

2006年、リーマンは、積極的な成長戦略に乗り出し、そのレバレッジを著しく高め、商業用不動産、レバレッジドローン、プライベートエクイティのような投資に大きなエクスポージャーを積み上げることにより、著しくリスクを取る計画的な決定を行った。これらの事業は、単純なブローカー取引に比べて、会社が著しく大きな量のリスクをバランスシート上に保有することから、その伝統的な事業分野の多くに比べてはるかにリスクであった。これらのリスクは、専ら短期のレポ取引でファイナンスされ、しばしば1日当たり総額何千億ドルにも上った。

ベア・スターンズが破綻し、2008年3月15日にJP モルガン・チェースに買い取られた後、リーマンは次にもっとも脆弱な投資銀行と見なされた。9月7日にファニー・メイとフレディ・マックを経営の正常化に向けて政府の管理下に置くと発表されると、パニックが急速に増大した。2008年9月12日から14日の週末を通じて、米国当局は、世界の主導的な金融機関の CEOs と会い、リーマンの合併の仲介、もしくは少なくとも困難に陥った会社の合併を助けるための資金調達を試みた。しかし、2009年9月15日午前1時45分、リーマン・ブラザーズ・ホールディング株式会社 (LBHI) は、連邦破産法11条の下で保護を申請し、アメリカの歴史上最大の破産となった。市場参加者の驚きのほとんどは、大きな金融仲介機関を破綻に任せるというアメリカの政策の変化と関わっていた。多くの市場参加者は、当局がベア・スターンズの合併をアレンジするのに290億ドルを見つけ出すことができたのであれば、リーマンを救うためにも、少なくとも600億ドルを前貸しするであろうし、そうできると信じていた。

米国当局は親会社である LBHI の支援を拒否する一方、米国のブローカー子会社である、リーマン・ブラザーズ株式会社 (LBI) を、同社が9月19日証券投資家保護法の信託に入るまで5日間にわたり支援し、その主要なブローカー業務、資産管理ビジネス、顧客資産や債務の著しい部分が、パークレーズ・キャピタル株式会社やその他に売却された。もう1つの懸念、不透明な店頭デリバティブ市場におけるリーマンの主導的役割は、問題にはならなかった。ほとんどのデリバティブは即座に売り払われ、ISDA スワップ協定の下で差額決済された。相手方は必ずしも受け取った価格について満足していなかったけれども、デリバティブ勘定の巻き戻しに帰着する波及効果はなかった。システムに影響を与えるものと呼びうる主要な国内への影響は、リーマンの特大的 CP の保有により「額面割れ」を余儀なくされた、ホールセルのマナー・マーケット・ファンドで、620億ドルの Primary Fund の経営者による「モラルハザード」的行為であった。流通市場での価格の崩壊は、CP の発行市場の閉鎖を引き起こした。CP はアメリカ企業のほとんどにとって主要なファイナンス手段であったので、米国財務省は急いでマナーマーケット・ミューチュアルファンドに保証を提供した。

カオスは海外へ広がった。影響の即時性は、大部分リーマングループの高度に統合された構造によるものであった。多くの他のグローバルな金融機関と同じように、リーマンはキャッシュリソースのすべてを持ち株会社で集中的に管理していた。キャッシュが再び子会社に流される前に LBHI が破綻を宣言したので、これらの子会社は自らが突然流動性に窮し、業務を続けられなくなったことを理解した。破産手続きは、オーストリア、日本、韓国、イギリスを含む、様々な管轄地域で始められた。ロンドンには、アメリカ以外でリーマンの最大の活動センターであったので、問題の多くがそこで最も鮮やかに際立つことになった。ヨーロッパでリーマン最大のブローカー/ディーラーであった、リーマンブラザーズ・インターナショナル・ヨーロッパを含む、ロンドン子会社が破産を申請し、管理を PriceWaterhouseCoopers (PwC) に移した。英国法には DIP (debtor in possession) (訳者注：破産管理下にある債務者) のファイナンスに関する規定がないので、管財人は主要な基本的業務に供給するための資金を見つけるために苦労した。PwC は、依然「存続」している43,000件の取引と

向かい合い、それぞれ取引相手と別個に交渉する必要があった。また、破綻申請時に、リーマンは、2,600を超えるソフトウェアシステムのアプリケーションの寄せ集めを保有しており、それらの多くが旧式もしくは難解であった。これらのシステムは高度に絡み合っており、解読が困難で、まともな記録も残されていなかった。

要するに、多くの点で、リーマンの破産は不必要に破壊的であった。会社は拙く監督かつ規制され、債権者と取引相手は、もし最悪のケースが生じた場合に保護されるであろうとの広まった期待から利益を得ていたが、それは誤っていることが証明された。米国当局は一方的に行動し、パークレーズ・キャピタルとの合併を通じて、リーマンのUSブローカー/ディーラー部門に秩序ある整理を提供したが、もっとも注目すべきである、イギリスでの主要な活動を含む他の49カ国のリーマンの子会社の整理については、ほとんど協力がなかった。アメリカにおけるリーマンの破産管財人は、さもなくば破産の準備に必要であった、全体で少なくとも750億ドルのコストが節約されたと推計していた (Cairns, 2009)。

FDIC (2011) は、リーマンの崩壊時にドッド=フランク (法) の権限が効力を発揮し、秩序ある清算を行っていれば、リーマンの上位の無担保の債権者は、秩序なき破綻の後で生じたドルで推計21%のそれに比べ、97%を取り戻せたと推計している。

### 3.6.3 ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド<sup>35)</sup>

2008年10月、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド (RBS) は、事実上破綻し、部分的に国有化された。10月7日以降、同行は、資金調達のためにイングランド銀行の緊急流動性支援 (ELA) に頼るようになり、10月13日に、イギリス政府は、RBSへの資本注入のために新規の株式200億ポンドまでを提供すると公表した。政府の資本注入のその後の増加は、255億ポンドに達した。それゆえ、RBSの破綻は、イギリスの納税者に著しい直接的なコストを課すことになった。イギリスの金融サービス庁 (FSA) の450ページのレポートによれば、RBSの破綻はいくつかの要因の結びつきによって説明できる。

RBSの資本ポジションは、損失の吸収能力の点で、その公表された規制上の総資本が示唆するよりも、はるかに脆弱であった。これは、著しく欠陥のある規制上の資本の定義を反映しており、同業者に比べて資本をより少なくしておこうというRBSの戦略とも結びついていた。2007年末で、RBSは2%程度のTier1の普通株比率しか持たなかった。これは、2008年秋の全般的な金融危機の真っ最中には、たとえRBSの資本ポジションが現行の規制上の最低限の水準を侵害しなくても、支払い能力について市場に確信を提供するには著しく不十分なものとなった。FSAは2008年4月にRBSに巨額の新規株式を発行させ、より厳格な資本レジームを適用しよう変更させたが、これは既に遅きに失し、2008年秋の間に120億ポンドの新規の株式では不十分となった。

RBSの破綻の直接の引き金は、しかしながら、不十分な資本ではなくて、流動性の取り付け (RBSと多くの銀行に影響を与えた) であった。潜在的な支払い能力への懸念 (RBSと他の銀行の両方に関連した) は、取り付けへと駆り立てたが、2008年10月7日以降、RBSがイングランド銀行のELA (緊急流動性支援) に頼らざるをえなくなったのは、ホールセール・マネー・マーケットの供給者 (すなわち、他の銀行や他の金融機関、大手企業)、そしてやや程度は劣るが、リテールの預金者が、RBSの資金調達ニーズを満たすことを渋ったことであった。

---

35) FSA (2012) に基づく。

RBS は危機に突入した際に、ホールセール資金調達への依存が著しかった。同行の短期資金調達ギャップは、同業者グループの中で最大なものの1つであり、オーバーナイトの資金調達と無担保の資金調達への依存はより甚だしいものであった。ABN AMRO の買収（以下を参照）は、とりわけ短期ホールセール資金調達への依存を増大させた。なぜなら、その買収は専ら短期負債でファイナンスされ、それゆえに、ABN AMRO の巨額なトレーディング勘定がRBSを資金調達市場における信頼の損失に対してより脆弱にしていたためである。それが2008年秋に爆発したのであった。

加えて、RBSのバランスシートとレバレッジは、危機に先立つ数年間に急速に増大した。RBSの投資銀行部門はもっとも急速に成長していた領域であったが、RBSの融資ポートフォリオも拡大した。RBSは、商業用不動産に特に集中していたため、結果的に巨額の融資の損失に苦しむことになった（融資や前貸しの毀損は最終的に2007年から2010年の時期を通じて320億ポンドに達し、信用トレーディング業務の177億ポンドの損失を大きく上回った）。

さらに、RBSは、そのストラクチャード・クレジット（仕組み信用）ビジネスを積極的に拡大していくという戦略的決定に続いて、トレーディング・ポートフォリオに信用リスクを含む著しく大きなエクスポージャーを積み上げて行った。ABN AMRO の買収は、信用トレーディング業務が魅力的でなくなるまさにその時に、そのような資産に対するRBSのエクスポージャーを増大させた。ストラクチャード・クレジット市場は、2007年春以降悪化し、RBSは、下落の時期を通じそのポジションを管理する効率的な銀行でなくなり、最終的に著しい損失を招くことになった。

ABN AMRO の買収に関しては、RBS率いるコンソーシアムによって引き受けられた。上述のように、株式より専ら負債（その大部分は短期であった）によって買収の資金調達を行うという決定は、RBSの自己資本を毀損し、短期のホールセール資金調達への依存を増大させた。買収は、ストラクチャード・クレジットや他の資産クラスへのRBSのエクスポージャーも著しく増大させ、結果的に巨大な損失を招いた。範囲と深さにおいて不十分なデューデリジェンスに基づいて入札が行われ、それゆえ買収の質や規模、その中に含まれる主要なリスクに照らして、不適切であったことが判明した。

2008年夏の間の市場の不確実性の強まりは、リーマンの崩壊に続く急激な信頼性の喪失で頂点に達したが、すべての銀行に何らかの影響を与えた。しかし、もっとも影響を受けたRBSや他の銀行は、資本、流動性、資産の質の点で、より悪い状況にあるか、そうであると思われていた銀行であった。リーマン崩壊の後、市場参加者が長期の資金供給を渋るようになる中で、RBSは主にオーバーナイトの市場にアクセスできたが、そのオーバーナイトの資金調達さえもアクセスが困難となり、2008年10月7日、RBSはイングランド銀行のELAに頼るようになった。

RBSの破綻の原因のいくつかは、システム上のものであり、銀行資本規制についての欠陥のあるグローバルな枠組みや不十分な監督アプローチにも帰せられる。しかしながら、2006年から2007年のRBSの経営陣による拙劣な決定は、たとえそれらの決定のいくつかは、後知恵でのみ拙劣と思われるにしても、銀行の破綻にとって決定的であった。とりわけ懸念が表明されたのは以下の点である。役員に対する異議申し立てを含めて取締役会の運営方式が適切であったのか、CEOの経営スタイルが強固で効果的な異議申し立てを妨げてはいなかったか、RBSは、資本、流動性、資産の質よりも、収入や収益、1株当たりの利益に過大に注目していなかったか（取締役会が後者に焦点を当てることを合理的とするCEO報酬パッケージをデザインしていなかったか）、RBSの取締役会は、戦略的な提案と結びついたリスクを考慮するための十分な情報を得ていたか、そし

て取締役会に提出されたものが十分質疑され異議申し立てがなされたか、リスク管理情報が、リスクの総計を監視する上で十分であり、浮かび上がるリスクについて早期警告を与える上で、十分将来を見通したものであったかどうか。

#### 3.6.4 いくつかの公的金融銀行<sup>36)</sup>

公的金融銀行は、公的機関への貸し付けに特化した銀行である。地方機関（とつながりのある外郭団体）に融資を行う市場は、(i) 顧客の特殊性（地方当局）、(ii) 供与される融資の平均的期間の長さ、そして (iii) 地方機関への融資の提供に適用される特別の法律ゆえに、ニッチ・マーケットである。各々加盟国は、公的金融市場に奉仕するために、異なった銀行モデルに依存している。古くからの伝統的なビジネスモデルが2つと、危機に至るまでの間に出現したもう1つの新ビジネスモデルである。

公共部門のファイナンスに深い関わりを持った最初より伝統的な銀行モデルは、たとえば、ドイツの Sparkassen やフランスの Caisse d'Epargne のそれである。これは、一般に、よく発達したリテールのフランチャイズ、良好な預金収集活動、ローカルな資金調達と貸し付けのパターンによって特徴づけられる商業銀行を含む。彼らの公的ファイナンスと他の融資の大半が、リテール預金および商業預金によってファイナンスされている。

第2の古くからの伝統的なモデルは、Bank Nederlandse Gemmente、ドイツの州立銀行（3.5節参照）、Crédit Local de France（Dexia グループへの統合以前のそれ）のような公的銀行のモデルである。これは、典型的に、遙かにより制限されリテールのフランチャイズと預金収集活動によって特徴づけられるが、地方機関への貸し出しをファイナンスするために、主にローカルな資金調達に関する明白なもしくは暗黙の公的保証から利益を得ている銀行を含む。

最後に、近年別のビジネスモデルが出現しており、Dexia、Depfa、Kommunalkredit、HRE が典型的な例である。それらは、著しく高いレバレッジ比率、バランスシートの拡張を支援するための著しい（ほとんど唯一の）ホールセール資金調達への依存、その資産すべてに資金を提供するには不十分なリテールのフランチャイズ、によって特徴づけられる。

銀行業の標準では、地方機関が高い信用力を享受しているので、地方機関に与えられる貸出の-marginは、概して相対的に小さく、危機に至るまでに著しく引き下げられた（このケースは、ある程度すべてのリスクプレミアムについてより一般的であった）。

特徴的な低-marginの結果として、公的金融銀行のビジネスモデルの持続可能性は、典型的に規模、レバレッジ、そして非常に好ましい資金調達条件に依存している。これらの銀行は、概して低コストと固定されたコスト構造で経営を行っており、単純なホールセール基盤を必要としている。資金調達コストが非常に低いままであり続けるとすれば、より多くの量と収入源を引き付けることが、より低い営業経費対営業収益比率とより高い収益率につながるであろうし、したがって規模拡大への推進力となる。資金調達条件は、公的金融銀行の信用格付け（明白もしくは暗黙の公的支援を含む）とそれに応じた安価で継続的な資金調達源泉を確保する能力に依存するであろう。そのような資金調達の最適化は、特に資本市場での取引（スワップやデリバティブ）を通じた、満期や流動性のミスマッチの効率的な管理を必要としており、それらを公的金融銀行は広く使って

---

36) 関連した産業やアナリストの報告に基づく分析。

いる。

平均的純金利マージンが小さくても、もし相対的に少ない資本が保有されるなら（稀な損失を吸収するのに必要な）、すなわち、十分に高いレバレッジ比率があれば、それでもそこそこの ROE をもたらすかもしれない。言い換えれば、低マージンは、規模ないしより正確にはレバレッジが、非常に低い資金調達コストと結びついて十分大きければ、それでもやはり株式に対する期待に沿う ROE をもたらすことができる。

Dexia, HRE, そして Kommunalkredit は、リテール預金が資金調達の相対的に小さな部分を表し、他方で資金調達のために著しくホールセール市場に頼る、際立った特徴を共に持っている。この不十分な預金基盤が、融資と顧客預金の差として定義される、相対的に大きな顧客資金調達ギャップを生み、それがホールセール市場での資金調達によって満たされる必要があった。結果として、インターバンクもしくはホールセール市場におけるいかなる行き詰まりも、これらの銀行をその主要な資金調達基盤から切り離すことになった（資金調達流動性リスク）。加えて、狭いマージンを所与として、些細なリスク設定の間違いも、著しい損失につながる。

他の2つのタイプの公的金融銀行業と比較して、これらの銀行は、より大きなバランスシート、より高いレバレッジ、より積極的な資産・負債管理戦略、そしてホールセール市場の円滑な機能へのはるかに大きな依存によって特徴づけられていた。これらの銀行は、ストレスに対して回復力が劣ることが証明され、危機の間、人目を引く銀行破綻（と救済）の一角にあった。

### 3.6.5 ドイツの州立銀行<sup>37)</sup>

ドイツは、1) 私的に所有される商業銀行、2) 協同組合銀行、3) 貯蓄銀行 (Sparkassen) や州立銀行を含む公共部門銀行、からなる「3つの柱」の銀行制度を持っている。州立銀行 (LBs) の伝統的な役割は、貯蓄銀行の中央組織として活動し、手形交換所の役割を務め、貯蓄銀行の余剰流動性準備を保有し、マーケティング・サービスや資本市場へのアクセスを提供し、貯蓄銀行の顧客に投資銀行サービスや外国市場や信用へのアクセスをより大きな規模で提供することであった。それゆえ、ローカルな貯蓄銀行は、州立銀行の支配的な所有者であるだけでなく、彼らは州立銀行の債務への主要投資家でもある。また貯蓄銀行は伝統的にそれぞれが置かれている州のメインバンクとしての役割を務めている。そのようなものとして、貯蓄銀行は地方経済の発展にとって中核的な手段であった。州立銀行は、最初から、彼らを地域経済政策執行の手段と見なす地方政府のために、戦略的な投資を提供した。しかしながら、これらの役割、特に貯蓄銀行のための中央機関として活動するというそれは、時の経過とともにその重要性を低下させ、州立銀行はますます国際的規模で民間商業銀行と同じやり方で活動するようになった。彼らの規模や国際的活動を通じて、州立銀行は貯蓄銀行によって提供されるサービスを補完し、地域の中企業や大企業に奉仕する。これら企業顧客については、州立銀行間で何がしかの競争もある。

州立銀行は、たいいてい地域の貯蓄銀行連合や州 (「Land」) によって所有されている。いくつかのケースでは、州立銀行は、他の州立銀行、ナショナルな貯蓄銀行連合、いくつかのプライベートエクイティによって相互所有されている。公的所有の一部として、貯蓄銀行や州立銀行は、以前は瑕疵担保保証 (maintenance guarantee) (「Anstaltslast」) と並んで、デフォルトの場合、公設機関からの保証 (「Gewährträgerhaftung」) を享受していたが、それにより所有者は、いかなる時でも銀行が金融債務に応じることが可能であること (すな

37) IMF (2011c), IMF (2010), そして産業分析やアナリストのレポート。

わち、仮に銀行が支払い不能により脅威に曝されたなら、流動性の支援や資本注入を提供すること)を保証した。これらの保証は、貯蓄銀行にとっては、彼らはほとんど預金によってファイナンスされていたので、あまり重要ではなかったが、州立銀行にとっては、市場におけるリファイナンスゆえに、非常に重要であった。しかしながら、危機の間、民間銀行に対する貯蓄銀行のエクスポージャーは、そしてより重要な州立銀行を経由したそれは、繰り返し政府をしてこれらの機関の債権者の救済を余儀なくさせた。それゆえ、株式へのアクセスの欠如は、これらの機関のうちのいくつかにとって懸念材料である。1998年に、民間銀行は、国家・自治体保証のシステムに対して訴訟手続きを開始した。これらの保証は、国家助成の規制と適合しないとの欧州委員会による裁定に続いて、2002年2月に、欧州委員会、「州」政府の間で、また州と貯蓄銀行連合、州立銀行との間でも、妥協が成立し、既存の債務は依然完全にカバーされる一方、保証義務の撤廃が命じられた。しかしながら、2005年7月までの段階的廃止の期間中は、銀行は政府保証の付いた2015年に満期が到来する債務の発行を、発行量への制限を課されることなしに、認められた。

州立銀行は、脆弱な収入や相対的に高い業務コストゆえに、構造的な低収益を特徴としている。危機に至るまでの州立銀行の非顧客資産の著しい増加は、2005年7月の政府保証の喪失以前の、調達準備の強固な蓄積によって煽られた。大量に集められた準備の膨大な額は、将来の顧客ビジネスについての過度に楽観的な予測と、弛緩した統治管理に基づいており、しばしば不慣れた資産クラスの過度の拡張を無視していた。これらの調達準備を蓄積した後、いくつかの州立銀行は、外国銀行への貸付ないし複雑な証券化ポートフォリオを含む外国証券の購入により、他国の資産バブルのファイナンスを手助けしていた。

要するに、州立銀行は、歴史的に貯蓄銀行の中央銀行として活動していたが、明白な保証スキームによって支援され、ますますそして攻撃的にホールセールの資金調達や投資銀行業、国際ビジネス業務へと道を逸れていった。

特に州立銀行については、低収益はより低い流動性によっては相殺されなかった。いくつかの州立銀行は、危機によって著しく打撃を受けた。危機の間にいくつかの州立銀行が負った損失は、危機に先立つ数年で稼いだ平均利益の数倍であった(表3.6.1参照)。

結果として、いくつかの州立銀行は巨額の国家補助を受け取った。欧州委員会は、銀行が劇的にそのビジネスを削減し、それによって活力を回復することができるようにするという再編プランを基礎にこの補助を承認した(これは、業務が停止されなければならなかった WestLB については当てはまらなかった)。再編は、州立銀行がそのビジネスモデルを地域サービスの供給者であることに戻らせることを意味していたが、それは実際に州法で定義されたオリジナルな州立銀行のモデルにより近いものである。

ドイツ連邦政府は、より統合され、より国内に焦点を当て、究極的に安定した州立銀行部門を確立するためにいくつかの試みを行った。しかしながら、この部門とその連合体内における議論は、まだ州立銀行の将来の

表3.6.1 困難に陥ったドイツの州立銀行の税引き後利益(100万ユーロ)

事業年度	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
WestLB	196	-1,730	-1,897	-1,159	308	799	-1,601	18	-531
BayernLB	254	255	80	63	470	358	175	-5,358	-2,619
HSH	204	239	262	127	400	460	280	-3,195	-838

出所：出版資料。