

ベアスターンズ救済の論理、too complicated to fail とは

柴田 武男

はじめに

聖学院大学の柴田と申します。

時間はほぼ一時間二〇分いただいておりますので、一時間ちょっとおしゃべりして、質疑応答の時間というのを設けたいと思うんですが、とにかく世の中というか、今、変化が激しいので、正直言って気持ちよく質問を受けられる心境になっておりませんけれども、なるべく日ごろ勉強していることで答えられることがあればと思います。

このテーマです。今一番大きな問題になっているテーマで、三月にベアスターンズ救済があつて、大体五月ごろに、一〇月ごろ講演どうかというお話をいただいて、ちょうどベアスターンズの問題に関心がありましたので思つて、お引き受けしたんですが、その後、御承知のように九月一五日に大騒ぎ、リーマン・ブラザーズの問題その他急展開しておりますので、そこも含めてお話しできればというふうに考えてはおります。ただし、もう今現在も動いている状況の話ですので、どこまでフォローできて、皆さんの御期待にこた

えられるか、ちょっと心配は心配ということですよ。

一、銀行救済の原則とは・・・ 元FDIC議長の証言

この問題をなぜ引き受けたのか。そもそどこに関心があるのかということ、まず最初に、皆さんにお配りしたレジюме（文末資料一ページ参照）のほうに、「銀行救済の原則とは」ということで、もう二〇年前になりますけれども、こういう本が出ました。このFDICという、その当時はまだほとんど日本でも知られてない預金保険というシステムで、その議長が、アメリカの銀行の経営破綻について、どんな処理をしてきたのか。大変まとまった回想録が出たということ、翻訳をしました。

大変おもしろい内容で、翻訳して東洋経済新報社から出して、これで夢の印税生活というふうに思ったんですけども、出版の年月日を見ていただくとおわかりになると思いますが、これは一九八八年一月に出版しました。全く売れませんでした。一九八八年、もちろん私あたりの年代であればすぐわかると思うんですが、日本はバブル真つ盛り。よもや金融機関が経営破綻するなどというようなことはない。アメリカではS&Lの崩壊、その他商業銀行の経営破綻が続いている。「アメリカは何やってるんだ。日本を見ろ」というような、アメリカに対して、今よりもっと日の出る国として君臨していたわけです。

そのときに出した本ですから、全然売れませんでした。出版社の人も苦勞されて、言った言葉が「柴田さん、一〇年早かった」。その一〇年早かったというのは、単なる慰めの言葉であつたんです

けれども、今考えると、一〇年たつと一九九八年、ぴったりだったんですね。ですから、普通先見の明というのは大抵もうけにつながるんですが、もうけにつながらなかった希有の例ということで、先見の明もあり過ぎると、余りビジネスにはつながらないというふうになってしまったわけです。

ただし、「アマゾン」でどうなってるのかなと思っただけなら、中古で三倍以上の値段がついてるんですね。これが定価で二三〇〇円ですから、今、八千幾らの値段がついている。私の本は大抵二束三文になってしまってますけれども、出したときよりも三倍の値段がついたという、大変ありがたいとか皮肉な、「ちよつと早かったな。一〇年遅く出せばよかったな」というふうに思っていますけれども。

じゃ、そのときどんなことを勉強したのかとい

うことで、いろいろ飛びますけれども、こちらのちよつと細かい字で、説明の補足資料（文末資料五ページ参照）をお配りさせていただきました。まず、その中からちよつとお話をさせていただきますと思います。

まず「銀行救済」ということですが、今、七〇〇〇億ドルの救済策もかなり反対があるように、やはり金融当局者は、一体このお金をどう使うのか、どういう理由で使うのかということに大変神経質です。当然後から議会で追及されますから、そのときにきちんと説明しなくちゃいけない。あるいは、アメリカは訴訟大国ですから、訴訟に耐えるような決定をしなくちゃいけない。その辺はかなり臨場感を交えて書かれている証言録です。

(1) 不可欠性原理

その中で、不可欠性原理、これがアメリカのF

D I C の救済の論理になるわけです。これはエッセンシャルティ・ドクトリンというものですけれども、我々は「不可欠性原理」というふうに訳しました。これは一九五〇年の連邦預金保険法第一三条（C）項というところが根拠になるわけなんです、その中身は、破綻に際した銀行が「地域社会に適切な銀行サービスを提供するのに不可欠」というふうに F D I C の理事会で認定されれば、それに対して F D I C が持っている資金を貸し付けたり、投下できるというような仕組みになっております。

ところが、この文言が一九五〇年にできたわけですが、実際に発動されたのは二〇年後、一九七一年のユニティバンクのときが初めての発動だというふうに書かれております。というのは、そもそも「地域社会とは何か」とか、あるいは「適切なサービスとは何か」、「経営破綻というのは、ど

こまでせっぱ詰まったら、経営破綻と認定できるのか」というようなことは、その時代に合わせてすべてゼロから定義していかなくちゃいけない。ですから、理事会としても、初めての決定にかなりちゅうちょしているということです。

このユニティバンクというのは、ボストンのたった一一四〇万ドルの預金しかないちっぽけな銀行なんですけれども、これがどうして第一号なのかというと、これはマイノリティ・バンクというアメリカの特殊な事情があるわけですが、いわゆる黒人所有の銀行である。黒人の方々が出資してつくられて、サービスを受けるのがほとんど黒人の方。そういう民族問題、人種問題を背景にして設立された銀行です。これはネイティブアメリカンの方とか、そういうケースで幾つかあります。

余計な話なんですけれども、私の見るところ、

ほとんどが経営破綻している。それはそうで、そもそも善意とか地域のために興すわけですから、銀行マネジメントとしてなっていないということ、簡単に経営破綻してしまう。ただし、こういう人種的な問題が背景にありますので、何とかしなくちゃいけないという問題も生じるわけです。最初の第一号が、一五〇万ドルの劣後債という形で資金投入して、ユニティ銀行の当面の経営破綻は回避されたというのが、一九七一年。そこからずるずると始まって現在に、ベイルアウトというのが始まるわけです。

この本のもともとの題名が『ベイルアウト』という題名です。金融で「ベイルアウト」という言葉は、二〇年前ほとんど出てこないわけです。ペイオフというのも、今「ペイオフ」で片仮名で、皆さん一般の方から、もちろん専門家も含めて、ほとんどペイオフという言葉もすぐわかるわけで

すけれども、「ペイオフ」という言葉も、どういうふうに訳したらいいのか。片仮名で「ペイオフ」、二〇年前は通じません。

ですから、この「ベイルアウト」に関しても、日銀の調査部に電話して、「日銀で、この『ベイルアウト』って、何と翻訳しているんですか」とか聞いたたら、「そういうことは存じません」と言われて、じゃ、どういうふうに訳したらいいのかということ、で、「救済は救済だ。でも、レスキューと違う」。ベイルアウトというのは、飛行機から脱出するとか、わざわざそういうせっぱ詰まった状況を想定した英語らしいということ、で、「緊急救済」。特別に「緊急」という言葉をつけようということ、で、二〇年前、苦労して、みんなで会議したり、飲んだりしながら、「緊急救済」という訳語をつくって、一応当てはめたわけです。今は「ベイルアウト」という形ですね。

ペイオフに関しても、その当時「ペイオフ」という言葉もほとんど使われてないわけで、片仮名で「ペイオフ」と書いても、だれもわからないということ、で、「保険金の払い戻し」みたいな訳をした記憶があります。本当にまだ苦労していた時代です。今はもう片仮名で「ペイオフ」、「ペイルアウト」が通用するということです。

二番目に、コモンウェルス銀行です。これからそろそろ規模が大きくなる。ファースト・ペンに至っては、資産九〇億ドル、全米二三位というところです。それから、私にとって大変印象深いのは、担当した翻訳の部所でもあるんですが、ペン・スクエア銀行という銀行の事件です。

ペン・スクエアというのは、そんなに大きな銀行ではないんですが、これは当時金融市場で大問題になったのは、オクラホマというところで、石油とガスの開発事業の貸し付けをしていたからで

す。小さな銀行で、もともとオクラホマというのは、そんなに資金が預金で集まってくるようなところではありませんので、貸付債権の転売、ローンパーティシペーションという形で売っている。そうすると、「オクラホマのエネルギー専門の銀行が貸し付けをして、その債権を転売している。これは間違いない」ということで、ニューヨーク

とか、そういう金融の中心地の銀行も、この貸付債権を随分買い込んでいた。そういう事情があるわけです。

これは無理して言うと、サブプライムローンにかなり似ている。これもモーゲージバンカーがつくっている。サブプライムのレンダーがつくっている。それがオリジネーターとしてつくって、その貸付債権がモーゲージ担保証券としていろんな形で売られていく。もともとオリジネートした現場はだれも知らない。一体だれがオリジネートし

たのか、この貸し付けをだれが起こしたのか、そういうことがわからないままに転売されて、いつの間にか「専門家がオリジネートしたんだから、安心だ」という形で、どんどん規模が膨らんでいく。それは私に言わせると、このペン・スクエアの事件が非常に類似しているような気がします。これはさすがに救えないということ、ペイオフということまで清算になったわけです。

これは、皆さんも関心のある方はもうお読みになったと思いますけれども、『サブプライムを売った男の告白』。この本はベストセラーで、かなり注目されて、実際現場の方が書かれたので非常に臨場感のあるおもしろい本なんですけれども、この本の中と、私が翻訳した本の中に書いてあるペン・スクエアの実情というのは非常によく似ている。実務の経験は長いけども、ほとんど能力のない、大変人のいい銀行員の、言葉は悪いけ

れども、そういうおっちゃんが、どんどん貸付債権を起こして転売していく。つき合いがよくて、パーティになると、ブーツにビールを入れて乾杯する。そういう男だという話があつて、サブプライムのところにも、そんな近い話が出てきます。

ですから、現場を見ていくと、オリジネートの現場はかなりずさんな融資をしているけれども、いつの間にか、それがセキュライズという形、仕組み債券という形で、何か立派な金融商品になってしまったかのように流通してしまう。それは④のペン・スクエアの事件を振り返ると、サブプライムローンとかなり似ているのではないかと思いました。

(2) too big to fail

それから、⑤のコンチネンタル・イリノイ、これが「too big to fail」の最初の事件だというふう

に考えられると思います。

一つは、もちろん規模が大きい。コンチネンタル・イリノイというのは大変大きいんですが、もう一つ、決済銀行であって、それも国際決済を担っていたというところが大きな理由になるわけです。中小銀行、約二一〇〇行が六〇億ドル以上の資金を預託している。これは決済のためにそこに預託するという、決済の中心にあった。

それともう一つ、それで国際決済につながっていたということで、決済の面で、単に貸付債権が大きくて、それで金融市場に影響を与えるという側面よりも、むしろ銀行経営の破綻というのは、決済で大変大きな問題が生じるというところで、これは救済せざるを得ない。

ですから、「too big to fail」の「big」というところには、単に預金量が大きいとか総資産が大きいというだけではなくて、その決済システムの中

でどういう位置を占めているのかというのが、⑤のコンチネンタル・イリノイ事件では大きく出てきたということです。

(3) bailoutの原則

それでベイルアウトの原則なんです、これはしょっちゅう言われていることですが、ベイルアウトする。つまり緊急救済で、直接の貸し付け、資本投入あるいは協調融資、そういう形で銀行の経営を破綻から救う。そのコストとペイオフのコスト、それがどちらが大きいのか。ベイルアウトする場合は、ペイオフして、預金保険に対して、今一〇万ドルまで。それにジョイントとか何かいろいろついてかなり膨らむんですけれども、今回の法案では、それをまたかなり大きく増額されたということになっていますが、そういうペイオフのコストよりも、ベイルアウトのコストは少な

い。

これは実際片方が実現して、片方は想定ですから、なかなか比較は難しいんですけども、金融当局者は常にこの問題をしつこくこだわって、こういう議事録というか証言録の中では、「実際我々はそういうコスト計算して、バイルアウトのコストのほうが高い。だからバイルアウトに踏み切った。」というようなことは、この当時しつこく書かれていたわけです。

余りしつこく書かれているので、何でそんなにしつこく書くのかなと。読んでいて、金融当局ですから、裁量権があるから、もっと天真らんまんというか、英断でやつてもいいんじゃないかという気もしたんですけども、今になってみれば、アメリカの下院の問題等含めて、そういうところは当局者ならではの神経質さがうかがえるというのは、改めて理解できるということです。

印象に残ったところを、今回の報告に際して改めて読み返して、訳書の三三四ページです。こんな最後のFDICの議長言葉があります。「大きく変わった点は何もなかったが、ただ、現在われわれ皆が、少し年を取り、また数字がかなり大きくなっているだけである」。つまり、バイルアウトの本質は変わらない。ただ、金額がだらだらだらだ大きくなっているだけだというふうに回想しているわけです。とはいえ、七〇〇億ドルまで行くというのは、やはりちょっと想像外の出来事かと思っています。

この問題ですが、この本の中で一つのトーンでありますし、私も理解しているのは、どうも今回の議論も、「金融機関の救済である。」というふうな議論がかなり出て、「あんな金持ちの金融機関を何で救済するのか。」という、議論の土俵がそちらに引きずられているような気がします。

ただし、預金保険の場合は、預金者に対して一〇万ドルまで保証すると言っているわけですから、これは国の約束ですので、ペイルアウトにしてもペイオフにしても、これは預金保険者の保護である。それも、預金保険という一〇万ドルまで保護するというシステムがある限り、これはやrazるを得ないこととなるわけです。

ですから、きのうのBSの「BS討論」というところで、「アメリカは自由な市場である。金融市場で自由な原則でやってるのに、今回政府が介入して、自由な原則が曲がってしまった。」というふうなことを言って、大変びっくりしたんですね。アメリカは、金融市場は全く自由な市場じゃありません。これが、「アメリカの銀行市場は、自由な市場」というのは、はつきり言って、勉強が足りないのではないか。

今回余り触れませんが、例えば一九七七

年の、私のもう一つの専門のCRA (Community Reinvestment Act) というのがあります。地域再投資法。これは、銀行が合併するときには地域住民の意見を聞かなくちゃいけない。それから、支店の統廃合についても、日本はほとんど自由にできますけれども、アメリカではかなり地域の抵抗があつて、問題点があります。「中小企業に対して幾らローンをするんだ。女性の経営する会社には幾らローンをしているんだ。」ということ、常にパブリックヒアリングという公聴会で説明したり、そういうことがあります。

私も一九九八年、今から一〇年前に、サンフランシスコで特別研究期間で勉強したときに、ちょうどネーションズ・バンクとバンク・アメリカの合併がありました。「ゴジラバンキング」というふうな、ちょうど「ゴジラ」がヒットしたころなのでそう言われたんですけれども、そのときは本

当にカウンティから公聴会があつて、それからステーツで公聴会があつて、そこにかかわる住民はだれでも自由に、「この銀行はけしからん」とか「賛成だ」とか言う権利があります。

ですから、アメリカというのは、少なくとも銀行市場に関しては、規制はがんじがらめです。それを意識してやっている。自由な市場だなんというのは毛頭ないわけで、今回も丁寧にアメリカ議会の記録を読まれると、今回の銀行倒産に関して、CRAとの関係がどうなったのかというのが一項目設けてあります。それについてコメントがあります。それについては、今日ちょっと時間があります。ほしよらせていただきますが、アメリカは決して自由な市場はない。もともと一〇万ドルの預金、銀行にとっては負債です。それを無条件で国が保証するなんというシステムは、自由な市場には、まずほど遠いわけです。そ

れが前提で、アメリカの銀行市場は成立しているわけです。

日本の銀行市場も、日本は一〇〇〇万円ということで預金保険が組まれているわけです。ですから、銀行市場というのは全く自由ではない。最初から預金保険という公的なシステムが組み込まれた、規制された市場である。その土俵の上で何をしたいのかという話であつて、「全く自由な市場で、今回、干渉でけしからん。」などというのは、私から言うところ、ちよつと違うんじゃないかというふうに考えております。

二、ドレクセル・バーナム社の経営破綻と当時の金融状況

それで、次の証券界の話に行きます。皆さんにお配りしたレジュメ（文末資料一ページ参照）の

ほうでは、ドレクセル・バーナム社の経営破綻、これは冷たく、あつという間に経営破綻してしまつたわけです。ところが、ベアスターンズの場合は救済されたということで、もともととの問題関心は、私はこの二社の比較にあつたわけです。

ドレクセル・バーナムというのは、皆さん御承知のようにマイケル・ミルケンという「ジャンク・ボンドの帝王」という人間が、ジャンク・ボンドを一九七七年ごろから大きく育てて、ジャンク・ボンドマーケットを築いて、彼一人でほとんど築いたというのはちよつと大げさなんですけれども、でも、実態はそれに近い。

彼は成功報酬型ですから、ジャンク・ボンドを組んで、ファイナンスをするたびに彼に入っていく。それによって、彼の年収はその当時一ビリオン（一〇億ドル）だった。世界一高給取りのサラリーマンであつたということで、彼はプレジデン

トにもバイスプレジデントにもならない。つまり、肩書なんかはこだわらないということで、バイスプレジデントの肩書は最後はあつたような気がしますけれども、ほとんど肩書がないまま、一介のサラリーマンとして、一ビリオンの年俸を受け取つたという記録があります。

ちなみにポールソン財務長官は、ゴールドマン・サックスをやめたときには、自社株を処理して受け取つたお金が五億ドルだったというふうに「ニューズウィーク」に書かれております。五億ドル、五〇〇億円です。まあ、そういうレベルの話ですから、「五〇〇億円」と言われちゃうと、余りにも違う世界の話で、もう腹の立ちようもないですけれども。

ドレクセル・バーナムの話なんです、それについて、今日お配りした補足資料（文末資料五ページ参照）のほうのところに簡単に、ちよつと

私の言いたいことを数字で示してあります。私はジャンク・ボンドを少し勉強して、研究所に在籍したところ、幾つかジャンク・ボンドの論文を書いたことがあります。その中の一つが『ドレクセル社倒産後のジャンク・ボンド市場』という一九九五年の論文なんですが、その論文を思い起こすと、ドレクセル社は、倒産したときに全く公的な支援を受けられない。そのまま見殺しと言ったらちよつと言葉が変ですけれども、経営破綻に追い込まれた。もちろん、ベアスターンズは救済された。この違いは何なのかというのが、今回の私の言いたいことの一つです。

まず、ドレクセル・バーナム社の場合のほうを見ていただきたいと思うんですが、この当時、資本金額で言うと、全米で第五位の大手証券会社だったわけです。ですから、これが経営破綻するというのは、証券市場にかなりの大きなダメージ

があります。

さらに、一九八九年のジャンク・ボンドの上位引受業者、これはニューヨークタイムズに出ていた数字から拾ったわけですが、ドレクセル・バーナムは、その当時三八・三%のシェアを持っている。つまり、ジャンク・ボンド市場の四割を一社で牛耳っていたジャンク・ボンドのリーディングカンパニーだった。ほとんどジャンク・ボンドに特化した会社だったわけです。それがマイケル・ミルケンのインサイダー取引で、彼が逮捕されて、ドレクセル・バーナムにも大変な罰金がかせられて、信用を失って経営破綻する。

そういうことになるわけなんですが、じゃ、その後、ジャンク・ボンド市場はどうなったのかというと、確かに当時懸念されていた、つまり四割のシェアを持っているリーディングカンパニーが、そういう不祥事で経営破綻に追い込まれた。

じゃ、もうジャンク・ボンド市場は壊滅だ。大変な混乱かと思ったら、その九二年、九三年を見ると、メルルが二五%、ゴールドマン・サックスが一四、一六、ソロモン、このときは元気ですね、六・一、六・八%のシェアがあります。

こういう形で、ドレクセル・バーナムが経営破綻してもきちんと、むしろ逆に、それに特化した証券会社が四割のシェアを握るといいうびつな市場構造ではなくて、いわゆる総合的な証券会社がジャンク・ボンドの発行引き受けも一つの業務として引き受ける。そういうようないろんな会社がいりいろ手がけるといふ意味で、非常に多角的、多層的な、むしろ強い市場に生まれ変わった。そこがアメリカの証券市場の強さであるということなんです。

私のまとめとしては、ジャンク・ボンドに傾斜した特殊な証券会社が支配する市場から、大手の

証券会社が、有力な業務としてジャンク・ボンドの発行引き受け、そして業務として行うような市場へと生まれ変わった。これがアメリカの証券市場の強さであり、金融当局者の描く一番理想的な図式なわけです。つまり、アメリカで銀行が八〇年代にいったい破綻したときにも、それでもこれが「バッド・マネジメント」から「グッド・マネジメント」に変わる唯一の方法である。これは金融市場も例外ではない。事業会社もそうであるように、すぐれた製品、いいアイデアで市場に出ていく。そういう会社がどんどんチャンスをつかんで伸びていって、アイデアのない会社を押しつけていく。そういうイノベーションこそ、アメリカの資本市場の強さである。

そういう信念が、金融市場の中にも当然脈打っているわけで、それを立証するのが、一つはジャンク・ボンド市場。むしろアメリカの資本市場の

強さをあらわすものである。そういうイメージで、とても好ましい出来事である、強さを証明する出来事であるというふうに受けとめたわけで、つぶしても構わない、だめな会社はむしろつぶれて、市場から退場していただく。それで新しい強いアイデアの会社に登場していただくということになっていくわけです。なっているのに、今回はどうしたのかという話になるわけです。

ここまでは、イントロといえばイントロということで、ここからが皆さんが楽しみにということ、講演というのは、余り強く期待するとい結果は生まないもので、その辺はお互いリラックスして向き合いたいものだと思いますけれども、お配りした証券セミナーレジュメ（文末資料一ページ参照）のほうにちょっと目を戻していただきましたと思います。

三、ベアスターズ救済の論理

「ベアスターズ救済の論理」ということで、ことしの三月にいろいろ行われたわけですから、これは議会の公聴会の資料です。そこで証言として記録が残っているということです。最初は、議長のバーナンキさんの有名な演説です。これは随分いろんなところで引用されているところです。

私がまずびっくりしたというか、当惑したのは、今、私の紹介をしていた中にも、「too complicated to fail（複雑過ぎて破綻できない）」。「こういう言葉が一部マスコミに載って、確かに今の仕組み債その他大変複雑になっている。それによって事態が複雑化されて、なかなか簡単には経営破綻できない。三月の時点では、ある種そういう

う思い込みでこの勉強を始めたんですね。ところが、この言葉は、実際ほとんどないんです。一部、最初にマスコミで使われた言葉であるんですが、議会の公聴会の中では、私が調べた範囲では一言も出てきません。「complex」という言葉は出てきますけれども、「too complicated to fail」という言葉そのものは、まず当局者、関係者からは一言も出てこない。じゃ、この報告はどうなるのかということになってしまっているんですが、で、当惑しました。

まず、バーナンキさんのは、一ページ目、これは総論的なわけです。それで、JPモルガン・チェースが救済に当たる。そういう経緯が一二ページに書いています。

二ページの「STATEMENT OF……」これは破綻した当事者の証言録です。言いわけに終始しているわけです。ベアスターンズの会長が「ルー

マーで、私たちは倒産させられた。私たちはブックバリュウもちゃんとあるんだ。ただ、ルーマーとかそういうところで破綻に追い込まれた」という恨み節というか、言いわけが書いてある。これもありがちな話で、ほっといてということです。

次のところ、ここが私は読んでいて大変びっくりしたというか、なるほどなということです。それは、JPモルガン・チェース、つまりベアスターンズを買った側の論理が書いてあるわけです。じゃ、なぜJPモルガン・チェースは、好きこのんでというか、このベアスターンズの買収に乗り出したのか。リーマンには、どこも名乗り出なかったのかということになるわけです。

このモルガン・チェースのCEOのを読むと、最初の「First」というところは、二ドルで買うと思ったという話で、これは後でご破算になるんですけれども、次には、ノンリコースローン

で、FRBからお金を引き出すことに成功したという話です。

問題は、この太字にした三番目の「Third」という理屈なんです。この三番目の理屈を見ると、JPモルガン・チェースは、前例のない保証をした。つまり、ベアスターンズに対して、ビリオン単位の前例のないギランティを提供することになるわけです。ベアスターンズがビジネスをするときには、それが行われる。それによって「run on the bank」が防止されるということなんです。

つまり、JPモルガンは、かなりベアスターンズとの取引関係があつて、数字的にはまだ押さえ切れてないので、ちょっとあれなんですけれども、ベアスターンズは単なる証券会社であるんですが、同時に、もちろん銀行、特にJPモルガン・チェースともとても強い取引関係がある。ベアスターンズの倒産、これが当たり前のことなん

ですが、関連銀行にかなりの影響を与える。それがどうなるのかという話なわけです。

つまり、ベアスターンズの場合は、ただ単に証券会社の経営破綻にとどまらず、取引先銀行の経営にかなり大きな影響を与えるというような問題が出てきているのではないのかというふうに、この辺は一つの仮説で、じゃ、実際にこの前例のないギランティというのはどの程度で、どんな取引関係になつて、契約関係になつていいのかというのはちょっと詰めなくちゃいけませんけれども、今のところ、済みませんが、私が入手できる、あるいは調べられる範囲では、議会の公聴会の資料ぐらいしかまだ手に入つてこないの、そういう形になつております。

もう一つ、次にニューヨーク連銀のプレジデント、そのCEOの発言です。ベアスターンズの問題に関して、まず総論、連銀としてどう考える

のかというのが、二ページ以下に書いてあるわけ
です。

三ページの最初はそういうことがずっと書いて
あって、流動性が枯渇したら大変だ、ああだこ
うだという話になっているわけですが、その三ペー
ジの「Over the past thirty years」、つまり過去三
〇年間において、銀行とノンバンク、特にインベ
ストメントバンクとそれがコンバージしている。
提供業務、行う業務に関してはかなり収れんして
いる。つまり、同一の業務を銀行とノンバンクは
行うようになってきたのが、コンバージの意味な
わけです。

どうしてそういうことになるかという、それ
は単なる貸し付けとかそういうのじゃなくて、セ
キュライズされた、つまり証券化された商品を
両方とも扱うということが、コンバージの一つの
根拠になっているわけです。商業銀行の定義とい

うのは、預金を受け入れて商業貸付をするとい
うのがアメリカの商業銀行の定義なわけですね。ど
も、そういう意味で、コンバージは昔の本当のト
ラディショナルなところでは起きないわけです。
預金を受け入れて、単純な貸し付けをするとい
うのは証券会社の業務ではありません。ただし、そ
れが、先ほど言ったようにどんどんセキュライ
ズされて、証券化商品として扱うようになると、
これはお金を証券化商品として売買する、投資す
る、運用するという形になりますので、証券会社
と銀行、インベストメントバンクとコーポラル
バンクの区別がかなりなくなっていくということ
になるわけです。

ただし、次のところがポイントになるんです
が、「Unlike」、しかし、違いがあるというんです
ね。どこが違うかということ、今言いました
ように、コーポラルバンクというのは、やはり

安定的な預金が資金源になっている。ところが、インベストメントバンクというのはレポ市場に頼っている。専門家の非常に流動性の高い、プロがお金を出して、プロが受け取る。非常に金融の経営環境の変化に敏感な市場なわけです。そのレポ市場が資金の調達源である。ここがまさにサドネスを生む一つの原因であるというふうに、ニューヨーク連銀のプレジデントはまとめているわけです。

とすれば、回答は一つなわけです。つまり、非常に不安定な逃げ足の速いレポ市場に頼って、同じようなバンキングのアクティビティをやる大きな問題である。コマースIALバンクは安定的なデポジット、預金で投資しているから、まだもつ。しかし、インベストメントバンクは大変流動性の高い、ある意味で逃げ足の速いレポ市場で資金調達して、それで同じような業務をやっている。

こういうような認識から、一つの対処法として、じゃ、インベストメントバンクも安定的な資金源を持つべきだという結論になるわけです。その答えの一つが、証券会社もホールディングカンパニー、いわゆる B H C (Bank Holding Company) になりなさい。つまり安定的な預金を受け入れるような形にしたらいいのではないかということ、ゴールドマンとかモルガンスタンレーが B H C の形式に移行するというような行政的な指導監督体制が出てくるのではないか。

ですから、よく証券会社上位二社が B H C の形態をとるといふときの解説で、「これで F R B の管轄下に入るから、いろいろ監督できるので、そのため B H C にするんだ」。それもまあ、私はもちろんそういう側面もあると思いますけれども、もう一つ、ファンディング、資金調達のあり方として、やはりこの三月のときの認識がかなり

大きいのではないか。このときから、レポ市場に頼った資金というのはかなり不安定で、問題を引き起こしやすい。つまり出口の業務のところでは同じことをやっている。しかし、入り口の資金調達のところではかなり違いがあつて、今回、そこに問題点が顕在化したという認識ではないかという事です。

四、ベアスターンズ救済の論理を どう読み解くか・・・これは証 券会社の救済か

このベアスターンズが救済されたという論理を、私が強引に読み解いているわけなんですけれども、その一つ、単なるコンプライエートではない。むしろ銀行組織との関係であるというふうにとらえたときに、どんなことを頭に描いているか

というと、今日お配りしたA4の四ページのレジュメ、これはもう証券界の大先輩の小竹先生の『運用預り金融と山一証券恐慌』という三田商学の論文から、関連の部分を引用させていただきました。

ほとんどの若い方は、「運用預かり」と言つても、余り記憶にない話かと思ひます。あるいは割引債、「ワリコー」、「ワリチャョー」と言つても、何のこつたということになってしまいますけれども、長銀系の大変有力な金融債としての資金調達手段だったわけです。これが預金よりもちょっと金利が高い等の理由があつて、資金調達として大変受け入れられて、かなりの残高を持つています。証券会社の割引債の販売は、大変大きな手数料収入になっている。割引債を顧客に販売する。顧客は割引債を保有します。

ところが、運用預かりというのは、「それを証

券会社に預けてください。預けたかわりに、品賃料として、金利を一定額上乘せして支払います」。では、その証券会社は、受け取った割引債をどうするかというと、これは長銀等安定した金融機関の発行した準社債に当たるものですから、非常に信用度が高いということで、これを担保に資金が調達できる。その資金でさらなる株式投資その他投資ができる、資金調達ができるという大変いい仕組みなわけです。

これは前提として、株式市場が上向き調子で、証券会社が品賃料として一定運用預かりとして払うよりも、株式市場での運用がうまくいって、さらなる利益が上がるという前提のもとで成り立つ話なわけです。ところが、どんな株式市場が不調になって、この資金調達がうまくいかない。運用預かりのこの上乘せ分も払えないとなったときに、じゃ、この割引債は一体だれのものなのか。

つまり、もちろんこれを買った人です。買った人は、もちろん持っているんですけども、預けて、それを担保に証券会社が銀行からお金を借りているわけです。

そうすると、現在の所有権というのは、この運用預かりの中で、一体どこに本当の所有権があるのか。この話が壊れちゃったときに、銀行は、証券会社からこれを担保にとっているわけです。ですから、銀行は担保にとっているんだから、「おれのものだ」。証券会社は、「ただ預かっているだけだから、当然それを買った最初の投資家のものだ」という論理も成り立つわけで、これは私も昔かなり勉強したんですけども、いろいろ聞いて、結局裁判をやらないうえに限り決着がつかないだろう。

つまり、理論的にこれを詰めて、だれのものかというのとはなかなか実態としてはわからない。で

すから、実際、もし本当に問題だったら、裁判をやつて、最高裁まで行つて、これはだれだれのものだというふうに確定せざるを得ないだろうというような話で、結局は「わからない」というのが結論なわけです。わからない、非常に不透明な割引債の運用預かりの中で、山一証券の経営破綻という問題が起きたわけです。これをそのままにしていくと、当然銀行も、割引債という形で積極的に証券会社に資金を貸し付けているわけです。

それで、小竹先生の第二段落の文脈になるわけです。その運用預かりを前提とした状態で、山一証券その他、大井証券もそうですけれども、証券会社が経営破綻したらどういうことになるのかということ、直接には日銀の無担保特別融資という形で、山一証券の救済が行われた。それは二八二億円という、今からすれば大した金額じゃないですが、その当時では巨額な特別融資が行われ

た。これは上記三行の短期借入金の約半分というわけです。

富士銀行、三菱銀行、日本興業銀行がこれに深くかかわつていて、貸倒準備金は合計六〇五億円あった。六〇五億円あるわけですから、二八二億円の融資を、この貸倒準備金として銀行が損をかぶつても、直接は銀行の経営破綻にはつながらないけれども、本当にこの当時の証券不況の中で、じゃ、破綻する証券会社はそれだけなのかというふうにはいかない。この金融債の問題は、運用預かりで広範囲に行われていたわけです。

ですから、これを放置して、証券会社の経営破綻が、銀行が証券会社にお金を貸しているという関係で貸し倒れになつて、それが経営に響いていくというと、三行の資金ポジションが既に悪化しているため、その「三行の資力の限界を越えて発展するおそれ」、これは単なる可能性なんですけ

れども、その可能性は排除できないということがあったわけです。

つまり、証券会社が経営破綻する。証券会社の業界の問題だけではとどまらず、銀行業界の問題に飛び火しそうだということで、この問題をそういうふうにと考えると、小竹先生の結論は、この日銀の特別融資という緊急措置は、直接的には山一証券と証券市場の救済策ということで理解されていますけれども、間接的には大銀行の救済策でもあったという説明なわけです。私はこれは昔勉強して、ああ、なるほどなど。巷間言われている、「山一証券を救済するために日銀が特別融資をした」。それだけではなくて、そこに金融債、割引債の問題と運用預かりの問題があつて、銀行経営に直接飛び火する、関連する問題である。そうすると、やはり緊急に対応せざるを得ないということとです。

ですから、証券市場のよさというのは、銀行市場と分離されて、運用市場、投資市場として、ある意味、決済システムとは別の市場として成り立っていたというよさもあったわけです。ですから、リスクというのは転嫁することはできません。それから、分散することもできます。ただし、リスクそのものをなくすことはできないわけです。リスクをコントロールするというのも、現在の高度に発展した市場の中では非常に難しい。

そうすると、リスクを遮断していくというのも、ある意味一つの考え方としていいのではないかと。これは本当に歴史の繰り返しです。一九二九年大恐慌を受けていろんな問題があつて、一九三三年にグラス・ステイガル法ができて、証券業界と銀行業界を分断する。分断して、リスクを遮断する。そういう考え方でずっと来て、またそれを撤廃して、銀行と証券市場を一体化していく。

それが高度に発達した金融市場であるというふう
に理解もできますが、同時に、そういうリスクコ
ントロールというのが本当に可能かどうか。そう
いう潜在的なリスクを負ってしまったのではない
のかというのが、これを振り返って、山一証券の
救済策と今回のベアスターンズの問題は非常に似
ているのではないか。私はかなり強引な論理かも
しれませんけれども、皆さんからまた後で、御意
見その他、お伺いする機会があればと思います。

ですから、ここでの私のまとめは、「ベアス
ターンズ救済の論理」というふうに言いますけれ
ども、これを山一の例を念頭に置いて考えると、
これは直接にはベアスターンズの救済なんですけ
れども、これが飛び火して、銀行システムそのも
のを傷つけるおそれがかなりある。そういうバン
クランをとめる意味として、とりあえず三月には
ベアスターンズの救済が行われた。

ですから、「too complicated to fail」なんて言
う必要がない。これはマスコミが飛びついて、私
も飛びついたんですけれども、実は、テーマをそ
ういうふうに自分で言っておいて、後でまた違
うと言うのも情けない話なんですが、「ベアスター
ンズ救済の論理、『too complicated to fail』では
なかった。」というのが私の結論で、やはり銀行
システムにリスクが飛び火する。そうすると、先
ほどコンチネンタル・イリノイの例その他含め
て、決済システム等、まさに経済の中枢に打撃を
与えることになる。そこはやはりリスクを抑えな
くちゃいけないという話ではないのかというふう
に、今は考えております。

五、結びに代えて

(1) サブプライムローン問題の本質とは

じゃ、サブプライムローン問題そのものをどういうふうに理解したらいいのかというところで。また補足資料（文末資料七ページ参照）のほうに戻っていただいて、「サブプライムローン」と言うと、いろんな人がいろんなことを書いている。自分のことを棚に上げて人のことを文句言うとかあれなんですけれども、まあ、わかっているようにでわかってない人が多いということです。

例えば「週刊東洋経済」、一応経済専門誌ですが、「価値のないものを信じた金融資本主義」などという、余りこういう大きいことを言わないほうがいいんですね。後で恥かくことになりますから。

「サブプライムローンと『裸の王様』」ということで、次のようなことが書いてあります。「たとえば、サブプライムローンは、もともと低所得者のローンの返済金を元にした証券なのだから、リスクが高く、いつでも無価値になりうることを、本当はどの人もよく知っている」。これはもう間違いだらけの文章で、本当にどの人もよく知っていたら、そんな商品は広げられない。どこかでちゃんとそうではなかったわけで、一番ひどい間違いは、「低所得者のローンの返済金を元にした証券」、これがはつきりした間違いです。

例えばこれはNHKのいろんな特番の中で、実際にいろんな例が報告されていますが、一番ひどい例が、パートで世帯収入が日本円にして約二十八万円。それで住宅ローンが七〇〇万円を組んだ。これが現実にあるわけです。それで据置期間を過ぎると、返済金は月額四〇万円になる。パートで

世帯収入、家族全員が集まって二八万円しかない。それに七〇〇万円のローンを組んで、それで据置期間が過ぎると、毎月四〇万円の返済が来る。これはもう成り立たないわけです。絶対成り立たないのがなぜ成り立つのかというと、次の説明、リチャード・クー氏、さすがに彼はわかっているというか、非常に上手な説明をされていますので、それを使わせていただきました。

つまり、「とにかく家を買いましょ。家を買って、今、住宅がどんどん上がってます。ほうっておきゃすぐ二〇%上がります。二〇%上がった分は、あなたの持ち分になります。」まずホームエクイティという考え方です。それに対してまたローンが組めますということ、つまりこれは、二八万円というインカムゲインなんか全く当てにしてない。「二〇%値上がりします。七〇〇万円の住宅ローンだったら、一四〇〇万円、

寝てるうちにあなたに入ってくるんですよ。」みたいな話になるわけです。

これが一つの現実であり、日本のゆとりローン、ステップアップローンなわけです。これは「給与所得が右肩上がりです上がっていきます。」という社会の思い込み、前提を、「今、給料の低いときにいっぱい住宅ローンを組まなくていい。どうせ年功序列で賃金は上がっていくんですから、あと五年したら、高い給与のもとで、少し高目の金利を払いましょう。そういうゆとりを持って生活しましょう。」これは何の悪いこともない。ですから、ゆとりローン、ステップアップローン、ある種の合理性があった。ただ、「給与所得は右肩上がりです上がっていく」というその前提さえ通れば、これは大変素晴らしい仕組みで、本当に若いうち苦労して、低い給与のもとで高い金利を払う必要はない。給料が上がって、それで少し負担

をふやしていく。非常にリーズナブルな商品なわけだったわけです。

このサブプライムローンもまさにそうで、二八万円で七〇〇万円、これはさすがにちょっとひどい例だと思うんですけども、ある程度住宅価格がどんどん上がっていく。その中である程度負担の大きい住宅ローンを組んでも、住宅価格が上がって、上がったところで転売して、転売の利益を住宅ローンの穴埋めに使えば、多少高い金利だってペイしちゃうじゃないかという大変すぐれた商品なわけです。なおかつアメリカはノンリコースローンですから、住宅ローンが続かなくても、それを手放せばそれで済むわけです。

日本だと、世帯収入二八万円で七〇〇万円の住宅ローンというのはあり得ません。全部知っているわけじゃないんですけど、どこかにあるかもしれないけれども、恐らくまず我々日本の住宅

ローンのプロバイドの市場から言えば、ちょっとあり得ないわけです。アメリカではある。貧乏人でもいつとき夢が見れる。

こういう言い方をすると、かなり偏見と差別が入っているように思うんですが、日本だと、月収二八万円で、住宅ローンを組んで一戸建ての家というのは、そもそも不可能です。「おまえ、もうあきらめろ」という安定的な社会がいいのか。たまたま住宅価格が上がったら、すかさずそこを突いて、そういうローンを組んで、上がった分を借りかえ借りかえの原資にして、たくましく住宅ものにしていく。そういうある意味ハイリスク・ハイリターンの社会。月収二八万円でも、七〇〇万円の一戸建てが手に入る夢が見られる社会がいいのか。それとも、そういう夢はもともとあり得ないんだという安定的な社会がいいのかという、ある種の社会設計の問題でもあるわけです。

ただ、今回はそれがちよつと行き過ぎて、住宅ローンだけの問題ではなくて、大変大きな深刻な問題になってしまう。

ですから、私がリチャード・クー氏の引用の後
にちよつと書いたんですけれども、本来的に言えば、住宅ローンというのは、一九七〇年代初頭に、住専、日本住宅専門金融機関ということであつたわけです。その当時は今とは全く逆で、個人に長期のお金を一〇〇〇万円を超して貸すというのは常識では考えられない。住宅ローンなんというのは、危険でとてもやれない。しかし、東京一極集中でどんどん住宅需要事情がある。そうすると、公的な住宅ローンだけでは全く賄えない。そこで、嫌がる都市銀行、長銀系あるいは信金系を説き伏せて、時の大蔵省の力でリスク分担で住専をつくらせたというのが、一九七〇年代の最初の事情なわけです。

ところが、やってみると、住宅というのは我々にとって不可欠ですから、必死でローンを返す。ですから、デフォルトリスクが少ない。とてもいい商売になる。とてもいい商売になるんだつたら、何も自分たちで共同出資でつくった住専にそういう商売をやらせる必要がない。本体でやったほうでいいじゃないかということで、本体で住宅ローンをどんどん始める。

そうなれば、当然、銀行から借りてまた貸す住専の金利のほうが高い。条件が悪い。ですから、住宅ローンの期間を延ばしたり、頭金を少なくしたり、いろんな経営工夫をしても、どんどん優良顧客は銀行に取られていく。当たり前ですよ。そうすると、住専はどうするかというと、リゾートとかそちらのほうに行かざるを得ない。バブルに踊って、リゾートの崩壊とともに、住専は、協同組織金融機関系を除けばすべて壊滅してしま

う。これが住専ストーリーなわけです。

ですから、本来住宅ローンというのは、最初は大変危険な、「個人に二〇年とか三〇年で一〇〇万円以上のお金を貸す。危なくてしようがない。そんなことできつこない」。それが常識だったわけです。しかし、インカムゲインを基盤として、最初はプライムできちんと貸せる人にしか貸さない。そういうような慎重な融資の中では、住宅ローン市場というのは非常に機能したわけです。

住宅ローンというのは、個人に巨額な貸付金を長期に貸し出すという、本来リスクの高いものである。ですから、毎月の収入という比較的安定したインカムゲインを基盤として、返済原資として住宅ローンを構成すべきである。住宅価格の上昇という不確実なもの、あるいは将来給与が上がるという不確実性を住宅ローンの中に、いわゆる

キャピタルゲインを構成原理の中に入れていいのかというと、そういう不確実性はなるべく排除しないと、これはなかなか成り立たないローンではないのかということです。ところが、競争市場の中では、よそがやればうちもやらなくちゃという形で、激しい競争の中で雪だるま式にどんどんサブプライムローンがふえていく。なおかつ、そこに住宅の価格上昇が乗って、非常にもうかる商売になったということです。

それを受けて、この『サブプライムを売った男』というところに、①から⑤までこの本の内容ですけれども、まず規制緩和ということで、どんどんリスクテイキングができるようになった。それから、決定的なのが、やはり一九九三年ごろからはセカンダリーマーケット、つまり転売市場ができた。流通市場ができたということで、投資商品としてある種の完成を見る。あるいはそこで資

金調達がしやすくなって、どんどんサブプライムローンが膨らんでいく。そういう状況になるわけです。

⑤は私の言葉なんですけれども、いわゆる顧客ニーズではなくて、ウォール街からのニーズ。つまり、「こういうローンだったら幾らでも買ってあげるから、資金は出してあげるから、どんどん組め」。本来だったら、顧客から申し込みがあつて、住宅ローンを組んで、それを市場に出していた。ところが、逆にウォール街から、「幾らでも資金は出せる。だから、どんどん住宅ローンを組め」というふうに、まさに方向性が変わってしまった。それがサブプライムローンの一つの帰結というか、大きな問題点ではないのかということですよ。

それから、あと論点が二つあるんですが、ちよつとはしよっていきます。

(2) 時価評価信仰による混乱

もう一つ、今、大変問題になっている時価会計の問題です。今日、朝ぼんやり「めざましテレビ」というのを見ていたら、「不良債権がたまってレベル3がどんどんふえました」なんて、朝のニュースでやっているんですね。本当に「レベル3」なんというのは、つい最近まではほんのごく限られた専門家しか知らなかった話が、お茶の間に登場して、あの「めざましテレビ」のところで説明が出るというのがびっくりしたんです。

その説明がまた怪しい説明で、いや、違うんだよと。せつかくこつちは勉強したので、こういう説明したら、うちの家内に「あんたの話はよくわからない。めざましテレビのほうがよくわかる」というふうに言われてしまったんですけれども、余りにも不正確な説明が、ああいうマスコミというかテレビで出されると、ちよつとまずいなとい

うことなんですが、じゃ、おまえがしつかり説明できるかというと、これがまたよくわからない。

基本的に金融商品というのは、もちろん時価評価。ただ、時価評価というのは、ここで言う必要はありませんけれども、マーケットが正常に機能しているから時価評価というのは成り立つわけであって、マーケットが混乱しているときに時価評価ができない。これは当然なわけです。

じゃ、そのときにどうするかというと、レベル2、レベル3ということになって、レベル2の場合は、似たような市場で似たような価格形成があれば、それを参考にしてやっていいということです。これは株式の上場のときの一つの考え方も、そういう似た類似の会社で上場価格をつけろ。それに似たような話だと思うんですけれども、そういうレベル2がある。レベル3の場合には、一切市場がないというときには、理論価格で

やれ。これがちよっと、私はむしろ実務の方にお聞きしたいんですが、本当にこういうように1、2、3と上手に切れるのか。

つまり、マーケットで市場価格が成立する、しないというのはどうやって判断するのか。そういう意味を含めて、本当に理論価格というのは一体何なのか。本当にわけのわからない仕組み証券で、ただ単に格付をもとに理論価格を設定しているのか。この理論価格モデル、評価モデルというのも、実際どんなものが使われているのかというのもよくわかりません。

それが、ますます私が怪しいと思ったのは図表2、いつもお世話になっている「資本市場クォータリー」なんですが、そこに「米国大手投資銀行レベル3資産の推移」というのがあります。それを見ると、問題企業がとてもいい。資産の推移、これは会社の規模もありますけれども、上昇の程

度を見てもわかるんですが、とてもレベル3を持つていない。つまり、レベル3というのは、市場が枯渇してほとんど売買がない。評価モデルで計算するしかないというような商品なわけです。

それをどの程度持つているかという、ベアスターンズとメリル・リンチが少ないんですね。最も少ない。本当かしら。それで、逆によさそうなところが多い。

つまり、「レベル3だ」と正直に言える余裕があるところと、「いや、もうレベル3は勘弁してくれ。これをやっちゃうと、うちはもういっころだ」みたいな感じで、図表2から、これは憶測というか、邪推に近いんですけれども、この表だけ見ると、どうもレベル3というのは適正にカウントされているようには到底思えないような気がします。この辺は「全くおまえ、きちんと証拠を出せ」と言われると困ってしまうんですが、この図

表2と、レベル1からレベル3までの定義を見て、本当にこれが機能しているかどうか。逆に、まじめにやればやるほど正直者が損するようなことになるのではないのか。

これは投資家の企業価値をきちんとはかつて、それで資産保全で投資家保護を期するんだという理屈はよくわかります。しかし、これに対してコメントはいろんな機関ありますけれども、時価会計によって、その値段で売りたくなくても損失を認識しなければいけないとか、とにかく厳しくやればやるほど、もちろん公認会計士等に受けがいいわけですから、通りやすい。けれども、今の段階では、それによって帳簿上の損が必要以上に出て調達金利が上がる、経営が困難になるというデメリットが出ていてはないのか。ですから、今回の金融の救済法の中に、この時価会計の問題もかなり大きく割かれた一つのテーマになって、

実際立法で問われているわけです。

(3) グリーンスパン前議長主犯説は正しいか

その中で、じゃ、これ一体問題の根源は何なのかというと、下のところに「グリーンスパン前議長主犯説は正しいか」。人間の評価というのはころころ変わるもので、グリーンスパンというのはFRBの名議長だということです。私も『波乱の時代』、大変感心して読んだんですけども、ところが一転して、「グリーンスパンこそ愚か者で、彼のおかげでこんな問題が生じた」というような論調が、今、かなり大きく出ています。「ニューズウィーク」なんかがそういう論調。マスコミにはそういう論調が出ているわけです。

ただし、グリーンスパンは直接会ったこともないから、よくわかりませんが、この論調は、そう言っているのかどうなのか。例えば前の

前の日銀総裁、速水優先生ですね。彼はクリスマスチャンで、今、私の大学の国際金融研究室の室長という形で、いろいろ勉強会で御一緒させていただいております。彼は、日経が好きとは思えないんですが、ITバブルの崩壊で、彼はゼロ金利を撤廃したわけです。そうすると、「ゼロ金利にしたのに、また撤廃した。けしからん」。これが一番腹が立つのでしょうか。つまり、その批判はどういう批判かというと、「おまえは、神様のようにすべて物事が起こることを全部予測して対応しろ」ということを要求しているわけです。あの当時ITバブルが崩壊して大変なことになるなんていうことは、ほとんどだれも予想してない。予想してないから機動的な金融政策で、ゼロにして、またそれを解除したり、〇・二五%にして、またそれをゼロにする。それが金融政策である。当たり前のことなんです。

ところが、なぜか経済実態、そういうイベント、そういう経済的な出来事に合わせて金利を上下すると、「一度下げたのに、また上げてけしからん。また上げたのに、また下げてけしからん」という批判が出る。これは「神様のようにすべて見通して判断しろ」と要求しているに等しいわけです。そんなことできつこないわけで、このサブプライムの問題も、この当時、確かに一部過熱だというのはありますし、どこまでそれを引きずったかという問題がありますけれども、当初サブプライムローンというのは、ブッシュ大統領も演説の中で評価していたように、所得の低い人も住宅価格の上昇で住宅ローンの恩恵にあずかって、アメリカンドリームの一つである家を持てるチャンスである。大変すばらしいシステムだとみんな思っている、これだけの市場ができたわけです。

後知恵的に批判するのは勝手なんですけれど

も、私から言わせると、いわゆるサブプライムの問題は、グリーンズパンが愚かではなかったから、これだけ大きい問題になったというのだったら簡単なわけです。だったら、頭のいい立派な議長を探して、それを据えればいいという単なる人の問題になるわけです。

ところが、私はそうではないと。グリーンズパンみたいな、あれだけ優秀なFRBの議長にしても、やはりサブプライムの問題というのは抑え切れなかった。それぐらい金融市場というのはいろんなことが起きて、それをすべて見通して、すべて問題点を、あらかじめモグラたたきのようにたたいておくなんていうのは不可能に近い。ですから、ある意味では、こういう混乱が起きるのは当然のことであって、その混乱をいかに少なくコントロールできる。そもそもそういうふうにしておくべきなのかという、マーケットデザインの問題

が今問われているのではないのかというふうには私
は思います。じゃ、それはどんなのかというの
は、また皆さんに一〇年後でもお会いして、提示
したいと思います。

一応ここまでということに。(拍手)

若林常務理事 柴田先生、大変ありがとうございます。
ました。

それでは、若干お時間もいただいているように
ございますので、ここで皆様方から御質問、御意
見がございましたらお受けしたいと思います、
いかがでございますようか。

質問者 これは少し本題から離れてしまいますけ
れども、せっかくの機会ですので、今のこの状況
を、この前下院で可決されましたけれども、引き
続きこういう状況にある。最終的には、個別の金
融機関に資本不足を補う算段を公的資金でやらな

ければ、らちがあかない。日本で起きたものも、
すべて徹底的な引き当てをさせて、そこから発生
した資本不足に、おおまか一兆円ずつを投入し
た。こういう状況ですけれども、ヨーロッパまで
飛び火して、これからそういう各金融機関の傷ん
でいる割合を算定して、そこに資本を投入してい
くというような算段が、見通しを含めてなかなか
よくわかりにくい。

今の金融問題がどういうところの順番から収束
していくのか。一言で言う、こういうことをお
伺いしたいわけなのですけれども、混乱している
中で、どこから手をつけて収束するのか。先生のお
考えなりをお聞かせいただければと思います。

柴田 これも全くの思いつきであれなんですけれ
ども、私は楽観派です。楽観の根拠は、会計基準
の問題が大きいんじゃないか。つまり、サブプラ
イムローンもかなり焦げついているといえ、八割

の人はちゃんと払っている。「八割の人がちゃんと払っている」という言い方は変ですが、二割の人が払っていないのが大変だという話なんですが、そういう意味で、实体经济は金融に足を引っ張られているわけではありません。ということは、この会計原則によつて、見かけよりもかなり悪く出ているのではないか。

下院は選挙が近づいて、同じ一月の選挙ということもあり、ああいう形でもめましたけれども、これをきちんと対応すれば、それほど实体经济というか、健全な金融機関もかなり生き残っていますし、今は見かけ以上に悪く思われているのではないかとことで、きちんと公的な対応ができて市場心理がおさまれば、かなり復活は早いのではないかというふうに、私自身樂觀しております。

ですから、今回できた法案の、特に私が注目しているのは会計基準、そこが一体どんなふうに適用されるのか。FRB、SECが、これをどういうふうに適用してやっていくのかというところが、公的資金の投入はもちろん大事ですし、直接的な資本投下もどうするかという問題もありますけれども、私はこの会計基準がどう運用されるかというところに注目して、そこからうまく対応できれば、一般に言われている金治三年という方もおられますけれども、私はもっと早く回復できる可能性は大きいのではないか、そういうように考えています。

若林常務理事 よろしゅうございますか。ほかにございませんでしょうか。

質問者 御報告大変勉強になりました。ありがとうございます。

一つ御質問申し上げたいんですけれども、ちょ

うど御報告のA4のレジュメの三ページのところ
で、レポ市場を、流動性の高い、逃げ足の速いよ
うな資金が集まっているような市場を使ったこと
によって、土台が揺らいだとかそういうことが
あって、今後は、もしかしたらこの手のレポ市場
の活用を抑えさせるかもしれない、そういう方向
に行くかもしれないというような御言及をなされ
ておられたと思うのですけれども、この点につい
て、実際レポ市場を使えなくなった場合に、証券
会社はビジネスできるのかどうか疑問でして、そ
の辺について、規制的な局面もそうですし、実務
的な点からでも御教示いただければ幸いです。

柴田 レポ市場そのものを否定しているわけでは
なく、非常に効率的な資金調達市場だと思いま
す。ただ、バンキング・アクティビティーズを出
口というか、そちらでやっている大手のモルガン
スタンレーとかゴールドマン・サックスみたいな

ところは、本当にレポ市場だけをファンディング
として業務をやっているのかどうなのかという問
題だと思うんですね。ですから、レポ市場そのも
のは大変有力な資金調達市場で、これをなくすと
か、少なくなるというふうには考えていない。た
だ、そういう特殊な立場にあるインベストメント
バンクに関しては、デポジットという安定した資
金源も持てるような政策的な対応をとるというこ
とだと思っています。

若林常務理事 よろしゅうございますか。ほかに
ございませんでしょうか。

それでは、時間も参りましたので、本日の講演
会はこれで閉会とさせていただきますと思います。
す。

柴田先生、どうもありがとうございました。

(拍手)

(この講演は、平成二〇年十月六日に開催されました。)

(しばた たけお・日本証券経済研究所客員研究員)
聖学院大学 教授

柴 田 武 男 氏

略 歴

専攻 金融市場論

東京大学大学院経済学研究科第二種博士課程満期退学

財団法人 日本証券経済研究所主任研究員を経て、

現在 聖学院大学政治経済学部教授政治経済学科長

論文等

「金融政策は有効か - 両建て経済論からの疑問」『証券レビュー』第45巻第1号、
財団法人日本証券経済研究所、2005.01。

「証券セミナー」レジュメ

過去の証券会社の破綻に際して救済策が実施されることがなかったアメリカにおいて、今回、ベアスターズに対しては、“too complicated to fail”という理由から救済策が講ぜられるようになった経緯や論理について、過去の事例（ドレクセル・バーナム社など）との比較分析を通じて、金融市場の変化と救済策の解明に焦点を当てる。

テーマ 「ベアスターズ救済の論理、too complicated to failとは」
講師 当研究所客員研究員・聖学院大学教授 柴田 武男
日時 平成20年10月6日（月） 午後3時10分～4時30分
場所 東京証券会館9階

I. 銀行救済の原則とは・・・元 FDIC 議長の証言

『銀行 破綻から緊急救済へ―連邦預金保険公社理事会・元議長の証言 』

アービン・H. スプレーグ（著）、高木 仁（翻訳）、立脇 和夫（翻訳）、柴田 武男（翻訳）、佐々木 仁（翻訳）、戸田 壮一（翻訳）1988年1月。

II. ドレクセル・バーナム社の経営破綻と当時の金融状況

III. ベアスターズ救済の論理

① Testimony Chairman Ben S. Bernanke

Developments in the financial markets Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate , April 3, 2008

It was in this context of intensifying financial strains that, on March 13, Bear Stearns advised the Federal Reserve and other government agencies that its liquidity position had significantly deteriorated and that it would have to file for bankruptcy the next day unless alternative sources of funds became available.

Our financial system is extremely complex and interconnected, and Bear Stearns participated extensively in a range of critical markets. The sudden failure of Bear Stearns likely would have led to a chaotic unwinding of positions in those markets and could have severely shaken confidence. The company's failure could also have cast doubt on the financial positions of some of Bear Stearns' thousands of counterparties and perhaps of companies with similar businesses. Given the exceptional pressures on the global economy and financial system, the damage caused by a default by Bear Stearns could have been severe and extremely difficult to contain. Moreover, the adverse impact of a default would not have been confined to the financial system but would have been felt broadly in the real economy through its effects on asset values and credit availability.

To prevent a disorderly failure of Bear Stearns and the unpredictable but likely severe consequences for market functioning and the broader economy, the Federal Reserve, in close consultation with the Treasury Department, agreed to provide funding to Bear Stearns through JPMorgan Chase. Over the following weekend, JPMorgan Chase agreed to purchase Bear Stearns and assumed Bear's financial obligations.

**STATEMENT OF ALAN SCHWARTZ
PRESIDENT AND C.E.O. OF THE BEAR STEARNS COMPANIES, INC.
BEFORE THE U.S. SENATE BANKING COMMITTEE
April 3, 2008**

In sum, before unfounded rumors began circulating in an already precarious credit market, leading to the run on Bear Stearns, the Company had adequate capital and liquidity, and a book value of approximately twelve billion dollars. Facing the dire choice of bankruptcy or a forced sale under exigent circumstances, we salvaged what we could to avoid wiping out our shareholders, bondholders, and 14,000 employees.

Jamie Dimon the Chairman and Chief Executive Officer JP Morgan Chase.

- First, JPMorgan would acquire Bear Stearns in a binding stock deal worth \$2 per share to Bear's shareholders
- Second, the Fed would provide the merged company with a \$30 billion nonrecourse loan, collateralized by a pool of Bear Stearns assets valued on Bear Stearns' books at the same amount.
- Third, JPMorgan would provide an unprecedented guaranty on billions of dollars of Bear Stearns trading obligations. This was done to assure the market that it could continue to do business with Bear Stearns and prevent a further run on the bank.

Statement by Timothy F. Geithner

President and Chief Executive Officer, Federal Reserve Bank of New York

The deterioration in the U.S. housing market late in the summer of 2007 precipitated a sharp rise in uncertainty about the value of securitized or structured assets. Demand for these assets contracted dramatically and the securitization market for mortgages and other credit assets stopped working. This, in turn, increased funding pressures for a diverse mix of financial institutions. Uncertainty about the magnitude and the level of losses for financial institutions fueled concern

about credit risk in exposure to those institutions.

Part of the dynamic at work was that banks were forced to provide financing for -or take over - the assets in a range of structured investment vehicles and conduits financed by asset-backed commercial paper. As some investors attempted to liquidate their holdings of these assets, many of the traditional providers of unsecured funding to banks pulled back from their counterparties in anticipation of the potential withdrawals of funds by their own investors.

In addition to these monetary policy and liquidity actions, the Federal Reserve has been working with community groups and housing advocates across the country to help homeowners navigate the complex challenges of higher resets and falling home prices.

Over the past thirty years, we have moved from a bank-dominated financial system to a system in which credit is increasingly extended, securitized and actively traded in a combination of centralized and decentralized markets. In many ways, the business models of banks and non-bank financial institutions - especially large securities firms - have converged, with banks playing a greater agency role in the credit process, and securities firms doing more of the financing.

It is important to understand that investment banks now perform many of the economic functions traditionally associated with commercial banks, and they are also vulnerable to a sudden loss of liquidity. Unlike commercial banks, which rely significantly on deposits for funding, investment banks operate according to a business model in which they fund large portions of their balance sheets on a secured, short-term basis in what is known as the repo market.'

IV. ベアスターズ救済の論理をどう読み解くか・・・これは証券会社の救済か

小竹 豊治 「運用預り金融と山一証券恐慌」『三田商学研究』慶應義塾大学、Vol.10, No.3(19670930) pp. 17-42。

(3) 証券会社はさらに不特定多数の投資家に対してつぎのように訴える。

運用預り申込書に記名捺印だけして、買った割引債を証券会社に預ければ、その品借料として日歩1厘の支払をうけられる(運用預りが開始された昭和24年11月当時は日歩1銭、その後5厘、3厘、1厘と低下した)。この結果として、割引債を買った投資家の利子収入は、年6.612%となり、運用預りにしない場合の年6.224%よりも0.388%がた有利である。もし毎月1万円ずつ割引金融債を買って7年間つづければ、複利計算でもって元金84万円で額面108万円の割引債の所有者になれる。証券貯蓄のために、「マネー・ビル」のために、わが社の割引金融債の積立投資に入りなさいと。

それで投資家は、6.612%の固定的な利子収入を得るために、買った割引金融債を「運用預り」にする。

この再建案とにらみ合わせて、日本銀行の上記3行を通しての山一証券への無担保特別融資は、282億円に達した。これは短期借入金約588億円の約47%にあたっている。3行の昭和40年3月末決算によると、貸倒準備金は、富士銀行が約202億円、三菱銀行が約211億円、日本興業銀行が約193億円、合計約605億円が計上されている。厳密にいつて、自己責任をはたすために3行がそれぞれ追加融資を率先して行なったとすれば、日銀の特別融資は必要でなかったといえるかもしれない。しかし3行がこれを自ら実行しないで日銀に依存するにいたったのは、3行の資金ポジションがすでに悪化していたためか、事態が3行の資力の限界を越えて発展するおそれが十分にあったためかであったろう。いずれにしろ、結果においては日銀の特別融資は、全面的な証券恐慌の勃発と信用恐慌への転化を防止する効果をあげたが、この緊急措置は直接的な山一証券と証券市場の救済策であると同時に間接的な大銀行救済策でもあった。^(注9)

V. 結びに代えて・・・

- ①サブプライムローン問題の本質とは
- ②グリーンスパン前議長主犯説は正しいか。

補足資料

I. 銀行救済の原則とは・・・元 FDIC 議長の証言

『銀行 破綻から緊急救済へー連邦預金保険公社理事会・元議長の証言』

1. 不可欠性原理・・・1950 年連邦預金保険法第 13 条(C) 項

破綻の危機に際した銀行が「地域社会に適切な銀行サービスを提供するのに不可欠」と認定すれば、破綻回避の措置を講ずることができる。

① 1971 年ユニティ銀行(ボストン・1140 万ドルの預金・黒人銀行)150 万ドルの劣後債

② 1972 年コモンスウェルス銀行(デトロイト・資産 12 億ドル)3550 万ドルの貸付

③ 1980 年ファースト・ペンシルベニア銀行(フィラデルフィア・資産 90 億ドル・全米 23 位)5 億ドルの民間協調融資(3 億 2500 万ドル負担)

④ 潜在的な緊急救済 ペン・スクエア銀行(オクラホマ・石油とガスの開発事業の貸付債権転売)巨額 pay-off 2 億 1800 万ドルの付保預金 1982 年

⑤ コンチネンタル・イリノイ銀行(1984 年エレクトロニック・トランスファー・ラン)中小銀行約 2100 行が 60 億ドル以上の資金を預託・不良債権 45 億ドルのうち 35 億ドルを FDIC が買い取り。too big to fail

⑥ bailout の原則・・・bailout のコスト < payoff のコスト

「大きく変わった点は何もなかったが、ただ、現在われわれ皆が、少し年を取り、また数字がかなり大きくなっているだけである」訳書 314 頁。

これらは金融機関の救済ではない。付保された預金を政府の約束通り保護したということで、預金者の救済なのである。

II. ドレクセル・バーナム社の経営破綻と当時の金融状況

拙稿「ドレクセル社倒産後のジャンク・ボンド市場」『証券研究』Vol.111 Jan 1995

1988 年 1 月時点で資本金額第五位の大手証券会社ドレクセル社の経営破綻に対する SEC の対応「顧客勘定の数、プライマリーディーラーの資格の有無にかかわらず、特定のブローカーディーラーを倒産させられないという見解は無い。純資産ルールにあった資本基準を満たすか、秩序だった清算をするかである」

1989 年のジャンク・ボンド上位引受業者 (N.Y.Times)	1992 年	1993 年金額ベース
ドレクセルバーナム・・・・・・・・・・	38.3	
シェアソン・リーマン・ハットン・・	9.5	
モルガンスタンレー・・・・・・・・・・	9.1	
メリル・リンチ・・・・・・・・・・	9.1	25.4 24.9
ゴールドマン・サックス・・・・・・・・	8.7	14.2 16.1
ファースト・ボストン・・・・・・・・	7.9	
ソロモン・ブラザーズ・・・・・・・・	5.9	6.1 6.8

ジャンク・ボンドに傾斜した特殊な証券会社が支配する市場から、大手の証券会社が有力な業務として関わる市場へと生まれ変わった。

Lehman Brothers はなぜ見捨てられたのか。

Chairman Ben S. Bernanke U.S. financial markets Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate September 23, 2008

Chairman Bernanke presented identical testimony before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, on September 24, 2008

In the cases of Fannie Mae and Freddie Mac, however, capital raises of sufficient size appeared infeasible and the size and government-sponsored status of the two companies precluded a merger with or acquisition by another company. To avoid unacceptably large dislocations in the financial sector, the housing market, and the economy as a whole, the Federal Housing Finance Agency (FHFA) placed Fannie Mae and Freddie Mac into conservatorship, and the Treasury used its authority, granted by the Congress in July, to make available financial support to the two firms. The Federal Reserve, with which FHFA consulted on the conservatorship decision as specified in the July legislation, supported these steps as necessary and appropriate.

We have seen benefits of this action in the form of lower mortgage rates, which should help the housing market. → **too big to fail**

The Federal Reserve and the Treasury attempted to identify private-sector approaches to avoid the imminent failures of AIG and Lehman Brothers, but none was forthcoming.

In the case of AIG, the Federal Reserve, with the support of the Treasury, provided an emergency credit line to facilitate an orderly resolution. The Federal Reserve took this action because it judged that, in light of the prevailing market conditions and the size and composition of AIG's obligations, a disorderly failure of AIG would have severely threatened global financial stability and, consequently, the performance of the U.S. economy. To mitigate concerns that this action would exacerbate moral hazard and encourage inappropriate risk-taking in the future, the Federal Reserve ensured that the terms of the credit extended to AIG imposed significant costs and constraints on the firm's owners, managers, and creditors. The chief executive officer has been replaced. The collateral for the loan is the company itself, together with its subsidiaries.¹ (Insurance policyholders and holders of AIG investment products are, however, fully protected.)

Interest will accrue on the outstanding balance of the loan at a rate of three-month Libor plus 850 basis points, implying a current interest rate over 11 percent. In addition, the U.S. government will receive equity participation rights corresponding to a 79.9 percent equity interest in AIG and has the right to veto the payment of dividends to common and preferred shareholders, among other things. → **too big to fail**

In the case of Lehman Brothers, a major investment bank, the Federal Reserve and the Treasury declined to commit public funds to support the institution. The failure of Lehman posed risks. But the troubles at Lehman had been well known for some time, and investors clearly recognized--as evidenced, for example, by the high cost of insuring Lehman's debt in the market for credit default swaps--that the failure of the firm was a significant possibility. Thus, we judged that investors and counterparties had had time to take precautionary measures.

V. 結びに代えて・・・

1. サブプライムローン問題の本質とは

案外理解されていないサブプライムローン問題

The Compass サブプライムローンと「裸の王様」ー 価値のないものを信じた金融資本主義 大澤真幸 08/09/27 週刊東洋経済

「たとえば、サブプライムローンは、もともと低所得者のローンの返済金を元にした証券なのだから、リスクが高く、いつでも無価値になりうることを、本当はどの人もよく知っている(王様が本当は裸であると誰もが知っていたのと同じように)。」

正しくは

「サブプライムローンに頼らざるを得ないような信用力のない人たち向けには、こういうセールストークが展開されていた。」「とにかく家を買いましょう。これだけ住宅価格が上がっているから、住宅を2年間持っていれば、住宅価格は20%くらい上がる。20%上がれば、その住宅の持ち分の2割はあなたのものだ。家全体の持ち分の2割を持っていれば、あなたの信用力は十分だから、その時点でプライムに乗り換えればいい。それまでの間は優遇金利をつけましょう」と。これで皆が住宅を買ってしまったのである。」

リチャード・クー氏 野村総合研究所 主席研究員

<http://bizplus.nikkei.co.jp/colm/koo.cfm?i=20080825d8000d8&p=2>

住宅ローンは個人に巨額な貸付金を長期に貸し出すという本来リスクの高いものであり、毎月の収入という比較的安定したインカムゲインで返済すべきものを、住宅の価格上昇という不確実なキャピタルゲインを返済の源泉としたことに問題が。さらに、こうした住宅価格の上昇という不確実性を仕組み債の中に分散させることを金融工学のテクニックとしたこと。それをやりすぎた。

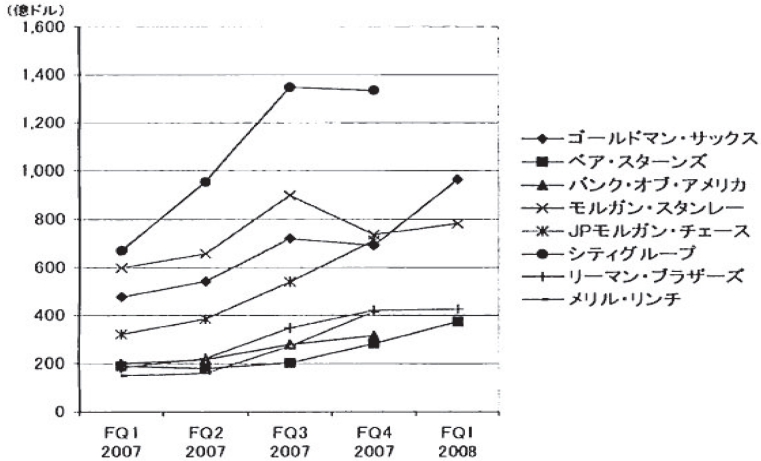
リチャード・ビットナー、『サブプライムを売った男』ダイヤモンド社、2008/07

- ① 1980年のDIDMCにより手数料の高いサブプライム事業が可能に。
- ② 1982年のAMPTAによりARMやバルーン方式が可能に。
- ③ 1986年の税制改革で住宅ローン控除が認められて、税制的に有利に。
- ④ 1993年頃からセカンダリーマーケットの誕生。
- ⑤ これによって、顧客ニーズではなくウォール街からのニーズでローンを。

2. 時価評価信仰による混乱・・・

米国の大手金融機関はSFAS157号、SFAS159号とも2007年度からの早期適用を行ったため、2007年中の四半期決算から投資家はレベル1、レベル2、レベル3といった見慣れない開示項目を目にするようになった。そこへきてクレジット市場における取引の急減で、多くの金融機関が資産の分類レベルを大きく変更させる事態が生じた。特に第3四半期にはレベル3資産が3割以上増加する機関が続出し、投資家の間に動揺が広がった(図表2

図表 2 米国大手投資銀行のレベル3資産の推移



時価。
 ●アクティブな市場がある資産(レベル1)については市場価格を利用。
 ●当該資産についてはアクティブな市場が無いが、類似の資産についてアクティブな市場があるもの(レベル2)については、類似資産の市場価格を参考にして評価。
 ●当該資産についても類似資産についてもアクティブな市場がないもの(レベル3)については、評価モデル等を利用して評価。

井上武「サブプライム問題を機に高まる時価会計をめぐる議論」『資本市場クォーターリー』2008 Vol.12-1 Summer 48-49 頁。

○時価会計によってその値段で売りたいなくても損失を認識しなければならない。
 ○帳簿上の損失によって投資家からの信頼を失い、不利な市場環境で資金調達しなければならない。

②グリーンスパン前議長主犯説は正しいか

FRBは94年に住宅ローンを監督する権限を与えられたが、グリーンスパンはあらゆる規制を先送りし続けた。事態が深刻になりはじめていた05年4月でさえ、サブプライムローンは公益にかなうだろうと語り、政府の介入は必要ないとした。

定評ある市場感覚で「神様」ともてはやされたグリーンスパンに対し、多くの人が、金融緩和が住宅ローンバブルを加速させた責任を問う。しかしほかに大きな問題は、彼が「最小限の規制」を信奉したことだ。