力の存在は、大部分が数字で示すことの難しい定性的な問題であるとともに、それに関する情報もほとんど表面に現れないため、その立証がきわめて困難であり、先行研究でもほとんど体系的な分析がなされていない。本稿では、三章以降に

⁽¹²⁾ 過剰な貨幣資本の発生要因については、小倉(2013b)で部分的に検討している。また、この点については、高田(2013),第一章なども参照。

⁽¹³⁾ Crotty(2009), Tomaskovic-Devey and Lin(2011)。

部分的に提示し、終章において近年のその代表的な発現事例を挙げるに留めたが、より詳細な内実の分析や理論的な分析も、きわめて重要であることは間違いない。

課題の第四は、米国の金融化、金融機関の収益拡大と、世界経済、特にわが国経済との関連の分析である。金融のグローバル化が進む中、米国の金融化は各国の資金を大量に巻き込みながら進展してきた（三章でも言及したように、主にアジアの経常収支黒字国における過剰貯蓄＝グローバル・インバランスの問題という文脈で分析される）。また金融化はその速度や内容に差異はあるものの、わが国を含む先進諸国でもほぼ一様に進展しており、一部途上国にも同様の傾向が見え始めている。これらは、米国（米ドルと米国大手金融機関）の特別な地位に基づいてその金融化がグローバルに波及していく側面と、各国の国内要因によって金融化が進展していく側面とが複雑に絡まり合いながら展開していると想定できる。欧州や中国なども視野に入れた現代資本主義の特質や今後の行く末を捉えるうえでも、またわが国における有効な政策やオルタナティブを展望するうえでも、そうしたグローバル視点に基づく金融化分析は必要不可欠であろう。

以上の点は、本稿の分析を補強し、金融化をより体系的に理解するためには、いずれも必ず解明されなければならない諸課題である。それらの重要性を認識しつつ、その分析については稿を改めることにする。

参考文献

- 池尾和人「金融仲介理論の新展開」『応用ミクロ経済学』伊藤元重・西村和雄編，東京大学出版会，1989年.
- 「金融危機と市場型間接金融—「影の銀行システム」の経済分析—」『金融システムと金融規制の経済分析』花崎正晴・大瀧雅之・随清遠編著，勁草書房，2013年.
- 石上圭太郎，中村直之，大木隆広「M&A から見る業界再編：求められる企業規模最適化」『知的資産創造』8月号，2007年.
- 石倉雅男「証券化と金融危機—“Shadow Banking System”における金融不安定性をめぐって—」経済理論学会第59回大会報告資料，2011年.
- 石原哲夫「政治的妥協の末，辛くも成立した米金融規制改革法」『金融財政事情』2896号，2010年.
- 伊豆久「自社株買いについて」『証研レポート』1597号，2001年.
- 磯谷玲『80年代アメリカの金融変革』日本経済評論社，1997年.
- 伊藤誠『サブプライムから世界恐慌へ』青土社，2009年.
- 内田浩史「金融取引における金融仲介機関と資本市場」『金融経済研究』第13・14号，1997年.
- 小倉将志郎「米国における金融部門の収益拡大と資金循環構造の変化—1980・90年代を中心に—」『証券経済研究』第55号，2006年.
- 「1980・90年代における米国投資銀行の収益拡大と「M&A 関連業務」」『一橋研究』第32巻第2号，2007年.
- 「サブプライム金融危機と「影の銀行システム」」『行財政研究』No.73，2009年.
- 「金融危機は米国金融を変えたのか」『経済』172号，2010年.
- 「米国・金融規制改革法と大手金融機関」『経済』184号，2011年.
- 「金融危機後のアメリカ金融規制改革—ボルカー・ルールをめぐって—」『日本の科学者』Vol.48 No.2，2013年(a).
- 「経済の金融化の部門別再整理と新しい分析視角」『静岡大学経済研究』18巻2号，2013年(b).
- 「米国における2000年代の金融機関の収益拡大とモダン・ファイナンス」『静岡大学経済研究』18巻3号，2014年.
- 掛下達郎「金融機関の収益構造は変化したのか？—日米の大手金融機関について—」『証券レビュー』第52巻第2号，2012年.
- 数阪孝志『アメリカ商業銀行の多角的展開』東洋経済新報社，1991年.
- 勝悦子「金融ビッグバン後のわが国金融サービス業」『FRI review』vol.1no.3，1997年.
- 金子勝，アンドリュー・デウィット『世界金融危機』岩波書店，2008年.

佐賀卓雄「金融システム危機と投資銀行の衰退」『証券レビュー』第 49 巻第 1 号, 2009 年.

添田利光「アメリカ商業銀行の預金業務をめぐる環境変化について (1965 - 1985 年) — 銀行業衰退論研究の予備的作業として—」『商学論纂』第 40 巻第 1・2 号, 1998 年.

----- 「アメリカ商業銀行の大企業向け貸出をめぐる環境変化」『商学論纂』第 43 巻第 1 号, 2002 年.

高田太久吉「「竹中プラン」をウォール街から見る—投資銀行主導の金融証券化は何をもたらすか—」『経済』第 91 号, 2003 年.

----- 「資産証券化の膨張と金融市場」『経済』151 号, 2008 年(a).

----- 「「経済の金融化」は資本主義をどこに導くか」『経済』155 号, 2008 年(b).

----- 「現代資本主義論としての『経済の金融化』論」『企業研究』第 14 号, 中央大学企業研究所, 2009 年.

----- 編著『現代資本主義とマルクス経済学』新日本出版社, 2013 年.

永田裕司, 「米国のミューチュアル・ファンドと金融仲介 (上・下)」『福岡大学商学論叢』第 40 巻第 1・2 号, 1995 年.

西村信勝『外資系投資銀行の現場』日経 BP 社, 2005 年.

日向野幹也「金融仲介理論の有効性—語源的・学説史的考察」『季刊現代経済』1982 年.

淵田康之「経済における金融セクターのシェアをめぐる論点」『野村資本市場クォーターリー』vol.16-3, 2012 年.

松井和夫, 奥村皓一『米国の企業買収・合併:M&A&D』東洋経済新報社, 1987 年.

松井和夫「戦後米国の企業合併運動の特質—M&A ブームのなかで金融機関が果たす役割の分析を中心に—」『Discussion Paper Series A』No.234, 1991 年.

松尾直彦『Q&A アメリカ金融改革法』金融財政事情研究会, 2010 年.

三谷進「アメリカ金融市場の発展と投資信託システム—1990 年代を中心に—」『名城論叢』2003 年.

吉川真裕「ロンドンの鯨」『証券経済研究』第 82 号, 2013 年.

ロナルド・ドーア『金融が乗っ取る世界経済』中央公論新社, 2011 年.

Acharya, V. and M. Richardson (2009), Cause of the Financial Crisis, *Critical Review*, Vol.21(2).

Adrian, T. and A. Ashcraft (2012), Shadow Banking: A Review of the Literature, *Staff Report*, No.580, Federal Reserve Bank of New York.

----- and H. Shin (2010), The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09, *Staff Report*, No.439, Federal Reserve Bank of New York.

Anderson, R. and C. Gascon (2009), The Commercial Paper Market, the Fed, and the

- 2007-2009 Financial Crisis, *Review*, Nov/Dec2009, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Ashcraft, A. and T. Schuermann (2008), Understanding the Securitization Mortgage Credit, *Staff Report*, No.318, Federal Reserve Bank of New York.
- Bank for International Settlements(BIS) (2013), *Statistical Release: OTC Derivatives Statistics at end-December 2012* (http://www.bis.org/publ/otc_hy1305.pdf).
- Baker, D. (2008), The Housing Bubble and the Financial Crisis, *Real-World Economics Review*, No.46.
- Bartlett, C. (eds.) (2012), *2012 Fact Book*, NY, USA: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA).
- Berger, A., Kashyap, A., and J. Scalise (1995), The Transforming of the U.S. Banking Industry: What a long, Strange Trip It's Been, *Brookings Papers on Economic Activities*, 2.
- Blackburn, R. (2006), Finance and the Fourth Dimension, *New Left Review*, 39.
- (2008), The Subprime Crisis, *New Left Review*, 50.
- Board of Governors of the Federal Reserve System(FRB)(2006),*Flow of Funds Accounts of the United States, 1965-1974, 1975-1984, 1985-1994, 1995-2005* (June8,2006release)(<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/data.htm>).
- Boyer, R. (2011), *Finance et Globalisation*, (山田鋭夫他監訳『金融資本主義の崩壊』藤原書店, 2011年) .
- Cetorelli, N. and S. Peristiani (2012), The Role of Banks in Asset Securitization, *Economic Policy Review*, July 2012, Federal Reserve Bank of New York.
- Claessens, S., Z. Pozsar, L. Ratnovski and M. Singh (2012), Shadow Banking: Economics and Policy, *IMF Staff Discussion Note*.
- Conner, K. (2007), Wall Street and the Making of the Subprime Disaster (<http://www.ntic-us.org/documents/WallStreetandtheMakingoftheSubprimeDisaster.pdf>).
- Creswell, J. and B. White (2008), The Guys From 'Government Sachs', *New York Times*, October 19, 2008.
- Critchfield, T., T. Davis, L. Davison, H. Gratton, G. Hanc and K. Samolyk (2004), The Future of Banking in America, *FDIC Banking Review*, Vol.16,No.3.
- Crotty, J. (2005), "The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Modern' Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era." in Epstein, G. (eds), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar.
- (2007), If Financial Market Competition Is So Intense, Why Are Financial

- Firm Profits So High? Reflections on the Current ‘Golden Age’ of Finance, *Working Paper Series*, Political Economy Research Institute, No.134.
- (2008), Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the ‘New Financial Architecture’, *Working Paper Series*, Political Economy Research Institute, No.180.
- (2009), The Bonus-Driven “Rainmaker” Financial Firm: How These Firms Enrich Top Employees, Destroy Shareholder Value and Create Systemic Financial Instability *Working Paper Series*, Political Economy Research Institute, No.209.
- (2013), “The Realism of Assumption Does Matter.” in Wolfson, M. and G. Epstein (eds), *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*, New York, USA: Oxford University Press.
- , G. Epstein and I. Levina (2010), Proprietary Trading Is A Bigger Deal Than Many Bankers and Pundits Claim, *Policy Brief*, SAFER, No.20.
- D’Arista, J. and T. Schlesinger (1993), “Parallel Banking System” in G.A. Dymksi, G. Epstein and R. Pollin eds., *Transforming the U.S. Financial System: Equity and Efficiency for the 21st Century*, New York, USA: M.E. Sharpe, Inc. (原田善教監訳『アメリカ金融システムの転換』日本経済評論社, 2001年, 189-238頁) .
- and G. Epstein (2010), “Dodd-Frank and the Regulation of Dangerous Financial Interconnectedness” in M. Konczal eds., *Will It Work? How Will We Know? The Future of Financial Reform*, Roosevelt Institute.
- Davies, P., A. Sakoui and G. Tett (2008), Sigma collapse ends shadow bank project, *Financial Times*, October 2, 2008.
- Davis, G. (2009), *Managed by the Markets: How Finance Re-Shaped America*, New York, USA: Oxford University Press.
- DavisPolk (2010), Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Passed by the House of Representatives on June 30, 2010 (http://www.davispolk.com/files/Publication/7084f9fe-6580-413b-b870-b7c025ed2ecf/Presentation/PublicationAttachment/1d4495c7-0be0-4e9a-ba77-f786fb90464a/070910_Financial_Reform_Summary.pdf).
- Deloitte Center for Financial Services (2012a), Battle for Dominance in the M&A Advisory Business: Bulge-brackets vs. the Boutiques (https://www.deloitte.com/assets/Dcom-UnitedStates/Local%20Assets/Documents/FS/US_fsi_Battlefordominance_102813_FINAL.pdf)
- (2012b), *The Deloitte Shadow Banking Index: Shedding Light on Banking’s Shadows* (<http://www.deloitte.com/assets/Dcom-UnitedStates/Local%20Assets/Documents/CF>

- O_Center_FT/US_FSI_The_Deloitte_Shadow_Banking_052912.pdf).
- dos Santos, P. (2009), On the Content of Banking in Contemporary Capitalism, *Research on Money and Finance Discussion Paper*, Department of Economics, SOAS, No.3.
- Dumenil, G. and D. Levy (2011), *The Crisis of Neoliberalism*, Cambridge, MA, USA and London, England: Harvard University Press.
- Dore, R. (2008), Financialization of the Global Economy, *Industrial and Corporate Change*, Vol.17, No.6.
- Eccles, R. and D. Crane (1988), *Doing Deals, Investment Banks at Work*, Massachusetts, USA: Harvard Business School Press (松井和夫監訳『投資銀行のビジネス戦略—ネットワークにみる「強さ」の秘密』日本経済新聞社, 1991年) .
- Edwards, F. (1996), *The New Finance, Regulation & Financial Stability*, Washington D.C, USA: The AEI Press. (家森信善他訳『金融業の将来』東洋経済新報社, 1998年) .
- Eichengreen, B. (2008), Origins and Response to the Crisis, (http://www.emlab.berkeley.edu/.../eichengreen/e183_sp07/origins_responses.pdf).
- Eliss, C. (2008), *The Partnership: The Making of Goldman Sachs*, London, UK: Penguin Press (斎藤聖美訳『ゴールドマン・サックス：王国の光と影』上・下, 日本経済新聞出版社, 2010年 (a,b)) .
- Endlich, L. (1999), *Goldman Sachs, The Culture of Success*, Alfred A. Knopf, New York (斎藤聖美訳『ゴールドマン・サックス 世界最高の投資銀行』早川書房, 1999年) .
- Engen, E. and A. Lehnert (2000), Mutual Funds and U.S. Equity Market, *Federal Reserve Bulletin*, December 2000.
- Epstein, G. (2005), “Introduction: Financialization and the World Economy.” in Epstein, G. (eds), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar.
- (2010), The Volcker Rule: Rule Implementation Issues and Study Guide, *SAFER Policy Brief* No.24.
- and J. Crotty (2013), How Big Is Too Big? On the Social Efficiency of the Financial Sector in the United States, *Working Paper Series*, Political Economy Research Institute, No.313.
- Fang, L., V. Ivashina and J. Lerner (2012), Combining Banking with Private Equity Investing, *Working Paper*, Harvard Business School, 10-106.
- Financial Stability Board(FSB) (2013), *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*(http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_131114.pdf).
- Fligstein, N. and A. Goldstein (2012), The Transformation of Mortgage Finance and the Industrial Roots of the Mortgage Meltdown, *Working Paper Series*, Institute for

- Research on Labor and Employment, UC Berkeley.
- Foroohar, K. (2011), Gensler Evolving in Derivatives War Sees No Deed Go Unpunished, *Bloomberg*, Jun 21, 2011.
- Fortune, P. (1997), Mutual Funds, Part I :Reshaping the American Financial System, *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, July/August1997.
- (1998), Mutual Funds, Part II :Fund Flows and Security Returns, *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, January/February1998.
- Foster, J. and F. Magdoff (2009), *The Great Financial Crisis: Causes and Consequences*, NY, USA: Monthly Review Press.
- Gary, A. (2012), Creating a Future Economic Crisis: Political Failure and Loopholes of the Volcker Rule, *Oregon Law Review*, Vol.90.
- George, S. (2010), *Leurs Crises, Nos Solutions*, Paris: Editions Albin Michel (荒井雅子 訳『これは誰の危機か, 未来は誰のものか』岩波書店, 2011年) .
- Gorton, G. and A. Metrick (2009), Securitized Banking and the Run on Repo, *NBER Working Paper Series*, No.15223.
- Greenberger, M. (2010), “A Proposal for Assessing the Success of Swap Regulation” in M. Konczal eds., *Will It Work? How Will We Know? The Future of Financial Reform*, Roosevelt Institute.
- Greenwood, R. and D. Scharfstein (2012a), The Growth of Modern Finance, (http://www.people.hbs.edu/dscharfstein/Growth_of_Modern_Finance.pdf)
- (2012b), How to Make Finance Work, *Harvard Business Review*, June 2012.
- (2013), The Growth of Finance, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.27, No.2.
- and M. Schor (2008), Hedge Fund Investor Activism and Takeovers, *HBS Working Paper*, Number 08-004.
- Haldane, A., S. Brennan and V. Madouros (2010), “What Is the Contribution of the Financial Sector: Miracle or Mirage?” in *The Future of Finance: The LSE Report*, London School of Economics and Political Science.
- Heyes, S.L. and P.M. Hubbard (1990), *Investment Banking: a tale of three cities*, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.
- Hirsh, M. (2009), ‘Government Sachs’ Is Back, *Newsweek*, March 5, 2009.
- Investment Company Institution (2005), *2005 Investment Company Fact Book* (http://www.ici.org/pdf/2005_factbook.pdf).
- (2013), *2013 Investment Company Fact Book* (http://www.ici.org/pdf/2013_factbook.pdf).

- Johnson, S. (2009), The Quiet Coup, *The Atlantic*
 (<http://www.theatlantic.com/doc/print/200905/imf-advice>).
- and J. Kwak (2010), *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, New York, USA: Pantheon Books (村井章子訳『国家対巨大銀行』ダイヤモンド社, 2011年) .
- Kaplan, S. and P. Stromberg (2008), Leveraged Buyouts and Private Equity, *NBER Working Paper Series*, No.14207.
- Kaufman, G. and L. Mote (1994), Is Banking a Declining Industry? A Historical Perspective, *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, May.
- Kirk, A., J. McAndrews, P. Sastry and P. Weed (2014), Matching Collateral Supply and Financing Demands in Dealer Banks, *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, Vol.20, No.2.
- Kosnik, R. and D. Shapiro (1997), Agency Conflicts between Investment Banks and Corporate Clients in Merger and Acquisition Transactions: Cause and Remedies, *The Academy of Management Executive*, Vol.11, No.1.
- Krippner, G. (2005), The Financialization of the American Economy, *Socio-Economic Review*, 3.
- (2011), *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance*, Cambridge, MA, USA and London, England: Harvard University Press.
- Krishnamurthy, A., S. Nagel and D. Orlov (2012), Sizing Up Repo, *NBER Working Paper Series*, No.17768.
- Labaton, S. (2008), Agency's '04 Rule Let Banks Pile Up New Debt, and Risk, *New York Times*, October 3, 2008.
- Laeven, L. and R. Levine (2008), Bank Governance, Regulation, and Risk Taking, *NBER Working Paper Series*, No. 14113.
- Lapavistas, C. (2008), Financialised Capitalism: Direct Exploitation and Periodic Bubbles (<http://www.soas.ac.uk/economics/events/crisis/43939.pdf>) .
- (2010), Financialization and Capitalist Accumulation: Structural Accounts of the Crisis of 2007-9, *Research on Money and Finance Discussion Papers*, SOAS. No.16 (横内正雄訳「金融化と資本主義的蓄積」『季刊経済理論』第47巻1号, 2010年) .
- and I. Levina (2011), Financial Profit: Profit from Production and Profit upon Alienation, *Research on Money and Finance Discussion Paper*, Department of Economics, SOAS, No.24.
- Lazonick, W. (2013), "From Innovation to Financialization: How Shareholder Value Ideology Is Destroying the US Economy." in Wolfson, M. and G. Epstein (eds), *The*

- Handbook of the Political Economy of Financial Crises*, NY, USA: Oxford University Press.
- Lewis, M. (1989), *Liar's Poker*, New York, USA: W. W. Norton & Company (東江一紀訳『ライアーズ・ポーカー』パンローリング株式会社, 2006年)
- (2010), *The Big Short: Inside the Doomsday Machine*, New York, USA: W. Norton & Company (東江一紀訳『世紀の空売り』文藝春秋, 2010年) .
- Lichtblau, E. (2010), Ex-Regulators Get Set to Lobby on New Financial Rules, *New York Times*, July 27, 2010.
- Lin, Hsiou-wie, M. McNichols and P. O'Brien (2005), Analyst Impartiality and Investment Banking Relationships, available from *Social Science Research Network*.
- Mack, P. R. (1993), Recent Trends in the Mutual Fund Industry, *Federal Reserve Bulletin*, v.79, No.11.
- Mandel, B., D. Morgan and C. Wei (2012), The Role of Bank Credit Enhancements in Securitization, *Economic Policy Review*, July 2012, Federal Reserve Bank of New York.
- Mandelbrot, B. and R. Hudson (2004), *The (Mis)Behavior of Markets; A Fractal View of Risk, Ruin, and Reward*, USA: Basic Books (高安秀樹監訳『禁断の市場』東洋経済新報社, 2008年) .
- Markley, J. and C. Levin (2010), "Making the Dodd-Frank Act Restriction on Proprietary Trading and Conflict of Interest Work" in M. Konczal eds., *Will It Work? How Will We Know? The Future of Financial Reform*, Roosevelt Institute.
- Martin, R. (2002), *Financialization of Daily Life*, Philadelphia, USA: Temple University Press.
- Martynova, M. and L. Renneboog (2005), The History of M&A Activity Around the World: A Survey of Literature, *ECGI - Finance Working Paper No. 97*.
- McCoy, P., Pavlov, A. and S. Wachter (2009), Systemic Risk Through Securitization: The Result of Deregulation and Regulatory Failure, *Connecticut Law Review*, vol.41, No.4.
- McCully, P. (2007), Teton Reflections, *Global Central Bank Focus*, August/September 2007.
- (2009), Saving Capitalistic Banking from Itself, *Global Central Bank Focus*, PIMCO February 2009.
- McGee, S. (2012), The Real Shame in JPMorgan's Shady Mutual Fund Sales, *The Fiscal Times* (<http://www.thefiscaltimes.com>), July 9, 2012.
- McLaughlin, R. (1990), Investment-banking Contracts in Tender Offer, *Journal of Financial Economics*, 28.

- Mitchell, M. and J. Mulherin (1996), The Impact of Industry Shock on Takeover and Restructuring Activity, *Journal of Financial Economics*, 41.
- Moore, M. and D. Campbell (2013), Wall Street Out Volcker Rule Impact on Revenue, *Bloomberg*, Dec 4, 2013.
- Morgenson, G. (2010), It's Not Over Until It's in the Rules, *New York Times*, August 28, 2010.
- Nicholson, C. V. (2010), Goodbye Proprietary Trading, Hello Loophole, *New York Times Deal Book*, October 27, 2010.
- Nolke, A. and J. Perry (2007), The Power of Transnational Private Governance: Financialization and the IASB, *Business and Politics*. Vol.9, Issue3.
- Office of the Comptroller of the Currency(OCC) (2013), *OCC's Quarterly Report on Bank Trading and Derivatives Activities First Quarter 2103* (<http://www.occ.gov/topics/capital-markets/financial-markets/trading/derivatives/dq113.pdf>).
- Orhangazi, O. (2008), *Financialization and the US Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar.
- Palley, T. (2013), *Financialization: The Economics of Finance Capital Domination*, Hampshire, England and New York, USA: Palgrave Macmillan.
- Plaksen, E. (2010), The Value of Your Advisor's Advice: An M&A Perspective (https://www.cass.city.ac.uk/__data/assets/pdf_file/0003/41628/Plaksen.pdf).
- Poterba, J. (1997), The History of Annuities in the United States, *NBER Working Paper Series*, No.6001.
- Pozsar, Z. (2008), The Rise and Fall of the Shadow Banking System, *Regional Financial Review*, Moody's Economy.com, July 2008.
- , T. Adrian, A. Ashcraft and H. Boesky (2010), Shadow Banking, *Staff Reports*, No.458(revised 2012), Federal Reserve Bank of New York.
- Public Citizen (2012a), *Business as Usual*, Public Citizen's Congress Watch.
- (2012b), Comment on Volcker Rule Responding to the Joint Request for Comment by FDIC, OCC, FRB, Treasury, and SEC.
- Rau, P. (2000), Investment Bank Market Share, Contingent Fee Payments, and the Performance of Acquiring Firms, *Journal of Financial Economics*, 56.
- Rolfe, J. and P. Troob (2010), *Monkey Business: Swinging through the Wall Street Jungle*, New York, USA: Warner Books (三川基好訳『サルになれたかった僕たち』主婦の友社, 2007年) .
- Saunders, A. and A. Srinivasan (2001), Investment Banking Relationships and Merger Fees, *NYU Working Paper* No. S-FI-01-07.

- Schwartz, N. D. and E. Dash (2010), Despite Reform, Bank Have Room for Risky Deals, *New York Times*, August 25, 2010.
- Schwert, G. (2000), Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder?, *Journal of Finance*, 55(6).
- Scott, H. (2010), *Prepared Written Testimony before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs U.S. Senate*.
- Securities and Exchange Commission(SEC) (2012), *2012 Summary Report of Commission Staff's Examination of Each Nationally Recognized Statistical Rating Organization*.
- Securities Industry Association (SIA) (2002), *Securities Industry Fact Book* (http://www.sia.com/research/pdf/2002Fact_Book.pdf).
- Servaes, H. and M. Zenner (1996), The Role of Investment Banks in Acquisitions, *The Review of Financial Studies*, Vol.9, No.3.
- Shadab, H. (2008), Hedge Funds and Financial Market, *Committee on Oversight and Government Reform, Hedge Funds and the Financial Markets*, November 13, 2008.
- Shiller, R. (2000), *Irrational Exuberance*, New Jersey, USA: Princeton University Press (植草一秀監訳『根拠なき熱狂』ダイヤモンド社, 2001年) .
- Smith, R. and I. Walter (1990), *Global Financial Services: Strategies for Building Competitive Strengths in International Commercial and Investment Banking*, New York, USA: Harper Business.
- Sorkin, A. (eds) (2007), The Biggest Hedge Fund? Investment Banks, *The New York Times Deal Book*, May 24, 2007.
- Stockhammer, E. (2013), "Financialization and the Global Economy." in Wolfson, M. and G. Epstein (eds), *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*, NY, USA: Oxford University Press.
- Story, L. (2010), A Secretive Banking Elite Rules Trading in Derivatives, *The New York Times*, December 11, 2010.
- Taibbi, M. (2009a), The Big Takeover, *Rollingstone* (http://www.rollilngstone.com/politics/story/26793903/the_big_takeover).
- (2009b), The Great American Bubble Machine, *Rollingstone* (http://www.rollilngstone.com/politics/story/29127316/the_great_american_bubble_machine).
- Taub, J. (2013), "What We Don't Talk about When We Talk about Banking." in Wolfson, M. and G. Epstein (eds), *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*, New York, USA: Oxford University Press.
- Teplin, A. and A. Tyler (2001), The U.S. Flow of Funds Accounts and Their Uses,

- Federal Reserve Bulletin*, v.87, No.7.
- Tett, G. and P. Davies (2007), Out of the shadows: How banking's hidden system broke down, *Financial Times*, December 17, 2007.
- and K. Guha (2008), The cost of lifeline: Humbled financial groups brace for more regulation, *Financial Times*, April 24, 2008.
- The Board of the International Organization of Securities Commissions(IOSCO) (2013), *Reports on the Second IOSCO Hedge Fund Survey*.
- The Economist (2012), Wealth Management: Private Pursuits, *The Economist*, May 19, 2012.
- The Financial Crisis Inquiry Commission(FCIC) (2011), *The Financial Crisis Inquiry Report, Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States* (<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>).
- Tomaskovic-Devey, D. and K. Lin (2011), Income Dynamics, Economic Rents and the Financialization of the US Economy, *American Sociological Review*. Vol.76.
- United States Government Accountability Office(GAO) (2011), Proprietary Trading: Regulators Will Need More Comprehensive Information to Fully Monitor Compliance with New Restrictions When Implemented, *Report to Congressional Committees*, GAO-11-529.
- U.S. Chamber of Commerce Center for Capital Markets Competitiveness (2012), *The Economic Consequences of the Volcker Rule*.
- U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs(U.S. Senate) (2010), *Brief Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*(http://banking.senate.gov/public/_files/070110_Dodd_Frank_Wall_Street_Reform_comprehensive_summary_Final.pdf).
- U.S. Senate Permanent Subcommittee on Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs(U.S. Senate) (2011), *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse* (http://www.hsgac.senate.gov/imo/media/doc/Financial_Crisis/FinancialCrisisReport.pdf).
- van der Zwan, N. (2014), Manking Sense of Financialization, *Socio-Economic Review*, 12.
- Wallinson, P. (2010), The Dodd-Frank Act: Creative Destruction, Destroyed, *The Wall Street Journal*, August 31, 2010.
- Waxman, H. (2008), Opening Statement, *Committee on Oversight and Government Reform, Hedge Funds and the Financial Markets*, November 13, 2008.

- Weinberg, N. (2013), Why It's Time to Clamp Down on Wealth Managers (<http://www.linkedin.com/today/post/article/20131107130059-33551920-why-it-s-time-to-clamp-down-on-wealth-managers>).
- Wheelock, D. (1993), Is the Banking Industry in Decline ? Recent Trends and Future Prospects from a Historical Perspective, *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, September.
- Wilmarth, A. (2002), The Transformation of the U.S. Financial Services Industry, 1975-2000: Competition, Consolidation, and Increased Risks, *The Univ. of Illinois Law Review*, (No.2).
- (2009), The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origin of the Subprime Financial Crisis. *Connecticut Law Review*, Vol.41, No.4.
- (2010), Reforming Financial Regulation to Address the Too-Big-To-Fail Problem, *Brooklyn Journal of International Law*, Vol.35.
- (2011), The Dodd-Frank Act: A Flawed and Inadequate Response to the Too-Big-To-Fail Problem, *Oregon law Review*, Vol.89.
- (2013), Turning A Blind Eye: Why Washington Keeps Giving in to Wall Street, *University of Connecticut Law Review*, Vol.81, Issue 4.
- Wolfson, M. and G. Epstein (eds) (2013), *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*, NY, USA: Oxford University Press.
- Zingales, L. (2008), Causes and Effects of the Lehman Brothers Bankruptcy, *Committee on Oversight and Government Reform*, October 6, 2008.

初出一覧

序章 「経済の金融化の部門別再整理と新しい分析視角」『静岡大学経済研究』18巻2号，2013年.

第一章 「米国における金融部門の収益拡大と資金循環構造の変化—1980・90年代を中心に—」『証券経済研究』第55号，2006年.

第二章 「1980・90年代における米国投資銀行の収益拡大と「M&A 関連業務」」『一橋研究』第32巻第2号，2007年.

第三章 「サブプライム金融危機と「影の銀行システム」」『行財政研究』No.73，2009年.

第四章 「米国における2000年代の金融機関の収益拡大とモダン・ファイナンス」『静岡大学経済研究』18巻3号，2014年.

第五章 「米国・金融規制改革法と大手金融機関」『経済』184号，2011年，および，「金融危機後のアメリカ金融規制改革—ボルカー・ルールをめぐる—」『日本の科学者』Vol.48 No.2，2013年.

終章 「金融危機は米国金融を変えたのか」『経済』172号，2010年.
(すべて，加筆修正を行った.)

なお，本稿および2010年度以降に執筆された既発表論文は，科学研究費補助金：基盤研究（C）（代表：石倉雅男，課題番号22530194（2010～2012年度）および25380248（2013～2015年度））による助成を受けている.