

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：
大手金融機関のリスクテイクに着目して

| | |
|-------|--|
| メタデータ | 言語: ja 出版者: 静岡大学人文社会科学部 公開日: 2014-06-06 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 小倉, 将志郎 メールアドレス: 所属: |
| URL | https://doi.org/10.14945/00007827 |

論 説

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 —大手金融機関のリスクテイクに着目して—

小 倉 将志郎

はじめに

1970年代後半以降、米国では金融機関の収益が徐々に拡大していき、それは非金融企業の拡大のペースを大きく上回るものであった⁽¹⁾。このうち、1980・90年代の金融機関の収益拡大には、証券市場関連業務（特に資産運用関連業務とM&A関連業務）が重要な貢献をした⁽²⁾。一方、より詳しく見ると、米国における金融機関の収益拡大の展開は2000年前後を境に二つの局面に区分できる。つまり、1970年代後半から比較的なだらかに拡大してきた金融機関の収益は、2000年代に入って急激ともいえる拡大を見せる。そうした2000年代における金融機関収益の急拡大に特に重要な貢献を果たしたのが、いわゆるモダン・ファイナンス（modern finance）である。モダン・ファイナンスという用語に必ずしも明確な定義はないが、ここでは、1980年代以降の金融技術革新を積極的に活用することで、特に2000年代に多様に展開した新しい金融商品や金融取引、金融主体とする。モダン・ファイナンスは、いわゆる影の銀行システムで重要な役割を果たし、主に影の銀行を構成する諸主体が利用する戦略装置として機能するとともに、商業銀行も直接間接に自らの業務に組み込んでいった⁽³⁾。

モダン・ファイナンスの中心は、特に今次の金融危機との関連で注目を集めた、仕組み金融商品（structured finance）である。多様なローンを分解したり組み合わせながら証券化を何重にも行うことで、債務担保証券（Collateralized Debt Obligations:CDO）のような仕組み金融商品が次々と生み出されていくメカニズムと、その過程で関連する諸業務が主に手数料の形で金融機関

⁽¹⁾ 収益という言葉は多義的であり、総売上（revenue）やそこから売上にかかった人件費を除く費用を引いたもの（付加価値）を指す場合もあれば、さらに人件費を引いたもの、金利支払いを引いたもの、配当支払いを引いたもの、税支払いを引いたもの（税引き後純利益：profit）など、さまざまである。本稿での収益が何を指すかも文脈によって異なる点、注意が必要である。

⁽²⁾ 小倉（2006）および小倉（2007）を参照。

⁽³⁾ 影の銀行システムについては、小倉（2009）を参照。

に多くの収益をもたらした事実は、最近の諸研究によってかなり解明されている⁽⁴⁾。

一方、モダン・ファイナンスのうち、ここ数年、特に注目を集めているのが、自己勘定取引 (proprietary trading)、オルタナティブ・ファンド (ヘッジファンドとプライベートエクイティ (private equity:PE) ファンドが代表例) への出資 (以下、オルタナティブ投資)、店頭 (Over The Counter:OTC) デリバティブ、の三つの金融取引である。これらはいずれも、金融機関が高リスクの仕組み金融商品などに投資する主要経路として機能することで、今次の危機の発生に重要な貢献を果たしたとして、2010年金融規制改革法の特定条項 (「ボルカー・ルール (Volcker rule)」および「リンカーン押し出し条項 (Lincoln push-out provision)」) で、商業銀行や銀行持株会社による従事が禁止・制限されようとしているものである。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、こ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関与したかについては、必ずしも詳細な分析が進んでいない。

本稿では、2000年代に金融機関に巨額の収益をもたらした、影の銀行システムとも密接に関わるモダン・ファイナンスのうち、特に金融機関の過度のリスクライクと強い関連を持つ、自己勘定取引、オルタナティブ投資、OTCデリバティブの三つが、具体的にどのような貢献を果たしたのかを、主に大手金融機関の行動に焦点を当てて分析する。

1. 2000年代の金融機関の収益拡大とモダン・ファイナンス

本節では、米国で2000年代に急拡大した金融機関収益へのモダン・ファイナンスの貢献を、代表的な金融機関である商業銀行と証券会社に焦点を当て、業界レベルおよび個別機関レベルで分析する。

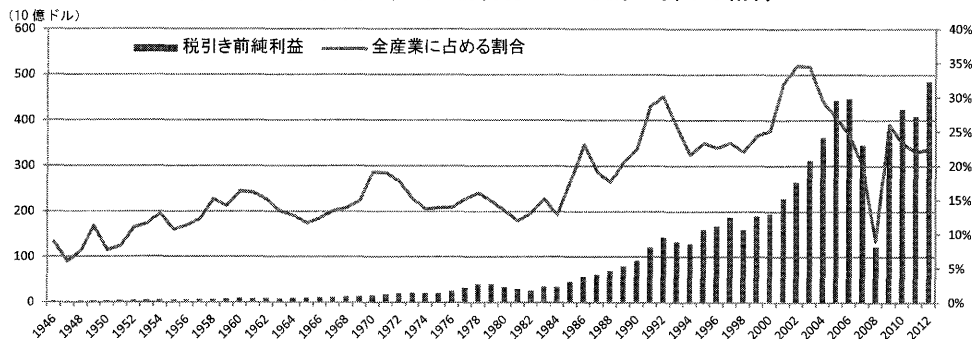
1. 金融機関収益の拡大

まず図表1によると、金融機関の収益は1970年代後半以降、長期的に上昇傾向にあり、純利益ベースで見ると、すべての産業部門が生み出した純利益の総計に占める金融部門のシェアは、1970代までは10%台であったのが、1980年代後半以降には20%台まで上昇し、2000年代初頭には30%を超える段階まで到達している。また付加価値ベースで見ても、1970年代初めには金融部門が占めるシェアは7%前後だったのが、1980年代末には10%を超え、2000年代には13%程度にまで上

⁽⁴⁾ たとえば Wilmarth (2009), Johnson and Kwak (2010), Fligstein and Goldstein (2012) などを参照。

昇している⁽⁵⁾。一方、図表1で金融機関の純利益の絶対額について見ると、その傾向の上昇には大きく三つの山があることがわかる。一つ目は1990年代後半にかけてのなだらかな山であり、二つ目は2000年代前半から半ばにかけての急な山、そして三つ目はまさに現在生じている山である。このうち、二つ目と三つ目の山は、2007～9年の金融危機の結果、金融機関収益が一時的に急激に落ち込んだことで分断しているように見えるが、基本的には同じ背景を持つ一続きのものと認識できる。

図表1 金融機関の税引き前純利益と全産業に占める割合



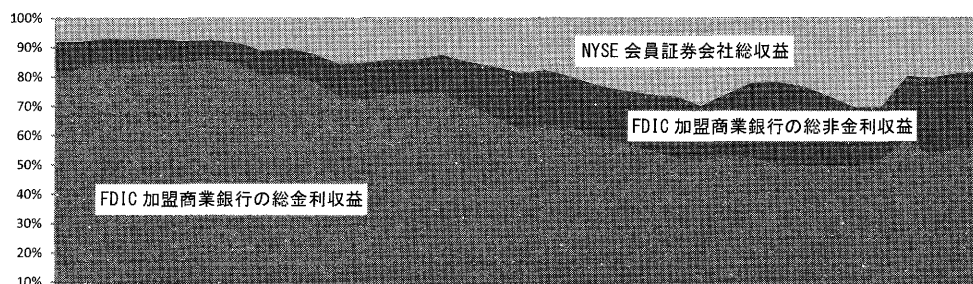
(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, Financial Accounts of the United States, Historical data, Annual, F.7 (2013年6月公表分) より作成

2000年代の金融機関収益の拡大が具体的にどのように生み出されたのか、主要金融機関の収益源に焦点を当てて、さらに分析を進める。米国に限らず、金融市場で伝統的に重要な役割を果たしている金融機関は、商業銀行と証券会社である。最初に、両者の収益規模とその変化を確認しておこう。図表2は、1970年代後半以降の米国における商業銀行と証券会社の総収益のシェアを示している。まず一見してわかるのは、1970年代後半以降を通じて、証券会社と比較して商業銀行の方が、圧倒的に多くの収益を取得していることである。これは、商業銀行の数自体が常に証券会社の倍近く存在することが主な理由と考えられるが、直接金融中心といわれる米国金融システムにおいても、金融サービス提供源としてやはり商業銀行が主要な位置を占めていることもその背景にある。しかし、より詳しく見ると、そのシェアの差は1990年代後半から2000年代半ばにはかなり縮まっていることもわかる。加えて、2000年代には特に商業銀行の非金利収入が大きく拡大していることもわかる。両者は2000年代の金融機関の収益拡大をけん引したと想定され、以下より詳しく見ていく。

初めに、商業銀行の非金利収入の内訳を詳しく見る。商業銀行の非金利収入は、連邦預金保険

⁽⁵⁾ U.S. Bureau of Economic Analysis(BEA), National Income and Product Accounts, Value Added by Industryより。

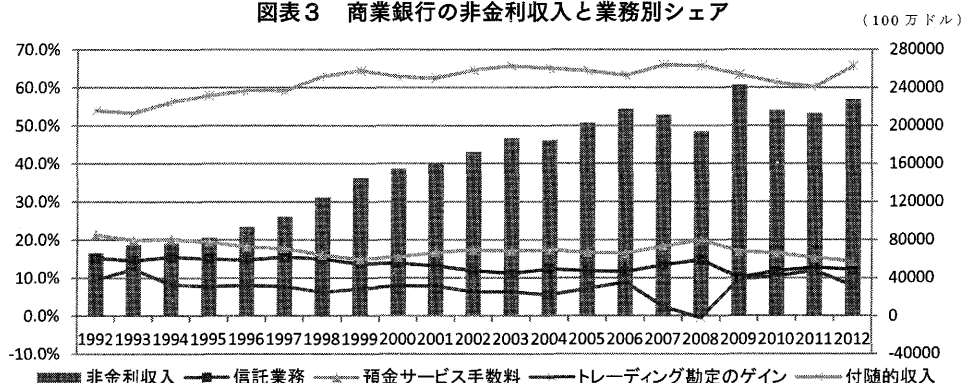
図表 2 証券会社収益と商業銀行収益のシェア比較



(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およびBartlett eds. (2012) p.29より作成

公社 (Federal Deposit Insurance Corporation:FDIC) が公表するデータに基づけば、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、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。図表 3 は、商業銀行の非金利収入総額 (棒グラフ、右目盛り) と、各収益源が占めるシェア (折れ線グラフ、左目盛り) を示している。

図表 3 商業銀行の非金利収入と業務別シェア



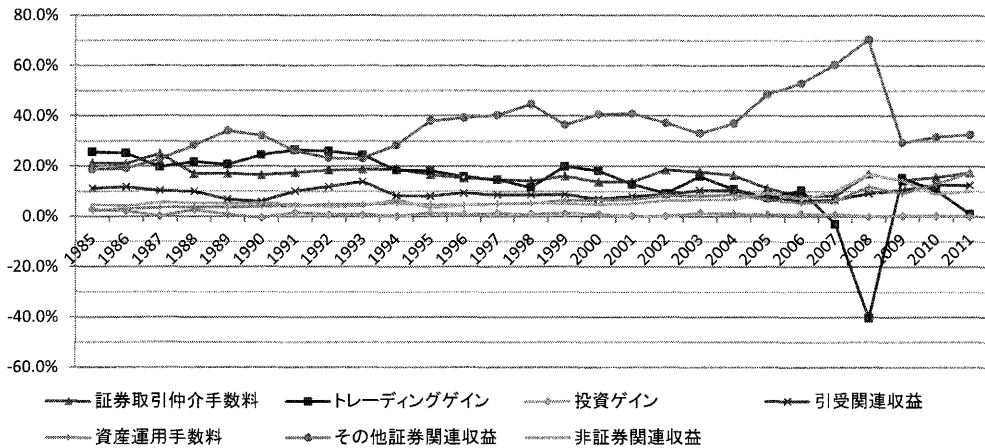
(出所) FDIC, Statistics on Depository Institutions Report より作成

これによれば、商業銀行の非金利収入は、特に1990年代後半以降に拡大のペースを上げており、そのうち明確にシェアを拡大させているのが、付随的非金利収入であることがわかる。それ以外の非金利収入については、ほとんどシェアが変わらないか漸減傾向にある。この付随的非金利収入には上述の様々な収益源が含まれるが、常に7割以上のシェアを占めるのは、分類・識別が困難なその他非金利収入である。つまり、商業銀行はますます多くの収益を非金利収入で取得する

ようになっているが、その圧倒的に大きな部分が、分類・識別が困難な収入によっている。

続いて、証券会社の収益の内訳を見る。証券会社の収益は商業銀行とは異なり、伝統的に非金利収入、なかでも手数料収入が主軸である。手数料を生み出す主要業務としては、顧客の証券取引の仲介（ブローカレッジ）、顧客の証券の管理、証券発行の引受、資産運用業務などのほか、M&Aの仲介・助言や、デリバティブ関連業務などがある。加えて、手数料業務ではない、自己勘定での投資（自己勘定取引や自己資金を用いたファンド投資など）も証券会社の主要業務に含まれる。図表4は、証券会社の総収益のうち、証券業・金融市場協会（Securities Industry and Financial Markets Association:SIFMA）の分類に基づく主要証券業務のシェアを示している。

図表4 証券会社収益における業務別シェア



(出所) Bartlett (eds.) (2012) p.33より作成

これによれば、証券会社の収益拡大に明らかに貢献しているのは、その他証券関連収益、非証券関連収益、資産運用手数料の三つであり、特にその他証券関連収益の拡大傾向は2000年代に顕著である。それ以外の業務については、貢献度合いがほとんど変わらないか漸減傾向である。ここでのその他証券関連収益には、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おらず、分類困難な業務が残差としてすべて含まれるものと考えられる。ここでは、商業銀行と同様、証券会社についてもその収益のますます大きな部分が、従来の認識に基づいては分類・識別することが困難な業務から生み出されるようになっており、データとして確認することができないことがわかる。

ここで本稿の分析対象の三つの金融取引に目を向けると、自己勘定取引については、商業銀行

のトレーディング勘定のゲインと証券会社の投資ゲインの大部分とほぼ一致する他、証券会社のトレーディングゲインの一部にも混在すると想定されるが、それらを単純に足し合わせたとしても、全体としてそれほど重要な貢献をしていないようにも見える⁶⁾。また、オルタナティブ投資やOTCデリバティブなどは、商業銀行のその他非金利収入と証券会社のその他証券関連収益・非証券関連収益などに含まれると想定されるが、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⁷⁾。

2. 大手金融機関の収益構造から見るモダン・ファイナンスの貢献

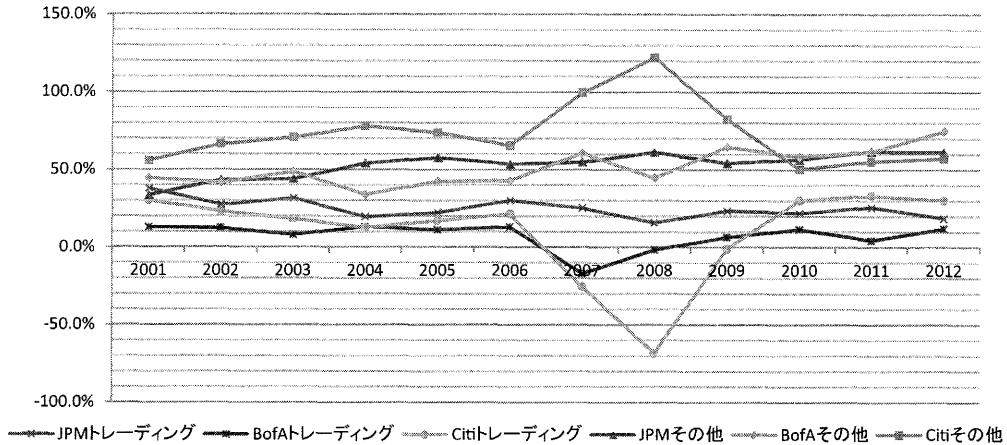
一方、業界全体としては必ずしも明らかにならなかったそれらの貢献は、米国の大手金融機関、特に三大商業銀行と三大証券会社の収益に焦点を当てた場合には少し別の見方ができる。初めに、三大商業銀行を見よう。三大商業銀行は、JPモルガン・チェース (JPM)、バンクオブアメリカ (BoFA)、シティバンク (Citi) を指し、三行は米国銀行市場において圧倒的な規模を持つだけでなく、証券業務や保険業務など多角的な業務展開を行う金融コングロマリットでもある。図表5は、それらの非金利収入のうち、自己勘定取引にはほぼ一致するトレーディング損益と、オルタナティブ投資・OTCデリバティブの収益を含むと想定されるその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益への貢献は概ね10%以下であったのが、大手三行に絞れば、概ねそれよりも高い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わかる。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想定できる。次に、その他非金利収益については、業界全体では50%台から60%を少し超える水準であったが、大手の三行についても、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貢献度合いがかなり大きいことが認識できたが、オルタナティブ投資・OTC

⁶⁾ Bartlett (eds.) (2012) によれば、「トレーディングゲイン」は、通常業務において顧客に販売目的で保有されている証券の実現・未実現損益であり、「投資ゲイン」は、自らの投資目的で保有されていると認識される証券の実現・未実現損益であって、後者が典型的な自己勘定取引である。

⁷⁾ Greenwood and Scharfstein (2012) 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)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)のプロモ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、モダン・ファイナンス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。

図表5 3大商業銀行の総非金利収益に占めるモダン・ファイナンス



(出所) FDIC, Industry Analysis, Bank Data & Statistics, Institution Directory より作成

デリバティブの貢献は明確には認識できなかった。

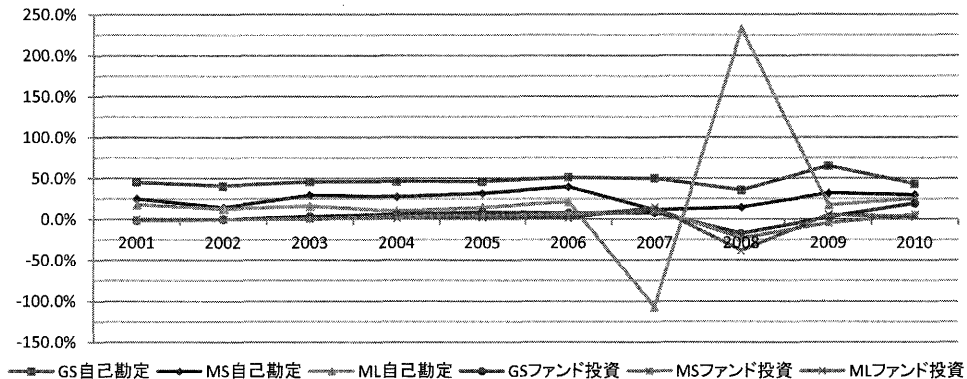
続いて、三大証券会社を見よう。三大証券会社は、ゴールドマン・サックス (GS)、モルガン・スタンレー (MS)、メリル・リンチ (ML) を指し、いずれも大企業や大手機関投資家を顧客対象とするホールセール専門の投資銀行として、それらの市場で圧倒的な地位を占める。また今回の金融危機を経て、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーは銀行持株会社化し、メリル・リンチはバンクオブアメリカの傘下に入るなど、いずれも商業銀行業務も行う金融コングロマリットに転身している。図表6は、それら三大投資銀行の総収益のうち、自己勘定取引とオルタナティブ投資にあると想定される業務が占めるシェアを示している。OTCデリバティブについては各行ともに識別不能のため対象外とした⁽⁸⁾。

これによれば、自己勘定取引は、業界全体では非常に小さな地位しか占めていなかったが、大手三行に絞ると、2000年代を通じて概ね収益の20%以上、とくにゴールドマン・サックスでは50%前後を自己勘定取引で取得していることがわかる⁽⁹⁾。一方、オルタナティブ投資は大手三行の財務報告でもやはり明確な形で現れてこなかった。

⁽⁸⁾ 図表6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。

⁽⁹⁾ メリル・リンチは2007年にシェアがマイナス100%、2008年にシェアがプラス200%を超える異常な数値となっているが、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を出しており、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、収益への貢献度合いではなく、損失への貢献度合いと見るべきである。またMarkley and Levin (2010) によれば、破たんしたリーマン・ブラザーズは、1998年時点で自己勘定取引額は280億ドルであったが、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。ま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、GS、BofA、JPM、MS、Citi、ウェルズファーゴの大手六行で約600億ドルを自己勘定取引で稼いでいた。

図表 6 3大投資銀行の総収益に占めるモダン・ファイナンス



(出所) 掛下 (2012) 62頁より作成

以上、大手商業銀行と投資銀行の収益源を見ることで、近年、自己勘定取引が業界全体で見るとも重要な地位を占めていることがわかった。一方で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わかりえなかった。しかし、ここで示された公表データに基づく数字だけでは、2000年代の金融機関の収益拡大に対するモダン・ファイナンスの貢献を示すには、まったく不十分である。なぜなら第一に、大手金融機関は、その財務報告において、それら業務が生み出す収益や損失を正確に公表していないからである。公表されているのはあくまで自己勘定取引の一部に過ぎず、残りの一部やオルタナティブ投資・OTCデリバティブは、意図的に識別困難な「その他」などに組み込まれる。加えて、特に関連企業や簿外企業などを通じた損益については、たとえ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ない。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。第二に、そうした金融取引は、それに密接に関連するさまざまな業務が多数存在しており、それらが生み出す損益が考慮されていないからである。これらの点はモダン・ファイナンスの貢献を過小評価しないためにきわめて重要であり、III節で詳述する。

II. モダン・ファイナンスとその拡大

米国における2000年代の金融機関収益の急拡大には、自己勘定取引、オルタナティブ投資、OTCデリバティブといった、モダン・ファイナンスが少なくない貢献をしている。本節では、そうしたモダン・ファイナンスを簡潔に整理する。

1. モダン・ファイナンスとしての自己勘定取引、オルタナティブ投資、OTCデリバティブ

①自己勘定取引

まず、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な投資活動である¹⁰⁰。自己勘定取引の専門業者も存在するが、多くは投資銀行や商業銀行といった金融機関によって実施され、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¹⁰¹。自己資金を用いた証券保有自体は、金融機関の一般的な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、発行された証券をいったん自己資金で保有し、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しようと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、顧客の取引を容易にする目的で行われる取引で、金融機関は、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証券保有は、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指摘もある¹⁰²。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ていない場合も多く、その規模を正確に捉えることは困難である¹⁰³。

¹⁰⁰ 自己勘定取引は金融機関が伝統的に行ってきた業務であり、それ自体がモダン・ファイナンスとは言えない。一方で、自己勘定取引における高性能コンピューターの導入と投資手法の高度化が進むにつれて、それはモダン・ファイナンスの主要な構成要素となった。

¹⁰¹ 大手商業銀行では、トレーディング勘定で保有される資産は2000年代に急激に増加しており、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年には20%であったのが、2007年には40%へとほぼ二倍になっている。(Haldane et al. (2010) p.100). Crotty et al. (2010) によると50%を超える機関も存在した (p.3).

¹⁰² Crotty et al. *op.cit.* p.2.

¹⁰³ GAO (2011) p.6.

②オルタナティブ投資

次に、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 경우가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、とくに大手商業銀行がそれに積極的に出資を行うとともに、自らファンドの組成・勧誘も行ってきた⁶⁴。

③OTCデリバティブ

最後に、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、取引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を経由しない。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業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な地位を占める⁶⁵。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、今次の金融危機の過程で特に注目を集めたのが、クレジット・デフォルト・スワッ

⁶⁴ 非公開企業に投資をするが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PEファンドの運用資産が約8,540億ドル、ベンチャーキャピタルが2,580億ドル、ヘッジファンドが約1兆4,600億ドルにも上った。(Greenwood and Scharfstein *op.cit.* p.14)。また、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%となった (Fang et al. (2012) p.31)。別の調査によれば、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 (Preqin Special Report : Banks as Investors in Private Equity, p.3)。ヘッジファンドについては、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1位をJPモルガン・チェース (330億ドル)、2位をゴールドマン・サックス (325億ドル) が占めた (Sorkin (eds.) (2007))。

⁶⁵ 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647兆7,620億ドルと、ここ20年で200倍近くに膨らんでいる。(Bartlett *op.cit.* p.105)。

プ（Credit Default Swap:CDS）に代表される信用関連である。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の支払いを受ける代わりに、債務が履行されない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⁶⁶。CDSでは、直接債権者でない債務に対しても、それが不履行を起した時に支払いを受ける契約を結ぶこともできる。これは「裸の（Naked）CDS」と呼ばれ、金融危機発生時点で通常のCDSとほぼ同規模まで膨らんでいた⁶⁷。また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（Synthetic）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、といったプロセスはCDS市場を急拡大させた⁶⁸。

2. モダン・ファイナンス拡大の複合的背景

①投機資金とモダン・ファイナンスへの需要

そうしたモダン・ファイナンスの急拡大の背景には、様々な複合的要因が存在した。第一に、次第に投機化する巨額の資金がモダン・ファイナンスに対する需要を高めた。米国では、1980年代以降、株式市場を中心に、金融市場は長期的に好調を持続し、そのことは、多くの国内資金を金融市場に惹きつけた。同時に、金融のグローバル化は、米国金融市場への海外資金の大量流入も促した。一方、国内外からの大量の資金流入は、既存の金融市場での投資リターンを徐々に低下させた。そうした中で機関投資家や金融機関にますます積みあがる資金の一部は、より高い利回りを求めて投機資金化していった。それらは、とくに2000年代に、モダン・ファイナンスによって生み出され、高利回りを記録する新しい金融商品にますます集中するようになった⁶⁹。

⁶⁶ 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年時点で金利関連に次ぐ二番目の地位を占めるに至っていた。（BIS（2013）p.1）。

⁶⁷ Greenberger（2010）p.37。

⁶⁸ 東江訳（2010）120-127頁。

⁶⁹ 一方、金融市場の安定だけでなく、金融市場においてたびたび発生する急激な資産価格の変化、バブルとその崩壊の続発も、モダン・ファイナンスを利用してそれらから利益を得る機会を増加させた側面がある。1973年以降、変動相場制の下で通貨価値が大きく変動するようになり、外国為替市場は金融取引の場へと変化した。デリバティブ取引は、こうした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がある。しかし主には、市場の下落局面からも利益を得られるデリバティブの特性を活かして、増大する投機資金によるリスクテイクの手段として急速に発展した。

②金融技術革新とモダン・ファイナンスの供給

第二に、情報技術革新と金融工学の発展に基づく金融技術革新が、金融機関のモダン・ファイナンス供給能力を高めた。まず、同時期に進展した情報技術革新の下で、金融機関は、高度な情報処理・計算能力を備えた高性能コンピューターを積極的に導入した。それにより、CDOやCDSに代表される様々なリスクとリターンの特性を持つ複雑な仕組み金融商品やデリバティブ取引などを、自由にデザインすることが可能になった²⁰⁾。また、学术界でのファイナンス理論とその応用である金融工学の進展も、特にデリバティブの発展に大きく貢献し、その代表例であるブラック＝ショールズの公式は、オプションのプレミアムの価格に理論値を提供することで、オプション取引を急速に拡大させる契機となった。オプション取引は、専門取引所の創設など制度面での整備もあり、その後多様に展開し、デリバティブ市場の拡大をリードした。

③規制環境の変化

第三に、同時期の規制環境の変化がモダン・ファイナンスの需要・供給両面に影響を与えた。米国では1980年代のレーガン政権以降、新自由主義的な規制緩和策が一般的に採用され、金融部門でも同時期に、地理的規制や金利規制、義務規制など広範にわたる規制が緩和・撤廃される一方、新しく生みだされる金融取引には規制当局によって放任姿勢が採られた。規制緩和によって既存業務での競争激化を経験した商業銀行・証券会社にとって、取引における自由度が高いモダン・ファイナンスは新しい収益獲得源として望ましかった。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状態であった。2000年に成立した商品先物近代化法は、取引所取引で行われるデリバティブ取引に課されるさまざまな規制から、OTCデリバティブを完全に除外した。実質的には保険の機能を果たすCDSも、OTCデリバティブの形態をとることで、州の保険規制の対象にもならなかった²¹⁾。また、同時期に銀行のリスク管理手法として新たに重要性を与えられた自己資本比率規制もモダン・ファイナンス拡大の重要な要素となった。金融機関が自己勘定取引で取得した資産はトレーディング勘定に記録されるが、それは短期売買目的での保有であるため流動性リスクなどが低いとされ、所要自己資本比率も低く設定された。そのため、自己資本比率を可能な限り抑えたい金融機関は、自己勘定取引を積極的に拡大した。同じ目的で、オフバランス手段も多様に展開し、投資ビークルの利用と並んで、特にCDSに代表

²⁰⁾ 高性能コンピューターの導入は、自己勘定取引の手法も大きく変化させた。金融機関は、情報技術の進展と通信費の低下を背景に、コンピューター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) なども開発された。

²¹⁾ Greenberger *op.cit.* pp.37-38, Johnson and Kwak *op.cit.* pp.7-10.

されるOTCデリバティブも利用された²²⁾。

④相乗効果

最後に、モダン・ファイナンスの諸要素間には相乗効果が働いた。たとえば、金融機関の自己勘定取引が拡大するにつれて、その投資対象は既存の金融商品から仕組み金融商品のような高利回り商品に移り、同時に、自己勘定取引に伴うリスクヘッジ目的かリスクテイク目的かを問わず、CDSに代表されるOTCデリバティブにも積極的に関与するようになる。また金融機関がヘッジファンドなどに出資する際には、その投資戦略を学習し、それを真似たコピーファンドを設定するが多い。そうしたファンドは投資活動に伴ってOTCデリバティブを日常的に利用するため、OTCデリバティブの取引規模は一層拡大する。またファンドの運用で金融機関が得た運用手数料は、さらなるオルタナティブ投資や自己勘定取引の元手にもなる²³⁾。このように、モダン・ファイナンスの構成要素が密接に関連しながら、相乗的に拡大した側面も重要である。

III. モダン・ファイナンスと大手金融機関のリスクテイク

モダン・ファイナンスは、需給両面の高まりに加え、それらを促す制度変化、さらに相乗効果も機能することで、2000年代に全面的に拡大した。そしてそのことは、それに関与する金融機関に手数料、金利・配当、キャピタルゲインといった様々な形で利益をもたらした。しかし、その指摘だけでは不十分であり、同時期にモダン・ファイナンスを通じて金融機関が取得した利益の背景には、より重要な要因があったからである。それは、モダン・ファイナンスの特質を巧みに利用した、一握りの大手金融機関による戦略的リスクテイクである。本節では、そうした大手金融機関のリスクテイクに焦点を当て、米国における2000年代の金融機関収益の急拡大の背景をより深く追及する。

1. 米国金融市場における集中と多角化の進展

まず、2000年代に進展した、米国大手金融機関の規模および業務範囲のいっそうの拡大を確認しておこう。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な変化が加わった。商業銀行の地理的規制に代表される、米

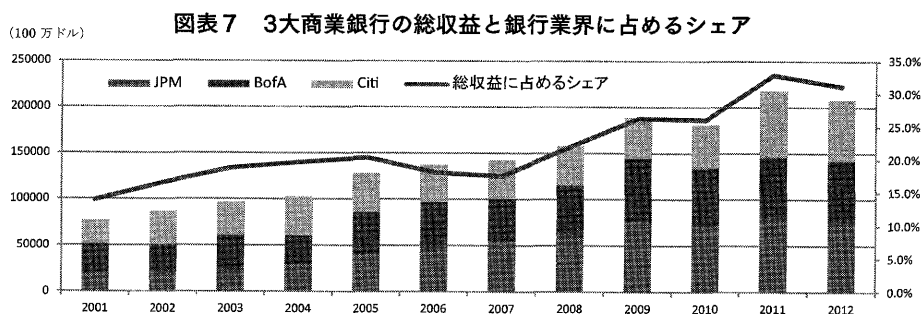
²²⁾ Dos Santos (2009) p.21.

²³⁾ たとえ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は690億ドル、PEファンドの手数は260億ドルを記録している (Greenwood and Scharfstein op cit.)

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
 まで減少した⁶⁴⁾。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を背景に、商業銀
 行ほどではないものの2000年代以降に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社に減少した⁶⁵⁾。加えて、1999年に成立したグラム・リーチ・ブライリー（GLB）
 法が金融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、大手金融機関を中心に、商
 業銀行、証券会社、保険会社などの業態を超えたM&Aが積極的に行われるようになった。これ
 により2000年代には、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。

図表7は、先述の三大商業銀行の総収益額と、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およびシェアは急速に拡大しており、この
 10年で倍近くになっている⁶⁶⁾。一方、図表8は、証券会社全体に占める上位10社の収益、資本の
 シェアを示している。これによると、収益も資本も、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集中が急速
 に進展したことがわかる。

一握りの大手金融機関への集中は、モダン・ファイナンス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%を占めていた⁶⁷⁾。また2001年時点で、全商業銀行の非金融
 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、なかでもトレーディ
 ング収入では83%、証券化収入では64%を取得していた⁶⁸⁾。



(出所) 図表3および図表5と同じ

⁶⁴⁾ FDIC *op.cit.*

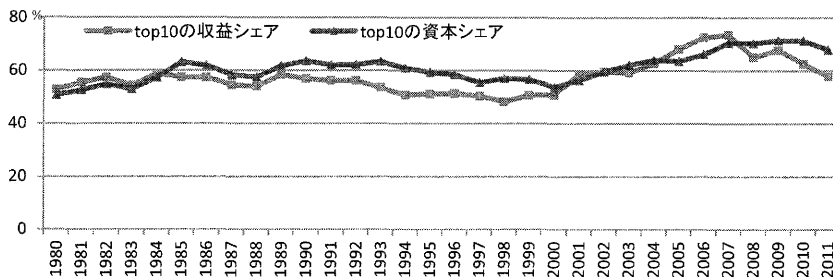
⁶⁵⁾ Bartlett *op.cit.* p.27.

⁶⁶⁾ 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 *op.cit.* pp.975-976).

⁶⁷⁾ OCC (2013) p.1.

⁶⁸⁾ Crotty (2007) p.51.

図表8 トップ10証券会社の収益・資本シェア



(出所) Bartlett (eds.) (2012)p.28より作成

2. モダン・ファイナンスにおける大手金融機関のリスクテイク上の優位性

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、その圧倒的な資金規模と業務範囲をベースに、モダン・ファイナンスにおける特別の優位性を多数獲得し、それらを発揮して積極的なリスクテイクを行うことで巨額の利益を獲得できた。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追求する。

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様々な優位性をモダン・ファイナンスに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、専門性の高いモダン・ファイナンスで重要な役割を果たす高性能コンピューター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²⁴。

²⁴ 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、知名度の面や優良顧客のネットワークといった面でもポジティブな効果が働いた。大手金融機関は、既存の業務に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などの積極的な売り込みを行った。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ることになった。

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、モダン・ファイナンスを最大限に利用して様々な新しい業務に参入し、それらの市場から様々な形で利益を取得できた⁶⁰。たとえば多角的な業務展開はオルタナティブ投資で有利に働く。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できる。こうしたモダン・ファイナンスに伴う関連業務・収益の存在は、多角展開を行う大手金融機関の収益を膨張させ、そのことがそれらのリスクテイクを一層促進した⁶¹。

規模でも業務範囲でも他を圧倒する地位を取得した一握りの大手金融機関は、互いに激しく競争し、積極的なリスクテイクを行うが、他方で大手金融機関間の共通利害の追求、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なる。それらは、手数料構造や業務シェアなどの点で、自分たちの利益の削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った⁶²。

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、モダン・ファイナンスを通じたリスクテイクを行う上での有利な条件を次々に取得できた。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

⁶⁰ Fligstein and Goldstein *op.cit.* pp.17-30. 1990年代を中心に、金融機関はM&Aを通じて集中を進めてきたが、一方で、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区分けした上で、部門売却やアウトソース化も同時に行ってきた。それに対し、1999年GLB法の成立以降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の積極的な実施であり、場合によっては、一度切り離れ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、すなわち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。それらはそれぞれ別の金融機関が担当する場合もあるが、多角的な業務展開をしている大手金融機関は、これらを垂直統合したうえで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することで多重に手数料を取得できた。

⁶¹ 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、年金基金など主要な機関投資家は、多角展開を行う大手金融機関に対して資金調達、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して、多額の手数料を支払う。大手金融機関にとっては、一つの主体からまとめて収益を得られることに加えて、場合によってはそうした機関投資家が投資を行った先の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。

⁶² Crotty *op.cit.* pp.8-13.

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、それらは、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、金融権力を行使することで、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を通じて、一握りの大手金融機関にますます多くの資金と人材が集中するようになり、金融権力を発揮するベースもより強化された。新奇性と専門性の高いモダン・ファイナンスにおいては、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競争条件は、「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⁶³。まず利益の私物化は、大手金融機関が、自らの利益追求、特にリスクテイクに邪魔になる諸規制に対して、徹底してその緩和・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、1993年の商品先物取引委員会による勧告や、上述の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。新たに設置される清算機関においても、そこで行われる取引に関する重要事項を決定する委員会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⁶⁴。レバレッジ規制については、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、証券取引委員会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。これらの実現の背景にはいずれも、大手金融機関と利害関係を持つ政治家、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⁶⁵。

次に損失の社会は、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、それを公的資金の導入も含む社会全体で負担してもらえる特別な地位を獲得することである。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も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、主要規制当局や公的主体が、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。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。その結果、GLB法を中

⁶³ 米国の経済学者スティグリッツの言葉である。

⁶⁴ Story (2010).

⁶⁵ Johnson and Kwak *op.cit.* pp.88-119.

心に、要求のほとんどが実現されることになった⁹⁹。

③情報面での優位性

第三に、大手金融機関は、モダン・ファイナンスできわめて重要な役割を果たす情報の側面で、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することで、巨額の利益を獲得できた。

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、特にモダン・ファイナンスの展開に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として、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てつなが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⁹⁹。大手金融機関はそれを利用し、市場が好調な時には、あらゆる部門で自らの短期利益目的で自己勘定取引を行い、低い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⁹⁹。また、モダン・ファイナンスは、その専門性と複雑性により、他の金融取引よりも不透明性、情報の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⁹⁹。たとえば、CDSなどOTCデリバティブは、相対で取引条件が

⁹⁹ *Ibid.*

⁹⁹ 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いう。

⁹⁹ Haldane et al. *op.cit.* p.101.

⁹⁹ 情報の非対称性の利用は仕組み金融商品に関連するビジネスで最も顕著に現れる。たとえば、CDOは、それを購入する機関投資家もそれを規制する規制当局もその内容をほとんど理解していなかったし、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。仕組み金融商品の市場では、情報公開義務もなく規模の割に参加者も限定されているため、大量の投資家を前提とした株式市場などとは異なり、価格を引き下げる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、実際に非常に高い価格に設定された。そのうえで、暴落必至の商品でも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言葉巧みに売りつけられた (Crotty (2009) pp.42-45, Acharya and Richardson (2009) p.13.)。一方、一部の大手金融機関はそうした商品のCDSを大量に購入することで実質的な空売りも行っていた (東江訳、前掲書)。そうした行為は、取引参加者が増大し、その市場が構築されていくと難しくなっていくため、投資銀行を中心とする大手金融機関は、次々とより複雑で流動性の低い新しい仕組み金融商品を生み出し、情報の非対称性に基づくレントの維持にまい進した (Crotty (2007) pp.30-32)。金融コングロマリット化とモダン・ファイナンス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)」ともいう。

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の価格も公表されないため、透明性を完全に欠く。しかもそのディーリングを行う機関は、上述のように大手金融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すことで、巨額の利益を取得できた⁴⁰⁰。

次に、大手金融機関は、不透明性が高いモダン・ファイナンスを積極的に活用して、情報の隠ぺいも行った。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作り上げられたものであった⁴⁰¹。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、それが金融危機に果たした役割は小さいと主張した⁴⁰²。

④リスクテイク手法の優位性

最後に、大手金融機関はモダン・ファイナンスを利用した積極的リスクテイクを行う上で、様々な独自の手法を利用できた。上述のように、モダン・ファイナンスの主要な取引対象は仕組み金融商品やOTCデリバティブなどであり、これらのプロセスにおける金融機関の主な役割は、バランスシート上に引き受けたリスクを、新たな金融商品に再構築したうえで投資家に販売することで、リスクを広く分配することである。このビジネスモデルは「組成・分配」(Originate-To-Distribute:OTD)モデルと呼ばれており、ここでは金融機関はリスクの仲介によって手数料収入を得る一方、自らリスクを負担することは原則として想定されない。しかし今次の危機が明らかにしたように、現実には大手金融機関の多くは、そうしたビジネスモデルの想定を無視し、リスクを他の投資家に分配することを必ずしも選択しなかった。2000年代に入って大手金融機関が、金融市場の持続的好調さと、自らの資金規模と金融技術による適切なリスク管理能力を過信する

⁴⁰⁰ Story *op.cit.*

⁴⁰¹ Blackburn *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。

⁴⁰² Crotty et al. *op.cit.* p.4.

ようになるにつれ、OTDモデルは、投資家へのリスクの分配よりも、自己資本比率の引き下げと積極的リスクテイクのために利用されるようになった⁶³。

大手金融機関が、OTDモデルの下で一度切り離れたリスクを再び取得する独自手法として、主に二つの経路が用いられた。第一は、オフバランスの投資ビークルを設立することである。これらは「コンデュイット」とも呼ばれ、仕組み投資ビークル (Structured Investment Vehicle:SIV) もその一種である。SIVは大手商業銀行を中心に積極的に設立され、証券化商品、デリバティブ商品、仕組み金融商品のオフバランスでの購入に活用された。大手商業銀行はそうしたSIVを経由すれば、表向きは別会社の扱いになるため、所要資本維持の必要性がなくなった。またSIVは仕組み金融商品のような長期の負債性証券の購入の資金源として、資産担保コマーシャルペーパー (Asset-Backed Commercial Paper:ABCP) を発行して短期負債を行った。ABCPは、金融債権を担保に投資ビークルなどが発行する短期社債であるが、商業銀行はABCPの買い手に対する保証も提供した⁶⁴。

第二は、自ら組成したCDOのような仕組み金融商品のうち、格付け機関によって最上位格付けを得られたCDO (シニアトランシェ) と、非常に低い格付けしか得られなかったCDO (エクイティ) の両方へ、自らの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することである。高格付けCDOは、利回りは相対的に低いが国債などその他の高格付け債券よりはかなり高い。高格付けにより金融機関がそれらを保有した際の所要資本も非常に少なく済んだ。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に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、高格付けの新しい仕組み金融商品 (二次、三次の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、大手金融機関により実行された⁶⁵。

こうした大手金融機関による積極的なリスクテイクと切り離せない重要な要素が、高レバレッジとリスクの過小評価であり、ここでも大手金融機関独自の手法が働いた。まず高レバレッジであるが、レバレッジを利用した取引では利ザヤが薄くても大量の取引を行えば、巨額の利益につなげることができるため、大手金融機関は自己資金を用いた投資の際には何倍ものレバレッジをかけて投資資金を膨らませるのが一般的である。高レバレッジは銀行の株主資本利益率を高めることもあり、2000年代に大手金融機関のレバレッジ上昇圧力は非常に高まり、危機発生前の時点

⁶³ Acharya and Richardson *op.cit.* pp10-15, Fligstein and Goldstein *op.cit.* pp.17-30.

⁶⁴ *Ibid.*

⁶⁵ Haldane et al. *op.cit.* pp.101-102.

で20倍以上のレバレッジをかけている金融機関も存在した⁴⁶⁾。この時期に、レバレッジを高めるために大手金融機関が利用した負債手段の代表が上述のABCPとレポ (repo) である。レポとは、買い戻し条件、売り戻し条件を付けて実施される証券取引のことで、買い戻し条件を付けたレポは、証券保有者にとって、証券を担保にした短期借入と同じ効果を持つ。レポを行えば、短期資金の調達だけでなく、自己資本比率規制や準備預金といったバランスシート規制を回避することも可能になる。大手金融機関やその関連ヘッジファンド、投資ピークルなどは、保有資産を担保に、主に巨額の現金を保有する機関投資家や金融機関を対象に、ABCPの発行やレポを行い、大量の短期負債資金を取得して仕組み金融商品などの長期負債商品に投資を行った。また、そうして取得した商品を担保に再び短期負債を拡大させ、さらに巨額の投資を行った。この繰り返しにより、大手金融機関は巨額の利ざやを獲得したが、同時にレバレッジも極限まで高まった⁴⁷⁾。

次にリスクの過小評価であるが、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、高度なリスク管理能力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、もっとも知られるものがバリュー・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ために用いられ、特定の統計上の信頼水準のもとでの、一定期間における、金融資産と負債のポートフォリオ価値の最大損失可能性を積算する。一方で、多くの研究者が指摘するようにVaRには重要な欠陥があり、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と、資産価格の相関の調査が金融危機において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。そうした欠陥が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の促進要因となった⁴⁸⁾。

結び

以上、2000年代の米国における金融機関収益の急拡大の背景にモダン・ファイナンスの展開があり、その収益の大部分は一握りの大手金融機関による、自らの特別な地位を前提とした、モダン・ファイナンスの特性 (複雑性、専門性、新奇性、情報の非対称性の高さなど) とその戦略的利用を通じた過度のリスクテイクによって生み出されていたことが明らかになった。一方で、そうした巨額の利益は、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。そしてなにより、社会的意義や公正性などの観点から、それらは

⁴⁶⁾ *Ibid.* pp.98-100.

⁴⁷⁾ D'arista and Epstein (2010) pp.14-15.

⁴⁸⁾ Crotty (2007) pp.22-24.

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、实体经济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⁴⁹。そしてそこでは、資金面と情報面で圧倒的優位に立ち、ゲームのルールを自らに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。これは限りなくいかさま賭博に近い。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、その成立過程で再び大手金融機関の金融権力が発動されたことで、そうした根本的な矛盾にはほとんど手がつけられなかった。現在、大手金融機関によるモダン・ファイナンスを利用したリスクテイクは、重大な矛盾を抱えたまま再開されている。

最後に、本稿で分析対象としなかった重要な問題として、同時期に大手金融機関が取得した巨額の利益がどのように分配されたのか、という点がある。つまり、株主の配当として支払われたのか、従業員の給与として支払われたのか、経営陣のボーナスとして支払われたのか、システム投資など設備投資に使用されたのか、再び自己勘定取引の原資となったのか、内部留保として社内にとどまったのかなどである。こうした分配面の分析についても、本稿の分析と同様、強力なデータ上の制限が存在するが、その中でもある程度解明が進みつつある。それらによると、そのかなり大きな部分が、モダン・ファイナンスを主導した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たこと、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いたこと、そして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、まったく縮小していないことなどが明らかになっている⁵⁰。そうした利益の分配や報酬構造に関する分析の重要性を認識しつつ、紙幅の関係で稿を改めることにする。

⁴⁹ Lapavitsas and Levina (2011).

⁵⁰ Crotty (2009), Tomaskovic-Devey and Lin (2011).

参考文献

- 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」『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。
- 「経済の金融化の部門別再整理と新たな分析視角」『静岡大学経済研究』18巻2号，2013年。
- 掛下達郎「金融機関の収益構造は変化したのか？— 一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。
- Acharya, V. and M. Richardson (2009), Cause of the Financial Crisis, *Critical Review*, Vol.21(2).
- Bank for International Settlements(BIS) (2013), *Statistical Release: OTC Derivatives Statistics at end-December 2012* (http://www.bis.org/publ/otc_hy1305.pdf).
- Bartlett, C. (eds.) (2012), *2012 Fact Book*, NY, USA: Securities Industry and Financial Markets Association.
- Blackburn, R. (2006), Finance and the Fourth Dimension, *New Left Review*, 39, May-Jun 2006.
- Crotty, J. (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.
- (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.
- , 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 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.
- 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 .
- Epstein, G. 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.
- 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.
- 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 (2012), The Growth of Modern Finance,
(http://www.people.hbs.edu/dscharfstein/Growth_of_Modern_Finance.pdf)
- 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.
- Johnson, S. and J. Kwak (2010), *13 Bankers; The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, NY, USA: Pantheon Books (村井章子訳『国家対巨大銀行』ダイヤモンド社, 2011年).
- Lapavitsas, C. 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.
- Lewis, M. (2010), *The Big Short: Inside the Doomsday Machine*, NY, USA: W. W. Norton & Company (東江一紀訳『世紀の空売り』文藝春秋, 2010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.
- 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>)
- Sorkin, A. (eds) (2007), The Biggest Hedge Fund ? Investment Banks, *The New York Times, Deal Book*, May 24, 2007.
- Story, L. (2010), A Secretive Banking Elite Rules Trading in Derivatives, *The New York Times*, December 11, 2010.
- Tomaskovic-Devey, D. and K. Lin (2011), Income Dynamics, Economic Rents and the Financialization of the US Economy, *American Sociological Review*. Vol.76:pp.539-559.
- 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.

Wilmarth, A. (2009), The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origin of the Subprime Financial Crisis, Connecticut Law Review, Vol.41, No.4.