

# 大きすぎて潰せない (Too-Big-to-Fail) 金融機関をめぐる問題に対する一考察

平岡 克行

## 第I章 はじめに

### 第1節 本稿の目的

### 第2節 金融機関のシステミック・リスクとTBTF

- 1 システミック・リスクとTBTF利益
- 2 銀行のTBTFとシャドーバンクの出現
- 3 “too-big-to-fail”と“too-systemically-important-to-fail”

## 第II章 TBTFが金融システムにもたらす諸問題

### 第1節 金融機関のリスクテイクの助長

- 1 政府の黙示の保証によるモラルハザードと市場規律の喪失
- 2 レバレッジの追求

### 第2節 金融機関と金融セクター全体の効率性の低下

- 1 金融機関のガバナンスの毀損と非効率な事業規模による効率性の喪失
- 2 金融機関の効率性低下による社会厚生 (social welfare) の低下

### 第3節 政府救済の費用・国民負担

- 1 政府救済に費やされる資金
- 2 中央銀行のバランスシートの悪化

### 第4節 その他の問題点

- 1 大手金融機関の政治的影響力
- 2 Too-Big-to-Jail
- 3 国有化による金融機関の効率性の低下

## 第III章 TBTF利益の大きさ

### 第1節 TBTF利益の大きさに関する研究

1 金融機関のレバレッジと TBTF 利益の関係

2 TBTF 利益が格付けに与える影響

3 TBTF 利益の大きさに関する研究

第2節 金融機関の規模の拡大がもたらす社会的な便益に関する検討

第IV章 おわりに

## 第I章 はじめに

### 第1節 本稿の目的

本稿は、大きすぎて潰せない(“too-big-to-fail”、以下では「TBTF」と表記することがある)金融機関に対する法規制の在り方を検討する準備作業として、TBTFの地位が金融機関にどのような利益やインセンティブを生じさせるか、そしてTBTF金融機関が金融システムや経済全体に対してどのような社会的費用を生じさせるのかを検討するものである。

サブプライムローン市場の崩壊とリーマン・ブラザーズの破綻によって深刻化した2008年の米国の金融危機は、その後、世界中の金融システムへ波及し、100年に一度とも言われる世界的な金融・経済危機へと発展した。金融危機の原因としては、長期的な金融緩和政策が行われていた結果、証券化商品やデリバティブ取引市場などに過剰の流動性が供給され、金融資産バブルを引き起こしていた点などが挙げられるが、とりわけAIGやリーマン・ブラザーズをはじめとする大手金融機関が、信用取引などを活用して高いレバレッジを実現し、リスクの高い金融取引を行っていたことに対しては大きな批判が集まった。大手金融機関は、危機時に政府救済(bailout)を受けることができるという市場参加者の期待を背景に、過度のリスクテイクを行い金融市場を膨張させて金融危機の原因を生み出したにもかかわらず、結局、多額の公的資金の投入を受けて救済されたため、政府救済に対する国民の不満が噴出することになったのである。以降、TBTF問題は金融規制の見直しに関する議論において中心的なテーマとなり、米国では最終的に、“No<sup>(1)</sup>

more bailout”を標榜するドッド=フランク法が制定されるに至った。同法はTBTF問題に対する反省として、FRB(本稿では便宜上、連邦準備制度理事会と連邦準備銀行を区別せずにFRBと表記する)やFDICの救済権限を制限し、国民負担を生じさせずに金融機関を清算する特別な破綻処理制度を設けるなど、公的資金による政府救済を原則的に禁止する法規制を導入した。<sup>(2)</sup>我が国でも平成25年の預金保険法等の改正で「金融機関の秩序ある処理の枠組み」を整備するに際し、国民負担やモラルハザードの問題をいかにして削減するかが議論されており、<sup>(3)</sup>TBTF問題は現在も各国の金融規制に対して非常に大きな影響を与えている。

もっとも、政府救済やTBTF金融機関に対してどのような法規制を設けるべきかについては依然として意見の対立が見られ、とりわけ、ドッド=フランク法のように政府救済を否定し金融機関を必ず清算させる手法に関しては、金融システムの安定に繋がるものか、そもそも実現可能な政策であるのか<sup>(4)</sup>について大きな論争がある。政府の救済権限に関する規制以外にも、TBTF問題に対する法規制には様々な手法のものが存在するが、費用や効果、実現性などの観点から意見が分かれているものが多く、現在まで、有力な法規制のモデルや、それらを理論的・説得的に支持する根拠が提示されていない状況が続いている。こうした背景には、金融機関がTBTFに陥るメカニズムや、TBTFの地位が金融機関にどのような行動を起こすインセンティブを生じさせるか、TBTFに基づく政府救済が金融システムにどのような問題を生じさせるのかについて、これまで必ずしも十分な検討がなされていなかったことに原因があると考えられる。今後、我が国の金融規制を検討していく上でも、TBTF問題の内容を十分に把握しておくことは必要不可欠である。そこで本稿は、大きすぎて潰せない金融機関に対する法規制の在り方を検討するための準備作業として、TBTF問題が発生するメカニズムや、TBTF金融機関が金融システムや経済全体に対してどのような費用・問題を生じさせるのかに関して検討を行う。

## 第2節 金融機関のシステミック・リスクとTBTF

本論に入る前に、まずはシステミック・リスク(systemic risk)やTBTF等のいくつかの概念や、2008年の金融危機でTBTF問題が主要なテーマとなるに至った歴史的経緯、金融機関がTBTFの地位から得ることができる利益など、本稿の議論を進めていく上で重要な事項を簡単に整理しておく。

### 1 システミック・リスクとTBTF利益

一般的に、“too-big-to-fail(大きすぎて潰せない)”とは、システム上重要な金融機関が破綻して金融システム・経済全体に大きな混乱が生じることを防ぐため、政府や中央銀行が金融支援を行うことで当該金融機関の破綻を回避<sup>(5)</sup>させてしまう問題を指す。

金融機関が破綻することで他の金融機関や金融システム全体に対して深刻な影響を与えてしまうリスクのことを、一般的に「システミック・リスク(systemic risk)」という。システミック・リスクはより具体的には、「金融機関相互の結びつきの結果、重要な金融機関の破綻が他の金融機関の破綻を生じさせてしまうリスク<sup>(6)</sup>」、あるいは、「(i)ある金融機関の破綻や金融商品市場の機能不全が(x)連鎖的に他の金融機関や金融商品市場の破綻、(y)金融機関の大きな損失を生じさせてしまい、(ii)金融市場のボラティリティーが上昇することにより資本コストの上昇または資本市場の利用可能性の低下を招いてしまうリスク<sup>(7)</sup>」とも説明される<sup>(8)</sup>。TBTF問題は、典型的には一定の大手金融機関がシステミック・リスクを有していることから生じる問題であり、議会や規制当局は、これらの金融機関が倒産手続で清算される場合に生じる経済全体への影響を懸念し、預金保険基金や納税者の費用の下で救済<sup>(9)</sup>を行ってしまう。

政府救済は政府・中央銀行が優先株式や劣後債を引き受けて金融機関へ流動性を供給したり、金融機関の発行した債券・債務を保証するなどの手法で行われるが、こうした救済によって株主以上に直接的な便益を受けるもの

は、破綻した場合よりも大きな(場合によっては全額の)弁済・払戻しを受けられることができる金融機関の債権者である。TBTF 金融機関は他の金融機関と比較して高い信用を有していると債権者から判断されることになり、結果的に、預金の受入れや債券発行の際に資金調達コストを低下させることができる<sup>(10)</sup>。本稿では、政府救済を受けるという期待から TBTF 金融機関が得ることができる利益(資金調達コストの低下)を、「TBTF 利益」と表記する<sup>(11)</sup>。

## 2 銀行の TBTF とシャドールバークの出現

伝統的に、“too-big-to-fail”は預金業務を行う銀行に特有の問題として議論されてきた<sup>(12)</sup>。

銀行は受信業務と与信業務を行うことで「金融仲介(financial intermediation)」機能を果たしているものの、保有する資産(長期の貸付)と負債(要求払預金)の運用期間には著しい相違があり、預金者の取り付け(bank run)によって瞬時に支払不能の状態に陥ってしまう<sup>(13)</sup>。加えて、銀行は流動性を維持するため、資産を投げ売り(fire sale)して特定の金融商品の市場価格を急落させてしまったり、貸し渋りをして経済への資金供給をストップさせてしまう危険もあり、銀行の破綻が金融システムや経済全体に与える影響は極めて大きい。そのため、銀行は他の事業者と比べて非常に大きなシステムミック・リスクを有しているとみなされ、自己資本比率規制等の健全性規制(プルーデンシャル規制)や業務範囲に関する厳しい規制が課されてきた<sup>(14)</sup>のと同時に、中央銀行による流動性の供給(最後の貸し手機能(lender of last resort))や預金保険制度といったセーフティネットが認められるなど、特別な取り扱いを受けてきた<sup>(15)</sup>。こうした背景から、TBTFは主に銀行が引き起こす問題であると考えられ、銀行規制における重要な課題の一つとして、システムミック・リスクが顕在化することを防ぐと同時に、TBTF 利益を含めたセーフティネット利益が銀行の関連会社へ流出するのをいかにして防ぐかという点が議論されてきた<sup>(17)</sup>。

しかし、金融市場・金融システムが高度に複雑化した結果、銀行以外の様々な金融機関もシステミック・リスクを有するようになり、TBTFは銀行に限定される問題ではなくなった。1980年代以降、金融デリバティブ取引や証券化といった新しい金融手法が普及したことにより、短期金融市場で資金を調達し、当該資金を高利回りでリスクの高い長期債券やデリバティブ取引などで運用するという、新しいタイプの金融仲介を行う金融機関が出現したためである<sup>(18)</sup>。これらの金融機関は銀行と同様の金融仲介機能を果たしているため「シャドーバンク（影の銀行、shadow bank）」と呼ばれるようになったが、シャドーバンクは銀行として規制されないため、信用取引を繰り返すことで非常に高いレバレッジを実現するものも現れるようになり、短期金融市場を膨張させ、金融システムにおいて非常に重要な地位を占めるようになった。結局、今般の金融危機ではシステム上の重要性が考慮され、保険会社であるAIGをはじめ、大手投資銀行やMMF（マネー・マーケット・ファンド）<sup>(21)</sup>など様々な金融機関・金融商品（市場）に対しても金融支援が行われることとなり、以降、TBTFは銀行に限定されず、システミック・リスクを有する金融機関や金融商品市場に共通の問題であると認識されるようになる<sup>(22)</sup>。

本稿で取り扱う文献は銀行を想定した議論を行うものが多い。しかし、その内容は他の金融機関にも十分に適用できるものと考えられ、本稿もTBTFを金融機関全般に共通する問題として議論していくこととする。

### 3 “too-big-to-fail” と “too-systemically-important-to-fail”

政府救済が行われる金融機関は必ずしも巨大な規模を有する金融機関に限定されるわけではない。システム上の重要性を判断する際に考慮される要素としては、規模の他にも、レバレッジの大きさ、資金調達的手法（長期の負債よりも、例えばレポ取引<sup>(23)</sup>といった短期の金融デリバティブ取引などに資金調達を依存している場合の方がシステミック・リスクが大きい）、調達した資金の運用方法（流動性の低い長期の債券で運用している場合の方が金融機

関の流動性リスクが高まる)、金融市場の状況、金融システム・他の金融機関との相互関連性 (interconnectedness) など、様々なものが考えられる。確かに、金融機関の規模は最も重要な要素の一つと言えるが、それ自体が政府救済の発動や金融システムにおける重要性に直結するわけではなく、<sup>(24)</sup> TBTF 問題の反省を受けて制定されたドッド＝フランク法も、特別な清算手続・健全性規制が適用される「システム上重要な金融機関 (systemically important financial institution (以下では、「SIFI」という))」に該当するかを判断するに際し、規模以外の様々な要素が考慮されるとしている。<sup>(25)</sup> そのため、TBTF は近年では “too-systemically-important-to-fail (システム上重要すぎて潰せない)”<sup>(26)</sup> とも言い換えられることがあり、こうした呼称の方が問題を正確に反映しているとも考えられるが、本稿ではシステム上重要な金融機関が政府救済を受けてしまう問題を、全て too-big-to-fail (TBTF) と統一して表記する。

## 第二章 TBTF が金融システムにもたらす諸問題

### 第1節 金融機関のリスクテイクの助長

#### 1 政府の黙示の保証によるモラルハザードと市場規律の喪失

TBTF がもたらす問題の中でも最も重要なものとしては、政府の黙示の保証 (implicit guarantee) によって金融機関がモラルハザードに陥ると同時に、債権者による市場規律が失われてしまうことで金融機関が過度のリスクテイクを行い、自身の健全性や金融システム全体の安定性を損なわせてしまう点が挙げられる。一般的にモラルハザードとは、リスクの高い行為から生じる費用を行為者が全て負担しない場合において、当該行為者が経済的利益を増加させるためにより大きなリスクを追求してしまう問題を指す。<sup>(27)</sup> モラルハザードは典型的には保険の分野で生じる問題であり、銀行規制の分野でも預金保険制度が抱える問題として伝統的に議論されてきた。<sup>(28)</sup> 預金保険制度では政府が法律に基づき預金債権を一定の限度額まで明示的に保証している

ため (explicit guarantee)、銀行はリスクテイクの費用を政府へ転嫁することができ、利益を求めて政府保証が無い場合よりもリスクの高い事業へ投資するようになる。もっとも、預金保険制度は預金者の取り付けを防ぐ機能を有しているため、モラルハザードはやむを得ない問題であるとも考えられてきた。預金保険制度では政府保証の上限が明確に定められていることに加え、銀行から預金保険料が支払われるため、モラルハザードによって生じる費用<sup>(29)</sup>をある程度回収することができるためである。

これに対し、TBTF に基づく政府保証は、政府がその存在を公式には認めない黙示のものであり、発動の要件・タイミングも政府の裁量で決定される非常に不明確なものであることに加え、保証される債権の金額にも上限が定められていない点に大きな特徴がある。政府はモラルハザードを削減するために救済の対象となる金融機関・債権の種類や金額を明確にしないが、こうした手法は金融システムに不確実性をもたらすだけでかえって混乱を大きくしてしまう可能性が指摘されている<sup>(31)</sup>。また、政府救済の可能性を曖昧にしたとしても、市場参加者は救済が行われる度に次の救済に強い期待を抱いてしまい<sup>(32)</sup>、救済への期待は平時には小さいものであったとしても、結局、金融危機時には非常に大きなものになってしまうおそれがある<sup>(33)</sup>。加えて、政府の黙示の保証は保証金額に制限がなく、預金保険制度の場合と比較して第三者へ転嫁できる費用が大きくなるため、リスクテイクを促す効果も大きい<sup>(34)</sup>。

さらに、政府の黙示の保証は債権者から金融機関をモニタリングするインセンティブを失わせてしまうため、リスクテイクに対する市場規律を損なわせる効果も有している。一般的に、預金保険の対象とならない債権者（あるいは預金保険の非適用部分の預金債権者）は、銀行が破綻した場合に損失を被るおそれがあるため、預金保険制度の下でも依然として銀行のリスクテイクをモニタリングするインセンティブを有している。これらの一般債権者は銀行のリスクが高まると資金の払戻しや高い金利を要求するようになり、銀行は運用可能資金の減少・資金調達コストの増加を防ぐため、リスクテイク

を抑制させることになる。<sup>(35)</sup>特に、社債や劣後債の保有者は金融機関のリスクテイクから何ら利益を得ることができないため、コベナンツ等を活用してモニタリングを行うインセンティブが高く、また、高度な専門性を有していることから市場規律としての役割を十分に果たすことが期待できる。<sup>(36)</sup>しかし、政府の黙示の保証には債権の金額のみならず、その種類にも限定がない。とりわけ、モニタリングの能力に優れた大口投資家が利用する短期債権・デリバティブ取引債権などは、金融システムにおける重要性が考慮され優先的に救済されてしまうため、債権者のモニタリングのインセンティブを大きく損なわせてしまう。<sup>(37)</sup>株主が市場規律の役割を果たすことも考え得るが、多額の負債を発行する金融機関の場合、有限責任を享受する株主はリスクを追求することによって大きな利益を得ることができるため、金融機関のリスクテイクを抑制させるインセンティブを有していない。<sup>(38)</sup>

他にも、黙示の保証は金融機関が政府救済を見越して必要な資本増強措置を行うのを先送りさせてしまったり、破綻金融機関の買収者が政府の買収支援を受けることが確実になるまで買収・合併を見送らせてしまう危険を生じさせるため、結果的により大きな政府救済が必要になる状況を生み出してしまうおそれがある。<sup>(39)</sup>

## 2 レバレッジの追求

TBTF はモラルハザードの問題を引き起こすだけでなく、金融機関にレバレッジの追求を促してしまうことも特筆される。前述したように、TBTF の地位は資金調達コストを低下させることで金融機関に大きな利益をもたらすため、金融機関には当該地位を獲得するため自身の規模やシステミック・リスクを増加させるインセンティブが生じる。結果的に、金融機関は負債の発行を増加させ、自身のレバレッジ、ひいてはシステミック・リスクを高めてしまうことになる。<sup>(40)</sup>

実際、TBTF 利益を得られるような大手金融機関は高いレバレッジを有しているとする研究がいくつか存在する。例えばある調査によると、2009年

第一四半期において資産規模上位5社の銀行の総資産に対するTier1資本の比率は3.2%、上位10社では3.2%、上位20社では3.6%であったのに対し、上位20社以外の銀行では6.0%であり、二倍近くの差が存在していたとされ、大手金融機関がこうした高いレバレッジを実現できた背景にはTBTF利益の存在があると指摘されている<sup>(41)</sup>。

また、TBTFはレバレッジの追求・負債の利用を促すため、金融機関に過少投資（underinvestment）の問題を生じさせるおそれがある。過少投資とは、企業が過剰な債務を抱えていたり財務的危機に直面している場合において、たとえ有望な投資プロジェクトが存在していたとしても、新株発行によって調達される資金の大部分が既存債務の弁済・利払いに充てられてしまうため、（新）株主は利益を見込むことができず、結果的に企業の資金調達が著しく困難になってしまう問題<sup>(42)</sup>を指す。コーポレート・ファイナンスの理論によれば、負債による資金調達は節税効果などをもたらす一方、倒産に陥る可能性が高まることで企業価値を低下させる様々な費用（財務上の困難のコスト（financial distress cost））を生じさせ、企業はこうした費用・便益のトレードオフを考慮して最適な資本構成を決定するとされる<sup>(43)</sup>。しかし、政府救済は株主ではなく債権者のみに対してなされることが通常であるため、負債の資金調達コストは株式のそれより大きく低下し、金融機関は負債による資金調達を選好するようになる<sup>(44)</sup>。結果的に、金融機関は負債の利用とレバレッジの拡大を加速させるため、過少投資の問題に陥る危険が高まり、金融危機時の資金調達が困難になるなどの影響が出るおそれがある<sup>(45)</sup>。

以上のように、TBTFに基づく政府の黙示の保証は、債権者による市場規律を失わせ、金融機関のリスクテイクと負債の利用・レバレッジの追求を助長してしまうため、金融危機の原因を生み出し、金融システム全体の安定性を大きく損なわせてしまう危険がある<sup>(46)</sup>。

## 第2節 金融機関と金融セクター全体の効率性の低下

TBTF がもたらす二点目の問題としては、(i)TBTF 利益によって金融機関のガバナンスが十分に機能しなくなり、企業経営にとって適切でない事業規模が維持されることで金融機関の効率性が失われる点、及び、(ii)本来は効率性の低い金融機関が TBTF 利益を活用して他の金融機関から事業機会を侵奪してしまい、金融セクター全体の効率性が低下してしまう点を挙げる事ができる。

TBTF 利益が金融機関の効率性を低下させてしまう問題に関しては、Mark J. Roe の研究が詳細であり、<sup>(47)</sup>以下では主に当該文献に依拠して検討する。

1 金融機関のガバナンスの毀損と非効率な事業規模による効率性の喪失  
一般的に、企業が事業規模・範囲を企業経営に適切でない程度にまで拡大させた場合、経営陣による企業全体のリスク管理や末端組織に対するコンプライアンス・経営方針の徹底が困難になる等の理由により、当該企業は収益性や競争力（すなわち、効率性 (efficiency)）を低下させてしまう。こうした“大きすぎて管理できない (too-big-to-manage)”企業は、時に重大な不祥事を起こしたり、とりわけ金融機関の場合には末端組織によるリスク管理の失敗で巨額の損失を被ることがあるため、株価の低迷を招き得る。

もっとも、会社の競争力・収益性を維持する仕組みであるコーポレート・ガバナンスが十分に機能している場合、非効率な事業規模の問題は株主等の圧力を通じて自ずと解消されることになる。例えば、株主価値（企業価値）が事業の縮小・解体によって高められる場合、アクティビストの圧力や委任状争奪戦 (proxy fight) などを通じて適切な措置を講じることができ経営者が選任されたり、事業譲渡や・スピノフといった組織再編・M&A が行われ得る。<sup>(48)</sup>また、企業グループから切り離されることでより効率的な経営が可能となる事業部門が存在する場合、経営者が自ら当該事業を買収すること (MBO) も考えられる。<sup>(49)</sup>1980年代の米国における“bust-up merger”ブ

ームが示すように、原則として金融機関の場合でも、コーポレート・ガバナンスが十分に機能していれば企業経営に最適な事業規模・範囲が実現されるはずである。

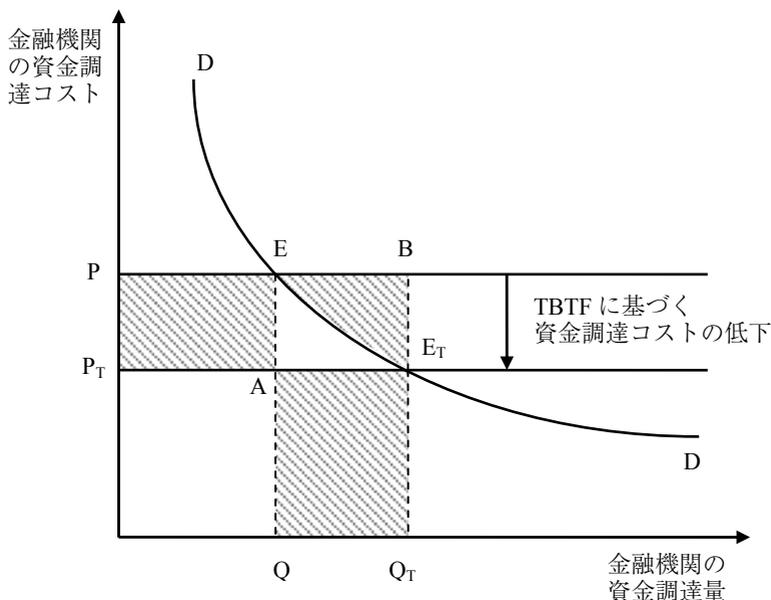
しかし、金融機関がTBTFの水準にまで事業規模を拡大させてしまった場合、株主・経営者の最適な事業規模を実現しようとするインセンティブは失われてしまい、金融機関の効率性が低下してしまうことになる。前述したように、TBTFの地位は資金調達コストを低下させるという大きな利益をもたらすものの、適切な事業規模・範囲で経営されている金融機関はTBTFの地位を失ってしまうためである。そのため、株主・経営者は、M&Aや組織再編を行うことによって得られる利益よりTBTF利益の方が大きい場合、非効率な事業規模・範囲を維持し続けてしまうことになる。<sup>(50)</sup>

また、TBTF利益は金融機関が事業譲渡などを行おうとする場合でも、間接的に買い手側のインセンティブも弱めてしまう効果がある。売り手側の金融機関は譲渡対象の事業価値に加え、事業譲渡を行うことで失われてしまうTBTF利益も対価として要求するが、買い手側はTBTF利益を実現できないため、事業買収で得られる成果が買収費用に見合わないと考えためである。<sup>(51)</sup>結局、買い手側の見込んでいるシナジーが売り手側のTBTF利益を上回らない限り、取引は成立しないことになる。<sup>(52)</sup>

TBTF利益がM&Aを阻害する効果は、金融機関の経営陣がTBTF利益を認識していない場合にも生じる問題であるとされ、経営陣は買い手の提示する対価がTBTF利益を含んだ事業価値に達しない理由を、自身の経営能力が優れているためと考えるしまう。<sup>(53)</sup>

以上のように、TBTF利益は株主・経営者の適切な事業規模を要求するインセンティブを失わせ、コーポレート・ガバナンスの機能を毀損してしまうため、金融機関の効率性を低下させてしまう。Roeによれば、TBTF利益は企業の効率性を高める組織再編を阻害するという点で、ポイズン・ピルと同様の機能を有していると指摘される。<sup>(54)</sup>

図表1 TBTF利益の大きさと社会厚生の関係



Joe Peek & James A. Wilcox, *The Fall and Rise of banking Safety Net Subsidies, in Too BIG TO FAIL: POLICIES AND PRACTICES IN GOVERNMENT BAILOUTS* 169, 171, 174 (Benton E. Gup ed., 2004); Mark J. Roe, *Structural Corporate Degradation Due to Too-Big-to-Fail Finance*, 162 U. PA. L. REV. 1419, 1442 (2014) を参考に作成。

## 2 金融機関の効率性低下による社会厚生 (social welfare) の低下

また、TBTF 利益によって効率性を低下させた金融機関が事業規模を拡大させる場合、経済全体の社会厚生 (social welfare) にも損失が生じることになる。<sup>(55)</sup>

図表1は、金融機関の資金調達コストと金融機関へ供給される資金量の関係を示している。金融機関は調達した資金を利益率の高いプロジェクトから順に投下していくため、資金の需要曲線 (曲線D) は通常の需要曲線と同様に右下がりのものとなる。ここでは議論を簡単にするため、資金の供給曲線は水平、すなわち、資金調達コストは資金調達量に関係なく一定であると仮

定する。

TBTF 利益が存在しない場合、資金調達コストは  $P$  で一定となり（供給曲線は水平線  $P$ ）、均衡点は  $E$  で金融機関へ供給される資金量は  $Q$  となる。しかし、金融機関が TBTF の地位を獲得した場合、資金調達コストは  $P$  から  $P_T$  へ低下し（供給曲線は水平線  $P_T$ ）、 $Q$  の資金調達を行う際に当該金融機関は長方形  $PP_TAE$  で表わされる TBTF 利益を得ることになる。当該利益は政府機関や納税者といった第三者から移転される利益であるが、前述のように、金融機関は TBTF 利益を維持するため事業の縮小を伴う組織再編を行わなくなり、効率性を低下させてしまうため、経済全体では最大で長方形  $PP_TAE$  に相当する損失が生じ得ることになる。<sup>(56)</sup>

また、TBTF 金融機関は資金調達コストを低下させたことから、最終的には  $Q_T$  の額まで資金を調達し（新しい均衡点は  $E_T$ ）、当該資金を他のプロジェクトに投下するようになる。Roe によると、TBTF 利益によって新たに利用されるようになった長方形  $AQ Q_T E_T$  に相当する資金は、本来は TBTF 利益に頼らずより効率的な運用を行うことが可能であった他の事業者・金融機関によって利用されていたものであるが、TBTF の金融機関はこうした事業者から事業機会を侵奪し、TBTF 利益によって助成される非効率な事業を拡大させてしまうこととなる。<sup>(57)</sup> 実際、特にデリバティブ市場では、大手金融機関が TBTF の地位を活用し、中小金融機関に対して競争を有利に進めているという批判がなされてきたところである。<sup>(58)</sup>

なお、金融機関の効率性が低下して最大で長方形  $PP_TAE$  の損失が経済全体に生じることに加え、TBTF 利益を第三者の費用で賄われる補助金と捉える場合、扇形  $EE_T B$  の大きさに相当する死荷重（死重的損失、“dead weight loss”）がさらに発生する。当初、経済学で言う余剰（surplus）はグラフ縦軸と需要曲線及び供給曲線  $P$  で囲まれた部分であるが、TBTF 利益という補助金によって供給曲線が  $P_T$  まで下降した場合、余剰はグラフ縦軸と需要曲線及び新しい供給曲線  $P_T$  で囲まれた部分にまで拡大する（新たに生じた余

剰は図形  $PP_T E_T E$ 。しかし、TBTF 利益である長方形  $PP_T E_T B$  に相当する余剰が政府機関・納税者等の第三者から失われてしまうため、結果的に、扇形  $EE_T B$  の大きさに相当する死荷重が発生してしまう<sup>(59)</sup>。

以上のように、TBTF 利益が通常のガバナンスから得られる利益よりも大きい場合、金融機関はイノベーション・効率性を追求する企業努力を TBTF 利益の獲得・最大化に向けて利用するようになり、経済全体に何ら利益をもたらさない結果を招くことになる<sup>(60)</sup>。

### 第3節 政府救済の費用・国民負担

#### 1 政府救済に費やされる資金

当然のことではあるが、金融支援を行うためには政府や中央銀行が多額の資金を投下する必要がある。今般の金融危機でも、政府・中央銀行は様々な金融支援プログラムを創設し、多額の公的資金を金融機関へ投入した<sup>(61)</sup>。例えば、金融機関から不良資産やエクイティの買い取りを行う TARP (Troubled Asset Relief Program、不良資産救済プログラム) では約4300億ドル、AIG の救済では約850億ドルの資金が投下されており、その他にもさまざまなプログラムが導入されたことを考えれば、金融支援に費やされた資金の規模は計り知れない<sup>(62)</sup>。もっとも、金融支援に費やされた資金が直ちに国民負担の金額に結びつくわけではない。例えば債務保証・損失補償を行うプログラムでは、債務不履行や資産価値の減少が生じない限り資金は費やされず、金融市場・金融機関の流動性を高めるために購入された金融商品も、市場が正常な状態に戻った後に売却することで利益を生じさせることができる<sup>(63)</sup>。

しかし、政府救済の手法には様々なものがあり、例えば課税要件に関する行政解釈の変更や規制の適用免除など、費用として明確に認識できないものも多い<sup>(64)</sup>。加えて、景気刺激策と危機時における金融支援の境界は不明確であり<sup>(65)</sup>、金融支援が短期・長期的に政府財政に与える影響や会計処理の方法も様々であるため、政府救済の費用を正確に計測することは困難である。ま

た、確かに政府の金融支援プログラムは時に利益をもたらすことがあるものの、ここまで述べてきたように、TBTFは金融機関のリスクテイクを促して金融不安や景気の後退を引き起こし、マクロ経済全体に対して大きな損失を生じさせ得るものであり、こうした損失・費用は各プログラムによって得られる利益よりもはるかに大きい可能性がある。TBTFは非効率でリスクの高い大手金融機関に国民の負担で競争上の優位を与えるものであり、資本の浪費、非効率な資源配分を招くものであるため<sup>(67)</sup>、プログラムの損益以外にも大きな国民負担を生じさせていることに注意しなければならない。

## 2 中央銀行のバランスシートの悪化

また、正確に計測することは困難であるものの、金融機関の救済によって生じる費用として無視できないものとしては、中央銀行のバランスシートが悪化することで国庫に帰属する剰余金が減少してしまう点が挙げられる。

伝統的に、FRBは民間銀行間の短期資金貸借に用いられるフェデラル・ファンド金利 (federal funds rate) の水準を調整することで、金融危機が生じるのを未然に防ごうとしてきた<sup>(68)</sup>。しかし、今般の金融危機でFRBは、AIGやシティグループといった様々な金融機関に対して比較的長期の融資を行うことで流動性を供給したり、融資の担保として財務省証券よりも流動性の低い金融商品を認めるなど、リスクの高い資産・金融商品を積極的に受け入れる対応をとった<sup>(69)</sup>。こうした非伝統的な金融支援・市場介入によって生じる問題としては、FRBのバランスシートのリスクが大きく上昇してしまうことが挙げられる。

図表2は非伝統的な金融支援・市場介入を行った場合におけるFRB(中央銀行)のバランスシートの変化を例示するものである。(i)は介入前のバランスシートであり、通常、中央銀行のバランスシートでは自身の発行した銀行券が貸し方の負債項目へ計上される。(ii)は金融支援後のバランスシートであり、FRBは100の資金を金融機関へ供給し、当該金額が負債の当座預金の項目へ計上される。FRBの純資産の大きさに変化はないが、バランスシ-

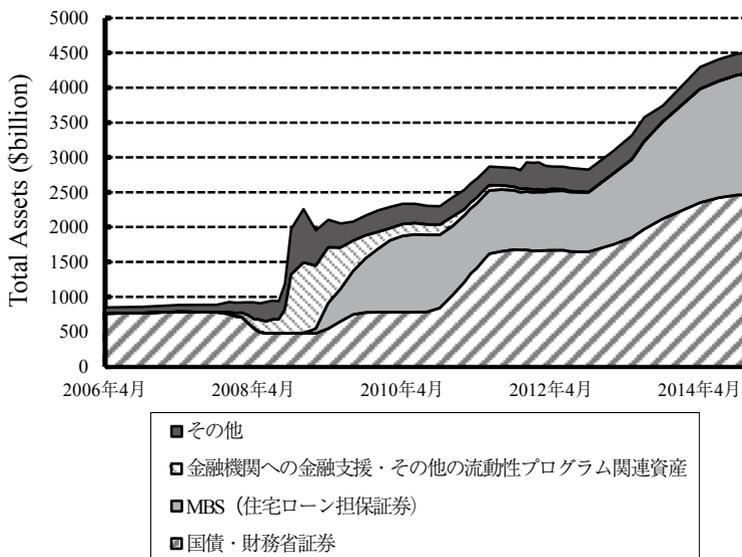
図表2 金融支援・市場介入による中央銀行のバランスシートの変化

(i)当初のバランスシート		(ii)金融支援後		(iii)不胎化介入後	
銀行券 50	銀行券 50	銀行券 50	銀行券 50	国債 50	銀行券 50
当座 預金 100	当座 預金 100	当座 預金 100	当座 預金 100	貸出金 50	当座 預金 100
貸出金 50	貸出金 50	貸出金 50	救済 融資 100	救済 融資 100	純資産 50
純資産 50	純資産 50	純資産 50			

トの規模は大きくなり、リスクの高い資産（救済融資）が計上される。(iii)は金融支援後にいわゆる「不胎化 (sterilization)」が行われた場合のバランスシートを示している。物価の安定を主要な政策目標とする中央銀行はマネタリーベース（図表の例では、銀行券と当座預金の合計）を一定量に保つため、保有する資産を銀行に売却し（売りオペレーション）、他の銀行に供給した流動性と同額の資金を市中から回収する。金融危機時でも市場の混乱・価格の急落が生じにくい財務省証券（国債）を売却した場合、総資産の中で安全資産（国債）の占める割合が低下し、(i)と比較してバランスシートのリスクは大きく上昇してしまう<sup>(70)</sup>。

一般的に、中央銀行は政府の一般会計から独立しており、バランスシートの変化や損失・利益が直接に国民負担を生じさせるわけではない。しかし、中央銀行の毎年の剰余金は国庫へ組み入れられることとされており、中央銀行の収益低下は間接的に国庫納付金を減少させて国民負担を生じさせることになる<sup>(71)</sup>。

図表3 FRBのバランスシート(総資産)の規模・内訳の推移



FRBのホームページ (<http://www.federalreserve.gov/releases/h41/>) から入手できる資料を基に作成。図表中の「金融機関への金融支援・その他流動性プログラム関連資産」の項目には、AIGやベアー・スターンズ等の救済に関連する資産に加え、預金取扱金融機関やプライマリー・ディーラー等を対象にした流動性供給プログラムに関連する金融資産が含まれる。

図表3は、2006年4月から2014年の終わりまでの、FRBのバランスシートの規模と総資産の内訳の推移を示すものである。2007年まで、FRBが保有する資産の内、約8割は財務省証券であったが、ベアー・スターンズやAIG等への金融支援やその他の流動性プログラムの影響により、2008年の終わりには財務省証券の占める割合は3割近くにまで低下していた。現在ではこれらの金融支援に関係する資産はほとんど削減されたが、2009年以降はモーゲージ・住宅市場を支援するため住宅ローン担保証券 (mortgage-backed securities, MBS) の保有割合が増加しており、2014年の終わりでは財務省証券の占める割合が約55%、MBSの割合が約40%となった<sup>(72)</sup>。現在、FRBの国庫納付金 (remittance to Treasury) の額は金融危機以前と比較

してかなり高い水準にあるが、中央銀行のバランスシート<sup>(73)</sup>のリスク上昇は国庫納付金の減少という正確に計測することが困難な国民負担を生じさせ得ることに注意を要する<sup>(74)</sup>。

なお、金融支援後に不胎化介入が行われない場合、中央銀行のバランスシートが拡大し、それに伴いマネーサプライも増加していく可能性がある。とりわけ金融危機時には、市中から資金・流動性を回収してしまう不胎化介入を行うことは難しく、バランスシートは拡大しやすい。図表 3 からも分かるように、FRB のバランスシートの規模は2008年の8月までは8000~9000億ドルでほぼ一定であったが、2009年に入るまでには2兆ドルを超える規模に急拡大し、その後もほとんど縮小することなく拡大し続け、2014年の終わりの段階で約4兆5000億ドルの規模に達している<sup>(75)</sup>。非伝統的な金融支援・市場介入によって中央銀行のバランスシートが拡大してしまう場合、将来に渡ってインフレーションや資産（特に、金融支援・市場介入の対象となった金融資産）価格高騰（金融バブル）が起きる可能性が生じてしまい、こうした問題も計測困難な政府救済の費用の一つであると考えられよう<sup>(76)</sup>。

#### 第4節 その他の問題点

##### 1 大手金融機関の政治的影響力

金融規制における一般的な問題として、金融業界、とりわけ大手の銀行・投資銀行グループが規制当局に対して非常に大きな政治的影響力（political power）を有していることが挙げられる<sup>(77)</sup>。大手金融機関はその政治的影響力を行使することにより、政府・議会から金融支援を引き出したり、規制・規則の制定を遅延させ、その内容を自己に有利なものへ誘導しているという指摘である<sup>(78)</sup>。

金融業界が規制当局に対して強い影響力を有している理由として、例えば Arthur E. Wilmarth は、特に米国では金融業界がロビー活動や選挙運動に多額の支出を行っていることに加え、規制当局が大手金融機関の規制管轄権<sup>(79)</sup>

を獲得する国内・国際競争に晒されていること、規制当局職員が金融機関と規制当局の間で職を転々としていること、金融業界は長い期間をかけて規制緩和を促進させる文化・通念を広く普及させたことを挙げている。<sup>(80)</sup>

Wilmarthは第一に、OCCやFDIC、FRBやドッド＝フランク法によって廃止されたOTSといった規制当局は、大手金融機関が国内外の他の規制当局管轄下へ移転してしまうのを防ぐために、規則の制定や金融支援を行う際にこれらの金融機関に対して譲歩してしまうことを指摘している。<sup>(81)</sup> こうした背景には、後述する問題に加え、予算獲得といった規制当局自身の権益を維持する目的があるとされる。<sup>(82)</sup>

第二に、規制当局の職員は金融業界へ再就職する際の影響を考慮し、業界の意に反する行動を採るのを控えてしまう点が指摘される。米国では金融業界の経済・資産規模が1980年代以降急速に拡大し、それに伴い役員・上級職員の報酬・給与が飛躍的に増加した。<sup>(83)</sup> その結果、大手金融機関は規制当局の上級職員に対して高額な報酬を伴う重要ポストを提供できるようになったことに加え、規則制定に携わった職員が直後に金融業界へ再就職することが多くなった。金融業界を代表する人物や規則制定に関与する職員が規制当局と金融機関の間で職を転々としている状況は、近年では“revolving door”と呼ばれ、金融規制を形骸化させる一つの理由とみなされている。<sup>(84)</sup>

第三に、Wilmarthは金融業界が豊富な研究資金や社会的なネットワークを活用することで、規制緩和を促す文化・通念を規制当局や社会全体に広く普及させているという指摘をしている。金融規制が形骸化して大手金融機関に有利な内容となってしまう背景には、リスクテイクに対する規律としては市場原理に委ねることで十分であるという考えや、規制緩和が国際競争力の向上や規模の経済、イノベーションの促進に繋がるという考えを、金融業界が広く普及させたことが関係している。<sup>(85)</sup>

John C. Coffeeによると、公衆や一般投資家は法規制に対する関心が短期的で政治的な影響力も分散されていることに加え、集合行為問題が原因で

規制強化へ向けたロビー活動・支出を行うインセンティブに欠けており、そもそも規制緩和・政府救済などから利益を得る者も多く、一枚岩ではない。一方、金融業界及びその役員らは、自身の利益に大きく関わることから法規制に対する関心が長期的で非常に強く、強力な業界団体の後ろ盾の下、会社の支出によってロビー活動を行うことができる<sup>(86)</sup>。そのため、金融危機直後には公衆の法規制に対する関心と規制強化の機運が高まるものの、こうした関心は市場が正常な状態に回復するとすぐに失われ、最終的に業界のロビー活動等によって新しい法規制の内容が形骸化してしまうとされる<sup>(87)</sup>。

以上のように、とりわけ米国においては、金融業界と規制当局の関係に由来する大手金融機関の政治的影響力が金融規制の課題として長らく議論されてきた。ここで述べた問題は米国に特有の事情が多いものの、大手金融機関はいずれの国においても規制当局の規則制定や法執行に対して大きな影響力を有していると考えられ、参考に値する議論と言えよう。

## 2 Too-Big-to-Jail

近年では、金融システムに与える影響を考慮し、大手金融機関に対する刑事訴追が回避されてしまうという、“too-big-to-jail (以下では、「TBTJ」とも表記する)”<sup>(88)</sup>問題を指摘するものが増えている。大手金融機関は刑事訴追される代わりに、不透明で犯罪抑止の効果が低いとされる起訴猶予合意 (deferred prosecution agreement (以下では「DPA」と表記する))<sup>(89)</sup>を司法省と締結することで刑事責任を免れているという批判である。

DPAは、犯罪を問われた企業が罪を認める代わりに、検察当局との間で合意した条件 (制裁金の支払、コンプライアンス・内部統制の改善など)<sup>(90)</sup>を一定期間遵守することで刑事訴追を回避することができる司法取引である。DPAは、1990年代に入るまでは主に少年犯罪などで利用され、法人処罰の分野ではほとんど利用されることがなかったが、2001年の大手会計事務所アーサー・アンダーセンのスキャンダルをきっかけに、法人処罰の手法として大きな関心を集めるようになった。アンダーセン事件ではたった数人の職員

の違法行為を理由に刑事訴追が行われ、結果的にアンダーセンは廃業し、米国だけでも28000人が職を失う結果となった。当該事件以降、重要な業務を行う大企業が刑事訴追・有罪判決を受けることにより、当該企業や社会全体にもたらされる損害(刑事罰そのものとは異なる損害であるため、付随的損害(collateral damage)と呼ばれることが多い)の過酷さが強調されるようになった。<sup>(91)</sup>以降、DPAは付随的損害を回避することができると同時に、DPAで設けられた条件によって企業文化・内部統制を是正することができる手法として支持を集め、<sup>(92)</sup>法人処罰の分野で盛んに利用されるようになった。<sup>(93)</sup>

DPAで処理される事案は上場会社・大企業の割合が高いが、<sup>(94)</sup>DPAは刑事訴追と比較して十分な抑止機能を果たしていないという見解や、<sup>(95)</sup>検察当局の裁量が広すぎることで、過度に民間企業の私的自治に介入してしまうことを問題視する見解があり、<sup>(96)</sup>大手金融機関がDPAを締結することで刑事訴追を免れることに対しては批判が多い。特に、2012年12月には英国大手金融グループのHSBCがコロンビアやメキシコの麻薬カルテルの資金洗浄に関与したとして、<sup>(97)</sup>司法省との間でDPAが締結されたが、同事件はTBTJの一例として引用されることが多い。司法長官であるEric Holderは、一部の巨大な金融機関は刑事訴追された場合に経済全体に対して大きな影響を与えてしまうため、<sup>(98)</sup>訴追を行うことは困難であるという見解を示していたことから、司法省のDPAの運用は中小銀行には過酷な刑事責任を負わず一方、大手銀行の責任は免れさせてしまうものであり、犯罪抑止の効果を大きく損なわせるとして議会・マスコミから多くの批判を集める結果となった。<sup>(99)</sup>

もっとも、<sup>(100)</sup>DPAの条件は近年では非常に厳しくなる傾向があり、また、これまで形式的なものであったDPAに対する裁判所の司法審査の内容にも<sup>(101)</sup>変化が見られるようになるなど、現在ではDPA自体を高く評価する見解も<sup>(102)</sup>多い。HSBC事件に対する批判を受け、司法省はDPAの運用を大きく変更したと強調するようになり、実際、近時では大手金融グループに対して

いくつかの刑事訴追が行われるようになるなど、少なくとも米国では TBTJ 問題に改善の兆しがみられるところである。<sup>(103)</sup>

### 3 国有化による金融機関の効率性の低下

政府救済によって政府が金融機関の支配権を取得した場合、政府や議会が公共の利益または自身の支援者の利益を優先させて金融機関に企業価値の向上とは結びつかない経営を実施させたり、金融機関の利益を第三者へ移転させてしまい、金融機関の効率性が低下してしまう問題も指摘されている。<sup>(104)</sup>

今般の金融危機では、政府は様々なプログラムを通じ、AIG を始めとした複数の金融機関の支配権を取得し、プログラムに参加するその他の金融機関に対しても大きな影響力を有するに至った。<sup>(105)</sup> この場合、企業経営が企業価値最大化とは異なる公共の利益や特定の第三者の利益のために行われたり、経営陣が株主のみならず議会や政府、国民から経営方針に関して様々な圧力を受けて機能不全に陥ることになり、金融機関の効率性が低下してしまうおそれがある。<sup>(106)</sup>

実際、今般の金融危機でも規制当局・議会が政府支援を受けた企業の経営者に対して企業価値最大化を目的としたものではなく、議会の一部会派の支援者に迎合するような決定を行うよう圧力をかけていた例が指摘されている。<sup>(107)</sup> 政府は法執行を行うと同時に、自ら規則・規制の内容や金融支援の程度を決定できるため、通常の（支配）株主よりも強い影響力・支配権を行使することが可能であるが、<sup>(108)</sup> 政府に対して支配株主の責任を取らせることは非常に困難である。<sup>(109)</sup> そのため、政府が金融機関を特定の第三者へ利益を移転させる道具・媒介として利用する可能性は大きい。<sup>(110)</sup>

また、政府が支配する会社では株式価値の算定が困難であり、市場で適切な価格形成がなされないことに加え、<sup>(111)</sup> 支配権争奪も生じ得ないため、会社支配権市場を通じた経営者に対する規律が十分に機能しないという問題もある。<sup>(112)</sup> 政府に対する規律を高めるために法規制を厳しくしたとしても、市場は政府介入の可能性が高いと判断し、モラルハザードの問題を大きくしてしま

うとも指摘されており、政府支配による金融機関の効率性の低下・利益移転<sup>(113)</sup>という問題は解決することが困難な課題であると言えよう。

### 第三章 TBTF 利益の大きさ

#### 第1節 TBTF 利益の大きさに関する研究

第II章では、TBTFが金融機関のリスクテイクとレバレッジの追求を促すメカニズムと、金融システム全体にもたらす様々な問題に関して検討を行ってきた。しかし、金融機関がTBTFの地位を追求して実際にこれらの問題を生じさせるためには、TBTFが債権者のみならず株主に対しても十分に大きな利益をもたらすものでなければならない。そこで本節では、金融機関及びその株主が得ることができるTBTF利益の大きさに関する研究を見ていくこととする。

##### 1 金融機関のレバレッジとTBTF利益の関係

TBTF利益の大きさに関する研究を紹介する前に、まずは金融機関のレバレッジとTBTF利益の関係について触れておく。

後述するように、実証研究は、金融機関がTBTFの地位を獲得することで資金調達コストを50 basis points (bps) 近く低下させることができるとするものが多い。この数字を一見すると、TBTFは政府保証を得た債権者にとっては非常に大きな利益となるものの、株主にはあまり大きな利益をもたらさないように思われる。しかし、銀行を初めとした金融機関は一般事業者と比較して高いレバレッジ<sup>(114)</sup>を有しているとされており、結果として資金調達コストの低下がわずかなものであったとしても、株主に対して非常に大きな利益をもたらし得る。

例えば、資産\$100、負債\$90、資本\$10の金融機関(レバレッジ比率約11%)で、株主は毎年投下資本の20%のリターン( $10 \times 0.2 = \$2$ )を要求している場合を考える。当該金融機関がTBTF利益により負債の資金調達コストを100bps(1%)低下させることができた場合(例えば借入金利が

3%から2%へ低下)、従来は債権者に分配されていた年\$0.9の利益 ( $90 \times (0.03 - 0.02) = \$0.9$ ) が株主に分配されることになる。\$0.9の新しい株主利益は、従来の株主利益 (\$2) の45%にも達するものであり、レバレッジの高い金融機関では資金調達コストがわずかに低下するだけで株主利益が大きく増加することが分かる。また、当初の株主が要求するリターンは比較的大きい20%と仮定したが、この数値が低いほど株主利益に占める TBTF 利益の割合はさらに大きくなる。

以上のように、資金調達コストを低下させる TBTF 利益は、レバレッジの高い金融機関の株主に対して非常に大きな利益をもたらすことになる。

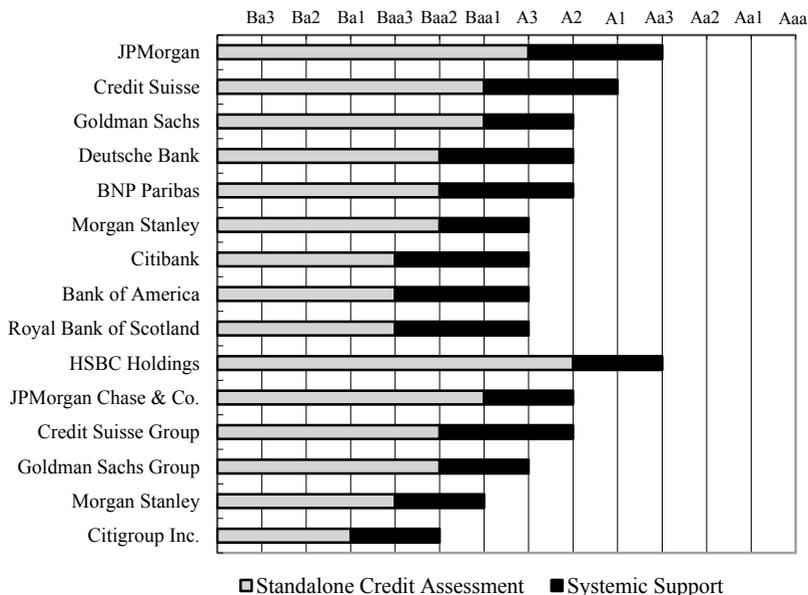
## 2 TBTF 利益が格付けに与える影響

TBTF の地位から得られる利益で重要なものとしては、格付けの向上を挙げることができる。

2008年の金融危機以前から、Moody's や Standard & Poor's、Fitch といった大手格付機関は、規模の大きな金融機関は危機時に政府救済を受ける可能性が高いことを根拠に、これらの金融機関の信用格付けを一定程度上昇させていた。<sup>(115)</sup> 例えば、**図表 4** は Moody's Investors Service が2012年に公表した大手銀行・投資銀行グループの信用格付けを示したものである。

各格付けにおける“Standalone Credit Assessment”とは、金融機関・持株会社の単独の信用格付けを示しており、“Systemic Support”とは政府支援の程度・可能性を考慮して格付けが引き上げられた部分を示している。例えば、政府の金融支援を想定して Goldman Sachs は Baa1 から A2 への二段階、Citibank は Baa3 から A3 へ三段階格付けを向上させるなど、概ね 2・3 段階の引き上げが行われている。大手金融機関の信用格付けでは政府救済の可能性を考慮するのが通常であるとされ、<sup>(116)</sup> 格付けの引き上げは借入金利や要求される担保の質・金額を低下させることができると同時に、アナリストの企業価値分析にも大きな影響を与えることになる。<sup>(117)</sup> もっとも、近時は各国で TBTF 問題に対する法規制が充実してきたということを経由に、政

図表4 大手金融機関の信用格付けと TBTF 利益



MOODY'S INVESTORS SERVICE, KEY DRIVERS OF RATING ACTIONS ON FIRMS WITH GLOBAL CAPITAL MARKETS OPERATIONS 6-7 (June 21, 2012), available at [https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC\\_143246](https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_143246)を基に作成。HSBC Holdings 以下は各金融グループの持株会社の信用格付けを示している。

府救済の可能性を考慮せずに格付けを行う例が増えているとされる。<sup>(118)</sup>

### 3 TBTF 利益の大きさに関する研究

以上、TBTF 利益は高いレバレッジを有する金融機関の株主に大きな利益をもたらすと同時に、格付けに対しても大きな影響を与えるということを説明してきた。ここでは金融機関が実際に得ている TBTF 利益の大きさに関する実証研究を簡単に紹介する。<sup>(119)</sup>

一般的に、TBTF 利益の大きさに関する研究は、一定の規模を有する金融機関が他の金融機関と比較してどの程度資金調達コストを低下させているのかを計測することで行われる。例えば、資金調達コストの差を計測する手

法としては、大規模・小規模金融機関で(i)信用格付けの差を資金調達コストの差に変換するもの、(ii)預金保険の適用・非適用部分の金利差を比較するもの、(iii)クレジット・デフォルト・スワップ (以下では、「CDS」という) のスプレッドの理論価格 (株価などを基に算定) と実際の価格の差を比較するもの、(iv)債券の価格を比較するもの、などがある。調査の対象となる期間や金融機関の種類、規模を区分する基準などは様々であるが、とりわけ金融危機時の2007年～2010年を対象期間とする研究では、規模の大きな金融機関が資金調達コストを大幅に低下させたことを示すものが多い。

例えば(i)の信用格付けの差で計測するものとしては、Kenichi Ueda & B. Weder di Mauro<sup>(120)</sup>の研究がある。大手格付け機関のFitchはMoody'sと同様に、政府救済の可能性を考慮した信用格付けを別個に公表しており、同研究はFitchの信用格付けの向上部分を資金調達コストの差に変換することでTBTF利益の大きさを計測している。調査対象となった期間は2007年、2009年、対象となった金融機関はFitchの格付けが利用できる銀行(895行)であり、結果的に政府救済に対する期待は2007年には60bps、2009年には80bpsの資金調達コストの低下に繋がったとしている<sup>(121)</sup>。格付けを利用した実証研究としては、他にも2014年にIMFが公表したものが挙げられる<sup>(122)</sup>。

(ii)の預金保険適用・非適用部分の金利差を小規模・大規模銀行で比較するものとしては、例えばStefan Jacewitz & Jonathan Pogachの研究がある<sup>(123)</sup>。この研究によると2007年から2008年の期間で、総資産が2000億ドル以上の銀行は約40bps資金調達コストを低下させることができた<sup>(124)</sup>とされ、結果的に大手銀行の税引前利益の約27%はTBTF利益によってもたらされたものであると指摘している。

(iii)のCDSのスプレッドの理論価格(株価などを基に算定)と実際の価格の差を大・小銀行で比較してTBTF利益を計測するものとしては、例えば前述のIMFの研究がある。同研究によると、2013年の段階でユーロ圏の大手銀行(バーゼル銀行監督委員会が指定するG-SIBsと各国の上位3銀行)

は約90bps、日本の銀行は約60bps、英国の銀行は約60bps、米国の銀行は約15bps 資金調達コストを低下させることができた<sup>(126)</sup>とされる。CDS のスプレッドを利用した実証研究としては、他にも例えば Frederic A. Schweikhard & Zoe Tsesmelidakis のものがある<sup>(127)</sup>。

(iv)の債券の価格差から TBTF 利益を計測するものとしては、例えば Viral V. Acharya, Deniz Anginer & A. Joseph Warburton の研究がある<sup>(128)</sup>。この研究によると、大手金融機関（米国で債券の取引が行われており、資産規模で上位10%以内のノンバンクを含めた金融機関）は1990年から2012年の間、平均して資金調達コストを毎年約30bps 低下させることができたとし、大手金融機関が得る TBTF 利益の総額は平均して毎年約300億ドルに達すると指摘している<sup>(129)</sup>。特に金融危機の期間を含んだ2005年から2009年では、資金調達コストの差は毎年約50bps へ拡大し、TBTF 利益の金額は毎年約750億ドルに達したとしている。債券価格を利用した実証研究としては、他にも例えば João A. C. Santos の研究や、Zoe Tsesmelidakis & Robert C. Merton の研究<sup>(130)</sup>がある<sup>(131)</sup>。

その他にも、例えば Elijah Brewer III & Julapa Jagtiani の研究によると、1991年から2004年の間に行われた総資産が1000億ドルを超えることになる銀行の M&A（8件）では、買収者は TBTF 利益を獲得するために少なくとも総額153億ドルのプレミアムを追加的に支払ったとしている<sup>(132)</sup>。また、Dean Baker & Travis McArthur の研究は、総資産が1000億ドル以上の大手銀行と他の銀行の資金調達コスト（預金債務以外の債務も含めて計算）を比較するものであり、金融危機以前の2000年から2007年までは大手銀行の資金調達コストの優位性は29bps であったが、金融危機の2008年から2009年の期間では78bps にまで拡大しており、増加分の49bps が TBTF 利益であるとして、18の大手銀行持株会社グループに年間で約341億ドルの TBTF 利益がもたらされていたと指摘している<sup>(133)</sup>。

以上のように、多くの研究は TBTF の地位を獲得した金融機関は他の金

融機関と比較して資金調達コストを大きく低下させることができるとしており、特に金融危機時にはその差がさらに拡大すると指摘している。Roe はこうした実証研究の結果や金融機関の平均的なレバレッジ等を考慮すると、TBTF 利益は株主利益の30%以上を占めるものになり得ると指摘している。<sup>(135)</sup>

## 第2節 金融機関の規模の拡大がもたらす社会的な便益に関する検討

ここまでは TBTF 利益がもたらす問題点と当該利益の大きさについて論じてきた。TBTF 利益が大きいほど救済に要する費用は増加し、モラルハザードによるリスクテイクが助長され、金融機関・金融セクター全体の効率性や社会厚生を低下させてしまうが、多くの実証研究は TBTF 利益が非常に大きなものであるということを示している。もっとも、金融機関が規模を拡大させる場合、規模の経済・範囲の経済を実現することで自身の効率性を上昇させ、経済全体にもその他の様々な便益をもたらしているとする見解がある。<sup>(136)</sup>そこで本節では、金融機関が規模を拡大させることによって生じるとされる社会的・経済的な便益に関して検討を行う。

金融機関の規模の追求に対して好意的な見解はその理由として、(i)規模の経済 (economies of scale) や範囲の経済 (economies of scope) に基づき金融機関の効率性が上昇すること、(ii)より広範な分散投資が可能になることで金融機関のリスクが低下すること、(iii)国際競争を行う上で、あるいは金融機関が世界規模で効率的にサービスを提供し、イノベーションを促進させる上で一定の規模が必要であること、(iv)政府が一定の政策を行う上で巨大な金融機関が必要であること、<sup>(137)</sup>を挙げている。

(i)は、金融機関は事業規模を拡大させることで規模・範囲の経済を実現して自身の効率性を高めることができるとし、大手金融機関の高い収益性は第三者が費用を負担する TBTF 利益に基づくものでなく、規模・範囲の経済という経済全体にとっても有益な理由に基づいていると主張するものであ<sup>(138)</sup>る。確かに、巨大な金融機関は債券の発行額が大きいため、高い流動性を好

む投資家からより低いコストで資金を調達できる可能性<sup>(139)</sup>があるなど、他の事業者では実現しにくい要因によって効率性を高められる可能性がある。もっとも、実証研究は規模・範囲の経済に否定的なものも多く、意見は分かれているようである<sup>(140)</sup>。Lawrence G. Baxter によると、かつては銀行の地域的拡大・規模の拡大が効率性を上昇させるとする実証研究が多かったが、2000年代以降の研究では否定的なものが多いようである<sup>(141)</sup>。また、範囲の経済に関してもリスク管理が困難になるといった理由から否定的な研究の方が多いようであり、ユニバーサルバンクの様な金融機関には一定のディスカウント<sup>(142)</sup> (diversification discount) が存在するという研究も見られるようである。例えば前述の Santos の研究は、大手銀行が規模・範囲の経済や分散投資などによって資金調達コストを低下させている可能性があることを考慮し、銀行以外の金融事業者（ノンバンク）と非金融事業者における大規模会社の資金調達コストの優位性も検討し、大手銀行の優位性が他の事業者のそれと比較してどれほど大きいのかを検討している。Santos によると、大手銀行の優位性は大手ノンバンクの優位性と比較して、信用格付けダブルAの会社では92bps、シングルAの会社では16bps（統計上有意でない）大きく、大手非金融事業者の優位性と比較するとダブルAの会社で53bps（統計上有意でない）、シングルAの会社で50bps も大きかったとされ、大手銀行が実現する資金調達コストの優位性の大部分は、効率性の上昇などではなく政府救済への期待に基づいている<sup>(143)</sup> としている。現在まで、規模・範囲の経済が大手金融機関の収益性・効率性を全て説明できるほど大きいとする研究は見られないようである。

(ii)は、金融機関が規模を拡大させて巨大なポートフォリオを保有することで、より広範な分散投資が可能となり、金融機関のリスクを削減することができる<sup>(144)</sup> とする主張である。もっとも、TBTF 利益を得られるような大手金融機関は高いレバレッジを実現し、リスクの大きい事業を行っているとする研究があることはすでに述べた（第II章1節の1・2及び前脚注（41）を参

照)。実証研究でも、規模の大きな金融機関が分散投資によってリスクを削減させていることを示すものは少ないようであり、多くの子会社を保有している BHC ほどリスク調整後収益率や株式の市場価格が低いとする研究や、分散投資が拡大するにつれて金融機関の複雑性が増し、かえって業務運営のコストが大きくなってしまおうとする diversification discount を示すものも多いようである。<sup>(145)</sup> また、大手銀行の収益は互いに強い正の相関関係を有しているとして、巨大な銀行は金融システム全体のシステム・リスクを高めてしまおうとする研究や、銀行集中・寡占化が進むほどシステム・リスクが大きくなるとする研究も存在するようである。<sup>(146)</sup>

(iii)は、金融機関が特定の業務や世界規模で事業展開を行う場合、あるいは国際競争を行う場合に一定の規模が要求されるとする見解である。規模が要求される業務としては、例えばパブリック・ファイナンスやマーケット・メイク関連の業務が挙げられ、とりわけ後者に関しては、大手金融機関が一定の金融商品市場で極めて重要な役割を果たしていると同時に、必然的に巨大なバランスシートを保有することになるとして、金融機関の規模の追求を支持する根拠として強調されることが多いようである。<sup>(147)</sup> また、金融セクターでイノベーションが進展するためには資金的余裕と巨大で多様な顧客層、高い信頼・レピュテーションを有している大規模な金融機関が必要であるとする主張があり、<sup>(148)</sup> 例えばある業界側の研究では、大手銀行の技術革新に対する貢献を金額化すると毎年約150~300億ドルに達するという主張がなされている。<sup>(149)</sup> もっとも、大手金融機関によるイノベーションの追求は国民負担によって成り立つ TBTF 利益の獲得を目的として行われているとする指摘も存在する。<sup>(150)</sup> 国際競争力の向上という点も、長い間、米国の規制緩和を推し進めてきた主要な理由の一つであったが、金融機関の規模が国際競争力にどの程度結びつくかに関しては、意見が分かれているようである。<sup>(151)</sup>

(iv)は、政府が金融・財政政策を実施する際に巨大な金融機関が必要であるとする見解であり、特に、国債・州債といった公債を消化・流通促進させ、

破綻した金融機関を救済合併することができるのは巨大な金融機関に限られるという主張がなされている。<sup>(152)</sup> 大手金融機関は発行される公債の大部分を引受け、プライマリー・ディーラーとしても活動することで公債の流通に極めて重要な役割を果たしているとし、政府の財政政策上必要であると主張しているようであるが、<sup>(153)</sup> 少なくとも、公債の引受けに規模が必要とする見解に対しては批判があり得るだろう。また、財務困難に陥った銀行を救済するために巨大な銀行が必要であるとする見解、あるいは救済合併によって必然的に巨大銀行が生まれてしまうとする見解も業界側から主張されることが多い。<sup>(154)</sup> 実際、FDIC は破綻処理の際に破綻銀行の資産・負債を健全な銀行へ承継させる手法 (Purchase & Assumption (P&A 方式)) を伝統的に利用しており、<sup>(155)</sup> 政府・議会も巨大銀行の救済機関 (bailout agent) としての役割に期待をしているとされ、金融機関の規模に対する規制には救済合併を行う場合の適用除外が設けられていることがある。もっとも、<sup>(156)</sup> 今般の金融危機では大手金融機関が救済機関としての役割を十分に果たしていたとは言い難く、メリルリンチを救済のために買収したバンク・オブ・アメリカを始め、結局、大手金融機関に対しても多額の公的資金が投入されることとなった。大手金融機関による救済に過度に期待することは、金融危機時に健全性の低い巨大な金融機関を生み出してしまい、結果的により大きな政府救済が必要となる状況を生じさせるに過ぎない可能性がある。

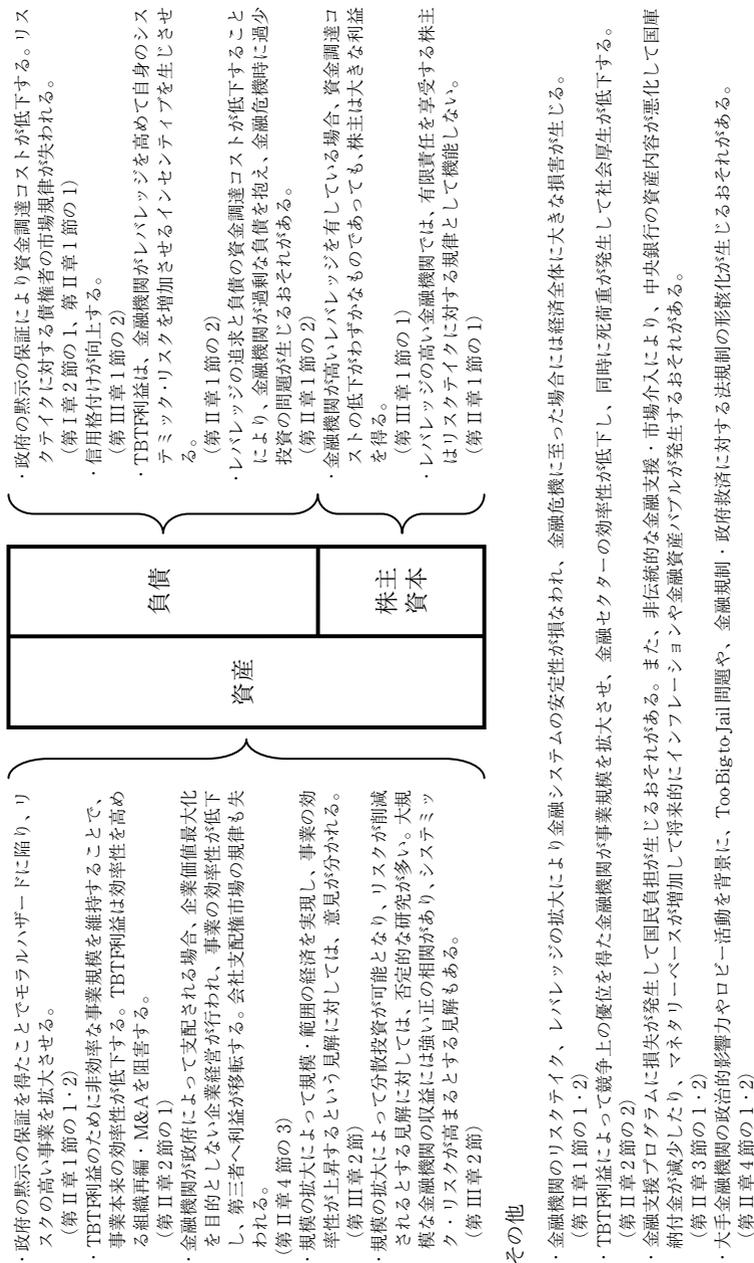
本節の内容をまとめると、大手金融機関の高い収益性は TBTF 利益に基づくものではなく、経済全体にとって利益となる規模・範囲の経済により効率性が上昇した結果であるとする主張があるが、規模・範囲の経済に否定的な実証研究は多い。また、金融機関が規模を拡大させることでその他の様々な便益が経済全体にもたらされるという主張もあるが、これらの便益はその存在が十分に実証されておらず、TBTF がもたらす巨大な費用をカバーできるとは考えられない。

## 第IV章 おわりに

以上、金融機関が TBTF に陥るメカニズムや、TBTF 問題が金融システムや経済全体にもたらす問題（費用・便益）の内容について検討してきた。

図表 5 にまとめたように、TBTF の金融機関はシステムック・リスクやレバレッジを追求して大きな利益を得ることができる一方、リスクテイクの費用をセーフティネットに転換できるため、金融システムや経済全体に対して非常に大きな社会的費用を生じさせることになる。しかし、第 I 章でも触れたように、TBTF 問題が大きな費用をもたらすということのみをもって、政府救済を一切認めないという結論が当然に導かれるわけではない。TBTF 問題に対する法規制は、救済権限の縮小・明確化という手法のみならず、資本規制や規模に対する規制、特別な倒産手続など様々なものがあり、各手法が金融機関や株主・債権者、その他の市場参加者にどのようなインセンティブを生じさせるのかも、法規制のあり方を検討する上で重要な考慮要素となる。紙面の都合上、本稿は TBTF 問題のメカニズムと TBTF の金融機関がもたらす問題点を検討することしかできななかったが、今後の課題としては、本稿の分析を基に、どのような法規制を構築することが TBTF 問題への対処として望ましいのかを検討していきたい。

図表5 まとめ



- (1) 2008年金融危機の経緯や、その後の金融規制の見直しに関する議論に関しては、例えば、岩原紳作「世界金融危機と金融法制」金融法務事情1903号27頁(2010年)、池尾和人「金融危機とその後の対応—経済学的視点から—」金融法務事情1903号18頁(2010年)、を参照。
- (2) ドッド=フランク法が制定される背景、その規制内容に関しては、例えば、岩原紳作「金融危機と金融規制—アメリカのドッド・フランク法を中心に」前田重行先生古稀記念『企業法・金融法の新潮流』393頁(商事法務、2013年)を参照。
- (3) 紙面の都合上、本稿で「金融機関の秩序ある処理の枠組み」を検討することはできない。当該制度が導入された背景やその内容に関しては、例えば、梅村元史「金融機関の秩序ある処理の枠組み(預金保険法等の一部改正)」金融法務事情1978号46頁(2013年)、翁百合「我が国における金融機関破綻処理制度の整備と銀行議決権保有制限の緩和の意義」金融法務事情1975号36頁(2013年)、山本和彦「金融機関の秩序ある処理の枠組み」金融法務事情1975号26頁(2013年)を参照。
- (4) 岩原・前掲注(2)・408-410頁参照。
- (5) See U.S. Gov't ACCOUNTABILITY OFFICE, GAO-14-621, LARGE BANK HOLDING COMPANIES: EXPECTATIONS OF GOVERNMENT SUPPORT 1 (2014) [hereinafter 2014 GAO Report], available at <http://www.gao.gov/assets/670/665162.pdf>.

TBTFは金融機関の債権者が救済される点に重点を置いた説明が多い。例えば伝統的な銀行のTBTFを想定したものであるが、「金融危機等の例外的な状況において、原則的なルールが適用されず、重要あるいは規模の大きな銀行の債権者・預金者が通常の場合と比較してより大きな弁済・払戻しを受ける」こと(Jonathan R. Macey & James P. Holdcroft, Jr., *Failure Is an Option: An Ersatz-Antitrust Approach to Financial Regulation*, 120 YALE L. J. 1368, 1377 (2011))、「預金保険の対象とならない銀行の債権者が、政府からその裁量によって支援を受けること」(GARY H. STERN & RON J. FELDMAN, TOO BIG TO FAIL: THE HAZARDS OF BANK BAILOUTS 1 (2004))とも説明されている。本稿で「TBTF問題」と言う場合も、政府が一定の金融機関を救済してしまうことを指している。

なお、政府救済(bailout)の意味・内容に関しても学説では若干の議論が存在するが(See generally Cheryl D. Block, *Overt and Covert Bailouts: Developing a Public Bailout Policy*, 67 IND. L. J. 951, 955-80 (1992))、本稿では政府当局に加え、FRBといった中央銀行によって行われる金融支援も全て政府救済と表記している。

- (6) Hal Scott, *Suggestions for Regulatory Reform: The Reduction of Systemic Risk in the United States Financial System*, 33 HARV. J. L. & PUB. POL'Y 671, 673 (2010).
- (7) Steven L. Schwarcz, *Systemic Risk*, 97 GEO. L. J. 193, 204 (2008).

政府救済は金融機関に限定されず、破綻した場合に政治的・経済的に許容できない結果をもたらす全ての企業に対して行われ得るということを強調する見解は、システムック・リスクの内容をより広く捉え、例えば「ある機関・システムの破綻が、社会的に許容されない程度のマクロ経済上の損失を生じさせるリスク」と説明する。Adam J. Levitin, *In defense of Bailouts*, 99 GEO. L. J. 435, 446, 450-51 (2011).

なお、コーポレート・ファイナンスの分野では、分散投資でも回避することができないリスクとして、「システムティック・リスク (systematic risk)」という概念が使用されているが (RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MYERS & FRANKLIN ALLEN, *PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE* 170 & n.25 (10th ed. 2011)) (「市場リスク (market risk)」とも言われる)、これはシステムック・リスクと同一の概念を指すものではない。

- (8) 一般的に、システムック・リスクが波及していく経路としては、“counterparty contagion”, “common shock”, “informational contagion” の三つが挙げられることが多い。

Counterparty contagion (あるいは、単に contagion) とは、一般的にカウンターパーティー・リスク (counterparty risk) が顕在化・波及していくことを指すものであり、とりわけ規模の大きな金融機関は非常に多くのカウンターパーティーを有していることに加え、個々の債権・債務も巨大なものとなり得ることから、counterparty contagion を引き起こす原因となりやすい。Counterparty contagion の程度は、各金融機関のレバレッジの大きさや、債権・債務の流動性の高さに大きく依存するとされる。Levitine, *supra* note 7, at 455-56.

また、common shock とは、例えば為替レートや金利の急激な変動、ある金融商品の市場価格の急落などのように、一定の産業・金融セクターで共通する経済的ショックによって個々の金融機関が破綻してしまうことを指すものであり、2008年金融危機も住宅ローン証券化商品の市場価格の急落が原因であったとされる。Id. at 460-61. 特に、払戻しに応じるため資金を確保する必要に迫られた金融機関が手持ちの金融商品を投げ売りすることで、当該金融商品の市場価格が一段と下落し、

それを保有する他の金融機関の資産内容も一層悪化してしまうことが大きな問題とされる。岩原紳作「特集・金商法を取り巻く最新動向 特別金融商品取引業者」ジュリスト1412号6頁(2010年)を参照。

最後に、information contagion とは、ある企業の破綻が同業他社に対する信用不安を引き起こしてしまい、これらの企業でも資金調達が著しく困難になることに加え、債権者の取り付けが発生してしまう問題を指す。Levitine, *supra* note 7, at 458. 破綻した企業の規模が大きく、知名度も高い場合の方が information contagion の影響は大きいと考えられるが、当該企業の破綻が個別的な事情によるものと判断された場合には、大手企業の破綻は同業他社に好意的な情報として受け止められ得る。Id. at 460. 2008年の金融危機では、特に OTC デリバティブ取引市場でカウンターパーティー・リスク等の情報が十分に開示されていなかったことから、市場の不安が大きくなり、information contagion の影響も大きくなったことが指摘されている。Mark J. Roe, *Clearinghouse Overconfidence*, 101 CALIF. L. REV. 1641, 1653 (2013).

なお、近年ではシステミック・リスクという場合、金融機関のもたらす負の外部性 (externality) の側面が強調されることが多い。

各金融機関は自身の行為によって金融システム全体に生じる費用を内部化できていないため、他の金融機関の破綻や金融市場の混乱を自身の費用で防ごうとするインセンティブに欠けており、結果として、金融危機の原因となる過度のリスクテイクを行ってしまう。Roberta S. Karmel, *The Controversy over Systemic Risk Regulation*, 35 BROOK. J. INT'L L. 823, 825 (2010); Schwarcz, *supra* note 7, at 206. また、金融機関を含めた各市場参加者はシステミック・リスクの顕在化する可能性やその大きさを過小評価しやすいとも指摘されている。Id. そのため、システミック・リスクの問題は各経済主体が自己の利益のみを考えて共有資源を最適な水準より過剰に利用・摂取してしまうという、共有地の悲劇 (tragedy of commons) (See generally Garret Hardin, *The Tragedy of the Commons*, 162 SCIENCE 1243 (1968)) の問題の一種であるとされ、市場規律に委ねては解決することが困難な問題であるとされる。システミック・リスクに対する法規制は外部不経済を内部化させる手法であると同時に、その費用に比べて得られる利益が大きいことを根拠に正当化される。Schwarcz, *supra* note 7, at 206.

(9) Levitine, *supra* note 7, at 451-53.

もっとも、倒産手続で金融機関を清算する場合に生じる費用・影響という問題

は、過大評価されているとする見解も存在する。例えば Kenneth Ayotte & David A. Skeel, Jr. は、金融機関が倒産手続を開始した場合に生じる費用として、(i) 払戻しの殺到と資産の投げ売りによる企業価値の毀損、(ii) システミック・リスクの顕在化、の二つを挙げるが、(i) は連邦倒産法チャプター 11 で十分に対処可能な問題であり、政府救済を行うことによって生じる費用（後述するモラルハザードによるリスクテイク等）を上回らないとし、また、(ii) の問題は確かに重要な問題であるものの、早期是正措置の改善などによってある程度緩和できると主張している。Kenneth Ayotte & David A. Skeel, Jr., *Bankruptcy or Bailout?*, 35 J. CORP. L. 469, 470-72 (2010). この見解によると、連邦倒産法チャプター11には DIP ファイナンスや迅速な事業譲渡を可能にする363条セール、債権回収を制限する自動停止 (automatic stay) といった企業価値の毀損を防ぐ様々な制度が設けられており (*Id.* at 476-77)、実際、リーマン・ブラザーズ等の倒産手続ではこれらの制度によって迅速な資産・事業の売却が実現し、流動性と企業価値を維持することができたとされ (*Id.* at 481-82)、また、DIP ローンは倒産以前の債権に比して優先弁済が認められているため、倒産以前の債権者が倒産手続によって生じる損失を部分的に負担することになり、つなぎ融資の額とモラルハザードの問題を削減することができるとされる。*Id.* at 487-88. なお、リーマン・ブラザーズの倒産手続開始申立てによってもたらされた金融システムへの影響というものも過大評価であるとしており (*Id.* at 491)、システミック・リスクに対しては支払不能以前の段階で FDIC の介入を認める早期是正措置によってある程度配慮することができるとしているが、当該手続が十分に機能するためには政府が銀行の財務内容を適切に監視できることなどが要求されるとしている。*Id.* at 491-92.

(10) 2014 GAO Report, *supra* note 5, at 1, 30-31.

(11) 米国では、政府からの助成という意味で “too-big-to-fail subsidy” という語が使用されることが多い。

(12) “Too-big-to-fail” という問題が広く認識されるようになったきっかけは、1984年のコンチネンタル・イリノイ銀行 (Continental Illinois Bank) の破綻であるとされる。Benton E. Gup, *What Does Too Big to Fail Mean?*, in *TOO BIG TO FAIL: POLICIES AND PRACTICES IN GOVERNMENT BAILOUTS* 29, 30 (Benton E. Gup ed., 2004). 当時、コンチネンタル・イリノイ銀行は全米で7番目の規模を有しており、政府は同行の破綻が他の金融機関に対して甚大な影響を与え得るということを考慮し、預金債権を全額保護するなどの措置を採った。また、銀行ではなくヘッジファンドの

例であるものの、1998年の Long-Term Capital Management の経営危機 (LTCM 危機) も、FRB が大手金融機関による救済融資を実現するために尽力したため、市場関係者に政府の TBTF 政策を想起させるきっかけになったとされる。2014 GAO Report, *supra* note 5, at 12.

- (13) 銀行は資金剰余の経済主体から預金業務を通じて資金を調達し、資金を必要とする経済主体に対して当該資金を貸し付けることで金融仲介機能を果たしている。同時に、銀行の貸付は流動性の低い長期の債権である一方、資金調達は短期の債務 (要求払預金) で行われるため、銀行は経済に流動性を付与する「満期変換 (maturity transformation) 機能」を果たしている。See RICHARD SCOTT CARNELL, JONATHAN R. MACEY & GEOFFREY P. MILLER, *THE LAW OF FINANCIAL INSTITUTIONS* 39-40 (5th ed. 2013). そのため、銀行のバランスシートには一般事業者と比べて資産・負債の運用期間に極端な相違 (満期のミスマッチ) が存在しており、取り付けが発生した場合、銀行は払戻しに応じることができるとの十分な資金を有していない (高い流動性リスク)。この場合、銀行は保有する資産を低い価格で売却しなければならず、それによって資産内容は急速に悪化し、結果的に払戻しを受けずに取り残された預金者が損失を被ることになる。したがって、銀行の信用不安が発生した場合には、預金者は直ちに払戻しを請求することが合理的となってしまうため、銀行は取り付けによって流動性を喪失しやすいだけでなく、そもそも取り付けを発生させやすいという問題を抱えている。See Douglas W. Diamond & Philip H. Dybvig, *Banking Theory, Deposit Insurance, and Bank Regulation*, 59 J. Bus. 55, 62-64 (1986); Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Deposit Insurance, the Implicit Regulatory Contract, and the Mismatch in the Term Structure of Banks' Assets and Liabilities*, 12 YALE J. ON REG. 1, 3-4 (1995); Daniel A. Fischel, Andrew M. Rosenfield & Robert S. Stillman, *The Regulation of Banks and Bank Holding Companies*, 73 VA. L. REV. 301, 307-09 (1987).
- (14) 例えば、1929年の株価大暴落の経験を踏まえて制定された1933年のグラス＝ステューガル法 (1933年銀行法) は、銀行が証券業務を行うこと、証券会社と系列関係を持つことを禁止する「銀行と証券業の分離 (銀証分離)」規制を導入した。もっとも、銀証分離規制は1999年に制定されたグラム＝リーチ＝ブライリー法によって大幅に緩和されている。1980年代後半までの米国における銀証分離規制に関する文献として、川口恭弘『米国金融規制法の研究 —銀行・証券分離規制の展開—』(東洋経済新報社、1989年)がある。

また、銀行本体が一般事業を行うこと(株式等のエクイティの保有も含む)、銀行の持株会社・関連会社が一般事業を行うことを禁止する「銀行と商業の分離(銀商分離)」規制も業務規制の例として挙げられる。銀商分離規制に関しては、例えば拙稿「米国における銀行と商業の分離規制の展開(1)」早稲田法研論集第151号333頁(2014年)を参照。

- (15) 銀行に特別に認められるセーフティーネット(及びそこから得られる利益を意味する「セーフティーネット利益」)としては、例えば預金保険制度や中央銀行による流動性の供給(FRBによる連銀貸出(discount window)など)、大口資金決済システムへの参加(例えば、FRBが運用する銀行間大口資金決済システムのFedwireでは、各銀行の日中当座借越のリスクをFRBが負担する)といった、政府・中央銀行が提供する様々なサービスが挙げられる。Kenneth Jones & Barry Kolatch, *The Federal Safety Net, Banking Subsidies, and Implications for Financial Modernization*, 12 FDIC BANKING REV. 1, 2-3 (1999). TBTF利益も銀行が得るセーフティーネット利益の一つと考えるのが一般的である。See Keith R. Fisher, *Reweaving the Safety Net: Bank Diversification into Securities and Insurance Activities*, 27 WAKE FOREST L. REV. 123, 223-26 (1992).
- (16) See generally Brent J. Horton, *When Does a Non-Bank Financial Company Pose a “Systemic Risk”? A Proposal for Clarifying Dodd-Frank*, 37 J. CORP. L. 815, 819-26 (2012).
- (17) 前述した銀商分離規制も、米国では当初、銀行による産業・金融支配や不正競争の防止を主要な目的として導入されたが、その後は銀行グループがリスクの高い事業に進出するのを禁止することで、セーフティーネット利益が銀行関連会社の一般事業に費やされるのを防ぐと同時に(セーフティーネット利益流出の防止)、金融機関の健全性・金融システムの安定性を確保することに重点が置かれるようになった。セーフティーネット利益の流出防止を目的とした規制としては、他にも金融グループの内部取引に対する規制が存在する。神作裕之「金融コングロマリットにおけるグループ内取引に係る監督法上の規制」岩原紳作=山下友信=神田秀樹『会社・金融・法(下巻)』407頁以下(商事法務、2013年)を参照。

もっとも、銀行は資本規制や業務規制によって大きな費用を負担していることに加え、預金保険料や連銀貸出に対する利息を支払っていることを考慮すれば、セーフティーネットから利益を得ているわけではないという考え方も存在する。しかし、少なくとも金融危機時においては、連銀貸出は民間の融資よりも有利な条件で

行われていると言うことができよう。See Randy Benjenk, *Quixotic Regulation: Section 23A of the Federal Reserve Act and Containment of the Federal Safety Net Subsidy*, 2 HARV. BUS. L. REV. 461, 469-74 (2012).

- (18) 1970年代には金融オプションの価格を決定するブラック・ショールズ・モデルが考案されたことから、金融デリバティブ商品の価格決定が容易になり、デリバティブ市場の発展に寄与した。また、1980年代以降は証券市場が発達し、開示制度が充実していったため、企業は株式や社債、コマーシャルペーパー (CP) 等の発行を通じて資金を調達するようになり、金融仲介機能の担い手が銀行から投資銀行等の他の金融機関へ移行していくという、ディスインターメディエーション (Disintermediation) が進展した。これにより、ノンバンクの規模や金融システムに占める重要性も急速に大きくなっていった。
- (19) シャドーバンクの内容に関しては論者によって多少の相違がある。一般的に、シャドーバンクは「中央銀行の流動性へのアクセス、または公的部門の信用保証なしに満期・信用・流動性変換を行う金融仲介機関」であるとされ、金融仲介機関には銀行以外の金融機関全般や、ストラクチャード・インベストメント・ビークル (SIV)、ヘッジファンド、後述するMMF、有価証券貸付業者、政府支援企業 (government sponsored enterprise (GSEs)) なども含まれると指摘されている。See generally Zoltan Pozsar, Tobias Adrianet, Adam Ashcraft & Hayley Boesky, *Shadow Banking* (Fed. Res. Bank of N.Y., Staff Report No.458, 2010) available at <http://ssrn.com/abstract=1645337>. これに対し、シャドーバンクの概念を金融仲介機関に限定せず、一定の金融商品市場もその概念に含めることで新しい規制論を展開するものも存在する。See Steven L. Schwarcz, *Regulating Shadow Banking*, 31 REV. BANKING & FIN. L. 619, 620-23 (2012). いずれにせよ、シャドーバンクの特徴は銀行と同様の機能・流動性リスクを有しているにもかかわらず、銀行規制が適用されない点にあると言えよう。シャドーバンクの問題に関しては、岩原・前掲注 (8)・5-7頁も参照。
- (20) 規制当局が、経済的に同一の様々な取引に対して異なった法規制を採用した場合、金融機関は自身に最も有利な取引・法形態を採用する。このように、金融機関が異なる法規制の中から最も取引費用の低いものを選択する行動は、規制の裁定 (regulatory arbitrage) とも言われている。Frank Partnoy, *Financial Derivatives and the Costs of Regulatory Arbitrage*, 22 J. CORP. L. 211, 227 (1997); Victor Fleischer, *Regulatory Arbitrage*, 89 TEX. L. REV. 227, 243 (2010). 金融危

機の原因の一つには、自己資本比率規制などが適用されてしまう「銀行」という法形態を回避したシャドールバンクが、非常に高いレバレッジを実現して過度のリスクテイクを行っていたことにあるとされ、システムック・リスクに対する法規制を構築する際には、金融機関の行う規制の裁定を考慮することが必要不可欠であると認識されるようになった。See Schwarcz, *supra* note 19, at 623-25.

- (21) MMF (マネー・マーケット・ミューチュアル・ファンド (MMMMF) と表記することもある) はコマーシャルペーパーや財務省証券など、流動性が高くリスクの小さい短期金融資産に投資を行う投資信託であり、事実上、元本割れを起こさない(あるいは元本が保証された)金融商品であると広く認識されていたため、企業の短期の資金運用などで広く利用されていた。MMFの詳細に関しては、例えば Jonathan Macey, *Reducing Systemic Risk: The Role of Money Market Mutual Funds as Substitutes for Federally Insured Bank Deposits*, 17 STAN. J.L. BUS. & FIN. 131, 133-38 (2011) を参照。しかし、今般の金融危機では一部の大手 MMF が元本割れを起こし、市場に大きな混乱が生じたため、FRB が MMF の支援を行う結果となった。See *id.* at 143-51.
- (22) 2008年金融危機が発生した背景・メカニズムに関しては、例えば岩原・前掲注(1)・29-32頁を参照。なお、TBTF は金融機関以外の事業者でも問題となり得る。例えば Adam J. Levitin は TBTF を企業全般の問題として取り扱っている(前掲注(7)を参照)。実際、米国では2001年に航空業界、1979年にはクライスラー、2009年には GM 等の自動車業界に対して政府救済が行われている。米国における政府救済の歴史に関しては、Levitine, *supra* note 7, at 492-99を参照。
- (23) レポ取引とは、買戻し (repurchase) 特約が付された証券売買であり、資金の借り手が一定のディスカウントを付して流動性の高い証券(財務省証券など)を売却し、一定期間後(翌日物など短期のものが多い)に当該証券を市場価格で買い戻す取引を指す。レポ取引の経済的実質は証券を担保とする短期の信用取引であり、今般の金融危機では、大手金融機関が資金調達をレポ取引に大きく依存させていたことが問題とされた。See Margaret M. Blair, *Financial Innovation, Leverage, Bubbles and the Distribution of Income*, 30 REV. BANKING & FIN. L. 225, 249-50 (2010).
- (24) 例えば、政府救済が行われなかったリーマン・ブラザーズはチャプター 11 の適用を申請した2008年9月の段階で負債総額が6130億ドルに達していたが、同年の3月にFRBから金融支援を受けていたベアー・スターンズの負債総額は4000億ドル

に達していなかった。両投資銀行で結論が異なった背景には当時の政治的情勢も関係しているが、いずれにせよ、政府救済の発動は各金融機関に固有の要素に加え、金融市場の状況なども考慮して決定されるものであり、市場の混乱が高まるにつれ、救済の可能性や市場参加者の救済に対する期待も大きくなる。

- (25) 金融安定監督評議会 (FSOC) による SIFI の認定基準・手続内容などに関しては、U.S. GOV'T ACCOUNTABILITY OFFICE, GAO-15-51, FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL: FURTHER ACTIONS COULD IMPROVE THE NONBANK DESIGNATION PROCESS 5-17 (2014), available at <http://www.gao.gov/assets/670/667096.pdf> を参照。例えば、上で挙げた要素に加え、システム上重要な業務を行っているか、当該業務が他の金融機関に代替可能なものであるか、規制当局によって十分な規制・監督を受けている金融機関であるか、なども考慮されるとしている。Id. at 16-17.
- (26) 他にも、“too-interconnected-to-fail”、“too-complex-to-fail” など、様々なバリエーションがある。いずれにせよ、これらは全て、破綻した場合に金融システムに大きな混乱を生じさせる金融機関を指す概念である。
- (27) Karl S. Okamoto, *After the Bailout: Regulating Systemic Moral Hazard*, 57 UCLA L. REV. 183, 204-05 (2009).
- (28) 預金保険制度に基づく銀行のモラルハザードに関しては、Richard Scott Carnell, *A Partial Antidote to Perverse Incentives: The FDIC Improvement Act of 1991*, 12 ANN. REV. BANKING L. 317, 319-21 (1993); CARNELL ET AL., *supra* note 13, at 281-89 を参照。
- (29) Elisa S. Kao, *Moral Hazard during the Savings and Loan Crisis and the Financial Crisis of 2008-09: Implications for Reform and the Regulation of Systemic Risk through Disincentive Structures to Manage Firm Size and Interconnectedness*, 67 N.Y.U. ANN. SURV. AM. L. 817, 822 (2012). 他にも、銀行には様々な健全性規制が課されていることも理由として挙げられる。
- (30) モラルハザード削減のため、政府救済の要件やシステム上重要な金融機関を明示しない手法のことを“constructive ambiguity” という。Lames B. Thomson, *On Systemically Important Financial Institutions and Progressive Systemic Mitigation* 8-9 (Fed. Res. Bank of Cleveland, Policy Discussion Paper No.7, 2009), available at <http://ssrn.com/abstract=1474836>; Marcelo Dabós, *Too Big to Fail in the Banking Industry: A Survey*, in TOO BIG TO FAIL: POLICIES AND PRACTICES IN GOVERNMENT BAILOUTS 141, 141-42 (Benton E. Gup ed., 2004).

- (31) Alison M. Hashmall, *After the Fall: A New Framework to Regulate "Too Big to Fail" Non-Bank Financial Institutions*, 85 N.Y.U. L. REV. 829, 843-44 (2010).
- (32) Gup, *supra* note 12, at 43.
- (33) See 2014 GAO Report, *supra* note 5, at 40. 後述するように(第三章1節の3)、実証研究も金融危機時に TBTF 利益が大きく拡大することを示すものが多い。
- (34) David A. Moss, *An Ounce of Prevention: The Power of Public Risk Management in Stabilizing the Financial System* 8, 10-11 (Harv. Bus. Sch., Working Paper No. 09-087, 2009), available at <http://ssrn.com/abstract=1396253>. そもそも、債券の発行額・種類を決定するのは金融機関であるため、政府救済を受ける金融機関自身が第三者へ移転させる費用の大きさを決定できてしまう点に問題があると言えよう。
- (35) STERN & FELDMAN, *supra* note 5, at 25.
- (36) See CARNELL ET AL., *supra* note 13, at 286-8.
- (37) もっとも、米国では倒産法が一定のデリバティブ取引債権に対して優先的な弁済・取扱いを認めているため (Mark J. Roe, *The Derivatives Market's Payment Priorities as Financial Crisis Accelerator*, 63 STAN. L. REV. 539, 547-48 (2011))、TBTF 問題に関わらず、債権者による市場規律が損なわれていると指摘されている。 *Id.* at 555-59.
- (38) CARNELL ET AL., *supra* note 13, at 284-5. 一般的に、企業のレバレッジが高いほど、株主はリスクテイクによって大きな利益を得ることができる。数値例を用いて説明するものとして、例えば、 *Id.* at 46-48、後藤元『株主有限責任制度の弊害と過小資本による株主の責任』95-97頁(商事法務、2007年)を参照。後述するように、銀行をはじめとした金融機関は業務の性質上、高いレバレッジを有しているだけでなく(第三章1節の1)、TBTF 利益を得るためにレバレッジを高めようとするインセンティブがあるため、リスクテイクの危険が大きい。
- (39) Ayotte & Skeel, *supra* note 9, at 485-86.
- (40) John C. Coffee, Jr., *Systemic Risk after Dodd-Frank: Contingent Capital and the Need for Regulatory Strategies beyond Oversight*, 111 COLUM. L. REV. 795, 798-99 (2011).
- (41) THOMAS M. HOENIG, LEVERAGE AND DEBT: THE IMPACT OF TODAY'S CHOICES ON TOMORROW 2-4 (Aug. 6, 2009), available at <http://www.kc.frb.org/SpeechBio/HoenigPDF/hoenigKBA.08.06.09.pdf>.

もっとも、例えば2009年の終わりの段階で負債総額が30億ドルを超える大手銀行(233行)と他の銀行(7788行)を比較した場合、総資産または負債に対するエクイティの割合は大手銀行の場合でそれぞれ11.37%、12.83%であったのに対し、他の銀行はそれぞれ10.24%、11.41%であったとして、大差はないとするものがある。Macey & Holdercroft, *supra* note 5, at 1405. もっとも、この研究によると、大手銀行はデリバティブ取引やディーリング業務といったリスクの非常に高い業務から生じる負債で銀行全体の約100%の占有率を有しているとしており、こうしたリスクテイクはTBTFに基づくものであると指摘されている。Id. at 1406. 銀行の自己資本比率が概ね10~11%で一定になるのは自己資本比率規制が存在するためであるが、シャドバンクはさらに高いレバレッジを実現し得る。例えば、リーマン・ブラザーズは2007年の財務諸表 ([http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/806085/000110465908005476/a08-3530\\_110k.htm#Item6\\_SelectedFinancialData\\_003911](http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/806085/000110465908005476/a08-3530_110k.htm#Item6_SelectedFinancialData_003911)で入手可能)によると、総資産が6910億ドルであるのに対し、エクイティは僅か225億ドルであり、レバレッジ比率は30.7倍に達していた。

- (42) 過少投資問題はデット・オーバーハング (debt-overhang) とも言い換えられることがある。非常に単純な例として、資産 \$90、負債 \$100の債務超過の会社が、将来 \$15の価値を実現できる投資額 \$10のプロジェクトを有している場合を考える。このプロジェクトが実行された場合、企業価値は \$105になり、債権者は \$10の利益を得ることになるが、株主は \$10の投資の見返りに \$5を得るに過ぎない。結果的に、過剰な債務を抱えている企業では新株発行による資金調達に困難となり、企業価値を高める一定のプロジェクトが実現されない。より厳密な説明として、例えば、スティーブン・A・ロス＝ランドルフ・W・ウェスターフィールド＝ジェフリー・ジャフィ (大野薫訳) 『コーポレート・ファイナンスの原理 (第9版)』815-817頁 (金融財政事情研究会、2012年) を参照。
- (43) 負債による資金調達のトレードオフの関係に関しては、例えば、リチャード・ブリーリー＝スチュワート・マイヤーズ＝フランクリン・アレン (藤井眞理子＝国枝繁樹訳) 『コーポレート・ファイナンス (第8版) (上)』580頁以下 (日経BP社、2007年) を参照。
- (44) Ayotte & Skeel, *supra* note 9, at 486.
- (45) Id. 同様の指摘は後述 (脚注 (47) を参照) する Mark J. Roe の研究でも指摘されている (1445-46頁)。
- (46) STERN & FELDMAN, *supra* note 5, at 27-28.

(47) Mark J. Roe, *Structural Corporate Degradation Due to Too-Big-to-Fail Finance*, 162 U. PA. L. REV. 1419 (2014).

(48) *Id.* at 1427.

(49) *Id.* at 1430.

(50) *Id.* at 1428-30. この議論では、金融機関の最適な事業規模は TBTF の水準に達していないことが前提とされている。後述するように（第Ⅲ章2節）、金融機関が規模・事業範囲を拡大させた場合、業務管理が複雑化しリスク管理が困難になるなどの理由から、効率性が低下し、株価に一定のディスカウント（diversification discount）が発生するという実証研究が存在する。

(51) *Id.* at 1430-32. もっとも、この問題は買い手側が TBTF の地位を既に有している場合、あるいは当該事業買収によって TBTF の地位を獲得できる場合には生じない。しかし、これらの場合でも TBTF 利益が金融セクター全体から削減されるわけではないため、効率性の低下という問題が他の金融機関へ移転するに過ぎないと言えよう。

(52) 例えば、ある金融機関の保有している事業の収益性が年 \$ 10 で、事業価値はその10倍（買い手・売り手側で共通とする）の \$ 100 である場合を考える。買い手はシナジーによって当該事業の収益性を年 \$ 2 だけ上昇させることができると考えている場合（収益性が年 \$ 12、事業価値 \$ 120）、現在の事業価値に最大で \$ 20 のプレミアムを付した対価を提示し、取引は \$ 100~120 で成立するはずである。

しかし、当該事業が年 \$ 3 の TBTF 利益を得ていた場合、事業の本来の収益性は年 \$ 7 に過ぎない。この場合、売り手は最低で \$ 100 の対価を要求するが、買い手にとっての事業価値は年 \$ 2 のシナジーを考慮しても最大で \$ 90（収益性が年 \$ 9）であるため、結局、取引は行われない。取引が成立するためには、買い手の見込むシナジーが年 \$ 3 の TBTF 利益を上回るものでなければならず、TBTF 利益が大きいほど M&A を阻害する効果が大きいことが分かる。

(53) *Id.* at 1430.

(54) *Id.* at 1429. コーポレート・ガバナンスにおける一般的な問題として、アクティビズムの費用は特定の株主が全て負担する一方、その成果は他の株主と分け合わなければならない、株主は費用対効果を勘案して行動を起こすのを控えてしまう点（集合行為問題（collective action problem））が挙げられる。

Roe は、(i)TBTF の金融機関ではアクティビズムによって生じる利益は株主や債権者、政府や経済全体で分け合うことになるため、アクティビストのインセンテ

ィは大きく減じられてしまい、(ii)そもそも今日では、アクティビストは政府から助成されているリスクを金融機関に取らせようとするインセンティブを有しているため、TBTF 金融機関のガバナンスは他の企業のものと比較してかなり弱いものになってしまうと指摘している。 *Id.* at 1448.

(55) TBTF 利益の社会厚生に与える影響を検討するものとして、Roe の研究の他にも例えば Joe Peek & James A. Wilcox, *The Fall and Rise of banking Safety Net Subsidies, in* TOO BIG TO FAIL: POLICIES AND PRACTICES IN GOVERNMENT BAILOUTS 169 (Benton E. Gup ed., 2004) がある。

(56) Roe, *supra* note 47, at 1441-43. TBTF 利益 (長方形 PP<sub>1</sub>AE) よりも金融機関が効率性を低下させることによって被る損失の方が大きい場合、金融機関は TBTF の地位を放棄する。

(57) *Id.* at 1443.

(58) *Id.* at 1447; Arthur E. Wilmarth, Jr., *The Transformation of the U.S. Financial Services Industry, 1975-2000: Competition, Consolidation, and Increased Risks*, 2002 U. ILL. L. REV. 215, 336-37 & n.506, 372-73 (2002).

(59) *See* Peek & Wilcox, *supra* note 55, at 171-73.

(60) Roe, *supra* note 47, at 1446-47. また、大手金融機関は金融・決済システムや経済全体において非常に重要な役割を担っており、これらの金融機関が効率性を喪失して破綻しやすくなることで、金融危機へ対処するために必要な費用や経済全体に生じる費用が増加してしまう点も TBTF 利益によってもたらされる問題の一つとされる。 *Id.* at 1443-44; Peek & Wilcox, *supra* note 55, at 173. 金融機関が TBTF 利益を実現するために効率性を低下させてしまう問題は、企業が独占・寡占利益や自身に有利な法制度を実現するために、社会的に何ら富を創出しないロビー活動等へ資源を費やしてしまい、結果的に社会厚生を低下を招いてしまうというレントシーキング (rent-seeking) に近いものであると言えよう。レントシーキングの内容及びレントシーキングがもたらす非効率な資源配分の問題に関しては、例えば Richard L. Hasen, *Lobbying, Rent-seeking, and the Constitution*, 64 STAN. L. REV. 191, 228-32 (2012) を参照。

(61) 政府の導入した様々な金融支援プログラムの内容を概説するものとして、U.S. Gov't ACCOUNTABILITY OFFICE, GAO-14-18, GOVERNMENT SUPPORT FOR BANK HOLDING COMPANIES: STATUTORY CHANGES TO LIMIT FUTURE SUPPORT ARE NOT YET FULLY IMPLEMENTED (2013) [hereinafter 2013 GAO Report], *available at* <http://>

www.gao.gov/assets/660/659004.pdf がある。

- (62) 政府救済によって生じた費用に関して詳細な検討を行う文献として、例えば Cheryl D. Block, *Measuring the True Cost of Government Bailout*, 88 WASH. U. L. REV. 149 (2010) がある。中央銀行の流動性供給などを含めた場合、金融危機に投じられた資金は5兆ドル、あるいは7兆ドル、国民一人当たり6万1871ドル、という報道もあるようである。Id. at 158-59.
- (63) Id. at 159-60. 例えば前述した LTCM 危機では、FRB は民間金融機関による救済を実現するため会議の場を設けただけであり、費用が発生しなかった救済であると指摘されている。Id. at 164-65. また、債務保証・損失補償プログラムでは金融機関が保険料・参加手数料を支払うことが多い。例えば、シティグループやバンク・オブ・アメリカが政府及び FRB と締結した損失補償プログラムでは、プログラムの終了と共に手数料が支払われており、政府・FRB に利益が発生している。2013 GAO Report, *supra* note 61, at 39-40. もっとも、こうした危機時における債務保証・損失補償プログラムは、民間で引き受け先が存在しないほどリスクの高いものであり、政府資産に非常に大きなリスクをもたらすことに注意しなければならない。Block, *supra* note 62, at 165 & n.62. 利益を上げた金融支援の例としては、他にも AIG のものが挙げられ、財務省とニューヨーク連邦準備銀行は最終的に227億ドルの利益を得たとされる。2013 GAO Report, *supra* note 61, at 38-39.
- (64) Block, *supra* note 62, at 211-13, 223-24.
- (65) Id. at 160-62.
- (66) Id. at 198-204.
- (67) ここまで議論してきたことを含め、TBTF によってもたらされる費用をまとめるものとして、例えば STERN & FELDMAN, *supra* note 5, at 23-28 を参照。
- (68) 2008年12月から2014年の終わりまで、フェデラル・ファンド金利は0%へ誘導されており、ゼロ金利政策が維持されている。当該金利の推移は FRB のホームページ (<http://newyorkfed.org/markets/statistics/dlyrates/fedrate.html>) で確認できる。
- (69) Block, *supra* note 62, at 175-79. 今般の金融危機における FRB の対応は、(i)金融支援の対象を銀行以外の金融機関にも積極的に拡大させたこと、(ii)短期的なものでなく長期の信用供与・流動性供給を行ったこと、(iii)AIG やバンク・オブ・アメリカ、シティグループ、ベアー・スターンズといった特定の金融機関の救済を目的とする金融支援を積極的に行ったこと、(iv)信用供与の際に必要な担保として財務省

- 証券以外の様々な金融商品を認めたこと、(v)財務省やFDICといった他の規制当局と積極的に共同して支援を行ったこと、の5つの点で特殊であったとされる。*Id.* at 177.
- (70) *See id.* at 180-81.
- (71) 日本銀行法第53条参照。例えば日本銀行は、2009年は3487億円、以降各年で443億円(円高に伴う外国為替関係の損失急増のため)、5026億円、5472億円、そして2013年は5793億円を国庫に納付している。国庫納付金の額は日本銀行のホームページから確認できる (<https://www.boj.or.jp/about/account/index.htm/>の「財務諸表」のうち、各事業年度の決済に関するページの「剰余金処分の状況」を参照)。米国でも、FRBの剰余金は財務省証券の償還などに利用される。12 U.S.C. § 290.
- (72) もっとも、MBSの買取りはTBTF問題との関連性が薄い。買取対象のMBSは、政府保証の付いたファニー・メイ、フレディ・マックが発行・保証する証券等である。
- (73) FRBの納付金は2001年から2008年までは概ね200~300億ドルで推移していたが、その後はバランスシートの規模・リスクの拡大と共に増加しており、2010~2012年では700~800億ドルの規模に達している。SETH B. CARPENTER, JANE E. IHRIG, ELIZABETH C. KLEE, DANIEL W. QUINN, & ALEXANDER H. BOOTE, THE FEDERAL RESERVE'S BALANCE SHEET AND EARNINGS: A PRIMER AND PROJECTIONS 52 fig.3 (Jan. 2013), *available at* <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2013/201301/201301pap.pdf>.
- (74) Block, *supra* note 62, at 184-85.
- (75) FRBのバランスシートの規模の推移は、例えばFRBのホームページ ([http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_recenttrends.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm))で確認することができる。2014年の終わりの段階で、資産(約4兆5000億ドル)の内訳は財務省証券が約2兆6000億ドル、MBSが1兆8000億ドル、その他約1000億ドル。負債(約4兆4400億)の内訳は、流通銀行券が1兆3000億ドル、預金債務が約2兆6200億ドル、その他約5200億ドルであり、純資産は約600億ドルである。もっとも、バランスシートの規模が現在の水準に至った原因はMBS・財務省証券の買取りが主な理由であり、政府救済に関連する資産はほとんど削除された。
- (76) *See* Block, *supra* note 62, at 185. 中央銀行による非伝統的な金融支援・市場介入も、結局は将来の国民経済に費用を転嫁させるリスクテイクの一つであり、負債(銀行券+当座預金のマネタリーベース)を拡大させて債権者をリスクにさら

す(通貨価値下落による銀行券・当座預金保有者への損失+金融バブル発生の可能性)という点では、TBTFの金融機関が行うレバレッジの追求と同視できるかもしれない。

(77) 金融機関の議会・規制当局に対するロビー活動、政治的影響力に関する問題を詳細に扱う文献として、例えば Arthur E. Wilmarth, Jr., *Turning a Blind Eye: Why Washington Keeps Giving in to Wall Street*, 81 U. CIN. L. REV. 1283 (2013) がある。

(78) 規制当局が被規制側の金融・産業セクターから強い影響を受けている状況を、一般的に「規制の虜 (regulatory capture)」という。Lawrence G. Baxter, “Capture” in *Financial Regulation: Can We Channel It Toward the Common Good?*, 21 CORNELL J. L. & PUB. POL’Y. 175, 176 (2011). 例えばドット=フランク法の規制内容を形骸化させるための金融業界の試み・ロビー活動等に関しては、Wilmarth, *supra* note 77, at 1296-308, 1317-28を参照。また、金融業界を含めた各種業界団体は、規則制定の際に要求される費用便益分析の不備を主張することにより、規則の無効を主張することが多い。*Id.* at 1308-12.

(79) 例えば、金融業界は1990年から2012年で33億ドル以上の金額を選挙運動に費やしたとされ、連邦選挙の候補者・政党の政治資金に占める割合は業界別で最大であり、また、1998年から2012年で53億ドル以上をロビー活動に費やし、この金額は業界別では「その他」及び「医療保険」業界に次ぐ3位の規模に達し、2007年の段階で約3000人のロビイストを抱え、その大半はかつての上級行政職員や議会・議員スタッフであったとされる。*See id.* at 1363-64.

(80) *Id.* at 1293-95.

(81) *Id.* at 1390-98. 例えば最近の研究として、先進26カ国に本部を置いた国際的な活動を行う金融機関は、1996年から2007年にかけて、(i)業務制限や資本規制、開示規制、会計基準が緩く、(ii)規制当局が金融業界に対して寛容的な国へより多くの支店・子会社を設置し、資本や外国業務機能を移転させているとする研究がある。JOEL F. HOUSTON, CHEN LIN, & YUE MA, REGULATORY ARBITRAGE AND INTERNATIONAL BANK FLOWS 3-5, 17-18 (Aug. 26, 2011), *available at* <http://ssrn.com/abstract=1525895>.

(82) Wilmarth, *supra* note 77, at 1398-406.

(83) 例えば、米国の金融セクターの資産規模は、1991年の15兆600億ドル (GDP 比254%) から2006年には55兆6200億ドル (GDP 比420%) にまで拡大し、経済全体

- の税引き前利益における金融セクターの占める割合は1980年の13%から2007年には27%へ拡大した。金融セクターの給与・報酬も、ピークの2006年には他のセクターと比較して約70%も高い水準に達していたとされる。See *id.* at 1406-07.
- (84) See *id.* at 1407-17. 例えば、近年では財務省長官にゴールドマン・サックスのトップを務めた Robert Rubin や Henry Paulson が就任している。こうした“revolving door” が原因で、大手金融機関に競争上の優位性をもたらす政府救済が行われてしまうとする批判は多い。See Claire Hill & Richard Painter, *Compromised Fiduciaries: Conflicts of Interest in Government and Business*, 95 MINN. L. REV. 1637, 1669-73 (2011).
- (85) See Wilmarth, *supra* note 77, at 1398-406. こうした問題を、Wilmarth は “cognitive capture”、“cultural capture” と呼んでいる。
- (86) John C. Coffee, *The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to Be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated*, 97 CORNELL L. REV. 1019, 1021, 1030-33 (2012).
- (87) *Id.* at 1029-30. Coffee はこうした法規制の内容が形骸化していく過程を、“regulatory sine curve (規制の正弦波)” と表現している。
- (88) Wilmarth, *supra* note 77, at 1428-30; Roe *supra* note 47, at 1447-48; Nizan Geslevich Packin, *Breaking Bad? Too-Big-to-Fail Banks Not Guilty as Not Charged*, 91 WASH. U. L. REV. 1089, 1092-94 (2014).
- (89) TBTJ と DPA の問題を詳細に取り扱う文献として、例えば Court E. Golumbic & Albert D. Lichy, *The “Too Big to Jail” Effect and the Impact on the Justice Department’s Corporate Charging Policy*, 65 HASTINGS L.J. 1293 (2014) がある。
- (90) *Id.* at 1299-301.
- (91) アンダーセン事件の内容とその後の議論の動向に関しては、*Id.* at 1306-08を参照。有罪判決がなされた場合、アンダーセンは各州でライセンスを剥奪されるおそれがあったため、刑事訴追を受けたことで顧客を維持・獲得することが不可能となった。James Kelly, *The Power of an Indictment and the Demise of Arthur Andersen*, 48 S. TEX. L. REV. 509, 513-15 (2006)。アンダーセンは2002年に司法妨害の罪で有罪判決を受け、同年に解散したが、2005年には結局無罪判決がなされており、こうした事情も刑事訴追を行った決定に批判的な見解を後押しした。
- (92) DPA のメリットに関しては、Golumbic & Lichy, *supra* note 89, at 1314-15を参照。もっとも、刑事訴追によってもたらされる付随的損害 (アンダーセン効果

- (Andersen effect)とも言われることがある)は過大評価であるという指摘も存在する。例えばある研究によると、2001年から2010年に刑事訴追で有罪判決を受けた上場会社54社の内、事業の継続が実質的に不可能となった企業は5社に過ぎないとされ (Gabriel Markoff, *Arthur Andersen and the Myth of the Corporate Death Penalty: Corporate Criminal Convictions in the Twenty-First Century*, 15 U. PA. J. BUS. L. 797, 823 (2013))、アンダーセン効果の存在を支持する経験的証拠は存在しないと主張されている。 *Id.* at 830.
- (93) 法人処罰の分野で初めて DPA が利用されたのは1994年の Prudential Securities 社の証券詐欺に関する事例であるとされる。Golumbic & Lichy, *supra* note 89, 1303. その後、1994年から2001年までに DPA で処理された事案は7件のみであるが、2001年から2012年にかけては250件以上、特に2010年から2012年の三年間で100件以上の DPA が締結されている。 *Id.* at 1309-10.
- (94) 2001年から2012年の250件以上の DPA で処理された事案の内、61%が上場会社またはその子会社であり、約三分の一が Fortune 500または Global 500に選定された会社であったとされる。Brandon L. Garrett & David Zaring, *For a Better Way to Prosecute Corporations, Look Overseas*, N.Y. TIMES DEALBOOK (Sept. 24, 2013, 3:43 PM), <http://dealbook.nytimes.com//2013/09/23/for-a-better-way-to-prosecute-corporations-look-overseas/>
- (95) Ellis W. Martin, *Deferred Prosecution Agreements: "Too Big To Jail" and the Potential of Judicial Oversight Combined with Congressional Legislation*, 18 N.C. BANKING INST. 457, 468-69 (2014).
- (96) Golumbic & Lichy, *supra* note 89, at 1312-14.
- (97) 事件に関しては、例えば *Id.* at 1318-19を参照。
- (98) Mark Gongloff, *Eric Holder Admits Some Banks are Just Too Big to Prosecute*, HUFFINGTON POST (Mar. 6, 2013, 7:56 PM), [http://www.huffingtonpost.com/2013/03/06/eric-holder-banks-too-big\\_n\\_2821741.html](http://www.huffingtonpost.com/2013/03/06/eric-holder-banks-too-big_n_2821741.html) また、司法次官補も DPA を締結した理由として、HSBC に対する刑事訴追は同行のライセンスを失わせ、経済全体に極めて大きな損害を与えてしまうおそれがあるということを指摘していた。Golumbic & Lichy, *supra* note 89, at 1320.
- (99) *Id.* at 1321-23. TBTJ という用語・問題も、HSBC 事件をきっかけに広く認識されるようになったものである。
- (100) 例えば、HSBC 事件の DPA は約19億ドルもの高額な制裁金を課しており、銀

行に対する制裁金としては過去最高額のものであった。その他にも、役員報酬の払い戻し (clawback) や、CEO を含めた企業トップ経営陣の交代など、様々な条件が課されている。See *id.* at 1320-21. 近年では、DPA の問題として制裁内容が過剰であることを指摘するものがある。*Id.* at 1310-14.

(101) *Id.* at 1325-31.

(102) See *id.* at 1339-42.

(103) その後の検察当局の TBTJ に対する態度に関しては、*Id.* at 1324-25 を参照。以降、例えば LIBOR 不正操作に関与したとして2012年には UBS、RBS の日本子会社に対して、2014年には脱税の補助を行ったとして Credit Suisse グループの親会社である Credit Suisse Group AG に対して刑事罰が科されており、このレベルの大手金融グループに対して刑事罰が科されるのは1989年以来のこととされる。See *id.* at 1331-39.

(104) Ayotte & Skeel, *supra* note 9, at 486-87.

(105) 例えば、財務省は AIG に850億ドルの資金を投じた結果、議決権の77.9%を有する株式及び行使された場合には議決権の2%を有する新株予約権(ワラント)を取得した。他にも、ファニー・メイとフレディー・マックの議決権の79.9%を取得し、シティグループの議決権保有割合も一時期は34%に達した。また、自動車業界の救済として一時期は GM の議決権の61%、GM の金融関連会社である GMAC の議決権の51%を保有していた。See Marcel Kahan & Edward B. Rock, *When the Government Is the Controlling Shareholder*, 89 TEX. L. REV. 1293, 1299-81 (2011). 政府が大きな議決権保有割合を有していない場合であっても、政府は金融危機時に不可欠な流動性を供給できる大口債権者であり、また、無議決権株式に定められた契約条項により、一定の場合には役員を選任へ介入することが認められていたり、会社の重要な政策決定に対する同意権が与えられていることが多く、金融機関の経営方針に対して極めて大きな影響力を有しているとされる。J.W. Verret, *Separation of Bank and State: Consolidating Bailed-Out Companies into the U.S. Debt Ceiling and Government Financial Statements*, 2011 BYU L. REV. 391, 399-403 (2011).

(106) Kahan & Rock, *supra* note 105, at 1306. 一般論として、規制当局(職員)は公共の利益を、会社経営者は企業価値(株主価値)最大化を追求する義務があり、規制当局が会社経営に関与する場合には複雑な利益衝突が生じ得る。政府は納税者の負担を削減するため、取得した金融機関の株式・劣後債等を高い価格で売却する

ことができるよう、企業価値の最大化を追求するのが通常であり、例えば高額過ぎる役員報酬を会社に返還させることは公共の利益（過度のリスクテイクの防止・国民（感情）の要請）と企業価値最大化の要請を同時に満たすことが多く、企業価値の向上という観点からはあまり問題が生じない。しかし、例えば政府が金融不安を解消するために金融機関の M&A を行わせる場合や、金融債権よりも労働債権を優先的に取り扱う場合、低所得者層への信用供与サービスを金融危機・不況時でも継続させる場合には、経営者は公共の利益と企業価値最大化が鋭く対立する状況に直面してしまう。See Hill & Painter, *supra* note 84, at 1644-49.

(107) 例えば、バンク・オブ・アメリカはメリルリンチの買収合意後に当該取引を MAC 条項に従って取り消すことを検討していたが、FRB や財務省は取引を完遂させるよう非常に強い圧力をかけたため、買収が実現したとされる。他にも、金融機関の例ではないものの、GM はコストの大きな販売代理店 (dealership) を維持し続けるよう強い要請を受けていたとされる。See J.W. Verret, *The Bailout Through a Public Choice Lens: Government-Controlled Corporations as a Mechanism for Rent Transfer*, 40 SETON HALL L. REV. 1521, 1524-28 (2010). もっとも、前者の事例のように、企業価値最大化を目的としない介入であっても、その目的が金融システムの混乱を抑えることにあるとすれば、金融機関が政府救済を受ける以上、ある程度は許容されるべきものであると言えるかもしれない。

(108) Kahan & Rock, *supra* note 105, at 1317.

(109) 例えばデラウェア州法では、議決権の過半数を有している、または会社の取締役会を支配していると認められる支配株主は少数派株主に対して信託義務を負い、義務違反の認定の際には特別の法的基準が用いられている。しかし、デラウェア州は自身の州法とフランチャイズ料を維持し、政府が州会社法の領域に介入しないようにするために政府を刺激しないインセンティブがあり、裁判所は政府の義務違反に対する訴訟に関して判断が甘くなるおそれがある。Id. at 1324. また、政府が支配株主として影響力を行使する場合、その多くは政治的利益を追求するときであるが、現在のデラウェア州法はこうした政治的な問題に対処するには不十分であり、裁判官が政治的な問題を評価することは非常に困難であると指摘されている。Id. at 1324-25. また、米国特有の問題として主権免除 (sovereign immunity) の問題が挙げられ、政府は自ら放棄しない限り訴えられることはないとされ、連邦不法行為請求権法 (Federal Tort Claims Act) やタッカー法 (Tucker Act)、行政手続法 (Administrative Procedure Act) などは一定の場合に政府への責任追及を認

めているものの、これらの法律に基づいて政府の支配株主の責任を追及することは困難であるとされる。See *id.* at 1325-47; J.W. Verret, *Treasury Inc.: How the Bailout Reshapes Corporate Theory and Practice*, 27 YALE J. ON REG. 283, 307-315 (2010).

(110) 政府救済の結果、金融機関が政府（職員）・議会（議員）のレントシーキング（前脚注（60）を参照）のために利用される危険性を指摘するものとして、例えば Verret, *supra* note 106がある。通常のレントシーキングは、企業が立法などを促すことによって独占利益といったレント（超過利益）を獲得するものであるが、政府が金融機関を支配する場合、金融機関は通常のレントシーキングでレント（黙示の政府保証）を獲得することに加え、政府・議会は自ら当該レントを自身の支持団体等へ移転させることが可能であり、さらに、当該レントの大きさ・移転先は自らが決定できる点に問題がある。*Id.* at 1530-32. 政府は十分にレントを回収するまで企業の存続・支配を継続させるが（*Id.* at 1534-35）、金融機関のバランスシートは一般会計から分離されているため利益移転は容易に隠ぺいすることが可能であり（*Id.* at 1535）、加えて、レントは比較的短期間で実現・移転することが可能であるのに対し、費用の発生・会計上の処理は長期間に渡ることが問題とされる。*Id.* at 1549, 1551. また、費用として数値化することは困難であるものの、企業基盤・文化が政府保証やそれに伴うレントシーキングに基づいて構築されてしまうことも一つの問題であると指摘される。*Id.* at 1551-52.

(111) 金融支援がどの程度の大きさ・期間で行われるか、TBTF 利益やレントシーキングによって移転されてしまう利益がどの程度であるかを分析することは非常に難しいため、政府救済が行われている金融機関では、株式の市場価格が経営者のパフォーマンスや企業価値に関する情報を十分に反映していない可能性が高い。*Id.* at 1536.

(112) 経営陣の能力が低く株価が低迷している会社は、より効率的な経営ができると考える第三者から公開買付けの対象とされ、これらの者へ会社支配権が移転することによって企業の効率性が高められることになるが（会社支配権市場、Henry G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 J. POL. ECON. 110 (1965))、政府救済が行われている企業では支配権に関する紛争が生じないため、会社支配権市場による規律が十分に機能しない。Verret, *supra* note 105, at 408.

(113) *Id.* at 415.

(114) 預金業務を主要な業務としている銀行は負債によって大量の資金を調達するた

め、負債と資本の比率は概ね10対1近くになり、一般事業者(概ね、3対1)と比較して非常に高いレバレッジを有しているとされる。See CARNELL ET AL., *supra* note 13, at 48. 銀行には自己資本比率に関する規制が課されているが、シャドバンクはこうした規制の対象外であるため更に高いレバレッジを実現し得る(前脚注(41)を参照)。

(115) See Arthur E. Wilmarth, Jr., *The Dodd-Frank Act: A Flawed and Inadequate Response to the Too-Big-to-Fail Problem*, 89 OR. L. REV. 951, 982-84 (2011).

(116) 2014 GAO Report, *supra* note 5, at 25.

(117) *Id.* at 30-32. 要求される担保の金額が小さくなれば、金融機関はその分だけ投資機会をさらに拡大させることが可能となる。

(118) See *id.* at 25-26. 例えば、2013年以降は Moody's Investors Service も、ドッド=フランク法などで政府救済の可能性が削減されたことを理由に、一定の金融機関で格付けの引き上げを行うことを廃止している。See Moody's Investors Service, *Moody's Concludes Review of Eight Large US banks*, (Nov. 14, 2013), [https://www.moody.com/research/Moodys-concludes-review-of-eight-large-US-banks-PR\\_286790](https://www.moody.com/research/Moodys-concludes-review-of-eight-large-US-banks-PR_286790).

(119) ここでは公的機関・大学研究機関によって公表された研究の中で著名なものを取り上げており、業界団体・民間企業によって公表されたものは取り扱っていない。また、筆者はこれらの実証研究の詳細な内容・問題点等を十分に検討できていないことを予めお断りしておきたい。

(120) Kenichi Ueda & Beatrice Weder di Mauro, *Quantifying Structural Subsidy Values for Systemically Important Financial Institutions*, 37 J. BANKING & FIN. 3830 (2013).

(121) *Id.* at 3840.

(122) Int'l Monetary Fund, *How Big Is the Implicit Subsidy for Banks Considered Too Important to Fail?*, in GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT 101 (Apr. 2014), available at <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2014/01/pdf/c3.pdf>. この研究も格付けの向上部分を資金調達コストの差に変換して TBTF 利益を計測しており、2013年の段階でユーロ圏の大手銀行(バーゼル銀行監督委員会が指定する G-SIBs と各国の上位3銀行)は約60bps(財務困難に陥った場合は60bps)、日本の銀行は約25bps(財務困難の場合で75bps)、英国の銀行は約20bps(財務困難の場合で75bps)、米国の銀行は約15bps(財務困難の場合で

- 75bps) 資金調達コストを低下させることができたとされる。 *Id.* at 114, 118 tbl.3.1.
- (123) Stefan Jacewitz & Jonathan Pogach, *Deposit Rate Advantages at the Largest Banks* (FDIC Center for Financial Research, Working Paper No. 2014-02, 2014), available at <http://ssrn.com/abstract=2482352>.
- (124) *Id.* at 6-7.
- (125) 実際に市場で観測される CDS のスプレッドは、銀行の信用リスクと政府救済の可能性が考慮されたものである。一方、政府救済によって旧株主は一掃されてしまう (wipe-out) ため、株価を基に算定した CDS のスプレッドの理論価格には政府救済の可能性が考慮されておらず、両スプレッドを比較することで TBTF 利益を計測することができる。 *See* IMF *supra* note 122, at 111. もっとも、CDS を利用した手法に対しては、価格モデルが複雑・技術的すぎる、十分な流動性を有している CDS が少ないこと、カウンターパーティー・リスクが CDS の価格に影響を与える点を考慮していないこと、等に関して批判がある。また、これまで述べてきたように、そもそも株主は救済を受ける場合に限らず、TBTF の地位から大きな利益 (資金調達コストの低下) を得ているため、株価を基に算定した CDS の理論価格には TBTF 利益が含まれてしまっている可能性がある。この場合、実際の TBTF 利益は計測されたものより大きくなる。
- (126) *Id.* at 112-13, 118 tbl.3.1.
- (127) FREDERIC A. SCHWEIKHARD & ZOE TSESMELIDAKIS, THE IMPACT OF GOVERNMENT INTERVENTIONS ON CDS AND EQUITY MARKETS (June 2012), available at <http://ssrn.com/abstract=1573377>. 498の企業を対象に、CDS のスプレッドの市場価格と株価に基づいた理論価格の差を比較したところ、両スプレッドの差は金融危機以前の2007年8月以前には9bpsほどであったが、2007年8月から2009年9月には69bpsにまで拡大したとされ、その原因の大部分は金融業界によってもたらされたものであると指摘している。 *Id.* at 12-13.
- (128) VIRAL V. ACHARYA, DENIZ ANGINER & A. JOSEPH WARBURTON, THE END OF MARKET DISCIPLINE? INVESTOR EXPECTATIONS OF IMPLICIT STATE GUARANTEES (Mar. 2015), available at <http://ssrn.com/abstract=1961656>.
- (129) *Id.* at 17-18, 35.
- (130) *Id.*
- (131) João A. C. Santos, *Evidence from the Bond Market on Banks' "Too-Big-to-Fail" Subsidy* (FRBNY Economic Policy Review, vol.20 No.2, 2014), available at

- <http://www.ny.frb.org/research/epr/2014/1412sant.pdf>. この研究によると、大手銀行（資産規模で上位5行）は1985年から2009年の期間にかけて、他の銀行と比較して債券のスプレッドを平均して41bps縮小することができたとされる。*Id.* at 31.
- (132) ZOE TSESMELIDAKIS & ROBERT C. MERTON, *THE VALUE OF IMPLICIT GUARANTEES* (Sep. 2012), *available at* <http://ssrn.com/abstract=2231317>. 74の金融機関の債券のスプレッドを比較してTBTF利益の大きさを計測したものであり、2007年から2010年の4年間でTBTFに基づき1292億ドルの利益が金融機関の株主へ、2360億ドルの利益が債権者へ移転したとされ、これらの利益移転の大半は2008年から2009年に発生したと指摘している。*Id.* at 20-22.
- (133) Elijah Brewer III & Julapa Jagtiani, *How Much Did Banks Pay to Become Too-Big-to-Fail and to Become Systemically Important*, 43 J. FIN. SERV. RES. 1, 30-32 (2013)
- (134) Dean Baker & Travis McArthur, *The Value of the "Too Big to Fail" Big Bank Subsidy 1-2* (Center for Econ. & Pol'y Res., 2009), *available at* <http://www.cepr.net/documents/publications/too-big-to-fail-2009-09.pdf>.
- (135) Roe, *supra* note 47, at 1461-62.
- (136) 金融機関の規模の追求によってもたらされる社会的便益に関する詳細な研究として、例えばLawrence G. Baxter, *Betting Big: Value, Caution and Accountability in an Era of Large Banks and Complex Finance*, 31 REV. BANKING & FIN. L. 765 (2011)がある。
- (137) これらの見解をまとめるものとして、*Id.* at 786-87.
- (138) 金融機関の規模・範囲の経済に関する議論は、*Id.* at 787-811が非常に詳細である。
- (139) 2014 GAO Report, *supra* note 5, at 31; Roe *supra* note 47, at 1436.
- (140) 規模の経済・範囲の経済に関する実証研究をまとめたものとして、2011年にFSOCが公表したレポート (FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL, *STUDY OF THE EFFECTS OF SIZE AND COMPLEXITY OF FINANCIAL INSTITUTIONS ON CAPITAL MARKET EFFICIENCY AND ECONOMIC GROWTH* (2011), *available at* <http://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/studies-reports/Pages/default.aspx>) や、前述のBaxter *supra* note 136, at 803-11; Roe *supra* note 47, at 1436 n.33, 1437 n.36 & 37がある。Baxterの研究はこれまでの実証研究の手法の問題点等も細かく検討している。

- (141) Baxter *supra* note 136, at 807-09. もっとも、Baxter 自身の研究によると、総資産が1000億ドルから5000億ドルの銀行は比較的高い効率性を示しているとされる。*Id.*
- (142) *Id.* at 809-811. Baxter 自身の研究も範囲の経済に対しては否定的なようである。*Id.*
- (143) Santos, *supra* note 131, at 31.
- (144) See FSOC, *supra* note 140, at 14-16.
- (145) *Id.* at 14-18.
- (146) *Id.* at 16-17
- (147) Baxter *supra* note 136, at 813-14.
- (148) *Id.* at 815-16; THE CLEARING HOUSE, UNDERSTANDING THE ECONOMICS OF LARGE BANKS 30 (2011), available at <https://www.theclearinghouse.org/issues/the-value-of-large-banks>.
- (149) *Id.* at 30. もっとも、この研究は民間の大口資金決済システムである CHIPS を運営し、大手金融機関の出資によって運営されている “The Clearing House” によって行なわれたものである。
- (150) See Roe, *supra* note 47, at 1447. Roe によると、JPMorgan による CDS の開発は、大手金融機関が TBTF 利益を獲得するためにイノベーションを追求した例の一つであるとされる。CDS は原資産であるローン（銀行の融資）がデフォルトを起こした時、格付け AAA 企業のキャッシュと当該ローンを交換する金融商品であり、事実上、格付け AAA 企業が提供する信用保険である。銀行規制当局は CDS で保証された融資を格付け AAA 企業に対する融資と同視したため、銀行は自己資本の負担を軽減することができた。格付け AAA 企業の保証を提供する CDS は金融システムの安定性に寄与すると考えられていたが、実際は TBTF の地位を有する AIG や大手投資銀行がその大半を引き受けており、結局、CDS は TBTF 利益に基づくリスクテイクを可能にする発明に過ぎなかったと指摘している。
- (151) Baxter *supra* note 136, at 816-18.
- (152) See *id.* at 818-25.
- (153) *Id.* 818-21. The Clearing House, *supra* note 148, at 26によると、大手金融機関が国債・財務省証券を引き受ける割合は87%に達しているとされている。ニューヨーク連邦準備銀行と米国債を直接に取引し、入札への参加やマーケット・メイクを行うことが義務付けられているプライマリー・ディーラーもほとんどが大手

金融機関に限られている。プライマリー・ディーラーのリストはニューヨーク連邦準備銀行のホームページ ([http://www.newyorkfed.org/markets/pridealers\\_current.html](http://www.newyorkfed.org/markets/pridealers_current.html)) で確認することができる。

(154) See Baxter *supra* note 136, at 821-25.

(155) P&A 方式では顧客が預金サービスを継続して受けることができ、短期間で、かつ、ペイオフコスト（保険金支払いに要すると見込まれる費用）よりも少ない費用で破綻処理を行うことができるとされる。P&A 方式の内容・利点等に関しては、FED. DEPOSIT INS. CORP., RESOLUTIONS HANDBOOK 16-18 (2014), *available at* [https://www.fdic.gov/about/freedom/drr\\_handbook.pdf](https://www.fdic.gov/about/freedom/drr_handbook.pdf) を参照。

(156) Baxter *supra* note 136, at 823-25. 例えばドッド=フランク法第622条は、金融会社の連結総負債が米国全ての金融会社の連結総負債の10%を超える場合には、他の金融会社との合併や全資産・支配権の取得等を行ってはならないと定めているが、FRBの事前の同意がある場合には、破綻の危機に瀕している銀行の買収や、FDICの支援が行われる買収に対して適用が免除される。12 U.S.C § 1852(b)-(c).