

## リーマン・ブラザーズと連邦準備銀行

―その破綻処理をめぐる―

佐賀卓雄

何よりも大きなリスク要因は、アメリカの金融機関

〔二〇一〇〕、(上)、一四―一六ページ)

のあいだに新たにできた「超」がつくほどの相互連関  
だった。多数の銀行がこの新しい金融商品をさまざま  
な形態で持つことによって、どの一行もほかの銀行に  
依存する体制ができあがり、彼らの多くはその事実さ  
え認識していなかった。一行が倒れば、ドミノ倒し  
のように倒産が相次ぐ事態になりえたのだ。…

銀行は、投資リスクのない「すばらしい新世界」を  
生み出す代わりに、金融システム全体を脅かすリスク  
を作ったのだ。

(Sorkin [2009], *Too Big To Fail*, pp.5-6; 加賀山訳

FRBには投資銀行を監督する責任はなく、事実そ  
の権限もなかったが、ベアー・スターンズ救済後、  
リーマンにはある程度連絡がつくようになった。…し  
かし、FRBも連邦預金保険公社もリーマンを管理す  
る権限を持っていなかったし、連邦預金保険公社の預  
金保険を損失の補填に使うこともできなかった。法律  
的には、リーマンが増資してくれる相手を見つけるこ  
とができない場合、政府の選択肢は、会社を破綻申請  
するように強制することを試みることだけだった。

(Bernanke [2015]: 小此木訳 [11015]、(上)、三二七―二八ページ)

リーマンその他の投資銀行を私たちの監視係が調べてわかったことが、ひとつあった。それは、行内のストレス・テストが、あまり強力ではないということだった。自分たちのレポ資産調達を取り付けに弱いかもしれないということを、ほとんどの投資銀行が想像もしていなかった。…五月、ニューヨーク連銀のスタッフは、「ベアー・スターンズ」と名付けたシナリオの激しい取り付けをリーマンが生き延びるには、あと四八〇億ドルの流動性が必要だと査定した。それほどには厳しくない「ベアー・スターンズ・ライト」の場合には、生き延びるのに一五〇億ドルを必要とする。…

だが、リーマンのリスク・マネージャーたちは、ベアー・スターンズ・ライトのシナリオよりも楽観視し

て、予備の現金が一三〇億ドルあれば嵐を切り抜ければという結論を出していた。…

リーマンの生存能力を過大評価していたたったひとつの金融機関は、リーマンだった。

(Geithner [2014], pp.165-66; 伏見訳 [11015]、二二―二二ページ)

## はじめに

二〇〇八年九月十五日、一八五〇年創業で一五八年の歴史を有するリーマン・ブラザーズは連邦倒産法第一条（以下、チャプター・イレブンと略）の適用を申請し、その歴史に幕を下ろした。同社は系譜的にはユダヤ系投資銀行としてはゴールドマン・サックスに次ぐ独立系大手投資銀行であり、その破綻は世界経済に対して「リーマンショック」と呼ばれるほどの深甚な影響を及ぼす

ことになった。また、同社はちょうど半年前の三月に、経営危機にあったベアー・スターンズがR Bからの資金供与を受けたJ Pモルガン・チェースによって救済買収されたことから、半ば政府による救済措置を確信していたために、直前まで破綻処理計画の策定に取り組んでいなかったこともあり、混乱に拍車をかけることになった。このことが、その後制定されたドッド・フランク法が大手金融機関にリビング・ウイル（生前計画）の策定を義務づける契機となった。さらに、イギリスのバークレイズによる買収がイギリス法を根拠にF S A（金融サービス庁）によって認可されなかったことから、その後のグローバルな金融規制改革の中で、破綻処理計画の国際的な調整が最大の懸案の一つとして今日に至るまで検討され続けている。

このように、リーマンの破綻はその後の金融規

制改革をめぐる動向にも大きな影響を及ぼしている。

ところで、リーマンの破綻をめぐる最大の疑問の一つは、ベアー・スターンズをはじめ、政府系住宅金融機関（ファニーメイ、フレデイマック）、A I Gなどの大手金融機関が例外なく救済（bail-out）されたのに対して、何故、リーマンだけが破綻処理されたのかということであろう（救済の中には、政府の助言に基づく、バンカメによるメリルリンチ、J Pモルガン・チェースによるワシントン・ミューチュアル、ウェルズファーゴによるワコビアの買収のように、大手金融機関による救済買収も含む）。この問題をめぐっては、当初から政策の一貫性のなさが指摘されてきた。その後の議会の調査などでの当時の関係者に対するヒアリングによっても、この問題に対する説得的な説明はなされていないのが実情である。以下で

は、リーマンのガバナンス構造、事業・財務構造、そして破綻処理のプロセスについて検討することによって、同社の破綻処理の背景について分析する。

## 一、リーマン・ブラザーズのガバナンス構造

リーマン・ブラザーズはヘンリー、エマニュエル、メイヤーのリーマン三兄弟による綿ブローカーの事業を前身に持ち、二〇〇〇年に創業一五〇周年を迎えた投資銀行業界屈指の名門である。一八九九年に初めて引受業務を手掛け、一九〇六年以来、ゴールドマン・サックスのヘンリー・ゴールドマンと組んで、鉄道、鉄鋼、公益事業の引受けに地歩を築き上げた。戦後、チャールズ・メリルらと組んで、モルガンなどの既成勢力に対

して競争入札の分野で強引に共同幹事を獲得し始め、それを足場に公益事業会社の引受けにおいて強みを発揮した。一九六七年にはリーマンの引受額は三五億ドル、全米トップ四社の一つを占めるまでに成長した。

しかし、同社のその後の歩みはアメリカ資本市場の変貌に翻弄され、内部紛争、アメリカン・エクスプレスへの身売り、そして独立、公開会社化という紆余曲折を経て、サブプライム住宅ローン証券化業務への積極的な取り組みによって、独立系投資銀行としては業界第四位の地位まで成長した後、その果敢なリスク・テイキングによって破綻に追い込まれたのである。もともと、二〇〇八年三月のベアー・スターンズの救済買収を契機に、市場では投資銀行のビジネス・モデルそのものに対して疑問がもたれ始めており、同社だけが特に深刻な問題を抱えていた訳ではなかった。同

社の破綻を契機に、メリルリンチ、モルガン・スタンレーが資金繰りの面で窮地に追い込まれ、さらにはゴールドマン・サックスでさえその存続が危ぶまれる局面を迎えたのである。

リーマンのガバナンス構造については、同社のバイス・プレジデントであったローレンス・マクドナルド (Lawrence G. McDonald) が、意思決定構造、組織構造の問題点<sup>3)</sup>、さらには人事抗争などを生々しく告発している。一四年間CEOの地位にあるリチャード・ファルド (Richard S. Fald) に権力が集中し、過半が外部取締役で構成されていた取締役会も大部分が金融や証券についての知識や経験のない高齢者の集まりで、チェック機能を果たすことができなかった。持株会社LBHI (Lehman Brothers Holding Inc.) がチャーター・イレブンの申請を行ったNY南部地区破産裁判所に任命された調査官であるバルカス (A.

Valukas) による報告「[11010]」は、リーマンのリスク管理体制は業界でも最も優れたものと評価されていたと指摘しているが、実態はまるで違っていた。経営陣はサブプライム証券化商品を他社に追いつき追い越す絶好の機会とみなし、最高リスク管理担当者 (CRO) や一部の役員から過大なリスクに対して危惧や反対の声が上がり始めると、次々と解任したり閑職に追いやった。かくして、収益を追い求めるあまり、質を無視して住宅ローンを買収した結果、「副業で投資銀行を営む不動産投資信託 (REIT)」と揶揄される姿に変貌してしまったのである。

## 二、リーマン・ブラザーズの業務 および財務構造

リーマンの財務構造をみると、短期負債による

資金調達に極端に偏っていた構造が明らかになる。もつとも、これはリーマンだけの問題ではなく、投資銀行全体に共通した問題である。

図表1は、リーマンの最後の四半期報告 (Form 10-Q) である二〇〇八年五月三十一日の資産と負債の主要項目を整理した円グラフである。まず、資産総額は六三九〇億ドルであるが、前年一月三〇日には六九一〇億ドルであったから、この間に非流動的資産の売却などによって五二〇億ドル減少している。

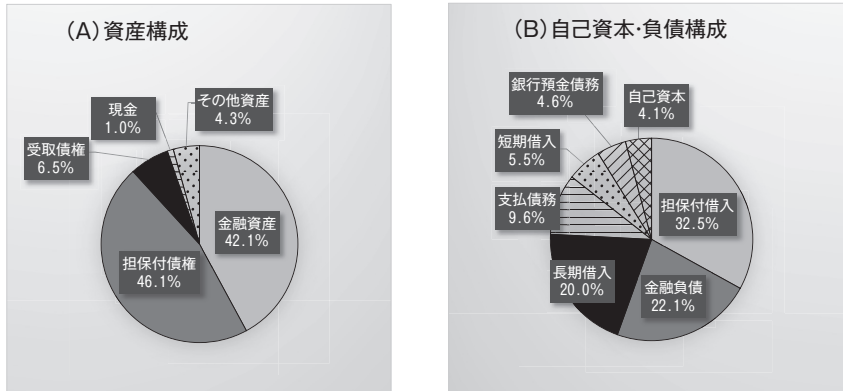
資産の主要項目をみると、

・金融資産 (Financial instruments and other inventory positions owned) が二六九〇億ドルで、資産額の四二・一%を占める。これには、証券、デリバティブ、商業用不動産、プライベート・エクイティ、モーゲジ・ローンが含まれる。

・担保付債権 (Collateralized agreements) が二九五〇億ドル、四六・一%である。これは証券の売戻し条件付き購入 (リバース・レポ) と借入証券の二つのカテゴリに分かれる。これらの資産項目はヘッジ・ファンドに対するプライム・ブローカーとしての業務を反映するもので、これらの業者に対する担保付貸付け、およびリバース・レポであるが、基本的に短期でしばしばオーバーナイト物であった。

しかし、元々、プライム・ブローカレッジ業務はゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、ベアー・スターンズの三社が業務全体の約半分を占めており、リーマンは大手業者の一つではなかった。<sup>11)</sup> さらに、二〇〇八年三月のベアーの破綻、あるいはそれ以前にその経営危機が知られるようになった頃から、ヘッジ・ファンドはカウンターパーティ・リスクを抑えるために、複数の

図表1 リーマン・ブラザーズの資産・負債構成 (2008年5月31日)



〔出所〕 Lehman Brothers Holding Inc. Form 10-Q, May 31, 2008、より作成

プライム・ブローカー（投資銀行）と取引をするようになっていた。二〇〇六年頃より、少なくとも一〇億ドル以上の運用資産を持つヘッジ・ファンドの約七五％は複数のプライム・ブローカーのサービスを利用して<sup>(2)</sup>いた。

このような特質に規定されて、チャプター・イレブン適用前の一週間に数億ドル単位でヘッジ・ファンドからの預り金が引き出され、同社は流動性危機に追い込まれることになった。

・受取債権 (Receivables) が四二〇億ドル、六・五％である。

これら三項目で、資産額の九四・七％を占める。現金は六五億ドル、資産額の約一％を占めるに過ぎなかった。

他方、負債項目は、

・買戻し条件付きのショート・ポジション (Financial instruments and other inventory posi-

- ・ *tions sold but not yet purchased*) が、一四二〇億ドル、二二・一%である。
  - ・ 担保付借入 (*Collateralized financings*) が二〇八〇億ドル、三二・五%である。これはレポ取引 (一二七八億ドル)、証券借入 (五五四億ドル) が大部分である。
  - ・ 支払勘定 (*payables*) が六一〇億ドル、九・六%を占めるが、これはリーマンの顧客、主としてヘッジ・ファンドからの現金預け金であり、請求次第、引き出すことができるものであった。
  - ・ 短期借入 (*Short-term borrowings and current portion of long-term borrowings*) が三五三億ドル、五・五%である。このうち、CP発行額は八〇億ドルで、残りは一年以内に満期のくる長期債務である。
  - ・ 長期借入 (*Long-term borrowings*) が一二八〇億ドル、二〇・〇%である。このうち、一八〇億ドルは劣後債務である。
  - ・ 自己資本はわずか二六〇億ドル、四・一%に過ぎなかった。
  - ・ 資産勘定の受取債権 (*Receivables*) (六・五%) と負債勘定の支払債務 (*Payables*) (九・六%) を較べると、リーマンにとってレポ取引などの短期金融市場からの資金調達およびヘッジ・ファンドからの預り金は重要ではあるが極めて不安定な資金源泉であることが明らかである。
- この極端に過少の資本バッファでは、保有資産の時価のわずかな低下でも負債超過に陥り、またカウンターパーティ・リスクに敏感になったヘッジ・ファンドが預り金を引き出し始めると、瞬く間に追加資本の調達に迫られることになる。ましてや、サブプライム商品の暴落という金融津波に襲われれば、ひとたまりもないことは誰の目



にも明らかであった。このような危険な状態まで、リスクなビジネスにのめり込んでいった経営者と、それを阻止できなかった取締役会の責任は重い。

### 三、リーマン・ブラザーズの破綻処理のプロセス

リーマンの資産・負債構造に基づき、同社が何故、救済されなかったかを検討しよう。救済といても、政府（あるいはFRB）が直接、資金投入によって救済する場合（AIGやファニーメイ、フレデイマックスのケース）もあれば、JPMORGAN・チェースによるベアー・スターンズの救済買収のように、不良資産部分の買取資金を供与する場合、さらには政府が主導して民間大手金融機関による共同資金拠出が行われる場合（救済で

はないが、一九九八年のヘッジ・ファンド、ロングターム・キャピタル・マネジメント（LTCM）の破綻処理が典型的である）もある。問題になるのは、国民の支払った税金の投入によって金融機関が救済される場合であるから、最後のケースは特に問題にはならない。税金の投入によって金融機関が救済される場合には、それまでに経営者が多額の報酬を受け取っているため、経営破綻の責任を納税者が負うことに対して納得のいく説明が求められる。

連邦準備法一三（三）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。この条文は一九三二年に定められ、一九三五年と一九九一年に改正され、さらに二〇一〇年にドッド・フランク法によって改正されている。言うまでもなく、リーマンの破綻処理に関係するのは二〇一〇年の改正前の条文であ

る。

F R B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F R Bが判断、③融資がF R B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、T S L F (Term Securities Lending Facility)、P D C F (Primary Dealer Credit Facility)の投資銀行への信用供与プログラム、さらにはベアー・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。

二〇〇八年三月以降の状況は、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、F R B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ったと主張している<sup>(3)</sup>。彼に同調して、ポールソン財務長官、ガイトナーN Y連銀総裁も同様の趣旨の発言を繰り返している。

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・フランク法によって、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F R B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、Ball [2016]によると、F R Bの法律部 (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、一三(三)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(二〇〇八年一〇月に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)。しかし、バーナシ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。

そこで、リーマンが債務超過の状態であったのが問題になる。その資産内容を検討しよう。

リーマンの資産額六九一〇億ドルのうち、約九五％は金融資産、担保付債権、受取債権である。

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連銀のグ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<sup>(4)</sup>。その結果、資産の過大評価額は二三〇―二七〇億ドル(バークレイズ)、二八四億ドル(バンク・オブ・アメリカ)、二二〇―二五〇億ドル(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、二二〇億ドルから二九〇億ドルの範囲であった。さらに、リーマンの資産内容を詳細に検討したBall [2016] 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)四一三億ドルと販

売目的で保有されている二〇七億ドルの合計額六二〇億ドルを問題のある資産とし、過大評価額はゼロと六二〇億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）と一〇〇%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。パークレイズやバンク・オブ・アメリカがFRBに対して、JPMorgan・チェースがベアー・スターンズの救済買収に対して供与した三〇〇億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。

リーマンの二〇〇八年五月末の自己資本額は二六〇億ドル（なお、リーマンは六月に六〇億ドルの増資を行って八月末の自己資本額は二八〇億ド

ルである。以上で述べた金融機関の資産査定は九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、若干のマイナスかいくらかのプラスであった。加えて、劣後債務が一八〇億ドルあるから、仮に清算されても、債務超過にはならないことになる。

もつとも、この種の評価は非常に難しい。一般論としては、各国中央銀行は流動性不足 (illiquidity) と支払不能 (insolvency) を区別して、後者の場合には破綻処理の手続きを採るとしている。

これは、中央銀行は一時的に流動性不足にある経営が健全な金融機関には、モラルハザードの誘因を与えないため罰則的な高い金利で融資を行う一方、質の良い担保があれば自由に貸し出すべきという古典的なバジェット・ルールに沿うものであるが、問題は資産の査定が困難で、實際上、破綻

時には両者の区別が極めて困難なことである。このような判断に迫られる状況では、ゴイーニング・コンサーンとしての価値と清算価値は大きく食い違ってくるからである。リーマンの場合にも、破綻前の一週間の状況は急激な資金流出に見舞われ、資産価値が大きく損なわれたのである。

確認できることは、ベアー・スターンズ救済後の不安定な市場環境、とりわけ次の破綻候補としてリーマンが噂される状況でも、同社は明らかな支払不能状態とは認定できないことである。

#### 四、リーマン破綻に至る一週間の資金流出

リーマンが九月一〇日（水曜日）に第3四半期の決算が四一億ドルの赤字になることを公表すると、CDSのスプレッドが急激に拡大し、格付会

社は週末までに資本増強が行われなければ、格付けを引き下げることが通告した。この間、リーマンは約三〇〇億ドルの流動性を失い、翌週月曜日（二五日）の午前中に支払い義務のある負債は保有流動性を三〇億ドル超過していた。わずか一週間のうちに三〇〇億ドルもの流動性が失われたのは、同社の資金調達および負債の特異な構造に原因がある。

リーマンの最大の資金流出はレポによる資金調達に関連するもので、約一一〇億ドルである。<sup>5)</sup>このうち、四五億ドルは四八〇億ドルのレポ残高の借り換えができなかったことによる流出である。これに加えて、取引相手によるヘアカット率の引き上げ、およびクリアリング・バンクによる担保の追加的な差入れ請求によるものが六五億ドルである。

次に、プライム・ブローカレッジ業務に関連す

る引き出しが一〇〇億ドルである。この業務はヘッジ・ファンドに対する取引執行、貸付け、レポ取引、口座管理などのサービスの総称であるが、レポ取引の担保として差し入れられる現金はプライム・ブローカー（投資銀行）にとって重要な資金源泉でもあった。リーマンのイギリス子会社であるLBIE (Lehman Brothers International (Europe)) はこの資金を顧客からの引き出しに備えた準備金として使っていた。しかし、第3四半期にはイギリスの顧客は現金が底をつくほどレポ取引を縮小し、破綻前の最後の週には二〇億ドルの返還を求めた。LBIEはこの請求に応じることができなかつたため、本社の流動性プールから一〇〇億ドルを充てた。

この他に、デリバティブの証拠金の積み増しに三〇億ドル、レポ取引のごく短期の貸手からの換金請求に二〇億ドル、CP、銀行借入、満期が到

来した長期債務などの返済に四〇億ドルが充てられた。これらの合計は三〇〇億ドルに達し、リーマンは九月一二日（金曜日）には流動性プールはわずかに一四億ドルを残すだけとなり、LBIEは五〇億ドルの不足の状態になった。かくして、LBIEは月曜日の朝に債権者への支払いができなければ、裁判所の資産管理下に置かれることになるため、本社の持株会社LBHI (Lehman Brothers Holding Inc.) はデリバティブ取引のカウンターパーティーからの解約要求に直面することが避けられなくなった。追いつまされたリーマンはチャプター・イレブンに基づき破産申請を余儀なくされたのである。

もちろん、この判断は直接には監督当局のリーマン再建問題の担当責任者であったガイトナーNY連銀総裁の決断によるものであったが、ポールソン財務長官とバーナンキFRB議長との緊密な

協議に基づくものであった。後に公刊された三人のそれぞれの回顧録を読むと、異口同音にFRBには担保不足の金融機関を救済する法的な権限はなく、救済は不可能であったと述べている。しかし、この問題を詳細に検討したBall [2016]は、ドッド・フランク法によって改正される以前の連邦準備法一三(三)条には直接にはその発動のためには十分な担保の存在が絶対的な必要条件とはされておらず、FRBの裁量に拠っていたことを明らかにしている。さらには、仮にそれが必要条件であったとしても、リーマンがこの時点で債務超過であったかどうかは甚だ疑わしいと主張している。

## 五、破綻後の資金手当て

九月二五日(月曜日)に持株会社LBHIは連

邦倒産法第一一条に基づく破産申請を提出したが、FRBはそのブローカー・デインター子会社LB I (Lehman Brothers Inc.)はレポ取引と債権債務を清算することで秩序立った清算が可能であると判断したため、事業を継続しながら買手を探した。実際、九月二二日に、以前からアメリカにおける証券業務の拡大強化に関心を持ち、リーマンの全事業の買収の意向も示していたバークレイズが証券業務部門を引き取った。とはいっても、親会社LBHIの破綻手続き申請後のLB Iの資金繰りは不安定で、事業継続のためには一五日から二二日までの流動性の供与が不可欠であった。後知恵といえそうであるが、この一週間のFRBによるLB Iへの資金支援が破産申請前の一週間に持株会社LBHIに対して行われていれば、同社の破産は回避できたかもしれない。少なくとも、資金支援額でみる限り、そうであっても誤

図表2 9月15日-22日のLBIとパークレイズの借入れ

## A. LBIの借入れ

借入日	借入先	借入形態	金額
2008年9月15日	FRB	PDCF	280億ドル
16日	FRB	PDCF	197億ドル
17日	FRB	PDCF	204億ドル
15日	パークレイズ	トリパーティ・レポ	158億ドル
16日	パークレイズ	トリパーティ・レポ	158億ドル
17日	パークレイズ	トリパーティ・レポ	158億ドル

## B. パークレイズの借入れ

借入日	借入先	借入形態	金額
2008年9月18日	FRB	PDCF	479億ドル
18日	FRB	TSLF	50億ドル
19日	FRB	PDCF	160億ドル
19日	FRB	TSLF	27億ドル
22日	FRB	PDCF	160億ドル

(注) PDCFはPrimary Dealer Credit Facilityの略。TSLFはTerm Securities Lending Facilityの略。

〔出所〕 Fleming and Sarkar [2014], Table 1より

りではないであろう。

図表2は、チャプター・イレブン申請後の一週間におけるLBIの資金繰りとパークレイズのFRBからの借入れをまとめたものである。LBIは親会社LBHIの九月一五日のチャプター・イレブン申請後一七日まで、パークレイズからオーバーナイト・ローンとしてトリパーティ・レポ一五八億ドルを受けている。同時に、ベアー・スターンズ破綻時にFRBが証券会社に対する信用供与方式として創設したPDCF (Primary Dealer Credit Facility) により六八一億ドルの融資を受けている。そして、パークレイズは一八日から二二日までの間に、PDCFとTSLF (Term Securities Lending Facility) を利用してFRBから総額八七六億ドルの信用供与を受けている。

この金額は、JPモルガン・チェースがベ



アー・スターンズを救済買収する際にFRBから受けた三〇〇億ドルの融資よりもはるかに多い。もちろん、ガイトナーNY連銀総裁はこの融資の回収可能性について、利益相反関係にない資産運用会社ブラックロックCEOのラリー・フィンクから、担保に取った「資産を数年保有していれば、十中八、九、全額取り戻せるだろうし、悪くしても、数十億ドルの損失ですむだろう」という言葉を取っている<sup>6)</sup>。また、証券子会社LBIは顧客資産の分別管理により、担保の健全性は原則的に維持されていたと判断できるので、ここでも十分な担保があったと考えられる。

次に、FRBが指摘した担保の質についてである。リーマン破綻後、モルガン・スタンレーとゴールドマン・サックスも深刻な流動性危機に見舞われた。FRBはPDCFとTSLFにより、二〇〇八年末のピークではモルガン・スタンレー

に対して一〇七〇億ドル、ゴールドマン・サックスに対して六九〇億ドルの融資を供与している。このうち、モルガン・スタンレーのPDCF融資額の一部(二〇億ドル)に対する担保はCCCであるいはそれ以下の格付けで、この低格付けの担保をFRBが受け入れていけば、リーマンは破綻を免れていたという指摘がある<sup>7)</sup>。実際には、FRBは担保の質の低さを理由に、親会社LBIとロンドンの子会社LBEに対する融資を拒否したため、倒産に追い込まれた。この事実からも、融資条件の公平性に対して重大な疑問が残る。

## 終わりに

リーマン・ブラザーズは何故、破綻に追い込まれたのか――

以上の分析によって、リーマンの破綻は担保不

足などの経済的要因が主要な原因ではなかったことが明らかである。確かに、大手投資銀行の中では同社が最もアグレッシブにサブプライム住宅ローンの証券化ビジネスにのめり込んでいたのは事実ではあるが、手を付けられない債務超過となるほど不良資産を抱え込んでいた訳ではない。特に五月のベアー・スターンズの事実上の破綻以来、市場は投資銀行のビジネス・モデルそのものに疑心暗鬼になっており、政府による何らかの救済措置が採られなければ、リーマン・ブラザーズに次いで、メリルリンチ（実際、リーマンがチャプター・イレブンを申請した日に、バンク・オブ・アメリカによって救済買収された）、モルガン・スタンレー（既に、市場ではリーマン後のターゲットとされていた）、そしてゴールドマン・サックスですら存続が危ぶまれる状況が予想されたのである。

これは古典的かつ典型的なシステムック・リスクの露呈であり、個別の金融機関で対応できる状況ではない。問題は、それにも拘わらず、何故、リーマンは破綻させられたかである。

これまでの分析から、この問題は経済的合理性では説明がつかない。その理由は、一般論としては、政府およびFRBの政治的判断によるということになるが、その内容は三点ある。第一は、ベアー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である。この中には、以後のモラルハザードの蔓延に対する危惧など、傾聴に値するものもあるが、全体的には冷静な判断というよりも大きく感情論に流されたものであった。それに加えて、破綻した金融機関の経営者が多額の報酬を手にかけていたことが明らかになるにつれ、国民の間に反大手金融機関感情が強烈になった（ウォール街占拠運動が象徴的である）。このことが、以

後の監督当局の対応を大きく制約することになったのは否定できない。

第二は、政策決定当事者のスタンスの問題である。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ー・スターンズの救済によって「ハスター救済」(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議長は二九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。

この顔ぶれを見れば、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。実際、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が、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。

そして、最後にもかかわらず政府およびFRBが公的資金の投入を含めた介入に踏み切らなかつたのは、リーマン破綻の影響についての過少評価があつた。仮にリーマン破綻の影響が経済全体の惨状をもたらすことになるという確信的な見通しがあれば、どのような批判を浴びようとも公的介入を躊躇することはなかつたと思われる。特に金融危機の度にキーパーソンの役回りを演じ、豊富な経験に裏付けられた冷静沈着さを備えていたガイトナーNY連銀総裁は果敢に救済を(ただし、AIGの救済にあたって経営者の金利引下げ要請に対する一切の交渉を拒否したよう

に、妥協することなく）断行したであろう。

これについては、バーナンキがバルカス報告作成のためのヒアリングで率直に述べている。

「リーマン破綻の経済への影響についての見解は様々であり、○から一〇〇までのスケールで表すと、一部の人は『軽微な混乱』が起こる程度であるとみていたが、自分は九〇―九五ぐらいの影響があると思っていた。しかし、実際には、『たぶん一四〇』ぐらいにもなった。そして、『誰もが予想していたよりも深刻だった』<sup>(8)</sup>と。

注

- (1) Aragon and Stralan [2009]。リーマン・ブラザーズがプライム・ブローカーレレッジ業務について上位一〇社に名を連ねるのは二〇〇五年以降であるが、シェアは三%前後に過ぎない。
- (2) Scott [2016], p.48
- (3) バーナンキの説明は変化している。リーマン破綻の数日

後に開催された議会の公聴会において、バーナンキは「FRBも財務省も、リーマンがかねてから問題を抱えていたことは広く知られており、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ったと判断したため、公的資金を投入することを拒否した」と述べているが、この際、担保、あるいはリーマンを救済する際に生じる法律的な障害については言及していない。

バーナンキがリーマンを救済しなかった理由として初めて担保不足をあげたのは二〇〇八年十月七日の講演においてであり、それ以来、繰り返し同じ説明が行われている(Ball [2016])。

- (4) 冒頭のガイトナーNY連銀総裁の回顧録からの引用に示されているように、五月の時点でNY連銀自身もストレ・テストを実施して、想定される最悪のケースについて資本不足額を算定している。しかし、これは通常のデュレリジェンスとは目的が異なる。
- (5) 以下の短期資金流出の数値は、Kapur E. [2015], “The Next Lehman Bankruptcy”, in Scott et al. (ed.) [2015] に示されている。

- (6) Geithner [2014], pp.155-56; 伏見訳 [二〇一五]。一九七―一九八ページ
- (7) Ball [2016]

(8) Valukas [2010], P.1505

【引用・参考文献】

- 伊豆久 [二〇一六]、『金融危機と中央銀行』九州大学出版会  
佐賀卓雄 [二〇一三]、『ドッド・フランク（D.F）法は金融  
システム危機の再発を防げるか』、『月刊 資本市場』一  
月  
—— [二〇一四]、『金融システム危機とコーポレート・  
ガバナンス改革』、『月刊 資本市場』一〇月  
Adrian and Shim [2010], “The Changing Nature of Financial  
Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09”, *FRRB-  
NY Staff Reports*, No.439  
Aragon G.O. and Stralan P.E. [2009], “Hedge Funds as Li-  
quidity Providers: Evidence from the Lehman Bankruptcy”,  
NBER Working Paper 15336  
Ball L. [2016], “The Fed and Lehman Brothers”, *NBER  
Monetary Economic Program*, July 14  
Bernanke B.S. [2015], *The Courage to Act: A Memoir of a  
Crisis and Its Aftermath*, 小比木 潔訳 [二〇一五]、『危機  
と決断』（上）（下）／角川書店  
Fleming M.J. and Sarkar A. [2014], “The Failure Resolution  
of Lehman Brothers”, *FRRNY Economic Policy Review*,

Dec.

Geithner T.F. [2014], *Stress Test: Reflections on Financial  
Crisis*, 伏見威蕃訳 [二〇一五]、『ゲイトナー回顧録』日本  
経済新聞社

Paulson H.M.Jr. [2010], *On the Brink*, 有賀裕子訳 [二〇一  
〇]、『ポールソン回顧録』日本経済新聞社

Scott K.E., Jackson T.H. and Taylor J.B. (ed.) [2015], *Mak-  
ing Failure Feasible*

Scott H.S. [2016], *Connectedness and Contagion*

Sorkin, A.R. [2009], *Too Big To Fail*, pp.5-6, 加賀山訳 [二  
〇一〇]、『リーマン・ショック・コンプライナスマイル』

(十)／(十)／早川書房

Valukas A. [2010], *Report of the Examiner in the Chapter  
11 Proceedings of Lehman Brothers Holding Inc.*, March  
11

(やが たかお・当研究所理事兼特任研究員)