

# 金融商品会計の再構築 (その2)

## 「会計の視点による世界金融危機の構成要素の解析」

キーワード サブプライム・ローン、証券化、債務保証、クレジット・デリバティブ、レバレッジ運用、OTD モデル

中京大学経営学部教授 吉田 康 英

### はじめに

世界金融危機の原因の一つには会計基準の不備があると指摘し、その見直しを求める 20 カ国財務大臣・中央銀行総裁会議 (Group of Twenty, 以下「G20」) の要請に応じて、国際会計基準審議会 (International Accounting Standards Board, 以下「IASB」) 及び米国会計基準審議会 (Financial Accounting Standards Board, 以下「FASB」) は、金融商品の会計基準の見直し作業を進めている<sup>1</sup>。この見直し作業の方向性や内容等の適否判断に際して、その契機が世界金融危機にあるならば、当該危機の発生から拡大に至る個々の構成要素を理解する必要がある。たとえば、世界金融危機の発端がサブプライム・ローンに起因する信用危機であれば当該ローンの特性及び信用リスク悪化の原因、それが証券化商品やクレジット・デリバティブ等を通じて世界中に伝播したならば証券化 (再証券化) やクレジット・デリバティブ等の構造が問題となる。次にこれらを原因とした金融機関の資金繰りの悪化等を通じて世界金融危機が進行したならば、当時の金融機関のビジネスモデル等の仕組みが問題となる。これらの構成要素自体の理解は、世界金融危機において会計基準が問題であったかどうかの判断、仮

に問題があったとした場合の見直し作業の前提になる。

したがって、本稿では会計の視点から世界金融危機を理解するために必要な前提知識として、サブプライム・ローンの概要、証券化 (再証券化) や関連デリバティブの構造及び資金運用・調達に係るビジネスモデル等の仕組みと各々の問題点を考察する。

### 1. サブプライム・ローンの特性と信用リスクの悪化

世界金融危機の発端は、アメリカにおいて増加したサブプライム・ローンの信用リスクの悪化にあるとされる。その影響が全世界ベースで急速に広がった主因である証券化商品の理解に際しても、証券化の裏付資産であったサブプライム・ローンの実態把握は必要不可欠である。

#### 1.1 サブプライム・ローンの定義

サブプライム・ローンとは、信用力の比較的低いサブプライム層に対する住宅ローンのことである。一般的に貸出債権は債務返済能力や信用履歴等に示される債務者の信用力に基づき、信用力が高い階層はプライム、低い階層はサブプライムに区分される。アメリカの金融規制当局の定義によると、原則として債務者が次の項

目のいずれか一つ以上に該当する場合、当該債務者に対する貸出債権はサブプライムとして区分される（内閣府，2007）。

- ・過去 12 カ月以内に 30 日間の延滞が 2 回以上、または過去 24 カ月以内に 60 日間の延滞が 1 回以上ある者
- ・過去 24 カ月以内に強制執行、抵当物件の差し押さえ、担保権の実行、債権の償却が行われた者
- ・過去 5 年以内に破産した者
- ・所得に占める借入金返済比率が 50% 以上、または借入金返済を差し引いた月収では生計が十分に賄えない者
- ・FICO スコア 660 以下であり<sup>2</sup>、予想デフォルト率が相対的に高い者

アメリカにおけるサブプライム・ローンの本格的な広がりには 1990 年代後半からであり、特に 2004 年以降は大幅に増加した。住宅ローンの新規貸出に占めるサブプライム・ローンの割合をみると、2003 年は 8% に対して、2005 年には 20% に達している。また、その増加は証券化の進展とも密接に関係しており、証券化された住宅ローンの割合は、2001 年の 50% 台から 2006 年には 80% 台までに上昇した（岩田，2009，pp. 3-4）。

## 1.2 サブプライム・ローンの信用リスクの悪化

サブプライム・ローンの金利の特徴をみると、住宅ローン全体では約 70% が固定金利に対して、サブプライム・ローンは変動金利と固定金利を組み合わせたハイブリッド型金利が大半を占めていた（OECD，2007）。中でも典型的な 2/28 ハイブリッド・ローンは、返済期間 30 年のうち、最初の 2 年間は固定金利、残りの 28 年間は変動金利が適用される。このローンでは最初 2 年間の固定金利が通常の金利水準よりも低い一方、誘い水的低金利、low introductory teaser interest rate、2 年後の金利変更（金利リセット）時は当該時点でのクレジット・スコアに見合ったプレミアムが上乘せされた変動金利になるため、債務者によってはローン返済

額が大幅に上昇するショック（ペイメント・ショック）を受ける。また、借入当初の一定期間は金利のみの支払いとし、元本返済は開始されない誘い水も用意されていた。

このようなハイブリッド型金利のサブプライム・ローンが普及した背景には、債務者にとって借入当初の返済負担が軽減可能なことに加えて、当初 2 年間延滞せずに返済すればクレジット・スコアが改善して金利リセット時のプレミアムが引き下げとなる利点がある。また、金利リセット時に住宅価格が上昇していれば、当該価格上昇分を担保として更に有利な条件（低金利）のローンに借り換えることも期待できる。一方、住宅価格が下落に転じた場合には、借入当初にもくろんだ有利な条件でのローン借り換えは不可能となり、担保価値を超える過大な負債を抱えるリスクがある。さらに金利リセット以降に市場金利が上昇すれば、ペイメント・ショックが増大するリスクもある。これらのサブプライム・ローンに内在するリスクは、2006 年半ば以降に住宅価格上昇率が減速、一部の地域では下落し始めたことで顕在化し、借換えが困難となってペイメント・ショックに直面する債務者が急増、サブプライム・ローン延滞率の急速な悪化に結びつくことになる<sup>3</sup>。加えてサブプライム・ローン延滞率が急速に悪化した背景には、金融機関間の競争激化や高利回りの証券化商品の需要増に応えるため、金融機関側が証券化商品の裏付資産であるサブプライム・ローンの融資基準を大幅に緩和したことが指摘されている。特に 2006 年に貸し出されたサブプライム・ローン延滞率は顕著であり<sup>4</sup>、金利リセット前から既に他のピンテージローン延滞率の最大値を大幅に上回っていたほか、貸出直後の債務不履行も多くみられた（IMF，2007）。

いずれにしても、サブプライム・ローンの延滞や債務不履行の増加等によって、貸手側である金融機関は大きな損失を被る結果となった。

## 2. 証券化の構造とリスクの不透明化

世界金融危機はサブプライム・ローンを裏付

資産とする証券化商品の拡販によって、当初はアメリカ国内での信用危機に留まっていた影響が世界中の金融市場に伝播・増幅したものである。その原因として証券化商品の時価測定方法を含む会計基準の不備がG20等から指摘され、IASB及びFASBは会計基準の見直しを迫られる結果となった。そのため、会計の視点から世界金融危機を分析するに際しては、証券化商品を生み出す証券化の仕組み自体の理解が必要不可欠となる。

### 2.1 証券化の基本的な仕組みとリスク移転

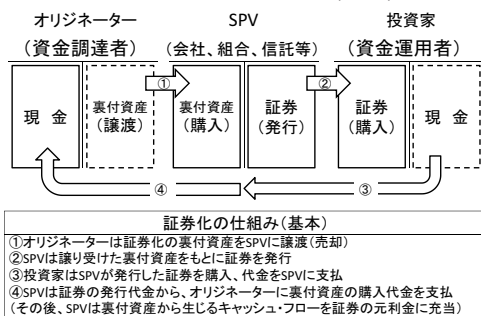
証券化には多くの関係者が関与するが、ここでは関係者をオリジネーター、特別目的事業体(Special Purpose Vehicle, 以下「SPV」)及び投資家に限定することで証券化の基本的な仕組みを概括する。

図表1は、証券化の仕組み(基本)を示したものである。証券化商品の裏付資産を自ら創出し(オリジネート)、SPVに譲渡する者をオリジネーターという。保有資産を譲渡して資金調達を目指すオリジネーター(金融機関や一般事業会社等)は、SPVに資産(貸出債権や不動産等)を譲渡する。SPVは譲り受けた資産、すなわち証券化商品の裏付資産から生じるキャッシュ・フローを元金支払いに充てる証券(証券化商品)を発行する<sup>5</sup>。証券を購入した投資家がSPVに支払う証券購入代金は、SPVにとってオリジネーターから譲り受けた資産の購入代金に充てられ、最終的にはSPVに譲渡した資産の対価としてオリジネーターに還流する。そ

の後の投資家が保有する証券化商品の利息及び元本の支払いは、SPVが保有する裏付資産が生み出すキャッシュ・フローが充てられる。

証券化のニーズは様々であるが、ここではオリジネーターが金融機関として、運用・調達の期間ミスマッチに起因する金利リスクの軽減を例に説明する。金融機関の資金運用は回収期間が長い長期ローンが相当の割合を占める一方、資金調達の多くは返済期限が短い預金や市場資金等の短期資金に依存することが通常である。この長期運用・短期調達による期間ミスマッチは、金利低下局面では一般的に長期の運用金利受取利息の低下速度よりも短期の調達金利支払利息の低下速度が上回ることから、利益増大のメリットを享受できる。一方、金利上昇局面では一般的に長期の運用金利受取利息の上昇速度よりも短期の調達金利支払利息の上昇速度が上回ることから、損失増大を招く金利リスクにつながる。また、資産として貸出債権を保有する限り、債務者等の債務不履行等にて貸倒損失となる、いわゆる信用リスクも当然に負う。これらの金利及び信用リスクについて、金融機関は証券化を通じて対象資産を他者に移転することでリスクの軽減を図ることが可能となる。すなわち、証券化による運用側ポジションの圧縮は運用・調達の期間ミスマッチ部分の減少につながり、それを原因とする金利リスクは軽減される。また、証券化商品の元金支払いはSPVが保有する裏付資産のキャッシュ・フローのみに依存し、投資家は証券の元金回収が不能になっても、譲渡人であるオリジネーターは当該損失の補てんを要しないならば、信用リスクは当該投資家に移転したことになるためである。

図表1 証券化の仕組み(基本)



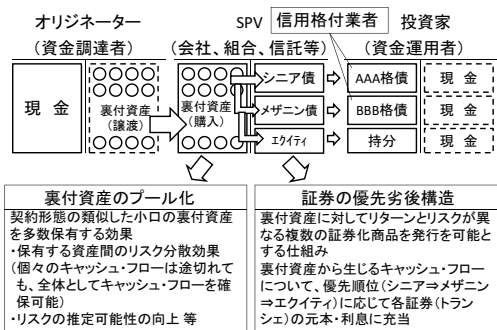
### 2.2 トランシェ(クラス)区分による優先劣後構造

証券化に際して、SPVは譲渡人(オリジネーター)から裏付資産を購入する資金を調達するために証券を発行する。SPVが果たす役割は単なる導管(conduit)とすると、実際の裏付資産の購入資金の出し手は証券を購入する投資

家であることから、証券化の成功の鍵は投資家からいかに資金を引き出すか、すなわち投資家のニーズに沿った証券化商品の設計が重要となる。投資家のニーズは様々であり、利回りが低くても信用リスクが低い（元利金の支払確実性が高い）証券（たとえば、AAA格に代表される信用格付業者による信用格付の最高位<sup>6</sup>）を希望する者もいれば、ある程度の信用リスクは引き受ける代わりに（元利金の支払確実性に懸念あり）、そのリスクに見合う利回りが得られる証券を求める者もいる。このように投資家の異なるニーズに対応した証券化を可能とする金融技術の一つに、トランシェ区分による優先劣後構造がある。これは証券を複数の種類 トランシェ に区分し、その区分に応じて証券の元利金支払いに充当する裏付資産から生じるキャッシュ・フロー（例えばローンからの元利金回収額）の割当順位（優先・劣後）を決めるものである。

図表2は、図表1で示した証券化の仕組み（基本）について、裏付資産のプール化及びトランシェ区分による証券の優先劣後構造を加えたものであり、通常の証券化はこれに基づくものである。トランシェについてシニア、メザニン、エクイティの3区分を想定すると、証券化の裏付資産から生じるキャッシュ・フローは、まずはシニア証券の元利金支払いに優先的に割り当て、次いでメザニン証券の元利金支払いに割り当て（シニアに対して劣後）、その後に残額があればエクイティ証券に割り当てられる。

図表2 証券化の仕組み（プール化 + 優先劣後構造）



これによって証券化の裏付資産のキャッシュ・フローが予定通りに発生しない場合のリスクは、エクイティ証券やメザニン証券が負担することでシニア証券に係る元利金償還の確実性を高めることができるため、優先劣後構造は証券化商品の代表的な信用補完方法として広く用いられている。証券化商品の購入に際して、投資家は信用格付業者の格付を重視することが一般的につき、シニア証券はAAA格、メザニン証券は投資適格水準内（例えばBBB格）になるようにトランシェを区分することで投資家の多様なニーズに対応できる。なお、トランシェ区分による優先劣後構造を利用した証券化の前提には、相互に独立した多数の裏付資産のプール化によるリスク分散と大数の法則がある<sup>7</sup>。リスク分散が機能していれば、プールを構成する個々の裏付資産のキャッシュ・フローが全てゼロになる可能性は低く、大数の法則が機能していればキャッシュ・フローの発生確率の予測ができるためである。

サブプライム・ローンの証券化は、多数の債務者 = 多数のサブプライム・ローンのプール化を通じて表面的にはリスク分散と大数の法則を満たしていた。しかしながら実際にはアメリカの特定地域に居住する特定階層の債務者群という偏りが認められ、金利上昇や地価下落等の経済事象（ペイメント・ショック等）に対する債務者群の相関関係は高かったことから、プール化によるリスク分散効果は十分に機能していなかった。加えて、大数の法則を確認できるほどの統計データが整備されない状況のまま、証券化ビジネスだけが先行する形となった。

### 3. 再証券化等による危機の伝播と増幅

世界金融危機に至った背景の一つとして、証券化商品の複雑性が指摘されている。前述のように、証券化の組成に際して裏付資産は一つではなく複数（プール化）であり、かつトランシェ区分による優先劣後構造から、証券化商品の元利金に係るリスク及びキャッシュ・フローの追



跡・分析が困難であることは確かである。加えて、多くの投資家が購入対象としてAAA格に代表される高格付証券を求めたことから、販売側の金融機関等はこれに応えるために再証券化や追加的な信用補完措置を用いたことで証券化商品の複雑性に拍車がかかる形となった。ここでは証券化商品の複雑性を理解するために、再証券化の仕組み及び追加的な信用補完措置を概括する。

### 3.1 再証券化による新たなシニア証券創出の仕組み

証券化は一回だけとは限らず、証券化商品を別のSPVが取得、これをもとに新たな証券化商品を発行する再証券化も行われる。再証券化を行うことで、第一次証券化ではシニア証券よりも信用リスクが高く、格付がBBB格となったメザニン証券でも、裏付資産のプール化によるリスク分散及びトランシェ区分による優先劣後構造を通じて、第二次証券化では格付がAAA格のシニア証券に組み替え可能となる。SPVにプールされた多数のメザニン証券（第一次証券）が同時に債務不履行等にならない限り、これらから生じるキャッシュ・フローが優先的に割り当てられるシニア証券（第二次証券）の元利金償還の確実性は高くなるためである。

図表3は、再証券化の仕組みを示したものである。再証券化による証券化商品について、世界金融危機の発端になったサブプライム・ローン証券化商品を例にとると、サブプライム・ローンを裏付資産とする第一次証券化商品として住

宅ローン担保証券（Residential Mortgage Backed Securities, 以下「RMBS」）、RMBSを裏付資産とする第二次証券化商品として債務担保証券（Collateralized Debt Obligation, 以下「CDO」）、CDOを裏付資産とする第三次証券化商品としてCDOスクエアード（以下「CDO<sup>2</sup>」）、CDO<sup>2</sup>を裏付資産とする第四次証券化商品としてCDOキューブド（以下「CDO<sup>3</sup>」）等が組成されていた。この再証券化によって、低格付の証券化商品から高格付の証券化商品を創出することが可能となった半面、ただでさえ困難な証券化商品の元利金に係るリスク及びキャッシュ・フローの追跡・分析が更に困難になった。

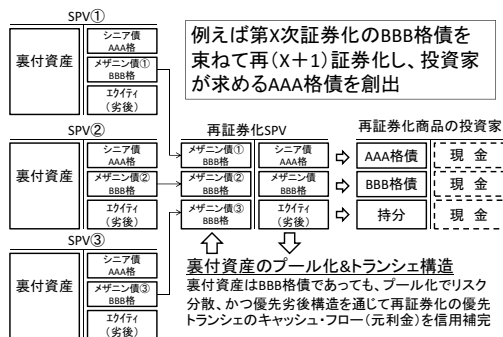
### 3.2 追加的な信用補完措置の機能不全

証券化の成功の是非は、投資家が欲する高格付の証券化商品の組成にかかっている。再証券化はそのために有効な金融技術の一つであるが、それでも信用格付業者から期待する高格付を取得できなければ追加的な信用補完措置を講じることになる。ここでは、追加的な信用補完措置の例として、モノラインによる債務保証及びクレジット・デリバティブの仕組みを概括した上、それらが世界金融危機時に機能不全に陥った原因を指摘する。

#### 3.2.1 モノラインによる債務保証

証券化に際して、トランシェ区分による優先劣後構造等を用いた信用補完だけでは不十分な場合、追加的な信用補完措置として証券化商品の元利金支払いに係る債務保証を取り付けることがある。サブプライム・ローン証券化商品を例にとると、当時最高格付けを保持していたモノラインと呼ばれる金融保証専門会社による債務保証がある<sup>8</sup>。モノラインは、かねてから地方債を中心に保証業務を行ってきたが、1980年代半ば以降からは証券化商品の保証業務にも進出した。2006年末時点でのモノラインによる保証残高は全体で2兆2,000億円であり、そのうち60%は地方債等の公的債券の保証であったが、証券化商品の保証も全体の26%、6,000億ドルに及んでいる（内閣府、2008）。高格付

図表3 再証券化の仕組み



のモノラインによる債務保証を通じて証券化商品の格付の引き上げができれば、約定利率の引き下げによる発行コストの削減（債務保証料の勘案後）、市場流動性の向上等が期待できる。

このようにサブプライム・ローンの証券化の進展にはモノラインも一翼を担った形となるが、裏付資産であるサブプライム・ローン延滞率が予想以上に増加したことから、サブプライム・ローン証券化商品の債務保証をしていたモノラインにも予想以上の損失が生じる懸念が高まった。たとえば、大手モノライン会社 ACA は保証債務の履行による損失から財政状態が悪化し、2007 年 12 月に同社の格付はシングル A から投資不適格のトリプル C まで一挙に格下げとなった<sup>9</sup>。モノラインの格下げは、投資家のサブプライム・ローン証券化商品離れをさらに加速させるだけでなく、同証券化商品とは無関係な地方債や社債等の金融商品にも悪影響を及ぼし、それらの格下げや価格下落の懸念が高まることになった。特に地方債の格下げは、地方政府の資金調達コストを上昇させるだけでなく、地方債を保有する金融機関にも評価損などの損失が発生し、信用収縮をもたらす可能性が高まることになる。また、モノラインは後述のクレジット・デフォルト・スワップ（credit default swap, 以下「CDS」）取引市場において、主にプロテクションの売り手の役割を担っていた。したがって、履行請求があった場合に应じる義務がある売り手側のモノライン自体の格下げや財政状態の悪化等はプロテクションの価値下落をもたらし、買い手側において不測の評価損計上につながった。

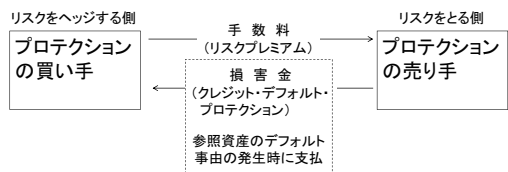
### 3.2.2 クレジット・デリバティブによる信用保証

サブプライム・ローンの貸付者及び同ローンを裏付資産とした証券化商品の投資家は、ともに原債務者の債務不履行等による信用リスクを負うことになる。この信用リスクのヘッジ手段としては、前述の証券化における優先劣後構造、モノラインによる債務保証のほかにクレジット・デリバティブの利用がある。クレジット・デリ

バティブとは、リスクをヘッジする側とリスクを取る側の二当事者間において、両者と無関係である第三者の信用リスク、具体的には債務不履行リスクの程度を対象とする取引である。図表 4 の CDS は代表的なクレジット・デリバティブの例であり、プロテクションの買い手（リスクをヘッジする側）はプロテクションの売り手（リスクを取る側）に手数料（リスクプレミアム）を支払う一方、売り手は予め定めた参照資産にデフォルト事由が発生した場合には損害金額（クレジット・デフォルト・プロテクション）を買い手に支払うものである。デフォルト事由は個々の契約によって様々であるが、一般的には倒産、債務不履行、債務の条件変更等が対象になる。なお、ここでのデフォルト事由を保険事故、リスクプレミアムを保険料、クレジット・デフォルト・プロテクションを保険金に読み替えると保険と同様な仕組みであり（川北，2012，pp. 103-110），経済実態的には債務保証とも類似している。

金利や為替変動等に起因する市場リスクとは異なる信用リスクのヘッジニーズの増大を背景にクレジット・デリバティブの取引量は増加傾向にあるが、その多くは清算機関等が介在しない相対取引である<sup>10</sup>。この場合、デフォルト事由が発生した場合に買い手側が受け取るクレジット・デフォルト・プロテクションの確実性は、売り手側の支払能力のみに依存することになる。買い手からすれば、CDS 等のクレジット・デリバティブをヘッジ手段としてサブプライム・ローンや同ローンを裏付資産とする証券化商品

図表 4 クレジット・デフォルト・スワップの基本例



- ・売り手は参照資産に予め定めたデフォルト事由（倒産、期限の利益の喪失、格下げ、リストラクチャリング等）が発生した際、買い手に損害金を支払う代わりに、買い手から手数料を受け取る。
- ・参照資産は、単一または複数のバスケットの場合もありうる。
- ・損害金の算出方法としては、名目想定元本×所定の比率、基準価額－参照資産の市場価格、参照資産の当初価格－同資産の市場価格等がある。

の信用リスクをヘッジしたつもりでも、売り手側の財政状態も同様な資産を有することから悪化し、クレジット・デフォルト・プロテクションの支払能力に疑義が生じればヘッジ効果は得られないことになる。

世界金融危機においては、信用リスクを取る(売り手)側及びリスクをヘッジする(買い手)側の両方がサブプライム・ローン及び同ローンを裏付資産とする証券化商品に内在するリスクに連動しやすい状況にあった。そのために本来であれば両者は逆相関にあるべきところ、正の相関関係にあったことから、期待していたヘッジが十分に機能しない結果となった<sup>11)</sup>。

#### 4. 証券化(商品)取引参加者のビジネスモデルの類似性と弊害

証券化は、資金調達やオフバランス効果を図るオリジネーターだけでは完結せず、資金を提供する投資家、証券化商品に対する追加的な信用補完措置を提供する業者、証券化商品の格付を行う信用格付業者、証券化スキームの全体を取り仕切るアレンジャー等の多くの関係者が関与する。これらの関係者は各々の立場から証券化に参加しているが、根源となるリスクやビジネスモデルが類似していたことからネットワークのようにつながり、サブプライム・ローンの信用リスク悪化に起因する証券化商品の価値下落は市場流動性の悪化、さらには短期金融市場の機能不全を招くことになった。ここでは、証券化(商品)取引参加者に共通のビジネスモデルであったレバレッジ運用の弊害及びそれが市場全体に伝播した負の連鎖の関係を概括する。

##### 4.1 レバレッジ運用のマイナス影響

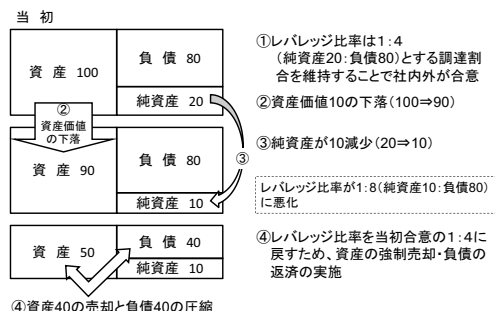
世界金融危機の発端はアメリカのサブプライム層に対する住宅ローンの信用リスクの悪化であったが、それだけであれば米国国内での信用危機という限定的な問題にとどまったものと思われる<sup>12)</sup>。それが世界金融危機にまで至った主な理由としては、前述の証券化(再証券化)、追加的な信用補完措置を通じたリスクの拡散及

び伝播に加えて、取引参加者による過度なレバレッジ運用が指摘される。レバレッジ運用とは、要は借金をして手持ち資金の数倍の投資を行うことであり、うまくいけば株主資本に対する見返りの増大、すなわち自己資本利益率(Return on Equity)を高める効果がある。パーゼル規制等のように自己資本比率規制の対象となる金融機関を例にとると、規制上の自己資本比率の分母であるリスクアセット換算額は、資産種類毎に規定されたリスクウェイト率に応じて異なる(リスクアセット換算額=保有資産額×個々のリスクウェイト率)。仮に通常の住宅ローンのリスクウェイト率は50%、AAA格の証券化商品のリスクウェイト率は20%とすると<sup>13)</sup>、住宅ローンよりもAAA格の証券化商品に資金を傾斜配分することで自己資本比率規制も考慮したレバレッジ運用が可能となる。加えて、一般的に証券は貸出債権よりも市場流動性が高いことも、証券化商品への投資の呼び水となる。

しかしながら、図表5に示すように運用資産の価値が下落したり、借入の継続(借換え)が困難になる等の資金調達に支障が生じた場合、レバレッジ運用はマイナスに作用するため、リスクが高い運用方針といえる。

例えば運用資産の価値が一定限度を超えて下がると、借入先から追加担保の差入または資産の強制売却が求められることがある。いわゆるマージンコールが発生した場合、追加担保の差入に応じられる資金的余裕があればともかく、それが困難な場合には運用資産の売却を余儀な

図表5 レバレッジ運用のマイナス作用



小林・大類 (2008) p. 83, 図 2-4 に加筆





イム・ローン証券化商品を買戻す救済措置を発動した。自己資本比率規制等の関係から金融機関本体や連結子会社による運用資産の積み増しが困難な場合、SIVはその抜け道となる別動部隊として、会計基準上は連結対象外となるように組成されていた。連結対象外であるSIVに対する救済措置は、金融の視点からは再仲介(Re-Intermediation)であるが、会計の視点からは突然の不良資産または負債の増大となり、悪い意味での「意図せざるバランスシートの拡大」を招いたことになる。

## おわりに

本稿では会計の視点から世界金融危機を理解するために必要な前提知識として、サブプライム・ローンの概要、証券化(再証券化)や関連デリバティブの構造及び資金運用・調達に係るビジネスモデル等の仕組みと問題点を考察した。

証券化そのものは、裏付資産に係るリスクを移転(分担)することで資金調達の多様化、投資対象の拡大を可能とする優れた金融手法の一つである。しかしながら、証券化によって裏付資産に係るリスクは移転(分担)するため、移転先の証券化商品の保有者にとってキャッシュ・フロー及びリスクの分析が困難になる欠点がある。

世界金融危機を引き起こした証券化商品の裏付資産、追加的な信用補完措置の債務保証やクレジット・デリバティブ等は、直接・間接的に全てサブプライム・ローンと関連性があったため、実態としてリスク分散効果が機能しなかった。証券化スキーム参加者の多くは、短期資金調達によるレバレッジ運用を行っていたため、サブプライム・ローンの信用リスク悪化による証券化商品の時価の急落(不透明化)は、これら参加者にとって差し入れた担保の価値下落による資金繰りの悪化、それに伴う運用資産の投げ売りを迫ることになった。加えて、証券化スキームによる収益拡大を目指したOTDモデルの濫用は、証券化商品市場全体の不透明感を高め、参加者間の不安感の連鎖から短期金融市場

が機能不全に陥ったと解される。

世界金融危機に至った原因として会計基準の不備が指摘されているが、会計に全ての責任があるわけではない。世界金融危機の再発防止を目指した会計基準の見直し作業は、具体的には金融商品や連結・消滅等の個別分野毎に行われるとして、その際には会計の視点から世界金融危機を構成要素毎に把握した上で、全体的な関連性を視野に入れて検討する必要がある。なお、IASB等による金融商品等の会計基準の見直し作業の進展等については、本稿の考察に基づいて別稿にて論じる予定である

以上

## 注

- 1 IASB及びFASBに対するG20からの会計基準の見直し要請の概要については、吉田(2013)を参照されたい。
- 2 FISCOスコアとはFair Isaac社が開発したクレジット・スコアであり、個人の信用履歴、借入金残高、借入金の構成等の項目に基づいて、個人の債務返済能力を375~900点の間で評点化したものである。
- 3 2006年初頭のサブプライム・ローン(変動型)延滞率は5%前後であったが、2008年には27%に至っている(小林, 2008, pp. 52-53)
- 4 2006年ピンテージローンと言われている。
- 5 証券化を通じてSPVが発行した証券は資産担保証券(Asset-Backed Securities, ABS)であり、金融市場では証券化商品として流通される。裏付資産の内容に応じて、住宅ローンであれば住宅ローン担保証券(Residential Mortgage Backed Securities, RMBS)、商業用不動産担保貸付債権であれば商業用不動産モーゲージ担保証券(Commercial Mortgage Backed Securities, CMBS)、通常貸付債権であれば貸付債権担保証券(Collateralized Loan Obligation, CLO)等と称される。
- 6 Moody's社の長期債務格付は9段階(各段階とも1(上位), 2(中位), 3(下位)の数字付加記号)であり、最上位格付の категорияは「Aaa」である。Standard & Poor's社の長期債務格付は10段階(AAからCCCまでの各段階では+, -の付加記号あり)であり、最上位格

付の категорияは「AAA」である。

- 7 裏付資産のプール化による分散効果を含む証券化の仕組み等は、川北（2012）を参照されたい。
- 8 複数の種類の商品（生命保険、損害保険等）を販売する保険会社（マルチライン）に対して、単一の商品である金融保証を専門する保険会社をモノラインという。
- 9 大手モノラインのアムバックやMBIAは、サブプライム・ローン証券化商品の債務不履行による保証債務の急増により経営不振に陥った。
- 10 清算機関とは、売買の相手側に代わって対象物の受渡し、資金（決済代金）の受払いに係る債務引受を行うことで決済履行を保証する主体を指す。したがって、相対取引における債務履行は売買当事者間の関係になるに対して、清算機関が介在する取引では清算機関が債務履行をするため、一般的には相対取引よりも取引の安全性は高くなる。
- 11 世界金融危機とクレジット・デリバティブの関係については、中空（2009）を参照されたい。
- 12 1980年代における米国のS&L危機や1990年代から2000年代にかけての日本の不動産融資の信用リスク悪化に起因する信用収縮は、間接的には他国経済にも影響を及ぼしたものの、直接的には当該国内での問題であったといえる。
- 13 リーマン・ショックによるパーゼル自己資本比率規制の見直し前のリスクウェイト数値
- 14 SIVとは、主に長短金利差に着目して利鞘を稼ぐ特殊な形態の資産運用会であり、欧米の大

手金融機関やヘッジファンド等が運営するケースが多い。一般に高レバレッジ方針のもと、短期資金を調達して長期資産に投資するというスキーム（低金利の短期資金を調達して高金利の長期金融商品に投資して利鞘を稼ぐ）に特徴がある。

- 15 リスクマネジメント上のレピュテーションリスク（Reputational Risk、評判リスク）、すなわち企業の評判に起因して経営に悪影響を与えるリスクに該当する。

#### 参考文献

- IMF（2007）"United States: Selected Issues", IMF Country Report No. 07/265.
- OECD（2007）Financial Market Trends No. 93, November 2007.
- 岩田規久男（2009）『金融危機の経済学』東洋経済新報社。
- 川北英隆編著（2012）『証券化-新たな使命とリスクの検証』金融財政事情研究会。
- 小林正宏・大類雄司（2008）『世界金融危機はなぜ起こったか』東洋経済新報社。
- 内閣府（2007）『世界経済の潮流 2007年12月』。
- 内閣府（2008）『世界経済の潮流 2008年6月』。
- 中空麻奈（2009）「金融市場におけるCDSの功罪の整理」『証券アナリストジャーナル』第47巻第10号。
- 吉田康英（2013）「金融商品会計の再構築（その1）世界金融危機と会計基準の見直し要請」『中京経営研究』第22巻第1・2号。