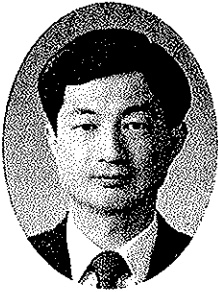


# 日本のバブル崩壊に 学ばなかった米国 (3)

— 金融危機と民主主義のコスト —



塚崎 公義

## はじめに

2008年9月15日、リーマン・ブラザーズが破綻した日は、歴史に刻まれることであろう。この日を境として世界の金融情勢が激変したからである。これは、米国政府の明らかなミスであり、その後の種々の挽回策によってもなかなか事態は改善せず、結果として米国は高いコストを支払い、他国にも高いコストを支払わせることになった。このミスの背景に、税金でリーマンを救うことに反対する国民世論があったとすれば、それは極めて高価な「民主主義のコスト」であったと言える。

リーマン・ショックからの立ち直りを目指して、米国政府は金融安定化法案を提出したが、これも議会下院の反対によって難航した。難産の末に議会を通過したが、銀行経営者の報酬制限などの条件が付いた。これも、「民主主義のコスト」と言える。

民主主義は、他の政治システムよりも優れてはいるが、完璧とは程遠いことも事実である。特に金融に関することは、複雑で納税者に理解し難いことも多く、納税者が正しい判断をするとは限らない。今回も、リーマンを救う事、経営者の責任を問わずに銀行を救済すること、等が最も納税者の利益にかなう選択であったが、

納税者はそれを選択しなかったのである。今回は、この問題を論じることとする。

## 三洋証券見殺しのミスで 日本政府の努力が水泡に

バブル崩壊に伴って、日本経済は長期にわたる停滞を経験したが、金融危機までの数年間は、実体経済の不振は過剰投資等々によるもの、金融産業の不振は不良債権問題などによるもの、という別々の話であった。バブル崩壊後に邦銀が貸し渋りをしているとの批判も聞かれたが、借り手の状況が悪化したことに伴って融資を断われた事例なども多いと思われる。日銀短観による中小企業の金融機関貸出態度 D.I. が90年代前半に一度もマイナスになっていないことを考えると、貸し渋りが実体経済に深刻な影響を及ぼすほど広く行なわれていたとは考えにくい。

不良債権問題が実体経済にそれほど悪影響を及ぼさないのであれば、その処理を先送りし、銀行が毎年の利益の範囲内で可能な分だけ不良債権を処理していけばよい。そうすれば、時間はかかるであろうが、ソフトランディングは可能なはずである。大蔵省銀行局は1994年、不良債権問題についての行政上の指針として、不良債権処理は業務純益を原資として計画的、段階的に進める方針を示したが、これはソフトラ

ンディングを目指したものであった。そのため当局は、ペイオフを凍結したり、日債銀救済のための奉加帳を回すなど、必死の努力をしてきたのである。

ところが、1997年11月3日の三洋証券破綻を境に、事態は激変する。準大手証券の1社が破綻したという事実自体はそれほど世の中の注目を集めず、これに伴ってコール市場で発生したデフォルトの規模も驚くような金額ではなかった。しかし、コール市場でデフォルトが発生したという事実自体が日本の金融機関相互間の資金貸借市場を凍りつかせ、北海道拓殖銀行と山一証券を破綻に導き、金融危機を一気に深刻化させるとともに、それまで金融ムラ内部の問題であった金融危機が一気に実体経済を押し潰す契機となったのである。

## 金融システムのメルトダウンは ダムが決壊の如し

銀行の不良債権問題が深刻化するなどにより、金融システムが問題を抱えても、一定限度までは金融業界がこれを吸収し、実体経済への影響は限定的なものに止まる。しかし、問題の深刻さが一定限度を超えると、急激に実体経済への悪影響が深刻化する。

通常、金融機関相互間の資金貸借は、政府が保証とまでは言わなくとも政府が相当程度の努力により守るであろうという暗黙の期待の上に成り立っている。これが凍りつくと悲惨な結果が待っていることを政府が知っている以上、これを凍りつかせるはずが無い、という信頼感と言っても良いであろう。この信頼感が失われると、一気に資金貸借が凍りつくのである。金融機関相互間の資金貸借が凍りつく、各金融機関が自己の資金繰りを懸念するようになり、顧客の金融仲介を充分に行なえなくなる。三洋証券破綻に伴うコールのデフォルトは、まさにこの経路を現実のものとし、これによる深刻な不況に対処するため、小淵内閣はなりふり構わぬ政策を総動員する必要に迫られたのであった。

日本政府を弁護するわけではないが、これは、ある意味で不運な出来事であった。三洋証券を見殺しにしたのが大蔵省の証券局であり、コール市場の性格や銀行の貸し渋り等々に関しての専門家ではなく、影響を読みきれなかったという面もあったからである。

このように、金融システムのメルトダウンは、ダムの崩壊に似ている。大雨による洪水をダムが堰きとめている間は、下流の民は平和に暮らしているが、ひとたびダムが決壊すると濁流が押し寄せて一気に全てを破壊してしまうのである。

## リーマン見殺しは致命的な 政策ミス

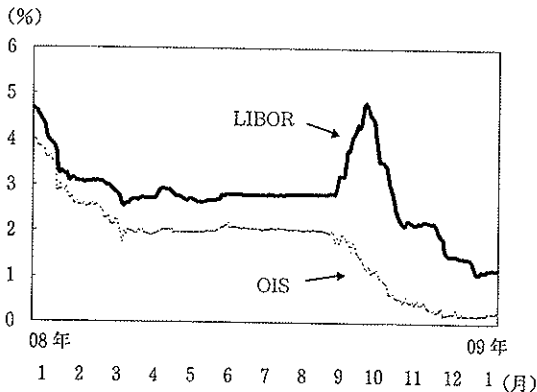
米国政府は、大変残念なことながら、この日本政府の大失敗に学ばなかった。リーマンを見殺しにすれば何が起きるのか、三洋証券の例を見れば容易に予想が出来たはずであるのに、これを救済しなかったのである。

米国政府は、日本の失敗に学ばなかっただけでなく、too big to failの原則にも従わなかった。更に、株式市場等々の反応が余りに大きいことに驚いて翌日にはAIGを救済するという、まことに首尾一貫しない政策を採り、米国政府が金融市場を理解していないことを世界に知らしめることにもなったのである。

その後の米国政府は、金融安定化法を成立させ、銀行に公的資金を用いて資本注入するなど、善後策に尽力した。莫大なコストをかけたが、それでも一度失われた信用を取り戻すことは難かしく、金融機関相互間の資金貸借が正常化するまでには時間を要した。その間に景気の悪化と株価の下落が一気に進んだのである。

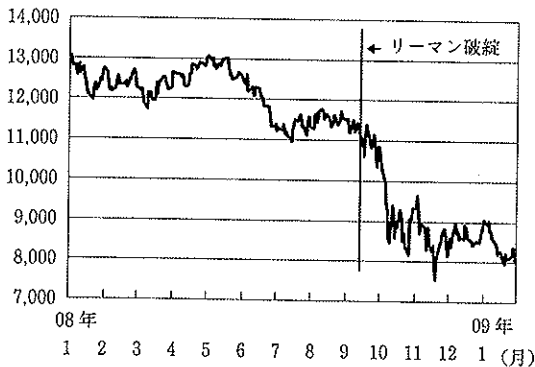
米国政府が何故、これほど大きなミスをしたのか、今後二度とこうした人災を起こさないようにするために、是非とも真剣に研究されるべきテーマである。真の理由は不明であるが、推測される要因としては「見せしめ論」「市場メカニズム信奉」「民主主義のコスト」が挙げられる。

図表1 LIBORとOISの推移 (US\$, 3ヵ月)



(注) OIS(=Overnight Index Swap)とは、一定期間の無担保コールレート(オーバーナイト物)と固定金利を交換する金利スワップ取引のことである。  
(資料) Bloomberg

図表2 NYダウの推移



## モラル・ハザード懸念の 見せしめ論

経営が傾いた企業や金融機関は救済せずに見放すべきだという考え方がある。そうすれば、他の企業がそれを見て、慎重な経営を心がけるようになるというのである。逆に、安易に救済すると、他の企業がそれを見て、「万が一傾いても救済されるのであれば、ハイリスク・ハイリターンな賭けを試みよう」と考える(=モラル・ハザードが生じる)可能性があるというのである。ある種の「みせしめ」論である。

理屈はその通りかもしれないが、「世の中の寝タバコを減らすためには、見せしめのために寝タバコによる火事を消さないようにすべきだ」というようなもので、常識的な議論とは思われ

ない。

そもそも、経営が傾いた理由が放漫経営にあるのであれば、経営者を追放し、場合によっては罰すれば見せしめの効果は得られるのであって、組織を潰してしまう必要はない。

更に言えば、世の中全体がバブルに踊っている中で自分も踊っただけである、という企業は、見せしめのために清算することが公平の観点からも効率性の観点からも疑わしいであろう。

見せしめ論がリーマン見殺しの一因であったならば、それは残念な事だといわざるを得ない。

もっとも、本件については日本を見習うべきであったとは言い切れない。日本の90年代には、どう考えても見せしめのために清算されるべき金融機関が延命措置によって放漫経営を続けていた例も見られたからである。

## 市場メカニズムの信奉

米国では、市場メカニズムへの信奉が強く、経済には政府が介入せず神の見えざる手に任せるべきであると考えがちである。これは、経済学の主流である新古典派の基本的な考え方である。日本では、経済学は学問であって実際の政策は別物であるというイメージが強いが、米国では経済学者が政府要人になるケースが多いことを見ても、実際の政策に経済学理論が援用される例も多いのである。

この考え方によれば、非効率な企業は赤字になり淘汰され、その企業の従業員等々は効率的な企業に吸収され、経済が全体として効率化するのであって、赤字企業の淘汰を政府が阻止してしまうと経済の効率化が妨げられることになるというのである。「リーマンが生存するに値する企業ならば、民間部門から買収者が現れるであろうし、逆に民間部門から買収者が現れないような企業であるならば、政府が延命することは経済に有害だ」と考えるならば、政府がリーマンを見殺しにしたことも説明が付くであろう。

しかし、リーマンの破綻が世界の金融市場の

大混乱という「外部不経済」をもたらす事を考えれば、これは完全な「市場の失敗」であり、市場メカニズムに任せておいてはいけないケースである。したがって、単純な「市場原理主義」がリーマン見殺しの理由であったとは考えにくい。

## 民主主義のコスト

3月にベアー・スターンズが破綻の危機に瀕した時には、米国政府（正確には中央銀行であるFRB）はこれを救済した。FRBがベアー・スターンズに融資を行なったのであるが、これが返済されなければFRBが損をすることになる。FRBの利益は一定部分が「納付金」として政府に納められるのであるから、FRBが損失を出せば納税者の利益を害することになる。にもかかわらず、ベアーは救済されたのである。

ベアーとリーマンに対する政府中央銀行の姿勢の差は何に起因するのであろうか。ベアーには担保があり、リーマンには無かったという差はあったようだが、担保があっても国民負担が生じかねないことを考えると、これは決定的な理由とは言いがたい。米国が大統領選挙の前であったため、「リーマンの救済に税金を用いるという対策では国民を説得できない」、という意識が政府に働いたのかもしれない。そうだとすれば、これは民主主義のコストであった、ということになる。

## 金融安定化法案を巡る混乱

リーマンの破綻は、世界の金融市場に激震をもたらした。株価は暴落し、AIGからの資金引き揚げが本格化したのである。事態の急変を受けて、米国政府の態度も豹変し、リーマン見殺しの翌日にはAIGを救済するとともに、矢継ぎ早に金融市場の安定に向けた対策を打ち出した。その目玉が7,000億ドルを用いて金融機関の資産を購入するという金融安定化法案であった。

金融安定化法案が議会に提出された時、下院

はこれを否決した。金融機関を救うために税金を使う法律に賛成すると、下院議員の選挙に不利に働くと考えた議員が多かったからであろう。下院の否決を受け、株価が暴落し、世界恐慌の可能性を論じる識者も現れた。

こうした事態を打開すべく、政府と議会指導部が協力し、「対象となる銀行の経営者の所得を制限する」などの条項を加える事で反対派議員の説得を重ねた結果、ようやく法案が議会を通過したのである。

## 有権者は金融業に冷淡

「口だけが美味しい物を食べているのを嫉んだ手が、口に食べ物を運ばなくなったところ、手にも栄養が来なくなって困った」という童話があるが、有権者と金融業界の関係もこれに近いものがある。一般に、有権者は金融業の苦境に関して冷淡であり、金融業の救済に税金を使うことに否定的なのである。

古今東西、金融業は人々から好かれぬ仕事である。「自分では物を作らず、他人の弱みに付け込んで儲ける」という高利貸のイメージが強いこと、高給取りが多く嫉みの対象となりがちなこと、等々の理由があるのであろう。金融業の従事者からは反論があろうが、理論的な論争をしても国民感情は改善しないのである。

金融が金という抽象的なものを扱うために、金融業の果たしている役割が一般人に理解しづらい、という事も、金融業界に対する国民感情が芳しくない一因かもしれない。銀行が預金を受け入れて貸し出す行為は、魚屋が漁師から仕入れた魚を売る行為と本質的に同一なのだが、現物が見えている分だけ魚屋の方が自分達の役に立っているという実感が湧きやすいからである。

金融機関の救済が必要になるのは、主にバブル崩壊のしばらく後であるが、タイミングの悪いことにバブル崩壊直後の銀行行動が国民感情を悪化させがちであることにも留意が必要である。例を挙げれば、①バブル期の銀行の融資基準は緩み勝ちであるから、バブル崩壊後にはこ

れを正常化すべく、基準を変更する。銀行からすれば緩すぎたものを正しただけであっても、借り手からすれば銀行が酷な事をしているように見える。②バブル崩壊により、借り手の資産状態が悪化し、あるいはバブル崩壊による景気後退が借り手の収益状況を悪化させ、借り手が銀行の融資基準から外れてしまうことがある。その場合でも銀行に融資を断われた借り手は銀行に悪い印象を持ちかねない。③銀行が不良債権の増加や景気の悪化を目の当たりにして、新規融資を中止して様子を見る場合がある。米銀に於いてはリレーションシップ・バンキングの発想が乏しいため、既存取引先に対しても借換えの拒絶を行なう例が少なくないようである。④不良債権処理による銀行の自己資本比率低下に伴い、BIS規制の制約によって銀行が貸出を行なえない場合も生じてくる。銀行としては貸したくとも貸せないのであるが、借り手から見ると銀行が酷な事をしているように見える、といったことである。

## 金融機関救済の必要性が見えにくい

手が口を嫉んだという童話が納税者と金融機関の関係と類似している点が今一つある。それは、因果関係が見えにくいことである。口が食べないと手に栄養が来なくなる、ということを理解するためには、人体の複雑な機能を知る必要があるが、同様に、銀行救済が納税者のためであることを理解するためには、金融業界の複雑な仕組みを理解する必要があるのである。

バブルが崩壊して不良債権問題が深刻化し、金融危機に至る過程で、重要なポイントが二つある。①多くの銀行がBIS規制の制約で貸し渋りをし始める段階、②金融機関の破綻を契機に金融市場が凍りつく「ダムの崩壊」である。

①不良債権処理損により銀行の自己資本比率が低下しても、8%に近づくまでは、特段の貸し渋りは行なわれない。しかし、8%に近づくと、銀行は急速に貸し渋りを行なうようになる。

したがって、多くの銀行で自己資本比率が8%に近づくと、マクロ的にも貸し渋りの影響が生じはじめ、景気が悪化し、これが一層の不良債権増加と貸し渋りを招く、という悪循環に陥ることになる。

こうした事態に際しては、公的資金を用いて銀行に資本を注入することが、銀行の貸し渋りを止め、景気の悪化を止め、納税者を助けることになるのであるが、こうしたBIS規制の仕組みは銀行業界内部の話であるから庶民には知られておらず、従って銀行が酷な事をしていると受け止められ、庶民の反銀行感情を強めることで、かえって公的資金注入の議論にはマイナスに働きかねないのである。

②ダムが崩壊する前にダムを補強する方が、崩壊後に濁流を押し止めるよりも、遙かに楽である。しかし、ダムの下流の住民にとっては、平和な暮らしの中で、ダムが崩壊しそうであること、補強が必要であることを理解することは難しい。政府としては、国民を説得するためには事態の深刻度合いを宣伝する必要があるが、それにより国民の不安が高まって取り付け騒ぎが発生してしまう可能性があるため、簡単には動けないのである。本当のダムであれば、下流の住民が不安に思っても、それがダムの崩壊を促進することは無いが、金融システムの場合には、そうした事が起こり得るのである。

更に難しいのは、本当のダムが崩壊した場合と異なり、金融システムが崩壊した場合に自分たちに如何なる災いが押し寄せるのかを予想することである。「リーマンが破綻すれば金融機関相互の資金貸借が凍りつき、銀行が貸出を行なわなくなる」というメカニズムを金融関係者以外の有権者に事前に理解させることは、政府にとって容易なことではない。したがって、リーマン救済に対する有権者の反応が否定的であったことは想像に難くない。

金融システムが崩壊した後でさえも、有権者の態度が変化するには時間を要する場合がある。銀行が融資に慎重になっても、そのニュースが広く知られるようになるには時間を要する。更

には、そのニュースがかえって一般人の反銀行感情を煽ってしまう可能性もある。実際、リーマンの破綻後に米国で金融安定化法が否決されたことは、こうした問題の難しさを示している。刻一刻と事態が悪化していく緊急事態において、こうした時間的な遅れは被害を大幅に拡大しかねないのである。

## 公的資金注入は議員の思惑に 弄ばれやすい

政府にとって、「公的資金を注入すれば危機が沈静化するが、しなければ危機は激化する」ということを正しく有権者に理解させることは、容易なことではない。そうであれば、野党にとっては、法案に反対するインセンティブが比較的高いことになる。

いずれにしても法案は与党が可決するのであるから、野党が反対しても実際に危機が深刻化することはなく、必死に抵抗する姿を選挙民に見せることで国民に対して野党の反銀行姿勢をアピール出来るからである。

米国の場合には、党議拘束がかかっていないため、与党の賛成で成立することが決まっていたわけではない。そして実際に、議案は否決された。考え得る可能性は二つである。

①各議員にとっては、「自分だけ反対して他の議員が賛成して法案が成立する」ことが望ましい。そうだとすれば、「自分以外の議員が賛成するだろうから、法案は成立するだろう」と考えた議員は、反対票を投じることになる。しかし、多数の議員が同じ事をすれば、法案は否決されるのである。

②「法案が否決されれば、銀行の貸し渋りが激しくなるであろう。しかし、選挙民は、否決と貸し渋りの関係を理解しないから、銀行を非難するだけで反対票を投じた自分を批判することは無いだろう」と考えた議員は、反対票を投じて反銀行の姿勢を選挙民にアピールするであろう。

こうして一回目の投票で法案が否決されたわ

けであるが、そうすると、①のルートは閉じられる。一回目の否決に伴って株価が暴落したことで、反対票を投じた議員に株価暴落の責任を問う声が高まり、②のルートも閉じられた。それにより、二回目の採決で法案が可決されたのであろう。

②が重要だとすると、一回目の否決の後に株価が暴落したことは、米国にとって幸いであったかもしれない。暴落していなければ、法案が通過するまでに長い時間を要した可能性があるからである。

## 公的資金注入に条件は必要か

納税者の負担に於いて公的資金を民間銀行に注入するとすると、有権者が銀行経営者の責任を問いたくなるのは当然である。公的資金を用いて金融機関の資産を時価で買い取る場合にも、当然とは言えないが、経営者の責任を問いたくなる気持ちは充分に理解出来る。

しかし一方で、銀行の視点に立つと、「経営者の責任を問われるくらいならば公的資金を申請せず、貸し渋りをしながら凌ぐ道を選ぼう」と考える可能性がある。そうすると、公的資金注入によって貸し渋りを予防しようという政策の目的が達成されず、不況が深刻化してしまいかねないことになる。

したがって、国民感情としては納得が行かないかもしれないが、公的資金の注入に厳しい条件を付けてはいけないのである。もちろん、公的資金の注入を受けた銀行が増配したり役員報酬を増額したりすることは禁じられるべきであろうが、それ以上の条件は有害であると言える。したがって、経営不振の原因が、「国中がバブルに踊っていたので自行もバブルに踊った」「政府がバブルの取扱を誤ったために多くの金融機関が経営不振に陥った」という場合には、経営者の責任を問うべきではない。「前任の経営者の責任で経営が悪化したため、新経営者が建て直しのために招聘された」場合も同様である。「経営不振の原因が当該経営者の放漫経営

であって、銀行業界の中で当該銀行だけが経営不振である」、といった場合には、経営者の責任を問うことも可能であろうが、今回はそうしたケースではない。

本邦の金融機能強化法（2004年）に基づく公的資金の申請が、経営責任を恐れた銀行の躊躇によってあまり行なわれなかったことを考えると、米国の大手金融機関が特段の問題なく公的資金を受け入れたのは、幸いであった。課された条件がそれほど厳しくなかったこと、大手金融機関が相当真剣に資本注入を欲していたこと、等々の「好条件」が重なったのであろう。

### 公的資金は不健全な銀行にも 注入する必要

申請した銀行を審査して、健全な銀行のみに公的資金を注入する、ということになると、申請して審査に通らなかった銀行は取り付けに合う可能性が格段に高まる。政府が救わないと宣言したようなものだからである。

どの銀行が申請したかを公表しないとしても、自己資本比率の低い銀行あるいは経営悪化が噂されている銀行で公的資金の注入を受けていない銀行は取り付けの標的になるであろう。「厳しい条件が付いていないのに、標的になりかねない事を知りながら、公的資金を申請しない」ことは考えにくいからである。

そうだとすると、すべての銀行に公的資金を資本注入する必要が出てくる。これは、「経営が悪化して破綻しかねない銀行を公的資金注入で救うのに経営者の責任を問わない」ということであるから、納税者の納得を得ることは容易ではない。

政府としては、「経営不振の銀行は公的資金の条件として経営者の責任を追及する。公的資金を申請しなかった経営不振銀行は、その旨を公表する」というブラフ戦略も選択肢であろうが、あまりに乱暴かつ危険である。「経営者が高額の退職金を得て退職し、その後で政府の発表が行われて当該銀行が破綻する」という最悪

の結果を招きかねないからである。

### 90年代の邦銀への注入との相違点

98年、99年に邦銀に対する公的資金注入が行なわれた際には、「過小資本の銀行には経営責任を問う」「破綻しそうな銀行は救済しない」との条項があったが、当局から各行に「申請すれば認める」「経営責任は問わない」という強いメッセージを送ることで申請を引き出すことが出来たのである。そして実際に、極めて日本的な「あうんの呼吸」によって、「申請したすべての銀行を健全だと認定する」という現実的な対応が採られたのである。

日本的な思考回路は「ルールが悲惨な結末を導く場合には、臨機応変に切り抜けるべき」という柔軟なものであるため、「健全な銀行のみ」という建前と、「すべての銀行」という本音が巧妙に使い分けられたのである。

米国がこうした日本の知恵に学ぶことは、困難である。多民族国家を統治する術として「ルール重視」を旨としている国であるから、建前と本音を使い分けて裁量によってルールを曲げることは考えにくいからである。

しかし、結果として主要金融機関が公的資金の注入を受ける事が出来たことは、まことに幸運であったと言えよう。金融安定化法は、もともと金融機関の資産を買い取るという法律であったため、金融機関の責任に関してそれほど厳しい条項を設けなくとも議会は納得した。その法律には、買取資産の範囲を柔軟に拡大できるという条項が含まれており、米国政府はこれを用いて金融安定化法を金融機関への資本注入に転用したのである。そうなることを議員が気付いていなかったのか、選挙民向けのパフォーマンスとして反対姿勢を見せていた議員がそうした可能性に気付かない振りをして賛成に回ったのか、知る由もないが、これにより、結果として民主主義のコストは大幅に緩和されることになったのである。