

## 金融問題の諸相

大 庭 清 司

### 目 次

はじめに

1. 東京電力のファイナンス

2. LIBOR を巡る国際金融問題

3. サブプライム・ローンの証券化と債券格付け

4. 中国の不良債権処理

おわりに

### はじめに

金融とは、資金余剰主体のお金を資金不足主体に提供することであり、現在では、これを仲介するのが、銀行であり、証券会社である。金融の歴史は長く、高利貸しの時代から始まり、その後産業資本が発展するに及んで、資金を提供あるいは仲介するマーチャントバンクや預金銀行などが生まれ、それが吸収や合併を繰り返し、現在では世界を牛耳る大銀行あるいはインベストメントバンクが活躍している。しかし、金融は「生もの」である。歴史的にみて、金融を担う人々や機関は常に変容している。金融は産業が勃興した時代には実物経済の発展に寄与する役割を持っていたが、現在では、世界の多くの銀行や証券会社は株式会社であり、株主のために実物経済との関係から離れても、利益最大化を図ることが生存目的となっている。

今日銀行は、決済機能を持ち、信用創造機能をはたしており、一国の経済の基盤であるということで、政府に守られる存在になっている。金利が規制されていた時代には銀行は預金貸出の利鞘で利益を十分に計上できた。日本の場合、第二次大戦終結直後から 1970 年ごろまで

である。したがって、この時代には銀行は不良債権を出さぬよう審査を慎重に行えば生存できた。しかし、金利が自由化されると、金利リスクが発生し、米 S&L の倒産に見られるように、預金貸出金利が逆鞘となるケースも出てきた。安定収益を得られなくなった銀行が、利益を上げるために、本来金利リスクや株価変動リスク、通貨変動リスクなどをヘッジするために開発されたデリバティブ商品を、投機のために活用するケースが出てきた。米モルガン・チェイス銀行の最近の CDS 投機による大損失などがそのよい例である。

先に述べたように、銀行は経済活動の重要なインフラとなっているので、むやみに倒産させることができない。そのため政府は銀行の活動に対して規制措置を取らざるを得ない。しかし、あまり厳しい規制を入れると、銀行活動を制約するという問題がある。規制と活動の自由化の闘いは、歴史的にみても、イタチごっこの様相を呈している。

この論文では、このような「生もの」である金融を、ともすると「金融システム」とか「金融制度」とかといった言葉で、固定化してしまう危険性について考える素材を提供したいと

思っている。1. の東京電力のファイナンスでは、国際金融市場である東京金融市場においては、投資家などいろいろな国の金融関係者が取引に関与することになるが、そのことを認識しないで、政府が意思決定をしてもよいのかという疑問を投げかけた。2. のLIBOR 問題では、金融関係者が正当なものとして利用している指標が、銀行の利益創出のために、悪用されていることを指摘した。まさに、金融は「生もの」、の例そのものである。3. のサブプライム問題と格付けのテーマでは、格付けという民間機関が行っている作業結果に、投資家が異常に信頼しすぎている現状の問題点を考えた。4. の中国の不良債権問題では、同じ「商業銀行」という概念でも、国によって役割が違っていることを指摘した。

## 1. 東京電力のファイナンス

まず、2011年3月11日における福島原子力発電所の事故発生後の、東京電力のファイナンスについて考えてみよう。東京電力は、この発電所の事故で、巨額の賠償責任を負うことになった。これによって、東京電力のファイナンス内容が変更を余儀なくされるが、その検討の前に、3.11の事故が発生した年度の3月決算の内容を見ることにする。

### (1) 2011年3月決算（連結）

3.11直後の決算の内容は、以下のとおりであった。

|      |                      |
|------|----------------------|
| 売上高  | 53,685 億円（前期 50,162） |
| 営業利益 | 3,996 億円（前期 2,844）   |
| 経常利益 | 3,176 億円（前期 2,043）   |
| 当期利益 | △12,473 億円（前期 1,337） |

（うち災害特別損失 1兆175億円）

（有利子負債）

社債（一般担保付き）49,745 億円

|          |                      |
|----------|----------------------|
| 長期借入金    | 36,432 億円            |
| 短期借入金    | 4,062 億円             |
| （有利子負債合計 | 90,239 億円）           |
| 純資産      | 16,024 億円（前期 25,164） |

東京電力の資金調達のメインは、一般担保付きの社債である。これに銀行からの長短借入金が続いている。この期にすでに、福島原発の損害にかかわる特別損失1兆175億円が計上され、この負担増で当期利益が1兆2,473億円の赤字となっている。次の期はどうであったか。

### (2) 2012年3月決算

当期経常損失△4,004億円、当期純損失△7,816億円、純資産8,125億円、

（負債残高）社債36,775億円、長期借入金32,761億円、短期借入金4,418億円

2012年3月期の決算は、7,816億円の当期純損失を計上し、自己資本（純資産）も前期に比べてその分だけ減少した。社債、長期借入金等の負債残高も減少した。この期には、従来からメインであった社債発行による資金調達が、後に述べる社債格付け引下げの影響を大きく受け、制約されている。金融の一般常識から見れば、もう一期すれば巨額損失により純資産がなくなる（債務超過）ことが予想される企業には、銀行は新規貸出を行わないし、社債を発行しても買う投資家はほとんど見つからない。もちろん、株式を発行しても、将来の利益計上の見通しが立たない企業の株に投資する投資家はほとんどいないであろう。さて、このような時に、どのようなファイナンスがなされるべきか。まず、ファイナンスを行う会社は誰かを考えなければならない。今回の東京電力のようなケースでは、会社を解散し、電力供給のできる新設の会社を創るのが一つの考え方、また会社を生かし存続させながら電力を供給させるのが、もう一つの考え方である。なお、会社を解散させた

場合の法律上の負債，株主資本（株式保有者）への支払い順位は，一般担保付きの社債を持つ社債権者，無担保貸出を行っている銀行，株主の順序である。日本政府は，東京電力を存続させる方向に舵を切った。その救済の枠組みはつぎのとおりであった。

### （3）政府支援の枠組み

3.11 事故の後を受けて，2011 年 5 月 10 日に，東京電力に対する政府の支援の枠組みが決定された。その内容は，日本経済新聞の記事によれば，つぎのようなものであった。

- ①損害賠償は東京電力の責任。総額に原則として上限は設けず。
- ②東電を含む 9 社が機構を新設し，負担金を拠出。
- ③国は機構に公的資金を投入し，必要なら東電に資金援助。
- ④東電は電力安定供給を守るための設備投資はできる。
- ⑤東電の社債，株式は保護。当分無配などの応分の負担を求める。
- ⑥機構からの援助は東電と，電力各社が長期間かけて返済。
- ⑦電力供給に支障をきたすなど「異常な場合」には国が補助。

これを表したイメージ図は図表 1 のとおり。

### （4）上記枠組みの問題点

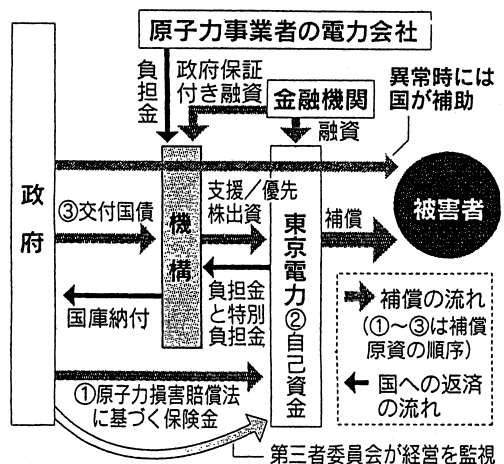
政府は，東京電力が電力会社という公益事業を営む機関であるため，上記のような救済措置を採ったと考えられるが，ところが，この措置に対して，以下のような問題点が出てきた。

まず，金融市場の混乱回避のために社債，株式保有者を保護するという政府の政策に対しては，東電の利益が将来ともに順調に計上されることを前提にしているが，利益を計上する方法は，電力会社の場合，国民の電力料金支払いし

がなく，将来の料金値上げを前提とした案であるという批判があった。現実にはその後，原発の休止と火力発電等への切り替えを理由に料金が値上げされた。

つぎに，原子力事業者の電力会社（東電を含む）9 社（現在では 9 電力会社と日本原子力発電，日本原燃 2 社を加え，11 社）の機構への負担金拠出に対し，東電以外の上場 8 電力の株主，社債保有者は，利益率が低下するということに我慢できるかという問題が存在する。機構への残り 8 社（現在 10 社）の負担金は，万が一自社が原発事故を起こした時に，同じように救済を受けることができるための一種の保険料のようなものと考えられるが，あまりにも巨額であり，将来の利益に大きな影響を及ぼすことになる。問題は，日本のような国際金融市場で，しかも外人株主も存在する企業（2011 年 9 月末現在，東電の外人持ち株比率は 14.6%）の将来収益に対して，政府が日本独特の奉加帳方式のような互助手段を用いて干渉することが正しい意思決定かどうかということである（資本取引の自由化前の日本であれば可能であったかもしれないが）。また，配当利回りで買っていた投資家は，当面の間無配となった東電株を持ち続けるかと

図表 1. 原発事故賠償のイメージ



いった問題もある。ちなみに、3.11の直前の2011年3月10日の株価は2,153円であったが、6月8日には290円台に下落、2012年11月21日現在では130円となっている。

#### (5) 東電債格下げ問題

上記以外にも、ファイナンスに大きな影響を与える、社債の格下げ問題がある。米S&Pの東電債に関する格付けを時系列で追うとつぎのようになる。

- ① 2011年3月18日 AA- → A+ (財務内容悪化が理由)
- ② 4月1日 A+ → BBB+ (福島第一原発の廃炉費用と復旧費用負担見直しが理由)
- ③ 5月13日 BBB+ → BBB
- ④ 5月13日 枝野官房長官発言「金融機関が東京電力の融資を債権放棄などしなければ国民の理解が得られない」が、格下げに影響。これは銀行の収益と債務格付けにも影響。
- ⑤ 5月30日 BBB → BB+ (政府の支援策が不透明なので、東電の利益が予測できないことが理由)。この格下げを反映し、東京電力の国債利回りに対する上乗せ幅が10年債で3.04%にまで急上昇。しかも市場での東電債の取引が少なくなっている(さらに、2012年5月11日に格下げ方向のクレジット・ウオッチが表明された。東電の電力債の流通価格は残存期間8-9年物で70円となり、売買は成立しない状況)。

東電債は、外人投資家も売買しており、米S&Pの格付けを受けている。5月13日の枝野官房長官発言は、東京電力の財務内容が非常に悪いことを格付け機関に印象付けてしまった。またこの発言は、多くの融資銀行が株式上場しており、債権放棄をすれば、これらの銀行収益に直ちに影響することを考慮していない。外国入投資家はこの措置を肯定できるのであろう

か。会社が破綻処理されれば、一般的には銀行が債権放棄することになるし、場合によってはそれより優先する一般担保付き社債の保有者も債権の一部あるいは全部の債権を放棄せざるを得なくなるが、それよりもまず株主に責任を取らせるのが法律上正当な順序である。株主に責任を取らせないで(株価は一時的に下落しているので、この点では株主は責任をとっているといえるが、減資による株主責任はとっていない)、銀行の債権を放棄させるという発言は納得できない。この発言内容の実行は、銀行等の反対で頓挫したが、政府は、東京電力の財務内容改善のために、次のステップに進んだ。それが、政府の資本注入である。

#### (6) 政府の資本注入

政府は、東京電力を存続させる方針を固め、同社の自己資本を充実させ、かつそれを条件に東京電力が金融機関から借入を行うという財務健全化のストーリーを考えた。内容は以下のとおり。

- ① 東電の総合事業計画提出と政府の認定にあわせ、金融機関が1兆円の公的資本注入や電気料金値上げ、原発の再稼働等を条件に、2012年7月から1兆700億円の追加融資を行う。
- ② 東電は、5月21日に1兆円の公的資本注入を受けるために、議決権付き優先株A株を1株200円で16億株(3,200億円)と議決権なし優先株B株を1株2,000円で3億4,000万株(6,800億円)発行し、政府の原子力損害賠償支援機構(この時点では資本金140億円、出資比率は政府50%、東電等民間電力会社50%)がすべて引き受けることを発表した。これにより政府は発行時に株主として議決権の50.11%を握り、東電は実質国有化される。

#### (7) 課題

政府は、基本的に以上のような進め方で、東



京電力を存続させる措置をとったが、この方法にはいくつかの疑問点が残った。それは、つぎのようである。

第一に、政府の支援案は、減資を行わず、株式上場を維持して株主の利益を守るとともに、銀行にも社債保有者にも債権放棄を迫らず、金融市場の混乱を避けようとするものである。東電の株式上場を維持するためには、利益を計上する必要があるが、多額の賠償金（政府仮計算では4兆円）を支払いながら、利益を計上するには、電力料金を値上げする以外に方法がない。結果的に、国民と原発を行っている上場9電力会社の負担増（東電の損害賠償金の分担）でこの目的を遂行することになっている。

第二に、外人投資家の日本金融市場批判が出てきている。株式上場している銀行に債権免除を迫り、また東電以外の8電力会社にも機構への資金拠出を迫る政府の行き方は、上場企業の経営の独立性を阻害し、株主の利益をないがしろにしているというのである。

第三に、政府支援案以外にも、会社更生手続きを行い、JALで実行したように、株式の100%減資と、企業再生機構からの新規出資、11,578億円の債権総額中約7,300億円の債権放棄を実施しつつ、役員全員の退任、人件費等諸経費のカットを遂行する方法も考えられる。電力の安定供給義務がある東京電力では、このような資本の原理にもとづく処理はできないのかといった疑問である。

以上を別の角度から要約すると、東京電力の問題は、日本独特の奉加帳方式の思想を受け継ぐものであり、支援できる能力のあるところからお金を出させるというやり方で処理をされている。今回の場合には、原発を行っている電力会社と電気料金負担者である国民である。先の枝野発言も銀行をこれに追加する構想が背後にあったと思われる。

日本では、従来からこれに類した措置は散見される。代表例には、住専の不良債権処理のケースがある。この時には農協関連の不良債権が相当大きかったにもかかわらず、「母体行責任」という論理を持ち出し、結果的に下の図表2と3にみられるように、都市銀行をはじめとする銀行に、大きな責任を負わせたのである。

このような措置は、日本独自の超法規的処理方法なので、これを認めるためには、危機処理のコストが最小であり、この処理が最適であるといった論理を考える必要があろうが、それは外人投資家等の考え方と矛盾するところがあり、法令にも従っていないので、日本に投資をする場合のカントリーリスクと認識される可能性が強い。これは国際金融市場となった東京金融市場の信頼度を落とす要因となるであろう。

## 2. LIBOR を巡る国際金融問題

金融問題を考えるときに、現在円滑に行われている取引については、正しいものであるとい

図表2. 住専処理策の概要

|            |                                 |
|------------|---------------------------------|
| 母体行の債権全額放棄 | 3兆5000億円（損失分担比率54.6%、融資比率28.6%） |
| 一般行の債権一部放棄 | 1兆7000億円（損失分担比率26.5%、融資比率29.6%） |
| 農林系金融機関の贈与 | 5300億円（損失分担比率 8.3%、融資比率42.2%）   |
| 財政資金による助成金 | 6800億円（損失分担比率10.6%、融資比率 - ）     |
| （計）        | 6兆4100億円（損失分担比率100%、融資比率100%）   |

出所：西村吉正『金融システム改革50年の軌跡』金融財政事情研究会、2011年、370ページの表を筆者修正。

図表3. 住専の資産・借入金の状況

|        | 区分     | 金額（億円）  | 比率（％） |
|--------|--------|---------|-------|
| 資産の内訳  | 正常資産   | 34,900  | 26.7  |
|        | 第2分類資産 | 20,500  | 15.7  |
|        | 第3分類資産 | 12,400  | 9.5   |
|        | 第4分類資産 | 62,700  | 48.0  |
|        | 合計     | 130,500 | 100.0 |
| 借入金の状況 | 母体行    | 36,400  | 28.2  |
|        | 一般行    | 38,200  | 29.6  |
|        | 農協系統   | 54,500  | 42.2  |
|        | 合計     | 129,100 | 100.0 |

出所：西村吉正『金融システム改革50年の軌跡』金融財政事情研究会、2011年、369ページ。

う前提を置きがちである。しかし必ずしもそうではないという事例が発生した。それが LIBOR 問題である。以下この問題について概説する。

#### (1) 英大手銀行バークレイズの会長・CEO 辞任

2012年7月2日、ロンドン銀行間取引金利（LIBOR）の不正操作により、バークレイズ銀行マーカス・エイジアス会長が引責辞任した。また翌3日には、ボブ・ダイヤモンド最高経営責任者（CEO）も辞任した。

#### (2) LIBOR とは

LIBOR（London Interbank Offered Rate）は英国銀行協会（BBA）が定めた計算方式にもとづき、同協会から委託を受けたトムソンロイターが、毎日、通貨別、期間別に発表している、1986年に導入されたロンドン銀行間取引金利である。ドル建てでは選定された有力銀行18行（ロンドンに本支店がある銀行）、ポンド建てでは16行が、午前11時時点で大口の金額の取引でつけられると考える金利（出し手金利）を報告（自己申告）し、上下4分の1に該当する

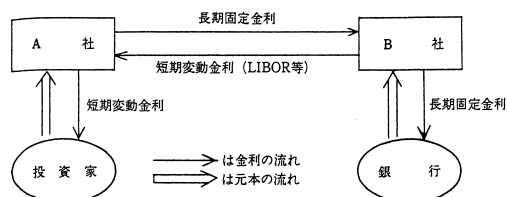
報告金利（ドル建ての場合には上下4行ずつの報告金利）を排除した上で平均金利を計算し、当日のLIBORとして発表する。このように異常値の影響は排除されているため、1行単独ではLIBORを操作できないようになっている。

しかし、自己申告制度であり、欠陥が目立つので、NY連銀は、2008年6月にイングランド銀行に対して、金利の不正申告をしたくなるという誘引を排除する仕組みとするように助言した。

LIBORは、銀行業界の自主規制団体であるBBAとその傘下のBBA LIBOR Ltdが業務上の管理運営をしていた。これ以外に監視機関として、外国為替・金融市場委員会があった。しかし、BBAは、銀行業界の利益を代表するロビー活動を主業務としており、また後者の委員会の主要構成メンバーは、金利報告機関であったため、ガバナンス上問題があった。

このLIBORはつぎのような取引に利用されている。すなわち、①住宅ローンやシンジケートローンなどの変動金利。通常はLIBOR+ $\alpha$ （銀行の利鞘）という形で取引金利が決められている。②金利スワップや金利先物などのデリバティブ取引の指標（図表4参照）。③変動利

図表4. スワップ取引の基本的仕組み



付債の取引金利の決定に使用。これも、LIBOR  $+ \alpha$  で表示される。

このような、LIBOR が使われている金融取引は推計で 360 兆ドル（約 2 京 9,000 兆円）に上っているといわれている（日本経済新聞 2012 年 7 月 7 日）。したがって、この LIBOR が不正に決められていたとすると、金融取引の根幹を揺るがすほどの問題となる。

### (3) バークレイズ銀行の LIBOR 操作

それでは、バークレイズ銀行の LIBOR 不正操作事件とは、どのようなものであったのか。大きくはつぎのように 2 つの時期の操作に分かれる。

- ① 2005 年から 2008 年：実際の取引レートより高い LIBOR を BBA に報告した。LIBOR を自己の市場での調達金利より不正に高く誘導して、貸出やデリバティブ取引などの LIBOR 使用取引で利益を得た。
- ② 2008 年のリーマンショック時：実際の取引レートより低めの LIBOR を BBA に報告して、自行の経営状態（信用力）に問題がないことを強調した。この頃は、リーマンショックの影響で、世界の銀行の信用力が落ちていた時期であり、金融市場には疑心暗鬼の気配が蔓延していた。したがって高い LIBOR を申告すると、バークレイズ銀行の信用状態が疑われることになるので、低めの LIBOR を申告した。この件に関し、英中央銀行が誘導したのではないかという疑惑があった。

以上のような不正操作は、上に述べたように一行ではできにくい構造になっており、複数行が談合したのではないかと疑念が出ており、現実には世界の金融当局が自国の大手銀行に対し、事情聴取を行っている。不正が発見された例としては、スイスの UBS がある。2012 年 12 月に、米英スイスの金融当局は、LIBOR の不正操作があったとして、UBS に、総額 14 億スイス・フラン（1,300 億円）の課徴金の支払いを命じた。デリバティブのトレーダーが LIBOR 担当者に不正を持ちかけたという。

バークレイズ銀行の不正操作については、疑義を抱いたドル建て金融先物の監督者である米商品先物委員会（CFTC）が、銀行監督機関の英金融サービス機構（FSA）の協力の下に、ユーロドル報告銀行へ 2008 年以降立ち入り検査をした際に発覚した。バークレイズ銀行は、この件で、合計 2 億 9,000 万ポンド（360 億円）の罰金を支払った。

### (4) LIBOR 改革

今回の事態を受けて、英財務大臣は、FSA の市場監督部門の責任者ウィートレイに改革案をまとめるよう指示した。9 月 28 日に最終提案（ウィートレイ・レビュー）が提出された。その主な内容は、① LIBOR に関する業務を金融サービス市場法の監督対象とする、② BBA から新たな独立機関に運営を移す、③ 報告金利は「できるだけ」取引データを反映したものとする、④ 報告機関の数を増やす、ことなど。レビューでは、これにより LIBOR を活用することの難点とされた、①金利に報告者の判断や推定が入る、②報告金利を検証する仕組みがない、などを解決できると考えている。米国などからは、レボ金利など代替指標を推薦する動きがあったが、同レビューに先立ち提出されたディスカッションペーパーでは、①通貨と期間を広くカバーすること、②取引量の多さ（操作可能

性の少なさ), ③金融危機時に取引が維持されること, ④金利にカウンターパーティ・リスクや流動性リスクが反映されること, などの点において, LIBOR を完全に代替する指標はないとしている。現在のところ, BBA の機能を移管される新たな独立機関は, 公的機関ではなく, 市場のニーズにあわせたサービスや指標の発展を考慮して, 民間に委ねられることになりそうである。また, 外国為替・金融市場委員会に代わる新監視機関も, 監督当局からの派遣者を受入れず, LIBOR の利用者を含めた利害関係者で構成されることが予定されている<sup>(1)</sup>。

#### (5) LIBOR 不正操作問題の意味するところ

LIBOR は, 世界の大手銀行の自己申告を基礎として成り立っている指標であり, 改革後も, 利害関係者(市場関係者)から構成される新監視機関が, 監視する仕組みとなりそうである。金融取引は, 歴史的にみて, 自由な発想にもとづいて取引が拡充され, 行きすぎると当局の規制や監視が厳しくなるということを繰り返している。金融商品の開発や金融取引は規制されすぎると, 発展しない。その意味で, この LIBOR 問題も, 自由度を残しながら, 若干のシステム修正を加える形で決着がつきそうである。このような利害関係者が創ったシステムは, 利害関係者, 今回の LIBOR 問題では銀行が, その利益増大のために悪用することは, 当然想定されるはずである。金融は生身の人間が運営しているものなので, 金融を考える者は, 常にその動きを監視しておく必要がある。LIBOR 不正操作問題はそのことを教えてくれるよいケースであった。

### 3. サブプライム・ローンの証券化と債券格付け

2007 年 6 月にベア・スターンズの傘下のヘッジファンド 2 社がサブプライム RMBS を再証券化した CDO への投資で破綻したケースを皮切りに, サブプライム・ローンの持つ潜在的リスクが顕在化した。サブプライム問題はヨーロッパにも波及した。ほとんど同時期の 2007 年 5 月に, スイスの大手銀行である UBS が自ら運営していたヘッジファンドを閉鎖したが, そのサブプライム関連証券投資によって 2008 年上期までの損失が約 425 億ドルにも上っていた。同じ 7 月にドイツの IKB 産業銀行でサブプライム損失が表面化, また同じ問題で 8 月にフランスの BNP パリバが運営するファンドの資産凍結を行うなど, サブプライム・ローン関連の金融危機が発生した。サブプライム関連の世界的金融危機については, すでに多くの研究があるので, ここではその詳細には触れず, 金融取引上の問題点のみに絞って考える。

#### (1) サブプライム・ローン(subprime loan)とは

サブプライム・ローンとは, 比較的所得水準が低く, ローンの延滞履歴があるといった, いわゆる優良顧客(プライム)より信用力の劣る人たちへの住宅貸付のことをいう。サブプライムの定義には定まったものはないが, アメリカの銀行監督局の例示では, 「過去 12 カ月の間に 2 回以上 30 日延滞に陥ったことがある, または 1 回以上 60 日延滞に陥ったことがある」人たちであり, 消費者の信用力を評価する「FICO スコア(Fair Issac 社が開発し, 消費者信用情報機関が運用しているスコア)で, 660 点未満」の人たちが借手になっている場合が, サブプライムとみなされている。なお FICO スコアは, 借入口座数, 過去の支払履歴, 借入残高等によっ



て算出されるが、年収などは考慮していないので、サブプライム層は必ずしも低所得者というわけではない。

## (2) ローンの形態

サブプライム・ローンは調整型変動金利（ARM）であり、2/28 ARM や 3/27 ARM が典型的である。すなわち 2/28 では、最初の 2 年が固定金利支払い、2 年経過後満期までの 28 年が変動金利支払いになる。変動金利は 6 カ月ごとに見直されるので、サブプライム・ローンの借手は、長期間金利上昇リスクを取らなければならない。しかも、当初の 2-3 年は、借りやすいように基準より低い優遇金利が適用されるが、その後は金利水準が高くなる。基準金利が低い間は負担が少ないが、2004 年以降には政策金利が急上昇し、金利支払い負担が大きくなり支払い不能となるケースが多発した。

返済能力に難があるサブプライム・ローンの借手にとって、なぜ住宅ローン借入が可能なのか。それは、上述のように当初の 2-3 年は優遇金利が適用されていること、低金利時代には貸出競争激化で貸手の融資基準が緩やかだったこと、さらに、貸手が、ローンの担保になっている住宅の価格が上昇することを前提に貸出を行っているからである。貸手にとって担保になっている住宅の価格が上がると債権回収は容易になるし、借手にとっても当初の固定金利期間が終了した時に、担保価値が上昇し返済履歴も更新されるので、サブプライムからプライムに昇格し、有利な条件で借り換えに応じてもらえる可能性が大きくなる。逆に住宅価格が下があれば、担保価値が下がっているので貸手は借り換えに応じない。したがって借手は上昇する恐れのある変動金利の負担に耐えなければならないし、債務不履行となる可能性も高くなる。

## (3) 証券化

一般的に証券化の仕組みはつぎのようになる。すなわち、まず、証券化のために住宅ローンを買取った銀行や投資銀行は、SPC（特別目的会社）を設立し、購入した住宅ローンを譲渡する。SPC は、この住宅ローンの生み出すキャッシュフローを担保にして証券を発行し、投資家に販売する。サブプライム・ローンの証券化では、高い格付けを得るために、優先劣後構造という内部的信用補完がなされた。優先劣後構造とは、証券化商品を優先債と劣後債の重層構造にし、担保となっている住宅ローン債権からのキャッシュフローを、まず優先債の元利金支払いに充当し、劣後債の元利金支払いは優先債に劣後するという仕組みをいう。優先債の格付けが劣後債より高いのはいうまでもない。

現実には、優先劣後構造はより重層的になっていて、大きくはシニア債、メザニン債、エクイティと分類され、元利金の支払いによって、その中身が格付け毎に幾つものトランシェに分けられている（エクイティは無格付け）。2005 年以降に発行された案件には 10 以上のトランシェで構成されたものがある。なお、サブプライム・ローンの貸出残高（2006 年末時点で 1 兆 3,000 億ドル程度）の過半（7,000 億ドル程度）が証券化されていた。

## (4) サブプライム・ローンの証券化商品の格付け

- ① 格付けは、担保となっているローンの質によって決まる。いろいろな州の借手のローンを大量に集めリスクを分散すれば、格付けは高くなる。優先劣後構造を作るか、モノラインの保証を付けければ信用補完できるので、格付けを操作できる。
- ② もしサブプライム・ローンの証券化商品が売れ残れば、これと、ほかの ABS など混ざって担保とし、改めて証券化した債務担保証券

(CDO) が作られ、これも優先劣後構造により、AAA でない証券から、一定割合の高格付け証券が作られる。格付け上の論理は、相互に関連のない商品を組み合わせた場合には、リスク分散効果により同時にデフォルトする確率が下がるというもの。

- ③現実には、相当な件数の急速な格下げが発生した。S&P でみると、2008 年 3 月までに、2005 年第 1 四半期から 2007 年第 3 四半期までに発行されたサブプライム RMBS の 44% が格下げされ、そのうち第 2 順位抵当権のものは 87.2% が格下げされた。格下げの幅は、2005 年発行のものは 4~6 ノッチ、2006 年および 2007 年発行のものは 6~11 ノッチ。また、2008 年 4 月までに、705 の CDO について 3,068 トランシェが格下げされた。

#### (5) サブプライム・ローンの証券化問題の意味するもの

サブプライム・ローンの証券化とその格付けについては、次のような問題があった。すなわち、証券化された商品の格付けにおける想定ミスである。先に述べたように、証券化のベースとなったサブプライム・ローン自体も、プライム・ローンに比べると債務不履行となるリスクが高いローンである。しかし、大量のサブプライム・ローンプールを前提にすれば、必ずしもすべてが一斉に債務不履行に陥るわけではない。特にアメリカの場合には多くの州にまたがってローンを集め、その合算した元利金支払いのキャッシュフローを考えれば、同じ州のローンプールを作るより債務不履行の確率は格段に低下する。このような過去のデータを前提に優先劣後構造を作れば、格付けの高いものから低いものまで多様な証券を発行できるというのが、格付け機関が AAA や AA の証券格付けを行った根拠であった。もちろん、モノラインの保険・保証などの信用補完措置も用いられた。

ところが、米国の各州の住宅価格が 2007 年から一斉に下がったとか、サブプライム・ローンの 2 年間の固定金利期間が終了し変動金利に移行する 2004 年前半から 2006 年にかけて、金利が高騰してローンの金利が支払えない借手が続出したとか、モノラインの経営が悪化したとか、格付けの前提条件が想定したものから狂ってしまった。

そもそも米国の格付け機関は民間企業であり、格付けを信用するもしないも投資家次第ということが大前提になっているが、S&P やムーディーズが、過去の歴史的実績で投資家の信用を得すぎているがゆえに、投資家の損失が大きくなってしまった。格付け機関の行う格下げや格上げは、その行った債券の満期までの間に見通しが間違ったことを意味するものであるが、債券流通市場の投資家にとって、保有する債券のデフォルトの可能性を逸早く知ることが的確な投資判断に資するということで、投資家に重宝がられているのが実情である。証券化商品の格付けは将来の満期までの債券の元利金支払いのためのキャッシュフローを予測する点では、企業や国の発行する債券格付けと同じであるが、企業や国の情報は多量にディスクローズされていることもあり、投資家も自分で分析し、格付けの正当性をチェックできるが、サブプライム・ローンの証券化商品は、企業や国の発行する債券ほど分析は容易ではない。投資家の分析能力を上げるか、格付けの内容が理解しにくいものには投資しないかの選択が必要であろう。債券の発行者と格付け機関は事前に格付けについて相談できるようになっているが、これが癒着を生むとよくないので、規制が強化されるようであるが、これは望ましいことである。

世界には公的格付け機関を創ったり、格付け機関の監督を強化したりする動きがあるが、これも国の政策や恣意性に支配される可能性があり望ましくない。要は、投資家の判断レベルを

上げるか、既存の格付け機関に代わる、より優れた情報機関が新たに生まれてくるしか解決法がない。このサブプライム問題も、LIBOR問題と同じように、民間機関の行う債券格付けが、深く金融市場の中に根を下ろし、いわば金融システムの中に制度として組み込まれてしまったために発生した問題であるといえる。

#### 4. 中国の不良債権処理

同じ銀行制度でも、中国の銀行制度は世界でも特殊なものである。中国では、1949年から1978年の改革開放路線が採られるまでは、社会主義計画経済の時代であり、その大半は、中国人民銀行が中央銀行と商業銀行を兼業するモノバンクの時代であった。計画経済であるから、国有企業の必要資金は政府より配分され、国有企業の利潤は国家に上納される社会システムが構築されていた。したがって、この時代の銀行は、政府と国有企業間の資金の流通を取り扱うトンネルとしての役割のみであった。

1979年12月に改革開放路線が打ち出されるに及んで、社会主義自由経済が導入されたので、銀行の機能を変更する必要があった。まず、1979年から1984年までに4つの特殊分野を担当する国家專業銀行が人民銀行から分離する形で創られた。これが、中長期の設備資金を貸出す建設銀行、都市部での短期資金貸付を担当する工商銀行、外国為替担当の中国銀行、農業金融専門の農業銀行である。そして、1982年に中国人民銀行を中国の中央銀行專業とした。中国は、1995年に現在の商業銀行の体制を創るための根拠法である「商業銀行法」を成立させ、4つの国家專業銀行を、4大商業銀行に改組した。4つの銀行は、現在では名前に関係なく一般商業銀行業務を行っている。4大国有商業銀行の規模は巨大であり、中国全体の預金、貸付の約半分のシェアを持っている。

一応格好の上では、商業銀行になったのであるが、いまだに国有企業に優先的な貸出を行っており、中央、地方政府の貸出に対する意図的な指令や圧力が強い。つまり、貸出が国家目的に従うことが多くなっている。しかし借手の国有企業の中にも、銀行と同じ国有なので、元利金を支払うことに積極的でない企業があったり、政府の指令で貸出したプロジェクトが成功しなかったりで、国家專業銀行時代以来の不良債権が、総貸出の30%にも上る銀行が出てきたので、財務省と中国人民銀行は4大国有銀行の不良債権を処理することに決定した。

そのために、中国政府（財政部）が全額出資で、4つの資産管理会社を設立した。これらは、当初、自分の担当と定められた各銀行の不良債権を処理することを目的として設立されたのである。この4つの会社の資金調達は、1999年に、各自に対応した銀行に対して発行した金融債8,460億元と、人民銀行からの借入5,479億元によって行われた。この時に4社が買取った不良債権額は1兆3,939億元であったが、これは、4大国有銀行から「簿価」で買い取った。すなわち、4大国有銀行には損失が一切計上されていない。資産として金融債が現金と置き換わっただけである。いわば4大国有銀行は「飛ばし」のテクニックで不良債権を処理したのである。当然4つの資産管理会社に損失が生ずることになるわけで、現実には2006年3月末現在で、買取総額の25%足らずの資産回収率にとどまっている。最終的にはこの損失は政府によって処理されたと推測される。

日米などの先進国では、不良債権の譲渡は「時価」売却となる。この処理によって銀行は損失を計上し、その結果として貸出担当者や銀行経営者が損失を出した責任を取ることになる。中国のような「簿価」売却では、貸出審査能力や経営者の管理能力が向上しない。

また、中国では雇用の維持、拡大が最優先の

政治課題になっているので、リーマンショック後の世界同時不況の影響を回避するため、2008年11月から2010年末までに4兆元(57兆円)の財政投資を行うことになったが、これに呼応して金融政策も超緩和基調に、さらに4大国有銀行も政府に積極貸出を要請された。この結果不動産バブルが発生したが、このバブルをつぶすために政府は2010年第2四半期ごろから強制色の強い価格抑制策を打ち出した。4大国有銀行は、経済拡大のために地方政府が行ったインフラ・プロジェクト推進のための資金調達会社「融資平台」などに積極的に貸出を行っていたので、不動産価格の下落で、これが不良債権化する恐れが出てきた。実はこの「融資平台」の返済原資は、地方政府が農民から土地使用権を安値で買取り、それを不動産開発会社等に高値で売却した時の譲渡益だというのである(中国では土地は国有)。不動産価格が下落するとこの返済原資が減少するので、銀行の借入返済が遅延するか、場合によっては返済できなくなる可能性が出てきている。

4大国有銀行の場合、国家からの直接的な指令は従来ほどではなくなっているが、国有企業向けの貸出のウエイトは、5割以上であると推定される。実は、中国統計年鑑によると、中国の工業生産総額における私営企業のウエイトは、1998年ではほぼ0であったが、2010年段階では国有が18.6兆元であるのに対し、私営はこれを上回る21.3兆元であった。将来も外資系企業と私営企業のウエイトが拡大することが予想されるが、これは国有企業以外の企業が、今後必要とされている中国の産業構造の転換に大きな役割を担うことを意味している。しかし、4大国有銀行の貸出ポートフォリオは、この現実の動きを捉まえていない。民間中小企業向けの貸出は、民間銀行である株式制銀行や、中国では大きな力を持つ閥金融市場から行われており、中小企業は法外な金利を支払っている。

自由経済では当たり前の、銀行貸出の産業構造転換機能が中国ではうまく作動していないようである。不良債権処理の方法といい、4大国有銀行の貸出ポートフォリオの現状といい、中国政府が、急速な市場経済化の勢いについて行けていないことの裏返しの現象なのかもしれない。

このように、同じ「商業銀行」といっても、日米英などで行われている商業銀行とは異なった活動を行う銀行が、広い世界には存在するので、一律に「銀行」を論ずることの危険性を認識する必要がある。

ただし、中国では、金利自由化が進展し、株式制銀行などの民間金融機関の設立も許可され、金融界に競争原理が導入されつつある。また国際収支上の資本取引規制も次第に緩められ、金融市場国際化へ一歩踏み出している。今後、中国の銀行界がどのように変貌して行くのか、よく観察しておく必要がある。

## おわりに

以上述べたように、金融機関や金融市場は常に変容している。金融を考える者は、このような動きを持続的に注意深く見ていないと判断を間違える。以前、日本でバブルが崩壊し、銀行に巨額の不良債権問題が発生した時、銀行の貸渋り現象を見て、もはや日本の金融制度は銀行に任せられないとして、投資信託などを使った市場型間接金融制度に代替させるべきであるとする主張が強くなった時期がある。しかし、日本の預金者は動かなかった。投資信託にはいろいろなリスクを持った商品があるが、預金のように元利金保証の強みを持った商品はない。結局、政府の不良債権処理の積極化によって、銀行は立ち直り、日本では相変わらず、銀行中心の金融システムが続いている。外国の先端的な金融市場で行われていることが、必ずしも日本



に定着するわけではない。木を見て森を見ずの例えの見本のような話である。心しなければならぬ。

## 注

- (1) LIBOR 改革については、井上武「LIBOR 改革に乗り出す英国」野村資本市場クォーターリー，2012 Autumn，野村資本市場研究所，を参考にした。

## 参考文献

- 伊藤誠 [2009]，『サブプライムから世界恐慌へ』青土社
- 岩田規久男 [2009]，『金融危機の経済学』東洋経済新報社
- 江川由紀雄 [2007]，『サブプライム問題の教訓』，商事法務
- 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
- 中空麻奈 [2009]，『早わかりサブプライム不況』朝日新聞出版
- 春山昇華 [2007]，『サブプライム問題とは何か』宝島社
- みずほ総合研究所 [2007]，『サブプライム金融危機』日本経済新聞出版社
- 米倉茂 [2008]，『サブプライムローンの真実』創成社
- 井上武「LIBOR 改革に乗り出す英国」野村資本市場クォーターリー，2012 Autumn，野村資本市場研究所。