

磯谷 玲著

『80年代アメリカの金融変革』

(日本経済評論社, 1997年10月)

渋谷 博 史

I. はじめに

本書を一読してまず共感したのは、著者がものをみるスタンスである。それは、世間であたかも自明のように議論あるいは評価されているものを、もう一度、大きな視野の中に位置付けで見直してみようとするものである。たとえば、第6章「金融システムと制度改革」の注(1)で、「こうした『銀行産業は衰退産業か否か』という問題（設定：評者）自体が不十分な側面を持って」おり、「経済学的には……銀行の蓄積行動の変化が銀行のそれ自身にとってあるいは経済総体にとって持つ意味が分析されなければならない」と論じている。

世紀末に向かい、ますます金融・証券を取り巻く事態が激動するときには、常識的に自明といわれるものを、再度みつめ直す試みは極めて重要な学問研究の姿勢であると評価しておきたい。最近の日本における金融・証券に関する論議をみていると、アメリカの大学キャンパスのなかで作り出された理論モデル、市場モデルがあたかも現実社会の中に実現できるかのような印象を受けてしまう。しかし、実際の経済社会

あるいは市場では、大学キャンパスの理想的な市場モデルとまったく異なった政治・経済・国際情勢の諸要因が、個々の参加者の日々の利害にあらわれながら、場合によっては「暴力的」といってよいほどの激しさと厳しさを伴ってぶつかり合うのである。

著者は、そういう分析対象の現実性を、理論モデルではなく議会資料という極めて有効な材料を用いることで、確保している。議会の公聴会記録、委員会報告、GAO（会計検査院）報告書等の議会資料を読みこなすには、大変な労力と時間を要することは、評者も承知している。しかも、ただ読めばよいというものではなく、上述のスタンスや次に触れる問題意識に裏打ちされた視座がなければ、膨大な議会資料あるいはそこに表現されているアメリカ金融・証券にかかわるさまざまな事実の中に埋もれてしまったかもしれない。

その著者の問題意識とは、アメリカ経済の「復興」に大きな役割を果たした機関投資家に着目しながらも、そこに限定されることなく、アメリカ経済総体の分析のための作業の一つとして、1980年代の財政赤字ファイナンスと新興産業への資金供給のメカニズムを解明しようと

するものである。

II. 本書の概要

このような問題意識に基づく本書の概要は以下の通りである。

まず第1章「アメリカ経済の構造変化とマネーフロー」では、法人部門の過剰資本が家計を経由して（株式所有の減少：M&Aあるいは自社株購入）、年金基金・生命保険等の機関投資家に移動・集中し、それが財政赤字や新興産業へのファイナンスにとっての基本条件となったことを示している。このような資金循環構造が前提となって、ベンチャー・キャピタル・ファンド等の機関投資家による積極的なリスク・テイクが、新興産業への資金供給やアメリカの国際競争力の回復に貢献することができたのである。少し視点を変えれば、アメリカ経済が直面した資本の再配分、「資本の有効利用」という課題を、投機を不可欠な媒介として「解決」していく過程であった、と述べている。

さらに、著者は、機関投資家がいわゆる「リスクをとる投資」つまり高成長産業へのハイリスク・ハイリターンの投資を行った根拠を説明するために、政府証券というローリスク・ローリターンの投資を増加させたことが、全体としてのパフォーマンスを向上させるために対極にあるハイリスク・ハイリターンへの投資を促進する条件として機能したというように、1980年代の2つの特徴である財政赤字と新興産業ファイナンスを機関投資家を軸に関連づける論理を展開している。

第2章「政府証券の保有構造」では、1980年代に大膨張した政府証券（財務省証券・政府機関証券）の保有構造の中で、非銀行金融機関す

なわち民間年金基金、生命保険、州地方政府退職年金基金、ミューチュアル・ファンド等の機関投資家が急速にシェアを伸ばしたこと、またS & Lの破綻に伴うモーゲージへの資金供給において、政府証券が「緩衝剤」の役割を果たした点などが解明されている。

後者の「緩衝剤」の意味は、S & Lの危機に伴ってモーゲージにおけるシェアが政府支援企業（GSE：連邦政府抵当金庫と住宅貸付公社）に移り、その政府機関証券への投資という形で銀行部門及び非銀行金融機関の資金が供給され、それらの金融機関の資金がS & Lに代わって、政府保証付きの条件の下で、モーゲージに提供されるという構造を通して、マクファデン法による不動産投資の地域的なリスク分散にたいする制限を突破したことである。

続いて、第3章「政府証券市場の改革：『ソロモン・スキャンダル』と政府証券市場の構造変化」では、まず第1節で財務省証券の発行・流通市場が概観され、プライマリー・ディーラー、「35%ルール」、ダッチ・オークション、発行日取引、ストリップス等の基礎的な事柄が説明された後、第2節で「ソロモン・スキャンダル」で顕在化した市場の過度の投機的な活動を監督・規制できる枠組みを当局に与える1993年政府証券改革法を検討している。ここでは「上院銀行・住宅・年金問題委員会報告書」、議会公聴会記録、会計検査院報告書「米連邦政府証券」、「1992年財務省・SEC・連邦準備制度合同報告書」等を素材にして、議会及び当局の政府証券市場の認識を分析し（これらの貴重な議会資料を脚注に示す時には委員会名や議会の会期を付記した方がベターである）、1991年以降の議会・行政当局の議論がソロモン・スキャンダルを直接対象として、同社の企業文化や社風

というものに焦点が当てられたために、この間の政府証券市場の構造変化が市場の投機性を強めたというところにまで認識が至らなかった点が指摘されている。

そこで第3節では、その政府証券市場の実体的側面を分析することになる。第1に保有構造で民間の割合が増加したために収益目的の投機が高まり規制強化の必要が高まったことを示し、第2にその投機性の高まりの中で大手プライマリー・ディーラーであるソロモン・ブラザーズ社が1990～91年に引き起こした一連の不正行為いわゆる「ソロモン・スキャンダル」を分析している。そこで重視されるのは、個別の事件の内容ではなく、財政赤字の膨張とそれを円滑に消化するための市場整備の必要が、構造的に投機行為や不正行為を誘発するという認識であることは、上述の通りである。

第4章「米銀の蓄積」では、まず「銀行産業衰退論」に関するジョン・ボイド&マーク・ガートラー論文とジョージ・カウフマン&ラリー・モート論文を検討し、そこで鍵となるオフバランス取引について分析を試みている。

前者のジョン・ボイド&マーク・ガートラーによる「合衆国の商業銀行：トレンド、サイクル、政策」(1993年)という論文は、1980年代を通して、銀行のオンバランスの資産面では証券化された住宅モーゲージや高格付企業に対する融資が減少し、ハイリスクで流動性が低い分野が増加し、負債面でも資金コストが高まったが、このようなオンバランス面だけで衰退を論じるのではなく、ローン・コミットメントやローンセールやセキュライゼーションやデリバティブ等のオフバランス取引も考慮に入れるべきとするものであった。後者のジョージ・カウフマン&ラリー・モートによる「銀行は衰退

産業か? : 歴史的視野から」という論文は、そのオフバランス活動に銀行信託サービスやミューチャル・ファンド資産管理を加えて検討している。

このように米銀の蓄積において重要な意味を有するオフバランスについて、著者は、会計検査院「銀行業：オフバランスシート活動」と下院金融機関監督・規制・保険小委員会「米系金融機関の国際競争力に関する特別作業部会報告」という2つの議会資料を素材にして検討を続けている。

前者の報告書では、第1に1980年代に米銀全体でオフバランスの規模が急増し、第2にその中でも上位の銀行に集中していた事実が指摘された。後者では、米銀はスワップやオプションという金融ハイテクの分野では国際競争力を有しているが、いずれそのような金融ハイテクあるいはオフバランス取引の分野での優位性は縮小することが指摘されている。

以上のような米銀を取り巻く不利な条件から、著者は、「外銀との競争という点では、フルラインの金融サービスが提供できるということが競争の基盤となる」と考え、そのような視点から1980年代の制度改革を検討しようとする。

ただしその前に、第5章「米銀の海外業務」で、米銀の蓄積にとって極めて重要な海外業務について、ユーロ・シンジケートローンとユーロ債の2つの領域を取り上げて検討している。

1980年代半ばから急増したユーロ・シンジケートローンは、主としてOECD加盟国、特に主要先進国の民間資金需要(産業企業と金融機関)を基礎としており、それをアレンジする側でも、米系の商業銀行が一貫して優位を誇っていた。その中でも、EC経済統合を目指した

リストラクチャリングの一環として進行したクロスボーダーのM&A関連の融資には、米系商業銀行の国際ネットワークと調査能力という強みが有効であった。ユーロ債市場では、1980年代に日系証券会社の台頭があったが、米系の大手商業銀行による積極的な証券業務への進出もみられ、また、「固定価格方式」というアメリカ式のシンジケーション・スタイルが導入され、そこにも米系のイニシアティブがみられることなどが指摘されている。

以上の第4章及び第5章における米銀のオフバランス活動や海外業務の分析から、著者は、「銀行リスクを銀行が負担する（元利の保証）金融の領域を縮小させ、リスクを仲介する金融の領域を拡大させている」と概括し、その視点から次の第6章「金融システムと制度改革」に入っていく。

第1節ではまずニューヨーク連銀のエドワード・フライドルの「銀行の過剰」という概念を取り上げている。フライドルは、低収益銀行が銀行数あるいは資産に占める比率で1980年代におけるその「過剰」ととらえて、その原因を外銀、ファイナンス・カンパニー、機関投資家等の競争者、家計預金の減少、経済環境の悪化等として、対応策を主として規制緩和による経営の効率化に求めている。それに対して、著者は、1980年代の経済の再編過程で、銀行融資（銀行がリスク負担）という形態が不適合な領域が拡大したという事実を取り上げ、カウフマンの論文を引用しながら、銀行の過剰を解消する手段を間違うと、今度は金融システム全体の過剰につながってしまう危険を指摘する。

第2節では、自己資本規制、業際規制、州際規制に関する動向を概観したうえで、「現在の銀行制度改革は銀行がよりリスクの大きな分野

へ進出することを、あるいはまた銀行がリスクを負担する蓄積様式から仲介するがリスクを負担しない蓄積様式へと展開することを助長している」と述べている。

最後の第7章「アメリカ経済の現況」では、財政赤字、貿易赤字、国際競争力、金融危機という重要なトピックが取り上げられており、著者の視野の広さをかいま見ることができる。

Ⅲ. 問題点

金融証券の細かい専門領域における問題点についていろいろな「揚げ足取り」があり得るかもしれないが、そういう仕事は、それを好んでやる方に任せることにしたい。ここでは、著者の学問研究の方法に関わることについて2点指摘しておきたい。

第1は、研究対象期間についてである。題名にもあるように、本書の分析は1980年代に限定されている。この時期が、アメリカの金融証券研究において、きわめて画期的で重要であることはだれも否定しないが、しかしそこに至る歴史的な流れは無視できないのも確かである。なにも1980年代を研究するのに1930年代のニューディール期から自分で全部を検討すべしというのではないが、アメリカないし日本の先行研究が数多くあるので、それらを利用することも可能である。

1990年代に1980年代を研究するという「時の利」を有するのであるから、そこから、先行研究の意義を再評価することも可能であるし、また、先行研究の事実認識やその解釈を訂正することにも、大きな意義があると思われる。我々のような凡人がこつこつと行う実証研究は、嫌が上でも、研究者間の共同作業を積み上げるし

かないのである。たとえば、高木仁教授の『アメリカの金融制度』、伊東政吉教授の『アメリカの金融政策』等の古典的名著といてよい先行研究と本書とのかかわりを著者がどう考えているのかを知りたいものである。

第2は、視座の取り方である。近年の金融証券をめぐる状況変化、環境変化、構造変化はさまざまのことであり、その分析・把握・理解はむづかしい。それ故に様々なレベル、方向での解説書や研究書が出されているが、その中で、明確か不明確かはともかく、ある価値基準から現状を批判して改革の方向を示す試みが多く見られる。しかし、本書では、そういう価値判断や提言を我慢して、1980年代のアメリカで進化した近い過去の歴史過程を淡々と分析して、できるだけ客観的な事実認識を提供することにつ

とめている。我々凡人の研究者は、現場から一歩引いたところで「場の利」によって、静かに観察して得た事実認識を、現場の「天才」達の判断材料として提供するのが原則的な役割である。研究者からみれば、現場で判断・行動する人はすべて「天才」である。その「天才」達に対して常に謙虚であることも、研究者にとっては原則といって良いであろう。

本書は、「経済大国アメリカの凋落」、「銀行産業の衰退」というような半ば常識化されつつある命題を、謙虚な姿勢でもう一度検討すると、どう見えるのかという作業でもあった。今後、このような姿勢で、研究対象の時間的、分野的な広がり果たされることを希望したい。

(東京大学社会科学研究所教授・当所兼任研究員)