

NO.22 金融危機と三つの箱A B C

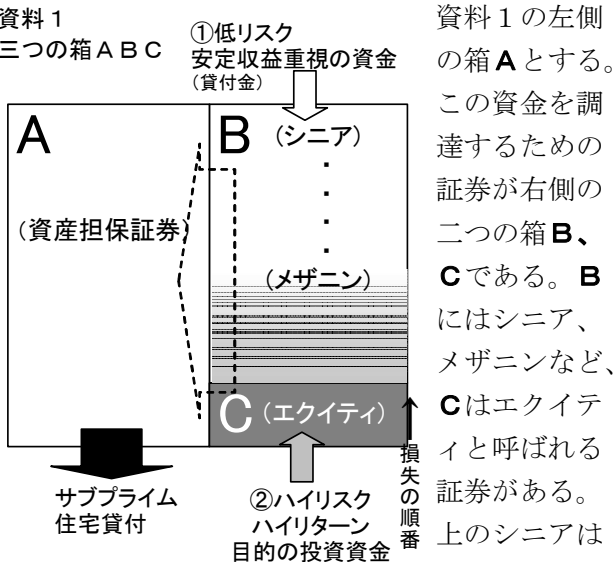
常務取締役経済調査部長 有働 洋

サブプライムローン証券化の仕組み

米国の低所得者向け貸付「サブプライムローン」の破綻が、世界金融危機の引き金を引いた背景には、債権を証券化する手法があったことはご存知と思う。証券化で使われる仕組みにCDO (Collateralized Debt Obligation) がある。これを思い切り簡単に示したのが資料1だ。

サブプライム住宅ローン債権を束ねたものを

資料1  
三つの箱A B C



が、万一Aに損失が発生してもその影響を受ける順番は最後で元本がより安全だ。メザニンはこれに次ぐ。一方、Cのエクイティは最初に損失を引き受ける義務があり、その代わりに利回りが一番高い。実際にはこれらの証券が数多く寄せ集められ、二次、三次のCDOが組成された。ヘッジファンドなどは借入金で投資金額を何倍にも膨らませて、元本あたりの利回りを高めるレバレッジ(てこ)の手法を活用した。

証券化商品への金の流れはこのように何重にも積み重なり膨張し拡散した。ただ全体でも資料1にあるような①Bの箱へ流入する安定運用志向の貸付金型の資金と、②Cの箱へ集まるハイリスク・ハイリターン志向のエクイティ投資資金との性格の異なる資金がともにサブプライ

ムローンへと注ぎ込まれたということが出来る。世界的な低金利のもとで「融資」も「投資」もやみくもに運用先を求めていた。投資格付に頼り、複雑な仕組みに隔てられて最終投資先の内容を精査できないまま、運用金額を巨額に膨らませた投資モデルには落とし穴があった。

やがて住宅価格が下落に転じ、ローン滞納の懸念が高まると、サブプライム関連融資の回収ラッシュが始まり、借入金依存の運用手法は急激に逆回転を始めた。担保資産の価格が急落すると、高いレバレッジは損失拡大装置と化した。大きな借入金による大きな投資額から発生した巨額な損失は、ハイリターン狙いの投資Cの部分だけで吸収しきれず、貸付金Bの元本をも蝕む。住宅バブル崩壊は、平時のリスクを前提とした証券化商品の信頼性を限りなく失墜させ、一斉に資金が引き揚げられる事態を招いた。

注目される日本企業の動き

投資家がCやBの行方を監視できなかったことは今回の教訓である。実はこのA:Asset [資産]の資金調達をC:Capital [自己資本・株式]とB:Borrowing [借入]により行う図式は株式会社のバランスシートと同じだ。ちなみに米国の投資銀行は過大な借入Bによる証券化ビジネス投資Aの痛手が大きく、資本Cの健全性への疑念から株価と信用が崩れ、窮地に追い込まれた。株主は目先の利益に眼を奪われ経営への監視(ガバナンス)を怠っていたことになる。

翻って日本企業はこれまで欧米企業に比べ収益力が見劣りすると言われてきた。証券化ビジネスの過大なレバレッジとは逆に、企業は手元資金を多めに残してきた。これでは事業拡大への投資姿勢が消極的だとして、海外投資家やファンド勢からの評価は芳しくなかった。危機すなわちチャンス。日本企業がいよいよ満を持して攻勢に転じられるかどうか注目したい。