

サブプライムローン問題後のウォール街

安岡 彰



CONTENTS

- I 拡大する損失と資本増強
- II 混迷深まるウォール街
- III サブプライムローン問題の発生とその実態
- IV 混乱の背景と展望

要約

- 1 サブプライムローン問題で、ウォール街ばかりでなく、欧州、アジアの銀行、証券会社は多額の損失を被り、政府系ファンドなどから資本調達を行う大手金融機関が増加した。米国では中小銀行にも損失が広がり、2007年第4四半期に、FDIC（連邦預金保険公社）加盟の貯蓄金融機関はついに赤字に陥った。
- 2 一方、マネーマーケットでは入札を活用した短期証券取引が成立せず、利回りの急上昇が続くなど混乱が広がっている。また、大手金融機関はプライベートエクイティへ融資したレバレッジドローンの転売ができず、2000億ドル以上のローンを抱え、その評価損が拡大している。
- 3 米国の住宅ローンは、かつては政府設立の住宅抵当証券発行会社に転売されるため、利率を除き、貸付条件が均一であった。サブプライムローンは、クレジットスコアリングの活用によって生まれ、多様化した。しかし、証券化のために小口債権をプールする時点で厳格さを欠いた審査も横行し、州司法当局、SEC（米国証券取引委員会）、FBI（連邦捜査局）による捜査が進んでいる。
- 4 簿外資産であるSIVs（特別目的会社を活用した資産証券化商品運用ファンド）や利率入札証券市場の拡大は、サブプライムローン問題の影響を一層複雑化させている。今後、規制の改正も含めて、金融市場の秩序回復にはかなりの時間が必要となろう。ウォール街、特に金融機関の証券業務に対する監視、規制強化が進むことだけは確実である。

I 拡大する損失と資本増強

1 大手金融機関の混乱

2007年6月、米国の証券会社ベアー・スターンズ（Bear Stearns）が運用する2つの投資ファンドが破綻した。サブプライム住宅抵当証券から組成された「資産担保証券（Collateralized Debt Obligations、以下、CDOs）」を組み込んだこれらのファンドは、資産評価損が急激に拡大したために投資家からの償還請求に応えられず、ファンドの解散に追い込まれた。このサブプライムCDOsのような証券化商品は、市場での売買取引が極端に少ないために資産の時価評価が非常に難しく、いざ売却を試みると、元本を大幅に下回る価格でしか売却できないことが、まさに判明したのである。

同年8月3日には、フランスのBNPパリバ（Paribas）が、CDOs資産の時価評価が困難になったことを理由に、運用する投資ファンドのうち、同様のCDOsに投資していた3つのファンドからの現金の引き出しを停止すると発表した。

この2つの事件を発端に、欧米大手金融機関は同年第3四半期以降、サブプライムローン関連資産の償却損を拡大させた。表1は、2007年中および08年1月までの欧米大手金融機関の資産償却額と不良貸付損失額を示したものである。200億ドルを超える損失を被ったメリルリンチ（Merrill Lynch）、シティグループ（Citigroup）をはじめとして、1460億ドルに及ぶ損害が発生した。

続く2008年第1四半期の決算では、サブプライムローン関連の損失に加えて、消費者向け貸付関連の損失、貸倒引当金の積み増しが

表1 大手欧米銀行の資産償却と不良貸付損失
(2007年1月より2008年1月末まで)

(単位：億ドル)			
銀行	資産償却額	不良貸付損失額	合計
メリルリンチ	245		245
シティグループ	196	25	221
UBS	184		184
HSBC	9	98	107
モルガン・スタンレー	94		94
バンク・オブ・アメリカ	70	9	79
ワシントン・ミューチュアル	3	49	52
クレディ・アグリコル	65		65
ワコビア	27	20	47
ソシエテ・ジェネラル	40		40
その他	267	59	326
合計	1,200	260	1,460

注) ワシントン・ミューチュアルの合計額は、2008年第1四半期の償却額を含む出所) "Unhappy scenario of a spiralling daisy-chain of hedge", The Financial Times February 14, 2008, NRIIにより修正

拡大し、資金運用環境の悪化は消費者向け銀行サービス業務全体に広がりつつある。

シティグループ、バンク・オブ・アメリカ（Bank of America）、JPモルガン・チェース（J.P.Morgan Chase）の消費者向け貸付業務のクレジットコスト（貸付金償却と貸付引当金積み増し額の合計）は、2007年第4四半期にそれぞれ54、53、52億ドルであったが、08年第1四半期には60、87、96億ドルに増大した。主に、ホーム・エクイティ・ローンの焦げ付き拡大によるものであった。

一方、1988年にわが国でも導入されたBIS規制（自己資本比率規制：「バーゼルⅠ」）後、シティグループ、HSBCなど欧米の一部大手金融機関では、特別目的会社を活用した「SIVs（Structured Investment Vehicles）」と呼ばれる投資ファンドによる資産証券化商品の運用が拡大した（次ページの表2）。当初は、クレジットカード、自動車ローン、消費者ローンなど金利が高く、貸し倒れリスクが比較的安定している貸付を証券化し、

表2 10大SIVs

SIVs	運用者	(単位：億ドル)	
		負債発行日	負債残高
シグマ・ファイナンス (Sigma Finance)	ガーディアン・ノット (Gardian Knot)	1995年 2月	526.4
カリナン・ファイナンス (Cullinan Finance)	HSBC (HSBC Bank)	2005年 7月	351.4
K2	ドレスナー・クラインウオート (Dresdner Kleinwort)	1999年 2月	290.6
リンクス・ファンナンス (Links Fainance)	バンク・オブ・モントリアル (Bank of Montreal)	1999年 7月	223.0
セントーリ (Centauri)	シティバンク (Citibank)	1996年 9月	218.4
ベータ・ファイナンス (Beta Finance)	シティバンク	1989年 9月	201.8
セドナ・ファイナンス (Sedna Finance)	シティバンク	2004年 6月	144.2
タンゴ・ファイナンス (Tango Finance)	ラボバンク (Rabobank)	2002年11月	140.4
ビクトリア・ファイナンス (Victoria Finance)	セレス・キャピタル・パートナーズ (Ceres Capital Partners)	2002年 7月	132.4
ファイブ・ファイナンス (Five Finance)	シティバンク	1999年11月	128.4

注1) 2007年7月13日現在の残高、返済順位上位負債残高順

2) SIVs: Structured Investment Vehicles、特別目的会社を活用した資産証券化商品運用ファンド

出所) Citigroup, Standard Poor's, The Wall Street Journal, October 15, 2007

SIVsに売却することで簿外資産化し自己資本規制の圧力を和らげることができた。その後、サブプライムローンなどその他の貸付が証券化され、SIVsに売却された。

SIVsの調達資金は、出資証券やシニア証券（中期債）を除くと、その大半はSIVsが保有する証券を担保とした「資産担保コマーシャルペーパー（Asset-Backed Commercial Paper、以下、ABCP）」であった。すなわち、SIVsは長短金利差を活用して利益を上げる仕組みである。

しかし、SIVs資産額は、2007年7月の3570億ドルをピークに、その後はサブプライ

ムローン問題の影響を受けて減少し、08年2月までには、ほぼすべてのSIVsがスポンサー銀行の資産として吸収されるか清算された。SIVsの存続の鍵となっていたABCPに買い手がなくなったためである。ABCPの担保として、サブプライムローンを担保とした証券が使われているとの疑いがかかったのである。

表3は、各行のSIVs救済時のファンド資産規模を示したもので、2008年から欧州で、09年から米国で大手銀行を対象に第二次自己資本比率規制（「バーゼルII」）が導入されることを考えると、かなりの負担となろう。

表3 SIVsの救済

銀行	(単位：億ドル)	
	救済時のファンド規模	
シティグループ	490	
HSBC	450	
ドレスナー・クラインウオート	188	
ウェストLB	140	
バンク・オブ・モントリオール	125	
ロボバンク	76	
HSHノードバンク	48	
ソシエテ・ジェネラル	43	
バンクAIG	22	

出所) FT research, The Financial Times, February 22, 2008

2 中小金融機関への波及

米国銀行全体への影響を見てみよう。

表4は連邦預金保険公社（Federal Deposit Insurance Corporation、以下、FDIC）保証の金融機関の経営状況を示している。

2007年第4四半期のFDICの当期利益は前年同期比7割を超える減益となり、通年でも同23%の減益である。貸倒引当金の急増（第

表4-1 FDIC（連邦預金保険公社）保証金融機関の収益状況

(単位：百万ドル)						
	2007年	2006年	増加率 (%)	2007年第4四半期	2006年第4四半期	増加率 (%)
全金利収入	725,156	643,459	12.7	189,149	171,499	10.3
全金利支出	372,311	313,353	18.8	97,117	89,180	8.9
純金利収入	352,845	330,106	6.9	92,032	82,319	11.8
貸倒引当金繰入額	68,164	29,545	130.7	31,253	9,852	217.2
全非金利収入	233,419	240,430	-2.9	47,831	55,917	-14.5
全非金利支出	362,540	332,307	9.1	100,128	81,044	23.6
有価証券関連益（損）	-1,331	1,969	N.A.	-3,633	513	N.A.
純利益	105,470	145,242	-27.4	5,816	35,238	-83.5
資産償却額	43,903	27,016	62.5	16,155	8,509	89.9
当期利益	107,852	141,388	-23.7	7,762	32,879	-76.4

出所) FDIC "Quarterly Banking Profile 4Q 2007"

表4-2 FDIC保証貯蓄機関の収益状況

(単位：百万ドル)						
	2007年	2006年	増加率 (%)	2007年第4四半期	2006年第4四半期	増加率 (%)
全金利収入	113,957	95,546	19.3	28,422	27,145	4.7
全金利支出	64,327	50,302	27.9	16,063	15,183	5.8
純金利収入	49,630	45,244	9.7	12,360	11,963	3.3
貸倒引当金繰入額	11,511	3,962	190.5	5,320	1,643	223.7
全非金利収入	22,103	23,087	-4.3	5,079	5,757	-11.8
全非金利支出	49,745	42,095	18.2	15,882	10,757	47.6
有価証券関連益（損）	-750	3,358	N.A.	-2,475	680	N.A.
純利益	5,959	17,025	-65.0	-4,724	4,002	N.A.
資産償却額	5,970	3,521	69.6	2,220	1,380	60.8
当期利益	6,334	14,879	-57.4	-3,182	3,637	N.A.

出所) FDIC "Quarterly Banking Profile 4Q 2007"

4 四半期では217%増、通年では130%増）が原因である。また、資産償却額の増加（第4 四半期では90%増、通年では63%増）も影響しているが、これはサブプライム関連証券の償却による減益と考えるより、経済や貸付環境の不透明化に伴う貸付先の経営状況の悪化が大きな要因と見るべきであろう。

こうした状況は、貯蓄貸付組合（Savings and Loan Associations、以下、S&L）などの銀行以外の中小金融機関（貯蓄金融機関：Savings Institutions）に、より顕著に現れており、2007年第4 四半期は赤字に陥ってしまった。通年では黒字を維持したものの、前

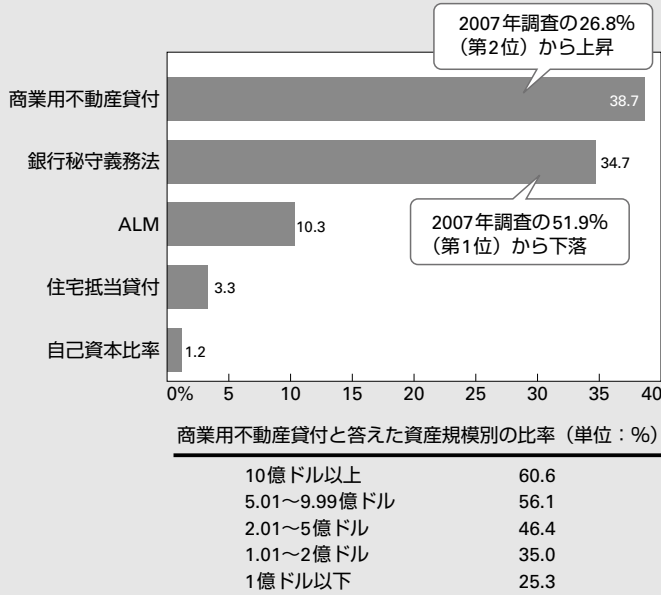
年比57%の減益で、経営環境が急速に悪化していることがわかる。

クレジットカード、消費者ローンなどの個人向け貸付業務では、大手銀行との過激な競争を強いられるために、中小金融機関の生き残りの道は地元密着を基点とした金融業務が主体とならざるをえず、不動産開発や住宅建設業者向けの建設貸付（Construction Loan）に偏ってしまう金融機関が増加している。土地価格の下落、景気の後退、さらにはサブプライムローン問題の拡大は、建設業者の業績低迷を通して貸し倒れの増加を招き、中小金融機関の経営を悪化させ始めてい

るのかもしれない。

図1は、最近、銀行検査を受けた金融機関のアンケート結果を示したもので、検査の重点について聞いたものである。検査担当者の最大の関心は、商業用不動産貸付の状況にあ

図1 当局の検査視点の変化



注) ALM: Assets and Liabilities Management: 資産負債管理
出所) ABA Banking Journal survey, American Banker, February 20, 2008

表5 メリルリンチの緊急ファイナンス (2008年1月15日発表)

<優先株の発行条件>

証券名	投票権のない強制転換優先株式シリーズ1
発行者	メリルリンチ
配当	年率9%
参考株価	52.40ドル (2008年1月11日以前の3日間における普通株式の終値の平均値)
転換プレミアム	17%
満期	2年9カ月
発行単位	1株当たり10万ドル
満期時の強制転換による株数	- 転換時株価が参考株価の100% (最低転換株価とする) 以下である場合、発行単価金額を最低転換価格で割った株数 - 転換時株価が参考株価の117% (最高転換株価) 以上である場合、発行単価金額を最高転換価格で割った株数 - 転換時株価が最低もしくは最高株価の間であった場合、発行単価金額を転換時株価で割った株数
転売禁止期間	発行後1年間は転換対象となる普通株式を含めて売却、ヘッジなどを禁止

出所) メリルリンチ "News January 15, 2008"

り、この点を指摘した金融機関の比率は、余裕資金を抱え、不動産関連事業者向け貸付を増加させている可能性の高い資産規模が大きい中小金融機関ほど高くなっている。2008年2月の議会における経済報告で、連邦準備制度理事会 (Federal Reserve Board、以下、FRB) のベン・S・バーナンキ議長はこの現状に懸念を示していた。

事実、2008年2月末にFDICが発表した金融機関の経営状況報告では、なんらかの経営困難に直面している金融機関は76機関に増加し、前年同月比52%増となった。1989年のS&L危機の際には、206機関の金融機関の破綻があったことに比べればまだ深刻な状況とは考えられないが、2006年の破綻数がわずか3件であったことを考えると、金融機関の経営環境がここ数カ月で一変したのがわかる。

3 大手金融機関の資本増強

サブプライムローン問題で多額の資産償却に追い込まれた大手金融機関は、当然のごとく緊急に資本増強の必要性に迫られた。60億ドルの公募増資を発表したバンク・オブ・アメリカを除くと、今回の大手金融機関による緊急ファイナンスの特徴は、政府系ファンドに依存した点であろう。

シティグループは、アブダビ投資庁やシンガポールの投資会社などから、合計200億ドルの資金調達を行った。また、メリルリンチも2007年12月にシンガポール政府が所有するテマセク (TEMASEK) から62億ドルを調達したのに加えて、2008年1月にはクウェート投資庁、ニュージャージー州投資局に加え、みずほコーポレート銀行などに対して110億ドルの強制転換優先株の発行を行った。

表5に示すように、メリルリンチの2度目の約15%の緊急資本増強は、その転換満期がわずか2年9カ月と短い点が目を引く。配当は年9%、株式への転換時株価が発行時株価を下回れば投資家は損失を被るが、17%以上上回れば売却益を得られる。転換時株価が発行時株価と同じ、あるいはその117%未満であれば株式売却による利益も損失も生じない条件である。投資家にとっては、早期の経営再建への期待を抱かせる条件である。他方、この資本増強策は、突然の経営混乱のなかで新CEO（最高経営責任者）となったジョン・タイン（John Thain）氏の大きな初仕事であったばかりか、経営再建に向けた同氏の意気込みを明確に表した資金調達といえる。

今や国際資本市場は、巨大化したプライベートエクイティなどの投資ファンドや政府系ファンドの存在感が一段と強まり、それらとの共存共栄を迫られている。このメリルリンチの事例は、そうした資本市場における企業経営を考えるうえで、3つの重要な示唆を与えている。

まず第1に、この事例は、企業が直面した不測の事態における迅速な資金調達手法の一つを示している。政府系ファンドなどの投資家を資金提供者とすれば、緊急ファイナンスが可能となるのである。

第2は、経営建て直しに向けた経営者の意思を反映させた条件で証券発行が行える私募証券市場の活用である。メリルリンチのケースでは、「経営改革の期間は2年9カ月、改革終了時には優先株発行時点の株価を17%以上上回る成果を上げる」というメッセージをそのまま発行条件にしたのである。同時に、約15%の増資に等しい今回のファイナンス

で、既存の株主が懸念する株式価値希薄化問題への配慮がなされている。

第3は、政府系ファンドなどに対する普段の企業IR（投資家向け広報）の重要性が増している点である。中東、アジアの政府系ファンドは、古くから世界の資本市場における重要なプレーヤーであった。一般企業にとっても、こうした投資家からの資本調達がときとして必要と考えるなら、なおさらのことであろう。

II 混迷深まるウォール街

1 モノライン保証会社問題

モノライン（金融保証保険）業界第2位のアムバック・フィナンシャル・グループ（Ambac Financial Group）は2008年3月5日、15億ドルの公募増資を行うと発表した。しかし、シティグループ、UBS、ワコビア（Wachovia）など8行からなるコンソーシアムから25億ドルの出資を得られなかったために市場の失望感が増大した。その後、公募増資は無事に完了、格付会社もこれを評価しAAA格付の維持が確認され、市場の困惑は収まった。

もともとモノライン保証会社は、最高位のその債券格付を利用して、地方自治団体の発行する地方債や、病院、公共施設などの発行する債券だけを保証することが各州の保険監督当局から許可されていた。

しかし、1990年代の低金利の長期化は地方債の保証業務からのマージン（利ざや）を圧迫し、そのため他の証券の保証業務への参入が計画された。そこで1998年、モノライン保証会社はニューヨーク州保険監督局に対し

て、資産担保証券や住宅抵当証券の保証を行うために「クレジット・デフォルト・スワップ 契約 (Credit Default Swap、以下、CDS)」を売る (保証を提供する) 業務に参入したいと申し出たのである。

これを受けて、ニューヨーク州保険監督局は、モノライン保証会社が規制上、当該業務を行うことを許可できるかの検討を行った結果、CDSの売却業務はモノライン保証会社の本来業務に酷似したものであるとし、参入を許可した。ただし、保証事業の透明性を維持するために、CDS業務に関しては別会社により業務提供を行うこととされ、各社は子会社を設立し新規参入することとなった。こうして、CDSの売却業務を行う子会社の保証契約を、親会社が再保証するビジネスモデルが誕生したのである。

伝統的な債券保証のビジネスモデルがCDSを活用するビジネスモデルに変換されたことから、これらの子会社を「変換会社 (Transformers)」と呼ぶこととなった。この変換会社が、サブプライムローン問題にからみ、サブプライムローンが組み込まれたCDOsへ約1250億ドル (2007年末) 相当のCDSを売却したことが、モノライン保証会社問題の火種となったのである。

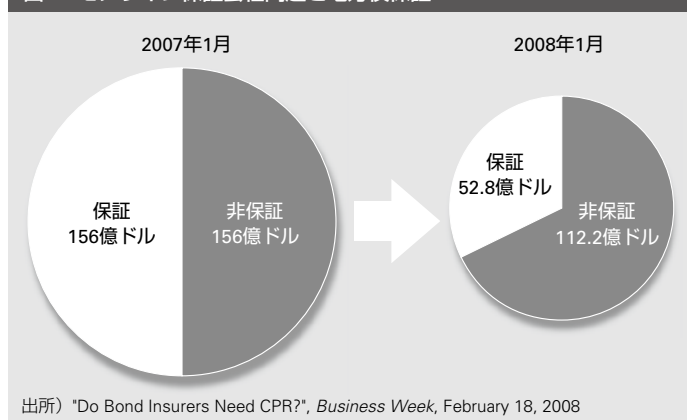
この問題でモノライン保証会社の格下げが続いた場合、彼らが保証している約2兆5000億ドルに及ぶ金融商品の価格への影響が懸念されている。すでに、モノライン保証会社問題の拡大によって、2008年1月中の地方債発行額165億ドルのうち、モノライン保証会社の保証を受けた債券は52億8000ドル (全体の32%) と、問題発覚前の2007年1月中の156億ドル (同50%) から大きく減少し、その存在価値が問われ出している (図2)。

ところで、CDOsを組成した銀行や証券会社が、最も格付の高い部分 (最も利回りが低い部分) を自社保有した際、このCDOsに対してモノライン保証会社の保証を利用した背景には、次の2つの理由があった。

第1は、会計上の利点である。通常、銀行および証券会社は、企業会計基準 (Generally Accepted Accounting Principles : GAAP) に基づいて保有資産の会計処理を行うが、モノライン保証会社の保証については、発生した損失が回復の見込みもなく、保険金の支払いが行われた場合のみ、損失を計上することとなっている。このため、保証を付けたCDOsは、その市場もしくは評価価格が下落したとしても、実際に損失が発生し、保険金の支払いを受けない場合には、評価損を計上しなくてよいことになる。そればかりか、保証を付けたCDOsはバランスシートへの計上も不要とされた。このため、自己資本をより有効活用できることになる。

第2は、ネガティブ・ベシス取引 (a negative-basis trade) と呼ばれる処理である。これは、有価証券に保証を付けた場合、年間の有価証券の利息と保証料の差額を、保証を付けた時点で前倒しして収入に計上でき

図2 モノライン保証会社問題と地方債保証



る会計規則である。たとえば、満期5年、元本100円、年2%の利息を得られる債券に年1%の保証料の保証を付けた場合、利息と保証料の差額の5年分（ $(2円 - 1円) \times 5年 = 5円$ ）を、保証購入時点で収入として計上できるのである。

この2つの会計規則上の理由から、銀行、証券会社がモノライン保証会社の活用を積極化させたと考えられている。

2 混乱が広がるマネーマーケット

1971年に「マネー・マーケット・ミューチュアル・ファンド (Money Market Mutual Fund、以下、MMF)」が米国で登場し、個人投資家ばかりでなく企業や機関投資家の待機資金の運用先として成長した。MMFの残高は、2008年2月27日時点で約3兆4000億ドルで、うち個人投資家は約1兆2000億ドル、約35%を保有している。MMF市場の拡大につれて、これまで短期金融市場の利用ができなかった地方自治体、公共団体などは3つの新しい資金調達手段を手に入れることとなった。

第1は、「変動金利償還請求権付債券 (Variable Rate Demand Note、以下、VRDN)」である。VRDNそのものの満期は通常20~30年程度であり、証券会社が引き受け投資家に販売される。利率は7日から35日程度の間隔で見直され、各時点の市場短期金利が適用される。投資家は、1~7日間の事前通告で、VRDNを利率変更日に証券会社に売却できることが保証されているので、投資家にとって、VRDNは実質的に短期金融商品と同様の商品といえる。

証券会社に売却されたVRDNは再度、利率

変更日に販売される。ただ、再販売できなかったVRDNは保証取引銀行が買い取ることになっている。保証取引銀行が買い取った場合、VRDNは契約上満期が5年に短縮されるばかりか、利率も銀行プライムレートに変更され、発行体にとっては割高となる。

2008年の2月時点で、VRDN残高は約5000億ドルと、1977年に銀行に対して地域経済への貢献を義務づけた「地域再投資法 (The Community Reinvestment Act of 1977)」が制定されて以降、特にここ数年の金融緩和を追い風に急成長を遂げた。しかし、カリフォルニア州が発行するVRDNの利率は、2008年2月第4週の利率変更日には前週の2%から8.25%へと急上昇した。保証取引銀行は、売れ残り債券の買い取りは保証するが、利払い、元本の返済に関する保証はモノライン保証会社が行っていたからである。モノライン保証会社問題はこんなところまで広がっている。

第2の地方自治体などの短期資金調達手段は、「償還請求権付入札利率債券 (Tender Option Bond、以下、TOB)」と呼ばれるものである。TOBも満期は20~30年である。発行者は地方自治体の設立した特別目的会社 (SIVs) で、TOBで調達した資金で地方債を引き受ける。TOBは証券会社が引き受け、利率は7日ごとに入札で決定され、一方、投資家は、入札日に債券の現金への償還を請求できる権利を持っている。

購入希望者が売却希望者を上回るような入札では、利率は順調に決定されるが、逆のケースでは、ときとして異常な利率となることもありうる。このような場合、通常、取引銀行、証券会社が入札に参加し、超過売却分を

買い取る契約を自治体と結んでおり、この契約を、「流動性保持契約 (Liquidity Backstop Agreement)」と呼んでいる。メリルリンチ、シティグループ、JPモルガン・チェースなどの大手プレーヤーは、それぞれ40億ドル、26億ドル、17億5000万ドルの流動性保持契約を行っているといわれている。

TOBを活用することによって、地方自治体は長期資金の調達が安定的に可能となるうえ、長短金利差によってSIVsに発生する利ざやを得ることできるため、実質的な資金調達コストが低下する。このためか、TOB発行残高は、2008年2月末時点で約1750~2000億ドルに達すると推定されている。このTOBにおいても、債券の利払い、元本の支払いをモノライン保証会社が行っていたため、2008年2月後半、MBIAやアムバック・フィナンシャル・グループといった大手のモノライン保証会社問題が拡大すると、TOBの入札も、それまでの利率2.5%の3倍を超える8%前後の入札結果が続出し、シティグループやメリルリンチの負担増が懸念されている。

第3の手段は、「利率入札証券 (Auction Rate Securities、以下、ARS)」である。1984年にリーマン・ブラザーズ (Lehman Brothers) が初めて導入した証券発行方法で、一般企業の優先株が使われた。定期的 (通常7~35日間隔) に行われる入札によって次の入札日までの利率を決める証券発行方法で、あたかも短期債のような利率で長期債が発行できるわけである。ただし、購入希望額が常に売却希望者を上回っているのが前提で、この前提が満たされない場合には、利率は懲罰的な水準となり、発行者は証券償還を

余儀なくされてしまう。

短期金利をわずかに上回る利率で長期資金調達が可能となることから、その後、地方債、会社型投資信託による優先株の発行に活用されて市場が拡大し、2008年2月時点で3300億ドルの残高規模と推定される。この市場でも、安定的な入札の実施や、投資の魅力を高めるために、モノライン保証会社による証券の元本、利払いの保証が欠かせない。

このため、モノライン保証会社問題の深刻化によって、2008年に入ると入札が成功するケースが減少した。2008年2月19日のピッツバーグ大学医療センター (The University of Pittsburgh Medical Center) の入札では、2週間前には3.5%、1週間前には10~12%であった入札利率が、とうとう17%に上昇してしまった。

こうした混乱を避けるため、2月下旬に17の病院と証券業金融市場協会 (The Securities Industry and Financial Markets Association) は、米国証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission、以下、SEC) に対して書簡を送り、正常な入札結果が得られるよう、証券発行者が自ら入札に参加することを認め、市場操作 (Market Manipulation) とみなして禁止しないよう要望した。

しかし、2006年に、SECと証券会社15社、入札代行会社 (Auction Agents) 3社は、入札の失敗を防ぐことを目的に、証券会社が公表せずに入札に参加するのを禁止することに合意していた。このため、今回SECの判断が注目されていたが、2008年3月中旬、SECは債券発行者が入札に参加していること、ならびに入札価格と入札額を公表することを条

件にこれを認めると発表した。

そして3月31日には、証券市場の新しい規制監督当局である金融取引業規制機構（Financial Industry Regulatory Authority、以下、FINRA）は、自治体など発行者の負担をさらに軽減するため次のような2つのガイドラインを発表した。

①入札が不調に終わった場合、ARSの発行者は流通市場でARSを売却することを認める

②もしくは、ARSを担保として入札専任証券会社から借入れを認める

こうした一連のARS市場の整備によって、市場はやや平静さを取り戻したものの、2008年2月から始まった混乱は、依然として続いており、個人投資家の一部では売却できない証券の評価損も発生し始めている。

投資家の損失拡大が広がるなか、2008年4月に入ると、ニューヨーク州司法当局は、ARS市場を運営するUBS、シティグループ、メリルリンチ、JPモルガン・チェース、ゴールドマン・サックス（Goldman Sachs）など銀行、証券会社18社に召喚状を送った。ARS市場の破綻について、その責任の所在をめぐって本格的な捜査が始まったのである。

3 重荷となるレバレッジドローン

2007年夏以降のサブプライムローン問題の急展開は、それまでのM&A（企業合併・買収）ブームに大量の冷や水をかけたばかりか、ウォール街の大手金融機関は、安易な貸付態度を続けたこれまでのツケを払わされることになった。プライベートエクイティなどに対する「レバレッジドローン」が市場で売

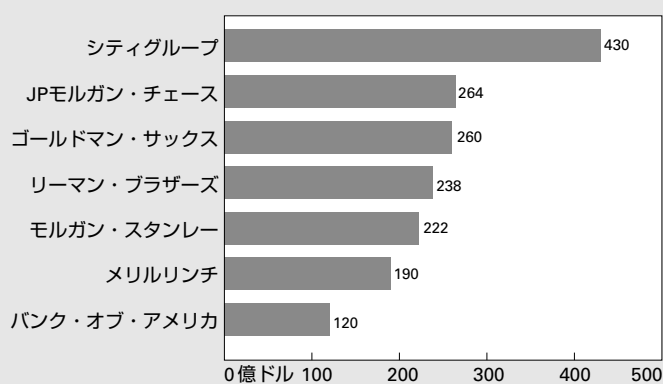
却できなくなったのである。

レバレッジドローンとは、その大半が、被買収企業の資産を担保とした貸付、あるいは「債務／資本金比率」などの財務制限条項（Covenants）を付けた無担保貸付である。2005、06年の金融緩和期には、財務制限条項も非常に緩和された「カバナント・ライト（Covenant-Lite）」と呼ばれる貸付が急増した。

図3は、米国の金融機関の2007年末時点のレバレッジドローンの未売却額を示している。シティグループの430億ドルを最高に、大手金融機関5社が200億ドル以上の未売却レバレッジドローンを抱えている。米国金融機関全体では約2000億ドルのレバレッジドローンを保有しているものと推定されている。すでに、08年3月中旬時点で市場価格は額面1ドルに対して80～85セントに低下しており、第1四半期決算を控え、さらなる資産償却損が発生する懸念が拡大している。

2008年4月に入り、シティグループは120億ドルのレバレッジドローンを売却すると発表した。売却先はアポロ・マネイジメント（Apollo Management）、ブラックストーン・グループ（Blackstone Group）、TPG（Texas

図3 米国大手金融機関のレバレッジドローン未売却額



注) 2007年末の計数

出所) Oppenheimer, The Wall Street Journal, February 27, 2008

Pacific Group) のプライベートエクイティである。アポロ・マネイジメントが約50%を、他の2社が残りのローンを購入するというものである。

シティグループはこの取引において、プライベートエクイティ3社に対して総額90億ドルの融資を行うと伝えられている。レバレッジドローンの売却価格は、1ドル当たり90セントを少し下回る程度といわれる。利率が年7~7.5%とすれば、1年後、このローンの額面相当額を資金調達し返済に充てれば、この取引の実質年利回りは18~19%と推定され、プライベートエクイティにとって非常に有利な条件である。資産圧縮による資本効率の向上を急がねばならないシティグループの苦肉の策の一つが垣間見られたわけである。

ただ、このレバレッジドローンの四半期決算時計上方法について、シティグループなどの銀行は、2つのオプションを持っている。

すなわち、銀行会計基準に従えば、レバレッジドローンをあくまでも売却する目的で保有するとした場合には、「売却予定債権」として資産計上し、証券会社と同様に評価損益を四半期ごとに確定することになる。しか

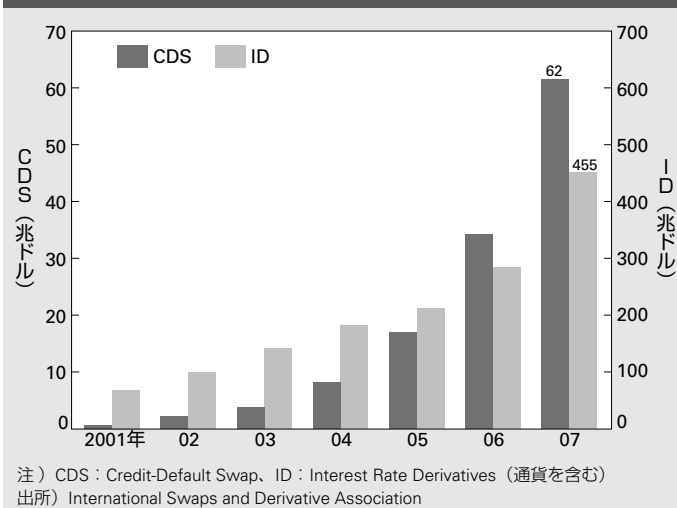
し、満期まで長期保有する債権とした場合には、「貸付債権」として計上されることとなる。仮に、この債権の利息の支払い、元本の返済などに問題が発生したときには、貸倒引当金を積むことになる。それゆえ、多額のレバレッジドローンを抱える銀行が今後どのような対応を取るのかが注目される。

4 CDS市場の混乱

2008年3月16日、日曜日にもかかわらず、JPモルガン・チェースは、証券会社のベアー・スターンズの買収を発表した。ニューヨーク連邦準備銀行（以下、ニューヨーク連銀）に当座預金勘定を持ち、公定歩合での借り入れが可能な同行は、3月14日、資金繰りの悪化を噂された同証券に対し、28日間にわたって300億ドルもの資金注入を行うことを公表していた。しかし、それでも市場の不安を抑えることができず、ベアー・スターンズは苦渋の選択を迫られたものといえよう。ベアー・スターンズの出来事は、62兆ドルの市場規模に急成長したCDSの参加者を震撼させることとなった（図4）。完全相対取引で成り立っているこの市場での大手プレーヤーの破綻は、いわゆる取引相手のリスク（カウンター・パーティ・リスク）を拡散させるためである。

CDSとは、対象企業の債務（通常1000万ドル）に関してその債務不履行リスクを保証する契約取引である。対象企業の債券を保有する投資家が、企業の債務不履行リスクを回避するためにCDSを購入し、CDS発行者に四半期ごとに保険料を支払うという形の取引となる。対象企業が倒産した場合など、債券が債務不履行となったときは、CDS発行者が

図4 デリバティブ（金融派生商品）市場の拡大



CDS契約者に1000万ドルを支払う。

景気の悪化などで債務不履行リスクが高まるにつれてCDSの保証料は当然、上昇する。もちろん、対象企業の債券を保有していない場合でも、投資としてCDSを購入あるいは発行することができる。対象企業の債券を保有せずにCDSを購入するとすれば、債務不履行リスクの上昇をねらった投資といえるだろう。逆にCDSを発行する投資家は、同リスクの減少を期待していることになる。

銀行、保険会社、ヘッジファンドなどに参加者が拡大したCDS市場は、すべて相対取引によって成り立っており、取引所なども存在していない。仮に2007年中はほぼゼロに近い水準であった企業倒産率が、平時の平均値である1.25%に上昇したとすると、約7750億ドル（62兆ドル×0.0125）の保証契約が実行されることになる。ただ、会社更生法の適用などで約半分の債務が回収可能になると仮定すれば、3900億ドル程度に収まる。

また、重複契約を相殺すると、CDS残高は約1兆ドルが実質的な残高といわれている。この場合、倒産率がもし2%に上昇し、債務回収率が25%とすれば、150億ドル（1兆ドル×0.02×0.75）の保証が実行されることになる。このため、サブプライムローン問題に端を発した今回の景気後退局面においては、CDS市場がどのような状況となるのかが特に注目されている。

5 簿外債権問題の発生

米国の銀行は、自らの資産債権を保有させるために簿外に「特別目的会社（Special Purpose Entities、以下、SPEs）」を設立している。SPEsは、保有する債権の種類によ

って、「QSPEs」と「VIEs」の2種類に分類される。

クレジットカード債権や住宅ローン債権などの貸付関係債権に投資するものは、U.S.FASB（U.S. Financial Accounting Standard Board）No.140に基づいて「認可SPEs（Qualifying SPEs、以下、QSPEs）」とされる。QSPEsはABCPや中期債などを発行し、資金調達を行う。もちろん、銀行のクレジットラインが設けられ、いざという場合の資金調達ができるのが一般的である。QSPEsは、銀行の連結決算対象とはならない。

表6 シティグループの簿外資産（2007年末）

	(単位：百万ドル)			
	全SPEs	QSPEs	連結VIEs	非連結VIEs
<リテール部門>				
クレジットカード債権	125,351	125,109	242	—
住宅ローン債権	516,865	516,802	63	—
投資ファンド債権	886	—	276	610
リース債権	35	—	35	—
その他	16,267	14,882	1,385	—
<投資銀行部門>				
資産担保CPコンディット	72,558	—	—	72,558
第三者発行CPコンディット	27,021	—	—	27,021
負債担保証券（CDOs）	74,106	—	22,312	51,794
貸付担保証券（CLOs）	23,227	—	1,353	21,874
住宅ローン債権証券	84,093	84,093	—	—
資産担保調達	96,072	—	4,468	91,604
地方債TOB信託	50,129	10,556	17,003	22,570
地方自治体投資	13,715	—	53	13,662
顧客仲介	12,383	—	2,790	9,593
その他	37,466	14,526	12,642	10,298
<投資顧問部門>				
投資ファンド債権	642	—	590	52
<代替投資>				
SIVs	58,543	—	58,543	—
投資ファンド債権	10,979	—	45	10,934
<その他部門>				
優先株信託	23,756	—	—	23,756
合計	1,244,094	765,968	121,800	356,326

注）CP：Commercial Paper、QSPEs：Qualifying Special Purpose Entities、SPEs：Special Purpose Entities、TOB：Tender Option Bond、VIEs：Variable Interest Entities

出所）シティグループ「2007年フォーム10k」より作成

表7 米国商業銀行の家計向け貸付状況

	2002年末 (A)	2006年末 (B)	(B) - (A)	(単位: 億ドル) 伸び率 (%)
ホーム・エクイティ・ローン	2,124	4,865	2,741	129
住宅ローン	18,085	30,969	12,884	71
消費者ローン	5,860	8,039	2,179	37

出所) FRB (連邦準備制度理事会)、米国商業銀行の資産負債勘定

他の1つは、VIEs (Variable Interest Entities、以下、VIEs) と呼ばれるSPEsで、デリバティブ (金融派生商品)、証券化商品などさまざまな資産を投資対象とすることができるもので、U.S.FASB No.46によれば、

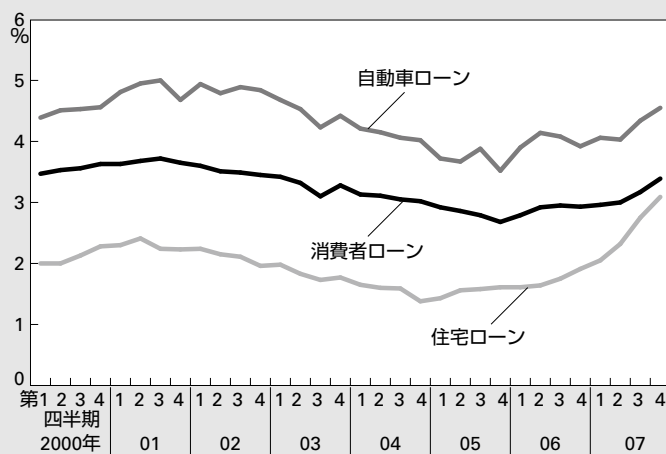
「投資家が管理する (controlling interest) 投資体ではあるが、議決権の形で権利を行使することのできない投資体 (Entity)」と定義されている。VIEsもまた、ABCPや中期債などで資金を調達し、住宅抵当貸付証券 (Mortgage-Backed Securities、以下、MBS) やCDOs、ABS (Asset-Backed Security: MBS、CDOsを除く資産担保証券) といったさまざまな資産担保証券を保有している。銀行は、投資体からの利益の主たる享受者でなければ、投資体を連結対象にする必要がない。

前ページの表6は2007年末のシティグループのSPEsの内訳を示したものである。連結対象から外されたSPEsは、同年末で1兆1000億ドルと、同社の総資産 (2兆2000億ドル) のちょうど半分の規模となっている。問題となった前述のSIVsはVIEsに分類され、同年末の合計簿外VIEsは、SIVsがすべて本体資産に組み込まれたものの、まだ約3560億ドルに達している。こうした簿外資産を支える資金調達の今後が注目を集めている。

6 懸念される個人負債の今後

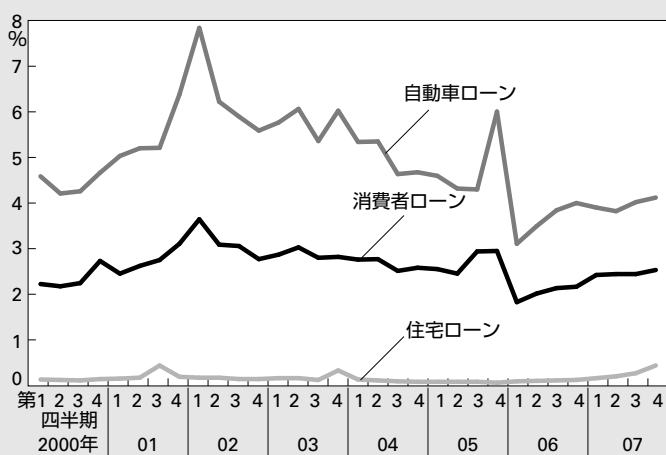
表7は、FDIC加盟銀行の家計向け貸付状況である。消費者ローンには、クレジットカードの利用額を銀行借り入れで一時的に補填するリボルビング貸付や、自動車ローンなど

図5 個人向け貸付金の延滞率



出所) Federal Reserve Statistical Release, March 19, 2008

図6 個人向け貸付金の償却率



出所) Federal Reserve Statistical Release, March 19, 2008

が含まれている。住宅ローンで購入した持ち家世帯の可処分所得に対する元金返済の割合は、2006年第3四半期以降、18%を超える水準で推移している。米国の世帯全体でも、同割合は2007年末に14.3%と高水準である。

図5と6は、住宅ローン、消費者ローン、自動車ローンそれぞれの延滞率と貸付金償却率を示したものである。景気後退の局面入りが始まった2007年以降の上昇傾向が目立っている。なかでも、サブプライムローン問題で住宅ローンでの急上昇が際立っているが、消費者ローン、自動車ローンの延滞・貸付金償却率の上昇傾向も高まっている。

表8は、2007年四半期ごとのホーム・エクイティ・ローンの延滞額（率）と貸付金償却額（率）を見たものだが、信用力が比較的高いと考えられる持ち家世帯でも、サブプライムローン問題の影響か、延滞・償却額（率）が上昇してきている。

2008年4月中旬、950億ドルのホーム・エクイティ・ローン残高を保有するJPモルガン・チェースは、「2007年第4四半期に2億5000万ドルであった償却額が、2008年第1四半期には6億4000万ドルと、わずか3カ月間

表8 ホーム・エクイティ・ローンの延滞額と償却額

2007年	延滞額 注1	比率 (%) 注2	(単位：10億ドル)	
			償却額	比率 (%) 注2
第1四半期	7,109	1.24	0.36	0.06
第2四半期	7,850	1.33	0.45	0.08
第3四半期	10,250	1.67	0.67	0.11
第4四半期	13,261	2.09	1.45	0.23

注1) 延滞額とは90日以上利息が支払われていないローン残高
 2) ホーム・エクイティ・ローン残高に対する比率
 3) 総資産50億ドル以上の銀行の計数
 出所) SNL Financial, *The Wall Street Journal*, March 12, 2008

で2倍強に急拡大した」と発表した。

また米国破産研究所 (American Bankruptcy Institute) によると、2008年第1四半期の個人倒産件数は前年同期比27%増と急上昇し、JPモルガン・チェースの貸付環境悪化傾向を裏づける形となった。今後、景気の悪化が続くと、サブプライムローン以外の個人向け貸付も、金融機関にとって非常に大きな懸念材料となろう。

Ⅲ サブプライムローン問題の発生とその実態

1 複雑なサブプライムローン

表9は、2005年に証券化された住宅ローン

表9 2005年に証券化された住宅ローンの内訳

	貸付総額 (百万ドル)	1件当たり平均 貸付額 (千ドル)	FICOスコア	貸付／不動産 担保比率	利息返済のみの 比率	OARMの比率
[変動金利 (ARM)]						
プライム	123,575	453	732	73.9	55.1	24.4
プライムに近いサブプライム	189,195	321	711	80.0	45.1	43.9
サブプライム	290,601	200	624	85.9	30.4	1.1
[固定金利]						
プライム	47,114	499	742	70.6	15.2	n.a.
プライムに近いサブプライム	94,944	215	717	76.2	28.9	n.a.
サブプライム	66,446	128	636	81.2	5.5	n.a.

注) ARM: Adjustable Rate Mortgage (変動金利)、FICO: フェアー・アイザックの個人向けクレジット・スコア (850点を最高に、高いほど信用度が高い)、OARM: Option Adjustable Rate Mortgage (あらかじめ定められた最低額以上を毎月返済するローン。金利分の返済もできない場合、不足分は元本に組み入れられる)

出所) Bear Stearns, Loan Performance, MBA Research Data Notes, January 2007

の内訳を示したものである。住宅ローンの借入者の信用力は、米国では通常「クレジット・スコア（FICOスコア）」で表され、フェア・アイザック（Fair Isaac）の「クレジット・スコアリング・モデル」から算出された点数に基づいて住宅ローンが分類される。FICOスコアは850点を最高に、300～200点程度が最も信用力が低い範囲で分布する。

前ページの表9では、変動金利ローン（ARM）と固定金利ローンそれぞれ730点以上が「プライムローン（最も信用力が高い）」、700点以上729点以下が「プライムに近いサブプライムローン（やや信用力が劣る）」、700点未満が「サブプライムローン」として分類されている。

この表9から以下の4つの特徴がわかる。

第1に、変動金利ローンの割合が圧倒的に多いことで、変動金利ローンが固定金利ローン貸付総額の約3倍にのぼっている。

第2は、信用力の高い借入者のローンほど、「借入金額／不動産（土地、住宅）担保」の比率が低いことで、頭金をより多く支払っていることがわかる。

第3は、当初利息のみを支払う住宅ローンの割合で、変動金利ローンの場合は、信用力が高いローンほどその割合が大きいのに対して、固定金利ローンの場合は、プライムに近いサブプライムローンが一番高く、次いでプライムローン、サブプライムローンの順になっていることである。

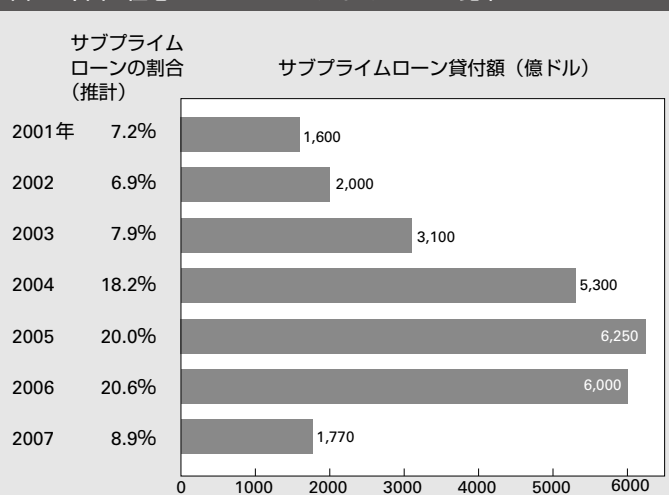
第4は、毎月の返済額をあらかじめ定められた最低金額以上で借入者が決められるオプションARM（OARM）の利用割合で、プライムに近いサブプライムローン借入者の約半数近くが利用している。サブプライムローン借入者がわずか1%にすぎないのとは対照的である。

こうした点に加えて、変動金利ローンの多くで、30年の満期ローンの当初2年は「悩ましい金利（Teaser rate）」と呼ばれる通常より低い金利が適用されるため、より多彩なローンが組成されることになる。

このように、プライムに近いサブプライムローンやサブプライムローンは、住宅ローンをプールし、公社保証住宅抵当証券として証券化するファニーメイ（Fannie Mae、連邦住宅抵当公庫）やフレディマック（Freddie Mac、連邦住宅金融抵当金庫）に転売されるローンに比べ、種類が豊富なことに加え、貸付条件も複雑になっている。

2004年以降、低金利と住宅価格の上昇を受けて、サブプライムローンの比率は、全住宅ローンに対し10%を上回り、ピークの2005、06年には20%を超えた（図7）。サブプライムローンの残高は約1兆6000億ドルに達したと推定されている。これを反映してか、2007年夏に急拡大したサブプライムローン問題ではあるが、実は、すでに06年11月から07年春

図7 米国の住宅ローンとサブプライムローンの比率



注) 2007年は2007年第3四半期末までの合計
出所) Inside Mortgage Finance、Wall Street Journal、January 17, 2008

には、住宅抵当貸付会社による決算修正が続発する事態となっていた（表10）。

2007年春以降は07年4月の業界2位であるニューセンチュリー・ファイナンシャル（New Century Financial）の会社更生法適用申請、同年6月のアクレディテッド・ホーム・レンダース（Accredited Home Lenders）の会社閉鎖など、サブプライムローンの事故多発の影響は、住宅抵当貸付会社業界を疲弊させていたのである。

ところで、格付会社が最上級格付を与えたサブプライムローンまでもが市場で不信感を持たれている。これは、信用度の高い個人ほど住宅価格の上昇をねらった投機的な住宅購入がブームとなったためで、住宅価格の下落とともに、住宅、さらには借金返済を放棄する借入者が増加しているためである。こうした投機的な住宅購入のためのサブプライムローン利用率は、全体の30%近くに達していたと推定されている。

2 サブプライムローン証券化の利益

米国の住宅ローンビジネスは、わが国とは違い、ローンを利用する個人と実際に資金を貸し出す金融機関の間に「住宅ローンブローカー」とも呼ばれる住宅抵当貸付会社が介在

する。

住宅ローンの専門知識を持つ住宅抵当貸付会社は、各州で業務免許を取得する義務があるほかは特に規制されているわけではない。金融機関からの住宅ローン借入れのための書類整備、前述のFICOスコアの算定（これもフェア・アイザックのWebサイトで簡単に算出できる）などを代行し、銀行に紹介するのが仕事である。住宅ローンの金額、条件などで異なるが、借入者は、通常、借入れ金額の0.5～3%を住宅ローンブローカーの手数料として支払う。当然、オプションARMのように借入れ条件が複雑になればなるほど、手数料が高くなる。

住宅ローンブローカーから紹介を受けた金融機関は、ローン申し込み用紙、その他の必要書類（納税証明書や、所得の証明書など）を審査し融資を決定する。貸付金融機関は、住宅ローンの満期まで、この貸付債権に対する債権回収管理金融機関（「サービサー」と呼ばれる）となる。

融資後、証券化する住宅ローンとしてプールする場合、資産勘定の「転売予定住宅ローン勘定」に仕分けすることとなる。実際、貸付債権を投資銀行に転売したときには、購入投資銀行から元本の0.5～2.5%を手数料とし

表10 住宅抵当貸付会社の決算発表の遅延

報道日	会社名	遅延理由
2007年3月2日	ニューセンチュリー・ファイナンシャル (New Century Financial)	会計エラー
	アクレディテッド・ホーム・レンダース (Accredited Home Lenders)	合併後の事務遅延
	インパック・モーゲージ・ホールディングス (Impac Mortgage Holdings)	キャッシュフロー会計に重大な問題を発見したため
2007年2月28日	フレモント・ジェネラル (Fremont General)	発表なし
2007年1月3日	グレーター・アトランティック・ファイナンシャル (Greater Atlantic Financial)	2004年、05年決算の再計算
2006年11月13日	オプテウム (Opteum)	2006年第1、2四半期決算の誤報

出所) 各社、"The Week that Was: Assessing The Ripple Effects in Nonprime", American Banker, March 5, 2007

て受け取るのである。手数料は、貸付債権の金額、貸付内容で異なるが、債権金額が大きいほど、また貸付内容が単純なほど手数料は小さい。

住宅ローン債権を購入した投資銀行は、貸付条件が同じ債権をプールし、証券化を行いMBSを組成し投資家に販売する。その際の販売手数料は、証券の元本金額によって変化し、0.25～1.5%程度である。このMBSをさらにプール、分類し組成された証券が、投資銀行に多額の損失を与えたCDOsとなる。

このように、住宅ローンの証券化プロセスには、住宅ローンブローカー、銀行、貯蓄金融機関などの貸付金融機関、投資銀行の少なくとも三者が関係していることが多い。しかし、住宅ローン業界第1位のカントリーワイド・ファイナンシャル（Countrywide Financial）の場合、全プロセスを自行で行ってしまうことで、高収益を上げ、住宅ローン業界に革命を起こした。住宅ローンサービスの収益性の高さに着目した、ニッチ戦略が成功した事例ではあるが、後述するように、サブプライムローン問題の温床を拡大させた金融機関の先鋒として、州、連邦司法当局からの捜査が先行して始まっている。

3 カントリーワイド・ファイナンシャルへの捜査

住宅抵当貸付会社、あるいは住宅ローンブローカーに対する捜査は、2007年10月にオハイオ州司法当局で始められた。2007年4月に会社更生法を申請した業界第2位のニューセンチュリー・ファイナンシャルに対して開始された捜査である。不動産担保価値を高く評価し、住宅ローンの貸し出しを不当に行い、

借り手の生活を困難に陥れたというものである。この時点では、住宅ローンの審査方法や手続きの問題といったサブプライムローン問題の本質的な側面の問題ではなかった。

2007年末に向かい、カリフォルニア州、イリノイ州、そしてフロリダ州の司法当局それぞれがカントリーワイド・ファイナンシャルに対して捜査を開始した。フロリダ州の場合、同社の業務遂行全般にわたる捜査で、特に、貸付審査の方法、住宅ローン販売関連の資料、そして借入者の支払金についての記録に関する幅広いものである。貸付審査基準が意図的にゆるめられていたのではないか、そもそも借入者の返済能力を超える貸付を行ったのではないか、住宅ローンの宣伝、販売活動に不当な点はなかったか——といった、カントリーワイド・ファイナンシャルの業務遂行が、サブプライムローン問題を発生させたのではないかと疑うものであった。

2008年3月にはFBI（連邦捜査局）による捜査が開始された。前年からの会計詐欺（Accounting Fraud）の疑いでSECによる捜査を受けたもので、貸付審査基準、審査手続きなどに問題がなかったかが焦点となっている。

4 ウォール街への捜査

2008年に入ると、サブプライムローン問題の捜査は、サブプライムローンから組成したMBSやCDOsの販売を行ったウォール街の投資銀行へ広がった。

2008年1月25日、SECはCDOsなどの証券にからむ問題点に関して12件の強制捜査（Enforcement Investigation）を始めることを発表した。CDOs市場の透明性の向上を図

ることが捜査の目的であるとSEC議長のクリストファー・コックス（Christopher Cox）氏は述べている。

これに続いて、同月29日には、サブプライムローン問題にからんで、14社に対し会計詐欺、証券化プロセス、さらにインサイダー取引にかかわる捜査を開始した。ベアー・スターンズ、モルガン・スタンレー（Morgan Stanley）、ゴールドマン・サックスは、同日、政府関係当局からサブプライムローン問題にかかわる情報提供依頼を受けたと発表した。が、当局がFBIであることには言及しなかった。

同年3月には、連邦司法局（The Justice Department）のニューヨーク市マンハッタン事務所は、SECに対してメリルリンチの捜査資料の提供を求めた。市場価格が下落していることを知りながら、メリルリンチは住宅抵当貸付証券の帳簿価格を不当に高く計上しているのではないかと疑念を抱いた。

一方、ウォール街の投資銀行に関して調査を深めていたニューヨーク州の司法当局は、サブプライムローンの証券化プロセスにからんだ証拠隠滅を進めていた。証券化の過程での各ローンの審査を、投資銀行ではなく、外部の専門会社が行っていたことを突き止めたのである。

クレイトン・ホールディングス（Clayton Holdings、以下、クレイトン）というこの会社は、住宅ローン債権に関する証券化前の債権審査を専門に行う会社である。SECへの業績登録によれば、多くの大手投資銀行を顧客とし、2006年は売り上げの24%がドイツ銀行（Deutsche Bank）とモルガン・スタンレーからのものである。

2008年1月中旬、ニューヨーク州司法当局はクレイトンからサブプライムローンの証券化にかかわる情報提供を受けることに合意し、クレイトンとの司法取引（クレイトンの罪は問わないと約束）を行った。

クレイトンによれば、2006年のサブプライムローンのうち、30%は審査を行うための条件に満たない「除外すべきローン（Exception）」とされるべきものであったが、その一部はローンの信頼性に影響を与えない転記ミスなどで、他方で貸付金融機関の貸付審査基準を満たさない問題のあるローンもあったとしている。また、一部の投資銀行は、この「除外すべきローン」を除いたローンを購入したが、投資銀行のなかにはこうしたローンにおかまいなしに、すべてを購入する銀行もあったという。

この証言を受けて、ニューヨーク州司法当局は、「1921年マーティン法（The 1921 Martin Act）」に基づく訴訟の検討に入っている。州法であるマーティン法は、証券訴訟問題では最も厳しい法律で、提訴する側に被告の証券詐欺目的の有無を立証する義務がない。このため、最近の株価操作、新規株式公開における株式の売却配分における操作、証券調査レポートによる投資家への誤った情報提供などの事件についての訴訟手続きを速やかに進めることができる。今後の捜査の行方が非常に注目される。

IV 混乱の背景と展望

1 BIS規制の導入と 銀行簿外資産の拡大

米国で1989年に導入されたBIS（Bank for

International Settlement：国際決済銀行）の銀行に対する自己資本規制は、米国の銀行の経営を大きく変化させた。すでに示したように、資産の証券化と証券化された債権の受け皿となる特別目的会社であるSPEsやVIEsの設立を増加させた。時期を同じくして、1990年代に入ると年金、大学基金などの運用資産の多様化を受けてヘッジファンドなどが台頭し、特に、2000年代に急増したことで、その残高は、2000年の324億ドルから06年には1兆ドル（1月末の計数）を超えた。

大きなリスクとリターンを志向するこうしたファンドの登場が、銀行、証券会社による証券化ビジネスの加速要因の一つとなったと考えられよう。当初、証券化の対象はリスク分散が容易なクレジットカード債権や消費者ローンといった大数原理の働く貸付債権が選ばれたが、次第に商業ローン、商業用不動産担保ローンなどに拡大していったのである。

このような貸付債権の証券化の流れのなかで、2000年代前半の金融緩和と住宅価格の上昇を背景に、住宅ローンにまで証券化対象が拡大されたものと考えられる。それまで住宅ローンブローカーは、政府がスポンサーの住宅ローン証券化機関であるファニーメイやフレディマックに住宅ローンを斡旋することが一般的であった。2000年代後半には、住宅ローンブローカーや一部住宅ローン専門金融機関が、住宅ローン貸付基準を緩和してサブプライムローンを組成した。そして、それらが銀行、証券会社に売却、証券化され、SIVsにも組み込まれたのである。

今後、こうした安易な貸付資産の組成や、それらの証券化によるリスクの拡散には歯止めがかかるものと考えられるが、証券化によ

ってすでに拡散したリスク資産と、シティグループだけでも1兆ドルを超える銀行の簿外資産の処理には、かなりの時間を要するものと考えらるべきであろう。

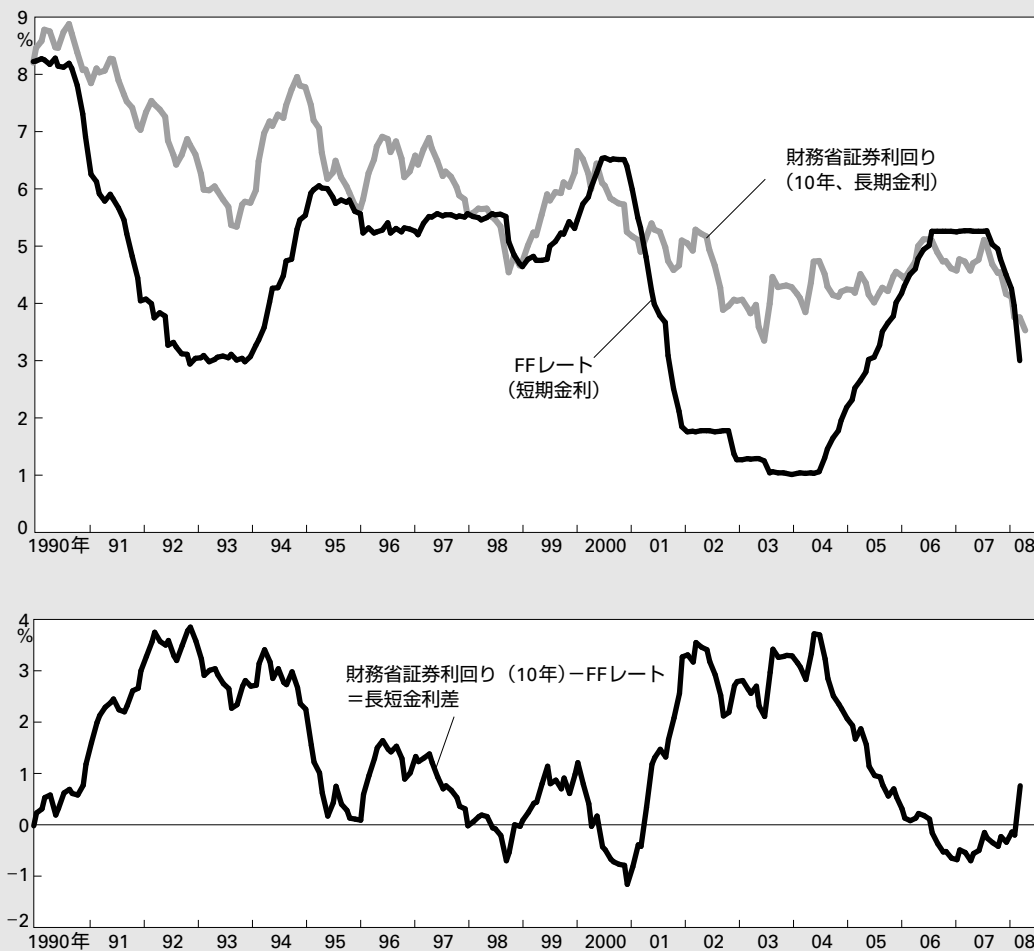
一方、各国規制監督当局と中央銀行の国際的協議機関である金融安定化フォーラム（Financial Stability Forum）は、欧米の会計基準委員会である米国会計基準委員会（US Accounting Standards Board）と国際会計基準委員会（International Accounting Standards Board）に対して、すでに銀行の簿外資産についての透明度を高めるためにディスクロージャー（情報開示）指針の作成を要請している。

2008年4月初旬、米国会計基準委員会は、将来的に簿外資産を保有できる現在の会計基準を廃止する方向で検討を進めていることを公表した。しかし、新しい会計基準の導入には、まだ多くの時間が必要とのことである。

2 長短金利差と入札神話

サブプライムローン問題、銀行簿外資産やTOB市場の拡大のもう一つの背景には、米国における長短金利差の動きがあろう。証券化される債権はほとんどが長期債権であり、そのプロセスではレポ（金銭を担保に債券を貸し出す買戻付取引）市場や短期借り入れなどでの資金調達が必要となる。その際、長短金利が短期金利より高ければ証券化業務での損失は出ないわけである。前述したTOB市場でも同様である。このため、長短金利差が小さい時期や、インフレ懸念の高まりを背景に、短期金利の引き上げが行われ長短金利が逆転した時期には、証券化ブームが沈静化する。

図8 米国財務省証券利回り（10年）とフェデラルファンド・レート（FFレート）



注) FFレート、財務省証券利回りとも月中平均値
出所) FRB

図8は1990年以降の米国財務省証券（10年満期）利回りとフェデラルファンド・レート（FFレート）の推移（図8の上）、およびそれらの金利差（〈財務省証券利回り〉－〈FFレート〉）を示したものである（図8の下）。

2001年9月のニューヨーク・テロと、テロによる経済の混乱に対処した相次ぐ政策金利の引き下げによって、長短金利差は1990年代のS&L危機以降の利下げのときと同様に4%近くまで拡大した。この大きな長短金利差は、その後、2004年8月に政策金利の引き上げが

始まるまで約2年半続いた。当然、証券化ブームは拡大し、2005年にはその対象がサブプライムローンにまで拡大したと考えてよいだろう。約1兆6000億ドルに達すると推定される2004～07年に貸し出されたサブプライムローンは、ドイツ銀行の推定によれば、2007年末時点で世界の金融機関に約1500億ドルの債権償却損を発生させている。

また、2008年3月には、ゴールドマン・サックスが、今後サブプライムローンによる全世界の投資家の損失は1兆2000億ドルに達す

るとの予測を発表している。サブプライムローン全体の約75%に相当する損害額に達するわけで、FRBによる極端な金融緩和によって長短金利が縮小したなかで、サブプライムローン問題の解消にはかなりの時間と費用がかかるものと考えざるをえない。

3 金融破綻への対応と 金融市場規制の改正

2008年3月14日午前7時過ぎ（現地時間）、米国証券業界第5位のベアー・スターンズに対して、ニューヨーク連銀がJPモルガン・チェースを介して300億ドルを、公定歩合（当時3.25%）貸付窓口から28日間のノンリコースローン（非遡及型融資）として貸し付けると発表した。

大恐慌以来初めての、公的機関による非銀行の救済である。前日には、4兆5000億ドルの市場規模のレポ市場において、ベアー・スターンズが調達資金の返済不能に陥るのではないかと懸念が広まり、ニューヨーク連銀が監視を強化するなかでの出来事であった。さらに、14日には主要格付機関は、同社の格付をAからジャンク格付の一步手前のBBBに格下げし、ベアー・スターンズに対する信用不安が一層高まった。

こうした動きを受けて15日にFRBは、JPモルガン・チェースによるベアー・スターンズ救済買収への道筋を固めた。16日は日曜日にもかかわらず、この買収案は、ニューヨーク連銀がベアー・スターンズの300億ドル（後に290億ドルへ減額）の流動性が欠如した証券化証券に対するファイナンスを行うことを条件とする案と同時に発表された。事実上の、公的金融機関、ニューヨーク連銀による証券会社の救済である。

FRBは、レポ市場をはじめとする市場金融取引でのシステムティックリスク（資産の数を増やしても除去できないリスク）の発生を最も懸念していたといわれている。実際、レポ市場でのニューヨーク連銀によるベアー・スターンズの決済監視結果が、今回の出来事の始まりであった。さらに、4兆5000億ドルのレポ市場よりも大きな問題は、2007年末で400兆ドルの取引残高に拡大した金利、通貨、信用などのデリバティブ市場の混乱回避であった。

デリバティブ市場において、JPモルガン・チェースは2007年末で77兆ドルと取引残高シェアは第1位である。また、ベアー・スターンズも13兆4000億ドルの取引残高（2007年11月末）を保有し、うち約1兆8500億ドルは先物、オプションなどの上場デリバティブだが、11兆ドル近い取引は相対個別投資家とのものであった。このため、ベアー・スターンズの信用不安、格下げは、クレジットデリバティブ取引では相対取引相手からの担保比率の引き上げ請求を受け、さらに不安を高める要因となる。金融不安を早期に一掃するためにも、FRBは今回のJPモルガン・チェースによる救済買収の道を選択せざるをえなかつ

表11 破綻させられない銀行

銀行	政府による支援の可能性
バンク・オブ・アメリカ	非常に高い（70～95%）
バンク・オブ・ニューヨーク シティグループ	非常に高い
JPモルガン・チェース	非常に高い
ステート・ストリート	高い（50～70%）
U.S.バンクコープ	高い
ワコビア	高い
ウェルズ・ファーゴ	高い
サントラスト・バンク	低い（0～30%）
ワシントン・ミューチュアル	低い

出所）Moody's Investors Service, *Business Week*, February 4, 2008

たのである。

表11は、格付機関のムーディーズ・インベスターズ・サービスが予測した、銀行が危機に直面したときの政府当局の対応である。サブプライムローン問題発生以降、深まりつつある金融不安を背景に、大手銀行の破綻によるシステムティックリスクを防ぐために、政府当局が救済に乗り出すであろうことがすでに予想されているのである。

表12は、2007年末の欧米各国の中央銀行による協調資金供給の際に、各中央銀行が貸し出しの担保とした銀行資産である。米国のFRBは、他の中央銀行が担保としない資産まですべて担保として貸し出している。仮に、ゴールドマン・サックスの前述の予想が的中すると、銀行、証券会社、大手投資家などでのサブプライムローンによる損失はさらに拡大し、各中央銀行の資金支援は長期化することが予想される。

今後も、流動性の欠如した証券化債権への資金支援の継続、さらには、大恐慌時に住宅ローン返済に苦しむ個人の救済のために設立された連邦住宅貸付銀行（Federal Home Loan Banks：FHLBs）による金融機関への資金支援が検討されているとの報道も聞かれる。サブプライムローン問題の解決に向けて、中央銀行を含めた公的金融機関総出の不良債権塩漬け策が、今後数年は拡大するものと考えられるだろう。

加えて、今回のFRBによるベアー・スターンズの救済は、預金金融機関のみを監督し

表12 欧米の中央銀行が指定した担保資産^{注1}

	ECB	BoE	FRB
国債	○	○	○
その他公共債	○	○	○
外貨債券	×	○	○
Aa3/AA-格付以下の証券	○	×	○
A3/A-格付以下の証券 ^{注2}	×	×	○
資産担保証券	○	×	○
CP、社債	○	×	○
商工、消費者、住宅ローン	×	×	○

注1) 他の適格要件もある
2) FRBはAaa/AAA格付以下の外貨地方債、外貨社債、国際機構債は担保として受け入れない
3) BoE：Bank of England（イングランド銀行）、ECB：European Central Bank（欧州中央銀行）
出所）ECB、BoE、FRBの資料より作成

てきたFRBの役割を、証券会社を含めた監督権限にまで広げる議論を高めることとなった。2008年3月末、米国財務省は新しい金融市場規制案を発表している。さらに、4月初めにはFRBが貸付を行った証券会社に初めて検査官を常駐させ、資金繰りの状況などのモニタリングを開始した。検査官を受け入れたのはゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、リーマン・ブラザーズ、メリルリンチ、そしてベアー・スターンズである。

サブプライムローン問題に加えて、景気後退が深刻化するなかで、ウォール街、特に金融機関の証券業務に対する監視、規制強化が一段と進むことは確実だろう。

著者

安岡 彰（やすおかあきら）

研究理事

専門は金融市場分析、金融機関経営など