

ドッド=フランク（DF）法は 金融システム危機の再発を防げるか？

公益財団法人 日本証券経済研究所 理事兼主任研究員

佐賀 卓雄



はじめに

歴史的にみれば、大きな金融規制改革は深刻な金融システム危機や相次ぐスキャンダルの露見を契機として行われることがほとんどである。1930年代のニューディール期の銀行法や6本の主要な証券諸法の制定は20年代の株式投機と大手金融機関による不正行為の摘発を契機にしていたし、2002年7月に成立したサーベンス=オクスリー（SOX）法もエ

目次

はじめに

1. リーマン・ブラザーズの破綻原因の分析
2. DF法における破綻処理スキーム
3. リーマン・ブラザーズがDF法のOLAに従って破綻処理されていれば、どうなっていたか？

終わりに

ンロン社の破綻と相次ぐ会計スキャンダルの露見を契機として制定されたものである。

2010年7月21日に成立したドッド=フランク（DF）法は、いうまでもなく2007年後半以降、次第に深刻化していったサブプライム問題と金融システム危機を背景としていた。相次ぐ大手金融機関の破綻は場当たりのFRBの信用供与や政府による公的資金の投入によって救済されたが、この中でリーマン・ブラザーズだけは破産法チャプター11が適用され破産手続きが採られた。この衝撃は監督当局の予想をはるかに超えるものであり、「リーマン・ショック」と呼ばれるほどの激震が世界中を駆け巡ったことは記憶に新しい。

かくして、DF法は金融システム危機の再発予防を最優先課題としている。そのための体制整備はシステミック・リスクの監視を任務とする金融安定監視カウンスル（Financial Stability Oversight Council；FSOC）の創設と、新たな破綻処理スキームである「秩序立

った清算権限」(Orderly Liquidation Authority; OLA)の構築であった。

ところで、金融規制改革は金融システム危機やスキャンダルを契機としているため、国民の怒りや憤懣に大きく影響を受けることが避けられない。DF法制定前後に活発になったティーパーティ運動やウォール街占拠運動は、保守派、リベラル派を問わず、公的資金の投入によって救済された大手金融機関の経営者が高額報酬を受け取っていたことを槍玉に挙げた。この結果、ポピュリズム(大衆迎合)によって過剰規制や重大な瑕疵がもたらされることがしばしばみられる。例えば、SOX法の内部統制システム構築の強制や、最終規則の内容によるが、DF法に急遽挿入されたボルカー・ルールや経営者報酬規制などがそのような傾向を表すものであろう。

それでは、DF法の新たな破綻処理スキームはどのように評価されるのであろうか。ここでは、リーマンの破綻事例を取り上げ、もしDF法が存在していればどのような破綻処理が行われ、実際に生じた金融システム危機を防ぐことができたかどうかを検討したい。

■ 1. リーマン・ブラザーズの破綻原因の分析

リーマン・ブラザーズの破綻手続きは、その持株会社(Lehman Brothers Holdings Inc.; LBHI)と傘下の子会社群に適用される法律が異なる。まず、持株会社LBHIおよ

び銀行ではないデリバティブ取引を行っていた子会社(Lehman Brothers Special Financing, Inc.)に対しては連邦破産法、証券子会社(Lehman Brothers In.; LBI)に対しては証券投資者保護法(Securities Investor Protection Act; SIP法)、銀行子会社(Aurora Bank FSBとWoodlands Commercial Bank)に対しては連邦預金保険法(Federal Deposit Insurance Act; FDI法)、保険子会社に対しては州の保険法が適用された。さらに、国外に所在するリーマンの子会社に対しては80以上に及ぶ所在国の破産法が適用された。

この内、持株会社LBHIはニューヨーク南部地区破産裁判所にチャプター11の適用申請を行い、任命された調査官アントン・バルカス(Anton R. Valukas)によって2010年3月11日に全9巻、本文だけで2,200ページを超える詳細な報告書(以下、「バルカス報告」と略)が取りまとめられた(注1)。また、証券子会社LBIについても、SIP法に基づき2010年4月25日に調査官ジェームズ・ギデンズ(James W. Giddens)によって報告書(以下、「ギデンズ報告」と略)が取りまとめられた。

以下では、バルカス報告によりリーマンの破綻原因を分析する。報告書が言うように、リーマンの破綻を単一の要因で説明することはできないが、金融市場や住宅市場の動向のようなマクロ経済要因を差し当たり考慮外に置けば、その破綻原因を大きく組織内部の要因と、政府や規制当局による監督体制の問題

に大別できる。実際にはこの両者は密接に関連しているが、とりあえず別々にみておこう。

組織内部の要因としては、オフバランス化によりレバレッジ比率の低下を目的にした「レポ105」(注2)と呼ばれる会計処理の問題も重要であるが、ここで注目したいのは同社のリスク管理体制である。リーマンのバイス・プレジデントであったローレンス・マクドナルドの著書 [2009] では、CEOのリチャード・ファルドのワンマン体制とそのリスク管理体制の杜撰さが厳しく告発されていた(注3)。しかし、バルカス報告では、これとはやや異なる評価がなされている。

マクドナルド [2009] の批判とは対照的に、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(注4)。グローバル・リスク・マネージメント・グループ (GRMG) は約450人で構成され(2008年時点)、市場リスク管理、信用リスク管理、業務リスク管理、リスク計量管理、ソブリン・リスク管理、投資管理部門リスク管理、リスク・コントロールおよび分析、の各部門から構成されていた。GRMGの役割として、すべてのリスクの理解と特定、すべての取引と製品についての適切な許容限度の設定、そして破滅的な損失からの防御、の3つが挙げられていた。そして、その役割の遂行のためのツールとして、リスク・リミット (VaRとリスク許容度)、ストレス・テストあるいはシナリオ・テスト、個別の取引ごとの限度、バランス・シートの限度が整備されていた。

しかし、形式的には優れていても、その運用実態は重大な問題を含むものであった。リーマンは「リスク欲求」 (risk appetite) を計測していた点で投資銀行の中ではユニークな存在であったが、2007年後半には経営陣は業務からの利益が高いと、リミットを超えているのを知りながら、それを低減するのではなくリミットを上げる措置をとった。また、個別の取引にも上限を設けていたが、重要な利益機会を見逃すことになるとしてこれを無視した。さらに、2008年にはストレス・テストを実施しているが、商業用不動産などの多くのリスクの高い資産を除外した。リスク問題やリミット違反は経営陣に報告されるシステムを持っていたが、それをチェックするシステムを欠いており、手続きといえればそれらを無視することであった。

要するに、マクドナルド [2009] とバルカス報告をあわせ読むと、リーマンは外向けには優れたリスク管理体制を印象づけながら、それが効果的に機能するような社内の監視体制を欠いていたことがわかる(注5)。そこで問題になるのが、同社のガバナンス体制である。この点については、マクドナルド [2009] が意思決定構造、組織構造の問題点、さらには人事抗争などを生々しく告発している。第一に、CEOのリチャード・ファルドに権力が集中しており、取締役会は過半が外部取締役で構成されていたものの、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、飾り物にすぎなかった。第二に、経営陣はか

つての経験からサブプライム問題が他の業務分野にまで波及することはないと判断し、同業他社に追いつき追い越す絶好の好機と判断し、積極的な成長戦略を推進し、通常のリスク・コントロールを無視した。第三に、2007年になって住宅市況およびそれに関連した証券化商品の市場に陰りが射し始めると、さすがに最高リスク管理担当者（CRO）や一部の役員から経営方針に対して反対や危惧する声が上がりはじめた。しかし、これらの役員は解任されるか、閑職に追いやられた。最後に、収益を追求するあまり、質を無視して住宅ローンを買いたった結果、「副業で投資銀行を営む不動産投資信託（REIT）」と揶揄されるような姿に変貌してしまった。

それでは、外部の規制機関による監視体制はどうなっていたのであろうか。LBHIは投資銀行を中核とする持株会社であるが、その傘下にはデリバティブ業務を専門にする会社、銀行、保険会社があり、アメリカでは金融業務の監督体制が一元化していないため、多くの監督機関が関係していた。それでも、これまでの金融危機への対応から、財務省、連邦準備制度理事会（FRB）と実質的にその中核を担い救済のための民間銀行を組織するニューヨーク連銀（FRBNY）、そして証券取引委員会（SEC）が責任のある規制機関であった。しかし、主たる規制機関がどこであるかがはっきりしていないのが実情であった。むしろそうではなく、はっきりはしていたが当の規制機関にその自覚がなかったこと

が問題であったという方が正確であろう。

すなわち、2004年6月にCSE（Consolidated Supervised Entities）プログラムが創設されると、その適用を申請した大手投資銀行5社と商業銀行2行はSECの監督下に入ることになったのである（注6）。したがって、CSEプログラムが始まって以降は、リーマンに対する主たる規制機関はSECであることは明確であった。しかし、この監視体制たるやお粗末なもので、スタッフ数がわずかに7名だけで、しかも十分な経験と知識を欠いていた。このため、このプログラムで最も重視されていた流動性プールに対する監視についても重大な問題を引き起こした。すなわち、リーマンのクリアリング・バンクであったシティとJPモルガン・チェースが同社の経営の健全性を危惧して引き出しのできない「コンフォート預金」（comfort deposit）を求めていたにもかかわらず、それを流動性プールとして計算していた。さらに、それに気づいても何らの是正措置も求めなかったのである。SECは「レポ105」については知らなかったが、数年前にエンロン社が商品取引に偽装して負債調達を行った「プリペイド取引」の先例があるだけに、それを教訓として生かせなかったことになる。バルカスは議会証言の中で、バランス・シートをチェックすればこの問題に気づくのはそれほど困難ではなく、SECが気づけなかったのは理解に苦しむとさえ述べている。

リーマンはSECに対して定期的に報告していたので、SECはそれ以外のリスク欲求許容

度の違反やストレス・テストの形骸化については認識していたにもかかわらず、何らの行動も採らなかった。さらに、ベア・スターンズが破綻してからはSECとFRBのスタッフが同社に常駐するようになるが、それでも財務省、FRB、FRBNY、SECとの間でのコミュニケーションは十分ではなかったことが指摘されている。

最後に、モラル・ハザードの問題とシステムミック・リスクに対する過少評価について触れておくべきであろう。2008年3月にベア・スターンズが実質的に破綻した際、FRBは融資を行い、JPモルガン・チェースが救済合併した。この事実は非常に重く、この頃からリーマンが次の破綻金融機関の最有力候補とみられていたが、市場もCEOのファルドも最後は政府が救済してくれるだろうと期待していた (Valukas [2010], p.609, p.618)。結果的に、これが裏切られたことが「リーマン・ショック」と呼ばれるほどの強烈な衝撃を及ぼすことになった。また、リーマン破綻の影響についても監督当局が過少に評価していたことが指摘できる。バルカスのインタビューに答えてバーナンキFRB議長は、「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、0から100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90-95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140』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』」 (Valukas [2010], p.1505) と述べている。

■ 2. DF法における 破綻処理スキーム

DF法は、前文においてその目的を「金融システムにおける説明責任と透明性を改善することによりアメリカの金融の安定性を促進すること、『ツウー・ビッグ・トゥー・フェイル』(TBTF)を終焉させること、金融機関の救済を終わらせることによって納税者を保護すること、金融サービスについて濫用的な慣行から消費者を守ることなど」と謳っている。全体は16篇、848ページからなる膨大な法律であるが、これらの目的を達成する上で最も重要な規定は、第1編の「金融安定監視カウンスル(FSOC)」、「金融調査局(OFR)」の創設、そして第2編の「秩序立った清算権限(OLA)」である。この間の大手金融機関の破綻処理の当事者の一人であったバーナンキFRB議長は、ことある毎にアメリカの破綻処理が「破産か救済か」の二者択一しかなく、これに代わる「第三の選択肢」が必要なことを強調していた。OLAがこれに対する回答である。

まず、FSOCは今回の金融システム危機において証券、保険などのノンバンク金融会社および銀行持株会社の監督に制度的な欠点があったのではないかとの批判に対して、金融安定のためにシステムミック・リスクを特定、監視するための組織として創設される(DF法112(a)条)。FSOCはシステムミック・リスク・

レギュレーターとして他の金融規制機関から分離され、個別の金融機関の監督ではなく、アメリカの金融システムの安定の維持を図ることを目的とする。

FSOCは、10金融規制機関が議決権のある構成員として加わり、その他に議決権のない5名の構成員から構成される(注7)。

DF法は、もし破綻すれば金融システム全体に影響を及ぼす可能性の強い金融機関を特定し、それらに対する規制を強化するとともに、破綻処理の事前対応的措置を導入している。つまり、FRBはFSOCおよびFDICと協議しながら、経営的に苦境に陥る可能性のある銀行持株会社やノンバンク金融会社を救済するために、早期救済措置(Early Remediation; ER)を採ることができる(DF法168条)。この指標は規制資本、流動性、およびその他のフォワードルッキングな指標を含む財務状態である。FDICの早期是正措置(PCA)を参考にしていることが窺われるが、両者の向いている方向性には大きな違いがあるとして批判がある(注8)。次に、本格的な破綻処理スキームとして採用されたのが、OLAである。この対象となる金融会社(Covered Financial Company; CFC)は「システム上重要な金融機関」(SIFIs)(DF法115条)に加えて、業務収益の85%以上が金融業務の性格を持つ業務から上げているすべての企業であり、必ずしも大企業ではなくSIFIsよりも範囲が広い(DF法201(b)条)。この金融業務の定義はFDICに任されているが、

預金取扱機関、GSE、およびその他の政府系企業は除かれる(注9)。

これらのCFCがOLAの対象となるには、FRB、FDIC、SEC(証券会社の場合)、連邦保険局(保険会社の場合)の各理事会の3分の2の賛成を得て財務長官に文書での勧告がなされ、財務長官がそれを採用することを決定し、大統領に諮問して最終的にOLAが実施される。この場合、4条件が満たされる必要がある。つまり、その企業が破綻あるいは破綻の危険性があること、破産法に基づく破綻処理は金融の安定性に重大な影響を及ぼすこと、OLAによる破綻処理がそれらの影響を回避あるいは緩和できること、OLAに代わる有効な民間部門の代替策がないこと、である(DF法203(b)条)。これらの条件を満たしていれば、財務長官がFDICを管財人として指名し、破綻処理が開始される。なお、破産法の「適格金融取引」(Qualified Financial Contract; QFC)に対する「自動停止」(automatic stay)の適用除外措置は修正され、24時間の「自動停止」が認められたため、翌営業日の午後5時までは契約の解除、契約条件の変更はできなくなる(DF法210(c)(8)(F)(ii)条)。

DF法では納税者の負担が生じる余地を排除するために清算のみ定めており、これにより公的資金による救済への期待を封じ込め、モラル・ハザードを防ぐことを意図している。ただし、FDICはシステム上重要な業務を行う部分を存続させるために、ブリッジ金融会社の設立、他の会社への合併・売却とい

う手段を採ることが認められている。もっとも、ブリッジ金融会社は最長5年間の存続(原則2年間、1年ずつ最大3回まで延長可能)(DF法210(h)(12)条)しか認められていないので、この間に他の企業と合併させるか投資家に株式を売却することができなければ、最終的には清算されることになる。

この清算手続きに要する資金は、FDICが債務証券を発行し財務長官が引き受けることにより調達される。調達額は対象金融会社の連結総資産の90%を上限とし、原則5年以内に返済される。この資金はFDICが清算ファンド(orderly liquidation fund)を設置しそこを通じて管理される。返済資金は当初は対象金融機関の資産の清算により得られる収入を充当し、それで不足する場合には、FDICは特定の債権者から払い戻しを請求する権限を持っている。それでも充分でない場合には、総資産額500億ドル以上の銀行持株会社および金融会社を対象に、資産規模、リスク、その他の要因を考慮して、負担金の割合を決定する。要するに、納税者の負担は生じないということである。

3. リーマン・ブラザーズがDF法のOLAに従って破綻処理されていれば、どうなっていたか?

FDICは2011年4月にリーマン破綻時にDF法があればどのように処理されていたかを検

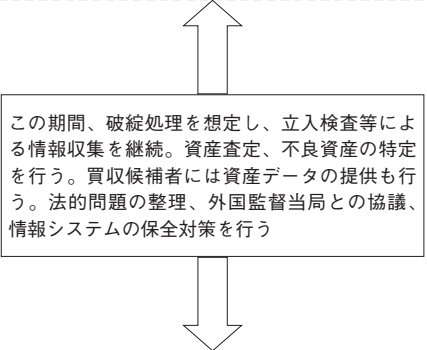
討したレポートを公表した(注10)。リーマンはDF法のSIFIsに認定されたはずであるから、危機時におけるリビング・ウィル(生前計画)が事前に規制当局に提出されている。それに加え、今回、CFCに対して預金取扱金融会社に対する早期是正措置(PCA)と類似の早期救済措置(ER)が導入されたため、事前に詳細な情報を入手できる。

これらのことを前提に、実際のリーマンの破綻処理とOLAに基づく破綻処理を比較整理すると(表)のようになる。ERによって、有効な是正措置が採られ、再建されれば以後のスケジュールのような展開はない。この点が最も大きな変化かもしれない(注11)。

仮にOLAに基づく破綻処理が開始されると、FDICの資料によると、半年程度で資産負債継承(P&A)、あるいは清算が終了する予定である(FDIC, Office of Complex Financial Institutions [2012], *Dodd-Frank Act Title I: Living Wills Overview*, Jan. 25)。なお、FDICのレポートでは、2008年9月で、LBHIの自己資本は200億ドル、負債は、劣後債が150億ドル、他の短期・長期負債が850億ドル、その他債務が900億ドルであった。資産は2,100億ドルであるが、買い手が500~700億ドルの問題資産があるとみなし、その損失率が6~8割であるとする、400億ドルの損失が見込まれる。自己資本と劣後債で損失を吸収するとすれば、50億ドルの損失が残る。

パークレイズが買収先として想定され、リーマンの資産と一部の負債を継承するが、

(表) DF法の下でのリーマンの破綻処理

日 時	実際の経過	DF法の下での破綻処理
3月 16日	JPモルガン、ベア・スターズを買収（FRBがSIVを設立し、ベアの資産の一部を買い取り。JPモルガンは最大10億ドルの損失を負担） FRBとSEC、投資銀行各社に常駐し、モニタリング ポールソン、ファルドに資本増強を勧める。ファルド、バフェットに出資要請	（FRB、FSOCと協議し、早期救済措置を講じる） FDIC、FRBなどと協力し情報収集 FDICとFRB、リビング・ウィルの内容を確認 FDIC、立入検査実施（リアルタイムデータの取得、経営陣などとの議論） 関係規制機関と取締役会との協議。以下のことを確認 ・公的救済は行わない ・資本増強や買収交渉を進める ・自力解決の期限の設定
4月 1日	リーマン、40億ドル増資	 <p>この期間、破綻処理を想定し、立入検査等による情報収集を継続。資産査定、不良資産の特定を行う。買収候補者には資産データの提供も行う。法的問題の整理、外国監督当局との協議、情報システムの保全対策を行う</p>
6月 7日 12日	SEC、リーマンが流動性プールにシティに預託している、引き出しできない29億ドルのコンフォート預金を含めていることに気づく リーマン、3-5月期に28億ドルの赤字 リーマン、60億ドルの増資とCOO、CFOの更迭を発表。ファルド、買収交渉に着手。ポールソン、リーマンの破綻に備え危機対応プランの策定を指示	
7月	ファルド、BOA、韓国産業銀行、メットライフに支援を打診	
8月	SEC、リーマンが流動性プールにJPモルガン・チェースに預託している50億ドルのコンフォート預金を含めていることに気づく ファルド、ドバイの投資会社に出資を要請 ファルド、不良資産の切り離しに政府出資を要請	FDIC、破綻処理制度に基づく売却作業を開始。売却スキームを提示し、買収候補を特定。買収候補が確定しない場合には、ブリッジ金融会社への資産・負債承継（P&A）。買収候補が確定しない場合には、ブリッジ金融会社を設立し、P&Aを実施
9月 7日 9日 10日 11日 12日 13日 14日 15日 19日	ファニーメイ、フレディマックの国有化 韓国産業銀行との買収交渉が決裂。ポールソン、BOAにリーマン買収を要請 リーマン、6-8月期に39億ドルの赤字、リストラ策を発表 パークレイズ、リーマン買収に名乗り 財務省とFRB、大手金融機関のCEOを招集し、民間金融機関による救済スキームの策定を要請 BOAが買収交渉から撤退。メリルリンチ、BOAに被買収提案 FSA（英）、パークレイズの買収を不承認。BOA、メリルリンチを買収 リーマン、チャプター11を申請 LBI、SIP法の下での清算手続きを開始	（補足）DF法165(d)条 ・SIFIsが破綻処理計画を提出 ・60日以内にFRBとFDICが計画の完全性をレビュー ・SIFIsは追加的に求められた情報があれば、30日以内に提供 ・FRBとFDICは破綻処理計画が迅速で、秩序立った処理を容易にするかどうかを判断 ・もし欠陥が指摘されれば、SIFIsは90日以内に修正された計画を提出しなければならない (FDIC資料より)

(出所) 大原 [2011] を基に、各種資料により加筆

QFCについてはパークレイズに移管されるので、カウンターパーティによる契約解除などは回避できる可能性が高い。この結果、すべての一般無担保債権者が損失を負担するとした場合、回収率は1ドルにつき97セントになるという。

この分析には、買収先があらかじめ決まっているなど、前提が楽観的すぎるなどの批判が提起されている（注12）。

これらは個別事例についての問題点の指摘であるが、スキームそのものについてもいくつかの課題や問題点が指摘できる。第一に、迅速性の問題である。大部分が実物資産からなる事業会社の破綻処理とは異なり、金融会社のバランス・シートはほとんどが金融債権と債務から構成されており、その価値の滅失は急速である。したがって、その破綻処理にはスピードが決定的に重要であるが、DF法ではFRB、FDICなどの規制機関の合意を経て、文書により財務長官に勧告し、大統領に諮問した上でOLAが開始されることになっている。FDICによる銀行の破綻処理がFDICだけの判断でできることと比較すると、手続きの煩わしさと迅速な執行が阻害される危惧がある。

第二に、自動停止の問題である。1978年にQFCについての適用除外が認められてから、何度かにわたって対象が拡大され、現在ではデリバティブは自動停止の対象ではない。SIFIsとの関連で特に問題になるのはレポ取引であるが、1984年にQFCに加えられた。

このような措置が採られたのはQFCの市

場を育成、発展させることを目的としているが、他方で新たなシステミック・リスクを生み出すことになっている。つまり、破綻申請後も契約の解除や条件の変更ができるため、カウンターパーティがリスクに鈍感になり、資金繰りが厳しくなるほど、レポ取引への依存が強まることである。例えば、ベア・スターンズは買収される直前に、レポ市場での短期資金の取り入れが約1,000億ドル、資産の25%を調達していた。また、リーマンがチャプター11を申請した9月15日には、デリバティブ取引のカウンターパーティ93万件のうち73万3,000件が契約を解消させた（注13）。したがって、自動停止措置について、廃止やQFCの適用除外の期間を3日間に延長すべきだという議論がある。

第三に、FDICがこれまで手掛けてきたのは中小の預金取扱金融機関の破綻処理であり、SIFIsのような巨大金融機関の破綻処理について同じ手法で上手くいくのかどうか、またFDICがそのためのスキルを持っているかを疑問視する声も強い。買収相手が見つからない場合、ブリッジ金融会社が受け皿になるが、そのための資金調達なども含めてOLAのスキームを不安視する向きも多い。

■終わりに

これまでの「破産か救済か」という破綻処理方法の二者択一の問題は、システミック・リスクの防止とモラル・ハザードの抑制をど

のように同時に達成するかということである。セーフティ・ネットを充実させればモラル・ハザードの問題に悩まされるし、それがなければ取付けによって金融システムが深刻な危機に陥りかねない。その意味で、このトレードオフは完全な解のない難問であり、せいぜいいかに両者のバランスをとるかということになる。

DF法は新たにOLAというスキームを付け加えた。その前提は納税者の負担を徹底的に避けるということであるが、それで上手く対応できるかどうかの保証はない。巨大なSIFIsの破綻ということになれば、巨額な資金を業界だけでまかなうことができるとは思えない。この場合、最後のセーフティ・ネットとして、FRBによる緊急融資を定めた連邦準備法13(3)条があるが、DF法において事前に財務長官の承認が必要とされ、これまでのようにFRB独自の判断だけでは発動できなくなった。このようにみれば、OLAはTBTFの終焉に向けた最終的な解決とはいえないのではないだろうか。

(注1) 報告書作成に当たって収集、レビューされた文書は、メールなどの電子媒体に保存されている3,500億ページの中から、500万点以上、4,000万ページを超えた。また、関係者へのインタビューは250人以上に及んだ (Valukas [2010], Vol.1, p.30, p.36)。

(注2) 「レポ105」とはリーマンの社内用語で、担保に差し入れられるレポ対象の債券の評価額が現金調達額の105%であったことからこのように呼ばれ

た。担保がエクイティ証券で、現金調達額の108%を差し入れる「レポ108」もあったことが指摘されている。このような取引は売買取引として会計処理するための要件を満たすためにヘアカット率を設定することが目的で、これによって格付会社から指摘された高いレバレッジ水準の低下を図ったのである。この効果は、バランス・シート上のレバレッジ比率 (総資産÷自己資本 (倍)) とレポ105あるいはレポ108を負債に計上して是正したレバレッジ比率 (総資産÷(自己資本+レポ105およびレポ108)) を比較すれば明らかになる。2007年2月28日、5月31日、8月31日、11月30日、2008年2月28日、5月31日の両者のレバレッジ比率は、それぞれ28.1対29.5、28.7対30.2、30.3対32.0、30.7対32.4、31.7対33.6、24.3対26.3であり、レバレッジ比率が1～2倍低く計上されていたことが分かる (Valukas [2010], Vol.3, p.889)。

(注3) 佐賀 [2010]、(下) では、同書に依拠しながら、リーマン破綻の大きな要因としてリスク管理体制の不備を指摘している。

(注4) Valukas [2010], Vol.8, Appendix 8, p.2。以下のリーマンのリスク管理体制の現状と規制当局の対応については、Valukas [2010], Vol.1, Section III.A.1: Risk, Vol.8, Appendix 8: Risk Management Organization and Controls、および下院金融サービス委員会におけるバルカスの証言 (Statement by Anton R.Valukas before Committee on Financial Services, US House of representatives regarding “Public Policy Issues Raised by the Report of the Lehman Bankruptcy Examiner”, Apr.20, 2010) を参照されたい。

(注5) マクドナルド [2009] については、佐賀 [2010] でJPモルガン・チェースのリスク管理体制と比較しながら紹介している。

(注6) CSEプログラムについては、佐賀 [2010] を参照されたい。

(注7) 議決権のある構成員として、財務長官 (カウンスルの議長)、連邦準備銀行理事会議長、通貨監督官、金融消費者保護局 (DF法において新設) 長、

証券取引委員会 (SEC) 委員長、連邦預金保険公社 (FDIC) 委員長、商品先物取引委員会 (CFTC) 委員長、連邦住宅金融庁長官、信用組合監督庁 (NUCA) 長官および上院の同意をえて大統領が指名した保険についての専門的知識を有する独立した構成員の10名、議決権のない構成員として金融調査局、連邦保険局、州保険局の代表者、州銀行局および州証券局の代表者の5名から構成される(101(b)(1)および(2)条)。

FSOCは金融システムのシステムミック・リスクを監視し、その原因を特定することが任務である。そのために必要な情報の収集、分析、および情報の共有は、新たに設立される金融調査局 (Office of Financial Research ; OFR) が行う。FSOC、OFRとも財務省に付属する。

(注8) Edward [2011] は、PCAが導入されたのはできるだけ裁量行政を排除することが目的であったが、DF法のERはむしろFDICの裁量の余地を広げる結果になっていると批判している。

(注9) Fitzpatrick and Thomson [2011]

(注10) FDIC [2011]

(注11) GAO [2011] によると、2006年から2010年第3四半期の期間について、569行がPCAにより過少資本の状態とされたが、そのうち270行が破綻した。この他に、この指摘を受けずに破綻した銀行が25行あった。PCAにより指摘を受けた銀行の約半数が破綻したことになるが、その実効性を高める必要があると提言している。具体的には、PCAの判定が銀行資本の状態に過度に依存しているため、それよりも先行して症状を示す資産、収益、経営といった諸指標により関心を向けるべきことを提言している。

(注12) 淵田 [2011] を参照。

(注13) Fitzpatrick and Thomson [2011]

【引用・参考文献】

・大原悟司 [2011]、「ドッド=フランク法はリーマン・ショックの再発を防げるか」国際情報センター・ワシントン事務所『トピックス・レポート』、

7月12日

- ・佐賀卓雄 [2009-2010]、「金融システム危機と金融規制改革」(上)(下)、『証券経済研究』第68号(2009年12月)、第69号(2010年3月)
- ・_____ [2012]、「ドッド=フランク (DF) 法における破綻処理スキームについて」、『証券経済研究』第79号、9月
- ・淵田康之 [2011]、「リーマンの整然清算が可能だったとするFDIC報告書」、『野村資本市場クォーターリ-』Summer
- ・Edward J.M. [2011], “FDICIA v. Dodd-Frank : Unlearned Lessons about Regulatory Forbearance”, *Harvard Business Law Review*, Vol.1, Spring (<http://ssrn.com/abstract=1895728>)
- ・Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) [2011], “The Orderly of Lehman Brothers Holdings Inc. under the Dodd-Frank Act”, *FDIC Quarterly*, Vol.5, No.2, Apr.18
- ・Fitzpatrick IV T.J. and Thomson J.B. [2011], “An End to Too Big to Let Fail ? : The Dodd-Frank Act’s Orderly Liquidation Authority”, FRB of Cleveland, *Economic Commentary* Jan.5
- ・Giddens J.W., Trustee for the SIPA Liquidation of Lehman Brothers Inc. [2010], *Preliminary Investigation Report*, Apr.25
- ・Lubben S.J. [2012], “Resolution, Orderly and Otherwise : B of A in OLA”, *Seton Hall Public Law Research Paper*, No.2037915, Apr.10 (<http://ssrn.com/abstract=2037915>)
- ・McDonald L.G. and Robinson P. [2009], *A Colossal Failure of Common Sense*; 峰村利哉訳『金融大狂乱』徳間書店
- ・US Government Accountability Office (GAO) [2011], *Bank Regulation ; Modified Prompt Corrective Action Framework Improve Effectiveness-*
- ・Valukas A.R. [2010], *Examiner’s Report : Bankruptcy of Lehman Brothers Holdings Inc.*, Mar.11