

金融システム危機と金融規制改革（下）

佐賀卓雄

要 旨

2007年夏以降の金融市場の混乱、その後の危機の深化と機能不全は、实体经济への深刻な影響が危惧される段階を迎えるに至った。これに対して、各国中央銀行はふんだんな資金供給、金利の引下げ、および政府による金融機関への資本注入によって、金融市場はようやく小康状態を迎えている。

今回の金融危機は「100年に一度」あるいは「今回は違う」といわれることがあるが、そのパターンは過去の危機の展開と酷似している。もちろん、証券化のメカニズムによりもともと非流動的なリスクの高いサブプライム住宅ローンが市場取引の対象になったということが今回の特徴であり、その構造と危機の発現のプロセスを明らかにすることは決定的に重要である。

このこととの関連で、住宅ローンの供与の実体、および証券化の構造とそれを支える格付会社の役割が明らかにされねばならない。

また、証券化商品市場の主要プレーヤーであった独立系大手投資銀行がすべて姿を消すという異常事態がどのようにして生じたのかも重要な検討課題である。

これらの検討から、共通しているのは「規制の失敗」が大きな原因の一つであることが明らかになる。したがって、金融市場の機能の強化、発展のためには、部分的な個々のプレーヤーの規制ではなく、体系的かつ包括的な改革が必要である。

目 次

はじめに

I. サブプライム・ローンとは何か

II. サブプライム問題の背景

III. 証券化の構造と取引参加者間の潜在的な軋轢

IV. 証券化の意義と問題点

V. 組成販売（OTD）モデルの現実

【以上、前号】

VI. リスク管理の現状

VII. 大手投資銀行の破綻とCSEプログラム

(1) 投資銀行のビジネス・モデル

(2) 投資銀行を取り巻く規制環境

— ネット・キャピタル・ルールと

CSEプログラム—

(3) 5大投資銀行の消滅

おわりに

【参考文献】

Ⅵ. リスク管理の現状

今回のように、金融システムが全面的なメルト・ダウン寸前の状況に追い込まれると、そもそもこれを民間業者がリスク管理の手法でしのごくことが可能なかどうかという根本的疑問が提起される。この30年間だけでも、アメリカ経済は1987年のブラック・マンデー、1990年前後のS&L(貯蓄貸付組合)危機、シティバンクが倒産寸前まで追い込まれた米銀の3L(不動産(Land)、LBO、発展途上国(LDC)向け貸出し)問題の深刻化、ドレクセル・バーナム・ランベール社の倒産、1997-98年のロシア、東南アジアの経済危機とヘッジ・ファンドLTCMの破綻など、そして今回のサブプライム問題を契機とする金融システム危機と、周期的に金融市場の危機と混乱を経験してきた。その度に、再発防止に向けた制度改革が行われるとともに、業者のレベルでもリスク管理の技法が洗練化されてきた。

この中でも、現在、リスク管理の標準的手法と評価されているのは、JPモルガンが1989年に開発したバリュエーション・アット・リスク(VaR)と呼ばれるものである。これは95%(2標準偏差)の確率で発生する可能性のある最大損失額を自己資本の範囲内に抑えることを目指すものである。現在では、民間業者のみならず、バーゼル(BIS)規制などの公的規制においてもこの概念は広く採用されている。

しかし、VaRは大きな問題もはらんでいる。第一に、VaRは過去のデータを基に将来を予測するため、データ抽出の期間や方法により、VaRの値が変わってくることである。第二に、VaRは過去の正常な市場環境におけるデータ

を基に最大のリスク量を測定するため、異常な市場環境が現出した場合には、現実のリスクがVaRで計測されたリスク量を大幅に上回ることがありうることである。最後に、VaRは今後の価格変動を正規分布と仮定してリスクを計量している。しかし、特定の状況下では、参加者が同じような予想に基づきいっせいに同じ方向に行動することは珍しくなく、VaRの範囲を越えてしまう可能性が高い。

最後の問題は、たとえば、映画館のボヤ騒ぎの時のように、観客がいっせいに出口に殺到すれば、かえって被害が大きくなる状況をさしている。これは群衆行動(herd behavior)の問題として注目されている。今回の金融システム危機においても、サブプライム・ローンを組み込んだ証券化商品を保有している大手の金融機関は同じ運用システムを利用していただけで、いっせいに売りの指示が出て、債券価格の暴落につながったのである。

しかし、正規分布(ベル型カーブ)を前提にすると、過去、ほぼ10年周期に発生したような大幅な株価の下落は異常値(最近流行の言葉でいえば「ブラック・スワン」(これはナッシュン・ニコラス・タレブの著書(2007年、邦訳は2009年)の題名であるが、「ありえないこと」、「あってはならないこと」という意味である))として排除されてしまうという重大な問題がある。このため、それを補完するものとして、シナリオ分析やストレス・テストが併用されている¹³⁾。

民間業者のリスク管理がこのような現状であるとする、今回のような「異常値」に該当する株価の下落には到底耐えることができないようにも思われる。実際、独立系の5大投資銀行だけではなく大部分の大手商業銀行が相次いで

経営破綻状況に追い込まれたのはこのことを示している。それにもかかわらず、例外も存在したことも事実である。JP モルガン・チェースは今回の危機を大きなダメージを受けることなくやり過ごしたのである。ここで、組織の生死を分けた要因を分析することは重要な意味をもつと思われるので、内部情報もえられる JP モルガン・チェースとリーマン・ブラザーズのリスク管理に対するスタンスを比較しながら、この問題を検討しよう¹⁴⁾。

JP モルガン・チェースは、モルガン商会の系譜をひき、アメリカでもエクセレント・バンクの一つとして堅実経営で良く知られている。同行は元来、リスク管理に熱心で、既に紹介した VaR の開発およびクレジット・リスクを分離することを可能にした CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）の開発でも知られている。CDS は当時の BIS 規制を回避することを可能にしたため、瞬く間に商業銀行の間で広まっていった。しかし、同時にそのカウンターパーティーになれば保証料が手に入ったから、減多に起きないデフォルトの可能性を無視して、AIG のように収益源として CDS を大々的に取引する業者も現れた（CDS の残高（想定元本）は2001年には8億ドルであったが、2006年には26兆ドル、そして2008年には62兆ドルに増加した（ISDA 調べ））。金融システム危機の過程で急激に膨らんだ CDS の残高の危険性が度々指摘され、その後、CDS の開発に関わったチームの中心人物ブライス・マスターズは「金融版・大量破壊兵器（financial weapons of mass destruction）を開発した女」として轟々たる非難を浴びることになった。

しかし、JP モルガン・チェースの本来の意図がまったく違うものであったことは、同行が

サブプライム証券化商品にはほとんど手を出さなかったことでも明らかであろう（図表6は各業者のサブプライム証券化商品の引受状況である。JP モルガン・チェースは2006年を除いて引受件数は多くない）。「自分が良く分からないビジネスには手を出さない」という基本に忠実であったことが、金融システム危機の過程で同行を「最強の銀行」として際立たせた最大の要因であった。ただし、これは「言うは易く、行うは難し」の類の話しであることも同時に指摘しておく必要がある。

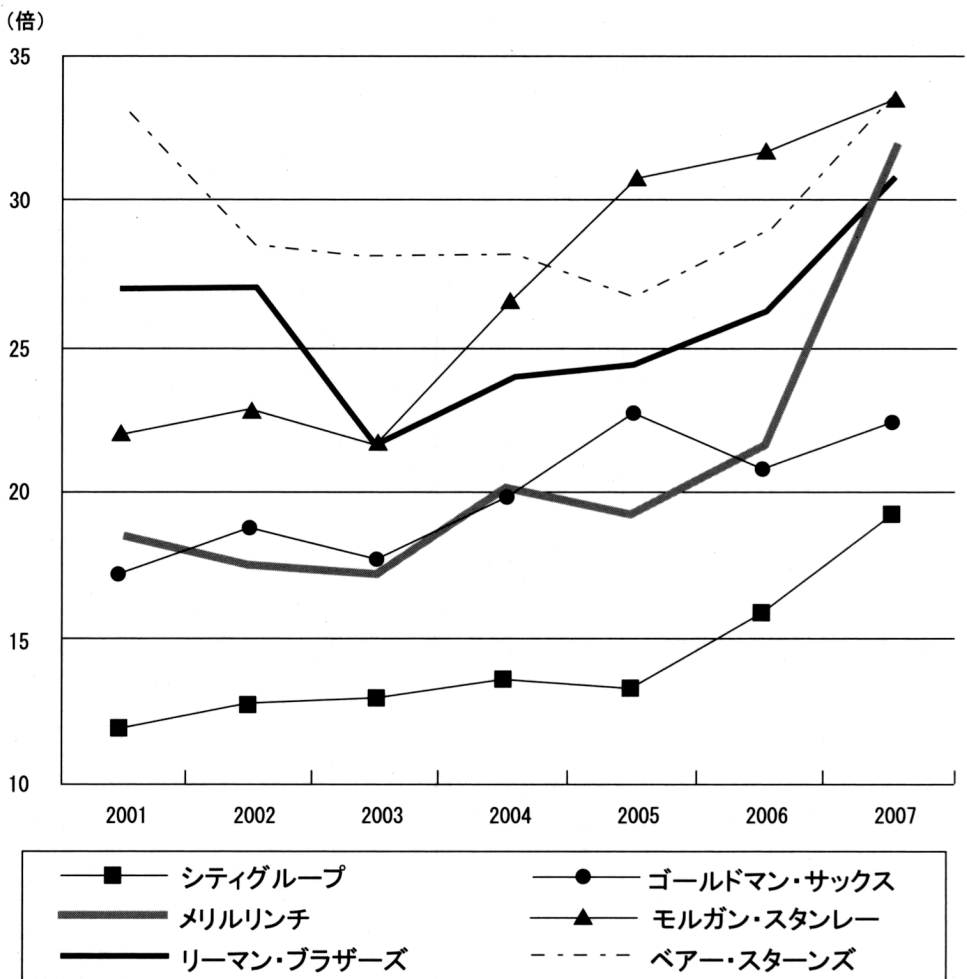
住宅ブームがピークに達した2003年から04年にかけて、大手銀行は軒並み史上最高益を記録したが、当の JP モルガン・チェースは住宅ローンを使った CDO や CDS を手掛けなかったため、アナリストからは地味でさえない銀行とみられ、株価は低迷していた。それにもかかわらず、同社のリスク管理を重視する経営スタイルにブレがなかったのは、バンクワンとの合併によってその2年後に CEO に就任することになったジェイミー・ダイモン（Jamie Dimon）の個性が決定的であった。

現在でも、金融機関ではコンプライアンスとリスク管理部門は利益を生まないためにコスト・センターとみられ、社内的には低い地位に甘んじていることが多い。しかし、ダイモンはそれまでコスト・センターとみられていたリスク管理部門とコンプライアンス部門の報酬をトレーダー並みの水準に大幅に引き上げると同時に、その権限も強化した。さらに、上級管理職はリスク管理関連の会議への参加を義務づけられた。また、モデルは人間の代わりになることはできない、数学的モデルは羅針盤として使うべきであるとして、自行が開発した VaR への過度の依存もいさめ、別の分析ツールと併用し

図表6 サブプライム証券化商品の業者別引受状況 (件数)

引受業者	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	合計
BNPパリバ	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	0	3
バンクワン	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1
バンク・オブ・アメリカ	0	0	0	2	3	8	14	18	11	6	5	67
バンク・オブ・ニューヨーク	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1
パークレイズ	0	0	0	0	0	0	0	8	15	19	8	50
ペアー・スターンズ	0	0	3	1	1	1	6	23	34	27	16	112
プレイロツク	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1
CSファースト・ボストン・リーマン・ブラザーズ	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1
カリングトン	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1
チェース	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1
シテイグループ	0	0	0	0	0	2	6	9	16	17	14	64
カントリーワイド	0	0	0	0	0	4	8	14	5	0	0	31
クレディスイス	0	1	1	0	8	10	13	23	25	13	6	100
ドイツエバンク証券	0	0	1	1	2	7	13	15	20	24	8	91
DLJ	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
GMAC RFC	0	0	0	0	0	0	1	0	3	0	0	4
GMACM モーゲージ	0	0	0	0	0	0	3	0	0	0	0	3
ゴールドマン・サックス	0	0	0	0	0	3	5	17	20	22	9	76
グリーニッチ・キャピタル	0	0	1	5	11	9	13	18	20	24	9	110
HSBC	0	0	0	0	0	0	0	0	4	13	6	23
JP モルガン	0	0	0	0	5	7	7	4	8	21	8	60
リーマン・ブラザーズ	0	0	4	3	3	8	16	20	31	31	14	130
メリルリンチ	0	0	2	0	1	0	4	12	31	34	9	93
モルガン・スタンレー	1	1	0	1	0	4	12	29	29	20	13	110
野村証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5	0	5
ブルーデーション・セキエリテイーズ	0	2	2	2	2	0	0	0	0	0	0	6

図表7 大手投資銀行のレバレッジ比率



(注) レバレッジ比率 = 総資産 / 自己資本
 [出所] 各社資料より野村資本市場研究所作成

た¹⁵⁾。

これに対して、結局は破綻したリーマン・ブラザーズにおいてはリスク管理はどのような状況にあったのだろうか。リーマンの最大の特徴は、権力がトレーダー出身のCEO リチャード・ファルド (Richard S. Fald Jr.) に集中していたことであろう。彼は事業のリスクには無頓着であり、足元の利益さえ見込めればどのよ

うなリスクを採ることも厭わなかった。

このような状況では、たとえどのように優れたリスク管理の仕組みが構築されようとも、トップが骨抜きにするために、効果的に機能することは期待できない。リーマンは2006年にはレバレッジが30倍を越える水準に達していたが、これとて他の大手投資銀行と較べて極端に高い水準ではなかった (図表7参照)。問題は

同業他社と較べて安心するのではなく、そこに異常なリスクを感じるかどうかの感性やビジネス・センスである。リーマンの社内にはもちろんこのことを危惧する者が何人かはいたが、次第に退任させられたり要職から追いやられたりした¹⁶⁾。

同社の取締役会は10人で構成されていたが、9名は既にリタイアした人間、4名は75才以上であった。日本の感覚で構成だけみれば、外部取締役が9名でガバナンスに優れた企業ということになるが、実態は金融サービス業に携わった経験のある者は2名だけで、権力者ファルドに形式的なお墨付きを与える飾り物にすぎなかった。その典型は、これらの老人から選ばれたリスク管理委員会で、年に2度ほど開かれるにすぎなかった。このような状態では、ニューヨーク連銀で勤務したのち、ゴールドマン・サックスで市場リスク管理を担当、その後パークレイズ銀行で市場リスクの判定システムを構築し、ウォール街で「リスク管理の女王」(Wall Street's queen of risk management)と呼ばれた同社の最高リスク管理責任者(CRO)マデリン・アントンチッチ(Madelyn Antoncic)は手腕を発揮できないどころか、煙たがられるのが落ちであった。最高経営委員会でリスク管理が議論される時には、彼女は退席させられた。

2006年末には、マデリンは悲観的な見通しを持っており、事あるごとに注意と撤退と再調査を提言していた。リーマンは証券化商品の原材料となる住宅ローンを質を無視してほとんど手当り次第に買い漁っていたため、この頃には「副業で投資銀行を営む不動産投資信託(REIT)」(同社の経営方針に批判的な役員言葉)になりつつあった。結局、マデリンは閑職

に追いやられ、後任のCROにはリスク管理についてまったく経験のない人間が就任した。

この2つの金融機関を較べると、組織の生死を分ける要因がくっきりと浮かび上がってくるように思える。リスク管理を目的とした内部統制システムにおいて、6つの構成要素の中で決定的に重要とされるのが、その企業の気風や、コンプライアンスやリスクに対する従業員の意識を左右する「統制環境」であるといわれるが、それは経営者の誠実性や倫理観によって決定され、他の5つの要素(リスクの評価と対応、統制活動、情報と伝達、モニタリング、ITへの対応)の前提になるといわれる。つまり、どのように優れた内部統制システムを構築しても、経営トップの規範意識が低ければ、あるいはリスクに対して無頓着であれば、それはほとんど機能しない可能性が高い。どのように優れたチェック・システムを構築しようと、経営トップが意図的に不正を働くとか無謀なリスクを取ろうとすれば、それを骨抜きにしたり抜け道を見つけだすのはそれほど困難ではないからである。たとえば、エンロンやリーマンをみれば日本の企業と較べてほとんどが外部取締役から構成されていたが、そのことがそのまま優れたガバナンスを保証する訳ではないことが明らかである。

JPモルガン・チェースとリーマン(だけではなく、他の投資銀行との)決定的な違いはリスク管理に対するトップ経営者の意識のレベルの差であるといって間違いのないだろう。

Ⅶ. 大手投資銀行の破綻とCSEプログラム

今回の金融システム危機の最も象徴的な事態

は、独立系の大手投資銀行が、救済合併（ベア・スターンズ、メリルリンチ）、破綻（リーマン・ブラザーズ）、銀行持株会社への組織変更（モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス）により、業態としても消滅してしまっただけである。以下では、このような事態を招来した大手投資銀行の業務内容とそれらを取り巻く規制環境について検討する。

(1) 投資銀行のビジネス・モデル

歴史的にいえば、アメリカの投資銀行業務（インベストメント・バンキング）はイギリスにおいて発展をみたマーチャント・バンキングが輸入、移植されたものである。つまり、古くは政府証券の投資や売買を主要な業務とし、産業革命以降は、鉄道業の金融を柱にして、大口預金の受入れ、貸付け、外国為替業務、株式・社債の引受け・分売、住宅資産の運用、企業の合併・再編成・清算の仲介、ベンチャー・ビジネスの育成など、顧客である企業の全生涯にわたる金融サービスを提供する金融機関として姿を現した。

その後、繊維、石油、鉄鋼、食品加工などの産業が勃興、成長するにつれて、その証券の発行・引受業務を中心とするファイナンス・サービスが投資銀行業務の主要分野になった。1929年の大恐慌をきっかけとして制定された一連の連邦証券規制、および33年の銀行法（グラス・スティーガル法）によって、商業銀行業務と投資銀行業務が分離、兼営が禁止され、それまで自由な活動が許されていた投資銀行がSECの監視下におかれることになった。この結果、投資銀行業務は主として証券の発行・引受を中心にしたプライマリー・マーケット（発行市場）に関連した業務に限定され、通常の「銀行」業

務から切り離された。

しかし、1960年代の後半になって産業構造の変化が進み、有力な投資銀行とつながりのない新顔の発行体が登場し、また個人投資家の証券市場への参加が進むにつれ、モルガン・スタンレーやファースト・ボストンなどの有力な投資銀行と鉄鋼、化学、自動車などの伝統的な産業との間で形成されていた固定的な顧客関係は徐々に崩れ始め、競争が激化した。そして、証券市場の大衆化（個人投資家の参加）の進展により、強力な個人投資家向け販売力を有するメリルリンチや、トレーディング力を持つソロモン・ブラザーズなどの新興グループが台頭した。さらに、1980年代以降には、グラス・スティーガル法によって創られた商業銀行と投資銀行の間の垣根もその後の規制緩和措置によって次第に崩れ始め、資本力のある商業銀行の台頭が顕著になった。

こうした競争環境の変化を背景に、投資銀行はより高い収益源を求めて、ディーリング、M&A 仲介とブリッジ・ローンの供与、証券化、プライベート・エクイティなどの新たな業務分野を開拓していった。こうして拡大された業務分野のうち、自己資本の投下をともなう業務は、次第にマーチャント・バンキングとかプロプリエタリー・トランザクションと呼ばれるようになり、投資銀行の業務はこれらの高収益の業務分野に急速にシフトしていった。

このように、投資銀行は次第に自己資本を投下し大きなリスクをとるようになってきたが、その資本調達構造はかなり特異なものであった。つまり、投資銀行は預金の受け入れ、連邦準備銀行窓口（中央銀行信用）へのアクセスを認められていなかったため、その資本調達をかつては商業銀行のプロコーズ・ローン、そし

て第二次世界大戦後はレポ市場に大幅に依存することになった。

この大幅な（短期）負債への依存は、金融市場が平穏であればレバレッジ効果により高い自己資本利益率（ROE）をもたらすが、Adrian and Shin [2008] は投資銀行のレバレッジ水準の動きが他の部門と比較して独特のものである点を指摘している。つまり、家計部門は資産価格が上昇すればレバレッジを低下させ、逆に資産価格が低下すればレバレッジが上昇する傾向がみられる。これに対して、商業銀行と製造業はレバレッジを一定に保つ傾向がみられる。これらの経済主体と比較して、投資銀行は資産価格の上昇に合わせてレバレッジを上昇させ、逆の場合は低下させている。このことは投資銀行の業務が「循環拡大的」(pro-cyclical)であることを示している。ただし、2008年の第1四半期には、資産価格が低下しているにもかかわらず、レバレッジは低下していない¹⁷⁾。

この短期負債への依存構造は、一度この市場での不安心理が高進することになると、途端に流動性危機としてその脆弱性をさらけ出すことになるのである。それを予防するためのSECの規制のあり方が問題になるが、今回の業態としての投資銀行の消滅はそのビジネス・モデルが脆弱な資金調達構造に依拠していたことを露呈したものであった。

（2）投資銀行を取り巻く規制環境

一 ネット・キャピタル・ルールと CSE プログラム一

投資銀行の資金調達構造のもう一つの特徴は、レバレッジの絶対水準の高さである。レバレッジの定義はいくつかあるが、総資産/負債で大手投資銀行のその水準の推移をみると図表

7の通りである。シティグループとゴールドマン・サックスは20倍前後であるが、それ以外は軒並み30倍を越えている。商業銀行の場合には10-15倍の水準であるから、この違いがどうして生じたかが問題になる。さらに、大手投資銀行のレバレッジが2004年を境に例外なく急上昇していることである。これらの点は大手投資銀行に対する規制の変化によりもたらされたものである。

一般に、規制・監督当局は金融機関に対してシステミック・リスクの予防および投資家保護（顧客資産の保護）に万全を期すために、支払い能力が一定の水準を下回れば早期警戒措置が採られる。銀行の自己資本比率規制、保険会社のソルベンシー・マージン、そして証券会社の自己資本規制がこれである。

アメリカの証券会社（ブローカー・ディーラー）の場合、ネット・キャピタル・ルールと呼ばれる自己資本規制が1975年に導入され今日に至っている。ところが、SECの監督権限は証券会社の親会社である持株会社にまで及ばないために、1990年のドレクセル・バーナム・ランベールの破綻の際には、親会社が証券子会社の資本を吸い上げるという事態が発生した。そうした事態の再発を防ぐために、その後、規則の改正が行われたものの、証券持株会社をSECの監督下におくという措置はとられなかった。

ネット・キャピタル・ルールのこのような欠点とは別に、2002年にEUが金融コングロマリット指令を採択すると、EU地域で業務を展開する金融機関が本国で同等の規制を受けていなければEUの規制に服さなければならないことになった。このため、大手投資銀行はSECに対して持株会社に対する監督の新たな枠組み

を定めることを要請した。この結果、2004年6月に5大投資銀行とシティグループ、JPモルガン・チェースの大手商業銀行2行に対してCSE (Consolidated Supervised Entities) プログラムが新たに設けられ、独自の規制に服することになった¹⁸⁾。

CSE プログラムは、FRBが金融持株会社、銀行持株会社に対して行っている監督規制と同じ枠組みとすることが意図されており、グループ・ベースでの流動性リスクと自己資本に関するBIS規制が採用されている。しかし、銀行持株会社と投資銀行との間の業務の違いを考慮して、二つの点で規制内容が異なるとされる。一つは、重要なリスク管理のツールとしてポジションについての日々の時価評価に焦点を当てている。もう一つは、証券会社は中央銀行であるFRBからの信用供与に頼ることができないため、あらゆる市場環境の下でも適切な流動性を維持することの決定的な重要性を反映していることである¹⁹⁾。

CSE プログラムは自発的なプログラムであるが、SECが統合ベースで証券持株会社の監督を可能にすることを意図していた。これにより、SECはもともと監督権限のある証券会社だけではなく、持株会社およびそれまで規制が及ばなかった子会社に対しても監督が可能になった。投資銀行はCSEとして認められれば、ネット・キャピタル・ルールの代替法 (alternative method) によりネット・キャピタルを計算できることになった。これにより、投資銀行は以前であればネット・キャピタルに対する負債の比率 (自己資本に対する負債を現すレバレッジとは異なる) は15倍以内、あるいは最低25万ドルか負債総額の2%を下回らないネット・キャピタル、のいずれかを維持する必要が

あったが、このプログラムではレバレッジには制限がなくなったのである。

この効果は抜群であった。2004年を境にレバレッジが急激に上昇したことが図表7から明らかである。これによって約40%の資本の控除が可能になり、その資本を新たな投資先に振り向けることによって、収益率は20ベース・ポイント (0.2%) 上昇したと推定される²⁰⁾。そして、これらの資本の多くはサブプライム証券化商品市場に流入したとみられる²¹⁾。もちろん、SECはこのような規制緩和に対して監督体制の強化を用意した。基本的に、CSEに対しては銀行持株会社に課されるBIS規制が準用された。また、内部リスク管理システムの報告、業務および財務内容についての定期的な報告を義務付け、さらにはSECによる定期的な検査など、である。コックス委員長は上院銀行・住宅・都市問題委員会が開催した公聴会において、ベア・スターンズがCSEプログラムで定めるBISの自己資本比率を越えていたこと、JPモルガン・チェースに買収されるまでの一週間 (3月10-17日) の間、BISの基準を越える資本クッションがあったことを指摘している²²⁾。

しかし、SEC [2008] はCSEプログラムに携わるスタッフがわずかに7名しかいないなど、その監督体制は決して十分なものではなかったとして、26項目に及ぶ勧告をまとめている。その後、リーマン・ブラザーズが破綻し、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーが銀行持株会社に転換することが認められた結果、CSEプログラムの対象となる証券持株会社自体が消滅したため、同プログラムも9月26日に終了した。

（3） 5大投資銀行の消滅

JP モルガン・チェースによるベア・スターンズの救済買収からしばらくして、今度はリーマン・ブラザーズが市場でターゲットとされた。2008年初めから、FRB および SEC は同社に常駐しその業務およびバランス・シートを毎日監視し、商業用不動産の圧縮、流動性の強化、そしてレバレッジの引下げと資本力の強化を指導した。夏頃には、FRB との間で銀行持株会社への転換も検討された。また、韓国開発銀行（Korea Development Bank）からの資本注入の交渉が進められた。結果的に、これらの試みはすべて頓挫し、リーマンは1850年創業以来の歴史を閉じることになった。

同社の CEO であるファルドは、下院政府改革委員会の公聴会において、同社の破綻原因として、噂、CDS スプレッドの拡大、空売り、格下げ、顧客およびカウンターパーティーからの信頼の欠如、そして戦略的な買い手の不在、をあげ、これらの要因は他の金融機関にとっても他人事ではないと述べている。そして、FRB が支援してくれれば、破綻は免れることができたろうとその冷淡な対応を非難した²³⁾。

確かに、リーマン破綻のプロセスについては非常に分かりにくいといえる。端的にいえば、何故、ベア・スターンズは救済され、リーマンはなぜ破綻したのかである。救済する大手金融機関が現れなかったのは、政府（あるいは FRB）が資金支援を拒否したからで、これは説明にはならない。ベア・スターンズの場合には、FRB が JP モルガン・チェースに300億ドルの融資を行って買収を成立させた。ポールソン財務長官は、ベアの救済の時点では証券会社の救済スキームが未整備であったが、その後、

連銀信用が拡大され、証券会社も利用できるようになったことをあげている²⁴⁾。

しかし、その数日後に大手保険会社 AIG が救済されたことをあわせて考えると、政府の説明は決して説得的とはいえない。多くの人にとって、そもそもどのような基準に基づいて判断されているのかが良く分からないというのが実感であろう²⁵⁾。

ところで、大手の独立系投資銀行がすべて姿を消すという異常事態は、否応なくそのビジネス・モデルの欠陥に注目が集まることになった。現在の投資銀行業務の特徴は三点に整理されよう²⁶⁾。

第一は、現在の投資銀行が手掛ける業務は、商業銀行あるいはかつてのフィー・ベースの発行・引受業務を中心とした投資銀行と較べて、高リスクの業務が中心になっていることである。大手五社の収益構成は、2000年から2006年の間にトレーディングからの収益が全体の41%から54%に増加している。この中に含まれている、プロプライエトリー・トレーディング、またヘッジ・ファンド向けのプライム・ブローカレッジ業務はこの間の収益増加の大部分を占めている。要するに、企画力、商品開発力、提案力に秀でて、産業構造の再編の推進、それに伴う企業の資本市場での資金調達を手助けし、半ば畏怖の念を抱かれていたインベストメント・バンカーは既に過去の存在になったのである（図表8）。

第二の特徴は、その高いレバレッジである。財務理論が教えるように、負債（レバレッジ）利用は、総資本の利益率が金利を下回らない限り、自己資本の利益率（ROE）を押し上げる（レバレッジ効果）。投資銀行のビジネス・モデルの財務的側面は高レバレッジによる ROE の

図表8 大手投資銀行の業務領域成

ホールセール業務				資産運用業務	リテール業務		
企業 貸出	発行・引 受業務	トレーディ ング	ブローカレッジ	ファンド運用、プライベート ・バンキング	ブローカレッジ		
モルガン・スタンレー				Institutional Services	Investment Management	Global Wealth Management Group	
ゴールドマン・サックス				Investment Banking	Trading & Principal Investment	Asset Management and Securities Services	
メリルリンチ				Global Market & Investment Banking	Global Wealth Management	Investment Management Global Private Client	
ラザール・フレール				Financial Advisory	Asset Management		
JPモルガン・チェース				Commercial banking	Investment Banking/Treasury & Securities Services	Asset Management	Retail Financial Services

(出所) 各社資料より作成

押し上げである。しかも、一般的に短期負債ほど金利は低いから、ごく短期の資金をレポ市場で調達してポートフォリオを組むのである。たとえば、リーマンの場合、総資本に占める短期負債の割合は50%を越えていた。しかし、このような大幅に短期負債に依存した資金調達構造は、今回のようにサブプライム・ローンを組み込んだ証券化商品がほとんど取引されないような状態では、一気にポートフォリオの流動性の枯渇というのっぴきならない状況に追い込むことになる。

第三に、金融市場が平穏な場合、このようにして高く維持されたROEを裏付けに、気前の良い報酬が支払われたことである。2007年で、JPモルガン・チェースの報酬は収益の32%、パンカメは28%である。これに対して、大手投資銀行5社の報酬は、約60%に達している。

これがこの業態に優秀な人材を集めるテコに

なったことは事実であるが、その強欲さ(greed)がますますレバレッジを効かせてROEを押し上げるようなビジネス・モデルを極限まで追求させたといえるであろう。もちろん、それを許したSECの規制のあり方も問題であることはいうまでもない。

おわりに

今回の金融システム危機についていくつかのポイントを整理して本稿を閉じたい。

まず、今回の危機が「100年に一度」、または「今回は違う」(‘This-Time-Is-Different’ Syndrome)のかどうかという点である。これについては、800年間の金融の混乱の歴史を分析したReinhart and Rogoff [2009]の結論のように、基本的にこれまでの金融危機のパターンと変わらず、特異な側面はみられないと評価でき

よう。ただし、今回の危機に独自の側面として、やはり証券化のメカニズムが与えた影響は看過できない。リスクの高い非流動的な債権について無理にプライシングを行い市場取引に乗せたことがすべての出発点であった。証券化商品の評価はブラック・ボックスの中で行われ、取引当事者がそれを信じ込んだことが基本的な背景にある。

第二に、リスク管理のあり方も注目される。今回のように、ブラック・マンデーやLTCM破綻にともなう混乱のような、一過性ではない全般的な金融システム危機においては民間業者のリスク管理のツールは無効なようにも思える。金融監督当局のマクロ・プルーデンス（信用秩序維持）政策の問題であるとする見方もできよう。しかし、この危機を乗り切った業者もいたのであるから、その違いを明確にしておくことが重要である。

標準的なリスク管理手法である VaR は「正規分布」を前提にしているから、そのモデルでは今回（特に、2008年10月の数度に及ぶ株価の暴落）のようなことが起きるのは何億年に一回かであり、まさに「ブラック・スワン」である。しかし、JPモルガン・チェースは既に2006年末頃には住宅市場の変調の兆候をとらえ、結局は自ら救済買取することになるベア・スターンズに対して保有する住宅ローンを早急に処分すべきことを助言していた。このような事例をみれば、決して神業ではなく、細心の注意をもって冷静な分析を徹底すれば、回避可能であったことが分かる。

第三に、独立系大手投資銀行という業態の消滅という事態をどのようにみるかである。これをこの業態のビジネス・モデルの破綻とする見方もある。この場合、そもそも投資銀行のビジ

ネス・モデルとは何かということが明確でなければならない。仮にそれを「ハイレバレッジに依拠する ROE の追求」とすれば、同じような特徴を持つヘッジ・ファンドや金融会社との差異が曖昧になる。このような財務的側面を捉える以上の包括性、つまり経営戦略全体に関わる特徴づけが必要であろう。

しかし、とりあえずそのような財務的側面に注目した定義を採用したとしても、それが今回の破綻の直接的な原因とはいえない側面がある。というのは、大幅に短期負債に依拠したファイナンスを特徴とした投資銀行に資金繰りの行き詰りが先鋭的に襲ったとはいえ、商業銀行やファンド、さらには一般企業でさえその影響を免れることができなかったからである。仮にFRBの資金供給がなければ、商業銀行でさえ破綻に追い込まれる危険性が高かったであろう。

最後に、規制との関連である。今回の危機を契機に、一部では「バック・トゥー・ベーシック」（「基本に戻れ」）ということがいわれている。しかし、商業銀行がシンジケート・ローンやローン・セールスなど、手数料収入への依存を高める業務展開、あるいはOTDモデルに大きく舵を切り始めたのは、大企業が短期資金を大幅にCP市場から調達し始め、また伝統的な預貸業務からの収益が低下し「銀行衰退論」が叫ばれた1990年代以降である。また、投資銀行の業務展開も競争環境の変化が背景にあったことは既に指摘した通りである。

このように、歴史的な背景を考えれば、「バック・トゥー・ベーシック」は非現実的である。

むしろ、監督当局および業者のいずれの段階でも、新たな環境に対応した規制体系とリスク

管理のツールを整備・強化していくことこそが現実的対応であろう。

注

- 13) 佐賀 [2009 b] 参照
- 14) 以下, JP モルガン・チェースについては, Tett [2009], リーマン・ブラザーズについては, McDonald and Robinson [2009]を参考にした。
- 15) もっとも, これまでのダイモンの評価はそれほど高いものではなかった。特に, バンク・ワン時代には経営立直しを期待されてスカウトされたものの, 業績向上を果たせず, 評価は芳しいものではなかった (R. Khurana [2002]; 加護野忠男監訳, 橋本硯也訳 [2005], 第1章, を参照されたい)。
- 16) 住宅・商業用不動産を担当していたマイケル・ゲルバルト (Michael Gelband) は2006年後半に上層部に対して融資額の拡大と融資基準の引下げに不安を感じ, ビジネス・モデルを考え直すべきだと指摘したが, 臆病者扱いされて相手にされなかったため, 数ヶ月後に会社を去った (2008年6月に復帰) (D. Gross [2009]; 池村千秋訳 [2009], 121-22ページ)。
- 17) Adrian and Shin [2008], pp.15-17
- 18) 2004年4月28日にSECの地下聴聞会室で開かれた五大投資銀行との話し合いの様子については, Labaton, S. "Agency's 04 Rule Let Banks Pile Up New Debt", *The New York Times*, Oct. 3, 2008, が興味深い。この時のゴールドマン・サックスのCEOは前財務長官のヘンリー・ポールソンであったことは指摘しておく必要がある。なお, CSEプログラムの対象となった大手商業銀行2行に対しては監督権限はFRBにあるためSECは直接の監督は行っていない。
- 19) SEC, *Consolidated Supervision of Broker-Dealer Holding Company —Program Overview and Assessment Criteria—*
- 20) SEC [2004]
- 21) Nadauld and Sherlund [2009]
- 22) US Senate [2008]。なお, BIS規制は直接, レバレッジ水準を規制してはいない。BISの自己資本比率は保有証券それぞれに応じてリスク・ウェイトで修正された資産額を分母としているため, 現実のレバレッジがどのようになるかは不明である。アメリカの大手商業銀行の場合, 2007年末でJPモルガン・チェースが12.7倍, シティグループが19.3倍で, 大手投資銀行と較べるとかなり低い水準である。これはFDIC (預金保険公社)によってレバレッジ規制が課せられているためである。
- 23) US House of Representatives [2008]
- 24) これは, 新たに① Term Auction Facility, ② Term Securities Lending Facility, ③ Primary Dealer Credit Facility, という制度を導入したことを指している。これらの措置により, 商業銀行への信用供与が拡大されるとともに, 証券会社 (プライマリー・ディーラー) も連銀信用へのアクセスが可能になった。
- 25) 連銀の説明では, リーマンへの連銀信用の供与が行われなかったのは, リーマンが証券化商品の組成を目的と

して住宅ローン業者から買い込み在庫として保有した住宅ローン債権の質が悪すぎ, 担保価値がなかったからだとされる (McDonald and Robinson [2009])を参照)。

26) Wall Street Special Report [2008]

参考文献

- T. Adrian and H. S Shin. [2008], "Liquidity and Leverage", FRB of New York, *Staff Report* No.38, May
- [2009], "The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation", FRB of New York, *Staff Report*, July
- A. B. Ashcraft and T. Schcraft [2006], "Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit", *Foundations and Trends in Finance*, Vol. 2, Issue 3
- V. V. Acharya and M. Richardson (ed.) [2009], *Restoring Financial Stability*
- M. K. Brunnermeier [2009], "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008", *Jour. of Economic Perspectives*, Vol. 23, No. 1, Winter
- Bank for International Settlement (BIS), Committee on the Global Financial System [2005], *The Role of Ratings in Structured Finance: Issues and Implication*, Jan.
- J. Coval, J. Jurek, and E. Stafford [2009], "The Economics of Structured Finance", *Jour. of Economic Perspectives*, Vol. 23, No. 1, Winter
- G. Gorton [2008a], "The Panic of 2007", FRB of Kansas City, *Jackson hole Conference*, Aug.
- [2008b], "The Subprime Panic+", Yale International Center for Finance, *Working Paper No. 08-25*, Sep. (<http://ssrn.com/abstract=1276047>)
- Government Accountability Office (GAO) [2006], *Alternative Mortgage Products*
- [2007], *Information on Recent Default and*

- Foreclosure Trends for Home Mortgage and Associated Economic and Market Development*
- D. Gross [2009], *Dumb Money*; 池村千秋訳 [2009], 『馬鹿マネー』 阪急コミュニケーションズ
- B. J. Keys, T. Mukherjee, A. Seru and V. Vig [2008], "Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans", *Working Paper*, April.
- R. Khurana [2002], *Searching for a Corporate Savior*; 加護野忠男監訳, 橋本硯也訳 [2005], 『カリスマ幻想』 税務経理協会
- J. R. Mason and J. Rosner [2007], "Where Did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruption", (<http://ssrn.com/abstract=1027475>)
- L. G. McDonald and P. Robinson [2009], *A Colossal Failure of Common Sense*; 峰村利哉訳 [2009], 『金融大狂乱』 徳間書店
- T. D. Nadauld and S. M. Sherlund [2009], "The Role of the Securitization Process in the Expansion Subprime Credit", FRB, *Finance and Economics Discussion Series*, April
- R. Pozen [2009], *Too Big to Save?*
- A. Purnanandam [2008], "Originate-to-Distribute Model and the Subprime Mortgage", (<http://ssrn.com/abstract=1167786>)
- R. G. Rajan [2005,] "Has Financial Development Made the World Riskier?", *Proceeding of Jackson Hole Conference Organized by FRB of the Kansas City*, Sep.
- C. M. Reinhart and K. S. Rogoff [2009], *This Time Is Different*
- S. M. Sherlund [2008], "The Past, Present, and Future of Subprime Mortgages", FRB, *Finance and Economics Discussion Series*, Nov.
- A. R. Sorkin [2009], *Too Big to Fail*
- G. Tett [2009], *Fool's Gold*; 平尾光司監訳, 土方奈美訳 [2009], 『愚者の黄金』 日本経済新聞社
- U. S. Securities and Exchange Commission (SEC) [2004], *Final Rule; Alternative Net Capital Requirements for Broker-Dealers That Are Part of Consolidated Supervised Entities*, Release No.34-49830, File No.S7-21-03, June
- [2008a], *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, July
- [2008b], Office of Inspector General, *SEC's Oversight of Bear Stearns and Related Entities: The Consolidated Supervised Entity Program*, Report No.446-A, Sep.25
- U. S. Senate Committee on Banking, housing, and Urban Affairs [2008], *Turmoil in U.S. Credit Markets: Examining the Recent Actions of Federal Financial Regulators*, Apr.3.
- U. S. House of Representatives, Committee on Oversight and Government Reform [2008], *Causes and Effects of the Lehman Brothers Bankruptcy*, Oct.6.
- Wall Street Special Report [2008], "What's Wrong with and How to Fix it", *Fortune*, Apr.14.
- 佐賀卓雄 [2007], 「サブプライム問題について」, 『証券レビュー』, 11月
- [2009a], 「金融システム危機と投資銀行の衰退」, 『証券レビュー』, 1月
- [2009b], 「金融工学とリスク管理」, 『証券レビュー』, 10月
- 藤井真理子 [2009], 『金融革新と市場危機』 日本経済新聞社

(当研究所理事・主任研究員)