シリーズ

英米型資本主義の興隆とその将来⑲

法政大学　経済学部教授　（客員）　渡部 亮

金融資本市場の不安定化問題は、機関投資家や金融機関の社会的責任に関連する問題である。この点に関して、早い時期から問題とされたのは、投資家が投資先会社の短期的な業績に注目し過ぎ、株式市場の不安定性を助長しているのではないかという点であった。

巨額の利益を計上する大会社は、その株式時価総額も巨額であり、株価指数（インデックス）に占めるウェイトも大きい。そこで莫大な投資資金を抱えた機関投資家が、時価総額の大きい少数銘柄に買いを集中させると、そうした銘柄のウェイトがますます高まり、インデックスの値動きに与える影響も大きくなる。そうなるとほかの投資家もインデックスに負けまいとして買いに回り、当該銘柄の株価がフェアバリュー（本質的価値）から乖離する可能性がある。

そこで機関投資家の社会的責任の証しとして、投資先会社の価値評価に基づいた中長期投資を基本とすべきだといった論理が登場した。そうした投資スタンスは、投資先会社の経営にも持続的な利益成長の視点を植え付け、株価変動を穏やかにすることにもつながる。

１．プルーデントマン・ルール

当然ながら、株主は利益変動リスクを負っているから、高いリスクに見合ったリターンの達成を目指す。しかし機関投資家、それも巨大な年金基金の受託運用機関などの場合には、それだけでは済まない。リスクをコントロールしたうえで、高いリターンを達成しなければならないからである。

株式投資に関わるリスクには、個々の会社が直面する固有リスクと、経済や市場全体が直面する市場リスクがあるが、投資家は分散投資によって前者のリスクをある程度コントロールできる。しかもリスク軽減効果という点では、30～40 銘柄程度に分散すれば十分だといった実証結果が存在する。そうした銘柄群に中長期投資することによって、短期の相場変動要因に撹乱されることなく、安定的なリターンを期待することができる。また売買手数料を抑制できるといったメリットもある。

米国では、1974 年に制定されたエリサ法（従業員退職所得保障法）が、年金基金などの運用者責任を定めるが、それによれば、最良慣行に従うのが慎重な投資行動だとされる（プルーデントマン・ルール）。長年にわたる実証研究によって、分散投資のリスク軽減効果が証明され、分散投資が最良慣行とされるようになったため、ほとんどの年金受託機関が分散投資を行うようになった。

２．機関投資家のコーポレートガバナンス責任

しかし、株価指数をベンチマークとした投資（パッシブ投資）にたいしては、株式市場の価格メカニズムを通じた投資先会社への監視機能を、機関投資家が放棄しているといった批判もあり得る。またこうした投資が盛んになると、個々の経営者が意識するリスク・リターンと、投資家が意識するリスク・リターンとの間に、ズレが生じる可能性もある。というのは、投資家のほうでは、分散投資によって会社固有のリスクをある程度コントロールできるため、会社の経営者が過大なリスクをとることを期待し、そうした期待が無理な事業計画や財務戦略を強いる可能性があるからである。

もちろん、株主と経営者の間に生じるリスク選好の違いを中和する力も働く。それは、資産運用の成果を享受する立場にある、年金受給者（高齢者や退職者）の存在である。かれらは、もはや勤労者や労働者としてではなく、市民社会の一員としての意識が強い。現役時代には、従業員と経営者は利益を共有する面もあったが、退職して年金受給者や市民の立場に立てば、これまでとは違っ

た観点から会社経営をみるようになるはずである。

実際、日本でも上場企業の株主総会に出席すると、平日の午前中に開催ということもあって、出席者の多くは高齢者や退職者であることに気が付く。かれらは、持続的な利益成長や会社と社会との調和を重視するので、市民社会に悪影響を与える会社には、注文もつけるであろう。

このような事情をすべて考慮する形で、機関投資家はコーポレートガバナンス上の責任をはたす必要がある。中長期の分散投資に徹する機関投資家の場合、不満足な成果しかあげられない会社にたいして、保有株式の売却によって制裁を加えるといったオプション（ウォールストリート・ルール）は行使しにくい。そのため、なおさら「注文をつける」といった形でのガバナンス重視の姿勢を強化せざるを得ない。

３．銀行の社会的責任

投資家だけでなく、銀行の社会的責任も問われるようになった。特にサブプライムローン危機は、負債のうえに負債を幾重にも重ねた不動産投機が破綻したものだが、単に借り手の家計や個人の規律欠如だけでなく、貸付資金を提供した銀行の責任を問うものでもあった。

今回の危機は証券化市場の問題であり、米国のＳ＆Ｌ（貯蓄金融機関）危機や日本の銀行危機のように、銀行融資が当初から焦げ付いたわけではなかった。しかし背後で大手銀行は、複雑な証券化商品の組成・販売・投資に関与し、代替金融（alternative banking）とか並行金融（parallel banking）、影の金融（shadow banking）などと呼ばれる構図を作っていた。

そこでは、元来短期借り長期貸しを本業とする銀行が、資金仲介業務（間接金融）を証券化市場（直接金融）にアウトソースし、別な銀行が投資家としてその資金仲介に関わった。すなわち前者の銀行は、従来であれば満期まで持ち続けたはずの住宅抵当融資債権を、バランスシートから切り離し、無数の融資をひとまとめに束ねて住宅ローン担保証券（MBS）として証券化した。次に後者の銀行が、その傘下に導管（conduit）と呼ばれる投資ビークル（SIV）を作り、この導管が満期の短いコマーシャルペーパー（CP）を発行して資金調達し、債務担保証券（CDO）などに投資した。CDO は、MBS だけでなくほかの負債も証券化して、複雑に合成された再証券化商品である。つまり、後者の銀行はヘッジファンド顔負けのキャリートレードを行ったということになる。

導管は単体としての信用力が乏しいため、CP の満期時に更新（借換）が不可能になることも想定された。そうした場合に備えて、第三の銀行が、導管に信用保証枠（バックアップ・クレジットライン）を提供した。一方、この第三の銀行のほうでも、第二の銀行と同様、その傘下に導管を作り、CP を発行して調達した資金で CDO に投資した。その CP には、第一の銀行が信用保証枠を提供した。これはまさに金融の近親相姦の影絵であった。1999 年の金融制度改革法によって銀行と証券の垣根が事実上取り払われたことも、こうした事態につながった。

住宅抵当融資は、証券化によって貸し手（銀行）のバランスシートから切り離されるため、借り手（家計）の返済能力に関する審査も甘くなる。そこで格付会社が銀行に代わって、CDO の評価を引き受けた。個々の住宅抵当融資の信用リスクは大きいが、それが束ねられて、さらに合成され再証券化されると格付けが高くなる。というのは、モノラインと呼ばれる保険会社が CDO の信用保証をしたからである。モノラインは従来、州地方政府債の信用保証を専業としていた地味な保険会社であった。州地方政府債はめったに債務不履行に陥らないものだから、モノラインは高収益をあげて、それ自身が最上級の格付けを得ていた。そのモノラインが CDO の信用保証を引き受けたのである。

かくして CDO には米国債並みの高格付けが与えられ、しかも高利回りを誇っていた。しかし住宅価格の上昇が頭打ちとなり、MBS や CDO の債務不履行が発生して、こうした近親相姦の構図は一気に瓦解した。金融経済史家キンドルバーガーは「異常な金融がバブルを引き起こす」と喝破した。今回もエンロン危機のときと同様、「異常な金融」が見られたのである。これは銀行の社会的責任を問うものといえよう。　　（以下は次号に続く）

わたべ りょう（法政大学 経済学部教授）