

「国際金融危機と Too-Big-To-Fail 問題」

高田太久吉

「我々が解決を迫られている決定的に重要な問題は、Too Big to Fail 問題である」(グリーンズパン FRB 前議長、2009 年 10 月の講演)

「もしも今回の危機が一つの教訓を与えるとすれば、それは、Too Big To Fail 問題は解決されなければならないということである」(バーナンキ FRB 議長、金融危機調査委員会での証言)

「銀行セクターに対して世界中で提供された莫大な支援は、おそらく歴史上最大のモラルハザードを生み出した」(キング・イングランド銀行総裁、2009 年 10 月 20 日のスピーチ)

はじめに

今回の金融危機は、金融市場の規制監督をめぐる複雑な問題の一つとしてかねてより議論のあった「Too-Big-To-Fail(政府監督機関は大規模な金融機関を破綻させられない)」問題を、今後の金融制度改革の大きな焦点に浮かび上がらせた。

とくに金融危機の震源地となったアメリカでは、2008 年 3 月のベア・スターンズの危機、さらに同年 9 月のリーマン・ブラザーズの破綻を契機に、大手銀行の資金繰りを支えてきたレポ市場および金融 C P 市場が梗塞状態に陥り、これを放置すればすでに崩壊状態にある仕組み証券市場が完全に崩壊し、この市場に大きく依存している大手銀行のオフバランス・ビークルの破綻から莫大な追加損失が発生する可能性があった。このために、アメリカ政府は議会に対して 7000 億ドル規模の銀行救済プログラム(TARP)の承認を求める一方、財務省と FRB は、相次いで大手銀行への流動性供給、不良資産の買い取りおよび保証などを実施した。また、FRB は、従来「最後の貸し手機能」を提供しなかったプライマリー・ディーラー(大手投資銀行)や MMMF などの「シャドーバンキング」セクターに対しても、流動性を供給する方策を実施した。

(注) イングランド銀行理事の Haldene は、今回の金融危機で英国と米国の政府と中央銀行の介入による銀行支援の総額を 14 兆ドル(世界の GDP の約 4 分の 1 に相当)と見積もっている。このうち、米国は 10.48 兆ドル(政府保証を含む、GDP の 73%)、英国は 1.71 兆ドル(同 74%)となっている。

詳細は、Haldene & Alessandri,(2009)を参照。

破綻に瀕した金融機関を政府・監督機関が救済するということは今回が最初ではない。しかし、今回の金融危機に際しては、米国政府・監督機関の対応が、前例のない規模とやり方での財政支出や中央銀行信用の提供をともなった。このため、過大なリスク取り入れによって破綻に瀕した大規模金融機関を政府・監督機関が救済する政策(以下 TBTF 政策と略記)ただし、これをめぐる一連の問題は TBTF 問題と表記)の是正、あるいはこうし

た事態を今後引き起こさないための効果的な方策をめぐる議論が、かつてなく活発化したのは当然の成り行きであった。

2010年7月に成立したいわゆるオバマ金融制度改革（ドッド＝フランク法）をめぐる米国議会の審議過程でも、TBTF問題は、最重要な課題として位置づけられ、公聴会等でもその検討に多くの時間が当てられた。しかし、TBTF問題を改善する方策については専門家の意見は多様で、各国金融制度の違いもあって、米国とEU諸国の間では、見解の相違が表面化しており（Goldstein & Véron, 2011）、国際的な調整は困難な状態である。また効果的な方策を実施した場合に大手金融機関の業務に加えられる制約などをめぐって金融界からの反発も強く、今回のドッド＝フランク法では、結果的に自己勘定取引やファンドとの取引に対する制限条項、大規模金融機関の集中制限に関する条項などが盛り込まれたが、それらの運用細目の策定は監督機関にゆだねられており、最終的に今回の改正がTBTF問題の効果的かつ永続的な改善につながると考える専門家は多くない（Acharya et al, (ed) 2011）。

本稿では、このような現状を念頭に置いて、今回の金融危機で浮かび上がったTBTF問題に改めて焦点をあて、(1)TBTF政策をめぐる歴史的経緯、(2)今回の金融危機を契機とするTBTF問題をめぐる議論の経緯 (3) TBTF政策のジレンマとこれが容易に解決されない背景、(4)TBTF問題の改善あるいは解決のための可能な選択肢について検討する。

I Too-Big-To-Fail 問題をめぐる歴史的経緯

(1) 米国におけるTBTF問題の歴史

TBTF問題は、金融業の規制監督、金融システム自体のリスク（システムミック・リスク）の制御、および一般的に金融市場の効率性評価などの観点からも深刻なジレンマを含む複雑な問題であり、米国では80年代以降、長い論争の経緯がある。日本でも1990年代バブル崩壊後の金融危機に際して大規模な銀行救済策が実施されたが、これをめぐる議論はもっぱら国会での議論が中心で、学界レベルでは継続的な検討がなされてこなかった。（米田貢（2007）415頁）。イングランド銀行理事のHaldeneは、金融システムのリスクに関わる議論は1930年代の大不況以来行われてきたが、現代のシステムミック・リスクに関する議論はやっと緒に就いたばかりであると指摘している（Haldene, A.(2010) p. 2）。

(a) Too-Big-To-Fail 政策の起源

戦後のアメリカで最初に本格的な大規模銀行破綻が発生したのは、1980年ファースト・ペンシルベニア銀行の破綻であった。同行は、1782年設立で破産当時の総資産92億ドル、ペンシルベニア州最大の銀行であったが、安定的な預金よりも短期金融市場での資金調達に依存して長期債券に投資していた。このために、1979年のいわゆるヴォルカーショックのあおりで短期金利が急上昇すると、資金切りに行き詰ったのである。金利上昇で銀行セクター全体の不安定性が高まっているという懸念から、FRBは同行に5億ドルの救済資金を提供し、合わせて10億ドルのクレジットラインを設定するとともに、民間銀行にも協

力を呼びかけた。こうした意味では、この事件はその後のTBTF政策の原型となるものであった。

しかし、多くの研究者は、1984年に発生したコンチネンタル・イリノイ銀行（総資産470億ドルで当時全米7位）の破綻処理（最終的にFDICの負担は11億ドル）が、TBTF政策を当局が明言した最初の歴史的事例であったと考えている。その理由は、その同行の破綻処理にあたって、コノバーOCC長官（当時）が、議会に対する破綻処理の説明の中で、当時11行の大規模で国際業務に従事する銀行組織が同様に救済の対象となりうるTBTF銀行であると証言したことであった。

その後、1980年代後半期の不動産バブルとその崩壊、これに伴う銀行危機の過程で1990年に発生した、ニューイングランド地域の大手地方銀行バンク・オブ・ニューイングランド(BNE, 総資産300億ドル)の破綻処理が、先のコノバー長官の証言を事実で裏付ける形となった。その処理にあたって、OCCは三つのブリッジバンクを設立し、すべての預金を保護したうえで、最終的に1991年、同行をフリート・ノースター・ファイナンシャルグループに売却した。

この、BNE処理および80年代後半期に発生した貯蓄貸付組合(S&L)の大量倒産とこれに伴う破綻処理のための巨額財政資金の投入、テキサス州における複数大規模銀行の倒産、などを背景に、預金保険制度の改革と併せて、TBTF政策の是非をめぐる論争が活発化した。

TBTF政策に対して厳しい批判を展開したのは、Shadow Financial Regulatory Committeeと称する専門家グループ(G.Kaufman, E.Kane, G.Benstonなどを中心に12人の専門家が1985年に結成。詳細は、Kaufman, G. (1990). pp.13-17を参照)であった。彼らは、この一連の金融危機と預金保険制度の事実上の破綻の原因を、個別銀行のリスクを反映しない一律保険料制度が引き起こす金融機関および預金者双方のモラルハザードであると指摘した。その上で、①TBTF政策を理由とする預金保証の禁止、②市場リスクを念頭に入れた新しいリスク評価基準の導入、③自己資本比率を基準とする早期是正措置導入、を骨子とする預金保険制度改革案を提案した。その後、預金保険制度改革をめぐる議会の審議では、かれらの主張が大きな影響力を発揮し、1991年に成立した連邦預金保険公社改善法(FDICIA)には以下の制度変更が盛り込まれた。

- ①銀行破綻処理における「最小費用原則」の選択義務（ただし具体的な実施手続きを定めた例外規定を残した）
- ②自己資本比率の低下に対する早期是正措置
- ③自己資本比率未達銀行に対する「最後の貸し手機能」提供の制限
- ④システミック・リスク防止のための銀行間（コルレス取引を含む）取引制限他

FDICIAの成立を推進した前記の人々は、FDICIAはその後の銀行経営の健全化に大きく貢献したと主張し、その具体的な効果としては以下の点を挙げている。

- ①米銀の自己資本比率改善

②預金保険対象外預金の保護事例が破綻件数ベースで 50%以下に低下

③大規模銀行の破綻例 (TBTF を理由とする救済) がなくなった

(註) 以上の経過については、Hetzl,R.L., (1991) pp.3-14, 拙稿(1999)を参照。また、FDIC の銀行破綻処理については、FDIC,(1998)が詳細。

(b) Too-Big-To-Fail 政策をめぐる論争

前述のように、FDICIA は大規模銀行を含む銀行破綻の処理に際して政府・金融当局が採用できる処理方法に一定の制約を加え、その制約を順守できない場合の特別な措置に関して厳しい手続き上の規定を定めた。しかし、金融専門家の間では、これによってTBTF問題が基本的に除去されたと考える人は、むしろ少数であった。

いうまでもなく、現代の政府・監督機関がTBTF問題から解放されていないと考えている実務家(代表的には後述のヴォルカー元FRB議長、H. カウフマンなど)や専門家の多くは、TBTF政策を望ましい政策と信じているわけではない。それどころか、それは現行の金融監督体制の不備を引き起こす「必要悪」であり、永久に容認されるべきではないと考えられている。しかし、現状では主要国の政府・監督機関は大規模で複雑な機構をもつ金融機関が破綻した場合にそれらを秩序だてて清算するのに必要な法的権限、方法と手段、実施体制を持っているわけではない。そのために、実際に大規模金融機関の破綻が差し迫った場合には、政府・監督機関の介入と多かれ少なかれ財政負担を伴う公的救済なしに、金融制度を甚大な混乱あるいは最悪の場合には完全な崩壊から救い出すことができないと認識しているのである。

TBTF政策、言い換えれば「一定規模以上の大きな銀行が破綻した場合に、金融システムや当該地域経済に甚大な影響が及ぶのを回避するために、当該銀行を何らかの方法で救済するか、あるいは銀行自体は救済しない場合にも、預金者および債権者を保護する公的措置を実施すべき合理的理由がある」とする考え(当然のことであるが、監督機関関係者は伝統的にこの立場が多い)は、これまでつぎのような論拠によって正当化されてきた。

- ①大規模銀行の破綻が引き起こす金融システムと決済システムに大きな混乱(システムミック・リスク)とそれがもたらす莫大な社会的コストを回避する必要
- ②大規模で多角化した巨大銀行の破綻がもたらす損失、混乱をタイムリーに予測することの困難性(とりあえず、救済せざるとえない)
- ③破綻に瀕した大規模銀行を、預金保護なしに長期間放置して破綻処理に必要な検査や手続きを進める時間的余裕はない(預金流出による破綻、合併の受け皿が直ちに見つからない問題)
- ④膨大な数の預金者、コルレス先などから資金調達している大規模銀行を清算して、ペイオフ処理することの実際的困難。

これに対して、前述のシャドー金融規制委員会を始めとする人々は、次のような根拠によってTBTF政策を批判し、その必要性に疑問を提起してきた。

- ①預金保険制度と「最後の貸し手機能」が確立されていれば、銀行の連鎖倒産や流動性危機によるシステムミック・リスクは発生しない
- ②TBTF 政策は、銀行行政のダブルスタンダードを生み出し、結果として大手銀行と預金者の双方に深刻なモラルハザードを引き起こす
- ③大規模で経営効率の悪い銀行を救済すれば、銀行業の効率性を損なう

これまでの議論を全体として見ると、TBTF 政策は、モラルハザードを始め深刻な外部不経済を伴い、望ましい政策ではないが、実際には廃棄されていないし、銀行業の集中とグローバル化が進んだ現状ではどの国の政府も廃棄できないという見解が多数を占めている。

(注) 例えば、1997年7月、アジア通貨危機の発生を背景にしてG30に提出したレポートの中で、ヴォルカー元FRB議長は、次のように指摘した。

「近年では、多くの政府が、金融の安定性を維持するうえで、自国の銀行制度に流動性を供給し、あるいは資本注入することが必要であるか、望ましいことであると考えている。銀行と他の金融機関との区別が次第にあいまいになり、同時にそれらの国際的性格が顕著になりつつある現在、セーフティネットとそれが金融機関の行動にとって有する意味合いについて再検討が必要になっている」Global Institutions, National Supervision and Systemic Risk, July 1997. また、かつてソロモンブラザーズのアナリストとして名声をはせた H.カウフマンは、その著書で次のようにのべている。

「巨大な包囲型金融機関は急速に金融の舞台に登場してきている。シティコープ——おそらく最も目立つ金融機関——は、その傘下に銀行、保険会社、投資銀行関連会社、金融会社がある。そのような機関がもっと多く組織されるほど、「大きすぎて潰せない」ということが多くなる」(Kaufman, H. 2000, 邦訳『カウフマンの証言』(伊豆村訳、東洋経済、2001) p.268.)

このような立場からの包括的な議論としては、Stern, G.H.(1997)および Stern, G.H. & R.J.Feldman,(2004)を参照されたいが、要約的に言えば、この立場は、以下のようなものである。

- ①金融自由化と独占禁止政策の後退によって、かつては考えられなかった大規模で多角化した巨大銀行が成立しており、これらの銀行が実際に破綻に瀕した場合には当局が救済に乗り出す可能性がきわめて高い。
- ②大規模で多角化した銀行は、巨額の資金を預金対象外の資金に依存している。したがってこれらの銀行の破綻に際しては、預金保険制度はセーフティネットとしての機能を果たさない。1998年の上位10社の総資産に対する預金の割合は48%、このうち、国内預金は28%にすぎない(保険対象預金の割合はさらにその一部)。
- ③大規模銀行が破綻した場合には、それが少数であってもFDICの基金が一挙に底をつく危険性が高い。しかも、近年の銀行集中によって、その破綻がFDICの資金枯渇を引き起こす可能性の高い銀行の数は急激に増大している。
- ④大規模銀行は、バランスシートに計上された総資産の20倍から40倍に達する莫大なオフバランス勘定を維持しており、その大半はOTC取引である。オフバランス取引やOTCデリバティブ取引に関する信頼できる情報は非常に少なく、それらの取引スキーム

はきわめて複雑である。そのために、これらの銀行が破綻した場合にオフバランス取引やデリバティブ市場の混乱を通じてどのような問題が金融システムに波及するかを事前に予測することは困難である(なお、こうした議論の紹介と整理については、Wall, L.(1993),pp.1-14 を見られたい)

(c) Too-Big-To-Fail 政策のジレンマ

以上のように、TBTF 政策の是非については、いくつかの見解があるが、いずれの立場に立つにせよ共通に認識されていることは、それが非常に深刻なジレンマをはらんでいるということである。1980 年代以降、主要国は金融自由化を進め、あわせて独占禁止政策の運用緩和を進めてきた。その結果、銀行集中が急激に進み、銀行組織が大規模化すると同時に、その業務分野と地理的拡大が歯止め無く進行した。こうして、かつてのコンチネンタル・イリノイ銀行や BNE とは比較にならない大規模で複雑な銀行組織が数多く成立している。

これらの銀行組織が実際に破綻に瀕した場合、金融当局が手をこまねいて見過ごすと信じている人は、実際にはほとんどいない。ウォール街の関係者の間では、TBTF 政策は、いわば常識であり、銀行の格付け評価、リスクマネジメント、さらには短期金融市場における資金調達コストの設定等の暗黙の前提になっている(Baker & McArthur, 2009)。要するに、金融当局は、1980 年代以降、一方で、民間銀行組織の集中と業務多様化をほとんど手放しで容認しながら、他方で、これらの銀行組織が破綻に瀕すれば中央銀行と財政資金を使って救済する「責任」を引き受けているのである。これは明らかにジレンマである。

T B T F 政策のジレンマはそれだけではない。実際に深刻な金融危機が発生して銀行が破綻すると、破綻した銀行を清算することができないために、政府支援のもとで他の銀行に買収され、その結果ますます銀行集中が進むことになる。破綻した銀行が大規模であればあるほど、その受け皿となる銀行も大規模であり、金融危機の後には超大規模な銀行が成立することになる。これは、TBTF 政策のもう一つの深刻なジレンマである。

T B T F 政策が銀行経営者のリスク取り入れを促進し、銀行経営の健全性を損なう可能性を高めることは多くの専門家によって指摘されているが、これに関連するもう一つの問題は、T B T F 政策の対象となる大規模金融機関に規模の経済性や範囲の経済性が働いていることが検証できないことである。

金融機関の規模の経済性および範囲の経済性をめぐる問題はかねてより専門研究者の大きな関心の的であり、すでに膨大な実証研究が蓄積されている。それらの研究が見出した結果はさまざまであるが、全体として言えば、現在 TBTF 銀行として想定されているような資産規模が 1 兆ドルを超えるような大規模な金融機関が更なる合併や買収で規模と範囲を拡大するのを許容する合理的な理由は存在しないというものである(Wilmarth, A.1995)。ある実証研究によれば、銀行経営者が規模拡大を追求する最大の理由は、効率性改善ではなく、経営者の報酬が一般に機関の規模に比例することである(Berger & Mester, 1997)。

しかも、金融機関の規模が大きくなり、組織が複雑になるにつれて、組織の統合性と効率を確保するための費用が増大するだけでなく、経営者にさえ認識や予想が困難な「隠れたリスク(hidden risks)が増大することは避けがたく、これを考慮に入れないで効率性を議論することはきわめて問題含みといわなければならない(Taleb & Tapiero, 2008)。

II 金融危機を契機とする T B T F 問題をめぐる議論

(1) 金融危機を契機とする T B T F 問題の浮上

アメリカにおける 1930 年改革以来の包括的な金融制度改革を不可避の課題として浮上させたのは、2008 年 3 月のベア・スターンズ破綻とその救済であった。

同社は、傘下の二つのヘッジファンドの破綻(2007 年 7 月)に加え、自ら大きく関与していた仕組み証券市場と信用デリバティブ市場の混乱、格付け会社による格付け見直しの影響を受けて、レポ市場および C P 市場からの資金調達が困難になった。ベア・スターンズ以外にも大手投資銀行の資金繰りが行き詰ることを懸念した F R B は、政府系機関(GSEs)のモーゲッジ担保証券を担保としてプライマリー・ディーラー(大手投資銀行)に融資窓口(TSLF)を開くことを公表した。しかし、それを実施するまでに、さらに 2 週間程度の手続き期間が必要であったが、ベア・スターンズの資金繰りがそれまで維持できる見通しはなかった。このため、同社はかねてからの清算銀行である J P モルガンに救済を求めたが、同行は自身の抱える大きなリスクを理由に救済を拒絶した。ベア・スターンズの資金繰りが完全に行き詰ったという報告を受けて、同社経営陣、財務省、ニューヨーク連銀、J P モルガンが協議した結果、連銀が連邦準備法第 13 条の 3 項(異常かつ窮迫した状況への対応)に基づき、J P モルガンを経由してベア・スターンズに 129 億ドルを融資し、ついで 300 億ドル相当の資産買い上げを行った。さらにその後、J P モルガンに 290 億ドル相当の資金を提供し、損失補てんを約束した上で、同行がベア・スターンズを買収することになった。こうして、ベア・スターンズの破綻とその救済は、F R B に前例のない大規模な救済措置を余儀なくさせたが、その間、同社の旧経営陣は莫大な退職金を手にして同社を去った。

その後、2008 年夏に二つの大規模な政府系住宅公社の経営危機が表面化し、政府がこれを管理下に置く措置が取られた。さらに、かねてから経営危機の風評が流れ、一部ヘッジファンドの株式カラ売り攻撃にさらされていた大手投資銀行リーマン・ブラザーズと最大手保険会社である A I G が相次いで経営危機に陥った。政府・中央銀行は、一方でリーマン・ブラザーズを破綻させながら、本来連邦政府に監督責任のない A I G を数次にわたる莫大な財政資金を拠出して救済する措置をとった。

ベア・スターンズよりも規模の大きいリーマン・ブラザーズは、ベア・スターンズが救済されたこともあって、金融関係者からは当然 T B T F 銀行に該当する金融機関と考えられていた。それにも関わらず同社が破綻したこと、しかも、財務省と連銀が同社の破綻を黙認した理由がその後も明らかにならなかったことから、T B T F 政策に対する米国関係当

局の判断基準が市場参加者にとって不透明になり、金融市場の混乱を拡大する要因になった。また、リーマン・ブラザーズの破綻は、同社の莫大な信用デリバティブ(CDS)取引を介して国際金融市場に広範かつ深刻な混乱を引き起こした。このため、この事件はほぼ同時に発生したグローバルな活動を展開していた巨大保険会社AIGの破綻・救済と相まって、T B T F 政策をめぐる問題がG 2 0など国際的なフォーラムで活発に議論される要因になった。

(注) リーマン・ブラザーズはグループとしては、50 カ国にわたり、2000 社超の法人から構成されており、そのうちの半数は米国外の監督機関の監督を受けていた。同社は、グループ全体のキャッシュフローをニューヨーク本社で一元的に管理すると同時に、これらの関連会社の取引を自由に別の会社の取引に付け替えたり、移転していた。こうした同社の操作は、破綻後の損失補償をめぐる権利関係を不透明にし、訴訟をきわめて複雑にしている(Herring, 2010,p.145)。他方、AIG の主要な取引先(Societe Generale, Goldman Sacks, Deutsche Bank, Barclays, Merrill Lynch, UBS)は、AIG が救済されなかった場合、破綻の余波がもたらす予測不能な損失を別として、それぞれ自己資本の20~77%の損失を被ったと見積られている。このうちドイツ銀行の場合、F R Bから受け取った資金は同行の資本の37%に相当した(Blundell-Wingnal et al, 2009, p.13)。

(2)オバマ政権の改革提案とドッド=フランク法

金融危機への緊急対応と並行して開始された、米国議会における金融制度改革をめぐる議論は、当初から監督体制の強化、金融機関のリスク抑制、経営者報酬制度の見直し、店頭デリバティブの規制、格付け会社の規制、金融消費者保護の強化、ヘッジファンドへの監視強化など多くの項目を含む包括的な制度改革になることが予想されていた。

新大統領に選出されたばかりのオバマ大統領は、T B T F 問題が今後の金融制度改革の最重要な、かつもっとも複雑な課題の一つであることを明確に理解していた。2008年9月、同大統領は金融危機を踏まえた金融制度の包括的な改革を議会に提案するのに先立って、以下の6つの原則を明らかにした。

- (1)政府から借入れをすることのできる金融機関はすべて政府の監督下に置かれる。納税者はウォールストリートが過大なリスクを取らないことを期待するあらゆる権利を有する。
- (2)すべての被規制金融機関の順守すべき要件の見直し、格付け会社およびその有りうべき利益相反の調査、金融機関の株主に対する全面的な情報開示。
- (3)お互いに権限の重複と競合関係をふくんでいるために、大規模で複雑な金融機関を効果的に監視できない監督機関の関係の見直し。
- (4)金融機関が何であるか(免許の種類による機関主義的規制)ではなく、現に行っている業務に即した規制(機能主義的規制)を行う。
- (5)市場操作の疑いのあるトレーディング業務を防止する。監督機関は市場操作を見過ごすことなく監督責任を果たさなければならない、またSECは、市場操作を行ったものを

調査し処罰しなければならない。

(6)今回発生したような金融システムに対するリスクを認知するプロセスを確立する。大統領、議会、および監督機関に対して金融市場の状態とリスクについて助言するための常設の顧問グループが必要である。危機が全面的に顕在化する前にそれを予測しなければならない(Obama's Six Points, USA Today blogs, 2008/09/22)

大統領が提示した上記6つの原則は、全体的に見れば、その経営破綻が金融システムに対して脅威となりうる大規模で複雑な金融機関(Systemically Important Financial Institutions あるいは Large Complex Financial Institutions, 以下それぞれ SIFIs, LCFIs と略記)に対してどのようにして適切な監視を確保し、その過大なリスク取り入れを抑制し、万一破綻した場合に政府救済によらない秩序だった処理を行うべきか、という最大の問題を中心に提起されていたと考えるべきであろう。

その際、同大統領がもっとも重視したのは、SIFIs による過大なリスク取り入れをいかにして防止するかという問題であった。とりわけ、大手銀行が自己勘定取引、ヘッジファンドやプライベート投資ファンドなどとの密接な取引、簿外の投資ビークルを利用した投資などを通じて過大なリスクを取り入れることが、金融機関の経営の安定性と健全性を損ない、結果的に金融システム全体にとって深刻な脅威をもたらすという問題は、もはや放置できない問題であった。

2010年1月21日にホワイトハウスで開催された記者会見で、大統領は経済政策顧問グループ(責任者はヴォルカー元FRB議長)との協議を踏まえ、金融制度改革についての自身の立場を説明した。その中で、同大統領は、今回の経済危機が、金融危機として始まったこと、この危機の主因は、銀行を始めとする金融機関が短期的利益と高額報酬を追いあまり無謀なリスクをとり入れたことであると指摘し、大手金融機関が監督機関の目を逃れてヘッジファンドやエキ्यूイティ・ファンドを運営し、高リスクの投資を行うことを制限する必要性を強調した。

この会見の中で、同大統領は上記の必要性にそった制度改革の基本原則を「ヴォルカー・ルール」と呼んだ。そして、このルールによって、「銀行は今後ヘッジファンド、プライベート・エキ्यूイティ・ファンドを所有し、投資し、そのスポンサーになることを禁止され、顧客へのサービスとは無関係に自己勘定でのトレーディングに従事することも禁止される」と説明した。これに加えて、大統領は、これ以上の銀行集中を防止する措置を盛り込むことを明らかにした。「アメリカ国民は、わずか数社の巨大金融機関で構成される金融システムによってサービスを提供されてはならない。それは、消費者にとって良いことではなく、経済にとって良いことでもない。」(Remarks by the President on Financial Reform, The White House, January 21, 2010.)

(注)オバマ改革におけるヴォルカー・ルールの意義については Crotty et al.(2010)を参照されたい。
なお、この論文は筆者のホームページ <http://www.takuyoshi.sakura.ne.jp> に全文を訳出している。
関心のある方はご覧いただきたい。

オバマ政権が議会に提案した金融制度改革案は、その後複雑な紆余曲折を経て、2010年7月にドッド＝フランク法として成立にこぎつけた。同法は2000ページを超える長大な条文と言われているが、T B T F問題に関連して次の条項が含まれている。

- ①資産規模が500億ドル超の銀行持ち株会社はすべて、より強化された健全性基準が求められる
- ②システム上重要と認定されたノンバンク金融機関は180日以内にF R Bに登録しなければならない
- ③F R Bは、システム上重要な銀行およびノンバンク金融機関に適用する、より高い基準のリスク・ベース自己資本、レバレッジおよび流動性の規準、全般的なリスク管理基準、清算計画、信用エクスポージャー報告、集中制限、早期是正措置について基準を定める
- ④より強化された健全性基準は、米国外の銀行持ち株会社の米国内での活動に対しても適用される。ただし、それが米国外にある本社に対しても適用されるか否かは不明である
- ⑤いくつかの例外と経過期間を別として、いかなる銀行組織も自己勘定取引、ヘッジファンドおよびプライベート・エクイティ・ファンドの所有またはスポンサーを禁止される。システム上重要なノンバンク金融機関はそうした活動を禁止されないが、十分な追加的資本の保持およびこれらの活動に関するその他の量的制限を課せられる（ヴォルカーの第一ルール）
- ⑥いかなる預金保険対象金融機関あるいはシステム上重要なノンバンク金融機関も、合併あるいは買収後の連結負債が全金融機関の10%を超える場合には、他の会社を合併もしくは買収することを禁止される（ヴォルカーの第二ルール）
- ⑦システム上重要なノンバンク金融機関および大規模で広範かつ密接な相互取引関係をもつ(**large, interconnected**)銀行組織は、F R BおよびF D I Cの承認を受けた、迅速かつ秩序だった清算のための計画を準備し、保持しなければならない(**Goldstein & Veron(2011), pp.9-10.**)

（注）ドッド＝フランク法の全体的な紹介と解説については、松尾直彦（2011年）を参照されたい。また、同法の審議過程で議論された主要論点についての専門家による集団的な検討としては、**Acharya et al. ed, (2011)**がある。

これらの条項は、一見したところ大手金融機関のリスク取り入れを厳格に制限しているように見えるが、具体的な運用基準の作成は今後監督機関や議会の検討にゆだねられており、これらがどの程度実効的な制限となるかは未知数である。いずれの条項に関しても、条文には曖昧な表現が残されており、その解釈、運用次第では金融機関が実質的に大きなリスクを取る余地が残されることになる。

（2）システミック・リスクをめぐる国際的議論

国際的な業務を展開する大規模な金融機関の破綻がもたらすシステミック・リスクをめぐる問題は、アメリカを始めとする各国レベルでの議論と並行して、一連のG20金融サミットの間でも活発な議論が重ねられてきた。ここでの議論は、米国で普及したTBTB銀行という概念よりも、「システム上重要な金融機関(SIFIs)」という概念を中心にして議論されてきた。

(注) アメリカでも最近では次第にTBTBsではなく、「システム上重要な金融機関(SIFIs)」という表現がより一般的に使用されるようになってきている。その理由は、金融機関が破綻した場合に予想されるシステム上の影響あるいは混乱は、当該金融機関の資産、預金、株式時価総額などの単純な規模ランキングに必ずしも比例しないためである。しかし、システム上重要な金融機関をどのような基準で認定するかは、きわめて複雑な問題である。この問題についての立ち入った議論としては、Thomson(2009)を見られたい。

リーマンショック直後の2008年11月に開催されたG20ワシントン金融サミットでは、従来進められてきたバーゼル規制（自己資本比率規制あるいはBIS規制）を中心とする銀行規制に加えて、ヘッジファンドなどノンバンクを含めて「システム上重要な金融機関」という基準から金融規制・監督体制の見直しが必要であるとの認識が打ち出された。

さらに、2009年4月のG20ロンドン金融サミットの共同声明は、個別の金融機関、商品、市場の枠組みにとらわれず、マクロ経済上の問題や幅広い市場参加者の行動を視野に入れたマクロ・プルーデンス政策の重要性に注意を喚起し、「ヘッジファンドを含むすべての金融機関、商品、市場に規制と監督をいきわたらせる」必要性が盛り込まれた。

これに関連して、同時に発表された「金融システム強化に関する宣言」では、それまでの金融安定フォーラムを金融安定理事会(FSB)に改組することが合意された。同理事会は、「金融システムに影響を与える脆弱性を評価し、これらに対処するために必要な措置を特定し、監視すること」さらに、「マクロ経済上および金融上のリスクの高まり及びそれに対処するために必要な行動を特定し、国際通貨金融委員会(IMFC)及びG20財務大臣・中央銀行総裁会議に報告するため、IMFと協議すること」がその役割とされた。

ロンドンサミットでは、次回のG20金融サミットまでに各国金融当局が金融機関、市場、商品がシステム上重要であるか否かを評価するためのガイダンスの作成をIMFと新たに設立が合意されたFSBに求めた。このガイダンスは、2009年11月にFSB, IMF, おおぼびBISの連名で発表された(FSB,2009;小立敬,2010a)。

この文書では、システム上の重要性を評価する主要な基準として、①規模（金融サービスの総量）、②代替性（システムの他の構成要素が同じサービスを提供しうる程度）、③相互関連性の三つの基準をあげたうえで、これらを補完する要素としてレバレッジ、流動性リスク、構造上の複雑性、清算・決済システムの整備度合いなどが指摘された。

この提案の含意は、システム上の重要性の評価に関してあらゆる国、あらゆる金融機関に画一的に適用できる基準は存在せず、さまざまな定量分析に加えて相当程度の定性的評価が必要であり、その最終的判断は各国当局に委ねられるべきだということである。

(註) 以上の経緯について詳しくは、淵田康之(2010), また合わせて、Goldstein & Veron(2011)を参照されたい。

2009年9月のG20(ピッツバーグ)では、各国は、以下のような取り組み強化の必要性で合意した。

- ①より高い基準でより良質の資本充足、レバレッジとおそらくはカウンターサイクリカルなリスク吸収の仕組みを含めた新しい資本比率に関するルールを2010年末までに決定し、2012年末までに実施に移す。
- ②流動性リスクの改善された測定と管理の奨励、金融機関のリスク管理基準の強化。
- ③情報開示の強化、簿外ポジションを考慮に入れる。
- ④格付け会社に対する監督を強化、会計基準を統一化。
- ⑤市場の取引慣行および引受基準に対する規制の改善。
- ⑥信用デリバティブ契約の集中清算、および標準化されたOTCデリバティブの取引所取引を2012年末までに完了する。
- ⑦長期的な価値創造と統合的な経営者の報酬基準。透明かつ独立した報酬委員会および処罰権限を有する監督機関によるレビュー。
- ⑧国際的な活動に従事する企業に関わるリスク管理のために、監督当局者グループ(college)を発足、各社ごとの危機対応計画策定、危機介入と緊急時における情報共有のための法的枠組み。
- ⑨さらに、金融機関の破綻が引き起こす混乱とモラルハザードを緩和し、金融機関を効果的に清算するための手段の開発が望ましい。システム上重要な金融機関のための健全性基準は、それらが破綻した場合に予想される費用に照応しなければならない。金融安定理事会は、2010年10月末までに監督強化、追加資本充足、流動性およびその他の健全性要件を提案する(Blundell-Wignall et al, 2009)

2010年6月のトロントサミットでは、金融規制強化に直接関連する事項は、それほど大きく取り上げられなかった。同宣言では、金融危機後の金融制度改革の進展をふまえ、銀行組織の健全性強化に関するこれまでの合意事項を再確認したのにとどまった。また、金融危機に際して各国が実施する対応策は一律ではなく、各国の事情が反映されるべきであるという点でも意見が一致した(The G-20 Toronto Summit Declaration, June 27, 2010)。

前記ピッツバーグサミットの合意事項を引き継いだ2010年11月のソウルサミットでは、「システム上重要な金融機関がもたらすモラルハザードの抑制」と題する報告書(FSB 2010)が採択された。その中には、SIFIsに対して目下検討中のバーゼルⅢで他の金融機関に求められるよりも高い基準での損失負担能力(自己資本あるいは自己資本に転換可能な債務)の保持を求めること、同時に、SIFIsに対しては、明確な使命、独立性、監督手段、権限を有する監督機関による、いっそう集中的で効果的な監督体制を確立する必要があるという提案が盛り込まれた。また、金融安定理事会と各国金融当局は、2011年中期までに、合意された基準にもとづいてグローバルな基準でSIFIsに認定されるべき金融機関のリス

トを作成することが確認された。

また同サミットは、各国は SIFIs を秩序だって清算することのできる手続きと枠組みを持つ必要があるという点、清算に際しては預金者の便益が継承される必要があるという点で合意した。グローバルな SIFIs の清算に関連して難しい問題の一つは、それらの機関の活動が複数の国にまたがっており、関係国の監督権限をどのように調整し、首尾一貫した整理手続きを採用するのかという問題である。この問題をめぐっては、それぞれの金融機関ごとに、その活動範囲を踏まえて、関係国が監督権限を調整し、預金者保護の点でも関係国間で不平等が生じない配慮が必要であると指摘している。

また、かねてより EU 諸国で重視されてきた SIFIs の独自の清算プラン(living will 生前遺言の意)の作成と監督機関への提出の義務付けについても盛り込まれた。これは、監督機関が当該金融機関の健全性と破綻した場合の清算処理に必要な手続きや時間他に関して適宜必要な情報を確保するための措置である。因みに、ドッド=フランク法では、ノンバンク金融機関をふくむ SIFIs は実施可能な清算プランを作成し、FRBおよびFDICの承認を得ることになっている。

(注) このような清算プランには、以下の情報が含まれると想定されている。

- ①清算プロセスが関係すると考えられる業務の範囲
- ②清算のための手順と、それに必要な日時
- ③関係会社間の相互取引関係及び情報システムをふくむ相互依存関係
- ④清算担当機関が必要とする情報を保存するデータの開発および維持のための取り決め
- ⑤重要な情報の所在、およびその操作担当者
- ⑥システム上の問題に関連するすべての活動および関連組織、清算過程でのそれらの活動の取り扱い
- ⑦清算担当機関の活動が取引所、清算機関、証券保管機関、その他重要なインフラ機構に及ぼす影響
- ⑧なお、清算計画は、もしも合併・買収あるいは組織の複雑性を高める変更があった場合には毎年あるいはさらに頻繁に見直される必要がある

なお、2011年のG20サミットは、11月3～4日にフランスのカヌで開催が予定されている。

III Too-Big-To-Fail 問題克服の障害

以上のように、今回の金融危機を背景にしてTBTf問題(あるいはSIFIs問題)の重大性が改めて浮き彫りにされ、監督機関と金融専門家の多くがその重大性を再認識したと思われるにも関わらず、この問題の有効な解決策については、政府・監督機関も専門家も依然として共通の理解に達することができないままである。

TBTf問題が、やっかいな問題であることは間違いないが、これだけの議論を重ねながらも明確な解決の糸口がつかめない理由として、(1)TBTf問題および金融危機についての専門家の認識上の問題、(2)金融機関の破綻処理を困難にする法的、実務的な問題、(3)SIFIの膨大な関係会社、それらの連結会計制度上の問題を含め、組織の全体を短期間で

把握することの困難、等が浮かび上がっている。

(1) 監督機関と経済学者の認識上の問題

これまで監督機関と経済学者が TBTF 問題を軽視してきた背景として、これらの人々に共通な以下のような認識上の特徴を指摘することができる。

①金融危機の核心を「流動性危機」としてとらえる考え方

一部の金融専門家は、大規模銀行の破綻が引き起こす最大の問題は、連鎖的な決済不能（銀行間取引に典型的に現れる流動性危機）であると考えている。彼らによれば、流動性危機は一過的な問題で、時間が立てば銀行セクターから流出した資金が再び銀行セクターに流入することで解決する。中央銀行は、その経過期間中に最後の貸し手機能を活用し、流動性を補給すればよい。

（注）この議論は、シャドー金融規制委員会の共同議長であり、シカゴ学派を代表する金融論専門家の一人である G.Kaufman(1989; 2003)に典型的に現れている。2007 年夏のサブプライム問題発生以来、アメリカ政府と各国通貨当局が実施してきた対応策の基軸は「流動性供給」による銀行間取引の正常化であった。2008 年秋以降、この対応策の不適切性が明らかになり、銀行への直接的な資本注入と部分的国有化が実施されるようになってきている。問題は流動性消失ではなく、自己資本の消失（solvency 問題）である。また、現実の金融危機に際しては、多くの場合、流動性リスクと solvency 問題とは密接に絡み合って発現する。

②市場は効率的で、銀行のリスクは、劣後債などのリスクプレミアムに反映され、銀行による過度のリスク取り入れは、政府の介入に依らなくても、市場規律によって制御可能であるという市場信仰。このような市場機能への強い信頼は、現代金融論の一般的傾向である。ここから、システムック・リスクおよび TBTF 問題を過度に深刻に考える必要はないという楽観論が成立する。

（注）このような見解を代表する論者としては、F.S.Mishkin（2006）がある。これは、今回の金融危機発生のわずか半年前の論文である。

③洗練された金融政策運営によって、1980 年代以降、景気変動が長期的かつ大幅に緩和され、TBTF 政策を必要とする深刻な景気後退や金融危機は今後発生しないという楽観論

（注）代表的な言説として、Bernanke B.S. (2004)がある。また、Greenspan 前 F R B 議長を先頭とする米国通貨当局の怠慢(バブルは実際に崩壊するまで認識できないという Greenspan の証言)と責任（かれは、その後、市場が政府よりも賢明であるという考えが誤りであったことを認めている）については、Kaufman ,H. (2007),を参照。ただし、Great Moderation というフレーズを誰が最初に使用したのかについては、筆者は詳らかにしない。Greenspan から Bernanke に継承された、金融政策のスタンスに対するポストケインジアン（特に H.Minsky の金融不安定性論を継承する系譜）の批判については、The Levy Economic Institute のグループ(R.Wray,他)が有益なワーキングペーパーを多数公表しているので参照してほしい

④大手金融機関やヘッジファンドのリスクマネジメントに対する過大評価

金融証券化、デリバティブ取引拡大を背景に、従来の信用リスクよりもむしろ市場リ

スクが重要になり、市場リスク評価の一般的手法として Value at Risk(VAR)とよばれる手法が普及した。現行の BIS 規制では、大手銀行に内部基準でのリスク評価を容認し、格付け会社の格付けをリスクウェイト基準として採用することを認めている。これは、大手銀行と格付け会社が政府・監督機関よりもよりよくリスクを評価・管理できるという根拠の無い楽観論に依拠している。この結果、B I S 規制は実質的に大手銀行のリスク管理モデルと格付け制度に依存するようになり、公的規制としての性格を希薄化させている。

現実には、VAR は、たとえ厳密なストレステストを行っていても、システミック・リスクが懸念される局面での市場リスク評価手法としては利用価値が低いことが判明した。その主要な理由は、確率分布を評価するデータが短期的で評価方法が不適切、金融市場の構造変化と市場間の複雑な相互関係の捨象、金融機関が晒される競争圧力の軽視、その他である。ただし、大手銀行のリスクマネジメントの脆弱性は、VAR をベースとするリスク評価手法の問題だけではなく、組織内のリスク管理体制や投資銀行化 (Originate & Distribute, 組成販売モデル) 戦略自体にも潜んでいたことが指摘されている。

(注) 各国監督機関による銀行のリスクマネジメントの現状に関する調査レポートとしては、Senior Supervisors Group, (2008)を参照。なお、ヨーロッパ最大の金融コングロマリット UBS のリスクマネジメントの実態についてのスイス連邦銀行委員会の調査 (Eigenössische Bankenkommission, (2008a)および、同(2008b))が興味深い情報を提供している。これによれば、UBS では従業員 22000 人のうち、3400 人がリスク管理を担当していたと記されている。この人々は何を「管理」していたのか? なお、グラス＝スティーガル法撤廃による大手銀行のユニバーサルバンク化がもたらすリスク増大の危険性については、Willmarth A. (2002)が必読文献。あわせて、拙稿(1997)を参照。また、サブプライム問題と G=S 法の関連については、Willmarth(2008)および D. Moss(2009)を参照。

⑤時価会計主義と結合された BIS 規制の景気増幅作用に対する過小評価

BIS の自己資本比率規制は、バブル期における資産拡張とバブル崩壊期における資産収縮のサイクルに対して大きな増幅作用をもつ。さらに、大手銀行の保有する有価証券に対する時価会計適用は、その増幅作用を倍化させる。その結果、大規模で巨額の有価証券を保有し、同時に大きなレバレッジを利用している大規模投資銀行では、資産価格の変動がバランスシートの大幅な伸縮を引き起こし、結果的に大きな景気増幅作用をもつ。この問題はかねてから指摘されていたが、今回の危機が発生するまで監督機関は大きな関心を払ってこなかった。

(注) 時価会計が投資銀行など高レバレッジ金融機関に適用された場合のサイクル増幅効果については、Adrian & Shin(2006)、Shin, H.S.,(2010)が明快な説明を提供している。

(2) 一般企業と金融機関の破綻処理の法制度上の差異

専門家によれば、SIFIs と見なされる大規模で複雑な金融機関が破綻した場合の監督機関の処理には、法制度上、いくつかの重大な困難が予想される。

- (1)監督機関は破綻した金融機関の清算にあたって、営業部門の売却、閉鎖、清算、既存の契約の再交渉や取り消し、残余資産の管理を別の組織にゆだねるなどの措置に必要な法的権限および執行手段をもっていないかもしれない。
- (2)かりに監督機関が金融機関に対する監督権限を持っていても、外国の監督権限のもとで営業している子会社などにその権限が及ばない。この問題の改善のためには国際的な協約が必要であるが、いまだその条件はととのっていない。
- (3)監督機関は大規模で複雑な金融機関の本社（持ち株会社）内の各部門間、関連会社間、他の企業などとの相互取引関係の全貌を掴むことがきわめて困難である(Squam Lake Working Group on Financial Regulation, 2009, p.2)。

（注）国際的な破産手続きの差異が、グローバルな活動を展開する企業の破産処理に関連して引き起こす問題については、Herring,(2010,146-148)。

以上のような制約は、一般にグローバルな活動を展開する大規模で複雑な企業組織の清算にともなうことが予想される困難であるが、これらに加え、SIFIs の場合には、金融機関であることから発生する特別な問題が存在する。それらのなかで特別な考慮が求められる問題は、「取り付け(runs)」である。

金融機関の場合には、その規模や沿革に関わりなく、経営危機に陥って資金繰りに窮すれば、預金者や貸し手などさまざまな債権者による取り付けに直面する。今回の金融危機におけるベア・スターンズやリーマン・ブラザーズの事例が示しているように、いったん取り付け（これらの投資銀行の場合には、「取り付け」は、通常の預金者に拠る預金の引き出しではなく、レポ市場やCP市場で短期資金を供給している機関投資家が資金提供を停止するという形で発生する）が発生すると、数百億ドルという手元資金が数日で消失する。しかも、多くのノンバンク SIFIs は、預金以外の、きわめて短期（多くが翌日満期）の借り入れに依存しており、経営危機に陥ったり格付けを下げられると取引先は資金の提供（レポ取引の更新）に消極的になり、担保の積み増しを請求したり、取引の更新を拒絶する。このため、金融機関の破綻処理にあたっては、監督機関は通常の企業の破産手続きにゆだねる時間はなく、可及的速やかに当該機関の資産や負債の実効的な管理を行う必要に迫られる。

（注）ある専門家は米国の破産法第 11 条が金融機関の破綻処理に利用できない理由を次のように説明している。「第 11 条が金融会社に適用されなかった（例外はリーマン・ブラザーズのケース）理由は、危機が進展する速度が通常の破産手続きを不可能にするからである。これは、金融セクター以外では当てはまらない。・・・リーマン・ブラザーズの場合には、破産の費用が大きく過少評価されていたように見える。標準的な第 11 条の手続きは、金融危機の渦中に巻き込まれた大規模な金融機関に対して効果的に適用するのは費用がかかりすぎる。したがって、われわれは将来に備えて、金融機関の破綻を処理するための特別な破産手続きを作成することに賛成する。」Altman & Phillipon(2009), なお、レポ市場を中心とする今回の取り付けについては、Gorton G.(2009;2010)を参照。

金融機関の破綻処理にともなうもう一つのやっかいな問題は、SIFIs の既存の契約の中で、

スワップやレポ取引等きわめて金額の大きな契約が通常の破産手続きにもとづいて処理することができない優先事項になっているということである。専門家によれば、スワップ契約の相方は、必要とあれば破産手続きに拠ることなく、国際スワップ・デリバティブ協会 (ISDA) の定めた基本契約の雛形に拠って、直ちにポジションを閉じ、保有する担保を処分することができる。このために、監督機関あるいは指定された管財人等が資産価値保全のために債権者に執行停止を求めること (stay order) が困難になる。リーマン・ブラザーズのケースでは、同社は破綻時に 93 万人の取引相手とスワップ契約を残しており、そのうち 73 万人以上が契約解消を求め、これが同社の資産価値の保全を著しく損なったと指摘されている。(Herring, 2010, 146)。同様の問題は、レポ市場でも予想される。レポ取引の多くは翌日満期の契約で更新されているが、レポの出し手は担保権を有しており、その請求権は他の債権者に優先する (Squam Lake Working Group on Financial Regulation, 2009, p.7)。従来、専門家や市場関係者は、スワップ取引やレポ取引で、債権者の権利を通常の破産処理の場合と同様に一定期間執行停止状態に置くことは、これらの取引におけるカウンターパーティ・リスクを大きくし、市場機能を損なうと主張してきた。

いずれにしても、国によって事情は異なるが、現行の破産手続きは、そのままでは SIFIs の破綻処理には効果的に適用できない。

(3) グローバルな活動を展開する大規模で複雑な金融機関の営業とバランスシート、取引の実態を全体的に把握する困難

秩序だった破産処理を進めるためには、当該企業の関連会社、海外現地法人を含む全体の資産・負債の内容、外部取引先および関連会社間の取引の内容、さまざまな取引契約の内容とその執行状況、その他に関する膨大で正確な情報が必要である。しかし、グローバルな活動を展開する SIFIs については、こうした情報を監督機関が短期間に入手し、評価することは著しく困難である。

一般に多国籍企業と呼ばれる国際的活動を展開する企業や、多くの関連会社を持つ大規模産業企業などの場合には、その営業、組織、財務、取引の全体を把握することは容易ではないが、SIFIs の場合には、一般的にいて、情報入手とその評価にかかわる困難と複雑性はさらに一段と大きなものがあると考えられている。例えば、イングランド銀行の調査によれば、最大規模のグローバルな金融機関は、同様にグローバルな多国籍企業と比較して、平均して 2.5 倍の数の子会社 (最低でも数百社、最大で 2500 社程度に達する、さらに、その多くが本社とは異なる多数の国で活動している) を持っている (Herring & Carmassi, 2009)。さらに、金融機関は一般企業に比べてより厳しい監督下に置かれており、その制約を回避するための行動 (オフバランス・ビークルや海外子会社の多用) が機構の複雑化と極度の不透明性をもたらしている。

また、SIFIs が支配する数百の別会社や海外現地法人などは、法人格としては独立し、それぞれ本社とは別の監督機関の監督下に置かれていても、実際には、そうした法人格や本

来の監督機関に関わりなく、多くの場合本社による一元的な管理がなされている。こうした事情に拠って、一部の金融専門家は、金融機関は一般に産業企業に比べて不透明で、このことは、格付け会社間で見られる格付けのバラつきに表れていると考えている。いずれにしても、金融イノベーション、金融グローバル化、金融再編が急激に進展する現代の金融産業を、監督機関が効果的に監視し、適切な規制を行うことはほとんど絶望的と言ってよいほど難しくなっている。

(注) この点について、Kaufman H.(2000)は次のように警告している。「巨大金融コングロマリットはわれわれの金融市場の不透明性を高めている。かれらの活動は、消費者ビジネス、トレーディングや投資、証券の引受、貸付、自己勘定取引、保険の引受、不動産の仲介、何十億ドルもの他人の資金の管理、コンサルティングやアドバイス、など多くのセクターにわたっている。かれらはますます活発にグローバルな活動を展開しており、いくつかの機関は利益の半分以上を海外活動で生み出している。かれらの規模、業務範囲、金融市場のインフラとしての重要性を、公表されているバンスシートから分析することは不可能である。これらの金融ビヒモス(聖書にでてくる巨獣の名、引用者)は、かれらの活動範囲があまりにも広大でつかみ所がない(deep)ために、否応なくTBTFである」WSJ,2007/11/13,の論稿。さらに彼は、「公的監視当局は金融機関が携わっている多様なオペレーションについてもっと知識を持つべきだ・・・その知識には、金融機関のリスクテイク活動のすべて、リスクのモデル化の品質、貸借対照表の欄外の活動が金融機関の健全性に与える影響などを含んでいる」(Kaufman, H. 2000, 邦訳 p.291) .

複雑で大規模な金融機関の組織と活動の実態を把握する困難は、監督機関を始めとする外部者に限られたことではない。筆者は、前著『金融グローバル化を読み解く』(新日本出版社 2000年)で、現代の金融機関のいくつかは、健全な金融システムの維持と両立できないほど巨大化しており、機構の分割と再編が必要である」と指摘した上で、次のように記したことがある。

「近年の金融再編は、数千億ドルもの資金を支配し、数万人の職員を使用し、世界数十カ国に数百箇所もの営業拠点を有し、きわめて広範な業務に従事する、巨大で多国籍化した金融コングロマリットを生み出している。これらの巨大組織は、その活動が主権国家と地域コミュニティの存続にとって大きな脅威となっているだけでなく、基本的に、人間に拠る管理や操縦と両立しない存在と化している」(254-5 頁)

筆者がこれを記して以来、世界的な金融集中はさらに急激に進み、現状は当時の筆者の想定をさらに大きく超えるものになっている。金融危機発生前の時点(2007年6月)で、米国最大の銀行組織の資産総額は2兆ドルを超え、これ以外に資産規模が1兆ドルを超える金融組織が5社に上った。資産規模で世界トップ20位の大規模銀行の全銀行資産に占める割合は、1999年の26%から、2009年には41%に上昇している(IFSL Research, Banking 2010, Feb. 2010)。それらのうち8社は、全世界に1000社以上の関連会社(majority-owned subsidiaries)を持っている(最大は2435社、そのうち半数は海外子会社)。イングランド銀行が公表した2006年の調査によれば、世界で1兆ドル超の資産をもつ金融機関の数は

13社で、それらの子会社数は平均で1110社、活動している国は平均で47カ国に上っている。こうした状況は、国際金融市場と世界的な決済メカニズムで主導的な役割を果たす巨大金融コングロマリットが、外部者だけではなく、その経営陣にとってももはや十分には組織と活動を把握できない巨大なブラックボックスになっていることを意味している。

(注) 例えば、リーマン・ブラザーズの破綻に直面して、財務省とFRBは同社の資産や負債、未処理の取引契約の全体が正確に把握できないことが適切な破綻処理を困難にする大きな原因になった。その後、ニューヨーク連邦裁判所は専門家グループに公式調査を依頼し、全9部、2200ページの文書(Report of Anton R. Valukas, Examiner, United States Bankruptcy Court, Southern District of New York, 2010, Vol.1-9)が2010年3月13日に公表され、現在ダウンロード可能となっている。ただし、この報告書が目玉に値するのは、ページ数の多さではなく、参照された資料、情報のとてつもない膨大さである。ある解説によれば、リーマン・ブラザーズがデジタル化して蓄積していた文書・情報の総量は、3ペタバイト(ペタは10の15乗)に上り、プリントアウトすると、3500億ページに達すると言われている。これは、米国議会図書館(世界最大)の所蔵する全資料の150倍に相当する分量である。調査を担当したグループ(チーフはシカゴで法律事務所を運営するA.R.Valukas)は、専属スタッフの他に70名以上の契約弁護士を使い、1年かけてそのうち500万点、4000万ページ相当分を点検した。この作業に要した総費用は30億円以上である。この報告書によれば、リーマン・ブラザーズは、Repo 105と呼ばれる偽装的取引で500億ドルの資産を毎決算期直前に簿外に隠ぺいするのを繰り返していたこと。これは通常のRepo取引(証券担保の借入れ)の形を取りながら、会計上は資産を売却したように会計処理をするやり方で、実態はかつて山一証券がやっていた「とぼし」に類似している。また、これには、ロンドンの一流法律事務所が関与している。さらに、リーマンの最高経営責任者(R.Fuld)も、議会で質問されたバーナンキFRB議長やヴォルカー元FRB議長(オバマ大統領の金融制度改革のアドバイザー)も、この調査報告が公表されるまで、このような取引の存在を知らなかったと答えている。

このようにSIFIsが引き起こす金融のシステミック・リスクの脅威を改善するためには、何よりもまず世界で30社前後と想定されるSIFIsの組織と活動について正確な情報が必要であるにも関わらず、各国の政府・監督機関はこれまで、こうした情報を得るための系統的な調査をほとんど行ってこなかった。とくに、今回の金融危機では、監督機関による監視が商業銀行に比べて格段に緩い投資銀行と実質的に監督圏外に放置されてきたさまざまなシャドーパーキング・セクターの破綻と混乱が、危機の深刻化と伝播・拡大の大きな要因になった(Duffie,2011)。こうした状況は、現代の国際金融市場におけるSIFIsのシステム上の中心的な役割(centrality)と、それらの金融機能の不全がシステム全体の安定性を損なう危険性(systemic risk)を考慮にいと、早急に改善される必要がある。

(注) G. Gorton(2009)は、今回の金融危機を従来の銀行取り付けに端を発する銀行恐慌と比較して、証券化された銀行業(securitized banking)の危機として特徴づけている。証券化された銀行業の主たる活動部門は、仕組み証券市場、OTCデリバティブ市場、レポ市場他であるが、今回の金融危機が勃発したとき、われわれはこれらの市場の実態について信頼できる情報をほとんど持っていなかった

し、基本的には現在もおお十分な情報を持っていない。こうした事態に至った重要な原因は、いずれの国の監督機関もこれらの市場の効率性と流動性を過大評価し、それらの実態を系統的に把握し、監督機関の立場からデータを収集する必要性を認識していなかったことである。例えば、レポ市場は大手投資銀行やヘッジファンドが毎日数兆ドル規模の短期取引を繰り返し、FRBやイングランド銀行などの金融政策（公開市場操作）の主要な対象になっている重要かつ膨大な市場である（Fischer,P.,1997; Ewerhart, C. & J. Tapking, 2008; Hørdahl,P. & M.King, 2008）。しかし、レポ取引は、多くが格付けの高い証券を担保とし、大手金融機関や機関投資家との短期取引であるという理由で、システミック・リスクに関与する可能性があるとは考えられてこなかったし、系統的な統計も作成されてこなかった。

今回の金融危機を契機に、G20 を中心にグローバルな活動を行う SIFIs の規制・監督についての監督機関の関心が高まり、これをめぐる国際的議論が重ねられた。これが背景になって、SIFIs の組織や活動に関する情報の欠落を改善する試みが各国政府・監督機関および業界団体などによってなされるようになった。前記のロンドン・金融サミットの共同声明および「金融システム強化に関する宣言」、これにもとづいて金融安定理事会が設立された経緯も、そうした動きの重要なステップである。また、米国のドッド＝フランク法では、金融安定カウンシル(FSOC)の設立が定められたが、その活動を支える調査機関として、データセンターを備えた金融調査庁(OFR)が設立されることになった。

このように、金融のシステミック・リスクに関わるグローバル・大規模・複雑な金融機関の活動を監視する必要性についての認識は国際的に高まってきたが、これをめぐる議論は、これまでのところ、どのような基準で SIFIs を認定するのか、それらの監督責任と権限をどのような監督機構に委ねるのか、それらの監督権限が複数の機関、多数の国に渡っている問題を国際的にどのように調整するのか、といった議論にとどまっている。大規模・複雑・不透明な SIFIs の組織と活動の実態をどのようにして全体的かつ正確に把握するのかという肝心の問題については、具体的な前進は見られない状況である。

（注）欧州中央銀行は、近年ユーロ圏における大規模で複雑な金融機関(LCFIs)の増大に関心を向け、その特定を試みてきた。同行の立場は、システム上の重要性は、バランスシートの規模で測られた金融機関の大きさだけでは決められない、オフバランスシート取引を含めた、相互取引関係(interconnectedness)が重要であるというもので、考慮されるべき指標として、資産、偶発債務、インターバンク資産、インターバンク負債、純金利収入、その他全体で13の指標（その後、さらにクロスボーダー資産、株式時価総額など6つの指標が追加された）を挙げている。これらの指標にもとづいて同行は、ユーロ圏で活動する415行の銀行の中で36の銀行グループを大規模で複雑な金融機関に指定した。この内、ユーロ圏に本部を置く組織は21社で、残りの15社は米国、日本などの海外に拠点を置いている。また、イングランド銀行の Financial Stability Report(2007)は、別の指標にもとづいて、世界で16社の銀行組織を LCFIs として認定した（リーマン・ブラザーズ(当時)を含む）。Financial Times の記事(Jenkins & Davies, Nov.29, 2009)は、24社のグローバルな銀行と6社の同様にグローバルな保険会社が国際的な監督の対象に挙げられていることを報じた（以上の経過について

詳細は、Goldstein & Veron(2011)pp.16-20 ; Herring & Carmassi(2009)などを見られたい。なお、LCFIの用語が最初に使用されるようになったのは、金融安定フォーラムの作業部会（2000年）とされている。その際、LCFIの選定基準に採用されたのは、国際債券市場、株式発行市場、シンジケートローンの組成などのうち、すくなくとも二つ以上の市場で上位10位以内に入っていることである。

IV Too-Big-To-Fail 政策のジレンマをどう改善するか

今回の金融危機は、システミック・リスクを除去し、金融システムの健全性・安定性を維持するうえで、T B T F 問題の改善が喫緊の課題であることを改めて浮き彫りにした。この問題は、アメリカではすでに述べたように相当な議論の蓄積があるが、日本を含め、世界的に見ると、それが活発化したのはやっと最近のことである。

今回の金融危機を踏まえ、金融監督体制の再編を視野にいれて活発化してきたT B T F 問題の改善策をめぐる国際的議論では、かつてシャドー金融規制委員会のグループが展開したような、単純な市場機能強化論は影を潜めている。

いうまでもなく、O T C取引の取引所集中、格付け基準の公表と格付け会社の競争促進、仕組み証券の担保内容や組成プロセスの透明化、銀行とヘッジファンド、簿外ビークルとの関係などの透明化など、市場の透明性を高めるための制度的改善の必要性はもとより否定すべきではない。しかし、これらの措置によって、大手金融機関のリスク取り入れあるいはエクスポージャーを外部者が正確に評価できる保証はない。また、大手金融機関は、こうした安全性基準やリスク評価基準を回避あるいは粉飾する方法を遅かれ早かれ開発すると想定しておくべきである（E. Kane,1977のいわゆる規制の弁証法）。

T B T F 問題の解決のためには、監督機関は二つの課題で大きな前進を達成する必要がある。第一は、大規模金融機関のリスク取り入れをどのようにして抑制するか、言い換えれば、大規模金融機関が経営破綻する可能性をどのようにして減少させるかという事前的(ex ante)な対策をめぐる課題であり、第二は、それにも関わらず大規模金融機関が経営破たんした場合に、それを公的支援によらないで、どのように秩序だてて処理するのかという、事後的(ex post)な対処をめぐる課題である。

まず、第一の課題に関しては、これまでの議論でいくつかの方策が提案されてきた。

(1)自己資本比率など金融機関のリスク吸収能力を強化する必要があるという立場。

周知のようにバーゼル規制はもともと、1980年代以降の金融自由化とグローバル化を背景に、国際金融市場に参加する各国の大手銀行組織を、国際的に調整された仕組みで包括的に規制する必要性から合意されたものである。米国の監督機関である財務省およびFRBは、1990年代以降、金融証券化の進展を念頭において、投資銀行を含む金融機関の過大なレバレッジに焦点をあて、バーゼル規制の見直しと整合的な方向でレバレッジ規制の強化を打ち出す方針を選んだ。これらの監督機関は、大規模な金融機関に対して、他の金融機関の水準を上回る安全性基準を求めることを中心目標に置こうとした。また、最近では、

この立場からの議論は、個別金融機関の健全性とどまらず、金融機関および金融市場の相関性や、マクロ経済との関連まで視野にいったマクロ・プルーデンス政策という拡張された監督体制に焦点が移りつつある。

(2) 預金保険制度のモラルハザード問題を改善する必要があるという立場。これは、ミネアポリス連銀のグループ(Stern(1997;2009a;2009b) Stern & Feldman,(2004;2009))がかねてより強調していた改革案で、要点は、1991年の預金保険制度改革執行法で不徹底に終わった保険対象外の預金者の損失負担を厳格化することで、銀行と預金者双方のモラルハザードを防止するという考えである。この見解は、預金者保護に制限を設けることで預金保険制度のモラルハザードを改善しようとする点で、先のシャドー金融規制委員会の議論の流れを踏む見解といえることができる。ただし、かれらはシャドー金融規制委員会とは異なり、TBTF問題を軽視せず、それが政策当局にとって放置できない問題であると認識している。

(3) 大手金融機関の高リスク投資・取引の制限。オバマ大統領の経済顧問に招かれたヴォルカー元FRB議長は、銀行の過大なリスク取り入れを可能にする高リスクな取引や投資を制限する必要性を強調した。とくに、銀行の自己勘定取引および銀行とヘッジファンドや投資ファンドなどとの大規模な取引を原則禁止することが彼の主たる関心事であった。これは、銀行業界の要求に押し切られた形でグラス＝スティーガル法が撤廃された経緯が今回の金融危機の発生の重要な要因の一つであり、同法を復活することは非現実的であることを認めながら、現状に適応した方法で銀行業のリスク取り入れを制限する必要があると考える立場でもある。

(4) 大規模で複雑な金融機関の分割なしにTBTF問題の解決はあり得ないとする見解。著名な経済学者を含む一部の研究者は、急激で複雑な金融イノベーションが展開され、銀行業の競争と集中が高まっている金融市場の現状を踏まえれば、いかなる規制も長期的に銀行のリスク取り入れを抑止することは困難であり、したがって、破綻しても潰すことができない銀行は存在すべきではなく、すでに存在している場合には、政府はそれを秩序だった清算が可能な規模に分割すべきであるという立場である(Cassidy, J.(2010))。

筆者の見解では、これらのうち(1)～(3)の政策は、それ自体としてはいずれも正当であるが、同時に、いずれもそれだけで効果的な対策とはなり得ない。

バーゼル規制が今回の金融危機の防止に何の役にも立たなかっただけでなく、むしろその重要な要因になったことは専門家の間で広く認識されている。バーゼル規制は1990年代中期以降の検討を踏まえ、バーゼルⅡに拡大され、すでに相当程度に複雑になっており、今回の事態を見れば、それをさらに複雑にすることは無意味である。筆者の理解では、バーゼルⅡは、二つの点で致命的な欠陥をはらんでいる。一つは、今回破綻した大手銀行組織のほとんどが、開示された財務情報によれば、自己資本基準を満たしていたことに示されているように、自己資本比率という基準が銀行業の健全性とほとんど関係がないということである。このことは、過去の大規模金融機関の多くの破綻例で証明されているが、今

回の危機においても、例えばリーマン・ブラザーズは破綻のわずか1週間前まで、バーゼルⅡ基準で11%の自己資本(Tier 1)比率を維持していた。もう一つは、個別銀行のリスク評価を銀行自体のリスク評価モデルと外部格付け会社の格付けに委ねることで、規制の民営化を進めたということである。この第二の点への反省は、個別銀行の枠組みを超えたマクロ・プルーデンス政策という概念の導入をもたしたが、それは、筆者の理解では、バーゼル規制の意味合いをいっそう曖昧にするだけである。そもそも銀行業と投資銀行業との区分がなくなり、金融のグローバル化と証券化が大きく進展し、OTCデリバティブの利用がオフ・バランスで極度に膨張している状況のもとで、SIFIsの信用リスクと市場リスクを意味ある精度で測定することは、いかなる「モデル」に依拠するにせよ、ほとんど望むべくもない作業と言わなければならないであろう。

預金保険制度の改善に拠って、モラルハザードを防止するという政策は、1991年の連邦預金保険公社改善法(FDICIA)によって、すでにその効果と限界が明らかにされている。この政策の致命的な欠陥は、たとえ法律によって大規模銀行の保険対象外預金や債権は完全には保護されないと明記されたとしても、市場関係者はそれを無視するという、したがって、大規模銀行はもし必要とあれば法律の規定に関わりなく預金保険対象ではないさまざまな外部負債に依存して資産を膨張させること、その結果、実際に大規模銀行が破綻すれば、政府・監督機関はこれから何度でも「超法規的措置」を講じて銀行および債権者を救済するであろうということである。

(註) 今回の金融危機の背景を論じたどちらかと言えばウォール街に近い論者達でさえ、次のように記している。「多くの銀行とそれ以外の金融仲介機関が、自己資本規制のループホールを利用してリスクを移転し、過少資本、高レバレッジの状態で、住宅用不動産、商業用不動産および消費者信用に対して一方的かつ莫大なカケを行った。この莫大なカケに必要な資金は、正当にも事実上の政府保証を予想した債権者たちによって供給された。かれらは、ファニーメイ、フレディマック、およびTBTF銀行の保険対象および非保険対象の預金者と債権者たちで、かれらは何が起きても救済されると鷹をくくっていた。・・・事態は、リーマンのケースを除いては、まさにかれらが期待した通りに進化した」(Richardson, M., R. Smith & I. Walter(2011) p.184) 要するに、法律の条文にTBTF政策を禁じる条項を盛り込むことが、TBTF問題の解決であると公衆が信じることは、金融危機の過程で政府支援の合併を進め、さらに大規模化した金融機関とその債権者・投資家にとってはまさに「思うつぽ」以外の何物でもない。

銀行組織の自己勘定取引、ヘッジファンドやプライベート・投資ファンドへの投資やそれらとの取引の制限(ヴォルカー・ルール)は、これら三つの政策の中ではもっとも問題の核心に近い、したがって金融界からもっとも激しい抵抗が予想される政策である。その理由は、現代の大手投資銀行を始めとするTBTF金融機関にとって、自己勘定でのリスク取り入れと、ヘッジファンドとのさまざまな取引は、収益の大きな割合を占めており、また、国際金融市場における競争力と主導権を維持するうえで不可欠になっているからである(Crotty, Epstein & Lebina 2009; 拙稿、2001)。果たして、ドッド＝フランク法では、

一応この条項は盛り込まれたが、ウォール街のロビー活動でその基準が希釈され、さらに、それをどの程度厳格に運用するかは、監督機関が今後定める運用規則に委ねられた。

もともと、ヴォルカー・ルールは、今回の条文に取り入れられた範囲の規制だけでは完結しない限界をもっている。そもそも、投資銀行におけるリスク・テイクを自己勘定取引とそれ以外（自社のリスクマネジメントのためのヘッジ、マーケット・メイキング、顧客の注文に応じる仲介など）と厳密に仕分けすることは實際上困難である。それらはずねに、さまざまな組み合わせで絡み合っているからである。また、投資銀行のディーリングデスクだけを監視しても、親会社の銀行は同じポジションあるいはリスクを取るためのさまざまな迂回的方法を利用することができる。さらに、現行の会計制度のもとでは、一般に金融機関の投資とポジションの量および質に関して十分な情報を得ることはできない(Crotty, Epstein & Lebina, 2009)。こうした点でヴォルカー・ルールを拡張するためには、会計基準と情報開示基準の大幅な整備と、そのための国際的な調整が必要であるが、その見通しは今の段階では見通すことはできない。

理論的に考えるなら、TBTF問題の唯一合理的な予防策は、TBTF銀行を消去することである（「もしそれらがTBTFであるというのであれば、それらは存在するには大きすぎるということである」グリースパンFRB前議長）。この解決策は、万一TBTF銀行が破綻した場合に、政府支援（納税者の負担）によらず、また金融システムに甚大な混乱を引き起こすことなく秩序だった処理をどうするか、という第二のやっかいな問題について心配する必要性も同時に取り除いてくれる。

TBTF銀行の解体を積極的に支持する見解は従来きわめて少数であったが、今回の金融危機を契機にこの見解をとる専門家が次第に増加している(Reich, 2009; Johnson, 2009; Stiglitz, 2009; Roubini & Mihm, 2010)。筆者も基本的にこの立場であるが、この解決策の最大の難点は、ウォール街を含む世界のSIFIsとそのロビー組織はおそらく絶対に賛成しないし、そうした政策が実施されるのを座視しないであろうということである（こうした問題についてはJohnson, S., 2009; Johnson & Kwak, 2010を見られたい）。また、この間のG20などでの議論では、ユーロ圏の政府・監督機関はこの解決策には全体として懐疑的であるように見受けられる。

こうした政治的障害に加えて、この解決策には、どのような基準で解体の対象となる劇TBTFを選別し、どのような方法と手順で作業を進めるのか、という複雑な問題が付随する(Stern & Feldman, 2009)。これまでのTBTFあるいはSIFIの認定基準をめぐる議論によれば、国際的に適用できる分かりやすい基準は存在しない。これまでのいくつかの組織と機関がSIFIsの「想定リスト」を公表してきたが、その選定はそれぞれ独自の基準によっている。

仮に、それぞれの国で選定基準についての合意が成立したとして、さらに、政府・監督機関が公共的利益の観点から自国のSIFIsを分割する権限を付託されたとして、具体的にどのような方法手順でその作業をすすめるべきであろうか。

まずは、それぞれの国が自国の金融産業の実情にあった市場占有率など規模の上限を設定する。この上限を超える金融機関については、自主的な企業分割、部門の売却などを義務付け、必要であれば、また、しかるべき機会があれば、行政的な手段で大規模金融機関が上限基準を達成することを迫る。一般的には、大規模金融機関の分割は、性急かつ強制的に行うのではなく、上記のプリューデンス政策を強めることで、長期的に、金融機関自体の自主的な解体を促すやりかたが望ましい。

H.Kaufman を始め何人かの専門家は、巨大で複雑な金融機関について、それらをその他の金融機関とは別に専門的に監視するための特別の監視体制（強い権限をもった専門の監督機関）を構築する必要があると指摘している。その上で、これらの金融機関には、他の金融機関とは異なるプリューデンス基準（高い自己資本比率、高い流動性比率、高い支払準備率、高い預金保険料、その他）を課し、さらに可能であれば万一の破綻処理に備えた高率の法人税や清算準備金積み立てなどを課すことによって、TBTFs のレント（事実上の公的補助金）が発生しないようにする。そうすれば、「大手金融機関が実際に規模の経済を利用できるかどうかまだ証明されていない」（Kaufman,(2000) 邦訳 p.428）から、レントも規模の経済も利用できない金融機関がさらに巨大化・多角化をめざすインセンティブは軽減されるとかれらは期待している。こうした政策は、たしかに理論的には受け入れやすいが、長期的に見てどれほど実際の効力を発揮するかは、予想困難である。その理由は、金融機関の経営者が、これらの人々が想定するほど「合理的」に行動する保証がないからである。組織の規模と経営者の報酬および経営者としての社会的評価が相関しているもとでは、経営者が自社の経営効率や長期的健全性を損なう選択をする可能性は排除できないのである。

T B T F s あるいは S I F I s を政策的に除去するという合理的解決が政治的、制度的その他の理由で実行不可能な場合には、われわれは、その破綻処理をどうするかという第二の問題と向き合わざるを得ない。市場原理を信仰する多くの経済学者を含め、ほとんどすべての専門家は巨大金融組織の破綻の可能性を完全に排除することは、不可能であると信じている。それどころか、歴史的経験に照らせば、巨大金融組織が破綻する確率は、それ以外の金融機関の場合よりもいっそう高いと想定しておく必要がある。

G20 を始めとする国際的フォーラムや監督機関、さらには民間シンクタンク他によるこれまでの議論の範囲では、筆者が納得できる合理的な破綻処理の方策は見当たらない。現在のところ、米国とユーロ圏で共有されている一つの考えは、ひとまずなんらかの基準で SIFIs が認定されることを前提に、認定された金融組織が自らの資産・負債構成、対外的・社内的な取引関係、金融システムと決済システムにおける自社の役割などを勘案し、破綻した場合に実行可能な清算計画をあらかじめ「生前遺言(living will)」として作成し、それを監督機関に提出して承認を受けるという案である。清算計画は、原則として毎年あるいはそれ以上の頻度で見直され、その都度監督機関の承認を得る必要がある。

一部の研究者によれば、通常の破産手続きと区別される生前遺言の概念は次のようなも

のである。すなわち、大規模銀行が支払い不能に陥った場合、遺言に基づいてまず最も劣後する債権者の債権が資本に転換され、優先債権者に対する弁済に充てられる。それが発生した損失の補てんに不足する場合には、次の劣後債権が資本に転換される。こうして、完全に必要な弁済が完了するまで、このプロセスが繰り返される。これは、大規模銀行の破綻は、株主の責任だけでは処理できないこと、従来のように政府・監督機関からの支援の道が断たれていることを前提に、債権者に対しその優先劣後の序列にしたがって負担を求めるという考え方である。

(注) 米国では 2010 年 5 月、連邦預金保険公社(FDIC)が総資産 1000 億ドル超の銀行組織に適用される清算計画(生前遺言)の要件と基本要綱についての提案を行った(FDIC,2010; 小立敬, 2010b)。その後成立したドッド＝フランク法では、FDIC が担当する秩序だった清算手続き(orderly liquidation)のための機関の創設を定めているが、これとは別に、ユーロ圏で活発に議論されてきた「生前遺言」に相当する条項を含んでいる。しかし、その規定はあいまいで、FRBやFDICがどのような基準で銀行組織が提出する計画を承認するのかは不明である。したがって、今後この方法が実際に有効に活用される保証はない。

生前遺言のはらむ最大の問題は、大規模金融機関が正確で実行可能な清算計画を作成する保証がなく、さらに、前述したように数十カ国で数百から 2000 社にも上る関連会社を運営する銀行組織について、毎年提出される清算計画の妥当性を当局が適切に判定することはできないということである。もしも、銀行組織が自主的に作成する計画が、当該銀行組織の清算に関係する情報を全体として正確に反映しているということが担保されるなら、この方法は、大規模銀行の破綻処理を政府・中央銀行の支援なしに行う代替的な方法になりうるかもしれない。しかし、現在の会計基準や情報開示基準のほとんど望みえないほど抜本的な改革を前提しなければ、信頼できる清算計画の自主的作成を銀行経営者に期待することはあまりにもナイーブであろう。同様のことは、当局の判定能力についてもあてはまる。

以上のように、TBTF問題については、それを効果的に予防する方策も、また、政府・監督機関による救済に頼らない秩序だった処理方法についても、これまでのところ決め手となりうる提案は国際的にもなされていない。今回の金融危機を契機とする金融再編によって、金融集中は一層進み、TBTF問題は、さらに深刻な脅威として残されている。われわれは、TBTF問題のジレンマから、いまだ解放されていないのである。

あとがき

今回の金融危機は、金融集中が進展した金融システムがはらむTBTF問題の重大性をあらためて浮き彫りにした。これを契機としてさまざまなフォーラムや研究機関などでこの問題をめぐる議論が、これまでになく積極的に積み重ねられてきた。また、アメリカで成立した金融制度改革法(ドッド＝フランク法)では、この問題に関連していわゆるヴォルカー・ルール条項、生前遺言導入、特別な監督機関創設を始めとするいくつかの条項が盛

り込まれることになった。

しかし、TBTF問題の直接の要因である大規模銀行組織による過度のリスク取り入れ、あるいはその結果としての破綻の危険性を効果的に除去する方法は見出されておらず、今後ともシステム上重要な金融組織の破綻が発生する可能性は残されている。

それにも関わらず、そのような大規模な金融組織が破綻した場合、これまでのように政府・監督機関による救済という方法によらず、金融システムと実体経済に甚大な影響を及ぼすことなく秩序だった処理を行うための有効な手だても、依然見出されていない。

こうした状況には、さまざまな理由がある。金融界がそのロビー活動を通じて行使する強大な政治的影響力を置くとしても、現代の金融システムが構造的に内包する脆弱性についても、大規模で複雑な金融機関の運営に付随する難しさについても、監督機関を含めた専門家の認識はまだ十分なレベルに達しているとは考えられない。すくなくとも、正統派経済学あるいは主流派経済学と呼ばれてきた従来の支配的な経済学的前提と枠組み、方法論が、現代の金融システムの運動とその過程で発生する収束困難な矛盾（システムック・リスク）の問題を理論的に取り扱うのに適していないことは明らかである。

経済学はシステムック・リスクをさまざまに定義し、「測定」してきた(Olivier de Bandt & P. Hartmann, 2000; Schwarcz, S. 2008; Hellwig, M. 2008; Taylor, J. 2009; Garlach, S., 2009; Hendricks, D., 2009; IMF, 2010)が、それらの多くは、深刻かつ広範な金融危機が発生するメカニズムの特徴を記述したものであり、主として大規模銀行の競争と過大なリスク取り入れ、決済システムの連鎖と大手クリアリング銀行への集中、大規模銀行の決済不能が引き起こす波及効果、銀行間市場の不安定性（流動性喪失）などに焦点をあてている。つまり、こうした見解は、システムック・リスクを集中化が進んだ現代金融システムに固有の問題として捉え、その原因を個別金融機関のリスクマネジメント、決済システムの安全装置、金融政策の運営、プルーデンス基準などの欠陥に求めているのである。

現代の金融システムが構造的に内包するこうしたさまざまな脆弱性を全体的に解明するためには、金融システムのネットワーク構造と階層性、集中性(centrality)について、マルクス経済学、制度学派、複雑系、さらには進化経済学他の知見を取り入れた新しい方法論に拠る考察が必要であろう(Halden, R. 2009)。しかし、TBTF問題がわれわれに提起する課題はここにとどまるものではない。TBTF問題は単なる「金融市場の失敗」を超えた「資本の失敗」であり、その解明は、現代資本主義の恐慌、とりわけ金融恐慌についての理論の革新的な発展を必要としている。

TBTF問題のさらにやっかいな点は、かりにわれわれがその根源を突き止め、それを根本的に改善する方策を見出したとしても、金融界の利害とその強大な政治的影響力がおそらくその採用を許さないであろうということである。言い換えれば、TBTF問題の解決は、金融界の政治的影響力を排除し、国民のための政治を回復するという課題を含んでいるのである。経済学が、このような方向で有益な議論を発展させるためには、金融システムの公共財としての役割、公益としての価値を分析し、とりわけさまざまな機関投資家の管理す

る貨幣資本の運動を公共的な基準で管理するための新しい政治経済学の理論を発展させる必要があるであろう。一部の経済学者、すでにこうした課題に取り組んでいるが(CRESC, 2009; Froud, J. 2009; Epstein, G. 2010)、こうした努力から今後経済学の発展に結び付く有益な成果が生まれることを期待したい。

参考文献

Acharya, V., T. Cooley, M. Richardson, I. Walter (ed), (2011) *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and The New Architecture of Global Finance*, NYU Stern.

Adrian & Shin (2006), *Leverage and Liquidity*, Working Paper.

Altman, E. & T. Phillipon (2009), *The Financial Sector Bailout: Sowing the Seeds of the Next Crisis?*, in Acharya & Richardson (ed), *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, Chapter 17, p. 355

Baker, D. & Travis McArthur (2009), *The Value of the “Too Big to Fail” Big Bank Subsidy*, Center for Economic and Policy Research, September.

Bandt, O. & P. Hartmann, (2000) *Systemic Risk: A Survey*, European Central Bank, Working Paper No.35, November.

Berger & Mester (1997), *Efficiency and Productivity Change in the U.S. Commercial Banking Industry: A Comparison of the 1980s and 1990s*, FRB Philadelphia Working Paper,

Bernanke, B.S. (2004) *The Great Moderation*, speech at the meeting of the Eastern Economic Association, Feb.20.

Blundell-Wignall, A., G. Whinger & P. Slovik (2009), *The Elephant in the Boom: The Need to Deal with What Banks Do*, Financial Market Trends, OECD.

Cassidy, J. (2010), *The Volcker Rule*, The New Yorker, July 26.

CRESC (Centre for Research on Socio Cultural Change, University of Manchester)

(2009) An Alternative Report on UK Banking Reform,

Crotty,J.,G.Epstein, I. Levina(2010) Proprietary Trading is a Bigger Deal than Many Bankers and Pundits Claim, UMASS Policy Brief No.20 February.

Duffie, D.(2011) How Big Banks Fail and What to Do about It, Princeton University Press.

Eigenössische Bankenkommission(2008a), Subprime-Krise: Untersuchung der EBK zu den Ursachen der Wertberichtigungen der UBS AG.

------(2008b),Globalisierte Kreditkrise–Konsequenzen für die Bankenaufsicht.

Epstein, G.(2010) Confronting The Kindleberger Moment: Credit, Fiscal and Regulatory Policy to Avoid Economics Disaster, August.

Ewerhart,C. & J.Tapking(2008) Repo Markets, Counterparty Risk, and The 2007/2008 Liquidity Crisis, European Central Bank, Working Paper, June.

FDIC(1998) Managing the Crisis: The FDIC and RTC Experience 1980-1994.

FDIC(2010) Special Reporting, Analysis and Contingent Resolution Plan at Certain Large Insured Depository Institutions..

Fisher, P.,(1997) Views on the Repo Market, Remarks before The PSA's Second annual Repo and Securities Lending Conference.

Froud,J. er al,(2009) Escaping the Tyranny of Earned Income? The Failure of Finance as Social Innovation, CRESC Working Paper, March.

FSB(2009) Guidance to Assess the Systemically Important Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations, October.

FSB(2010) Reducing the Moral Hazard Posed by Systemically Important Financial Institutions: FSB Recommendation and Time Lines, October.

Gerlach, S.(2009) Defining and Measuring Systemic Risk, European Parliament, November.

Goldstein, M. & N. Vèron(2011), Too Big to Fail: The Transatlantic Debate, Peterson Institute for International Economics, January.

----- (2009)Securitized Banking and the Run On Repo, Yale ICF Working Paper, November.

Gorton, G.(2010), Questions and Answers about the Financial Crisis, February.

Haldane,A.(2009) Rethinking the Financial Network, Speech Delivered at the Financial Student Association, April.

----- (2010) The 100 Billion Question, Bank of England.

Haldane, A. & Alessandri(2009), Banking on the State, September.

Hellvig,M.(2008) Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis, Max Planck Institute (Bonn) November.

Hendricks, D.,(2009) Defining Systemic Risk, Financial Reform Project, Briefing Paper.

Herring,R.(2010) Wind-down Plans as an Alternative to Bailouts: The Cross-Border Challenges.

Herring, R. & J. Carmassi(2009) The Corporate Structure of International Financial Conglomerates: Complexity and Its Implications for Safety & Soundness, Chapter 8 in Oxford Handbook of Banking, Oxford University Press.

Hetzl,R.L.(1991), Too Big To Fail: Origins, Consequences, and Outlook, Economic Review, FRB Richmond, Nov/Dec.

Hördahl,P. & M. King(2008) Developments in Repo Markets during the Financial Turmoil, BIS Quaterly Review, December.

IMF(2010) Systemic Risk and the Redesign of Financial Regulation, Global Financial Stability Report, April.

Johnson, S.,(2009) The Quiet Coup, The Atlantic, May.

Johnson, S.(2009)Too Big to Fail or Too Big to Save?: Examining the Systemic Threats of Large financial Institutions, Peterson Institute for International economics, April 21.

Johnson,S. & J. Kwak(2010) 13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown, Pantheon Books. (邦訳) 村井章子訳『国家対銀行：金融の肥大化による新たな危機』ダイヤモンド社 (2011年)

Kane,E.(1977), Good Intension and Unintended Evil: The Case against Selective Credit Allocation, J. of Money, Credit and Banking, February.

Kaufman G(1989), Are Some Banks too Large to Fail?: Myth and Reality, FRB Chicago, Working Paper, June 1989.

Kaufman, G.(1990) Make FDIC Insurance Redundant, Challenge, Jan/Feb.

Kaufman G(2002) Too Big To Fail in US Banking: Quo Vadis ? Quarterly Review of Economics and Finance, Summer 2002, pp.423-436.

Kaufman, H. (2000),On Money and Markets : A Wall Street Memoir, McGraw-Hill, 邦訳『カウフマンの証言』(伊豆村訳、東洋経済、2001.

Kaufman, H.(2007) Who' s Watching the Big Banks?, WSJ, 2007/11/13.

小立 敬(2010a)「システム上重要な金融機関の評価ガイダンスの公表」野村証券『資本市場クォーターリー』 Winter.

----- (2010b)「米国 FDIC による「リビング・ウィル」の提案」野村資本市場研究所。

Financial Times, Special Report, 2008/12/16,

淵田康之(2010)「システミック・リスクと金融規制監督」野村資本市場研究所『金融・資本

市場動向レポート』(7月28日)

松尾直彦『Q & A アメリカ金融改革法 ドッド=フランク法のすべて』金融財政事情研究会 (2011年)

Mishkin, F.S.(2006), How Big a Problem is Too Big To Fail ? : A Review of Gary Stern and Ron Feldman' s Too Big To Fail: The Hazards of Bank Bailouts, J.of Eco.Literature, December. pp.988-1004.

Moss D.(2009) An Ounce of Prevention: The Power of Public Risk Management in Stbilizing the Financial System, Harvard Business School, Working Paper.

Reich, R.(2009) Breaking Up the Big Banks, and Why Congress Won't Do It, Huffpost Business, October 26.

Richardson,M., R. Smith, & I. Walter(2011), Large Banks and the Volcker Rule, in Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance, Acharya et al. (ed), NUY Stern, , p.184.

Roubini,N. & S. Mihm,(2010) Crisis Exonomics: A Crash Course in the Future of Finance, The Penguin Press.

Schwarcz,S.(2008) Systemic Risk, Duke Law School, Research Paper, No.163. March.

Senior Supervisors Group(2008) Observations on Risk Management Practices during the Recent Market Turbulence, March 6.

Shin, H.S.,(2010) risk and Liquidity, Clarence Lectures in Finance, Oxford.

Squam Lake working Group on Financial Regulation (2009), Improving resolution Options for Systemically Relevant Financial Institutions, October.

Stern, G.(1997) The Too Big to Fail Problem: A Proposal to Reform Deposit Insurance, September.

----- (2009a) Banking Policies and Too Big To Fail, March.

----- (2009b) Addressing the TooBig To Fail Problem, Statement Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S.Senate, May 6.

Stern, G. & R.Feldman(2004) Too Big To Fail: The Hazards of Bank Bailouts, Brookings Institution.

----- (2009) Addressing TBTF by Shrinking Financial Institutions: An Initial Assessment, June.

Stiglitz, J.(2009) Too Big To Live, project Syndicate, December 7.

高田太久吉(1997)「ユニバーサルバンキング論の批判的検討」『企業研究所年報』中央大学、第18号。

----- (1999) 「大規模銀行合併と Too-Big-To-Fail 問題」『立命館経済学』第48巻第5号。

----- (2001) 「アメリカの大手銀行とヘッジファンドの関係」『信用理論研究』第19号。

Taylor, J.(2009) Defining Systemic Risk Operationally, in G.Schultz er al(ed), Ending Government Bailouts As We Know Them.

Taleb, N. & C. Tapiero(2009), Too Big to Fail, Hidden Risks, and the Fallacy of Large Institutions, New York University Polytechnic Institute.

Thomson, J.(2009) On Systemically Important Financial Institutions and Progressive Systemi Mitigation, FRB of Cleveland, Policy discussion Papers, August.

Wall, L.(1993) Too-Big-To-Fail after FDICIA, Economic Review, FRB Atlanta, 78/1, pp.1-14.

Wilmarth A. (1995) Too Good to Be True? The Unfulfilled Promises Behind Big Bank Mergers, Stanford Journal of Law, Business & Finance, Vol.2, No.1. Fall.

----- (2002), *The Transformation of the US Financial Services Industry, 1975-2000: Competition, Consolidation, and Increased Risks*, *University of Illinois Law Review*, pp.215-476

----- (2008). *Subprime Crisis Confirms Wisdom of Separating Banking and Commerce*, *George Washington University Law School, Policy Report No.5*, May 2008.

米田 貢(2007)『現代日本の金融危機管理体制 日本型T B T F 政策の検証』中央大学出版部。