

「制度設計の失敗と多国籍金融業の行動 —金融危機の一考察—
**The Failure of Institutional Design and the Behavior of
Multinational Financial Organizations: An Examination of the
Recent Economic Crises-**

安室 憲一

(大阪商業大学)

要旨

本稿では、「制度設計の失敗」という概念を提示し、その概念に基づいて、2008年9月以降のリーマンショックに端を発する世界同時不況を分析する。金融自由化が行われていく中である種の「集団思考」が発生し、後に金融恐慌を誘発するような制度改革が行われていった様子を論述する。また、制度改革を推進する担い手として、多くの多国籍企業がそれに直接的・間接的に関与したプロセスを明らかにする。最後に、グローバル金融制度の監視と規制の必要性を論ずる。

Abstract

In this paper, the author presents a framework, “the failure of institutional design,” to explain World economic crisis after the “Lehman Sock.” In the course of the analysis, why groupthink of financial people had occurred, how they took the backbone out of the old regime, and how much they got from disaster, are examined. As a tentative conclusion, the author indicates that rigorous control over the global financial institutions is the necessity.

キーワード

制度設計の失敗、集団思考の罨、機会主義、多義性、政治プロセス、アメリカの財政構造、持ち家制度、CDO、CDS、国際会計基準

Keyword

Failure of institutional design, Groupthink, Opportunism, Ambiguity, Political process, Financial structure of America, Own house policy, CDO, CDS, International financial reporting standards

問題提起

サブプライム問題に端を発したアメリカの金融恐慌は、瞬く間に世界に拡大した。とく

に、2008年9月のリーマンブラザーズの破綻以降、世界経済は地滑り的な不況に見舞われている。2010年4月現在、先進諸国・地域の不況は回復基調にあるものの、予断を許さない。アメリカの住宅価格は下げ止まらず、失業率は10%を超え改善が見られない。今回の世界同時不況は、アメリカの過大な消費と財政規律の緩みが発端となっている。1930年代の世界恐慌は、過少消費が原因とされた。したがって、ケインズの「有効需要の創造」が解決策たりえた。今回の不況は前回とは様相を異にしている。先進各国は、緊急避難的にケインズ政策へ回帰しているが、明確な理論に基づく解決方法(出口政策)が示されたわけではない。その意味で、今回の世界不況は過去の経済学ではうまく説明できない現象のようである(Krugman 2009; 佐伯啓思,2009)。

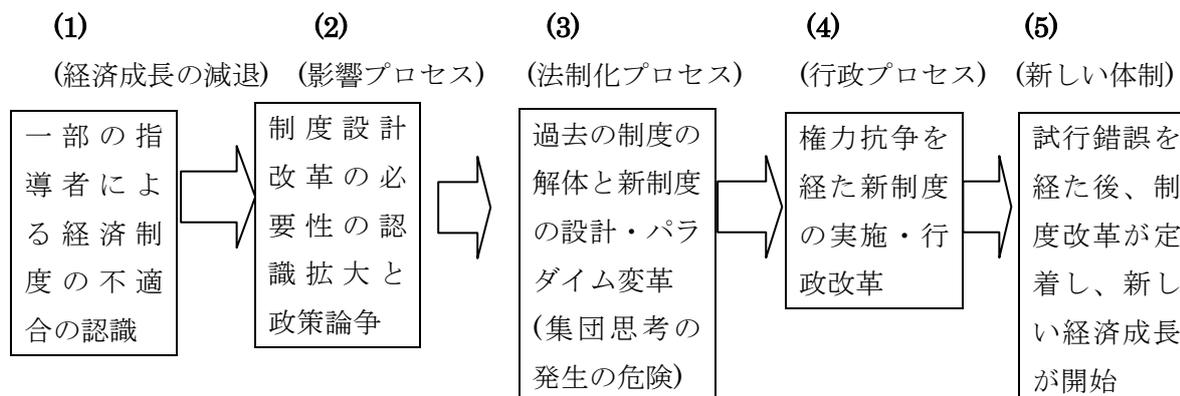
今回の不況は、グローバルな金融機関による「過剰なリスクテイク」による金融制度の破綻が原因と言われている(Tett 2009)。この過剰なリスクテイクの原因と考えられるのが金融工学を活用したデリバティブの手法であった。しかし、1つのファンドや投資銀行が過剰なリスクテイクを行ったのなら、部分的な失敗で済んだだろう。今回の金融破綻は、その規模と広がりにおいて過去に例がない。金融破綻を拡大させた原因に制度設計の失敗と「集団思考」(Groupthink)の畏が関係していたと考えられる。本稿では、これが連鎖的破綻の原因だったという仮説を提示する(Bookstarber, 2007)。大規模な金融機関は、いまや世界的営業網を持つ多国籍企業である。破綻の世界的連鎖は、金融機関の多国籍化によって拡大したというのが本稿の主張である。つぎに、本稿の仮説命題である「制度設計の失敗」の枠組みを説明する。

1. 「制度設計の失敗」の論理的な枠組み

「経済制度の設計」は、すでに先駆的な業績として、鈴木・長岡・花崎編著(2006)などがあるが本稿では、従来のアプローチとは少し違った角度から問題を提起したい。ここで、「制度設計の失敗」とは、政治権力者および行政担当者(合わせて「為政者」と呼ぶ)が、十分な配慮なしに経済・社会制度を設計し、あるいは一定の意図(Strategic Intent)のもとで既存の制度の設計変更を行うことによって、想定外のシステムック・リスクを発生させる現象を指す。ここでは、必ずしも、為政者の「悪しき意図」(悪意)を想定していない。むしろ、ある種の「善意」や「信念」を持ち、アカデミックな世界や経済界で信じられている「パラダイム」に則った政策を立案・実行する過程で発生する意図せざる崩壊である。彼ら為政者は政財界・学会をリードする有能な指導者である。彼らは、類似した出自、高等教育、キャリア経歴をもち、同じ世界観(パラダイム)を共有している(Janis 1982, Kowert 2002)。

周知のように「集団思考」の概念は経営社会学、組織心理学、および政治学の現象として扱われてきた。本稿では、この概念を経済学の重要な構成要素と考えたい。

図表 1 制度設計の失敗と集団思考



図表 1 は、「制度設計の失敗と集団思考」の枠組みを示したものである。本来、制度の制定は、法律的な枠組みを含め、様々な政治勢力や利害集団が拮抗する、闘争・駆け引き・妥協の産物であり、必ずしも科学的・合理的な意思決定・組織行動によって決定されるものではない。その意味で、制度の設計は、不確実性が高く、不安定な政策形成プロセスと表裏一体の関係にある。法律の条文は意図的に曖昧に書かれ、多義的な解釈が可能な余地を残そうとする。その「余地」は、行政側にとって裁量権をふるう範囲を与える。行政はその「範囲」の中で、施行細則を作り、政策を実行可能なものに仕上げる。新しい法律を条文通りに解釈し、行動することには危険が伴う。それは、行政が意図する文脈から外れる可能性があるからである。制定された法律が制度として確立するためには、条文に含まれる多義性を排除し、社会的に共有化されたルールにしなければならない。この過程で、個人、集団、企業と行政との間に葛藤が生まれる。これらの葛藤を裁判制度によって解決し、判例を積み重ねることで、制度が確立する。この制度の確立とともに、経済の新しい成長曲線(S 字カーブ)が始まる。以上はあくまでも理想的な制度設計の道筋であり、現実には様々なバイアスが含まれる。次に図表 1 の(1)~(5)の段階で発生するリスクを検討する。

(1)制度改革の必要性が認識され、様々な議論が始まる過程(図表の 1 と 2)では次のようになりリスクが発生するだろう。

○制度の老朽化・陳腐化の認識; 経済成長による個人所得の上昇、生活レベルの向上、平均寿命の向上などにもなって、既存の制度設計の前提が崩れ様々な社会問題や不満が発生する(貧富の格差、年金制度の崩壊、健康保険制度の破綻など)。それを政権奪取の手段に使おうとする政治勢力が台頭する。

○制度の悪用; 旧制度が目的達成後も法的規制として残ると、旧弊化した制度を悪用する人間や組織が出現する(豚肉の保護関税制度、障害者の保護を目的とした郵便事業、特定農産物の政府買上機構、減反政策など)。これが機会主義的行動を誘発する。

○制度の恣意的な改編への誘惑; 世論や新しい経済学のパラダイムに便乗する(例、「小さな政府」や自由放任主義)ことで、族議員と特定の利害集団(企業や業界)が制度の一部を改変し、他の部分をそのまま残すことにより、法的な抜け穴を作ろうとロビーイングを開

始する(グラス・スティーガル法の廃止、時価主義会計の部分的停止、簿外処理の容認、など)。これは特定の業界に大きな利益をもたらす可能性が高い。

(2)法制化のプロセス(図表の 3)では、不確実性と多義性の問題を中心に、次のようなリスクが発生する。経済学者、行政学者、法律家が論理一貫した制度を設計し提案したとしても、それが立法として成立するためには、権力闘争を含む政治プロセスを経なければならない。新しい制度の目的や設計思想(アーキテクチャ)は、政治家、行政官、マスコミや一般大衆には、必ずしも正しく理解されない。法案そのものも多くの反対者によって、彼らの利害に沿うように歪められる可能性がある。

(3)法律を作成し、実施に移す(図表の 4)の局面では、次のようなリスクが発生する。行政が関与しない議員立法によって制度の原案が議会に提出された場合、それが行政側の意図や利害と相反するのなら、族議員や高級官僚が法案成立に抵抗を試みるだろう。彼らの「面従腹背」によって法の実施に際して不確実性が残るかもしれない。こうした様々な利害と解釈の相違を乗り越えて制度が確立し、うまく機能することで経済の復興が実現する。

このように、現実の制度は、経済合理性が保証されるわけでもなく、首尾一貫した論理的な構造体でもない。むしろ、多義的な解釈が可能な、曖昧で難渋な専門用語で書かれた言語体系(法律)である。為政者の解釈と行動に恣意的な余地を残すために、意図的に曖昧に書かれる場合もあるだろう。したがって、言語体系としての「法律」は、為政者の思惑で解釈のずれや歪みが生まれやすく、操作されやすい脆弱性を内包する。有能な弁護士は、法を雇い主に有利に解釈するかもしれない。行政側は、その解釈は法の本質を反映していないと論難するだろう。制度にまつわる不都合(犯罪)が発生し、それがさまざまに解釈され、法廷で論議され、最終的に判例として制度化されるまで、法律の「解釈」には曖昧性や不確実性が内在する。その曖昧性や不確実性が誘因となって、強欲(グリード)が喚起され、機会主義的行動が発生する。パラダイムを共有する政策集団が権力を握ると「集団思考」の危険が深まる。この「集団思考」の罨を避けるためには、広く一般大衆の批判的意見に耳を傾ける、開かれた「政治」や「行政」が不可欠となる。民主主義が担保されて初めて、「制度」は正常に機能する。国民に広く支持された政治勢力や行政機構などの公的権力により「制度」に正当性(*legitimacy*)が与えられ、その枠組みに沿って経済が成長軌道を回復する(図表 4 と 5)。

この(1)~(5)の過程は「制度設計」の理念的な過程を描いたものである。この過程には、不確実性があり、集団思考の罨が待ち受けている。制度設計は、それが人工物(*artifact*)である限り「失敗」は免れない。制度設計に失敗したため、経済を成長軌道に回復できなかった国や地域は歴史上無数にある(Diamond 2005)。問題は、制度設計の過程に含まれる不確実性や機会主義をどう取り除くかである。ここで、われわれは、オリバー・ウィリアムソン(Williamson, 1975)の命題を再認識する。最初から制度の悪用を意図して犯罪行為をなす者は論外としても、多くのビジネスマンは機会主義的な行動により、制度の解釈を自己や自社に有利なように歪める可能性がある。しかも、世の中の流れ(社会の雰囲気や「空気」)

や価値観が、制度の乱用を容認する方向に向かうとき(例:「民営化」と称する国有財産の売却を政府が奨励していると解釈可能なマスコミや学者、為政者による言動)、制度の「骨抜き」が進む。事態の悪化はアービン・ジャニス(Janis 1982)の言う「集団思考」によって加速化される。

集団思考が発生すると、集団の認知が固定化し、集団決定からの逸脱が許されず、外部からの批判を拒絶する態度が生まれる。集団は頑なになり、ますます誤った意思決定に突き進む。集団に属する人々は自己検閲を強化し、自ら集団に迎合する行動や規範を創り出す。こうして優れた頭脳を持つ政策集団が、社会の倫理や道徳に反する方向に突き進み、市民の批判を浴びながらも方向転換ができずに国や企業を滅ぼすに至る。ジャニスはこうした集団暴走による自滅を「集団思考の罠」と呼んだ。太平洋戦争も、ベトナム戦争も、「集団思考の罠」の典型的な事例と言えるだろう。同質化した集団によく見られる失敗である。社会の上層部(為政者)でモラルハザードが生まれると、またたく間に庶民に蔓延する。こうして、制度設計の失敗による大崩壊、いわゆる「システムック・クライシス」が発生する。今回の世界同時不況の原因となったアメリカのサブプライム問題は、まさに、「制度設計の失敗」の典型とみることができる。

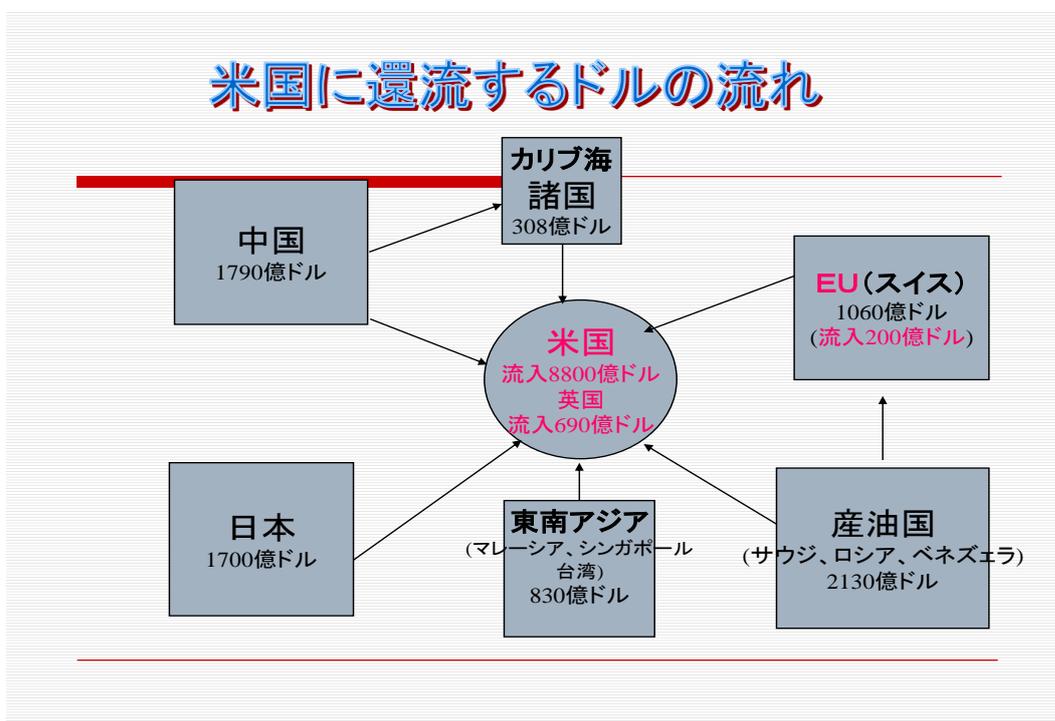
2. 基本原因としてのアメリカの財政問題

図表 2 は、アメリカ経済が繁栄していた 2005 年～6 年頃のドルの資金還流を示したものである。この時点で、アメリカには 8800 億ドル(当時の換算率で約 100 兆円)、イギリスには 690 億ドルの資金が還流(不足)していた。この時点で、すでに中国は日本を凌ぐドル還流国になっていた。また中国は、カリブ海諸国を経由する資金の流れも持っていた。他方、貿易黒字を持つ東南アジア諸国は 830 億ドル、石油収入で潤う産油国(サウジアラビア、ロシア、ベネズエラなど)は、2130 億ドルもの資金を還流させていた。その多くは、EU を経由して投資された。そのため、スイスの UBS 銀行などは、大量のドル債券を保有することになった。ロシアをはじめとする産油国は、反米政策もあり、早くからユーロへの転換を図っていたが、EU の金融機関は、運用先をアメリカにしたため、資金還流に支障は出なかった。これが、後になって、ヨーロッパの金融機関が対米リスクを抱える原因となり(UBS など銀行の流動性・資本不足)、ロシアや東欧諸国のカントリー・リスクに繋がっていく。

このように、アメリカとイギリスは、財政赤字と貿易赤字を穴埋めするために、ドル・ポンドの還流が不可欠であり、他の国々よりも高い金利のオファー(主要国の長期金利よりも 3%以上高い)が必要だった。アメリカがゼロ金利政策を採ると、資金の還流が停滞するだけでなく、逆に金利の高い国にドルが流出する(所謂ドルキャリ)可能性がある。以前より、アメリカとイギリスは、資金還流がなければ経済が維持できない。すでに 1980 年代から、アメリカの双子の赤字(財政と貿易の赤字)はドルの信用不安の原因として、問題視

されていた(Smick, 2008)。¹ アメリカの現状とバブル崩壊時の日本経済との根本的な違いは、国内に十分な貯蓄を持つか否かである。日本がゼロ金利政策を採れたのは、国内に1400兆円(15.5兆ドル相当)規模の預金があったからである。アメリカは04年からドル債券の95%を外国人買いに依存している。アメリカの貯蓄率はすでにマイナスであり(直近では借金返済のため消費を削減しているのでプラス4%程度)、ゼロ金利政策の基盤は脆弱である。

図表2 2005~6年頃のアメリカへの資金還流の流れ



不況対策に大量の国債を発行することは可能でも、ドル債券(国債、社債、証券など)の買い手を見つけることは困難であろう。大量の国債や債券をFRBに買わせる(貨幣発行)ことは可能でも、それはドルの信託を揺るがす事態を招きかねない。下手をするとドル離れを加速化し、過去のドル債が大量に売却される(ドルの暴落)リスクを招く。それと同時に、長期金利の暴騰(国債の額面価値の暴落)を招くだろう。アメリカのゼロ金利政策は、ドル還流という視点からすると危険な綱渡りである。

2005年頃は、日本はゼロ金利政策を採用可能な国内貯蓄を持ち、貿易黒字を抱えていたので、アメリカに還流できるだけのドル資金の余剰があった。中国は、元の切り上げによる輸出困難を避けるために、ドルで上げた収益を本国に持ち帰らず、ドル債券に投資して

¹ 2009年9月25日に開催されたG20サミットでは、米国の経常赤字に代表される世界経済の不均衡の是正に向け、米国が財政赤字の縮小に、中国など新興工業国が内需拡大に努める国際的な政策協調で一致している(日本経済新聞 2009年9月26日朝刊)。

きた。サウジアラビアを含む親米の産油国は、自国に投資機会がないこともあり、迷わずドル債に投資した。こうして、2006年頃までは、ドル資金の還流が順調に行われていた。しかし、アメリカは純債務国であり、財政基盤は脆弱だった。にもかかわらず、ブッシュ政権はテロとの戦いを際限なく拡大し、財政赤字を累積していった。日本の小泉政権は、1997年の金融危機以来手付かずのままであった銀行の不良債権処理を断行し、景気回復に一応の成果を見た。これを契機に、日本はゼロ金利政策と決別した。この日本の「ゼロ金利政策」の解除が、「円キャリ」と呼ばれる安い金利の円資金の海外運用に微妙な影響を与えた。アメリカへの資金還流が変調し始めるのはこの時期からである。1990年代の後半、ITバブルで引きつけたドルの還流は、2000年のITバブル崩壊によって勢いを失いつつあった。そこに9.11の同時多発テロである。アメリカの証券市場は一時閉鎖を余議なくされた。アメリカにはドルの還流を引き付けるための新たな誘因、「不動産投資ブーム」を演出しなければならなかった。アメリカ経済破綻の基本原因は、双子の赤字を埋めるための無理なドルの還流政策にある。この構造的な問題が解決されない限り、今後もバブルが繰り返されるだろう。「バブルを必要とする経済」、それがアメリカ人のモラルハザード(集団思考の罠)をもたらす原因である。

3. アメリカン・ドリームと持ち家政策

2000年のITバブル崩壊、2001年の同時多発テロの打撃から立ち直るため、ブッシュ政権がとった経済政策が、持ち家政策の大胆な推進だった。「持ち家制度」そのものは、アメリカの伝統的政策、つまり、「アメリカン・ドリーム」を実現させる施策である。アメリカの「持ち家制度」のルーツをたどると、意外なことに、1930年代の世界大恐慌にたどりつく。また、借り手にやさしい「世界一優れた住宅ローン制度」と言われる「ノンリコース制」²は「持ち家政策の」一環として導入された。さらに、個人・法人の宅地・建物の資産価値を守るため、都市部には容積率、建坪率、居住区画、用途指定などの様々な規制(制度化)が行われた。とくに、建物の高さ規制や容積率の規制が防波堤となり、地価の下落を防止した(隈 2004)。この土地家屋の建築規制と制度化が、個人・法人が所有する宅地・建物の資産価値を守り、絶えず上昇する仕組みの基となった。

こうして、アメリカの不動産価格は、戦後60年にわたって年率2%程度の上昇を続けた。それが10%以上の急激な上昇を見るのは、サブプライムが急速に普及した2004-5年頃からである。金融工学を駆使した不動産価格の予測モデルでは、地価の下落を10万分の1の確率で計算したと言われている。たしかに、戦後のデータを基にする限り、アメリカの地価下落の確率はほぼゼロと言える。しかし、バブル崩壊を経験した日本からすれば、ありえない数字である。

² 住宅ローンは借り手に対してではなく、家や不動産に対して行われる。個人が破産した場合、家屋等を銀行に差し出せば以後の返済義務を負わない。日本はリコース制。阪神大震災の二重ローンの悲劇はリコース制だから起きた。

アメリカの持ち家制度には、他にも大きな問題があった。それは、「ホームエクイティー・ローン」(HEL)の制度である。購入した住宅価格が値上がりすると、その増加分を低い長期金利で借りられる仕組みである。多くの人がこのローンによって、贅沢な商品を購入し、華やかな消費に走った。アメリカの個人住宅ローン証券残高は、2008年の不況開始の段階で約10兆ドル(1200兆円、2006年レート；日本は180兆円、2005年末)、HELの残高は米連邦預金保証機構(FDIC)によると、2008年3月末現在、8800億ドル(約94兆円)だった。アメリカのGDPの70%が個人消費なので、HELの消滅は消費を激減させたことが分かる。³ 住宅価格の下落は国富を大きく毀損する。約1200兆円の個人の住宅ローン債権残高のうち、プライムローン(通常の信用力のある人に対するローン)が876兆円、サブプライム・ローンが156兆円程度と言われている(06年7月)。サブプライムは、最初の2-3年は金利がプライムローン並みの7-8%、それ以降は10-15%に跳ね上がる仕組みである。サブプライムは、貧困者向け「持ち家制度」として作られたローンだが、借り手の多くが、また住宅販売業者も「返済困難」とわかっていながらローンを組ませた。アメリカでは不動産仲介業に公的資格や免許は不要なので、雨後のタケノコのように仲介業者が生まれた。彼らは後先を考えず貧困層や一部の投機目的の富裕者に住宅を販売した。こうしてアメリカの住宅金融制度は、「制度設計の失敗」が原因となって深刻なモラルハザードをもたらした。

4. 制度の利己的利用とモラルハザード

サブプライム・ローンの返済不能が次第に増加し、抵当流れの物件が急増しても(アメリカは3ヶ月滞納すると住宅を競売に掛けられる)、同情の声はあまり聞かれなかった。中流階級からは、「彼らもアメリカン・ドリームの夢が見られただけ幸せじゃないか」という声が聞かれた。呆れた発言だが、じつは一理ある。つまり、サブプライム・ローンを借りた人の多くが、またローンを貸し出した銀行側や住宅を販売したブローカーも、ローンの元本返済をそれほど重視していなかったのである。

借り手は、値上がりを待ってホームエクイティー・ローンを借りて、焦げ付いた消費者ローンを返済したい。金利が高くなる3年後には「ノンリコース」の権利を行使する。また抵当流れの安い物件を買えばいいと考えていた。住宅ローンを貸した銀行は、抵当として宅地・家屋を差し押さえ、競売にかければ少なくとも元本は回収できる。しかも、後に述べるように、金融機関はCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)を購入し、貸し倒れのリスクに保険を掛けていた。この料率は、通常は1%程度といわれ、金利に上乘せされていた。しかも金融機関は、すぐにローン債権を証券化(MBS:モゲージ・バックド・セ

³ 米連邦準備理事会(FRB)の統計によると、米家計が抱える負債残高は09年末で約14兆ドル(約1300兆円)、対国内総生産(GDP)比で見ると98%に相当する。ピークの07年には102%だったので、やや減少しているが、03年度では90%を下回っていたので、まだ「借り過ぎ」体質は改善されていないようである(日本経済新聞2010年4月24日朝刊)。

キュリティー、ABS:アセット・バックド・セキュリティ)して売却した。したがって、貧困層への融資も、担保の確保、リスク保険、ローン債権の証券化という手法で、事実上、ノーリスクで運営されていた。

ブローカーは、2005年頃から売れ残りが増え始めた新築住宅を早めに売却したい誘惑に駆られていた。ブローカーは資格試験に基づく免許制ではなく、ベンチャー起業として誰でも簡単に開業できた。彼らは、銀行の元融資係が多く、そのときのノウハウを悪用して、所得証明書の虚偽申告や偽造に手を貸したという。住宅建築業者の団体は、新築の売れ残りが目立つようになると、ブッシュ政権に多額の政治資金を提供して、住宅販売促進のための政策を働きかけたと言われている。つまり、為政者を含む関係者全員が住宅ローン制度を「都合よく利用」したのである。バブル最盛期には、一般の人々さえも、サブプライム・ローンを借りて住宅投資に狂奔したと言われている。

したがって、サブプライムのローン金利が10-15%に高騰する2007-8年以降、破綻者が続出することは予想できた。2008年頃にサブプライムを組んだ人の破綻は、2010年以降になる。住宅価格の下落は今後も続く。しかも、失業率の上昇(09年7月で10%弱)にとともに、プライムローンでも破綻者が出始めている。アメリカの住宅価格はピーク時の50%まで下がると予測する論者もいる。仮に、アメリカの宅地・住宅の評価額を2000兆円と査定すると、実に、その半分の1000兆円が消滅することになる。日本のバブル崩壊で銀行が抱えた不良債権が200兆円、国富が1000兆円失われたという。少なくとも、アメリカのバブル崩壊はこの規模まで拡大する可能性がある。住宅価格が下げ止まらなると、不良債権の額が確定しない。2010年の4月現在に至っても、世界経済に不安要因が残るのは、このためである。

5. なぜアメリカのファンドや投資銀行は過大なリスクをとったのか

アメリカの政府支援機関(GSE)、米連邦住宅抵当公社(ファニーメイ)と連邦住宅貸付抵当公社(フレディマック)が債務保証の対象としている住宅ローンは全米の約50%のシェア、ざっと600兆円である。アメリカの地方銀行などが450兆円前後を貸し出し、残りの150兆円のローン債権が外国人保有である。ファニーとフレディーが倒産すると、アメリカの地銀が連鎖倒産するだけでなく、外国人保有分がデフォルトとなる。ファニーとフレディーがデフォルトすると、ドル債の投げ売りが始まる。両公社は絶対に倒産させられない。ファニーとフレディーの政府救済資金(約21兆円規模)は、ピーク時から20%以上下落した住宅価格からすれば少なすぎる(20%は全国平均、NY、ロス、フロリダは09年1月時点で30%の下落)。来年にかけて全米の住宅価格が30%まで下落すると、ファニーとフレディーだけで180兆円ほどのローン資産の評価損が発生する。資本金に対して30倍以上のレバレッジを掛けていた2公社は、膨大な資本不足に陥る。⁴アメリカ政府の計画する

⁴ ファニーメイは2010年5月10日、米財務省に84億ドル(約7800億円)の追加支援を要請した。フ

75兆円規模の救済資金では不足するだろう。問題は、住宅抵当公社ばかりでなく、ファンドや投資銀行（証券）をはじめとする「大手金融機関」が、過大な資金の貸し出しに応じ、無謀な投資を行っていたことである。金融恐慌によって、世界最大の銀行であるシティグループが資本不足に陥り、ベアスターンズが倒産（08年3月）し、ゴールドマン・サックスとモルガンスタンレーが銀行持株会社に転換し、メリルリンチが買収され、リーマンブラザーズが負債63兆円で倒産した（野村証券がアジア欧州事業部門を買収）。アメリカの金融機関は総崩れとなった。なぜこのような連鎖倒産が起きたのか。

第1に挙げられるのが、ファンドや投資銀行の資金運用（投資）の仕方である。欧米の金融機関は、少ない自己資本にもかかわらず銀行から借り入れ、レバレッジを利かせて膨らませた資金を大胆に投資していた（乗数金融）。金利の安い円などを借りて、金利の高いドル債で運用すると、金利の鞘が稼げる。⁵ この場合、不動産証券など、担保価値の大きい資産を保有していれば、それを担保にして再び融資を求め、借りたカネを再び不動産証券などに投資する。この「担保－借り入れ－投資－担保」を繰り返せば、レバレッジを利かせた乗数金融が実現できる。カネ余りの状態では、異常な資金運用も正常の範囲とみなされていた。アメリカの金融業界全体が、「集団思考」の罠に陥っていたのである。

問題なのは、乗数金融はマイナスに働き始めると、不良債権もレバレッジの数（10倍、30倍）だけ膨らむことである。住宅価格の10%の下落は、銀行からの借り入れ金利が4%とすると、合計で14%、それに10倍のレバレッジが掛かるので、140%のマイナスになる。ファンドや投資銀行のように30倍のレバレッジを掛けていたとすると、投下資金に比した損失の割合は420%に膨らむ。アメリカの住宅価格はピーク時から30%の下落だから、レバレッジの掛かった住宅債券投資の損失額は天文学的数字に達する。住宅価格が下げ止まっても、消費の減退により商業用不動産の下落が続くので打撃は一層深刻化する。

いくらアメリカの戦後の住宅価格が一度も下落したことがなかったとしても、このようなレバレッジの掛け方は常軌を逸している。このような高いリスクを取れた背景には、CDSという一種の倒産保険の仕組みがあった。つまり、リスクの高い投資や融資には、借り手が返済不能（デフォルト）に陥る場合を想定して、一定料率の保険をかけ融資の元本保証をする。ファニーやフレディが発行する住宅ローン証券は、アメリカ国債と同様の信用があり、AAAと評価された。したがって、保険料も1%程度に過ぎず、貸出金利に上乗せされてローン契約が行われた。制度としては問題がない。投資銀行は住宅ローン債権（MBS、ABS）を様々な担保証券と合成して、CDO（コラテラライズド・デッド・オブリゲーション：資産担保証券の一種、合成証券とも言われる）として販売した。この合成証券の処方箋作りに金融工学のテクノロジーが駆使された。ローリスク／ローリターン

ファニーメイの受け取る公的資金の合計は846億ドルに達する。1～3月期の決算は最終損益が130億5700万ドルの赤字だった（日本経済新聞2010年5月11日夕刊）。

⁵ 2009年11月現在、アメリカの低金利政策によりドルキャリが行われ、新興国市場での投資バブルが拡大している。

ニア債、中程度のリスク／リターンを期待できるメザニン債、ハイリスク／ハイリターンの劣後債、に切り分けた。安全確実な資産運用を望む買い手はシニア債、ハイリスクでも高いリターンを希望する買い手には劣後債を、という具合に世界で販売した。金融資産をリスクに応じて切り分け、メリルリンチなどのブランドで販売することは、金融技術としては秀逸である。この金融手法によって、アメリカはドルの還流を確保していた。制度としての欠陥は「合成の誤謬」を気付かせる、どのような早期警報システムも持たなかったことである。

6. 保険における「合成の誤謬」と「集団思考の罟」

新古典派経済学では、世界は無限に大きいと想定されるので合成の誤謬は起こらない。しかし、現実の経済は限られた大きさなので、合成の誤謬が発生する。あらゆる金融機関が、あらゆる金融取引に保険を掛けて証券化したので、CDSの販売残高が天文学的数字に膨れ上がるのは当然である。2008年9月のリーマンショック以前に、CDSの総額は最大で62兆ドルに膨れあがった。世界のGDP合計が約52兆ドルである。いかに巨額かわかる。CDSは多くが相対取引であり、簿外処理されていたため、実数は不明だったという。地震保険と同じで、世界的規模で経済崩壊が起これば、保険料を払っていても保証金額が払い戻されることはない。日本の地震保険は4兆円まで政府が保証するが、それ以上の規模で損害が出れば、補償額は大幅にカットされる。関東大震災なみの巨大地震では、地震保険は少ししか支払われないだろう。つまり、保険が意味を成さないほど、経済崩壊の規模が大きかったのである。リーマンブラザーズのケースでは、国際スワップデリバティブ協会(ISDA)が、入札の結果、リーマンの清算価値は8.625%に決定したと発表した(2008年10月10日)。市場での推計では、リーマンの契約残高(想定元本)は約4000億ドルと言われており、このうち91.375%(3655億ドル)が損失となった。⁶

ファンドや金融機関の暴走を止められなかった最大の理由は「集団思考の罟」である。アメリカはもとより、小泉政権下の日本も市場主義者で埋め尽くされていた。とくに金融機関は、強欲資本主義を肯定し、あらゆる政府規制に反対するフリードマン流の「市場原理主義」が支配していた。世界の金融界のリーダーは、教育もキャリアも似通ったMBAのファイナンス出身者で占められた。ヨーロッパの金融界もアメリカナイズしていた。つまり、世界の金融業界は、極めて「集団思考」が発生しやすい状況にあったのである。

金融自由化以前は、金融と証券の間には丈夫な壁が築かれていた。アメリカでは1930年の世界恐慌の反省から、銀行と証券の業務を隔てるグラス・ステイガル法が施行された。また、金融機関が州を跨ぐ営業を規制する州際業務規則も機能していた(金融機関が他州のローン債権に手を出すことが原則禁止されていた)。金融自由化の波は、銀行と証券の壁を排除する方向に進んだ。厳重な金融規制を解除し、最終的に「制度破壊」したのが、

⁶ リーマンブラザーズ(Wikipedia)参照。

ゴールドマン・サックス系の人々（為政者）であった。⁷ とりわけ重要な役割を果たしたのが、第 70 代の財務長官ロバート・E・ルービン(Robert E Rubin)である。彼は、ゴールドマン・サックス会長を経て財務長官に就任した。彼のおもな業績は「銀行と証券の垣根」を取り去り、自由な金融市場への道筋をつけたことである。第 74 代長官のヘンリー・ポールソンもゴールドマン・サックスの会長を経験している。彼は、金融自由化の副作用としての金融機関の暴走と金融バブル崩壊に責任がある。このロバート・ルービンとヘンリー・ポールソンは「究極のロビースト」と呼ばれている（神谷秀樹 2009）。ルービンの取り巻きには、グリーンSPANをはじめ数多の人材がいる。現役では、後任のガイトナー（財務長官）、ラリー・サマーズ（国家経済会議(NEC)委員長）、バーナンキ(FRB 議長)が彼の同僚だった。この金融サークルの「集団思考」から中立でありうるのはオバマ大統領である。しかし、オバマ氏は金融問題に精通してはいない。ゴールドマン・サックス系以前の財務長官は、元国務長官でもあったジェームズ・ベーカーしかいないのである。⁸

ロバート・ルービンの功績は、フリードマンの信念を具現化したことである。小さな政府を信奉し、政府による規制(既存の制度的枠組み)の排除に努めた。その意味では、よきサッチャー主義者であり、レーガノミックスの遂行者と言えよう。彼は、首尾一貫して、ファンドや投資銀行という「金融業界」（その最大の受益者がゴールドマン・サックスである）に貢献する「制度改革」の推進者であった。彼の制度改革は、銀行制度そのものには手を付けず、自己の所属した証券業界の自由化を促進した。つまり、銀行には従来どおりの監督官庁の規制（その対価としての国による保護）を残し、ファンドや投資銀行（証券業務）に対する規制は大胆に緩和した。投資銀行には金融取引の簿外処理の「特権」も与えた。これにより、小さな自己資本比率で何十倍ものレバレッジ(借金による投機)を利かすことができるようになった。

ロバート・ルービンとその同僚は、銀行には監督官庁の監視と BIS 基準による 8%の自己資本規制を義務付けた。この流れは現在も変わっていない。他方、証券業務（投資銀行）に対しては米国証券取引委員会(SEC)による監督があるはずだがうまく機能しなかった。金融取引の多くの部分が「仕組み投資会社:SIV」で行われ、簿外処理が認められていた。⁹ 簿外取引の危険性が指摘されていながら、なぜ改革がなされなかったのか。当時の金融

⁷ 第 70 代長官のロバート・ルービンはゴールドマン・サックス会長、71 代のローレンス・サマーズが世界銀行頭取、ハーバード大学学長、72 代のポール・オニールがインターナショナル・ハーバスター会長、73 代のジョン・スノーが大手運輸会社 CSX 社長、74 代のヘンリー・ポールソンがゴールドマン・サックス会長を歴任。ポールソンを起用したのはゴールドマン出身のジョサイア・ボルテン大統領首席補佐官。74 代(現)のティモシー・ガイトナーは国際担当財務次官のときルービン、サマーズの下で働いている。69 代のロイド・ベンツェンから 71 代はビル・クリントン政権、72 代から 74 代がジョージ W ブッシュ政権。69 代のベンツェンや 68 代のベイカーは政治家のキャリアで金融マンではない。つまり、70 代長官のルービン以降、金融関係者が財務長官を歴任している。

⁸ 2009 年 12 月中旬、アリゾナ州のジョン・マケイン上院議員とワシントン州のマリア・カントウェル上院議員が共同でグラス・ステイガール法の再制定を提起している。ポール・ボルガーも再制定の主唱者である。

⁹ 簿外処理が正当であったのは、それらの金融取引に CDS が掛けられていて事実上ノーリスクになって

界の論理では、銀行は預金者の保護のため監督官庁の監視が必要だが、証券投資は投資家の自己責任に委ねられるのだから自由であるべきだ、というものであった。エンロンは取引損失を連結決算対象外の子会社「特別目的事業体」(SPE)に付け替えて隠した(簿外損失)。この「制度の失敗」がありながら、彼らは SIV に対して規制を設けず、野放しにした。言うまでもなく、SIV は株主に対する報告義務さえなく、コーポレート・ガバナンスから巧妙に除かれている。SIV は経営者 (CEO) の専横を許す仕組みに他ならない。ロバート・ルービンと彼の後任者は、立場上、SIV を規制することができたし、規制すべきであった。彼らがそれを「しなかった」ことは、重大な過失と言えよう。ところが歴史の皮肉によって、ロバート・ルービンは投資銀行の救世主になってしまった。グラス・スティーガル法を撤廃していなければ、投資銀行 (証券) は倒産・消滅していただろう。ポールソンは、リーマンブラザースは資産内容が悪すぎるという理由で救済しなかったが、ベアー・スターンズとメリルリンチを銀行に救済させた。グラス・スティーガル法が撤廃されていたからこそ、銀行は証券を救済できたのである。政府は投資銀行(証券会社)を救済できないが、銀行は預金者保護の名目で救済 (保護) する義務がある。こうしてゾンビ化した投資銀行は銀行に憑依することで生き延びることができた。¹⁰ ゴールドマン・サックス系の人々は、機会主義と集団思考の芸術的ともいえる、みごとな結合を成し遂げた。ルービンとその同僚は、フリードマンの精神を実現したから偉大なのではない (Friedman 2002)。彼らは、結果として、「大きな政府」を招来しただけでなく、フリードマンが嫌った「国有化」によってアメリカ経済を疑似社会主義化した。

7. 国際会計基準の恣意的運用

問題はこれで尽きるのではない。国家権力が経済制度そのものに大きな歪みをもたらした。それは資本主義企業の根幹である会計制度の恣意的運用である。

資本主義にとって、会計制度ほど本質的な「制度設計」はない。会計制度は、出資者に対する説明責任の根源であり、納税の根幹を担う「諸制度の中の制度」である。国際会計基準は、グローバル資本主義の根幹を担う「諸制度の中心」である。1997年、日本が金融危機に陥ったとき、アメリカ政府は日本に対し、国際標準としての資産の時価評価を強く求めた。日本は、株式・債券は時価評価、土地や機材は取得原価 (簿価) という二重原則の会計基準を適用していた。これがバブルの温床になり、バブル崩壊後の長期低迷の原因

いると解釈されたからでもある。破綻するまでは多くの金融マンが簿外処理を問題とは考えていなかった。¹⁰ ルービンは財務長官の後、シティコップの会長を歴任したが、サブプライムの責任を取って 2009年1月10日付で辞任した。シティのバランスシートは2兆ドル、オフバランスで1.8兆ドルの負債があると言われている。2009年1月26日に発表されたシティの救済策は、①250億ドルの資本注入にさらに200億ドルの追加の資本注入。②シティが抱える3060億ドルの不良債権に対するアメリカ政府の保証。当初の290億ドルの損失はシティの負担となるが、それ以上の損失は90%をアメリカ政府、10%をシティが負担する。③シティが政府に対する保証料として優先株70億ドルを発行し、27億ドルの新株引受権を割当てる。④役員報酬については政府の承認を義務付け、向こう3年間、救済側の3者の承認なしには1セント以上の配当はできない。ちなみに、退職時にルービンはシティから1億2000万ドルの退職金を得た。これが、彼がアメリカ市民からグリードと罵倒された理由である。

を作った。これは、当時の日本政府（大蔵省）にとって、一種の「リスク対策」であったと考えられる。土地や資産が簿価であれば、その後の値上がりによって膨大な「含み資産」が生まれている。これを無税で企業に持たせ、倒産の危険が迫ったとき、市場で売却して「含み」を吐き出させる。企業は倒産から免れ、存続し、政府が最大の政治的関心事である「雇用」が守られる。しかし、投資家にとっては、企業の実態としての資産内容（時価）が不明である。海外投資家(株主)が増えるに従い、資産内容（評価）の不明瞭が問題になった。しかも、バブル崩壊後は、どの程度資産が「痛んでいるか」が不明確になった。時価主義への転換と国際会計基準の導入は、グローバル化する日本経済・企業にとって、避けられない道だったのである。しかし、2008年以降は、日本に時価主義を突きつけたアメリカ政府が国際会計基準の見直しに動いたのである。

米・欧の主要金融機関、28社の08年の資本合計は148兆円であった。ところが、IMFが09年4月に発表した、金融機関の総損失の推定値は385兆円（4兆540億ドル）であった。IMFの計算は08年のデータに基づくので、実際はもっと悪化している。つまり、主要銀行は大幅な資本不足に陥っていて、政府が計画している支援策では不十分なのである。

そこでアメリカ政府（ついでEUや日本も追随）は重大な変更を行った。それが「ステートメント159号」である。このステートメントは、「負債の時価評価の下落を評価益とすることができる」と解釈可能な項目があるとされる。¹¹ つまり、企業が100億円の社債を発行しているとする。業績が悪化して社債の市場価格が90億円に下がった。その差の10億円を「評価益」として計上してよい、という指示である。この理屈は、次のようである。100億円の負債の将来価値が90億円に下がったのだから、企業は10億円分の返済義務の減少が生じた。従って、10億円を利益として計上してもよい。しかし、社債の将来価値の減少は、企業業績の「悪化」が原因である。企業が償還日に社債(借金)を返済できない可能性が高くなった(支払い能力低下のリスク)ことを意味している。そのリスク増加分を利益計上するという論理には無理がある。しかし、この基準により、09年1-3月に、アメリカの金融機関は押並べて黒字決算を達成したのである。例えば、シティーバンクの決算を見ると、09年1-3月期の最終利益が16億ドルになった。このうち、27億ドルが「負

¹¹ 米国財務会計基準審議会(FASB)は、ステートメント159号の趣旨を次のように述べている。少し長いですが、英文で引用する。This Statement permits entities to choose to measure many financial instruments and certain other items at fair value. The objective is to improve financial reporting by providing entities with the opportunity to mitigate volatility in reported earnings caused by measuring related assets and liabilities differently without having to apply complex hedge accounting provisions. This Statement is expected to expand the use of fair value measurement, which is consistent with the Board's long-term measurement objectives for accounting for financial instruments. このステートメントは含蓄のある文章である。複雑なヘッジ会計の準備をせずに、資産と負債の双方について一定期間の変動を緩和してよいとある。これは審議会の長期的な測定目的に沿うものである、としている。この文章からは、負債の時価評価の下落を評価益として計上することができる、とは読み取れない。しかし、現実には、銀行はこれで黒字決算に持ちこめたのである。条文の解釈における多義性を示す好例と言えよう。

債の評価益」であった。つまり、これがなければ、シティバンクは 11 億ドルの赤字だった。一方、保有する CDO などの不動産関連の証券は、事実上買い手が存在せず、市場が消滅している。つまり、不動産関連の証券は時価評価がゼロということになる。これでは困るので、不良債権については時価評価をせず、取得原価(簿価)に近い数字で置いておくことが認められている。不良債権に対しては時価評価を停止し、負債については時価評価を認める、論理不一致がまかり通っている。

アメリカ政府をはじめ各国政府は、これ以上の政府支援を振り出すことは困難である。もはや「大きすぎて救済できない」(“Too Big to Save”)からである。だから、一日も早く「銀行は立ち直った、もはや政府による資本注入はいらない」と宣言したい。

アメリカ政府に出来ることが、もはや国際会計基準の適用回避でしかないとすれば、これは自らがドルの信託を破壊する行為、つまりドル機軸体制に幕を引く行為に他ならない。グローバルな新金融制度は、国際的な監督機構の下に置かれ、厳しく監視されることになるだろう。アメリカが支配する IMF や世銀は、この任には相応しくない。新しい国際金融制度が必要になる。国際会計基準は、多国籍企業の基本的制度インフラである。これを守ろうとする運動が、多国籍企業の経営者の中から生まれるだろう。ルールと秩序を取り返さない限り、グローバルな金融制度は蘇らないだろう。

結論

最も優れた才能を持ち、素晴らしいキャリアを経て、最高意思決定グループに属した人々が、世間の反対を無視した無謀な意思決定を繰り返し、企業や国家を危機存亡の淵に投げ込むことは、歴史上繰り返されてきたことである。ジャニス (Janis 1982) は、有名な著書の中で、アメリカの「ベスト・アンド・ブライテスト」が誤った政策に突き進んでいった過程を明らかにした。国際金融の世界でも、金融業界の「ベスト・アンド・ブライテスト」が「集団思考」の罠に陥り、大規模な制度崩壊をもたらすに至ったというのが本稿の主題である。本稿は、この金融制度崩壊に深くかかわった多国籍企業とその経営者について分析した。住宅ローンを提供した金融機関、個人向けローン債権を保証した政府支援機関(GES)、ローン債権を証券化して販売した投資銀行、金融取引に CDS を掛けて簿外処理をした企業とそれを許した会計制度、CDO を大量に販売した投資銀行や保険会社、それに AAA の評価を与えた格付け会社、SIV を活用して簿外で金融取引を拡大した商業銀行、過大なリスクを取って投資したファンド、それに資金を提供した機関投資家・・・これら全てが多国籍銀行やグローバル企業、グローバルな影響をもつファンドや個人投資家であった。ICT(情報技術)の発展により、アメリカの金融危機は瞬く間に世界に拡大した。ドル還流の迂回路でもあったヨーロッパの金融機関が巨大なリスクに晒された。ヨーロッパにおける不動産価格は、2010 年にかけて下落が予想されるので、一年後には経済危機を迎えるだろう。21 世紀の世界同時不況は、多国籍企業とその経営者(とくに金融系)の意思決定の偏向が中心的な役割を担ったという点で、過去の不況とは異なる。とくに今回の不況は、

1930年代の大恐慌の再発防止のための「諸制度」を改廃する過程で発生した。その反省に立つとすれば、次の制度設計には、金融系多国籍企業の意味決定に対する監視を含む厳しいコントロール・システムが必要になるだろう。市場の規律を維持し、機会主義（強欲）や集団思考の罠に陥らないような、新たな制度的枠組みの設計が必要である。それには、個人や法人が引き受けられるリスクの大きさ（具体的には自己資金の量とレバレッジの大きさのバランス）に制限を設け、国際的に監視する機構の創設が必要になるだろう。ファンドや投資銀行というビジネスモデルが復活するとすれば、それは国際的な監視下でのみ可能だろう。また、「商業銀行」の機能が再認識されるだろう。金融が本来持っていた機能、製造業やサービス経済の育成と支援への回帰である。新しい金融秩序(制度)が成立するまでに、金融業界と政治勢力との間で、対立と協調が繰り返されるだろう。

そもそも、アメリカとイギリス、アイルランドやスイスもそうだが、金融立国を目指した国々には共通した特徴がある。長期的なトレンドとしての製造業の衰退である。これらの国々では製造業における国際競争力の減退と産業の空洞化が起こり、新興市場国への工場移転ともなう雇用の流失があった。この結果、優秀な人材の製造業離れ、金融業への集中が生じた。金融業は高い報酬を提示し、有能な人材を囲い込んだ。基本的に金融業界は「ゼロサム」の世界である。短期的には、誰かの損が誰かの得になる。国家が金融立国を目指すとき、強欲の支配する利己主義が奨励されやすい(Csikszentmihalyi 2003)。小学生の教育の一環としてマネーゲームが教えられ、「強欲」を美德とする教育がなされる。「強欲」を教え込まれた子供たちは、地道な「汗と努力」の労働を嫌うだろう。その結果、さらに農業や製造業が衰退する。こうした思想的バックグラウンドは、容易にモラルハザードを誘発する。アングロ・サクソン型経済の「強欲・金融資本主義」の破綻は起こるべくして起きたと言えよう。新しい金融制度の方向は、オバマ大統領の主唱する「グリーン・ディール」であり、「知的な製造業」をサポートする金融制度であるだろう(Friedman 2008)。グリーン革命を推進するためには、製造業は過去の産業ではなく、未来を切り開く産業でなければならない。未来の製造業は、未来の金融業、つまり知的で節度をわきまえたバンカーが経営する商業銀行(例、グラミン銀行など)と、調和的なパートナーシップを結ぶことになるだろう(Prahalad 2010)。

(追記) 本稿は、平成 20 年度科学研究費補助金(萌芽研究、代表 安室憲一)、研究課題：「制度設計の失敗による誤ったインセンティブ—なぜ経営者は法律の目的を読み間違えるのか」(課題番号 19653033)に基づくものである。

引用参考文献

- Bookstaber, R.(2007) *A Demon Of Our Own Design*, John Willey & Son, Inc.(遠藤真美 訳『市場リスク 暴落は必然か』日経 BP 社、2008 年)。
Csikszentmihalyi, Mihaly(2003) *Good Business*,(大森弘監訳『フロー体験とグッドビジネス

- ス』世界思想社、2008年)
- Diamond, Jared(2005) *Collapse, How Societies Choose to Fail or Succeed*, Viking Penguin,(楡井浩一訳『文明崩壊』(上)(下)、草思社、2005年)
- Friedman, T.A. (2008) *Hot, Flat, and Crowded, Why We Need A Green Revolution*,(伏見威蕃訳『グリーン革命』(上)(下)日本経済新聞社、2009年)。
- Friedman, Milton (2002) *Capitalism and Freedom*, The University of Chicago.(村井章子訳『資本主義と自由』日経BP社、2008年)
- 神谷秀樹(2009)『世界はこう変わる』光文社。
- 隈 研吾(2004)『負ける建築』岩波書店。
- Janis, Irving L.(1982) *Groupthink: Psychological Studies of Policy Decision and Fiascoes*, 2nd. Edition (Houghton Mifflin).
- Krugman, Paul (2009) *The Return Of Depression Economics And The Crisis Of 2008*, W.W. Norton & ., Inc.,(三上義一訳『世界大不況からの脱出』早川書房)。
- Kowert, P.A. (2002) *Groupthink or Deadlock*, State University of New York. Press.
- 佐伯啓思(2009)『大転換－脱成長社会へ』NTT出版。
- Prahalad. C.K. (2010) *The Fortune at the Bottom of the Pyramid*, 5th edition.(初版、スカイライ トコンサルティング『ネクスト・マーケット』英治出版社、2005年)
- 鈴木興太郎・長岡貞男・花崎正晴編著(2006)『経済制度の生成と設計』東京大学出版会。
- Smick, David, M (2008) *The World Is Curved*, Portfolio(田村源二訳『世界はカーブ化している-グローバル金融はなぜ破綻したか-』徳間書店、2009年)。
- Tett, Gillian (2009) *Fool's Gold*, Abucuss (平尾光司監訳、土方奈美訳『愚者の黄金』日本経済新聞社、2009年)
- Williamson, O.E. (1975) *Markets and Hierarchies*, The Free Press.(浅沼萬里・岩崎晃訳『市場と企業組織』日本評論社、1980年)。