

運用を考える——経済と制度の日米比較

1. アメリカ金融史概観

(1) 大恐慌～

契機としての株価暴落（1929年）

ダウが10分の1になり、暴落前の水準を回復するのが四半世紀後。←→第二次大戦後のブラックマンデー（1987年）、ITバブル崩壊（2000年）、リーマン・ショック（2008年）に際しては、比較的短期に暴落前の水準を回復し、現在も最高値更新中。・・・アメリカ人にとって株式投資は長期的にはペイする感覚。←→1989年末に日経平均が4万円台に接近してから、既に四半世紀。バブル期に初めて市場に参加した国民は株式投資に懲り、預金金利ゼロでも銀行預金を続ける背景。

資産価格バブル崩壊後のバランスシート調整

銀行から借りて株や土地や住宅などの資産に投資する過程で、企業や家計のバランスシートは拡大。資産バブルの崩壊により、資産が消え、負債が残る。民間では負債圧縮を最優先するため、新たな投資・消費需要が減退し、借り手兼需要創出主体としての政府の役割が拡大。最終的な景気回復は、第二次大戦の軍需を待つ必要。・・・日本のバブル崩壊、今般の米欧の金融経済危機も、基本的に同じ構図。

大恐慌の反省を踏まえた制度対応

証券法（1933年）：発行体の開示義務強化（州法である会社法に対し、連邦法で規制）。

取引所法（1934年）：証券市場での相場操縦・証券詐欺を禁じてSECが摘発する体制を確立（初代委員長ジョセフ・ケネディ）。←バブル崩壊前、プーリングと呼ばれた仲間内相場操縦が横行。

グラス・スティーガル銀行法（1933年）：銀行と証券会社を分離。銀行には株式保有を禁止し、上限預金金利や業務を制限。・・・安全だが退屈な銀行業、3・6・3経営。

投資会社法（1940年）：ファンド運用の基本法。アメリカでは、投資顧問と

投資信託の法的区分は存在しない。

(2) 戦後～80年代

経済の変調と金融への影響

第二次大戦後、ケネディ大統領の60年代前半頃までが、アメリカ経済の黄金期。次第に産業の国際競争力が低下し、財政金融政策に依存。ベトナム戦争や社会保障拡充も相まって70年代にはインフレが制御不能化。インフレにより市場金利も上昇し、低利に規制された銀行預金から、MMFなど証券会社の高金利商品に資金が流出。

政策対応（金融政策と金融制度改革）とその帰結

金融政策：70年代末に登場したボルカーFRB議長による厳しい引締め。→企業倒産が増え不況が深刻化したが、代償としてインフレは沈静化し、経済は筋肉質を回復。

金融制度：預金流出に対応して、預金金利や業務を自由化。→逆ざやや過剰リスクテイクによる不良債権の蓄積→80年代の銀行3L（Latin America Land LBO）危機。

機能不全を起こした銀行に代え、証券市場経由（株や債券の直接金融と、銀行の貸出債権を証券化する市場型間接金融）の低コスト資金仲介が拡大（売買手数料は、競争政策上の理由で既に70年代に自由化済）。・・・市場型金融システムにおけるM&Aの活発化。映画「ウォール街」→産業構造の転換を促進（製造業から、西海岸のITと東海岸の金融が牽引する産業構造へ）。日米の大企業の30年前と現在の顔ぶれ。

ガバナンスの差異（銀行と証券市場）

銀行：相対で貸し、完済までの間は元利払いの確実性を要求（元利さえ払ってくれば・・・）。

証券市場（の投資家）：リスクを評価して投資し、企業価値の向上による株価上昇を要求。要求に応えられなければ、ほかの企業に乗換え。証券市場が将来の成長分野を見出していく構造において、経営者は、市場から裁かれないよう、効率経営に努めざるを得ない。

独立投資顧問の典型的生成パターン

- ①まず、証券会社で個人投資家営業を経験。
- ②顧客を増やしたら、身分を証券会社の従業員から、IC（Independent Contractor）に代え、手数料のより大きな割合を獲得。売買執行や顧客資産の

保護預かりは、元の証券会社が担当。

③さらに顧客を増やしたら、身分をICから、独立投資顧問に代え、手数料のさらに大きな割合を獲得。売買執行や顧客資産の保護預かりは、引き続き元の証券会社が担当。

④運用方法は千差万別（投信を一つ選ぶだけだったり、ライフステージに応じた複数の個別株を選んだり）だが、地域コミュニティにおける運用のホームドクターとして長く付き合う身近な存在。アメリカ全土に約2万社。

⑤最近では、独立投資顧問の売買執行やバックオフィス業務の受託を、ネット証券が担うケースが増大。

（3）90年代～今般の金融危機

金融による自作自演バブル

IT株から住宅へのバブルリレーで、2008年リーマン・ショックまでは、概ね好況を維持（グレート・モデレーション）。

貧しい人でもローンを付ければ住宅を持てる。→住宅の実需が高まり価格が上がる。→上がり続ければ借り換えてさらに大きな住宅を持てる。→住宅価格とローン残高の差（ホームエクイティ）を追加で借り、トヨタの車やシャープのテレビが買える。・・・マクロでは、住宅価格上昇によるアメリカ人の過剰消費をアジアの経常黒字がファイナンス（輸出で稼いだカネを米国債やMBS債に投資）。・・・住宅価格の不均衡と経常収支の不均衡の相互依存。

バブル認識の可能性

バブルは崩壊するまで認識できない？・・・証券化商品の作り手や投資家の多くは、ローンを付けてもバブルが永続しないことは認識。課題は、目先の欲望を抑え、いつ、どの程度崩壊するかを見極めて逃げるタイミング。

経験則1：優先劣後構造を持つ証券化商品のAAA部分にまで損失は及ばない。

経験則2：大恐慌後は、アメリカ全土に渡り住宅価格が下落することはなく、アメリカ全土に渡る住宅ローンをプールすれば大丈夫。

→この2つの経験則が、アメリカ全土に渡る住宅ローンの増加と住宅価格の上昇と崩壊に帰結し、AAA商品にまで損失が波及。

証券化の功罪

「オリジネーターから無責任に貸出債権を切り離すから、与信審査がずさんになり、リスクを世界中にばらまいた」批判。実際に破綻や経営悪化した金融機関は、証券化商品を作って売ったからではなく、妙味があると感じて自ら持ったがゆえの破綻。

80年代以降、銀行と証券会社の分離（グラス・スティーガル法）は次第に緩和され、世紀末にグループとしてあらゆる金融業務の提供が可能化。ボルカー・ルールは大恐慌後の制度への回帰とも言えるが、業務規制と金融危機との因果関係は議論の余地。←→日本の銀行は、貸出を完済まで持つビジネスモデルゆえに、バブル崩壊後、実体経済のリスクが銀行にのみ集中して機能不全。リスクを浅く広く分散するほうが、全体としての金融システムは強靱化。市場価格が下落したAAA商品も、原資産である住宅ローンのデフォルトはほとんどなし。

業態間移動の迅速性

預金を受け入れ、貸出債権を完済まで持ち利ざやを得る伝統的銀行業務。証券の売買仲介や引受けにより手数料を得る伝統的証券業務。→貸出債権から証券化商品を作り、顧客に売って手数料を得るか、自ら持って利ざやを得るかは、アメリカ金融業経営の主要課題。ITバブル崩壊後、売買手数料依存からの脱却を目指した多くの証券会社が、銀行化して住宅ローンの証券化ビジネスに転身。アメリカでは、時々の状況に応じて証券業と銀行業の間でビジネスの重点を移し、成功したり逃げ遅れて失敗したり・・・。

2. 日本金融史概観

（1）戦後～高度成長期

制度整備

証券取引法（1948年）：敗戦国としてアメリカから輸入。一般条項と銀証分離。

投資信託法（1951年）：

投資顧問業法（1986年）：投資ジャーナルや誠備事件を受け、投資家保護を主眼に制定したが、運用の主役は証券会社。

アメリカ流に証券市場の制度を整備しても、その下で形成された金融システムは銀行型。

高度成長のメカニズム

先進国モデルが明瞭なキャッチアップ段階では、銀行が、家計の余裕資金を集め、設備投資したい企業に貸すのが効率的。

戦後の傾斜生産（石炭、鉄鋼）→アメリカ並みの生活に向けた耐久消費財（三種の神器、三C）への国民の渴望。企業は銀行から借り設備投資して生産性を

高め、製品価格の引下げと労働者の賃金上昇を実現（価格＝費用（主に賃金）／生産性＋利益）。国民が求めやすい価格に低下するほど、需要は増大。

都市労働者の賃金上昇が、農村から都市への人口移動を促し、都市に流入した人口は新たに世帯を構えて、耐久消費財を需要。・・・成長の結果にして同時に原因となる好循環。

高度成長の金融側面として、毎年、家計の想定を超えて賃金が増えるため、余ったカネはア・プリアリに銀行預金して高い貯蓄率を実現。70年代初めまでに、耐久消費財は普及し、農村から都市への人口移動も停止して、高度成長の基盤は喪失。

（2）安定成長期～バブル

バブルの背景

安定成長に移行後は企業の設備投資も鈍化。企業の資金不足が全体として緩和し、大企業は証券市場からの調達に移行。・・・銀行の貸出先が縮小。

変動相場制への移行後も不均衡解消が進まず、貿易摩擦が激化。→85年のプラザ合意以降急速に進んだ円高に対応した金融緩和。→80年代後半の地価・株価バブルの背景の一つ。

日本金融の自作自演

土地担保があれば銀行は貸す。→土地の実需が高まり地価が上がる。→担保価値が高まりさらに銀行は貸せる。→さらに地価が上がり・・・金融自由化が進展していなくとも、銀行による自作自演バブル。

企業は調達と運用の両建てで財テク。企業から資金運用を一任された証券会社は株の回転売買。・・・自分が推奨する株だから上がる。株式持合いによる過小供給（増資しても直ちに持合い先にはめ込み）。

根底には、「21世紀は日本の時代」のユーフォリア。映画「バック・トゥ・ザ・フューチャー」。世界の銀行ベスト10はほとんど邦銀、東証時価総額は世界一、東京の地価でアメリカ全土を購入可能。

（3）バブル崩壊～失われた四半世紀

90年代以降、バブル崩壊後のバランスシート調整過程では、財政金融政策の効果も限定的。・・・官民ともに直ちに沈没しない余力があるため、かえってゆっくり沈んでいく。VS 北欧諸国の地価バブル崩壊後の展開。

証券会社に対しては、損失補填と補填の温床として一任取引を禁止し、新設の監視委員会が摘発。→中堅以上の証券会社では、個別株運用の前提となるアド

バイスより投信販売に注力。頻繁な乗換え売買により中長期のパフォーマンスを損なう悪循環。

地価や株価の下落、不況の長期化過程で、銀行の不良債権問題も次第に深刻化。

1995年暮～住専処理への公的資金投入への世論の批判。

1997年秋の金融危機（拓銀、山一）、1998年には長銀、日債銀破綻。→大手の銀行や証券会社すら破綻する時代になり、国民心理の将来への不確実性が増幅。・・・企業は雇用調整、賃金引下げ、家計は消費抑制、貯蓄指向。→デフレの背景。

3. 近年の証券市場の制度改革

（1）証券市場を構成する3要素

- ①投資家（個人と法人）
- ②投資対象（株、投信、社債、国債など）
- ③両者（①と②）をつなぐ仲介者（証券会社、運用会社、銀行、取引所など）

前世紀末の日本版ビッグバンは、バブル崩壊後に銀行が主役の日本型金融システムへの懐疑が深まるのを背景に、③仲介者の業務（売買手数料など）をアメリカ並みに自由化。・・・「証券市場の活性化」をことさら政策的に意識しなかったアメリカとの歴史経路の違い。

今世紀の金融商品取引法（金商法）は、①投資家がリスクを認識して投資する環境の整備。

残された課題として、②投資対象の品質保証（投資家のために活動しているか、というコーポレート・ガバナンス）。

（2）銀行の証券業務に関する近年の制度改革

銀行と証券会社が、伝統的な銀行業務、証券業務を行っているなかで、常軌を逸した地価、株価のバブルが生じ、崩壊。・・・銀行型金融システムの日本で、再び証券市場の裾野を拡大するには、銀行の証券業務の拡大が現実的、との視点。

1998年証取法改正（日本版ビッグバン）

銀行の証券子会社の業務を完全自由化（銀行グループとして、フルラインの証券業務が提供可能）。

銀行本体による投信販売を解禁。

2004年証取法改正

証券会社の勧誘ルートを拡大する証券仲介業（現在は金融商品仲介業）を、銀行に解禁（銀行が自ら販売できる投信以外の投資商品を扱える。日本型IC）。同時に、監督指針で制約していた銀行による市場誘導業（借り手企業の上場に向けた支援）が、証取法65条に抵触しないと明確化。・・・新たな投資商品を銀行主導で作る。適格性のある企業の上場を銀行が支援し、証券会社が引き受け、貢献度に応じて手数料を分配。

2006年金商法制定

背景の一つに、組成型ファンド（アイドルファンド、映画ファンドなど）の増加。→既存の投資法制を横断的に統合するとともに、集団投資スキームを法制化。・・・投資家が2種ファンドに投資し、ファンドが未公開株や貸出債権に投資するのが一般化。貸出債権の場合は、銀行と異なり、貸出先のリスクに見合う金利を設定。

2008年証取法改正

銀行と証券子会社のファイアー・ウォール規制を緩和。・・・法人情報のアウト化、役職員の兼職可能化。銀行による投資助言葉の解禁。規制緩和を監督指針で縛ったため、想定ほど利用が進まないのを受け、2013年にさらなる緩和。

2014年金商法改正

株式投資を含むクラウド・ファンディングを可能に。

4. 脱線——私論AIJ事件

浅川社長の一貫した釈明

「運用実績の「水増し」はしたが、「虚偽」ではない、顧客を騙すつもりはなかった」。・・・水で増している間に損失を取り戻す含意（投資運用＝賭けに負け続けながらも、野村証券で「営業の神様」とされた能力ゆえに、賭け金は集まり続ける）。

詐欺罪での有罪判決（昨年暮）への浅川社長の反発。「3年なら分かるが、15年は長い」。・・・客観的に取り戻せないほどの損失を認識していれば、その上で賭け金を新たに集めれば詐欺。

世間の反応

嘘の発覚前「A I Jってパフォーマンス高いんだな」。

嘘の発覚後「オレは前から怪しいと思ってた、おかしいと分かった」。

検査の現実

運用資産を預かる（ことになっている）海外の信託銀行からFAXされた（ことになっている）原資帳票類が汚れもなくきれいに揃いすぎているのを褒だと気づく「野生の直観」。野村証券で営業能力を評価された浅川社長の矜持に配慮しながら、「この検査官にこれ以上嘘をつき続けられない」と「水増し」を認めるまで柔らかく追い詰める「総合人間力」。・・・マニュアルで養成しにくいノウハウ。

「なぜもっと早く見つけなかったのか」批判。→嘘を見つけても、見つけなかったことにして、運用実態の改善を待つ、投資家保護の確率としては不合理な検査官の行動を誘発する懸念。

制度対応：信託銀行の介在を無意味にしない仕組み。・・・投資一任業者による運用報告とファンドの時価を信託銀行が照合。

中小企業の集まりで、意思決定が困難な総合型厚生年金基金において、パフォーマンスの向上に期待するしかない状況。・・・厚生年金基金制度そのものの廃止。

（注）A I J事件での法適用

投資顧問業者としての検査を登録取消により終了後、監視委員会と警察で犯罪として共同調査：金商法の投資顧問契約の偽計と刑法の詐欺の観念的競合、営業相手の年金基金ごとに詐欺が成立。

金商法158条 有価証券売買の偽計の禁止・・・懲役10年（旧証券取引法）

金商法38条の2 投資顧問契約の偽計の禁止・・・懲役3年（旧投資顧問業法、昨年の改正により現在は懲役5年）。

金商法が、集団投資スキーム概念を有価証券の定義に加えたことにより、集団投資スキーム（A I Jではケイマンの私募投信）の持分を取得するのは、有価証券の売買に該当。・・・このため、38条の2のみならず、158条も使えるが、適用関係の理解しやすさを優先。

5. 含意

(1) 政策の方向感——需要と供給力

不況の原因は、財やサービスが売れないという意味で常に需要不足として体现。ミクロの企業は、自社の財やサービスが売れない需要不足に、賃金引下げにより対応するため、供給コスト面から価格を抑えるとともに、マクロの需要も一層不足させるデフレの背景。エコを名目に政府支出で需要を追加しても、持続性がない。

一方、欲しいと思える財やサービスでないから売れないなら、供給力不足と評価するのが適切。高齢化が進み、若者向けファストフードを指向しなくなったのに、高齢者の好む和食屋が見当たらない状況。この場合、需要を生む事業を始めるか、低需要（低生産性）分野から高需要（高生産性）分野に、労働と資本を移転する必要（資本の移転に整合的な市場型金融システム）。需要を制度的に制約している分野では、ミクロで規制改革を推進し、既得権と闘う覚悟。

- ① 1000円床屋・・・既存の床屋団体が認めない条例を地方議会に働きかけ。
- ② タクシー再規制・・・参入と価格の規制緩和手法。
- ③ 医療と介護・・・政府による価格規制のあり方。

(2) 異次元緩和への視点

インフレ目標に反応したのは、一般の企業や家計でなく、世界の投資家。投資家は、自分がどう思うかではなく、投資家みんながどう思うかを想定しつつ行動（ケインズの美人投票）。

確かになったのは、インフレ目標達成まで、日銀は金融引締めには転じない方針。→投資家みんなが円を借りドル資産に投資するキャリートレードを安心して行えるから円安化。→円安から株高に反応するのが世界の投資家（去年の外人の日本株買越しは15兆円）。

アメリカの実体経済指標が悪いと、FRBの緩和が遅れる思惑から株高要因。

株高の原因となった円安は、資源価格の上昇と相まって、足元の経常収支を赤字化。長年の経常収支黒字は、累積する国債の信用を支え、低利の国内消化を可能としてきた。→対外的に稼げない国になってもなお従来通りの信用を国債が維持できるか、資源価格主導のインフレが弱者の生活にどう影響するか。

(3) 銀行と証券会社・運用会社

銀行が、元本保証の預金を原資に、信用リスクもカバーしづらい低金利状況で

リスクテイクする限界。

預金—貸出ルートを縮小し、証券市場ルートを拡大する必要があるが、この国で、中小企業の経営者や従業員の意欲や能力を最も熟知しているのは、銀行。一方、ほとんどの中小企業にとって、資金が足りなければ銀行から借りるものであり、証券市場からの調達を選択肢の外。

銀行が、証券会社と提携し、自らは貸せないが、投資対象としてなら適格な企業を証券市場に誘導。

また、銀行が集団投資スキーム（ファンド）を組成し、貸出債権や貸出先の未公開株を組み込む。・・・集団投資スキームや未公開株投資——イメージが汚れてしまった言葉を再生。・・・「銀行が、自ら貸せない先のリスクを投資家に転嫁している」といった批判に対応し得る業態横断的リスク管理。

バブル期に初めて証券市場に参加した個人投資家は、暴落に懲り、預金金利ゼロでも余った資金は銀行に預け続けてきた。但し、バブルの記憶もさすがに風化。証券会社や運用会社は、正常な長期投資を促すビジネスへの移行を指向——それを促す市場監視活動。

以上

※ 文中、意見に関わる部分は、筆者の個人的見解です。