論　説

リーマン・ショックの発生を許した監視と牽制の機能不全
－米連邦規制当局と格付機関の責任を問う－

須藤　秀夫

＜要　旨＞

2008年にリーマン・ショックが発生し、それに続いて世界的な金融危機・経済危機がもたらされた。この危機には、米国大手金融機関などによる無謀なリスク・テイクを許し放置する政策をとり、住宅ローンの借り手の保護を怠っていたFRBやSECなどの米連邦規制当局の責任がある。また、不正確でいい加減な信用格付けを行って投資家に誤解を与え、結果として大量のサブプライム・ローン担保債の購入に向かわせた格付機関の責任がある。

こうした機能不全の背景には、米国の経済力を支える主役とも言える金融業界（ウォール・ストリート）から連邦規制当局（ワシントンDC）へのカネと人的関係という「甘い汁」の提供による政治的影響力の行使が見られる。また、格付機関に関する背景として、彼らを頼りにする投資家を保護するという本来の使命を怠り、格付手数料を払ってくれるサブプライム・ローン担保債の発行者にすり寄るという企業としての考え方・企業文化があった。

危機を経て得られた教訓の上に立って、金融機関に対する不適切な監督・規制を改め、巨額で無謀なリスク・テイクを二度とさせないという米政府（オバマ政権）の強い決意から、2010年に金融規制改革法が成立した。細目は今後の調査・決定に委ねられ、引き続き自由な活動を志向する金融業界やそれを支持する政治勢力からの巻き返しが懸念されるものの、これまでの放置する政策が悲惨な危機をもたらした歴史をみると、同法の成立は高く評価される。

キーワード：リーマン・ショック、米金融規制改革法、FRB、SEC、格付機関、監視と牽制の機能

はじめに

2008年のリーマン・ショックとそれに伴う金融危機は、米国、日本をはじめ世界の経済・社会を大きく揺るがし、現在もまだ米国経済の雇用が回復していないこと、経済立て直しのための欧米の政府による財政出動から欧米の財政危機がもたらされていることなど、大きな傷跡を残している。筆者は、リーマン・ショックの原因と世界経済への影響について考察した（須藤[2009]）が、本稿では、さらに論考を進めて、その原因の一つである、連邦準備制度理事会（FRB）を初めとする米国の連邦規制当局および格付機関が本来行使すべき監視と牽制の機能不全がなぜ起こったのかを考察したい。

筆者が以前考察した対象では、1997～98年に発生したアジア通貨危機の原因の一つも、金融監督当局の監視機能および牽制機能の欠如ということができた[1)]。さらには、2011年３月に発生した東日本大震災によって起こった福島第一原子力発電所の放射線漏れ事故も、監督官庁である経済産業省原子力安全・保安院の監視・牽制機能の欠如が原因ということができる。

こうしたより広い分野の考察は今後の論考に委ねることにしたいが、強調したいのは、監視と牽制の機能不全が、一国の金融システムや経済社会システム、さらには世界経済の安定までを危うくすることになり得るということである。

次の項目に沿って論考していく。

[1]　リーマン･ショックを引き起こした原因

[2]　無謀なリスク・テイクを許した規制緩和

　2-1　関係する規制緩和策

西南女学院大学人文学部観光文化学科　教授

2-1-1　住宅ローン規制の実質的な緩和
（1）緩和による悪影響
（2）実質的緩和の経緯
（3）住宅ローンに関するリーマン・ショック後の改善の動き
2-1-2　商業銀行と証券会社・投資銀行との間の業務範囲制限の廃止
（1）制限廃止による悪影響
（2）制限廃止の経緯
（3）業務範囲に関するリーマン・ショック後の改善の動き
2-1-3　証券会社の負債・純資本比率規制の緩和
（1）規制緩和による悪影響
（2）規制緩和の経緯
（3）純資本規制に関するリーマン・ショック後の改善の動き
2-1-4　店頭デリバティブを巡る規制の緩和
（1）規制緩和による悪影響
（2）規制緩和の経緯―規制当局のリスクに対する甘い考え方
（3）店頭デリバティブに関するリーマン・ショック後の改善の動き
2-2　規制緩和の背後にあった３要因
2-2-1　政治資金
2-2-2　人的関係（リボルビング・ドア）
2-2-3　自由をよしとする考え方
[3]　投資家を守れなかった格付機関の機能不全
3-1　格付機関による証券化商品の誤った格付け
3-2　誤った格付けが与えられた理由
3-2-1　評価モデル
3-2-2　顧客である金融機関と格付機関の関係および内部人事
（1）格付手数料を支払う金融機関と格付機関の関係
（2）格付機関内部の人事
3-2-3　SECによる格付機関に対する監督・規制の機能不全
3-3　格付けに関するリーマン･ショック後の改善･改革
[4]　結論

本稿で再三出てくるアルファベットの略号で示される用語を初めに次の通り整理しておきたい。

CDS：　Credit default swap クレジット・デフォルト・スワップ

CDO：　Collateralized debt obligation 債務担保証券：MBSをさらに証券化した（しばしばCDSも混入していた）金融商品

CFTC：Commodity Futures Trading Commission 商品先物取引委員会

CFPB：Consumer Financial Protection Bureau 消費者金融保護局

FRB：　Federal Reserve Board、正確にはBoard of Governors of the Federal Reserve System　米連邦準備制度理事会（米国の中央銀行）

MBS：　Mortgage-backed securities 住宅ローン担保債
サブプライム・ローン担保債はその一種

OCC：　Office of the Comptroller of the Currency 通貨監督庁
国法銀行に免許を与える機関

SEC：U.S. Securities and Exchange Commission 米証券取引委員会

また再三触れられる３つの法律を成立した年の順に表示して整理しておきたい。

グラス・スティーガル法（Glass–Steagall Act；正式名称はThe Banking Act of 1933）

グラム・リーチ・ブライリー法（Gramm-Leach-Bliley Act（GLBA法）；正式名称はFinancial Services Modernization Act of 1999）

金融規制改革法（ドッド・フランク法[2)]：Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010）2010年7月成立。

[1] リーマン・ショックを引き起こした原因

リーマン・ショックを引き起こしたサブプライム・ローン問題の関係する金融商品がどのようにできたかを簡単に見てみよう。何千件という住宅ローンが投資銀行（例：リーマン・ブラザース）を主とするアレンジャーによってプールされ、そのプールされたパッケージがトラスト（Trust）によって購入される。トラストはその住宅ローンのプールを担保にして証券を発行し、証券を投資家に売却し、投資家が払う代わり金でプールの代金を支払う。ローンの借り手が毎月支払う元本と金利が、投資家への元本と金利の支払いなどに使われる[3)]。

サブプライム･ローン問題が2008年９月のリーマン･

ショックとなるに至った原因については、第一に、サブプライム・ローン組成に係る問題として、甘い融資基準をもって、債務履行が難しい借入人に対して不正ともいえる融資を組成していったこと、第二に、証券化に係る問題として、①原債権である住宅ローンの与信管理の欠如（組成の問題点でもある）、②リスクが見えない複雑な金融商品CDOの市場の増大、③レバレッジ（leverage：借入れ過多）によって調達した膨大な資金の運用、④CDSの過度の増大、および⑤信用格付けの不備が挙げられる[4)]。

本稿では、連邦規制当局であるFRBやSECの本来有する監視と牽制の機能不全が何故もたらされたのか、またサブプライム・ローンを担保として証券化された多くの証券（MBS）にトリプルA（AAA）などの優良な格付けを付すという機能不全に格付機関がなぜ陥ったのかについて考察したい[5)]。

[2] 無謀なリスクテイクを許した規制緩和

2-1　関係する規制緩和の流れ

2008年のリーマン・ショック発生にいたるまで、どのように規制は緩和されていったのか。次の４点を挙げたい。

1）住宅ローン規制の実質的な緩和
2）商業銀行と証券会社・投資銀行との間の業務範囲制限の廃止
3）証券会社の純資本規制の緩和
4）店頭デリバティブに対する規制緩和

ここでは、まず、これらの規制緩和によって金融機関にとって何が可能になり、その結果リーマン・ショック発生に至るどのような悪影響があったのかを、次に、どのような経緯からこれらの規制緩和が行われたのかを見ていく。さらに、リーマン・ショック後にどのような改善策が打ち出されたのかを述べる。

2-1-1　住宅ローン規制の実質的な緩和

⑴　緩和による悪影響

ここで言う「実質的な」緩和とは、法令が改正されて規制緩和されたというより、規制当局による監視、指導の姿勢が緩んだことをいう。これにより、住宅ローンの、とくに「略奪的」とも言われるサブプライム・ローンの無節操な造成（オリジネーション）が放置され、増大することとなった。

1990年代半ば、サブプライム・ローン貸付額は最大で年間300億ドルだったが、2000年に1,300億ドル、2005年には6,250億ドルへと急拡大した。そのローンをMBSにパッケージし直した額（年間発行額）は、2000年に550億ドル、2005年には5,070億ドルに達した（マイケル・ルイス［2010］p.50.）。

サブプライム・ローンは、本来返済能力のない信用力の低い借り手向けの住宅ローンであり、甘い融資基準で採り上げられた。借り換えの際の期限前支払損害金が20-25%ともいわれるほど高く、また、借入金利は当初２年間は低いのであるが、２年経過後は［(LIBORなど）市場変動金利＋年利3-6%］などへと急激に上昇することから、「略奪的」とまで言われた問題の多いローンであった。あまり金融に関する知識のない借入人を当初の有利な条件などで誘って借り入れさせていたことから、「詐欺的」とも言われる。

住宅ローンの貸し手は通常の場合、借り手の年収など返済能力を十分チェックして採り上げるのであり、そうした健全な本来の与信採り上げを行っていれば、さほど大きな問題とはならなかったはずである[6)]。しかし、何百または何千という住宅ローンをプールし、そのローン･プールを担保として特別目的会社（SPC: Special Purpose Company）（前述のトラストtrustに相当）が発行する証券（MBS）に切り替えて広く投資家に売る証券化により、住宅ローンの貸し手は、借り手の信用リスクを手放すことができ手数料収入を得ることができるようになったので、もはや個々の借り手の信用状態を十分チェックする必要はなく、大量に住宅ローンを作り出しSPCに売ることとなった。

ここでの問題は、このように問題の多いサブプライム・ローンの造成を規制当局がチェックしていなかったということである。なぜそうなったのか、経緯を見てみよう。

⑵　実質的緩和の経緯

住宅ローン、とりわけサブプライム・ローンに対する規制は、住宅ローン会社にとって脅威であった。そのため、住宅ローン会社は、2000-2007年に諸々の略奪的貸付規制の法案（Anti-Predatory Lending Act of 2000など）に反対して、強力にロビー活動を展開した。その結果、ほとんどの法案が議会を通ることなく葬り去られた[7)]。Igan他［2009］によれば、強力にロビー活動を行った住宅ローン会社ほど、所得に対する貸出金額の比率がより高い（higher loan-to-income ratio）、従ってリスクのより高いローンを供与し、より多く証

券化を造成し、より急速に住宅ローンを増やしていった。結果は、より高い元利不払いの比率など、彼らにとって大きな打撃となるものだった。

そもそも1994年に議会が定めた法律では、「債権者は消費者の返済能力を考慮せずに、消費者の担保に裏付けられた住宅ローンの高コストの借り換えにより、消費者に対する貸し出しを延長する行為または慣行におよんではならない。ここで言う返済能力には、消費者の現在および将来の所得、現在の債務負担および雇用状況などが含まれる」（サイモン・ジョンソン他［2011］p.189）と定められ、略奪的貸付は禁じられている。金融規制のややこしい仕組みでは、消費者保護関連法規の執行はFRBの担当になっていたが、当時のアラン・グリーンスパン（Alan Greenspan）FRB議長は、政府の規制全般に反対というだけでなく、不正行為すら自由市場によって自ずと阻止されるという考えをもっていた。また、FRBは管轄権がないという理由で、消費者保護の責任を回避していた。消費者団体は、低所得層向けを中心とする不正な融資慣行の証拠を集め、FRBに調査を要求した。しかし、それでもFRB理事会は1998年１月に、銀行持ち株会社のノンバンク子会社が消費者保護規程を遵守しているかどうかの検査は行わない、消費者からの苦情申し出についての調査も行わないとする、その後長期に亘る行動指針を満場一致で決めてしまった（Appelbaum［2009］）。ノンバンク事業者の監督はFRBの管轄外というのが理由であった。FRBは「番犬」（watchdog）の権限と責任を与えられていたにもかかわらず、不正な営業慣行などに対して吠えることをしない、放置する方針（hands-off policy）を採ったのである。

このFRBの決定の後、Citibank, HSBC, Wells Fargo Bankなど大手銀行は、消費者金融会社の買収に動いたが、その後不正のために何億ドルという罰金（例えば、HSBCの場合$484 millionなど）を払うなどのトラブルに見舞われることになる。

その後、他の連邦当局はFRBの上述の決定を批判する。1999年、米国会計検査院（General Accounting Office）は、FRBだけが監督の権限をもっているのにその決定は監視の欠如をもたらすと警告した。2000年には財務省と住宅都市開発省が共同報告書を発表し、FRBは監督の権限を有するとして住宅市場における好ましくない営業慣行や不正な融資条件を制限するよう勧告した。同じ2000年、FRB理事のエドワード・グラムリッチ（Edward Gramlich）は、略奪的貸付が銀行持株会社傘下の消費者金融会社によって行われていることを指摘し、FRBは厳重に取り締まるべきだと主張した。しかしこれらの警告、主張は、グリーンスパン議長によって握りつぶされる。

FRBの上記の決定は、自分たちは、個別借入人が直面する問題を監視するのには相応しくない、むしろより広範な経済全般の健全性に目を向けている機関であるとの意識による模様である。また、かっては生活水準の低いローン申請者は融資を拒絶されていたのだが、融資を受けられるようになって家を持つ者も増えてきて好ましいこととする見方をグリーンスパンは2005年時点でも持っていた。

なお、2006年２月に就任した後任のFRB議長ベン・バーナンキ（Ben Shalom Bernanke）は、不正融資の監視などについて、グリーンスパンのような後ろ向きの姿勢は見せず、前向きの姿勢を示していた（例えば、2007年６月５日南アフリカの国際会議でのスピーチ）。

FRBが消費者保護の義務を放棄するのと並行して、OCCや貯蓄機関監督局（Office of Thrift Supervision: OTS）といった連邦規制当局も、金融機関の健全性を監視する義務を怠り、融資慣行に関する規制を適正に実施していなかった。それに対して、州レベルでは、州の略奪的貸付法が高金利のサブプライム・ローンに多くの制約条件を設け、数年程度で新しいローンに借り換えさせる慣行や期限前返済に対する罰則を禁止した。しかし、このとき、OCCは金融業界に味方し、連邦規制は州の規制に優先する、融資慣行に対する州の規制は国法銀行には適用されないなどと明言した。こうしてサブプライム・ローンのブームが続く間、州政府は丸腰にされ、住宅ローンの貸し手は全米のどこでも思いのままに振舞うことができた（ジョンソン他［2011］p.192）。

⑶　住宅ローンに関するリーマン・ショック後の改善の動き

住宅ローン規制に関係した改善の動きについては、オバマ大統領の金融規制改革の一部として連邦規制当局の体制に大きな改善があった。個人借入人を含む消費者を金融面で保護する機能をより明確に打ち出した一元的な行政機関、CFPB（消費者金融保護局）が2011年７月に始動したのである。CFPBは、2010年７月に成立した金融規制改革法でFRB内に設置が決められていた。CFPBは、SECとCFTCが投資商品・サービスを規制するのと並んで、それ以外の金融商品・サービスを規制する役目を負い、

FRB、OCC等に分散していた消費者保護関連の規則の制定、消費者からの不服申し立て等に関係する立入検査等、業務停止等の行政処分など包括的な権限が付与されている。また、従来弱者とされてきた個人の保護や啓蒙を担当する部署（the Office of Fair Lending and Equal Opportunity, the Office of Financial Educationなど）も設けられている。

また、金融規制改革法によって、住宅ローンの貸し手は、借り手の収入などを調べ、借り手に返済能力があることを確認することが求められるようになった。

2-1-2 商業銀行と証券会社・投資銀行との間の業務範囲制限の廃止

⑴ 制限廃止による悪影響

グラス・スティーガル法の中の、銀行持株会社による他の金融機関の所有を禁止する条項が、1999年グラム・リーチ・ブライリー法（GLBA法）によって廃止された。

この条項により、それまで60年以上、商業銀行と証券会社（broker-dealer）・投資銀行（investment bank）[8]とは分離されていたが、その廃止により分離していた垣根は撤廃され、銀行・証券間の相互参入が認められた。GLBA法を活用して相互参入が認められたことにより、米国の大手商業銀行は次々に独立系の投資銀行を傘下に収めて、総合金融グループ化を進めてきた。例えば、金融複合企業・大手保険トラベラーズ・グループ（Travelers Group）傘下の投資銀行であったソロモン・スミス・バーニー（Salomon Smith Barney）は、1998年に商銀銀行の持株会社シティコープがトラベラーズと合併したことに伴い、シティコープの傘下に入った。チェース・マンハッタン・バンク（現JPモルガン・チェース銀行）は1999～2000年、投資銀行業務の強化のため、サンフランシスコを拠点としテクノロジー業界を専門にする投資銀行ハンブレヒト＆クイストの買収、M&Aのアドバイザリーを手がける未上場投資会社ザ・ビーコン・グループの買収などを行った（JPモーガン・チェース（JPMorgan Chase & Co.）のHP）。グループ内の投資銀行と商業銀行が協力する取引の例として、投資銀行がM&A案件の顧問業務を受注しようとするとき、商業銀行部門によるつなぎ融資の確約をプロポーザルに含めることが少なくなかった（モリス［2008］p.219）。

この業務制限が廃止され、足枷が外れた後、商業銀行は、預金で集めた資金を証券業務に使い、また、住宅ローン債権を買っては証券化して住宅ローン債（MBS）を売りさばくというビジネスを新たに始めた。他にも債務担保証券（CDO）、CDSといったいわゆる金融イノベーション商品のビジネスを行っていった。

銀行は、SIV（Structured Investment Vehicle）と呼ぶ簿外の法人で証券化商品に大量に投融資し（シャドウ・バンキング）、資本市場のリスクをも抱えこんでいった。シティグループを初めとする大手銀行が、総額4,000億ドルもの高リスクのローンをSIVで運用していることが、2007年明らかになった（モリス［2008］p.12）。リーマン・ショックにより、過度に証券業務に進出していったシティグループ等は大きな打撃を受けることになった。

⑵ 制限廃止の経緯

1933年のグラス・スティーガル法は、大恐慌によって高利回りの不健全な証券に投資していた銀行が大損害を蒙り経営危機に陥ったこと、系列証券子会社の顧客への与信判断が甘くなる懸念、あるいは倒産しそうな貸付先企業に社債を発行させて貸付金を回収し社債の投資家に倒産リスクを転嫁する懸念があったことを教訓として、商業銀行業と証券業との分離を規定していた。従って、同法は、銀行業を規制する単なる業法にとどまるのではなく、米国の金融制度全体の健全性を規定するものであった。

前述の通り、このグラス・スティーガル法が1999年グラム・リーチ・ブライリー法によって廃止されたが、それまでにも商業銀行からの絶え間ない銀行・証券間の垣根の廃止要求を受けて、FRBは一連の緩和措置を行い、垣根は半ば崩れかかっていた。

1987年FRBは、CP（コマーシャル・ペーパー）、MBS、特定地方財源債（レベニューボンド）の引受などの証券業務について、そうした証券業務からの銀行傘下の子会社の収入が同子会社の総収入の5％以内であれば、認めるとの柔軟な解釈を示した。この収入上限は1989年に10％、1996年には25％に引き上げられた。

他にも事業拡大に関する承認手続きの緩和などがあったが、それでもグラス・スティーガル法が存在する限り、収入上限25％の壁は厳然として残った。

こうした状況で、前述のとおり、トラベラーズとシティコープが1998年に合併した（現シティグループ（Citiproup Inc.））。この合併会社は子会社の証券会社・投資銀行（Salomon Smith Barney）を持つようになったので、グラス・スティーガル法の規定によれば、新

生シティグループは２年以内に自らを解体しなければならない。シティグループの頼みの綱は邪魔なこの法律の廃止であり、議会はシティグループの要望に従い、1999年にGLBA法を可決、同年11月クリントン大統領の署名によって成立した。これより前、上院対下院の対立、共和党対民主党の対立に加えて、銀行対証券・保険の業態間およびそれを所管する委員会間（銀行委員会対商業委員会）の対立、大銀行対中小銀行の対立などがあって法案の調整が付かず、多くの法案が成立しなかったが、ついに成立を見た。

このGLBA法の成立により、銀行・証券会社本体による兼営は引き続き禁止されるが、系列会社を通じた参入が可能となり、業務範囲規制は実質的に自由化された。また、現行の銀行持株会社の業務範囲に加えて、証券会社・保険会社を子会社で営むことができる「金融持株会社」（financial holding company）の制度が創設された[9)]。

ノーベル経済学賞受賞者であるジョセフ・スティグリッツ（Joseph Stiglitz）とポール・クルーグマン（Paul Krugman）はこのGLBA法を批判しており、とくにクルーグマンは、この法律の共同提案者の一人フィル・グラム上院議員（Phil Gramm）を「金融危機の父」（the "Father of the Financial Crisis"）と呼んでいる（*The New York Times*, March 29, 2008）。

⑶ 業務範囲に関するリーマン・ショック後の改善の動き

リーマン・ショック後の金融危機の再発を防ぐには、金融大手、とくに預金を扱う銀行に金融・資本市場のリスクが集中しないようにする必要がある。そのため、GLBA法を見直し、銀行による証券業務を制限するとともに、本体以外で高リスクの投融資を行うシャドウ・バンキングを制限する必要があるとの考え方が強まった。こうした考え方の中心は、グラス・スティーガル法再制定を主張する元FRB議長ポール・ボルカー（Paul Volcker）[10)] であり、彼の名をとって「ボルカー・ルール」と呼ばれる。ボルカー・ルールに基づく金融規制強化策案が2010年１月にオバマ大統領によって発表され、同年７月、金融規制改革法の成立に至った。細目は今後各規制当局等によって詰められることになっているが、米国金融業界の競争力低下や雇用低下を理由に同法に反対する[11)] 金融業界や共和党などからの強い巻き返しが出ており、実施の延期、骨抜きになりえるなどの不透明な面も残される。しかし、二度とリーマン・ショックのような巨大な金融危機を起こさない、金融機関が大きすぎて潰せない（too big to fail）という問題を解消するという強い意志をもったオバマ政権の基本的な経済政策として評価したい。

この法律の主要内容は、①一つの金融機関の破綻で危機が連鎖的に広がるというシステミック・リスクの監視のため、金融安定監督評議会（Financial Stability Oversight Council）を設置すること、②システミック・リスクを予防するため、重要な金融会社に対する厳格な規制（ボルカー・ルール）を実施すること、および③銀行以外の金融会社の破綻に対する秩序だった処理の枠組みを整備することである。このうち、本件の業務範囲規制に関係するものとして、上記の①および②を見てみよう。

①の金融安定監督評議会は、マクロ経済全体の健全性を監督し、システミック・リスクを把握し対処する目的で設立され、財務長官を議長に、各規制当局の長で構成されている。危機に陥ると金融システムに影響を与える重要な金融会社として、銀行持株会社（総資産500億ドル以上）およびノンバンク金融機関（証券会社、保険会社、ヘッジファンドを含む）には通常の金融機関に比べより厳しい資本、流動性、レバレッジ規制を課すことを決めた。

②のボルカー・ルールでは、大手金融機関の自己勘定取引を概して禁止する。但し、規制反対勢力からの反発を受けて、中核自己資本[12)] の３％以下での（ヘッジファンド、不動産ファンドなどの）ファンド向け投融資は認めることとした。GLBA法による業務範囲規制の廃止を直接的に無効にするのではなく、自己資本を関係させた別の形で規制強化し不必要なリスク・テイクをさせずに健全性を強化しようとしたものである。

その後、活動を始めた金融安定監督評議会は、銀行に対してヘッジファンド向け信用供与に関する情報開示を求める方針を確認し（『日本経済新聞』2011年１月19日付け夕刊）、具体的な動きを見せている。

なお、「シャドウ・バンク」（影の銀行）を規制することについては、米国内だけでなく、主要20カ国・地域（G20）の監督当局者と中央銀行で構成される金融安定理事会（FSB）も規制対象とする考えを表明している（『日本経済新聞』2011年７月19日付け夕刊（FSBのドラギ議長の記者会見の記事）。

2-1-3　証券会社の負債・純資本比率規制の緩和

⑴　規制緩和による悪影響

1975年、SECは規則を発し、証券会社に負債・純資本比率（debt-to-net capital ratio）を12：１未満とさせた。ここで「純資本」となっているのは、会計上の「資本」ではなく、売買される資産を証券会社自身に市場価格で評価させ、資産のマーケットリスクを反映した減額（“haircut”）を織り込ませたことによる。

しかし、2004年４月、５大証券会社（ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、メリルリンチ、リーマン・ブラザース、およびベア・スターンズ）にはこの規則の適用を免除してしまった。

証券会社が高いレバレッジ（leverage）を求めるのはより高い利益を得るためである。簡単な数字例で見てみよう。10ドルの資本で資産を10%で運用しようとする場合、120ドルまで借入れしてよい。借入れ金利を5%と想定する。借入れによって130ドルまでの資産を運用することができる。この12：１の比率を引き上げること、すなわちレバレッジの最大化がウォール街の証券会社の狙いであった。例えば、30：１まで引き上げることが認められた場合、10ドルの資本で300ドル借入れでき、310ドルの規模の資産を運用できる。レバレッジ12：１の場合のリターンは13ドル（＝130ドル×10％）、金利コスト６ドル（＝120ドル×５％）を差し引いて、手にする利益は７ドルとなる。一方、レバレッジ30：１の場合のリターンは31ドル（＝310ドル×10％）、金利コスト15ドル（＝300ドル×５％）を差し引いて、より大きな純利益16ドルとなる。

この規制緩和が認められた後、証券会社は、大口ポジションやハイリスクのポジションをとってレバレッジを増やしていき、予想利益とともにリスクも膨らませていった。2008年９月に倒産したリーマン・ブラザースの場合、2007年11月末現在の貸借対照表上、負債は自己資本の30倍（須藤［2009］p.130）、ベア・スターンズのレバレッジはピーク時33倍（ジョンソン他［2011］p.187）となっていた。

レバレッジが大きくなった場合、利益額は大きくなりえるが、資産価値が下落に転じた場合、予想した利益は吹き飛んで、逆により大きな損失がもたらされることになる。10ドルの資本に33倍のレバレッジをかけて330ドル借入れし、340ドルの資産運用を行っている場合、資産価値が３％（＝10.2ドル）下落して損失計上すると資本が食われ債務超過となってしまう。

高いレバレッジの問題は、負債：純資本の比率だけではなく、証券会社による短期での借入れと長期での資産運用という期間のミス・マッチングの問題があった。通常は、短期金利より長期金利の方が高い（右上がりのイールド・カーブ）ので、短期借入れ・長期運用により利鞘を稼ぎ、それを高いレバレッジによって取引量を増大させ上述のように利益を増加することができる。しかし、一旦資産価値の下落などから損失が発生すると、短期資金を証券会社に貸している先が「あそこは危ない」と考え、さらにそのような考えが市場に広まって、だれも短期資金の、それも多額の短期資金の借換え要望に応じてくれなくなる。2008年にはベア・スターンズ、リーマン・ブラザースなど多数の証券会社がこのような借換え不能に陥って、倒産の危機に瀕し、救済先の見つからなかったリーマンの場合は倒産してしまった。

⑵　規制緩和の経緯

上述の1975年の負債・純資本比率（12：１）規則は約25年続いて、証券業界の安定に寄与したが、連邦規制当局は、必要資本を何とか最低限にとどめようとする証券会社の企てに乗ってしまい、2001年には証券化に対する資本要件を定めた新ルールを発表した。証券会社の組成した証券に裏付け資産のリスクが一部残っている場合、資本の必要量は格付機関の決めた信用格付け（場合によっては証券会社の内部モデル）に従ってよい、というルールである。資本の必要量は証券会社がとった経済的リスクの度合いと揃えるべきであり、この経済的リスクの大きさは格付けで表される、というものだった。ここから、証券化に際して「格付け（会社）ショッピング」（後述）が盛んに行われるようになった（ジョンソン他［2011］p.184）。

さらに、SECは2004年４月、上記の五大証券会社からの要請を受け、証券事業の純資本必要額（net capital requirement）の計算に、バーゼル委員会（Basel Committee on Banking Supervision）が提示する基準に沿って、証券会社が過去のデータに基づき自分独自のリスク評価・管理モデルを使って純資本必要額を開発することを認めた。その複雑な数式では、実質的に純資本の上限はなく、自発的に管理されるというものだった。

この純資本に関する規制緩和が、上述の通り過大なレベレッジを許し、リーマン・ショックと世界的な金融危機をもたらしたが、SECの前委員長クリス・コックス（Chris Cox）はこの自発的管理は失敗だったと認めている。また、1975年規則策定に関与したとい

うSECの元理事（Lee Pickard）は、SECによる同規則免除がウォール街の崩壊につながったと述べている[13)]。

また、SECは、証券会社の純資本計算に自己裁量を認めたのであるが、本来その見返りに監視を強化すべきところ、それを怠った。2008年にSECの監査部門（Inspection General）が行った調査の結果、次のことが報告されている。

「投資銀行を監督する任にあった取引市場部門は、ベア・スターンズ破綻前に多くの危険な兆候に気づいていた。MBSへの過度な集中、高い負債倍率、MBSリスク管理の不備、バーゼルⅡ自己資本規制の遵守違反などである。にもかかわらず、これらのリスク要因を排除する措置を講じなかった」（ジョンソン他［2011］p.187）。

⑶　純資本規制に関するリーマン・ショック後の改善の動き

この純資本に関する規制緩和の改善項目は、上述の2004年の要求をした５社が消滅したり（リーマン）、商業銀行に救済のために買収されたり（ベア・スターンズ、メリルリンチ、モルガン・スタンレー）、FRBの管理と支援を受けやすい銀行持株会社として存続する（ゴールドマン・サックス）こととなり、証券会社単独としてはもはや存在しないので、議論の意味は小さくなっているといえよう。しかし、前述の「ボルカー・ルール」によって証券業務でのより健全な活動が後押しされよう。

2-1-4　店頭デリバティブに対する規制緩和

⑴　規制緩和による悪影響

デリバティブ取引には、上場取引所市場での取引（原油・天然ガス、大豆、トウモロコシなど多様な商品が対象）と、当事者間の店頭市場（Over-the-counter: OTC）での取引の２種類がある。ここで金融危機との関係で問題となるのは、後者の店頭デリバティブ取引であり、問題の最大のものはCDSである。

CDSとは、債券の元利払いにかける一種の保険ということができる。CDSの買い手は一定の保証料を売り手（例えばAIG）に払い、売り手は債務者（債券やMBSの発行体、例えばリーマン）が返済不能に陥った場合に元利払いを肩代わりする。CDSは（清算機関を通してではなく）売り手と買い手の間の相対で売買される。CDSは債券の投資家が債券発行体のデフォルト・リスクをヘッジする手段にもなっている。しかし、それだけでなく、CDSの買い手は保証料を払うだけで債務を抱える必要がなく、実際に債券発行体（例えばリーマン）が倒産すればCDSの売り手（例えばAIG）から大きな金額を受け取ることとなり、そのためどこかの企業が債務不履行を起こす可能性に賭ける手軽な手段にもなった。

規制の心配が要らなくなった店頭デリバティブ市場は、1998年の91兆ドルから2008年には592兆ドルの規模に達した（Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs（上院銀行委員会）, May 28, 2010）。このうち、最大の問題となるCDSは、1997年にJPモルガン（現在のJPモルガン・チェースの一部）がローンのデフォルト・リスクを貸借対照表から落とす目的で使ったのが始まりとされ、1998年には統計に表れない程度の取引量であったが、2008年には額面価格で50兆ドル、市場価格で３兆ドルを上回り、住宅バブル膨張の一因となった。主役であったAIGが売ったCDSの取引残高は2008年６月末時点で4,000億ドル（須藤［2009］p.131。『日本経済新聞』2008年９月18日付け朝刊）（約32兆円）に達していた。

⑵　規制緩和の経緯――規制当局のリスクに対する甘い考え方

店頭デリバティブを規制しようとする動きは、驚いたことに、規制当局からの反対を受けて、結局封じ込められることになった。その経緯を見てみよう。

1996年、クリントン大統領はボーン女史（Brooksley Born）を商品先物取引委員会（CFTC）委員長に任命した。CFTCは、米国の商品先物取引とオプションの市場を規制する任務を負った独立した連邦政府機関である。ボーン委員長は急拡大しつつあったが不透明な金融デリバティブを規制する必要性を強く訴えた。

彼女に対して、レビット（Arthur Levitt）SEC委員長、ルービン（Robert Rubin）財務長官、およびグリーンスパンFRB議長から、金融業界は自己規制をする能力があるとして、強い反対があった。1998年、ボーン委員長と３名から成るワーキング・グループ[14)]は行き詰まった（Essential Information ほか［2009］p.42の一部を筆者訳）。

ボーン委員長は、1998年にCFTCコンセプト・ペーパーを発表して、反撃した。このペーパーは、名目金額（nominal amount）28兆ドルに達していたデリバティブ市場をどのように規制すべきか、質問を投げかける形でやんわりと提示された。同ペーパーは、規制

のないデリバティブ市場の拡大は金融システムに重大なリスクをもたらすであろうと見ており、投げかけた質問が提示する規制の方策が実施されていれば、リーマン・ショック後の現在の危機の深刻さをより小さいものにしたであろう、とされている。筆者も、こうした妥当な考え方が支持されていれば、リーマン・ショックに続くCDS市場の危機が世界的金融危機の悪影響を増幅したことから、被害はより小さいものになったと考える。提示された方策は、次の通りである。

・市場で取引されるデリバティブ（農産品など）に適用される規則を金融デリバティブにも適用すべきである。
・金融デリバティブを規制された取引所で売買されるようにすべきである。
・金融デリバティブを売買する団体・個人を登録させるべきである。
・金融デリバティブを行う者に最低資本（capital requirement）を課すべきである（損失リスクに備えて引当金を積ませることにより、借金に過度に依存させないため）。
・デリバティブの発行者に付随するリスクを開示させるべきである（Essential Information ほか［2009］p.43）。

これらの提案に対し、金融業界からは直ちに反対の声が起き、その後2ヶ月間に少なくとも13回業界ロビイストがCFTCコミッショナーと会った。ボーン委員長は反対意見の多い議会公聴会にも呼ばれた。ルガー上院議員・農業委員会委員長（Richard Lugar）は、1998年証券会社・投資銀行から250千ドルの選挙資金を受けていたが、論争に割って入り、ボーン委員長に最後通告した。CFTCのキャンペーンを止めろ、さもないと連邦議会は今後CFTC活動に一時停止（moratorium）を付す法案を通すことになろう、と（同上 pp.43-44）。

財務省は、引き続き規制は為されるべきではないとの見方を強めた。サマーズ財務次官（当時：Lawrence H. Summers）は、ボーン委員長の提言は、うまくいっている市場に規制からくる不確実性（regulatory uncertainty）をもたらすことになろう、と反対意見を述べた（サマーズの1998年7月30日上院農業委員会（Senate Committee on Agriculture, Nutrition and Forestry）での証言）。

グリーンスパンFRB議長は、これに応じ、規制は不必要であり、且つ、有害であると論じた（同上委員会でのヒアリングにおけるグリーンスパンの発言）（同上 p.44）。

ロングターム・キャピタル・マネジメント（Long Term Capital Management: LTCM） は、1997年ノーベル経済学賞受賞の学者マイロン・ショールズ（Myron S. Scholes）とロバート・マートン（Robert Cox Merton）を取締役に擁してデリバティブを重点的に取引するヘッジファンドとして知られていたが、1998年9月、40億ドルの損失を抱えて倒産しそうであるとの情報がFRBに寄せられた。ニューヨーク連銀は直ちに民間銀行14行を使って救済措置をとった。

ここでボーン委員長は、店頭市場が米国経済および世界の金融安定化に及ぼす知られざるリスクについて目を覚ますべきと下院銀行委員会（House Banking Committee）にて話したが、反対勢力によって脇に追いやられた。それどころか、議会は、CFTCの活動を6ヶ月一時停止する法的措置まで講じた。1999年5月、ボーンは失意に満ちてCFTC委員長を辞任した（同上 p.45）。

ボーンの後任であるレイナー（William Rainer）委員長は、グリーンスパン、サマーズ、レビットのCFTC規制を阻止する路線に沿って行動した。1999年11月、大統領金融市場ワーキンググループは、デリバティブへの規制はしないと提言する報告を発表した。その考え方として、規制は米国市場の発展に対して法的な不確実性をもたらし、あるいは、不要な規制の負担や制約を課すことになる、としている。また、店頭デリバティブの洗練された当事者たちは、小規模な投資家（retail investors）に対する保護と同じ保護は不要であり、システミック・リスクがあるにしても、かかる当事者の規律がシステミック・リスクを減少させるという公共政策の目的達成のうえで頼れるメカニズムとなるであろう、政府の規制は民間市場の規律に代わるものではなく補完するものである（同上 p.45）、としている。

グリーンスパンは、これに先立つ1997年のスピーチでも、次のように述べてデリバティブ取引の規制には慎重であるべきだとの立場を示している。

> 「デリバティブなどの金融商品や市場について政府の規制が必要かどうかは、慎重に再検討すべき問題である。機関投資家同士の取引所外での取引に商品取引所法を適用するのは、まったく無用と思われる。公共政策の目的は、民間市場自身による自己規制で十分効率的かつ効果的に達成し得ると考えられる」と（ジョンソン他［2011］p.9）。

また、同年に次の発言もある。

「デリバティブは、企業が金利リスクをはじめとする市場リスク、さらには信用リスクなどを管理するのに役立つ（中略）。証券化技術も広く普及しているイノベーションである。これも一種のデリバティブだ。証券化は、さまざまな金融商品の組成プロセスのアンバンドリング（分解）を促進し…こうしたイノベーションによって、金融市場の効率が高まったことはまちがいない」と（ジョンソン他［2011］p.141）。

グリーンスパンのこの考え方は、デリバティブは金融システム全体のリスクを分散させる貴重な役割を果たし、市場参加者はデリバティブに伴うリスクを扱う専門知識を備えていると信じていたことから来ている。前述のとおり、この考え方が誤っていたのは、CDSがその主な売り手であった大手保険会社AIGに巨額の損失を与え経営危機に陥らせ、米国金融システムの崩壊につながりかねなかったことから、明らかである。

なお、後任のベン・バーナンキ現FRB議長も、リーマン・ショック後の2009年４月、（デリバティブを含む）金融イノベーションについて次の通り述べ、自由な金融市場を支持する考え方を示した。

「金融イノベーションによって信用へのアクセスが容易になり、コストも減って、選択肢は拡がった。信用の出し手に過度に煩雑な規制を課し、新商品やサービスの開発意欲を削ぐようなことをすべきではない」と。

金融イノベーションは規制のない状況下で自由な発想から生まれるのでありある程度の自由度は必要であろうが、リーマン・ショックのような破滅的な危機に繋がり得ることが示されたわけであり、それだけにこうした規制当局の責任者の見方には首をかしげざるをえない。

規制当局者が上述の通りデリバティブの危険性を軽視していたのに対し、市場参加者のリーダーといえる人物はデリバティブの危険性を正しく認識していた。世界的に著名な投資家ウォーレン・バフェット（Warren E. Buffett）が、彼の経営する世界最大ともいわれる投資持株会社バークシャー・ハサウェイ（Berkshire Hathaway）の2002年度年次報告書にてデリバティブを「金融の大量破壊兵器」（“financial weapons of mass destruction”）と断じたことはよく知られている。彼は、傘下の再保険会社の事業とデリバティブの類似性を認識し、契約の連鎖などからくる大きなリスクを正しく指摘し、警告していた。

⑶　店頭デリバティブを巡るリーマン・ショック後の改善の動き

同じく、金融規制改革法（2010年）によって、店頭デリバティブ市場にも大きな改善・改革の枠組みが作られた。

改善の前は、前述の通り、市場にはほとんど規制がなく、CDSは本来のヘッジの意味合いから離れて、CDSの買い手がどこかの企業が債務不履行を起こす可能性に賭ける手軽な手段になり、リーマン・ショックの結果として最大手のCDSの売り手AIGの経営危機をもたらした。さらに、誰が誰に対していくらの金額の債権・債務をもっているのかといったデリバティブの実態が見えにくく取引当事者間の相互不信を招き、当局も相対取引であるため実態を把握できていなかったことから、リーマン・ショック後の金融危機のさらなる悪化をもたらすこととなった。

こうした事態が二度と起こらないように改善するべく、同法は店頭デリバティブ市場に透明性と説明責任を持ち込もうとするものである。主な施策として、集中決済する清算機関（clearing house）を設立すること、取引所での取引を行わせること、清算しきれないスワップの残高についてはマージン（保証金）を要求すること、スワップ取引業者などに最低資本を求めること、全ての取引を規制当局に報告させ規制当局がリスクをモニターできるようにすることなどをもって取り組むことになった。

なお、国際的な連携の動きも見られる。米国財務省は2011年中にでも金融機関に識別番号を付ける法人識別制度（LEI: Legal Entity Identification）の仕組みを採用し取引内容の報告を義務付ける規制を導入する方針で、この採用を2011年６月、日本と欧州に打診し、日本と欧州は検討に入っている（『日本経済新聞』2011年６月29日付け朝刊、同紙2011年７月16日付け朝刊）。各国規制当局が、情報を分析・共有する仕組みを作り共同監視しようとするものである。日米欧主要国の証券規制当局で作る証券監督者国際機構（IOSCO：International Organization of Securities Commissions）も世界共通の識別番号を整備する必要があるとの考え方を持っている。

2-2　規制緩和の背景にあった３つの要因

なぜ、どのような背景事情から上述の規制緩和は進

められてきたのか、を考えたい。なぜ米国政府はウォール街の主要金融機関に対して正しい方向に導く大きな影響力を持たなかったのだろうか。

それを説明するものとして、次の３つの要因が挙げられる（この考え方はサイモン・ジョンソン他［2011］に負うところが大きい）。

① 政治資金
② 政府とウォール街との間の人的関係
③ ウォール街流の自由な金融活動はよいことだとする思想

2-2-1 政治資金

ウォール街が政治的影響力を行使した（賄賂ではなく）合法的な武器は、第一に、選挙資金やロビー活動の資金である。これらを使って、影響力を拡大した。

Essential Informationほか［2009］（原データ：Center for Responsive Politics）によると、1998～2008年の10年間累計で金融業界（financial sector：金融、保険、不動産を含む）は選挙資金に17.4億ドル、ロビー活動に34.4億ドル、計51.8億ドル使って政治的影響力を買い規制緩和させた。選挙資金は1998年の1.6億ドルから2008年の4.4億ドルへ2.8倍、ロビー活動資金は2.1億ドルから4.5億ドルへ2.1倍増えている。2007年に金融業界が使ったロビイスト（official lobbyist）の数は2,996人と報じられている。計51.8億ドルの政治資金うち、証券業界は11.1億ドル、商業銀行業界は5.4億ドルを使った。献金先の個人としては、歴代の上院銀行委員長、下院金融サービス委員長などの名前が挙げられている。

2-2-2 人的関係

第二に、人的関係、いわゆる「リボルビング・ドア」（回転ドア）である。「ウォール街の老練な経営者が政府に登用され、政策を策定し、政権内部に新世代の高官を育てた」（ジョンソン他［2011］p.118）。

ウォール街は魅力的な天下り先を提供する。政府側もウォール街出身者の知識を必要としていた。金融が一段と難解になり、政策上の問題が、デリバティブ、証券化、資本規制、リスク管理など、より専門性を増すようになると、ウォール街での実務経験が重要性をもつようになった。金融政策論議は、金融イノベーションなどを実際に扱ったことがないと意見・提言を言いにくい状況になってしまった。

ロバート・ルービンは、ゴールドマン・サックスの共同会長から1995年クリントン政権の財務長官になり、退任後1999年にシティ・グループに経営執行委員会会長として迎えられた。

1999年グラム・リーチ・ブライリー法（GLBA法）に名前を冠せられているフィル・グラムは、「他産業の２倍の献金が証券業界から転がり込んできた」が、さらに「2002年に上院議員を辞め、UBSウォーバーグの副会長に就任している」（ジョンソン他［2011］p.120）。

バンク・オブ・アメリカの最高財務責任者（CFO）だったフランク・ニューマンは1993年に財務省に入って国内財政担当となり、後に財務副長官に就任した。彼は、デリバティブ規制法案の成立を阻む働きかけをしたが、1994年にデリバティブ不正取引にどっぷり浸かっていたバンカーズ・トラスト[15)]に1995年、副会長として就任し、翌1996年にはCEOに昇格している。

20年以上に亘ってFRBに勤務し、ニューヨーク連銀総裁（1985～93）も務めたジェラルド・コリガンは、1994年ゴールドマン・サックスに移り、1996年にはパートナー兼シニア・エグゼクティブになった。

このように、将来金融業界に雇われて名誉や高い報酬を得られる地位に就けそうだとなれば、政府高官は、金融業界に不利になるように規制強化しようという考え方にはなりにくかったといえよう。また、大手金融機関の経営者と政府高官の間の個人的つながりができ、ウォール街の自由を求める価値観が政治の場に吹き込まれることが可能になったといえよう。

このようなカネとヒト（人的関係）を通じて、ウォール街が政府（ワシントン）に対する影響力を高め、政府に自由な考え方を受け入れさせてきた面は否定できない。

2-2-3 自由な金融活動をよしとする思想

ウォール街が経済支配力を政治的支配力に発展させていったのは1990年代であったが、それを支えたのは思想、すなわち金融イノベーションと規制緩和により自由な経済活動を奨励する考え方であった。この考え方が、1990年代、民主党・共和党を問わずワシントンの信念となっていった。

これまで、住宅ローン規制に反対し、店頭デリバティブ規制に反対するグリーンスパンの考え方を見たが、ここで改めて、自由をよしとする思想の代表的な持ち主であるグリーンスパンの考え方を見てみよう。

グリーンスパンは、レーガン政権時代の1987年８月からブッシュ政権の2006年まで再任を重ねて約20年間FRB議長を務めた。この間、就任から２ヵ月後の1987年10月の株式市場の暴落（「ブラック・マンデー」）を食い止めた業績や、また、1996年に「根拠なき熱狂」（“Irrational exuberance”）という有名な言葉を使って、ときに株式市場の過熱を警戒しつつインフレを伴わずに順調な米国経済の成長を達成して上手くリードしてきたとして、高く評価されてきた。

グリーンスパンは、基本的には市場価格が適正であるかどうかは市場が決めればよいとして金融市場に任せ、金融当局の介入を最小限にする考え方であった。したがって、政府に干渉されたくないという金融業界の意向にも同調的であった。彼は次の通り発言している。

> 「根拠なき熱狂がいつ資産価格を過度に上昇させ、過去10年にわたり日本で起きたような予期せぬ長期の景気収縮につながるのか、それを知ることはできるのか。（中略）金融資産バブルの崩壊が実体経済やその生産、雇用、物価の安定性を脅かさない限り、中央銀行として懸念するには及ばない」（ジョンソン他［2011］p.135）。
>
> 「規制というものは、その本質として保守的なものである。規制は現状維持を促し、そこに既得権益をもつ特別利益団体をはびこらせる（中略）。新世紀を目前にした今、非効率化する一方の煩雑な政府規制は市場安定化効果のある民間自己規制に置き換えていくべきだし、実際にもそうなるだろう。というのも、たびたび予想外の動きをする環境にすばやく対応することは、政府には本来的に不可能だからである」（ジョンソン他［2011］p.134）。

このような考え方から、グリーンスパンの在任中は、巧みなかじ取りで米国経済の繁栄を導いたと称えられたが、サブプライム・ローン問題が発生するに及んで、金融業界のレバレッジ、サブプライム・ローン証券化商品（MBS）、デリバティブを規制せずに放置していた政策に誤りがあったといわざるを得ない。また、市場に自己を律する能力があるとの見方も誤っていた。金融問題に疎い政府関係者がグリーンスパンの意見を鵜呑みにしていたことも、批判されよう。

リーマン・ショック後の2008年10月23日、グリーンスパンは議会（House Committee）公聴会での証言を求められ、今回の危機は百年に一度の信用津波（“once-in-a-century credit tsunami”）と述べたうえで、過ちを認めざるを得なかった（Naylor, October 24, 2008）。

［3］ 投資家を守れなかった格付機関の機能不全

3-1 格付機関による証券化商品の誤った格付け

主要な格付機関（credit rating agencies）として、ムーディーズ（Moody’s Investors Service）、スタンダード・アンド・プアーズ（Standard & Poors’）およびフィッチ（Fitch Ratings Ltd.）の３社がある。

何百万人という投資家は、格付機関が住宅ローンのプールを担保として発行された何十億ドルという債券（MBS）やCDOに優良なトリプルＡなどと付与した格付けを信頼して、このような債券を大量に購入した。住宅ローンは実際には返済能力の乏しい借入人向けのサブプライム・ローンであり、住宅価格の下落などから債務不履行が見られるようになり、結果として、格付機関は誤った格付けを付与していたことが明らかとなった。

「金融工学者の考え方は、サブプライム・モーゲージ債の山の一つ、例えば、フロリダの物件を主軸にしたローンから成るサブプライム・モーゲージ債が、他の山、例えば、カリフォルニアの物件から成るサブプライム・モーゲージ債と同じリスクには晒されないという前提の下に、証券の幻影を創り出した」（ルイス［2010］p.121）。同じリスクでないのは、両方の債券に共通性と連動性がないからという。証券化商品に対する格付けも同様の考え方を取った。

格付機関は、リスクの高いトリプルＢに格付けされていたはずの危なげなモーゲージ債（MBS）の80パーセントに、米国債（2008年当時）と同じトリプルＡの格付けを与えてしまった。

サブプライム・ローンに係るMBSに対して甘い格付けが続けられたが、そのMBSに対する格付けを漸く引き下げたのは2007年６月であった（ムーディーズ元役員（Jerome. S. Fons）の2008年10月22日の議会証言）。米国の住宅価格指数（S&P Case-Shiller Index）がピークを付けたのは2006年７月で、それ以後下落していき、2007年には住宅価格が崩れていく状況であった。07年６月というのは、そうした中、住宅ローン大手のニューセンチュリーが07年４月に倒産したことなどからサブプライム・ローンとMBSに係る金融不安が広がった時期であり、パリバ・ショックが起こった

2007年８月の直前であった。それまでどこの格付機関も住宅バブルの崩壊を認識していなかった[16]。

3-2　誤った格付けが与えられた理由

なぜ格付機関はMBSに対してそのような高い格付けを与えるという過ちを犯したのか。次の理由が挙げられる。

１）格付機関がMBSの評価に使ったモデルに欠陥があったこと。

２）格付機関の内部事情として、格付手数料収入を求めて他の格付機関と競争していたこと、格付機関内部の人事も競争に対応したものとなっていたこと。

３）外部事情として、SECが格付機関に対する監視を怠っていたこと。

以下、それぞれの理由について述べていく。

3-2-1　評価モデル

理由の第一は、格付機関が、社外秘とされるサブプライム・モーゲージ債（MBS）の評価に欠陥のあるモデルを使っていたことにある。格付機関は、個々の住宅ローンを評価していたのではなく、ローン・プールの全体的な特徴しか評価していなかった。

「その一例が、個人の借り手の信用度を測るFICOのスコア[17]の扱い方である。その最大値は850、最小値は300であり、米国における中央値は723になる。FICOのスコアは、あまりに単純な物差しであった。例えば、借り手の収入が計算に入らない。そのうえ、データの操作がしやすい。借り手になりたい人間は、クレジット・カード・ローンを借りて、それを即座に返済すれば、スコアを上げることができた。…格付機関によるスコアの使い方はお粗末なものだった。ムーディーズとS&Pがローンのパッケージ業者に提出させていたのは、借り手全員のFICOスコア一覧ではなく、ローン・プールの平均FICOスコアだったのだ。格付機関の基準に合わせるためには―どのローン・プールから創られた場合でも、トリプルAの債券の割合を最大化するためには―平均FICOスコアを615前後にすればよかった。…格付機関のモデルには（信用度の異なる借り手の構成の違いを）峻別する能力がない…ローンを踏み倒しそうな借り手がいたら、埋め合わせにスコア680の借り手を一人見つけ出して、平均値を615にしてしまえば、基準は満たせた」（ルイス［2010］p.155-156）。

こうした不備が指摘されるものの、ムーディーズの社長兼最高執行責任者（Chief Operating Officer: COO）ブライアン・クラークソンは2007年９月（リーマン・ショック発生前ではあるが、フランスの金融大手BNPパリバが傘下のファンドの解約を凍結したことにより世界が動揺し始めた2007年８月の「パリバ・ショック」の後)、次の通り弁明している（田村［2008］pp. 117, 118, 120)。

「格付けが意味するのは、与信に対する焦げ付き、つまり（ローン利用者が）支払い不能に陥った場合に損失がどうなるかといったこと。言い換えれば、（証券化商品の）元本と金利の支払いに対する信用度を示している。」

「ところが、ヘッジファンドや他の投資家が、格付けを利用するようになった。価格の変化、変動率によって資産価値を算定する際に使っているが、そういった使われ方は、決して我々が意図したわけではない。…証券化商品を買った投資家が売却しようとする際に、今回の出来事で買い手がつかず、流動性がないために、思った値がつかない。そのために（ヘッジファンドや銀行などに）大きな損失が出ている。その意味で（投資家に）誤解があったかに思っている。…が、そのヘッジファンドが持っているトリプルAとダブルAの証券化商品は、満期まで保有すれば損失を出すことはない。元本＋定期的な利払いを受取利息として回収することができる。格付けで示しているのは、満期まで保有した時の元本と金利の信用度なのだ。」

「…後になって分かったことだが、『軽い不正』があった。債務者が所得を正確に申告せず、物件の用途についても正確に申告していないといったことだ。我々は、こういったリスクの方向性は正しく理解していたが、これほど大きなリスクの高まりがあるとは、最初は想定していなかった」と。

この弁明では、満期まで債券を保有すれば債券価格は100に戻るので損失を出すことはないと、債券市場として当然のことを言っているのみであり、満期まで持たずに途中で売ることが多い現実に即した、信用リスクの低下に基づく価格の下落を想定していないことを伺わせる。また「軽い不正」として住宅ローンの借り手の責任を採り上げているが、住宅ローンの貸し手が借り手の所得などの十分なチェックをしていなかっ

たことは述べておらず、証券化のローン・プールを構成する個々のローンの信用リスクはそもそも十分見ていないという欠陥は否定できない。

3-2-2　顧客である金融機関と格付機関の関係および内部人事

⑴　格付手数料を支払う金融機関と格付機関の関係

誤った格付けをした理由の第二として、格付機関がMBSを発行した金融機関や社債発行者から格付手数料を受け取っていた（格付機関のissuer-pays business model）ことから、また、その格付手数料収入を得るために格付機関の間で激しい競争があったことから、本来投資家の利益保護のために厳格に正確に査定して格付けを行うべきところ、格付けが発行者寄りに甘くなっていたということが挙げられる。

格付機関は利益を追求する企業であるので、顧客であるMBSを発行する金融機関を求めて格付機関の間でも競争があったことについては、ムーディーズの元役員（前出のJerome. S. Fons）が、投資銀行のような仕組み債のオリジネーターは最も低い基準（lowest standard）をもつ格付機関を選んでいた、と2008年10月22日の下院委員会での証言で述べている。また、2008年７月のSECの調査報告[18]によれば、調査で得られた格付機関の社内eメールに、マーケットシェアを失わないように、また顧客を競争相手から奪うために、格付け基準を調整する会議が開かれたことが示されている。ムーディーズの場合、MBSとCDOの格付け収入は、2006年までに同社の収入（2006年度の収入は2,037百万ドル）[19]の半分以上を占めるようになった（Essential Information ほか［2009］p.95）。

⑵　格付機関内部の人事

格付機関同士が格付手数料を支払ってくれる顧客である金融機関や社債発行者を求めて競争していること（上記⑴項）は、必然的に格付機関内部の人事政策に大きな影響を与える。

ムーディーズのSVP（Senior vice president）で2007年12月に自分の部署（Structured Financeグループ）を縮小された社員によれば、ムーディーズでは2007年ではなく、2000年に企業文化が変わった。保守的で正確性・質を重視する文化が、アグレッシブでビジネスに甘い（"business-friendly"）文化に取って代わられた。

前述のムーディーズの元役員（Jerome. S. Fons）も、1960年頃には格付機関は格付け相手の企業と会うことをしばしば拒否した、1990年代半ば頃にはウォール・ストリートからは最も扱いにくい先と見られていた、しかし2000年にムーディーズがダン・アンド・ブラッドストリート（Dunn & Bradstreet）から分離独立してから経営陣は収益極大化を強く追求するようになった、と述べている。ムーディーズの株式は2000年に公開され、経営者には報酬がストックオプションで与えられていたということも、正確性を必ずしも追求しなくてもよいという企業文化の変化に関係していたと思われる。

この路線シフトと企業文化の変化により、「ムーディーズは仕組み債の高格付けに疑義を呈した幹部をクビにし、甘い格付けを連発する人間ばかりコンプライアンス部門に配置した」（ジョンソン他［2011］p.186）。複数のムーディーズの元役員は、部下が競争相手の格付けとマッチする格付けを出さず、自社のマーケットシェアを維持できないようなことになれば、解雇するとの恐怖心を部下に与えたとも言っている。

実際、格付けの正確性に疑念を呈した社員、マネジャーは追放（purge）された。現職の幹部も、追放の恐れがあることから匿名を条件に言うことには、考えがたく、受け入れ難いことだが、ビジネス的考え方をする人たちは法令遵守の部署（Compliance Department）を堕落させている、と。

また、元リーマン・ブラザースの社員は次のように述べている。「なぜそれまでAAA格付けであったのが次の日ジャンク債（"Junk" bond）になるのか。リーマンや他の企業が求めるものと引き換えに莫大なフィー（fee）を徴収するといった何か大変不正直なことが起こっていたのだろう。…そのAAAの格付けを付与するに際して、プールされ証券化される個別の住宅ローン（の返済可能性）を吟味するということはせず、弄ぶことのできる数学モデルに頼っていた。そのモデルは結局価値のないものであった」と[20]。

確かに、米国企業でトリプルAに格付けされているのは８社[21]しかいないのに、証券化商品にトリプルAが連発されたのは、奇妙なことといわざるをえない。

3-2-3　SECによる格付機関に対する監督・規制の機能不全

誤った格付けが付与されていた理由の第三として、SECが格付機関を適正に監視していなかったというこ

とが挙げられる。

2008年のリーマン・ショックより前、1990年代のITバブル崩壊のときも、エンロンの破綻（2001年12月）およびワールドコムの倒産（2002年７月）の場合も、格付機関は倒産を予知して危機を投資家に警告することができず、倒産（連邦倒産法第11章（Chapter 11）の適用申請）の数日前になってやっとダウングレードしたとして、2003年に非難されていた。

こうした反省から、格付機関をSECが調査・検査し、格付け方法をSECに報告させる法案（the Credit Rating Agency Reform Act of 2006）が議会（Congress）を通過したが、格付機関の必死のロビーイングによって改革は阻止され、結局2006年の法律では、SECには格付け作業や方法を規制する権限はないことが明示された。2007年、SECのコックス委員長は「格付けの質を問うのは我々の機関の役割ではない」と述べた（Essential Information ほか［2009］p.97）。

3-3　格付けに関するリーマン・ショック後の改善・改革

2010年の金融規制改革法は、格付機関に関してもドラスティックに規制を強化する枠組みを設けた。

信用格付けは公共の利益に関する重要なものであり、格付機関は、資金調達、投資家の信認、米国経済の効率的なパフォーマンスの中心的役割を果たす債券市場での極めて重要な門番（“gatekeeper”）との認識から、議会は格付機関への規制を拡大することとした。利益相反（顧客である金融機関や社債発行者から格付手数料を受け取ることと、その顧客を厳正に格付け審査すべきこととの相反）や格付けの不正確さが金融機関や投資家のリスクの不適切な管理につながって金融危機を招き米国経済に多大な悪影響をもたらしたとの見方から、格付機関による説明責任と透明性の増大を求めている。

金融規制改革法は、SECに強力な権限を与え、格付機関への規制を強化している。主な改善点は、SEC内に格付けの部署(Office of Credit Rating) を設けて格付機関を監視すること、同部署は格付機関を少なくとも年１回検査し報告を発表すること、格付けの手法に関する規則を作ること、長期間に正当とみなされない格付けを多数行った格付機関の登録を抹消する権限が付与されること、などである。また、格付手数料を債券の発行者から受け取るという利益相反だけでなく、コンサルティング、アドバイザリーなど他のサービス業務との不適切な利益相反を防ぐための指針を設けることなど、SECが行動することを求めている。また、格付機関に罰金を科す権限をもつ監督部局をSEC内に設立する。

同法は、格付けに関すること以外にも、投資家の保護に関する規定を設けている。利益相反に対処するためにSEC内部に準政府機関（Office of the Investor AdvocateおよびInvestor Advisory Committee）を設立すること、SECはこの機関の設立に向けた調査を行うこと、格付機関の過失に対する投資家の訴訟を容認することなどである。

[4]　結論

リーマン・ショックに至る米金融大手の無謀なリスク・テークを許したことが、深刻な金融危機と、その後の救済措置によって生じた米欧における今日の財政危機、そしてそれらに起因する世界経済の低迷の原因となった。従って、巨額で無謀なリスキーな金融取引を許さないために金融機関を監視し規制し牽制する機能をもったFRBやSECといった米連邦規制当局の機能不全は極めて遺憾である。同様に、証券化商品の投資家から頼りにされ正確性を期待される情報を提供する任務を負い、そのために証券の発行体に対する監視と牽制機能を有する格付機関が、肝心な機能を果たさなかったのは、嘆かわしい限りである。本来、彼ら規制当局と格付機関はもっと非難され責任を問われるべきであろうが、危機を経た今となっては、危機の再発を防止するために、彼らに強力な監視と牽制機能を持たせるべきであり、そのための体制の構築が望まれる。

その意味で、ボルカー・ルールを中核にして成立した金融規制改革法（2010）は、説明責任と透明性の改善により米国金融システムの安定性を促進すること、大手金融が「大きすぎて潰せない（too big to fail)」とはもはや言わず、大手金融を救済するために税金を使った財政出動はこれ以上しないこと、金融サービスの消費者を守るべきことを法律の正式名称に含まれる趣旨に示したことは、本稿で挙げたリーマン・ショックの背景要因を取り除こうとするものとして、大いに評価できる。細目の実施までに、規制強化に反対する金融業界と政治勢力（共和党など）からの巻き返しがすでにあり、その実効性と実現性に不透明な部分はあるものの、米国民が感じる危機の痛みがまだ薄らいでいないうちに法を制定したことは好ましいことといえる。

筆者は、以前の論考で、「金融機関の伝統的な役回りである『黒子』として企業社会・実体経済をサポートし貢献することの必要性を改めて強調したい」「金融監督の充実とそのための国際協力が必要であることを強調したい」（須藤［2009］p.144）と述べたが、この考え方は、金融危機の原因を掘り下げる今回の論考を通して、さらに強いものとなった。

リーマン・ショックの背景であるワシントンDC（米国政府）とウォール・ストリート（米大手金融）との間のカネと人的関係に繋がれた「お友達」関係と誤った信念－自由な金融活動が最良であり、最悪の事態は想定しなくてよい－が示すように（また同様に福島第一原発事故の背後にみえる本邦の「原子力村」を構成する政治・官僚・民間の「お友達」関係と最悪の事態は可能性がほとんどないとの誤った信念が示すように）、監視が緩むと、また、最悪の巨大損失・巨大災害が起こりえるリスクを十分想定して準備していないと、本来言うべきこと、するべきことを緩めてしまい、牽制機能が崩れてしまうことになる。ウォール・ストリートは業績が回復すると危機の痛さを忘れることが早い[22]と思われるが、現に表れつつあるウォール・ストリートからの揺さぶりに動じることなく、本稿で考察したリーマン・ショックの背景要因を教訓として忘れないように、金融システムの健全性と安全性を守る考え方を第一に、金融行政を進めていってほしい。

また、金融規制改革法は格付機関に対する規制も大幅に強化しており、細目は今後のSECによる調査や決定に委ねられているものの、規制導入に反対していた前述の2006～2007年頃のSECのスタンスに比べると、ドラスティックな改善・改革の枠組みが形成されつつあり、大変好ましいことと評価したい。

参考文献

サイモン・ジョンソン、ジェームス・クワック（著）村井章子（訳）『国家対巨大銀行　金融の肥大化による新たな危機』ダイヤモンド社　2011年（*13 Bankers the Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown, 2010*）

須藤秀夫「サブプライム・ローン問題と世界的金融危機～危機発生のメカニズムと世界経済への影響」『西南女学院大学紀要Vol.13』2009年３月

田村賢司『マネー動乱　市場を破壊する激流』日本経済新聞出版社、2008年

樋口修「米国における金融・資本市場改革の展開」『レファレンス』平成15年（2003年）12月号　available at:（国立国会図書館のHP）http://www.ndl.go.jp/jp/data/publication/refer/200312_635/063504.pdf#search

チャールズ・R・モリス（著）、山岡洋一（訳）『なぜ、アメリカ経済は崩壊に向かうのか　信用バブルという怪物』日本経済新聞出版社 2008年（*The Trillion Dollar Meltdown, 2008*）

マイケル・ルイス（著）、東江一紀（訳）『世紀の空売り　世界経済の破綻に賭けた男たち』文芸春秋 2010年（*The BIG SHORT　Inside the Doomsday Machine, 2010*）

Appelbaum, Binyamin, “Banking on the Fed　Fed Held Back as Evidence Mounted on Subprime Loan Abuses,” *The Washington Post,* September 27, 2009,（ワシントン・ポスト紙記事）available at <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/09/26/AR2009092602706_2.html?sid=ST2009122002648>

Ben S. Bernanke, Speech to the 2007 International Monetary Conference, Cape Town, South Africa, June 5, 2007 “The Housing Market and Subprime Lending”（バーナンキFRB議長の2007年６月５日スピーチ）available at : <http://federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070605a.htm>

Buffet, Warren, “Chairman's Letter, ”*Berkshire Hathaway 2002 Annual Report,*（ウォーレン・バフェットの年次報告書上のレター）available at: <http://www.berkshirehathaway.com//letters/2002pdf.pdf.>

Essential Information and Consumer Education Foundation, *Sold Out: How Wall Street and Washington Betrayed America,* March 2009, available at: http://www.wallstreetwatch.org

Igan, Deniz, Prachi Mishra, and Thierry Tressel, “A Fistful of Dollars: Lobbying and the Financial Crisis” IMF Working Paper, WP/09/287, December 2009（presented at the 10th Jacques Polak Annual Research Conference, hosted by the International Monetary Fund）,（米国のロビイングと金融危機に関する報告）available at: <http://www.imf.org/external/np/res/seminars/2009/arc/pdg/igan.pdf.>

McClatchy Newspaper, dated October 18, 2009,”How Moody's sold its ratings and sold out investors”（ムーディーズの営業に関する記事）available at: <http://www.mcclatchydc.com/2009/10/18/77244/how-moodys-sold-its-ratings-and.html>

Naylor, Brian. “Greenspan Admits Free Market Ideology Flawed” NPR（National Public Radio）, October 24, 2008,（放送局のグリーンスパンに関する記事）available at http://www.npr.org/templates/story/story.php?storyId=96070766

Securities and Exchange Commission .“Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies,” July 2008,（SECスタッフによる格付機関に関する調査報告）available at:<http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>

Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Chairman Chris Dodd (D-CT), “Summary: Restoring American Financial Stability *Create a Sound Economic Foundation to Grow Jobs, Protect Consumers, Rein in Wall Street, End Too Big to Fail, Prevent Another Financial Crisis”* Wednesday, May 28, 2010,（金融規制改革法案を提出したドッド委員長の米上院委員会資料）available at: <http://banking.senate.gov/public/_files/FinancialReformSummaryAsFiled.pdf>

Testimony of Jerome S. Fons, Former Managing Director of Credit Policies, Moody's, before the Committee on Oversight and Government Reform, U.S. House of Representatives, October 22, 2008,（ムーディーズの査定担当元役員の下院委員会での証言）available at: <http://oversight-archive.waxman.house.gov/documents/20081022102726.pdf>

1）須藤秀夫「アジア危機とコーポレート・ガバナンスのあり方―市場中心の金融システムはアジアで機能するか―」『国際金融』第1076号㈶外国為替貿易研究会、平成13年（2001年）12月

2）上院銀行委員会のクリストファー・ドッド（Christopher Dodd）委員長と下院金融委員会のバーニー・フランク（Barney Frank）委員長が法案をまとめたことから、「ドッド・フランク法」と呼ばれる。

3）MBSの作り方の概要をSECの調査報告（2008年７月）から記しておきたい。トラスト（trust）は異なるクラスのMBSを発行する。これをトランシェ（tranche）と呼び、信用の保護（credit protection）されている度合いに応じて異なる利率（coupon rate）が提示される。信用の保護のため、プールにある個別住宅ローンの債務不履行による元本や金利の損失からトランシェを守るように信用の増強（credit enhancement）がバッファーとして設計されている。

信用の増強は３つの方法で行われる。第一に、優先劣後関係（subordination）である。10のトランシェがあるとして、最初の（シニアの）トランシェの下に９の劣後トランシェがあり、次の２つ目のトランシェの下には８の劣後トランシェがある、という形で続く。プールにある個別ローンの債務不履行によってトラストに元本・金利の損失があると、損失は最初に最も低いトランシェに充てられ、そのトランシェの元本金額が使われると、次に下から２番目のトランシェに充てられる、という形で上のトランシェに上がっていく。最上のシニアのトランシェは、下のトランシェ全てが損失を吸収するまで、損失を蒙らない。

第二の信用の増強は、超過担保（over-collateralization）である。モーゲージ（不動産担保）のプールの元本額は、トラストが発行するトランシェ証券（MBS）の元本額を上回る形をとる。この上回る元本額の部分は、最低部の10番目のトランシェの下に入って、追加のトランシェを形作り、個別ローンのデフォルトによる最初の損失から他のトランシェを守る働きをする。

第三の信用の増強は、超過スプレッド（excess spread）である。トラストが受け取る月次の金利所得は、投資家に支払う月にトランシェ証券（MBS）の金利支払い債務を上回る形をとる（ここからさらに、管理費用、元利払取扱い料、デリバティブ料などが差し引かれる）。この超過スプレッドは損失リザーブ（引当金）として使われる。

CDOも同様に作られるが、中身が変わらないMBSに対して、CDOの中身は変わる。

4）詳細については須藤［2009］参照。

5）FRBと格付機関については、2009年２月17日の筆者の「サブプライム・ローン問題と金融危機　～日本と世界の経済～」と題する講演の後に、参加者からFRBと格付機関の責任とはどういうことかとの質問を受けたのに対し、一応回答したものの、どうも十分な回答になっていなかったようだとの思いが、その後の筆者の研究の後押しになっている。

6）従来世界各地で見られた金融システムの安定を脅かすような不良債権の増大は、主にオフィスビルなど商業不動産向け融資（commercial mortgage loan）によるものであった。それはテナントが入る前に融資が実行されるので、借入人である入居者が決まっていて返済意欲の高い個人向け住宅ローン（residential mortgage loan）より通常リスクが高いのである。

7）Iganほか［2009］p.55-62に、葬り去られた多数の法案

が（“never signed into law”と示されて）列挙されている。

8）証券会社の業務のうち引受（underwriting）に焦点を当てた場合、米国では投資銀行と呼ばれる。

9）グラム・リーチ・ブライリー法（GLBA法）の成立に至る経緯の本文記述については、サイモン・ジョンソン他［2011］p.179、および樋口［2003］に負う。

10）ポール・ボルカーはカーター政権およびレーガン政権の1979年から1987年までFRB議長を務めた。彼の後任がアラン・グリーンスパンである。

11）金融規制改革法（ドッド・フランク法）については、景気回復途上というタイミングが悪く融資低下、雇用低下の効果が予想されるとして、ウォール・ストリート・ジャーナルのような大手メディアからも反対の意見が表明されている。2010年７月14日付け*Wall Street Journal*日本版（電子版）社説「間違いだらけの米金融規制改革法案」

12）普通株と利益剰余金を中心とした自己資本。BIS自己資本比率の自己資本に加えられる補完項目である有価証券含み益、貸倒引当金、劣後債などを含まない。

13）Ginormous Content Limitedが運営するTHE BIG PICTURE（Macro Perspective on the Capital markets, Economy, Geopolitics, Technologies and Digital Media）というWebsite での Lee Pickard 氏（Former Director, SEC, Trading and Markets Division）への”How SEC Regulatory Exemptions Helped Lead to Collapse”と題するインタビュー記事 available at http://bigpicture.typepad.com/comments/2008/09/regulatory-exem.html

14）ワーキング・グループ：President's Working Group on Financial Markets

15）バンカーズ・トラストは、J.P.モルガンが米国で1861年に設立したJ.P.モルガン商会から1903年に分離独立した米国８位の金融持ち株会社であったが、1999年にドイツ銀行に買収された。企業金融などホールセールに特化していた。

16）住宅バブルの崩壊を早期に認識していなかったのは格付機関だけでなく、FRBのような政策当局も同様であった。バーナンキFRB議長は2007年６月５日のスピーチにて、リーマン・ショックのような危機的状況になるとは認識していなかった模様である。サブプライム・ローンの借入れに元利金不払いや差押えが出てきている状況は認識しながらも、所得の伸びが堅調でありモーゲージ・レートが比較的低いことが住宅への需要を下支えするであろうし、サブプライム・ローン部門のトラブルがより広範な経済や金融システムに深刻な影響を及ぼすとは考えにくい、と述べている。

17）FICO（ファイコ）のスコアとは、米Fair Isaac社が開発したもので、過去の借入れ・返済履歴とその長さ、既存および新規借入額の大きさなどを点数化したもの。

18）Summary Report of the SEC［2008］およびEssential Informationほか［2009］p.95

19）Moody'sのSEC宛決算報告10-Kによる。同社の収入は2004年度（１-12月）の1,438百万ドル、2005年度の1,732百万ドル、2006年度の2,037百万ドル、2007年度の2,239百万ドルと順調に増加していった後、2008年度にはサブプライム・ローン問題の影響からと思える1,755百万ドルへの減少が見られる。

20）McClatchy Newspaper［2009年10月18日付け記事］を筆者が翻訳したもの。

21）社債がトリプルA格の米国企業８社とは、2005年時点で、AIG、Automatic Data Processing、Berkshire Hathaway、Exxon Mobil、General Electric、Johnson & Johnson、Pfizer、およびUnited Parcel Serviceである（サイモン・ジョンソン他［2011］p.185）。

22）筆者は1990年代前半、邦銀のニューヨーク支店に勤務し、ラテン・アメリカ諸国と米銀がリードする国際融資団との間の債務削減交渉に関わり米銀行員と話した経験があるが、その頃、大手米銀はラテン・アメリカのL、不動産（Land）のL、およびLeveraged Buy-OutのLという三つの”L”に悩まされ、一部の米銀は倒産の危機まで囁かれていた。大手米銀、とくにシティバンクはそうした危機を経験しているのだが、どうも痛みをすぐに忘れて、また10数年経って、今回のリーマン・ショックに至るサブプライム債などのリスクの大きい業務にクビを突っ込んでしまった。大手米銀は金融イノベーションにも優れ収益力が邦銀より高いとされるが、このように浮き沈みが激しい。利益と報酬に対する「貪欲さ」が邦銀より強いのであろう。

Lack of Oversight and Regulation That Led to the Lehman Shock : The Responsibility of the U.S. Federal Regulatory Authorities and the Credit Rating Agencies

Hideo Sudo

<Abstract>

In 2008 the Lehman Shock occurred and consequently the financial crisis and economic crisis have been prevailing around the world. The U.S. federal regulatory authorities including FRB and SEC are responsible for the collapse by taking a "hands-off" policy, not effectively regulating the reckless risk-taking by the large financial institutions and staying away from the duty of protecting the weak consumers of the financial services including the borrowers of subprime mortgage loans. Behind this policy, there has been political influence from the finance sectors, which was passed onto the regulatory authorities in Washington D.C. by way of providing money and executive posts at the financial institutions.

The American credit rating agencies are also responsible for the crisis by providing inaccurate and unreasonable credit ratings of the subprime mortgage-backed securities ("MBSs"), thus misleading investors around the world to reckless investment in the subprime MBSs. Behind the rating agencies' failures in carrying out their mission and function, which is to protect investors with unbiased and accurate information, we can see the thought and corporate culture of the rating agencies which led them to become friendly with the issuers of the MBSs who pay the fees to them rather than to work for the investors who rely on the credit ratings.

Learning the lessons from the crisis, the U.S. Government of the Obama Administration established the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 with strong determination that inappropriate oversight over and regulations covering the financial institutions need to be remedied, and that huge reckless risk-taking by the large financial institutions will not be allowed to occur again. Going forward, detailed provisions and rules are yet to be set forth, subject to the regulatory authorities' investigations and decisions. Meanwhile, resisting attempts by the financial sectors and the political power which advocate free financial activities have been strongly coming up to try to weaken the new regulatory framework created by the Act.

The establishment of the Act can be highly appreciable when we look back on the history of the "hands-off" regulatory policy and the subsequent disaster, and we need to watch the situation to see how America can restore and strengthen a sound oversight and regulatory system which is necessary to prevent another financial crisis.

Keywords : Lehman Shock, Dodd-Frank Act of 2010, FRB, SEC,
credit rating agencies, oversight and regulation

Professor in the Department of Tourism, Faculty of Humanities, Seinan Jo Gakuin University