

## 第1章 証券市場の歴史

1. 証券市場の形成期——19世紀前半まで ウォール街の名称が、1653年に設けられた堀（ウォール）に由来するものであることは良く知られているが、18世紀初頭には商人がこの街に移り住み、貿易業や問屋などを営むようになった。独立戦争の頃には、コーヒー・ハウスにおいて新連邦政府の債券を対象とした投機が行われた。この頃の立会いは定期的に行われていた訳ではないが、大体1日2回開かれた。1792年には競売ブローカーが集まって、競売の立会いを定期的に行うことを取り決め、銘柄別に売値、買値、出来高を載せた新聞も現れた。この頃には、建物が手狭になったため、晴れた日には戸外で立会いが行われ、雨が降り出すと室内に移動した。この年の5月に、指導的立場にあったブローカーが、過当競争を避けるとともに、目に余るほどのさばり始めた競売人に対して連合するため、協定を結び組合を結成する。これが「すずかけの木の協定」として知られるものであり、1975年5月1日に委託手数料が自由化されるまで、固定手数料制の根拠となった。同時に、ブローカーはトンティン・コーヒー・ハウスを建て、そこで取引を始めた。取引されたのは、連邦債の他には、特許をえた銀行、保険会社の株式がほとんどであった。一般産業については、連邦レベルで有限責任制が認められる1850年までは、額面の一部払込みで追徴の可能性があるため、活発に取引されることはなかった。

1817年には、ニューヨークの28人のブローカーが、トンティン・コーヒー・ハウスをつくりかえる形で取引会所を設立した。これが現在のニューヨーク証券取引所の前身である。1818年には、連邦債、州債の他に、銀行と保険会社を中心に29銘柄が上場されていた。当時は、取引が活発なのは大量の新規証券が発行される時期に限られていたようである。証券ブローカーといっても、商人、銀行や保険会社の重役などが副業として行っており、1820～30年代に専業のブローカーが存在したという記録はない。1820年代には、運河建設ブームが起き、イギリスを中心としてヨーロッパから多数の運河株への投資が行われた。しかし、この頃は未だ証券取引についての規制はなく、ずさんな計画のまま、投機の対象となることも少なくなかった。37年恐慌とともに、ブームは終わり、証券市場は低迷した。

イブニング・ポスト紙, 1801年11月16日号にのった広告

| 国 債   |                           |
|---|---------------------------|
| 6分利付借替国債                                    | 98 $\frac{3}{4}$ %        |
| 3分利付 〃                                      | 56 $\frac{1}{2}$ - 57 %   |
| 8分利付国債                                      | 112 $\frac{1}{2}$ %       |
| 6分利付海軍公債                                    | 額面どおり                     |
| 銀行株   |                           |
| United States Bank                          | 143 - 143 $\frac{1}{2}$ % |
| New York (配当落)                              | 131 $\frac{1}{2}$ %       |
| Manhattan                                   | 132 %                     |
| 保険会社株                                       |                           |
| New York Insurance Co.                      | 128 %                     |
| Columbian Insurance Co.                     | 137 - 138 %               |
| United Insurance Co.                        | 118 - 119 %               |
| 外国為替 (一覽後60日)                               |                           |
| on London                                   | 100 - 101 %               |
| on Hamburg                                  | 36 - 38セント (1マルク当たり)      |
| on Amsterdam                                | 40セント (1ギルダー当たり)          |
| E. ベンジャミン, 証券ブローカー                          |                           |
| 11月14日                      ウォール・ストリートNo.50 |                           |

〔出所〕 Pratt, S. S. [1921], *The Work of Wall Street*, pp. 6-7.

市場性のある株式・債券の種類と既発行高 (1856年)

| 種 類         | 銘柄数   | 発行高 (ドル)      |
|-------------|-------|---------------|
| 合 衆 国 公 債   | 1     | 30,737,000    |
| 州 債         | 31    | 190,718,000   |
| 市 債         | 113   | 79,352,000    |
| 郡 債         | 347   | 13,928,000    |
| 鉄 道 債       | 360   | 363,137,000   |
| 鉄 道 株       | 360   | 433,286,000   |
| 銀 行 株       | 985   | 266,724,000   |
| 保 險 会 社 株   | 75    | 12,829,000    |
| 運 河 社 債     | 16    | 22,130,000    |
| 運 河 株       | 16    | 25,888,000    |
| そ の 他 の 株 式 | 15    | 16,425,000    |
| そ の 他 の 社 債 | 15    | 2,358,000     |
| 合 計         | 2,334 | 1,457,512,000 |

〔出所〕 Hedges, J. E. [1938], *Commercial Banking and the Stock Market before 1863*, p. 37.

## 2. 鉄道証券と工業株市場の形成——19世紀後半から第1次世界大戦まで

1850年代末までには、電信の実用化という技術革新によって、ウォール街はアメリカ中の主要都市と結びつけられ、金融中心地として確固たる地位を築いていた。この頃には、鉄道建設ブームを受けて、鉄道株や債券の発行が増加する。また、南北戦争時に大量の国債が発行され、ジェイ・クックはシンジケートを組織し、その販売員は北部諸州の町や村にまで出向き、証券の大量販売に成功する。同商会はJP モルガンの時代に至るまで最も有力な投資銀行であり、この販売手法はその後の大規模な鉄道建設資金の調達に応用されるのである。

鉄道建設は開拓と、それによる輸送量の拡大を当て込んだものが多く、しかも競合する路線が建設され、路線間で運賃の値下げ競争が繰り返された。このため、ブームと破綻が繰り返され、その過程でフィスク、グールド、バンダービルドなどの投機家が鉄道証券の買い占めや価格操作で活躍した。他方、モルガンやクーン・ローブ商会に代表される投資銀行は、鉄道証券の重要な投資家であったヨーロッパ、とりわけイギリスとの関係に支えられ、国内の有力銀行や生命保険会社などの金融機関との関係を強化して、鉄道金融に介入した。1873、84、93年の恐慌に際して、多くの鉄道会社が破産したが、投資銀行はその後の整理、再編の過程を取り仕切り、自己の支配下に組み込んでいった。

19世紀末までの証券市場は鉄道証券が取引の中心であり、商工業企業の証券は比重が小さかった。しかし、1880年頃からトラストや持株会社形式を利用した集中、合併の動きが強まり、スタンダード石油やUS スチールなどの巨大独占企業が誕生する。これらの大企業を中心に、第1次世界大戦前までに上場株式総額でも工業株が4分の1以上を占めるようになる。

投資銀行は、合併の結果生まれる新会社の証券発行業務を担当することで影響力を強め、多くの巨大企業を支配下におくようになった。モーガン、クーン・ローブなどの投資銀行は大手商業銀行や生命保険などと結びつき、主要鉄道会社と巨大企業を支配し、金融寡頭体制を築き上げたのであった。

同時に、独占や金融寡頭支配への批判も強まり、議会のブジョー委員会による調査や、州レベルでの証券の不正取引に対する規制を求める動きが強まった（ブルー・スカイ法の制定）。

鉄道証券の発行高

(金額単位 100万ドル)

|       | 鉄道マイル数     | 鉄道証券発行額残高 |         |         | 国債発行  |
|-------|------------|-----------|---------|---------|-------|
|       | (1,000マイル) | 総額        | 株式      | 社債      | 残高    |
| 1840年 | 3          |           |         |         | 4     |
| 1850  | 9          | 318       |         |         | 63    |
| 1860  | 31         | 1,149     |         |         | 65    |
| 1870  | 53         | 2,477     |         |         | 2,436 |
| 1880  | 93         | 5,402     | 2,709   | 2,531   | 2,091 |
| 1890  | 167        | 10,123    | 4,640   | 5,106   | 1,122 |
| 1900  | ※ 193      | ※11,491   | ※ 5,845 | ※ 5,646 | 1,263 |
| 1910  | ※ 240      | ※18,417   | ※ 8,114 | ※10,304 | 1,145 |

※ 統計の出所が異なるので、前の時期と厳密には比較できない

[出所] *Historical Statistics of the U.S.*

ニューヨーク証券取引所の上場株式および社債 (1911年)

|   |   | 上場総額 (ドル)      | 構成比 (%) |
|---|---|----------------|---------|
| 株 | 式 |                |         |
| 鉄 | 道 | 5,968,836,650  | 51.2    |
| 工 | 業 | 3,341,039,750  | 28.6    |
| 電 | 電 | 548,916,200    | 4.8     |
| 信 | 話 | 468,980,600    | 4.0     |
| 電 | 業 | 467,062,650    | 4.0     |
| 鋳 | 鉄 | 256,198,000    | 2.2     |
| ガ | 電 | 143,520,300    | 1.2     |
| ス | 気 | 115,570,000    | 0.9     |
| 炭 | 鋼 | 63,967,300     | 0.5     |
| 石 | 株 | 6,500,000      | 0.1     |
| 銀 | 株 | 294,023,900    | 2.5     |
| 運 | 他 | 11,674,615,350 | 100.0   |
| 信 |   |                |         |
| そ |   |                |         |
| の |   |                |         |
| 計 |   |                |         |
| 公 | 債 |                |         |
| 社 | 道 | 7,539,408,100  | 59.4    |
| 鉄 | 国 | 1,879,359,000  | 14.7    |
| 外 | 債 | 897,890,530    | 7.0     |
| 合 | 業 | 679,480,350    | 5.4     |
| 工 | 鉄 | 511,283,000    | 4.0     |
| 電 | 電 | 449,917,500    | 3.5     |
| ユ | 話 | 246,497,500    | 1.9     |
| ー | 気 | 241,138,000    | 1.9     |
| ヨ | 電 | 121,711,693    | 1.0     |
| ク | 府 | 103,545,300    | 0.8     |
| 州 | 鉄 | 20,055,000     | 0.2     |
| 債 | 鋼 | -              | -       |
| 債 | 債 | 12,690,285,973 | 100.0   |
| 他 | 他 |                |         |
| の |   |                |         |
| 計 |   |                |         |
| 合 |   | 24,364,901,323 |         |
| 計 |   |                |         |

[出所] 加藤俊彦編 [1967], 『証券市場と金融機関』証券経済講座, 第3巻, 東洋経済新報社, 92頁。

**3. 投機的ブームの高揚と崩壊——1920年代** 第1次世界大戦を境に、アメリカは債権国に転じた（1914年には30億ドル超の債務超過であったが、17年には50億ドルの債権国になっていた）。この経済力を背景に、20年代は自動車、石油、電力などの産業が台頭し、奢侈品への需要の増加によって耐久消費財産業の成長が著しく、「永遠の繁栄」が謳歌される状況であった。

1917年から19年にかけて都合5回にわたる戦時国債が発行され、それまで証券投資の経験をもたない層を含む一般国民によって保有されたが、これが20年代の熱狂相場の底辺を支えることになった。国債発行による戦費調達はほとんど政府機関の手で推進され、国債の売買は金融機関を通して行われたために、大手の投資銀行の地盤が低下し、新規参入の証券会社が台頭するという現象をともなった。また、企業利益の増大は自己金融傾向を強め、外部資金調達のために投資銀行に依存する程度を弱めたので、この面からも投資銀行を中心とした金融トラストの影響力は減退した。もっとも、確かにウォール街に君臨し、一度ならず恐慌から救ったJPモルガンやジェーコブ・シフのような巨人の時代は過ぎてはいたが、インサル、スウェリンゲンなどの新興勢力、またリバモア、ジョセフ・ケネディのような相場師が活躍しており、多彩な役者には事欠かなかった。当時は、連邦レベルでの証券規制など存在していなかったから、相場操縦、虚偽・誇大広告など不正行為も多かった。各投資銀行には政財界の要人からなる優遇顧客リストがあり、値上りが確実な増資新株を優先的に割り当てるのが普通に行われていた。こうした行為は、道義的には問題があったが、決して違法ではなかったのである。

産業構造の変化を反映して、新規発行証券の構成は大きく変化した。鉄道の時代は終わり、自動車産業と、それに関連して石油、鉄鋼などの産業の急成長がとって代わった。また、電力など公益事業会社証券が最大の比重を占めるようになった。

21年から29年までの期間に、工業生産は2倍になり、国民総生産は約50%増加したのに対して、ダウ平均株価は4倍になった。1896年から1907年のブームの時は、株価と工業生産はともに2倍に増加した。20年代の熱狂相場が後半になるほど実体経済上の裏付けを欠いた投機的要素を強め、それだけ29年に始まる暴落過程を深刻化させることになったのである。

## 国民総生産，総資本形成，個人消費支出（1904～29年）

（単位 10億ドル）

|          | 国民総生産 | 総資本形成 | 個人消費支出   |
|----------|-------|-------|----------|
| 1904～13年 | 29.7  | 6.0   | 23.7（平均） |
| 1914～23  | 62.7  | 13.3  | 49.4（平均） |
| 1922     | 67.8  | 11.6  | 56.2     |
| 1923     | 79.7  | 16.7  | 63.0     |
| 1924     | 80.1  | 13.9  | 66.2     |
| 1925     | 84.2  | 17.5  | 66.7     |
| 1926     | 90.4  | 18.0  | 72.4     |
| 1927     | 88.9  | 17.0  | 71.9     |
| 1928     | 90.8  | 16.5  | 74.3     |

〔出所〕 Sobel, R. [1965], *The Big Board*; 邦訳『ウォール街二百年』東洋経済新報社, 1970年, 328頁。

## 四半期別ダウ平均（1921～29年）

|       | 第1四半期 | 第2四半期 | 第3四半期 | 第4四半期 |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1921年 | 75.2  | 74.3  | 68.3  | 75.0  |
| 1922  | 83.8  | 92.9  | 96.6  | 97.5  |
| 1923  | 101.0 | 96.2  | 90.2  | 91.0  |
| 1924  | 97.4  | 91.9  | 101.9 | 108.2 |
| 1925  | 120.8 | 124.7 | 138.4 | 153.0 |
| 1926  | 152.9 | 143.0 | 160.5 | 155.3 |
| 1927  | 157.6 | 167.2 | 184.8 | 192.5 |
| 1928  | 199.9 | 213.4 | 225.8 | 267.0 |
| 1929  | 308.4 | 312.0 | 354.8 |       |

〔出所〕 上表に同じ。

## アメリカにおける会社証券の新規発行額

（単位 100万ドル）

|            | 1921年   | 1922年   | 1923年   | 1924年   | 1925年   | 1926年   | 1927年   | 1928年   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 鉄道         | 352.7   | 523.8   | 464.5   | 779.6   | 380.3   | 346.0   | 505.7   | 364.1   |
| 公益企業       | 491.9   | 726.2   | 888.0   | 1,325.6 | 1,496.1 | 1,604.4 | 2,076.5 | 1,882.7 |
| 鉄鋼, 石炭, 銅業 | 84.8    | 184.9   | 291.9   | 197.9   | 133.1   | 193.2   | 100.5   | 215.2   |
| 機械         | 8.3     | 10.2    | 13.8    | 19.0    | 13.8    | 17.8    | 23.8    | 9.1     |
| 自動車および部品   | 25.7    | 48.4    | 66.8    | 29.5    | 186.1   | 131.4   | 94.7    | 66.8    |
| その他製造業     | 281.4   | 239.7   | 324.3   | 261.4   | 501.4   | 526.9   | 705.4   | 890.2   |
| 石油         | 291.5   | 151.1   | 194.8   | 167.1   | 168.4   | 262.7   | 317.3   | 216.2   |
| 土地, 建設業    | 53.2    | 161.9   | 250.9   | 333.4   | 715.5   | 709.5   | 630.4   | 716.3   |
| ゴム         | 86.5    | 19.8    | 1.7     | 2.0     | 64.8    | 43.2    | 12.7    | 55.9    |
| 海運         | 2.6     | 20.5    | 3.6     | 13.8    | 30.1    | 21.5    | 26.3    | 21.2    |
| その他        | 144.3   | 249.4   | 202.3   | 192.9   | 411.2   | 500.5   | 882.9   | 1,577.2 |
| 合計         | 1,823.0 | 2,335.7 | 2,702.5 | 3,322.3 | 4,100.7 | 4,357.0 | 5,376.1 | 6,014.8 |

〔出所〕 *Statistical Abstract of the U.S.*, 1928.

4. 低迷と改革——1930年代 1929年の株価暴落は、単なる証券恐慌に止まらなかった。景気は後退し続け、33年にはGNPは29年の3分の2の水準に落ち込み、その後一時的に29年の水準を回復したものの、41年までそれを下回った。30～33年の4年間に、約9,000行の銀行が倒産したが、これは全銀行数の3分の1を越える数であった。また、33年には失業者数は約1,300万人、4人に1人が失業している状態であった。アメリカの大不況は、対外資本投資の引上げによって国際的にも波及していった。これに対して、財政支出を中心とするニューディール政策が採られたが、景気は容易に回復しなかった。株価の下落も大きかった。ダウ平均株価は、32年の最安値は29年の高値の6分の1の水準であった。会社証券の発行は激減した。多くの証券業者が破産し、投資家も打撃をこうむった。32年以降、ニューディール政策の進展とともに、株価は下げ止まるが、30年代を通じて本格的に回復することはなく、取引高も少なかった。新規発行証券は激減し、発行される場合も低利借換を目的とした債券発行が多かった。

議会は32年にフェルディナンド・ペコラを顧問とする委員会を設置し、大規模な証券市場調査を開始した。以後約2年間に、ペコラ委員会は20年代のウォール街で行われた不正行為について徹底的に究明し、国民の尊敬的であった銀行家たちがいかに不当な利益をえていたかを暴露した。こうした調査活動によって証券市場改革の機運が高まり、今日の証券規制の枠組みを形作る一連の立法措置が採られるのである。

33年銀行法は預金者を保護するために連邦預金制度を創設するとともに、20年代に横行した不正行為の温床とみられた商業銀行の証券業務を全面的に禁止した（これを規定した4条文をグラス・スティーガル法と呼んでいる）。これによって、有力投資銀行は預金・貸付業務ができなくなり、銀行業か証券業のいずれかを専業とすることを選択せざるをえなくなった。

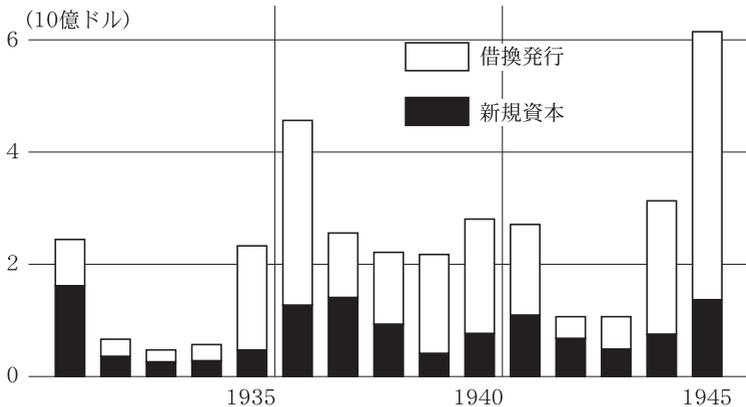
また、33年証券法、34年証券取引所法はいずれも徹底した情報開示を基本理念として、それぞれ証券発行時の情報開示、継続開示を義務づけた。後者は証券取引の監視機関として、証券取引委員会（Securities and Exchange Commission, SEC）を創設した。さらに、35年公益事業持株会社法、39年信託証券法、40年投資会社法、投資顧問法が制定された。

四半期別のダウ・ジョーンズ  
株価平均と生産指数の推移

| 四半期   |   | ダウ・ジョーンズ<br>株価平均 | 生産指数 |
|-------|---|------------------|------|
| 1929年 | 1 | 308.4            | 58   |
|       | 2 | 312.0            | 60   |
|       | 3 | 354.3            | 61   |
|       | 4 | 255.6            | 56   |
| 1930  | 1 | 267.1            | 54   |
|       | 2 | 265.1            | 51   |
|       | 3 | 227.9            | 47   |
|       | 4 | 184.0            | 44   |
| 1931  | 1 | 176.3            | 42   |
|       | 2 | 146.2            | 43   |
|       | 3 | 134.5            | 40   |
|       | 4 | 94.8             | 36   |
| 1932  | 1 | 79.5             | 34   |
|       | 2 | 54.2             | 30   |
|       | 3 | 61.0             | 29   |
|       | 4 | 62.1             | 32   |
| 1933  | 1 | 58.2             | 30   |

〔出所〕 Sobel, *op. cit.* ; 邦訳, 402頁。

会社証券発行高



〔出所〕 Federal Reserve System [1962], *Historical Chart Book*.

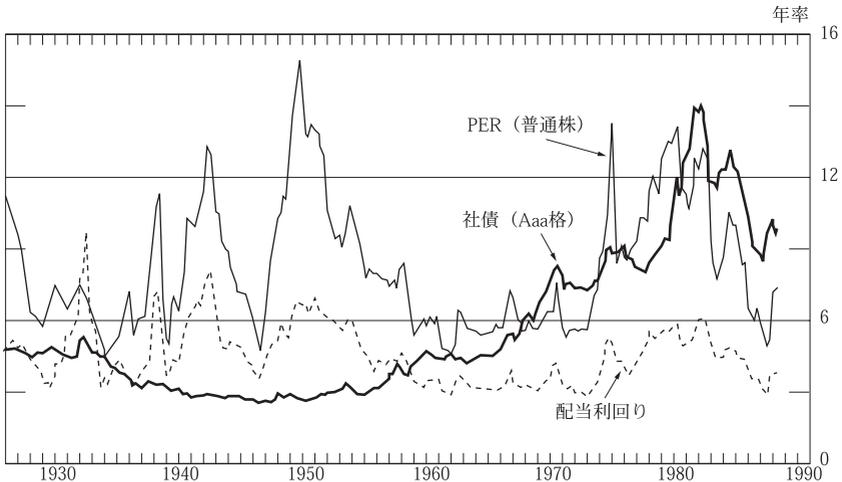
5. 利回り革命と機関投資家——1950年代 戦後アメリカの株式市場を特徴づけたのは、機関投資家の比重増大、いわゆる機関化現象である。この時期以降、生命保険、年金基金、投資信託、財団といった機関投資家の動向が株式市場に大きな影響を及ぼし始めるのである。

戦後、機関投資家が台頭してきた背景としては、次のようなことが考えられる。第1に、29年恐慌によって株式投資で手痛い打撃を被った投資家を中心として、株式への直接投資を忌避する雰囲気が強かったことである。第2に、企業年金の成長があげられる。GMは52年に普通株を大量に組み込んだ企業年金を創設したが、株価が上昇し始める時期と重なったために大成功を収め、その後、GMモデルを踏襲する企業が相次いだ。この時期から、企業年金が普及していくと同時に、株式への組入れ比率も高まった。第3に、優良企業を中心として自己金融傾向が強まり、配当性向が低く抑えられることによって、配当利回りが低下したことである。このため、個人投資家の直接投資は全体に占める比重としては低下することになる。

機関投資家は、50年代中頃から次第に株式の組入れ比率を高める。それは、49年のリセッションが比較的軽微に終わり、一部に危惧されていた29年恐慌の再来という予想が杞憂にすぎなかったこと、株価の上昇により株式投資のパフォーマンスが良好であったことによる。54年には、29年恐慌以前の株価のピークを越える水準を記録した。年金や生命保険などの機関投資家は継続的に資金が流入し、その払い戻しは数年、数十年先のことであるから、株価が上昇を続けていけば、あえて現在所得をうるために益出しを目的に短期売買を繰り返す必要はないのである。したがって、この時期の機関投資家の運用戦略もバイ・アンド・ホールド（買い持ち）が基本であり、継続的に買い進んでいくことになった。このような株式市場の需給構造を背景として、株価の上昇が続き、58年には株式（配当）利回りが公社債利回りを下回ってしまう。これを「利回り革命」(yield revolution)と呼んでいる。

理論的には、株式のリスクの方が公社債のそれよりも大きいから、前者の利回りが後者のそれを上回るはずであり、両者はこの時期まではそのような関係にあった。しかし、この関係が逆転したために、この時期を境に投資尺度としては利回りに代わってPER（株価収益率）が一般的になる。

投資利回り，PERの推移



〔出所〕 Rosen, L.R. [1965], *The McGraw-Hill Handbook of Interest, Yields, and Returns*, p.405.

所有主体別株式保有額・比率の推移

(単位 10億ドル (年度末, 時価))

|                             | 1955  |      | 1960  |      | 1965  |      | 1970  |      | 1975  |      | 1980    |      |
|-----------------------------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|------|---------|------|
|                             | 金額    | %    | 金額      | %    |
| 非保険型企業年金基金                  | 6.1   | 2.0  | 16.5  | 3.9  | 40.8  | 5.7  | 67.1  | 7.8  | 88.6  | 10.4 | 175.8   | 11.1 |
| オープン・エンド型投資会社               | 7.2   | 2.3  | 15.4  | 3.7  | 33.5  | 4.7  | 43.9  | 5.1  | 38.7  | 4.6  | 44.5    | 2.8  |
| その他の投資会社                    | 5.0   | 1.6  | 5.3   | 1.3  | 7.3   | 1.0  | 6.2   | 0.7  | 5.3   | 0.6  | 2.3     | 0.1  |
| 生命保険 <sup>1)</sup>          | 3.6   | 1.2  | 5.0   | 1.2  | 9.1   | 1.3  | 15.4  | 1.8  | 28.1  | 3.3  | 52.9    | 3.4  |
| 個人信託基金 <sup>2)</sup>        | 29.4  | 9.5  | 42.9  | 10.2 | 69.7  | 9.7  | 78.6  | 9.1  | 81.0  | 9.5  |         |      |
| コモン・トラスト・ファンド <sup>3)</sup> | 1.1   | 0.4  | 1.7   | 0.4  | 3.5   | 0.5  | 4.6   | 0.5  | 5.9   | 0.7  | 132.9   | 8.4  |
| 州・地方政府退職基金                  | 0.2   | 0.1  | 0.6   | 0.1  | 2.5   | 0.3  | 10.1  | 1.2  | 24.3  | 2.9  | 44.3    | 2.8  |
| 財                           | 11.5  | 3.7  | 13.5  | 3.2  | 19.5  | 2.7  | 22.0  | 2.6  | 22.7  | 2.7  | 32.9    | 2.1  |
| 小計                          | 73.5  | 23.7 | 113.6 | 27.0 | 206.9 | 28.9 | 271.6 | 31.6 | 322.0 | 37.9 | 532.5   | 33.8 |
| (-)投資会社株式保有額 <sup>4)</sup>  | 0.4   | 0.1  | 0.9   | 0.2  | 2.0   | 0.3  | 4.9   | 0.6  | 8.6   | 1.0  | 12.6    | 0.8  |
| 機関投資家合計                     | 73.0  | 23.6 | 112.7 | 26.8 | 204.9 | 28.6 | 266.8 | 31.0 | 313.4 | 36.9 | 519.9   | 33.0 |
| 外国投資家 <sup>4)</sup>         | 11.2  | 3.6  | 15.3  | 3.6  | 22.9  | 3.2  | 28.7  | 3.3  | 52.6  | 6.2  | 114.5   | 7.3  |
| その他国内投資家                    | 225.2 | 72.8 | 293.2 | 69.6 | 489.0 | 68.2 | 563.9 | 65.6 | 483.5 | 56.9 | 938.9   | 59.7 |
| 既発行株式残高 <sup>5)</sup>       | 309.5 | 100  | 421.2 | 100  | 716.7 | 100  | 859.4 | 100  | 849.5 | 100  | 1,573.3 | 100  |

(注) 1) 保険会社株式所有を除く。2) 1977年以降コモン・トラスト・ファンドを分離していない。3) マネー・マーケット・ファンドの機関所有を除く。4) 直接投資として所有する株式を含む。5) 普通株および優先株を含む。投資会社株式を除くが、アメリカ国内で発行された外国株式を含む。

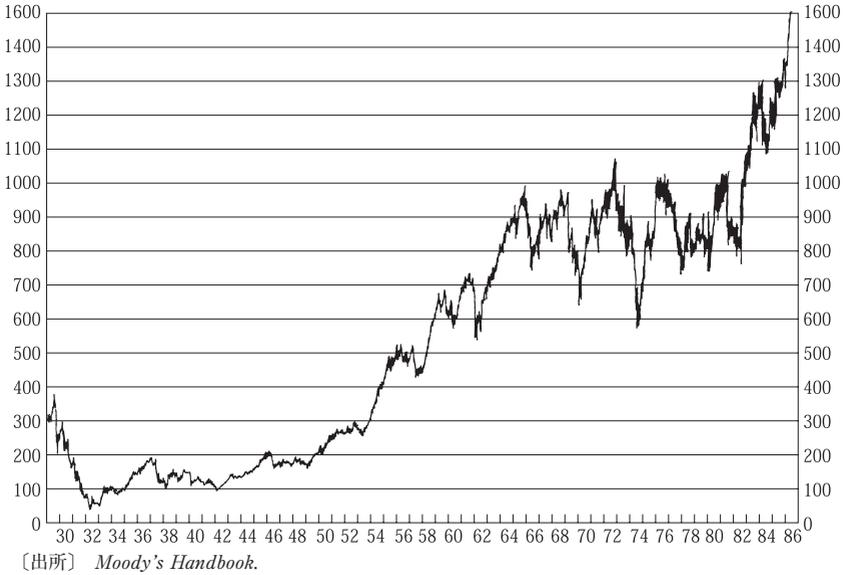
〔出所〕 SEC, *Statistical Bulletin*, July 1979.

SEC, *Monthly Statistical Review*, Aug. 1981, より作成。

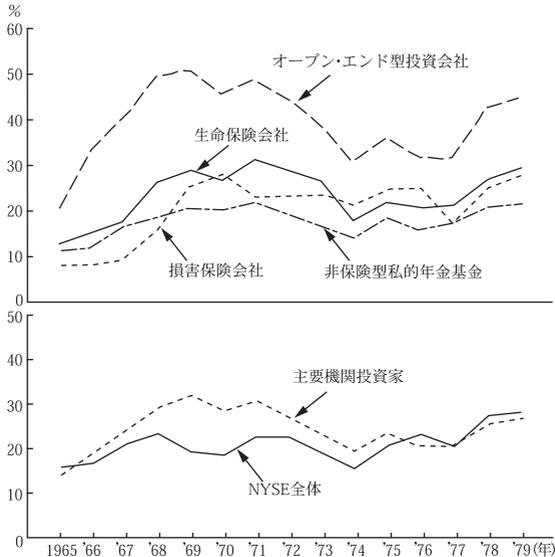
6. 「黄金の60年代」とミューチュアル・ファンド・ブーム 戦後初期のデフレの懸念が杞憂に終わったことから、ダウ指数は1953～56年に275から525まで91%の上昇を記録した。株価の上昇は市場全般に及んだため、銘柄選択よりもポートフォリオに占める株式のウェイトづけが投資戦略の課題であった。その後、57～58年にかけてリセッションを経験するが、軽微に止まったため、株価は再び上昇に転じた。しかし、大型優良株は期待されたほどの上昇を示さなかったために、コンスタントに高い利益成長を示す成長株が選別された。57年にはソ連がスプートニク1号の打ち上げに成功し、アメリカではハイテク分野での研究意欲が高まり、特に社名に「……トロン」や「……ニックス」とついた、いかにも技術が売り物の印象を与える銘柄が持てはやされた。

61年にJFケネディが大統領に就任すると、アメリカ経済の先行きにも強気の見方が広がり、優良成長株を中心に株価の上昇が続いた。ただし、この時期の特徴は、GMのようなブルー・チップ銘柄（大型優良株）は低位に放置されたまま、プロクター&ギャンブル、ゼネラル・フーズ、IBMなどの消費財、テクノロジー分野の銘柄に人気が集まったことである。62年のUSスチールの鉄鋼価格値上げ事件を契機に、株式市場は調整局面を経験するが、その後65年までほぼ一本調子の上昇局面を迎える。この相場をリードしたのは、優良な循環株と大量輸送時代を迎えて相次いで大型機を導入していた航空会社株である。60年代の強気相場をリードしたのは、ニュー・ブリード（新世代）と呼ばれた、聡明であると同時に、積極的、野心的であった若い新規参入者たちであった。中でも、ミューチュアル・ファンド（投資信託）の人气が強気相場を支える強力な基盤となった。この代表格は、ジャック・ドレイファスが始めたドレイファス・ファンド、エドワード・ジョンソンのフィデリティ・グループであった。当時、機関投資家の運用はアメリカを代表する優良銘柄を選び、それらを長期に保有するのが一般的であったが、これらの新世代はIBM、ゼロックス、ポラロイドなど、当時の新しい成長銘柄を積極的に組み込んでいった。しかし、大量の大衆資金が流入して優良成長株は底をついたために、60年代後半には、短期的な値上り益を目指して活発な売買を繰り返す「ゴー・ゴー・ファンド」または「パフォーマンス・ファンド」と呼ばれる投信による投機的な動きが強まった。

アメリカの株価（ダウ平均）の長期的変動



売買回転率の推移（NYSE）



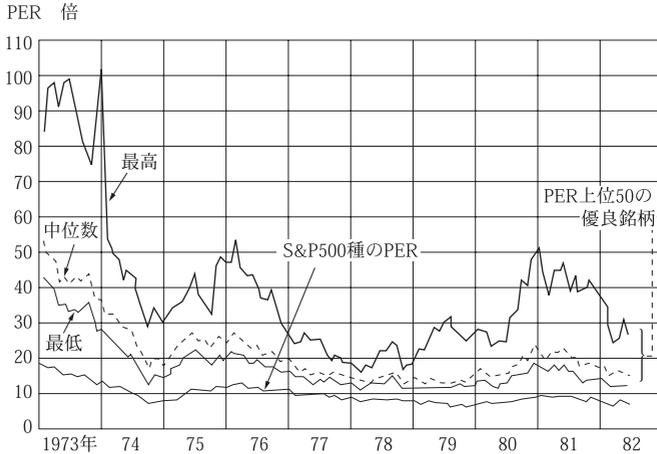
7. ニフティ・フィフティ銘柄への集中投資と二重相場——1960年代末から1970年代前半 国内的には高福祉を謳ったスペンディング政策，対外的にはベトナム戦争への泥沼化によって，アメリカ経済の成長に支えられた長期にわたる上昇相場も，インフレの高進，企業収益率の低下によって60年代末には終りをつける。69年から70年にかけての相場の下落局面では，ほとんどすべての投資信託がマイナスのパフォーマンスを記録したが，とりわけ成長株を中心に組み込んでいた「ゴー・ゴー・ファンド」の記録は最悪であった。これを契機に，60年代の相場をリードした投資信託ブームも終焉を迎えたのである。

この時期の投信が，積極的な回転売買によって相場をリードする華やかな存在だったというだけではなく，投資家全体のパフォーマンス志向を強める影響力をもったのは事実ではあるが，運用資金額からみれば企業年金の方がはるかに巨大であった。しかし，60年代中頃まではその多くが大手商業銀行の信託部に運用委託され，債券投資やごく一部の優良銘柄を購入して持ち続けるのが普通であった。ところが，その後の相場の過熱とインフレの進行は，運用利回りの低下，企業の負担増加から，こうしたおぎなりの保守的な運用を許さなくなった。企業の年金担当者の間からより積極的な運用による高いパフォーマンスを求める声が強まったのである。こうして，投資顧問会社や大手証券会社がこの魅力的な業務分野へ参入し始め，年金受託をめぐる競争が激しくなり，大手商業銀行も巻き込んだパフォーマンス競争が繰り広げられるのである。

この時期の大手投資銀行の年金ポートフォリオの特徴は，少数の銘柄への極端な集中投資である。これらの大手銀行が好んで組み入れた50銘柄はニフティ・フィフティ（素敵な50種）と呼ばれたが，その特徴はIBMやゼロックスに代表される優良成長株と，医療品，化粧品，外食産業などの非耐久消費財部門の成長株であった。

この結果，これら50銘柄のPERは70～100という極端に高い水準まで押し上げられる一方，GM，フォード，USスチール，ユニオン・カーバイドなど，アメリカを代表する重厚長大型を含む大多数の銘柄は低位に放置されることになった。この結果，後者の企業群の資本調達難が問題にされた。この二重相場（トゥ・ティア・マーケット）は73年秋の第4次中東戦争とオイル・ショックの勃発によって終焉を迎えるのである。

### 二重相場の推移



(資料) キター・ビーボディ。

〔出所〕 井手正介 [1986], 『アメリカのポートフォリオ革命』日本経済新聞社, 56頁。

### 二重相場の崩壊

|                         | 6/30/72 | 1/11/73 <sup>3)</sup> | 10/3/74 <sup>4)</sup> | 3/13/78 |         |         |         |
|-------------------------|---------|-----------------------|-----------------------|---------|---------|---------|---------|
| 1. 株価指数 <sup>1)</sup>   |         |                       |                       |         |         |         |         |
| 優良成長株グループ               | 155     | 196                   | 76                    | 91      |         |         |         |
| S & P 500種              | 116     | 130                   | 67                    | 96      |         |         |         |
| 2. 株価収益率(PER)の比較(倍)     |         |                       |                       |         |         |         |         |
| 優良成長株グループ(A)            | 42.9    | 48.0                  | 15.8                  | 12.5    |         |         |         |
| S & P 500種 (B)          | 18.0    | 18.7                  | 7.0                   | 8.1     |         |         |         |
| 成長プレミアム(A ÷ B)          | 2.38    | 2.56                  | 2.25                  | 1.54    |         |         |         |
| 3. 利益成長比較 <sup>2)</sup> | 1971    | 1972                  | 1973                  | 1974    | 1975    | 1976    | 1977    |
| 優良成長株グループ               | 488     | 575                   | 682                   | 700     | 761     | 876     | 993     |
| (前年比, %)                |         | (+17.9)               | (+18.7)               | (+2.7)  | (+8.8)  | (+15.1) | (+13.4) |
| S & P 500種              | 158     | 178                   | 226                   | 246     | 220     | 274     | 303     |
| (前年比, %)                |         | (+12.6)               | (+27.1)               | (+8.9)  | (-10.5) | (+24.5) | (+10.5) |

(注) 1) 1970年12月31日 = 100

2) 1961年基準

3) 強気相場のピーク

4) 弱気相場のボトム

〔出所〕 松本重熙 [1983], 「成長株投資の復活」『証券アナリストジャーナル』6月。

8. 証券市場の混乱と改革の衝撃——1970年代 60年代後半の相場の過熱、出来高の急増は、証券取引のインフラともいべき決済制度が抱える問題を顕現させた。当時、受渡し、決済は手作業で行われており、約定からバック・オフィスの事務が完了するまで相当の日数を要した。このため、67年から出来高が急増した結果、事務処理が追いつかなくなり証券の紛失、盗難が相次いだ。この対策として、証券業者は性急にバック・オフィス部門の機械化を進めた。しかし、69年になると出来高が急減したために、この投資が大きな固定費負担となり、それに耐え切れない業者の倒産が相次いだのである。これを「バック・オフィス危機」と呼んでいる。

この危機を回避し投資家保護を強化するために、70年に投資者保護会社(SIPC)が創設されるとともに、議会在調査に乗り出した。この過程で、委託手数料の固定化が非効率な経営の原因となっていることが指摘されるのである。既に68年には10万ドルを超える大口手数料が自由化されていたが、その後、段階的に引き下げられ、75年5月に完全に自由化された(これを「メーデー」と呼んでいる)。また、取引所集中義務が取引所、店頭市場、第三市場(上場銘柄の店頭市場での売買)、第四市場(投資家間での直接売買)を相互に分断(これを「市場の分裂」という)させている原因とされ、その撤廃が提言された。かくして、75年証券諸法改革法は、取引所集中義務を撤廃、委託手数料を自由化し、異なる取引システムを競合させる市場間競争によって全体として効率的な証券市場の実現を目指す、全米市場システム(NMS)の構築を定めるのである。

これは証券取引所、証券業者に強烈なインパクトを及ぼすことになった。まず、市場間競争は取引所、店頭市場、その後登場するPTS、ECNの間での注文獲得競争、最良執行、執行のスピードを高めるためのシステムの性能の向上をめぐる競争をもたらした。機関投資家の大口注文やバスケット注文をスムーズに処理するために、システムに匿名性を保証したり、価格の模倣(derivative pricing)によって執行コストを低下させるといった工夫が施されるのである。

また、証券業者は全体としては、手数料収入の減少を補うために、業務の多角化を進めた。他方、この時期から、もっとも競争力の発揮できる分野に経営資源を集中させる特化型の業者が優勢になってくる。

市場間競争の促進

1) 上場株の複数市場取引規制の撤廃に向けた動き (取引所集中主義の見直し)

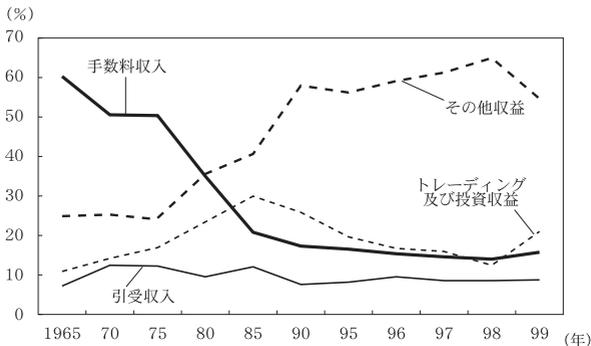
- 1934~36年 地方証券取引所におけるニューヨーク証券取引所上場株の非上場取引を規制しようとした34年法12 f (1)に対し、SECは議会を説得し、非上場取引特権 (UTP) の継続を実現。ニューヨーク証券取引所の上場株取引独占への懸念が背景。
- 1940年 ニューヨーク証券取引所会員が、同取引所上場株を、会員権を持つ他の証券取引所で扱うことを禁止する措置を、SECは却下。
- 1960年代半ば~ ニューヨーク証券取引所の取引所外取引禁止規制 (ルール394) をSECが繰り返し批判。
- 1975年 75年改正法に基づき議会はSECが取引所の場外取引禁止規定 (ニューヨーク証券取引所のルール394-現在ルール390) をレビューし議会に90日以内に報告するよう求める。これを受け、SECは場外取引規制の全面廃止を提案したが、店内化などを懸念する反論が強かった。このため、同年12月、34年法ルール19c-1を採用。(取引所会員が顧客の注文を取引所ではなく第三市場などに出すことを認める。77年3月までに実施)
- 1976年 SECは、ニューヨーク証券取引所とアメリカン証券取引所が、上場株の重複上場、重複取引を相互に禁止していた措置 (ニューヨーク・シティ・ルール) を撤回させる。
- 1977年 ルール19c-1完全施行 (3月)。SECは19c-2を提案 (すべての場外取引規制の撤廃) (6月)。
- 1979年 SECは34年法ルール19c-3を提案 (4月26日)。  
(1979年4月27日以降に取引所に上場された銘柄に全てを場外取引規制を撤廃)
- 1980年 19c-3成立、19c-2は撤回 (6月)。
- 1994年 『マーケット2000』で、SEC市場規制局は非19c-3銘柄の立会時間外国内取引規制の撤廃を要望。

\*93年時点で19c-3対象銘柄はニューヨーク証券取引所上場株の6割。

2) 店頭株の取引規制の撤廃に向けた動き

- 1975年 店頭株へのUTPの拡大 (店頭株を上場せずに取引所で取引) は、SECの認可を受けなければ可能となる。しかし、ルール390が撤廃されないままでは認められず。
- 1985年 SEC、店頭証券の一部に対してUTPを認める。
- 1987年 シカゴ証券取引所で、NASDAQ銘柄の一部の非上場取引開始。
- 1990年 NASD、アメリカン証券取引所、地方証券取引所が、店頭株銘柄の上場取引に関する取引情報、クォート情報の公表に関する計画を作成、これをSECが認可。その後、アメリカン証券取引所は、取引を開始したが撤退。フィラデルフィア証券取引所は中断中。

米国証券会社の収益構成比の推移



(注) 95年までは5年毎の数値、95年以降は格年の数値を使用。

〔出所〕 SIA (現、SIFMA) の資料より作成。

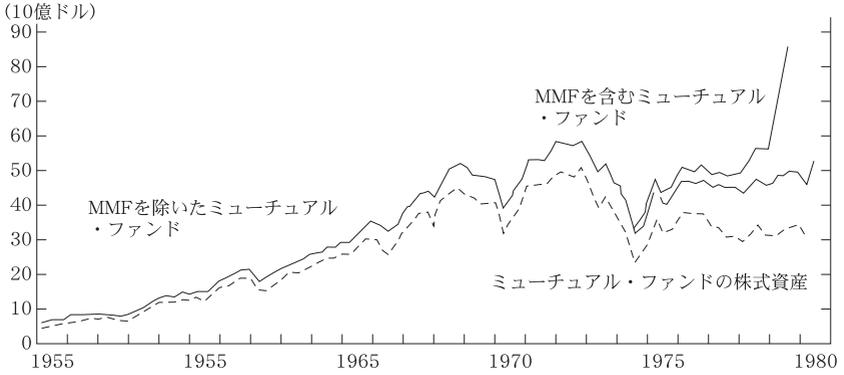
**9. 金融革新の進展** 60年代後半、70年代のインフレの高進、金利の乱高下は金融・証券市場にも多大の影響を及ぼした。商業銀行は預金金利の上限を定めたレギュレーションQの存在のために、市場金利高騰時には競争力を失い預金の流出に悩まされた（これを「金融仲介の中断」（ディスインターミディエーション）と呼ぶ）。商業銀行はこれを契機に預金金利の自由化を求めるようになる。

個人の零細な投資資金が直接に短期金融市場に参加することは無理でも、TB、CDやCPなどの高い利回りの短期証券を組み込んだ投資信託を創り出せば、ほとんどリスクのない、預金よりも高利回りの金融商品となり、個人投資家も高金利の恩恵を受けることができる。こうしたアイデアは70年前後に相次いで着想され、71年にMMF（マネー・マーケット・ミューチュアル・ファンド）として商品化される。MMFは当初はそれほど注目されることはなかったが、70年代末の金利高騰時にその利回りが預金金利を大きく上回り、残高が急増した。さらに、証券業界はこのリスクが小さく流動性の高い預金類似商品を武器に、革新的な複合商品を世に送り出す。1977年にメリルリンチがオハイオ州のバンク・ワンと提携して開発したキャッシュ・マネジメント・アカウント（CMA）がこれである。

CMAは高利回りのMMFを中核に、バンク・ワンの口座を利用することによって、事実上、1つの口座で自動振込、小切手支払い、銀行ATMでの引出し、取引明細書の送付、といった一連のサービスを提供するのを可能にした。これを契機に、預金金利自由化の動きが加速し、1986年には完全に自由化される。

変動相場制への移行、金利の乱高下に伴う為替リスク、金利リスクの増大は、そのヘッジ手段へのニーズを高めた。それをタイムリーにとらえたのがシカゴ・マーカンタイル・エクスチェンジ(CME)であり、72年5月に英ポンドなど3種類の通貨先物商品が取引されたのを嚆矢に、次々と金利、株価などの金融先物取引が上場された。また、不動産金融を専門としていた貯蓄貸付組合(S&L)は短期借り・長期貸しの構造から金利リスクに直接にさらされ、80年代初頭には経営的に行き詰まった。この解決方法として、資産の証券化の手法が開発、発展させられ、その後、様々な資産の流動化に応用されることになる。

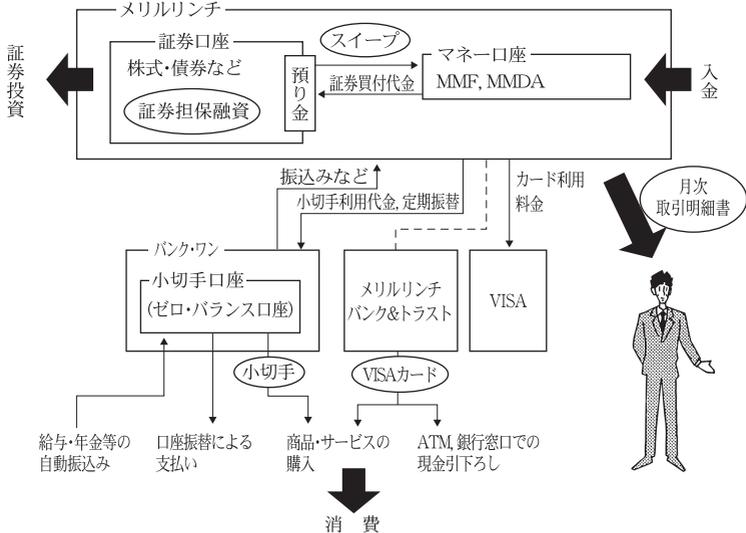
ミューチュアル・ファンドの資産額の推移



(資料) Investment Company Institute, Statistical Workbook.

[出所] C. Dunham [1980], "The Growth of Money Market Fund," F.R.B. of Boston, *New England Economic Review*, Sep./Oct. p. 29.

CMAの基本構造



[出所] 野村総合研究所。

10. M & A ブームと「負債の時代」——1980年代後半 1979年10月以降、FRBは金融政策の中間目標を金利からマネー・サプライの管理へと変更した結果、金利は急上昇したものの、猛威をふるったインフレもさすがに沈静化した。81年にはロナルド・レーガンが大統領に就任し、「レーガノミックス」と呼ばれる経済政策を実施する。株価も82年に底値を記録した後、600～1,100ドルの「ボックス圏」を抜け出し、87年8月には2,722ドルを記録した。

しかし、この好景気は、レーガノミックスの当初の意図に反して、減税によって創出された資金が設備投資ではなく、M&A&Dによるリストラ、あるいは個人消費に向けられ、アメリカ経済を需要面から支えた結果であった。そのため、各部門において負債による大量の資金調達が行われ、過少貯蓄とあいまって、いわゆる「双子の赤字」をもたらした。とりわけ、企業部門では負債を利用したM&A活動が活発になり、財務構造は悪化した。たとえば、非金融企業の平均インタレスト・カバレッジ・レシオは、1970～79年は7.3、75～79年は8.4であったが、80～88年は6.3に低下した。また、株式買戻し、レバレッジド・バイ・アウト（LBO）、M&Aが活発になったため、ネットでみた株式発行額は84年から90年まで一貫してマイナスを記録した（右頁図表参照）。典型的なLBOの場合、その資金の40～60%が上級負債（senior debt）、20～30%がメザニン・ファイナンス（上級負債と自己資本の間の資金調達手段のこと）、自己資本が10%、という構成であるが、買収が大型化するにつれて、多様な資金調達手段が考案された。代表的なのは、格付けがダブルB以下のジャンク債（低格付債、ハイ・イールド債ともいう）、金利の支払いを他の種類の証券で行うペイ・イン・カインド（PIK）、満期まで金利の支払いがないゼロ・クーポン債などである。こうした多様な資金調達手段が登場した背景には、優良企業ほど調達コストの安いCP発行にシフトして、商業銀行の企業向け貸付けが減少し、それに代わる投資機会を探していたこと、期間のミスマッチから経営危機に陥ったS&Lを救済するために、80年代初頭から業務が緩和され、S&Lがジャンク債の有力な投資家になったこと、が指摘できる。しかし、87年10月のブラック・マンデー、またジャンク債市場を事実上支配していたドレクセル・バーナム社が90年に倒産したことから、以後急速に株式への回帰傾向が強まった。

米国非金融企業の外部資金調達動向

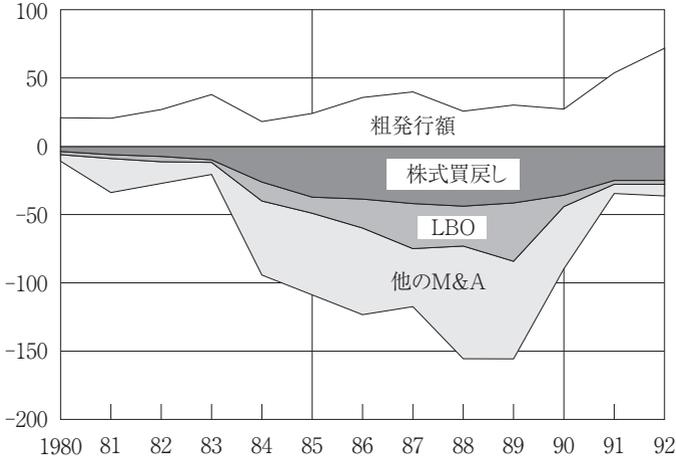
(単位 10億ドル)

| 年    | 外部資金  | 市場外部資金 |        |      |       |       |       |       |       | その他の外部資金 |
|------|-------|--------|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
|      |       | 株式     | 免税債    | 社債   | モーゲッジ | 銀行借入  | C P   | その他借入 |       |          |
| 1975 | 30.1  | 23.9   | 9.9    | 2.6  | 27.2  | 0.5   | -15.9 | -2.0  | 2.5   | 6.1      |
| 1980 | 130.6 | 76.5   | 10.4   | 10.9 | 27.7  | -13.0 | 28.0  | 4.0   | 8.1   | 54.1     |
| 1981 | 143.1 | 97.9   | -13.5  | 13.4 | 22.8  | 7.9   | 32.4  | 14.7  | 20.1  | 45.2     |
| 1982 | 69.1  | 54.0   | 1.9    | 15.1 | 18.7  | -36.4 | 57.2  | -6.1  | 3.6   | 15.1     |
| 1983 | 131.0 | 80.1   | 20.0   | 9.4  | 16.0  | -0.8  | 19.4  | -0.8  | 16.9  | 51.0     |
| 1984 | 156.8 | 98.0   | -79.0  | 20.5 | 46.1  | 4.9   | 50.2  | 21.7  | 33.6  | 58.8     |
| 1985 | 113.9 | 58.5   | -84.5  | 22.6 | 74.2  | -10.4 | 32.0  | 14.6  | 10.1  | 55.3     |
| 1986 | 179.2 | 129.8  | -85.0  | -9.9 | 127.1 | 32.3  | 49.6  | -9.3  | 24.9  | 49.4     |
| 1987 | 164.8 | 67.0   | -75.5  | -0.9 | 78.8  | 30.4  | 8.6   | 1.6   | 24.7  | 97.2     |
| 1988 | 184.4 | 69.3   | -129.5 | 0.2  | 103.1 | 19.5  | 36.9  | 11.9  | 27.2  | 115.0    |
| 1989 | 132.3 | 49.4   | -124.2 | -0.9 | 73.8  | 17.0  | 34.2  | 21.4  | 28.0  | 82.8     |
| 1990 | 103.9 | 23.4   | -63.0  | -0.3 | 47.1  | 4.8   | 1.8   | 9.7   | 23.3  | 80.4     |
| 1991 | 30.8  | 22.0   | 18.3   | -1.2 | 78.8  | -5.2  | -24.9 | -18.4 | -25.5 | 8.7      |
| 1992 | 115.6 | 80.3   | 26.8   | -1.1 | 66.3  | -11.0 | -11.6 | 9.8   | 1.1   | 35.3     |

[出所] *Flow of Funds Accounts*, 4th Quarter 1992. より作成。

非金融会社による株式発行の構成

(10億ドル)



[出所] E. M. Remolona, et al. [1992-93], "Corporate Refinancing in the 1990s", *FRBNY Quarterly Review*, Winter, p. 2.

## 11. 年金, ミューチュアル・ファンドの急増と株価上昇——1990年代前半

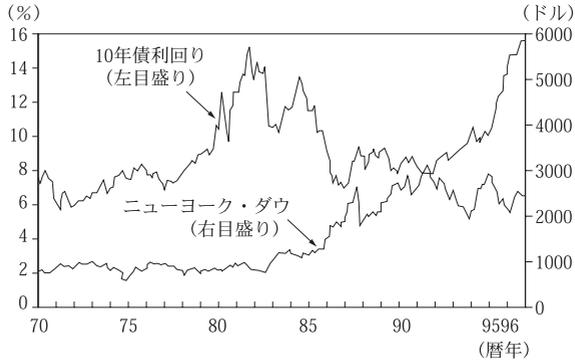
好調な企業収益の伸びを背景に、株価（NY ダウ）は91年から95年まで年率14.2%の伸びを記録した。これは80年代を上回る上昇率である。95年には年率で33.5%の伸びを記録し、2000年春まで好調な推移を示した。

この背景には、株価の上昇によって株式投信が高利回りを記録し、投資資金が流入し続け、また中高年期を迎えたベビー・ブーマー世代を中心とした年金資産の相当部分が投信で運用されているため、それが再び株価を上昇させるといふ循環が形成されていることである。投信残高は96年には個人の小口預金残高を超え、個人の金融資産運用の主役になっている。

重要なことは、この間の商品、サービス開発によって、いったん投信に流れ込んだ資金はなかなか外部に流出しない仕組みが創り出されていることである。つまり、集合投資スキームである投信は組み込む対象によってどのようなリスク特性をもつ金融商品をも創り出すことができ、それらの間で乗換えられるようになっているのである。たとえば、TB, CD, CPなどの短期金融商品を組み込んだMMFは、ほとんど預金と異ならない低リスクの金融商品である。逆に、デリバティブを利用してパフォーマンスが相場の動きとは逆になるような商品を創り出すこともできる。投資家は市況や相場感に応じてこれらの商品から好みのものを選択することができるため、他の金融商品に資金が移動しにくくなっているのである。チャールズ・シュワップは、94年に販売手数料、乗換え手数料がゼロのノーロード型投信約800種類をパッケージにして投資家に提供し、現在では多くの業者が類似の商品を提供している。80年代後半から不良資産問題に悩まされていた商業銀行も、それまでの金利競争によって預金客を引き留めることを意図して、有力な手数料収入をもたらす投信業務へ積極的に参入している。

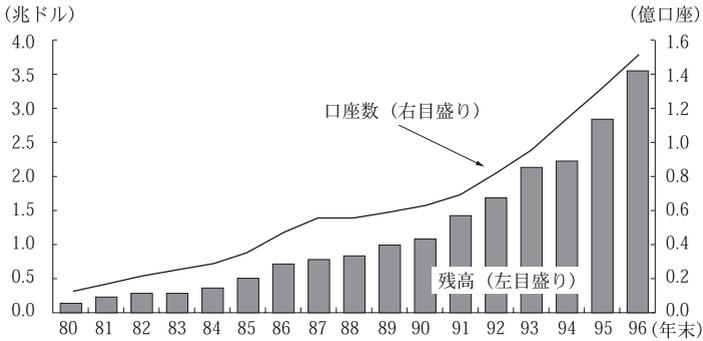
株価の上昇を支えているもう1つの要因は、年金資金の流入である。特に401(k)プランに代表される確定拠出型年金の普及と、その運用対象として投信を組み入れる傾向が強まっていることである。現在では、投信残高の40%弱が年金資産によって占められている。年金資産と投信残高の増加が順調なため、商業銀行、保険、証券のいずれの業界も資産管理業務に注力し、それをめぐって金融サービス業全体の再編が進んでいる。

ニューヨーク・ダウと長期金利の動き



〔出所〕スタンダード&プアーズ社資料などより作成。

ミューチュアル・ファンド残高と口座数推移



〔出所〕ICI 資料より野村総合研究所作成。

投信業界運用残高に占める退職プラン資産

(単位 億ドル, %)

|            | 1995   |       | 1994   |       | 1993   |       | 1992   |       |
|------------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
| IRA        | 4,954  | 17.6  | 3,828  | 17.7  | 3,275  | 15.8  | 2,258  | 13.7  |
| 確定拠出型      | 3,500  | 12.4  | 2,491  | 11.5  | 1,725  | 8.3   | 1,142  | 6.9   |
| 401 (k)    | 2,608  | 9.2   | 1,667  | 7.7   | 999    | 4.8   | 543    | 3.3   |
| 確定給付型      | 426    | 1.5   | 318    | 1.5   | 46     | 0.2   | 41     | 0.2   |
| その他        | 1,186  | 4.2   | 1,029  | 4.8   | 928    | 4.5   | 677    | 4.1   |
| 退職プラン資産合計  | 10,067 | 35.7  | 7,666  | 35.5  | 5,974  | 28.8  | 4,118  | 25.0  |
| 投信業界運用残高合計 | 28,204 | 100.0 | 21,615 | 100.0 | 20,754 | 100.0 | 16,463 | 100.0 |

(注) IRA には、企業年金が提供されていない人が個人で銀行、証券会社に口座を開くものと、転職時の401 (k) プラン資金の待避先としてのものがある。

〔出所〕ICI 資料より野村総合研究所作成。

12. ネット・バブルの発生と崩壊——1990年代後半 1990年代後半になると、株価は上げ足を速め、NY ダウは99年4月には1万ドルの大台にのせた。それ以上のスピードで上昇したのがナスダックの株価で、ナスダック総合株価指数は95年7月17日に1,000ポイントを突破し、5年後の2000年3月8日にはその5倍の5,000ポイントを突破したのである。

歴史的にみると、一定期間にわたる株価の高騰局面では必ず新しい「理論」が登場する。1920年代後半の大相場ではイェール大学のアーヴィング・フィッシャー教授が「株価は永久的に高い高原状態とみてもよさそうな水準に達した」と述べ、それを支持する学者が多数派を形成した。また、1960年代のJF ケネディ政権下のエコノミストは適切な財政・金融政策によって資本主義は不況免疫性を持つに至ったとする「ニュー・エコノミックス」を主張した。

今回は「ニュー・エコノミー論」がこれらに相当するだろう。この議論は、企業部門がITを活用することによってビジネスモデルを再構築し、大きな生産性上昇効果を実現したと主張する。この結果、アメリカ経済の成長率は上方シフトし、それを反映して株価が上昇し続けたというのである。

しかし現実には、ナスダックの株価上昇が突出していたように、IT関連企業の株価の高騰が際立っていたが、それらの企業の多くは公開間もない赤字企業であった。しかし、Eビジネス、Eコマースの将来性が喧伝され、企業の実態などお構いなしにネット関連企業というだけで買われるような雰囲気醸成された。

かくして、異常に高くなった株価を講釈するために、「株価売上高率」(PSR)、さては「株価ビジョン率」といった根拠のない「新理論」が登場する。これに資金の株式市場への流入という条件が付け加われば、JK ガルブレイスのいう「ユーフォリア(陶酔的熱病)」の条件は満たされる。既に1996年12月に、グリンスパンFRB議長はこのような投資家行動に対して「根拠なき熱狂」と警鐘を鳴らしていた。

2000年4月14日に、労働省が3月の消費者物価指数(CPI)が予想を大きく超える前月比0.7%の上昇と発表し、それを受けてFRBが金利の大幅な引上げに踏み切るという懸念からパニック売りが生じ、NYダウが617ドル安、ナスダックが355ポイント安の大暴落を記録した。



【出所】 Bloomberg.



【出所】 Bloomberg.

ネット小売業の業績

| 企 業 名         | （売上高<br>第1<br>四半期） | （純利益<br>第1<br>四半期） | 株 価     |         |              |              |
|---------------|--------------------|--------------------|---------|---------|--------------|--------------|
|               |                    |                    | 52週高値   | 同安値     | 2000年<br>4月末 | 2001年<br>5月末 |
| アマゾン・ドットコム    | 573.8              | ▲308.4             | 112.375 | 40.8125 | 55.1875      | 15.00        |
| ビヨンド・ドットコム    | 31.3               | ▲45.7              | 33.50   | 1.5938  | 2.1875       | 0.30         |
| バイ・ドットコム      | 207.6              | ▲32.8              | 35.4375 | 4.50    | 6.8125       | 0.38         |
| C D ナ ウ       | 340.0              | ▲226.2             | 23.2656 | 3       | 4.3125       | （買収）         |
| ドラッグストア・ドットコム | 22.7               | ▲49.4              | 70      | 5.875   | 7.8125       | 1.14         |
| エッグヘッド・ドットコム  | 147.7              | ▲25.0              | 27.8125 | 4       | 4.6563       | 0.77         |
| e ト イ ズ       | 23.0               | ▲48.4              | 86      | 4.50    | 8            | （破綻）         |

（注） 1）売上高、純利益は各社決算発表、株価は『ウォール・ストリート・ジャーナル』紙から作成。

2）売上高、純利益は百万ドル、株価はドル。

【出所】 水野隆徳 [2001], 『ネット株バブルの崩壊』 東洋経済新報社, 67頁。

### 13. サーベンス・オクスリー法（企業改革法，SOX法）の成立とその影響

2001年12月、売上高で全米第7位の総合エネルギー会社であったエンロン社が破綻し、連邦破産法第11条の適用を申請した。同社は天候デリバティブの開発や、エンロン・オンラインを立ち上げるなど、革新的ビジネス・モデルで知られ、『フォーチュン』誌において5年連続で「最も革新的な企業」に選ばれた優良企業であったため、その破綻は大きな衝撃を与えた。

しかし、その後、同社の破綻に至る過程について調査が進むにつれ、投資組合（SPE）を利用した資産のオフバランス化と損失の隠蔽（飛ばし）、また監査制度や社外取締役制度のガバナンス・システムがチェック機能を果たしていなかったことが明らかになった。さらに、その後、ワールドコム破綻などの過程で不正会計処理が相次いで明らかになったために、投資家の証券市場に対する不信任が強まった。

事態を憂慮した政府、および議会は2002年7月30日に異例の速さでサーベンス・オクスリー法を成立させ、監査制度の改革、会計情報への信頼性の回復、ガバナンス・システムの強化などを図った。この他にも、同法はアナリストの利益相反問題、格付け機関の問題なども取り上げているが、なんといってもこの法律の目玉は監査（法）人を監督する公開会社会計監督機構（Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB）の創設である。PCAOBは公開会社の会計の監督を行うとともに、監査（法）人が法令に違反した場合には制裁を課す権限を与えられている。また、財政的な独立性を維持するために、PCAOBに登録している会計士から登録料を徴収するとともに、監査対象となる企業からは監査維持手数料を徴収する。また、監査（法）人の独立性を強化するために、同じ顧客に対して監査業務と非監査業務を同時に提供することが原則的に禁止された。

その影響を調査した2006年のGAOの報告書は、内部統制報告書提出企業の監査報酬が未提出の企業のそれよりも多額なこと、また規模が小さくなるほど収入に占める割合が高くなることを明らかにした。さらに、SOX法が制定されてから、上場廃止が増加していることを明らかにした。この結果、同法が証券市場の国際的な競争力を削ぐとして、見直しを求める動きも強まっている。

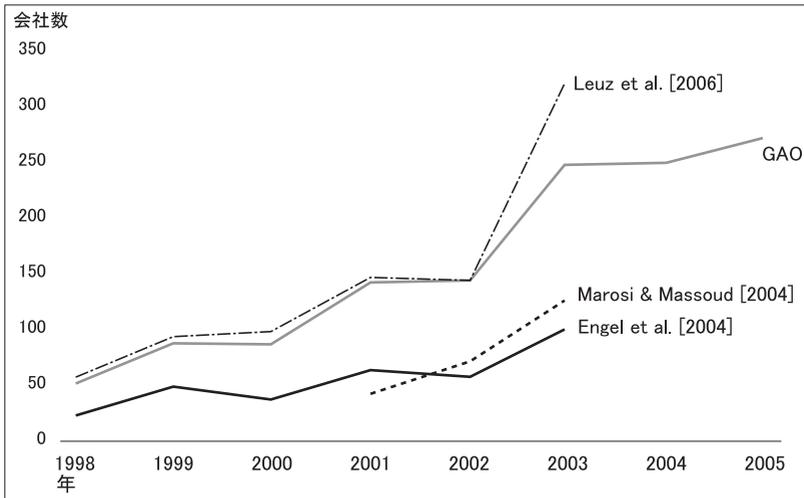
公開会社の収入に対する監査報酬の割合  
(2003年と2004年の中位値, 2005年8月11日現在の数値)

| 404条施行の初年度に内部統制報告書を提出した会社数と割合 | 時価総額 (100万ドル) | 収入に対する監査報酬の割合 (中位値) | 内部統制報告書を提出した企業と未提出企業の差 (2004年) |
|-------------------------------|---------------|---------------------|--------------------------------|
| 2,263社のうち66社 3%               | >0-75         | .64<br>.79<br>1.14  | .35%                           |
| 1,188社のうち520社 44%             | >75-250       | .29<br>.35<br>.56   | .21                            |
| 641社のうち376社 59%               | >250-500      | .18<br>.26<br>.40   | .14                            |
| 309社のうち184社 60%               | >500-700      | .15<br>.20<br>.30   | .10                            |
| 283社のうち183社 65%               | >700-1,000    | .13<br>.12<br>.25   | .12                            |
| 1,342社のうち927社 69%             | >1,000        | .07<br>.07<br>.13   | .06                            |

■ 2003年(全会社)  
 □ 内部統制報告書を提出していない会社(2004年)  
 ■ 内部統制報告書を提出した会社(2004年)

[出所] Government Accountability Office (GAO) [2006], *Sarbanse-Oxley Act; Consideration of Key Principles Needed in Addressing Implementation for Smaller Public Companies*, April, p. 16.

非公開会社化またはゴーイング・ダークの会社数の推移



(注) 1) 各文献については GAO [2006] を参照されたい。  
 2) 「ゴーイング・ダーク」とは、上場廃止後もピンクシートに移され引き続き取引される会社である。

[出所] GAO [2006], p. 78.

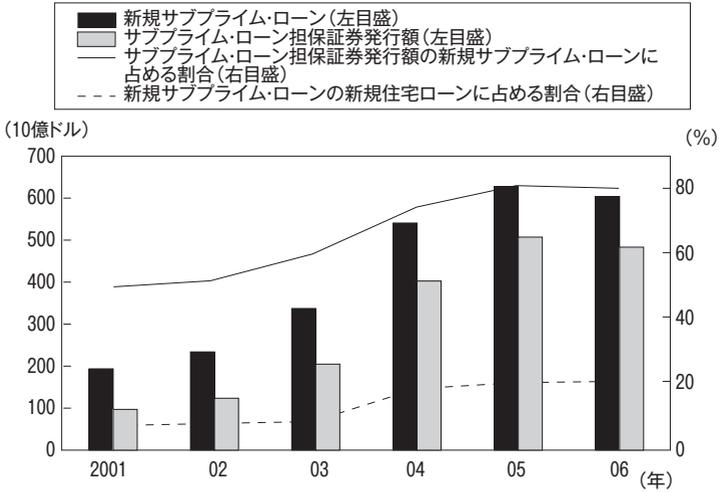
**14. サブプライム問題の深刻化** 2007年8月から顕著になったグローバルな規模での金融市場の混乱は、アメリカの信用度の低い借り手向けの住宅ローン（サブプライム・ローン）の延滞率の上昇によって、それらを組み込んだ証券化商品（RMBSやCDOなど）の格下げにより、事実上、流通市場（セカンダリー・マーケット）が消滅し、金融機関が大幅な損失を計上したことが発端であった。低い信用度の原債権（サブプライム・ローン）は相対的に高い金利が付いていたから、それらを組み込んだ証券化商品はハイリターンの商品として組成され、優先・劣後構造や保証会社（モノライン保険）の保証で信用補完されることによって、ローリスクとみなされ高い格付けがついていた。

サブプライム・ローンが増加するのは2000年代になってからである。2000年のITバブルの崩壊、翌01年9月の同時多発テロの勃発によって深刻な景気後退を恐れたFRBは、FFレートを00年年初の6.5%から翌年末の1.75%まで11回にわたって引き下げた。さらに、02年には政府による減税措置がとられた。この時期を境に、サブプライム・ローンが増加し、新規住宅ローンの約20%を占めるに至った。

要するに、景気後退の兆候が現れると、素早く金利の引き下げや減税措置により個人消費を刺激し、マクロ経済の安定を図るとというのが1980年代以降の経済運営の特徴であった。証券化商品は何千件という小口債権をプールして信用度の違うトランシェを作りだす。したがって、投資銀行は格付け機関の感触も得ながら高い格付けを取得できるような債権から証券化商品を組成し一般の投資家に販売するが、それを構成する個別債権の詳細については良く分かっていない。いってみれば、あたかもブランド米にわずかの「汚染米」を混入して売り出すようなものである。何らかのきっかけで、いったんこれらの商品の品質（信用）が疑われはじめれば、金融市場全体に疑心暗鬼が蔓延する。

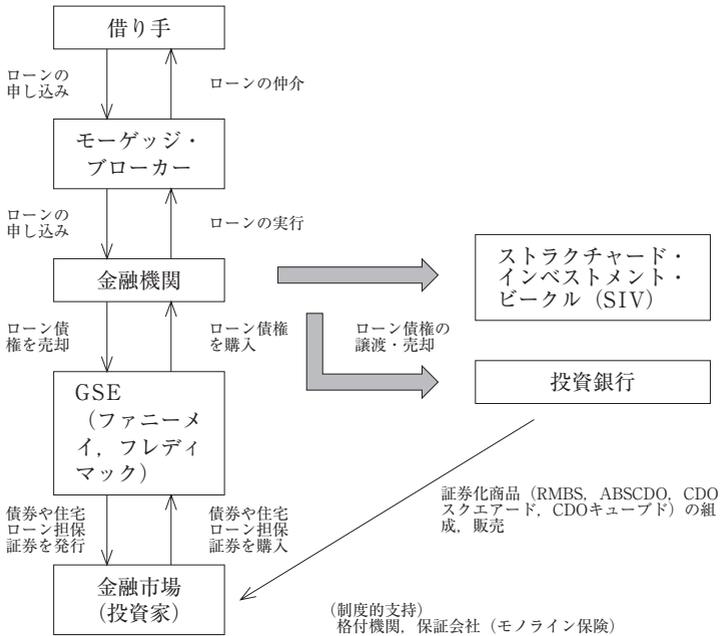
かくして、まずこれらの証券化商品の格下げ、流通市場の消滅（つまり、二束三文でしか売れない状態）、さらには金融機関の損失の拡大により、金融機関の破綻が相次いだ。さらには、ABCP市場、M&A資金の調達難など、金融市場全体が機能不全状態に陥った。かくして、金融市場の機能の回復を目指して、各国で中央銀行信用の拡大、および公的資金の投入が行われた。

サブプライム・ローンと証券化



〔出所〕 Gorton, G. [2008], "The Panic of 2007," The Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Conference, Aug.

アメリカ住宅ローン市場の仕組み



15. グローバルな金融システムの危機へ 1980年代から今世紀初めまでの長期に及ぶアメリカ経済の安定は、GDPの約7割を占める個人消費の増加に依存していた。しかし、反面では、これが貿易収支の赤字と個人貯蓄率の低下をもたらした。この消費拡大はアメリカへの資本流入によって可能になるとともに、アメリカの消費拡大はBRICsやVISTAと称される発展途上国の貿易収支を改善し、成長を支えたのである。

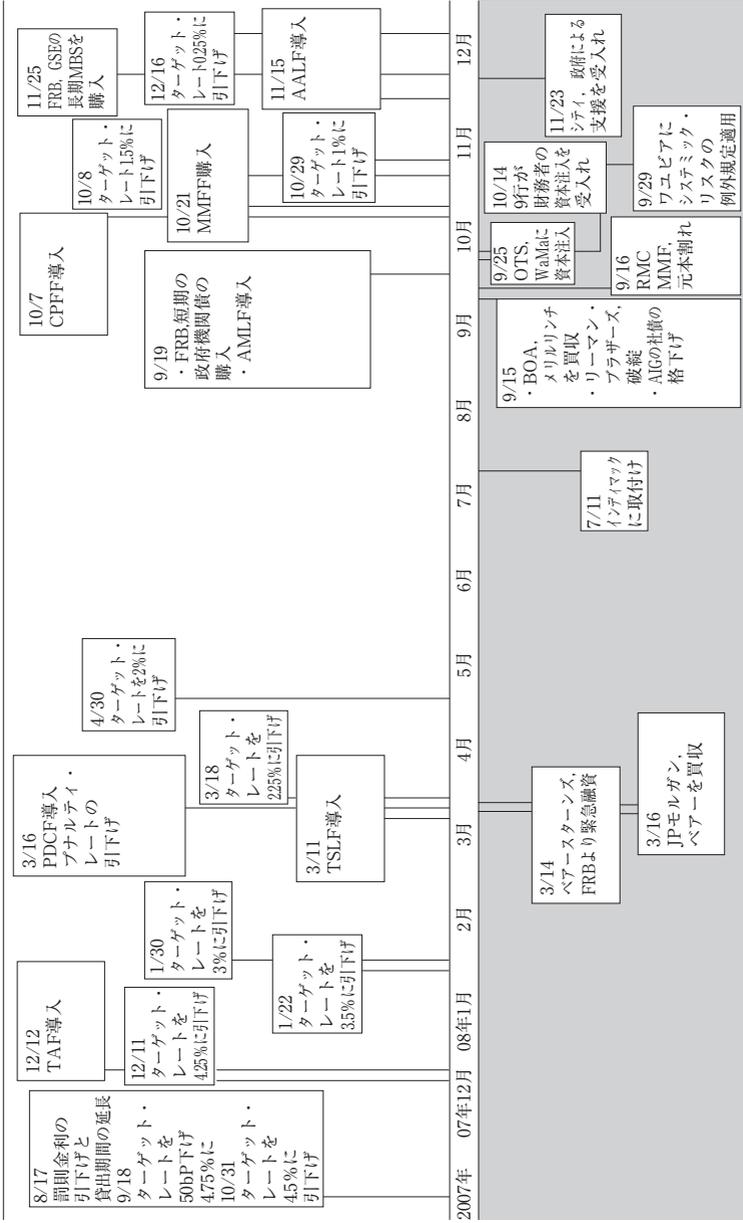
サブプライム問題をきっかけに、これらの関係が急速に逆回転した。巨大な市場が急激に収縮したため、発展途上国は軒並み高い成長に急ブレーキがかかることになった。アメリカの消費が冷え込み、その影響により小売りだけでなく、自動車などの製造業も深刻な業績不振に追い込まれ、失業者が急増した。グリンスパン連銀議長（当時）が「100年に一度の危機」と呼んだように、今回は1929年10月の株価暴落に端を発する30年代の大不況に匹敵する深刻な状況であろう。もっとも、当時と較べて、数字で見るとは、失業率、銀行倒産数などではそこまで深刻にはなっていないし、政府や連銀による金融・財政政策も機動的に対応できる点は異なる。

2008年9月に、リーマン・ブラザーズ、メリルリンチ、AIGなどの大手金融機関が相次いで破綻あるいは経営危機に追い込まれると、ブッシュ政権はその拡大と深刻化を阻止すべく、翌10月に金融安定化法（the Emergency Economic Stabilization Act）を成立させ、総額7,000億ドルに及ぶ不良資産救済プログラム（Troubled Asset Relief Program, TARP）をスタートさせた。

実際に使われた資金は4,245億ドルであったが、その中にはファニメイ、フレディマックの住宅専門金融機関の他、GMへの資金拠出も含まれていた。

これよりも先行して、議会の承認なしに独自の判断で対策を講じることができたFRBは、金融市場の動揺を抑えるために矢継ぎ早に対策を実施していった。これらの対策は伝統的な商業銀行への信用供与ではなく、投資銀行や、直接、（金融資産を担保とした）金融市場への資金供給であり、シャドー・バンキング・システムの台頭を特徴とする金融市場の変貌を如実に示すものである。

FRB のプログラム (2007年12月ー08年12月)



(出所) Sarkar, [2009], "Liquidity Risk Credit Risk, and the Federal Reserve's Responses to the Crisis," FRB of New York, *Staff Report* No.389, sep.

**16. 金融システム危機への対応** FRBによる危機対策は、2つの段階に分けられる。第一段階は2007年9月から08年4月に採られた措置で、金融仲介機関に対する全般的な流動性の供給を目的にしたものである。FF（フェデラル・ファンド）のターゲット・レートが引き下げられたほか、07年12月12日より実施されたTAF（Term Auction Facility）は公開市場操作とディスカウント・ウィンドウを利用したローンを組み合わせて、預金金融機関に直接、貸し付けるものである。08年3月11日より実施されたTSLF（Term Securities Lending Facility）は投資銀行にMBSを担保に財務省証券を貸し出す制度で、投資銀行はそれをレポ取引の担保として資金を調達することが可能になった。さらに、PDCF（Primary Dealer Credit Facility）は、プライマリー・ディーラーがニューヨーク連銀から資金の借り入れができるようにしたものである。

第二段階は、金融システム危機のさらなる深刻化に対して、伝統的な「最後の貸し手」機能を越えてクレジット・リスクを負担する、いわば企業の再生策の領域に踏み込んだものである。中でも、08年9月15日にリーマン・ブラザーズが破綻すると、そのABCPを保有していた大手MMFが元本の1ドルを割りそうになり解約が殺到したため、FRBは銀行にMMF保有のABCP買取資金を供給することによって、CP市場の全面的な機能麻痺を防いだ（Commercial Paper Funding Facility, CPFF）。さらに、同年11月には、自動車ローン、クレジット・カード・ローン、そして中小企業向けローンなどを対象にした資産担保証券（ABS）を担保にしたターム物資産担保証券貸出（Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF）制度を創出した。これはFRBが銀行融資の相当部分が証券化によってオフバランス化されている現状では、金融システム全体の維持のためにはそこでの流動性の補強に迫られたことを示している。事実上、FRBがシャドー・バンキング・システムへの介入を迫られたことで、これがその後の金融規制改革の大きなテーマの一つになる。

第二段階のこれらの措置は、連邦準備法13（3）条の「異常かつ緊急の状況」であると宣言した場合には、「いかなる個人、パートナーシップ、企業に対しても」融資できるという規定に基づくものであるが、これがFRBによる「裏口救済」（back-door bailout）への途を開くものとして非難的になり、ドッド・フランク法では一定の制約を課せられることになった。

FRB が実施した危機対策（\*は連邦準備法第13条3項に基づくファシリテイ）

| 名称  | 実施時期                           | 内容   | 取引相手                 | 金利                                   | 対象資産  | 取引期間                                   | 上限額           | 最大の残高(調べ)                 |
|---|--------------------------------|--|----------------------|--------------------------------------|---|--|---------------|---------------------------|
| Term Auction Facility (TAF)   | 2007年12月～<br>2010年3月           | 預金金融機関に対するターム物資金融供給                          | 預金金融機関               | 入札による(最低落札レートあり)                     | (担保は、米国債、Agency債、外国国債、国際機関債、社債、地方債、ABS、Agency MBS等(BBB格以上)) | 28日<br>または84日                          | (上限は設けられていない) | 4,931億ドル<br>(2009年3月11日)  |
| Central Bank Liquidity Swap   | 2007年12月～<br>2010年2月<br>(一旦終了) | 海外中央銀行による米ドルのターム物オペをファインダンス                  | 海外中央銀行               | TAFの最低落札レート                          | 米ドルターム物資金融  | 28日<br>または84日                          | (上限を設けない例が多い) | 5,831億ドル<br>(2008年12月17日) |
| Term Securities Lending Facility (TSLF)*  | 2008年3月～<br>2010年2月            | プライマリー・ディーラーに証券を貸出(レポ担保を想定)                  | プライマリー・ディーラー         | 入札による                                | (担保は、米国債、Agency債、Agency MBS、社債、地方債、MBS、ABS(BBB格以上))         | 28日                                    | (上限は設けられていない) | 2,355億ドル<br>(2008年12月17日) |
| Primary Dealer Credit Facility (PDCF)*  | 2008年3月～<br>2010年2月            | プライマリー・ディーラーに資金を貸出                           | プライマリー・ディーラー         | デイスカウント・ウィンドウ(Primary Credit)同じ      | (tripartyレポとほぼ同じ)   | O/N                                    | (上限は設けられていない) | 1,465億ドル<br>(2008年10月1日)  |
| Asset-backed Commercial paper money market Mutual fund Liquidity Facility (AMLF)* | 2008年9月～<br>2010年2月            | 金融機関によるMMFからのABCPLの買入れをファインダンス               | 預金取扱金融機関、銀行持株会社、外銀支店 | デイスカウント・ウィンドウ(Primary Credit)同じ      | (担保は、借入先がMMFから買入れたABCPL(A格以上))                              | (担保となるABCPLは、銀行発行分は120日以内、それ以外は270日以内) | (上限は設けられていない) | 1,521億ドル<br>(2008年10月1日)  |
| Commercial paper Funding Facility (CPFF)*   | 2008年10月～<br>2010年2月           | SPVによるプライマリー・ディーラーからのCP(ABCPLを含む)買入れをファインダンス | SPV(CPF、FILL)        | 3か月OISレートに、CPは200bp、ABCPLは300bpを各々付加 | (担保はSPVが買入れたCP(ABCPLを含む、A格以上))                              | 担保となるCD、ABCPLの網は90日のみ                  | (上限は設けられていない) | 3,505億ドル<br>(2009年1月21日)  |
| Money Market Investor Funding Facility (MMIFF)*                                   | 2008年11月～<br>2009年10月          | SPVによるMMF等からのCDやCPの買入れをファインダンス(短期ファンデが対象)    | SPV                  | 入札による(下限金利あり)                        | (担保はSPVが買入れたCDおよびCP(金融機関発行、A1格以上、Primary Credit金利+60bp以上))  | (買入れ対象となるCDおよびCPは残存7日以上、90日以内)         | 5,400億ドル      | 0ドル                       |

(出所) 井上哲也 [2011]. 「金融危機における中央銀行の役割」, 『月刊 資本市場』 4月。

## 17. 金融規制改革の進展——ドッド・フランク（DF）法の成立 2007-

09年の金融システム危機の深刻化を背景に、その再発防止に向けた金融規制改革が精力的に進められ、2010年10月21日にDF法が成立した。この間、大手金融機関が相次いで破綻したものの、リーマン・ブラザーズを除いては、政府やFRBの介入による救済や他の金融機関による買収によって決定的な破綻は回避された。しかし、納税者は大きな負担を強いられることになったため、その再発防止が金融規制改革の喫緊の課題となったのである。

DF法は金融システム全体にわたる広範囲な金融規制改革を目指したもので、全体で16編からなる膨大な法律であるが、その眼目はシステミック・リスクの監視を任務とする金融安定監督カウンスル（Financial Stability Oversight Council, FSOC）の創設と、「システム上重要な金融機関（systemically important financial institutions, SIFIs）」についての破綻処理スキームの構築にあった。

新たに設けられるFSOCは、財務長官、連邦準備制度理事会（FRB）議長など、10の金融監督機関の長を議決権を持つ構成員とし、それに議決権のない構成員として新たに創設される金融調査局などの5機関の代表者から構成される。FSOCはSIFIsに対して破綻処理を行うかどうかを決定するが、「秩序立った清算手続き（Orderly Liquidation Authority, OLA）」と呼ばれる破綻処理スキームは基本的に連邦預金保険公社（Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC）がこれまで預金取扱金融機関を破綻処理する場合の手続きを踏襲したものである。これによって、納税者の負担を回避することが可能であるとしている。

DF法が初めてシステミック・リスク・レギュレーターを創設したことや、店頭デリバティブを規制対象としたことは高く評価されるが、金融システム全体の歴史的な変化についての分析が十分に踏まえていないのではないかという疑問が残る。つまり、ヘッジ・ファンドなどに対する規制を設けたものの、今回の金融システム危機の発端となったレポ市場での取付けやABCP市場の機能麻痺に対する対策が提示されていないのである。これらのシャドー・バンキング・システムと総称される、伝統的な規制の枠外で発展してきた金融システムに対して包括的かつ整合的な規制体系を構築するのが今後の課題である。

## 『金融危機調査委員会 (FCIC) 報告書』(2011年1月)の結論

- ・金融危機は回避できた
- ・金融の規制と監督の広範囲にわたる失敗が金融市場の安定性を損なった
- ・多くのシステム上重要な金融機関におけるコーポレート・ガバナンスとリスク管理のひどい失敗が今回の危機の決定的な原因であった
- ・過大な借入, リスキーな投資, そして透明性の欠如が金融システムを危機への経路を用意した
- ・政府の危機への対応がまずく, 一貫性のない対応が金融市場の不確実性とパニックをもたらした
- ・説明責任と倫理の組織的な崩壊があった
- ・住宅貸付の基準とその証券化のプロセスの緩和が伝染と危機の炎を拡大した
- ・OTC デリバティブが今回の危機を深刻化させた原因である
- ・格付機関の失敗が金融の破滅の重要な原因であった

[出所] *The Financial Crisis Inquiry Report*, Jan. 2011.

## 金融関連諸法の分量

| 法律名                 | 分量     |
|---------------------|--------|
| DF 法 (2010年)        | 848ページ |
| GLB 法 (1999年)       | 145    |
| SOX 法 (2002年)       | 66     |
| 州際銀行業効率化法 (1994年)   | 61     |
| グラス・スティーガル法 (1933年) | 37     |
| 連邦準備法 (1913年)       | 31     |

## FSOC のメンバー

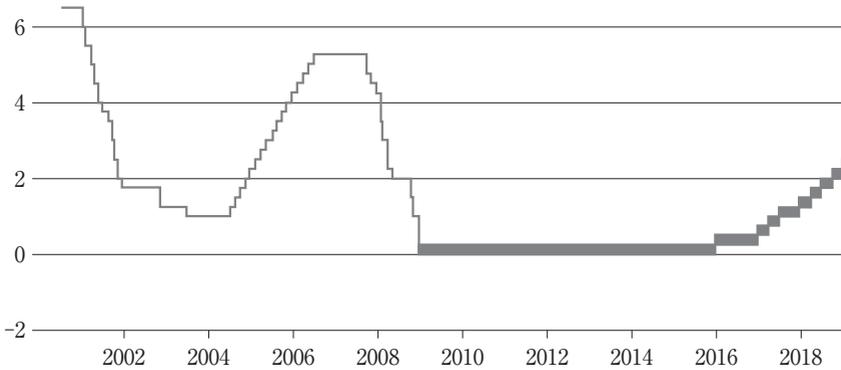
- 議決権を有するメンバー
  - 財務長官 (カウンスルの議長)
  - 連邦準備制度銀行理事会 (FRB) 議長
  - 通貨監督官 (OCC)
  - 金融消費者保護局 (DF 法において新設) 長
  - 証券取引委員会 (SEC) 委員長
  - 連邦預金保険公社 (FDIC) 委員長
  - 商品先物取引委員会 (CFTC) 委員長
  - 連邦住宅金融庁長官
  - 信用組合監督庁長官
  - 保険についての専門家 (上院の同意を得て大統領が指名)
- 議決権を持たないメンバー
  - 金融調査局長
  - 連邦保険局長 (DF 法において新設)
  - 州保険局の代表者
  - 州銀行局の代表者
  - 州証券局の代表者

**18. 常態への復帰——FRBの出口戦略と金融規制の見直し** FRBはリーマン・ショック後の金融市場の混乱への対応を目的として、2008年12月に国債やMBSの「大規模な資産買入れ」(large scale assets purchases, LSAP)を実施し、三次にわたる量的緩和政策が採用された(FRB自身は公式には「量的緩和」(QE)という呼称は使用していないが、これらはQE1(2008年11月-2010年6月)、QE2(2010年11月-2011年6月)、QE3(2012年9月-2014年10月)と通称される)。QE3は雇用環境の改善を目的に始まったが、その効果がみられたと判断されたため、2014年10月末に終了した。もっとも、量的緩和政策の終了といっても、新たな資産購入を行わないということであって、その後も金融緩和政策は続けられ、政策金利であるFF金利はそれまでの低水準(0.00~0.25%)に据え置かれていた。

イエレン前FRB議長時代の2015年12月、ようやくFRBは0.25%の金利引き上げに踏み切り、その後、2016年に1度、2017年に3度と小刻みに追加利上げが実施された。2017年10月には満期償還金を再投資する規模を順次に減額する措置が開始され、FRBの保有資産残高は小幅ながら縮小し始めている。2018年2月に就任したパウエル議長のもと、FRBは2018年に4度の追加利上げを実施し、政策金利は2.25~2.5%となった(2018年末)。

他方、行政府や連邦議会では、リーマン・ショック後に導入された施策の見直しが着手されている。2017年1月に発足したトランプ政権は、既存の法律や規制等を「コア・プリンシプル」に照らして見直すことをFSOC議長(財務長官)に求める大統領令13772と2つの大統領覚書を発令した。それらを受けて財務省から計6本の報告書が大統領に提出され、ストレステストやボルカー・ルール適用基準等の見直し、システム上重要な金融機関(SIFIs)指定基準の見直し・透明化、FSOCの機能の再検討、整然清算制度(OLA)の見直しなどが提起された。連邦議会においても2018年5月、SIFIs指定の条件を緩和する法案が両院の民主党議員の賛同も得て超党派で成立した。金融危機後に成立したドッド・フランク法は、危機の原因に関する詳細な分析を待たずに立法化されたこともあり、過剰とされる規制や実効性が疑問視される規制が含まれていた。危機から10年余りが経過し、それらの総合的な再評価の時期に来ているといえることができるであろう。

政策金利の推移



〔出所〕 Federal Reserve Bank of New York.

大統領令13772が示すコア・プリンスプル

1. 米国人が市場において自立した決断や情報に基づく選択を行ない、退職に向けて貯蓄し、個々の富を築くことを可能にする。
2. 納税者の資金による救済を防ぐ。
3. モラルハザードや情報の非対称性などのシステミック・リスクや市場の失敗に対処するより厳格な規制影響分析を通じて、経済成長や活力のある金融市場をもたらす。
4. 国内外の市場において、外国企業に対する米国企業の競争力を促進する。
5. 国際的な金融規制の交渉や会議において、米国の利益を増進 (Advance) する。
6. 規制を効率的、効果的かつ適切に調整されたものにする。
7. 連邦金融監督機関の公的な説明責任を取り戻し、連邦金融規制のフレームワークを合理的なものにする。

〔出所〕 若園智明, [2018] 「トランプ時代の米国金融規制—マクロプルーデンスを巡る議論—」, 『証券経済研究』, 第103号。

財務省が公開した報告書

| 大統領令13772に対する報告書   | 公開日      |
|--|----------|
| A Financial System That Creates Economic Opportunities (共通テーマ) |          |
| ① Banks and Credit Unions                                      | 2017年6月  |
| ② Capital Markets  | 2017年10月 |
| ③ Asset Management and Insurance                               | 2017年10月 |
| ④ Nonbank Financials, Fintech, and Innovation                  | 2018年7月  |
| 大統領覚書に対する報告書   |          |
| ⑤ Financial Stability Oversight Council Designations           | 2017年11月 |
| ⑥ Orderly Liquidation Authority and Bankruptcy Reform          | 2018年2月  |

〔出所〕 上表と同じ。

**19. 上場企業数の減少と新たな資金調達手法の発展** アメリカの上場企業数はこの20年で半減した。1997年には約7,300の内国会社が上場していたが2016年には約3,500社となった。M&Aなどにより上場廃止となる企業が増加したことに加えて、IPOを行う企業が減少したためである。IPO減少の背景には、サーベンス・オクスリー法等によって規制遵守のコストが増大したため、上場企業であることのメリットが相対的に低下したことが指摘される。また、規制緩和により私募による信金調達が増加したこともあげられる。さらに、ベンチャー・キャピタル（VC）やプライベート・エクイティ・ファンド（PEファンド）の増大によって、上場せずとも十分な資金を調達することが可能になったという事情もある。上場企業数の減少は、リテール投資家にとっては投資機会の喪失につながる恐れがあり、米財務省やSEC等において企業の上場促進に向けた施策が議論されている。

他方、近年の情報技術革新を反映してスタートアップ企業の資金調達をめぐる環境は大きく変化した。まず、インターネットを通じた資金調達の規模が急速に拡大した。なかでもプラットフォーム上で資金需要者と資金提供者とをマッチングし、多数の投資家から少額の資金を集めるクラウドファンディングが注目される。資金提供の対価として非上場企業の株式を受け取る株式投資型クラウドファンディングが2016年5月から解禁された。同年末までに163件の募集が行われ、シード段階のベンチャー企業による比較的小規模の資金調達で利用された。

また、2017年頃からは企業等が電子的にトークン（証票）を発行して、公衆から資金調達を行うICOが急増した。主としてシード段階のベンチャー企業等がICOを利用しているとされ、2017年7月にはエンジェル・シード段階のネット関連ベンチャー企業によるICOでの資金調達額がVCからの調達額を上回ったとの報告もある。ただし、詐欺が疑われる事案も数多く存在するとみられ、各国において規制枠組みの検討が行われている。米国においては、2017年7月、証券市場の規制監督機関であるSECがICOトークン等のデジタル資産の発行が証券法にいう投資契約にあたりうるという考え方を打ち出した。最近では、STO（Security Token Offering）と呼ばれる、有価証券としての規制に服することを前提としてトークンを発行する例もみられる。

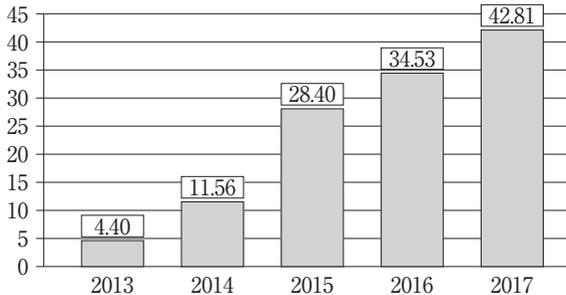
米国上場企業数の推移



〔出所〕 U.S. Department of Treasury [2017], *A Financial System That Creates Economic Opportunities: Capital Markets*, October, p. 21.

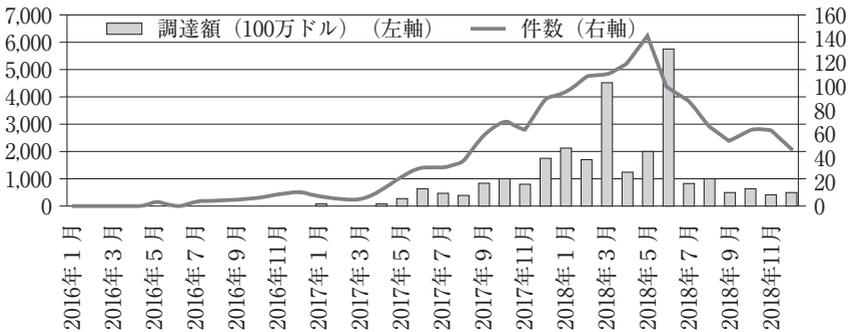
米国における代替的資金調達市場の規模

(10億ドル)



〔出所〕 Cambridge Centre for Alternative Finance [2018], *Reaching New Heights: The 3<sup>rd</sup> Americas Alternative Finance Industry Report*, December, p. 55より作成。

ICOによる資金調達の推移



〔出所〕 <https://www.coinschedule.com/>

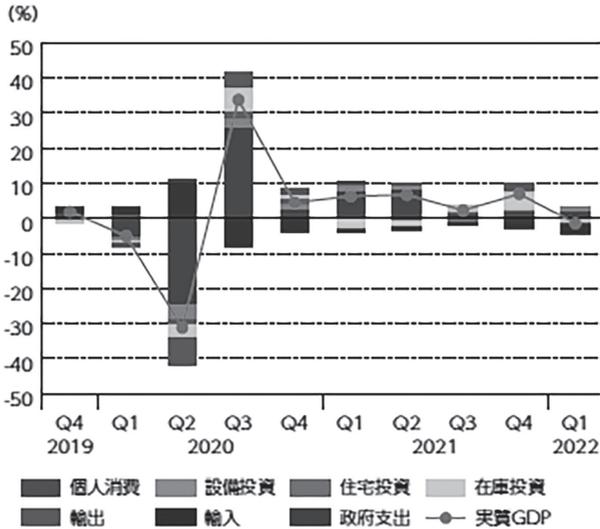
**20. パンデミック (COVID-19) の拡大と金融市場** 2019年12月に中国の武漢で発生した新型コロナ・ウイルス (COVID-19) は、瞬間に世界中に感染が拡大し、各国が相次いでロックダウン (都市封鎖) に踏み切り、不要不急の外出が禁止された。これによって、消費活動が停滞し、またグローバルなサプライチェーンが分断されることによって世界経済は深刻な停滞に追い込まれた。

こうした事態を受けて、アメリカ政府は3月13日に非常事態を宣言し、議会は3月27日に総額2.2兆ドルの財政出動を決定した。失業率は1月の3.6%から4月には1948年以来最悪の10.1%を記録した。株価はCOVID-19感染拡大のニュースを受けて2月19日から3月23日に42%下落したが、その後、政府の経済対策、FRBの金融対策によって7月10日までに37%上昇した。実質GDPは、2020年第1および第2四半期には5.1%、31.2%の減少になった。その後、民間の経済活動がやや落ち着きを取り戻し、実質GDPも同年第3四半期には33.8%の増加を記録し、21年末まで増加を記録した。

FRBは3月15日に金利 (フェデラル・ファンド・レート) を0-0.25%まで引き下げ、事実上のゼロ金利政策を採用した。また、3月27日の政府の2.2兆ドルの緊急経済対策に呼応して、予想される財務省証券発行額の増加に対する対策として、財務省証券とモーゲッジ担保証券 (MBS) の無制限の買入れを決定した。さらに、緊急事態に対応した対策を認めている連邦準備銀行法13(3)条に基づき、金融機関のみならず、企業、ファンドなどに対する債券の買入れと融資を行った。大企業に対する直接融資あるいは社債の直接引受、および既発社債と社債ETFの購入、中小企業向け融資および従業員の給与支払いのための融資に利用できるペイチェック・プロテクション・プログラム・リクイデティ・ファシリティ (PPPLF)、そして、州・地方政府発行の適格短期社債の購入 (ムニシパル・リクイデティ・ファシリティ (MLF)) を決定した。

この結果、FRBの保有資産は2020年から急増した。FRBは民間企業の社債の直接買入れや中小企業への融資にまで踏み込んだため、中央銀行の独立性を脅かしかねない「財政ファイナンス」、 「最後の貸し手」から「最初の貸し手」へという批判が起こった。

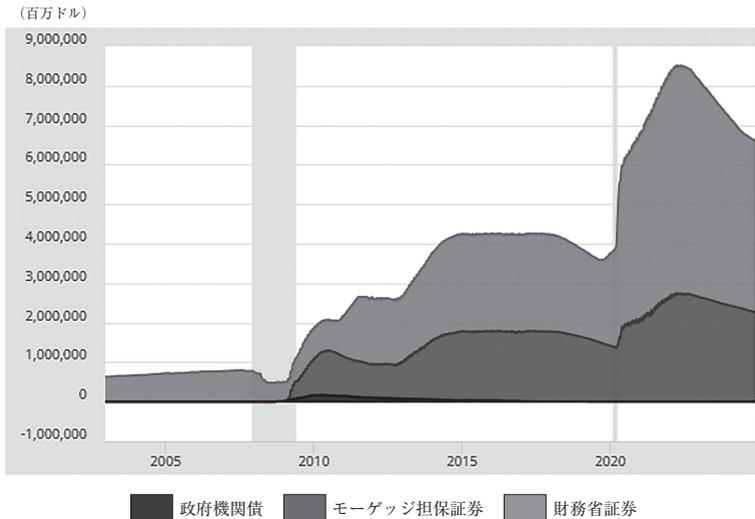
需要項目別実質 GDP 成長率



(資料) 米商務省, CEIC。

[出所] 経済産業省『通商白書』2022年版

FRBの保有資産額の推移



[出所] FRB

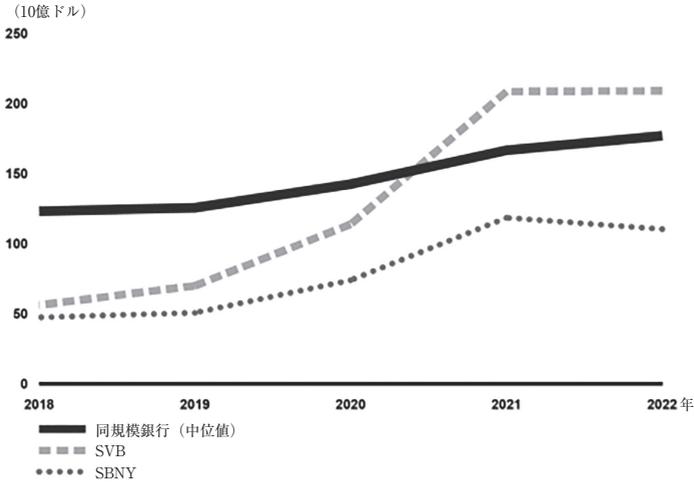
**21. 不安定な金融市場と銀行破綻の発生** パンデミックに対応した金融緩和により物価が上昇したため、FRBは2022年3月から数度にわたる利上げを行い、政策金利は23年7月には5.5%まで上昇した。短期間にこれだけ金利が上昇すれば、金融機関のリスク管理と流動性管理は非常に厳しくなる。案の定、23年3月から銀行破綻が相次ぐ事態となった。

最初は、シリコンバレー・バンク（SVB）の破綻である。SVBは1983年に創立された州法銀行であるが、名前が示すようにベンチャー・キャピタル（VC）やスタートアップを主要な顧客として業務を拡大してきた。特に1990年代後半からのITバブルの時期以降、資産規模を拡大し、2019年以降のIPO、SPACの急増により、その資金が同行に流入した。SVBフィナンシャル・グループ（SVBFG、持株会社）の資産総額は19年の710億ドルから22年にはその3倍の2120億ドルに急増した。しかし、預金は預金保険の対象とならない25万ドル以上の大口預金が8割を占めた。その2日後に破綻するニューヨーク州のシグネチャー・バンク（SBNY）もやはり80%強が預金保険で保証されていなかった。同規模の商業銀行の水準は31-41%であったから、両行がいかに大口預金の割合が高かったかが分かる。

FRBの金利引上げによって、SVBの預金の一部が引き出され、相対的に利回りが有利になったMMFへと流出した。これに対処するために、同行は保有債券を売却したが、多額の損失が計上された。その後も預金の流出は止まらなかったため、サンフランシスコ連銀（FRBSF）はFDIC（連邦預金保険公社）を管財人とする破綻処理を行った。FDICは金融不安を沈静化させるために、預金の全額を保護した。3月12日にはSBNYが資金ショートを起こし、FDICは同様の措置をとった。2001年設立のSBNYも19年頃よりVCへの融資など、プライベート・エクイティ投資とデジタル・アセット業務に進出し急成長を遂げた。5月には預金流出に見舞われた中堅銀行のファースト・リパブリック・バンク（FRB）が、JPモルガンチェースとバンク・オブ・アメリカなど大手銀行11行から300億ドルの預金預入の支援を受けた。

FRBSFとFDICは2018年頃から、これらの銀行に対して再三、リスク管理と流動性管理の強化を求めてきたが、結果的には銀行危機への対応に課題を残す結果となった。

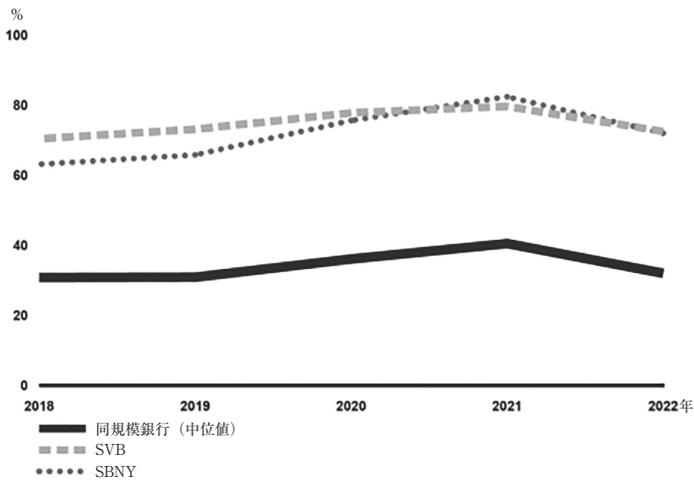
シリコン・バレー・バンク (SVB) とシグネチャー・バンク (SBNY) の資産額



(注) 同規模銀行は、2022年末に資産総額が1000億から2500億ドルの19銀行である。

〔出所〕 Government Accountability Office (GAO) [2023], *Bank Regulation: Preliminary Review of Agency Actions Related to March 2023 Bank Failures*, April.

SVB と SBNY の総資産に占める預金保険で保証されていない預金の割合



〔出所〕 GAO, *ibid.*