

## シティグループの格下げと「スーパーシニア問題」

関 雄太

### ■ 要 約 ■

1. サブプライム住宅ローンの延滞・デフォルト増を契機とした一連のクレジット危機は、シティグループなど欧米の大手金融機関に大きな影響を与えている。
2. シティグループもサブプライム関連資産で大量の評価損を計上したが、その大部分は CDO（債務担保証券）のスーパーシニア（弁済順位最上位の債券）から生じたものである。すなわち、証券化の途中でマーケットが崩壊したために生じた原債権の評価損（ストラクチャリング関連損失）ではなく、保有有価証券の評価損になっている点に注意が必要である。
3. またシティグループは、SIV（ストラクチャード・インベストメント・ビークル）を簿外の特別目的事業体（VIE）とし、流動性供給の必要性もないとしてきたが、取り扱いを徐々に変えてきている。
4. この 2 つの問題を背景に、金融市場ではシティグループの自己資本比率低下が懸念されており、今後のシティの対応、資本政策の成否が注目されている。

## I 格下げと自己資本比率の低下

シティグループ取締役会は、2007年11月4日（日）に緊急取締役会を開催し、チャールズ・プリンス会長兼 CEO の退任を決定した。後任の会長職には、元財務長官で現在はシティの経営委員会議長を務めるロバート・ルービン取締役が就任、暫定 CEO には、シティーヨーロップのサー・ウィン・ビショフ会長が就任することが決定した<sup>1</sup>。

シティは同時に、サブプライム住宅ローンの証券化商品の公正価値が、2007年10～12月期に約80億～110億ドル低減する見通しになったことも公表した（税引き後ベースでは約50億ドル～70億ドルの価値低下となる）。シティは、10月15日に発表した今年7～9月期の決算で約35.5億ドルのクレジット関連の損失を計上したばかりであり、1ヶ月足らずのうちに、さらに大きな評価損を抱える見通しとなったことは、金融市場に大きな衝撃を与えた。仮に、シティの10～12月期の純利益が7～9月期から横ばい（約22億ドル）に止まり、同時に70億ドルの有価証券評価損もしくは売却損（税引き後ベース）を

<sup>1</sup> ビショフ氏は、シティグループが2000年に買収した英国シュローダーの投資銀行部門のCEOを務めていた。“Getting to Know Who? Citi's New CEO”, Wall Street Journal, 11/6/2007 など参照。

計上するとなると、四半期ベースで 40 億～50 億ドルの赤字に転落する可能性があるからである。しかも、評価損 (Write-down) は、サブプライム関連証券のさらなる価値低下、あるいは LBO ローンなどへのコミットメントから生じる損失の可能性まで考慮すると、さらに大きくなるのではとの懸念も生まれてくる<sup>2</sup>。

すぐに動きが出たのは信用格付けである。11 月 5 日には、ムーディーズとフィッチ・レーティングスがシティグループの長期格付けを引き下げ、スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) も同日、シティの長期格付けを引き下げる方向で「クレジットウォッチ」に指定した<sup>3</sup>。ムーディーズは、今回のシティ格下げの背景として、①サブプライム・ポートフォリオの償却が利益及び資本にマイナスの影響を与える可能性があること、②同社がリスクの集中に直面していること、③こうしたリスク集中を容認してきたシティのリスク管理に対する不信、④経営体制の不確実性という 4 点をあげた<sup>4</sup>。

2007 年初来、進行していた株価の下落も加速したが、これはシティの財務状態悪化が、自己資本比率の低下などの形で、突如として現実性を帯びてきたことによるものと考えられる。

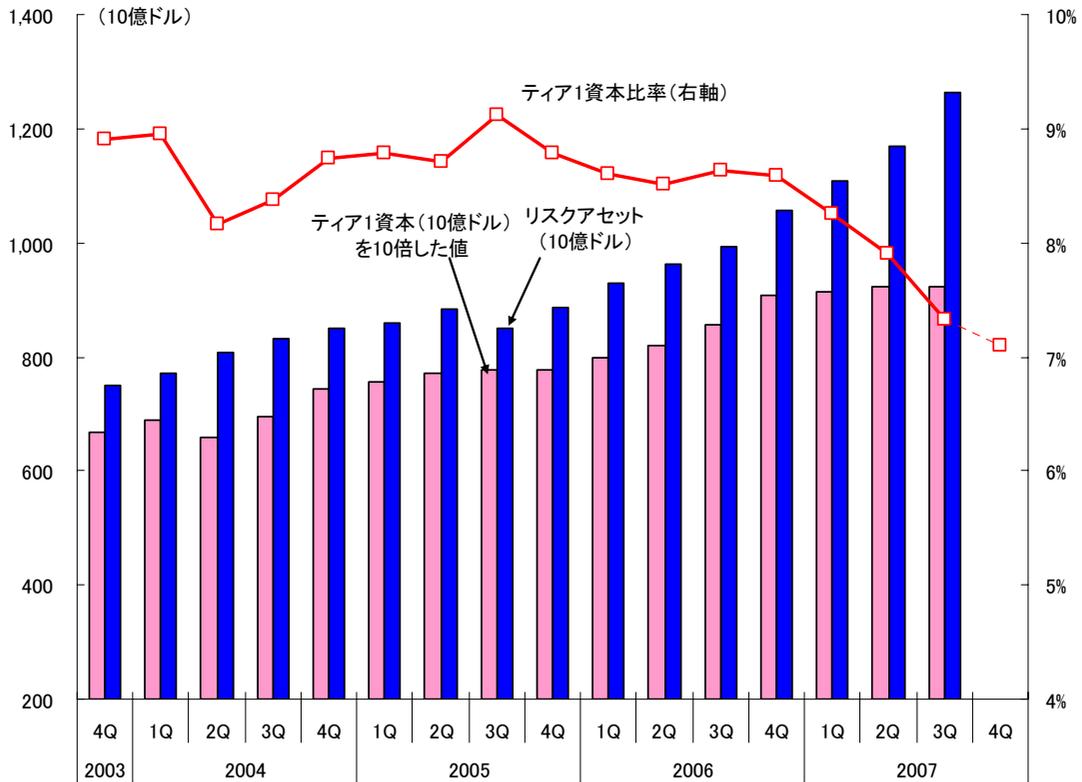
自己資本比率の低下については、まず 10 月 15 日の第 3 四半期決算公表時点で、ティア 1 (基本的項目) 資本比率が第 2 四半期末の 7.91% から 7.32% へと下がり、シティグループが目標としている 7.5% を割り込んだことが判明していた。次に、11 月 5 日に証券取引委員会 (SEC) に登録された 10-Q 報告書によって、ティア 1 資本とリスクアセットの金額が明らかになり、ティア 1 資本は前期末からほぼ横ばいの 923.7 億ドル、リスクアセットは前期末から 8% 増の 1 兆 2618 億ドルとなった (図表 1 参照)。仮定として、10～12 月期に 50 億ドル近い損失が発生し自己資本が減少する一方で、リスクアセットは前期比 8% 程度の増大を見込むと、ティア 1 資本比率は 7% を切ってしまうことになる。それでも連邦準備理事会 (FRB) の監督規制上「十分な自己資本」の基準とされるティア 1 比率 6% は維持できるが、一年間でティア 1 比率が急激に低下したことは、投資家にとって大きな懸念となったと見られる。

<sup>2</sup> “Citigroup Writedowns May Be as Much as \$13.7 Billion”, Bloomberg, 11/6/2007 など参照。

<sup>3</sup> フィッチは長期発行体デフォルト格付け (IDR) を「AA プラス」から 1 段階引き下げ「AA」とし、ムーディーズはシティの長期格付けを「Aa1」から 1 段階引き下げ「Aa2」とした。

<sup>4</sup> <http://www.moodys.co.jp/PDF/10008/0000010049.pdf> 参照。

図表 1 シティグループのティア 1 資本比率推移（四半期毎）



(注) 2007年第4四半期のティア1資本比率(7.1%)は決算発表時の暫定値。また、計画している資本調達  
が完了した場合、ティア1資本比率は8.2%となることが予想されている(シティグループの2008年1  
月15日決算発表プレスリリースによる)。

(出所) シティグループ財務書類より野村資本市場研究所作成

## II 「スーパーシニア問題」の顕在化

シティが11月4日に公表した2007年9月末時点でのサブプライム関連資産残高(総額約546億ドル)の中で目を引いたのは、ABS-CDO(複数のRMBSを担保とするCDO)の中で弁済順位が最も高いスーパーシニアトランチ(通常はAAA格)である(図表2)。シティがスーパーシニアトランチに関するデータを開示したのは今回が初めてであり、そのことは、2007年7~9月期まではスーパーシニアトランチの価値低下を考慮する必要がほとんどなかったことを意味していると考えられる。

ABS-CDOには、時価が観測可能なセカンダリー市場がほとんどなく、各社とも、保有有価証券の再評価の際には、住宅価格や住宅ローンの元利払いなどを参考に評価額を推計しているのが実態である。ただし、最近では、Markit社がデリバティブ価格を基に算出しているサブプライムMBSの価格指数(ABX.HE)が、多くのアナリストに活用されている。2007年10月のABX.HE指数の動きをみると、低格付けのサブインデックスだけでな

く、最上位の AAA 格付けのサブインデックスも低下しており、10月1日から同月末までの下落幅は約14%、11月9日までの下落幅は約25%となった(図表3)。この間、10月22日にS&Pがサブプライム住宅ローン債権を担保とするCDO約210億ドルの格付けを引き下げ方向で見直すと発表したこと、10月26日にムーディーズが約334億ドルのCDOを格下げすると発表したことなどが影響していると考えられる<sup>5</sup>。いずれにせよ、シティが9月末に保有していたCDOスーパーシニアトランチ(約429億ドル)に、仮に平均15%の価値毀損が起きているとするならば64.5億ドル、20%の毀損を仮定するならば86億ドルの評価損発生となり、シティが公表した予想損失額(80~110億ドル)の相当分を占めることになる。

図表2 シティグループのサブプライム関連エクスポージャー(2007年12月時点)

		(単位:10億ドル)			
		2007年9月末	2007Q4		2007年12月末
		残高	評価減	移転(+)/売却(-)	残高
CDOスーパーシニア	グロスエクスポージャー	53.4			39.8
	ヘッジされたエクスポージャー	10.5			10.5
	<b>ネットエクスポージャー(A)</b>	42.9	-14.3	0.8	29.3
	ABCP/CDO	24.9	-4.3	0.0	20.6
	投資適格	9.5	-4.9	0.3	4.9
	メザニン	8.3	-5.2	0.5	3.6
	ABS-CDOスクエアード	0.2	-0.1	0.0	0.2
	ヘッジ取引のカウンターパーティ リスク分		-0.9		
レンディング、ストラ クチャリング関連	<b>グロスエクスポージャー(B)</b>	11.7	-2.9	-0.9	8.0
	CDOウェアハウジング、ABS CDO未売却トランチ	2.7	-2.6	0.0	0.2
	売却・証券化目的で購入したサ ブプライムローン	4.2	-0.2	0.0	4
	サブプライム担保の金融取引	4.8	-0.1	-0.9	3.8
<b>合計(A+B)</b>		<b>54.6</b>	<b>-18.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>37.3</b>

(出所) シティグループ 2008年1月15日プレスリリースより野村資本市場研究所作成

<sup>5</sup> <http://sandp.sardverbnewmedia.com/ratingsActions/Oct.19RatingAction2006vintage.pdf> および“Moody’s Cuts Ratings on CDOs Tied to Subprime Bonds”, Bloomberg, 10/26/2007, “Investors try to keep up with rush of downgrades”, Financial Times, 11/1/2007 など参照。

図表3 サブプライム・ホームエクイティ ABX 指数 (ABX.HE) の推移  
(2007年10月1日～2008年1月18日)



(注) 「07-2」は「シリーズ7・バージョン2」の意で、発行時期が最近のMBSをユニバースとしている。  
(出所) Markit社ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

このように、理論上は安全性が高いと考えられ、実際9月まであまり問題にされなかったCDOスーパーシニアトランチの評価損に直面したことが、10月下旬以降のシティの財務を巡る問題の中核にある。11月7日に、サブプライム関連エクスポージャーから37億ドルの評価損が発生する見通しと発表したモルガン・スタンレーも、ABX指数の急落を反映してABS-CDOのスーパーシニアトランチの公正価値を再計算したと明言しており<sup>6</sup>、多くの金融機関に「スーパーシニア問題」が発生していることがうかがえる。

「サブプライム問題」がいつしか「スーパーシニア問題」に変わったという構図は、一連のクレジット危機の複雑さ・深刻さを物語っているとはいえるが、ABS-CDOを経路にしたクレジットリスクの波及可能性は、以前から言われていたことであり、CDOの格下げアクションがサブプライム住宅ローンの延滞・デフォルトに遅れて起きることも、容易に予想がつくところであろう。ならば、シティなどの金融機関は、なぜこれらの証券を大

<sup>6</sup> <http://www.morganstanley.com/about/press/articles/5779.html>

量に保有することになったのであろうか。2007年11月5日付けのニューヨーク・タイムズ紙は、シティやメリル・リンチなど CDO アンダーライターの上位行が「詳細は不明だが、今年春から夏にかけて発行した CDO のスーパーシニアの相当部分を抱え込んだ可能性がある」と指摘し、11月8日付けのフィナンシャル・タイムズ紙は、モルガン・スタンレーの場合、トレーディング部門が MBS の価格下落に賭けた際にスーパーシニアトランチを積極的に購入した可能性がある」と指摘している<sup>7</sup>。

### Ⅲ 非連結 VIE へのコミットメント<sup>8</sup>

シティグループと CDO 市場とのつながりを考える上で参考になるのが、2007年第3四半期の 10-Q 報告書である。特に、シティが Primary Beneficiary（主たる受益者）でないために、連結対象から外れている Variable Interest Entities（VIE）について、第3四半期から開示上の記述を大きく変え、2006年末時点のデータを修正したことは注目される<sup>9</sup>。

図表4は、2007年第2四半期期と第3四半期の 10-Q 報告書における記載を比較したもののだが、大きな変更点が3つある。第一に、非連結対象の VIE について、第2四半期までは総資産の開示だけだったのが、今期から、シティがこれらの VIE に対してコマーシャルペーパーのバックストップ（流動性補完）となる信用を供与したり、一定の保証を提供したり、デリバティブ取引のカウンターパーティになったりといった、一定の条件下で VIE の取引にコミットすることもありえるとして、簿外 VIE へのコミットメントによる最大損失可能性（Maximum Exposure）を開示したことである。この開示により、例えば、シティが CDO の発行体として設立した VIE の資産ではなく、シティが CDO 取引において約束している流動性補完の金額やシンセティック CDO 組成時に契約するクレジット・デフォルト・スワップの想定元本の規模などが推測できることになった。シティはこの数値は期待損失とは無関係としているが、9月末の合計エクスポージャーは1410億ドルに達しており、無視できない規模となっている。

<sup>7</sup> “Bankers’ Lesson From Mortgage Mess: Sell, Don’t Hold”, New York Times, 11/5/2007, “Morgan Stanley peers through the looking glass, darkly”, Financial Times, 11/8/2007. 他に “Wall Street’s money machine breaks down”, Fortune, 11/12/2007 も、メリルリンチが、顧客が CDO を敬遠する中で多くのスーパーシニアトランチを抱え込んだ可能性について言及している。

<sup>8</sup> VIE（Variable Interest Entities、変動持分事業体）とは、米国会計基準において、金融資産の証券化など特定の目的のために設立される会社、パートナーシップ、トラストなどの法主体全般を指す呼称である。元々、SPE（Special Purpose Entities、特別目的事業体）と呼ばれていたが、エンロン・ワールドコム事件を契機に FASB（財務会計基準機構）が策定した SPE の連結に関する新たな解釈指針（FASB Interpretation No. 46）「変動持分事業体の連結に係る ARB51 の解釈指針」の中で再定義された。淵田康之・大崎貞和編『検証アメリカの資本市場改革』第六章、安達毅「米国における特別目的事業体（SPE）を巡る会計基準の見直し」『資本市場クォーターリー』2003年春号参照。

<sup>9</sup> “10Q clue to anatomy of Citigroup’s losses”, Financial Times, 11/8/2007

図表 4 シティグループにおける非連結 VIE の資産とエクスポージャー

	【修正後】			【修正前】	
	2007年9月	2006年12月	増分 (12月→9月)	2007年6月	2006年12月
ABCPコンデュイット	73.3	66.3	7.0	NA	NA
【最大損失可能性】	69.0	56.0	13.0	NA	NA
SIV	83.1	79.5	3.6		
【最大損失可能性】	3.0	-	NA	134.4	122.1
その他の投資ビークル	27.0	42.6	-15.6		
CDO	84.2	52.1	32.1	74.7	52.1
【最大損失可能性】	43.0	34.0	9.0	NA	NA
モーゲージ関連取引	11.9	2.7	9.2	5	2.7
トラスト型優先証券	11.7	9.8	1.9	10.3	9.8
その他のストラクチャードファイナンス	52.2	41.1	11.1	37.4	41.1
【最大損失可能性】	26.0	19.0	7.0	NA	NA
合計	343.4	294.1	49.3	261.8	227.8
【最大損失可能性】	141.0	109.0	32.0	NA	NA

(出所) シティグループ 10-Q 報告書より野村資本市場研究所作成

第二に、ABCP コンデュイットに関する情報が開示されたことである<sup>10</sup>。シティは ABCP コンデュイットの持分を有していないが、CP 市場の混乱時に融資枠からの流動性供与や担保資産の買取などを行うことがあるという説明が付いており、今年夏の信用不安を契機に開示を始めたということであろう。しかし、金額が多額であり、2006 年末の数値も合わせて開示されたことからデータが存在しなかったわけではないことが推察され、今後批判を招く可能性がある。

第三に、ストラクチャード・インベストメント・ビークル (SIV) に関して、これまでの「投資関連取引」という項目から分別して開示したことである<sup>11</sup>。シティは 10 月 19 日に、オルタナティブ・インベストメント部門のグローバル・クレジット・ストラクチャー部隊が 7 社の SIV のアドバイザーを務めているが、SIV のエクイティ持分を保有してはいることなどを明らかにした<sup>12</sup>。10-Q 報告書では、SIV の資産が 7 社合計で 831 億ドルに達していることを改めて示した他、SIV が発行する CP の借り換えが困難になった時の流動性補完のため、SIV に総額 100 億ドルの融資枠を設定しており、10 月末時点では融資枠の中から 76 億ドルが引き出されているとした。シティは SIV について、あくまでも連結対象外と主張していたが、依然として SIV の流動性に対してどの程度のコミットメントを負っているのかははっきりしない面があり、批判を集めていた<sup>13</sup>。結局、シティグループは、2007 年 12 月 11 日に就任したヴィクラム・パンディット新 CEO が、傘下の SIV に対

<sup>10</sup> ABCP コンデュイットについて、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。

<sup>11</sup> SIV について、脚注 10 論文参照。

<sup>12</sup> なおシティは 10 月 11 日にオルタナティブ・インベストメント部門とマーケッツ&バンキング部門を統合し、機関投資家グループとすることを発表した。シティが関与している SIV については、ファクトシートを参照 (<http://www.citigroup.com/citigroup/fin/data/siv071019.pdf?ieNocache=553>)。

<sup>13</sup> “Citigroup SIVs Risk Cut in \$33 Billion Moody's Review”, Bloomberg, 11/7/2007, “Why Citi Struggles to Tally Losses”, Wall Street Journal, 11/5/2007 など参照。

して流動性補完を実施すると決断した<sup>14</sup>。このプレスリリースの中で、シティは、傘下の SIV の総資産が約 490 億ドルまで減少したこと、SIV 資産のうち 54%が AAA 格、43%が AA 格の証券であることに言及した。

## IV 今後の注目点

以上のように、シティグループの財務を巡る懸念の背後には、①サブプライム関連の資産（特に CDO のスーパーシニアトランチ）から発生する大量の評価損、②ABCP コンデュイットや SIV に対する偶発的な流動性供給という 2 つの大きな問題があったということが出来る<sup>15</sup>。一連のクレジット危機の中で、スーパーシニアトランチの問題と ABCP・SIV の問題の両方に深く関わった大手金融機関はシティグループだけであり、影響は甚大であることは容易に想像された。このことが大幅な株価下落の背景と考えられよう（図表 5）。

大きな注目を集めたシティグループの 2007 年第 4 四半期決算は、2008 年 1 月 15 日に発表された。第 4 四半期の純損失 98.33 億ドルと大幅な赤字となったが、2007 年通年では赤字転落を免れ、36.17 億ドルの純利益を計上した（前年比マイナス 83%の減益）。赤字化の要因は、事前の予想どおりサブプライム関連資産の評価損だったが、損失計上は 181 億ドルに達し、11 月 4 日に公表していた 80~110 億ドルの予想レンジをはるかに上回った。また、181 億ドルの評価損のうち、143 億ドルが CDO スーパーシニア関連であり「スーパーシニア問題」の深刻さが改めて明らかになった（図表 2）<sup>16</sup>。

今後の注目点のひとつは、シティの自己資本比率である。12 月末のティア 1 資本比率は、暫定値で 7.1%と発表された。シティは、11 月末にすでに発表していたアブダビ投資庁（ADIA）からの 75 億ドルの出資受け入れに加え、シンガポール投資公社（GIC）、クウェート投資庁、キャピタルグループなどから合計 145 億ドルの資本調達を行う計画で、これが完了すると、220 億ドルの資本増強となり、ティア 1 比率は 8.2%まで上昇する見込みとしている。ただし、1 月 15 日の決算発表時点では、非連結 VIE の資産がどの程度連結化されるのか、あるいは SIV などに対する流動性供給が、どのようにリスクアセットに影響するかは不明であり、今後 SEC に登録される 10-K 報告書（年次報告書）などの情報開示が注目される。自己資本比率の水準次第では、すでに発表した減配やグループ会社・資産の売却などの資本政策に加えて、追加的な施策を迫られる可能性がある。

「スーパーシニア問題」については、開示上、CDO 保有残高の大きいシティとメリ

<sup>14</sup> シティグループの 2007 年 12 月 13 日プレスリリースを参照。この中で <http://www.citigroup.com/citigroup/press/2007/071213c.htm>

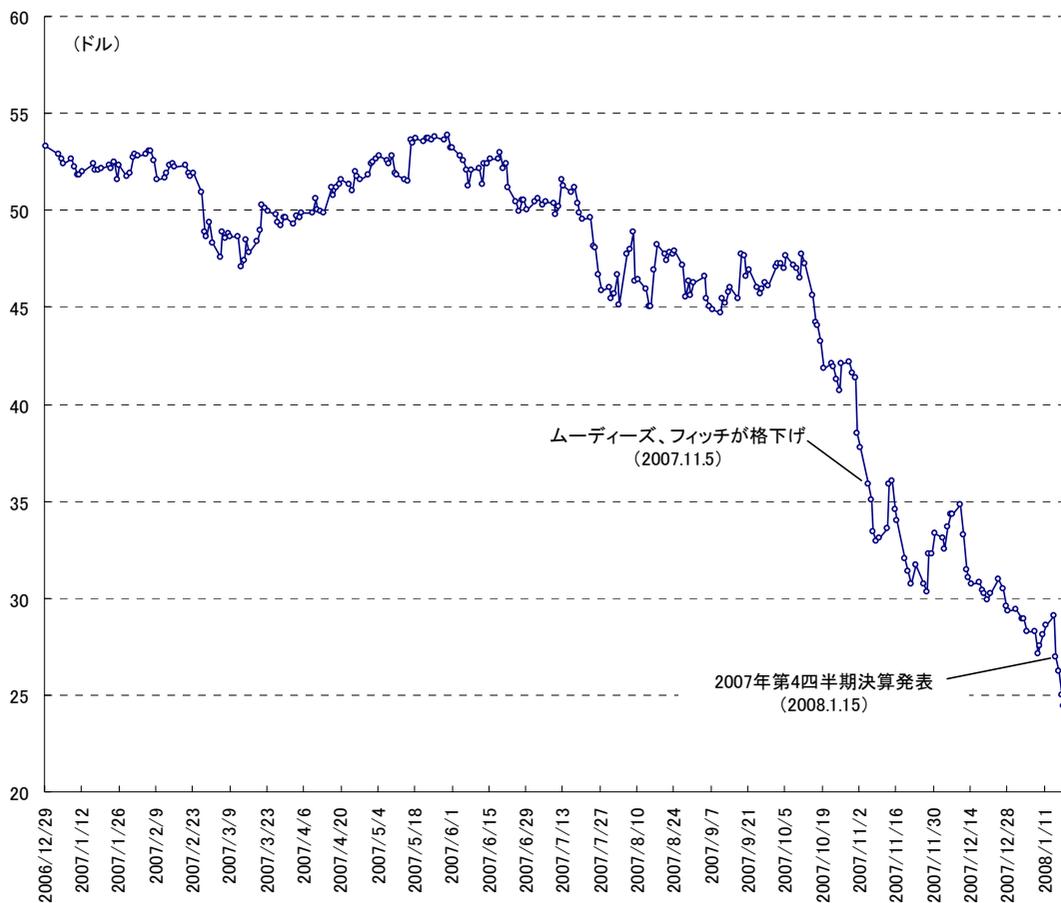
<sup>15</sup> 本稿では触れていないが、ムーディーズは、シティグループの不確実性要因として、①レバレッジドローン、②信用力が低い借り手に対する住宅ローンまたは担保掛目が高い住宅ローン、③日本の消費者金融事業における将来の過払金利返還請求の可能性について言及している。脚注 4 プレスリリース参照。

<sup>16</sup> 2008 年 1 月 17 日に第 4 四半期決算を発表したメリル・リンチは、サブプライム関連で約 124 億ドルの評価損を計上したが、そのうち 98 億ドルが CDO スーパーシニア関連であり、シティ同様、スーパーシニアから大きな影響を受けたことが明らかとなった。

ル・リンチが、今後、具体的にどう対応するのかについて方針を示していないことは懸念される。すなわち、シティならば CDO 関連だけで 293 億ドルものネットエクスポージャー（2007 年 12 月末時点）を有したままであり、これらの証券を保有したままで ABX 指数などの参考指標がさらに下落した場合、再び評価損を計上するのか、あるいは売却してエクスポージャー自体を削減するのか、という点については、明確な姿勢は示されていないのである。

また、シティなど多くの金融機関において、サブプライム問題の影響に関する情報開示は、最近になって行われたものばかりであり、しかも VIE の連結という、エンロン・ワールドコム事件の時に激しく議論されたはずの問題が再浮上してきたことも注目される。今後は、サブプライム問題の焦点と考えられている住宅ローンや MBS だけでなく、CDO や ABCP に関しても、会計基準や規制の問題が議論される可能性が高いと思われる。

図表 5 シティグループの株価（日次終値、2006 年 12 月 29 日から 2008 年 1 月 18 日）



(注) 配当遡及調整済み株価。

(出所) Yahoo! Finance より野村資本市場研究所作成