

令和 5 年 6 月 27 日現在

機関番号：11301

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2016～2022

課題番号：16K03791

研究課題名（和文）リーマン・ブラザーズ社と金融危機 投資銀行発達史の視点から

研究課題名（英文）Lehman Brothers and Financial Crisis - from a viewpoint of the development of Investment Banking

研究代表者

鈴木 俊夫（SUZUKI, Toshio）

東北大学・経済学研究科・名誉教授

研究者番号：00139982

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,400,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は、2008年に発生した米国の巨大投資銀行であるリーマン・ブラザーズ社（Lehman Brothers）の経営破綻およびその救済問題を、投資銀行の発達史の観点から英国と比較した。具体的には、創設からのリーマン・ブラザーズ社の歴史、20世紀末の投資銀行のビジネス・モデルの変容、その救済過程をめぐる問題を検討した。その際、米国独自の業態となる投資銀行のもつ特殊性も考慮に入れた。さらに米系の投資銀行と商業銀行、欧州系のユニバーサル・バンクやマーチャント・バンクと営業政策を比較し、その差異を明らかにした。金融システムを安定させるために必要なマクロ・プルーデンスの設計の問題も考察した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

現代の投資銀行が直面する問題に関して金融政策の立案に有益な示唆を与える。欧米の多様な金融業を比較した。代表的な金融業となるのが米国における投資銀行、イギリスにおけるマーチャント・バンク、ドイツやフランスにおけるユニバーサル・バンクである。また、預金にもとづいて営業する預金銀行も存在する。リーマン・ブラザーズ社は不幸にして2008年に経営破綻したが、救済過程をめぐる対応の違いを歴史的に検証した。グラス・スティーガル法やヴォルカー・ルールの制定、ウィッカーズ委員会の設置のような金融規制策も検討した。これらは今後発生する金融危機や銀行業の破綻に関する有益な示唆を与えるものとなる。

研究成果の概要（英文）：This study aims at showing the reason Lehman Brothers, the big American investment bank, were forced into bankruptcy in 2008. In order to figure it out, the history of Lehman Brothers from its foundation should be examined. The business model of investment banks, the process of its bankruptcy and the rejection of governmental relief should be studied. Originally, investment banks were born in America and they built up their own business model. Arguing the Lehman Brothers' bankruptcy, this unique character should be taken into consideration. This study compared the business policy of investment banks, commercial banks, universal banks and merchant banks with each other. The difference of these financial institutions were indicated. To stabilize the financial system, more attention should be paid to the design of macro prudence problem. The relief of Lehman Brothers should be more seriously examined from a viewpoint of macro prudence and more concrete policy should be given.

研究分野：金融史

キーワード：リーマン金融恐慌 リーマン・ブラザーズ社 投資銀行 マーチャント・バンク ユニバーサル・バンク 金融機関の救済

1. 研究開始当初の背景

投資銀行は、金融商品の取引から利益を得る銀行業である。預金を預かり、産業に貸し付けることで利子を得る商業銀行とは業態を異にする。投資銀行は、非公開会社形態で経営されるため、その発達過程は十分に解明されていない。V.P. Carosso や E.J. Perkins の研究にも同様の欠点が見られる。また、現代の投資銀行が直面する問題とも直接に繋がらない。大きな課題を有しているにもかかわらず、投資銀行史の研究は著しく立ち後れた領域となっている。

2. 研究の目的

本研究は、2008 年に経営破綻した米国の投資銀行リーマン・ブラザーズ社の起源と発達を国際的に比較し、金融政策を策定する際の意義を検討する。実務的にも有益な示唆を得る。

3. 研究の方法

投資銀行の経営文書や社史などから、投資銀行という銀行業態の起源や国を超えた発展過程を比較史的に把握する。その際、2008 年の「リーマン金融恐慌」に繋がる投資銀行のビジネスモデルの変質や経営者の倫理観の喪失などを考慮に入れる。

4. 研究成果

(1) 「リーマン金融恐慌」

2008 年 9 月 15 日に、米国の投資銀行業界第 4 位のリーマン・ブラザーズ社が倒産した。元連銀理事会議長アラン・グリーンズパンは、「今回の危機がめったに起こらない規模のものであり、百年に一度か、五十年に一度の事態だ」と懸念を表明した。『ウォールストリート・ジャーナル』は今回の出来事を「^{ブラック・サンディ}暗い日曜日」と形容した。リーマン・ブラザーズ社の創業者ヘンリィ・リーマンは、1844 年にバイエルンから米国に帰化したユダヤ人移民であった。翌年アラバマ州のモントゴメリィに雑貨店 H. リーマン商会を開業した。1850 年に会社の名称をリーマン・ブラザーズに変更して、綿花の取引に携わった。その後、ニューヨークを本店として商品や鉄道証券の取引にも従事した。

サブプライム・ローン問題

サブプライム・ローンとは、米国の金融機関が低所得者を対象に、住宅を購入する際に高金利で貸し出すローンのことである。大きな社会問題になったのは、ローン自体が焦げ付いたことにとどまらず、証券化され売買されたため、多くの証券の保有者が損失を蒙ったからである。また、住宅ローン債権を保証していた連邦住宅抵当公社 (ファニーメイ) と連邦住宅貸付抵当公社 (フレディマック) の社債は米国債に次いで信用力のある証券と見なされ、海外の公的機関が外貨準備の投資対象としてきた。だが、8 月以降は社債価格が急落し、海外投資家が購入を控えたため、経営状況が悪化していた。ハंक・ポールソン財務長官は、両公社を米国政府の管理下に置き、公的資金を投入した。

リーマン・ブラザーズ社の経営危機と救済問題

9 月 10 日になると、リーマン・ブラザーズ社の 6~9 月期決算の最終損益が 39 億ドルの赤字となることが判明した。サブプライム・ローン関連の純損失額が 56 億ドルに達していた。この原因は、同行のリチャード・ファルド会長の高リスク経営にあった。元来、リーマン・ブラザーズ社は債券の発行引受や取引を得意とする投資銀行であったが、不動産投資や証券化業務に事業の重点を移していた。同社は証券化業務の開拓に迫られており、子会社を通じて不動産担保ローン事業を展開するとともに、証券化の対象となるローン物件を買い集めていた。

財務省、連銀、大手金融機関の関係者を交えたリーマン・ブラザーズ社の救済問題の協議が行われた。12 日の金曜日 18 時にニューヨーク連銀 1 階の大会議室にポールソン、ティム・ガイトナー、ニューヨーク連銀総裁に加えて、ゴールドマン・サックス社のブランクフェイン、モルガン・スタンレー社のマック、メリル・リンチ社のセイン等の投資銀行業界の最高経営者達が顔を揃え

た。しかし、当事者であるリーマン・ブラザーズ社のファルドが同席することはなかった。論議されたのは、株価が急落したリーマン・ブラザーズ社をバンク・オブ・アメリカ(BOA)かもしくは英国のパークレイズ銀行に身売りするという救済案であった。このためには、リーマン・ブラザーズ社から悪性資産部分を切り離す必要があった。さらに切り離した「不良銀行」部分を買うための資金(最低でも330億ドル)を共同で拠出する必要があった。ほどなく、ポールソンとガイトナーが退席し処理を民間の手に委ねた。投資銀行家達は、悪性資産を買い増して自己の銀行のバランス・シートを悪化させることを躊躇した。論議の末、数百億ドルの共同基金を創設する案は合意されたが、リーマン・ブラザーズ社の「不良銀行」部分を引き取る案は合意に至らなかった。BOA社はメリル・リンチ社との合併交渉を開始した。パークレイズ銀行は、米国政府が仮保証を与えることを拒絶したためリーマン・ブラザーズ社を買収するという提案を撤回した。資金繰りを保証する目的で10銀行が拠出して、700万ドルの共同基金を設立することが合意された。かくして15日に、リーマン・ブラザーズ社は米国連邦破産法11条を申請して倒産した。負債総額は6,130億ドルに達し、米国史上最大の負債額となった。また、BOA社はメリル・リンチ社の吸収合併を発表した。

リーマン・ブラザーズ社は何故救済されなかったのか

財務長官のポールソンは「状況が全然違う」、「民間は自力で解決すべき」、「税金を使うのが適当と考えたことは一度もない」と3月のベア・スターンズ社救済の再現を強く否定して、公的資金によるリーマン・ブラザーズ社の救済を拒否した。後日(2009年3月18日)ポールソンは、ベア・スターンズ社の救済以来「財務省や連銀が救済や破産以外の、段階的に処理する(wind-down)権限をなんら持っていない」ことを懸念していたが、それが現実のものになった。ポールソンは、「これが前例になれば、次はどんな業界から救済要求が出てくるかわからない」と述べた。これにより、米国の金融業界図は大きく塗り替えられた。投資銀行の両雄であるゴールドマン・サックス社とモルガン・スタンレー社は投資銀行業態を離脱して、銀行持ち株会社に移行し連銀の監督下に入った。これにより、純粋な投資銀行は消滅した。ウォール街は1933年のグラス・スティーガル法制定以前の状態に引き戻された。グラス・スティーガル法は、「大恐慌」直後の1933年に制定され、米国における商業銀行と投資銀行の業務分離を定めたものである。だが、規制緩和の流れのなかで、1999年にグラム・リーチ・ブライリー法が制定され、兼業が可能になった。しかしサッチャー政権下で大蔵大臣を務めたナイジェル・ローソンは、危険な投資銀行業務を商業銀行に認めることが愚かであるとして、「資本主義はグラス・スティーガル法の復活を必要としている」と主張した。投資銀行は預金に依存して営業する商業銀行とは異なり、投資家が出資した資金と信用を用いて営業する。さらに投資銀行は、集めた資金に「レバレッジ」を掛けて運用する。これは限定された資産を何倍にも膨らまして運用することになるので、負債もそれだけ膨らむことになる。つまり投資銀行は収益を増大させることが出来る反面、損失が生じた際にはそれだけ損失が拡大するということである。投資銀行は資金を運用するリスクのなかに儲けの源泉があると言えよう。

(2) 19世紀の金融恐慌と最後の貸し手

「ガーニイ恐慌」(1866年)と「ペアリング商会の救済」(1890年)は、ロンドン金融市場がグローバル化する以前に起きた金融恐慌であるが、政府や中央銀行による救済活動は対照的であった。このことは中央銀行による救済活動を考察するうえで有益な示唆を与える。

「ガーニイ恐慌」

ビル・ブローカーは、株式銀行からコール・マネーを借り入れて資金を運用していた。ビル・ブローカーが銀行と異なる点は、準備金をほとんど持たずに営業したことである。ビル・ブロー

カーはコール・マネーに支払う利子と手形割引などで入手する利子の差を利益の源泉とした。そのため資金の流動性を常に確保しなければならなかった。ビル・ブローカーが資金繰りに窮した際には、買い取った手形をイングランド銀行で再割引してもらう必要があった。ビル・ブローカーの中には流動性を無視した長期の貸付を行うものも出てきた。オヴァーランド・ガーニィ商会は短期の性格のコール・マネーを長期に貸し出したことで苦境に立ち、1866年5月10日に破綻した。これはたちどころに知れ渡った。オヴァーランド・ガーニィ商会の株価は下落を続け、人々は預金を引き上げ始めた。オヴァーランド・ガーニィ商会の支払停止は、翌11日（金曜日）午前からシティに「信用パニック」状態を現出させた。この日は「暗い金曜日(Black Friday)」として長く記憶されることとなった。だが政府が破綻に瀕した銀行の救済を決定したこと[ピール銀行法の停止]が知られると、パニックは沈静した。

金融システムを安定させるために公的資金まで投入される今日の常識からすれば、イングランド銀行がオヴァーランド・ガーニィ商会を救済しなかったことは不可解である。だが、当時の銀行家たちは、イングランド銀行が「最後の貸し手」(lender of last resort)になるべきであるということなど夢想だにしなかった。『タイムス』紙は1866年5月にイングランド銀行が同商会に対する救済融資を拒絶した理由を次のように説明する。「救済の懇請がイングランド銀行になされたが、総裁は全ての金融機関を救済する用意なくしては、一社の金融事業のみを救済することはできないと考えた」。イングランド銀行が救済を拒絶した理由の一端は20年後に明らかになった。庶民院議員でグリーン、ミルズ、カリィ商会のパートナーであったウルヴァートン男爵の評伝が、イングランド銀行が救済を拒絶した理由を暴露したからである。ウルヴァートンに加え、銀行家ベークマンと商人ホッジソンが検討し、イングランド銀行による救済を不可とした。また、イングランド銀行がオヴァーランド・ガーニィ商会に抱いた遺恨が援助を控えさせたとする見解も見られる。オヴァーランド・ガーニィ商会の取締役ロバート・バーベックは「イングランド銀行とガーニィ家の間に遺恨があり、イングランド銀行がオヴァーランド・ガーニィ商会を支払い停止に追い込む機会を窺っていた」と述べた。以前にオヴァーランド・ガーニィ商会は大量の預金をイングランド銀行から突然引き出し、同行の経営を混乱させようとしたことがあった。イングランド銀行とオヴァーランド・ガーニィ商会は手形割引業の主導権をめぐるライバル関係にあった。

ベアリング商会の危機

アルゼンティン政府から水道灌漑事業建設の認可を得た米国のヘール商会は、1888年にベアリング商会にロンドンで証券を発行することを提案した。ベアリング商会の当主レヴェルストークは、事業リスクを十分に考慮せずにこの事業に着手することを決めた。しかし、翌年末に投資調査のためにアルゼンティンを訪問したレヴェルストークの息子ジョン・ベアリングは投資規模に比して収益性が低いことに気づき、事業の打ち切りを父レヴェルストークに諫言した。この時までにブエノスアイレス給水灌漑会社の普通株200万ポンドが既にベアリング商会により買い取られていたが、投資家が買い取った金額は15万ポンドにすぎなかった。ベアリング商会は、市場で販売が困難な多額の株式を手元に抱え込んでしまった。しかもベアリング商会という英国きっての名門マーチャント・バンクの矜持から、アンダーライティングの措置を講じていなかった。だが1890年10月13日に至るまで、ベアリング商会がこのような窮状にあることは知られていなかった。レヴェルストークは、「契約が非常に負担になることは判っていたが、お金は入ってくるし、いつものように何とかやっつけていけるだろうと楽観していた」。ところが、ベアリング商会が資金繰りに苦慮していることがシティの有力筋に知られることになった。ヘール商会の事業にも関与していたハンプロウ商会のE.ハンプロウはレヴェルストークに直接会い、

この事実を確認した。翌日ハンプロウは N.M.ロスチャイルド商会のロスチャイルド(Nathaniel Meyer Rothschild)とイングランド銀行総裁 W.リッターデイルに、ベアリング商会が資金繰りに苦慮していると伝えた。リッターデイルは大蔵大臣 J.G.ゴッシェンに状況を報告した。「リッターデイルは恐ろしいほどの不安の最中にあった。援助がなければベアリング商会は破綻するに違いない」とゴッシェンは日記に記している。10月8日午後、リッターデイル、レヴェルストーク、フランシス・ベアリングの三者がこの問題に関してハンプロウ商会で協議した。アルゼンティンのみならず、ロシアに対しても150万ポンドの預金の払い戻しが11月11日に迫っていたため、見通しは予断を許さなかった。

ベアリング商会の債務をシティの金融業者が共同で保証するシンジケート団の結成が真剣に論議された。ロスチャイルドは英国政府がシンジケート団に加わることを参加の条件とした。英国政府は民間のビジネスへの関与を避けていたが、これに割くべき資金がなかったというのが実情であった。この間隙を埋めたのがイングランド銀行であった。リッターデイルはベアリング商会の債務額を査定し、保証のための基金の設立を11月15日に決定した。この事実が報道されるや否や、シティはベアリング商会への援助に立ち上がった。イングランド銀行がベアリング商会の債務のうち100万ポンドを保証し、他の金融機関が残りの300万ポンドを負担するというのであった。グリーン・ミルズ商会とロスチャイルド商会がシンジケート団への参加を表明すると、30分も経たないうちにマーチャント・バンクを中心に債務保証基金への参加申込みが相次いだ。その額は325万ポンドに達した。翌日、クリアリング・バンク側も75万ポンドを拠出した。1866年に起きたオーヴァレンド・ガーニィ商会の破綻の際には救済活動に一切乗り出すことのなかったイングランド銀行が中心となって、シティ金融機関によるベアリング商会に対する協調融資体制が結成された。またフランス銀行もマクロ・プルーデンスの観点からベアリング商会の救済に乗り出した。このことは、英国金融史上画期的な出来事となった。イングランド銀行が連綿と抱いてきた「健全銀行業」の原則をかなぐり捨て、中央銀行としての使命を全うすべく「最後の貸し手」(lender of last resort)機能を発揮し、破綻に瀕したベアリング商会のような民間の金融機関に対して救済融資を実施したからである。ウォルター・バジヨットは『ロンバード街』で次のような提案を行った。「イングランド銀行は唯一で最終的な銀行の支払い準備の保有者であることを自覚すべきである。パニックを食い止めるためには貸付を高利率で行い、優良な担保に対しては無制限で貸付ける。さらにイングランド銀行の理事会は、シティの商人だけではなく、専門的な銀行家も加えて構成し、銀行経営を強化すべきである」と。

【主要参考文献】

The Financial Times; *The Times*; *The New York Times*; *The Wall Street Journal*; 『日本経済新聞』; Elliot, Arthur D., *The Life of George Joachim Goschen First Viscount Goschen 1831-1907, vol. II*, 1911; Finlason, W.F., (William Peak), *A Report of the Case of The Queen v. Gurney and Others in the Court of Queen's Bench*, 1870; Goodhart, C., *The Central Bank and the Financial System*, 1995; Kynaston, D., *The City of London*, vol.1, 1994; Statement of Richard S. Fuld, JR. before the United States House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform, October 6, 2008; Ziegler, P., *The Sixth Great Power*, New York, A.A. Knopf, 1988; アラン・グリーンズパン / 山岡洋一訳 『波乱の時代(特別版)』 日本経済新聞出版社, 2008年; 鈴木俊夫 『金融恐慌とイギリス銀行業』 日本経済評論社, 1998年; ウォルター・バジヨット / 宇野弘蔵訳 『ロンバード街』 岩波文庫, 1941年

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計0件

〔学会発表〕 計2件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 0件）

1. 発表者名 鈴木俊夫
2. 発表標題 加藤慶一郎・安国良一・高槻泰郎・鎮目雅人報告の討論者
3. 学会等名 金融学会歴史部会
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 鈴木俊夫
2. 発表標題 中国・香港・韓国の現代金融史の論点とコメント 城山智子氏, 蕭文嫻氏, 李明輝氏の近業をてがかりにして
3. 学会等名 日本金融学会歴史部会
4. 発表年 2019年

〔図書〕 計3件

1. 著者名 Toshio Suzuki	4. 発行年 2020年
2. 出版社 Springer	5. 総ページ数 346
3. 書名 The Development of International Banking in Asia(5.British Overseas Banks' Activities in the London Financial Market Before the First World War from a View Point of Bill Transactions)	

1. 著者名 鈴木俊夫	4. 発行年 2018年
2. 出版社 一色出版	5. 総ページ数 695
3. 書名 金融の世界現代史 凝集する富・グローバル化する資本取引・派生される証券の実像（「第1章 アメリカ」 31 - 108頁）	

1. 著者名 鈴木俊夫	4. 発行年 2021年
2. 出版社 丸善出版	5. 総ページ数 715
3. 書名 社会経済史学事典 (第5章 商業金融と銀行)	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------