

最後の貸し手と銀行の支払い不能¹⁾

——歴史の教訓とフランスの2007-2009年危機管理——

ジェローム・ドウ・ボワイエ・デ・ロッシュ²⁾

竹永進 訳

はじめに

本稿は、経済思想史に照らした最後の貸し手とフランス当局による近年の危機管理とについての分析である。以下、4つの節にわたって論旨を展開する。第1節では、ステュアート（1767年）やミス（1776年）、ソントン（1802年）といった開拓者たちの貢献によって2世紀以上も前から理解が試みられている流動性と銀行の支払い能力とのあいだの関連を示す。第2節は、部分的には相互に乖離する銀行の支払い能力に関する2つの異なる考え方を明らかにする。これらは、IFRS〔国際財務報告基準〕に則って各銀行が公表している財務報告書から読み取られるものである。第3節では、2007-2009年の危機が、根拠のない支払い不能不安による銀行の支払い能力に対するパニックによって引き起こされ拡大された流動性危機であったことを示す。第4節では、ソントン（1802年）、バジョット（1873年）、ホートレイ（1932年）、およびフレイクス他（1999年）が行った諸分析に照らして、2007年8月以来その機能が問われている最後の貸し手の本質について検討する。

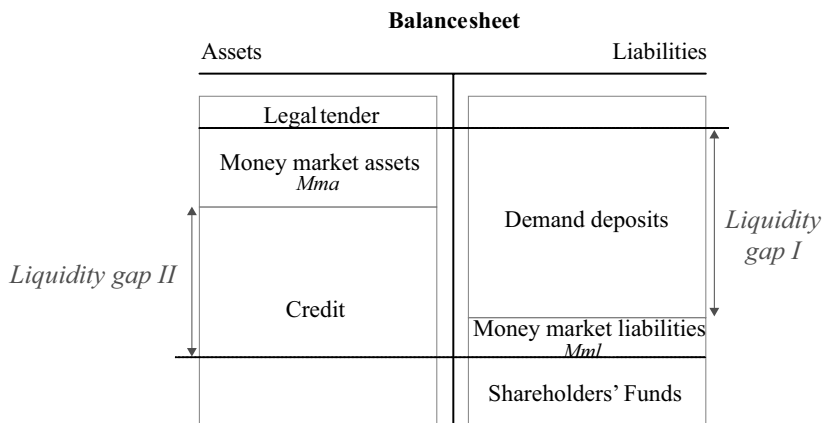
1 流動性ギャップと最後の貸し手および支払い能力

ここでは、銀行が取る流動性リスクを具体的に示す流動性ギャップを取り上げる。このリスクを取らなければ、市場の経済活動に不可欠の銀行貨幣は存在しないであろう。流動性ギャップは2つに区別される。

この区別を示すために単純化された銀行の収支決算書を見てみよう。一方の借り方には、要求払い預金、貨幣市場で発行した債券（負債）、および自己資本があり、他方の貸し方には、手持ち現金（法定貨幣）、貨幣市場で保有する債券（貸付）、および貸付金がある。第1の流動性ギャップは、要求払い預金の残高と手持ち現金の残高との差額、銀行預金の額と法定貨幣の額との差額に対応する。問題は、このギャップはどこから生じるのか、流動性資産はどこから生じるのか、このギャップをどのように管理すればよいのか、ということである。

1) 本稿は2009年12月に横浜と大阪で行なわれた講演原稿の一部であり、2009年11月14日に脱稿した。ここに示される諸分析はその時までに入手可能であった数値に基づくものである。

2) Jérôme de Boyer des Roches：パリ第9大学（ドフィヌ）、パリ第1大学（パンテオン・ソルボンヌ）付属経済思想史センター所長。



これらの問題に答えるために、銀行による流動性創出の諸条件と諸段階について1767年に書いたジェイムズ・ステュアートの著作から引用する³⁾。

「資産を有する何人かの人々が銀行業契約のために結束する。この契約はその時々状況によって行政当局からの認可をうけることもあるしそうでないこともある。この目的のために彼らはストックを形成するが、その構成は種々の財産項目から成り立っている。この基金が、会社のすべての債権者に対して、彼らが発行しようとする紙幣のための保障として確保される。公衆との間に信任関係が確立されるや、十分な担保に基づいて、信用貸付を行うか、あるいは、現金勘定貸付を行う。これらの貸付について会社は独自の規則を設定する。この信用貸付の結果として発行される紙幣の大きさに応じて、彼らは、支払いを求めて還流するであろう紙幣との引き換えに応じるのに十分と判断される額の鑄貨を供給する。銀行の金庫に保管されるべき鑄貨と流通している紙幣との間の比率を決定するには経験によるしかない。この比率は状況によっても変動する。(…)」(James Stuart, 1767 [1966], p.479)

銀行による流動性の創出は次の2つの段階によって実行される。第1段階として、出資者たちは流動性資産すなわち法定貨幣⁴⁾を持ち寄る。銀行の自己資金は、流動性資産の対価である非流動性負債を構成する。流動性の創出が行われる第2段階は、信用貸付を通じた銀行貨幣の発行である。これが銀行の「存在理由」である。この活動が利潤の元となる。利潤は次の二重のリスクを取ることから生じる。すなわち、流動性リスク（銀行預金の支払い請求）と貸付（償還）リスク（債務者による返済義務の非履行）である。

最後の貸し手についての3人の主要な理論家であるソートン（1802年）、バジョット（1873年）、ホートレイ（1919年、1932年）は、貨幣市場を導入することによってこの分析を補完した。この市場での短期の貸し借りによって銀行は、流動性投資の収益を最適化し利潤を増大させることを目的として、流動性ギャップを管理することが可能となる。貨幣市場を考慮に入れることから、第2の流動性ギャップが考察されることになった。これは、（貨幣市場での借り入れを含む）流動性借り方の総額

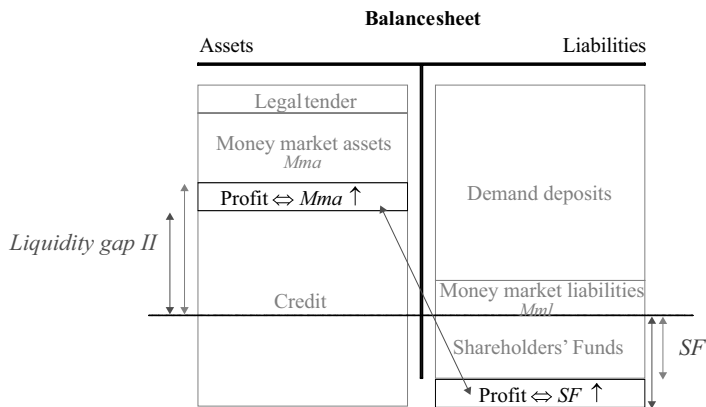
3) さらに詳細な分析として、Bentemessek (2009) と de Boyer (2009) を参照せよ。

4) 法定貨幣は貨幣市場の債券に投資されうる。しかしながら、こうした考えはステュアートやスミスには存在しない。

と（銀行の保有する資産である貨幣市場債券を含む）流動性貸し方の間のギャップである。これがギャップNoIIである。

最後の貸し手の介入は、貨幣市場で債券を需要し自己の債務（今日では法定貨幣⁵⁾）を供給することをその内容とする。流動性ギャップに対するインパクトはこの介入がいかなる方法でなされるかに依存する。一方で、第2ランクの銀行にとっては、この介入はその法定貨幣残高を増加させるが預金残高は変化させない。こうして流動性ギャップNoIが減少する⁶⁾。流動性ギャップNoIIに対するインパクトは最後の貸し手の介入がいかなる方法でなされるかに依存する。当該銀行が中央銀行に貨幣市場の債券を譲渡する（すなわちその流動性資産を減少させる）か、あるいは、同様の債券を発行する（すなわちその流動性負債を増加させる借入を行う）としても、この第2のギャップは変化しない。反対に、当該銀行が中央銀行に対して手形を譲渡するならばこのギャップは減少する。この点からすると、公開市場操作と再割引とは等価ではない⁷⁾。各国の中央銀行が2008年と2009年に直面した、割引に用いることができそして（あるいは）貸付のための担保として動員しうる各種資産の幅を拡大する必要性は、銀行の流動性危機の深刻さのほどを示すものである。すでにバジョット（1873年）やホートレイ（1932年）が強調していたこのような拡大は、中央銀行による信用リスクの引き受けと同義でもないし、最後の貸し手についての理論家たちが当初から強調していた（ソートン、1802年）支払い能力と流動資産不足との区別の必要性と矛盾するものでもない⁸⁾。

第1節を終えるにあたって、自己資本について注記しておく。自己資金は銀行の支払い能力を支える流動性の源泉である。受領し支払われる利子と手数料、流入し流出する債券からのキャピタルゲインとロス、引当金が充てられる満期未払い利子、引当金が充てられる支払い貸金と非償還貸付金といった、資金の流れから生じるかぎりでの銀行利潤は、貨幣市場の債権の増加あるいは貨幣市場での負債の減少として表される（下図参照）。この結果としての自己資本の増額は流動性ギャップNoIIを縮小させる。



5) 歴史的には、イングランド銀行が初めて最後の貸し手の役割を演じた1793年には、その要求払い債務（イングランド銀行券）は法定貨幣（法的支払い手段）ではなかった。しかし、この要求払い債務は各種の流通手段の全体からなるヒエラルヒーの頂点に位置していた。Thornton (p.105)によれば、これはイングランド銀行券がもっとも支払い能力の高い債務だったからである。この債務が相当量の自己資本による保障に裏打ちされていたということが、その理由である。de Boyer (1998)を参照。

6) この経路は連邦準備銀行が設立される以前のアメリカには存在していなかった。このことが1907年の危機を促進した。

7) これは、同じく中央銀行の介入の2つの方法を区別することにつながる情報の非対称性とは別の事柄である。Freixas et alii (1999), Freixas (2008)を参照せよ。

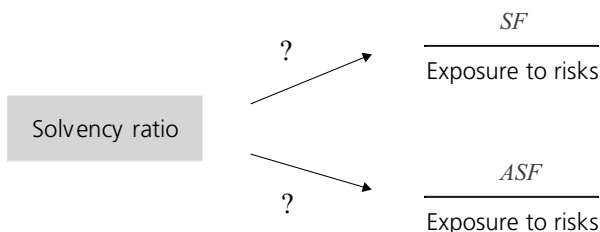
8) Sylvie Diatkine (2003)。

これらの要素はすべて、非リカード的な古典派経済学者たちによって受け入れられていた。にもかかわらず、近年の危機が銀行の支払い能力と流動性の間のつながりを改めて明らかにしたことで人々を驚かせた。その結果、銀行システム全体に広がった流動性不足が流動性危機の原因であり危機の深刻さを説明するものだという見方が拡大した。

2 IFRS および銀行の支払い能力と流動性

この第2節では会計規則が諸銀行の支払い能力の評価に対して与えるインパクトを取り上げ、IFRS 基準〔国際財務報告基準〕がこの点に関連していかに混乱をもたらしたかを示す。そのために、信用貸しによる損失あるいは証券売買業務による損失を検討しよう。この損失は銀行の差引残高を（利益ではなく）損失とするほどの大きさであった。この損失は、損益計算書（profit and loss account）上でも貸借対照表上でも同時に確認された。この損失は貸借対照表上では、貸し方に記帳される銀行の保有する貨幣市場資産（Mma）の減少、あるいは借り方に記帳される銀行の発行する貨幣市場負債（Mml）の増大としてあらわされる。ここから、会計上の損失と同一歩調を取る自己資本の減少が生じる。支払い能力は減少し、そして流動性ギャップNoIIは拡大する。反対に、銀行が（売り買いするのではなく）保有する債券、「売却処分可能な債券〔その他有価証券〕」（assets available for sale）に分類される債券、こうした債券に対する引当資金のケースを検討してみると、「損失」は銀行財務にはインパクトを与えず、損益計算書に記録されることもない。たとえこの「損失」が上に見たケースにおけると同じほどの大きさであったとしても、損益計算書上は利得ともなりうる。

第2のケースにおいては、損失は損益計算書には記録されないが、貸借対照表には記帳される。そこで、自己資本は下方に修正される。ここでは、先のケースとは反対に、損益計算書上に現れるプラスの差引残高（利益）とは対照的に、自己資本の減少が貸借対照表上に表されることになる。こうして自己資本について次のような2通りの定義が示される。第1に、損益計算書を通過する（の記録事項となる）利益と損失のみを考慮して定義される自己資本をSF（Shareholders' Funds）と表そう。第2に、上記に加えて損益計算書を通過しない利益と損失も一緒にした調整自己資本をASF（Adjusted Shareholders' Funds）と表すことにしよう。そうすると、3年前から実施されている会計規則の結果、支払い能力率、すなわち、自己資金と加重諸リスク（exposure to risks）との割合を定義するのに、2つの可能性が存在することになる。



IFRS 基準はここに混乱の元を持ち込んだのである。支払い能力率を定義するために、自己資本についての2つの概念のうちのいずれを採ればよいのか。

実際に採用されたのは支払い能力率についての第1の定義であった。損益計算書を通過する損失のみが採用され、これが、銀行の支払い能力を測定するために考慮に入れられる自己資金を引き下げることになったのである。これはきわめて適切な処置であったが、若干の金融アナリストや多くの解説

者たちはこのことをほとんど理解していないだけでなく知ってもいない。確かに適切なのではあるが、しかし、混乱の元となっている。なぜなら、貸借対照表上に示される自己資本は減少しているのに業績は黒字である、つまり支払い能力率が向上している、という状況が出てくる可能性があるからである。貸借対照表の末尾に記される自己資本は減少しているのに、支払い能力率は上昇しているとされるのである。BNP〔パリ国立銀行〕の例を取ってみよう。

Solvency and solvency ratio

Balance sheet at 31 December 2008

BNP Paribas

| In million of euros | Note | 31 December 2008 | 31 December 2007 |
|---|-------------|------------------|------------------|
| TOTAL LIABILITIES | | 2,016,583 | 1,635,061 |
| CONSOLIDATED EQUITY | | | |
| Share capital and additional paid-in capital | | 13,828 | 13,472 |
| Retained earnings | | 37,909 | 29,233 |
| Net income for the period attributable to shareholders | | (3,021) | 7,822 |
| Total capital, retained earnings and net income for the period attributable to shareholders | SF | 54,758 | 50,527 |
| Unrealised or deferred gains and losses attributable to shareholders | | (1,530) | 3,272 |
| Shareholders' equity | Adjusted SF | 53,228 | 53,799 |
| Retained earnings and net income for the period attributable to minority interests | | 6,179 | 5,712 |
| Unrealised or deferred gains and losses attributable to minority interests | | (439) | (118) |
| Total minority interests | | 5,740 | 5,594 |
| TOTAL CONSOLIDATED EQUITY | | 58,968 | 59,393 |
| TOTAL LIABILITIES AND EQUITY | | 2,075,551 | 1,694,454 |

| | | |
|----------------------------------|-------|-------|
| Internatinal solvency ratio [6%] | 11,1% | 10,0% |
| Tiers one solvency ratio [4%] | 7,8% | 7,3% |

上の表に示されているのは、2007年・2008年両年度のBNPグループの貸借対照表の借り方のうちの「自己資本」の部分である：

- ✓第1に、純業績は両年ともに黒字だということが見て取れる。危機が勃発した年である2007年度は78億2200万ユーロ、そして危機が深化した年の2008年度は33億7200万ユーロ。
- ✓自己資金「SF」——「Total Capital...」の行——は増加している。2007年度の505億2700万ユーロに対して2008年度は547億5800万ユーロ、すなわち42億3100万ユーロのプラス。
- ✓損益計算書を通過しないで自己資本に直接的に繰り入れられる実績は上記とは対照的に：2007年度は33億7200万ユーロの収益、次いで2008年度は15億3000万ユーロの損失。これが調整自己資本実績を49億200万ユーロほど悪化させるのに貢献している。
- ✓結局、調整自己資金は減少している：2007年度の537億9900万ユーロから2008年度は532億2800万ユーロへ、つまりマイナス5億7100万ユーロ＝42億3100万ユーロ－49億200万ユーロ。

合計<<consolidated equity [連結資産総額]>>もマイナス4億2500万ユーロ〔2007年度の593億9300万ユーロから2008年度は589億6800万ユーロへ（つまりマイナス4億2500万ユーロ）〕、しかし、支払い能力率は次のように上昇している：

- ・国際率〔最低6%〕は、2007年度の10%から2008年度は11.1%へと、1.1ポイントの増加。
- ・支払い能力率 Tiers one⁹⁾〔最低4%〕は、2007年度の7.3%から2008年度は7.8%へと、0.5ポイ

9) 支払い能力率 Tiers one とは、「固い」と呼ばれる自己資本（従属債務は除外される）と加重諸リスクとの間の比率を意味する。

ントの増加。

3 支払い能力についてのパニックとフランスの救済計画

公表されている計算書の《自己資本》の行を解説・解釈する上での困難についての以上の解明を踏まえて、コミュニケや報道記事からのいくつかの抜粋を掲げておく。これらは、2007年夏に始まった流動性危機を超えて、国際的規模での銀行システムの支払い能力危機の存在とその大きさを認識する必要性を強調している。

「取り上げられるべき問題のうち、われわれは特に、i) 金融諸機関に対してその損失と業績評価額とを早急にすべて公表するように促すことの重要性を強調したい」

G7 財務大臣・中央銀行総裁声明

2008年2月9日、東京

「格付け会社のA3ランキングの背後に、間違いなく支払い不能の資産と粉飾が発見されたが、これらはその大きさに相当する道義的・金融的なペテンを意味している。損害は、サブプライム債券を購入した諸機関の勘定において、数100億ドルから2000億ないし3000億ドル [1270億ないし1900億ユーロ] に膨れ上がった。危機は支払い能力危機となった」

ダニエル・コーエン

『ル・モンド』2008年3月18日付け

「世界の金融システムが直面しているのは、ただ単に流動性危機であるだけでなく、なによりも諸銀行の自己資本の問題である」

ジャン・エルベ・ロランツイ (エコノミスト・サークル議長)

『ル・モンド』2008年3月21日付け

「銀行のバランスシートから、再編や場合によっては資本修正をともなった劣化資産を完全に切り除かなければ、銀行の問題が経済活動に対して下方のプレッシャーをかけ続けるリスクが残存する。いくつかの仮定により変化するとはいえ、(…) 価値の切り下げは総額で4兆ドル程度にのぼるかもしれない。この額の約3分の2は銀行の被った損失であろう。(…)

諸機関の資本必要額を評定するためには、その長期的な生存可能性を再評価することが必要である。(…) 2番目の例証のための計算は、レバレッジが1990年代中葉のレベル (TCE/TA 6%) にまで戻ったものと仮定している。このより要求度の高いレベルによって注入されるべき資本の額は、アメリカの銀行については5000億ドル程度、ユーロ・ゾーンの銀行については7250億ドル、イギリスの銀行については2500億ドル、そして、その他のヨーロッパ先進諸国の銀行については2250億ドルに、それぞれ引き上げられる」

国際通貨基金の世界金融安定性報告

2009年4月

国際的な政策当局者と大学の経済学者から出されたこれらの発言を見れば、その例外的な規模が時間とともに拡大している銀行システムの支払い不能という見方が裏付けられる。2009年春の時点での国際通貨基金のコミュニケは、アメリカとヨーロッパについてだけでも銀行の自己資本の欠損金額が

1兆7500億ドルにのぼるとしている。

周知のように、今回の金融危機はファニーメイ〔連邦住宅抵当公庫〕とフレディマック〔連邦住宅金融抵当金庫〕が2007年7月10日に発表した経営難により勃発したが、その根源はアメリカのサブプライムにある。サブプライムの発行は2006年に停止していた。ところが、メリルリンチ〔アメリカの大手証券会社〕の調査に依拠した2007年10月のBNP〔パリ国立銀行〕の調査が示したところでは、過去に発行されたすべてのサブプライムの残高総額は1兆3000億ドルであった。債務不履行率を考慮に入れると、予想される最大損失額の規模は2000億ドルから3000億ドル程度であった。世界の銀行30行から50行の累積自己資本と対比してみるならば、これらの銀行が上記の不良資産額のみ結果として全体として支払い不能になることはありえない、と考えるのが妥当である。にもかかわらず、これとは反対の感じが「マスメディア」においても、また多くのアナリストによっても広範囲に吹聴されているのである。ブルームバーグ〔アメリカに本拠を置く世界的規模の情報サービス会社〕の（以下に掲げる）2009年8月18日の資料は、危機が勃発して以来の世界の銀行システムの累積損失額を1兆1129億ドルと見積もっている。この数字は、世界中の銀行が行った増資の総額に近いものである。

Panic about solvency and French bail out (1)

| | Writedowns & Credid Losses in USD bn. | Capital raised in USD bn. | Job cuts |
|-------------------------------|--|------------------------------|----------|
| Citigroup | 112.2 | 109.3 | 38900 |
| Wachovia | 101.9 | 11.0 | 8393 |
| Bank of America | 69.6 | 99.3 | 46150 |
| Merril Lynch | 55.9 | 29.9 | 6120 |
| UBS | 53.1 | 38.0 | 18740 |
| HSBC | 50.1 | 28.7 | 11998 |
| JPMorgan Chase | 49.2 | 49.7 | 7100 |
| Washington Mutual | 45.3 | 12.1 | 12000 |
| Wells Fargo | 32.8 | 50.4 | 650 |
| HBOS | 29.3 | 25.6 | 615 |
| Royal Bank of Scotland | 28.8 | 55.3 | 22320 |
| National City Corp | 25.2 | 8.9 | 4900 |
| Barclays | 23.5 | 30.5 | 9544 |
| Morgan Stanley | 23.0 | 28.8 | 10993 |
| Credit Suisse | 19.1 | 12.3 | 7420 |
| Deutsche Bank | 18.4 | 6.1 | 2541 |
| ING Group | 17.5 | 20.4 | 8050 |
| BNP Paribas | 16.8 | 7.2 | 922 |
| Bayerische Landesbank | 16.7 | 20.9 | 5950 |
| Lehman Brothers | 16.2 | 13.9 | 13390 |
| IKB | 14.4 | 11.9 | 370 |
| PNC Financial | 12.4 | 8.7 | 1800 |
| KBC Groep | 12.3 | 7.8 | 500 |
| Societe Genrale | 12.1 | 14.0 | 280 |
| Banco Santander | 10.9 | 20.0 | 3550 |
| Others | 246.2 | 322.1 | 69752 |
| Total (as of 18. August 2009) | 1112.9 | 1042.8 | 312948 |

Source : Bloomberg , 18/08/2009

上記リストの筆頭であるシティーグループと2つのフランスの銀行グループ（BNPパリバとソシエテジェネラル）の、3つのケースを取り上げてみよう。

2008年の春に私は、2007年度のシティーグループの決算内容はどうであったか、黒字だったかそれとも赤字だったか、と学生に訊いてみた。彼らは、50億ドルから300億ドルの幅の損失額を示して答えた。ブルームバーグの資料では、シティーグループについては金融危機の勃発以来の累積損失額は

1122億ドルである。この数字は集められた資本金1093億ドルに近いものである。会計報告書を見てみよう！

Panic about solvency and French bail out (2)

FIVE—YEARS SUMMARY OF SELECTED FINANCIAL DATA

Citigroup inc. and Subsidiaries

| <i>In million of dollars, except per share amount and rates</i> | 2008 | 2007 | 2006 | 2006 | 2004 |
|---|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Revenues, net of interest expense | \$ 52,793 | \$ 78,495 | \$ 86,327 | \$ 80,077 | \$ 76,233 |
| Operating expenses | 71,134 | 59,802 | 50,301 | 43,549 | 48,149 |
| Provisions for credit losses and for benefits and claims | 34,714 | 17,917 | 7,537 | 7,971 | 6,658 |
| Income (loss) from continuing operations before taxes, minority interests, and cumulative effect of accounting change | \$ (53,055) | \$ 776 | \$ 28,489 | \$ 28,557 | \$ 21,416 |
| Provision (benefits) for income taxes | (20,612) | (2,498) | 7,749 | 8,787 | 6,130 |
| Minority interest, net of taxes | (349) | 285 | 289 | 549 | 218 |
| Income (loss) from continuing operations before cumulative effect of accounting change | \$ (32,094) | \$ 2,989 | 20,451 | \$ 19,221 | \$ 15,068 |
| Income from discontinued operations, net of taxes | 4,410 | 628 | 1,087 | 5,417 | 1,978 |
| cumulative effect of accounting change, net of taxes | — | — | — | (49) | — |
| Net income (loss) | \$ (27,684) | \$ 3,617 | \$ 21,538 | \$ 24,589 | \$ 17,046 |
| Common stockholders' equity | 70,966 | 113,447 | 118,632 | 111,261 | 108,015 |
| Total stockholders' equity | 141,630 | 113,447 | 119,632 | 112,386 | 109,140 |
| Direct staff (in thousands) | 323 | 375 | 327 | 296 | 283 |
| Ratios ; | | | | | |
| Return on common stockholders' equity | (28.8)% | 2.9% | 18.8% | 22.4% | 17.0% |
| Return on total stockholders' equity | (20.9) | 3.0 | 18.7 | 22.2 | 16.9 |
| Tier 1 Capital | 11.92% | 7.12% | 8.59% | 8.79% | 8.74% |
| Total Capital | 15.70 | 10.70 | 11.65 | 12.02 | 11.85 |

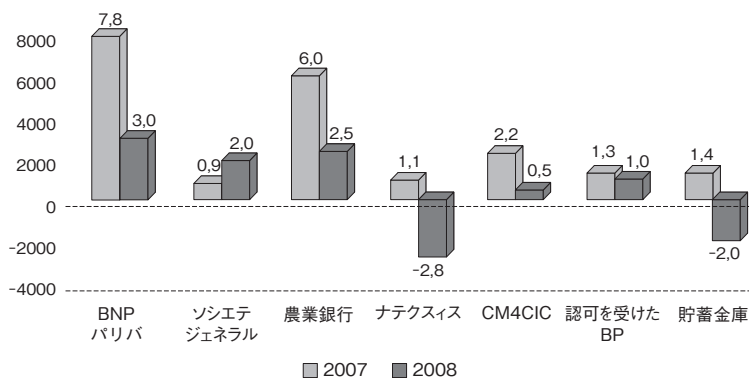
2007年度にシティグループは損失ではなく利益をあげていた。その額は、2005年度の245億8900万ドル、2006年度の215億3800万ドルに次いで、36億1700万ドルであった。2008年度にはシティグループは276億8400万ドルの損失を出している。結局、過去4年間の累積では、利益は220億6000万ドルになる。2009年の最初の9カ月のあいだにシティグループは5兆9730億ドルの利益をあげた。

支払い能力率の方は、悠々のレベルを超えている。

- ・2007年度末には、支払い能力率 Tiers one は7.12%であった。対2005年度・2006年度比では低下している。とはいえ、7.12%は基準値の4%を3.12ポイント上回っている。
- ・2008年度末には、この率は11.92%であった。これは基準値4%のほとんど3倍である。
- ・「総資本」支払い能力率は15.70%、すなわち基準値6%のほとんど3倍である。

ブルームバーグの資料となんとかけ離れていることであろうか。フランスの2行についても同様である。下記の表にはフランスの6つの銀行グループ（これらに、庶民銀行と貯蓄金庫の共通の支店であるナテクスイス銀行をプラス）の純損益が示されている。

12月31日現在のフランスの各銀行グループの純損益



BNPパリバ・グループもソシエテジェネラル・グループも、2007年・2008年の両年度には損失を出していない。貯蓄金庫グループだけが2008年度に損失を計上しているが、原因はその支店であるナテクシスにある。しかしその支払い能力が問題になるほどのものではない。

実際のところ、ブルームバーグの資料には限定された意味しかない。なぜなら、この資料では、損益計算書および（または）収支決算書に記録されている別々の損失、会計上の経費に触れられているだけで、これらの損失がどの程度まで、会計上の収益すなわち銀行が繰返しあげている利得によってカバー・相殺されているのかが見落とされているからである。

BNPパリバの損益計算書を取ってみよう。いくつかの損失額が異なる欄に記録されている：

- ・「適正価額での諸金融取引手段による利得または損失による純益・純損失」の行には、2007年度の78億4300万ユーロに対して2008年度はマイナス26億9300万ユーロという純損益の著しい減少が記されているが、にもかかわらずこの項は黒字のままである¹⁰⁾。
- ・「その他の金融資産による純益・純損失」の行でも同じことで、プラスの純損益の減少が記されている。
- ・「リスク経費」の行には、2007年度の17億2500万ユーロに対して2008年度は57億5200万ユーロという、著しい伸びが示されている。

10) 26億9300万ユーロという数字は、一方では、「trading book〔証券取引を記録する帳簿〕」上の損失額109億7800万ユーロからくるものであるが、この損失額は「利得と損失により適正価額で示された諸資産」による収益136億7100万ユーロにより十二分に補填されている。

Panic about solvency and French bail out (3)

Profit and loss account for the year ended 31 December 2008

BNP Paribas

| In millions of euros | Year to 31 Dec. 2008 | Year to 31 Dec. 2007 |
|---|----------------------|----------------------|
| Interest income | 58,839 | 59,141 |
| Interest expense | (45,341) | (49,433) |
| Commission income | 10,713 | 10,721 |
| Commission expense | (4,854) | (4,399) |
| Net gain/loss on financial instruments at fair value through profit or loss | 2,693 | 7,843 |
| Net gain/loss on available for sale financial assets | 464 | 2,507 |
| Income from other activities | 20,273 | 22,601 |
| Expense on other activities | (15,411) | (17,944) |
| REVENUES | 27,376 | 31,037 |
| Operating expense | (17,324) | (17,773) |
| Depreciation, amortisation and impairment of property plant and equipment and intangible assets | (1,076) | (991) |
| GROSS OPERATING INCOME | 8,976 | 12,273 |
| Cost of risk | (5,752) | (1,725) |
| OPERATING INCOME | 3,224 | 10,548 |
| Share of earnings of associates | 217 | 358 |
| Net gain on non-current assets | 481 | 153 |
| Change in value of goodwill | 2 | (1) |
| PRE-TAX NET INCOME | 3,924 | 11,058 |
| Corporate income tax | (472) | (2,747) |
| NET INCOME | 3,452 | 8,311 |
| Net income attributable to minority interests | 431 | 489 |
| NET INCOME ATTRIBUTABLE TO EQUITY HOLDERS | (3,021) | (7,822) |
| Basic earnings per share | 3.07 | 8.49 |
| Diluted earnings per share | 3.06 | 8.42 |

以上のような損失の記録から、銀行純損益（「Revenues」）は、2007年度の310億3700万ユーロから2008年度の273億7600万ユーロへと12%低下している。また、粗営業収益（「Gross Operating Income」）は、2007年度の122億7300万ユーロから2008年度の89億7600万ユーロへと27%低下している。にもかかわらず、この数字はプラスのままであり、リスク経費を上回っている。PNBパリバ・グループは全体としての損失は出しておらず、2007年・2008年の両年度とも全体として利益をあげている。すなわち、2007年度は78億2200万ユーロ、2008年度は30億2100万ユーロの黒字である。その支払い能力は堅固なものとなった。2009年の最初の9か月間についての実績は44億6700万ユーロとなっている。最後に、損益計算書を通過しない損失が存在する。この金額は2008年度は15億300万ユーロ（2007年度は黒字であった）、すなわち、純損益を下回っていた。この金額は支払い能力率の計算では考慮に入れられていない。

結局、銀行の自己資本のレベルについてのパニック、つまり銀行の支払い能力についての根拠のない懸念が存在したのである。フランスのケースでは、貨幣市場を閉塞させ金融市場を急落させ、そして恐るべき状況の出来という騒ぎを起こし、最悪のシナリオを書かせることになったこの状況に直面して、当局は、3600億ユーロすなわちフランスの国内総生産の四半期分にほぼ匹敵する計画を実施した。

この計画には次の2つの局面がある：

- ・フランス経済資金供給会社（SFEF）による、この会社の借入利率に近い利率（基本マージンの75%、2から3.5%）での銀行への、中期資金の貸付。この貸付は欧州中央銀行の短期貸付への追加として実施された。
- ・銀行の自己資本を強化¹¹⁾するための、国家出資金分担会社（SPPE）による、副次的貸付と、優

11) マスメディアは「資本修正」という用語を使用した。

先株式への出資。

実際には、介入資金の総額は977億ドルにとどまった：貸付として750億ドル、自己資本として227億ドル。2009年10月7日、フランス経済資金供給会社（SFEF）は、貸付活動を終了させると発表した。2009年11月6日、クレディ・ミュチュエル、BNPパリバ、およびソシエテジェネラルは、前貸し資本金をすでに償還していた。BPCEグループと農業銀行は、2009年末には同様の状態になるであろうと発表した。財務上の危機により必要となった貸付金を超えて、国家出資金分担保会社（SPPE）が「もたらした」自己資本（8%という高い経費のゆえに望まれたものではなかったのだが）は、暫定的に「有用」であったにすぎない。銀行の支払い能力についてのパニックを終結させる時である。

4 最後の貸し手の理論にとっていかなる教訓が得られたのか

最後の貸し手の理論はこの金融危機の解明を可能にするだろうか。2007年夏の終わりに始まった各国中央銀行による流動性の大規模な注入、2008年9月以来さらに強化されたこの政策は、正当にも、最後の貸付政策であると広く評された。しかし、最後の貸付とは何のことか。

実際、この概念は、この半世紀のあいだマクロ経済学や貨幣理論の諸著作では、皆無ではないとしてもほとんど登場しない。この概念について知るには歴史を遡らなければならない。ところが、最後の貸し手の理論について歴史的な研究をしてみると、単一のアプローチ¹²⁾ではなく複数のアプローチ¹³⁾が存在することが明らかになる。

この理論への貢献として4つの主要なものがある：(1)1802年のソーントンの著作は1793年の危機をきっかけとして、イングランド銀行による銀行券に対する金銀支払いの停止（1793年）という状況の中で展開された。(2)1873年のバジョットの著作は、1866年の危機と普仏戦争（1870–1871年）でのフランスの敗北を受けてのものであった。(3)1932年のホートレイの著作は1931年の危機の後に書かれた。最後に、(4)前世紀末に、1997年の危機に続いて、情報の非対称性のマクロ経済学の発展がある（フレイクサス（1999年）、フレイクサス他（1999年、2008年））。

これらの著作では相互に乖離した見解が述べられている。その乖離は、一方では、利子率、アナウンス効果、為替リスク、支払い能力、モラルハザードに関するものであり、他方では、介入のタイミングと時間幅（恒常的介入かそれとも危機の時のみの介入か）についてのものである。最後に、最後の貸し手が供給するものの性質（それは貨幣なのか信用なのか）についても見解は異なっている。

本稿の目的にそって、これらの貢献を、(1)貨幣か信用か、(2)恒常的介入か危機の時の介入か、という2つの基準にしたがって整理することができる。第1の基準について、ソーントンとホートレイによれば、最後の貸付は貨幣需要を充足するものであるが、これに対して、バジョットとフレイクサスその他にとっては、信用需要を充足することと捉えられる。第2の基準に関しては、ソーントンとバジョットによれば、最後の貸付とは危機の時の介入であるが、これに対して、ホートレイとフレイクサスその他にとっては、それは恒常的な介入である。

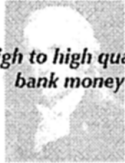
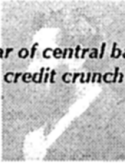
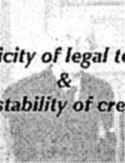
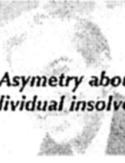
この分類の背後にある彼らの展開した理論には次のような相違がある。ソーントンによれば、最後の貸付は「貨幣への逃避（flight to quality）」と呼ばれるものを止めることを目的とする。当事者たちは最も質の高い資産しか保有しようとしなない。この場合について言えば、当事者たちは小銀行の発行する貨幣（預金と紙幣）を捨てて、最も確実な銀行貨幣に乗り換えようとする。最後の貸し手とは

12) Humphrey (1975; 1989) の考えとは反対に。

13) de Boyer & Solis (2003; 2009) および Laidler (2003; 2004) を参照せよ。

この貨幣を発行するものことである。バジョットによれば、問題は中央銀行による信用供給の収縮への懸念を止めることである。この信用収縮は、イングランド銀行を2つの部門に分割した1844年の改革の誤った解釈から生じたものとされた。ホートレイによれば、信用の内在的な不安定性を抑えることを目的として貨幣の供給を需要に適合させることが問題である¹⁴⁾。フレイクサスその他によれば、財務上の困難に直面した個別の銀行に関して市場の機能不全を緩和することが問題である。しかしながら、以上4つのアプローチのどれも、今回われわれが経験した金融危機を理解するのに十分ではない。

New theory of the Lender in Last Resort?

| | Money | Credit |
|------------|---|--|
| Crises |  <p><i>Flight to high quality bank money</i></p> <p>ソートン</p> |  <p><i>Fear of central bank credit crunch</i></p> <p>バジョット</p> |
| Permanency |  <p><i>Elasticity of legal tender & instability of credit</i></p> <p>ホートレイ</p> |  <p><i>Asymetry about individual insolvency</i></p> <p>フレイクサス</p> |

実際には、貨幣市場の機能障害は同時に次の2つの特徴を持っていた。つまり信用の全面的な収縮の懸念（バジョットのテーマと一部重なる）と貨幣市場での借り手たちの信任性の高い貨幣への逃避（ソートンのテーマと一部重なる）である。銀行間での負債の貸付枠の更新ができなくなることを懸念する諸銀行は、実際の必要額を超えて中央銀行からの借入を行ない、この財務超過分はもっとも確実な銀行のみさらには中央銀行のみにしか貸し出そうとしなかった。この流動性枯渇の懸念とこの信任性の高い貨幣への逃避とは、銀行システム全体の支払い能力についてのパニックを発生源としていた。このことから、各国中央銀行による流動性の大量注入では不十分であり、銀行に一時的に過剰な自己資本をもたせることが必要であった、ということが説明される。このためには公的債務を動員するべきであった。ステュアートのテーマ！ 今回の危機は、最後の貸し手の理論をアクチュアルなものとすることを求めているのである。

14) de Boyer & Solis (2011)

● 参考文献

- d'Arvisenet, Philippe (2007), Du subprime à l'économie réelle, Etudes Economiques de la BNP, octobre 2007.
- Bagehot, Walter (1873), *Lombard Street, a Description of the Money Market*, Henry S. King, London ; *Lombard Street ou le marché financier en Angleterre*, Librairie Germer Baillière et Cie, Paris, 1874.
- Bentemesssek, Nesrine (2009.a), Public Credit and liquidity in James Steuart's Principles, Feb. 2009, Working Paper for the 2009 ESHET Conference, Thessaloniki, April 2009.
- (2009.b), Bulles spéculatives et liquidité : le cas de la Bulle des Mers du Sud, Thèse de doctorat, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, 28 novembre 2009.
- de Boyer, Jérôme (1992), Les débats monétaires et le développement de la théorie monétaire en Grande Bretagne dans la première moitié du 19ème siècle, *La Nouvelle histoire de la pensée économique*, pp. 554-577, Ed par A. Béraud & G. Faccarello, Ed. La Découverte, 1992.
- (1998), Endogenous money and shareholders' funds in the classical theory of banking, *The European Journal of the History of Economic Thought (EJHET)*, vol 5, n° 1, pp. 60-84.
- (2003), *La Pensée Monétaire, histoire et analyse*, 380 p., février-mars 2003, Éditions Les Solos.
- (2009), Bank liquidity risk, from John Law (1705) to Walter Bagehot (1873), Phare working paper présenté aux colloque de l'ESHET (mai), HES (juin) et AFSE (septembre), en cours de soumission à une revue.
- de Boyer, Jérôme & Diatkine, Sylvie (2008), British monetary orthodoxy in the 1870s : a victory of the Currency Principle, *The European Journal of the History of Economic Thought (EJHET)*, vol. 15, n° 2, summer 2008, pp. 181-209.
- de Boyer, Jérôme & Solis, Ricardo (2003), Les approches classiques du prêteur en dernier ressort : de Baring à Hawtrey, *Cahiers d'Economie Politique*, n° 45, pp. 79-100.
- (2011), R. G. Hawtrey on the National and International Lender of Last Resort, co-rédigé avec Ricardo Solis, *The European Journal of the History of Economic Thought (EJHET)*, vol. 18, n° 2, june 2011.
- BNP Financial Reports, 2008 et septembre 2009.
- Citigroup, Annual Report 2007, 2008 & september 2009
- Diatkine, Sylvie (2003), théorie bancaire, théorie monétaire et prêteur ultime chez Thornton, *Cahiers d'Economie Politique*, n° 45, pp. 79-100, Automne 2003.
- FMI (2009), International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, April 2009 : <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/index.htm>
- Freixas, Xavier (1999), On the Need of an International Lender of Last Resort in Today's Financial Environment, *Els Opuscles del CREI*, n° 4, november 99.
- Freixas, Xavier & Parigi, Bruno M. (2008), Lender of last resort and bank disclosure policy, *CES ifo Area Conference on Applied Microeconomics*, 7-8 March 2008, Munich.
- Freixas Xavier, Giannani Curzio, Hoggarth Glenn & Soussa Farouk (1999), Lender of Last Resort : a review of the literature, *Financial Stability Review*, november 1999.
- G7, Statement of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors, Tokyo, February 9, 2008 : <http://www.g7.utoronto.ca/finance/fm080209.htm>
- Hawtrey, Ralph (1919), *Currency and Credit*, Longmans, Green & Co, London, second ed., 1928, trad ; fr. *La circulation monétaire et le crédit*, 3ème édition en 1934, Sirey, 1935.
- (1932), *The Art of Central Banking*, Longmans, Green & Co, London.
- Humphrey, T.M (1975), The classical concept of the lender of last resort, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, January/February, pp. 2-10.
- (1989), Lender of last resort, the concept in history, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, vol. 75, n° 2, March/April, pp. 17-20.
- Le Monde, éditions et 18 et 21 mars 2008
- Laidler, David (2003), Two Views of the Lender of Last Resort : Thornton and Bagehot, *Cahiers d'Economie Politique*, n° 45, pp. 79-100, Automne 2003, reprinted in Laidler D. (2004), *Macroeconomics in Retrospect, The Selected Essays of David Laidler*, Edward Elgar, Cheltenham.

- (2004), Central Banks as Lenders of Last Resort – Tendry or Passe, The University of Western Ontario Working Paper # 2004–8, <http://economics.uwo.ca/faculty/laidler/>, 2004
- Reuters.com – 07/10/2009 à 17 : 52, La SFEF met fin à ses activités d'aide aux banques françaises.
- Smith, Adam (1776) *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, edited by R.H. Campbell and A.S. Skinner, Oxford University Press : Oxford 1976 – Éd. Fr., P. Taieb, *Enquête sur la nature et les causes de la richesse des nations*, PUF, 1995.
- Steuart, James (1767 [1998]), *An inquiry into the principles of political oeconomy*. Edited by Andrew S. Skinner with Noboru Kobayashi and Hiroshi Mizuta, London : Pickering & Chatto, 1998.
- Thornton, Henry (1802), *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, ed. F. Hayek (1939), reprinted Augustus M. Kelley : New York 1991.

※これは、2009年12月3日に神奈川大学経済貿易研究所が主催した講演会の原稿をもとにしたものである。この講演はフランス語で行われ、竹永進氏（大東文化大学教授）が日本語に通訳された。本稿の翻訳をお引き受けくださった竹永進氏に心からお礼申し上げます。（編集者）