

## 書評

Ball M.L 著 [2018]

*The Fed and Lehman Brothers: Setting the Records Straight on a Financial Disaster*

(Cambridge University Press)

佐賀卓雄

## I

2008年9月15日のリーマン・ブラザーズの破綻（連邦破産法11条（チャプター・イレブン）の適用）は各国の金融市場を大混乱に陥れたが、対策として採られた公的資金の投入や中央銀行による低金利政策及び大量の流動性の供給によって事態は取りあえず沈静化させられた。

それから10年が経過し、リーマン・ショックは金融史を飾る大きな事件として扱われ始めている。しかし、2018年に至っても、アメリカの産出高の水準は08年以前の成長経路をたどった場合と較べ5ないし10%低い水準に止まっているし、FRBのバランスシートや金利水準を含めた金融市場の状態は今日に至るまで危機以前の姿を取り戻してはいない。そして、当時から問題とされていた、何故、リーマン・ブラザーズだけが破綻したのか（あるいは、破綻させられたのか）という疑問に対しては、依然として十分に説得的な分析はなされていない。

Ballの『連邦準備銀行とリーマン・ブラザーズ』はこの疑問に本格的に取り組んだ著書であり、「本書は危機の決定的な出来事、リーマン・ブラザーズの破綻についての詳細な事実の

検討、そして何が起きていたのか、それは何故かについて分析した膨大な証拠の点で、金融危機についての他のあらゆる著書からは際立っている」(Preface, p.xiv)と自負するだけあって、丹念なファクト・ファインディングに基づく推論は読みごたえがある。あたかも、上質なミステリーの謎解きを読んでいるかのような高揚感すら感じさせるほどである。内容的にいえば、リーマン・ブラザーズの破綻をめぐる数々の疑問について説得的な分析を提示しており、この問題についての決定版といっても過言ではないと思われる。しかも、著者の並々ならぬ力量を感じさせるのは、本書であげられている根拠のほとんどすべてが既発表の公表資料に基づくものであることである。

Ballはニューヨーク大学経営大学院助教授、プリンストン大学助教授を経て、現在、ジョージ・ホプキンス大学の経済学担当教授および学部長であり、全米経済研究所(National Bureau Economic Research, NBER)客員研究員、国際通貨基金(IMF)のコンサルタントを兼務している。これまでに、連邦準備銀行(FRB)およびボストン、カンザスシティ、フィラデルフィアの各連銀、日本銀行、イングランド銀行、ニュージーランド準備銀行などの

中央銀行の客員研究員を歴任している。

## II

本書の目次は以下の通りである。

はしがき

リーマン破綻に関する年表

1. 序章
2. 2008年の危機
3. 連邦準備銀行による支援の法的基準
4. リーマンのバランスシートと健全性
5. リーマンの流動性危機
6. リーマンの担保と流動性支持の実行可能性
7. 担保と流動性についての連邦準備銀行の議論
8. リーマンの破綻を決定した連邦準備銀行の行動
9. リーマンの可能性のあった長期的な帰結
10. 連邦準備銀行による他の金融機関の救済はどの程度、危険であったのか
11. 誰がリーマンの破綻を決めたのか
12. リーマン破綻についての説明
13. 結論

本書の内容は、大きく4つの部分から構成されている。

第一は、リーマン破綻の経緯についてである(主として、第2章)。特に、FRBがリーマンに対して流動性の供給を拒否した根拠となった十分な担保の有無を検証する予備的作業として、2008年3月のベア・スターンズの救済、リーマン破綻後のゴールドマン・サックスおよびモルガン・スタンレーへの流動性の供給、そしてAIGの救済、を比較している。そして、これらの作業によって、それが説得的ではない

ことを結論づけている(第10章)。

第二は、ベン・バーナンキ(Ben S. Bernanke) FRB議長は公聴会や講演で、リーマンを救済できなかった理由として、FRBには投資銀行を監督する権限がなかったことと、危機に陥った金融機関を救済するための根拠とされる連邦準備法13(3)条の発動の前提となる十分な担保がなかったことをあげている(第12章)。そこで、この条文の構造を検討している(第3章)。

第三は、FRBが救済を拒否した根拠であるリーマンの担保の評価である(第4章)。そのために、リーマンの財務構造の詳細な分析が行われる。さらに、これに関連して、リーマンがチャプター・イレブンを申請した後で採られた、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーへの融資の際にFRBに提供された担保、さらにはAIGへの救済融資の際の担保について詳細な分析が行われる(第8章、第10章)。

第四は、リーマン救済をめぐる意思決定プロセスと背景についての分析である。この問題の性格上、キーパーソンであったヘンリー・ポールソン(Henry M. Paulson)財務長官、ベン・バーナンキFRB議長、ティモシー・ガイトナー(Timothy F. Geithner) NY連銀総裁、それに加えてクリストファー・コックス(Christopher Cox) SEC委員長の個性にまで立ち入った分析が行われる(第11章)。

## III

最初に、リーマン・ブラザーズの破綻の経緯についてである。これについては『金融危機調査委員会報告書』や破産裁判所管財人による、

いわゆる『バルカス報告』などの政府機関の報告書を初め、おびただしい数の報告書や論文で分析つくされているが、著者の問題意識との関連で、ベア・スターンズ救済を発端とした、金融市場をとりまく環境、特に市場関係者の受けとめ方や世論の動向といった点に分析の焦点が当てられている（第2章）。

大手投資銀行が相次いで経営危機に陥った要因として3点が指摘できる。一つは、2000年代初頭から融資、モーゲッジ担保証券の組成、商業用不動産プロジェクトへの出資など、様々な不動産投資を拡大してきたことである。その一部は他の金融機関に売却したものの、大部分はバランスシートに自己ポジションとして保有された。この戦略は2001年から06年の不動産バブルの時期には大手投資銀行の収益に大きく貢献したものの、07年以降の不動産価格の下落とともに、大幅な損失の原因となった。

二つ目は、レバレッジの高さである。資産取得のための資金調達自己資本ではなく借入金によって行われた。2007年末で、5大投資銀行の自己資本比率は3.0%から3.8%であった（リーマンは3.3%）。したがって、不動産価格のある程度下落によってでも、自己資本は底をつき、債務超過の状態に追い込まれることになった。

三つ目は、大手投資銀行の借入金の大きな割合が極めて短期であり、毎日借り換えが必要なオーバーナイトの資金であったことである。したがって、一旦、貸し手の信頼を失えば、瞬く間に資金繰りに行き詰まることになったのである。

このような大手投資銀行の業務および財務構造の下で、一連の危機の発端になったのは、2007年7月にベア・スターンズが傘下の2つの

ヘッジ・ファンドを閉鎖し、同年第2四半期に損失を計上したことである。これによってベアは市場参加者からの信頼を失い、短期資金の取入れが困難になった。ベアの無担保のCP発行残高は2006年末の210億ドルから07年末には40億ドルに激減したが、取りあえずレポ取引によって凌ぐことができた。しかし、翌年3月に傘下の特別目的会社（special purpose vehicle, SPV）が発行していたモーゲッジ担保証券の格付けが引き下げられると、レポ取引のカウンターパーティ（貸し手）は貸し替を拒否したり、ヘアカット率を引き上げたりしたため、流動性プールは危機的水準にまで低下した。

ベアは投資銀行であるため、FRBは直接に融資することはできない。そこで、NY連銀がJPモルガン・チェースに129億ドル融資し、同行がそれをベアに融資することによって当面の資金繰りを切り抜けた（3月14日、金曜日）。このニュースが知れ渡ると、3つの格付会社がそろってベアの社債を格下げしたために、同社の株価は一気に47%も低下し、週明けの事業再開の目途が立たなくなってしまった。

そこで、ガイトナーNY連銀総裁とポールソン財務長官は3月15、16日の週末にJPモルガン・チェースによるベアの救済買収のスキームを作り上げた。まず、モルガンはベア株を一株2ドルで買い取り（後に10ドルに引き上げられた）、ベアのすべての債務を引き受けることを宣言した。しかし、モルガンはベアの保有する約300億ドルの不動産を引き受けないことを条件としたため、FRBはメイデン・レーン（Maiden Lane）LLCという特別目的会社（SPV）を創り、その不動産を買い取った。メイデン・レーンの資金は290億ドルはNY連銀からの融資、10億ドルはモルガンからの劣後融

資で賄われた。FRBは連邦準備法13(3)条の「異常で差し迫った状況」に基づきNY連銀による融資を承認した。

この救済スキームは後にAIGの救済にも採用され、受け皿としてメイデン・レーンII、メイデン・レーンIIIが創られた。また、連邦準備法13(3)条は1932年に追加された条文であり、36年までにこの条文に基づき150万ドルの融資が行われたが、その後2008年3月までの70年間以上使われることはなかった。しかし、2008年3月から11月までの間に、この条文に基づき6つの緊急ファシリティを創設し、3つのSPV、投資銀行4社、保険会社1社への直接融資を行い、2008年末には7000億ドル以上の融資残高を記録した。2008年末までの金融危機の深刻さを如実に示す数字である。

JPモルガン・チェースによるベア・スターンズの救済買収の後、市場はリーマン・ブラザーズを次のターゲットとした。リーマンは2006年に不動産とプライベート・エクイティへの投資を主要な戦略とし、資産を拡大した。不動産価格は2006年半ば以降、弱含みに転じていたにもかかわらず、資産総額は2005年末の4100億ドルから2008年第1四半期には7860億ドルにまで拡大した。これは同社が不動産市況が回復した時に大きな利益をもたらす「反循環的成長戦略」(a counter-cyclical growth strategy)を追求した結果であった。

しかし、ベア・スターンズ破綻後、市場環境が厳しくなるのを受け、リーマンは戦略をドラスティックに変化させ、資本の増強、非流動的資産の売却、戦略的パートナーの探索、収益性の高い資産管理部門の一部売却などを試みた。

こうした方策にもかかわらず、9月9日午前中に有力視されていた韓国開発銀行(Korean

Development Bank)がリーマンへの投資の交渉を打ち切ることを発表すると、株価は14ドルから8ドルに下落し、同社の債務のCDSプレミアムは200ベーシス・ポイント上昇した。そして、翌9月10日に第3四半期の決算が41億ドルの赤字になることを発表すると、事実上の取付に襲われるのである。

ポールソン、ガイトナーはリーマンに関心を示していたイギリスの大手金融機関バークレイズによる買収に望みを託したが、バークレイズはJPモルガン・チェースによるベア・スターンズの買収と同じようにリーマンの非流動的資産の買取りを求めた。これ以上の公的資金の投入を避けたい政策担当者側はウォール街の業者による融資団によってこの資金を調達しようとした。このスキームは一旦はまとまりかけたが、NY連銀がベアの救済スキームと同じように、バークレイズにリーマンのすべての債務の保証を求めたことから頓挫する結果になった。というのは、イギリス法の下では、そのような保証は株主の承認を必要とし、それには30-60日が必要であることが明らかとなったためである。Ballはこの程度の期間であれば連銀による繋ぎ融資によってリーマンの救済は可能だったのではないかという疑問を呈している(第9章, p.166)が、それを含めてFRBによるいかなる救済融資も認めないというのが政策担当者の立場であった。

ほとんど同時に、今度は保険会社グループのAIGが短期資金調達手段であった無担保CPの借り換えができなくなり、NY連銀に支援を求めた。この場合も民間のコンソーシアムによる救済を画策したが、リーマン破綻によって金融市場がパニック状態にあったためにすぐに頓挫した。そのため、FRBは連邦準備法13(3)条に

基づき850億ドルの融資を行った。しかし、それでは十分ではないため、380億ドルの追加融資が認められた。さらに、メイデン・レーンⅡとⅢが創られ、AIGの保有するMBSとデリバティブ取引に関連する複雑な取引を引き取った。その後も、TARP（不良資産買取プログラム）の下で、財務省はAIGに400億ドルの投資を行っている。

リーマンの破綻は、同社のCPを保有していた大手MMF（Reserve Primary Fund）の元本割れ（純資産（NPV）の1ドル割れ）（break the buck）による償還停止により、リーマンのCPを保有していないMMFにまで償還請求の波が押し寄せ元本割れの状態に追い込まれた。これにより、CP市場、レポ市場の機能が大きく損なわれることになった。この感染効果を遮断するために、連邦準備法13(3)条に基づきMMF救済のためのプログラムが設けられた。

さらに、金融市場ではモルガン・スタンレー、さらにはゴールドマン・サックスを次なるターゲットとして標的にした。FRBはリーマン破綻直前の9月14日に、13(3)条に基づく投資銀行への融資プログラム（TSLF（Term Securities Lending Facility）、PDCF（Primary Dealer Credit Facility））を拡充（担保となる資産の基準を緩和）し、両社への融資を行った。モルガンへの融資残高はピークの9月29日に1070億ドル、ゴールドマンへの融資はピークの12月31日には690億ドルに達した。これだけの融資がリーマンに対しても行われていれば、その破綻は避けられた可能性が強い。Ballはこの点を検証するために、リーマン、モルガンとゴールドマンの担保を検討し、リーマンの証券子会社（Lehman Brothers Inc., LBI）を救済（バークレーズが買収）し、持株会社（Lehman

Brothers Holding Inc., LBHI）とイギリスの子会社（Lehman Brothers International（Europe）, LBIE）を破綻させ、その影響を最小限に止めるための措置であったと結論している（第8章、Ballはこれを政策担当者にとって「トリッキーな問題」（p.145）と表現している）。

#### IV

連邦準備法13(3)条は、特別の状況下では、非預金取扱金融機関、さらには事業会社にも融資を認めている（第3章）。これに関連して、2つの点を確認しておく必要がある。一つは、同条はいかなる意味でも借手が支払能力がある（solvent）ことを要求していないことである。

もう一つは、この条文に基づく融資の決定についてはFRBが単独の権限を有するということである。融資を行うためには、NY連銀のような各地区の連銀が連銀理事会の承認を得るだけで良いのである（p.50）。Ballがこの点を強調するのは、リーマンへの同条の適用の拒否が事実上、ポールソン財務長官主導で行われたことに対する非難を込めているのである（第11章と第12章を参照）。

FRBは以下の三つの条件が満たされれば、この条文に基づく融資を供与できるとしていた。それは、①異常で差し迫った状況、②借手が他の銀行から適当な融資を受けることができないとFRBが判断、③融資がFRBの満足のいく保証があること、である。これらの基準に照らして、TSLF（Term Securities Lending Facility）、PDCF（Primary Dealer Credit Facility）の投資銀行への信用供与プログラム、さらにはベア・スターンズ救済資金の受け皿で

ある特別目的会社メイデン・レーン (Maiden Lane LLC) への資金拠出が行われたのである。

2008年3月以降の状況は、三つの基準のうち、異常で差し迫った状況、他の銀行から融資を受けることができない、という二つの条件に問題なく該当しており、それに疑義を挟む意見はなかった。問題は三番目の「満足のいく保証」(satisfactory security) という条件であり、FRBのバーナンキ議長はリーマンがこの条件を満たしていないために救済することができなかつたと主張している。彼に同調して、ポールソン財務長官、ガイトナーNY連銀総裁も同様の趣旨の発言を繰り返している。

もっとも、バーナンキの説明は一貫したものではなく、少なくともリーマンのチャプター・イレブン適用申請の一週間後(9月23日)に開催された議会の公聴会では、FRBも財務省も投資家とカウンターパーティーは予防的な措置を講じる時間があつたと判断したために、公的資金の投入は拒否したと述べ、担保の問題あるいは法的権限の問題については触れていない。最初に担保が不十分という理由をあげたのは10月7日の講演においてである(p.113-14)。以後、一貫して、この理由が繰り返されている(第7章)。この問題については、金融危機調査委員会(FICI)も追求しているが、納得のいく説明はない。

ところで、そもそも「満足のいく保証」とは何を示しているかは曖昧である。ドッド・フラック法によって、この条文は改正され、支払不能(insolvent)の状態にある借手への融資を禁止することを明確にしたが、それまではFRBの裁量に任せられ、特に借手の財務状態に対する明確な要件を欠いていた。しかし、FRBの法務部(Legal Division)の解釈では、

「保証」は裏書、担保、保険料の三つの形態があり、しかも担保として求められる資産の種類については限定していないという。要するに、13(3)条は通常の融資とは異なることが明確に指摘されているという(2008年10月にCPFF(Commercial Paper Funding Facility)プログラムが導入される際の法務部のメモより)(pp.51-2)。しかし、バーナンキはリーマンは適切な担保を欠いていたため救済が困難であったことを議会証言や講演で繰り返し主張しており、FRBの同条の適用基準が融資の回収に必要な十分な担保を有することに置かれていたことは明確である。特にAIGへの救済融資と較べてこの点を強調している。

## V

FRBがリーマン・ブラザーズへの資金融資を拒否した理由として、FRBには権限がないこととリーマンが十分な担保を保有していないことをあげていた。前者の理由はその後の連邦準備法13(3)条の積極的な適用をみればまったく説得力がないのであるが、議会証言の中でリーマンの破綻によって惹起された金融危機によってその適用が可能になったという指摘は納得がいく面がある。

そこで、Ballは担保不足(および担保の質)について検討している。13(3)条の適用基準は必ずしも明確ではないが、回収可能性が有力な基準の一つであるとする、債務超過状態ではないことと十分な担保を保有しているかどうかの問題になる。

まず、債務超過状態であったかどうかを検討している(第4章)。

リーマンの資産額6910億ドルのうち、約95%

は金融資産、担保付債権、受取債権である(2008年5月31日現在)。これらのうち、後二者は客観的に評価されており、資産の過大評価が問題になるのは金融資産である。破綻前に買収を検討したバンク・オブ・アメリカ、イギリスのバークレイズ、さらにNY連銀のガイトナー総裁がリーマン救済のために組織したコンソーシアムによる資産の査定(シティグループ、ゴールドマン・サックス、クレディスイスの三社が担当)のいずれもが不動産とプライベート・エクイティを中心にデューデリジェンスを行っている。その結果、資産の過大評価額は230-270億ドル(バークレイズ)、284億ドル(バンク・オブ・アメリカ)、220-250億ドル(コンソーシアム)であった。これらの金融機関によるリーマンの資産の過大評価額の推定には極端に大きな差はなく、220億ドルから290億ドルの範囲であった。BallはFASB(財務会計基準審議会)のレベルⅢ資産(客観的な評価が困難な資産)413億ドルと販売目的で保有されている207億ドルの合計額620億ドルを問題のある資産とし、過大評価額はゼロと620億ドルの間であると推定している。これはまったく適正な評価がされている場合(過大評価額ゼロ)と100%過大に評価されている場合の範囲を示すに過ぎず、レベルⅢ資産がまったく無価値になるとは考えにくいので、かなり大雑把な推計である。バークレイズやバンク・オブ・アメリカがFRBに対して、JPモルガン・チェースがベア・スターンズの救済買収に対して供与した300億ドル程度の融資があれば、リーマンの買収を受け入れる意向を示していたから、この金額が資産の過大評価の目安とみるのが妥当と思われる。

リーマンの2008年5月末の自己資本額は260

億ドル(なお、リーマンは6月に60億ドルの増資を行って8月末の自己資本額は280億ドルである。以上で述べた金融機関の資産査定は9月に入ってから実施されているから、この数字を使う方が妥当であろう)であるから、これらの過大評価額を減額しても、若干のマイナスはいくらかのプラスであった。加えて、劣後債務が180億ドルあるから、仮に清算されても、債務超過にはならないことになる。

次に、担保の問題である。FRBは13(3)条を適用したAIGについて、リーマンと異なり、十分な担保を保有していたことが融資を行った理由であると説明している。しかし、AIGの担保について説明がまったくなされていないため、その主張を検討できないとしている(第10章)。

それ以上に問題になるのは、ベア・スターンズ救済の際に創られたプログラムであるPDCF(Primary Dealer Credit Facility)を利用した融資の際に差し入れられる担保の質である。PDCFプログラムがスタートした2008年3月から9月13日まで、担保として認められるのは財務省証券、政府機関債、それに投資適格債など、高格付けの証券に限られていた。しかし、14日からはリーマン破綻の影響を緩和させるために、投機的格付けを含むトリパーティ・レポ取引の担保となる証券にまで拡充した。これによって、リーマンの証券子会社LBIは親会社LBHI破綻後に200-280億ドルの融資を受けることができた。また、PDCFの対象となる担保の拡充によりモルガン・スタンレーとゴールドマン・サックスは当面の資金繰りを乗り切ることができた。

それでは、何故、リーマンは債務超過ではなく十分な担保があるのに、PDCFの融資を拒否

されたのであろうか。この原因はFRBが根拠の明確でない「金曜日基準」(“Friday criterion”)を設けたことにある。これは、FRBがPDCFを利用するための担保を9月12日の金曜日に証券子会社LBIのバランスシートに載っている資産に限るとしたものである。これによって、他の子会社がLBIに資産を移し、それをPDCFの担保として資金を取り入れ、親会社LBHIやロンドンの子会社LBIEに資金を回すことができなくなった。リーマンの役員の一は「FRBの政策がリーマンの命脈を絶った」と述べている(p.146, pp.158-62)が、リーマンの役員は一部を除いて突然、設けられたこの基準を知らなかったために、リーマンだけがPDCFによる融資を拒否されたと受け止めたのである。しかし、この基準が何故設けられたかは依然として謎である。

## VI

最後に、リーマン破綻に至る政策担当者のプロセスと背景についてである(第11章)。この問題を分析する場合、最初にベア救済に対する専門家および議会からの猛烈な批判の動きに留意する必要がある。

リーマンの破綻処理をめぐるキーパーソンはポールソン財務長官、バーナンキFRB議長、そしてガイトナーNY連銀総裁である。ポールソン財務長官はベア・スターンズの救済によって「ミスター救済」(Mr. Bailout)と呼ばれ、ガイトナーNY連銀総裁はかつてヘッジ・ファンドLTCMの破綻処理にあたって「救済王」(Bailout King)と呼ばれた。そして、バーナンキFRB議長は29年恐慌についての高名な研究者であり、ミルトン・フリードマンの主張に

大きな影響を受け、金融危機の際の緩和的な政策の支持者である。

この顔ぶれをみれば、リーマン・ブラザーズに対して救済策が採られても不思議がないが、それができなかったのはそれだけ救済に対する批判が強かったためであろう。これらのキーパーソンは最後の最後までリーマン存続に望みを託していたが、最終的にはすべての公的資金の投入を伴わない救済スキームが挫折する。その時点でなお公的な介入(公的資金の投入、連邦準備法13(3)条に基づく特別融資)に反対したのは、「ミスター救済」と呼ばれることを忌み嫌ったポールソン財務長官であった。

しかし、13(3)条行使の権限はFRB議長にあり、財務長官であるポールソンにはそれを決定する権限はない。本来であればバーナンキが判断すべき重要案件であるが、実態はポールソンが主導権を握っていた。バーナンキが学者肌の温厚な性格であったのに対し、ポールソンはダートマス大学のフットボール・チームで「ザ・ハマー」あるいは「ハマーリング・ハンク」(いずれもポールソンの攻撃的性格を表す)と呼ばれるほど、攻撃的で自己主張の強い性格であった。リーマンの問題処理の過程でそれが象徴的に表れたのが、9月14日にポールソンがコックスSEC委員長にリーマン経営陣に破産手続きを採るよう指示した件をめぐることである。コックス委員長が迅速にリーマン経営陣に指示しなかったため、ポールソンが声を荒げて彼を叱咤したのである。これもSECの所管事項に対するポールソンの越権行為に近いものである。

権限関係からいえば問題はあったが、他方ではポールソン、バーナンキ、ガイトナーの間意思疎通は密であり、最終的には三者間で齟齬

はなかった。

さらに付け加えれば、最後まで政府およびFRBが公的資金の投入を含めた介入に踏み切らなかったのは、リーマン破綻の影響についての過少評価があった。リーマン破綻後の13(3)条の積極的発動は事態の深刻さを認識した結果であった。リーマンの破綻によってウォール街は救われたというあるジャーナリストの指摘は妥当であろう (p.222)。

## VII

本書の最も大きな貢献は、徹底したファクト・ファインディングに基づきリーマン・ブラザーズの破綻をめぐる様々な疑問に対して明快

な説明を与えたことであろう。2008年9月のリーマン破綻に至るまでの背景と政策当事者の意思決定のプロセスが詳細に分析され、これまで疑問とされていたいくつもの問題について納得のいく分析を提示している。それによって、連邦準備法13(3)条の運用をめぐる政策運用者の間でも混乱があったことも明らかにされた。

しかし、「金曜日基準」の問題のように依然として明らかになっていない問題もある。問題の性格上、新たな資料が発見されない限り、明確にならないであろう。それが本書の限界といえなくもないが、少なくとも公表された資料の徹底的な分析による最良の成果と評価できる。

(当研究所特任研究員)