

W03-003-1

金融取引における「出し抜き」・「騙し」・「詐欺」：  
シンセティック CDO の組成・販売に関する SEC による民事訴訟事例の分析

杉浦 正和\*

*“Outwitting”, “Deception” and “Fraud” in Financial Transactions: An Analysis on a Case of Civil Lawsuit by the SEC regarding the Structuring and Marketing of Synthetic CDOs*

Masakazu Sugiura\*

**Abstract**

The purpose of this paper is to analyze essential differences between “outwitting”, “deception” and “fraud” in financial transactions through a case study of a SEC lawsuit charged with securities fraud in the structuring and marketing of synthetic Collateralized Debt Obligations (CDOs). Further analyses will be made on “trust” and “credit” which are considered as the fundamentals of business transactions through three frameworks of Giddens’ discussion on modernity.

**要約**

本稿の目的は、2010年4月に米SECによる証券詐欺の疑いで訴追の対象となったシンセティックCDO(債務担保証券)の組成・販売を事例として、金融取引における「出し抜き」「騙し」「詐欺」の本質的違いについて分析することである。また、その視座からビジネスを構成する基本的要素である「信頼」「信用」についてギデنزのモダニティを巡る3つのフレームワークを援用して考察を行う。

---

\*早稲田大学大学院商学研究科教授

2010年5月12日2010年度第2回WBS研究センター管理委員会承認

## 第1節：はじめに

本稿の目的は、2007年に発売されたサブプライムローンのファンドである ABACUS2007-AC1（以下、アバカス）に関わる取引をひとつの事例として、金融取引における「出し抜き (outwitting)」、「騙し (deception)」、「詐欺 (fraud)」の関係を考察し、その対比において「信頼 (trust)」、「信用 (credit)」を分析することである。

アバカスは、シンセティック債務担保証券 (Synthetic Collateralized Debt Obligation: Synthetic CDO) であり、組み入れ証券は、サブプライム関連の住宅ローン担保証券 (Residential Mortgage Backed Securities: RMBS) である。この商品の販売額は、総額 100 億ドル (1 兆円、以下全て 1US\$=100 円で計算) を超える。顧客の損害額は 10 億ドル (1000 億円) にのぼると報道されている。

この商品の組成・販売に関わった投資銀行およびその直接的責任者に対し、米証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission, 以下 SEC) は 2010 年 4 月 16 日、詐欺 (fraud) 的な行為の疑いで民事提訴 (civil lawsuit) した。事由は、このシンセティック CDO の参照資産選定にあたり、顧客と逆の経済的利害 (adverse economic interest) を持った大手ヘッジファンドのポールソン・アンド・カンパニー (Paulson & Co., 以下ポールソン) が関わったという重要事実についての開示義務違反である。

マートン (Merton 1949) は、機能 (function) の概念を、全体システムに対して調整的・適応的に貢献するものと定義したうえで、ポジティブに働く順機能 (eufunction) とネガティブに働く逆機能 (dysfunction) の対概念を設定した。この事案は、本来社会・経済の血液であるべき金融の仕組みが社会・経済全体に対して逆機能を引き起した可能性を示唆していると捉えることもできる<sup>i</sup>。

本稿の目的は、アバカスという金融プロダクトの組成・販売に関わったスキーム企画者側の問題点を記述することではなく、また擁護することでもない。むしろ、アバカスを巡るスキーム（「アバカス・ケース」と呼称）についての最新の報道を題材として、スキーム計画者側のロジックとそれを訴追する SEC 側のロジックを比較することにより、経済システムにおける「信用」について考察することである。

本稿は 6 節から構成されている。第 2 節においては、アバカスという金融商品、それに関与したポールソン、SEC の訴追理由および組成・販売者側のロジックについてまとめる。第 3 節においては、SEC の訴追事由および公式コメント等に出てくる「出し抜き (outwitting)」、「騙し (deception)」、「詐欺 (fraud)」の用語について比較し、それらを構成する要素についての整理を行う。第 4 節においては、CDS が孕むモラルハザードの可能性について考察する。第 5 節においては、ギデンズのモダニティー論を参照し、「脱埋め込み (disembedding)」、「信頼 (trust)」および「再帰性 (reflexivity)」のフレームワークを用いて本ケースを分析すると共に、本稿の限界と今後の研究の方向性を述べる。

## 第2節： アバカスのケース

### 2.1 投資銀行によるシンセティック CDO(アバカス)の組成・銘柄選択および販売

SECのニュースリリース(2010年4月16日)は、「SECはサブプライム・モーゲージに関するシンセティック CDO の組成・販売における詐欺によってゴールドマン・サックスを訴追(“SEC Charges Goldman Sachs With Fraud in Structuring and Marketing of CDO Tied to Subprime Mortgages”)」のタイトルで発表された。この事案についての定まった呼び名はないが、本稿では問題となった金融商品の名称から「アバカス・ケース」と呼称することにする。

世界最大手の投資銀行であるゴールドマン・サックス・グループの Goldman, Sachs & Co. (以下、GS&Co)は2007年2月、「アバカス2007-AC1」と名づけられたシンセティック CDO を組成し、投資家に販売した。このシンセティック CDO は、サブプライム RMBS を合成した金融商品である。販売総額は約109億ドル(1兆900億円)にのぼり、金融商品の販売額としては極めて大規模であると言って良い。

この商品のマーケティング上の成功の一因は、中立的な第三者(信用分析会社の ACA Management LLC: 以下、ACA)がCDOの参照資産の組み入れ(assemble)を行ったと説明されていたことであった。しかし、実際にポートフォリオ選定過程(portfolio selection process)に関わっていたのはポールソンであった。ポールソンは、今後下落すると思われる資産を選択的に組み入れている。しかしその事実については言及されず、それが重要情報の開示違反にあたるとSECは指摘している。

不動産市場が崩壊することを見越していたとされるこの商品の価格下落により直接の損害を蒙ったのは、海外機関投資家、年金資金、保険会社等であり、報道によればこのシンセティック CDO のみで、損害額は10億ドル(1,000億円)にのぼると見積もられている。2010年4月16日、米証券取引委員会(SEC)は、アバカスの組成・販売者であったGS&Co および担当責任者であったトゥール(Fabrice Tourre)を、シンセティック CDO の組成と販売(Structuring and Marketing)に関する証券詐欺(securities fraud)の容疑対象になったとして訴追した。

### 2.2 提訴の背景: ポールソン

訴追の事由は、このシンセティック CDO の組み入れ証券選定に大手ヘッジファンドのポールソンが実質的影響力を有したという重要事実についての開示義務違反であると要約できる。すなわち、ポールソンの果たした役割およびその性質が最大の焦点である。

ポールソンは、ジョン・ポールソン(John Paulson)が設立したNYに本拠地を持つ全米3位の資産総額(Asset Under Management: AUM)を有する最大手ヘッジファンドの

1社である。逆張り投資家 (contrarian) として名高いポールソンは、2006 年には市場はサブプライム RMBS 暴落必至のシナリオ (subprime RMBS wipeout scenario) を織り込んでいないと考えていた。ポールソンを有名にしたのは、「クレジット・オポチュニティー・ファンド (Credit Opportunities Fund)」と呼ばれるヘッジファンドであった。このファンドは、ABX サブプライム指標<sup>iii</sup>に対して、極めて大規模かつ高いレバレッジをきかせたショートポジションを取った。2007 年にはポールソンのファンドは 590%の極めて高いリターンを達成した (BusinessWeek, 2007 年 3 月 8 日)。

同年の終わりには、ジョン・ポールソンは、金融市場最大の 150 億ドル (1.5 兆円) の取引に成功する。結果的に、シティグループのプリンス (Chuck Prince)、リーマン・ブラザーズのファルド (Richard Fuld)、メリルリンチのオニール (Stanley O'Neal,) といったウォールストリートの大物を「出し抜いた (outwitted)」ことになる (ザッカマン 2009)。

GS は、サブプライム問題表面化により他の投資銀行の業績が軒並み悪化した 2007 年決算 (11 月末) において前年度比 20% を超える増収・増益を達成し、過去最高益を記録している。ポールソンに対する報酬は、2007 年単年で 37 億ドル (3,700 億円) であり、ヘッジファンド業界歴代最高報酬と報道されている (New York Times, 2009 年 12 月 23 日, 毎日新聞 2010 年 4 月 18 日など)。その後、ポールソンは、2008 年 9 月には英国の主要銀行 (Barclays, Royal Bank of Scotland, HBOS, Lloyds TSB) について、それぞれ約 3 億ポンド (約 500 億円) 前後ショートし、世界金融危機による価格暴落後の 2008 年にも莫大な利益を得ている。

ポールソンの 2009 年末の AUM は \$320 億ドル (3.2 兆円) となった。2007 年末・2008 年末における全米トップ 5 ヘッジファンドのランキングと AUM は表 1 の通りである。

表 1: 全米トップ 5 ヘッジファンド (2007 年末および 2009 年末)

| 全米順位 |      | ヘッジファンド名                    | 所有者                 | AUM (Billion US\$) |        |
|------|------|-----------------------------|---------------------|--------------------|--------|
| 2007 | 2008 |                             |                     | 2007 末             | 2008 末 |
| 1 位  | 1 位  | Bridgewater Associates      | Ray Dalio           | \$38.6             | \$37.0 |
| 2 位  | 2 位  | JPMorgan                    |                     | \$32.9             | \$36.0 |
| 3 位  | 3 位  | <b>Paulson &amp; Co.</b>    | <b>John Paulson</b> | \$29.0             | \$27.0 |
| 4 位  | 4 位  | D.E. Shaw Group             | David Shaw          | \$28.6             | \$26.0 |
| 5 位  | 6 位  | Och-Ziff Capital Management | Daniel Och          | \$22.1             | \$20.7 |
| 6 位  | 5 位  | Soros Fund Management       | George Soros        | \$21.0             | \$24.0 |

出所: Absolute Return Magazine, 2007 年、2008 年いずれも 12 月 31 日末現在

## 2.3 米国政府の訴追と組成・販売者サイドの反論

この事件について、SECが組成・販売を行ったGS&Coに証券詐欺が成立しえるとして訴追したのは、表2に示したロジックによる。

表 2: SEC 側のロジック

|     |  |  |
|-----|--|--|
| (1) | ポールソンのリクエストによるファンド組成 (Paulson's request)                       | ポールソンは、サブプライムローンは近い将来焦げつくと考えた。サブプライムRMBSのパッケージをシンセティックCDOとして組成して売り出し、自らはクレジット・デフォルト・スワップ(Credit Default Swap: CDS)のプロテクションを買えば、巨額の利益を得ることが出来ると考えた。ポールソンは、サブプライムローンCDOの値下がりには賭ける投資を行いたいとGS&Coに持ち掛けた。二者は2007年1月に会合を持ち、GS&Coはリクエストに応じて翌2月、アバカスを組成した。同年4月、ポールソンはGS&Coに対して、1,500万ドル(15億円)の手数料を支払った。 |
| (2) | ポールソンの資産選定への関与 (Paulson's heavy influence on selection)        | アバカスのポートフォリオ組みこみ資産選定は、実際にはポールソンによって行われた。すなわち、どのRMBSを投資ポートフォリオに組み込むかは、ポールソンが決定していた。トゥールは、ポールソンを「トランザクション・スポンサー」と呼んでいた。  |
| (3) | ポールソンのアバカス価格下落への賭け (Paulson's bet against the mortgage market) | ポールソンは、住宅ローンが債務不履行となった場合に備えるCDS契約によりプロテクションを2億ドル(200億円)購入した。すなわち、ポールソンは、近い将来クレジット・イベントを起こすことが期待されるRMBSを選ぶ経済的動機があった。アバカスは、2007年10月24日にはうち80%、翌2008年1月29日にはうち99%が格下げとなった。アバカスの価格は暴落し、投資家サイドには10億ドル(1,000億円)の損失が発生した。一方、ポールソンはCDSによるプロテクションにより、約10億ドル(1,000億円)の利益を得た。                             |
| (4) | 決定的情報の非開示 (non-disclosure of vital information)                | 組成・販売者であるGS&Coは、投資家に対するマーケティング資料において、アバカスはポールソンによって資産選定されたものであるという決定的な情報についての開示を行わなかった。  |

|     |                                  |  |
|-----|----------------------------------|--|
| (5) | 投資家の誤った誘導<br>(mislead investors) | GS&Co は、独立・中立的第三者でありクレジット・リスク分析に経験の深い ACA がシンセティック CDO の原資産証券の選定を行っている」と説明し、誤った誘導をしていた。                    |
| (6) | 虚偽の説明                            | GS&Co とポールソンは、ポールソンがアバカスのあるレイヤーの値下がりに対して2億ドル(200 億円)賭けているという事実には触れず、逆にアバカスに対して2億ドル(200 億円)投資していると虚偽の説明をした。 |

出所： SEC 訴状、New York Times 4 月 17 日、日本経済新聞 4 月 17 日、Wall Street Journal 4 月 20 日、Newsweek 4 月 19 日などから筆者作成（すべて 2010 年）

訴状の中で、SEC は次のように問題点を整理している。第一点目は、GS&Co は、ポールソンのリクエストに応じてトランザクションをアレンジしていることである。第二点目は、ポールソンは CDO の価格が下落することに伴う自らの経済的利得に叶うポートフォリオ選定に強い影響力を有したことである。第三点目は、トランザクションをプロモートするマーケティングマテリアルにおけるポートフォリオ選定過程に関する説明においてポールソンの役割およびポールソンが投資家とは逆の経済的利害 (adverse economic interest) を有していることは投資家にディスクローズされなかったことである。

組成・販売を行った当事者である GS&CO はこれに対し、2010 年 4 月 16 日、「SEC の主張は法律と事実に全く基づいておらず(completely unfounded)、当社は強く異議を唱え、当社とその名声を守るため、徹底的に戦う」との公式見解を発表した。GS&Co の反論のポイントは表3の通りである。

表 3： GS&Co 側のディフェンスのロジック

|     |                                       |  |
|-----|---------------------------------------|--|
| (1) | 広範な情報提供<br>(extensive disclosure)     | 投資家にはシンセティック CDO の裏付け資産について広範な情報提供を行っている。  |
| (2) | 洗練された投資家<br>(sophisticated investors) | 販売は IKB(ドイツ産業銀行)など、高度な知識を持つ洗練された投資家にのみ行われた <sup>iii</sup>  |
| (3) | 自らの損失<br>(own loss)                   | シンセティック CDO の価格急落からは、GS&Co 自らも 9,000 万ドル(約 90 億円)の損失を出した   |
| (4) | 企図の欠如<br>(no design to lose money)    | お金を失うことを企図してポートフォリオを組成するはずがない(We did not structure a portfolio that was designed to lose money.) |
| (5) | 売り手と買い手の存在<br>(buyers and sellers)    | 市場での取引には必ず売り手と買い手が存在する。こうした訴えを全て聞き入れることは市場の崩壊につながる。  |

出所： Bloonburg.com, 4 月 17 日、日本経済新聞 2010 年 4 月 17 日、毎日新聞 2010 年 4 月 17 日など

SEC はポールソンの関与を情報開示しなかったのは GS&Co の責任であるとしてポールソンサイドの提訴は行っていない。しかし、ポールソンも反論の声明を発表した。その主張は表4の2点である。

表 4: ポールソン側のロジック

|     |   |  |
|-----|---|--|
| (1) | ACA が担保責任者<br>(ACA as a collateral manager) | 担保責任者としてシンセティック CDO のすべての担保の選定において単独の権限を持っていたのは ACA である  |
| (2) | トリプル A の格付け<br>(Triple A Rating)            | シンセティック CDO は後に格付け会社のムーディーズ (Moody's Investors Service) 及び S & P (Standard & Poor's.) によりトリプル A の格付けを付与されている |

出所: Bloomberg, 2010 年 4 月 16 日

ここで最大の争点となるのは、ポートフォリオの選定を行った実質的主体がポールソンであったのか、それともACAであったのかという点である。

ブラック (William Black) は、ポールソンは自らの利益のため、考え得る最悪のアセット (worst conceivable asset) を組み込んだと解説する (Bloomberg TV, 2010年04月16日)。一方、GS&Co側弁護士であるサリバン&クロムウェル (Sullivan & Cromwell) は、GS & Coは、ACAを「簡単に操作可能なおろかな騙されやすい者 (mindless dupe that could be easily manipulated)」として雇ったはずがないとしている。

この点について、専門家との文書による意見交換およびインタビューを行った。「SEC のComplaintに記載された通りであるとすれば、GS は敗訴する可能性がある」としながらもACA側が展開し得るロジックについて次の可能性がある」と説明している。

|  |                                 |
|--|---------------------------------|
| 年月日  | 文書による意見交換: 2010年4月25日、2010年5月9日 |
| (場所)   | インタビュー: 2010年5月11日(東京)          |
| 「ポールソンが、選定されるべきポートフォリオを ACA に形式的に『提案』したとしても、もしACA の実質的な認定のもとに行っていたとすれば、ACA が“Portfolio Selection Agent”となり、その点に関する GS の反論に正当性を与えることになるであろう」  |                                 |
| 「ここでのポイントは、独自のデュー・ディリジェンス (due diligence: 投資対象の実態および適格性を把握するための正当な調査・審査) を経ていたかどうかである。最終的にデュー・ディリジェンスを経て独立の第三者(この場合 ACA) がポートフォリオ選定を行っていたら、ショート取引を行っている顧客が選定に関する『提案』を行うことが法的に禁止されるものではないと解することは可能である。またそのような『提案』レベルの |                                 |

事実を開示することが法的に要求されているとは断言できないとも考えられる」

「このロジックに基づけば、ACA は、同社において独自のデュー・ディリジェンスを行った上で自らポートフォリオ選定を行ったのであり、ポールソンは、参考意見を述べたにすぎないと主張することが想定される。そのような主張が ACA からあった場合、SEC が、ポートフォリオの選定は『実質的に』ポールソンが、単独あるいは共同で行ったことを証明することは、容易ではないとも考えられる。刑事 (criminal) 訴訟ではなく民事 (civil) 訴訟であることから、この証明は、『証拠の優越』で足りる。しかしながら、この点について ACA を論駁することは、必ずしも容易ではないとも考えられる」

「今回のディールは、ポールソンによる提案から始まったとされる。しかしながら、そのことについては、このような個々の取引の沿革の開示までは、法的には要求されていないとも考えられる」

出所： 文書による意見交換およびインタビューから筆者作成

### 第3節： 出し抜き (Outwitting)、騙し (Deception)、詐欺 (Fraud)

#### 3.1 ゲームとしてのビジネス

ビジネスにおける競合は、ゲームの側面も持っている。まして、金融マーケットにおいては、取引は勝負である。ザッカマン (2009) が、大手金融機関に対する逆張りによって巨額の利益を得たポールソンは「出し抜いた (outwitted)」との表現を使っていることは前述した通りである。

SEC 法規執行局長 (Director of the Division of Enforcement) であるクザミ (Robert Khuzami) は、声明で「プロダクトは新しく複雑だが、騙しと相反は昔ながらで単純だ」と述べている。ここで、「騙し」に相当する英語としては“deception”が使用されている。

また、訴追の公式文章の中で SEC はアバカスの組成・販売者を詐欺の疑いで訴追している。ここで「詐欺」を表す英語として使われているのは“fraud”である。

本節においては、「出し抜き (outwitting)」「騙し (deception)」「詐欺 (fraud)」の 3 つの用語を対比しながら、SEC および組成・販売者のロジックを分析する。

##### 3.1.1 出し抜き (outwitting, outsmarting, outfoxing)

「出し抜き」を意味する outwit は、競合相手を上回る機知 (wit) で勝つことを意味する。才気 (smart) で相手の計略の更に裏をかいて勝つことを意味する“outsmart”の類義語である。しかしこの「賢さ」がわずかに「ずる賢さ (fox)」に近い意味合いを持つようになる。 “outfox”という言葉<sup>iv</sup>になり、「騙し」や「欺き」と境界線を接して隣り合わせとなる。ニュアンスの違いはあるものの、これらはいずれもゲームとして勝つために必要な「知恵比べ」の性質が強い。犯罪性の含意は弱く、むしろ「してやったり」「たいしたもの」「おみごと」といった含意もあり、「ビジネス」の本質のひとつであるとも考えられる。



### 3.1.2 騙し(deception, trick, cheating)

一般的な「騙し」を意味する“deception”は、13世紀初頭から使われ始めた。「～から」を意味する接頭語 *de-* が、「取る」を意味するラテン語 *capere* と合わせ、「～から取る」という意味を持ち、騙し取る意味合いに転化した。その類語としては、巧妙な策略で騙す“trick”や不正な手段で騙す“cheat”などがある。すなわち、一般用語としての「騙し、ごまかし、そのための手口」が“deception” “trick” “cheating”などである。言葉としての守備範囲は広く、それぞれ一般的な文脈で生活上にも使用される。ただし、trick には手品のように喜んで騙される場合も含み、また cheating はやや経度の騙しを意味するのに対して、deception は相対的に重大性の高い虚偽の「騙し」と考えられる。

### 3.1.3 詐欺(imposture, swindle, fraud)

「詐欺」は法的な罪としての欺き(criminal deception)である。fraud は、それより後の14世紀中葉から使われた。ラテン語 *fraudem*(欺く)に起源をもつ。deception およびその類語と比較して、よりシリアスかつ重大な「欺き」が fraud であると考えてよいであろう。欺きと犯罪の双方を内包する類語には、swindle や imposture などがある。前者は、お金に関わる犯罪的な意味合いが強調され、後者は他人を装って騙すことを強調している。以上をまとめると、表5の通りとなる。

表5: 出し抜き・騙し・詐欺の比較

|                      |      |             |                        |
|----------------------|------|-------------|------------------------|
| ゲーム性:強<br>犯罪性:弱<br>↑ | 出し抜き | outwitting  | (相手を上回るより賢明な方法で)出し抜くこと |
|                      |      | outsmarting | (相手の計略を上回る才気で)更に出し抜くこと |
|                      |      | outfoxing   | (相手を上回る悪知恵で)裏をかくこと     |
| ↓                    | 騙し   | trick       | (巧妙な策略で)他人・相手を騙すこと     |
|                      |      | cheating    | (不正な手段で)他人・相手を騙すこと     |
|                      |      | deception   | (虚偽などで)他人・相手を騙すこと      |
| ゲーム性:弱<br>犯罪性:強      | 詐欺   | imposture   | (他人をかたる)詐欺、詐称し欺くこと     |
|                      |      | swindle     | (金などを)騙し取ること、ペてん、欺瞞    |
|                      |      | fraud       | (不正な手段で)騙し欺くこと、詐欺      |

出所: 筆者作成

### 3.2 アバカスと「騙し」

アバカスについては、まずポールソンにはサブプライム債権は下落するという目論見があり、従ってサブプライムのファンドをショートできれば利益を得ることができると考えていた。そのポジションを構築するためのスキームとしてシンセティック CDO を組成したのが GS&Co である。ただ一人個人として訴追された担当責任者トゥールおよび GS&Co 幹部は、ポールソンの投資家と反対の経済的利害を事前に知っていた。組成にあたっては、ポールソンは自らの利害に合致する形で参照資産を選ぶから、ポールソンの選択が正しければ通常の RMBS の CDO よりは更にデフォルト確率は高くなり得る。GS&Co はそのようなシンセティック CDO を、不動産価格の上昇によって利益の出る商品として他の投資家に販売した。結果的に投資家は巨額の損失を出し、ポールソンは莫大な利益を得た。

このケースは、「騙し」や「詐欺」に該当するのであろうか。本稿の目的は、法律的な解釈を行うことではなく、また筆者の能力を超える。しかし、アバカスのケースが、犯罪にあたるかどうかについて、第一に、ビジネスとして認められる相互の出し抜き (outwitting) を超えて、騙し (deception) の要素を持っていたかどうか、第二にそれが詐欺罪 (fraud) を構成するかについて考察することには一定の意義があると思われる。

山岸 (1998) は、「信頼」を構成する要素について、「意図」と「能力」があるとする。逆に言えば、「騙し」を構成するのも、「意図」の存在と相手の「能力」(情報の非対称性および情報処理能力) であると考えることができる。GS&Co が「騙し」ではないとした論拠は、表 6 の通りである。

表 6: 騙しでないとする論拠

|     |                |  |
|-----|----------------|--|
| (1) | 市場における出し抜きの正当性 | ポールソンには他の案件も含め常に「出し抜こう」とする意図は常にあった。しかし、出し抜きはビジネスのむしろ本質であり、まして相場は買い手と売り手がいなければ成立しない。価格が動けば必ず一方が利益を得、他方が損失を出す。「市場には必ず売り手と買い手がいる」という弁明は、出し抜きあいの正当性点についてのコメントと解釈できる。 |
| (2) | 騙しの意図の無さ       | GS&Co が「お金を失うためにポートフォリオを組成するはずがない」と述べているのは、出し抜くことはあっても騙しの「意図」があろうはずがないということを経験的ロジックとして述べたものである。また、自らも損失を蒙ったことを述べているのは、結果として意図の無さを証明し、「騙し」に該当しないとの見解を述べていることになる。  |

|     |                         |   |
|-----|-------------------------|---|
| (3) | 情報収集能力および処理能力(限定的な情報格差) | 例え「意図」があったとしても、相手もプロであれば、十分な情報収集能力および処理能力があるはずである。GS&Co が述べている「購入したのは洗練された投資家であった」というのは、十分にフェアな土俵でのビジネスであり。それゆえ「騙し」には該当しないというロジックを構成する。 |
|-----|-------------------------|---|

出所：各種報道より筆者作成

アバカスについては、組成の時点で欺く意図があった。少なくとも最初からポールソンは投資家とは逆の経済的利害を持っていた。その状況証拠として考えられているのが、トゥールが販売を間近に控えた自ら友人に宛てて書いた下記のメールである。トゥールは、GS&Co のストラクチャード・プロダクト・コーリレーション・トレーディング・デスクの VP であり、主としてアバカスの組成および販売の担当責任者をつとめていた。メールの日付は、2007 年 1 月 23 日で、GS&Co とポールソンの間でのミーティングがあった時期に該当する。

「システムのレバレッジはどんどん高まっている。ビル全部(CDO 全体、あるいは不動産市場全体)が、いまや崩壊寸前。そこでたったひとり生き残り得るのは、この華麗なるファブ・トゥール様だ。この化け物たちが一体本当には何を意味するのかを必ずしも理解しないで創り上げた、コンプレックスで、ハイレバレッジで、エキゾチックなトレードの真中に立って！」

"More and more leverage in the system, The whole building is about to collapse anytime now...Only potential survivor, the fabulous Fab[rice Toure] ... standing in the middle of all these complex, highly leveraged, exotic trades he created without necessarily understanding all of the implications of those monstrosities!!!"

出所：2010 年 4 月 16 日 SEC 訴状、筆者翻訳

2007 年 2 月は、HSBC がアメリカの住宅ローンで重大な損失を受けたことを認め、リスクが最も高い CDO トランシェを専門に購入していたヘッジファンドが被害を蒙り、サブプライム問題の兆候があらわれたとされる月である(ファーガソン 2008)。GS&Co 社内においては、サブプライム CDO のビジネスは暴落間近の局面を迎えたとの認識が十分に共有されていた。訴状の同ページに引用された同年 2 月 11 日にトレーディング・デスク幹部からトゥールに送られたメッセージは次のものであった。

「CDO ビジネスは終わりだ - もう、時間が足りない。」  
 “the CDO biz is dead we don't have a lot of time left.”

出所：2010 年 4 月 16 日 SEC 訴状、筆者翻訳

### 3.3 アバカス・ケースと「詐欺」

わが国の刑法 246 条によれば、詐欺罪とは、人を欺いて財物を交付させた者(十年以下の懲役)であり、前項の方法により、財産上不法の利益を得、又は他人にこれを得させた者も、同項と同様とすると規定している。「騙し」に加え被害者が明白に存在し、法律に照らした上での「犯罪」の要素が加われば、「詐欺罪」を構成すると考えられる。

わが国の法律においては、相手を「錯誤」に陥らせて(「欺罔行為又は詐欺行為」)、錯誤した相手がその意思に基づいて財物ないし財産上の利益の「処分行為」を行い、財物の占有又は財産上の利益が行為者ないし第三者に占有移転ないし利益移転された場合に、詐欺罪が構成されるとする。すなわち、出し抜こうとする意図があり、相手にプロであってもわからないように重要な事実を隠し、自らの経済的利得にしたことが立証できれば、「騙し」に加えて「不正」の要素が加わり、SEC の指摘する詐欺罪を構成する可能性はある。

組成・販売者である GS&Co は、投資家に対して、アバカスはその価格の下落にベットしているポールソンによって資産選定されたものであるという「決定的な情報」について開示を行なわなかった。そして、独立・中立的第三者であり信用分析で評価の高い ACA がシンセティック CDO の原資産の選定を行っていることを説明した。

他人に成りすまし他者を演じて騙す“imposter”はそのアイデンティティーを替え玉としての演技の中に持ち(ドブリーズ 1993)いわば陽性の詐欺師の面も持つ。それに対し、“fraud”は、物事を隠蔽する陰性の詐欺である。ACA がもし隠れ蓑であったことが立証されれば、実体を糊塗し隠蔽しようとした印象は強くなり、動機不純の確証を与えるであろう。これらが「詐欺(fraud)」と考えられる根拠となっている。

### 3.5 情報・意図・認識の有無と度合い

インタビューに応じた専門家は、GS&Co側が展開すると想定されるロジックについて、次のように述べている。

「今回の訴追においてGS の法的責任を問うためには、『過失』では足りない点が証明の難しさとなっている。訴状においてSEC は、違反の対象とされる条文によって、単なる過失(negligent)で足りるか否かについての使い分けを行っている。最も焦点が当てられるであろうと思われる証券取引法(the Securities Exchange Act of 1934)における Rule 10b-5(証券取引に関する詐欺及び不十分な開示を違法行為とする規制)<sup>v</sup>違反の点については、SECは、GS 側が “knowingly or recklessly”であったことを主張(訴状21ページ 74項<sup>vi</sup>)しており、“negligently”であるとしているわけではない。これは、SEC においては10-b(5) については単なる過失(negligently)を証明するだけでは十分ではないということを前提としているためであると考えられる。逆に言えば、10-b(5) 以外の違反の点については、SEC は、単なる過失で足りると考えているのではないかと思われる」

今後この事件がどのような司法の判断が下るかについては現段階では不明であるが、どの一線を越えれば「詐欺罪」を構成するのかが重要である。それは、正当かつ合法的競合としての「出し抜き」はどこまで、合法・非合法の双方を含む「騙し」と非合法的な「詐欺」の境界線はどこにあるのかについて考えることと同値である。その「一線」は、まさに“knowingly” “recklessly” “negligently”の間にあると考えられる。そして、この3つの用語は、「情報」「意図」「認識」の存在の有無あるいは度合いによって分類・整理することが可能である(表7)。しかしながら、証明することが最も困難であるのは、まさにそれらの存在の有無あるいは度合いである。

表 7 Knowingly, Recklessly, Negligently の違い

|                   | Knowingly<br>詐欺に該当する    | Recklessly<br>詐欺に該当し得る | Negligently<br>詐欺に該当しない |
|-------------------|-------------------------|------------------------|-------------------------|
| 情報<br>Information | 十分知っていて/<br>分かっていながら    | 半ば知っていなが<br>ら向こう見ずに    | そうとは知らずに                |
| 意図<br>intention   | 十分な意図を持っ<br>て/ わざと/ 故意に | 半ば意図を持って<br>無謀に        | 意図なく/ 不注意<br>により/ 過失により |
| 認識<br>recognition | 十分意識的に/<br>十分認識したうえで    | 半ばわかっていな<br>がら無分別に     | 認識なく/<br>無頓着に           |

出所：筆者作成

2009年10月には同種事件についてベアー・スターンズ(以下BS)の傘下ヘッジファンド運用者2名に対して証券詐欺容疑の刑事告訴が行われたが、検察側の敗訴となった。告訴内容は、結果的に破綻した2つのファンドの財務的健全性に関し、BSが2007年に投資家に対して虚偽を働いていたことであった。アバカスの事件とは類似点を有する。第一に、2名は住宅市場の崩壊を予期していながら、それを投資家に情報開示していなかったこと、第二に、裁判においては電子メールの証拠性が争点となったことである(Wall Street Journal, 2010年4月30日)。

少なくとも刑事責任を問うためには、GSもしくは同社社員によるアバカスの取引における詐欺行為の情報・意図・認識のいずれかが十分にあったことを立証しなければならない。しかし、情報・意図・認識など(intent)がいずれも頭と心の中の問題である以上、法律違反が十分知識・意図・認識を持って knowingly に行われたかどうかは、他者である検察側にとっては証明することが最も難しいのが通例であり、それがBSの件における敗訴につながった。

通常証明が難しい頭と心の中の問題が証明しえるのは、ログとして残った e-mail である。2010年4月、SECによる民事訴追後の上院常設調査小委員会(Senate Permanent Subcommittee on Investigations)において金融危機の根本的原因に関わる

公聴会 (public hearing on the root causes of the financial crisis) が開かれた。アバカスの販売を終えたトゥールが友人に送った e-mail (2007 年 1 月 27 日付) は、同公聴会でも取り上げられた。

「いずれにせよ、罪悪感を持っているわけではない。自分の本当の目的は資本市場をもっと効率的にして、最終的にアメリカの消費者がもっと効率的な方法でレバレッジしファイナンスできるようにすること。これが自分の控えめで高貴で倫理的な理由なのだ。それにしても、自分はなんて自分を説得するのが上手いのだろう！」

“Anyway, not feeling too guilty about this, the real purpose of my job is to make capital markets more efficient and ultimately provide the U.S. consumer with more efficient ways to leverage and finance himself, so there is a humble, noble and ethical reason for my job;) amazing how good I am in convincing myself !!!”

出所：2010 年 4 月 27 日公聴会記録より 筆者翻訳

「罪悪感を持っていないことについて自分を説得するのが上手い」という表現は、自分を説得しなければならないほど罪悪感の認識を持っていることの証明にもなり得るのではないだろうか。

### 3.4 売りと買いの対称性および情報の重大性

一方、詐欺の立証は難しいとするロジックには次のようなものがある。

第一点目として挙げられるのが、「売り(ロング・ポジション)」と「買い(ショート・ポジション)」の対称性である。CDS を原債権とする CDO であるシンセティック CDO を組成するためには、参照債権について CDS のバイヤー (クレジット・ショート) とセラー (クレジット・ロング) の双方が存在しなければならない。従って、ロング・ポジションを持つ投資家がいれば逆にショート・ポジションを持つ者がいること自体は自然なことであるとする議論である。

より一般的に言えば、あらゆる金融商品において、一方で売りたいニーズと他方に買いたいニーズがあり、それらをマッチするのが金融機関の本来的機能であるから、仮に、組成・販売したこと自体が罪であるとする、現在の金融業のビジネスモデル自体を根幹から揺るがすことになってしまうのではないかという議論である。文書およびインタビューによる意見交換に応じた前述の専門家は次のように指摘する。

「ある取引において、ロングとショートのポジションが存在することは、当然であり、また業界慣行として、投資銀行がロング・ショート双方の取引に関して仲介業者 (intermediary) として関与すること自体は、少なくとも法律に抵触するとは考えられていない。ロングの取引に関する投資家は、それに対応するショートの取引が存在し、同ショートの取引に、ロングの取引と同一の投資銀行が仲介業者として関与している可能

性があることは、周知であると考えられる。このような状況の下、同投資銀行がショート取引にも関与している(あるいはショート取引に関し、投資家が存在している)ということ、ロング取引に関する投資家に開示する法的な義務はないというのが、業界慣行であると考えられる」(2010年5月11日インタビュー)

立証の困難性を示唆する論拠の2点目は、情報の重大性(materiality)の証明の難しさである。ニューヨーク・タイムズは次の証券取引法の専門家の見解を示している。

「SEC が勝訴するために証明しなければならないことは、単にポールソンの役割について触れなかった(silent)ことではなく、実際に投資家に間違っただけの印象を与えたことである。開示されなかった情報が決定的に重大(material)であったことが必要で、これはその知識をもつ投資家は商品を購入しない意思決定をするかあるいは更に安くしなければ購入しないという法的な意味である」(New York Times, 19 Apr 2010 より、筆者翻訳)

「情報が重要であること」を立証するのは決して容易ではなく、法律家によって見解は分かれる。この件は、法的問題について、内容と文脈の双方からの詳細な分析を必要とすると考えられる。

## 第4節 . 利益相反とモラルハザード

### 4.1 倫理基準(ethical standards)と道徳的係留場(moral moorings)

2007年に不動産バブルが終了局面に入ったと見られる時期、特に情報の多い一部投資家の間では、不動産市場の崩壊によって利益を出せるようなディールを開始していた。そのため、GS&Co 以外にも多くの投資銀行が同様の手口で商品を組成・販売していたのではないかと疑いは濃厚であり、既にアバカス・ケース以前にも調査が始まっていた。その一例としては、シカゴのヘッジファンドであるマグネター(Magnetar)との取引による、ドイチェバンク(Deutsche Bank)・メリルリンチ(Merrill Lynch、以下ML)・JPモルガン・チェース(JPMorgan Chase)の利益相反のケースが挙げられる。

取引の内容は、アバカスと同様シンセティック CDO 関連証券の下落によりマグネターに利益が出る内容だった。(マグネター自身はマーケット・ニュートラル戦略の一環であったと応えている。)既に2009年6月12日に、マグネターが組成に関与したCDO「ノーマ(Norma)」に関して、オランダのラボバンク(Rabobank<sup>vii</sup>)がMLを提訴している。NY地裁に提出した訴状によると、MLは、顧客である著名ヘッジファンドと組んで、モーゲージ証券市場の下落に賭けるテーラーメイドの商品としてノーマを組成した。MLは、他にも4件のシンセティック CDO を、この空売りヘッジファンドと協力して組成したと主張している。これらの動向から、SECは、「アバカス」以外にも調査を拡大する方針を示している(Reuters 2010年4月19日、Wall Street Journal 2010年4月20日他)。

他の投資銀行も類似の事案に関わっていたことが報道されていることから、この事案は、アバカスに特殊的あるいはGS&Coに特殊的というより、証券化商品自体に内

在する問題であったとする議論もある。しかし、どのような議論が法的厳密性を伴って行われたとしても、そもそもウォール街では不正なゲームが行われているのではないかという疑念が一般に深まってしまったことは確かである。

トゥールの e-mail は、アバカスが法的に詐欺罪を構成するかどうかとは別の次元で、この取引が倫理的であったかどうか、あるいは道徳的であったかどうかについての議論を呼び起こした。公聴会においてマケイン (John McCain) 上院議員は次のように述べた。

「ゴールドマンが何か違法性のあることを行ったかどうかは分からないし今日の討議の主題となるであろう。しかし、こうした e-mail やこの小委員会が見つけた情報に基づく限りでは、彼らの行動が倫理にもとることに疑いはなく、法廷と同様米国民が審判を下すことになるであろう」

“I don't know if Goldman Sachs has done anything illegal on those charges have been brought and it's going to be a subject of a lot of our discussion today. But, from the reading of these e-mails and the information that this committee has uncovered, there's no doubt their behavior was unethical and the American people will render a judgment, as well as the courts.”

2010年4月27日公聴会記録より 筆者翻訳

ザッカマンによれば、ポールソンは、同様のプロジェクトをいくつかの投資銀行に持ち込んでいる。ザッカマンは、GS&Co のほか、ドイチェ・バンク (Deutsche Bank) も提案を問題なしとして受け入れ、協働を決定したとしている。ポールソンは 50 億ドル (5000 億円) にのぼる CDO に対して逆張りを行うことができた (ザッカマン 2009)。

一方、ポールソンの提案を拒否した会社もあった。たとえば、ベア・スターンズのシニア・トレーダーであったエイチエル (Scott Eichel) は、受け入れなかったひとりである。エイチエルはポールソンの提案を不相当だと考えた。一方で投資家に対してそのプロダクトを販売しつつ、他方でベア・スターンズはポールソンがそのファンドに逆張りをするのを助けるのは、自らの倫理基準 (ethical standards) を満たさなかったし、評判にかかわる問題 (reputation issue) になるばかりか、道徳的羅針盤 (moral compass) にも合致しないと考えたと述べていたのである (ザッカマン 2009)<sup>viii</sup>。

バークシャー (Berkshire) のマンガー (Charlie Munger) は、GS は非合法的なことは行っていないが、今回の訴追の対象となった事案については「社会的に望ましくないこと (socially underivable)」であるとし、業界が全体として道徳的係留場 (moral moorings) を失ったとインタビューに答えている (Wall Street Journal, 30 April 2010)。

以下、契約自由の原則の例外に続いてモラルハザードの観点から考察を進める。



#### 4.2 契約自由の原則とモラルハザード

アバカス・ケースでは、GS&Co の組成と販売について証券詐欺だとしており、ポールソンは訴追されていない。しかし、ポールソンが当該シンセティック CDO について CDS 取引をしていたことについては、どう考えるべきであろうか。CDS は相対取引であるが二者間の合意さえあればどのような CDS 契約であっても自由に当事者間で交わしてよいのだろうか。

アバカス・ケースについては、部分的には CDS 契約としての正当性があるかどうかの観点から考察することも可能である。契約には、「契約自由の原則(principle of freedom of contract)」がある。それは「契約については、当事者は、合意によって自由に決定することができる」という民法上の基本原則であり、表 8 に整理した 4 つの自由があるとされる。

表 8： 契約自由の原則

| 自由         | 内容                        |
|------------|---------------------------|
| 契約締結自由     | 契約自体を締結するか締結しないかを自由に決定できる |
| 契約相手方選択の自由 | 契約の相手方を自由に決定できる           |
| 契約内容自由     | 契約の内容を自由に決定できる            |
| 契約方式自由     | 契約の方法(口頭か契約書かなど)を自由に決定できる |

出所： 筆者作成

しかし、あらゆる原則に例外が存在することは、契約自由の原則においても同様である。特に、高度資本主義下における契約の場合は、各種法律は、知識や力に差がある場合などにおいて、契約自由の原則は制限される(例：消費者保護法・労働基準法・借地借家法・建設業法など<sup>ix</sup>)。一番の例外は、そもそも「契約自由の原則」が成立し当事者が自由に締結できるのは、「公の秩序や強行法規に反しない限り」(第 90 条 公序良俗違反の法律行為の無効)に限るということである。もし CDO がモラルハザードを引き起こし、「公の秩序に反する場合」には、その契約は無効となり得る。

アバカスのケースでは、当該シンセティック CDO を参照証券する CDS において、プロテクションのバイヤーとセラーの間でクレジット・リスクが取引された。CDS においてはセラー(クレジット・ロング)がリスクを引き受ける見返りにバイヤー(クレジット・ショート)はプレミアムを支払う。クレジット・イベントが発生した場合には、清算価格以外の全額を受け取ることが出来る仕組みであるから、バイヤーにはセラーのクレジット・イベントから利益を得ることができ、クレジット・イベントの発生を期待することが合理性であるということになってしまう。

プレミアムのバイヤー側は、方法さえあれば参照証券のパフォーマンスに悪影響を及ぼす行動を取っても不思議ではない。例えば、CDS のバイヤーが証券会社の場合、不利な分析レポートをアナリストが書くこと、空売りを浴びせること、CDS のバイヤーが

銀行の場合にはローンの借り換えに応じないことなどが、デフォルトを実現する手法として理論的には可能となる。クレジット・イベントが起きるように手を加える誘引が働く。これは、自らを受取人とした保険を買ってから、被保険者に対する殺人を起こすのと同じ誘引であり、モラルハザードであるといえる。

アバカス・ケースでは、特定の企業のクレジット・イベントではなく、数多くのRMBSを組み合わせたシンセティック CDO がレファレンスであるから、個々の案件を操作することは難しい。しかしながら、ここでの「トリック」は、それらの債権の選定はポールソンの影響下で行われた可能性が強いということである。ポールソンには、シンセティック CDO の価格が大きく下落するとコンフィデンスがある。従って、自らが証券選択する場合には、同じレーティングの債権であっても将来の下落が更に確実なものを選ぶのが経済合理性に叶うことになる。

#### 4.3 CDS と保険の違い

世界金融危機以前、CDS は「保険」と説明されることが多かった。例えば日本の証券会社のレポートは次のような表現を行っている。「平易に言い換えれば、CDS はまさに備えての保険である。一方、CDS の売り手は、当該企業が破綻しなければ、プレミアム部分(保険料)が利益となる」(三菱 UFJ 証券 2008)。

保険の本質は、言うまでもなく大数の法則によるリスクの分散である。CDS は 1 対 1 の相対取引であり、1社でリスクをまるごと引き受けなければならない。CDS は擬似保険であって保険ではない。これを説明のために「擬似保険」としたことがそもそものトリックだったといえるかも知れない。第一に、CDS は災害や不幸に対して金銭的に助け合うといった相互扶助の精神はなく純粋な「取引(transaction)」である。第二に、保険が損の補填であるのに対して、CDS は純然たる「儲け(bet)」になり得る(以下、単純な賭けとしての CDS を「実体のない CDS」と呼称する)。第三に、大数の法則で守られずリスクに直接「曝露(exposure)」されている。第四に、保険が独立事象に対するものであるのに対して、信用は本来的に相互に関係しあう「従属事象(dependent/ systemic)」である。最後に、保険でないために「規制・監視の対象外(unregulated)」である。

保険として説明されていた CDS が、実は「保険」ではなく、むしろ、住宅ローンの破綻自体を本人たちの知らないところで「賭け」の対象としたものであったことは、一般の人々を驚かせるに十分であった。通常、保険購入のコストは「費用」であり「経費」処理の対象であるが、CDS においてはプロテクションの買いは「投資」であり、場合によっては「投機」となる。一般の人々の破綻がバイヤーにとっての巨額の利益となる場合もあった。ポールソンの場合は、住宅市場の下落に賭けていたわけであるから、この点については該当する。そこから先は、ポールソンが自らの利益のために、自ら価格が下落する証券を意図的に選択していたのかが重要なポイントになる。CDS という商品には、特に実体のない CDS についてはモラルハザードを起こす構造を内包してい

る。「保険」・「実体のある CDS」・「実体のない CDS」の差異を、表 7 に整理した。

表 7: 保険・実体のある CDS・実体のない CDS の差異

|              | 保険                      | 実体のある CDS                 | 実体のない CDS                 |
|--------------|-------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 取引形態         | 1対多                     | 1対1                       | 1対1                       |
| 大数の法則        | 従う                      | 従わない                      | 従わない                      |
| 当局の規制・監視     | 受ける                     | 受けない                      | 受けない                      |
| 根本の原理・発想     | 相互扶助                    | 取引                        | 取引                        |
| 事象の独立性       | 独立事象                    | 独立でない事象                   | 独立でない事象                   |
| 費用の支払い       | 損害に備えるが保険料(プレミアム)を支払う   | バイヤーがスプレッドを支払う            | バイヤーがスプレッドを支払う            |
| 保険金(相当)の受け取り | 損害を受けた当事者が受け取る          | CDS のバイヤー(損害を受けた当事者)が受け取る | CDS のバイヤーが受け取る(損害は受けていない) |
| 対象となるもの      | 存在する                    | 存在する                      | 存在しない                     |
| イベントの性質      | なんとしても避けたいイベント          | 出来れば避けたい                  | 債務不履行 = 望ましいイベント          |
| 受け取り金の性質     | 損失の穴埋め                  | 損失の穴埋め                    | 利益                        |
| 購入コストの性質     | 経費・費用                   | 経費・費用                     | 投資・投機                     |
| リスク選好        | リスク回避                   | リスク回避                     | リスク選好                     |
| インセンティブ      | ネガティブなイベントが起きないように気をつける | ネガティブなイベントは起きて欲しくない       | イベントを招くように仕掛けるインセンティブがある  |

出所: 筆者作成

例えば火災保険は、火災が起きて損失を被った個人や法人のところに払い戻される<sup>x</sup>。そしてその保険は直接的な形で、被保険者を守っている。最初にローンを貸し出した銀行等がCDSという保険を買ったときには、「貸し手の被った損失の穴埋め」であるから、それと同じ意義がある。

何よりも大きな質的違いとして指摘すべきなのは、火災が「火災保険」のバイヤーにとっては全力で避けたいネガティブなイベントであるのに対して、実体のないCDSのバイヤーにとって火災はポジティブなイベントにすり替わってしまうことだ。「さかさま」が起これ、モラルハザードの契機となるのはこの点である。

他人の家屋の火災保険の支払いを受けるために火をつけたとすれば重大な犯罪である。CDSを購入したうえで、当該企業の売り推奨レポートを出したり株式を空売りしたり融資を止めて倒産確率を高めるのは、それと同様である。

CDS は、元々は「破綻という不幸が起こった場合に、その資金の貸し手の損を補填する」保険である。そのリスクをいわば外部に切り離す(lay-off)するのがCDSであり、損失の補填(マイナスをゼロにする)意味で擬似保険であった。本来、CDSにおいては、デフォルトが起こった場合には、「貸し手の損失を補填するため」の名目で資金は債権者の元に戻る。破産した原債務者のもとに渡るわけではない。

表が示しているのは次の事実である。実体に基づく CDS は、保険ではないが、保険の性質は有する。しかし、実体に基づかない CDS は、保険とは全く異なるものである。モラルハザードは、保険につきまとう構造的かつ根源的問題であるが、実体のない CDS は、更に根源的な問題としてモラルハザードの可能性を孕んでいる。

ポールソンは、直接的に不動産市場の暴落を引き起こせるわけではない。しかし、一方で不動産市場の上昇によって利益の出るシンセティック CDO を組成しながら、専門的知識によってその暴落に賭ける行動についてはどう考えるべきであろうか。アバカスにおけるポールソンの影響力とポジションを事前に知らされて、投資家はアバカスの購入を控えた蓋然性は高い。その事実を隠蔽したのが、そのことを分かっていたからだとすれば、隠蔽の事実についてはモラルハザードと言える可能性はあると考える。

毎日新聞は、社説において次のように述べている。「単純化して例えると、こうなる。ゴールドマンはヘッジファンドという名の車両技術者が細工した欠陥ブレーキ付き自動車を販売、車両技術者は車が事故を起こすたびに保険金を受け取れる手続きをとっており、結果的に大もうけした(毎日新聞 2010 年 4 月 19 日)<sup>xi</sup>」もともと欠陥のある金融商品を創り上げ、自らの利益のために意図的に組成・販売していたことが立証されると、保険におけるモラルハザードが生じていたことは明らかとなる。

#### 4.4 後知恵(Hindsight)

しかしながら、この証券選択がモラルハザードであるかどうかについては、微妙な点もある。なぜならば、価格が下落する債権を個別に選ぶ意図があったとしても、必ずしも結果が伴うとは限らないからであるこの点に関し、GS 側の弁護士であるサリバン & クロムウェルは次のように述べている。

「住宅市場の下落は、初めからわかりきっている結論 (foregone conclusion) ではないため、SEC が「完璧な後知恵 (perfect hindsight)」のレンズを通して考えるのはミスリーディングである (New York Times 19 Apr 2010)」

同記事は、重要情報であったことの証明の難しさとして、フェレル (Allen Ferrell) の見解を引用している。

「この訴訟は、一般的でない「重要情報 (material information) の定義に依拠している。通常、重要情報とは、不動産についてのものであり、ある者のマクロ経済的イベントについての見方 (prediction) についてのものである。従って、ポールソンが不動産市場について強気 (bullish) であろうと弱気 (bearish) であろうと、誰が問題にするであろうか。ポールソンの将来の住宅価格についての個人的意見が何であり、投資家はその元となっているモーゲージに対するアクセス (access to the underlying mortgages) を有するであろうか」 (New York Times, 19 Apr 2010、筆者翻訳)

この点は、サリバン & クロムウェルの主張を裏付けるものである。サリバン & クロムウェルは、投資家が使用する情報について次のように述べた。

「投資家が自らの意思決定のために分析し使用するの、それを選択した者の経済的利害ではなく、アセットについての具体的情報 (concrete information on the assets) である」

しかしながら、少なくとも、ポールソンと投資家の経済的利害が全く正反対であったのは確かである。それが理由で、ACA を中立を装った「第三者もどき」として立てたのだとすれば、その点において情報を“knowingly (意図的・意識的)”に隠匿しようとしたとの疑義は残ると言えるだろう。

#### 4.5 他の商品、刑事訴訟の可能性、他国からの訴追

証拠をそろえる難しさがあるとはいえ、民事訴追から僅か半月の間に、アバカスの事件は他の商品、刑事訴訟の可能性、他国からの訴追と、広がりを示した。

GS においては、アバカス以外の商品に対する追求は、2010 年 4 月、民主党のレビン (Carl Levin) 上院議員による GS 幹部に対する 10 時間以上にわたる厳しい追及の中で行われた。中でも 2007 年 3 月に発売されたハイブリッド CDO である「ティンバーウルフ 1 (Timberwolf 1)」と名づけられた商品は、顧客の犠牲において同社が利益を得た例として問題になった。ティンバーウルフ 1 は、住宅債権の値動きを商品とした他の CDO から組成された複雑度の高い CDO Squared である。同 CDO の規模は 10 億 US ドル (1,000 億円) であり、そのうち 300 億円はベア・スターンズのヘッジファンド向けであった。

GS 社内のモンタグ (Thomas Montag) からモーゲージ部門責任者であったスパークス (Daniel Sparks) 宛に書かれた e-mail (2007 年 6 月 22 日付) においては、この取引について、クソみたいなディール (one shitty deal) という言葉が複数回使用されており、公聴会においては繰り返し引用された。

「まったく、あのティンバーウルフは、クソみたいなものだった」

"Boy, that Timberwolf was one shitty deal."

出所： 2010 年 4 月 27 日 公聴会記録 (2007 年 6 月 22 日付 e-mail)

公聴会においては、スパークスに対し、そのメールの後で、すなわちティンバーウルフ 1 が不幸な結果をもたらすものであることを十分認識した上で、同商品をファースト・プライオリティーとして積極的に販売し続けたことが追求された。数々の社内 e-mail は、顧客へのメッセージと社内でのコミュニケーションの内容が正反対のものであったことを示す証拠となった<sup>xii</sup>。

ティンバーウルフ 1 は 80% の価格下落の後、2008 年に清算されているが、GS は 700 万ドル (7 億円) のフィー以外に、同 CDO の下落自体から利益を得ていた可能性が指摘されている。GS は同取引に関係のある不動産担保証券のうちいくつかに関する CDS についてショート・ポジションを取っていたからである (Reuters 4 月 27 日他)<sup>xiii</sup>。

アバカスが民事訴訟であるのに対して、刑事訴訟の動きも始まった。2010年4月30日には、米連邦検察当局(Federal prosecutors)がSECからの問い合わせに基づきGSに対して刑事捜査(criminal investigation)を開始したことが報じられた。捜査は民事訴訟とは異なる証拠に基づいているとされ、どの取引が犯罪捜査対象であるかは確定的には報じられていないが、GSのCEOブランクフェイン(Lloyd C. Blankfein)は同社富裕層向けのカンファレンス・コールで、同社のマーケットメイキング(market making)ビジネスが、モーゲージ部門と並んで刑事事件に発展する可能性があると言ったと報道された(Wall Street Journal 2010年5月6日)。初期段階でもあり検察当局は訴追の方針を固めていないとされるが、もし踏み切れれば、GSは民事と刑事の双方において追求されていくことになる。GS&Co.に対しては、イギリス金融サービス機構(FSA)、ドイツ連邦金融サービス監督庁(BaFin)、フランス金融市場庁(AMF)など、アメリカ以外の国でも、訴追に関する調査が始まっているxiv。

一方、訴追から約20日を経て、GSの株価が急落する中、関係者の話として、GSの法律顧問らが5月4日、SECの担当者と和解に向けての予備交渉を行うなど解決に向けての動きも始まったと報じられている。刑事事件に対応しない状況でSECの提訴を解決するのかについては、不明とされている。(Wall Street Journal 2010年5月7日)

## 第5節 . モダニティーの帰結

### 5.1 ジャガノートとしてのモダニティー

ギデنز(Anthony Giddens)は、1989年にモダニティーの帰結についてスタンフォード大学で行った講義の中で、近代の世界のイメージを「ジャガノート(juggernaut)」に乗っている状態と表現した。この言葉は、ヒンドゥー教において神の化身とされるクリシュナの別称であるジャガンナート(Jagannāth)に由来する。かつてヒンドゥー教徒はこの神の像を載せた巨大な山車に乗せて街中を引き回したとされる。そこからこの言葉は「(制御困難な)重戦車」や「超大型トラック」の意味でも使われるようになり、「抑止できない圧倒的な力」や「強力で巨大な組織」のメタファーとして使われるようになった。ギデنزは、ジャガノートを「人類が団結してある程度乗りこなすことはできるが、同時に突然操縦が効かなくなる恐れがあり、みずからバラバラに解体しかねない、そうした巨大出力エンジンを装備して疾走する車」と説明している(Giddens 1990)<sup>xv</sup>。世界金融危機は、モダニティーを20年前に「ジャガノート」のイメージで捉えたことの正鵠さを結果的に裏付けるものとなった。

バフェット(Warren Buffet)はCDSを「金融の大量破壊兵器(financial weapons of mass destruction)」と呼び、早くから注意を呼びかけた。しかしその警告にも関わらず、CDSはごく短期間で抑止できない巨大な存在となり、それ自体が世界経済全体のシステム・リスクを大きくすることに加担した。CDS無限のスケールビリティを獲得した

のは、CDS を原材料とするシンセティック CDO によってである(杉浦 2010)。

シンガポールにおけるインタビューにおいて、かつてストラクチャード・プロダクトの責任者を務めたバンカーが次のように応えている。

#### 10 シンガポールにおけるインタビュー

|   |  |
|---|--|
| インタビュー日時  | 2009年12月15日, 時間午後12時半 ~ 午後3時半                        |
| インタビュー対象  | 投資銀行 Structured Credit Products 部門 Managing Director |
| インタビュー場所  | シンガポール ( Punis Street, Singapore )                   |
| 「CDS を原資産とするシンセティック CDO の最大の利点は、無限のスケールビリティ (unlimited scalability)にある。ワインは一定量しか作れないが合成酒なら葡萄の出来高にかかわらずでもつくり出すことができることに似ているといっても良いし、あるいはそれ以上といってもよいかも知れない。手数料率が高いうえに、ボリュームをいくらでも増やせるというのは画期的であった」                          |  |
| 「CDO は本質的にフィナンシャル・エンジニアリングによって組成された商品である。『おっしゃって下さい、そのように設計します (You tell me and I design)』と申し出ることが可能であった。CDO において CDS を使う一番の利点は、需要があればいくらでも提供できる無限のスケールビリティである。シンセティック CDO からは更にそれを原資産とする CDO である CDO-Squared も作り出されていった」 |  |

出所：インタビューより筆者作成

「無限のスケールビリティ」をキーワードとするこれらのコメントからは、「操縦が効かなくなつて疾走し続ける巨大な車」のイメージがよく当てはまる。ジャガノートとしての CDS とシンセティック CDO は、金融システムのジャガノート化に拍車をかけ、更にマクロなレベルでの社会全体のジャガノート化を加速したとも言えるだろう。

トゥールは、2007年6月にベルギーへのアバカス(トゥールは“synthetic abs cdo2”と書いている)の販売出張に関して e-mail の中で、自ら作った商品をフランケンシュタイン(正確にはフランケンシュタインの創造した怪物<sup>xvi</sup>)になぞらえている。

このプロダクトを作る際にいくばくかのインプットがあったことを思うと、深夜便でそれが倒れるのを見るのは心が痛む。そのプロダクトは、(略)目的も持たず、絶対的に概念的で、高度に理論的で、誰もどうやって値付けをするか知らない、そんな「モノ」を創り上げたらどうだ、と自らに言いながらつくったようなものだ。...フランケンシュタインがその創造主のもとに帰ってくるようなものともいえる。

"When I think that I had some input into the creation of this product (which (略) the type of thing which you invent telling yourself: 'well, what if we created a 'thing', which

has no purpose, which is absolutely conceptual and highly theoretical and which nobody knows how to price?" it sickens the heart to see it shot down in mid-flight...It's a little like Frankenstein turning against his own inventor ;)"

出所： 2010年4月27日公聴会資料 (BBC Newsなどより)、筆者翻訳

1990年代のグローバリゼーションの代表的論者<sup>xvii</sup>にとっての出発点となったギデنزのモダニティーの議論の3つのキーワードは、「脱埋め込み(disembedding)」・「信頼(trust)」・「再帰性(reflexivity)」である。本節においては、本稿のまとめとして、CDSが現代社会にもたらした問題点を、これら3つの枠組みを援用することで整理する。

## 5.2 脱埋め込み (disembedding)

Embedは埋め込むことであり、dis-embedは、埋め込みから掘り起こし引き離すことである。ギデنزは、「社会関係を相互行為の局所的(local)な脈絡から『引き離し』、時空間の無限の広がりの中に再構築することを意味しようとしている」と記述している。そのメカニズムには、「象徴的通標(symbolic tokens)」の創造と「専門家システム(expert systems)」の確立が挙げられている。前者は、「流通」できる相互交換の媒体(具体的には「貨幣(money)」)であり、時間・空間上の隔たりがある行為者同士の取引を可能とする。この文脈にCDSを置いてみると、本来個々の組織や個人に属していた信用(credit)が「時空間の拡大化の手段」としての意味を持っていったことが了解される。一方、後者については、ギデنزは「我々が今日暮らしている物質的社会環境の広大な領域を体系づけている、科学技術上の専門家知識の体系のこと」としている。同様にCDSをこの文脈で考察してみると、「フィナンシャル・エンジニアリングの専門家による知識の体系」と読み替えることも十分可能であろう。これは、良かれ悪しかれ、信用(credit)が個人や個々の企業から「脱埋め込み」されていく過程であったといえる。

## 5.3 信頼 (trust)

「脱埋め込み」を可能にするために不可欠なのが「信頼(trust)」である。日本語の信頼に相当する英語には、trustのほか、confidence, faith, reliabilityなどが挙げることが可能であり、それらはtrustと意味の重なりを持ちつつも微妙に言葉としての守備範囲と含意に違いがあることは言うまでもない。ギデنزにおいても、confidenceは確信、faithは信仰と訳し分けられ、慎重に概念的区別が与えられている。

ギデنزの定義によると、信頼とは、「所与の一連の結果や出来事に対して人やシステムを頼りにすることができるという確信」である。中西(2007)は、ルーマンとギデنزを対比し、ルーマン(1973)が人間的な概念である信頼をも、複雑性を縮減するメカニズムであると見るのに対し、ギデنزの主張する信頼とはあくまでも人格を反映した概念と捉える。

詭迫の翌週行われた上院の公聴会において、レヴィン(Carl Levin)上院議員はGS



のCEOブランクフェインに対して、以下のように問いたしてあり、アバカスのケースにおいても「信頼」がキーワードであることを示唆している。

「顧客は何かをあなたから買い、あなたはそれに対して逆に賭けていた。そしてあなたはひとびとに自分を信頼してほしいと思っている。私はあなたを信頼することができない」

"They're buying something from you, and you are betting against it. And you want people to trust you? I wouldn't trust you."

出所：2010年4月27日公聴会資料(BBC News などより)、筆者翻訳

答弁の中でブランクフェインは次のように応えている。

「顧客の信頼は、われわれにとって単に重要だというだけでなく、エッセンシャル(本質にかかわる絶対不可欠なもの)だ。だからこそわれわれは成功した企業となっている」

"Our clients' trust is not only important to us, it's essential to us. That's why we are a successful firm."

出所：2010年4月27日公聴会資料(BBC News などより)、筆者翻訳

「信頼(trust)」は「信用(credit)」と隣り合い重なり合う概念であり、ブランクフェインの答えの通りビジネスを行う上でエッセンシャルである。Newsweekはこの問題を「社会的ライセンス(Social License)」の概念で説明している(Newsweek 2010年4月30日)。

シャイン(Schein, Edgar)は、「他人を信頼するとは、われわれがどんな考えや感情、或いは意図を示そうとも、相手はこちらをけなしたり、顔つぶしたり、自信を持って言ったことを利用したりしようと思わないと思うことだ」と述べている(Schein 2009)。「顔のみえる」個人や企業に対する(シャイン的・ギデنز的な意味での)信頼に基づいていた信用が切り離され、「顔の見えない」CDSになり、さらにシンセティック CDOとして「合成」され、更にその CDO 自体がベットされた。信用リスクの問題解決手段であったはずの CDS・CDO は自ら複雑化・不透明化した。それが本当の意味で機能するためには、金融のシステムそれ自体がまず(ルーマンの意味での)信用を獲得しなければならない。

パトナム(Robert Putnam)が指摘するように、互惠(reciprocity)、正直さ(honesty)、信頼(trust)は共存する(Putnam 2000)。心にはたらきかける外部性をユニークな特徴とする(稲葉 2007)である信用は、金融商品として内部化されたとしても、借り手と貸し手が共に信用を守ろうとする限りにおいては、互惠・正直・信頼の原則に則っている。そして、honorと同根である honesty が最良の策であることは、他者が同じ原理に基づく限りにおいてのみ成り立つ(Putnam 2000)。

しかしながら、信用が CDS として切り出され、シンセティック CDO として組み合わせられ、あるいはシンセティック CDO に対する CDS の取引がなされる過程で、クレジット・ビジネスは単なるトレードあるいは賭けの対象となり、それがオプション的性格を持つ

賞与制度<sup>xviii</sup>と相俟って、制御が利かない「ジャガノート」となった。制御できないと感じ、落胆するときに信用は怒りへと変わるとノーマン (Donald Norman) は述べている (Norman 2004)。公共財としての信用が「知識」「意図」「認識」をもって私的利益のために使われていく過程で、全ての信頼を根底から揺るがす欺瞞や詐欺へとつながっていく土壌が形成されたと考えられる。

#### 5.4 再帰性 (reflexivity)

リフレキシビティーについては「再帰性」の訳が定着しているが、「相互作用性」などと訳することも可能である。松岡正剛は、「再帰的相互性」と説明している。松岡は、システムにはそこに参与した者のバイアスがかかり、また参与した者の思考にはシステムからの影響が免れないと指摘する。

ギデنزにおける再帰性は抽象度の高い概念である。「人間は自らの行為とその行為が生じた脈絡とを一貫してモニタリングしており、いわば無限の反射とフィードバックが続いている」とした上で、「近代以降、再帰性は社会システムが再生産される際の基盤であり基礎であった」と指摘する。

「システム」としての金融には、再帰的な要素が多くある。むしろ、信用が信用を呼び、連鎖し、互いに支えあう再帰性こそが金融の本質であるといつてよい。従って、金融商品がより具体的なレベルで再帰的であるのは当然の帰結といつてよいであろう。しかし、その再帰性ゆえに、金融商品の重層的拡散は一旦ネガティブスパイラルに入ると、信用収縮 (credit crunch) を引き起こし金融システム全体の信頼 (trust) を揺るがせてしまう。モダニティーは、未来を植民地化し、ますますの危険の計算、危険評価が重要となり、それに加えて危険が高度化するようになる (宮本 1998)。

CDS と CDS は共に再帰しあう。シンセティック CDO は、CDS を原債権として無限に組成することが出来る。そして、アバカスのケースにおいては、ポールソンは自ら参与したシンセティック CDO についての CDS によってベットした。CDS とシンセティック CDO、あるいはシンセティック CDO に関する CDS といった無限の組み合わせによって市場の膨張は際限なく膨張した。

ギデنزの指摘するとおり、「ルールを含むシステムにはそれを設計し操作する者の意図が入り、同時に設計者・操作者の思考はシステムの影響を受けざるを得ない」。

ギデنزは、われわれがかつて啓蒙主義者の思想家たちが予見したのと異なる世界に生きていることになった理由として、設計ミス・操作員ミスを含む意図しなかった帰結と社会的知識の再帰性ないし循環性を挙げ、次のように述べている。「システムがいかにうまく設計され、捜査員がいかに有能であっても、そのシステムの導入とその働きがどのような帰結をもたらすのかについて、他のシステムの及ぼす影響や人びとの活動全般との関連性のなかで完全に予測することは不可能である。」

アバカス・ケースについて言えば、金融商品を組成・販売した者、またその証券選

択を行った者は「設計・操作」を行っており、結果として予測のつかなかった結論を迎えることとなった。ブランクフェインは、顧客向けコンファレンスコールにおいて、「GS が倫理的なもののリーダーとなる (be the leader in things like ethics)」と発言している (Wall Street Journal 2010 年 5 月 6 日)。SEC による訴追を引き金とするアバカス・ケースは、ビジネスのあり方を巡るエッセンシャルな問題に発展していくと想定される。

## 5.5 本稿の限界と今後の方向性

本研究には多くの限界がある。事実については SEC の訴状など基本的資料以外には報道に頼らざるを得なかった。また訴追から日が浅い現時点では、情報は必ずしも整理されないまま日ごとに更新されつつある。本稿の目的を鑑みれば、むしろ、今後の経営学としての研究の方向性としては、アバカス・ケースにみられる問題をどのような文脈で捉えるかについて、新たな視角を提供することであると思われる。

本稿で述べたシンセティック CDO・CDS を巡る視点は金融論として新しい視点を含んでいるわけではない。しかしながら、アバカス・ケースは、あるときには「出し抜き」も必要となる「ビジネス」が、どの一線を越えれば「騙し」や「詐欺」となってしまうのかについての豊富な示唆を含んでいる。また、このケースは、「信用と信頼 (credit and trust)」の本質について考察する上で、反対側から照射する視座を用意しているとも考える。信用・信頼は、単に絶対的な善ではない。むしろ、法的に許容される範囲での「出し抜き」「騙しあい」との絶妙なバランスのもとに成立する、極めて危うく脆いものである。その成立条件について考察することを、今後の研究の方向性としていきたい。

(すぎうら まさかず)

## 参考文献

- Ferguson, Niall, “The Ascent of Money – A Financial History of the World”, 2008, Penguin, 仙名紀訳、『マネーの進化史』、早川書房、2009年
- Giddens, Anthony, “The Consequences of Modernity”, 1990年。邦訳『近代とはいかなる時代か？—モダニティーの帰結』、而立書房、1993年。
- Giddens, Anthony, “Modernity and Self-Identity: Self and Society in the Late Modern Age”, Blackwell Publishing, 1991, 秋吉美都、安藤太郎、筒井淳也訳、『モダニティと自己アイデンティティー — 後期近代における自己と社会』、八 - ベスト社、2005年
- Lewis, Michael, “The Big Short: Inside the Doomsday Machine”, W W Norton & Co, 2010
- Luhmann, Niklas, “Vertrauen. Ein Mechanismus der Reduktion sozialer Komplexität”, Lucius & Lucius, 1973, 大庭健、正村俊之訳、『信頼—社会的な複雑性の縮減メカニズム』、勁草書房、1990年。
- Norman, Donald A., “Emotional Design: Why We Love (or Hate) Everyday Things”, Basic Books, 2004, 岡本明、安村通晃、伊賀聡一郎、上野晶子訳、『エモーショナル・デザイン』、新曜社、2004年。
- Merton, Robert King, “Social Theory and Social Structure: Toward the Codification of Theory and Research”, Free Press, 1949, 森東吾・森好夫・金沢実・中島竜太郎訳『社会理論と社会構造』、みすず書房、1961年。
- Olegario, Rowena, “A Culture of Credit – Embedding Trust and Transparency in American Business”, Harvard University Press, 2006
- Putnam, Robert D., “Bowling Alone: The Collapse and Revival of American Community”, Simon & Schuster, 2000.
- Schein, Edgar, “How to Offer, Give and Receive Help”, Berrent-Koehler, 2009, 金井真弓訳、金井壽宏監訳、『人を助けるとはどういうことか』、英治出版、2009年
- Sherry, Mary, “Frankenstein, or The Modern Prometheus”, 1818, 山本政喜訳、『フランケンシュタイン』、1968年、角川文庫、1994年
- Taleb, Nassim Nicholas, “The Black Swan”, Random House, 2007. 望月衛訳、『ブラック・スワン上・下』、ダイヤモンド社、2009年。
- Tett, Gillian, “Fool’s Gold”, Free Press, 2009, 平尾光司監訳、土方奈美訳、『愚者の黄金—大暴走を生んだ金融技術』、日本経済新聞出版社、2009年。
- Vries, Manfred, F.R. Kets de, “Leaders, Fools and Imposters”, Jossey-Bass, 1993, 金井壽宏訳、『会社の中の権力者、道化師、詐欺師—リーダーシップの精神分析』、創元社、1998年
- Zuckerman, Gregory, “The Greatest Trade Ever: The Behind-the-Scenes Story of How John Paulson Defied Wall Street and Made Financial History”, Broadway Business, 2009
- 稲葉陽二、『ソ - シャル・キャピタル — 「信頼の絆」で解く現代経済・社会の諸課題』、生産性出版、2007年
- 齊藤壽彦、『信頼・信認・信用の構造第3版 金融核心論』、泉文堂、2007年
- 杉浦正和、『クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)における「信用」の分離:信用保証の5つのカテゴリー、4つの「無化」、3つのデカップリング』、早稲田大学商学研究科、『早稲田大学国際経営研究』、Vol.40, pp.1- 11, 2009年。
- 杉浦正和、『CDSにおけるバイヤー・セラーおよびシンセティックCDOにおける組成者・投資家のインセンティブ』、早稲田大学商学研究科、『早稲田大学国際 経営研究』、Vol.41, pp.1- 14, 2010年。
- 竹森俊平、『資本主義は嫌いですか - それでもマネーは世界を動かす』、日本経済新聞出版社、2008年
- 中西眞知子、『再帰的近代社会—リフレクシブに変化するアイデンティティーや感性、市場と公共性』、ナカニシヤ出版、2007年
- 藤戸則弘、『CDS スプレッドが示唆するもの』、三菱UFJ証券投資情報部レポート、2008年
- 宮本孝二、『ギデنزの社会理論 — その全体像と可能性』、八千代出版、1998年
- 宮川公男、大森隆編、『ソーシャル・キャピタル 現代経済社会のガバナンスの基礎』、東洋経済新報社、2004年
- 矢島剛、『シンセティックCDO—クレジット・デリバティブと証券化のコラボレーション』、金融財政事情研究会、2008年
- 山岸俊男、『信頼の構造—こころと社会の進化ゲーム』、東京大学出版会、1998年

## 米 SEC 発表資料

US Securities and Exchange Commission Release 2010-59, “SEC Charges Goldman Sachs With Fraud in Structuring and Marketing of CDO Tied to Subprime Mortgages”, 16 April 2010

US Securities and Exchange Commission, “Litigation Release No. 21489”, 16 April 2010

US Securities and Exchange Commission, “SEC Compliant”, 16 April 2010

## 報道資料

Absolute Return Magazine

BBC, “Goldman Sachs' Lloyd Blankfein under fire at hearing”, 28 April 2010

Bloomberg.com, Kishan. Saijel, “Paulson Says It Had No Authority Over Goldman CDOs (Update 2), 16 April 2010

Bloomberg, Onaran Yalman & Finch Gavin, “Goldman Sachs's ‘Fabulous Fab’ Tourne Loses ‘Survivor’ Bet”, 17 April 2010 (b)

Bloomberg, TV, “Black Says Goldman Sachs Suit to Give Rules Bill ‘Push’”, 16 April, 2010

BusinessWeek, “Who's Profiting from the Subprime Bust”, 8 March, 2007

BusinessWeek/ Bloonburg.com, Harper, Christine, “Goldman Sachs Clients-First Pledge Undercut by SEC (Update 1)”, 17 April 2010 (a)

BusinessWeek, “Goldman Sachs's ‘Fabulous Fab’ Tourne Loses ‘Survivor’ Bet”, 17 April 2010

CBS News, “Goldman Sachs Investigation”, 27 April, 2010

Guardian, Editorial, “Goldman Sachs: At war with Washington”, 17 April 2010

Guardian, guardian.co.uk, “Goldman Sachs Senate hearing: ‘Boy that Timberwolf was one shitty deal’”, 28 April 2010

Newsweek Japan, Phillips, Matthew “Goldman Sachs: Has the SEC Finally Grown a Pair Under Mary Schapiro?”, 19 April, 2010.

Newsweek, Gross, Daniel, “Goldman Sachs' ‘Social License’: How the firm has endangered its most valuable intangible asset”, 30 April 2010.

New York Times, “Banks Bundled Bad Debt, Bet Against It and Won”, 23 December 2009.

New York Times, Michael J. de la Merced, “S.E.C. Accuses Goldman of Fraud in Housing Deal”, 17 April 2010.

New York Times, Applebaum, Binyamin, “A Difficult Path in Goldman Case”, Apr 19, 2010.

Reuters, Pressman, Aaron & Giannone, Joseph, 深滝孝哉訳、『焦点: ゴールドマン訴追のシンセティック CDO 取引、氷山の一角か』2010 年 4 月 19 日

Reuters, Margolies, Dan, “Goldman CEO lauded profit from subprime shorts”, 25 April, 2010

Reuters, Goldstein, Matthew, “Goldman's Timberwolf deal leads to much howling”, 27 April, 2010

Wall Street Journal, Checkler, Joseph, 『ゴールドマン訴追、ヘッジファンドのポールソンの役割がカギ』、2010 年 4 月 20 日

Wall Street Journal, Patrick, Margot, “Magnetar Says It Didn't Help Create CDOs “Built To Fail””, April 20, 2010

Wall Street Journal, Pulliam, Susan & Perez, Evan, “Criminal Probe Looks Into Goldman Trading”, 『米連邦検察当局、ゴールドマンに対して犯罪捜査を開始』、2010 年 4 月 30 日

Wall Street Journal, Patterson, Scott & Pulliam, Susan, “Buffett Is Expected to Fire at Will”, 30 April 2010

Wall Street Journal, Bruno, Joe Bel & Philbin, Brett, “Blankfein Defends Goldman's Ethics”, 6 May 2010

Wall Street Journal, Pulliam, Susan & Craig, Susanne, “Goldman Talks Settlement With SEC”, 7 May 2010

日本経済新聞、『ゴールドマン訴追 米政権規制強化に意欲』、2010 年 4 月 18 日

日本経済新聞、『ゴールドマンを訴追 米 SEC サブプライム、開示怠る』、2010 年 4 月 17 日夕刊

日本経済新聞、『ゴールドマン訴追 金融危機検証大きな転換点』、2010 年 4 月 20 日

日本経済新聞、『ゴールドマン遠い信用回復 社内メール『ローン証券はゴミ』』、2010 年 4 月 29 日

毎日新聞、『米証取委 ゴールドマン反発 『訴追根拠なし』』、2010 年 4 月 17 日

毎日新聞、『社説 ゴールドマン訴追 金融危機解明の弾みに』、2010 年 4 月 18 日

## Web 資料

松岡正剛、『グローバル資本主義の危機』、『千夜千冊 連環編』、2009 年 12 月。

[http://www.honza.jp/senya/1/matsuoka\\_seigow/1332](http://www.honza.jp/senya/1/matsuoka_seigow/1332)

---

<sup>i</sup> 逆機能 (dysfunction) は、マートン (Robert King Merton) が官僚制を例に取って明らかにした概念で、順機能に対する用語である。社会的機能が、既存の社会構造の維持・安定に貢献するのではなくネガティブに作用し、その維持・存続を揺るがす作用を果たしていることを意味する。

<sup>ii</sup> ABX サブプライム指標 (ABX Subprime Index) とは、サブプライム・モーゲージの 20 債務から構成されるクレジット・デフォルト・スワップ (Credit Default Swap: CDS) である。ABX は、サブプライムの未払いトランシェに対するデフォルト・プロテクションの価格である。

<sup>iii</sup> ABN アム口は 8.9 億ドル (890 億円) の損失、IKB は 1.4 億ドル (140 億円) の損失であったと報道されている。

<sup>iv</sup> “outfoxing the foxes game” は「キツネとタヌキの化かし合い」を意味する。

<sup>v</sup> 証券取引法 (the Exchange Act) の正式名称は、“General Rules and Regulations promulgated under the Securities Exchange Act of 1934”であり、Rule 10b-5の原文は次の通りである。

Rule 10b-5 -- Employment of Manipulative and Deceptive Devices

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

•To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

•To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

•To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.

<sup>vi</sup> 訴状 21 ページ 74 項の原文は次の通りである。“GS&Co and Tourre knowingly or recklessly misrepresented in the term sheet, flip book and offering memorandum for ABACUS 2007-AC1 that the reference portfolio was selected by ACA without disclosing the significant role in the portfolio selection process played by Paulson, a hedge fund with financial interests in the transaction adverse to IKB, ACA Capital and ABN. GS&Co and Tourre also knowingly or recklessly misled ACA into believing that Paulson invested in the equity of ABACUS 2007-AC1 and, accordingly, that Paulson’s interests in the collateral selection process were closely aligned with ACA’s when in reality their interests were sharply conflicting.”

<sup>vii</sup> オランダの銀行グループである Cooperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank BA は、米国におけるビジネスを Rabobank として行っている。

<sup>viii</sup> それに対して、ポールソンの議論は、当該ファンドは、当初の組み入れ証券の決定以後入れ替えを行わないアンマネジド (unmanaged) CDO であることも選択可能としていたから、投資家にとってはむしろ分析しやすいものであるはずだというものであった。また、他のヘッジファンドも自らがショートする CDO 商品をつくっていたから、ポールソンの提案だけが特殊だったわけではないとする見方もある。

<sup>ix</sup> 契約に関する知識に格差がある例は、契約の一方が事業者であり、他方が一般消費者である場合である。この場合においては、消費者保護法は契約内容や契約過程について一定の規制をかけている。力関係に格差がある場合も、同様である。契約の一方が雇用者であり、他方が被雇用者である場合には、労働基準法は合意のみで契約内容を自由に決定することはできないことを定めている。同様に、借地借家法の規定も同様に契約内容に制限を設けている。建設業法は、建設工事請負契約について方法自由の原則を一部制限し、契約書の作成を義務づけている。その他、公共的事業においては、契約締結の自由が該当しないことがある。契約方式自由の例外としては遺言や手形など一定の様式を必要とするものがある。

<sup>x</sup> 一般には故意に自宅や自社の設備を焼くひとはいないと想定されているからである。

<sup>xi</sup> 自動車保険を用いた同様の比喻は、CBS ニュースの中でモリーチ (Peter Morici) によっても行われている (CBS News, 2010 年 04 月 27 日)

<sup>xii</sup> 最初の使用は、GS Mortgage 部門のエグゼクティブであったモンタグ (Thomas Montag) であった。

<sup>xiii</sup> もうひとつ問題として取り上げられているのが、「グレイウルフ (Greywolf)」である。グレイウルフは、元 GS とレーダーによって設立されたグレイウルフ・キャピタル・マネジメントに対して GS によってまとめられた CLO (Collateralized Loan Obligation) であった。GS は元の仲間のためにグレイウルフ CLO を作り、その後アパカスを組成した上で、グレイウルフの大きな部分をアパカスに対してアンロード (unload) して

---

いたとされる。

<sup>xiv</sup> SECによる訴追の発表の翌4月17日、世界の新聞各紙では社説が並んだことを日本経済新聞は報じた。[NY Times]:「このような訴訟が正しく解決されるのなら金融危機の責任が強欲や無能力、規制の緩和だけでなく、不正行為にあるのではないかと疑問に最終的に答えを出すことになる。(略)住宅ローンを組み込んだ証券類を売り反対取引に関与していたのはゴールドマンだけではない。これ以後他の金融機関も安眠は難しくなるのではないか。」[Financial Times]「もしその主張が正しければSECはゴールドマンを厳罰に処すべきだ。同社は反論しているが、SECの告発に指摘された同社内部のやりとり証券会社が純粋な仲介業者で市場形成者であるとの考えを破壊する以上のものだ。しかしこれにかかっているのは一金融機関の評判だけではない。ウォール街では不正なゲームが行われているという投資家の見方を肯定するものだ。」[Guardian]金融危機の清算を望むものにとっては今回の訴追は米政府と金融界の戦いの望ましい聴講だ。オバマ大統領は再び金融規制を主張し始めているが、その吠える声がかみつきを伴う(bark is accompanied by a decent bite)ことを期待しよう。

<sup>xv</sup> ギデنزは、この比喻を、ウェーバー(Max Weber)がモダニティーを官僚制の檻とイメージし、またマルクス(Karl Marx)が怪物と看做したことに代替するものとして提示されている。

<sup>xvi</sup> 『フランケンシュタイン、あるいは現代のプロメテウス』(Frankenstein: or The Modern Prometheus) (シエリー(Mary Sherry) 1818年)における主人公。科学を志す学生であるフランケンシュタインは、死者を甦らせることに没頭し、人間の死体を入手しつなぎ合わせて新しい生命体(Frankenstein's creature)を創造する。体力・知力に優れるものの奇怪な容貌の「怪物」からフランケンシュタインは逃げるが、怪物は創造主であるフランケンシュタインを追い、伴侶としての異性の怪物を造るように求める。要求を拒否された孤独と絶望から、怪物はフランケンシュタインの友人や妻を殺害していく。最初のSFと呼称されることもある。本来は作り主がフランケンシュタインであるにも関わらず、引用されたメールにもあるとおり、創造した怪物のことをフランケンシュタインと呼ぶことが一般には定着している。

<sup>xvii</sup> トムリンソン(John Tomlinson)やロバートソン(Roland Robertson)など。

<sup>xviii</sup> アップサイドでは青天井のボーナス(variable compensation)を獲得できるが、ダウンサイドにおいては損失をトレーダー等の個人が被ることはなく、固定給(fixed compensation)というフロアが確定している(竹森 2008 他)。