

■ 論文

サブプライム・ローンの陥穽
—わが国の証券化への教訓—

千田 純一

目次

- I はじめに
- II 証券化のメリットと問題点
- III サブプライム・ローンの問題点
- IV 今後の課題

▶ 要旨

米国発の世界金融危機が衆目を集める昨今、本稿は、この危機の震源であるサブプライム・ローンの証券化の実態を探り、わが国の証券化への教訓を引き出すことを試みている。すなわち証券化のメリットと問題点という観点から、サブプライム・ローンの証券化における主要なプレーヤー（ブローカー、オリジネーター、格付け会社など）が果たしている役割を検証し、そこでは貸手責任、利益相反の乱用、ずさんなリスク審査などのモラルハザードが多発しており、米国のサブプライム・ローンの証券化はメリットよりも問題点の方がはるかに多く、アンバンドリングの陥穽が露呈していることを明らかにしている。

わが国としては、米国の経験を他山の石として証券化のメリットが享受できるようなシステムの構築にむけて、適切な規律と誘因を盛り込んだルールや法制度の整備に取り組みねばならない。

▶ キーワード

金融ルートの多様化、証券化のメリットと問題点、モラルハザード、アンバンドリングの陥穽

I はじめに

アメリカのサブプライム・ローン問題が世界の金融市場を大きく混乱させるようになってすでに1年以上になるが、未だ先行きは不透明であり、アメリカをはじめ各国の通貨当局や政府が矢継ぎ早に対策を打ち出しているが、今後も金融不安・金融危機が続発し、世界金融恐慌に至るとの懸念も表明されている。

このように事態は流動的であるが、本稿では、この度のサブプライム・ローン問題がわが国の証券化のあり方に対してどのような教訓を与えているかという観点から、主要な論点を取りまとめることとする。というのも、わが国の金融システムはこれまでローン型・相対型の間接金融優位のシステムであったが、グローバル化・市場化・情報化に伴うリスクの増大を背景に預金・貸出型の金融機関は機能不全に陥っており、今後はリスクを「薄く広く」負担できる証券型・市場型の金融システムに移行する必要がある（あるいは少なくとも金融ルートの多様化が必要である）とされており、そこでは貸付債権の証券化が重要な論点であるからである。わが国の金融機関による証券化ビジネスへの取組みはまだ初期段階であり、それだけにこの度のサブプライム・ローン問題は今後のわが国の証券化のあり方に対して他山の石となり得るといえよう。

II 証券化のメリットと問題点

証券化という概念は、広狭二つの意味で使われている（高橋正彦〔2004〕、5-6頁）。広義には、企業の資金調達手段が銀行借入を中心とする間接調達から株式・社債等の証券発行による市場調達に比重を移していく現象、すなわち「間接金融から直接金融への移行」という意味である。

これに対して狭義の証券化は、住宅ローンなどの貸付債権の保有者（オリジネーター）がその貸付債権をSPV（特別目的会社）に譲渡し、次いで特別目的会社がそれらの債権から生じるキャッシュフロー（利子や返済金など）を裏づけとして資産担保証券を発行し、それを投資家に販売するという一連の過程を意味する。本稿が取り上げるのは、この狭義の証券化である。

この意味での証券化を間接金融との比較でみると、証券化は銀行の金融仲介機能の分解（アンバンドリング）という特徴を持っていることがわかる（村本孜〔2005〕、205頁）。すなわち銀行などの預金・貸出型の金融機関による融資は、①審査・貸出・回収に関する方針を事前に決定し、②それに基づいて貸出先の信用度を審査し、貸出条件、貸出の可否を決定する、③貸出可の相手に資金を供給すると共に、保証・担保設定を行なう、④貸出先のモニタリングを行なう、⑤貸出の返済金の回収、担保処分などを行なう、という多段階の機能から構成され、それらを単一の金融機関が一手に引き受けて行なうわけであるが、証券化は、これらの諸機能を分解し、後述の通り各機能をブローカー、オリジネーター、SPV、格付け会社などがそれぞれ専

門的に分担して行なうという仕組みであるといつてよい。

このような証券化は、相対型間接金融ルート機能不全を克服するものとして期待されているが、より具体的に次のようなメリットがあることが指摘されている（湯本雅士〔2008〕）。すなわち、

- ① 金融諸機能がそれぞれを専門とする機関に分解して遂行されるので、分業による効率化のメリットを享受できること、
- ② これまでオリジネーターに集中・固定化されていた諸リスク（信用リスク、金利リスク、価格変動リスクなど）が多様な投資家によって薄く広く負担されるようになること、
- ③ オリジネーターとしての金融機関は貸付債権をオフバランス化することができ、自己資本比率規制などをクリアしやすくなること、
- ④ 投資家（ファンド、機関投資家、各種の金融機関など）にとっては、多様な投資対象を選択できるようになること、
- ⑤ 市場の価格発見機能によって資産の価格や金利が適正に決まり、借り手にとって低コストでの資金調達が可能になること、

などである。

これらのメリットが期待通り発揮されるならば、資産・負債の多様化を通ずる資金の流れの活発化と市場規律による資金配分の効率性が齎されることとなり、金融システムの強化に寄与することとなろう。これは、わが国でその発展が唱導されている「貯蓄から投資へ」の資金の流れを実現することにもつながるものである。

一方、問題点も存在する（湯本雅士〔2008〕など）。すなわち、

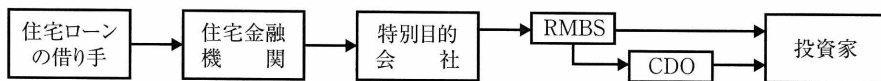
- ① オリジネーターは貸付債権を譲渡してオフバランス化するので、借り手の厳格な審査を行なうインセンティブを欠き、安易な貸付を行なうというモラルハザードが生じがちであること（モラルハザード、貸手責任の問題）、
- ② 多段階の証券化などによりリスクが薄く広く分散されるため、投資家はオリジネーターやSPVに較べて証券化商品のリスクを正確に判断するための情報を得ることが困難であること（情報の非対称性の問題）、
- ③ 情報の非対称性の問題に対応するために証券化資産の格付けが行なわれるが、格付け会社は投資家よりもSPVなど格付け依頼者の利益を優先する格付けを行ないがちであること（利益相反の乱用）、
- ④ 証券化商品の流通市場はしばしば流動性を欠き、証券の価格が大きく乱高下するため、証券市場に正常な価格発見機能を期待できないこと（流動性の欠如）、

などがその主なものである。

Ⅲ サブプライム・ローンの問題点

以上では、一般的な観点から証券化のメリットと問題点を考察したが、次にこの考察を踏まえて具体的にサブプライム・ローンの問題点を検討することとする。

まず、サブプライム・ローンの組成から証券化までの流れを簡略化して示すと、下図のようになる。



1. モーゲージ・ブローカー

この流れにおいてまず登場するのは、モーゲージ・ブローカーである。ブローカーは住宅ローン希望者の信用力を年収や過去のクレジット利用状況などから審査し、信用度の低い個人にはサブプライム・ローンの借入れを勧め、オリジネーターに紹介する。信用力のある個人は、典型的には30年満期の固定金利のプライム・ローンを利用できるが、サブプライム・ローンには、借入後2～3年間は低い固定金利だが、3～4年以降は変動金利ローンに切り替わるハイブリッド・ローン（2/28、3/27ハイブリッド・ローンなど）、頭金を用意できない借り手には頭金部分もローンを別途設定するピギーバック・ローン（頭金部分は本体部分よりも金利が高い）、当初は金利のみの返済で良しとするインタレスト・オンリーなどがある（福光寛〔2005〕、みずほ総合研究所〔2007〕、中井裕幸〔2008〕）。いずれも、当初は金利は低いがやがて大きく上昇するという変動金利ローン（ARM）であり、サブプライム層にとってはこのようなローンの返済は容易ではないが、ブローカーは、住宅価格が値上がりすればそれを担保に低金利のプライム・ローンに借り替えたり、別のローンを組んでサブプライム・ローンを返済することができると売り込み、借り手も住宅ブームを当て込んでローンを借りて住宅購入に走った。ところが2006年以降は住宅価格の上昇は止み、プライム・ローンへの借り替えなどはできないまま借り手の返済は滞り、2007年夏ごろからサブプライム・ローンの焦げ付きが急増することとなった。返済不能となった借り手は担保の住宅から追い出されることとなり、サブプライム・ローンは略奪的貸付（predatory lending）と言われるようになったのである。

以上の過程でブローカーは、手数料を受け取る（手数料は金利に上乘せる形で借り手が負担する）が、それは歩合制であるため成約件数の増加が優先され、借り手の信用度のチェックは杜撰（ずさん）になるという傾向が目立ち、サブプライム・ローンにも適さない借り手のローン申請書にサインするという不正行為もみられたといわれている（リチャード・ビトナー〔2008〕）。

2. オリジネーター（住宅金融機関）

次のプレーヤーは、オリジネーターとしての貸し手（住宅金融機関）である。貸し手はブローカーが持ち込んでくるサブプライム・ローン申請書に基づいて審査を行い、融資の可否を決定するわけであるが、貸付債権を証券化してオフバランス化することによって信用リスクを投資家に移転するので、信用リスクを最後まで負担する伝統的な融資と異なり、融資審査は安易になりがちである。厳密な審査ならパスしない借り手に、返済が容易でないサブプライム・ローンを融資するのであるから、ここでは「適合性の原則」やプルードントマン・ルールは忘れられ、モラル・ハザード（倫理の欠如）が生じている。住宅ブームを当て込んで借入に走った借り手の責任もあるが、金融機関は「貸し手責任」をまぬかれ得ない。

住宅ローン会社などの金融機関が従来のように資金の融資から回収までを一貫して行っていたならば、ブローカーの持込むサブプライム・ローンをより厳格に審査し、住宅ブーム崩壊のリスクも考慮して融資を断ることになるだろうが、リスクが移転される証券化の場合には審査は杜撰になり、安易な貸出が行われやすくなる。金融機能の分解がもたらす負の効果であり、証券化の陥穽というべきであろう。

3. 格付け会社

次の段階に話を進めると、住宅金融機関はサブプライム・ローン債権を、傘下ないしグループ内の特別目的会社（SPV）に譲渡する。SPVは多くの場合、資産担保コマーシャルペーパーの発行や親銀行からの借入金によって購入代金を調達し、サブプライム・ローン債権を買い取り、その証券化を行う（みずほ総合研究所〔2007〕、大垣尚司〔2007〕、黒澤義孝〔2008〕など）。

具体的には第1次証券化として、SPVは買い取ったサブプライム・ローン債権を原資産とする住宅ローン担保証券（RMBS）を組成する。その際に原ローンの債務不履行によって発生するであろう損失を一定の優先劣後構造によって各証券に配分し、収益受取りが優先される「シニア」、その次に優先される「メザニン」、優先順位が低く損失を負担させられる確率の高い「エクイティ」というように、RMBSはいくつかのトランシェに区分される。このうちシニア・トランシェのRMBSは格付けも高く、そのまま投資家に販売されることとなる。

しかし、メザニン・トランシェのRMBSは格付けも投資適格でないので、社債、自動車ローン、消費者ローンなどとプールされて合成債務担保証券（CDO）として組成される（第2次証券化）。CDOも優先劣後関係によりいくつかのトランシェに区分されたうえで、投資適格（BBB+以上）のCDOは投資家に販売される（元本償還順位などが劣後するエクイティ・トランシェなどはSPVが保有し続ける）。

このように2段階の証券化を経て、大部分のサブプライム・ローンは証券化され、保険会社（モノライン）などの保証を付けて、世界の金融機関、年金基金、投資銀行、投資信託、ヘッジファンドなどの不特定多数の投資家に販売されるわけであるが、この過程で格付け会社が果た

してきた役割が注目される。格付け会社は証券化商品のリスクを適正に評価していたか、という問題である。

多様な資産を合成して組成されたポートフォリオのリスクは個別の原資産のリスクよりも削減されることは分散投資のリスク削減効果としてよく知られているが、もし原資産のリスクの相関係数がたとえば1である場合には、分散投資のリスク削減効果はなくなる。全米で住宅ブームが終わり住宅・土地の価格が下落し始めると、各サブプライム・ローンのリターンとの相関係数は1に近くなり、それを組み込んだ証券化商品のリスクはほとんど減少しないこととなる。しかし格付け会社はサブプライム・ローンのリターンとの相関係数をゼロ(0)としてRMBSやCDOのリスクを算出していると述べており(日本経済新聞, 2007年9月7日)、その分リスク削減効果を過大に評価し、甘い格付けを行なっていることになる。もう1つの問題としては、格付け会社は独立の立場から格付けを行うべきであるが、現実にはしばしばSPVと相談しながらCDOの組成に関与しており、自らが関与した証券化商品を自らが格付けを行っている。これでは甘い格付けを行うバイアスが生じることは避け難い。

このように格付け会社の格付けには重大な疑問が提起されているのであるが、その背景には格付け依頼主(SPVなど)に有利な格付けを行って、出来るだけ多くの報酬(格付け手数料など)を獲得するという動機が存在する。格付け会社は、投資家の利益と依頼主の利益が相反するという利益相反の場面において、自社の利益のため前者よりも後者を優先するという「利益相反の乱用」を行っているといわざるを得ないのである。

そもそも格付け会社には専門的な立場から証券の信用リスクを評価・公表し、投資家が必要とする情報を提供することによって、情報の非対称性(情報格差)を可能な限り削減し、公正な取引が出来るようにするという役割を期待されている。これは伝統的な銀行業務におけるモニタリングに相当するが、それが金融機能の分解により格付け会社の専門的機能となったと理解できよう。しかし、そうしたモニタリングがサブプライム・ローンの証券化に関しては杜撰であったのであり、2007年の7~8月にアメリカのCDOの格下げが14,000件以上に達し、なかにはトリプルAからトリプルCに17段階も下がったものがあったという事実(日本経済新聞, 2007年9月5日)は、こうした背景なしには説明が困難であろう。モニタリングが分解されて格付け会社の機能になり、格付けが杜撰になったことは、証券化の負の効果であるといわねばならない。

考えてみると、サブプライム・ローンの証券化は多段階に亘って多様な手法で行われており、かなりの部分はブラックボックスに近い。したがって、IOSCO(証券監督者国際機構)、日本証券業協会などにおいて、証券化商品の格付けを社債などの格付けと区別するため記号・符号を変えとか、証券化商品の格付けの手法(リスク評価など)を公開して、説明責任を果たすべきであるとかの議論が行われているのはむしろ当然であろう(朝日新聞, 2008年3月29日。日本経済新聞, 2008年6月19日)。いわば証券化商品の「原産地表示」を進め、トレーサビリ

ティを強化する必要があるのである（日本経済新聞，2008年7月23日）。

4. その他の問題

以上は、証券化における個別のプレーヤーについての考察であるが、その他に多くのプレーヤーに関わる問題も存在する。

その種の問題としては、RMBSやCDOには公開の流通市場がないため流動性が著しく低く、その売買は理論価格で行なわれることになるが、理論価格（将来のキャッシュフローの割引現在価値）の算定そのものが困難かつ恣意的になり、その結果、不安や不信によるRMBSやCDOの流動化はたたき売りとなり、巨額の損失が発生するという問題がある。流動性リスクが大きいという深刻な問題である。既述のように証券化には適正価格の発見機能が期待されているが、現実にはそれは発揮されていないのである。レバレッジ取引の規制などをはじめ、市場インフラの整備が喫緊の課題であろう。

さらに、証券化はリスクが薄く広く負担されることに寄与すると期待されているが、サブプライム・ローンの場合にはオリジネーター（住宅金融機関）、SPV、販売会社、住宅金融保険会社などが一つの金融グループに属していることが多く、そのためリスクや損失は同一グループ内の機関が抱え込んでおり、リスク分散は不全である。たとえば、SPVはサブプライム・ローンを買取る資金をCP発行などで調達しているが、同一グループ内の銀行などがバックアップラインを設定してCP償還などに必要な流動資金の供給を保証している。信用補完者の役割を果たしているわけであり、そのためリスクはグループ全体で負担することとなる。

今後、資本関係のない独立の関係機関が金融機能を分解・分担するようになるには相当の時間を要するであろうし、そもそもグループ内に証券化ビジネスを囲い込むという戦略が採られていることを考慮すると、証券化によりリスクが薄く広く負担されるようになるには、多くの課題が残されていると言わざるを得ない。アメリカやヨーロッパの政府・中央銀行が公的資金の投入を含む金融機関救済策を採用していることは、リスクが薄く広く分散されていないことを物語っているのである。

IV 今後の課題

以上、本稿ではアメリカ発の金融危機をめぐる激しい動きとは一歩距離を置いて、今回のサブプライム・ローン問題が日本における証券化にどのような教訓を与えているかという観点から、若干の考察を行った。

サブプライム・ローン問題に関して得られた結論は、証券化のメリットよりも問題点があるかに多く、審査、モニタリングの劣化など悲惨な状態が生じているということである。金融機能の分解、アンバンドリングの陥穽が露呈していると言わざるを得ない。

情報化・グローバル化を背景に21世紀の金融システムが市場化することは世界的潮流である

と考えられる（根津永二〔1999〕）ので、わが国としてもこのアメリカの経験を他山の石として証券化のメリットを享受できるようなシステムを構築しなければならない。前車の轍を踏んではならない。具体的には、規律と誘因を盛り込んだルールや法制度の整備が必要になるが、資金余剰、金融の肥大化、金融資本主義などの概念が流布していることから明らかなように、問題の根は深く楽観は許されないであろう。当然ながら、今回の金融危機の震源地であるアメリカにおいては、矢継ぎ早にシステムの再検討が始まっている（中島洋子〔2008〕、小立啓〔2008〕）。わが国としてもそれらを参考にしながら、公正で効率的な市場型金融システムの構築に取り組むことが求められているのである。（2008年10月末 脱稿）

【参考文献】

- 大垣尚司 (2007) 「金融技術から見るサブプライム問題の根源」, 『金融ビジネス』 252号。
黒澤義孝 (2008) 「サブプライムで表出した格付け問題」, 『金融ジャーナル』 2008. 6。
小立 敬 (2008) 「サブプライム問題と証券化商品の格付け」, 『資本市場クォーター』 12巻 1号。
高橋正彦 (2004) 『証券化の法と経済学』, NTT 出版。
中井裕幸 (2008) 『サブプライム 逆流する世界マネー』, 実業之日本社。
中島洋子 (2008) 「米国経済の現状と財務省金融制度改革案」, 『国際金融』 2008. 6. 1。
根津永二 (1999) 「金融システムの変遷と選択」, 『経済学研究』 (北海道大学), 48巻 4号。
リチャード・ビトナー (2008) 『サブプライムを売った男の告白』, ダイヤモンド社 (金井真弓訳)。
福光 寛 (2005) 「アメリカの住宅金融をめぐる新たな視点」, 『経済研究』 (成城大学) 170号。
みずほ総合研究所 (2007) 『サブプライム金融危機』, 日本経済新聞出版社。
村本 孜 (2005) 『リレーションシップ・バンキングと金融システム』, 東洋経済新報社。
湯本雅士 (2008) 「サブ・プライム問題から学んだこと」, 『月刊資本市場』 227号。
朝日新聞, 日本経済新聞。