

「証券化」に潜むリスク

東洋大学 経済学部 非常勤講師

佐藤正俊

昨年来の米国を起点としたサブプライムローン問題が、時間を追うごとに深刻化し、モノライン（米金融保証専門保険会社）へも波及している。終わりが見えそうで見えないサブプライムローン問題。危機は新たなステージに突入している。欧米金融機関の決算をみると、サブプライム関連の被害が幅広く浸透し、大規模な損失を計上していることが分かる。2008年1-3月期決算までに、欧米大手22社の損失合計は約27兆円となった。国際通貨基金（IMF）の発表によれば「世界金融安定性報告」（GFSR）の中で、世界の金融機関の損失が約9450億ドル（約100兆円）にのぼると推計している。今回のサブプライム危機は、ドル換算ベースの損失額で比較すると1990年代の日本の銀行（不良債権）危機に匹敵するほどの規模である。因みに昨年10月の、前回GFSRでは2400億ドルと報告されていたが、背景にある住宅価格の下落が加速、関連の証券化商品の価格が下げ止まらないため、損失額が大きく膨らんだ。これは、金融機関の保有する証券化商品のエクスポージャー（リスク資産）が時間を追うごとに減価し始めているということに他ならない。このように、損失額規模が何度も修正されるのは、かつての日本の不良債権問題の時と同じようである。

債務担保証券(CDO)など証券化商品の情報開示をめぐることは、欧米では既に原則と

して企業に対して最大損失額の公表を義務付けており、米国では昨年11月15日から新会計基準を導入した。一方日本においては、金融庁が大手銀行や地域金融機関に対し、複雑な証券化商品のリスク管理を厳しくするよう指導することとなった。2008年3月期の日本におけるサブプライムローン問題関連の損失を合計で2兆4360億円計上しており、その段階で債務担保証券(CDO)などの証券化商品を22兆7930億円保有している。金融庁はこうした状況を踏まえ、銀行に対し監督指針を改正し、早ければ7月中にも適用開始の様相である。具体的には、保有する証券化商品の内容をきちんと認識できているかどうかを点検することであるが、リスク管理で求められる主な内容は次のようなものがある。即ち、①リスク管理、市場運用、事務管理など各部門の役割と権限の明確化 ②証券化商品の裏付け資産の内容把握 ③複数の状況を想定したリスク管理 ④経営陣の責任重視、などである。

金融危機発生時の予想損失額の試算方法は「ストレステスト」と呼ばれ、1987年のブラックマンデーや1997年のアジア通貨危機といった歴史的な相場暴落時のデータなどを基準に計算するが、平時の予想損失額の試算方法は「バリュエーション・アット・リスク(VaR)」と呼ばれ、欧米諸国では上場企業に対し、こうしたリスク情報開示を求めており、企業は年次報告書などで「ストレステスト」「バリュエーション・アット・リスク(VaR)」などをきちんと開示している。09年度にも金融庁と企業会計基準委員会は債務担保証券(CDO)など証券化商品のリスクについて、欧米並みの情報開示ルールを作る方針を固

めた。そして、市場環境を「平時」と「金融危機の発生時」に分け、それぞれ予想される最大の損失額の公表を金融機関や事業会社に義務付けることとした。この狙いは、あくまで市場の透明性の確保である。

国際決済銀行(BIS)によると、昨年12月末のデリバティブ市場規模(想定元本ベース)は1年前に比べ44%拡大し、過去10年間で最大の伸びを示した。これは、ひとえにサブプライムローン問題に端を発した金融市場の混乱を受け、損失リスクを回避する需要が旺盛なことが背景にあると言える。さらに、原油、金、とうもろこしなど、商品市場に絡むデリバティブなどの取引内容そのものも多様化、複雑化し、市場拡大を後押ししていると考えられる。中でも、最も利用が多いのは取引所を通さずに相対で取引する金利を対象とした店頭デリバティブであり、その市場規模は596兆ドル(6京3000兆円)、10年間で約7.5倍に拡大している。特に利用増が目立つのは企業の信用リスクを対象にした「クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)」という取引であり、信用収縮で資金回収に対する不安を高めた金融機関の間で利用増が顕著である。2008年3月に実質破綻した米大手証券ベアー・スターンズは、多くのCDSの売り手であるため、業務停止すれば金融システム危機を招く可能性があった。このため、システムリスク(連鎖的に破綻するリスク)につながる可能性を回避し、さらに連鎖破綻防止のために米連邦準備理事会(FRB)が介入、大手銀JPモルガン・チェースによるベアー救済合併を後押しした経緯がある。

サブプライムローン問題を世界に広げる

きっかけとなった「証券化商品」とは一体どんなものなのか。簡単に説明すると融資や不動産などの資産を裏付けに、投資家が配当や利子を受け取る有価証券のことで、リスク分散手法をコンセプトとしたものであるといえよう。この証券化商品はデリバティブ(金融派生商品)の一種で、商品設計の仕組みが複雑であるため、その時々資産価値である「時価」を把握するのが極めて難しい。しかも、取引所のように売買が活発な流通市場がなく、殆どの場合、金融機関と投資家が相対で取引する。把握が困難な「時価」では資産価値を計ることは難しいので、価値の計算は格付けに依存せざるを得ないのが現状である。ところが、サブプライムローン問題が拡大した昨年10月以降、格付け会社がサブプライム関連の証券化商品を相次いで格下げしたため、これに伴って金融機関も多額の損失計上を迫られた。ここで大切なことは、流通市場が存在しない商品の時価を開示するのは非常に困難なのが実情ではあるが、価値を算定する根拠となっている格付けの手法を透明化することであり、そのことは今回のサブプライムローン問題のような重大な出来事を引き起こさないための解決策のひとつであると考えられる。主な証券化商品として、①住宅ローン担保証券(RMBS) ②商業用不動産ローン担保証券(CMBS) ③債券担保証券(CDO) ④ローン担保証券(CLO) ⑤リース料債券を裏付けとした商品等、などがある。

米国の新しい会計基準により2007年12月15日以降、会計年度を迎える米上場企業に、新会計基準による開示が義務付けられた。新会計基準では、金融資産を3分類し、

上場株式や債券など市場取引が活発な商品を「レベル 1」、金利スワップのような取引がさほど活発でないが価値を計算しやすい資産を「レベル 2」、そして「レベル 3」を証券化商品などで実際の取引が少ないために時価を算出しにくい資産、とした。この「レベル 3」は流動性が低いというのに、評価の時価ではなく自社の裁量で決定することになるために価格の透明性にも欠ける性質を持つ。また、高リスク資産は当然ながら将来の損失につながる恐れがある。また、「レベル 3」にはサブプライムローンなどを担保にした債務担保証券(CDO)、買収先の資産などを担保に資金を借り入れ、その資金で企業買収する(LBO)融資債券などが含まれる。そして現在、米大手銀行では時価開示困難な資産の急増に伴い、そうした資産を時価開示が容易だった従来の資産区分から開示困難なリスク資産の区分「レベル 3」へ移行させるケースが目立ってきている。

米大手銀「レベル 3」資産残高

	2008年3月末 残高(億ドル)	昨年末比 増減率(%)
City Group	1,603	20
JP Morgan	892	25
Bank of America	397	26
合計	2,892	23

(出所) SEC 提出資料参考

問題の核心である「証券化」というリスク分散手法は、本当にリスク分散であったのであろうか。証券化商品は、それに伴う詳細で確実な情報が多くなく、その評価が極めて難しい、という「見えないリスク」

を抱えているのである。現実的に世界が脅えているのは、リスクが細かくスライスされ市場の隅々にまで撒き散らされているが如く、市場の危機全体への影響度の見極めが難しいという市場心理が働いているという点である。そして証券化商品のさらなるリスクは、なんとといってもその流動性の低さにある。高度に、複雑な仕組みをもって証券化されていたり、その商品の仕組みを理解している人が限定的であることなどから、転売がしづらい。実はこの流動性の低さも「時価」がなかなか見えないということが大きな要因になっているのである。実際、無理をして強引に売却を試みると半値以下になることが十分にあり得るのである。このように、リスク回避の対策としての「リスク分散」が、気がつくとも結果的には「リスク拡散」になってしまった、と言ってもよい構図にも見えてくるのである。今回のサブプライムローン問題に絡み、証券化商品の縮小はさらに、金融市場全体の流動性低下に結びつき、多くの金融機関が自身の手元流動性確保に走ったため、流動性危機にまで発展した。これに対応するために、FRBをはじめ各国の中央銀行が潤沢な流動性を供給したのは最近の出来事である。しかしながら問題はそれだけではなく各金融機関は証券化商品に投資していたため、その価格下落によって、膨大な損失を余儀なく計上することとなった。これが現在直面している金融危機の姿といえよう。

本来のハイリスク・ハイリターンの商品である証券化商品というものは、誰がどの程度、どこに持っているのか、そして全体としてどれだけあるのかが全くみえない。このことが実体経済の健全な部分にも大きな

影響を与え、現在の低迷している経済市場を形成するにいたった、と言っても過言ではない。