

審査の結果の要旨

論文題目 戦後アメリカ金融システムの資金運用者化と金融危機

氏名 横川太郎

本論文は、「資本主義経済の資金運用者化」の観点から 1990 年代以降のアメリカ金融仲介システムを解明し、機関投資家と資金運用者がサブプライム金融危機にどう関係していたのか明らかにすることを課題としている。

本論文の構成は以下の通りである。

はじめに

- 第 1 章 戦後アメリカの金融構造の変化と機関化を巡る議論
- 第 2 章 ニューディール改革, 戦時経済と戦後アメリカの経済構造
- 第 3 章 「株式市場の機関化」の進展と資金運用者化
- 第 4 章 アメリカにおける証券化の深化と投機化
- 第 5 章 Originate-to-Distribute Model の形成と金融市場の機関化
- 第 6 章 資本主義経済の資金運用者化とサブプライム金融危機

まず、本論文の構成に従って内容の要旨を示しておこう。

第 1 章では、戦後アメリカ金融システムの構造変化と機関化をめぐる議論が検討され、本論文の課題が設定される。構造変化は次の 3 点にまとめられている。①金融部門の資産の預金金融機関から機関投資家へのシフト、②家計部門の負債の大幅な増大、③証券化や機関投資家による投資の拡大による金融の重層化の進展。その上で、機関化をめぐる 2 つの議論、すなわち「機関投資家資本主義」と「受託者資本主義」が検討され、前者が高く評価される。しかし、これらの議論には、1980 年代以降の証券化の進展やそれに伴う経済構造の変化などに関する観点が欠けているので、ハイマン・ミンスキーの「資金運用者資本主義」の視点を組み込むことの必要性が指摘される。ただし、ミンスキーの議論はアイデアの段階にとどまっている。そこで、「資金運用者資本主義」の観点を組み込んで 1990 年代以降のアメリカの金融システムの構造変化を解明し、資金運用者化がサブプライム金融危機にどう関係していたのかを明らかにすることが必要となる。これが本論文の課題として設定される。

第 2 章では、ニューディール改革、戦時経済と戦後アメリカの経済構造が次のように特徴付けられる。①ニューディール改革による業際規制と証券規制、戦中、戦後を通じた企業の自己金融化の結果、投資銀行・商業銀行に対する企業経営者の独立性が高まり、投資銀行の支配力も後退し、株式所有の分散化が進んだ。②その結果、企業経営者は株主の圧力

から開放され、企業は市場支配力を慎重に行使し、その恩恵を労働者と共有したので賃金は上昇した。③その下で、少額貯蓄者(small savers)が形成され、3章でみる社会保障の拡充と合わせて機関投資家に継続的な資金流入が引き起こされるようになった。

第3章では、まず、本論文のキーワードである「機関投資化」と「資金運用者」の定義が行われ、続いて、戦後アメリカ金融構造の変化が次の2点にまとめられている。①「株式保有の機関化」の進展、②「株式流通市場の機関化」の進展。この議論を踏まえて、最後に、ニューディール型銀行システムの終焉が導き出される。「金融市場の機関化」の進展で商業銀行の競争上の優位が薄れ、銀行の収益性が低下し、投機的な貸出で補おうとする試みが1980年代の銀行危機を引き起こしたというのが終焉を説明する論理である。そして、銀行危機の結果、91年法(FDICA)が制定され、ニューディール型からOTD(Originate to Distribute)型への転換が図られたと論じる。

第4章では、戦後アメリカ金融の証券化の深化が論じられている。前半では、政府関連企業体(GSE)による住宅モーゲージ証券化導入の背景と仕組みが解明される。背景としては、預金金利上限規制とインフレ高進により、S&Lが「期間構造のミスマッチ」問題に直面していたことが指摘される。後半では、1990年代以降の証券化商品発行急増の特徴として、次の3つが析出される。①2003年以降の民間MBS発行急増。②ホーム・エクイティ・ローン(HEL)の証券化の急速な拡大。③2003年以降のCDOとりわけStructured Finance CDOの急速な増加。これら3つの特徴に共通する要素として、リスクのある資産(債務)の証券化が増大したことが指摘される。

第5章では、1990年代以降のアメリカで形成されたOTDモデルについて、「金融市場の機関化」という視点から実態の解明が行われている。OTDモデルを、通説のように商業銀行の視点から論じると次のようになる。銀行は自己資本比率規制を逃れるために、原債権の信用リスクを直接保持し続けない構造を作り出す。その構造がOTDモデルである。だが、「金融市場の機関化」という視点からOTDモデルを観察してみると異なる側面が見えてくる。OTDモデルには、流動性と安全性が高い金融資産の供給、担保資産の供給が必要であり、それを可能にするものが、カスタディアン銀行のセキュリティ・レンディング、投資銀行のプライム・ブローカー業務、商業銀行のオフバランス事業体の存在であった。その下で、資金運用者としてヘッジファンド、投資銀行、マネーセンターバンクが短期利益最大化のための投資活動を行っており、その活動の背後には、金融資産の需要者であると同時に担保資産の供給者でもある機関投資家の存在があった。OTDモデルは「金融市場の機関化」を前提として構築されており、機関投資家の存在がなければ機能しないということが明らかにされた。

第6章では、「資本主義経済の資金運用者化」とサブプライム金融危機との関連が論じられる。「資本主義経済の資金運用者化」は、金融的なブームとその破綻により直接的に家計部門を巻き込むようになった。ブーム期には資金運用者の短期利益最大化行動により資産が大きく増大する。証券化の深化・拡大により家計部門の負債が証券化され、OTDモデ

ルを支える金融資産の裏付けや担保として利用されることから原債権市場に資金が流入し、負債による消費拡大が促進された。しかし、金融危機が起こると資産価格が急落し实体经济が悪化し所得が減少する中で、家計部門は累積した負債の支払い負担に苦しむことになる。このように、「資本主義経済の資金運用者化」は、資本主義経済全体を大きく変貌させた結論づけている。

本論文の貢献は以下の点にある。

第1に、ミンスキーが提起した Money-Manager Capitalism への制度進化という仮説を、アメリカ金融市場の構造変化の分析を通じて詳細に検証し、実証したことが本論文の最大の貢献である。ミンスキーは Managerial Capitalism から Money-Manager Capitalism への進化という仮説を提起したが、詳しい分析を行わないまま 1996 年に没した。その後、内外のポスト・ケインジアンによって Money-Manager Capitalism とサブプライム金融危機の関連は論じられることがあったが、戦後アメリカ金融構造の変化という文脈の中で Money-Manager Capitalism の生成を包括的に解明するということは行われてこなかった。この分野で本論文はパイオニアワークとして今後、参照される業績となるであろう。

第2に、「金融市場の機関化」という観点から見ることによって、OTD モデルとサブプライム金融危機の分析に新しい光を当てたことは高く評価できる。従来の議論では、OTD モデルの形成は銀行の視点から説かれることが多かった。銀行は自己資本比率規制に対処するため、住宅モーゲージ債権を証券化してオフバランス化するという議論である。こうした通説に対して、「機関投資家」の視点を導入することによって OTD モデルの異なる側面を解明することに成功している。それは、流動的な金融資産の需要者であると同時に、担保となる金融資産の貸し手としての「機関投資家」の積極的な役割の抽出である。「資金運用者」によって短期利益を追求するようになった「機関投資家」が ABCP の発行増大を求め、そのことがサブプライム住宅抵当債権の証券化の原動力の 1 つとなったという議論が提起されたのである。この議論によって、OTD モデルでは、銀行、投資銀行、その他さまざまな機関投資家がそれぞれ異なる役割を果たしていたことが明らかとなった。

第3に、「資本主義経済の資金運用者化」という視点を導入することによって、様々な金融機関の中で活動する資金運用者の能動的な役割が明確になったことも高く評価できる。資金運用者の報酬体系が短期利益を追求するインセンティブを生み出す構造を持っており、そのことが資金運用者のリスク志向を高め、サブプライム金融危機の原動力となったことが明確になったのである。

このような成果の反面、本論文にはいくつかの問題点が存在することも指摘しておかなければならない。

第1に、ミンスキーの制度進化論はミンスキー理論の中でどのように位置づけることができるのか。ミンスキーの Money-Manager Capitalism への制度進化の議論は、既存の段階論、たとえば SSA (Social Structure of Accumulation : 蓄積の社会的構造) 理論との関連でどのように評価できるのか。こうした、理論的、方法論的考察が欠けている。「資本主義

の資金運用者化」という議論を現代資本主義論として掘り下げることができていれば、より優れた論文となっていたであろう。

第2に、ポスト・ケインジアンであるミンスキーの議論に依拠しているにもかかわらず、金融仲介の議論に終始し、内生的貨幣供給、信用創造の観点からの議論がなされていない。住宅抵当貸付が行われた際に信用創造が行なわれ、創り出された預金通貨が預金通貨類似商品に転換されるということは十分考えられる。そうであるとすれば、機関投資家が運用する資金の一部は信用創造の結果として生み出されたものであると考えることができる。そうなると、OTDモデルは金融仲介の重層化という観点からだけでは理解できないということになる。金融仲介と信用創造との関連という議論の掘り下げが行われていたならば、より優れた論考となっていたと思われる。

第3に、本論文には、オフショア市場、変動相場制、基軸通貨ドル、などの国際金融に関する考察が欠けている。サブプライム金融危機において重要な役割を果たしたと思われるヨーロッパ系銀行のドル・ドル取引については、考察の対象にするべきであったと思われる。

しかし、このような問題点があるとはいえ、本論文に示された有力な仮説を具体的な歴史的事実の分析を通じて検証する研究の優れた成果は、著者が自立した研究者として研究を継続し、その成果を通じて学界に貢献しうる能力を持っていることを明らかにしている。したがって、審査委員会は全員一致で、本論文の著者が博士（経済学）の学位を授与されるに値するとの結論を得た。

2015年1月

審査委員 柴田徳太郎（主査） 小幡道昭 丸山真人
竹野内真樹 佐藤良一