

サブプライム問題の教訓

淵田 康之

何が問題かー中間整理

米国リテール・ローン発グローバル金融危機

米国でサブプライム問題が、表面化し始めたのは 2006 年の終わり頃からである。当時は、小規模のサブプライム・ローン専門業者の破綻が相次ぐようになった段階であった。そして 2007 年春にかけては、HSBC が同行の米国サブプライム・ローンに関連し 10 億ドルの引き当てを行ったと発表したのを皮切りに、大手米銀も 1-3 月期の決算でサブプライム関連の引き当てを増加させるといった報道が続くようになった。大手のサブプライム・ローン会社の破綻も始まった。

6 月にはベア・スターンズ傘下のヘッジファンド 2 社がサブプライム関連で損失を計上し、ベア・スターンズ本体が損失穴埋めのために資金拋出を行うとの発表を受け、株式相場が大幅安となった。その後 7 月の終わりに、ヘッジファンドや関連する金融機関の損失拡大懸念が広がり、株式市場に引き続き動揺を与えた他、外国為替市場では円・キャリー取引の巻き戻しが進み、ドル安が進行した。

8 月に入ると、ドイツの中堅銀行である IKB 産業銀行の損失、BNP パリバ傘下のヘッジファンドの凍結等が発表され、欧州中銀による大規模な資金供給が実施されるなど、混乱は欧州に波及した。8 月 15 日から 17 日にかけては、アジア市場を含め世界同時株安の様相となり、FRB は公定歩合を 0.5% 引下げた。

9 月半ばには、短期金融市場における信用収縮の打撃を受けた英国の中堅銀行ノーザンロックに取り付け騒ぎが発生し、政府が全預金の保護措置を発表する事態に至った¹。またドイツの IKB の損失の背景となった SIVs (Special Investment Vehicles) を使った資産運用を、シティグループが大規模に行っていることが表面化し、10 月には米国財務省の働きかけにより、大手金融機関が SIVs 問題の解決のためにファンドを創設する方針が

¹ 井上武「ノーザン・ロックへの取り付けとその影響」『資本市場クォーターリー』2007 年秋号参照。

発表された。

混乱はなおも持続

以上のようにサブプライム問題は、米国のみならずグローバルに、またローン市場から、短期金融市場、証券化市場、株式市場、債券市場、LBO市場、外国為替市場に至るまで大きな影響をもたらし、景気の行方や金融機関経営を揺るがす事態となった。8月以降、各国中央銀行による資金供給や金利引き下げが断行され、要人やエコノミストらによる「問題は峠を越えた」との発言も幾度か聞かれたものの、混乱が着実に収束に向かっていくという段階には未だ至っていない。

10月16日の講演で、ポールソン米財務長官も、サブプライム問題について「米経済にとって現在最も深刻なリスク」と指摘しているが²、10月19日に開催されたG7の共同声明においても米住宅金融問題による世界経済の減速の懸念についての言及がなされた。今後については、サブプライム問題の行方もさることながら、住宅価格の更なる下落が持続した場合に生じかねない、より広範な分野のリスクについても懸念されている。

問題はまだ進行中であるが、これまでなされてきた議論を整理し、この問題が金融資本市場規制の今後のあり方にどのような教訓をもたらしていくのかを展望してみたい。なお、サブプライム問題の影響を論じる場合、今後の景気や金利・為替動向、あるいは金融機関の経営に与える影響も大いに注目される場所である³。また、米国ではサブプライム・ローンの借り手が、今後、借入金利の引き上げに直面したり、担保である住宅の差し押さえといった問題に直面することが予想され、これに対する救済策も活発に議論されている。しかし本論は、経済予測や借り手の救済手法ではなく、今後同種の問題の再発を防ぐにはどのような制度的対応が必要かという議論に焦点を絞って紹介することとする。

市場型金融批判はあたらぬ

まずサブプライム問題に関するいくつかの論調で、気になる点を指摘するところから始めることとする。一つの論調として、市場型金融へのシフトが進行した結果、従来は銀行に集中していたリスクが、グローバルに拡散してしまったという指摘がある。これは事実であるが、このことは市場型金融が銀行中心の金融より劣後していることを示すわけではない。

² 2007年10月16日、ジョージタウン・ロー・センターにおける講演。以下、ポールソンへの言及はこの講演内容を指す。

³ Calomiris, Charles W. "Not (Yet) a 'Minsky Moment'," AEI Papers and Studies, October 5, 2007 は、信用収縮のリスクは限定的であり、過剰反応して将来のインフレやモラルハザードにつながるような政策をとるべきではないとしつつ、格付け問題や銀行規制等の改革の必要性を強調している。

そもそも今回の金融危機が、市場型金融へのシフトの結果生じた、初のグローバル国際金融危機であるかのように捉えるのは誤りである。第一に市場型金融は、過去から資本主義経済の発展において、重要な役割を占めてきたのであり、最近の新たなトレンドではない。第二に、市場型金融を通じたグローバルな国際金融危機も、過去から繰り返されてきたことである。

戦前においてはグローバルな起債を通じた資金調達が一般的であり、債券のデフォルトが国際金融市場の動揺をもたらすことは珍しくなかった。特に、新興国の発展においては、先進的な資本市場からの資金調達が不可欠であった。例えば 1840 年代の米国地方債の相次ぐデフォルトや、1890 年代のアルゼンチン危機は、証券引受を行っていた英国のマーチャント・バンクに少なからぬ影響をもたらしたのであった。

1960 年代以降、グローバル資金調達において、銀行のシンジケート・ローンが活発に利用されるようになった。銀行は当局の監督下であり、リスクの所在も債券を通じた資金調達と異なり把握しやすくなったはずである。しかし、実際には途上国向け債務問題が生じ、これが国際的な金融危機につながったのであった。むしろ、リスクが国際的な巨大銀行に集中していたことが、危機を大きくしたのであった。

リスクが少数の大銀行に集中し、決済を含むグローバルな金融危機がもたらされるのが良いのか、不特定多数に分散されたリスクが疑心暗鬼を拡大させるのが良いのか、というのは問題設定として建設的ではなからう。どちらのタイプの金融形態も今後とも重要な役割を果たしていくのであり、またどちらのタイプの危機がより深刻であると断言することは困難であるからである。

金融イノベーションそのものの批判は意味がない

証券化や CDOs 等、金融イノベーションが、過度なリスクテイキングや安易な資金調達を促進した結果、今回の危機がもたらされたとし、金融イノベーション一般を批判する向きもある。

後述するように、今回、証券化のあり方には問題があったことは確かである。しかしそのことは証券化一般の否定につながるべきことではなく、どうすれば証券化という手法をより改善していけるのかという点を検討する契機とすべきなのである。

およそあらゆる金融イノベーションは、リスクテイキングや資金調達の促進につながるものと言える。その意味で史上最も重要な金融イノベーションは、株式会社の誕生であろう。これがなければ、リスクテイキングに必要な十分な資金調達も不可能となり、植民地開拓や産業革命も実現し

なかったかもしれない。株式の誕生による円滑なリスクマネー調達は、見方によれば「過度な」リスクテイキングや「安易な」資金調達との批判もあろう。そしてこの結果、かつてないバブルや恐慌も生ずるようになったと言えよう。しかし、だからといって株式会社制度は誤りであったとか、これを廃止すべきとの議論は聞かない。

他のいかなるイノベーションも使われ方しだいで、メリットもデメリットも生まれる。問題はイノベーションそのものではなく、いかにデメリットが大きくなるようにしていくかである。

リスク評価の問題

今必要なのは、抽象的な市場型金融批判やイノベーション批判ではなく、今回の危機によって浮き彫りになった金融システムの各種の問題を、個別具体的に吟味し、改善点を探っていくことであろう。

まず指摘できるのは、返済能力をわきまえず、金利がステップアップすることのリスクも十分理解せず、安易に住宅ローンを借りた借り手の問題がある。もちろん、こうした借り手の知識不足につけこみ、住宅ローンを貸し込んだが貸し手の問題がある。貸し手が安易に貸すことができたのは、証券化を通じてリスクをトランスファーすることにより、自らがリスクを負わなくて済むという側面があった。

住宅ローンの証券化商品がさらに CDOs、そのまた証券化商品という形となり加工度が高まるにつれ、原債権のリスクが把握されにくくなっていくという側面もあった。また格付け機関や証券化のスポンサーにおいては、十分なサンプル期間が無いサブプライム・ローンのデフォルト・リスクが安易に見積もられるなどの問題が生じていた。そして投資家は、格付けに安易に依存し、原債権のリスクに気をとめることもなく、有利な投資対象として、これら証券化商品への投資を拡大したのであった。

全体のプロセスを通じて言えることは、全ての参加者においてリスクが過小に見積もられていたことであった。とりわけ住宅価格の上昇が続いていたこともあり、各参加者において HPA と呼ばれるファクター、すなわち $\text{Housing Price Appreciation} = \text{住宅価格の上昇が続くことが前提として織り込まれていた}$ という問題がある。

リスク評価の問題は、「リスクの過小評価」の問題だけではなく、原債権で支払い遅延やデフォルトが既に高まっていたにも関わらず、これを組み込んだ証券の価格に迅速に反映されなかったという「リスク評価の遅延」の問題、そして流動性危機が生じ、サブプライム関連商品のバリュエーションに混乱が生じ、損失の認識に不透明性が生じたという「リスク評価の困難化」の問題も生じたのである。

レバレッジの問題

さらに指摘すべきことは、この過小に見積もられたリスクを前提とした、短期的には実現するよう見える超過リターンを最大限に追求すべく、レバレッジを駆使する主体が拡大したことである。CDOs、ヘッジファンド、SIVs 等で、それぞれレバレッジが駆使されており、借入れを通じて調達利回り、運用利回りの格差から得られる利ざやを、積極的に享受することが目指されたのである。

住宅ローンの借入れを行った個人のレベルでも、所得に対する借入額や、担保となる不動産に対する借入額の比率（LTV-Loan to Value ratio）の上昇が見られるなど、レバレッジの上昇が見られた。不動産価格の値上がりを見込んで、投機的に借入れを行う個人も広がりを見せた。こうしたレバレッジの拡大が、リスク評価の問題を増幅させ、金融危機の程度を大きくすることにつながったと言えよう。

問題へのアプローチ

リスク評価とレバレッジのあり方に問題があったという点だけに焦点をあてれば、今回の問題は過去の多くの金融危機と原因を同じくする。またこうした参加者の弛緩した金融規律は、過剰流動性とも言われていた状況を正すことができなかった中央銀行に問題があったという議論も可能であろう。

しかし市場型金融批判や金融イノベーション批判と同様、そうした抽象度の高い議論に終始すべきではないと考えられる。むしろ今回、何が問題であったのかをより詳細にかつ具体的に検討することが、より建設的であろう。そこで、以下では現時点で重要と考えられる問題について順に見ていくこととしたい。

モーゲージ・ローンのあり方

拡大した民間によるモーゲージ証券化

米国における住宅ローンは 1970 年代は、S&L を始めとする金融機関が、満期まで自らの保有する債権として、借り手の信用リスクを見極めつつ行うのが一般的であった。しかしこの仕組みは、短期市場金利の上昇、ディスインターミディエーションの進展により、S&L が大きな ALM 上の問題を抱えるに至り、縮小していった。

これに代わり拡大したのは、ファニーメイやフレディマックが、貸し手金融機関から住宅ローンを買取り、証券化していくというルートである。

これらいわゆる GSEs (Government Sponsored Entities、政府支援機関) の登場により、貸し手は、借り手の信用リスクを懸念することなく、融資業務に専念することができるようになったのである。金利リスクも基本的にモーゲージ証券化商品の投資家に転嫁され、信用リスクの管理は GSEs によって担われた。貸し手金融機関が、問題ある借り手への融資を安易に行えば、GSEs 側がローン買取りを拒否するようになるから、リスクをトランスファーできるからといって安易な貸出が横行することは抑制された。

しかし、GSEs の買取対象となる住宅ローンには借り手の信用度や金額等の制約があった。2000 年代、不動産ブームが続くなか、必ずしも富裕層に限らずとも、上限を超えて借入れを行うニーズを持つ層は拡大していった。住宅ローンへのニーズの高まりは、信用度が低い層においても同様であった。サブプライム・ローンは、しばしば低所得者向け住宅ローンと説明されるが、この説明は不正確である。米国では個々人の信用リスクはクレジット・スコア化されており、これが一定限度を下回るというだけである。たまたまクレジット・カードの支払いを失念したといった理由でも、クレジット・スコアは低下するのであり、所得水準だけの問題ではない。

こうしたサブプライム・ローンだけではなく、プライムローンとサブプライムの間のオルト A ローンや、金額が大きいジャンボローンなど、GSEs の買取対象とならない住宅ローンのニーズの拡大を受け、GSEs を通じない民間ベースの証券化を活用したローンが増大するようになったのである。

モーゲージのオリジネーションは、2001 年時点で 2 兆 2150 億ドルだったのが、2005 年には 3 兆 1200 億ドルとなったが、この間、サブプライムは 1600 億ドル (全体に占めるシェアは 7.2%。以下同様) から 6250 億ドル (20.0%)、オルト A ローンは 550 億ドル (2.5%) から 3800 億ドル (12.2%) にまで拡大している。また 2000 年から 2005 年にかけて、GSEs の買取対象とならないローンのうち、MBS として証券化されたローンの比率は、35% から 60% に上昇している⁴。

証券化によって促進された民間ベースのモーゲージ・ローンの拡大は、グリーンスパンも金融イノベーションの成果として高く評価していたのであり⁵、それ自体が即問題というわけではなかった。

横行した不適切な融資

しかしモーゲージ・ローンを借り手にマーケティングするモーゲージ・ブローカーの現場では、不適切なローンの勧誘が横行していたことが指摘

⁴ Calomiris 前掲注 3 参照。

⁵ 2005 年 4 月 8 日、第 4 回 Annual Community Affairs Research Conference における発言。

されている。例えば、最初の 2、3 年のみ低金利で、その期間が過ぎると市場金利プラスアルファで金利が再設定されるようなハイブリッド ARM (Adjustable Rate Mortgage) と呼ばれるローンや、元本部分の返済が当初生じないローンが、借り手にその商品性やリスクを十分説明せずに販売されていた。また、顧客の返済能力を十分精査せず、所得を確認する書類を求めないままローンを行う慣行も拡大していった⁶。ポールソン財務長官が、「恥ずべき状況」と嘆く姿が蔓延していたのである。

ローン規制・監督の問題

モーゲージ・ローンの貸し手は、連邦機関の監督下にある金融機関とその傘下のモーゲージ・ブローカーの他、州の監督下にあるモーゲージ・ブローカーも多い。そして州によって、モーゲージ・ブローカーに対する規制はまちまちであった。

FRB は、モーゲージ・ローンの貸し手全般に適用される Truth in Lending Act やその一部である Home Ownership and Equity Protection Act を管轄しており、借り手へのディスクロージャーのあり方を改善し、不公正ないしミスリーディングなローンを抑止できる立場にあった。しかし、上記のような事態が拡大するなかで、FRB は同法に基づく権限を迅速に活用できていなかったと言わざるを得ない。FRB は、OCC 等、他の金融監督当局と合同で、サブプライム・ローンを扱う上での一定の基準を策定したが、これが採択されたのはようやく 2007 年 6 月になってからであった。

現在、FRB において、ローンの際のディスクロージャーのあり方や、貸し手の行動に対する基準の見直しが進められている。ポールソン財務長官は、モーゲージ・ブローカー全体に対する全国共通のライセンスの導入を提唱している。議会においても、新たな法案が提出される見込みである。

米国では、投資家保護のためには、ディスクロージャーや業者の規制と統一的な監督体制が整備されている。しかし投資家同様、情報の非対称性の問題に晒されている借り手に対しては、十分な保護体制がなかったことが、今回のサブプライム問題の出発点であったと言えよう。

上記のように、FRB による改善努力や新たな法案の導入で、同じ事態の再発は防止できる体制になっていくことが期待される。ただしモーゲージ以外にも、借り手保護の問題は発生しうるものであり、将来的に貸金業一般に関する法規制の必要は無いのか、との疑問は残るところである。

⁶ GAO, "Home Mortgage Defaults and Foreclosures," October 10, 2007 参照。

証券化と格付け機関のあり方

機能しなかった市場の規律

モーゲージ・ブローカーが借り手の返済能力にお構いなしに規模拡大に奔走できたのも、ローンが証券化を通じて、投資家に売却されるため、何らのリスクや責任も認識しなくて済んでいたという点がある。

このことから、証券化商品の組成者が問題含みのローンを組み込まないようにしていれば、問題含みのサブプライム・ローンも次々と生み出されなかった、という理屈は成り立つ。また投資家が証券化商品をより賢明に購入していれば、こうした証券化もなされず、ローンも行われなかったということになる。

少なくとも、安易なローンが行われ、証券化商品が投資家に購入されてしまった後でも、証券の背後にあるローンプールにおいて、返済の滞りやデフォルトの増大が生じれば、証券化商品の価格は下落し、投資家は新規の証券化商品の購入に慎重になり、問題あるローンがその後も増加し続けるような状況は迅速に抑制されたはずである。いわゆる市場の規律、マーケット・ディシプリンが発揮されるはずなのである。

ところが、今回の場合、サブプライム・ローンの返済滞りやデフォルト率の上昇は、2006年時点で既に各種の統計で確認できたはずにも関わらず、証券化商品市場は2007年夏に格付け機関が格付けを変更するまで、なんらの反応を示さなかったのである。

なぜ原債権のリスクが、過小評価にされたのであろうか。そして債務者に関する情報が、債券保有者によって把握され、債券の価格に反映するまでにこれほどのタイムラグが生じるという状況がなぜ生じたのであろうか。証券化のあり方と格付け機関のあり方に、検討すべき点があるように思われる。

証券化商品における情報開示

証券化市場は、債権のオリジネーター、サービサー、証券化商品の組成者、投資家という主要な参加者が、それぞれプロの立場で、法律、会計等の問題をクリアしつつ作り上げてきた市場であった。SECもこうしたプロ主導の市場の性格を尊重し、プリンシプルベースのスタンスでその発展を見守ってきたのであった。2004年12月には、SECはアセットバック証券に関する包括的なルールを制定したが、これもこれまで証券化市場の関係者とSECとの間で確認されてきた事項を、成文化したという性格のものであった。

しかし、今回確認されたことは、証券化商品の投資家は、広範に広がり、

当初の参加者に比べて洗練度が劣る投資家層が多数含まれるようになっていくということである。また、証券化商品がさらに証券化されることにより、原債権の情報が、それを含む証券化商品の投資家に把握されにくくなっていったのではないかと、という問題がある。

こうした点への対応としては、既に今回の事態で、投資家が証券化商品への投資に慎重になったということを通じ、市場主導、民間主導で問題解決が図られていくということが、まず期待されよう。

行政面の対応として、当然考えられることは、証券化商品に係わるディスクロージャーのあり方を検討していくことであろう。前記のルールにおいては、アセットバック証券については、ローンプールに関する情報についての開示を行うとされていたが、どの程度の開示を行うかは、発行者がその情報の重要性をどう判断するか依存していた。そして、後述するように投資家は格付けに依存し、原債権に関する情報に無頓着だったというのが実態だったのである。

Assignee Liability の議論

証券化を巡っては、現状、よりドラスティックな改革案が議論されるようになってきている。問題あるローンが行われることを防ぐためには、原債権に不正等があれば、証券化商品の投資家が、同商品の組成者に証券化商品を売り戻すことを可能にし、さらに証券化商品の組成者やローンのアンダーライターがオリジネーターに問題債権を売り戻すことを可能にしようという考え方である。

問題ある債権を持ち込んだ者、またそれを証券化した関係者の責任（assignee liability と言われる）を問えるという条項は、既に証券化商品には盛り込まれている場合もあったと言われる。しかし実際には、投資家も含め、プロ同士が納得して作り上げるのが証券化商品だったという歴史もあり、これが通常問われることはなかったのである。

かつてジョージア州が、収奪的ローンを防止するための法律にこの責任を問う条項を導入しようとした所、S&P がこうしたローンを格付け対象から外すとしたため、骨抜きになったという経緯もある。

しかし今回、証券化の結果、無責任なローンが横行したという批判が高まったことを背景に、関係者に責任を問い、一連の取引を規律付けする手段として、証券化における assignee liability を連邦法レベルで明確に位置づけ実効性を持たせていこうという議論が高まっている。大統領候補であるクリントン上院議員も、この点に関する強硬論者の一人である。

これが導入されれば、証券化市場に大きな影響がもたらされる可能性があるため、証券化に関わる業界関係者のみならず、ポールソン財務長官も

慎重な対応をすべきと主張している⁷。

格付け機関のあり方

格付け機関をめぐっては、そもそもサブプライム・ローンに関して、十分なヒストリカル・データの蓄積がないまま、そのデフォルト率をプライム・ローン並みと当初想定して格付けを行っていたこと、CDOs を構成する証券化商品間の相関関係を極めて低く見積もっていたり、アグレッシブな HPA が想定されていたこと、またローンの延滞、デフォルトが増大していたにも係わらず、格付けの変更が遅れたこと等について批判がなされている。

格付け機関については、従来より発行体からの収入に大きく依存しているため、利益相反が生じていることの問題や、各種の法規制で格付けが企業や証券の選別基準として利用されていることが公的な権威付けとなり、過度な格付け依存や高格付けを追求するインセンティブをもたらしているとの指摘があった。

また CDOs 等ストラクチャード・ファイナンスに関しては、格付けの妥当性を疑問視する分析も既に発表されていた⁸。最近のムーディーズの発表でも、1983 年から 2005 年において Baa 格の通常の社債の 5 年間のデフォルト率は平均 2.2%であったが、Baa 格の CDOs は 1993 年から 2005 年において 24%のデフォルト率を記録したという。にも係わらず、各種の法規制上はどちらも投資適格として扱われていたのであった。

利益相反の問題に対しては、米国では「2006 年格付け機関改革法」が成立し、問題抑止の体制については一応の対応がなされたと言える⁹。ただ同法は、格付け機関が格付けに用いたモデルに改善点があったとしても、それについて対応を求めるような権限まで SEC に与えているわけではない。

今回、格付け機関のあり方については、G7 を含め国際的に問題意識が高まっている。ただ格付け機関への批判は、長年行われてきたにも係わらず、格付けは意見に過ぎず、言論の自由でその活動は保護されていると反論されてきた経緯がある。ポールソン財務長官は「我々のシステムが格付けの過大な依存をもたらしているのであるとすれば、これを見直す必要がある」と述べているが、実際には多数の法規制に埋め込まれた格付け利用に関する条項を一つ一つ廃止することは容易ではなく、そのことが金融市場に大きな混乱をもたらす可能性もある。従って、今回、抜本的な法規制

⁷ American Securitization Forum “Assignee Liability in the Secondary Mortgage Market,” June 2007

⁸ フランク・パートノイ「格付け機関－異質なファイナンシャル・ゲートキーパー」、淵田康之・ロバート・ライタン編『ファイナンシャル・ゲートキーパー』2006年、東洋経済新報社所収。

⁹ 小立敬「米国における格付け機関改革法の成立」『資本市場クォーターリー』2007年冬号参照。

上の変化が実現するかどうかは不透明である。こうした中で、短中期的には格付け機関自身が、自ら市場に対して積極的な改善姿勢を見せ、格付けに対する信頼を回復させていくことが期待されよう。

ただし今後、注意すべきこととして、州レベルの動きがある。一部の州の司法当局は、格付け機関に関する調査を開始したと報じられている。エンロン事件の時もそうであったように、州レベルで先鋭的な対応が行われ、例えば何らかの新たな問題が発覚すれば、連邦レベルでの対応も変化していく可能性がある。

また CDOs などストラクチャード商品においては、格付け機関は証券の信用度を第三者的、客観的に評価する立場というよりも、証券化商品の組成者と密接に連絡を取りながら、その商品設計に深く関与するという立場と言える。「ゲートキーパーではなく、ゲートオープナー」と言われる所以である¹⁰。このことから、格付け機関に対してアドバイザーとしての責任を問えるのではないかとの議論もある。今後、証券化商品で損失を被った投資家が訴訟を起し、裁判において格付け機関をアドバイザーとみなす判決が下される可能性も、全くゼロとは言い切れない点には注意する必要がある。

SIVs と銀行規制・監督

SIVs とは

SIVs は、CP やメディアムタームノート (MTN) を発行し CDOs を含む各種の商品に投資を行うための仕組みとして、1980 年代の終わりに考案され、銀行によって活発に利用されるようになったものである¹¹。形としては資産サイドの投資商品を担保としてアセットバック CP (ABCP) を発行するという証券化ヴィークルと言えるが、短期資金を調達してアクティブな投資を行い、ハイレバレッジの利ざやを追求するための手段というのが実態である。この仕組みはオフバランス扱いになるように設計され、銀行はこの仕組みに対する運用アドバイザーとして、運用益を追求することができた。

当然のことながら、ALM 上、長短ミスマッチのリスクが想定され、ファンディングに問題が生じた時には、銀行のバランスシートに計上する必要が生じる可能性もあったが、一部の銀行で積極的に利用され、その規模は、4,000 億ドルに上るまで拡大していたとされる。

¹⁰ 前掲注 8 の文献参照。

¹¹ 以下、SIVs 及びスーパーファンド構想については、“GORDIAN KNOT—How London Created a Snarl In Global Markets”, *Wall Street Journal*, October 18, 2007、Wallison, Peter, J. “Subprime Superfund,” *Wall Street Journal*, October 18, 2007

サブプライム危機が深刻化した 2007 年 8 月、ドイツの銀行 IKB が運営していた SIVs が資金調達難に陥ったことが明らかになり、SIVs 問題が一般的に認知されるようになった。この結果、さらに ABCP に対する投資家の不安を高まることとなり、SIVs のファンディングはさらに困難となった。親銀行による ABCP の買取り等の措置も続いているが、このままでは、多くの SIVs は保有する資産の投売りに迫られることとなり、CDOs のみならず SIVs に組み込まれた他の金融商品の暴落、そして SIVs を運営する銀行や ABCP に投資する MMF 等の大幅な損失の可能性など、金融資本市場に大きな影響をもたらす懸念が生じたのである¹²。

スーパーファンド構想

こうした事態に対して、浮上したのが、スーパーファンド構想である。これは、民間金融機関が出資した基金が、SIVs の資産を買い取ることで、資産投売りが市場全体に大きな影響をもたらすことを防ぎ、現状、流動性枯渇により資産に適正な価格が付かない状況を回復させ、これらを通じて ABCP の投資家にも安心感を与えることで、ABCP 市場の機能も回復させようという趣旨と見られる。その規模は、最大 1000 億ドルに上るとも言われる。

同構想は、巨額の SIVs を抱えるシティグループが財務省に働きかけ、2007 年 9 月 16 日、財務省が有力金融機関を会議室に集めて議論する中で、あくまで民間によるボランティアな対応策としてまとまったとされる。その後、他の金融機関の参加表明が聞かれる一方、同構想に参加する場合の手数料等に難色を示し、他の構想を検討するグループも現れているとの報道もある。

この構想は、LTCM 危機に際して、ニューヨーク連銀が民間金融機関を会議室に集め、LTCM のポジション整理が金融資本市場に大きなインパクトをもたらさないように、やはり純粋に民間によるものとした対応策がまとめられたことを想起させる。なぜ今回、ニューヨーク連銀ではなく財務省がお膳立てをしたかは、LTCM 時はマクドノー・ニューヨーク連銀総裁が、今回はポールソン財務長官が、民間金融界に大きな影響力があったということ以外に有力な理由はなさそうである。より重要な違いは、今回は LTCM の時に比べて関係者が多数に上り、また問題となっている資産の規模も大きいことである。

財務省がイニシャティブをとった同構想に対しては、シティグループの救済策であるとか、Too big to fail 政策だとの批判も聞かれる。また、資産

¹² ABCP 市場の混乱については、関雄太「サブプライム問題から ABCP 問題へ」『資本市場クォーターリー』2007 年秋号参照。

サイドの CDOs 等の流動性が低下する中で、恣意的な「時価」で資産の買い取りがなされるとすれば問題である。ファンドの設立は年末までかかると思われているが、SIVs の危機がそれまで十分持ちこたえられるのか、あるいは構想が実現に向かう過程で市場の落ち着きが回復するのか、予断を許さない。

バーゼルⅡの妥当性

SIVs については、オフバランス化を可能とした会計基準のあり方も議論されているが、銀行規制の妥当性も重要な論点である。銀行が過大なリスクをとり、グローバルな金融システムに危機をもたらさないことを目指して適用されてきたバーゼル規制は、バーゼルⅡとしてより洗練された体系で導入されたばかりである。この様々な専門的な検討を経てきて構築された精緻な仕組みが、なぜその本来の目的を果たすことに早速失敗したのか、今後検証され、早急な改善が図られていくことが期待されよう。

バーゼルⅡに対しては、格付け機関の格付けを規制上も利用するようになったこと、また先進的な金融機関においては、個々の内部モデルに従い所用自己資本を低下させることが可能となった点を批判する向きもある。格付け機関に依存することの問題も、モデルに依存することの問題も、まさに今回浮き彫りになったからである。

金融監督体制のあり方

SIVs 問題対応に限らず、モーゲージ・ローンのあり方、証券化のあり方、そして後述するヘッジファンドとの取引の問題も含め、今回のサブプライム問題は、銀行規制・監督の今後のあり方について、多角的な再検討を迫ることとなるだろう。

米国では、モーゲージ・ローンの出し手に対する規制・監督の主体が、連邦と州で分かれており、また州によっても規制・監督内容が異なっていたことが、統一的なローン規制を困難にしていたという問題がある。また従来より、連邦の金融監督機関の間でも FRB、FDIC、OCC、OTS と、監督体制が分かれていることの妥当性は問われていた。さらに今回のようにクレジットマーケットとキャピタルマーケットにまたがる問題が生じ、また金融グループ傘下の法人間の取引も問題になるという状況が生じると、銀行監督機関と証券監督機関が分離していることが妥当かどうかとも問われよう。

米国の金融監督規制体制のあり方については、既にポールソン財務次官が見直しに向けた検討の場を設けていた。ただし来年が大統領選であることを考えると、ここでの検討が早期に何らかの体制変更に結びつくとい

うことは考えにくい。当面は、現状の枠組みを前提に、サブプライム問題への対応が進められることとなろう。

金融監督のあり方の問題は、米国外でも表面化している。ノーザンロック銀行の取付け騒ぎが生じた英国では、イングランド銀行、FSA、財務省によって役割分担された現行の体制が適切かどうかの議論が生じている¹³。また、ブンデスバンクの銀行監督を BaFin に移行し、BaFin による統一的な金融監督を確立しつつあったドイツでは、IKG 銀行の危機を契機に、統一促進とその見直しを主張する議論が、それぞれ活発化する事態となっている。

現状、どのような体制が理想の金融監督のあり方なのかについて確立した考え方があるわけではなく、危機が生ずるたびに見直し論が繰り返されるということであろう。今後、各国における改革論が活発化するか勢いを失うかは、危機がより深刻化するか、沈静化していくかにも依存しよう。

その他の問題

サブプライム問題は、その他多様な問題を惹起しており、また問題の全貌が出尽くしたかどうか定かではない。以下では、現時点で議論されている主要な点に絞って紹介することとする。

ヘッジファンド

ヘッジファンドも、レバレッジを通じてサブプライム関連取引の全体規模の拡大に寄与した主体の一つである。とりわけ彼らが CDOs においてリスクの高いエクイティ・ポジションの積極的な取り手となったことが、同商品の組成を可能としたと言える。

レバレッジを駆使し、迅速かつ大規模な取引を行うことで金融資本市場に大きな影響を与えるヘッジファンドのあり方については、従来から批判や規制論は続いてきたが、ヘッジファンドを直接的に規制することについては米国を中心に消極的な姿勢が取られてきた。これについては、今回もヘッジファンドの行動のみが問題を生んだわけではなく、むしろ損失を被った主体でもあることもあり、大きな変化は考えにくいように思われる。

一方、今回、ヘッジファンドを傘下に保有したり、ヘッジファンドと取引をしていた証券会社や銀行の損失が問題となったことから、ヘッジファンドとの取引におけるリスク管理の徹底等を求める間接規制の重要性が高まろう。これについては、金融市場に関する大統領ワーキンググループが 2007 年 2 月に、報告書を出している。

¹³ 前掲注 1、井上論文参照。

ヘッジファンドとの取引という点では、証券会社や銀行グループが傘下にヘッジファンドを保有し、グループ内の証券会社や銀行が証券化商品を組成しヘッジファンドに販売する場合の取引の適切性も問題となっている。すなわちマサチューセッツ州の証券監督当局は、ベア・スターンズが、投資家に事前に開示しないまま、傘下のヘッジファンドとモーゲージ・バック証券の自己勘定取引を行った疑いで捜査を行っているとの報道がある¹⁴。

ヘッジファンドについてはこの他、自主規制の動きがあることも注目される。2007年10月には、英国に拠点を持つ大手ヘッジファンド14社が、運用に関する情報開示を明確化することなどを盛り込んだ自主ルール案を発表している。

流動性と金融商品のバリュエーション

金融市場におけるリスクが正確に認識され、また金融機関等の行動に対する市場規律が機能するためにも、金融商品のバリュエーションが正確に参加者に伝達されている必要がある。しかし、流動性が低下するような状況では、金融商品のバリュエーションは困難に直面する。

2006年9月、FASBはステイトメント No.157を採択した。ここでは、金融商品の公正価値について、次の3つの手法で評価することが認められた。レベル1は、活発に取引が行われている市場のクォートで評価することである(marking to market)。レベル2は、こうしたクォートが利用できないものの、同様な商品の直近の取引価格が観察できる場合、これを利用して評価することである(marking to matrix)。レベル3は、こうした観測できる情報がない場合であり、将来キャッシュフローの推定等のモデルなど、経営者が市場参加者も利用していると考える手法で評価するものである(marking to model)。

流動性が枯渇した金融商品においては、レベル3の状況となるが、当然のことながら、これは恣意的な評価となりかねず、市場の疑心暗鬼に油を注ぎかねないという問題が生じているのである¹⁵。

GSEs 問題

最近に至るまでファニーメイ、フレディマック等のGSEsについては、システミックリスクの問題や民間業務の圧迫の問題、暗黙の政府保証の問題等、各種の批判がなされてきた。2003年から2004年にかけては相次いで会計不正が指摘され、制裁が課された他、規模を制約していくことや新たな監督機関の設立など、もっぱら規制論が活発に展開されてきたのである。

¹⁴ “Bear Stearns Draws Probe On Fund Trades,” *Wall Street Journal*, October 19, 2007

¹⁵ “Wells Fargo Gorges on Mark-to-Make-Believe Gains,” *Bloomberg*, August 22, 2007 及び “U.S. Investors Face An Age of Murky Pricing,” *Wall Street Journal*, October 12, 2007 参照。

しかし今回、危機を生んだのは GSEs ではなく民間のモーゲージ市場であり、民間においては GSEs の枠組みでは考えられないような安易なローンや証券化が横行したことが明らかになったことから、GSEs に対する批判論は影を潜めるようになっている。むしろ返済負担の上昇や住宅差し押さえのリスクに多くの借手が直面する中で、GSEs の機能を一時的に拡大することが提案されている。

一部には、GSEs が本来、金融機関にとって安定した収益源となる優良な住宅ローンビジネスを奪っていたため、民間が寄りリスクの高い分野に進出せざるをえなくなったことが、サブプライム問題の背景にあるとの批判も聞かれるが、大きな賛同は得られにくい情勢にある。GSEs を巡る政治的論調は、180 度変化したというのが現実であろう。

展望

今後、サブプライム問題については、米国においては、議会での法案審議の動き、州司法当局の動き、FRB や SEC、そして大統領金融市場ワーキンググループでの検討の動向が注目されよう。また国際的には、金融スタビリティフォーラムがまとめる予定の報告書が注目される。先述の通り、米国の住宅価格の下落動向等によっては、問題はサブプライム関連に留まらない可能性があることも念頭に置いておく必要がある。

本稿では、現時点で明確となっている、モーゲージ・ローン、証券化と格付け機関、SIVs の問題を中心に、サブプライム問題によって表面化した金融システム問題を概観してきた。言うまでも無く、ここで紹介した各事項については、それぞれより詳細な議論や分析が展開されつつある所であり、本稿はごく表面的な中間整理をしたに過ぎない。

本稿が強調したかったのは、漠然とした市場型金融批判、金融イノベーション批判、バブルと中央銀行の一般論といった次元に留まるのではなく、何が問題であったかをできるだけ具体的かつ明確に把握することの必要性である。これによって少なくとも同種の問題の再発を抑止できるのである。

市場型金融も金融イノベーションも無くしてはならないものである以上、それを否定するのではなくどうマネッジするかが重要である。バブルの再発を避けられないのが人間の性としても、少なくとも 20 世紀前半までのバブル崩壊後に比べれば、昨今のバブル崩壊においては实体经济の極度の混乱を避けることができているのも、過去において様々な対策が講じられてきたことの成果であろう。

重要なことは、失敗や損失を漠然と批判することではなく、それを通じて学ぶこと (learning by doing or by losing) なのである。