

# 金融危機と債権の流動化・証券化

吉 田 光 碩

## はじめに

1990年代のバブル崩壊後、わが国は長く深い金融危機に見舞われ、金融機関は暗い「失われた10年」を経験した。最近は金融機関もようやく株主に配当ができるところまで回復できたが、建て直しのためにモデルとしたのがアメリカ型金融システムにおける資産の流動化、証券化の手法であった。しかし、モデルとしたアメリカ型金融システムはサブプライムローン問題を端緒としてその機能が大きく傷つき、これによって世界経済は現在、未曾有の大不況の渦に巻き込まれている。わが国経済への影響も深刻で、再びシステム自体を見直さなければならない事態に直面している。

これまで、わが国では資産の流動化、証券化に向けて私法の側も時代の流れに応じた立法に協力してきた。例えば、債権譲渡特例法（その後抜本改正されて動産・債権譲渡特例法となった）や電子記録債権法などはその典型例である。電子記録債権法は単に手形を電子化したというに止まらず、流動化、証券化に向けた新たな道具として、活用されると思われる。しかし、こうしたアメリカ型金融システムは、果たして今後ともさらに推し進めるのがよいのかどうかは、疑問の残るところだろう。

## 1 世界経済の収縮

昨年（2008年）12月3日付の日本経済新聞の朝刊は、「米、昨年12月

から景気後退」, 「雇用不安が先行」, 「金融危機追い打ち」, 「FRB, 量的緩和も視野にデフレ不況回避手探り」などの見出しで金融危機の一段の深まりと, 経済活動の収縮が併発している点に着目して, 以下のことを報じている。

「欧州投資銀 資本増強 8 兆円」の見出しで, EU 財務相理事会が, EU 各国が結束して金融危機や経済情勢の変化に対応するため, 欧州投資銀行に対する670億ユーロの増資を決めたことをはじめ, 「中小銀破綻で英財務相が法律上限を超え預金保護」として, イギリスの中小規模銀行ロンドン・スコティッシュ・バンクが破綻し, 本来は預金保険の範囲内でカバーすべきところを, その上限を超えても預金者を保護する方針を公表したと報じている。

一方, アメリカの自動車メーカーの救済問題に関しては, 「ビッグ3 再建計画を提出へ」, 「問われるリストラの中身」の見出しでとりあげているが, 同日夕刊では, 1 面トップで「再建計画出そろろう」, 「ビッグ3 3.2兆円支援要請」, 「GM 2-3 万人削減」, 「議会の了承なお不透明」と, 慌ただしい動きが読み取れる。

国内に目を転じると, 「JFE や神鋼 高炉を一時休止へ」と, 自動車向け鋼材では世界のトップレベルの技術をもつ鉄鋼メーカーが自動車不況をものに受け, 需要の急減で7年ぶりの措置として異例の減産に踏み切ることを, さらに, 日銀が銀行による企業融資の促進へ3兆円供給する資金繰り支援策を決定したことを報じている。

そのほか, リーマン・ブラザーズの日本法人で民事再生手続き中のリーマン・ブラザーズ証券が年度内にも不動産担保付き債権5~6000億円を一括売却すること, また, AIG スター・エジソン生命の買収にジブラルタ生命保険が名乗りを上げた等を報じている。

なお, 当日の記事では, アメリカのシティグループ傘下の日興シティHDは日興コーディアル証券などの中核事業を売却する考えはないと公表したと報じていたが, その後, 1月17日付の記事では, シティグルー

プを2分割し、日興コーディアル証券の売却も示唆しているという。12月3日の新聞はこのような金融危機の記事が満載されていた。

## 2 金融危機の流れ

昨年11月2日付の日本経済新聞は、今回の金融危機を第1幕（2007年8月）、第2幕（2008年3月）、第3幕（2008年9月）、第4幕（2008年10月）の4段階に分けることができると解説している。

### （1）第1幕（2007年8月）

第1幕は、欧米の金融機関が苦境に陥り、資金繰り強化のために各国政府が資金供給を実施した時期である。フランスで最大のBNPパリバ銀行が傘下の3つのファンドを凍結し、清算することを発表したのを契機に、欧米の金融市場は混乱に陥った。さらに11月、シティグループが巨額の損失を計上し、CEOが引責辞任している。

### （2）第2幕（2008年3月）

第2幕は、ヨーロッパが金融危機に直面しているのはアメリカが迅速な対策を講じてこなかったからであると、アメリカへの批判が集中した時期である。アメリカ大手投資銀行のベア・スターンズが破綻し、JPモルガン・チェースがニューヨーク連邦準備銀行の買収資金融資で実質買い取るなど、この時期になってやっとアメリカの金融危機対策が本格化した。

### （3）第3幕（2008年9月）

第3幕は、信用リスクが拡大し、各国がその対策に追われた時期である。アメリカ政府は、住宅公社のファニーメイとフレディマックの2社に優先出資枠2000億ドルを設定して公的管理下に置くことを発表した。これらの住宅公社は、形態は株式会社であるが、もともと政府系の住宅

ローン買取り会社として設立された経緯もあって、わが国のメガバンクも含めて世界の多くの金融機関が多額の資金供給を行っており、倒産させられないとして政府が救済策を講じたのである。

他方、リーマン・ブラザーズに対しては公的資金が投入されなかったために同社は破産手続きに入った。同時期に AIG も経営危機に陥ったが、これにはアメリカ政府が最大900億ドルの融資枠を設定して救済を図った。このようにアメリカ政府の方針のブレが世界の金融市場の不安定さを増大させる結果につながっている。

さらに、S & L (Saving and Loan Association : 「貯蓄貸付組合」) の最大手のワシントン・ミューチュアルが破綻した。S & L は住宅ローン専門の金融会社であったために住宅ローン比率が高く、それだけサブプライムローン問題による打撃も大きかった。

#### (4) 第4幕(2008年10月)

第4幕になって各国とも金融政策、財政政策が本格化した。アメリカ政府は9月末近くになって7500億ドルの公的資金を投入し、金融機関から不良債権を買い取る機関を創設するなど、総合的な安定化対策を採ることを表明した。救済関連法案は連邦議会下院でいったん否決されたが、10月3日、可決した。

10月10日、ワシントンで開催のG7が国際的に協調して金融機関の破綻を回避するためのアクションを採択したことを受けて、アメリカ政府は大手銀行9行に対して2500億ドルの公的資金を注入すると公表した。

11月23日、経営難に陥ったシティグループ<sup>(1)</sup>に対して、グループが抱える3060億ドルの資産について損失が発生した場合に政府が埋め合わせすることを保証するとともに、別に200億ドルの資本注入(資本注入の総額は520億ドル)を追加実施することを明らかにした。しかし、シティグループは別にSIV (Structured Investment Vehicle : 「仕組み投資会社」) に約1兆2000億ドルの簿外資産をもっており、さらに追加損失のおそれ

があることから、520億ドル程度の資本注入では効果がないとみられている。今年1月、シティグループはスミスバーニー証券をモルガン・スタンレーに売却するなど再建策を模索しているが、財務悪化に歯止めがかからず、そのため2月になるとシティの株価は一時1ドル台にまで暴落した。また、メリルリンチを買収してアメリカ最大の金融機関となったバンカメ（バンク・オブ・アメリカ）も株価が2ドル台になったと新聞は報じている。

オバマ大統領は政権スタート直後に各種政策を打ち出しているが、どの程度の効果、期待が持てるのか現段階では予断できない。

### 3 今回の金融危機の特徴

今回の金融危機の特徴は、アメリカに続いてヨーロッパにも危機が飛び火し、さらに世界中の金融機関に波及して、世界経済がほぼ同時に深刻な打撃を受けているという点にある。日本のバブル崩壊による金融危機のときは、その影響はほとんど日本国内に限定され、「失われた10年」も日本だけの問題であったところに今回の規模の大きさが見て取れる。しかも、危機がどこまで深まっていくのかが未だに予測がつかない状況に置かれている。

当初、金融機関の損失額は僅少に見積もられていたが、時を経るにつれて金額が急速に膨らんでいった。例えば、2007年7月、FRB（米連邦準備制度理事会）バーナンキ議長がサブプライムローン関連損失は世界で1000億ドル程度と表明したわずか2か月後の9月、IMF（国際通貨基金）が2000億ドルに達するとの推計を公表し、さらにその3か月後の12月、OECD（経済協力開発機構）は3000億ドルに及ぶとの試算を公表するなど、時間の経過とともに損失額は膨らんでいった。

2008年4月、IMFが全世界の金融機関の損失は9450億ドルに達すると推計しているように、損失額は等比級数的に増えている。わが国の経済学者は、最終的な損失額はアメリカだけでも7兆ドルを超えるであろう

うと推計している。<sup>(2)</sup> 新聞報道でも欧米の潜在損失は、100兆円の損失処理後も、260兆円、みずほ証券の推計では欧米合計で600兆円、うち金融機関の損失が300兆円になるという。<sup>(3)</sup>

さらに、金融情報会社会長デビッド・スミックは新聞のインタビューで「いくつものバブルが相次いで破裂しつつある。あえて言えば、サブプライムはたった1兆5000億ドルだ。クレジットカードが2兆5000億ドル、新興国向け与信は4兆～5兆ドル、外国為替デリバティブとCDS（Credit Default Swap：「債務破綻填補証券」）の各50兆ドル等を合計すれば、バブルは全世界で200兆ドル以上になる。10%が吹き飛んでも20兆ドルだ」と述べている。<sup>(4)</sup> 損失額を新聞記事等で拾った中ではこの数字が最も大きかった。

一般的に昨年まではサブプライムローン問題が深刻になりつつあるとの認識であったのが、今年（2009年）に入ってから「サブプライムローンに端を発する金融危機」といったように表現も変わってきている。これはアメリカのサブプライムローンが証券化され、この証券価値が下落しただけの問題ではなく、自動車ローンをはじめ各種のローンを流動化、証券化し、多種多様の証券化商品が組み込まれているCDO（Collateralized Debt Obligation：「債務担保証券」）が問題をより複雑にしていることが明らかになってきたためである。この複雑な証券化商品は購買者にとって何を担保にしているのかがよくわからず、証券自体の信用が失われてしまった。

さらに多くの証券化商品はモノラインと呼ばれる保証会社の保証を付けることによって格付けを上げてきたが、モノラインが保証債務の負担に耐えきれずに破綻し、それに伴って証券化商品の価値がさらに下落することになった。

さらにその後、リーマン・ブラザーズやAIGの破綻原因がモノラインの保証のような単純な保証ではなく、CDSと呼ばれるデリバティブを大規模に組み込んで、最終的には倒産リスクを背負い込む形の契約で

## 金融危機と債権の流動化・証券化

あったことが明瞭になり、危機の深刻さがさらに大きなものであることに気がついたのである。

日本の場合、金融機関がサブプライムローン関連の金融商品をあまり保有していなかったため、与謝野経済財政政策担当大臣の「蜂に刺された程度」発言のように当初は比較的痛手は少ないと考えられていたが、時の経過とともに被害は深刻であることがわかってきた。

### 4 金融危機の要因

今回の金融危機は、

- ①アメリカの住宅バブルの崩壊とサブプライムローン
- ②複雑な証券化手法と金融工学
- ③世界的な金余りによる余剰資金のアメリカ金融市場への集中
- ④格付け会社による証券化商品のずさんな格付け
- ⑤規制の及ばないヘッジファンドやSIVと高いレバレッジ
- ⑥財務省の管理を受けない米国投資銀行（証券会社）による複雑なCDOの大量生産と市場へのばら撒き
- ⑦直接金融（市場型間接金融）システムの脆弱さ
- ⑧金融市場のボーダレス化
- ⑨新自由主義経済学の行き過ぎた規制緩和論

など様々な要因が複雑に絡み合って生じたと考えられる。これらをやや詳しく見てみよう。

#### （1）サブプライムローン問題

アメリカのサブプライムローン問題はわが国の不動産バブルとよく似た経緯で発生した。2001年9月の同時多発テロ事件後の景気の落ち込みに対する刺激策として政策金利を引き下げたことによって、住宅ローンの借り入れがしやすくなったことから住宅需要が急上昇し、2005年に住宅バブルはピークに達した。しかし、間もなくバブルが崩壊し、住宅価

格は急激に下落して、ローンの延滞も急上昇した。<sup>(6)</sup>

アメリカの住宅ローン事情は日本とはかなり異なっている。アメリカも以前は銀行による30年ものの住宅ローンが主流であったが、ノンバンク業者のローレンス・コスがサブプライム住宅ローンを始めたところ、住宅バブルの波と相まって大当たりしたことからノンバンク各社が住宅ローンの分野に集中的に進出した。ところがノンバンクは資金の供給源がないために、住宅ローン債権を MBS (Mortgage Backed Security) ないし RMBS (Residence Mortgage Backed Security) に組成して販売した。

ノンバンクも当初、比較的堅実な借り手にのみ貸していたが、市場が飽和状態になるに従って、2003年頃から「略奪的住宅ローン」と呼ばれる非伝統的住宅ローンが横行するようになった。<sup>(7)</sup>これがサブプライムローン問題の発端である。特に顕著にみられるものとしては、①最長15年間は金利のみの返済でよいとするもの (インタレスト・オンリー)、②毎回の返済額は借り手の任意とし、金利を下回る弁済の場合は元本が増加していくもの (オプション ARM)、③当初は低めの固定金利で借りられるが、数年後には高金利の変動金利ローンに切り替えが予定されているもの (ハイブリッド ARM)、④融資審査の際に、例えば、年収証明などを不要とするなど要件が軽減されているもの (プライムローンの Alt-A に対して、サブプライムローンの場合は Alt-B と呼ばれている) 等が次々と作られていった。<sup>(8)</sup>要するに、金額の大きいサラ金と同じ性質のローンである。

さらに、ローン仲介業者は手数料を目当てに審査の代行にまでかかわっていった。ローンの初回分ないし2回分程度までの返済額が手数料として仲介業者に支払われるから、返済が見込めないような者に対してまで審査の目をごまかしてローンを斡旋していたことが事態をより深刻にした。<sup>(9)</sup>収入の少ない人や、職のない人、財産もない人にまでこれらのローンを斡旋していたから別名 NINJA (No Income, No Job, No Asset) ロ



ーンとも呼ばれている。

(2) 複雑な証券化手法

MBS（住宅ローン債権）はそのままでは流通しにくいために、これに高い格付けを得る手法としてCDO（債務担保証券）が開発されたが、これがさらに内容を複雑化させている。

多数のMBSを集めてワンセットにしたもの（プールと呼ばれている）をいくつかに切り分けて（トランシェ）、各トランシェに差別的な優先権が付けられる。優先順位の最も高いAAA（シニア）から最も低いエクイティまでそれぞれ区分する。下図のように、例えば、ウェートが80%、サポートが20%付けられたAAAはリスクがほとんどないためにそのまま販売できる。ウェートが低いものほどリスクは高くなる半面、金利も高く設定される。AAAからAまでが適格債とされ、BBB<sup>+</sup>からBBまでがハイリスク・ハイターンのジャンク債と呼ばれている。

BBB<sup>+</sup>以下のジャンク債はそのままではなかなか売れないために、金融工学の手法を用いて他の証券化商品と、どのように組み合わせれば最

トランシェ	ウェート	サポート	CDOを組成するかどうか
AAA（シニア）	80%	20%	そのまま売る
AA（メザニン）	5%	15%	そのまま売る
A（メザニン）	5%	10%	そのまま売る
BBB <sup>+</sup> （メザニン）	2%	8%	他の証券化商品とCDOを組成
BBB（メザニン）	1%	7%	他の証券化商品とCDOを組成
BBB <sup>-</sup> （メザニン）	1%	5%	他の証券化商品とCDOを組成
BB（メザニン）	1%	5%	他の証券化商品とCDOを組成
Equity	1%	0%	ハイリスク志向の先を対象

も有効かを考えてひと塊りに混ぜ合わせたうえトランシェに切り分けてCDOを組成している。そのため複雑な内容になって買い手側にとっては何が裏付けとなっているのかが分からず、結局、格付け会社の評価を信用するほか方法はないようになる。<sup>(10)</sup>

### (3) 世界的な金余り現象とアメリカ金融商品への資金の集中

産業の成熟化に伴う世界的な金余り現象によって、資金がアメリカの金融商品へ集中的に流れて行った。山田鋭夫教授は資本主義の金融主導型化について、「グローバル化を突き動かしている起動力は、アメリカで新たに形成されてきた金融主導型の成長体制（蓄積体制）にある。この成長体制の持続性、安定性、普遍性については疑問が多いが、日欧経済を含む世界各国がこの成長体制からの圧力を受けて、何らかの変革を迫られていることも事実である。……コンドラチェフ下降波にも喩えられる1970年代以降の長い不況局面のなかで、産業的投資のチャンスを失って過剰となった資金は金融の部面へと押し寄せた。1980年代以来、各種の金融自由化や金融革新がなされたが、それはまさにこの過剰流動性に活路を与えるための方策であった」と分析している。<sup>(11)</sup>

アメリカ金融資産への資金移動の典型例は円キャリートレードである。多くのヘッジファンドが0.5%の低金利のジャパン・マネーを借り、アメリカの金融商品を買いたった。IMF報告によれば1997年で約200億ドルが日本からケイマン諸島のノンバンクへ、さらにアメリカ債購買のために流れていった。<sup>(12)</sup> バブルが進んだ2000年代は、もっと巨額の資金が流れたと思われる。

### (4) 格付け会社の問題

格付け会社の格付けに問題があると指摘されている。格付け会社の本来の業務は、企業が発行する社債の信頼性を、例えば、S&P（スタンダード・アンド・プアーズ）ではAAAから、ムーディーズ・インベス

## 金融危機と債権の流動化・証券化

ターズでは Aaa からそれぞれ D まで記号で評価している。米証券取引委員会（SEC）は、世界の格付け業務の80%を占めている S & P とムーディーズを含む7社を適格格付け会社（NRSRO）として認定しているが、格付けそのものの具体的基準については格付け会社に一任されている。

証券化商品も同様に記号で評価されるが、証券化商品は各種のローンを組み合わせて作られているために評価に時間がかかり、仕組みも複雑なためにオリジネーター（証券化事業の事業体）や投資銀行と連携して作業を行うことになる。他方、オリジネーターや投資銀行は格付け会社にかに高い評価を付与してもらうかに腐心しているために両者間には馴れ合いが生じ、その結果、格付けが甘くなりすぎたとの批判がある。実際に CDO の90%がトリプル A と評価されていた<sup>(13)</sup>。

金融商品の格付けは商品の期日までのデフォルト率の予測を基本に行われている。伊東光晴は、「90年代、サブプライム住宅は順調な推移をしていた。したがって、2000年以前の5年間のデータをもとにして将来を推計すれば、リスクは極めて低く、優良証券としての格付けが可能である。こうした惰性による確率推計、それが安易なトリプル A を作り出したのである。」と実務を批判する。<sup>(14)</sup>

### (5) ヘッジファンド、SIV と高いレバレッジ

#### ① ヘッジファンド

ヘッジファンドは金持ち同士が集まって投資をする、「金持ちクラブ」<sup>(15)</sup>である。投資家のほとんどは大手金融機関をはじめ年金基金等の機関投資家であるが、不特定多数の顧客から投資資金を受ける公募の場合、投資者の保護を図るためにアメリカでは証券取引法（日本では金融商品取引法）等の規制を受けるが、特定少数の者（アメリカでは100人以下、日本では50人以下）からの、いわゆる私募の場合、証券取引法等の規制から外れる。ヘッジファンドの多くは、ケイマン諸島等のタックス・ヘ

イヴン地域に本拠を置いているために、組織的にも全く規制を受けない。そのために巨額な資金の出所先や投資先の詳細は外部からは全く分からない。

さらに自己資金だけでなく巨額の借入金などの他人資本による運用資金でもって投資するために、例えば、昨年の石油価格の乱高下に見られたように、規模の小さい市場ではヘッジファンドの思うままの形で価格が形成されていくことになる。昨年末の段階でヘッジファンドは全世界で8000社、運用資産は2兆ドルとされているが、金融危機によって運用成績はマイナス19%程度に落ち、資金繰りが悪化しているといわれている。ヘッジファンドは最盛期には1万社を超え、数十パーセントもの利益を上げて、欧米の主要市場において取引の半分を占めるなど、あらゆる相場を主導する主役となっていた。<sup>(17)</sup>

## ② SIV

SIVは、金融機関が別会社（有限責任組合）として不動産モーゲージ、証券モーゲージをプールするために設立した投資専門会社で、連結の対象から外れるように特別目的会社の形を取っている。本社もヘッジファンドと同じく、多くはケイマン諸島等に置いている。

SIVの運転資金は短期のABCP（アセット・バックトCP）を発行して調達していたが、モーゲージ等の価格が大幅に下落すると、SIVが発行するABCPを買う者がいなくなり、結局、本体の金融機関が多額の決済資金を供給しなければならなくなり、そのため本体の連結対象に入れざるを得なくなった。

2007年11月、アメリカ、イギリス、ドイツのSIV3社が相次いで破綻している。また、シティグループは傘下のSIV7社を連結対象とすることを公表し、イギリスのHSBCも傘下のSIV向けに350億ドルの融資枠を設定するなど、SIVショックが一度に噴き出た形となった。

③ レバレッジ

レバレッジは「てこ」を意味し、手元資金に外部からの借り入れを加えて膨らませ、運用資金を大きくする金融手法で、M&Aでよく使われている。買収する側が買収の対象企業の資産を予め担保に組み入れることによって買収資金を調達する方法で、いわば「他人の禪で相撲を取る」方式である。

バブルが大きく膨らむとともに企業の資金調達のレバレッジも高くなっていった。金融機関の場合、2008年6月時点では、イギリスのバークレイズ・バンクが61倍、ドイツのドイチェ・バンクが53倍、オランダのINGが49倍、スイスのUBSが47倍、フランスのBNPパリバが36倍、オランダ・ベルギーのフォルティスが33倍、アメリカのリーマン・ブラザーズが31倍、ゴールドマン・サックスが26倍といったように高いレバレッジ倍率になっていた。レバレッジ倍率が30倍ならば、資産価値が3.3%<sup>(18)</sup>下落すれば債務超過に陥ってしまうとされている。

ヘッジファンドは、自己資本とともに多額の借り入れを行い、それをリスクの高い商品に一極集中的に投資するケースが多い。儲ければ年率100%以上になることもある。例えば、LTCM (Long Term Capital Management) はノーベル経済学賞の受賞候補といわれた学者まで経営陣に加え、「史上最強のヘッジファンド」と言われていたが、1998年に破綻した。当時、自己資本22億ドルに対してポジションが1250億ドルで、57倍<sup>(19)</sup>の高レバレッジで資金運用を行っていた。もし破綻した時点でアメリカ政府がヘッジファンドを適切に規制していたならば、今日の事態は避けられたであろうとされている。

レバレッジは借り入れだけではなく、高リスクの商品に集中させることによっても高くなる。その仕組みについてモリスは次のような例をあげている。ヘッジファンドが総額20億ドルのCDO (債務担保証券)のうち、一次損失を負担する1億ドルのエクイティ・クラスを買ったとする (証券レバレッジ率は20倍)。購入に際して2000万ドルの自己資本を

投じ、残りは金融機関から借り入れる（レバレッジ率5倍）と、このポジションのレバレッジは100倍になる。この場合、CDOのポートフォリオで1%の損失が発生すると、この取引に投じた自己資本は全部吹き飛んでしまうこととなる。<sup>(20)</sup>

## （6）投資銀行

投資銀行は「銀行」と名前が付いているが、実態は法人向けの証券会社である。主要業務は顧客の企業に対して資本市場からの資金調達（不動産やローン債権の証券化）や、金利や為替等の金融派生商品への投資のアドバイスである。

アメリカは1933年のグラス・スティーガル法で預金業務を取り扱う商業銀行と、証券業務を取り扱う投資銀行とを厳格に区分していた。そして財務省の監督は商業銀行に限られていた。1980年の「金融制度改革法」によって投資銀行と商業銀行の垣根（ファイヤーウォール）が低くなり、さらに1999年の「金融近代化法」でグラス・スティーガル法の規制が撤廃された。これにより金融持株会社は銀行、保険、証券業務の子会社を傘下に持つことができるようになった。<sup>(21)</sup>

投資銀行と商業銀行との垣根は取り払われたが、投資銀行には依然として財務省の監督が及ばなかった。このことが投資銀行の破綻の要因にもなっている。投資銀行はわが国の証券会社のように自らは資産をほとんど持たず、アドバイザー業務が中心であったのが、1990年代以降、アメリカの金融資本主義化により自ら金融資産を積極的に持つようになり、多数の優秀なMBA（経営学修士）やロケット科学者を超破格の報酬で雇い入れて、金融工学を駆使した複雑な証券化商品を開発していった。

金融バブルの崩壊により多くの投資銀行が破綻ないし破綻の危機に陥ったため、2008年9月から大手の投資銀行は金融持株会社に移行し、財務省の監督下に入ることを条件に金融支援を受けることとなった。

(7) 直接金融・間接金融

日本の金融システムは間接金融が主体である。銀行が一般預金者から集めた資金を原資にして企業等に貸し付ける、いわゆる間接金融は貸付先が倒産等によって債務不履行になれば、そのリスクはすべて銀行が負わなければならない。銀行が預金者に対して貸金債権の信用リスクについて全責任を負うこの金融システムは戦前から続いている。1927（昭和2）年、東京渡辺銀行や鈴木商店に多額の融資をしていた台湾銀行など多くの銀行が倒産し、金融恐慌を招いたとき以来、大蔵省はいかなる金融機関も倒産させないとする「護送船団方式」を頑なに守ってきた。反面、「護送船団方式」は金融機関の経営の甘さを助長させたことも確かである。

1990（平成2）年のバブル崩壊が深刻化し、「失われた10年」と呼ばれる長期にわたる景気の低迷により、1997（平成9）年、山一証券、北海道拓殖銀行など多くの金融機関が倒産した。生き残った金融機関も累計で150兆円に及ぶ不良債権に苦しみ、公的資金の注入でやっと息を継ぐ状態であった。

間接金融システムの反省から日本でも、オリジネーターがいったんリスクを負い、事業者等に資金を貸し付けた後、この貸付資産を引き当てにして証券化し、これを投資家に売却するというアメリカ型の市場型間接金融システムを導入しはじめた<sup>(22)</sup>。リスクは最終的には投資家に移転されるので、銀行の信用リスクは軽減されるが、このシステムに十分慣れていないために証券化、流動化は期待したほどには進まず、日本では主流はまだ間接金融のままである。

アメリカは1970年代から預金金利の自由化政策を採用した。1980年代に多くの銀行が預金金利を競争して引き上げたが、貸出金利の方は思うように引き上げることが出来なかった。そのために金利競争の負担に耐えられなくなったS&Lなど多くの中小規模の銀行は経営に行き詰り、倒産が続出した。マネーセンター・バンクと呼ばれる巨大銀行も破綻す

前の状況に陥ったために、アメリカ政府は金融機関の健全化を目指し、リスク資産に対する高い自己資本比率（大手銀行で12%）を要求した。そのため金融機関は総リスク資産を圧縮せざるを得なくなり、その方策としてデリバティブの活用と、資産を証券化して投資家に売って資産を圧縮する方法を編み出した（市場型間接金融システム）。

ア) デリバティブ

デリバティブによるリスク資産の圧縮は、ローン・パーティシペーションとCDSが利用される。ローン・パーティシペーションとは、金融機関（原債権者）が企業（原債務者）に対する貸付債権を、原債権者と原債務者との法律関係は変えないまま、投資家に貸付債権の経済効果のみを移転するもので、原債権者が原債務者から元利息を受領した場合のみ投資家に支払われ、債務が返済されなければそのリスクは投資家の負担とするというように、リスクと収益を交換する（スワップ）手法が取られているのである。

CDSは、例えば、住宅ローン債権のようなリスク資産比率の高い金融機関が、貸付債権の一定部分を特定し、その部分の予想収益金の一部を投資家に支払うが、その代わりに原債務者にデフォルトがあった場合にはその損失を投資家が負担するという手法である。リーマン・ブラザーズ、AIGなどはCDSでリスクを負担する業務を拡大していったために大きな損失を被る結果となった。

イ) 証券化

リスク資産を圧縮させるもう一つの方法として証券化の手法がある。

①貸出資産などを特別目的会社（SPC）に譲渡し、②SPCがこの貸出資産を引当にABS（Asset Backed Securities：「資産担保証券」）を発行し、③これを投資家に販売する方法である。金融機関にとって利益は減るが、その分、貸付債権が資産から外れるために自己資本比率は高くなる。また、大口の貸付資産も証券化されることによって小口化され、デフォルト・リスクも分散されるので、社会的ダメージにつながるような影響は



避けられる。

この仕組みを利用してサブプライム住宅ローン債権が大量に ABS に組み込まれたことが今回の危機をより深刻なものにした。薄められたはずのデフォルト・リスクが世界中にばら撒かれ、疑心暗鬼も手伝って危機が猛威をふるった。金子勝教授は「ある意味で、アメリカの住宅バブル崩壊の方が日本の土地バブルの崩壊よりも深刻かもしれません。日本の土地バブル崩壊は、銀行経営者による不良債権査定のごまかしや、飛ばし、隠しなどの不正会計が原因でした。しかし、アメリカの場合は、あまりに複雑で、高度な手法になったために損失が確定できない状況に陥ってしまったからです。リスクを回避する金融革新の手法が、却ってリスクを深くしてしまったのです。……その背後には、SIV やファンドなどの『影の銀行システム』が存在しています。そこは、①銀行や投資銀行の連結対象外になっており、②不透明な相対取引が行われており、しかも③FRB や SEC（証券取引等監視委員会）の監督規制も及んでおらず、したがって④自己資本比率規制が適用されず、⑤短期と長期の利回り差を最大限引き出そうと、猛烈にレバレッジを効かせている世界です」と分析する<sup>(23)</sup>。

#### （8）金融市場のボーダレス化

金融市場の投機性をさして「カジノ資本主義」という言葉がよく使われる。イギリスの政治経済学者スーザン・ストレンジがこの言葉を最初に使った。1971年から73年にかけて、ニクソン大統領のドル金兌換停止発表に端を発し、変動相場制への移行によって為替、金利、さらに二度にわたる石油ショックによる石油価格を中心とした物価が大きく変動した。さらに規制緩和、金融のボーダレス化に伴って取引リスクが拡大していったために、企業はリスクヘッジをせざるを得なくなった。リスクを引き受ける側にすれば高いチャージが要求できるため、最終的にリスクが生じなかった場合には大きな儲けとなる仕組みが作られていった。

当時の金融不安のためにやむを得ず考え出されたリスクヘッジが、収益機会の拡大を狙って積極的に利用され、金融市場はカジノのような存在になっていった。

イギリスのサッチャー首相がロンドンのシティを世界に開放したことが銀行等の金融機関のボーダレス化につながったと言われているが、新しい信用手段が考え出されるだけでなく、「証券化」された新しい金融商品も次々と作られている。「証券化」は銀行が住宅所有者や企業に対して行った貸付債権を投機的市場へ回す新しい方法を見つけることを意味している。コンピュータ化された情報システムが金融センター間の時間と距離をなくし、各国金融市場をもはや相互に孤立して存在できないようにしているのである。金融機関の間にあったかつての区分もだんだんと曖昧になり、規制システムは有効性を失いつつある。ボーダレス化しているために各国が独自に市場を規制することは困難になっているが、少なくとも基軸通貨国であるアメリカが世界の主要国際銀行と個別に交渉して、金融安定化に向けた協定を結ぶ努力をすべきであるとストレンジは主張する。<sup>(24)</sup>

#### (9) 経済学における新自由主義の席卷

いま批判を浴びている新自由主義経済学はケインズ批判が源になっている。1936年にケインズが『雇用・利子および貨幣の一般理論』を著すと、瞬く間に世界の経済学者から注目を浴びた。同書の日本語訳序文で訳者の間宮陽介は、「ポール・サミュエルソンの言葉を借りれば、南海の小島を疫病が襲うように、経済学の世界を席卷したのである。……経済学者ばかりではない、政治家もまたケインズ理論を経済政策の指針とした。『一般理論』は不況克服の処方箋を与え、動学化されたケインズ理論は経済成長の武器となった。……しかし、『黄金の』60年代が終焉し、低成長の70年代が始まると、事態は一変した。こんどは小さな政府への回帰を標榜する新自由主義の疫病が政治、経済、社会を席卷し、新

自由主義が政治、経済、その他あらゆる分野で政策の指針とされ、そして今日に至っている。その及ぶ範囲は南海の小島にとどまらず、グローバル化する世界にあって、新自由主義の疫病は地球全体に蔓延している<sup>(25)</sup>のである。」と解説している。

ケインズの考え方の基本は、資本主義は自ずと完全雇用を生み出すような自己調整システムではないから、公権力の力で完全雇用や所得・財産のより公平な分配を保証すべきであるというものである<sup>(26)</sup>。しかし、1970年代になると低成長下での物価高であるスタグフレーションに直面し、ケインズの計画経済は行き詰まり状態になった。

ノーベル経済学賞受賞のフリードリヒ・ハイエクは、経済は市場に委ねるべきであるとの市場主義を主張し、ケインズ理論を批判していたが、それを受け継ぎ、徹底した市場原理主義に立つミルトン・フリードマンは、国家による市場の規制、管理を極力排し、財政支出を最小限にして小さな政府を指向すべきだと主張した。

この新自由主義経済学が世界の経済学を席卷することになり、極端な市場原理主義が横行して、国家の規制を排除することが唯一経済を活性化する道であるとの考えが社会に蔓延した。ゆき過ぎた規制緩和によって、金融システムの仕組みの隙をついて利益を上げようとするヘッジファンド<sup>(27)</sup>などが市場を支配するようになった。

モリスは「金融市場の崩落はかなりの部分、金融業界を優遇し、タダの資金を提供して栄養を与え、ファンドのパートナーに異例の税制優遇策を与えて市場を支え、市場が動揺するたびに新たな資金を提供してきたことの結果である<sup>(28)</sup>。」と批評している。

## 5 日本における資産の流動化・証券化と関連する立法

### (1) 流動化・証券化の動き

2001年、「資産流動化・証券化の実態と法理」をテーマした金融法学会のシンポジウムで、北見良嗣教授は日本における流動化・証券化の歴

史を次のように分析している。

アメリカは1980年代初頭に、銀行に対する自己資本比率規制を行ったが、これが国際レベルでは1988年のバーゼルでの BIS 国際基準合意<sup>(29)</sup> (BIS 規制) によっても実施された (施行は1992年12月決算から)。この自己資本比率規制は、ROE (Return on Equity : 「資本利益率」) および ROA (Return on Asset : 「総資産利益率」) を強く意識したものであった。

わが国では、橋本内閣の金融ビッグバン政策を受けて、1997年に金融制度審議会が「我が国国際システムの改革について——活力ある国民経済への貢献」と題する答申を行い、そのなかで「証券化」に関して、わが国民法は、債権譲渡の第三者対抗要件は譲渡人から債務者に個別的に通知する方法しかなく、指名債権を証券化するためには不都合なので、債権譲渡の第三者対抗要件の具備方法を簡素化すべきであるとし、また、SPC 設立等にかかる負担の軽減、金銭債権の信託受益権の改善等、環境整備の必要性を指摘した。

これを受けて政府は、「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」(SPC 法) と、「債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律」<sup>(30)</sup> (債権譲渡特例法) を制定した。債権譲渡特例法は、業種による限定をせず、また債務者対抗要件と第三者対抗要件を切り離し、法人が行う債権譲渡については、債権譲渡登記ファイルへの登記によって第三者対抗要件を具備できることにした。これによって大量かつ一挙に債権譲渡の対抗要件を取得して証券化を図る途を開いた。

実はこの債権譲渡特例法制定前の1993年に「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」(特定債権法) を制定し、リース・クレジット債権の流動化を可能にしている。特定債権法はこれらの債権に限って日刊紙への公告でもって債務者への確定日付による通知がなされたものとして、不便さを解消した。また、新聞紙に公告することによって、第三者対抗要件のみならず債務者対抗要件も取得できるようになったことから、リ

## 金融危機と債権の流動化・証券化

ース・クレジット債権は一挙に証券化が進み、施行後5年足らずで累計3兆円を超える流動化<sup>(31)</sup>が行われた。

債権譲渡特例法はその後全面改正され動産債権譲渡特例法となった。この改正で将来債権については債務者を特定せずにする譲渡も対抗要件を備えられるようにしたもので、証券化は一層利用しやすい環境が整った。

アメリカでは、資産を流動化するためにSPC（特別目的会社）を作り、オリジネーターがSPCに資産を譲渡して、SPCが譲り受けた資産を引当に証券を発行する形が取られている。わが国の場合、オリジネーターがいったん資産を信託銀行に信託して、この受益権を特別目的会社に譲渡する形をとっていることから、流動化・証券化に関しては、アメリカでは投資銀行が中心になっているのに対し、わが国ではむしろ信託銀行が中心になっている。一連の法改正でわが国でも住宅ローン債権を中心に流動化、証券化が進みつつある。

なお、「証券化」と「流動化」は、前者はSPCが有価証券を発行するのに対して、後者は有価証券を発行しないで同様の効果を発揮する手法で、厳密には区別されるべきだが、わが国では証券を発行しない形ものが先行して実務に取り入れられたので、「証券化」と「流動化」を区別していない（因みに、「流動化」という表現を使用しているのは日本と韓国だけのようである<sup>(32)</sup>）。

### （2）売掛金債権、手形債権の流動化

売掛金債権についても流動化、証券化することの需要はあるが、売掛金債権は、大手企業では自社が債務者となっている買掛金債務に対して譲渡禁止特約を設けているケースが多く、これがネックになっているために流動化、証券化は進んでいない。いくら債権譲渡特例法で対抗要件が取得できるとしても、譲渡特約で禁止されているケースには使うことができないからである。また、債務者の抗弁が切断されるわけではない

から、相殺されて、資産価値がなくなってしまう事態もありえるため、流動化、証券化することは難しい。

他方、手形債権は売掛金から切り離されているので、流動化、証券化しやすい。この特徴を引き出して、手形をペーパーレス化したような制度を創設する法律が2007年に制定された「電子記録債権法」である。電子記録化して、元の売掛金とは違ったものにし、その抗弁を受けないものにするによって安定した譲渡市場ができるとの考えによるものである。電子債権記録機関が当事者の要求を受けて電子的に記録することを効力要件とし、手形と同様に電子記録債権の譲渡に善意取得や人的抗弁の切断の効力を与えている<sup>(33)</sup>。この制度を利用して将来的には電子記録債権化することによって売掛金等も流動化、証券化がされるものと考えられる。

### (3) 信託法の大改正

信託法が2006年に大改正された。わが国の流動化、証券化は信託銀行が中心になって行われてきた。いったん信託にして、その受益金証券をSPCに一括譲渡し、それをSPCが市場に売るといった二段構えの方法を取るケースが多いが、信託銀行の信託自体に倒産隔離機能があるからSPCを利用する必然性はない。委託者が自己固有の財産を自ら受託し、倒産隔離機能を利用すること（「自己信託」ないし「信託宣言」という）が信託法上可能かどうか、賛否両論あったが、法改正によって自己信託が認められることになった。しかし、第三者による差押えができない財産にしてしまうと、執行逃れに使われる危険性が高いので、会計上、税務上の取り扱い等を検討するために他の条文の施行日から1年間延期する経過措置が取られた（現在は既に全面施行されている）。

この改正によって信託銀行が自ら持つ資産を自己信託し、それを市場に売ることによって自らの資産を圧縮することができ、自己資本比率が高くなる仕組みを利用することが可能となった。

## 6 流動化、証券化に対する法的サポートを厚くすることの評価

流動化、証券化は金融の機能を分解し（アンバンドリング）、再構築するものである。アンバンドリングは金融仲介機能を、①事前的な審査機能と、②事後的な債権管理機能、③資金、信用リスク負担機能、などの構成要件に分解することができる。これまでの間接金融は、一つの銀行で①②③を行っていた。それを分解し、①はオリジネーターやアレンジャー、格付け機関に、②はサービサー（通常はオリジネーターが兼ねる）に、③は投資家（投資してリスクを負担する）にと、ファイナンスを再構築する<sup>(34)</sup>。

これによると、①の事前審査機能についてオリジネーターである金融機関は何もせず、アレンジャーや格付け機関がこれを分担するという事態もありうる。そうすると、オリジネーターは審査について「あなた任せ」になってしまうし、そうでなくても最終的に投資家が信用リスクを負担するのであれば、オリジネーターは真剣に審査をしなくなり、リスクを無視した安易な貸し出しが増えるおそれがある。わが国の金融機関はこのような行動をしないと考える向きもあるが、バブル期の貸し出し状況を振り返れば完全否定はできない。アメリカのサブプライムローンではまさしく審査機能を仲介業者に任せきりにするなどした結果、略奪的住宅ローンのような不良金融商品が多量に出回わり、今日の世界的不況の原因を作ってしまったのである。このような状況を回避するためには、①については慎重に対応しなければならない。

流動化、証券化はこのようないい加減な与信を生み出す危険性をはらんでいる。世界中に8000社もあるヘッジファンドは、現在は縮小傾向にあるが、景気が回復すれば再び勢いを盛り返して同じようなことを繰り返す、世界の金融市場から利益を奪い取ってしまいかねない。金融は産業の発展のために尽くすべきものであるが、ヘッジファンドに利益を奪われ、産業が健全な発展をすることができなくなる危険性があるので、

適正な規制が必要である。ところが市場はすでにボーダレス化しており、一国だけで正常な市場を形成することは不可能であるから、何らかの強力な国際機関を設置して健全な市場を整えてから、流動化、証券化に取り組むべきであろう。

本稿は全国銀行学術研究振興財団の2008年度助成を受けたものである。

#### 注

- (1) シティグループは世界100カ国以上に拠点をもち、傘下にシティバンク、スミスパーニー証券等を抱える世界最大級の金融グループで、口座数が2億口、総資産2兆ドル、従業員35万人の規模である。
- (2) 赤木昭夫「世界恐慌への構図」『世界』2008年12月号106頁
- (3) 2008年12月16日付日本経済新聞
- (4) 2009年1月17日付日本経済新聞
- (5) チャールズ・R・モリス『なぜ、アメリカ経済は崩壊に向かうのか』（日経新聞出版2008年）114頁は、「CDSは新金融商品のなかでもとくに成長が急速な商品になった。CDSの対象になっている金融債権の規模を示す想定元本の総額は、2001年の1兆ドルから2007年半ばには45兆ドル、アメリカの国内総生産の約3.5倍に増加している。」と指摘しており、デビッド・スミットのインタビュー記事での50兆ドルともほぼ見合っている。
- (6) 日米金融比較研究会『カジノ資本主義の克服』（新日本出版社2008年）60頁
- (7) 伊東光晴「世界金融危機から同時不況へ」『世界』2008年12月号70頁以下参照。
- (8) みずほ総合研究所編『サブプライム金融危機』（日本経済新聞社2007年）77頁
- (9) 略奪的ローンの実態としては、堤未香『ルポ貧困大陸アメリカ』（岩波新書2008年）3頁、モリス前掲105頁以下参照
- (10) みずほ総合研究所 前掲123頁。「サポート」の説明がないが、一部に保証会社の保証を付けるものだと思う。本表の例では、AA、A格はCDOの組成対象とされていないが、これも含めてCDOに組成される場合もある。草野豊己「日本経済を襲うエキゾチック金融危機」（毎日新聞社2008年）55頁。
- (11) 山田鋭夫『さまざまな資本主義』（藤原書店2008年）91頁
- (12) 本山美彦『金融権力』（岩波新書2008年）91頁



## 金融危機と債権の流動化・証券化

- (13) 本山前掲38頁
- (14) 伊東光晴「世界金融危機から同時不況へ」『世界』2008年12月号78頁
- (15) 本山前掲51頁
- (16) 日本経済新聞2008年12月22日付
- (17) 草野前掲70頁
- (18) 赤木前掲112頁
- (19) 浜田和幸『ヘッジファンド』（文春新書1999年）11頁，132頁
- (20) モリス前掲157頁
- (21) 齊藤精一郎『ゼミナール現代金融入門（改訂4版）』（日本経済新聞社2003年）90頁，123頁，本山前掲39頁
- (22) 金子勝『閉塞経済』（ちくま新書2008年）97頁
- (23) 金子前掲94頁
- (24) スーザン・ストレンジ『カジノ資本主義』（岩波現代文庫2007年）291頁。なお執筆は1999年と思われる。
- (25) ケインズ『雇用・利子および貨幣の一般理論』（岩波文庫2008年）の訳者序文
- (26) ジル・ドスタレール『ケインズの闘い』（藤原書店2008年）5頁
- (27) 極端な例が代表的ヘッジファンドを主宰するジョージ・ソロスの考えである。彼は、免税特権を与えられている慈善団体である「オープン・ソサエティ」を通じて4年間に5000万ドル近い資金を投じて麻薬使用の合法化キャンペーンを行っている。しかも、財団の資金以外に個人のポケットマネーからさえも麻薬合法化のためにカネを出している。その「オープン・ソサエティ」の基本理念は「すべてが許される社会で、法律の必要のない世界である。そして強いものがより強くなる自由の保障された社会であり、自分の本能と欲望のままに生きる自由だ」という。ソロスはそのような考えの持ち主である（浜田前掲110頁）。彼は1992年にイギリスで起きたポンド危機を演出した張本人で、アジアの経済危機にも深くかかわっている人物だとも言われている。
- (28) モリス前掲224頁
- (29) 「BIS」は国際決済銀行の略称だが、BIS規制は、国際決済銀行の活動とは別に、「バーゼル銀行監督委員会」が実施する規制である。
- (30) 金融法研究＝資料編（2001年）37頁
- (31) 資産流動化実務研究会編『資産流動化の法律と実務』（新日本法規出版1998年）228頁
- (32) 江川由紀雄『サブプライム問題の教訓』（商事法務2007年）161頁
- (33) 始関正光・高橋康文編著「一問一答電子記録債権法」（商事法務2008年）3頁

- (34) みずほ信託銀行編「債権流動化の法務と実務」(金融財政事情研究会  
2005年) 10頁

(2009年3月脱稿)