

2008年世界金融危機：我々は何を学ぶか

岡田 義昭

- I はじめに
- II 銀行業と証券業の規制・監督
- III 世界金融危機
- IV 金融危機対策
- V 結び
- 注
- 参考文献

【要旨】

本稿において、2000年代後半における米サブプライム・ローンの破綻に端を発した世界的規模での金融危機・大不況に焦点を当て、危機発生 of 諸原因、危機拡大のメカニズム、世界的伝播プロセスに対して検討を加えた。そして、そこから、金融危機のリスクを最小とするための対策について試論的に導き、金融危機の再発防止に向けての有効な策を検討した。

【キーワード】

1933年銀行法（通称グラス・スティーガル法）、サブプライム・ローン、ABS-CDO（資産担保証券を担保とする債務担保証券）、クレジット・デフォルト・スワップ、米金融規制改革案

I はじめに

信用力の低い個人向け住宅融資であるサブプライム・ローン (sub-prime lending) 市場の混乱に端を発した米国の金融危機は、100年に1度あるかないかというほどの深刻な信用不安・信用収縮をもたらした¹⁾。そして、2008年9月には米五大証券会社の一翼を担ってきた「リーマン・ブラザーズ」が破綻したことにより、それまでの米国の金融構造は根底から覆されることとなった²⁾。さらにそれら金融危機の拡大は、世界の金融機関におけるローン残高や保有証券をことごとく劣化させ、多額の損失を発生させた。国際通貨基金 (IMF) の試算によれば、日米欧の金融機関の損失額は2007年から2010年までの4年間でおおよそ4兆ドルに達するであろうとの推計結果を得ている³⁾。その結果、こうした信用危機は世界の实体经济をして1930年代の大恐慌 (the Depression) を想起させるほどの未曾有の不況にまで追い込んだ⁴⁾。各国政府や財政・金融当局、主要国際機関は、これら経済危機からの脱却を図るべく、今日想定されるあらゆる手立てを講じている。

ところで、今回の信用不安・金融危機に関して様々な論者が様々な視点からその発生因や問題点を指摘している⁵⁾。例えば、サブプライム・ローンの欠陥商品説、金融資本の強欲 (greed) 説、金融工学への過信説、高レバレッジによるバブル現象説、行過ぎた証券化説、格付け機関の無能力説、米ドル基軸通貨体制の構造的欠陥説、資本主義固有の病理現象説、などである。これらに対して本稿では、主たる原因を以下のような米国の金融制度設計のそもそもの生い立ちに遡って、その基本思想の差異に基づく規制・監督の在り方に求めることができると考える。

米国では大恐慌の教訓を基に「1933年銀行法」(通称グラス・スティーガル法)によって銀証分離、すなわち銀行業と証券業は明確に分離された。そして一方で銀行業は、不特定多数の預金者から預金を受け入れたために (depository institutions)、“預金者保護” (to protect the general public) という大義名分のもと数々の規制・監督の網が被せられることとなった。他方、証券業は“市場原理” (principles of the market) に基づく規制のない自由な取引と市場参加者の自己責任原則を楯に、情報公開や価格形成の透明性・公平性を求めた証券取引委員会 (SEC) の監督規制がせいぜいであった⁶⁾。その結果、米国の金融は、様々なレベルで厳しいコントロールを受ける銀行業の周辺において、政府による“規制”よりも市場による“規律”が重視されることの相対的に規制・監督の緩やかな証券業が跋扈した。そして、1975年の手数料自由化や1982年の一括登録制度導入などを踏まえ、証券業者間の新たな商品開発等による収益拡大競争が激しさを増した結果、近年の金融ビジネスにおける証券化 (securitization)、グローバル化 (globalization) の流れに乗って、金融工学の発達や高レバレッジ化とあいまって

“暴走”したと考えられる。かくして、こうした暴走を制御すべき公的規制・監督がうまく市場にビルト・インされていれば本来回避できたであろう点をもって、今回の金融危機の主たる原因を「制度設計の不備」に求めることができるであろう。それゆえ、こうした金融危機の再発を防止するための具体策として考えられることは、銀行業のみならず証券業他にも適切な規制・監督の網を張るということであろう。実際、米政府は2009年3月になり、不安の連鎖を招く恐れのある銀行、証券、保険などの金融会社を単独の機関で横断的に監督すること、一定規模のヘッジファンドをSECへの登録制にして情報開示を強化すること、デリバティブ取引全般を規制・監督すべき枠組みを創設すること、などを盛り込んだ「金融規制改革案」の検討に着手した⁷⁾。

そこで本稿では、まず今回の米国金融危機がなぜ発生したか、その主要原因を探る。ついで、それら金融危機がどのような経過を辿り、そして世界経済に波及していったかを考察する。最後に、そうした金融危機の再発防止に向けて有効な策を検討する。

II 銀行業と証券業の規制・監督

本章において、米国の銀行業と証券業の規制・監督に関し、金融制度設計のそもそもの生い立ちに遡って、その基本思想の差異に基づく両分野の相違点を検証してみよう。

1 米金融制度

米国の金融史を概観すると、まず1913年の「連邦準備法」(Federal Reserve Act)の制定により、12の連邦準備銀行とその管理統括機関としての連邦準備局という連邦準備制度が発足し、ここに米国独自の中央銀行制度が成立した⁸⁾。ついで1929年から33年に至る大恐慌の教訓から、銀行ならびに証券に関する大幅な金融制度改革が実施された。すなわち、「1933年銀行法」(Banking Act of 1933)ならびに「1935年銀行法」(Banking Act of 1935)により、米国の銀行制度は整備・強化された。前者では連邦準備局の権限が強められ、後者ではさらにその連邦準備局が連邦準備制度理事会(略称FRB)と改称され、FRBによる金融政策の手段・方法が明確化されることにより、このFRBを頂点に多くの商業銀行がそれに従う中央集権的銀行制度が誕生した。その他、金利釣り上げ競争阻止のための預金金利規制策(レギュレーションQ)が導入され、また連邦預金保険制度が創設されるなど、不特定多数の預金者保護を大義名分とする預金受け入れ金融機関(depository institutions)としての商業銀行への規制・監督体制が整った⁹⁾。

一方、証券業に対しては、「1933年証券法」(Securities Act of 1933)¹⁰⁾ならび

に「1934年証券取引所法」(Securities Exchange Act of 1934)¹¹⁾が制定され、証券業の規制や証券市場の整備がなされた。前者は主として有価証券の発行と販売に関する規制が取り決められた。後者は健全な証券市場を育成し、もって一般投資家を保護する目的であった。とりわけ後者では、証券市場を発行・流通の両面から規制する強大な権限を持った証券取引委員会(略称SEC)の設置が決められた。

こうした銀行業と証券業に対し、「1933年銀行法」(通称グラス・スティーガル法)は両者を明確に分離した¹²⁾。すなわち、銀行は一部の例外規定を除いて証券業務を行うことはできなくなったし、他方、証券会社も預金受け入れなど銀行業務を行うことができなくなった。例えば、同法では、第16条「銀行に許された業務内容」、第20条「銀行による証券会社との関係会社化の禁止」、第21条「証券会社による銀行業務の禁止」、第32条「FRB加盟銀行の役職員による証券業務の兼業禁止」の主要4条項において、以下のごとく、銀行業と証券業との分離を明確に規定している¹³⁾。

- (1) 国法銀行を含むすべての金融機関の証券業務は、原則として自己勘定ではなく、もっぱら顧客の注文に応じておこなう債券および株式の売買に限定され、それらの引き受けは禁止される。
- (2) 証券業を営む個人または法人が、同時に預金業務を行うことはできない。
- (3) 連邦準備制度加盟銀行は、証券業を営む個人または法人といかなる形にせよ系列関係を持つことができない。
- (4) 連邦準備制度加盟銀行の役員または職員が、証券業務を主に営む個人企業または法人の役員または職員を兼務することは禁止される。

かくして、大恐慌で約4割もの銀行が倒産した主たる原因は、それが預金として受け入れた資金を株式を含む各種有価証券に投資したことにありとされたことから、銀行の健全性を確保するにはとりあえず銀行と証券を法的に分離する方が最善とされた¹⁴⁾。そしてその結果、こうした銀証分離が1999年の「グラム・リーチ・ブライリー法」により「1933年銀行法」の第20条・第32条撤廃に到るまで¹⁵⁾、米国では70年近くに亘って続くことになった。

2 銀行業の規制・監督

ところで、銀行は不特定多数の預金者から預金を受け入れたために、預金者保護という大義名分のもと銀行業に対しては数々の規制・監督の網が被せられることとなった¹⁶⁾。

まず米国商業銀行全体のおよそ1/4(2007年末現在)を占める国法銀行(national banks)に対しては、「1864年国法銀行法」(連邦法)に基づき、連邦通

貨監督官の免許を受けて設立され、連邦準備制度（FRS）および連邦預金保険会社（FDIC）への加盟を強制されることにより、

- (a) 通貨監督官
- (b) 連邦準備制度
- (c) 連邦預金保険会社

の規制・監督に従う必要があった¹⁷⁾。また、州法銀行（state banks）は、各州の州銀行法に準拠し、州の銀行局・銀行監督官の免許を受けて設立されることから（但しFRS、FDICへの加盟は任意である¹⁸⁾）、

- (d) 州銀行局・銀行監督官
- (e) FRS、FDICのいずれかあるいは双方に加入した場合にはそのいずれかあるいは双方

の規制・監督に服する必要があった。その他、商業銀行以外の預金受け入れ金融機関としての貯蓄金融機関（貯蓄貸付組合、相互貯蓄銀行、信用組合）に対しても、連邦法に準拠して設立された国法機関や州法に基づいて設立された州法機関に関して、連邦住宅貸付銀行（FHLB）、連邦貯蓄貸付保険公社（FSLIC）、全国信用組合管理公社（NCUA）、全国信用組合出資金保険基金（NCUSIF）、州政府などのいずれかあるいは重複してその監督下に入る必要があった¹⁹⁾。

こうした規制・監督の具体的内容としては、金融業の許認可に始まって、業務内容の公開、支払い準備、社内経営者への融資、預金金利、証券ディーラーとの関係、銀行持ち株会社、借り手への正確な情報提供、消費者からの苦情、企業の社会的責任活動（CSR）等に関する各種規制や、さらには対監督官庁への諸報告義務、監督官庁の立ち入り検査など、極めて多岐に亘っている。また、最近に至るまで、1933年銀行法に基づく銀行の証券業務取り扱い禁止ならびに預金金利上限規制、1927年マクファデン法に基づく州際業務の禁止、11州の州法に基づく単一銀行制度等、各種の制度的制限・禁止の規制も行われた²⁰⁾。

3 金融改革と銀行規制

つぎに、米国における金融環境の変化とともに米銀行規制監督がどのように変遷したか見てみよう。

a 規制緩和

「1933年銀行法」や「1935年銀行法」は、上述したごとく、競争促進による効率性の向上よりもむしろ“競争制限”による経営安定の確保を重視したものであった。こうした競争制限的規制としては、①預金金利規制、②州際業務規制、③業際業務規制、などが主だったものであった。さらに、「1956年銀行持株会社法」により、銀行持株会社（BHC）の業務が規制された²¹⁾。

まず①の預金金利規制に関しては、国法・州法の商業銀行間や、商業銀行と貯蓄金融機関、銀行と証券間 (i.e. disintermediation) で預金金利競争の不公平性が顕著であったことから、ハント委員会報告 (1971年2月)、1973年・1975年金融機関法案、FINE検討綱領・1976年金融改革法案、1980年金融制度改革法、1982年預金金融機関法等を経て、預金金利規制が段階的に撤廃された。そして1986年3月には預金金利の自由化が事実上完成した²²⁾。つぎに②の州際業務規制に関しては、経済圏・金融圏が全国レベルまで発展・拡大する状況下で、歴史的に地場に基盤を置く地域密着型の中小銀行と、州を越えて業務を展開するほどまでに成長した大銀行との争いが、規制監督官庁や立法府をも巻き込んで激化した。その結果、大銀行は、既得権の活用、問題銀行救済策としての取得、貸付事務所 (LPO) の設置、ノンバンク・バンクスの設立 (1987年改正法で抜け穴封じ)、エッジ・アクト銀行法人子会社の利用などにより、州際取引を進展させた。さらに1994年成立した「州際銀行業務・支店設置効率化法」により商業銀行の地理的制限に関する緩和が最終的に実現した²³⁾。最後に③の業際業務規制に関しては、銀行と証券の新商品開発競争により、証券会社の小切手振出が可能な短期金融資産投資信託 (MMMF) やカード利用に加えて融資も受けられる現金管理勘定 (CMA) など、限りなく銀行商品に近いものが売られるようになった一方で、銀行側も、自動投資サービスや、配当再投資プラン、従業員自社株購入プラン、合同投資勘定の提供、特定歳入引当地方債の引き受けなど、証券関連業務の取り扱い範囲を拡大させた。さらに相手業種の企業取得による進出や、ワン・ストップ・ショッピング型ないしは百貨店型を志向する総合金融機関化の流れのなかで、1999年の「グラム・リーチ・ブライリー法」により、銀行、証券、保険の相互参入の法的枠組みが整った²⁴⁾。

b 規制強化

こうした金融の効率性向上のための競争制限的規制緩和の動きが一方であるのに対し、他方で銀行が過大なリスクをとることのないよう、経営健全性を確保すべく銀行業に対する規制・監督の強化も以下のごとく同時になされた²⁵⁾。

- (1) 1978年に設置された連邦金融機関検査協議会 (FFIEC) の統一報告事項に関する規定に基づき、コールレポートによる四半期ごとの不良資産の情報開示と銀行監督機関のモニタリングが実施された。
- (2) 上述公開情報の正確性・信頼性を高めるべく、1991年改正法により、時価評価会計の導入や公認会計士の外部監査機能の強化など銀行会計制度が拡充された。
- (3) 自己資本重視のために、1988年バーゼル銀行監督委員会合意による統一的な自己資本比率規制 (BIS規制) に基づき²⁶⁾、①自己資本比率 (総リスクベース)

(=総自己資本/リスクウェイト資産)、②自己資本比率(ティアIリスクベース)(=ティアI自己資本/リスクウェイト資産)、③レバレッジ比率(=ティアI自己資本/平均総資産)、④有形株主資本比率(=有形株主資本/総有形資産)の各数値で、自己資本優良、自己資本適正、自己資本不十分、自己資本大幅不足、自己資本危機の5段階に銀行の経営財務内容が分類された。

- (4) 金融監督を強化すべく、1978年以降CAMELと称される統一銀行格付け制度が導入された。すなわち、自己資本の充実度(C)、資産内容(A)、経営管理体制(M)、収益性(E)、流動性(L)の5項目に対して評価し、1(優良)～5(破綻可能性大)との格付けが行われた。
- (5) リスク管理を徹底させるべく、1996年にOCCは銀行が直面するリスク、すなわち、信用リスク、金利リスク、流動性リスク、価格リスク、外国為替リスク、取引リスク、コンプライアンス・リスクなどについて3段階の評価を行った。
- (6) 違反者への行政上の制裁措置を強化すべく、1989年改正法により「預金預け入れ金融機関関係人」という統一概念が導入され、制裁者の対象が広げられるとともに、民事制裁金も引き上げられた。また金融犯罪の刑事罰強化や捜査体制の拡充も併せて実施された。

4 「1933年証券法」と「1934年証券取引所法」

このように、商業銀行・貯蓄金融機関は、銀行業＝預金受け入れ金融機関の図式により、いろいろ変遷はあったが様々なレベルで様々な監督機関から様々な形で厳しい規制・監督を受けることが要請された。これに対して、証券業はどうであったか。つぎに米国における証券業の規制・監督内容について見てみよう。

米国では1930年代まで、ブルー・スカイ法と総称される各州単位の不正証券販売取締法が存在した²⁷⁾。それら規制の実施方法など中身では州ごとに大きな差異が見られたが、投資家を詐欺行為から守るという基本理念は共有していた。しかしながら、しだいに証券取引が全国的な規模でなされるようになると、州ごとの証券規制では必ずしも投資家保護が万全でないことが分かってきた。すなわち、基本的には州を越えてなされる郵便を利用した証券投資の勧誘を規制することができなかったのである。さらに、大恐慌を惹き起こす発端となったニューヨーク証券取引所(NYSE)の株価暴落は、全国の投資家に多大の損害を与えたところから、連邦レベルでの証券規制の必要性を関係者に痛感させることとなった²⁸⁾。

1933年と1934年に上院銀行通貨委員会(通称ペコラ委員会)にて証券市場の調査がなされた。その結果、①州際間の証券発行において、詐欺的行為の取締が不十分、②証券市場への信用流入が過大、③空売りが盛行、④証券取引関連の多額の

脱税、⑤証券業者に相場操縦や不正取引が見られる、などの問題点を指摘した²⁹⁾。これら制度的欠陥を是正するため、「1933年証券法」ならびに「1934年証券取引所法」が制定された。たとえば、前者では以下のような明確な基本理念を掲げている。

「Whenever pursuant to this title the Commission is engaged in rulemaking and is required to consider or determine whether an action is necessary or appropriate in the public interest, the Commission shall also consider, in addition to the protection of investors, whether the action will promote efficiency, competition, and capital formation.」³⁰⁾

すなわち、公共の利益の観点から情報開示により投資家を保護することの一点に尽きるのである。さらにその他関連条文を概観すると、①州際取引や郵便勧誘に際して十全たる情報を開示し、詐欺的行為を防止すること、②そのために、証券の発行人は登録届出書の提出が義務付けられたこと、③仮に記載情報に虚偽・誤謬があった場合ないしは重要情報が漏れている場合には、関係者すべては民事責任を問われること、など有価証券の発行・販売に関する規制が明記されている。但しここで重要なことは、“適切な (reasonable)” 情報とはどの程度までの情報を指すのかということである。それに対して同法第11条では以下のように規定している。

「In determining, for the purpose of paragraph (3) of subsection (b) of this section, what constitutes reasonable investigation and reasonable ground for belief, the standard of reasonableness shall be that required of a prudent man in the management of his own property.」³¹⁾

このように、「適切さ」に関して、各人が自己の資産を管理する際に十分な注意を払って判断するに必要な程度のものであることを想定しているのは重要な点である。

ところで、もう一方の「1934年証券取引所法」では、有価証券の流通面全般に係る規制が明記された³²⁾。たとえば、それまで一般的であった仮装売買、馴れ合い注文、相場操縦などが禁止され、また価格安定操作のような操作については情報開示と報告が義務付けられた。また、国法証券取引所に上場されるすべての証券の登録・情報開示を要求し、さらに上場企業は、年次および四半期ごとの財務報告提出が義務付けられた。過度の投機防止については、証拠金所要率が規制された。加えて、同法に基づき、1934年7月には証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission; SEC) が連邦政府機関として設置された³³⁾。SECは投資家保護のために、米国証券市場を発行・流通の両面にわたって規制・監督する強大な権限を持った。

かくして、1933年証券法ならびに1934年証券取引所法は、米国証券業に対し、情報開示により投資家保護を果たすという証券規制の基本的方向を打ち出し、また、その監督機関として証券取引委員会（SEC）を設置することにより、それ以降、取引所や証券業者はSECへの登録が義務付けられ、それゆえSECは証券業全般の公的規制・監督を担う機関となるに至った。

こうした規制・監督の下、米大手証券会社は、①有価証券の売買の仲介を行って手数料を取得するブローカー業務、②自己の勘定とリスクで有価証券を自ら購入・保有・売却する業務、③有価証券発行の引き受け業務、などに加え、高度の金融技術を駆使しつつ高い手数料・報酬を得るようないわゆる④投資銀行業務（金融アドバイザー業務、企業合併・買収(M&A)仲介業務、ノン・リコース/リミテッド・リコース・ファイナンス、グリーンフィールド・ビジネス等）などの主要業務を展開していった³⁴⁾。

5 証券取引委員会

米国証券業全般の規制・監督を担う証券取引委員会（SEC）の基本理念は、1934年に設立されてから今日に至るまで変わることなくまさに投資家の擁護者（the investor's advocate）たる地位を目指すことにあった。すなわち、強力な市場監視体制の下、投資家をあらゆる被害から守り、また公正で秩序ある効率的な市場を維持することにより、もって資本形成を容易ならしめるというものである³⁵⁾。具体的には、

- (1) 上場前・上場後の企業に関する情報公開への管理監督
- (2) 年次・四半期業績報告書、アニュアル・レポート、株式公開買付関連書類、合併・買収関連書類などの審理
- (3) 証券取引所における市場取引・市場参加者への監視・監督
- (4) ミューチュアル・ファンド、ファンド・マネジャー、アナリスト、投資アドバイザーへの規制・監視
- (5) 連邦証券法の執行
- (6) 虚偽情報、情報秘匿、証券価格操作、ブローカー・ディーラーの職務違反、インサイダー取引、未登録証券販売に対する捜査、民事制裁金の請求

などが主たる業務内容である。これら業務を遂行するために、SECは大統領によって任命され、議会上院によって承認される任期5年の5人の理事（内1名が委員長として最高運営責任者となる）からなる委員会によって構成される。さらにこの委員会の下、4の部局（division；企業財務局、市場規制局、投資管理局、捜査局）と19のオフィス（本部ワシントンDC）が置かれ、そして約3,500人の職員（2008年現在）が働く一大組織となっている³⁶⁾。

6 事例研究

ここで、事例研究として、近年ベンチャー企業等の資金調達で関心を集めている新規株式公開発行（IPO）手続きに即して、SECによる規制監督が具体的にいかなるものかその内容を見てみよう³⁷⁾。

a 株式公開前

新たに株式の公募を考えている企業が登録届出書をSECに提出する以前の期間は、通常、届出前期間と呼ばれるが、この期間には、売付・買付またはその申し込みをすることはかたく禁じられ、SECもこの辺に関して特に厳しく目を光らせっつ注意深く監視している。

企業が株式を公開する以前において、SECに対し1933年証券法に準拠した登録届出書を提出し受理されるプロセスは登録と称される。登録届出書は連邦証券法の必要要件に準拠したディスクロージャー書類であり、目論見書を含むその他の情報が登録には含まれる。目論見書は、株式発行に係わる情報を潜在的な投資家に提供する書類（S-1様式登録届出書Part 1）であり、財務の成果、成長戦略、リスク要因等を含む企業経営に係わるすべての内容が記載される。仮目論見書に基づき主幹事証券会社が市場動向を探りつつ（market tapping）、ブックビルディング方式ないしは入札方式で公開価格を決めるが、公開価格が決まればこれが書き込まれて最終目論見書が作成され、株式購入を希望するすべての人に配布される。

b 公開価格改定

公開価格決定期間中であれば公開価格の改定は可能とされる。しかしながら、価格改定には細かくルールが定められており、例えば20%までの変更であれば自動的に最終目論見書はリファイルされ、追加的な株式公開手続きがなされる。しかしながら価格改定が20%以上となった場合はIPO手続きは振り出しに戻り、書類を作成し直してSECに再提出することが必要となる。さらに場合によってはIPOそのものを断念せざるを得なくなることも出てくる。

c 初取引

新株式の最初の取引日につく価格が初値である。公開価格と初取引日の終値である初値の差は通常プレミアムと称されるものであり、まさにこの高プレミアムを期待して投資家はIPOに応ずるのである。ちなみに株価が公開価格より下がってしまう新規公開株はブレイク発行と呼ばれる。

d 初取引日以降

IPO後直ちに始まるのが、証券会社のマーケット・メーカーである。マーケット・メーカーとは証券市場において市場を作るディーラーのことであり、ディーラー自身が提示する買値で証券を購入し、またディーラー自身が提示する売値で

保有する在庫証券を販売することで市場を作っていく。また、SECへの登録発効日から一定日数（e.g. 40日）の間は静粛期間と称され、この期間、SECは目論見書とその修正版の情報公開のみに限定し、目論見書に掲載されていない事柄についての発言を企業に禁止している。こうした静粛期間は、投資家がデュー・デリジェンスを行うに十分な時間的余裕と、さらには経営サイドと関係するアナリストの影響を受けずに市場自身が公正な価格を確立せんがための期間として設けられていると言われる。この期間が終われば、株式市場における自由な需給行動に基づき株価が形成されていく。

7 証券業の規制・監督

このように米国証券業に対する規制・監督を見ると、基本的には投資家に対する自己責任原則の徹底を確立し、且つ取引に対して市場原理が貫徹するようならしめるというのがあくまでも基本思想と言えるであろう。すなわち、その背景には政府による“規制”よりも市場による“規律”が証券業には重要であるとの認識がある。

そこで、つぎにこうした規律重視の米国証券業において、規制・監督がどのように展開し、それが証券業自身にどのような影響を及ぼしたかを見てみよう。

米国の証券業務は、伝統的にブローカレッジ（委託売買）、アンダーライティング（引き受け）、トレーディング（自己勘定取引）とされ、したがって1960年代半ばまでは証券業の収益の太宗はこれら業務でカバーされていた³⁸⁾。しかしながら、1960年代後半になると、まず「すずかけの木の協定」（1792年）以来の長い歴史を持つニューヨーク証券取引所（NYSE）の固定手数料制が司法省、SEC、NYSEで議論され、その結果1975年5月1日にはこれら手数料の完全自由化が図られた（i.e. メーデー）³⁹⁾。また、情報開示制度に関し⁴⁰⁾、証券発行時の情報開示義務（i.e. 1933年証券法）とその後の継続的な情報開示義務（i.e. 1934年証券取引所法）とが個別独立していて重複・非効率的であるとの批判がたかまったことに対し、1982年の「統合開示制度」の採用により、両者の統合化が図られた。すなわち、継続的情報開示によりすでに周知となった情報は証券発行のさいに改めて開示される義務はないというものである。これら統合開示制度を受けて、さらにSECは証券発行の機動性を高めるべく、登録過程を大幅に簡略化したところの「一括登録制度」を採用した。すなわち、統合開示制度を踏まえ、一定の条件を満たした企業は2年以内に合理的に予想される証券発行額、発行方法、引受人等に関してあらかじめSECに登録しておくことが許されるというものである⁴¹⁾。これにより、証券発行会社は書類作成に係わる費用を節減できるとともに、金利低下局面等をとらえて有利な条件のもとタイミングよく証券を発行し得るといった利点が強調された。

だが、一括登録制度はそうした単なる証券発行手続きの簡素化・簡略化に止まらず、証券業者の引受業務全般に影響が及ぶこととなった。すなわち、1970年代に入ると、資本市場での資金調達量の急増にともない、引受業務もトレーディング力・販売力を反映したものとなり、したがって、証券発行会社は、発行ごとに有利な条件を提示した証券業者を選ぶ傾向が強まった。かくして、従来の長期固定的な顧客関係（relation）はしだいに薄れ始め、取引に応じた関係（transaction）へと変化したが、一括登録制度はこうした傾向に拍車を駆けた。

これら委託売買業務における手数料の自由化や引受業務における一括登録制度の導入など一連の動きは、それまで証券業における最大の収益基盤であった委託売買手数料ならびに引受手数料の著しい低下を招来した。その結果、多くの証券業者は利幅の薄くなった手数料ビジネスから、高度の金融技術を駆使しつつ高い手数料・報酬を得るような投資銀行業務分野に加え、モーゲージ担保證券および各種資産担保證券（ABS）を自己勘定で取引することにより高収益が得られる証券化ビジネスへ進出した。そして、それら証券化商品ビジネスに要する資金を確保するために各業者はレバレッジを高め、さらに高収益率を確保するような新型証券化商品の開発競争に奔走した。

Ⅲ 世界金融危機

前章で展開した金融制度設計の基本思想に関する検証のもと、本章において⁴²⁾、今回の金融危機が米国証券市場においてどのような経緯で発生し、それがいかなる形で世界的に伝播していったか見てみよう。そのうえで、いかなる金融危機対策が各国で講じられたか若干検討してみたい。

1 金融危機の図式

今回の金融危機の経緯を簡潔に図式化すれば以下のごとくである。

米住宅市場は、2000年に入って2006年まで活況を呈した。優良顧客（プライム層、スーパー・プライム層）でない信用力の劣る顧客に対する住宅価格上昇で担保された住宅抵当融資＝サブプライム・ローン（sub-prime lending）残高もそれにとまって急増した。これらサブプライム・ローン債権は、証券化機関（ジニーメイ、ファニーメイ、フレディマック⁴³⁾）や民間の特別目的会社（SIV）によってABS（asset backed securities; 資産担保證券）を担保とするCDO（collateralized debt obligation; 債務担保證券）として証券化された。ところで、これらABS-CDOは各トランシェに切り分けられ、加えてモノラインとの保証契約やCDS（credit default swap）により、リターン・信用リスク構造が複雑な外部から見えにくいものとなった（i.e. リスクの不可視化問題）。そして、金融グローバル化の波に乗っ

てこれら証券は世界の投資家に売却されたが、彼ら投資家は、レバレッジ比率を高め、且つ長期満期のこれら証券を“短期資金”で購入するのだった。

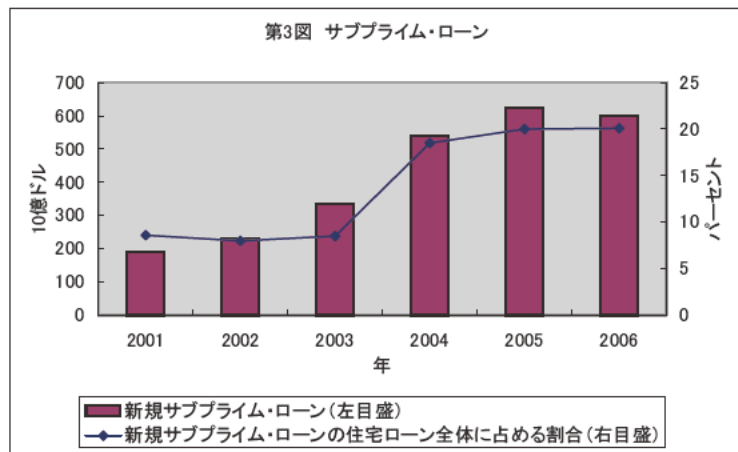
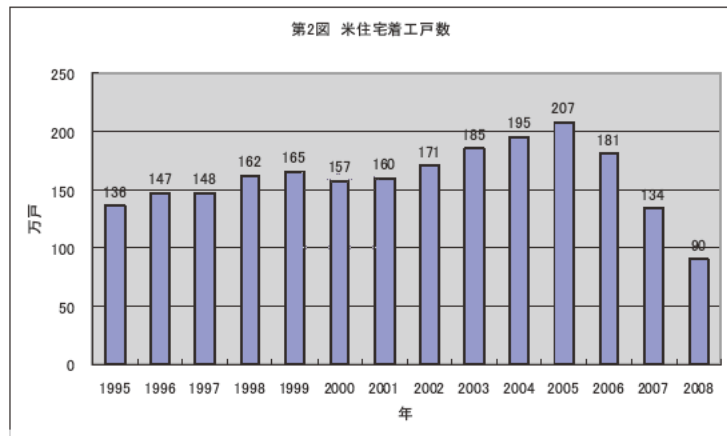
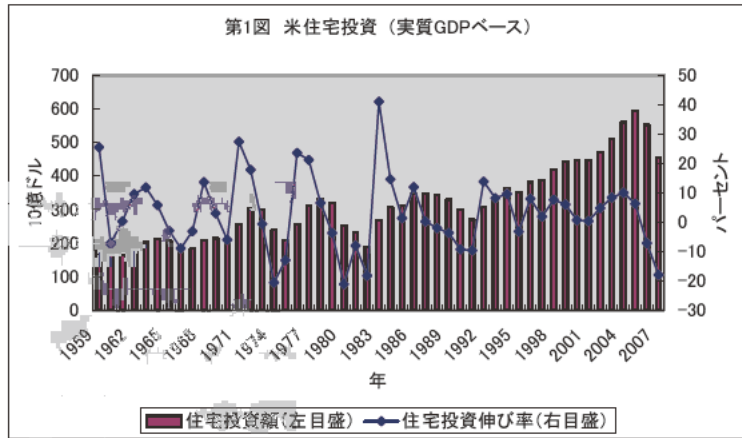
こうしたサブプライム・ローン債権の証券化状況を背景にして、つぎに2000年代後半の金融危機に至る過程を追ってみよう。2004年7月に、米国連邦準備制度理事会（FRB）は金融引き締め政策に転じた。その結果、住宅ローン金利は上昇し、住宅需要の減少にともなって住宅価格の上昇率も低下した。それゆえ、そもそも住宅価格の上昇を組み込んだサブプライム・ローンは全米で延滞率が高まり、住宅ローン会社の倒産件数が急増した。それとあいまって、モノラインの経営危機やヘッジファンドの閉鎖は増え、格付け機関の信頼は一挙に失墜した。こうした一連のことがらは同時にサブプライム関連証券の価格を急落させ、併せて高レバレッジで短期借り・長期満期投資をしていた世界の投資家達の資金繰りを逼迫させた。このことはさらに欧米大手証券会社・投資銀行の巨額損失を招き、かくして、流動性危機＝サブプライム危機をもたらした。2008年に入ると、サブプライム危機はさらに銀行間市場のパニックを生むなど、雪崩をうつような世界的信用不安・信用収縮となり、それが実体経済の急激な需要減少、そして世界的大不況へとつながった。

以下、上述した金融危機の図式について主要な点を敷衍してみよう。

2 サブプライム・ローン問題

a 趨勢

第1図は1959年から現在までの米国における住宅投資（実質GDPベース）に関し、その総額と前年比伸び率を示したものである。第2図はまた1995年以降の新規住宅着工戸数を表している。住宅抵当貸付を主たる業務とする貯蓄貸付組合（S & L）の大量破綻を招いた住宅バブル崩壊（1989年～1991年）後、住宅市場は順調に回復し、2000年代に入って2006年まで住宅建築ブームが招来された。例えば、2000年には住宅着工戸数がおよそ157万戸ほどであったものが、ピーク時の2005年には207万戸まで増加した。こうした旺盛な住宅建設需要を金融面から支えたのが、低信用層向け住宅ローンであるサブプライム・ローンであった。第3図は、米新規サブプライム・ローン額と住宅ローン全体に占める割合を表したものであるが、2001年にはそれぞれ1900億ドルならびに8.6%であったものが2005年には3.3倍の6250億ドルに達し、住宅ローン全体の20%を占めるまでに急増した。



こうした背景として、低所得者層やマイノリティーもが自分達の住宅を持ちたいという悲願の実現に向けた米政権の長年の政策目標のもと、1980年代において、住宅ローン改正法や税制改革が積極的に進められた点を指摘し得る⁴⁴⁾。すなわち、①住宅抵当ローンの貸付金利に対する上限規制が撤廃されたことにより、サブプライム・ローンのごとくそれまでの住宅ローンより高い金利を付けることが可能となったこと、②住宅ローンで変動金利型ローンや少額返済プラス最終回での残額一括返済型ローン (balloon payment) などが導入可能となったこと、③居住用住宅とさらに他の1軒の住宅を担保とする住宅ローンの利子支払額が所得税から控除可能となったこと、である。その結果、1990年代から、サブプライム・ローン・タイプの住宅抵当貸付は増加し始め、さらに住宅金融会社の規制・監督が預金受け入れを行わないことを理由に緩やかなことから、ともすれば与信審査が甘くなり⁴⁵⁾、2000年代の急増につながっていった。加えて、2000年末以降、ITバブル崩壊に伴う不況回避や2001年9月11日の同時多発テロによる景気悪化を防ぐために、4年近くに亘って低金利政策が採られたことも遠因となった⁴⁶⁾。すなわち、住宅金融会社は、この低金利状況を最大限活用して、それまで商業銀行によるモーゲージ・ローンの枠からはみ出た低信用層へ浸透を図った。

b 仕組み

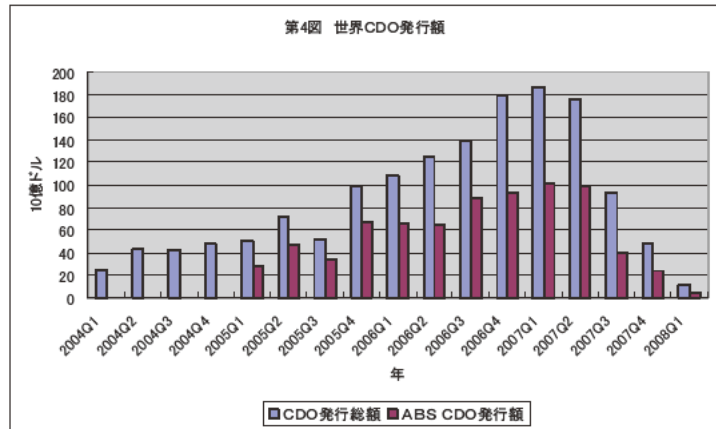
サブプライム・ローンとは、借り手の返済能力というよりはむしろ住宅そのものを債権担保とし、且つ2/28ARMや3/27ARMのようなハイブリッド型30年ローンの場合、固定金利と変動金利とを組み合わせせた調整型 (adjustable-rate) 金利にて、借り入れ開始後2～3年で固定金利を満期時まで変動金利 (e.g. 6ヶ月見直し) にリファイナンスさせるものであった⁴⁷⁾。したがって、この種ローンでは、抵当物件である住宅価格の上昇を前提に、固定金利期間終了後、長期の変動金利という不安定なローンをより有利な安定した条件でのローンに乗り換えることがそもそも想定されていた。なんとなれば、住宅価格という担保価値が上昇していなければ、借り手は高い変動金利を甘受するか、さもなければ債務不履行として住宅物件を手放すかのいずれを選択する必要があったからだ。さらには、サブプライム・ローンのなかには、当初一定期間元本返済がなく金利だけ支払えばよい「金利オンリー」型とか、あるいは金利支払額以下の「ネガティブ・アモタイゼーション」型というような誘い水 (teaser) 金利ローンも用意され、低信用層の関心を喚起した⁴⁸⁾。しかしながら、いずれにしても住宅価格＝担保価値の上昇を前提に一定期間後のリファイナンスを想定したサブプライム・ローンは、そもそも長期・固定金利型プライム・ローンが受けられない信用リスクの大きな低所得者層を対象に組まれたローンであったために、ひとたび住宅価格の上昇傾向が逆転すると、この種ローンの延滞率は高まらざるを得ない仕組みとなっていた。

3 証券化とグローバル化

住宅抵当貸し出し債権は、銀行や住宅金融会社にとって預金やCP・債券のような調達サイドと満期のミスマッチにより金利リスクが発生する。したがって、本来の信用リスクとともに、一定のコストを負担することで他の経済主体にこれらリスクの一部ないしは全部を移転することが良く行われるが、これが住宅ローン債権の証券化と称されるものである。すなわち、複数の住宅抵当貸し出し債権を担保として、利子と元本を受け取る権利を表した証券を作成し、それを小口に分割して投資家に販売する。これら証券は、資産担保証券 (asset-backed securities; ABS) の一種で、住宅抵当担保証券 (residential mortgage-backed securities; RMBS) と呼ばれるものである⁴⁹⁾。

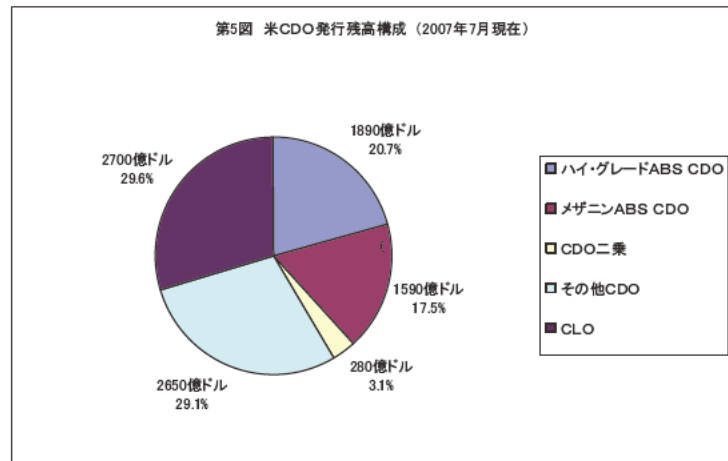
米国では、銀行や住宅金融会社は家計に住宅ローンを貸し出し、そのローン債権を証券化機関であるジニーメイ、ファニーメイ、フレディマックや民間の特別目的会社 (structured investment vehicles; SIV)⁵⁰⁾ に売却する⁵¹⁾。そして、それら機関・会社はローン債権を担保として証券化するのであるが、その際、RMBSでは、典型的な例としてシニア、メザニン、エクイティのようにリターンと信用リスクの異なる組み合わせの証券 (= トランシェ) が作られる。住宅ローンの元利金支払いに対する請求権の優先順位もシニア、メザニン、エクイティの順番となる。ところで、特別目的会社により、サブプライム・ローンを担保として格付け⁵²⁾ の異なるトランシェに分割されたサブプライム・ローン担保証券は、バランスシート上負債項目に計上されることから、資産担保証券 (ABS) によって担保された (collateralized) 債務 (debt obligation)、すなわち、ABS-CDOと称される。ABS-CDOでは、シングルA以上のサブプライム・ローン担保証券から組成されたハイ・グレードCDOのみならずBBB格のサブプライム・ローン担保証券からもAAAから格付けなしまでのメザニンCDOが組成される⁵³⁾。これは確率論的仕組みに加え、さらにABS-CDOの発行体が、モノラインと呼ばれる保証会社から債務不履行にともなう元利金の立替払いに関する保証契約を締結し、信頼性を確保していることにもよる。モノライン保証会社は、1970年代から保証業務をスタートさせたが、このサブプライム・ローン関連債券の保証を本格的に開始するまで、主にミュニシパル・ボンド (地方公共債) のような比較的信用リスクの低い債券に対する元利支払い保証業務を展開してきたことにより、格付け機関からはおしなべて高い格付け評価を得てきた⁵⁴⁾。この他、ABS-CDO自身を担保とするCDO (i.e. CDO²) とか、サブプライム・ローンのみならず、商業不動産担保証券 (CMBS) やオートカー・ローン債権、クレジットカード・ローン債権など多様な資産担保証券 (ABS) を組み込んだ複雑なCDOも発行された⁵⁵⁾。第4図は、世界のCDO発行額に関する推移を表したものであり、また第5図は、米CDO発行残高約9000億ドル (2007年7月現在) の構成項目を示している。ピーク時 (2007年第1四半期) には世界で2000億ドル弱ものCDOが発行され、そのうち半数以上は

RMBS、CMBS、その他ABS、CDO、CDS等から成るABS-CDOであった。また、米CDO発行残高約9000億ドルのうち2割はシングルA以上のサブプライム・ローン担保証券から組成されたハイ・グレードCDOであったが、それとほぼ同じ割合でBBB格のサブプライム・ローン担保証券からもメザニンCDOが組成された。



注) ABS CDO 2004Q1～2004Q4 のデータは NA

資料：Securities Industry and Financial Markets Association (via Gorton (2008) p. 40)

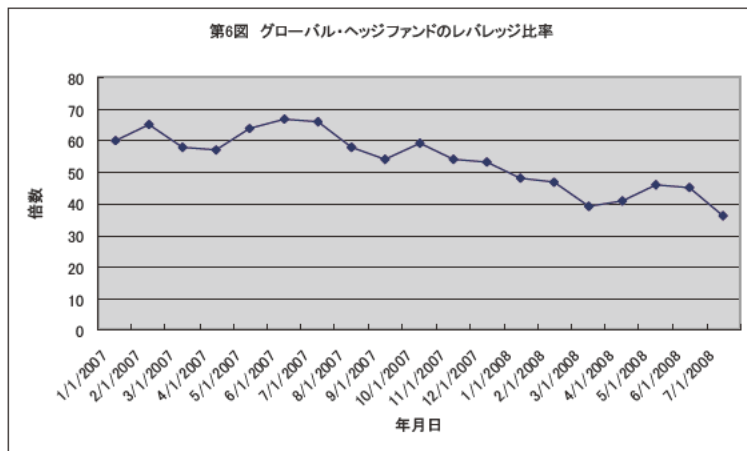


注) CLO=貸付債権担保証券

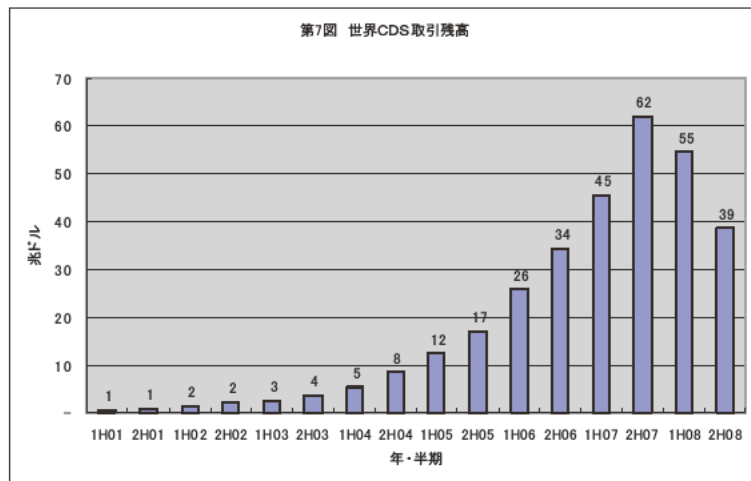
資料：Credit Suisse (via IMF (2007) p.16)

2000年代に入ると、投資銀行、ヘッジファンド、SIV、ABCP導管体 (asset-backed commercial paper conduit) など各機関は、大量のコマーシャル・ペーパーや短期・中期のノート等を発行しつつファイナンスしてレバレッジ比率 (= 総投資額/自己資本金) を高め、上述CDOへの投資規模を拡大させた⁵⁶⁾。総投資収益率が借り入れ金利を上回るかぎり、レバレッジ比率を高めるほど自己資本に対するネットの投資収益率は高まるからだ⁵⁷⁾。したがって、例えば、世界各国の金融資本市場で価格形成の歪みやトレンドに収益機会を見出し投資戦略を展開すると

ころのいわゆるグローバル・ヘッジファンドは、第6図に示されるごとく、2007年上半期には60～70倍までレバレッジ比率を高めた。これは自己資本比率がわずか1.5%前後でしかないことを意味する。こうした動きに対し、これら各機関の信用リスクを回避する手段として、保険会社などによるクレジット・デフォルト・スワップ (credit default swap; CDS) が主流となった⁵⁸⁾。すなわち、投資銀行やSIV、ABCP導管体などの債務不履行リスクを、CDSを販売した保険会社などが一定の保証料見合いで肩代わりするものである。第7図は世界のCDS取引残高の推移を表している。これを見ると、2001年1－6月期には僅か1兆ドル未満の取引残高であったものが、ピーク時の2007年7－12月期には62兆ドルにまで膨張したことが分かる。こうしたCDS取引の増加が、資産担保証券市場の拡大・発展に大きく貢献した。

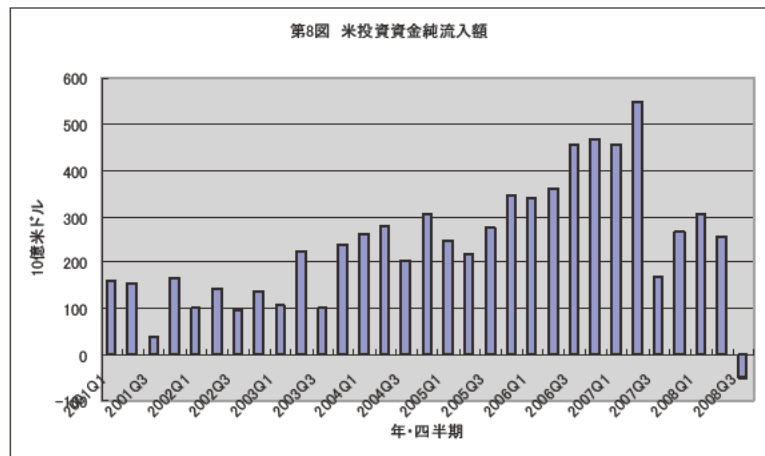


注) レバレッジ比率=総投資額/自己資本金
資料: Morgan Stanley Prime Brokerage (via IMF (2008b) p. 42)



資料: International Swaps and Derivatives Association

ところで、これらABS-CDOは、米国内の商業銀行、住宅金融会社、証券会社・投資銀行、保険会社、年金基金、ヘッジファンドのみならず、欧州・アジア・豪州などの投資者にも広く購入された。例えば、第8図に示されるごとく、低金利を生かした円キャリー・トレードなど、每期多額の海外資産がポートフォリオ投資を目的として米国に流入した。また、ABS-CDOの商品保有に関する地域分布を見ると、米国が80%弱であるのに対し、欧州その他が20%強となっている⁵⁹⁾。こうして、世界的な金融緩和状況のもと、金融工学の手法を駆使した魅力的な商品作りや、複雑化したリスク構造に対するリスク不可視化問題プラス格付け機関の評価への過信などが加わって、ABS-CDOは世界中に売られることとなった。しかしながら、そもそも高レバレッジと短期借り・長期運用という脆弱な基盤のうえに信用連鎖のグローバル化が進んだことは、ひとたびサブプライム・ローンの債務不履行が米国内で顕現すると、その影響は止め処もなく世界中に及ぶことを意味した。



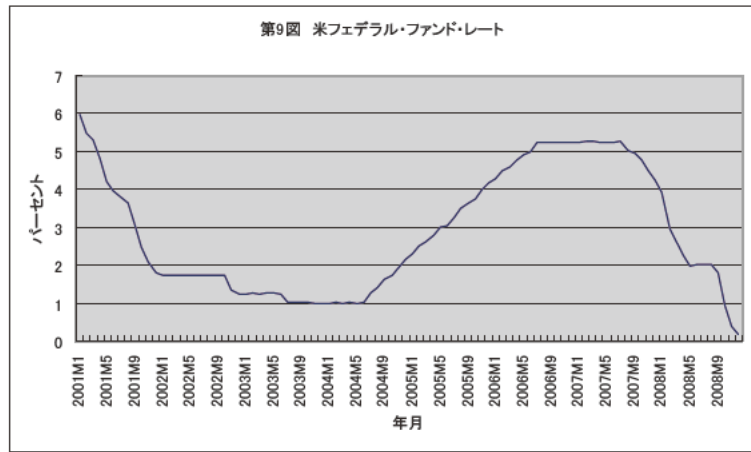
注) 米国国際収支表：投資資金純流入額＝Portfolio Investment Liabilities－Portfolio Investment Assets

資料：IMF (2009)

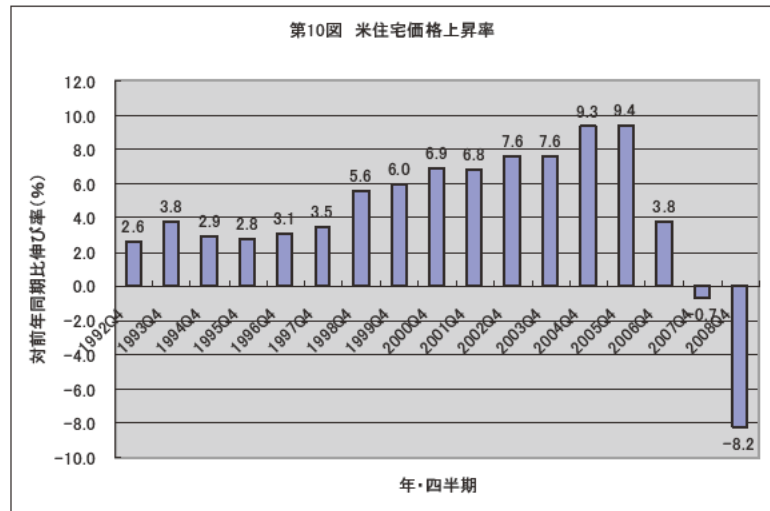
4 金融危機

a サブプライム・ローンの破綻

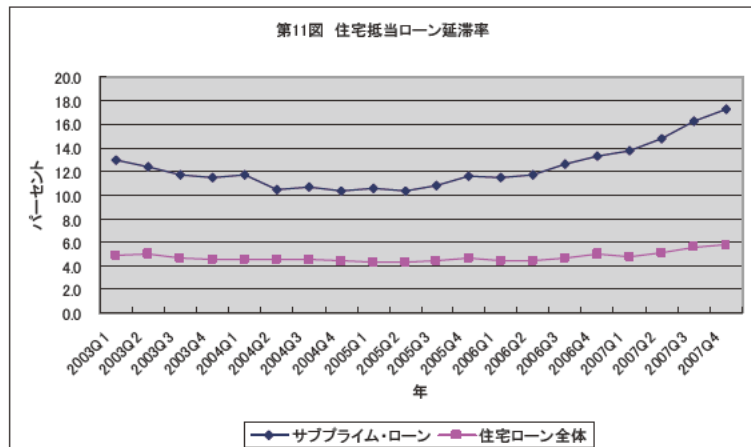
2001年6月から始まった米国の金融緩和政策は2004年6月末には終わり、米通貨当局は金融引き締め政策に転じた(第9図参照)。これに伴い、住宅需要は急速に減少し、住宅価格も急落した。例えば、第10図で示されるように、2005年第4四半期まで住宅価格(連邦住宅金融庁(FHFA)住宅価格指数ベース)は前年同期比で見てもほぼ順調に上昇し続け、同期には9.4%という高い伸び率を記録したが、2006年に入ると第1四半期には8.8%と下降し始め、2007年第4四半期にはついにマイナスの伸び率となり、2008年第4四半期に至ると-8%強も落ち込んだ。



資料：IMF (2009)



資料：Federal Housing Finance Agency

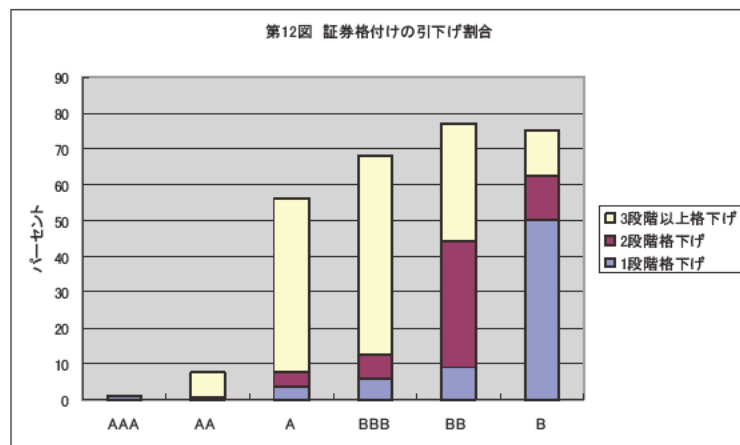


資料：Mortgage Bankers Association (via Gorton (2008) p. 52)

かくして、住宅価格の上昇を前提としたサブプライム・ローンの延滞率は徐々に高まってゆき（第11図参照）、2007年第4四半期にはついに20%弱となった。同時期における住宅抵当ローン全体の延滞率は6%程度であったから、サブプライム・ローンの焦げ付きはまさに住宅ローン全体の平均に対し、そのおよそ3倍という高い数字となった。

サブプライム・ローンの不良債権化がかくのごとく進行すると、証券への転換が困難となって住宅ローン債権を住宅金融会社自らが保有することとなったり、あるいは証券化後数ヶ月以内に元利支払いが滞ると契約中の買い戻し条項が発動して住宅金融会社は証券の買い戻しに応じざるを得なくなったりして、住宅金融会社の資金繰りは急速に逼迫し、資金調達もままならず、業務の破綻・倒産に追い込まれるものも出てきた⁸⁰⁾。

このような状況から、2007年頃より、ムーディーズ（Moody's Investors Service）やS&P（Standard & Poor's）など主要格付け会社は、サブプライム・ローン担保証券やABS-CDOのようなサブプライム・ローン関連商品の格付けを両社合わせて約400種類もの広範囲に亘り、且つ第12図に示されるごとく大幅に引き下げようになった。例えば、2005年以降組成されたサブプライム・ローン関連住宅抵当債券担保証券のうち、2007年～2008年2月25日までに発行時Aと格付けされた証券の半数近くが、またBBBと格付けされた証券の半数以上が3段階ないしはそれ以上と大幅に引き下げられた。証券投資に対するリスク判断の根拠となっていたこれら格付け会社によるサブプライム・ローン関連証券の広範囲且つ大幅な格付け引下げは、その後の証券の投売りやひいては格付け会社自身に対する市場の信頼を失わせる結果となった。

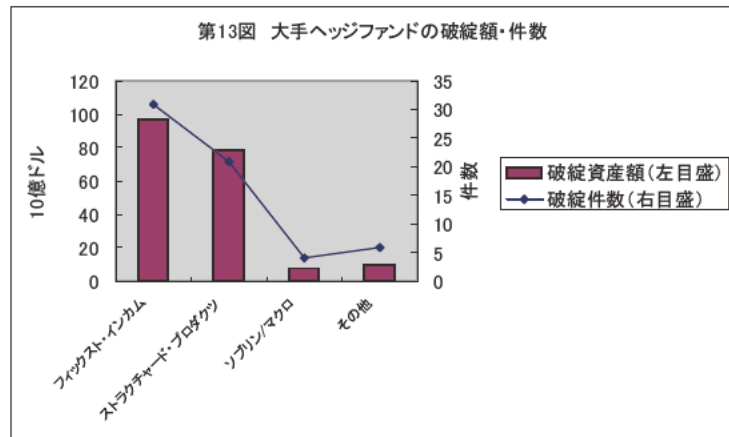


注) 各棒グラフは、2005年以降組成されたサブプライム・ローン関連住宅抵当債券担保証券のうち、2007年～2008年2月25日までに発行時の格付け（AAA～B）からおのおの1段階～3段階以上引下げられた割合を示している。

資料：Standard & Poor's (via IMF (2008a) p. 61)

サブプライム・ローンの不良債権化の拡大はまた一方で、債務不履行にともなう元利金の支払いを保証していたモノライン保証会社の経営危機を招き、さらにモノライン保証会社の格付けも引き下げられた。このことは、モノライン保証会社の信用保証を受けたサブプライム・ローン関連証券の格付け引下げをもたらすという悪循環を生んだ。

サブプライム・ローン関連市場がひとたび危機的状況に陥ると、ABS-CDOの最大の投資家であるヘッジファンドは、短期資金で長期運用を図るという不安定な財務構造のもと、高レバレッジが逆に作用して、第13図に示されるごとくその多くが解約・閉鎖に追い込まれた。同様の理由からSIVやABCP導管体も大幅な損失を蒙った。また、ABS-CDOは世界中の投資家によって購入されたことから、信用連鎖のグローバル化により、米国内の商業銀行、証券会社・投資銀行、保険会社、年金基金のみならず、欧州・アジア・豪州などの投資者も大きな損害を蒙った。こうしてサブプライム・ローン関連市場の危機的状況は、上述したごとくリスク構造の高度化・複雑化からリスクの不可視化状況を生んだことにより、市場の情報伝播・反応に関する“群集行動 (herding) 現象”⁴⁾をもたらし、売りが売りを呼んで事態をいっそう深刻化させた。

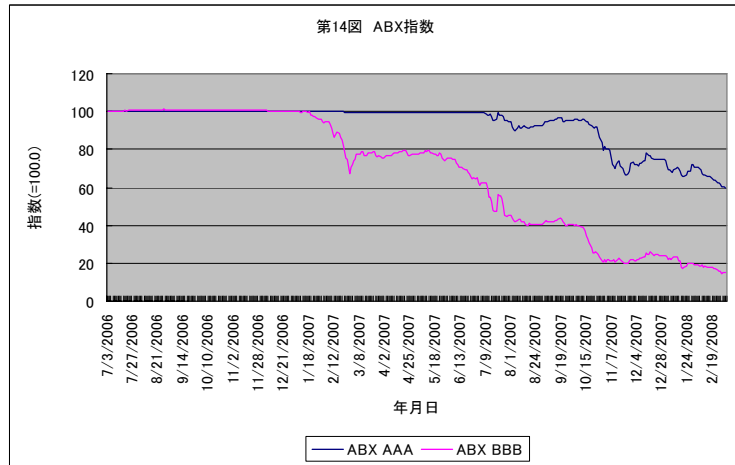


注) 2007年6月～2008年8月における1億ドル超えの категория別ヘッジファンドの破綻総額と件数

資料: Bloomberg L.P. and IMF staff estimates (via IMF (2008b) p. 42)

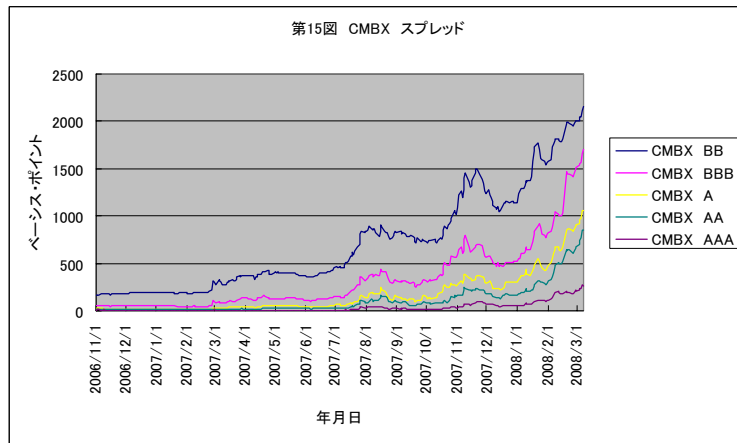
b 流動性不足と大不況

このようなサブプライム・ローン関連担保証券市場の深刻な状況を反映して、同関連証券の価格は急落した。例えば、BBB格の不動産抵当貸付債権担保証券に対するCDS価格指数 (ABX) で見ると、それら価格は2007年初めより下落し始め、2008年には当初価値の2割以下となった (第14図参照)。また、同じく商業不動産抵当貸付債権担保証券のCDS価格指数 (CMBX) で見ると、2007年3月頃からスプレッド幅が上昇し始め、2008年3月には最優良評価のAAA格を除けば1000～2000ベース・ポイントと極めて高いスプレッドとなった (第15図参照)。



注) ABX は不動産抵当貸付債権担保証券 (MBS) のクレジット・デフォルト・スワップ (CDS) に関する価格指数

資料: JP Morgan Chase & Co. and Lehman Brothers (via IMF (2008a) p. 7)

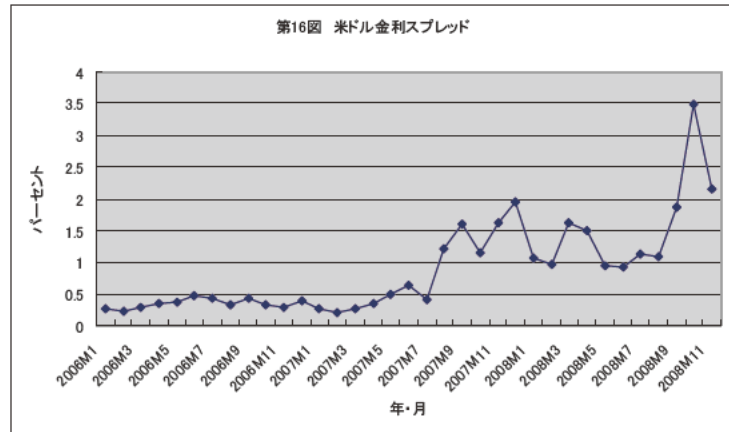


注) CMBX は商業不動産抵当貸付債権担保証券のクレジット・デフォルト・スワップ 25 銘柄に関する価格指数

資料: JP Morgan Chase & Co. (via IMF (2008a) p. 9)

サブプライム・ローン関連担保証券のこのような価格下落はまた、時価会計規則を採用している金融機関の財務戦略にも大きな影響を与えた。すなわち、保有証券の時価評価による評価損の発生によりバランスシートは毀損し、金融機関の自己資本比率に関するBIS規制（バーゼルⅡ）に基づき、多くの金融機関は保有資産を売却した。このことは、証券市場における反対取引の少ない一方的な売り（ショート）方向を招き、クラウディット・トレード⁶²⁾ となったことから、急速な価格下落の一因ともなった。すなわち、2008年第2四半期時点で、サブプライム・ローンの延滞率は高まったとはいってもおよそ18%程度であり、また債務不履行による抵当差し押さえ処分の比率がその時点で11%であり、したがって不良債権化率は合わせて30%程度であったにもかかわらず、サブプライム・ローン関連担

保証券価格が極めて低水準にまで落ち込むこととなった理由の一端をそこに見ることができる⁶³⁾。加えて、金融機関の財務内容のこれら悪化にともなう信用リスクの高まりは、第16図に示されるごとく、システミック・リスクの懸念から銀行間短期資金市場のスプレッド幅を大幅に拡大させた。こうした金融機関の流動性不足の招来は、さらにまた雪崩をうつような世界的信用不安・信用収縮となり、それが実体経済の急激な需要減少、そして世界的不況へとつながった。



注) 米ドル金利スプレッド = \$ LIBOR (3-mo) - 米財務省証券金利 (3-mo)

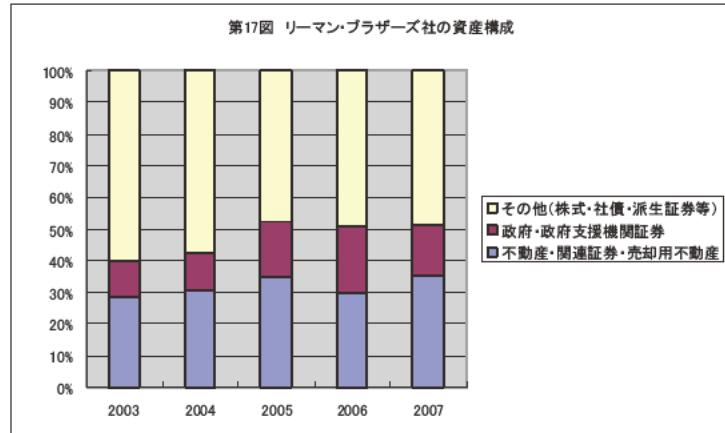
資料: IMF (2009), *International Financial Statistics*, CD-ROM, January 2009

c 世界金融危機

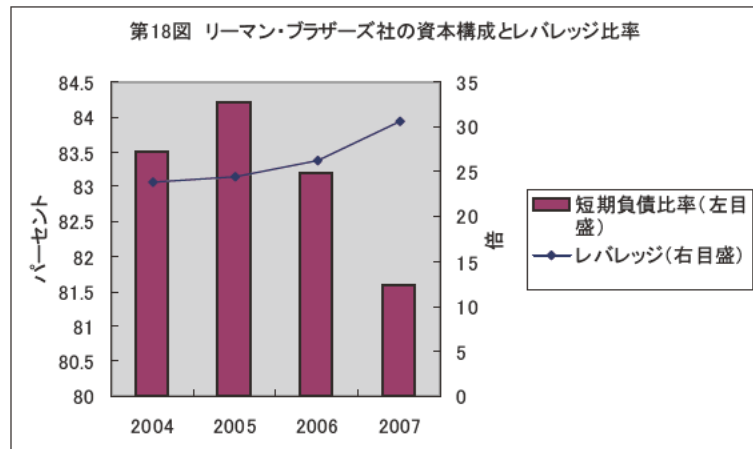
米国サブプライム・ローン市場の混乱に端を発した金融危機は、瞬く間に世界中に伝染・波及した。米国自身も、大手証券会社の破綻・再編成を伴う大きな痛手を負った。そこで、本項では、世界的規模での金融危機に関する経緯を時系列的に整理しておこう⁶⁴⁾。

まず、米サブプライム・ローン市場の混乱は欧州に飛び火した。例えば、2007年8月には、フランスの最大手金融グループBNPパリバが、サブプライム・ローン市場の現状では関連証券の価値評価算出が困難として、傘下の3投資ファンドの応募・解約を突如凍結すると発表した。サブプライム問題を一気に表面化させ、瞬時のうちに欧米の信用膨張を瓦解させる萌芽となったいわゆる「パリバ・ショック」である。その後、グローバル経営を展開するスイスの最大銀行UBSが、2008年上期までにサブプライム・ローン関連証券投資で約425億ドルの損失を計上した。英国では、住宅ローンを主に手がけるノーザン・ロック銀行がサブプライム・ローン関連投資の損失により資金繰りが悪化し、自力再生がかなわず2008年2月には国有化された。ドイツでは2007年8月にIKB産業銀行がサブプライム・ローン関連の損失で大幅な赤字となり、同行の大株主であるドイツ復興金融公庫等から救済を目的としておよそ35億ユーロもの資金援助を受けた。

こうした欧州金融市場の混乱と呼応する形で、米国でも金融危機が一層深刻さを増した。全米第5位の証券会社ベア・スターンズが、2007年以降その傘下にあった二つのヘッジファンドにおけるサブプライム・ローン関連証券投資の巨額損失により、2008年3月に資金繰りに行き詰まって実質的に破綻状態となり、自力再建ができず2008年5月にはJPモルガン・チェース銀行に買収された。2008年7月末には住宅抵当債権担保証券化機関救済のための住宅支援法が議会で成立し、9月には連邦住宅金融局は、証券化機関であるファニーメイとフレディマックを管轄下に置きつつ財務省が両金融機関の最大2000億ドルの優先株購入ならびに普通株（79.9%を上限）の株式購入権を引き受け、且つ11月には住宅抵当ローン担保証券を随時買い取ると発表した。このことは、もともと政府保証のない両機関発行の住宅抵当ローン担保証券を間接的に保証するものであった。すなわち、住宅抵当ローン担保証券残高のおよそ半分近くを占める両機関発行の証券が両機関の経営悪化とともに債務不履行となれば、世界の金融市場は混乱が避けられないと懸念されたからである。そして、2008年9月15日に至ると、米五大証券会社の一角を占めたリーマン・ブラザーズが米連邦破産法第11条の適用を申請した。経営状況が悪化していた同社は大きすぎてつぶせない（too big to fail）として、市場は米政府・FRBの救済を期待していたがそれを裏切ることとなり、関係者には大きな衝撃が走った。リーマン・ブラザーズの最近5ヵ年の資産構成を見ると、第17図で示されるごとく、不動産抵当ローン、不動産抵当ローン担保証券および売却用不動産の保有がおよそ30～35%であり、また政府・政府支援機関の証券（ファニーメイやフレディマック等が発行した住宅抵当ローン担保証券が大層を占める）の保有が10～20%となっており、したがって破綻直前3ヵ年における資産全体の約半分が不動産関連資産であった。さらに第18図のごとく、同社の資本構成を見ると、短期負債が負債全体の80%以上を占め、また、レバレッジ比率は25倍～30倍という高い値であった。こうして、リーマン・ブラザーズは、ひとたび住宅価格の下落やあるいは金利上昇・流動性減少に見舞われると、ひとたまりもなく市場に翻弄されるような極めて脆弱な財務体質に陥っていた。かくして同社は、不動産関連投資への傾斜を是正し、投資運用部門の主要部分を売却するという再建策を打ち出して、財務省・FRBの仲介のもと、米バンク・オブ・アメリカや英パークレイズ・バンクへの売却交渉を進めたが、救済買収の条件であったFRB融資が受けられず、結局のところ11条倒産を免れ得なかった。同社の破産手続きに伴い、米国事業は英パークレイズ・バンクに、欧州・アジア事業は日本の野村ホールディングズによって買収された。



資料：Lehman Brothers, *Annual Report* (via 岩田 (2009) p.107)



資料：Lehman Brothers, *Annual Report* (via 岩田 (2009) p.107)

2008年9月15日は、リーマン・ブラザーズの破綻に加え、もうひとつ大事件が重なった。すなわち、リーマン・ブラザーズ売却交渉の一方の当事者であったバンク・オブ・アメリカが、サブプライム関連事業の損失で赤字決算となった全米第3位の証券会社であるメリルリンチを救済買収すると発表したことである。かくして、世界の金融ビジネスをリードした米五大証券会社のうち、3社までが市場から消え去った。残るゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーの2社も、9月21日には米連邦準備制度理事会（FRB）によって両社の銀行持ち株会社化が承認され、両社は米証券取引委員会（SEC）から米連邦準備理事会の監督下に移った。ここに米国における“証券専業”としてのビジネス・モデルは廃止され、“総合金融化”に向かって米の金融再編成は一段と加速しつつ、米金融業界は歴史的な大転換点を迎えることとなった。

リーマン・ブラザーズの破綻と共にもう一方の重要問題は、住宅抵当ローン関連証券の市場価格急落に伴う評価損と、クレジット・デフォルト・スワップ

(CDS)取引の損失を蒙ったAIG (American International Group, Inc.) の救済策である。AIGは損害保険や生命保険の保険事業に加えて、金融サービス事業を手がける米最大手保険会社であるが、2008年1月以降、サブプライム・ローン問題で経営は急速に悪化した。2008年度前半における住宅抵当ローン関連とCDS取引の合計損失額は、約400億ドルに達した⁶⁵⁾。AIGは資産規模も大きく、リスクを管理する市場で中心的な役割を果たしており、したがって同社の破綻はCDS市場などの大混乱を引き起こす恐れがあった。こうしたことから、関係者は政府当局によるなんらかの救済策を期待した。しかしながら、大きすぎてつぶせないと思われたリーマン・ブラザーズが倒産に追い込まれたことにより市場はパニックに陥り、AIGの株価はリーマン・ショック翌日の9月16日には一時70%も急落した。最終的に同日、FRBはAIGへ最大850億ドル(10月には1228億ドルに引き上げ)の2年間に限定した緊急的な繋ぎ融資を約束し、またAIG株の79.9%の購入権を取得するなど、同社の救済を決断した。それ以降、AIGは米連邦準備理事会の管轄下で再建を図ることとなった。

その後も金融危機に基づく米金融業界の淘汰・再編は続いた。9月下旬には、全米最大の貯蓄金融機関であるワシントン・ミューチュアルが住宅抵当貸付関連の損失から破綻し、JPモルガン・チェースがこれを買収した。また、住宅ローン関連の大幅損失(2008年4-6月期で87億ドルの最終赤字を計上)を抱えて経営不安が取沙汰された米銀大手のワコビアに対し、“オープン・バンク・アシスタンス⁶⁶⁾”と呼ばれる手法に基づき、米連邦預金保険公社(FDIC)が介入して支援策をまとめた。そして、当初ワコビアの銀行部門を米シティ・グループが買収することとなったが、結局不調に終わり、最終的に米ウェルズ・ファーゴが買い取った。そのシティ・グループに対し、11月には米政府は、金融危機がこれ以上深刻化するのを回避するため、個別の金融機関向けとしては過去最大の公的資金投入を決めた。すなわち、シティが抱える3060億ドルの不良資産について、損失が発生した場合には、当初290億ドルについてはシティ自らが処理するが、その後生ずる損失の90%は政府が補填を保証するというものである。加えて、200億ドルの優先株による資本注入も追加で実施するという内容が合わせて救済策に盛り込まれた。シティには、後述するごとく、公的資金の資本注入制度により10月に既に250億ドルの資本注入がなされたばかりであるから、不良資産損失穴埋めの見返りに発行する優先株70億ドルを加えると、総額520億ドルの公的資金が資本注入されることになる。さらに2009年2月には、米政府は政府保有のシティ株のうち優先株を普通株に転換するなどして最大36%のシティ普通株を取得するとし、シティ・グループを事実上政府管理下において破綻リスクを回避しつつ再建策を迅速に押し進めることとした。

この他、バルト海諸国やハンガリー、ルーマニア、ブルガリア、ウクライナなど東ヨーロッパ諸国などの新興国もサブプライム・ローン問題に端を發した外国資本の急激な流出で資金調達が困難となり深刻な影響を受けた。また北欧の小国アイスランドに至っては、同様の理由から国家破綻の危機に瀕した。加えて、それまで世界経済の牽引役とされたBRICsも影響を免れなかったし、近年の原油価格高騰により活況を呈した中東諸国経済に関しても同じく大型不動産プロジェクトを中心に大きな痛手を蒙った。

d 対策

以上のごとく世界的規模で広がった深刻な金融危機を前にして、各国政府・通貨当局は有効な対処策に苦慮した⁶⁷⁾。

まず米国は、金融安定化法修正案 (The Emergency Economic Stabilization Act of 2008) が議会上院・下院の議決を経て成立し、2008年10月半ばに政府から総合的な金融安定化プラン (The Financial Stability Plan) が発表された。同対策は、①大手銀行への2500億ドル規模での公的資金の資本注入制度 (Capital Purchase Program; CPP) の導入を軸に、②金融機関の新規債務に対する期間3年の政府保証制度、ならびに、③FDICによる1口座当たり25万ドルまでの預金保護上限アップ・プラス当座預金の全額保護 (2009年末までの時限措置) という金融機関破綻時の預金者保護対策、の3本柱で構成された。そして、金融安定化法に基づく公的資金総枠7000億ドルのうち、財務長官への即時拠出を認めた金額の上限一杯が資本注入枠に振り向けられたことで、政府対策の軸足は不良資産の買い取りから資本注入に移ったと市場では受け止められた。すなわち、公的資金で政府が金融機関から不良資産を買い取っても、その買い取り価格が取得価格を下回れば金融機関には損失が発生し、自己資本はその分だけ減ることになる。したがって、不良資産の買い取りだけでは不十分とされ、政府による資本注入の必要性が当初より指摘されていた。かくして、2008年10月下旬には、シティ・グループ初め、JPモルガン・チェース、ウェルズ・ファーゴ、バンク・オブ・アメリカなど主要9行に対して合計1250億ドルの公的資金が資本注入された⁶⁸⁾。但し、この資本注入策は、信用格差が表面化しないように経営実態とかかわりなく当局が250億ドルから20億ドルまで金額を決めて実施する“横並び注入方式”であったことから、損失額の多かったシティ・グループやバンク・オブ・アメリカはその後追加支援を仰ぐ結果となった。

一方、欧州に目を転ざると、ユーロ圏15カ国の各国政府は、2008年10月12日の緊急首脳会議にて、それまで各国が金融危機に対してばらばらに対応していたことを反省し、翌13日に米政府と軌を一にした安定化政策を各国一斉に打ち出した。すなわち、最大1兆2500億ユーロもの銀行債務への政府保証に加え、2000億ユー

口の公的資金による資本注入を決めた。また金融機関破綻時の預金保護の取り扱いに関しても、各国とも限度額の引き上げや特定預金の全額保護という対策を織り込んだ。

かくして欧米主要国は一致して対策を講じ、深まる世界金融危機の安定化・沈静化を図ろうとした。

IV 金融危機対策

前章までの世界金融危機の発生原因や拡大メカニズム、伝播プロセスに関する検証を踏まえ、本章において、そうした金融危機リスクを最小化するための有効な政策を検討してみよう。

1 規制・監督

今回の金融危機発生の原因に鑑みて、以下のような金融システム全体に係わる包括的規制・監督制度の導入や金融デリバティブ取引に対する規制・監視の枠組み創設、さらにはすべての金融業に対する自己資本比率規制の適用が必要となるであろう。

a 包括的規制・監督

従来米国では、銀行業、証券業・投資銀行業、保険業、ノンバンク・バンキングという個別の金融業態ごとに縦割りの規制・監督がなされてきた。例えば（商業）銀行業は、不特定多数の預金者から預金を受け入れるために、預金者保護という大義名分のもと、連邦準備制度理事会（FRB）や通貨監督庁（OCC）などによる厳しい規制・監督の網が被せられ、また連邦預金保険会社（FDIC）の預金者向けセーフティ・ネットが十全に張られた。他方、証券業・投資銀行業は、市場原理と市場参加者の自己責任原則を前提に、証券取引委員会（SEC）が管轄し、それら業務の遂行に必要な情報公開や価格形成の透明性・公平性が図られた。さらに、先物・デリバティブ業は商品先物取引委員会（CFTC）が、また保険業は原則的に州当局が担当してきた。しかしながら、金融サービスに関する総合化の流れのなかで、とりわけ今回のサブプライム・ローン危機を契機に、金融システム全体を統合的・体系的に規制・監督する単独機関の設置が強く必要視された。例えば、住宅抵当金融会社、モノライン保証会社、CDS取り扱い金融機関、SIVやコンデュイットなどの証券化ビジネス・グループ、ヘッジファンドなどが、住宅価格の下落に伴い一斉に同じリスク要因に曝され、その結果、連鎖的・相乗的に金融システム全体の破綻危機が高まった。したがって、個々の金融機関単独ではそれほど大きなリスクとはなり得ない要因でも、それが複合するとシステム全体では破壊的に累積することが十分にあり得る。加えて、金融業は今日、銀行業、

証券業・投資銀行業、保険業、ノンバンク・バンキング等を戦略的に統合したところの総合金融サービス業への脱皮を図っている。かくして、今や金融システム全体を対象に包括的に取り扱ういわゆるマクロプルーデンシャルな規制・監督 (macroprudential regulation and supervision)⁶⁹⁾の重要性・必要性が頓に増しつつあると言える⁷⁰⁾。この点で、英国の金融制度が参考となるであろう。すなわち、英国は、1980年代の金融ビッグ・バンを踏まえて1997年5月に金融サービス機構 (Financial Services Authority; FSA) を創設し、銀行、証券、保険等すべての金融業を一元的に統括した⁷¹⁾。英国のこうした金融制度改革は、英国以外の国々でも本国ではできない金融業務が英国では可能となったという点で、金融業におけるその後の世界的な発展・拡大に大きな役割を果たしたと高く評価されている⁷²⁾。

b CDS規制・監督⁷³⁾

今回の米サブプライム・ローン危機で、金融デリバティブの1種であるクレジット・デフォルト・スワップ (CDS) 取引に注目が集まった。すなわち、資産担保証券によって担保された債務 (ABS-CDO) 関連商品の保有者は、損失回避のために当該商品を対象とするCDSを購入したが、これを引き受けた金融機関の一部に支払いの不履行に追い込まれる懸念が生じたからである。例えば、米大手保険会社のAIGは、引き当てが不足したまま、巨額のCDSを販売したとされる⁷⁴⁾。したがって、CDSを取り扱う金融機関に対して、

- (1) 大手取引参加者に対する自己資本比率規制や証拠金預託制度の導入
- (2) 取引額・ポジションなど取引データの報告義務化による市場の透明性確保
- (3) 取引の清算に関し、金融当局の監督する中央クリアリング機関設立とその一元的利用の義務付け

などの対策実施が必要とされるであろう。とくに(3)に関しては、現在の取引当事者間同士における相対取引清算に比べ、①情報の一元化と市場取引の透明性拡大、②取引相手の債務不履行リスクやそのリスクに備えた与信枠の軽減、③リスク額の削減に伴う自己資本比率の向上、④取引商品の標準化、⑤オペレーショナル・リスクやシステミック・リスクの軽減、など多くの利点が考えられる。

c 自己資本比率規制の拡大

銀行業に対しては、経営の健全化・安定化の観点より1980年代以降自己資本比率規制が課せられている。しかしながら、非銀行金融機関に対しては必ずしもそうした規制が課せられていないため、今回の金融危機では、非銀行金融機関は税制効果⁷⁵⁾をねらってこぞって外部資金を過度に借り入れることによりレバレッジ比率を高めた。また銀行自身もオフ・バランス化が可能な特別目的会社 (SIV) を傘下に創設して自己資本比率規制から免れた。こうした脆弱な財務構造のもたらした弊害に鑑みて、銀行のみならず、証券業・投資銀行業、保険業など金融機関全

てに対して適切な自己資本比率規制を導入することが望まれる。同時にまた、自己資本比率の算定には非銀行金融機関に対し「バーゼルⅡ」の適用される銀行並みの厳格な資産査定も肝要である。バーゼルⅡはバーゼルⅠに比べ、信用リスク資産に乗じられるリスク・ウェイトが融資先の信用リスクの程度に応じてより細かく規定されているなどの特色を有する⁷⁶⁾。加えて、その際、各金融機関が関与した貸出し資産ないしは投資資産は、移転先の特別目的会社とどのように関係する場合に連結対象として各々の自己資本比率計算に算入させる必要があるか否か明確な基準作りが緊要であろう⁷⁷⁾。さもなくば、自己資本比率規制逃れのために今回銀行が行ったSIVによるオフ・バランス化が形を変えて行われる可能性が十分にあり得るからである。

2 金融ルール

さらに以下のような新たな金融ルールの策定も併せて必要となるであろう。

a ヘッジファンドの情報開示

今回の米サブプライム・ローン危機で、ヘッジファンドの動向にも関心が集まった。米国投資会社法（Investment Company Act of 1940）では、投資家が100人以下ないしは適格購入者のみに限定された私募形式によるファンドの運営会社・ビークルは、通常SECへの登録が不要となる。したがって、富裕個人層や大口機関投資家・資産管理会社の資産を私募形式で募るヘッジファンドは、情報開示義務を持たなかった⁷⁸⁾。しかも、多様な投資戦略⁷⁹⁾を駆使するヘッジファンドは、2008年の金融危機前までに米国資産担保証券市場における全取引額の半分を占めるほど、多額のサブプライム・ローン関連CDOを含む資産担保証券を購入した⁸⁰⁾。かくして、市場型金融の主要プレーヤーとして近年証券市場への影響が無視できないほどまでに成長したヘッジファンド運営会社・ビークルには、何らかの形で情報開示が求められるし、さらに一定規模以上のファンド運営会社・ビークルにはSECへの登録が必要となるであろう。

b 格付け機関

資産担保証券を担保とした債務であるABS-CDOは、サブプライム・ローンのみならず、商業不動産担保証券やオートカー・ローン債権、クレジットカード・ローン債権など多様な資産担保証券（ABS）を基にさらに数段階に亘って証券化され、しかも各々の証券化の段階で数種類のトランシェに切り分けられた。したがって、ABS-CDOに関する最終的なリターンとリスクの構造は極めて複雑なものとなり、一般投資者にとっては専門家の正確・高質な分析力が不可欠となった。ここにムーディーズ、S & P、フィッチなど格付け会社の格付け情報が意味をもってくる。しかも、一般投資家は“企業準内部者”たる格付け会社の格付け情報を自ら検証

し、公正な判断を費用を掛けずに行うことは不可能に近い。したがって、格付け情報の信頼度を高め、投資家と投資対象の拡大＝市場の拡大・開放化を図るためにも、格付け会社に対する登録審査制の導入⁸¹⁾や情報開示の強化を実施することが重要となるであろう。また、高い格付け商品を供給すればするほど彼らにとって収益の上がる現在の仕組みも是正が急務であるし、また、証券発行会社が手数料を払って格付け会社に格付け審査を依頼することから生ずる利害相反行為の懸念払拭も大切である⁸²⁾。

c 時価会計

時価会計とそれに関連したルール問題も重要である。米国では金融資産・負債をすべて時価評価し、その評価損益を当期損益として計上するところの全面時価会計が採用されている。今回の金融危機では、資産価格下落で金融機関に評価損が生ずると外部資金調達が困難となるため金融機関保有の金融資産がいっせいに売られ、それがスパイラル的に資産価格の暴落を惹き起こした⁸³⁾。それゆえ、全米銀行協会（ABA）やAIGなど金融機関から「投売り価格での時価評価はおかしい」として時価会計の一時凍結・緩和が要望された⁸⁴⁾。これに対し、「時価会計の一時凍結・緩和は財務状況を不透明にするゆえ、投資家は疑心暗鬼から証券の投売りに走るなど金融危機防止策としては逆効果である」との反論が機関投資家の業界団体である米機関投資家評議会や米アナリスト協会などから提出された⁸⁵⁾。国際会計基準審議会（IASB）や米財務会計基準審議会（FASB）では、時価は公正価値により測定されるべきものと規定されており、公正価値とはすなわち“秩序だった”取引における価格としている。しかるに、今回の世界的な金融危機での取引価格は必ずしも公正な価格とは言い難い。他方、市場は、問題となる金融商品を各金融機関がどれくらい保有しており、どの程度の損失が発生しているかという情報こそ知りたがっているのであり、安易な時価会計の一時凍結・緩和は市場の混乱を招くばかりであるとの見方もある⁸⁶⁾。こうした対立する見方を踏まえ、岩田は評価の柔軟性（i.e. 時価会計の一時凍結・緩和）を認めただうえで、“公正価格らしきもの”で評価した評価額の併記を主張している⁸⁷⁾。すなわち、公正価格らしきもの＝真の時価と考える投資家はそう判断して行動すればよいとしている。いずれにしても、金融危機時における会計処理問題は、金融危機という非常時において、市場の求める情報とはいかなるものかという問題と、情報の中身に関する信頼性・公正性という問題、さらには情報がpro-cycle的に経済に作用する問題とのせめぎあいのなかで、今後の重要な検討課題と言えるであろう。

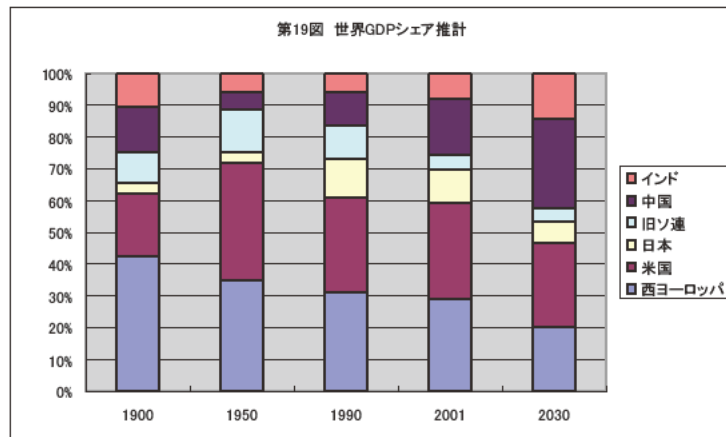
3 バッド・バンク

その他、バッド・バンクの活用が考えられる。すなわち、サブプライム金融危

機は信用不安・信用収縮をもたらし、それが実体経済の需要減少、世界的不況へとつながった。したがって、金融危機に伴い不良資産化した貸し出し債権を金融機関のバランスシートから迅速に分離し、いわゆるバッド・バンクに移すことが肝要な対策となる⁸⁹⁾。さらにその際、元本以下の買い取りにより生じた自己資本の減少分が公的資金で資本注入されれば、自己資本不足による貸し渋り・貸し剥し問題を解消することが可能となる。他方、バッド・バンクは金融の専門知識を生かしてできるだけ資産価値を高め (turnaround)、高価格で売却することが同時に望まれる。

V 結び

本稿第Ⅱ章～第Ⅳ章を通して、2000年代後半における米サブプライム・ローンの破綻に端を発した世界的規模での金融危機・大不況に焦点を当て、危機発生の諸原因、危機拡大のメカニズム、世界的伝播プロセスに対して検討を加えることにより、そこから、金融危機のリスクを最小とするための対策について試論的に導いた。



資料：Maddison, A. (2005)

ところで、世界的な未曾有の経済金融危機という今日の困難な状況に打ち克ち、新たな“ポスト・クライシスの世界”を創造するために、われわれが乗り越えなければならない課題は多い。20世紀末における冷戦構造の集結後、約20年に亘る米国の軍事的ヘゲモニーが突出した単極構造を経て、新たなパワー・バランスのもと、「多極化の時代 (the multipolar age)」を迎えた⁸⁹⁾。これらパワーの主たる源泉が軍事外交的側面と政治経済的側面とからもたらされるとするならば、例えば第19図の「マディソン長期経済統計」で示されるごとく、21世紀の将来世界は明らかに経済力の拡散化・分散化傾向が見てとれる。すなわち、今後米国や西ヨーロッパ、日本など先進国の実質GDPは相対的に減少し、他方、中国・インドなど

新興国の実質GDPが上昇すると見られる。加えて、米金融資本の謳歌した自由な市場原理というものは、2008年金融危機により、時として暴走する市場を適切に制御するためのガバナンスが極めて脆弱であることを露呈した。米国金融資本市場を頂点とした一極主義的金融モデル＝ウォール・ストリート・ヘゲモニーの終焉である。ここに、今回の金融危機の教訓として、多極化の時代に相応しい新たな金融システムの構築が望まれる所以である。かくして、現在進行中の米国における金融改革作業と同時並行的に、東アジア地域においても、緊急避難的な実体経済の不況克服策に加え、より中長期的視点に立って、金融通貨危機への効果的な対応策、自由貿易・経済統合の推進、グローバルな金融資本取引の円滑化などその細目が積極的に展開される必要があるであろう⁹⁰⁾。1929年世界大恐慌から悲劇的破局に至った一連の経緯を回顧するとき、現状は当時と比べ、自由主義的経済と民主主義的政治が世界的に格段に普及し、国家関係は協調的となりつつある。またテロなどの非国家的脅威の増大は、国家間に協力を促す効果を有している。さらに保護貿易主義の台頭を許したブロック経済は変質した。こうした歴史本来のダイナミックな発展が、環境保全、資源エネルギー、農産物・食料品、気候温暖化などの面における日本の科学技術力の十全たる活用と相俟って、東アジアにおいても安定した経済環境を創出し得るものと考えられるのである。

(2009年5月最終稿、2009年7月受理)

* 今回の世界的規模での「経済金融危機」は、国際金融論を専攻する者にとっても大きな衝撃であった。米国の住宅市場でサブプライム・ローンに問題が起こった時点（2007年夏）では、これほど深刻な状況になるとは想像だにできなかった。米国の住宅金融に関してはこれまで何回か循環的に危機を繰り返してき、そのつど大きな信用不安・信用収縮に至ることなくなんとか危機を克服してきたという前例があったからである。2008年春には米国連邦準備制度理事会や各国中央銀行の市場に対する流動性供給増など一連の対策により、サブプライム・ローン危機はとりあえず一段落したという楽観論すら出始めた。ところが、米大手巨大金融コングロマリットの一角を占めたリーマン・ブラザーズが破綻するなど、2008年9月を境に世界経済金融は大きく暗転する。広がりからいっても深刻さの度合いからいっても、今回の危機はそれまでとは様相を大きく異にした。広く金融を研究する者にとって、この未曾有の金融危機をたとえ後知恵であろうと分析・整理し、自分なりに意味付けしておかなくては何事も先に進められないという一種の強迫観念がどうしても頭から離れなかった。本稿は、そのために書かれた一種の“研究ノート”である。これまでの国際金融事象を対象とした理論モデル分析や統計解析とは無関係に、ただひたすら1930年代から現在に至るまでの関連文献資料を

丁寧に読み込み、関係する統計数値を虚心坦懐に眺めることで、今般の金融危機の起承転結に関する自分なりのイメージを時系列的に描きつつ問題点を探り出すこととした。こうした作業内容は正直なところ不得手であった。しかしながら、研究完成度はともかく、最終的には現在目の前で起こっている現実事象に対し稚拙ながらも自分の座標軸を築くことができたことで、ここにとりあえず所期の目的を果たし得た思いである。

注

1) 米国連邦準備制度理事会 (FRB) の前議長である Alan Greenspan は、2008年10月23日に開かれた米国議会下院の行政改革・監視委員会における公聴会で、今般の金融危機について「われわれは百年に一度の信用危機という津波の真ただ中にいる」(We are in the midst of a once-in-a century credit tsunami) と答えた (出所：<http://oversight.house.gov/documents/20081023100438.pdf>)。

2) 米大手証券会社「ゴールドマン・サックス」ならびに「モルガン・スタンレー」は9月21日に米国連邦準備制度理事会によって“銀行持ち株会社化”が承認され、ここに米国での銀行業務と証券業務の境界は実際上消滅し、証券専業大手会社は米金融市場から姿を消した。

3) IMF (2009)

4) 国際通貨基金 (IMF) の世界経済見通し (2009年1月末) によれば、2009年の実質GDP成長率は、米国が-1.6%、ユーロ圏が-2.0%、英国が-2.8%、日本が-2.6%、アジアNIEsが-3.9%と、軒並みマイナス成長である。また、ASEAN 5カ国は2.7%、インドは5.1%、中国は6.7%と、かろうじてプラス成長ではあるが、しかしながら従来に比べればかなり減速した予測数値となっている。

5) 例えば、相沢幸悦監修 (2008) 『カジノ資本主義の克服—サブプライム・ローン』新日本出版社、池尾和人/池田信夫 (2009) 『なぜ世界は不況に陥ったのか』日経BP社、岩田 (2009)、小林正宏/安田裕美子 (2008) 『サブプライム問題とアメリカの住宅金融市場』住宅新報社、滝田洋一 (2009) 『世界金融危機：開いたパンドラ』日本経済新聞出版社、中島厚志他 (2009) 『世界経済 連鎖する危機』東洋経済新報社、日本経済新聞社編 (2009) 『実録 世界金融危機』日本経済新聞出版社、野口悠紀雄 (2009) 『金融危機の本質は何か』東洋経済新報社、浜矩子 (2009) 『グローバル恐慌：金融暴走時代の果てに』岩波書店、水野 (2008)、村瀬哲司 (2009) 「世界金融危機の原因と対応」『国際金融』2009年2月1日、Foreign Affairs (2009) 『金融危機と無極世界を考える』Anthology Vol.27、「特集：世界金融非常事態宣言」『金融ビジネス』2008年11月、「特集：大不況」『世界』2009年1月、「特集：金融危機とアメリカ新政権の行方」『世界経済評論』2009年2月、

「特集：金融危機のゆくえ」『三田評論』2009年2月、「特集：世界経済危機」『週刊東洋経済』2009年2月14日、Allen and Carletti (2008), Bernanke (2008a) (2008b) (2008c) (2008d) (2009a) (2009b) (2009c) (2009d), Buiters (2008), Calomiris (2008), Gorton (2008), Kashyap et al. (2008) 等参照。

6) これにさらにムーディーズ (Moody's Investors Service)、S & P (Standard & Poor's)、フィッチ (Fitch Ratings) など格付け会社の投資情報を加えることができる。しかしながら、企業の格付けに関する現データは格付け会社のみが閲覧可能であり、しかも高い格付け商品を提供すればするほど彼らにとって収益の上がる構造となっていた。また、債券発行会社が手数料を払って格付け会社に格付け審査を依頼することから、利害相反行為 (conflict of interests) の懸念も以前より指摘されていた。

7) 日本経済新聞2009年3月27日第1面・第7面、U.S. Department of the Treasury (2009)。

8) 伊東/江口 (1983)、ゴレムベ/ホーランド (1982)、マイヤーズ (1979)。

9) *ibid.*

10) U.S. Congress (1933a)

11) *ditto* (1934)

12) U.S. Congress (1933b)

13) *ibid.*

14) GS法研究会編 (1998) pp.44-47。こうした見方とは別に、大恐慌時に倒産した銀行の約90%が資本金200万ドル以下の小規模銀行で、しかもこれら銀行の倒産は証券業務とはまったく無関係であったことをもって、1933年の上院銀行通貨委員会 (通称ペコラ委員会) 公聴会において大銀行の経営幹部による悪行状が暴かれ、「銀行性悪説」が国民感情のなかに醸し出されたことにより、いわば魔女狩りのように制定されたとする見方も存在する (*ibid.*)。

15) U.S. Congress (1999)

16) 伊東/江口 (1983)、ゴレムベ/ホーランド (1982)、辻 (1985)。

17) その他、預金金融機関規制緩和委員会 (DIDC) (1986年までの時限機関) がある (辻 (1985) p.73)。

18) FRSに加盟せずFDICのみに加入することもできるが、FRSに加盟した場合にはFDICへの加入は強制される。但しFRS、FDICのいずれに加入しないことも可能である (ゴレムベ/ホーランド (1982) p.39)。

19) 伊東/江口 (1983)、ゴレムベ/ホーランド (1982)、辻 (1985)。

20) *ibid.*

21) *ibid.* ならびにGS研究会編 (1998) pp.9-16。

- 22) 伊東/江口 (1983)、辻 (1985)。
- 23) *ibid.*
- 24) *ibid.* ならびにU.S. Congress (1999)、野々口/武田 (2000)。
- 25) 以下議論は松尾 (1996) 第4章に負う。
- 26) その後日本を含めて世界の金融機関経営に大きな影響を及ぼすこととなるいわゆるBIS (国際決済銀行) 規制に関し、それを明記した「1988年バーゼル合意」(自己資本の測定と基準に関する国際的統一化) は、米国の政府・銀行監督当局・中央銀行 (FRB) ・民間金融機関が自国金融の競争力を高めるべく一体となって主導したものとされ、国際的に議論を呼んだ。
- 27) 佐賀 (1991)、GS法研究会編 (1998)。
- 28) *ibid.*
- 29) *ibid.*
- 30) U.S. Congress (1933a)
- 31) *ibid.*
- 32) U.S. Congress (1934)
- 33) U.S. SEC (2009) にその経過が記されている。
- 34) 米大手証券会社の各アニュアル・レポートを参考とした。
- 35) U.S. SEC (2009)
- 36) *ibid.*
- 37) 以下の議論は、辰巳 (2006) による。
- 38) 佐賀 (1991) p. 2
- 39) NYSE (1976), Fact Book.
- 40) 情報開示制度に関し、統合開示制度ならびに一括登録制度の導入に関する背景およびその影響については、佐賀 (1991) 第4章・第5章参照。
- 41) この制度は、あたかも随時発行可能な証券を棚に積んでおくというイメージから、"shelf registration"ないしは"registration for the shelf"と称された (佐賀 (1991) p.115)。
- 42) 本章議論は、岩田 (2009)、Gorton (2008)、IMF (2007) (2008a) (2008b) (2009)に負う。
- 43) ジニーメイ (Ginnie Mae; Government National Mortgage Association) は、1968年に政府の全額出資により設立された住宅抵当金庫にて、購入した政府融資保険付き住宅ローンを担保に証券化して投資家に販売する。自らは保有しない。ファニーメイ (Fannie Mae; Federal National Mortgage Association) は、1938年に政府系金融機関として設立されたが、1968年に民営化された。政府の融資保険の対象とならない住宅ローンを購入し、それを担保に証券化して投資家に

販売する。自らも保有する。フレディマック (Freddie Mac; Federal Home Loan Mortgage Corporation) は、1970年に民間金融機関として設立され、貯蓄金融機関から住宅ローンを購入し、住宅担保証券を作成して投資家に販売する。フアンイーメイ同様、自らも保有する (各機関ウェブ・サイトより)。

44) 岩田 (2009) 第1章、Gorton (2008) Chap. 2, Ellis (2008) Chap. 3。

45) Ellis (2008) Chap. 2

46) 岩田 (2009) 第1章

47) Gorton (2008) Chap. 3

48) *ibid.*, 岩田(2009)第1章。ちなみに、2007年第1四半期に貸し出され証券化された住宅ローンの実に34%が金利オンリー型ローンであったという (岩田 (2009) pp.19-20)。

49) Gorton (2008) p. 3. ABSでは、RMBSに似た仕組みとして、商業不動産のローン債権を担保とした証券 (commercial mortgage-backed securities; CMBS) も一般的であった。

50) 米国の会計基準では、商業銀行は、SIVへ移転した資産の関与の度合いが低いと認められれば移転資産は譲渡とみなされてオフ・バランスシート化できることから、BIS自己資本比率規制 (i.e. 国際業務兼務: 8%ないしは国内業務のみ: 4%) の観点より多くのローン債権をSIVを使って証券化した (『三田評論』2009年2月号、pp.10-28)。

51) ローン債権売却後、借り手の債務が不履行となった場合、貸し手である銀行や住宅金融会社へ支払い義務が遡及できるものと遡及できないものがある。遡及できないものでは、信用リスクは証券を購入した投資家が負うことになる。

52) シニア・トランジェはAAA、メザニン・トランジェはAA~BBB、エクイティ・トランジェはBB~格付けなしとされる (IMF (2008a) pp.59-60)。

53) Gorton (2008) Chap. 5, IMF (2008a) Chap. 2.

54) Association of Financial Guaranty Insurers Web Site

55) SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association) Web Site

56) IMF (2008a) Chap. 2

57) 純投資収益率 = {総投資額 × 総投資収益率 - (総投資額 - 自己資本) × 金利} / 自己資本であるから、この式を展開すると、純投資収益率 = 借入れ金利 + レバレッジ比率 × (総投資収益率 - 金利) となる。

58) International Swaps and Derivatives Association Web Site

59) IMF (2007) p.15

60) 2007年4月には全米第2位のNew Century Financial Corporationが、同じ

く同年8月には全米第10位のAmerican Home Mortgage Investment Corporationが破綻するなどした。また2007年8月には最大手であるCountrywide Financialの経営悪化が伝えられ、マーケットを震撼させた（岩田（2009）pp.74-75）。

61) 岡田義昭（2001）『国際金融：理論と政策』法律文化社、pp.189-190。すなわち、バンドワゴン効果ないしは情報のカスケード現象例である。

62) 市場参加者の多くが同じ相場観から同じ方向で相場を張っており、したがってカンターパーティ取引のとりにくい商品在庫戦略をクラウドイット・トレードと称する（『三田評論』2009年2月号、p.18）。

63) 『世界経済評論』2009年2月号、pp.6-24

64) 以下内容は、日本経済新聞・米NYK Timesその他の公表記事ならびに岩田（2009）第4章による。

65) AIG, "Press Release, August 7, 2008" (from AIG Web Site)

66) "Open Bank Assistance"と呼ばれる手法は、銀行の経営が極度に悪化する前にFDICが銀行からの要請に基づき、売却先探しなどの支援に乗り出す仕組みである（日本経済新聞、2008年9月30日、第3面）。早期支援に乗り出せば預金保険制度の負担が最小で済むと判断される場合や、銀行の倒産が経済全体や金融システムの安定性に悪影響を及ぼすと予想される場合に発動される。

67) 以下内容は、日本経済新聞・米NYK Timesその他の公表記事ならびに岩田（2009）第4章による。

68) 2008年10月28日におけるCPPの実績詳細は以下の通り（日本経済新聞社編『実録世界金融危機』日本経済新聞出版社、pp.88-89）。

シティ・グループ：250億ドル

JPモルガン・チェース：250億ドル

ウェルズ・ファーゴ：250億ドル

バンク・オブ・アメリカ：150億ドル

ゴールドマン・サックス：100億ドル

モルガン・スタンレー：100億ドル

メリルリンチ：100億ドル

バンク・オブ・ニューヨーク・メロン：30億ドル

ステート・ストリート：20億ドル

計1250億ドル

69) マクロプルーデンシャル（macroprudential）という名称は、バーナンキ連邦準備制度理事会（FRB）議長の命名による（Bernanke (2008a)）。

70) 例えば、US Department of the Treasury (2009)を参照。

71) 英金融サービス機構（FSA）ウェブ・サイト（www.fsa.gov.uk）

72) 武藤他 (2009) pp.91-92

73) 以下議論は、斎藤次郎 (2009) 「健全な発展求められるCDS」『日本経済新聞・経済教室』2009年5月18日を参考とした。

74) 岩田 (2009) pp.114-115

75) 米国法人税法では、借入金の利子支払いに対しては費用として税控除できるが、資本金の配当金支払いに対しては費用としては税控除できない (ibid p.193)。

76) バーゼル銀行監督委員会では、バーゼルⅡをもってしても今回の金融危機を予防できなかったとの反省にたつて、以下のような自己資本の強化に関する手直し (e.g. 2009年1月規則案) を検討中である (武藤他 (2009) pp.179-181)。

- (1) 資産担保証券を原資産とする債務担保証券 (ABS-CDO) といった複雑な証券化商品に対する必要自己資本の引き上げ
- (2) 銀行のトレーディング勘定におけるクレジット商品に対する追加的な自己資本賦課の導入
- (3) オフ・バランスのSIVやABCP導管体などへの流動性補完に関する自己資本比率規制上の取り扱いの強化

77) 米国の会計基準では、特別目的会社に対し、実質支配力基準ではなく議決権の過半数保有をもって連結対象と判定している。さらに、①金融資産が譲渡者から分離している、②譲受者による譲渡資産の利用に制約がない、③満期前に買い戻す権利と義務がない、の3点より金融資産に対する支配が移転したとして「譲渡」としての会計処理を認めている (ibid. pp.172-173)。

78) 日本銀行信用機構局・金融市場局編 (2005) 「ヘッジファンドを巡る最近の動向」日本銀行、pp.31-32。

79) 例えば、CBアービトラージ、債券アービトラージ、株式マーケット・ニュートラル、株式ロング・ショート、グローバル・マクロ、マネージド・フューチャーズ、デディケイテッド・ショート・バイアス、イベント・ドリブンなど多様な投資戦略が展開される (ibid. p.11)。かくして、ヘッジファンドは、投資家からの資金のみならずCPや手形等を発行して資金調達し、レバレッジ比率を高めて株式、債券、資産担保証券、通貨、デリバティブ、原油・商品先物などへ幅広く投資することで高収益を目指した。

80) 岩田 (2009) p.56

81) 米国ではつい最近まで格付け会社は行政による監督の外にあった。しかるに、格付け会社はムーディーズ、S & P、フィッチによる寡占状況にあったことから、2007年6月に格付け市場の活性化を目的として「信用格付け機関改革法」が施行された。その結果、格付け会社はSECによる監督下に置かれることとなった (武藤他 (2009) p.202)。

82) 現状、利害相反行為に関して格付け会社の中立性を担保するようなルールは、①格付け会社が格付け依頼企業のコンサルティングにつながる助言・提言を行ってならないこと、②格付け審査部門が格付け料金の交渉を行ってならないこと、などとなっている (ibid.)。

83) IMF (2008b) Cap. 3

84) 『日本経済新聞』2008年10月30日・朝刊第9面

85) ibid.

86) 武藤他 (2009) pp.191-192

87) 岩田規久男 (2008)「日銀はさらなる緩和を」『日本経済新聞・経済教室』2008年11月5日

88) こうした事例は、例えば1990年代に北欧3国で見られた。

89) 田中 (2009) p.98

90) 岡田 (2006) 第10章

参考文献

伊東政吉/江口英一編著 (1983)『アメリカの金融革命』有斐閣

岩田規久男 (2009)『金融危機の経済学』東洋経済新報社

岡田義昭 (1995)「カリフォルニア金融事情」『TRIアングル』東京リサーチインタナショナル、1995年6月

_____ (1997)「金融」JETRO編『カリフォルニア概観』第4章、日本貿易振興会

_____ (2006)『国際金融の新たな枠組み』成文堂

掛谷建郎 (1993)『米銀の崩壊と再生』日本経済新聞社

グラス・スティーガル法研究会編 (1998)『業際問題を超えて一日米金融制度改革の研究』日本証券経済研究所

ゴレムベ、K.H./ D.S. ホーランド (馬淵紀壽訳) (1982)『アメリカの銀行制度』日本経済新聞社

佐賀卓雄 (1991)『アメリカの証券業』東洋経済新報社

高月昭年 (1992)『銀行経営と金融制度：米国の経験』外国為替貿易研究会

_____/由井真人 (1984)『銀行—自由化への戦略』日本経済新聞社

辰巳憲一 (2006)「米国のIPOと証券発行規制について」*mimeo*

田中明彦 (2009)『ポスト・クライシスの世界—新多極時代を動かすパワー原理』日本経済新聞出版社

田辺敏憲 (1985)『アメリカの金融機関経営』東洋経済新報社

辻輝彦 (1985)『アメリカ駐在員のための金融常識』有斐閣

東京銀行調査部編 (1994)『検証・アメリカ産業の再生』日本経済新聞社

- 野々口秀樹/武田洋子 (2000) 「米国における金融制度改革法の概要」『日本銀行調査月報』2000年1月、pp. 1-14
- ポール・ミック(日本銀行米国金融市場研究会訳) (1984) 『米国の金融政策と金融市場』時事通信社
- マイヤーズ、M.G. (吹春寛一訳) (1979) 『アメリカ金融史』日本図書センター
- 松尾直彦 (1996) 『アメリカ金融制度の新潮流』金融財政事情研究会
- 水野和夫 (2008) 『金融大崩壊』NHK出版
- 御代田雅敬 (1994) 『米銀の復活』日本経済新聞社
- 武藤敏郎/大和総研編 (2009) 『米国発金融再編の衝撃』日本経済新聞出版社
- Allen, F. and E. Carletti (2008), "The Role of Liquidity in Financial Crises," *paper presented at the Annual Economic Symposium, the Federal Reserve Bank of Kansas City*
- Bernanke, B.S. (2008a), "Reducing Systemic Risk," *at the Annual Economic Symposium, the Federal Reserve Bank of Kansas City*
- _____ (2008b), "Current Economic and Financial Conditions," *Business Economics*, Vol.43, No. 4, pp. 8-12
- _____ (2008c), "Housing, Mortgage Markets, and Foreclosures," *at the Federal Reserve System Conference on Housing and Mortgage Markets, Washington, D.C.*
- _____ (2008d), "Troubled Asset Relief Program and the Federal Reserve's Liquidity Facilities," *before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington, D.C.*
- _____ (2009a), "Federal Reserve Policies to Ease Credit and their Implications for the Fed's Balance Sheet," *at the National Press Club Luncheon, the National Press Club, Washington, D.C.*
- _____ (2009b), "Federal Reserve Programs to Strengthen Credit Markets and the Economy," *before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington, D.C.*
- _____ (2009c), "The Crisis and the Policy Response," *at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, England*
- _____ (2009d), "Federal Reserve Policies in the Financial Crisis," *at the Greater Austin Chamber of Commerce, Austin, Texas*
- Buiter, W.H. (2008), "Central Banks and Financial Crises," *paper presented at the Annual Economic Symposium, the Federal Reserve Bank of Kansas City*

- Calomiris, C. (2008), "The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next," *paper presented at the Annual Economic Symposium*, the Federal Reserve Bank of Kansas City
- Ellis, L. (2008), "The Housing Meltdown: Why did it happen in the United States?" *Working Paper No.259*, Bank for International Settlements
- Federal Housing Finance Agency (2009), *News Release*, February 24, 2009
- Gorton, G.B. (2008), "The Panic of 2007," *paper presented at the Annual Economic Symposium*, the Federal Reserve Bank of Kansas City
- International Monetary Fund (2007), *Global Financial Stability Report*, October 2007
- _____ (2008a), *Global Financial Stability Report*, April 2008
- _____ (2008b), *Global Financial Stability Report*, October 2008
- _____ (2009), *Global Financial Stability Report*, April 2009
- Kashyap, A.K., R.G. Rajan and J.C. Stein (2008), "Rethinking Capital Regulation," *paper presented at the Annual Economic Symposium*, the Federal Reserve Bank of Kansas City
- Maddison, A. (2005), "Aspects of the Economics of Climate Change," *Evidence submitted to the Select Committee on Economic Affairs*, House of Lords, London, February 20, 2005
- United States Congress (1933a), *Securities Act of 1933*, www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf
- _____ (1933b), *Banking Act of 1933: Glass-Steagall banking bill*, Chase National Bank of the City of New York
- _____ (1934), *Securities Exchange Act of 1934*, www.sec.gov/about/laws/sa34.pdf
- _____ (1935), *Banking Act of 1935*, U.S. Government Printing Office
- _____ (1999), *Gramm-Leach-Bliley Act*, thomas.loc.gov/
- U.S. Department of the Treasury (2009), *Framework for Regulatory Reform*, March 26, 2009
- U.S. Securities and Exchange Commission (2008), *Certificate of Exchange in Accountability Reporting*, www.sec.gov/
- _____ (2009), "What We Do," www.sec.gov/about/whatwedo.shtml

