

市場経済システムの歴史②

法政大学 経済学部教授 (客員) 渡部 亮

19世紀末から20世紀初めにかけて米国では、大量生産や広域販売を行う垂直統合型の巨大企業が出現し、そうした巨大企業が第一次世界大戦後の1920年代に米国経済を大躍進へと導いた。広大な国土を持っているうえに、米国は第一次世界大戦の戦禍を免れ、しかも政治的に安定していたので、広域経済における規模の経済効果を享受することができた。それに加えて、自動車、電機や化学といった新興産業では、多数の企業が新規参入し競争原理も働いた。

新産業が勃興する初期段階では、参入障壁が低いので多数のメーカーや供給業者がさまざまなタイプの新製品を投入する。1909年には自動車メーカーが米国には275社も存在したし、少しあとのことだが、1951年にはテレビのメーカーが71社も存在した。しかし初期の開発者や参入者のほとんどは消滅し、最終的に普及型製品の大量生産と商業化によって勝ち残るのは、初期の開発者とは別の企業である。自動車の場合、早くも1908年にウィリアム・デュラントがビュイック、キャデラック、ポンティアック、オールズモビルを統合しゼネラルモーターズとする一方、フォードが箱型黒塗りのTモデルを投入して、経営統合と製品の標準化を一気に進めた。そして1920年代の段階で、デュラントの後継者アルフレッド・スローンが“Business of business is business”（企業経営がすべてだ）と述べたように、巨大企業の躍進と米国経済の繁栄が一体となって進んだ。

大恐慌とリーマンショックの類似点

規模の経済と競争原理が相伴って企業成長を促進したという現象は、自律的な企業国家の姿であり、ほかに例があったとすれば、①第二次大戦後に世界市場を舞台として輸出主導型成長を遂げた日本経済と、②世界経済の「稀代の安定 (great moderation)」のもとで消費主導型成長を遂げた

2000年代前半の米国経済であろう。しかしいずれの場合とも、最後には資産投資や投機が行き過ぎて、バブル崩壊の憂き目に遭遇した。そこで1920年代末の株価大暴落に至る米国経済と、2008年のリーマンショックに至る米国経済との類似点を探ってみよう。

影の金融市場での負債金融

2007～08年の金融危機では「影の金融市場 (shadow banking market)」で「導管 (conduit)」とか「投資ヴィークル (SIV)」と呼ばれる銀行の簿外子会社が、債務担保証券 (CDO) や信用デリバティブズ (CDS) といった合成証券や派生証券の取引を行った。同様に1920年代にも、商業銀行が傘下の証券子会社や信託会社を使って証券販売、自己勘定での証券投資、受託運用など多様な業務に進出した。本業の商業銀行業は州際業務を規制されたが、証券業に関しては、一部の州のブルースカイ法を除くと、ほとんど規制がなかった。このブルースカイ法の目的は「どこまでも広がる青空のように、なんらの区画もないものまで売りつけようとする証券業者の策略を防止する」といった趣旨（裁判所の見解）であり、そうした見解自体が20世紀初頭の証券取引の不明朗さを示すものであった。資金力がある商業銀行の証券子会社の中には、全米に販売網を持つ業者が多数あり、顧客にたいしてフルラインの証券業務を提供できた。こうして米国の主要な証券業務は、20世紀初頭における投資銀行の証券引受から、1920年代には商業銀行の証券売買仲介、自己勘定取引、受託運用などとなった。

商業銀行の証券子会社は、親銀行が保有する資産を買い取って投資ポートフォリオに組み入れたりと、親銀行が発行した自行株式を保有したりすることによって株価操作を行った。また不健全な有価証券の引受販売、真実を隠した発行目論見書の作成、親銀行の不良資産の肩代わり、行員による

私的利益の追求なども起きた。ニューヨーク州の The Bank of the United States (1930 年 12 月破綻) が典型的な例であり、同行は 59 の証券子会社を使ってこうした一連の不正取引を行った。

1920 年代には、商業銀行子会社以外にも持株会社や会社型投資信託が多数設立された。これらの会社は、社債や優先株の発行によって負債性資金を調達し、その負債性資金を使って別の会社(子会社)の普通株式を購入した。この子会社は、親会社と同様に負債性資金を調達して、第三の会社(孫会社)の普通株式を購入した。これはバブルの歴史の中で何回も繰り返された、二階建て三階建ての信用調達構造である。

株価大暴落

こうした中で 1929 年 10 月 29 日、暗黒の木曜日に暴落が始まったが、そこでも負債金融が関わっていた。たとえば 10%の委託保証金で株式投資(信用取引)を行った場合、投資額の 90%分は高金利のブローカーズローン(負債)で手当てする。委託保証金として預け入れた代用有価証券(通常株式)が値下がりして評価損が発生し、保証金最低維持率(この場合 10%)を割り込むと、追い証(マージンコール)がかかり、保証金の積増しと元金返済の双方の負担が投資家にのし掛かる。ブローカーズローンは、短期間で貸し手に返済しなければならない負債である。そこで信用取引を行っていた投資家は、ローン返済のため流動性(現金)を確保する必要から株式売却(換金売り)を加速させる。その結果、多くの人々が流動性を求めて殺到しパニックが起きる。貸し手側の銀行も預金取付けにより流動性危機に陥り破綻する。2007~08 年の金融危機に至る過程でも、投資ヴィークル(SIV)が「影の金融市場」で負債性資金を取り入れ、証券化商品やデリバティブズへ大々的に投資したため、証券化市場の瓦解が流動性危機を引き起こした。このように、バブル形成とその崩壊の背後では、常に異常な負債金融が暗躍するのである。これが金融危機の共通点でもある。

金融規制監督強化

1930 年代の大不況(Great Depression)と、リーマンブラザーズ破綻を契機とする今回の大景気後

退(Great Recession)とは、金融規制強化による銀行の弱体化と産業資本の台頭を帰結したという点でも類似している。

19 世紀末から 20 世紀初頭にかけて、トラストや持株会社の形成過程では、合併買収が盛んになり企業規模の集中が起きた。そして 1920 年代には産業企業が自己金融力を高め、銀行離れするようになった。一方銀行は、利益相反取引や不祥事の発覚によって社会的な批判を浴び、革新主義と呼ばれる政治思潮が強まる中で、政府による金融規制が是認されるようになった。

2007~08 年の金融危機の前夜にも、グローバル市場で規模の経済効果を達成するために、合併や買収が盛んに行われた。銀行がアドバイザーや引受業者として活躍したが、こうした合併買収案件の中には、タイムワーワナーと AOL のような失敗例も多発した。銀行のほうでは、複雑な証券化商品やデリバティブズ取引が原因となって破綻したり、政府によって救済されたりする業者が続出した。また銀行経営者の高額報酬が問題視され、銀行の信用が失墜した。

その間、中国やインドのような新興国が躍進し、欧米の金融資本から新興国の産業資本へと経済力が移動している。1990 年代の日本でも、バブル崩壊によって銀行が不良債権処理を迫られ収益悪化を余儀なくされたが、その一方では、輸送機械や電気機械の分野で巨大な産業企業が出現し、自己金融力を高めて銀行離れした。もっとも日本国内の貯蓄超過は、主として民間企業部門の貯蓄超過を反映するものであり、経常収支の構造的黒字と円高という別の問題を生んだ。したがって日本の産業企業が隆々たる躍進を続けているわけではない。バブル崩壊後すでに 20 年経過したが、日本の平均株価は依然として 1989 年のピーク時の 3 分の 1 以下の水準である。

米国では 1929 年 10 月の暴落の後、1932 年までに株価は 7 分の 1 の水準に下落し、その後も 20 年間以上にわたって低迷した。NYダウ平均株価が 1929 年の大暴落前のピークを再び上回ったのは、25 年後の 1954 年になってからである。

(以下は次号に続く)

わたべ りょう (法政大学教授)