

論 説

1990年代後半の国際資本移動(1) — ABN アムロ北米ファンドの検討 —

佐 野 健 太 郎

目 次

はじめに

- [1] 米国を中心とする1990年代の国際資本移動
 - (1) 資金受け入れ国としての米国
 - (2) 資金供給国としての米国
 - (3) 「ミューチュアル・ファンド」ブームの中の
ABN・アムロ・ファンズ
- [2] ABN・アムロ・ファンズの運用状況
 - (1) トレジャリー・マネー・マーケット・ファンド
 - 1) 米国財務省証券
 - 2) レポ
 - (2) ガバメント・マネー・マーケット・ファンド
 - 1) 米国政府系金融機関債
 - 2) レポ
 - (3) マネー・マーケット・ファンド
 - 1) コマーシャル・ペーパー
 - 2) 譲渡性預金証書
 - 3) 銀行手形
 - 4) レポ
- [3] 政府系金融機関債の発行と流通
 - (1) ファニー・メイ
 - 1) ファニー・メイの活動
 - 2) ファニー・メイ債の発行

- 3) ファニー・メイ債の流通
- (2) フレディー・マック
 - 1) フレディー・マックの活動
 - 2) フレディー・マック債の発行
 - 3) フレディー・マック債の流通
- (3) 政府系金融機関債を使用したレポ取り引き
 - 1) J.P.モルガン証券
 - 2) モルガン・スタンレー
 - 3) プルデンシャル証券
 - 4) ウォーバーク・ディロン・リード
- [4] 小括 (以上72号)
- [5] 欧米証券会社の証券引き受け (以下次号)
 - (1) 概観
 - (2) 欧米証券会社の証券引き受け

おわりに

はじめに

従来、米国はGDP（貯蓄あるいは国内供給）が国内需要（投資）を常に上回っていて、財・サービス、資金ともに余っている日本およびユーロ圏から資金を借り入れて、輸入した財・サービスを購入している、と特徴づけられてきた。また、金融市場が整備されていないために、貯蓄率は必ずしも低くないのに、投資率が貯蓄率を常に上回る新興市場諸国に対して、米国は、金融機関を仲介して、巨額の資金を供給してきた、と言われている¹⁾。

本稿でも、基本的には、このような1990年代の国際資本移動についての認識を共有するけれども、日本・欧州→米国→新興市場諸国という資本移動の中身が十分明らかにされているとは言い難いように思われる。とりわけ、米国から新興市場諸国への資金供給についての説明がややヘッジ・ファンドについての記述に片寄る傾向があるように思われる²⁾。

もちろんヘッジ・ファンドの記述も、ヘッジ・ファンド自身が巨額の短期ドル資金の流出入に関わっただけに、アジア通貨危機の説明には欠かすことがで

きないことを考えると、これを外すわけにはいかないと思われる。

しかし、米国から新興市場諸国への資金供給の中には、ヘッジ・ファンドを仲介した短期ドル資金の供給だけでなく、新興市場諸国の企業が欧米の銀行や証券会社などの金融機関を仲介して、米国で株式や債券の発行による資金調達を行う中で、米国から資金を調達するという資金調達ルートも存在していた³⁾。

本稿において、新興市場諸国の企業が、米国で株式や債券を発行して、どのようにして資金調達を行っているのかを検討する理由は、新興市場諸国の企業にとっては、このように機動的に巨額の資金を調達することにより、市場経済化を標榜しつつ、企業のリストラクチャリング（経営再構築）に向けての投資資金を調達することが可能になりつつある、と考えるからである⁴⁾。

〔1〕 米国を中心とする1990年代の世界資金循環

(1) 資金受け入れ国としての米国

米国の経済構造を見てみると、1992年を境に総民間貯蓄の中の個人貯蓄額が毎年減少していることがわかる（表1）。逆に、国内民間投資額は、87年以降、一貫して増加している（表1）。これを貯蓄・投資バランスの観点から見ると、92年以降、米国では、投資（需要）が貯蓄（供給）を上回ることになり、財・サービスおよび資金が不足する傾向にある、という米国経済の構造が浮かび上がる。

財・サービスおよび資金に対する需要を国内の供給でまかなえない場合、財・サービスおよび資金は、海外から調達しなければならない。実際、90年代に入ると一貫して、米国の経常収支は受け入れ超過に、対外資産の保有状況はマイナスになっていた（表2-1, 2-2）。

95年第2四半期（7～9月）以降、米国経済がつねに2%を超える実質経済成長率を記録してきた背景には、実質GDPの60～70%を占める個人消費が毎年増加し続けたこと、財・サービスおよび資金を海外から調達し続けてきたことと無関係ではないように思われる。

また、米国株式および米国債券の売買に関する統計を見てみると、非居住者

表1 アメリカの総貯蓄、

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
総貯蓄	735.9	810.4	936.2	967.6	977.7	1015.8
総民間貯蓄	806.5	838.3	943.0	955.1	1016.2	1098.9
個人貯蓄	267.8	252.8	292.3	301.8	334.3	371.7
在庫品評価・資本減耗調整後法人利益	88.0	107.3	138.3	99.2	102.4	119.2
法人利益	30.7	75.3	115.2	80.2	95.3	104.1
在庫品評価調整	7.1	-16.2	-22.2	-16.4	-12.9	4.9
資本減耗調整	50.3	48.2	45.3	35.3	19.9	10.2
法人企業固定投資	302.1	320.8	344.3	370.6	391.1	411.2
非法人企業固定投資	148.7	157.4	168.1	183.4	188.4	196.8
従業員未払い給与	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府貯蓄	-70.5	-27.9	-6.7	12.5	-38.6	-83.2
連邦	-139.2	-91.6	-77.2	-65.6	-104.3	-142.3
州・地方	68.7	63.7	70.5	78.1	65.7	59.1
総投資	779.8	813.8	894.0	983.9	1008.2	1035.4
国内民間投資	747.2	781.5	821.1	872.9	861.7	800.2
政府投資	173.2	184.3	186.2	197.7	215.8	220.3
対外純投資	-140.6	-152.0	-113.2	-86.7	-69.2	14.9
統計上の不突合	43.9	3.3	-42.2	16.3	30.6	19.6

(原典) アメリカ商務省 “Survey of Current Business”。

(出所) 内閣府政策総括官付参事官 (海外経済担当), [18], 22ページ。

表2-1 アメリカの

	経常収支					
		税サービス収支				
		財 取 支	財 輸 出		財 輸 入	
1991	6,612		-28,266	-74,068	416,913	-490,981
1992	-47,728	-35,667	-96,106	440,352	-536,458	60,439
1993	-82,685	-68,951	-132,609	456,832	-589,441	63,658
1994	-118,601	-97,038	-166,609	502,398	-668,590	69,154
1995	-109,461	-95,952	-173,729	575,845	-749,574	77,777
1996	-123,325	-102,118	-191,270	612,057	-803,327	89,152
1997	-140,540	-105,931	-196,665	679,702	-876,367	90,734
1998	-217,139	-166,903	-246,854	670,324	-917,178	79,951
1999	-331,481	-264,974	-345,559	684,358	-1,029,917	80,585
2000	-435,383	-368,488	-449,468	773,304	-1,222,772	80,980

(出所) 内閣府政策総括官付参事官 (海外経済担当), [18], 33ページ。

総投資(名目)

(単位:10億)

1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1007.4	1039.4	1155.9	1257.5	1349.3	1502.3	1654.4	1717.6	-
1164.6	1159.4	1199.3	1266.0	1290.4	1343.7	1375.7	1343.5	-
413.7	350.8	315.5	302.4	272.1	252.9	265.4	147.6	-9.1
124.4	142.0	151.6	203.6	232.7	261.3	218.9	229.4	-
123.0	141.9	151.8	203.3	205.0	220.0	162.1	196.4	-
-2.8	-4.0	-12.4	-18.3	3.1	8.4	17.0	-9.1	-
4.3	4.1	12.2	18.6	24.6	32.9	39.9	42.1	33.6
427.9	448.5	482.7	512.1	543.5	581.5	624.3	676.9	739.4
214.3	211.6	231.9	231.5	238.5	250.9	265.1	284.5	301.0
-15.8	6.4	17.6	16.4	3.6	-2.9	2.1	5.2	0.0
-157.2	-120.0	-43.4	-8.5	58.9	158.6	278.7	374.0	-
-222.2	-195.4	-130.9	-108.0	-51.5	33.4	137.4	217.3	-
65.0	75.4	87.5	99.4	110.4	125.1	141.2	156.8	-
1051.1	1103.2	1214.4	1284.0	1382.1	1532.1	1629.6	1645.6	-
866.6	955.1	1097.1	1143.8	1242.7	1390.5	1549.9	1650.1	1832.9
223.1	220.9	225.6	238.2	250.1	264.6	278.8	308.7	336.4
-38.7	-72.9	-108.3	-98.0	-110.7	-123.1	-199.1	-313.2	-
43.7	63.8	58.5	26.5	32.8	29.7	-24.8	-71.9	-

国際収支(季節調整値)

(100万ドル)

所得収支	移転収支	資本収支			誤差脱漏	
			投資収支	その他 資本収支		
24,130	10,748	41,942	46,421	-4,479	-48,554	1991
22,953	-35,014	96,863	96,251	612	-49,135	1992
23,902	-37,636	81,401	81,489	-88	1,284	1993
16,694	-38,257	129,462	129,931	-469	-10,861	1994
20,547	-34,056	113,682	113,310	372	-4,221	1995
18,874	-40,081	158,478	157,785	693	-35,153	1996
6,188	-40,797	268,370	268,020	350	-127,830	1997
-6,211	-44,025	147,437	146,800	637	69,702	1998
-18,483	-48,024	319,877	323,377	-3,500	11,604	1999
-13,953	-53,242	399,790	399,080	680	35,623	2000

表2-2 アメリカの

	対外資産の変化								
		公的部門			民間部門				
			準備資産	その他 政府資産		直接投資	証券投資	非銀行 部門	銀行部門
1991	-64,389	8,686	5,763	2,923	-73,077	-37,891	-45,673	11,097	-610
1992	-74,410	2,233	3,901	-1,668	-76,643	-48,265	-49,166	-387	21,175
1993	-200,522	-1,730	-1,379	-351	-198,823	-83,951	-146,253	766	30,615
1994	-176,058	4,956	5,346	-390	-181,014	-80,169	-60,309	-36,336	-4,200
1995	-352,374	-10,726	-9,742	-984	-341,648	-98,748	-122,506	-45,286	-75,108
1996	-413,920	5,679	6,668	-989	-419,599	-91,882	-149,829	-86,333	-91,555
1997	-488,942	-942	-1,010	68	-488,000	-105,018	-118,976	-122,888	-141,118
1998	-335,435	-7,205	-6,783	-422	-328,230	-146,051	-135,995	-10,612	-35,572
1999	-430,188	11,498	8,747	2,751	-441,686	-150,902	-128,594	-92,328	-69,862
2000	-553,346	-1,005	-290	-715	-552,341	-161,574	-123,606	-156,988	-110,173

(出所) 内閣府政策総括官付参事官(海外経済担当), [18], 34ページ。

に発行済みの株式および債券を買ってもらうことにより、米国企業が資金調達し、固定投資を拡大して、財やサービスを消費者に供給してきたという構図が浮かび上がってくる(表1, 表3)。

さらに、外資受け入れの中で、欧州企業による米国企業の買収が活発になったことが指摘される。95年以降、EU圏から米国へ向けた企業買収の総額は、一貫して増加している(表4)。この中には、本論文でも検討するABN・アムロ・グループ(オランダ)による米銀に対する買収案件も含まれている。

(2) 資金供給国としての米国

米国は、世界最大規模の資本受け入れ国であると同時に、世界最大規模の資金供給国である。中でも、欧州への投資額が最も大きくなっている。欧州への投資の中で、米国企業による欧州企業に対する合併・買収に関わる投資が、95年以降、一貫して約6割以上を占めている(表4, 5)。

次に投資額が多いのは、中南米およびアジア・太平洋州である(表5)。90年代新興市場諸国向け直接投資の約8割を占める中南米と東アジア地域の90年代後半における投資動向を見てみると、中南米は民営化案件を中心として増加傾向を示していた。99年4月には、チリ銅公社(コデルコ)が、モルガン・スタ

投資収支(季節調整値)

(100万ドル)

	対外債務の変化								
	公的部門	民間部門							
			直接投資	財務省証券	その他証券	米 国通貨	非銀行部門	銀行部門	
110,810	17,388	93,421	23,172	18,826	35,144	15,400	-3,115	3,994	1991
170,661	40,476	130,185	19,822	37,131	30,043	13,400	13,573	16,216	1992
282,041	71,753	210,288	51,363	24,381	80,092	18,900	10,489	25,063	1993
305,989	39,583	266,406	46,121	34,274	56,971	23,400	1,302	104,338	1994
465,684	109,880	355,804	57,776	99,548	96,367	12,300	59,637	30,176	1995
571,705	126,724	444,981	86,501	154,996	130,240	17,362	39,404	16,478	1996
756,962	18,876	738,086	106,032	146,433	197,892	24,782	13,921	149,026	1997
482,235	-20,127	502,362	186,316	48,581	218,075	16,622	-7,001	39,769	1998
753,565	42,864	710,701	275,534	-20,464	331,523	22,407	34,298	67,403	1999
952,426	35,909	916,517	316,523	52,206	465,858	1,129	105,728	79,485	2000

表3 非居住者による米国企業・政府が発行した証券の売買

(1) 債券

	1997年	1998年	1999年
非居住者売買残高	1335億9500万 \$	1790億8100万 \$	2550億9700万 \$
(内訳) ヨーロッパ	716億3100万	1300億5700万	1406億7400万
フランス	33億	33億8600万	18億7000万
ドイツ	27億4200万	43億6900万	77億2300万
オランダ	35億7600万	34億4300万	24億4600万
スイス	1億8700万	48億2600万	45億5300万
イギリス	541億3400万	996億3700万	1063億4400万
カナダ	62億6400万	61億2100万	60億4300万
ラテン・アメリカ カリブ海諸国	347億3300万	239億3800万	608億6100万
中東	21億5500万	49億9700万	19億7900万
日本	93億5700万	83億8400万	175億4100万
他のアジア	169億9600万	126億6200万	428億4200万
アフリカ	10億500万	1億9000万	14億1100万
その他の国	8億1100万	11億1600万	12億8700万
非貨幣的国際・地域 組織	5億6300万	-3億4300万	-4億200万

(出所) Federal Reserve Board, Federal Reserve Bulletin,
December 1999 A60, December 2000 A60.

(2) 株式

	1997年	1998年	1999年
非居住者売買残高	697億5400万 \$	503億7600万 \$	1075億7800万 \$
(内訳) ヨーロッパ	626億8800万	681億2400万	980億6000万
フランス	66億4100万	56億7200万	38億1300万
ドイツ	90億5900万	91億9500万	134億1000万
オランダ	38億3100万	82億4900万	80億8300万
スイス	78億4800万	50億100万	56億5000万
イギリス	224億7800万	239億5200万	429億200万
カナダ	-14億600万	-46億8900万	-3億3500万
ラテン・アメリカ カリブ海諸国	52億300万	7億6000万	51億8700万
中東	3億8300万	-14億4900万	-10億6600万
日本	47億8700万	-11億7100万	57億2300万
他のアジア	20億7200万	-123億4700万	44億4500万
アフリカ	4億7200万	6億3900万	3億7200万
その他の国	3億4200万	-6億6200万	9億1500万
非貨幣的国際・地域 組織	-1億5700万	-3億8000万	-5600万

(出所) (1) 債券と同じ。

表4 米国-EUの直接投資の推移

(単位: 100万ドル, %)

	95年	96年	97年	98年	99年
米国 → E U*	48,834	36,181	46,910	82,498	58,212
(伸び率)	(56.4)	(△25.9)	(29.7)	(75.9)	(△29.4)
E U → 米国*	35,131	53,071	62,452	153,573	228,078
(伸び率)	(52.6)	(51.1)	(17.7)	(145.9)	(48.5)
米国-EU間合計*	83,965	89,252	109,362	236,071	286,290
(伸び率)	(54.8)	(6.3)	(22.5)	(115.9)	(21.3)
世界の直接投資※	331,844	377,516	473,052	680,082	865,487
米・EU間直接投資 の対世界シェア	25.3	23.6	23.1	34.7	33.1

(注) 投資額は国際収支ベースの伸び率は前年比。

(資料) *はSCB(米国商務省), ※はWIR(UNCTAD)よりジェトロ作成

(出所) 日本貿易振興会, [8]. 5ページ。

表5 米国の海外直接投資フローおよび残高(国・地域別, 簿価ベース)

(単位: 100万ドル, %)

	93年	94年	95年	96年	97年	98年	99年	前年日	99年末 残高	残 シェア
全世界	77,247	73,252	92,074	84,426	95,769	134,083	138,510	3.3	1,132,622	100.0
欧州	45,914	34,380	52,275	40,148	48,318	93,805	72,090	△ 23.1	581,791	51.4
英国	25,355	9,615	13,830	16,421	22,961	36,552	29,824	△ 18.4	213,070	18.8
オランダ	1,398	7,605	9,386	6,308	12,450	24,034	7,980	△ 66.8	106,436	9.4
ドイツ	4,263	2,863	3,349	1,956	2,464	3,284	5,875	78.9	49,617	4.4
スイス	4,566	940	1,850	1,264	△792	9,418	11,910	26.5	51,227	4.5
カナダ	3,584	6,047	8,602	7,181	7,642	9,152	14,268	55.9	111,707	9.9
中南米全域	16,895	17,710	16,040	18,138	21,539	16,830	19,522	16.0	223,182	19.7
メキシコ	2,516	4,457	2,983	2,405	5,596	4,718	5,355	13.5	34,265	3.0
ブラジル	3,263	3,338	6,954	4,159	7,138	4,834	455	△ 90.6	35,003	3.1
アルゼンチン	1,079	1,455	2,048	371	1,701	1,252	1,740	39.0	14,187	1.3
アジア・大洋州	8,895	13,437	14,342	15,363	13,733	8,366	29,362	251.0	185,912	16.4
日本	1,625	1,867	2,336	△280	△339	1,394	10,616	661.5	47,786	4.2
香港	1,366	1,979	631	1,690	3,759	1,831	2,596	41.8	20,848	1.8
シンガポール	1,743	1,836	947	2,760	3,697	543	6,274	1,055.4	24,781	2.2
インドネシア	475	2,061	519	956	21	360	2,404	567.8	10,504	0.9
韓国	293	390	1,051	752	681	638	1,194	87.1	8,749	0.8
マレーシア	377	553	1,037	1,298	733	△603	33	n.a.	5,989	0.5
タイ	285	703	686	849	△ 16	527	906	71.9	6,966	0.6
台湾	173	711	419	290	702	△717	519	n.a.	6,860	0.6
フィリピン	369	414	269	738	107	292	△101	△ 134.6	3,792	0.3
中国	556	1,232	261	933	1,250	1,666	1,207	△ 27.6	7,766	0.7
インド	88	250	181	262	267	107	△212	△ 298.1	1,189	0.1
オーストラリア	1,981	552	5,537	3,787	1,209	4,697	4,063	△ 13.5	33,662	3.0

(注) 94年から統計の定義上の変更があったため、それ以前の数値とは必ずしも整合しない。n.a.は前年実額がー負値(マイナス)だったのが、当年は正値(プラス)に転じたことを示す。

(原典) アメリカ商務省“Survey of Current Business”。

(出所) 日本貿易振興会, [8], 94ページ。

ンレーなどを通じて、3億ドルの社債を発行している⁵⁾。

東アジアでは、アジア危機の影響から97年以降は、投資額に伸び悩みが見られる⁶⁾。

しかし、中国の政府系企業による海外(米国や香港)での株式新規公開が相次いだり、アジア危機の影響を受けた3か国(韓国、タイ、インドネシア)の中では韓国、インドネシアへの合併・買収による外資系企業の進出が増加している⁷⁾。99年には、コリア・テレコム(韓国)が、モルガン・スタンレーなどを幹事会社にして、約25億\$の米国預託株式(American Depositary Shares)を発行している⁸⁾。

以上米国は、90年代一貫して、海外から資金と財・サービスおよび資金を受け入れ、欧州、中南米、アジアに対して巨額の投資を行っていたことが理解で

きると思う。

(3) 「ミューチュアル・ファンド」ブームの中のABN アムロ・ファンズ

上述の通り、米国経済の特徴は、貯蓄を投資が上回るというものであった。ここで投資を国内需要に置き換えると、米国の国内需要の中で7割近くを占めるのが個人消費である。この個人消費（家計消費）において、金融資産購入の中で約30%を占めるのが株式の購入であった⁹⁾。また中尾茂夫氏によれば、直接あるいはミューチュアル・ファンドを通じて間接的に株式投資を行っているアメリカ人は、全体の45%を占め、アメリカ人の2人に1人は、直接・間接に株式投資を行っているという¹⁰⁾。

いまでは連邦準備制度理事会の政策決定を左右するほどの、そしてバブルと言わざるを得ないほど高騰したダウ平均株価に、影響を与えているのは、近年急成長しているミューチュアル・ファンドである。ミューチュアル・ファンドの3分の1は、従業員自身が年金を運用し、その運用結果次第で年金の給付額が変動する拠出型企業年金制度401Kなどの年金基金形態で保有されていた¹¹⁾。いまや、ミューチュアル・ファンドが公募企業株式の22%を保有するまでに成長していて、米国の株式市場に大きな影響力を持つに至っている¹²⁾。

本稿では、オランダの多国籍金融グループABNアムロが、北米顧客向けに発売したミューチュアル・ファンド（ABNアムロ・ファンド）を詳細に検討することにより、同ファンドが単なる株式投資信託という機能を超えて、欧米金融機関に対する大規模な融資活動を行っていた実態を明らかにする。

〈ABNアムロ・ロスチャイルド〉

○ ABNアムロ・グループ

同金融グループは、オランダの大手銀行アルゲメネ・バンク・ネダーランド（Algemene Bank Nederland, ABN）とアムステルダム・ロッテルダム・バンク（Amsterdam Rotterdam Bank, AMRO）が1991年に合併して誕生した。資産規模は、1999年年末の時点では世界で第15位。世界76ヶ国に3590の拠点を有し、10万人以上の従業員を抱えている¹³⁾。銀行・証券・資産運用の各部門をもつユニバーサル・バンクである。心境著しいのは、ユーロ建て債券の引き受

け業務である。ユーロ債の引き受けランキングでは、同グループは1995年から97年にかけて、9位→10位→8位と徐々に順位を上げ、ついに1998年12月第二週までで37億5500万ユーロものユーロ債を引き受けていて、順位を第5位にまで上げていた¹⁴⁾。

同グループのもう一つの特徴は、海外業務の比重が非常に高いということである。表6によれば、総収益の55%、税引き前営業利益の52%、総資産の58%、支店・駐在員事務所の72%は海外部門に所属していた。また同グループの持つ大きな特徴として、北米地域におけるプレゼンスが非常に大きいことである。

総収益の43%、税引き前営業利益の51%、総資産の52%は北米地域にあった(表6、ただし比較の対象からオランダを除く)。

このように海外業務の比率が高いのは、ABNアムロ・グループが海外の金融機関を積極的に買収してきたからだと考えられる。特に北米地域での商業銀行に対する買収は攻勢的に進められた(表7)。

まずABNアムロ・グループは、1998年1月に、シカゴ都市部最大の銀行グループであるラサール銀行グループ(LaSalle Group)を440億米ドルで買収し(表7)、同行の本店所在地であるイリノイ州シカゴにアメリカ・カナダ・メキシコの支店網を統括する「北米・メキシコ本部」を設置した。ちなみにラサール銀行は、1999年6月30日時点で全米商業銀行の総資産ランキングで32位に位置している中西部を代表する中堅銀行である¹⁵⁾。

加えてABNアムロ・グループは、1997年にスタンダード・フェデラル銀行(本店ミシガン州トロイ)を買収し、中西部における影響力をさらに拡大した。また、同グループは、2000年11月には、ミシガン州ファーミントンヒルに本店を構えるミシガン・ナショナル銀行の持ち株会社ミシガン・ナショナル・コープをナショナル・オーストラリア銀行から27億5000万米ドルで買収した(表7)。

さらに同グループは、ニューヨークでもヨーロッパ・アメリカン銀行、オリンピック銀行を買収している(表7)。

同グループは、アジアやラテン・アメリカでも銀行買収を進めた。まずアジアでは、1998年にタイのバンコクに本店を持つバンク・オブ・アジア(Bank of Asia)の株式の77%を取得した。同行は、タイの中規模企業と個人顧客へ

表6 ABNアムロ・グループの概要

	税引き前営業利益	総資産	総収益	支店・駐在員事務所
国内（オランダ）部門	32%	31%	26%	—
海外部門	52%	58%	55%	72%
投資銀行部門	12%	8%	15%	—
オランダを除いたヨーロッパ	16%	21%	18%	—
北米（アメリカ、カナダ、メキシコ）	51%	52%	43%	—
ラテンアメリカ・カリブ	26%	9%	26%	—
アジア・太平洋	9%	16%	11%	—

（出所）ABN-AMRO, [10], 2～3 ページ。

表7 ABN・アムロ・グループの海外進出

被買収金融機関	買収年月日	持ち株比率 / 業種	資産額 / 国籍
ロイズ (NZA)	1997/1/1	100%/銀行	/ニュージーランド オーストラリア
バンカース・リーシング・アソシエーション	97/11/30	100%/リース	/米国
シカゴ・コーポレーション	97/1/1	100%/投資銀行	/米国 (シカゴ)
スタンダード・フェデラル・コープ	97/1/1	100%/銀行	/米国 (シカゴ)
リース・プラン・サウスアフリカ	98/4/1	100%/銀行	/南アフリカ共和国
ラサール・グループ	98/1	/銀行	440億US\$/米国 (シカゴ)
バンク・オブ・アジア	98/8/31	77%/銀行	/タイ
バンデベ	98/11/25	100%/銀行	/ブラジル
BZW (オーストラリア)	98/3/1	100%/	オーストラリア
ABN・アムロ・アジア・ホールディングス・リミテッド	98/12/23	100%/	
バンコ・リアル	99年	70%/銀行	/ブラジル
バンカ・ディ・ローマ	99/4/15	10%/銀行	/イタリア
バンク・オブ・アメリカ	99年	100%/銀行	/台湾・シンガポール・インド
ミシガン・ナショナル・コープ	2000年	/銀行	27億5000万US\$/アメリカ (ミシガン)
ヨーロッパ・アメリカン・バンク	不明 (ただし、2001年にシティ・グループに売却)	/銀行	/アメリカ (NY)

（出所）ABN-ANRO, [10], 3～6 ページ, F43表。

の金融サービスに強みを発揮してきた。

次にラテン・アメリカ。同グループは1998年にバンコ・リアル（Banco Real）とバンデペ（Bandepe）を買収し、ブラジルで4番目に大きい銀行となった（表7）。

それでは、同グループにとって、このような世界的規模での銀行・銀行株の買収が、同グループ内の他の業務との間でどのような相乗効果を生み出していたのだろうか、以下で確認してみよう。

『1999年度年次報告書』によれば、同グループが世界的規模での銀行買収による支店網の拡大により、資金運用部門へ預託された資金が増加し、運用資産総額も1998年末時点の894億ユーロから、1999年末には1129億ユーロへ235億ユーロもの増加を見たと言われている¹⁶⁾。

ABNアムロ・グループの業務区分は、(1) ホールセール・バンキング (2) コンシューマー・アンド・コマーシャルバンキング (3) プライベート・バンキング・アンド・アセット・マネジメントとなっている¹⁷⁾。

これら3つのサービスが、ABN・アムロ・グループの系列銀行の本支店窓口で提供され、銀行支店網の拡大によって、支店窓口でのミューチュアル・ファンド商品の販売が増加し、資産運用総額が増加するという説明には説得力があるように思われる。

具体例としては、ブラジルでは、ABNアムロ・アセット・マネジメントは、バンコ・リアルの買収による銀行支店網の拡大により、大きな利益を得たとされている¹⁸⁾。

後で見ると、ABNアムロは複数のミューチュアル・ファンドを進出先の銀行支店でも販売していたが、その実態については後節で検討する。

○ ABNアムロ・ロスチャイルド

オランダの大手金融グループABNアムロ・グループとイギリスのマーチャント・バンクN.M.ロスチャイルド・アンド・サンズは、1996年に業務提携を行なった。この業務提携に基づいて、ABNアムロ・ロスチャイルドは、株式資本市場におけるアドバイザー業務・引き受け業務・分売業務に共同して対応することになった¹⁹⁾。

業務提携により ABN アムロ・ロスチャイルドは、N.M.ロスチャイルドが持っているアドバイザー業務における豊富な経験と、世界的規模で証券販売ネットワークを持っている ABN アムロ・グループのリサーチ・販売・トレーディング活動を統合することが可能となった。

N.M.ロスチャイルドは、ABN アムロ・グループの諮問委員会に同社副会長のデービッド・ド・ロスチャイルドを派遣して、業務活動上の調整を行なった²⁰⁾。

N.M.ロスチャイルドのホームページによれば、ABN アムロ・ロスチャイルドは、ロンドン・アムステルダム・パリ・ミラノ・ニューヨーク・香港・シドニーに拠点をもち営業活動を行なっている。同社は世界中で100人以上の専門スタッフを雇用し、700人以上の株式アナリスト・セールスマン・トレーダーなどスペシャリストの技術を統合している²¹⁾。

このように世界的規模で株式資本市場に参入した ABN アムロ・ロスチャイルドは、華々しいデビューを飾る。同社が、1997年1月から11月にかけて、アジア・太平洋地域においてグローバル・コーディネーターとブックランナーを引き受けた、株式および株式関連債券および転換社債の引き受け額と引き受け本数でトップに立った²²⁾。

1997年には ABN アムロ・ロスチャイルドは、10社前後の中国企業の株式および株式関連債券、転換社債を引き受けていた。しかし、1998年には、世界的な株式市況の低迷により、中国企業の株式新規公開案件は、えん州炭硯株式会社の場合だけであった。このえん州炭硯株式会社の株式新規公開で ABN アムロ・ロスチャイルドがベア・スターンズとともに共同主幹事 (Joint Lead Manager and Bookrunner) の座を獲得できたのは、N.M.ロスチャイルドのアドバイザー業務における豊富な経験と ABN アムロ・グループの世界的規模で広がった証券販売網が「相乗効果」を発揮したためと思われる²³⁾。

では以下で、1999年12月31日時点の北米顧客向け ABN アムロ・ファンドの内容について確認する。

〈ABN・アムロ・ファンズ〉

次に、ABN・アムロ・ファンズ (以下「ファンズ」) の活動の歴史について

確認しておこう。「ファンズ」は、1992年9月に、「マサチューセッツ・ビジネス・トラスト」として設立された。同時に「ファンズ」は、「1940年投資会社法」にもとづいて登記されたが、同法が改正された時に、18のファンドを持つオープンエンド型の投資会社として登記し直された²⁹⁾。

現在のABN・アムロ・ファンズの保有資産額と資産内容は表8の通りである。これらの各ファンドは、それぞれ独立していて、投資家が各ファンズを購入する場合には、各ファンズの運用成績を反映する普通株(Common Shares)あるいは投資家株(Investor Shares)のどちらかを購入する。これら受益証券の基準価格は1万ドルで、価格が変動する³⁰⁾。

これらの受益証券は、ABN・アムロ・グループが米国で買収したラサール銀行、ディスクウント・ブローカー最大手のチャールズ・シュワップ、オンライン・ブローカーのスピード・トレード、投資運用会社のフィディリティー・ファンズ・ネットワーク、ABN・アムロ・インベストメント・サービスなどの金融機関の窓口で購入することができる³⁰⁾。

これら受益証券の収益率は表9の通りであるが、若干の例外を除いて、債券類で運用しているファンドの収益率の方が、株式類に投資しているファンドのそれより成績が良くなっている。また、受益証券の中でも、普通株のほうが投資家株よりも収益率が良くなっている。

受益証券を、運用する側のABN・アセット・マネジメントの側から見ると、各ファンドは、それぞれ普通株および投資家株を発行して、運用資金を調達することになる(表10)。普通株の発行額が、投資家株の発行額を大幅に上回っているのは、普通株の収益率が投資家株のそれを上回っていたからではないかと思われる(表9)。

[2] ABN・アムロ・ファンズの運用状況

(1) トレファリー・マネー・マーケット・ファンド(Treasury Money Market Fund)

1) 米国財務省証券(U.S. Treasury Obligations)

表11-(1)に見られるように、償還期限1年未満の財務省短期証券(U.S.

表8 ABN・アムロ・ファন্ズの保有資産額と資産内容

ファンド名	資産額(\$)	資産内容
トレジャリー MMF	3億3960万2000	米国財務省証券54.8%, レポ45.2%
ガバメント MMF	5億6055万1000	米国政府系金融機関債(政府機関債) 60.8%, レポ39.2%
MMF	13億8577万8000	CP 36.9%, レポ32.6%, CD 25.9% Bank Notes 4.6%
免税 MMF	3億5058万5000	地方債91.1%, レポ8.9%
フィクストインカム F	1億8945万	モーゲージ担保証券31.8%, 社債24.4%, 米国 財務省証券18.4%, 政府機関債10.3%, 外国社 債4.9%, 資産担保証券3.7%, 商業用モーゲ ージ担保証券2.5%
免税 FIF	3007万2000	地方債97.5%, 投資会社ほか2.5%
国際 FIF	1440万	外国国債53.6%, 外国金融債41.2%, 政府機関 債3.3%, その他1.9%
バランスドファンド	8736万9000	国内普通株74.1%, 国内社債7.2%, モ担保証券 9.1%, 財務省証券3.9%, 外国社債1.5%, 政府 機関債2.4%, 資産担保証券0.9%, その他0.5%, 商業用モ担保証券0.4%
バリューフンド	1億5701万9000	国内普通株99.4%, 投資会社0.5%, その他0.1%
グロースファンド	1億9957万2000	普通株98.8%, レポ1.1%
国債株式ファンド	2億728万2000	外国普通株98.2%, その他1.8%
不動産ファンド	755万2000	普通株98.5%, レポ0.7%, その他0.8%
エイジアンタイガー F	5127万7000	外国普通株94.2%, 外国優先株0.4%
ラテンアメリカ株式 F	3068万4000	外国普通株69.8%, 外国優先株25.6%, 国内普 通株2.6%, その他2.0%
スモールキャップ F	5647万3000	普通株92.2%, 政府機関債7.9%, その他0.1%

(注) 保有資産合計額は、25億1688万7000 \$。

MMF : マネー・マーケット・ファンド

F : ファンド

FIF : フィクスト・インカム・ファンド

(出所) ABN-AMRO, [11], 23~51ページ。

Treasury Bills, 以下TB) および償還期限10年未満の財務省中期証券(U.S. Treasury Notes, 以下TN)を運用対象に選んでいる。政府証券公認ディーラーあるいは、一般のブローカー・ディーラー、またはABNアムロの北米証券部門から購入したものと考えられる。米国リップパー社の投資信託ランキングによれば、2000年12月31日の時点で、トレジャリー・マネー・マーケット・ファンドは、1年保有することによって得られるリターン(収益)が5.85%となっていて同社の平均値を超えているが、運用対象となっているTBとTNはいずれも

表9 受益証券の収益率(2000年12月31日時点)

ファンド名	発行済み普通株(%) (Common Shares)	発行済み投資家株 (Investor Shares)
トレジャリー・マネー・マーケット・ファンド(TMMF)	5.85	—
ガバメントMMF	6.08	—
MMF	6.21	—
免税MMF	3.87	—
フィクスト・インカム・ファンド(FIF)	10.60	10.07
免税FIF	11.59	11.16
ヨーロッパ株式グロースF	—	—
バランスドF	-4.27	-4.93
バリュース・ファンド	-0.68	-1.17
グロース・ファンド	-4.45	-4.83
国際株式ファンド	-22.87	-23.27
スモール・キャップF	6.10	5.61
不動産ファンド	28.77	29.16
エイジアン・タイガー・ファンド	-38.10	-38.28
ラテンアメリカF	-21.07	—

(注) 投資家が、1年間保有した場合の収益率。

(出所) ABN-AMRO, [12], 5~21ページ。

表10 受益証券の発行を通じた運用資金の調達(1999年)

ファンド名	発行済み普通株(\$) (Common Shares)	発行済み投資家株(\$) (Investor Shares)	合計(\$)
トレジャリー・マネー・マーケット・ファンド(TMMF)	7億4734万3000	7182万7000	8億1917
ガバメントMMF	9億138万4000	3億8792万6000	12億8931万
MMF	23億9611万5000	9億2787万4000	33億2398万9000
免税MMF	5億3539万9000	2億7114万5000	8億654万4000
フィクスト・インカム・ファンド(FIF)	609万3000	4000	609万7000
免税FIF	36万1000	4万1000	40万2000
ヨーロッパ株式グロースF	200万	—	200万
バランスドF	139万7000	1000	139万8000
バリュース・ファンド	196万9000	18万4000	215万3000
グロース・ファンド	318万9000	2万6000	321万5000
国際株式ファンド	1028万4000	4万8000	1033万2000
スモール・キャップF	201万8000	91万9000	293万7000
不動産ファンド	11万7000	1000	11万8000
エイジアン・タイガー・ファンド	1152万3000	22万	1174万3000
ラテンアメリカF	72万6000	—	72万6000
合計	46億1991万8000	16億6021万6000	62億8013万4000

(出所) ABN-AMRO, [12], 58~63ページ。

表11 トレジャリー・マネー・マーケット・ファンド運用先 (1999/12/31)

(1) 米国財務省証券 (54.8%)

	利回り	償還期限	運用額 (時価)
U.S.Treasury Bills	5.340%	2000/1/13	2495万6000US \$
	3.900%	2000/1/20	1995万9000US \$
	5.045%	2000/1/27	2490万9000US \$
U.S.Treasury Notes	7.705%	2000/1/31	2505万2000US \$
	5.875%	2000/2/15	2102万5000US \$
	6.875%	2000/3/31	2508万6000US \$
	6.375%	2000/5/15	1005万3000US \$
	6.125%	2000/7/31	502万3000US \$
	6.000%	2000/8/15	501万7000US \$
	4.000%	2000/10/31	986万9000US \$
	5.750%	2000/11/15	999万7000US \$
合 計			1億8596万8000US \$

(2) レポ

(相手方買い戻し条件付き証券の購入, 財務省証券類, 44.9%)

	利回り	償還期限	運用額 (時価)	買い戻し価格
J.P.モルガン	2.850%	2000/1/3	6137万2000US \$	6138万6710US \$
モルガン・スタン レー	2.500%	2000/1/3	1062万2000US \$	1062万4365US \$
プルデンシャル 証券	2.750%	2000/1/3	1001万2000US \$	1001万4421US \$
UBSウオーバー グ証券	2.850%	2000/1/3	7062万3000US \$	7064万0060US \$
合 計			1億5262万 9000US \$	1億5266万 5556US \$

(出所) ABN-AMRO, [11], 23ページ

高利回りとなっている²⁷⁾。

なお、米国財務省証券への投資は、トレジャリー・マネー・マーケット・ファンドの全運用額の中で54.8%を占めていた(表11)。

2) レポ (Repurchase Agreements, Repo)

レポとは、資金の需要者が将来の特定の日にあらかじめ合意された利率(価格)で買い戻す条件付きで証券を資金供給者へ売却して、使用可能な資金を入

手する取り引きのことである²⁸⁾。表11-(2)によれば、資金需要者は、J.P.モルガン証券、モルガン・スタンレー、プルデンシャル証券、UBS ウォーバーク証券の4社である。この4社が財務省証券類(TBやTN)を、将来、売却時よりも若干高い金額で買い戻す条件付きでトレジャリー・マネー・マーケット・ファンドに売却し、資金調達していることになる。

逆にトレジャリー・マネー・マーケット・ファンドは、上の4証券会社からTBやTNを購入し、売却時よりも高い金額で買い戻してもらうことにより、利回りに上乘せし、全体のリターンを大きくしていると考えられる。

ここではABN アムロ・ファンドは、トレジャリー・マネー・マーケット・ファンドを通じて、上の証券4社にレポ取り引きにより資金を供給したことになる。

このように、ミューチュアル・ファンドは単に株式・債券投資を受託投資してリターンを得るための金融商品であるという機能に止まらず、金融機関に対する資金供給者としての機能を果たすまでに発展を遂げている。

なお、レポ取り引きは、トレジャリー・マネー・マーケット・ファンドの全運用額の中で44.9%を占めていた。

(2) ガバメント・マネー・マーケット・ファンド (Government Money Market Fund)

1) 米国政府系金融機関債 (U.S. Government Agency Obligations)

表12-(1)に見られるように、ここでは連邦住宅抵当金庫(ファニー・メイ)、連邦住宅金融抵当金庫(フレディ・マック)などの政府系金融機関が発行する割引債およびメディアム・ターム・ノート(返済期限30年未満の普通社債)が投資対象になっている。

ファニー・メイ、フレディ・マックは、貯蓄貸付組合などの住宅金融機関に資金を融通するなど住宅金融市場の資金需給を調節する役割を担っている。また連邦住宅貸付銀行(Federal Home Loan Bank)も住宅金融専門の金融機関であり、連邦農業信用銀行(Federal Farm Credit Bank)は、農家・漁業者から成る協同組合に対する融資を専門に行う金融機関である。

またこれら政府系金融機関は、民営の金融機関であるが、財務省から助成金が出されていて、住宅金融市場あるいは農漁業協同組合金融市場の資金需給調

表12 ガバメント・マネー・マーケット・ファンド運用先 (1999/12/31)

(1) 米国政府系金融機関債 (60.8%)

購入債権	利回り(%)	返済期限	購入額(US\$)
Fannie Mae Discount Note (A)	5.760	2000/2/17	2233万3000
	5.480	2000/3/21	987万8000
Fannie Mae MTN	4.990	2000/2/22	998万5000
	5.100	2000/3/16	500万
	4.970	2000/4/12	400万
	4.980	2000/4/20	499万9000
	5.620	2000/8/9	599万5000
	5.440	2000/9/9	777万6000
	5.760	2000/10/2	477万
Federal Farm Credit Bank	5.800	2000/10/2	999万8000
Federal Farm Credit Bank Discount Note (A)	5.740	2000/1/19	2358万2000
	5.740	2000/2/4	1535万1000
Federal Home Loan Bank	4.790	2000/2/4	499万9000
	4.910	2000/2/9	1000万
	4.950	2000/2/17	499万9000
	5.000	2000/2/24	499万9000
	5.160	2000/3/8	999万9000
	4.970	2000/4/20	999万8000
	5.415	2000/6/14	799万9000
	5.710	2000/8/9	332万7000
	6.050	2000/11/3	800万4000
Federal Home Loan Bank Discount Note (A)	5.600	2000/1/19	1994万2000
	5.520	2000/2/9	1467万1000
	5.520	2000/3/31	986万2000
Feddie Mac Discount Note (A)	5.520	2000/2/3	763万6000
	5.550	2000/2/24	5453万8000
	5.540	2000/3/16	988万5000
	5.481	2000/3/23	987万5000
	5.230	2000/7/6	972万8000
	5.260	2000/7/17	971万1000
	5.486	2000/8/1	667万3000
合計			3億4061万2000

(2) レポ

(相手方買い戻し条件付き証券の購入、政府系金融機関発行債券、39.2%)

購入債券	利回り(%)	返済期限	運用額(時価)(US\$)	買い戻し価格(US\$)
J. P.モルガン証券	2.960	2000/1/3	7014万9000	7016万6674
モルガン・スタンレー	3.000	2000/1/3	2020万	2020万4860
ブルデンシャル証券	2.800	2000/1/3	1億0994万9000	1億0997万4562
UBS ウォーバーグ証券	2.960	2000/1/3	2016万7000	2017万1672
合計			2億2046万5000	2億2051万7741

(出所) ABN-AMRO, [11], 24ページ

節機能という公的な役割を政府から委任されているという側面がある。

ABN アムロ・ファンドは、ガバメント・マネー・マーケット・ファンドを通じて、政府系金融機関の発行する債券を間接的に購入することにより、政府系金融機関債を購入する大口機関投資家となっていたことになる。

なお、U.S.Government Agency Obligations は、ガバメント・マネー・マーケット・ファンドの全投資額の中で60.8%を占めている。

2) レポ

ここでは、J.P.モルガン証券、モルガン・スタンレー、ブルデンシャル証券、ウォーバーク証券の4証券会社が、政府系金融機関が発行した債券を将来買い戻す条件で、ガバメント・マネー・マーケット・ファンドへ売却し、資金調達したことが明示されている(表12-(2))。

トレジャーリー・マネー・マーケット・ファンドの「2)レポ」で見たときと同様に、ここでもただ単に、債券投資による収益獲得を目指すだけでなく、ABN アムロ・ファンドは、上の4証券会社から政府系金融機関債を購入することにより、4証券会社に対して資金を融通していたことになる。

なお、ガバメント・マネー・マーケット・ファンド全取引高に占めるレポ取引の割合は39.2%であった。

(3) マネー・マーケット・ファンド

1) コマーシャル・ペーパー (Commercial Paper, CP)

CPは、単名・無担保の約束手形で、短期の資金調達手段である。手形が商品流通の決済を目的とはせず、CPとして、事実上の短期債券として企業や金融機関によって発行されるようになったものと考えられる²⁹⁾。

CPをマネー・マーケット・ファンドに直接あるいは間接的に売却して、資金調達したのは、ベア・スターンズ、ゴールドマン・サックス、メリル・リンチ、J.P.モルガン証券の大手独立系・銀行系証券会社、チェース・マンハッタン、シティ・コープ、ウエルズ・ファーゴの大手商業銀行、アメリカン・エクスプレス・クレジット、GEキャピタルなどの大手ノンバンクであった(表13-(1))。

米国リップラー社の投資信託ランキングによれば、2000年12月31日の時点で、

マネー・マーケット・ファンドは、1年保有することによって得られるリターン（収益）が6.32%となっていて同社の平均値を超えているが、運用対象となっているCPはいずれも5.2%から6.75%と高利回りになっている（表13-(1)）³⁰⁾。

なお、CPへの投資がマネー・マーケット・ファンド全体の投資額に占める割合は36.9%であった。

2) 譲渡性預金証書 (Certificates of Deposit, CD)

譲渡性預金証書とは、転売可能な大口定期預金証書のことで、1961年にアメリカで初めて導入された、商業銀行にとっての資金調達手段（債券類似有価証券）の一つである。1933年銀行法に規定された金利規制いわゆる「レギュレーション Q」、すなわち要求払い預金への付利禁止、定期預金金利の上限設定などの預金金利規制を回避する、市場金利連動型定期預金の先駆けであった³¹⁾。

アメリカの商業銀行が、1961年に証券ディーラーと協調して、資金調達手段としてのCDを開発したことにより、銀行から離れ始めていた企業の運用資金を呼び戻すことにある程度成功し、逆に、商業銀行はCDを発行して調達した資金を企業に融資するという形で、アメリカの経済成長を信用面からバックアップした³²⁾。

現在では、市場金利連動型の金融商品が主流になり、CDも発行開始当時のような役割は終えているが、銀行にとっては、相変わらず有力な資金調達手段の一つである。

表13-(2)では、欧米の主要な民間銀行のニューヨーク支店がCDを直接あるいは間接的にガバメント・マネー・マーケット・ファンドへ売却して、資金調達していたことがわかる。逆にABNアムロ・ファンドは欧米の主要な民間銀行からCDを購入することにより、彼らに資金を供給していたことになる。

なお、CDへの投資がマネー・マーケット・ファンド全体の投資額に占める割合は25.9%であった。

3) 銀行手形 (Bank Notes)

バンク・オブ・アメリカ、フィフス・サード・バンコープ、ファースト・ナショナル・バンク・オブ・シカゴの3商業銀行が、銀行手形をマネー・マーケット・ファンドに持ち込んで資金調達していた（表13-(3)）。

表13 マネー・マーケット・ファンド運用先(1999/12/31)

(1) CP(A) (36.9%)

購 入 先	利回り(%)	返済期限	購入額(US\$)
American Express Credit	6.400	2000/1/18	4984万9000
Associates First Capital	5.900	2000/1/26	2987万7000
Bear Stearns	5.810	2000/3/9	1483万5000
	5.810	2000/3/23	1480万1000
Blue Ridge Asset Funding	6.276	2000/1/18	3090万8000
	6.750	2000/1/20	968万5000
Centric Capital	5.200	2000/1/6	1748万7000
Chase Manhattan	5.450	2000/1/31	2986万4000
Citicorp	5.920	2000/1/27	2489万3000
General Electric Capital	5.270	2000/1/24	1495万
	5.420	2000/1/27	996万1000
	5.760	2000/2/17	1488万7000
	5.870	2000/2/24	1486万8000
Goldman Sachs	6.140	2000/2/28	1980万2000
Merrill Lynch & Co.	5.870	2000/1/31	1990万2000
	5.980	2000/2/3	2486万3000
J. P. Morgan & Co.	5.313	2000/1/19	1994万6000
Quincy Capital	6.270	2000/1/13	1496万9000
Receivables Capital	6.350	2000/1/18	1580万7000
	5.900	2000/1/27	1493万6000
Unifunding	5.850	2000/2/10	2483万8000
Variable Funding Capital	5.930	2000/1/20	2990万6000
	5.650	2000/2/16	2482万
Wells Fargo	5.950	2000/2/10	2483万5000
			5億1148万5000

マネー・マーケット・ファンドの全取引高に占める銀行手形購入の割合は4.6%であった。

4) レボ

ここでは、J.P.モルガン証券、モルガン・スタンレー、プルデンシャル証券、ウォーバーグ証券の4証券会社が、政府系金融機関が発行した債券を将来買い戻す条件で、マネー・マーケット・ファンドへ売却し、資金調達したことが明示

(2) CD (25.9%)

購 入 先	利回り(%)	返済期限	購入額(US\$)
Bank of Montoreal	5.090	2000/4/17	999万9000
Bank of Nova Scotia (NY)	6.000	2000/2/1	4000万
Barclays Bank (NY)	5.610	2000/6/14	1199万8000
Bayerische Hypo Vereinsbank (NY)	5.100	2000/4/12	1500万
Bayerische Landesbank (NY)	5.120	2000/2/23	1999万9000
	5.115	2000/3/21	1801万7000
Deutsche Bank (NY)	5.020	2000/1/12	1500万
	5.060	2000/4/17	999万9000
	6.010	2000/9/5	799万8000
Harris Trust & Savings	6.200	2000/1/10	1500万
Lloyds Bank	6.000	2000/8/14	1099万7000
Regions Bank (AL)	5.550	2000/1/10	2500万
	5.870	2000/1/12	1500万
	5.820	2000/2/3	1500万
Royal Bank of Canada (NY)	4.970	2000/2/2	1500万
	4.970	2000/2/3	1000万
Societe General (NY)	5.025	2000/1/14	1300万
Toronto Dominion Bank (NY)	6.405	2000/1/24	3000万
	5.000	2000/2/4	1000万
	5.180	2000/2/29	999万9000
Union Bank of Switzerland (NY)	5.400	2000/5/30	1199万3000
	5.760	2000/7/5	1999万6000
Canadian Imperial Bank of Commerce (NY)	6.200	2000/8/1	1801万7000
合 計			3億5899万1000

されている(表13-(4))。

ガバメント・マネー・マーケット・ファンドの「2)レポ」で見たときと同様に、ここでもただ単に、債券投資による収益獲得を目指すだけでなく、ABNアムロ・ファンドは、上の4証券会社から政府系金融機関債を購入することにより、4証券会社に対して資金を融通していたことになる。

なお、マネー・マーケット・ファンド全取引高に占めるレポ取引の割合は32.2%であった。

(3) 銀行手形(4.6%)

購 入 先	利回り(%)	返済期限	購入額(US\$)
Bank of America	6.030	2000/ 2 /22	1999万4000
Fifth Third Bancorp	5.970	2000/ 1 /17	2500万
FNB Chicago	6.015	2000/ 8 /14	1849万6000
合 計			6349万

(4) レポ

(相手方買い戻し条件付き証券の購入, 政府系金融機関発行債券, 32.2%)

購 入 債 券	利回り(%)	返済期限	運用額(時価)(US\$)	買い戻し価格(US\$)
J. P.モルガン証券	3.020	2000/ 1 / 3	1 億8197万4000	1 億8201万9835
モルガン・スタンレー	3.000	2000/ 1 / 3	5927万5000	5928万9974
ブルデンシャル証券	2.800	2000/ 1 / 3	1 億4069万	1 億4072万2497
UBS ウォーバーク証券	3.020	2000/ 1 / 3	6426万5000	6428万1519
合 計			4 億4620万4000	4 億4631万3825

(出所) ABN-AMRO, [11], 25~26ページ。

以上, 北米顧客向けABN アムロファンズは, トレジャリー・マネー・マーケット・ファンド, ガバメント・マネー・マーケット・ファンド, マネー・マーケット・ファンドなどの金融商品を通じて, 高利回りの財務省証券および, 政府系金融機関債券を購入・運用して高い運用成績を実現していた。

また, 財務省証券および政府系金融機関債券のレポ取り引きを通じて, JPモルガン証券, モルガン・スタンレー, ブルデンシャル証券, ウォーバーク証券の4証券会社へ巨額の資金を融通していた。

ここまでの検討を通じて, 欧州の有力な多国籍金融機関である ABN アムロが, 1996年から複数の米国の有力地方商業銀行を買収しながら, 銀行の窓口で ABN アムロ・ファンズを販売することにより巨額の運用資金を確保していった。こうして確保した運用資金で同社は, 米国の政府・政府系金融機関, 民間金融機関, 企業が発行した債券や株式を購入し, 企業や政府機関の資金調達を円滑にしたり, ダウ平均株価の維持に貢献したのである。

このように, ABN アムロ・ファンズの活動は, 欧州金融機関の対米直接投資→米国政府機関・企業が発行した証券への投資+金融機関への融資という実態を持ち, 欧州から米国への資金流入の典型事例と考えられる。

以下では、連邦住宅抵当金庫（Federal National Mortgage Association, 以下ファニー・メイと略す）債券の発行・取り引きの実態を検討することによりABNアムロ・ファンズから米国の金融機関（米国証券会社、商業銀行、ノンバンク）へどのように資金が供給されていったのか、について明らかにする。そのことを通じて、日本・欧州→米国→新興市場諸国という資本移動が存在したのか否かについて解明してゆきたい。

〔3〕 米国政府系金融機関債の発行と流通

(1) ファニー・メイ

1) ファニー・メイの活動

ファニー・メイは、前節で確認した通り、米国の住宅貸付市場における主要な資金供給者である。表14に見られるように、完全な民間組織であるが、財務省から毎年22億ドルの助成金を得て、政府から住宅貸付市場における資金需給の調整役を委任されているという側面がある。

さっそく、ファニー・メイのバランスシートを見ながら、活動の実態を検討する。まず負債項目から検討しよう。負債（資金源泉）の項目で一番大きな割合を占めているのは、「発行済み債券」である。返済期限1年未満および1年を超える債券の発行による資金調達額が、同社資金源泉の95%を占めている（表15）。

また、同社は株式も発行していて、「総発行済み株式」は、同社の資金源泉の約3%を占めているが、圧倒的に債券の発行（外部資金の借り入れ）に資金調達を依存する、典型的な「ノンバンク」にあたる。

さて、このように主に債券を発行して資金調達を行っている政府系金融機関は複数存在する。住宅貸付を専門に行っている主要3行の債券発行額は、表16のようになっている。

ファニー・メイの債券発行額は、1997年から99年までで、低下傾向にあるが、依然として政府系金融機関による債券発行総額の34%弱を維持している（表16）。次に発行割合が大きいのは、連邦住宅貸付銀行（Federal Home Loan Banks,

表14 米国政府系金融機関の性格

	ファニー・メイ	フレディー・マック	FHLBs
資金供給方法	モーゲージ買い付け	モーゲージ買い付け	貸し付け
資金供給先	モーゲージ・バンカー, 商業銀行, 貯蓄貸付組合, 相互貯蓄銀行	主として, 貯蓄貸付組合	主として, 貯蓄貸付組合
関係分野	住宅	住宅	住宅
完全な民間機関か?	○	○	○
財務省から利用できる助成金	40億	22億	40億

(注) 各金融機関の正式名称は、以下の通り。

連邦住宅貸付銀行：Federal Home Loan Banks (FHLBs)

連邦住宅金融抵当金庫：Federal Home Loan Mortgage Corp. (フレディー・マック)

連邦住宅抵当金庫：Federal National Mortgage Corp. (ファニー・メイ)

(出所) 松井和夫, [9], 16-17ページ。

FHLBs) の33.27%, やや発行規模が小さいのは連邦住宅金融抵当金庫 (Federal Home Loan Mortgage Corporation, Freddie Mac 以下, フレディー・マック) の22%強となっている。

なお, 2000年8月時点で, 財務省証券と発行規模を比較すると, 財務省証券の発行額は3兆6300億ドルであるのに対して, 政府系金融機関の債券発行額は1兆6200億ドルとなっている。また, 米国財務省証券と政府系金融機関債券は, 連邦準備制度 (Federal Reserve System, FRB) による公開市場操作の対象債券である³³⁾。

次に, 資産 (運用先) 項目を見てみよう。資産項目で最も割合が大きいのは, 「購入したモーゲージ」で85~90%を占めている (表15)。「モーゲージ」とは, 住宅用不動産を担保とする貸付債権を有価証券化したものである。「モーゲージ」は, 住宅貸付を専門に行うノンバンクである貯蓄貸付組合 (Savings and Loan Association) が発行する。

貯蓄貸付組合は, 住宅購入者に対して住宅用不動産を担保として住宅購入資金を貸し付ける。その際, 貯蓄貸付組合には, 住宅用不動産を担保とする貸付債権が累積される。この貸付債権は通常, 住宅ローンが返済されるまでに20~30年かかるので, それまで保管庫で眠ることになる。貯蓄貸付組合は, 貸付債

表15 ファニー・メイ

資 産		
	1998年	1999年
購入したモーゲージ	4152億2300万 \$ (85%)	5227億8000万 \$ (90%)
投資有価証券 (内訳)		
満期まで保有する有価証券	422億9900万 \$	216億6000万 \$
投資目的の有価証券	162億1600万 \$	180億9100万 \$
現金および現金類似商品 (預金?)	7億4300万 \$	20億9900万 \$
未収利息	34億5300万 \$	35億3000万 \$
取得資産および抵当流れ 請求物	8億2700万 \$	7億800万 \$
その他	62億5300万 \$	62億9900万 \$
総資産	4850億1400万 \$	5751億6700億 \$

(注) ・「優先株」は、1株50 \$、授権株数は1億株。1998年には2300万株を発行。

・1999年には2600万株を発行。

・「普通株」は、1株0.525 \$。11億2900万株を発行。

(出所) Fannie Mae, Annual Report, 1999.

表16 米国政府系金融機関の債券発行額

	1997年	1998年	1999年
総額	9948億1700万 \$	1兆2699億7500万 \$	1兆5901億1600万 \$
連邦住宅貸付銀行	3139億1900万 (31.6%)	3821億3100万 (30.08%)	5290億500万 (33.21%)
連邦住宅金融抵当金庫 (フレディー・マック)	1692億 (17%)	2873億9600万 (22.67%)	3607億1100万 (22.7%)
連邦住宅抵当金庫 (ファニー・メイ)	3697億7400万 (37.17%)	4602億9100万 (36.24%)	5476億1900万 (34.39%)
連邦農業信用銀行	12億6100万	12億6100万	12億6100万

(出所) Federal Reserve Board, Federal Reserve Bulletin, December 2000, A30.

のバランス・シート

負 債		
	1998年	1999年
発行済み債券(内訳)		
返済期限一年未満	2054億1300万\$	2265億8200万\$
返済期限一年超	2548億7800万\$	3210億3700万\$
合計	4602億9100万\$ (95%)	5476億1900万\$ (95%)
未収利息	52億6200万\$	67億8400万\$
その他	40億800万\$	31億3500万\$
発行済み株式 (内訳)		
優先株	11億5000万\$	13億\$
普通株	5億9300万\$	15億8500万\$
追加払い込み資本	15億3300万\$	184億1700万\$
留保利益(利益剰余金)	156億8900万\$	(2億4600万\$)
累積包括的所得	(1300万\$)	-40億2000万\$
金庫株(自社保有株)	-34億9900万\$	176億2900万\$
総発行済み株式	154億5300万\$ (3.1%)	5751億6700万\$ (3%)
負債総額および 総発行済み株式	4850億1400万\$	5751億6700万\$

権を流動化する(現金に換える)ために、この貸付債権を有価証券化して、ファニー・メイやフレディー・マックなどの政府系金融機関へ売却する³⁴⁾。

ファニー・メイの資産(運用先)項目の85~90%を占める「購入したモーゲージ」とは、このようにして購入されたものである。このようにして貯蓄貸付組合から「モーゲージ」を購入した政府系金融機関は、さらに「モーゲージ」を担保にして「モーゲージ担保証券」を発行して、証券会社を仲介して、機関投資家に売却することにより流動化している³⁵⁾。本稿では、ファニー・メイが発行した債券(ベンチマーク債)の発行・流通を検討することを課題にしているので、「モーゲージ担保証券」の発行・流通については他の機会に譲ることとする。

このようにファニー・メイは、債券を発行して資金調達を行い、調達した資

金を「モーゲージ」の購入に向け、貯蓄貸付組合へ融資する、という活動に従事しているのである。

さて、このようにファニー・メイによって発行された巨額の債券は、どのように流通しているのだろうか。以下この点について検討してみる。

2) ファニー・メイ債の発行

ファニー・メイは、1999年一年間に23本のベンチマーク債を発行していた(表17)。このベンチマーク債は、いずれも返済期限が一年を超える長期債で、

表17 ファニー・メイ発行債券引き受け状況 99年発行分引き受けシンジケート

発行債券銘柄	発行額	発行年月	GS	MS	ML
10年物ブレットベンチマーク債	40億\$	1999.1.6	リードm	コム	リードm
5年物ブレットベンチマーク債	40億\$	1999.2.3	コム	コム	リードm
3年物ブレットベンチマーク債	30億\$	1999.3.3	リードm	リードm	コム
5.125%ブレットベンチマーク債	20億\$	1999.3.19	リードm	コム	リードm
5.25%ブレットベンチマーク債	30億\$	1999.4.8	コム	リードm	コム
5年物コーラブルベンチマーク債	20億\$	1999.4.20	コム	リードm	コム
10年物コーラブルベンチマーク債	25億\$	1999.4.26	コム	リードm	リードm
5年物ブレットベンチマーク債	45億\$	1999.5.5	リードm	コム	リードm
10年物コーラブルベンチマーク債	15億\$	1999.5.14	リードm	リードm	コム
30年物ブレットベンチマーク債	15億\$	1999.5.20	コム	リードm	コム
10年物ブレットベンチマーク債	30億\$	1999.6.3	リードm	リードm	コム
5.63%ブレットベンチマーク債	25億\$	1999.6.24	コム	リードm	コム
6.38%ブレットベンチマーク債	20億\$	1999.7.20	リードm	コム	リードm
5年物ブレットベンチマーク債	30億\$	1999.8.4	コム	リードm	リードm
6.25%ブレットベンチマーク債	5億\$	1999.8.4	コム	リードm	リードm
6.25%ブレットベンチマーク債	5億\$	1999.9.1	コム	リードm	リードm
10年物ブレットベンチマーク債	35億\$	1999.9.27	コム	リードm	リードm
6.50%ブレットベンチマーク債	35億\$	1999.10.1	リードm	コム	コム
6.25%コーラブルベンチマーク債	5億\$	1999.10.1	リードm	コム	コム
5年物コーラブルベンチマーク債	5億\$	1999.10.18	コム	コム	リードm
3年物ブレットベンチマーク債	30億\$	1999.11.4	リードm	リードm	コム
6.63%ブレットベンチマーク債	50億\$	1999.11.4	リードm	リードm	コム
6.50%ブレットベンチマーク債	45億\$	1999.12.6	コム	コム	リードm
発行総額および主幹事獲得回数	612億\$		11回	14回	13回

(注) リードm: 引き受け主幹事 コム: 引き受け副幹事 セリングg: 売りさばき団
 GS: ゴールドマン・サックス ML: メリルリンチ
 (出所) Fannie Mae, [13], 1999.

同年一年間にファニー・メイが発行した長期債の19.06%にあたる。

さて、表17によれば、23本のベンチマーク債を引き受けていたのは、平均すると15社前後の証券会社・投資銀行であった。

これらの証券会社は、3行の共同引き受け主幹事 (Lead Managers), 7行の共同引き受け副幹事 (Co-Mnagers), 10行前後の売りさばき団 (Selling Group) から成る、引き受けシンジケート団を形成し、ファニー・メイ債を一括して引き受け、機関投資家や個人投資家へ売りさばいていた。ここでは、引

ト団の役割

CSFB	JPM	LB	BS	SSB	香港上海	ドイツ銀行	ABN
コム	リードm	コム	コム	コム	コム	コム	セリングg
リードm	コム	リードm	コム	コム	コム	コム	セリングg
コム	リードm	コム	コム	コム	コム	コム	セリングg
コム	コム	コム	リードm	コム	コム	コム	-
コム	リードm	リードm	コム	コム	コム	コム	セリングg
コム	リードm	リードm	コム	コム	コム	コム	セリングg
コム	-	リードm	-	コム	コム	コム	セリングg
リードm	-	コム	セリングg	コム	コム	コム	セリングg
コム	-	リードm	コム	セリングg	コム	-	セリングg
リードm	セリングg	コム	コム	コム	セリングg	コム	セリングg
リードm	コム	コム	コム	セリングg	コム	セリングg	コム
コム	コム	リードm	リードm	コム	コム	コム	セリングg
コム	コム	コム	リードm	コム	コム	コム	-
コム	リードm	コム	コム	コム	コム	コム	セリングg
コム	リードm	コム	コム	コム	コム	コム	セリングg
コム	コム	コム	リードm	コム	コム	コム	セリングg
コム	コム	コム	リードm	コム	コム	コム	セリングg
コム	リードm	リードm	コム	コム	コム	コム	セリングg
コム	リードm	リードm	コム	コム	コム	コム	セリングg
リードm	コム	リードm	コム	セリングg	コム	コム	セリングg
コム	コム	リードm	コム	コム	コム	コム	コム
コム	コム	リードm	コム	コム	コム	コム	コム
リードm	リードm	コム	コム	コム	セリングg	セリングg	コム
6回	9回	11回	5回				

CSFB: クレディ・スイス・ファースト・ボストン JPM: JP モルガン証券

LB: レーマン・ブラザーズ BS: ベア・スターンズ SSB: ソロモン・スミス・バーニー

ABN: ABN・アムロ

き受け主幹事，引き受け副幹事，売りさばき団の機能についてまとめておこう。

〈引き受け主幹事〉

引き受け主幹事は，債券発行者に対して，いつ・どのくらいの規模で・どのような種類の債券を発行すればよいか，について提案し（オリジネート機能），債券発行者にとって最も良い条件で債券が発行できるように提案を行なう³⁶⁾。

また引き受け主幹事は，債券を引き受ける割合が他のメンバーよりも大きい。例えば，2001年1月23日にファニー・メイが発行した，10年物劣後ベンチマー

チェース	FTN	DLJ	PW	富士証券	MK	PS	WDR
セリングg	セリングg	—	セリングg	セリングg	セリングg	セリングg	セリングg
セリングg	セリングg	セリングg	セリングg	セリングg	—	セリングg	セリングg
—	セリングg	セリングg	セリングg	セリングg	—	セリングg	セリングg
セリングg	セリングg	—	—	—	—	—	—
セリングg	セリングg	セリングg	セリングg	セリングg	—	セリングg	—
セリングg	セリングg	セリングg	セリングg	セリングg	—	セリングg	—
セリングg	セリングg	セリングg	セリングg	—	—	セリングg	—
com	—	セリングg	セリングg	—	セリングg	com	セリングg
セリングg	セリングg	セリングg	セリングg	セリングg	—	セリングg	—
セリングg	セリングg	セリングg	セリングg	—	—	セリングg	—
com	セリングg	セリングg	—	セリングg	—	セリングg	セリングg
セリングg	セリングg	com	セリングg	—	—	—	セリングg
—	—	—	—	—	—	—	—
セリングg	セリングg	セリングg	セリングg	—	セリングg	—	—
セリングg	セリングg	セリングg	セリングg	—	セリングg	—	—
セリングg	com	セリングg	セリングg	—	セリングg	セリングg	—
セリングg	com	セリングg	セリングg	—	セリングg	—	—
セリングg	com	セリングg	セリングg	—	セリングg	セリングg	—
セリングg	com	セリングg	セリングg	—	セリングg	セリングg	—
セリングg	—	—	—	—	—	—	—
com	セリングg	—	セリングg	セリングg	—	セリングg	—
com	セリングg	—	セリングg	セリングg	—	セリングg	—
com	com	—	セリングg	セリングg	セリングg	セリングg	—

FTN：ファースト・テネシー・ナショナル証券 DLJ：ドナルドソン・ラフキン・ジェンレット
 PW：ペイン・ウェーバー MK：モルガン・キーガン PS：ブルデンシャル・セキュリティズ
 WDR：ウォーバーク・ティロン・リード

ク債（15億ドル）の場合、共同主幹事は各社28.7%を引き受けており、主幹事3社で85.9%も引き受けている（表18）。したがって、通常、主幹事には、（1）不透明な経済環境の中で、顧客に有利な財務計画を提案できる証券会社、（2）多数の良質な顧客をあるいは強力な債券販売網を傘下に抱えている証券会社しかなることができない。逆に顧客に有利な財務計画を提案でき、強力な債券販売網を傘下に持っている証券会社の場合、引き受け主幹事となって、より大きな割合の債券を引き受けて、より多くの手数料を獲得することになる³⁷⁾。

また、引き受け主幹事は、自社にとって引き受け活動を行ないやすいようなシンジケート団の構成メンバーを決定することができる。

このように、債券引き受けシンジケート団の引き受け主幹事に就任することは、シンジケート団内で絶大な権限を握ることになり、どの引き受け会社も引

表18 ファニー・メイ劣後ベンチマーク債シンジケート団
メンバー引き受け割合

〈概要〉

発 行 者	フェニー・メイ
債券の種類	10年物 6.25%劣後ベンチマーク債
発 行 額	15億ドル
発行公告日	2001年1月23日

〈引き受け割合〉

シンジケート団メンバー	引き受け額	引き受け割合
ゴールドマン・サックス	4億3000万ドル	28.7%
モルガン・スタンレー	4億3000万	28.7
ソロモン・スミス・バーニー	4億3000万	28.7
ベア・スターンズ	3500万	2.3
ベイロック・アンド・ パートナーズ	3500万	2.3
クレディ・スイス・ ファースト・ボストン	3500万	2.3
レーマン・ブラザーズ	3500万	2.3
メリル・リンチ	3500万	2.3
J.P.モルガン証券	3500万	2.3
合 計	15億ドル	99.9%

(出所) Fannie Mae, [13], 2001年。

き受け主幹事になろうと血眼になるが、実際には、強力な販売網を抱えている大手総合証券会社しか引き受け主幹事の座を射止めることはできない。実際、ファニー・メイのベンチ・マーク債を引き受けていた約20社の証券会社のうち、引き受け主幹事になれたのは、たった7社であり、なかでも有力証券会社は、何回も引き受け主幹事になっている(表17)。例えば、モルガン・スタンレー14回、メリル・リンチ13回、ゴールドマン・サックスとレーマン・ブラザーズが11回ずつ、J.P.モルガン証券9回というように、債券シンジケート団の引き受け主幹事は、一部の一流証券会社の寡占状態になっていると考えられる(表17)。

こうして、毎年発表される、債券引き受け主幹事獲得回数の上位には、つねに4~5社(ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、メリル・リンチ、ソロモン・スミス・バーニー、C.S.ファースト・ボストン)が顔を出すということになる。

〈引き受け副幹事、売りさばき団〉

副幹事と言っても、主幹事のように発行者とシンジケート団双方との間で契約を結んだり、シンジケートのメンバーを決定できるほどの権限は持っておらず、引き受け割合も主幹事よりも少ない。売りさばき団は、割り当てられた証券を販売することのみに従事する³⁸⁾。

このように、ファニー・メイが1999年一年間に発行したベンチマーク債は、引き受け主幹事(Lead Managers)によって組成されたシンジケート団によって顧客に売り捌かれていた。本稿で検討の対象としているABN・アムロ・ファンズも、巨額のファニー・メイ債を購入しているが(表12, 19-1)、以下その購入経路を確認してみよう。

3) ファニー・メイ債の流通

表12と表19-1によれば、ファニー・メイが発行した債券をABN・アムロ・ファンズは、8789万5000ドル購入しているが、そのうち引き受けシンジケート団の構成が判明したのは、以下の3事例である。

〈7年満期ブレット・ベンチマーク債〉

引き受け主幹事は、J.P.モルガン証券、ゴールドマン・サックス、メリル・リンチである(表19-2-(1))。この引き受け主幹事によって組成された引き受け副幹事は7行、売りさばき団は11行であった(表19-2-(1))。

ABN・アムロ・ファンズは、これらのファニー・メイ債引き受けシンジケート団構成メンバーから同社債券を購入したと考えられる。なかでも、以下の章で詳しく見るように、政府系金融機関債を使用したレポ(現金担保付き債券貸借)取り引きを通じて資金を融通していたJ.P.モルガン証券が引き受け主幹事、モルガン・スタンレーは引き受け副幹事、プルデンシャル証券、ウォーバーク・デロン・リードが売りさばき団に入っているのが注目される。

またABN・アムロ・ファンズの親会社であるABNアムロが売りさばき団に入っていた(表19-2-(1))。

販売地域別の特徴では、引き受けシンジケート団の構成メンバーの大半が米国に本店があるために、同債の70%が米国で販売されている。これに対して、パークレイズ、クレディ・スイス・ファースト・ボストン、ドイツ銀行、ABNアムロ、HSBC(Hong Kong Shanghai Banking Corp.,香港上海銀行)、UBSウォーバークの各行は、欧州に本店を持つため、同社債の15%は欧州で販売さ

表19-1 フィクスト・インカム・ファンド運用先
米国政府系金融機関債(10.3%)

購入債券	利回り(%)	返済期限	購入額(\$)
Fannie Mae (1)	5.625	2004/ 5 /14	496万
(2)	5.750	2005/ 6 /15	446万2000
MTN	5.510	2002/ 4 /19	222万6000
MTN	6.180	2009/ 2 /19	151万1000
Freddie Mac (3)	5.000	2004/ 1 /15	280万5000
(4)	6.750	2029/ 9 /15	350万1000
Total			1946万5000

(注) Fannie Mae (1) は、表19-2-(2)に対応。

Fannie Mae (2) は、表19-2-(1)に対応。

Freddie Mac (3) は、表21-(1)に対応。

Freddie Mac (4) は、表21-(2)に対応。

(出所) ABN-AMRO, [11], 31ページ。

表19-2 ABN・アムロ・ファンズが購入したファニー・メイ債
引き受けメンバー

(1) 7年物ブレット・ベンチマーク

〈概要〉

発行額	35億ドル
発行公告日	1998年
利回り	5.750%
購入先	ファンド・マネージャー45%, 商業銀行21%, 中央銀行14% 保険会社14%, 企業年金3%, 地方政府2%, 個人1%
購入先(国地域別)	米国70%, 欧州15%, アジア11%, その他4%

〈引き受けメンバー〉

シンジケートメンバー	役職	本店所在地
ゴールドマン・サックス	引き受け主幹事	米国
J.P.モルガン証券	〃	米国
メリル・リンチ	〃	米国
バークレイズ	引き受け副幹事	欧州
ベア・スターンズ	〃	米国
クレディ・スイス・ ファースト・ボストン	〃	欧州
ドイツ銀行	〃	欧州
レーマン・ブラザーズ	〃	米国
モルガン・スタンレー	〃	米国
ソロモン・スミス・B	〃	米国
ABN・アムロ	売りさばき団	欧州
ドナルドソン・ラフキン・J	〃	米国
ファースト・テネシー・N	〃	米国
富士証券	〃	アジア
HSBC	〃	欧州/アジア
オーメス	〃	
バイン・ウェーバー	〃	米国
ブルデンシャル証券	〃	米国
ウイリアムス	〃	
UBS・ウォーバーク	〃	欧州

(注) ソロモン・スミス・B: ソロモン・スミス・バーニー
ドナルドソン・ラフキン・J: ドナルドソン・ラフキン・ジェンレット
ファースト・テネシー・N: ファースト・テネシー・ナショナル証券

(2) 5年物ブレット・ベンチマーク

〈概要〉

発行額	45億ドル
発行公告日	1999年
利回り	5.625%
購入先	ファンド・マネージャー41%、商業銀行19%、中央銀行15%、企業年金9%、地方政府9%、保険会社6%、個人1%、その他1%
購入先(国地域別)	米国73%、アジア15%、欧州7%、その他5%

〈引き受けメンバー〉

シンジケートメンバー	役職	本店所在地域
クレディ・スイス・ファースト・ボストン	引き受け主幹事	欧州
ゴールドマン・サックス	〃	米国
メリル・リンチ	〃	米国
ABN・アムロ	引き受け副幹事	欧州
ドイツ銀行	〃	欧州
HSBC	〃	欧州／アジア
レーマン・ブラザーズ	〃	米国
モルガン・スタンレー	〃	米国
ブルデンシャル証券	〃	米国
ソロモン・スミス・バーニー	〃	米国
ベア・スターンズ	売りさばき団	米国
ブレイロック	〃	
デイン・ロウシャー	〃	
ドナルドソン・ラフキン・ジェンレット	〃	米国
富士証券	〃	アジア
モルガン・キーガン	〃	
ペイン・ウエーバー	〃	米国
バイニング	〃	
ウォルター・ジョンソン	〃	
ウォーバーグ・ディロン・リード	〃	欧州

(出所) Fannie Mae, [13], 1999年。

れている（表19-2-(1)）。

また、アジア地域に本店あるいは販売拠点を持っている、HSBC、富士証券が売りさばき団の構成メンバーに入っていて、同社債の11%はアジア地域で販売されていた（表19-2-(1)）。

〈5年満期ブレット・ベンチマーク債〉

引き受け主幹事は、クレディ・スイス・ファースト・ボストン、ゴールドマン・サックス、メリル・リンチである（表19-2-(2)）。この引き受け主幹事によって組成された引き受け副幹事は7行、売りさばき団は10行であった（表19-2-(2)）。

ABN・アムロ・ファンズは、これらのファニー・メイ債引き受けシンジケート団構成メンバーから同社債券を購入したと考えられる。なかでも、以下の章で詳しく見るように、政府系金融機関債を使用したレポ（現金担保付き債券貸借）取り引きを通じて資金を融通していたモルガン・スタンレー、ブルデンシャル証券が引き受け副幹事、ウォーバーク・ディロン・リードが売りさばき団に入っているのが注目される。

またABN・アムロ・ファンズの親会社であるABNアムロが引き受け副幹事として入っていた。

販売地域別の特徴では、引き受けシンジケート団の構成メンバーの大半が米国に本店があるために、同債の73%が米国で販売されている。これに対して、クレディ・スイス・ファースト・ボストン、ドイツ銀行、ABNアムロ、HSBC、UBSウォーバークの各行は、欧州に本店を持っていて、同社債の7%は欧州で販売されている（表19-2-(2)）。

また、アジア地域に本店あるいは販売拠点を持っている、HSBCが引き受け副幹事に、富士証券が売りさばき団の構成メンバーに入っていて、同社債の15%はアジア地域で販売されていた（表19-2-(2)）。

〈3年満期中期債シリーズB〉

明らかになっているのは、同債の引き受け主幹事が、モルガン・キーガン商会、チェース証券、ネーションズ・バンク・モンゴメリー証券で、引き受け主幹事の代表がモルガン・キーガン商会であるということである³⁹⁾。

なお、チェース証券はチェース・マンハッタン・コープ、ネーションズ・バンク・モンゴメリー証券はネーションズ・バンクの銀行系証券子会社である。

(2) フレディー・マック

1) フレディー・マックの活動内容

フレディー・マックは、前節で確認した通り、米国の住宅貸付資金市場における主要な資金供給者である。表14に見られるように、完全な民間組織であるが、財務省から毎年40億ドルの助成金を得て、政府から住宅貸付資金市場における資金需給の調整役を委任されている。

さっそく、フレディー・マックのバランスシートを見ながら、活動の実態を検討する。まず負債項目から検討しよう。負債（資金源泉）の項目で一番大きな割合を占めているのは、「総負債証券」である。同項目は、「総負債および株式資本」すなわち同社資金源泉の89～92%を占めている（表20）。

また、同社は株式も発行しているが、「株式資本」は、同社の資金源泉の約3%強を占めているにすぎず、圧倒的に債券の発行（外部資金の借り入れ）に資金調達を依存する、典型的な「ノンバンク」にあたる。

フレディー・マックの債券発行額は、1997年から99年までで、増加傾向にあり、政府系金融機関による債券発行総額の20%前後である（表16）。

次に、資産（運用先）項目を見てみよう。資産項目で最も割合が大きいのは、「購入した債務保証されたモーゲージ担保証券」で81～82%を占めている（表20）。「モーゲージ」とは、住宅用不動産を担保とする貸付債権を有価証券化したものである。「モーゲージ」は、住宅貸付を専門に行うノンバンクである貯蓄貸付組合（Savings and Loan Association）が発行する。

貯蓄貸付組合は、住宅購入者に対して住宅用不動産を担保として住宅購入資金を貸し付ける。その際、貯蓄貸付組合には、住宅用不動産を担保とする貸付債権が累積される。この貸付債権は通常、住宅ローンが返済されるまでに20～30年かかるので、それまで保管庫で眠ることになる。貯蓄貸付組合は、貸付債権を流動化する（現金に換える）ために、この貸付債権を有価証券化して、フレディー・マックなどの政府系金融機関へ売却する。

表20 フレディー・マック

資 産		
	1998年	1999年
購入したモーゲージ	503億8300万 \$	545億7700万 \$
購入した債務保証された モーゲージ担保証券	1526億8700万	2392億8500万
小計	2030億7000万(81%)	2938億6200万(82%)
現金と投資	366億6600万	530億8500万
売り戻し条件付き購入証券	57億3600万	51億8200万
その他の資産	50億1600万	63億5900万
受け取り利息が発生した資 産総額	2504億8800万	3584億8800万

(出所) Freddie Mac, Annual Report, 2000, p42.

表21 フレディー・マック発行債券引き受け状況 99年発行分引き受けシンジ

発行債券銘柄	発行額	発行公告日	GS	SSB	JPM
5年満期レファレンス・ノート (1)	30億 \$	1999.1.13	リードm	リードm	リードm
10年満期レファレンス・ノート	30億 \$	1999.3.10		リードm	
コーラブル・レファレンス・ノート	10億 \$	1999.4.22			リードm
コーラブル・レファレンス・ノート	30億 \$	1999.4.23			リードm
3年満期レファレンス・ノート	30億 \$	1999.5.12		リードm	リードm
コーラブル・レファレンス・ノート	10億 \$	1999.5.26			
2年満期レファレンス・ノート	30億 \$	1999.6.9		リードm	
コーラブル・レファレンス・ノート	15億 \$	1999.6.23			リードm
5年満期レファレンス・ノート	30億 \$	1999.7.7	リードm	リードm	
コーラブル・レファレンス・ノート	22.5億 \$	1999.7.28		リードm	リードm
コーラブル・レファレンス・ノート	10億 \$	1999.9.2	コム	コム	リードm
10年満期レファレンス・ノート	40億 \$	1999.9.9	コム	コム	
10年満期レファレンス・ノート	60億 \$	1999.9.14	コム	コム	
3年満期レファレンス・ノート	50億 \$	1999.10.12	コム		コム
3年満期レファレンス・ノート	50億 \$	1999.10.13	コム		コム
5年満期レファレンス・ノート	30億 \$	1999.11.3	リードm		リードm
5年満期レファレンス・ノート	30億 \$	1999.11.9	リードm		リードm
30年満期レファレンス・ボンド	20億 \$	1999.11.22		リードm	
10年満期レファレンス・ノート	30億 \$	1999.12.9			
発行総額および主幹事獲得回数	557.5億 \$		4回	7回	9回

(注) リードm, コム, セリングgは, 表17と同じ。

(出所) Freddie Mac, [14], 1999.

のバランスシート

負 債		
	1998年	1999年
短期負債	740億3200万 \$	445億1600万 \$
長期負債	1478億1000万	2839億
劣後借入れ	3 億2200万	1 億4700万
総負債証券	2221億6400万(89%)	3285億6300万(92%)
受け取りモーゲージに 対する支払い利息	126億4700万	92億9900万
負債総額	2348億1100万	3378億6200万
その他の負債	69億 900万	95億 100万
株式資本	87億6800万(3.5%)	111億2500万(3.1%)
総負債および株式資本	2504億8800万 \$	3584億8800万 \$

ジケート団の役割

MS	BS	LB	ML	WDR	チェース	CSFB	FTN	ABN	DLJ
			リードm			リードm			
	リードm						リードm		
	リードm						リードm		
								リードm	
リードm	リードm		リードm						
	リードm					リードm			
			リードm			リードm			
						リードm			
			コム	コム		コム		コム	
			リードm				コム	コム	
リードm	コム	コム	リードm	コム		リードm			コム
リードm	コム	コム	リードm			リードm			コム
リードm	コム		コム	リードm	コム	コム		リードm	
リードm	コム		コム	リードm	コム	コム		リードm	
			リードm						
			リードm						
	リードm					リードm			
リードm	リードm	リードm							
6回	5回	2回	8回	2回		7回		3回	

フレディー・マックの資産（運用先）項目の81～82%を占める「購入した債務保証されたモーゲージ担保証券」とは、このようにして購入されたものである。

本稿では、フレディー・マックが発行した債券（レファレンス債）の発行・流通を検討することを課題にしているので、「モーゲージ担保証券」の発行・流通については他の機会に譲ることとする。

このようにフレディー・マックは、債券を発行して資金調達を行い、調達した資金を「モーゲージ担保証券」の購入に向け、貯蓄貸付組合へ融資する、という活動に従事しているのである。

さて、このようにフレディー・マックによって発行された巨額の債券は、どのように流通していたのだろうか。以下この点について検討してみる。

2) フレディー・マック債の発行

1999年一年間にフレディー・マックは、537億5000万ドルにのぼるレファレンス・ノート（長期債の一種）を18本発行していた。この18本のレファレンス・ノートは、20行前後の金融機関が参加するシンジケート団によって売り出されていた（表21）。

レファレンス・ノートの引き受けシンジケート団は、3行の引き受け主幹事、4～8行の副幹事、12行の売りさばき団によって構成されていた。ファニー・メイ債の場合と同様、フレディー・マック債の引き受け主幹事も一部の有力な金融機関によって占められていた。

ちなみにフレディー・マック債の引き受け主幹事には、J.P.モルガン証券9回、メリル・リンチ8回、ソロモン・スミス・バーニー7回、モルガン・スタンレー6回、クレディ・スイス・ファースト・ボストン7回、ベア・スターンズ5回、ゴールドマン・サックス4回、ABN・アムロ3回がそれぞれ就任し、シンジケート団を中心的に組成していた（表21）。

3) フレディー・マック債の流通

表12と表19-1によれば、ABN・アムロ・ファンズが、1999年一年間に購入したフレディー・マック債は、1兆1435万2000ドルであったが、そのうち引き受けシンジケート団の概要が明らかになったのは、以下に見る2つの事例で

表22 レボ取り引きによる ABN・アムロ・ファンズから
欧米証券会社への資金供給(1999年12月31日)

(1) J.P. モルガン証券

借り入れたファンド	借り入れ債券	利回り	償還期限	借り入れ金額
Treasury Money Market Fund	財務省証券	2.850%	2000/1/3	6137万2000 \$
Government Money Market Fund	政府系金融機関	2.960%	2000/1/3	7014万9000
Money Market Fund	政府系金融機関	3.020%	2000/1/3	1億8197万4000
Tax-Exempt Money Market Fund	政府系金融機関	3.200%	2000/1/3	3004万2000
Fixed Income Fund	政府系金融機関	3.200%	2000/1/3	548万
Growth Fund	政府系金融機関	3.200%	2000/1/3	210万
合 計				3億5111万7000 \$

(2) モルガン・スタンレー

借り入れたファンド	借り入れ債券	利回り	償還期限	借り入れ金額
Treasury Money Market Fund	財務省証券	2.500%	2000/1/3	1062万2000 \$
Government Money Market Fund	政府系金融機関	3.000%	2000/1/3	2020万
Money Market Fund	政府系金融機関	3.000%	2000/1/3	5927万5000
Real Estate Fund	財務省証券	5.250%	2000/1/3	5万5000
合 計				9015万2000 \$

(3) ブルデンシャル証券

借り入れたファンド	借り入れ債券	利回り	償還期限	借り入れ金額
Treasury Money Market Fund	財務省証券	2.750%	2000/1/3	1001万2000 \$
Government Money Market Fund	政府系金融機関	2.800%	2000/1/3	1億 994万9000
Money Market Fund	政府系金融機関	2.800%	2000/1/3	1億 4069
合 計				2億6065万1000 \$

(4) ウォーバーク・ディロン・リード

借り入れたファンド	借り入れ債券	利回り	償還期限	借り入れ金額
Treasury Money Market Fund	財務省証券	2.850%	2000/1/3	7062万3000 \$
Government Money Market Fund	政府系金融機関	2.960%	2000/1/3	2016万7000
Money Market Fund	政府系金融機関	3.020%	2000/1/3	6426万5000
合計				1億5505万5000 \$

(出所) ABN-AMRO, (11), 23, 24, 26, 29, 32, 42, 47の各ページより作成。

ある。

〈30億ドル5年満期レファレンス・ノート (1月13日公告)〉

同債券を引き受けた引き受けシンジケートを組成した引き受け主幹事行は、ゴールドマン・サックス、J.P.モルガン証券、ソロモン・スミス・バーニーであった(表21-(1))。このほかに、9行の副幹事行がシンジケート団に参加していた⁴⁰⁾。

なお副幹事行の具体名は明らかにできなかった。ABN・アムロ・ファンズは、これらの金融機関から同債券を購入していたと考えられる。

〈20億ドル30年満期レファレンス・ボンド (11月22日公告)〉

同債券を引き受けた引き受けシンジケートを組成した引き受け主幹事行は、クレディ・スイス・ファースト・ボストン、レーマン・ブラザーズ、ソロモン・スミス・バーニーであった(表21-(2))。このほかに、6行の副幹事行と売りさばき団がシンジケート団に参加していた⁴¹⁾。なお副幹事行および売りさばき団の具体名は明らかにできなかった。

このように、ファニー・メイ債やフレディー・マック債などの政府系金融機関債は、引き受け主幹事証券会社によって組成された引き受けシンジケート団によって、ABN・アムロ・ファンズに販売されていたと考えられる。このようにABN・アムロ・ファンズへファニー・メイ債、フレディー・マック債を含めた政府系金融機関債を販売していたと考えられるJ.P.モルガン証券、モルガン・スタンレー、プルデンシャル証券、ウォーバーク・ディロン・リードの4行は、ABN・アムロ・ファンズとの間でレポ取り引きを行い、資金調達を行っ

ていた。以下この点を検討する。

(3) 政府系金融機関債を使用したレポ取り引き

1) J.P. モルガン証券

表に見られるように、J.P.モルガン証券は、1999年一年間にABN・アムロ・ファンズとの間でレポ取り引きを行ない、3億5111万7000ドルの資金を調達した(表22-(1))。ABN・アムロ・ファンズとの間で行なわれたレポ、すなわち現金担保付き債券貸借取り引きの中で、J.P.モルガン証券は、ABN・アムロ・ファンズに対して財務省証券と政府系金融機関債を貸し出すことによって、資金調達を行なっていた。

レポ取り引きを通じてJ.P.モルガン証券は、調達した3億5111万7000ドルのうち83%を、政府系金融機関債をABN・アムロ・ファンズに貸し出すことによって資金を調達していた。

2) モルガン・スタンレー

表に見られるように、モルガン・スタンレーは、1999年一年間にABN・アムロ・ファンズとの間でレポ取り引きを行ない、9015万2000ドルの資金を調達した(表22-(2))。ABN・アムロ・ファンズとの間で行なわれたレポ、すなわち現金担保付き債券貸借取り引きの中で、モルガン・スタンレーは、ABN・アムロ・ファンズに対して財務省証券と政府系金融機関債を貸し出すことによって、資金調達を行なっていた。

レポ取り引きを通じてモルガン・スタンレーは、調達した9015万2000ドルのうち88%を、政府系金融機関債をABN・アムロ・ファンズに貸し出すことによって資金を調達していた。

3) プルデンシャル証券

表に見られるように、プルデンシャル証券は、1999年一年間にABN・アムロ・ファンズとの間でレポ取り引きを行ない、2億6065万1000ドルの資金を調達した(表22-(3))。ABN・アムロ・ファンズとの間で行なわれたレポ、すなわち現金担保付き債券貸借取り引きの中で、プルデンシャル証券は、ABN・アムロ・ファンズに対して財務省証券と政府系金融機関債を貸し出すことによ

て、資金調達を行っていた。

レポ取引を通じてプルデンシャル証券は、調達した2億6065万1000ドルのうち58%を、政府系金融機関債をABN・アムロ・ファンズに貸し出すことによって資金を調達していた。

4) ウォーバーク・ディロン・リード

表に見られるように、ウォーバーク・ディロン・リードは、1999年一年間にABN・アムロ・ファンズとの間でレポ取引を行ない、1億5505万5000ドルの資金を調達した(表22-(4))。ABN・アムロ・ファンズとの間で行なわれたレポ、すなわち現金担保付き債券貸借取引引きの中で、ウォーバーク・ディロン・リードは、ABN・アムロ・ファンズに対して財務省証券と政府系金融機関債を貸し出すことによって、資金調達を行っていた。

レポ取引を通じてウォーバーク・ディロン・リードは、調達した1億5505万5000ドルのうち54%を、政府系金融機関債をABN・アムロ・ファンズに貸し出すことによって資金調達していた。

このように、上の4金融機関は、ABN・アムロ・ファンズとの間で、主に政府系金融機関債を用いてレポ取引を行なうことにより、低利で巨額の資金を調達していた。

〔4〕 小 括

1995年以降、本格的に米国へ進出することになった、オランダに本店のあるABN・アムロ・グループは、米国で買収したラサール銀行(シカゴ)やヨーロッパピアン・アメリカン銀行(ニューヨーク)の支店網、およびチャールズ・シュワブなどのディスカウント・ブローカーの支店網を通じて、ABNアムロ・ファンズを販売し、約63億ドルの運用資金を調達し、運用資産は約25億ドルに達した。

北米顧客向けABN・アムロ・ファンズは、独立した15本のファンドの中で複数の株式や債券を常時組み換えながら運用し、運用上生じた収益を受益証券(普通株と投資家株)の持ち分に応じて、投資家に還元した。

それと同時に、北米顧客向け ABN・アムロ・ファンズは、一部のファンドが、欧米証券会社の在米本支店との間で、米国財務省証券や政府系金融機関債を用いてレポ取り引き（現金担保付き債券貸借）を行い、ファンドが証券会社に巨額の資金供給を行っていた。

以上の経緯を国際的な資本移動という側面から見ると、欧州資本の ABN・アムロ・グループが米国で金融機関を買収し、在米支店網を通じて北米顧客向け ABN・アムロ・ファンズを販売し、資産運用を行う中で、欧米証券会社の在米本支店に資金を供給していたことになる。

すなわち、北米顧客向け ABN・アムロ・ファンズの検討を通じて、資金が欧州から米国へ流入するという、90年代に特徴的な欧米間資本移動が確認されたと思われる。

次号では、北米顧客向け ABN・アムロ・ファンズから資金を供与された欧米証券会社の在米本支店が、証券引き受けなどの投資銀行業務でどのような活動を行っていたのかを検討することにより、欧州から米国に流入した資金が、その後どこへ流出していったかについて明らかにしてゆく。

(未完)

(注)

- 1) こうした見解は、多くの論者によって表明されてきたが、代表的な見解を挙げれば、P.クルーグマン（〔3〕）や中尾（〔5〕、〔6〕）などがある。
- 2) 例えば、中尾、〔6〕、175-200ページ。
- 3) 中国の国有企業は、1997年10月から2000年10月にかけて、相次いで、ニューヨークや香港の証券取引所へ株式を上場して、資金を調達してきた（『日経金融新聞』2000年12月29日）。
- 4) 王東明氏は、上海石化工股份有限公司が香港証券取引所に1993年7月に株式（H株）を上場し、同社が調達した資金を経営組織再編成のために活用していたことを明らかにされている（王東明「香港株式市場の中国企業株（H株）について」『証券経済研究』第7号（1997年5月））。

ただし、王氏は、中国政府が近い将来 WTO 加盟を見据えて、いかに国有企業を強化しようとしていたか、という対外経済戦略の視点からの分析が弱いように思われる。

中国の国有企業えん州炭硯株式会社（本社中国山東省）は、1998年4月に、ニューヨークと香港で株式を上場して資金を調達した。同社は、調達した資金の7割近くを別の炭硯を買収する資金として活用していた。

えん州炭硯による海外での株式上場は、同時に、2万3000社にのぼる小規模炭硯を閉山にするという政策とともに進められていた（『同社半期営業報告書（1998年6月30日）』）。こうした一連の政策はWTO加盟を考慮した中国政府による国有企業強化策の一環と考える。なお、えん州炭硯の海外における株式上場については、続編で検討する。

- 5) 『ユーロ・マネー』（2000年2月）21ページ。
- 6) 日本貿易振興会, [8], 6-7ページ。
- 7) 同上書, [8], 21ページ。
- 8) Morgan Stanley Dean Witter, [15]。
- 9) 経済企画庁編, [4], 14-25ページ。
- 10), 11), 12) 中尾 [5] 107-108ページ。
- 13) ABN・アムロ日本語ホームページ。
- 14) 『日経金融新聞』（1998年12月21日付）。
- 15) 『アメリカン・バンカー』（第164巻, 第109号, 1999年10月4日）7ページ。
- 16), 17), 18) 2000年 ABN・アムロ・ホームページ（英文, Website: www.abnamro.com/com）33ページ。
- 19), 21), 22) N.M.ロスチャイルド・アンド・サンズ, 「ホームページ（英文）」（Website: www.nmrothschild.com）。
- 20) N.M.Rothschild & Sons, [17], 6ページ。
- 23) N.M.Rothschild & Sons, [16], 13ページ。
- 24) ABN-AMRO, [12], 56ページ。
- 25) ABN-AMRO, [12], 5-21ページ。
- 26) ABN-AMRO, “Where to Buy”, [12], (Website: www.abnamrofund-usa.com/about_us/where_to_buy.html)。
- 27) ABN-AMRO, [11], 23ページ。
- 28) P.M.ガーバー, S.R.ワイズブロード, [2], 24-27ページ。
- 29) 川村雄介『CP=コマースシャルペーパー —企業ニーズに応える新調達手段—』有斐閣新書, 1987年, 22-23ページ。
- 30) ABN-AMRO, [12], 6ページ。
- 31), 32) 松井, [9], 144-151ページ。
- 33) Board of Governors of the Federal Reserve System, “Federal Reserve Open Market Transactions”, Federal Reserve Bulletin, November 2000 A9.
- 34), 35) 松井, [9], 21-29ページ。
- 36), 37) 佐賀, [1], 40-55ページ, 日本証券経済研究所, [7], 44ページ。

- 38) 日本証券経済研究所編『新版現代証券辞典』日本経済新聞社, 1992年, 186ページ。
39), 40), 41) Fannie Mae [13] 1999。

〈参考文献〉

- [1] 佐賀卓雄『メリルリンチの真実—動き出したウォール街の対日戦略—』株式会社日本短波放送, 1998年。
- [2] P.M. ガーバー, S.R. ワイズブロード (吉野直行, 真殿達, 渡邊博史訳)『最新アメリカ金融入門』日本評論社, 1994年。
- [3] P. クルーグマン (山形浩生訳)『クルーグマン教授の経済入門』株式会社メディアワークス, 1999年。
- [4] 経済企画庁編『平成10年版 世界経済白書—アジア通貨危機・金融危機後の世界経済—』1998年。
- [5] 中尾茂夫『ドル支配は続くか』ちくま新書, 1998年。
- [6] 同『金融の時代—日本の選択—』日経BP出版センター, 1999。
- [7] 日本証券経済研究所『図説アメリカの証券市場 1998年版』, 1998年。
- [8] 日本貿易振興会『2001年版ジェトロ投資白書—世界と日本の海外直接投資—』2001年。
- [9] 松井和夫『セキュリティゼーション—金融の証券化—』東洋経済新報社, 1986年。
- [10] ABN-AMRO, “Annual Report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934. For the fiscal year ended December 31, 1999”.
- [11] —, “ABN-AMRO Funds Annual Report December 31, 1999”, (Website: www.abnamrofund-usa.com).
- [12] —, “ABN-AMRO Funds Annual Report December 31, 2000”, (Website: www.abnamrofund-usa.com).
- [13] Fannie Mae, “Benchmark Syndication System (1998-2001)”, (Website: www.fanniemae.com/markets/debt/index.html).
- [14] Freddie Mac, “News & Info News Archives (1998-2001)”, (Website: www.freddiemac.com/news/archives).
- [15] Morgan Stanley Dean Witter, “Awards 1999 (Homepage)”, (Website: www.morganstanley.com/awards/index.html).
- [16] N.M. Rothschild & Sons, “Annual Report 1999”, (Website: www.nmrothschild.com/annual-reports/articles/1999_Annual_Report.PDF).
- [17] —, “Annual Report 2000”, (Website: www.nmrothschild.com/annual)

reports/articles/2000_Annual_Report.PDF).

- [18] 内閣府政策統括官付参事官（海外経済担当）『海外経済データ月次アップデート』2001年4月。