
「サブプライムローン問題」に関する一考察

濱村 章



名古屋学院大学総合研究所

University Research Institute

Nagoya Gakuin University

Nagoya, Aichi, Japan

「サブプライムローン問題」に関する一考察

濱村 章

序

アメリカの「サブプライム（ローン）問題」に端を発した金融危機は、目下のところ世界的規模に蔓延し、実体経済にも計り知れない程の影響を与えている。

この複雑で錯綜した所謂サブプライム住宅ローン問題とりわけ「サブプライムローン証券化問題」を些かなりとも整理し、基本的な問題点や意義を考察するのが本稿の企図するところである。

I サブプライムローンと高率の延滞

サブプライムローンと「ハイリスク」

サブプライム住宅ローン（以下サブプライムローン）の統一的な定義はない。ここでは一応それは、支払不履行、過去の延滞や法廷判決あるいは自己破産、低いクレジットスコア、高い債務負担率、または、ほぼ皆無の所得証明の書類審査に特徴づけられる低い信用履歴をもっている借り手に対する住宅ローンであるとみなしておく。

サブプライムローンに対置されるプライムローンは、信用履歴が良く、債務・所得比率と借入・資産比率の審査において標準的基準を満たす借り手に対する住宅ローンであるとみることができる。この両ローンの中間に位置するのが、Alt-A ローンである。

サブプライムローンは、通常、償還期限 30 年で、当初、2 年ないしは 3 年極めて低い率の金利は固定されているが、その後の 28 年ないしは 27 年は、その金利は高率で、かつ変動するのである。それに対してプライムローンは、償還期限 30 年で、その間金利は固定している。

サブプライムローンとは上述のように、プライムはもとより Alt-A(Alternative A)よりも信用力の低い水準の人を対象とするものであり、消費者の信用力を表す評点 FICO スコアで表わされるとき、ほぼ660点未満の層をターゲットとする住宅ローンとみなされている。そして、このようなローンを融資するレンダーの大半が、金融監督当局の監視・監督下でないノンバンクであった。

ここでまず留意すべきことは、サブプライムローンがいかに延滞の発生する可能性が高いものであるか、いかにいわばハイリスクのものであるかが認識された上で融資されるものであり、(事実、貸付直後から高い率の延滞が発生したのである)。かつまたそのローン債権がただちにノンバンク等によって証券会社に売却されるということである。

またしたがって、このような性質を多分に有するサブプライムローンが異常なまでに大量に組まれて、それを買収した証券会社によってその過半が積極的に証券化され、あるいは再証券化されたことにも注目すべきである。

II 証券化・再証券化と AIG のケース

証券化・再証券化—RMBC、CDO、および CDS

高率の延滞可能性を有したサブプライムローンがノンバンクによって証券会社に売却されて、透かさず証券化・再証券化がなされる。多数のサブプライムローンがプールされ組み合わされてこれを原資産とする RMBC (Residential Mortgage Backed Securities 住宅ローン担保証券) が組成されて、世界のファンドなどの投資機関に販売される。また RMBC はさらにそれ以外の資産担保証券とも組み合わせられて、複雑な CDO (Collateralized Debt Obligations 債務担保証券) などに再証券化されて売却される。

さらに、この CDO が別の各種の CDO と組み合わせられていくのである。後述の CDS (Credit Default Swap) をも組み込んだ CDO は、シンセティック CDO (synthetic CDO) というものもある。数多の種類と多数の証券化商品が組み合わせられ、いわば第一次、第2次、第3次の証券化商品が開発されるので、その内容もリスクの所在も至極見えにくくなっている。実際のところ、これらの証券化商品が世界中で広範に取引されており、それらのリスクの内容、程度、リスク・リターン関係が悉く取引関係者や売買担当者によって見極められ評価された上で取引され、売買されているかについては疑問なしとはしない。

リスクが分散するだけにとどまらず、拡散してその所在さえも明確でないきらいがある。

CDS はデリバティブ (金融派生商品) の一種でいわゆる金融危機の深刻化につながる元凶の一つと言われている。これは、社債や国債、貸付債権など信用リスクに対し、保険の役割を果たすデリバティブ契約である。デフォルトで発生する損失額 (想定元本) を補償する契約すなわち「デフォルト保険」ともいわれている。投資家が定期的に保証料 (プレミアム) を支払うことによって、デフォルトが発生する損失を CDS のカウンターパーティ

一（取引相手）に補償してもらえる。投資家が CDS 取引で獲得したデフォルトによる損失相当額を受領する権利すなわちプロテクションと上のプレミアムのスワップ（交換）を CDS とみなすこともできる。そもそも CDS は、社債や国債などのデフォルトリスクをヘッジするのが目的であったが CDS の売買自体を投機の対象とする投資家が増加することによって問題が大きくなり複雑になったといえよう。また CDS は主として相対取引が行われ、その実態は外部からは正確にかつ迅速に把握することは困難である。

AIG のケース

米保険大手 AIG（American International Group）経営難の直接の契機は主としてこの CDS を販売する事業が悪化したことによる。2000 年頃から AIG は事業を急拡大し、CDS の契約が想定元本ベースで 4 千億ドル超にのぼった。が、その資金繰りは次第に悪化し、AIG の格付けが引き下げられ、約 150 億ドルの担保を CDS の取引先に差し入れる必要にせまられて窮地に追い詰められたとみられている。CDS の契約相手の証券会社などの金融機関にとっては、AIG が破綻すると元本保証が困難となり、サブプライム関連商品の損失リスクをおうことにもなる。

米連邦準備制度理事会（FRB）は、AIG が破綻すると国債金融市場がさらに混乱し、資金調達コストも大幅に上昇する可能性があるので、实体经济への影響を回避することを目的として、同社の全資産を担保とし最大 850 億円を緊急融資した。同社株式を 79.9%取得する権利を得て実質的に公的管理下で再建を進めている。

既述のように、CDS は、CDO が不履行になった場合に備えるために、料金が支払われ不履行に対して穴埋めする契約でもある。が、実際 CDO の精算請求が殺到し CDS の発行者としての AIG が弁済困難におちいった。その点銀行とは異なり、何ら規制がないため穴埋めのための資金準備がなかったのである。

なお、AIG の経営陣や巨額損失をもたらしたデリバティブ部門トップへの高額報酬が取締役会で認められていた点が問題視されている。また AIG が経営危機に陥る直前には、後述のファニーメイやフレディマックが経営危機に陥り、引き続いてリーマンブラザーズが経営破綻して、CDS 市場において大量の清算入札となった。3 社の CDS 売買は想定元本合わせて約一兆ドルにのぼると言われた。CDS の総残高はおおむね想定元本で 54 兆にのぼると推定されている（2008 年 12 月現在）。前 2 社は米財務省、FRB の支援を受けて政府管理下に置かれたが、他方リーマンブラザーズは公的資金が注入されなかった。

Ⅲ モノライン保険会社と格付け会社

モノライン保険会社の元利支払い保証

モノライン保険会社は、ただ金融商品のみの信用補完の保険業務を行う保険会社である。

モノライン保険会社自体が通常トリプル A の格付けを有し、地方債や証券化商品などの利払保証をし、その保証料収入、さらに一部それを運用して収益を得る事業である。2007年にはモノライン業界全体証券化商品8,000億ドル以上を保証しているといわれていた。

同年後半にモノライン保険会社が保証した証券化商品に含まれているサブプライム（住宅）ローンの支払いの延滞が激増し、また保険会社自体が破綻するのではないかという懸念もあった。格付け会社による証券化商品の格下げも増加し、その価格も下落し、かつまたモノライン保険会社の株価も急落した。2008年初、モノライン保険会社の大手業界第2位のアムバックが、格付け会社フィッチによってトリプル A からダブル A に格下げされた。と同時に支払保証を受けていた地方債の殆ど格下げされた。

証券化、再証券化に際しては、既にみたように元利支払保証の付与と並んで格付会社による格付けが不可欠となっている。元利支払保証が付与され、格付けがなされて、債権を細分し区分けして創出された証券が、既に述べたように CDO であった。このサブプライム住宅ローンを供与した銀行が気に掛ける相手のデフォルト（債務不履行）というリスクが CDO の売却によってヘッジファンドの投資機関などに転嫁されることに注意する必要がある。

格付け会社の当事者責任と当事者能力

ところで、強調するまでもなく、証券化・再証券化に際し、格付会社による格付けは不可欠のものである。米国では、証券化商品に対して格付けを付与する指定格付会社は、ムーディーズ社、スタンダード・アンド・プアーズ社、そしてフィッチ社等7社が挙げられるが、なかでも前2社が圧倒的優位の立場にある。格付業界には指定制度があり、それが参入障壁となっており、寡占的な状況にあるといえる。格付け会社の主要な収益源は、格付け依頼主（証券会社）の支払う格付け手数料である。

米国ではサブプライム問題が顕在化した2007年ムーディーズ社やスタンダード・アンド・プアーズ社がサブプライム関連の証券化商品の格下げを発表した結果、世界中の投資機関等に販売され、保有されている証券化商品の価格がさらに下落した。しかも大量の高格付けの証券化商品の格下げが付与された。このことは、格付会社による原債権のデフォルト評価の適格性に問題があるということを示唆していると言えよう。やはり、格付会社は証券化商品について提供する情報を具体的に明確にし、格付けのルールや手法の情報を一層詳細に開示しなければならないであろう。

そもそも格付けは証券が満期までにデフォルトとなる確率を表象する信用リスクの指標にすぎない。また証券化格付けについて格付け会社は、当事者責任を負うものではないということを利用者（投資家）は認識しなければならない。と同時に、翻って、格付け制度のあり方、仕組みおよび内容について本格的に議論されて然るべきである。

ところで、2007年度後半、モノライン保険会社が引き受けた証券化商品に含まれて

いるサブプライムローンの支払い遅延が急増した。証券化商品の格付けも下げられ、同時にモノライン保険会社の株価も急落した。2007年末にはモノライン保険会社の経営難が表面化し始めた。アムバックの保証債権は、地方債2809億ドル、証券化商品1706億ドルで、それらが格下げされると、アメリカの金融市場に与える影響は甚大であることはいままでのない。2008年1月モノライン保険会社の大手業界第2位のアムバックが、格付け会社フィッチ・レーティングスによってトリプルAからダブルAに格下げされたのである。そうすると、銀行や証券会社が保有している関連証券化商品の価格が下落し評価上の損失が発生する。(さらに資本金の積み増しかつ必要となってくる場合がある。)

IV ファニーメイとフレディマック

ファニーメイとフレディマックと政府支援

ところで実際は、米国では、1960年後半から金融の自由化が進展しかつ市場金利も上がる傾向にあったので、貯蓄貸付組合(Savings and Loan Association)の資金が流出し、新規の住宅ローン融資が困難になった。したがって、1968年にジニーメイ(Ginnie Mae: Government National Mortgage Association)、1970年にフレディマック(Freddie Mac: Federal Home Loan Mortgage Corporation)が設立され、それぞれ証券化業務を行い証券化商品市場流通に一役買っている。ニューヨーク証券取引所に上場されたファニーメイ(Federal National Mortgage Association)は自ら融資しないで、ローン債権を流通市場で購入し、その資金をファニーメイ債発行で賄っている。

そもそも住宅債券の証券化は1970年のMBS(Mortgage Backed Security, 住宅ローン担保証券)の発行がその発端であろう。当初、貯蓄貸付組合(Savings and Loan Association)などの金融機関が保有する住宅債券を政府系の専門機関、ジニーメイ、ファニーメイやフレディマックが買い上げることによって、金融機関の資金調達をサポートする仕組みが設けられてた。1970年にジニーメイ(Ginnie Mae: Government National Mortgage Association)が発行したジニーメイ債が公的MBSの第一号である。

ファニーメイ(Federal National Mortgage Association)が1981年に民間金融機関から住宅ローン債権を買い取って発行したMBSで、ファニーメイ債と呼ばれ1981年に開始されているフレディマック(Freddie Mac: Federal Home Loan Mortgage Corporation)は、1971年から民間金融機関から住宅ローン債権を買い取り、フレディマック債として発行している。

ファニーメイとフレディマックは、その資本の規模に比して過大な事業を行っているきらいがあるにもかかわらず、2008年初めに米連邦住宅市場対策として、両者の住宅ローン関連投資の上限額が撤廃された。が結局経営を一層悪化させることになった。その後両社は政府による支援を受け、2008年9月7日政府の管理下におかれることになった

それに引き続き、同年9月15日にはリーマンブラザーズが経営破綻し、9月16日にはFRBがAIG(American Investment Group)に対し850億ドルの融資を決定し、事実上政府の管理下に置くことになった。

V SIV とヘッジファンド

SIV、ABCP、レバレッジ

通常大手金融機関の傘下にある SIV (Structured Investment Vehicle) は、一種の SPC(Special Purpose Company 特別目的会社)で、「仕組み型投資主体」であって、会計上その連結対象にならない。それは、主として民間の MBS や CDO などの証券化商品を購入するために、それらを担保に ABCP (Assets Backed Commercial Paper 資産担保コマーシャルペーパー) を発行して資金調達する。

一時 SIV は世界中で約 30 体設立され、その規模は約 1000 億ドルであった。米国では、最大のスポンサーとしてシティ・グループだけが SIV を運営しており、その残高が相当の額にのぼっていた。2007 年には SIV が資金調達するために証券化商品を担保として ABCP を容易に発行することができなくなった。また証券化商品の格付けが下がることによってそれを発行することが困難となり、SIV 自体トリプル A を維持することも無理となった。同年 10 月には SIV の発行する CP のデフォルトが発生しはじめたのである。

ところで、金融機関がオフバランスで SIV を運営運用し、短期的資金を調達するために ABCP を発行し、比較的長期の証券化商品との利鞘の鞘抜きをする。SIV は一種の裁定取引導管体でレバレッジが積極的に活用する。その資産はほぼトリプル A が付与されており、レバレッジ率は 1.2 から 1.6 倍になるという。SIV を実質的に運用し、流動性を提供するのも金融機関であり、またしたがってその流動性危機がたちまち表面化する嫌いがある。

ヘッジファンド

リスクの高い信用デリバティブに投資あるいは投機をしたヘッジファンドはその資金規模が巨大であるにもかかわらず、多くの場合その資産内容・資金調達方法や運用方針が外部には不分明である。

2007 年米証券大手ベアー・スターンズ傘下の二つのヘッジファンドがサブプライムローン関連商品(RMBS や CDO など)の運用に失敗し、同社がファンドに 32 億ドルの資金支援を行った。これを契機に株式相場が大巾安となった。そして格付け会社 S & P やムーディーズがサブプライムローンを担保にした証券化商品の大量を格下げに動いたことが、マーケットを混乱させ不要の連鎖反応を拡大したといわれた。レバレッジを利用し投資元本の 20 倍以上の取引を行い、サブプライムローン関連の金融商品に投資、投機していた

大型ヘッジファンドの破綻が相次ぎ、世界の金融市場に甚大な影響を与えている。

VI 結びにかえて

自主規制、市場の規律づけ、および制度上の規制

サブプライムローンに係わって証券化・再証券化された証券化商品の、商品特性上最も重要な要素がリスクである。そのリスクが分散し移転し、拡散しても、リスクそのものが霧散するわけでもなく、存在するはずのものである。だが、その所在が明確にできない程、証券化商品の内容やリスクとリターンの関係などが複雑になっている。それだけに、一旦サブプライムローンの一部でも元利支払いの延滞や元利支払い不能が発生すると、証券化商品だけでなく ABCP や CAS までにも恰もリスクが拡散し、膨張した如きになる。そして、その証券化商品等の価格が下落し、関連機関やヘッジファンドが損失を被り、破綻することになる。

既に述べたように、①もともとサブプライム(住宅)ローン自体が無謀なものであって、それにもとづいて証券化し、あるいは再証券化した証券化商品を企画し、開発し、そして市場に提供することに関して、関係者が自主規制しなかった。②「市場」がそのようなサブプライムローン関連の証券化商品の取引を規律づけることができなかった。③制度上、そのようなサブプライムローン関連の証券化の販売、(相対)取引が規制されなかった。(規制そのものがないにひとしかった。もちろん、適宜迅速に対応するような体制も整備されてこなかった。)

ところで事実上格付け会社による格付けがなければ、証券化商品の開発、販売は不可能である。格付け会社は、格付けを依頼する証券会社の提供する情報、信憑性を調査する義務がなく、その情報に誤謬がないものとして格付けを行う。その格付けの具体的なルールやルールに沿って評価した結果、意見を詳細に説明し表明しない。その格付け情報がどのように利用されるかに関しては、格付け会社にとっては責任は発生しない。格付け会社は、格付けを依頼する証券会社から直接報酬を受けとる。実際実質的には格付け会社は3社存在し、その限られたなかから3社から格付け依頼者は選択するしかない。

こうした背景と条件のもとで格付けが行われることが極めて切実で重大な問題を惹起することは火を見るよりも明らかである。この問題を制度的に解決することが喫緊の要事である。

問題の背景と実体経済

米国政府や FRB は、2001 年の IT バブル崩壊後の景気政策の柱として住宅需要の拡大をかけた実施することによって住宅ブームが現出した。金利の何度かの引き下げ(FF 金利の

6.5%から 1.0%への引下げ)や金融の緩和とによって、住宅ローン金利も相対的にさがり、住宅に対する需要が創出された。住宅価格も持続的に上昇し、第二次世界大戦直後を除いて過去最高になった。2003 年頃からサブプライムローンが急激に拡大した。そして、2006 年末以降には、金利が引き上げられかつ住宅価格の上昇が頭打ちとなり、サブプライムローンの元利返済額が増大して、その延滞や支払不能が発現した。

そうして、既述のように、大手金融機関が引き受けた RMBS や ABS や自ら組成した CDO の価格が下がり、またその傘下の SIV の発行した ABCP の価格も下った。そうして同じく大手金融機関の傘下にあるヘッジファンドの一部も SIV と同様膨大な損失を出すことになった。それだけにとどまらず、世界的な規模でいわゆる金融危機となり、さらにアメリカはもとより世界主要国の実体経済にまで甚大な影響を及ぼしているのである。

ところで、世界経済が「グローバル化」し巨大になるにしたがって、それを構成する経済組織とくに金融機関が勢力を増しその活動が経済はもとより政治さらには社会に対して甚大な影響を与える嫌いがある。その活動は、所謂市場主義に基づく規律づけはもとより自己責任による自主規制におくだけでは不十分であることが瞭然としている。適宜包括的に規制するための確固たるシステムが要請されることである。

其れにつけても、サブプライムの証券化や再証券化などの活動並ならびに証券化商品に係わる投資・投機活動などが、如何に所謂実体経済から乖離しているか、かつまた他方如何にそれらの活動が、「サブプライムローン問題」を惹起することによって、実体経済だけでなく社会にまで広範に、未曾有の、計り知れない程の影響を及ぼしているか、の一層具体的な考察が、本稿での残された肝心要の課題である。

主要参考・引用文献

江川由紀雄『サブプライム問題の教訓 証券化と格付けの精神』商事法務 2008

倉橋透・小林正宏『サブプライム問題の正しい考え方』中央公論社 2008

本山美彦『金融権力—グローバル経済とリスク・ビジネス』岩波書店 2008

高橋正彦『証券化の法と経済学』NTT出版 2004

みずほ総合研究所編『サブプライム金融危機:21世紀型経済ショックの深層』
日本経済新聞出版社 2007年

東洋経済新報社『週刊 東洋経済』 2007.8.25

毎日新聞社『週刊 エコノミスト』 2008.5.26

日本経済新聞、朝日新聞、読売新聞など各紙 (2007年6月～2009年3月)

(執筆者:本学商学部非常勤講師。本研究は本学総合研究所
の2006年度研究奨励金による研究成果の一部である。)