

米国における金融部門の収益拡大と資金循環構造の変化

—1980・90年代を中心に—

小倉 将志郎

要 旨

1980年代から1990年代の米国において、商業銀行や投資銀行・証券会社といった金融部門に多額の収益がもたらされ、金融部門は同時期のリーディング・セクターの一つとなった。こうした金融部門の収益拡大を生み出した要因の一つとして、同時期における証券関連業務、特に M&A 関連業務と資産運用関連業務の拡大が存在していた。本稿の課題はこのうち特に資産運用関連業務の拡大に着目し、その拡大の背景として1980年代以降進展した資金循環構造の変化＝直接金融への比重のシフトが存在していること、そしてこのシフトが特にミューチュアル・ファンドを介した新しい金融仲介の拡大によって促進された事実を正確に捉え直すとともに、その要因を探ることにある。

本稿の分析において、同時期の米国におけるミューチュアル・ファンドを介した新しい金融仲介が、商業銀行を介した伝統的金融仲介のシェアを蚕食しながら拡大できたのは、結局はミューチュアル・ファンドが家計に対しては銀行預金金利よりも高利回りを提供し、そこで集めた資金で企業が発行する銀行借入金利よりも低利の社債・CP を安定的に購入することができたからであることがわかった。また、ここでミューチュアル・ファンドが提供した高利回りは、特に年金基金、ミューチュアル・ファンドという家計資金を集中する2つの機関投資家が積極的に株式を購入することを一つの契機として生み出された、1990年代の株式市場ブームによるところが大きく、その意味で同時期に拡大した資金循環構造は株式市場への依存が非常に強いものであったといえる。

目 次

はじめに

I. 米国における金融部門の収益拡大と証券関連業務

II. 米国資金循環構造の変化

1. 家計の金融資産構成の変化

2. 企業の資金調達構成の変化

3. 金融仲介構造の変化

III. 新しい金融仲介主体拡大の背景

1. ミューチュアル・ファンド拡大の背景としての金利差

2. 株式市場ブームとミューチュアル・ファンド、年金基金の相互依存的進展

小括と展望

はじめに

1980年代から1990年代にかけて米国経済において金融が果たす役割が拡大した。家計による金融資産の取得が拡大するとともに金融所得への依存が強まり、同時に金融部門が米国の企業収益の大きな部分を生み出すようになった。1980年代以降の米国経済は、金融的な取引を活発化させ、金融部門をリーディング・セクターとする経済へ徐々に移行してきたといえる。

同時期の米国における金融部門の収益拡大に重要な役割を果たしたのが、証券関連業務の拡大であった。そうした証券関連業務に利益をもたらした要因の第一は、1980年代のM&Aブームである。M&Aブームを通じてM&A関連業務に巨額の利益が生み出された。そうしたM&Aブームに加え、特に1980年代後半以降の米国では「証券化に基づく資金循環構造の変化」が進展しており、そのことが証券関連業務の拡大を支える第二の要因である。証券関連業務拡大の背景としてM&Aブームの重要性を十分認識しつつ、本稿が焦点を当てるのは後者の資金循環構造の変化である。資金循環構造の変化とは、具体的には「家計の金融資産構成の変化」、「企業の資金調達構成の変化」、「金融仲介構造の変化」の3つである。そうした変化の過程で米国の資金循環構造は「直接金融型」にシフトするとともに、それは1990年代の株式市場ブームをもたらす基礎にもなり、一連の流れを通じて証券関連業務に多大な儲けが生み出されたものとする。本稿は、1980年代以降の米

国における金融部門の収益拡大という事実を足がかりとして導き出される、米国金融市場に生じた変化＝資金循環構造の変化を再整理し、その内実を示すことを課題とする。

同時期の米国資金循環の変化については多くの先行研究で言及されている。しかし、それらは銀行を巡る環境変化に関する議論の前提として触れる程度であることが多く、必ずしも資金循環の変化自体を明確に捉えたものではなかった。また先行研究ではそうした変化を、関連金融業務の拡大を通じた金融部門の収益拡大と結びつける視点も必ずしも持ち合わせていない。したがって、本稿において米国資金循環の変化を金融部門の収益拡大と結びつけた上で、それを「3つの変化」として正確に捉え直す作業には意味があるものとする¹⁾。

本稿ではまずⅠ項で米国経済における金融部門の収益拡大の概観を示し、Ⅱ項ではその背景の一つとして資金循環構造の変化が存在し、同時にミューチュアル・ファンドの拡大を通じた金融仲介構造の変化があった事実を示す。そしてⅢ項では、そうしたミューチュアル・ファンドを介した新たな金融仲介拡大の背景を示す。

Ⅰ. 米国における金融部門の収益拡大と証券関連業務

本項では1980年代以降の米国における金融部門の収益拡大が生み出された過程とその内実を確認する。まず金融部門の収益拡大の背景として、米国金融資産の大部分を保有する家計部門における金融活動の役割拡大を指摘する必要が

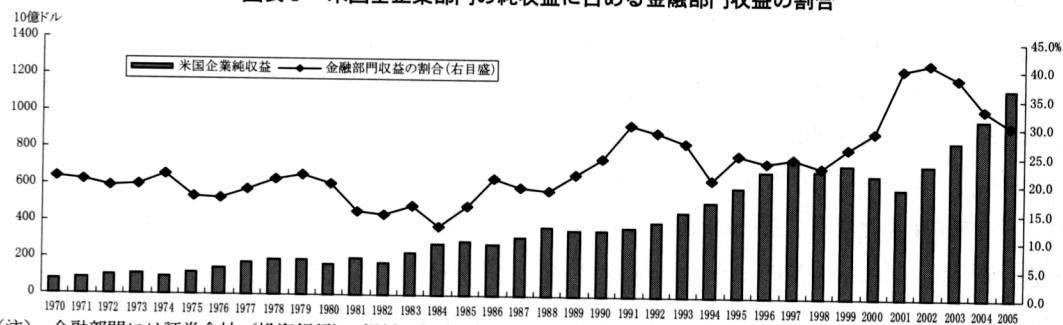
ある。米国の個人所得に占める金融資産保有に基づく所得、すなわち利子・配当所得のシェアは1970年代の11～12%前後から1980—90年代に16～18%前後まで上昇している²⁾。1980年代以降、米国において家計の金融所得への依存が高まっていることが分かる。

家計の金融所得依存の高まりは、金融資産取得が活発に行われるとともに、保有金融資産が生み出す利子・配当が拡大した結果であり、こうした家計における金融活動の活発化は金融資産の売買・仲介・管理・運用などを受け持つ、商業銀行、証券会社を中心とした金融部門の収益拡大に直結する。図表1によれば、金融部門

を含む米国の全企業部門が取得した純収益のうち、金融部門が取得した収益のシェアは1980年代半ば以降拡大傾向にあることが分かる³⁾。1980年代半ば以降金融部門が米国経済の「稼ぎ頭」となっていることが確認できる。

次に、そうした金融部門の収益拡大に具体的に金融部門のどの部分が寄与したのかについて、金融部門収益に占める商業銀行と証券会社(投資銀行含む)のシェア比較によって示そう⁴⁾。図表2によれば、1980—90年代に商業銀行と比較して、証券会社の収益シェアが拡大していることが分かる。つまりこの時期の金融部門の収益拡大に寄与したのは商業銀行よりも証

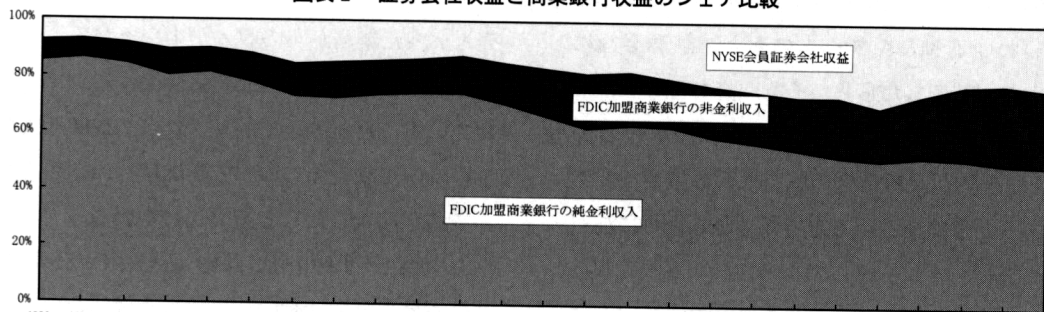
図表1 米国全企業部門の純収益に占める金融部門収益の割合



(注) 金融部門には証券会社(投資銀行)、銀行、保険会社、ファイナンス・カンパニー、ファンド会社、信託会社など金融活動に携わるすべての機関が含まれる。

(出所) Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, NIPA (<http://www.bea.gov/beatn/nipaweb/SelectTable.asp?Selected=N>) より作成

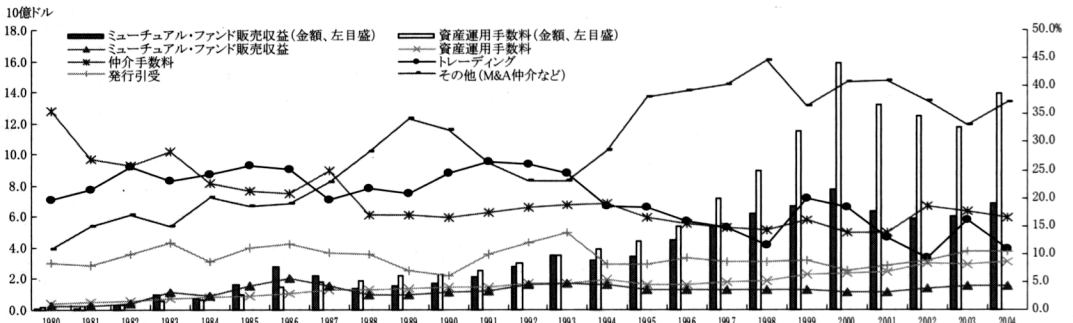
図表2 証券会社収益と商業銀行収益のシェア比較



(注) FDIC加盟商業銀行の総収益とNYSE会員証券会社の総収益を合計したものを100%とする。

(出所) Securities Industry Association (http://www.sia.com/research/other/qrt_res.xls) と Federal Deposit Insurance Corporation (<http://www2.fdic.gov/hsob/hsobRpt.asp>) より作成

図表3 NYSE 会員証券会社収益の内訳



〔出所〕 Securities Industry Association (http://www.sia.com/research/other/qrt_res.xls) より作成

券会社の方であり、そこからは証券会社の収益源としての証券関連業務の拡大を容易に想定できる。この点を確認するために証券会社収益の内訳をみよう。

図表3によれば、証券会社収益のうち、1980年代以降「仲介手数料」と「トレーディング収益」のシェアが減少傾向にある一方、「発行引受手数料」はほぼ安定的にシェアを保ち、「その他収益」、「ミューチュアル・ファンド販売収益」、「資産運用手数料」など比較的新しい収益形態が拡大傾向にある。特に「その他収益」と「資産運用手数料」の拡大が顕著であるが、前者はM&A 仲介手数料やデリバティブ取引手数料など、後者は個人・機関投資家向け資産運用・管理や投資顧問業務の収益が中心である⁵⁾。なかでもM&A 仲介手数料は、1980年代のいわゆるM&A ブームのもとで証券会社に多大な収益をもたらし、それ以降も証券会社の主要な収益源として定着した。1980年代のM&A ブームは金融部門の収益拡大の重要な要素であったといえる。一方で同図からさらに注目すべきは、ミューチュアル・ファンド販売収益と、年金基金・ミューチュアル・ファンドを含む機関投資家が主に顧客となる資産運用・管理、投資顧問サービス収益が金額ベースで拡大

しており、それらのシェアも緩やかな拡大傾向をみせている点である。これらを「資産運用関連業務」として一括した場合、金融部門の収益拡大のもう一つの要素として資産運用関連業務の存在が浮かび上がる。

一方で、金融部門の収益に占めるシェアを低下させている商業銀行に目をやると、その収益構造に大きな変化が生じていることが分かる。図表2によれば、商業銀行収益のうち、1980年代以降金利収入、すなわちいわゆる伝統的な商業銀行業務（預貸業務）からの収入のシェアが減少し、非金利収入が増加傾向にある。この非金利収入は、具体的には商業銀行に認められた範囲での非商業銀行業務、すなわちクレジット・ライン設定手数料、証券関連業務やデリバティブ、ミューチュアル・ファンドや保険の販売といった業務からの収入が中心となる。商業銀行が収益源を証券関連業務へ徐々にシフトさせていることが分かるが、これは、1980年代後半以降の規制緩和において商業銀行に認められる業務が拡大したことを反映している。

以上から、1980年代以降もたらされた米国経済における金融活動の活発化・金融依存度の上昇は金融部門の収益拡大に直結し、その大部分が商業銀行の伝統的預貸業務の拡大に由来する

ものではなく、証券関連業務の拡大によって生み出されたものであることが分かる。なかでも、特にM&A関連業務と資産運用関連業務が金融部門の収益源として拡大した。金融部門の収益拡大におけるM&A関連業務の重要性を認識しつつ、以下、特に資産運用関連業務の拡大に着目し、そこから導き出される同時期の米国金融市場における変化、すなわち資金循環構造・金融仲介構造の変化の内実を迫る。

II. 米国資金循環構造の変化

前項では、1980年代以降の米国における金融部門の収益拡大が資産運用関連業務の拡大を一つの重要な要素としていることを示したが、その背後には同時期の米国資金循環構造の変化という事実が存在している。米国では1970年代後半以降いわゆる証券化の過程を通じて直接金融への比重のシフトが生じた⁶⁾。歴史的に直接金融優位が指摘される米国金融システムにおいても、いわゆるグラス・スティーガル体制の下1970年代までは直接金融一辺倒ではなかった。1970年代までの資金循環構造における直接金融と間接金融のバランスは証券化を通じて崩れ、同時に金融仲介構造も大きく変化した。

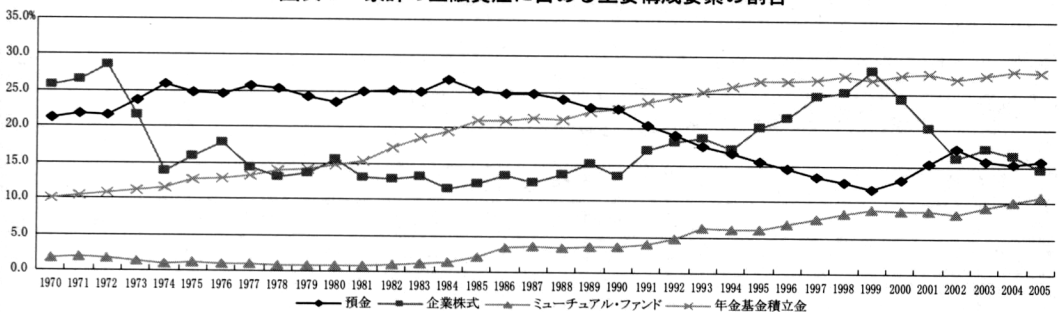
証券化の萌芽期である1970年代以降の米国資

金循環構造の変化の第一の要素は家計の金融資産構成の変化であり、第二の要素は企業の資金調達構成の変化である。そして、第三の要素がこれら2つの変化を結びつける金融仲介構造の変化である。本項ではこうした直接金融への新たな構造変化を分析し、資産運用関連業務を中心とする金融部門の収益拡大の内実を迫る⁷⁾。

1. 家計の金融資産構成の変化

まず資金循環構造の変化の第一の要素、すなわち家計の金融資産構成の変化に着目しよう。図表4によれば、家計の金融資産に占める預金のシェアは1980年代前半まで25%前後であったものが、1980年代半ば以降急速に低下している⁸⁾。その一方で1980年代から1990年代を中心にシェアを着実に伸ばしているのが年金基金積立金であり、1970年代に10%台前半であったそのシェアは1980年代半ばに20%を超えて預金を上回り、1990年代半ば以降は25%以上でトップを維持している。また1980年代半ば以降急速にシェアを拡大させているのがミューチュアル・ファンドであり、1990年代後半には10%近くまで上昇して預金に接近している⁹⁾。すなわち家計は1980年代半ば以降自らの保有する金融資産のうち、安全資産である銀行預金のシェアを縮小させて、証券市場と密接に結びついた、より

図表4 家計の金融資産に占める主要構成要素の割合



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System [2006] より作成

資産運用的な意味合いの強い年金基金、ミューチュアル・ファンドのシェアを確実に拡大させている。

2. 企業の資金調達構成の変化

資金循環構造の変化の第二の要素は、企業の資金調達に関するものである¹⁰⁾。企業の資金調達は、他人資本（負債）である借入または債券発行（社債やCP）と、自己資本である株式発行とで区別される。まず前者からみていこう。企業部門の負債性手段に占めるシェアを示した図表5によれば、企業は銀行借入のシェアを1980年代前半まで20%台後半で維持した後、1980年代半ば以降20%を切るところまで低下させている¹¹⁾。それに対し1980年代までシェアを拡大させたのが銀行以外の金融機関からの借入（その他の融資・貸付）であるが、それも1990年代以降シェアを縮小させている¹²⁾。金融機関借入全体がシェアを低下させる一方で、長短の債券発行による資金調達は同時期を通じて拡大した。社債とCPのシェアの変化をみると、社債は1970年代から40%台でトップのシェアを占めていたが、1980年代半ばにかけて30%台半ばまでシェアを低下させた後、1980年代半ば以降シェアを急速に拡大させ、1990年代には40%台後半に達している。CPは1970年代から1990年

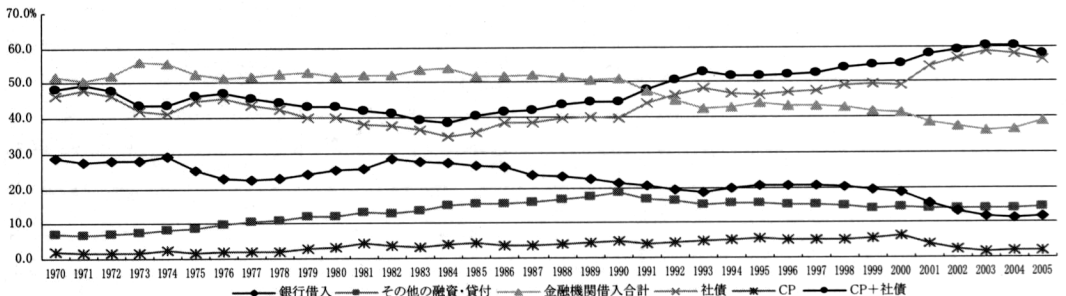
代まで規模は小さいもののほぼ一貫してそのシェアを着実に拡大させ、1990年代半ばに5%を超えている¹³⁾。1980年代半ば以降、企業は資金調達手段を銀行借入から長短の債券発行へ移していることが分かる。

他方、株式発行を含む企業の外部資金調達全般をみると、負債性手段による資金調達は特に1980年代後半と1990年代後半に大きく拡大するなどほぼ一貫してプラス値を示す一方で、新規株式発行による資金調達は1970年代以降殆どゼロに近い値で、1980年代半ば以降はほぼ一貫してマイナス値で推移している¹⁴⁾。ネットでマイナス値を示すということは、新規発行された株式総額よりも、償却された額の方が大きいことを意味する。つまり資金循環勘定上は、同時期を通じて企業部門全体で株式発行は殆ど資金調達機能を果たしていなかったといえる¹⁵⁾。

3. 金融仲介構造の変化

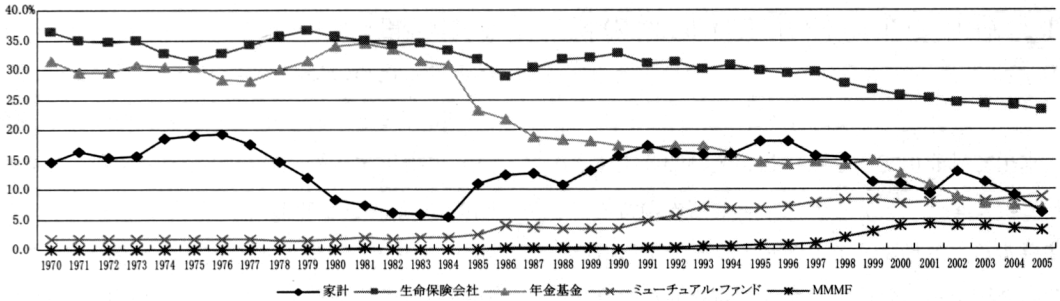
1980年代半ば以降、企業は資金調達における銀行借入と株式発行のシェアを縮小させ、社債とCP発行を拡大させたことを確認したが、同時期に拡大した社債やCPはどのような主体が保有しているのか。まず図表6は社債の保有主体別シェアを示したものである¹⁶⁾。1980年代半ば以降、従来の主要保有主体であった生命保険

図表5 企業の負債性手段に占める主要構成要素の割合



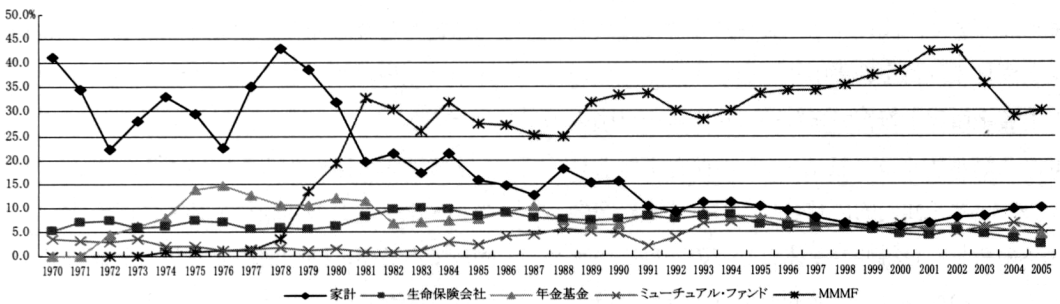
(出所) 図表4と同じ

図表 6 社債保有主体別割合



(出所) 図表 4 と同じ

図表 7 CP 保有主体別割合



(出所) 図表 4 と同じ

会社と年金基金はそのシェアを徐々に低下させ、一方でそれまで殆ど社債を保有していなかったミューチュアル・ファンド（MMMF含む）がシェアを徐々に拡大させている。生命保険会社が最大保有主体であることに変わりはないが、ミューチュアル・ファンドの地位の高まりが確認できる。次に図表7はCPの保有主体別シェアを示したものである。CP保有主体は、1970年代末から急速にシェアを拡大させたMMMFが25%以上を占める最大保有者となっている。その他では、特にシェアを傾向的に拡大させているのがミューチュアル・ファンドである。

1980年代半ば以降、企業の資金調達手段としてシェアを拡大させた社債・CPの保有主体として、MMMFを含むミューチュアル・ファンドが地位を高めていることが分かった。そして

上述のように同時期に家計はミューチュアル・ファンド保有を拡大させている。ここにおいて、同時期における「家計→ミューチュアル・ファンド→企業」という金融仲介構造の拡大を看とることができ、これが同時期の資金循環構造の変化の第三の要素である。

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

Ⅲ. 新しい金融仲介主体拡大の背景

本項では前項で示した新しい金融仲介主体としてのミューチュアル・ファンド拡大の背景に注目する¹⁷⁾。ミューチュアル・ファンドは同時期の直接金融への比重シフトの直接的な推進主体であると考えられ、同時にI項で示したとおりその拡大が金融部門の収益拡大の一要素でもある。一方で、図表4でミューチュアル・ファンド同様家計資金を集中している年金基金の存在も資金循環上無視できない。年金基金は図表6, 7が示すように社債・CPの保有主体としてのシェアを傾向的に減らしており、直接金融化への新しい金融仲介主体としての寄与という点ではその役割は「直接的」には大きいとはいえない。しかし、後述するように年金基金はミューチュアル・ファンドに絡む形で直接金融へのシフトの「間接的」推進主体として重要な存在である。以下、本項ではミューチュアル・ファンドを介した新たな金融仲介の下での直接金融へのシフトがなぜ可能となったのか、その原因をさらに問い詰める。

1. ミューチュアル・ファンド拡大の背景としての金利差

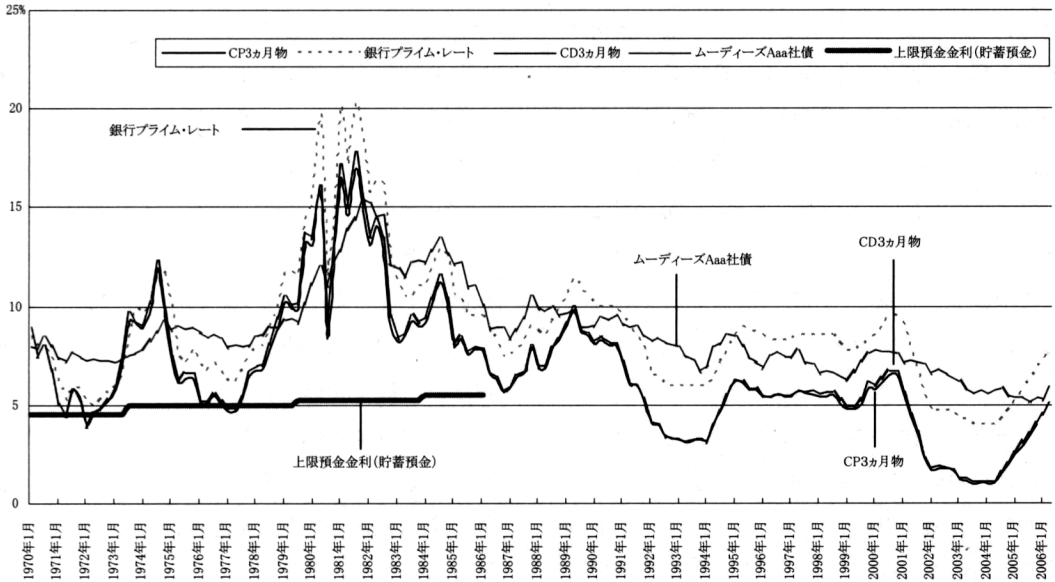
ミューチュアル・ファンドの拡大は高利回り提供以外に、それ独自の「魅力」によっても説明される。そこで言われる「魅力」とは、たとえばファンドの販売窓口やファンド種類の急増による「顧客利便性」の向上、電話一本での即時償還性に基づく「流動性」、殆ど元本割れのない MMMF などにおける「安全性」などである¹⁸⁾。そうしたミューチュアル・ファンドの

スキームとしての優位性は重要であるが、それが直接金融シフトを推進する新たな金融仲介主体となるための最も本質的・根本的な条件は、第一にミューチュアル・ファンドが投資家（家計）に提供する利回りが銀行預金金利よりも傾向的に高いことであり、第二にミューチュアル・ファンドが購入する企業の社債・CPの金利が銀行借入金金利よりも傾向的に低いことである。この2つの条件が満たされることで初めて、ミューチュアル・ファンドは商業銀行に代わる新たな金融仲介主体になり得る¹⁹⁾。1980年代半ば以降において実際にこれらの条件は成立したのか。

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

ミューチュアル・ファンドと預金の利回り格差からミューチュアル・ファンドに家計資金が流入した初期的事例として、1960から70年代に発生したディスインターメディエーションが挙げられる。1960年代半ば以降、断続的にベトナム戦争への軍事支出や大型減税を通じたインフレ率上昇を背景に金利が高騰した際、FRBによる上限預金金利規制（regulation-Q）下にある各種銀行預金から家計や企業の資金が流出し、ユーロダラー預金やCD、CP、社債、ミューチュアル・ファンドといった長・短市場金利を反映した金融商品へ流入した（図表8参照）。特にミューチュアル・ファンドの一種で短期金融商品を中心に運用する MMMF は、1971年の登場以来1970年代半ば頃からその高利回りに加えて、投資単位も小口であったために、預金に代替するものとして家計資金を大いに吸収した²⁰⁾。

図表 8 長期・短期の代表的な金利



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

1980年代以降は MMMF に加えて1980年代後半に債券中心に運用する債券ファンド、1990年代に株式中心に運用する株式ファンドがその高利回り提供によって家計資金を吸収した。株式ファンドと債券ファンドが投資家に支払った分配金をみると、1980年代半ばから1990年代初めまでは金利下落・債券価格上昇を背景に債券ファンドによる配当分配が安定的に投資家に支払われ、1990年代後半には株式市場ブームを背景に特に株式ファンドのキャピタルゲイン分配の形で投資家に支払われる金額が急拡大している²¹⁾。ここで示した分配金の他に投資家はファンド持分償還によって、持分の購入時価格（純資産価格）より償還時価格が上昇していればそのキャピタルゲインも得る。これら分配金と実現キャピタルゲインを合わせたミューチュアル・ファンドの益回りは非常に高かったものと想定される²²⁾。それらは1980年代前半以降一貫して低下し続けた銀行預金金利（図表8参照。

家計の貯蓄預金・定期預金金利は図で示されるCD金利より傾向的に低い）と比べても、十分魅力的であったと考えられる²³⁾。

次に後者の条件を見よう。銀行借入と社債・CPの金利スプレッドは企業にとって長短の資金調達コストの差異を示す。図表8は代表的な金利を示したものである。まず短期資金についてみると、銀行借入金利を代表するプライム・レート（図では1年満期物）が一貫してCP金利より高い値を示しており、さらに両金利のスプレッドは拡大傾向にあることが見てとれる。1982年以降、長短金利が下落し、一方銀行も1970年代末以降プライム・レート以下の金利での貸出も行うようになってはいたが、1980年以降の上限預金金利の漸次撤廃に伴う銀行の資金調達コスト上昇を背景に、全体的な金利スプレッドは高止まりしていたといえる。こうした条件下で企業はCP発行によって銀行借入より低コストで短期資金を調達できる。長期資金に

についても、長期貸出金利は短期貸出金利よりも数%高く、社債金利と比較してもやはり金利は上回る傾向にある。企業による社債発行は特に1982年以降の一般的金利低下・起債条件の緩和を利用して急拡大した。一方で銀行長期貸出金利の高止まりについては短期貸出金利と同様である。

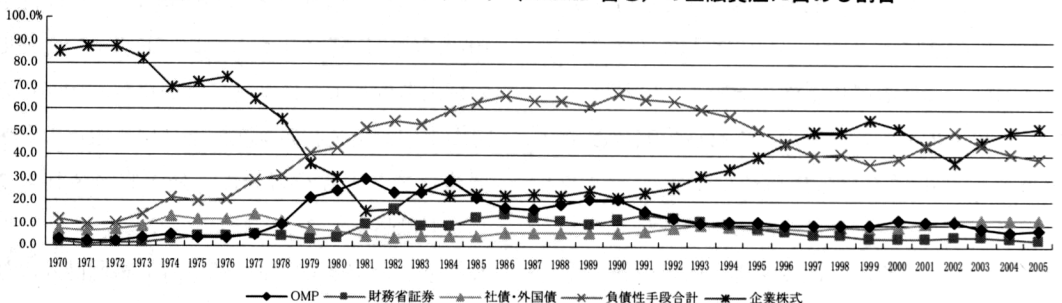
このように社債・CP金利は特に1980年代以降ほぼ一貫して、銀行借入金利よりも企業にとって一般的・傾向的に望ましかったといえる。一方で金利が高くて銀行借入を利用する理由は、銀行による企業独自の資金ニーズへの弾力的で多様な対応、各種情報・助言、信用逼迫期の信用供与などのメリットが存在するからである。逆に社債・CP発行には金利以外のコストが伴う。たとえばCP発行には、格付サービスに対する手数料や、銀行のクレジット・ライン設定のための保証預金・手数料、さらに事務処理を引き受ける銀行に対する手数料、ディーラーを通さず自ら発行・売出しを行う場合その事務コストなどの非金利コストが伴う²⁴⁾。これは社債においてもほぼ同様であり、企業は1980年代以降これら非金利コストを考慮してもなお資金調達コストは銀行借入よりも社債・CPのほうが望ましいものと捉えたといえる²⁵⁾。

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

2. 株式市場ブームとミューチュアル・ファンド、年金基金の相互依存的進展

ミューチュアル・ファンドはその高利回り提供と安定的な社債・CP購入によって新たな金融仲介主体として、1980年代以降の直接金融への比重シフトの推進主体となった。一方で、ミューチュアル・ファンドの拡大とそれが提供した高利回り（前述の第一条件）には、特に1990年代におけるいわゆる株式市場ブームと、図表4で示される家計資金の年金基金とミューチュアル・ファンドへの流入拡大とが相互依存

図表9 ミューチュアル・ファンド（ MMMF 含む）の金融資産に占める割合



(出所) 図表4と同じ

的に進展していたことが大きく関連していた。

まずミューチュアル・ファンド（ MMMF を含む）の金融資産構成を示した図表 9 をみると、その運用先の最大部分がほぼ一貫して株式であり、特に1990年代に急拡大していることが分かる。つまり、家計資金のますます多くの部分がミューチュアル・ファンドを通して株式に向かっているにもかかわらず、上述のようにこれらは企業の株式発行による資金調達とは結びつかない。

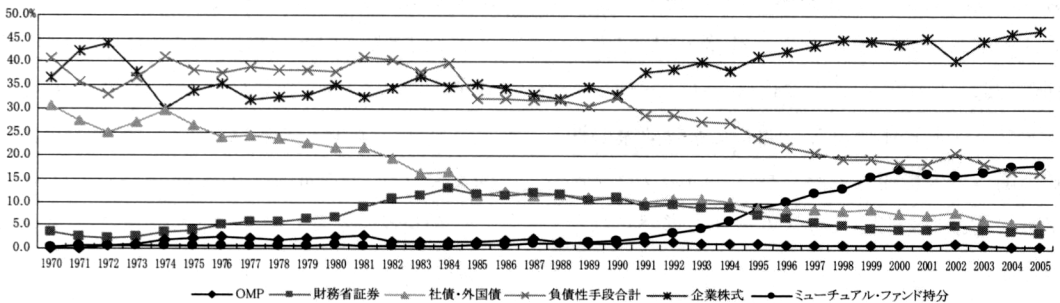
それではこの株式への資金フローはどこに向かっているかという、それは株式発行市場ではなく流通市場に流入している。周知のとおり1990年代に主要株価指数は上昇し続け、米国株式市場はブームを経験した。これは株式流通市場において株式が活発に取引されたことによるが、株式流通市場での取引主体として中心的役割を担ったのがミューチュアル・ファンドであった。ファンドの種類別にみても、やはり1990年代以降株式を中心に運用する株式ファンドの金融資産が急拡大している²⁶⁾。株式ファンドは1990年代の株式市場ブームを背景に家計に高利回りを提供することができた。この株式ファンドの高利回りをもとに、債券ファンドや MMMF といった、社債・CP 購入によって金融仲介に直接関与するその他のファンドも含む

ミューチュアル・ファンド全体の拡大が波及的にもたらされ、これによって、上述のミューチュアル・ファンドを介した直接金融への比重シフトがよりスムーズに進展したと考えられる。逆に、ミューチュアル・ファンドを経由した家計資金の株式市場流入が同時期の株式市場ブームの大きな要因の一つでもあった。

さらに、ミューチュアル・ファンドから株式市場への資金流入を促進した重要な要因として、ミューチュアル・ファンド購入主体としての年金資金の存在を指摘できる。上述のように年金基金は1990年代以降家計の金融資産に占めるシェアのトップを占めている²⁷⁾。年金基金の金融資産構成を示した図表10によれば、年金基金は1990年代に株式投資を拡大させるとともに、その金融資産に占めるミューチュアル・ファンド保有部分を急拡大させている。

たとえば、年金基金拡大の要因としてしばしば指摘される確定拠出型401k プランでは、雇用主が従業員に対して提供する投資選択肢の中でミューチュアル・ファンド、特に株式ファンドが大きな位置を占めるようになってきている²⁸⁾。年金基金は長期的な資産運用を目的にするため、短期的な価格変動によってファンドを解約・償還することが少ないため、ミューチュアル・ファンドの安定拡大に重要な役割を果たし

図表10 年金基金（民間・公務員）の金融資産に占める割合



〔出所〕 図表 4 と同じ

た²⁹⁾。年金基金は自ら株式流通市場で積極的な購入主体として株式市場ブームを促進するとともに、ミューチュアル・ファンドの安定購入主体として直接金融への比重シフトの「間接的」推進主体となったともいえる。同時に年金基金にかかわる資産の運用・管理、投資顧問業務などもI項で示した資産運用関連業務の拡大に重要な役割を果たした。

以上のように、ミューチュアル・ファンドが新たな金融仲介主体となる第一条件=家計への高利回り提供は、特に1990年代の株式市場ブームの存在が重要な要因となっており、またこの株式市場ブームはミューチュアル・ファンドと年金基金という家計資金を集中する二大資金が株式流通市場に大量に流入したことを一つの重要な要因としていた。こうした絡み合いの下でミューチュアル・ファンドが新たな金融仲介主体になる第一条件が満たされたといえる³⁰⁾。

小括と展望

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

最後に、本稿では米国金融市場において生じ

た変化とその背景を捉えることができたが、そのことが米国経済ならびに米国金融システムにとっていかなる意味をもつのかについては触れることができなかった。以下に、本稿の分析と関連すると思われる重要な論点を今後の検討課題として二点挙げておこう。第一は、ミューチュアル・ファンドの拡大を金融市場の「不安定性」と結びつける議論の検討である。それらによれば、ファンドの保有証券の価格、特に株価の暴落時にファンドから大量資金流出が生じる可能性が、金融市場や実体経済を潜在的に不安定化させているおそれがある。本稿で示したとおりミューチュアル・ファンドへの家計資金流入は株式市場の好調さに大きく依存しており、株式市場崩壊時に大量資金流出が生じ、それによって資金循環が滞る可能性も否定はできない。一方で逆にミューチュアル・ファンドは株価暴落時の資金流出に対して強いシステムを有するという議論もあり、これらミューチュアル・ファンドと金融市場の「不安定性」については、さらに検討する必要がある。

第二は、資産運用関連業務とともに同時期の金融部門の収益拡大に大きく寄与したM&A関連業務についてである。1980年代のM&Aブームの下でM&A仲介業務や、それと関連した証券ビジネスが証券会社・投資銀行に多額の利益をもたらしたことは指摘した。こうしたM&Aに関連する大量の資金がどこからもたらされたのか、なぜこれほどまでに巨額の利益を生み出すことができたのか、本稿で示したミューチュアル・ファンドや年金基金の拡大とM&Aブームに何らかの関連があったのかなど、分析を深めていくべき論点が多数残されている。

注

- 1) 同時期の米国資金循環の変化に関して、銀行を巡る環境変化を議論する立場（いわゆる「銀行業衰退論」）から言及した先行研究の一例として、Wheelock [1993], Kaufman and Mote [1994], Berger et al [1995], Edwards [1996], 勝 [1997], 添田 [1998], Wilmarth [2002] などが挙げられよう。
- 2) Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, NIPA (<http://www.bea.gov/bea/dn/nipaweb/SelectTable.asp?Selected=N>)より。
- 3) Krippner [2005] は「全企業部門収益に占める金融部門収益のシェア拡大」に加え、同時期の「非金融企業の収益に占める金利、配当、キャピタルゲイン収益のシェア拡大」を確認し、これらが米国経済の「金融化 (Financialization)」を示す指標であるとする。
- 4) 投資銀行と証券会社の一般的な区別としては、証券関連業務のうち大口投資家・企業向けホールセール業務を中心に行う大規模業者が投資銀行であり、狭義には個人向けブローカー・ディーラー業務を中心に行う比較的小規模なリテール業者、広義には投資銀行を含む証券関連業者全体が証券会社である。
- 5) Securities Industry Association, *User Guide to SIA's Securities Industry Databank* (<http://www.sia.com/research/pdf/dbug.pdf>)より。
- 6) 「間接金融」、「直接金融」の捉え方・範囲については諸説存在する（たとえば日向野 [1982] 参照）ことを認識した上で、本稿では銀行経由のいわゆる「間接金融」との対比において、ミューチュアル・ファンドや年金基金を経由する金融仲介が「直接金融」に含まれるものと捉えて議論を進める。またここで述べる「証券化」とは、個人の金融資産に占める証券形態の資産の比率が上昇するとともに、企業の資金調達手段に占める証券形態手段の比率が上昇する状況を指し、1980年代以降急増したいわゆる「貸出債権の証券化」とは区別される。
- 7) 数値は基本的に年度末のストック値で、名目値をとる。
- 8) 家計部門の保有する総預金残高は1970年代以降、ほぼ一貫して拡大している。一方こうした拡大に1980年代以降特に貢献したのがマネー・マーケット・ミューチュアル・ファンド (MMMF) の拡大であった (*Flow of Funds Accounts of the United States* (以下、資金循環勘定) B.100で預金に分類される)。
- 9) フローで見ると1970年代以降ほぼ一貫して家計は企業株式を売り越している (資金循環勘定 F.100)。
- 10) 1980年代以降の企業の資金調達状況は、一方で内部資金が年々充実しているにもかかわらず、他方で負債による外部資金調達が積極的に行われている。企業の内部資金は、1970年代と1990年代中心に順調に拡大した企業収益と年々積み上がる減価償却積立金を背景に1970年代以降着実に増加し、企業の外部資金依存を示すファイナンス・ギャップ (資本支出額 - 内部資金 - 在庫評価調整) は2000年前後を除きほぼ一貫して低い値を示している (資金循環勘定 F.102)。
- 11) 企業部門の総銀行借入残高はほぼ一貫して増大している (資金循環勘定 B.102)。
- 12) 銀行以外の金融機関からの借入の主な貸出主体はファイナンス・カンパニーである (資金循環勘定 L.216)。ファイナンス・カンパニーと銀行の競合関係については D'Arista and Schlesinger [1993] を参照。
- 13) CP は短期資金調達手段 (通常1ヵ月物や3ヵ月物が中心) であるため、その残高が年度末時点で記録されない可能性があることも考慮する必要があり、この点は商業銀行の短期融資に関しても同様である。
- 14) 資金循環勘定 F.102。
- 15) 株式発行マイナス要因としては、株式の償却、金庫株化、上場廃止などがある。株式償却・金庫株化は企業による自社株買いや M&A (買収先企業の非公開化) の過程で実行された (磯谷 [1997] 8-13頁)。一方で、グロスでみた場合は同時期に株式発行・IPO はある程度なされている (総引受額でみて1980年代平均で年約300億ドル、1990年代平均で約1150億ドル。比較のために付け加えれば、社債の総引受額はそれぞれ約1300億ドル、約9200億ドル。SIA [2002] pp.24-25より)。つまりこの時期の企業部門は、有力な投資先を見つけられず内部資金を自社株買いや M&A に利用して株式発行純減に寄与した大企業・成熟企業と、株式発行・IPO による資金調達が積極的に行った成長企業・新興企業に二極化していたと捉え、前者の規模が後者を上回ったと理解すべきである。
- 16) 資金循環勘定上、社債は「社債・外国債」、CP は「オープン・マーケット・ペーパー (OMP)」に分類されるが、「社債・外国債」のうち一貫して9割以上を社債、「OMP」のうち一貫して8割以上をCPが占める (残りはBA: 銀行引受手形) ため、「社債・外国債」は社債、「OMP」はCPの近似値として示す。
- 17) ミューチュアル・ファンドを新しい金融仲介主体として捉えて分析しているものとして、Mack [1993], 永田 [1995a,b], 勝 [1997] などが挙げられる。これらの分析と本稿の違いはその拡大の根本的な要因として「金利差」に着目して分析している点である。
- 18) ミューチュアル・ファンドはオープン・エンド型投資信託 (会社形式) であり、いつでもその持分の解約・償還 = ファンド会社への時価売却が可能であるため、高い流動性を備えた金融商品である。それは「規模の経済」を働かせることで売買手数料や情報収集といった証券投資コストを引き下げ、個々の家計では実行不可能な金融的に高度で専門性の高いリサーチ機能を駆使して分散投資を行うことによって高い安全性と利回りを実現する (永田 [1995a] 109-110頁, 三谷 [2003] 24-25頁)。さらに多くの証券会社や商業銀行などが窓口販売を行っており、顧客利便性も非常に高い。1970年代以降はファンドの種類・数が激増するとともに、多数のファンドを抱え顧客によるファンド間資金移動の手数料をとらないファンド・ファミリーが急成長した (ICI [2005] p.63, 三谷 [2003] 57頁)。これらの理由からミューチュアル・ファンドは家計資金を捉えたが、これは特に1980年代以降のいわゆるベビー・ブーマー世代の、老後の資金のための蓄積行動と密接に関連している。
- 19) このように本稿では金融仲介主体としてのミューチュアル・ファンド拡大の要因として、事実としての金利差

の存在に注目している。一方で、金融仲介に関する理論からは同時期の金融仲介構造の変化はどのように捉えられるだろうか。金融仲介理論の展開を追うことは本稿の課題ではないため理論的な分析は行わないが、池尾 [1989]、内田 [1997] などの簡潔なサーベイに従えば、現在の金融仲介理論の中心となるのは、資金の出し手と資金の取り手の間の事前・事後の「情報の非対称性」の存在である。それによれば、商業銀行の存在意義は単なる「資金提供」ではなく主に「情報生産機能」とその費用負担における優位性にあるとされる。一方でそうした立場からは、情報の非対称性の改善こそが直接金融への比重シフトならびに金融仲介の変化を説明する最大の要因となろう。情報が完全で効率的な市場を前提とすれば、直接金融取引での取り手の情報は格付制度や財務諸表などによって開示され、取り手のリスクは理論的には発行債券の金利に反映される。したがって、こうした市場においては資金の出し手はそれらの情報を自ら比較・分析して取り手の発行する債券を直接購入することが合理的であり、商業銀行やミューチュアル・ファンドといった金融仲介主体の存在意義は否定される。しかしこのような市場は、1970年代以降の情報・通信技術革新などのもとで情報の非対称性の改善が一定程度進んだ米国金融市場を説明する上でも未だ非現実的な想定である。また、たとえ情報が完全に開示されたとしても資金の出し手にはそれらを比較・分析する時間的・能力的制限がある。したがって、ミューチュアル・ファンドは直接金融へのシフトを進める米国金融市場において、注18で言及した独自の優位性によって資金の出し手と取り手の間の仲介主体としての存在意義が認められることになろう。

- 20) ディスインターメディエーションや上限預金金利規制については、添田 [1998] が詳しい。銀行預金を代替する比較的 안전한短期金融資産 (CP, TB, CD など) は最低投資単位が大きく (CP で10万ドルから20万ドル)、小口預金を吸収するにいたらなかった。最低投資単位が500ドルから1000ドルの MMMF の登場こそが銀行の預金流出に拍車をかけた (添田 [1998] 151-153頁)。一方で上限預金金利は1980年預金金融機関規制緩和・通貨管理法 (DIDMCA) 以降、86年までに段階的に撤廃されたが、一度定着したミューチュアル・ファンドへの資金の流れは拡大し続けた。
- 21) 配当分配は、ファンドのポートフォリオにおける証券から得られる金利や配当とネットの短期ゲインからファンドの支出を引いたものであり、キャピタルゲイン分配は、1年以上ポートフォリオに保有している証券の売却から得られるファンドのネットのゲインである (ICI [2005] pp.18-19)。また、こうして投資家に分配金として還元された資金の大部分がミューチュアル・ファンドに再投資されており、この資金選流がミューチュアル・ファンド拡大を支えている (ICI [2005] pp.88-89)。
- 22) 分配金増加とファンドの純資産価格減少はリンクするため、純資産価格の増加分をすべて分配金に回してしまえば原理的にはキャピタルゲインは得られない。また同時期の分配金利回りを示す一例として米国の主要なファンド会社である Fidelity 社のファンドを取り上げると、

代表的な国内大企業向け株式ファンド Fidelity Equity-Income (1966年募集開始) の利回りは1980年代後半から1990年代には10%を大きく超え、代表的な債券ファンド Fidelity Investment Grade Bond (1971年募集開始) の利回りは1980年代後半に10%、1990年代にも5%を超えていた (<https://www.fidelity.com>)。また MMMF に関しては、1990年代に銀行の MMDA (決済性を有した利付預金勘定) と比較してほぼ一貫して1~3%のプラスの金利スプレッドを保った (ICI [2005] pp.132-134)。ただし、ここでの利回りには関連する諸手数料が考慮されていないことには十分注意しなければならない。

- 23) 金利差以外に1980年代後半から1990年代前半に生じた銀行・S&Lの大量破綻を通じた金融システム不安・預金保険制度の動揺も、銀行預金の安全性に対する不安を大衆に生じさせ、ミューチュアル・ファンド拡大に間接的に寄与した。1990年代前半には家計の預金が一時的にフローで流出 (残高が下落) している (資金循環勘定 B.100)。
- 24) 添田 [2002] 167頁。
- 25) こうした資金調達コストの優位性以外に社債・CPによる資金調達シェアが拡大した理由として、1980年代のジャンク・ボンド市場の盛行に伴う、無格付・低格付企業による M&A や純粋な資金調達目的での債券発行の増大が挙げられよう。また、ファイナンス・カンパニーや外国銀行による米銀の市場蚕食と1980年代後半から1990年代前半の高リスク融資の不良債権化・金融システム危機、自己資本比率規制の厳格化などに伴う、銀行の貸出抑制 (credit crunch) と一部大銀行の証券市場業務への進出なども相対的に社債・CP発行のシェアを高めたと言える。最近の銀行を巡る競争激化と銀行の業務展開については、Wilmarth [2002] などを参照。
- 26) ICI [2005] p.61。
- 27) 年金基金の一般的拡大については Poterba [1997] などを参照。
- 28) 植草監訳 [2001] 35-38頁。1996年時点で401k 資金の3分の2がミューチュアル・ファンドや自社株の購入を通じて株式に流入していた。
- 29) 三谷 [2003] 30-31頁。
- 30) 年金基金、ミューチュアル・ファンドと株式市場の関係については、Fortune [1997] [1998], Engen and Lehnert [2000], Shiller [2000], 三谷 [2003] などを参照。

参考文献

- 池尾和人 [1989], 「金融仲介理論の新展開」『応用ミクロ経済学』, 伊藤元重・西村和雄編, 東京大学出版会, 55-88頁。
- 磯谷玲 [1997], 『80年代アメリカの金融変革』, 日本経済評論社。

- 伊豆久 [2001], 「自社株買いについて」『証研レポート』1597号, 日本証券経済研究所, 8月, 11-19頁。
- 内田浩史 [1997], 「金融取引における金融仲介機関と資本市場」『金融経済研究』第13・14号, 日本金融学会, 11月, 32-43頁。
- 数阪孝志 [1991], 『アメリカ商業銀行の多角的展開』, 東洋経済新報社。
- 勝悦子 [1997], 「金融ビッグバン後のわが国金融サービス業」『FRI review』vol.1no.3, 富士通総研経済研究所, 10月, 60-80頁。
- 添田利光 [1998], 「アメリカ商業銀行の預金業務をめぐる環境変化について(1965-1985年)ー銀行業衰退論研究の予備的作業としてー」『商学論叢』第40巻第1・2号, 中央大学商学研究会, 12月, 137-162頁。
- [2002], 「アメリカ商業銀行の大企業向け貸出をめぐる環境変化」『商学論叢』第43巻第1号, 中央大学商学研究会, 2月, 149-175頁。
- 永田裕司 [1995a,b], 「米国のミューチュアル・ファンドと金融仲介(上・下)」『福岡大学商学論叢』第40巻第1・2号, 福岡大学研究推進部, (上) 6月, 97-123頁, (下) 9月, 275-306頁。
- 日向野幹也 [1982], 「金融仲介理論の有効性ー語源的・学説史的考察」『季刊現代経済』50号, 現代経済研究会, 10月, 111-123頁。
- 三谷進 [2003], 「アメリカ金融市場の発展と投資信託システムー1990年代を中心にー」『名城論叢』第4巻第2号, 名城大学経済・経営学会, 11月, 21-74頁。
- Berger, A.N., Kashyap, A.K., and J.M. Scalise [1995], "The Transforming of the U.S. Banking Industry: What a long, Strange Trip It's Been", *Brookings Papers on Economic Activities*, 2:1995, pp.55-131.
- Board of Governors of the Federal Reserve System [2006], *Flow of Funds Accounts of the United States, 1965-1974, 1975-1984, 1985-1994, 1995-2005*(ReleaseDate: June8, 2006, <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/data.htm>)
- D'Arista, J. and T. Schlesinger [1993], "Parallel Banking System" in G.A. Dymski, G. Epstein and R. Pollin eds., *Transforming the U.S. Financial System: Equity and Efficiency for the 21st Century*, M.E. Sharpe, Inc. (原田善教監訳 [2001], 『アメリカ金融システムの転換』, 日本経済評論社, 189-238頁)
- Edwards, F.R. [1996], *THE NEW FINANCE, Regulation & Financial Stability*, The AEI Press, Washington D.C. (家森信善他訳 [1998], 『金融業の将来』, 東洋経済新報社)
- Engen, E.M. and A. Lehnert [2000], "Mutual Funds and U.S. Equity Market", *Federal Reserve Bulletin*, December 2000, pp.797-812.
- Fortune, P. [1997], "Mutual Funds, Part I: Reshaping the American Financial System", *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, July/August1997, pp.45-72.
- [1998], "Mutual Funds, Part II: Fund Flows and Security Returns", *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, January/February1998, pp.3-22.
- Investment Company Institution [2005], *Investment Company Fact Book* (http://www.ici.org/pdf/2005_factbook.pdf)
- Kaufman, G.G. and L.R. Mote [1994], "Is Banking a Declining Industry? A Historical Perspective", *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, May, pp.2-21.
- Krippner, G.R. [2005], "The Financialization of the American Economy", *Socio-Economic Review*, 3, pp.173-208.
- Mack, P. R. [1993], "Recent Trends in the Mutual Fund Industry", *Federal Reserve Bulletin*

- tin, Vol.79, No.11.
- Poterba, J.M. [1997], "The History of Annuities in the United States" NBER, *Working Paper Series* 6001, pp.1-50.
- Securities Industry Association [2002], *Securities Industry Fact Book*
(http://www.sia.com/research/pdf/2002_Fact_Book.pdf)
- Shiller, R.J. [2000], *Irrational Exuberance*, Princeton University Press (植草一秀監訳 [2001], 『根拠なき熱狂』, ダイヤモンド社)
- Teplin, A.M. and A.M. Tyler [2001], "The U.S. Flow of Funds Accounts and Their Uses", *Federal Reserve Bulletin*, Vol.87, No.7, pp.431-441.
- Wheelock, D.C. [1993], "Is the Banking Industry in Decline ? Recent Trends and Future Prospects from a Historical Perspective", *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, September, pp.3-22.
- Wilmarth, Jr.,A. [2002], "The Transformation of the U.S. Financial Services Industry, 1975-2000: Competition, Consolidation, and Increased Risks", *The Univ. of Illinois Law Review*, (No.2), pp.215-476.

(一橋大学大学院経済学研究科博士後期課程)