

## 第39回 愛知学院大学 モーニングセミナー

**「なぜ、サブプライムローンが  
世界金融危機を発生させたか？」  
—わが身に降りかかる危機の真相を解く—**

**愛知学院大学大学院 経営研究科  
教授 荒井 耕一郎**

平成21年6月9日

# サブプライムローンの証券化プロセス

サブプライムローンの証券化プロセスとは、

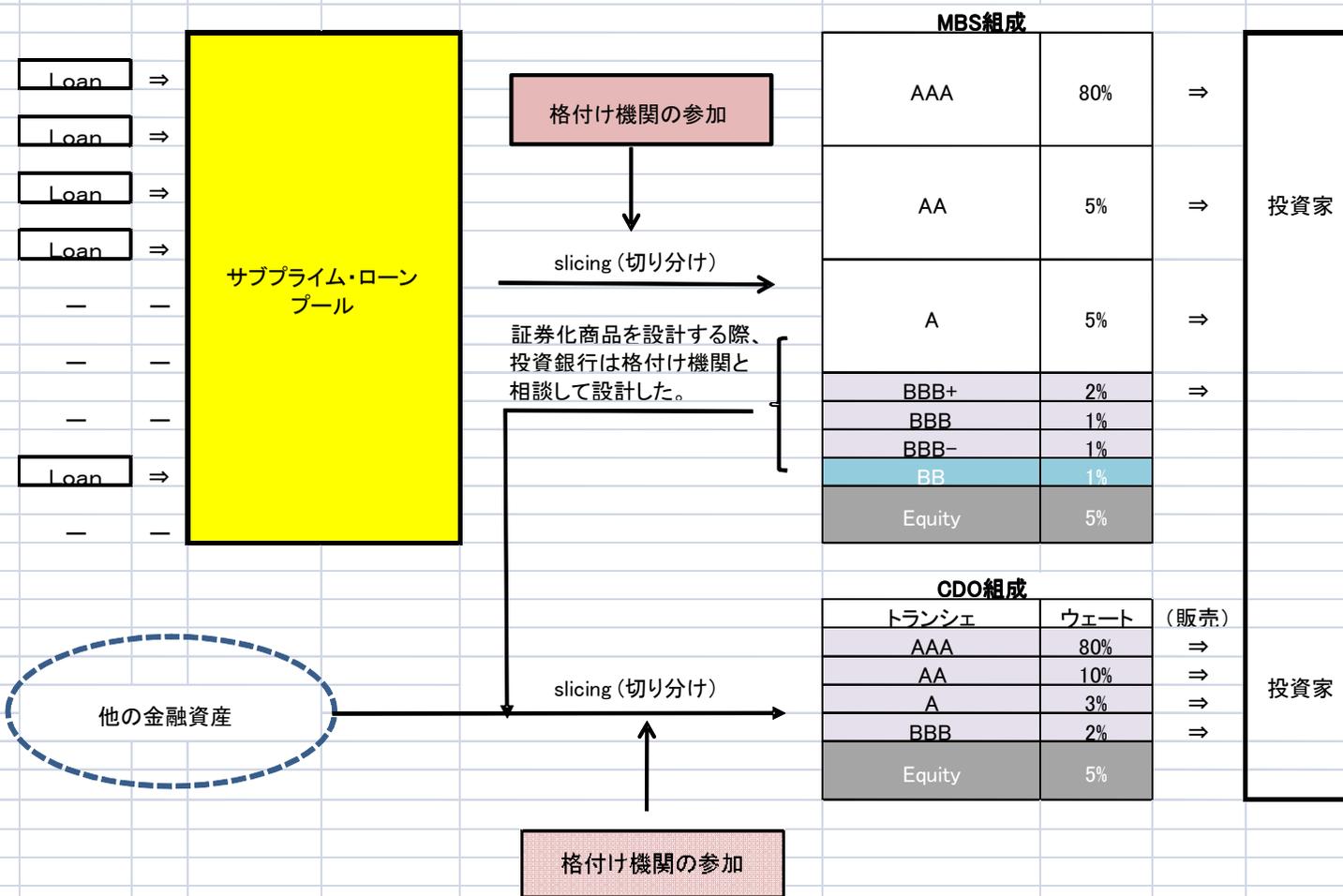
- (1) サブプライム・ローンのプールから、元利の支払いに関して優先劣後構造を持ったモーゲージ担保証券(MBS)を組成する(1次加工)、
- (2) 上記(1)で組成されたMBSのうち、メザニンと言われる格付けが中位(A/BBB格)のMBSに、更に他の資産を背景に発行された資産担保証券(ABS)を加えたプールから、元利の支払いに関して優先劣後構造を持った債務担保証券(CDO)などを再組成する(2次加工)、  
というプロセスを指す。

結果として出来上がった証券化商品は、格付けの割に高いリターンをもたらす金融商品となり、世界的な低金利・金余り現象のもとで、高いリターンを求める投資家のニーズに合致し、盛んに証券化商品が組成された。

## 格付け機関の役割

- (1) Moody'sやStandard & Poor'sなどの格付け機関は、証券化商品組成の段階から参加していた。
- (2) 通常、格付け機関は、準備された債務不履行確率をもとに、何度となくシュミレーションを繰り返し万全の態勢を取るが、90年代半ば以降に量産された歴史の浅いサブプライム・ローンにおいては、現実にはシナリオ通りに動いてくれなかった。
- (3) 2007年7月以降のサブプライムCDOの大幅格下げは、格付け機関が評価モデルのパラメータを大幅に変更したことも大きく影響したと言われている。  
(例えば、Moody'sは2007年4月に予想損失率を6.65%からほぼ2倍の13%に引き上げ、同年7月には頭金なしのローンや書類審査省略ローンの債務不履行率の見通しを大幅に引き上げた。)

### サブプライム・ローンの証券化プロセス図解



(参照文献) みずほ総合研究所編「サブプライム金融危機」日本経済新聞出版社 2007年12月 123ページ

# Structured Investment Vehicle (SIV) と銀行の関係

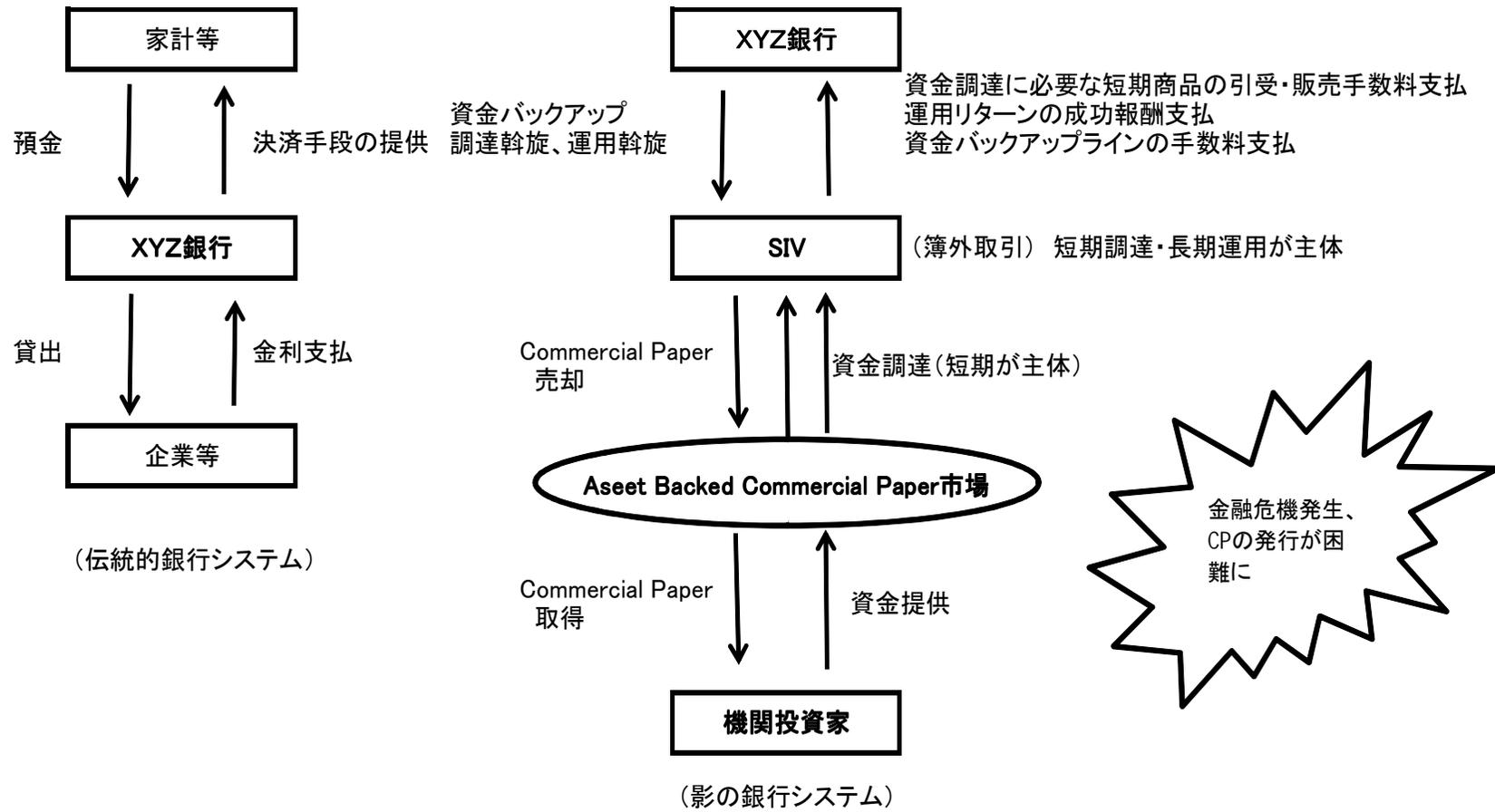
## 特徴

- ・ SIVは表見上資本を支配する株主はいない構造。(銀行の連結対象からは外れる会社。)
- ・ SIVを利用することにより、銀行は自己資本規制(BIS規制Ⅱ)を免れる「簿外取引」が可能。
- ・ 銀行はSIVに購入した証券化商品を売却、SIVは購入した証券化商品を担保にCommercial Paper (ABCP) を発行した。つまり、SIVはレバレッジ(借入)を利用して、短期の調達金利と中長期の運用金利との利鞘を享受していた。

## 金融危機以降の状況

- ・ 金融危機が起き、証券化商品の価格が下落し、ABCPの発行が困難になって、SIVの資金調達に支障がでると、銀行はSIVへ融資をしたり、SIVの資産を引き取ったりして、問題の解決に努めた。
- ・ その結果、銀行はオンバランスの資産が増加、巨額の資金調達が必要となり、自己資本が低下した。
- ・ 加えて、SIVから引き取った資産の価値が下落し、評価額が正確につかめない状況に陥った。
- ・ 巨額の証券化商品を抱えた銀行は、銀行間市場から資金が取れず、中央銀行が資金を潤沢に供給する事態に発展した。

# 銀行とSIVの関係



ベア・スターンズ、リーマン・ブラザーズのなどの一部投資銀行やヘッジ・ファンドが、証券化商品に積極的に投資していた。

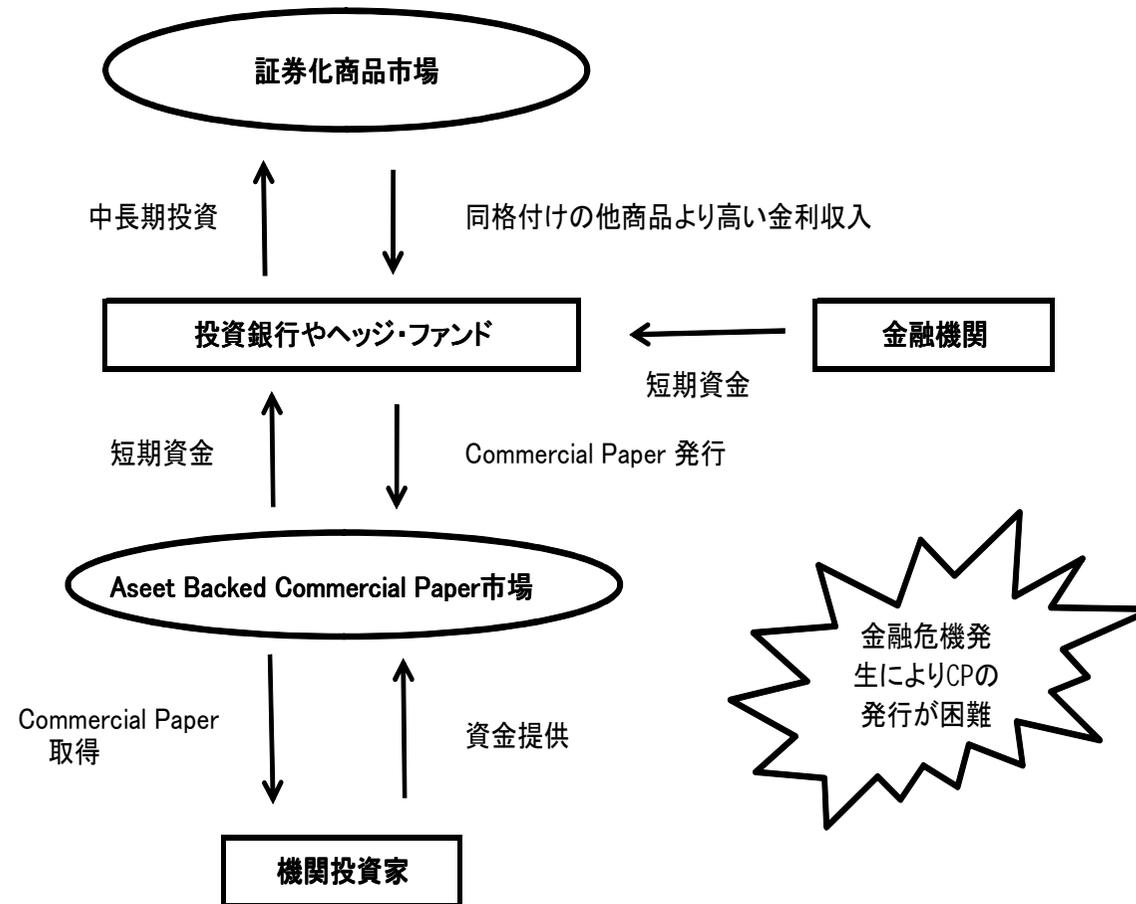
## 特徴

- ・ 投資銀行やヘッジファンドはレバレッジ(借入)を利用して、短期の調達金利と中長期の運用金利との高い利鞘を享受していた。

## 金融危機以降の状況

- ・ 投資していた証券化商品の価値が、米国の住宅バブルの崩壊で、大きく下落した。
- ・ その結果、投資家に不安が広がり、Asset backed Securitiesの借り換えが出来なくなった。
- ・ 投資銀行やヘッジファンドは資産の売却を余儀なくされたが、これは証券化商品の一層の価格下落をもたらした。
- ・ 資金繰りに窮した投資銀行やヘッジファンドは、緊急の際の信用供与契約を締結していた金融機関に流動性の供給を仰いだ。
- ・ この資金支援の結果、金融機関のバランスシートは急膨張し、金融機関は自己資本規制を順守することが困難になった。
- ・ これらの事象が急速に進展した結果、銀行間市場の資金貸借機能がほぼ停止してしまった。

# 投資銀行やヘッジファンドと証券化商品



# デレバレッジ(資産圧縮)が金融機関にもたらす影響

金融機関のバランス・シート

資産	借入		資産	借入
(100)	(90)	傘下のSIVの資産 と負債を引き取り	(130)	(120)
	資本			資本
	(10)			(10)

自己資本比率 =  $10/100 \times 100 = 10\%$

自己資本比率減少

自己資本比率 =  $10/130 \times 100 = 7.7\%$

⇒ BIS自己資本比率(≥8%)に抵触

資産圧縮への圧力

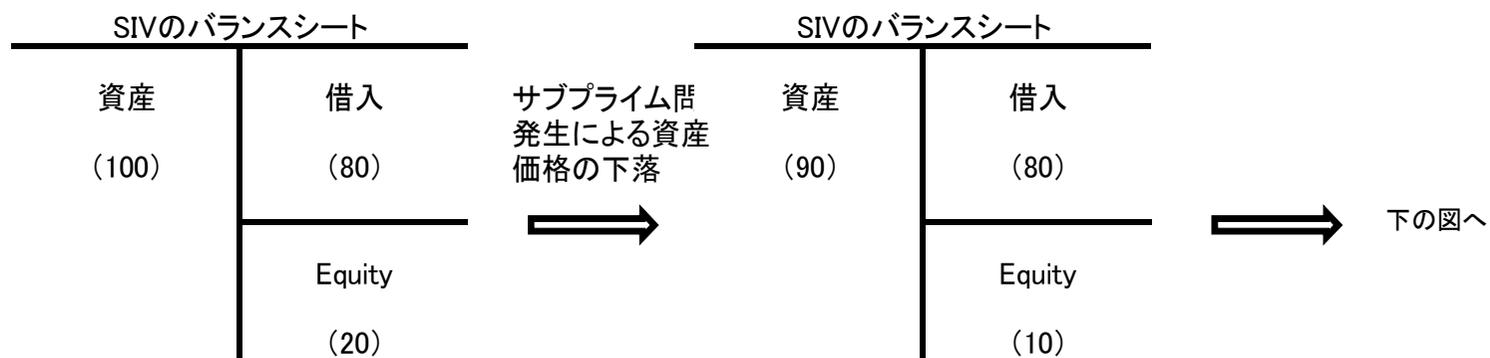
資産が圧縮される過程で

- ① 資産の投げ売り(資産価格の一層の下落)
  - ② 自己資本の毀損
  - ③ 貸し渋り(金融機能の低下)
- 等が発生する。

金融機関のバランスシートが改善し  
金融機能が回復されるまでに  
相当の時間を必要とする。

(日本における「失われた10年」の例)

## デレバレッジが SIV やヘッジファンドの運営にもたらす影響



レバレッジ比率 =  $20/80 = 1:4$

保有資産価格下落の結果、Equity部分が浸食され、10に減少する。  
レバレッジ比率 =  $10/80 = 1:8$  に減少

資産価格の下落に伴い、資金の出し手からは、

- ① 追加担保差入
- ② 資産の強制売却

などを要求される。

レバレッジ比率を1:4に戻すために、資産を売却し、資産を圧縮し、見合いの借入を返済する。

売りが売りを呼び、価格下落圧力が一層高まる。特に証券化商品のような標準化されておらず市場で頻りに売買されない金融商品の価格は大きく値崩れする。

SIVのバランスシート	
資産 (50)	借入 (40)
	Equity (10)

レバレッジ比率 =  $20/80 = 1:4$