HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	米国住宅ローン証券化商品（RMBS）とシンセティックCDOについて ： 米国サブプライムローン問題における複合商品の構造
Author(s)	北見, 良嗣
Description	研究ノート
Citation	北大法学論集, 60(6), 332[153]-315[170]
Issue Date	2010-03-31
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/43002
Type	departmental bulletin paper
File Information	HLR60-6_012.pdf

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

研究ノート

米国住宅ローン証券化商品（RMBS）とシンセティックCDOについて

――米国サブプライムローン問題における複合商品の構造――

北　見　良　嗣

1．はじめに

周知のとおり、米国のサブプライムローン[1]問題に端を発した世界不況は、規模的にみて1930年代の世界同時大不況に匹敵するとも言われ、各国とも、その対策として財政面からの景気刺激策や本格的な金融システム安定化策を実施するなど、政策面で打てる手は総動員するに至っている。

この問題については、2006年頃から米住宅市場が調整局面入りしたとの報道がなされていたが、具体的には、2007年２月にサブプライムローンの焦げ付きが原因で幾つかの米住宅金融会社が破綻したのが契機となった。当初は、この問題は米国国内の住宅ローン問題[2]と思われていたが、同年央頃からその影響

[1] サブプライムローンとは、信用度の低い借入人に対し供与される民間住宅ローンで、その商品設計は、政府支援機関（GSE）が提供するエージェンシー物（固定・元利均等払い）と比べて、金利面で大幅に債務者利便を図るものとして組まれていたとのことである（詳細は、拙稿「サブプライムローン等の破綻とクレジットクランチ～アメリカミッションの最新情報」季刊サービサー15号29頁参照）。

[2] 米国における住宅ローン残高は約10.5兆ドル（約1,030兆円）と言われているが、そのうちサブプライムローンは約13～15％（約1.3～1.5兆ドル：約130～140兆円）。因みに、日本における住宅ローン残高は180兆円（倉橋透＝小林

は急速に欧州・米国の金融界に波及し、しかも時の経過と共に深刻さを増して金融システムの根幹を揺るがすまでに至った。

本稿では、まず米国サブプライムローン問題の経緯を振り返ったのち、その影響が欧米の金融システムに波及する原因の1つとなった、後述RMBS（住宅ローン証券化商品）とそれを組み込んだRMBS・CDO（担保付債務証券）のスキームを資産証券化の例として、また後述クレジット・デフォルト・スワップとそれを組み込んだシンセティックCDOのスキームをリスク証券化の例として、それぞれ考察した後、特にクレジット・デフォルト・スワップを中心に今後の課題の整理を試みる。

2．米国サブプライムローン問題の経緯

(1) 2007年2～9月［流動性危機の時期］

米国サブプライムローン問題の金融システム面への波及のプロセスを簡単に振り返ってみると、投資銀行等の金融機関は、2000年以降のサブプライムローン・ブームの中で、資産運用を主目的とする事業体であるSIV（Structured Investment Vehicle）を組成し、このSIVに、ABCP（Asset-Backed Commercial Paper）発行による資金調達を行わせる一方、運用面ではサブプラ関連の後述RMBSやRMBS・CDOへ積極運用を行わせてきた[3]。しかも、その過程で、SIVが取得したRMBSやRMBS・CDOを担保にして更なるABCPの発行（レバレッジを効かせた借入れ）を行い、調達資金をさらにRMBS等に運用していたといわれている（一種の信用創造）。

しかるに、2007年2月～9月の時期には、サブプラ関連商品の格付引下げに

正宏『サブプライム問題の正しい考え方』中公新書1941〈2008、中央公論新社〉40頁）。

[3] SIVは、スポンサー銀行から倒産隔離された資産運用のための事業体で、スポンサー銀行のバランスシートとは非連結。通常、SIVは①スポンサー銀行からABCP発行のための信用・流動性供与枠（バックアップライン）の提供を受け、かつ、②格付機関の日常的モニタリングにより高格付けを得ることで、低利の短期調達を可能にする一方、長期運用によってALM（Asset-Liability Management）リスクを取っていた（みずほ総合研究所編『サブプライム金融危機』〈2008年、日本経済新聞出版社〉131頁）。

伴い当該SIV発行のABCPに対しマーケットの不信感が強まり、ABCP発行による資金調達が急速に困難化し、SIVは流動性危機に直面。CPバックアップラインを提供していたスポンサー銀行により流動性供給が行われたが、今度は当該金融機関自体の資金繰りが悪化し、ひいては短期金融市場全体の流動性がタイト化するに至った(最終的には、各国の中央銀行が流動性を供給)。また、こうした過程で、SIVを中心としたこれまでの一種の信用創造が急速に逆回転をした。

(2) 同年9月～2008年1月［流動性リスクの信用リスクへの転換の時期］

2007年9月～2008年1月の時期には、サブプラ関連商品の格付引下げ・価格続落や関連ビジネスにおける損失計上が、SIVや関係金融機関の四半期決算に損失として徐々に顕現化。金融機関サイドで自発的な増資の動きが出るものの、効果は今一つであった。この時期、証券化商品の組成・格付取得に組み込まれている後述外部信用補完措置たる保証等についても履行が求められて、金融保証会社（後述モノライン）の収益も悪化した模様である。

(3) 2008年2月以降［金融システムの根幹が揺るがされた時期］

2008年2月以降の時期には、サブプラ問題が欧米金融機関の経営基盤を直撃し、銀行の貸し渋りが顕著になると共に、実体経済動向にブレーキがかかり景気が急に減速。

主要金融機関の破綻も、同3月央の米ベアー・スターンズ証券のJPモルガン銀行による救済買収、同7月央の米連邦住宅2公社（ファニーメイ、フレディマック）の破綻・公的救済と続く。そして、同9月央には米リーマン・ブラザーズ社の連邦破産法11条の適用申請、米メリルリンチ証券のバンク・オブ・アメリカ銀行による買収、そして米保険大手のAIGの破綻・公的救済等へと繋がる。

そして、2008年10月米金融安定化法の成立を受けて、米主要金融機関9行に資本注入が行われたうえ、本2009年2月10日には、米ガイトナー財務長官の包括的金融安定化策において、官民共同ファンドによる不良資産買取りが発表される[4]。また、同17日には、米議会を通過した総額7,870億ドルの景気対策法が

[4] その具体的な内容は、本2009年3月23日「官民投資プログラム」として発表

米オバマ大統領の署名を得て成立。さらに、同18日には米アリゾナ州において、同大統領により、住宅対策が発表されるに至っている[5]。

(4) サブプライムローン問題とクレジット・デフォルト・スワップ

このような米国のサブプライムローン問題を喩えて、「当初は単なる『風邪』と思われていたが、実は『インフルエンザ』であり、しかも訳の分からない『新型インフルエンザ』(SIV やモノラインなど、新語が多数登場したことを捉えて)だった」との声も聞かれる。

米国サブプライムローンの焦げ付きの問題だけであれば、1980年代後半のＳ＆Ｌ（Savings & Loans Association）危機や我が国での不良債権問題と同様、その本質は貸付金融機関のバランスシート上の問題に止まり、対応策も、当該貸出の処理（償却引当、担保不動産の売却、当該ローンの売却等）、資金援助、預金者保護や資本増強などの当該金融機関の経営問題に止まるはずであった。ところが、今回の米国サブプライムローン問題は、周知のとおり影響が全世界に波及したわけで、その背景には証券化の存在があったといわれる。

されたが、米政府による750～1,000億ドルの公的資金からの資金投入（金融安定化法からの拠出）と共に民間投資家の拠出を募り、FDIC、FRB の保証・融資と合計して5,000億～１兆ドルの不良資産を購入するという計画（2009年３月24日付日本経済新聞朝刊「不良資産買い取り発表－米、最大１兆ドル規模」。この他、米財務省のホームページ：http://www.treasury.gov/press/releases/tg65.htm‹visited on 2009/04/01› 参照）。

[5] その内容は、①ファニーメイ、フレディマックが適格とする住宅ローンについて、そのリファイナンスに関し設定されている現行ルール（住宅ローン借入は住宅価格の80％以内である要）を撤廃し、住宅価格が被担保債権額を割り込む「アンダーウォーター債務者」に対し、住宅ローンのリファイナンスを可能化、②民間サブプライムローン債務者とのローン・モディフィケーション交渉促進のため、貸し手に公的補助（旧金利と新金利との間の差額の一部補てん）を提供、③破産法を改正し、裁判所の判断で、住宅ローン債務額の住宅価格までの減額を検討等（2009年２月19日付日本経済新聞朝刊「米住宅対策　最大900万世帯救済」。この他、米国ホワイトハウスのホームページ：http://www.whitehouse.gov/the_press_office/Remarks-by-the-President-on-the-mortgage-crisis‹visited on 2009/02/19› 参照）。

3．RMBS と RMBS・CDO ～資産証券化の例として

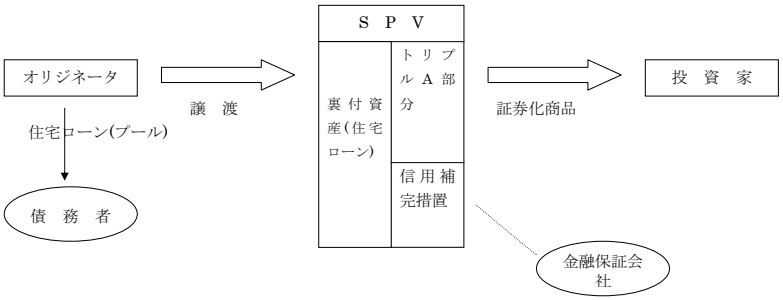
(1) RMBS

RMBS（Residential Mortgage-Backed Securities ；住宅ローン証券化商品）とは、証券化の１つであり、裏付資産を米国における住宅ローンとする証券化商品である。

まず、証券化について定義を確認しておくと、証券化には、資産証券化（asset securitization）とリスク証券化（risk securitization）の２種類がある。前者の資産証券化（筆者注：【別図１】）は、金銭債権や不動産のような資産を、一定の仕組み（structure）を用いて証券市場で取引される有価証券に転換するファイナンスの手法と位置付けられる。一方、後者のリスク証券化は、保険や保証のような偶発債務の引受けを有価証券への投資に転換するものである[6]。なお、証券化での SPV として、特別目的会社（Special Purpose Company ; SPC）や特別目的信託（Special Purpose Trust ; SPT）などの特別目的ヴィークル（Special Purpose Vehicle ; SPV）が用いられる[7]。

資産証券化の目的としては、オリジネータにとって、バランスシートからの

【別図１】資産証券化の基本スキーム（外部的信用補完措置を用いるケース）



【参照】大垣・前掲注（６）７頁他。

---

[6] 大垣尚司「証券化のスキームとその実態」（金融法研究資料編（17）金融法学会2001）４頁。

[7] SPV には、英領ケイマンなどで組成される株式会社や、資産流動化法に基づく特定目的会社、我が国会社法に基づく株式会社など、様々な形態がある。

切り離し、ROAの向上等のニーズもあるが、ファイナンス目的が最も一般的であるといわれている。すなわち、低い格付けの企業は、優良な資産を活用することにより高い格付けを享受して低利の資金調達を実現することが可能になるわけである。

資産証券化の際には、資産をオリジネータの信用力から切り離すことが必要となるため、資産の譲渡が真正売買（true sale）でなければならないことになっている。

資産証券化の裏付資産については、特に制約はないが、①キャッシュフロー分析ができ、②リスク分散され、③資産に均一性があり、④資産のパフォーマンスがオリジネータの信用力から独立し、⑤利益率・貸倒率などのヒルトリカル・データが揃っていることなどの要件を充たすことが望ましいとされている[8]。

こうした観点からすると、住宅ローンは、キャッシュフロー分析が容易で、地域等が分散した小口のローンを数百件束ねてプールすることから分散も効いて安全性が高いと評価されやすいなど、証券化の対象として好まれ易い。ここに着目し、米国では、1970年代から連邦住宅公社適格の住宅ローン（エージェンシー物）を中心に証券化がファイナンス手法として用いられてきた。また、今回のサブプライムローン・ブームの中で、民間サブプライムローンもRMBSに証券化されていったわけである。

このような証券化のスキームにおいては、投資家に好まれる高格付を取得すべく、高い信用力を獲得する見地から信用補完措置が組み込まれることが多い。このうち内部的信用補完措置として優先劣後構造（証券化商品を優先債と劣後債の重層構造〈各層をトランシェと呼ぶ〉とした上で、裏付資産からの回収金は、まず優先債の元利払いに充当され、劣後債の元利払いは優先債に劣後するというスキーム[9]）や超過担保（調達金額を超える資産を譲渡することで信用補完を行うもの）が、また外部的信用補完措置として保証会社保証が用いられる。このうち、外部的信用補完措置として、モノライン（筆者注：金融保証業

[8] みずほ総合研究所・前掲注（3）108頁。

[9] 民間サブプライムローンの証券化商品の場合には、優先部分（主としてトリプルA付与）はシニア、次の部分（主としてダブルA、シングルAなどを付与）はメザニン、最劣後部分（損失計上としてはもっとも最初となる無格付部分）はエクィティと、それぞれ呼ばれる。

務のみを扱うことからこの名の由来がある）の金融保証会社が組み込まれていたところ、前述のように組み込まれているサブプライムローンの延滞率等上昇の中で、保証履行請求が急増し、金融保証会社が破綻に追い込まれたものとみられる。

(2) RMBS・CDO

今回のサブプライムローン問題の展開の過程では前述RMBSだけでなく、というよりも、金融システムに与える影響度が見えにくかった点ではむしろRMBS以上に、RMBSを裏付資産とするRMBS・CDOが問題となった。

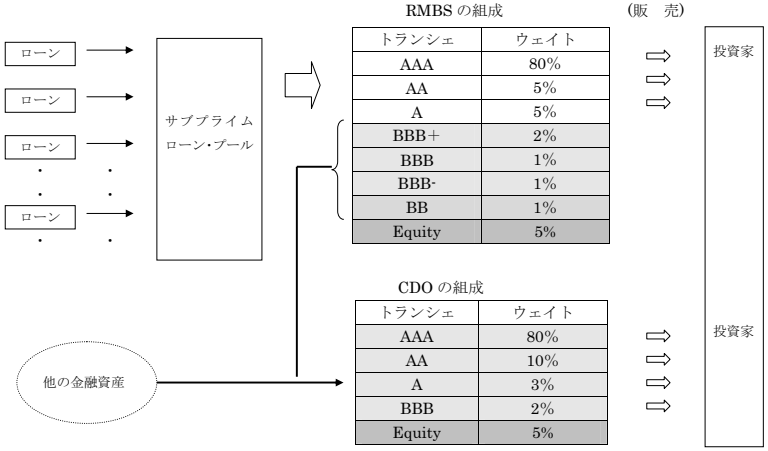
まず、CDOについて整理をすると、CDO（Collateralized Debt Obligation；担保付債務証券）とは、債務の調達手段のポートフォリオからリスクの性質が大きく異なる債券を作る方法のことをさす[10]。

CDOにも、裏付資産の移転を伴うキャッシュCDOと、リスクの移転を伴う合成（シンセティック）CDOがあるが、ここで取り上げるRMBS・CDOは、前者のカテゴリーに属する（後者については、後述4.(2)参照）。すなわち、「(R) MBSを裏付資産とするもので、具体的には、そのままでは投資家に対して販売しにくいトリプルB格程度の格付の（RMBSの）トランシュを裏付けとして他の金銭債権と合わせたプールを作り、それを優先劣後に切り分けたCDOが組成される。このCDOについても、優先劣後構造を採用することにより70～80％程度の最優先部分がトリプルAのCDOになる【別図2】（筆者注：図の番号は本稿に合わせて変更）。こうして、…複数の(R) MBSを束ねることで住宅ローンの地域分散等が期待できることを主たる理由に、トリプルBの(R) MBSがトリプルAのCDOに化ける」[11]というものである。

このような仕組みのRMBS・CDOについては、①まず、RMBSの裏付資産となっているサブプライムローンの焦げ付きが、損失としてどの程度RMBSのエクィティ部分、メザニン部分を侵食しているのか、②次に、サブプライムローンを裏付資産とするRMBSについて、そのパフォーマンスがどの程度悪化し、RMBS・CDOにどのような影響が出ているかが外部から分かりにくい

[10] ジョン・C・ハル著＝竹谷仁宏訳『ファイナンシャルリスクマネジメント』（2008、ピアソン・エデュケーション）321頁。
[11] みずほ総合研究所・前掲注（3）122頁。

【別図２】 RMBS を裏付けとする CDO の組成（重層構造を取るケース）



【参照】みずほ総合研究所・前掲注（３）123頁。

ことが、RMBS・CDO の時価評価の際に深刻な問題となった。

加えて、CDO の価格評価については、市場取引が薄いこともあって市場価格が存在せず、時価評価にはプライシング・モデルによる理論値を使わざるを得なかったが、理論値は現実との乖離が大きかったと言われている[12]。

4．クレジット・デフォルト・スワップとシンセティック CDO ～リスク証券化の例として

(1) クレジット・デフォルト・スワップ

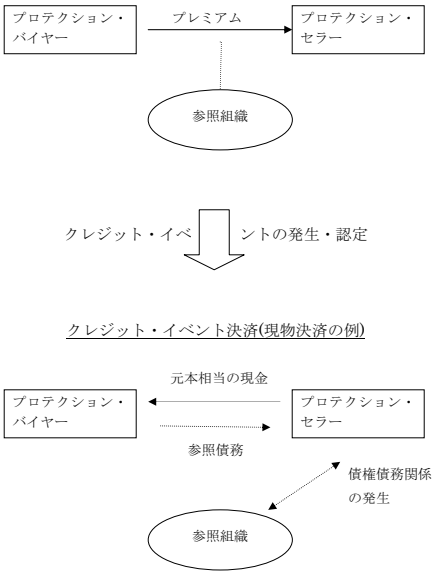
今回のサブプライムローン問題においては、これまで見てきたような資産証券化だけでなく、リスク証券化も登場した。以下においては、リスク証券化を理解するために、まずクレジット・デフォルト・スワップの仕組みを考察した上で、その応用例として、シンセティック CDO を取り上げる。

ア．仕組み【別図３】

クレジット・デフォルト・スワップ（Credit Default Swap；CDS）とは、信

[12] みずほ総合研究所・前掲注（３）124頁。

【別図３】 クレジット・デフォルト・スワップの構造



【参照】河合＝糸田・前掲注（15） 8頁掲載の図を加筆修正。

用リスクの移転を企図したクレジット・デリバティブの一種であり、組成には次のようなプロセスを踏む。

① プロテクション・バイヤー（Protection Buyer）がプロテクション・セラー（Protection Seller）に対して、所定のプレミアム（損失補てんを受けるための対価）を支払う。

② 特定の参照債務について所定の信用事象（クレジット・イベント）[13]が発生した場合には、上記プレミアムを見合いにして、プロテクション・セラーは元本相当額を支払って参照債務の引渡し（現物決済）を受けるか、損失額の支払（現金決済）を行う[14]。

[13] 参照債務者にかかる倒産、支払不履行、リストラクチャリング等当該債務者の信用度低下を示す事象。

[14] 現金決済の場合には、信用事象から事前に決められた日数後にディーラーからその債券の最も安い売買可能な市場価格を集めて中間値を独立計算機関が決定し、額面からその分を控除した残りの額を、プロテクション・セラーは支払う（ハル＝竹谷・前掲注（10）308頁）。

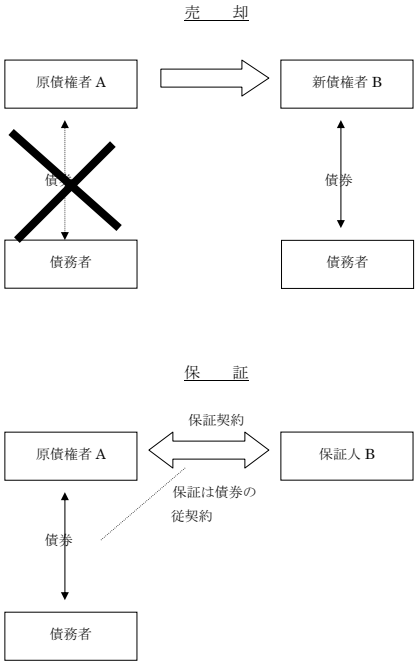
③　こうしたプロセスにより、プロテクション・セラーはプロテクション・バイヤーに対して損失の補てん（プロテクションの付与）を行う。

イ．売買、保証との比較【別図４】

このようにCDS取引は、信用リスクを移転することに特徴がある。CDS取引の使い方については、その目的に応じて、後述のとおりヘッジ目的等の３種類があるが、以下では、保有する社債のヘッジ目的でCDS取引を利用した場合に、類似の取引である売買、保証とどのように異なるかを整理してみる[15]。

まず社債の売却では、原債権者（Ａ；債券の売り手）から新債権者（Ｂ；

【別図４】　売却、保証の仕組み



【参照】河合＝糸田・前掲注（15）９頁。

[15] 河合祐子＝糸田真吾『クレジット・デリバティブのすべて』（2005、財形詳報社）８頁。

債権の買い手）に権利義務関係が完全に移転し、原債権者は契約から離脱して、以降債務者とは無関係になる。また 保証 では、債権者は債務者との債権債務関係を維持したまま、保証人との間で保証契約を締結する。この場合、「主たる債務者が債務を履行しないときに代わって履行する」（民446条）という保証契約の内容により、実質的に債務者の信用リスクは債権者から保証人へ移転する。

一方 CDS取引 では、保証と同様、債権者（プロテクション・バイヤー）が債務者（参照債務にかかる債務者）との関係を維持したままで、信用リスクの移転のみを行うことができる。もっとも 保証 では、債務者と債権者との間に主たる債権債務が存するが、 CDS取引 の場合には、ヘッジ目的であればともかく、他の目的の場合には、プロテクション・バイヤーと参照債務者との間に債権債務関係があることを要しない[15-2、15-3]。

なお、BIS 自己資本比率規制上の扱いとしては、1991年に導入されたバーゼ

15-2 ここで債務引受との関係についてみると、併存的債務引受では原則、引受人の債務と債務者債務は連帯債務の関係に立つとするのが判例（学説は、不真正連帯債務とする）。しかし、引受人の債務が債務者の債務との関係で従属的な関係、すなわち実質的に保証債務となっている場合には、判例の中にも保証類似とみなすとするものもあり（大判昭和９年４月７日裁判例８民134）、今般発表された民法（債権法）改正検討委員会の『債権法改正の基本方針』は、このようなタイプの債務引受を保証として扱うことを提言する（別冊 NBL126号〈2009年、商事法務〉226頁）。このケースでは、保証と同様の信用リスク移転を観念することができる。

一方、免責的債務引受（債権者・引受人間の合意によるもの）では、債務者の意思に反してなしうるかについて学説・判例間で争いがあるが、判例のように債務者の意思に反し得ないとすると、CDS 取引のように、信用リスクの移転のために使うことは困難となる。この間履行引受は引受人の第三者弁済が根幹をなすが、債権者が引受人に対して債権を取得する訳でない点が、CDS 取引と異なる。

15-3 CDS 取引は、後述のとおり用途がヘッジ目的に限定されず、スペキュレーション目的、トレーディング目的と多様に使える。このため取引量が嵩み易く、しかも取引量とプレミアムとの間に逆相関関係、すなわち取引量がある程度嵩んでくると、情報量の集積と併せて固定費減によるプレミアム低下を招来しやすい。このことが、他の手段（売買、保証等）と比べて、CDS の使い勝手を一層向上させた可能性がある。

ルⅠでは、保証とCDS取引のいずれについても、当該資産にかかるリスク・ウェイトを保証人（ないしプロテクション・セラー）のリスク・ウェイトに置き換えることが認められていた[16]。そして、保証の効果について、中央政府、中央銀行、OECD諸国の公共部門、国際開発銀行、OECD諸国の金融機関、信用保証協会等によるものに限り、認められていた。2007年に導入されたバーゼルⅡでは、保証とCDS取引のいずれについても標準的手法、基礎的内部格付手法では、リスク・ウェイトの置き換えに関して、上記の主体につき、OECD諸国でない場合に信用リスク削減効果を否定ないし低いものとする枠組みを撤廃すると共に、上記以外の主体（事業法人）であっても、外部格付がシングルAマイナス以上であれば適格保証人と認め、その範囲を拡大した[17]。

ウ．利用の仕方

（ヘッジ目的）

CDS取引の利用の仕方には、ヘッジ目的、スペキュレーション目的、トレーディング目的の3種類があるが、ヘッジ目的とは、文字どおり融資や社債発行といった信用供与の際の信用リスクのヘッジにCDS取引を使う場合である。融資を行う場合には融資銀行が、社債発行の場合には投資家が、それぞれ借入債務者の信用リスクを負うわけで、それだけ同リスクをヘッジする必要性を有することになるが、CDS取引は、原契約を維持したままでこうしたニーズに応える有効な手段となる[18]。

（スペキュレーション目的）

上記の例では、ヘッジ目的の参照債務として融資・社債の存在を想定したが、CDS取引は、プロテクション・バイヤーと参照債務者との間に具体的な債権債務関係がなくても組成が可能であり、この点に着目すると、CDS取引をスペキュレーション目的にも活用することが可能となる。現実には、ファースト・

[16] もっとも、バーゼルⅠでは保証の扱いについて規定で明記していたが、クレジット・デリバティブ（CDS）については明確な規定がなく、全銀協のQ＆Aにより、保証と同様の運用がなされていた（佐藤隆文編著『バーゼルⅡと銀行監督』〈2007、東洋経済新報社〉121～123頁）。

[17] バーゼルⅡでは、CDS取引についても規定が明記された（佐藤・前掲注（16）124頁）。

[18] 河合＝糸田・前掲注（15）22～24頁。

トゥ・デフォルト（First-to-Default ; FTD）型がこのタイプの代表例として挙げられている。すなわちFTD型では、複数の単一銘柄（通常は２～10程度の比較的少数の銘柄〈バスケット〉）を参照してこのバスケットのうちのどれか１つにクレジット・イベントが発生すると、クレジット・イベントが発生した参照組織について現物決済もしくは現金決済が行われ、その時点で元本の全額について取引が終了するものである[19]。

（トレーディング目的）

このように投機目的にCDS取引が活用できれば、そのポジションを組み合わせてトレーディングすることは容易であり、現実にも行われている。例えば、将来参照組織の信用状況悪化（＝スプレッド拡大）を想定すると、プロテクションを購入しプレミアムを支払い、逆に信用状況改善（＝スプレッド縮小）を想定すると、プロテクションを売ってプレミアムを受け取る。これにより、将来スプレッドが思惑通りの方向に動けば、含み益が発生、反対売買を行うことにより、利益確定ができる[20]。

(2) シンセティックCDO

ア．仕組み

シンセティックCDOとは、前掲[20-2]CDOの一種であり、リスク証券化の一例である。具体的な組成は次のとおり【標準的なバランスシート型[21]を前提；別図５】。

① オリジネータが、保有貸付債権等を参照債務とするCDS契約をSPC

---

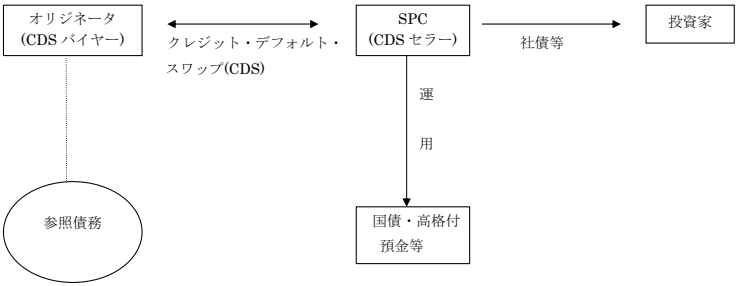
[19] 河合＝糸田・前掲注（15）129頁。

[20] 信用状況悪化を想定した取引は、社債や融資のような現物取引では空売りとせざるを得ないが、そのためにはレポや貸株、貸債のような現物の流動性が必要な点は留意の要（河合＝糸田・前掲注（15）25頁）。

[20-2] 本文７頁上から９行目。

[21] バランスシート型とは、主として銀行その他の金融機関が、自己資本比率規制対策としてリスク資産のオフバランス化を目的として組成する商品。他にアービトラージュ型があるが、アービトラージュ型とは、引当資産における利回りと、発行される証券（CDO）に付される利息との格差、すなわち利鞘の獲得を目的に組成される商品（西村ときわ法律事務所編『新金融実務手引シリーズ　資産・債権の流動化・証券化』〈2006、金融財政事情研究会〉224頁）。

【別図５】 シンセティック CDO の仕組み



【参照】西村ときわ法律事務所・前掲注（21）216頁。

（Special Purpose Company）との間で締結する。

② SPC は社債を発行することにより投資家から資金を調達し、調達資金を国債、高格付金融機関の預金等、安全性の高い資産（担保資産）に運用。

③ 期中、CDS 契約に基づき、オリジネータから SPC に対しプレミアム支払がなされ、SPC はこのプレミアムと担保資産からの利息を原資に、投資家への社債利息を支払い。

④ 期中、参照債務にクレジット・イベントが発生すると、SPC は担保資産の一部 or 全部を処分して取得した資金により、CDS 契約に基づくオリジネータに対し補償金の支払いを行う。

⑤ SPC 発行社債の満期が到来すると、SPC は担保資産の元本償還金 or 担保資産を処分して得られた資金を原資に、投資家に対して社債元本を返還する。

因みに、CDS 取引の規模（残高）は、シンセティック CDO も含めた想定元本ベースで2007年末には60兆ドルを超え、2008年６月末でも54.6兆ドルと報じられている[22]。

イ．今回のサブプライムローン問題におけるシンセティック CDO の利用

今回のサブプライムローン問題の過程においては、米投資銀行リーマン・ブラザーズ社や米連邦住宅供給公社発行の社債を参照資産としたシンセティック

[22] 国際スワップ・デリバティブス協会調べ。

CDOが機関投資家のニーズに応じて、かなり組まれていたようである[23,24]。

一方、保険会社は、CDS取引におけるプロテクション・セラーとしてマーケットで信用リスクの引受けを相当行ったようである。特に米保険大手のAIGは、その傘下にデリバティブ取引を行うロンドン法人を抱え、市場にてプロテクション・セラーとして相当活発に引き受けを行ったようであるが、本来引当てるべき獲得プレミアム収入を利益計上していたのがクレジット・イベント発生の際に裏目に出たとされる[25]。

なお、このようなCDS取引を通じて、伝統的に信用リスクを創造・管理・コントロールしてきた銀行部門から信用リスクが他の部門（具体的には保険部門）に移転していた訳で、これを金融システム全体の健全性の観点からどのように理解して対応するかは、これからの制度設計に当たって重要な課題となろう[26]。

5．資産証券化とリスク証券化の比較

このように、今回のサブプライムローン問題では、RMBSを裏付資産とするRMBS・CDO（資産証券化スキーム）だけでなく、リーマンや連邦住宅供給公社発行債券等を参照債務とするシンセティックCDO（リスク証券化スキー

[23] 米格付会社S＆Pによると、日本で格付けしたシンセティックCDOのうち、リーマン向けのCDSを1つでも含んでいるFTD型のものが157本あった由（2008年10月3日付日本経済新聞朝刊「リーマン破綻余波続く。信用リスク商品損失も」）。

[24] 米連邦住宅供給公社発行債券については、2008年9月10日付日本経済新聞朝刊「金融取材メモ－信用デリバティブ市場に波乱の芽」参照。

[25] 深尾光洋「経済教室　金融研究報告・日本経済研究センター－信用不安の元凶はCDS」（2008年10月29日付日本経済新聞朝刊）。

[26] ハル＝竹谷・前掲注（10）309頁。現に、本2009年3月25日に米財務省から発表された「金融機関の破綻法制に係る提言（Treasury Proposes Legislation for Resolution Authority）」では、FDICの管轄外となる金融機関（預金取扱金融機関以外のもの）であっても、金融システムに重要な影響を与える先については、現在FDICが預金取扱金融機関を対象に実施しているのと同様の破綻処理制度を整備する必要性を指摘している（http://www.treasury.gov/press/releases/tg70.htm‹visited on 2009/04/01›）。

ム）が、証券化の具体的手法として活用された。そこで、ここでリスク証券化スキームを資産証券化スキームと比較して、そのメリット、デメリットを整理してみたい[27]。

(1) リスク証券化スキームのメリット

リスク証券化スキームのメリットを整理すると、以下のとおりとなる。

① 資産証券化のように裏付資産を譲渡する必要がないため、真正譲渡性、サービシング内容、コミングリングリスク[28]等を考慮する必要がなく、柔軟なスキーム組成が可能。

② オリジネータ保有資産を参照資産とする場合、証券化スキーム組成後もオリジネータの当該資産保有は続くため、オリジネータと当該債務者との間の関係に影響を与えない。一方、オリジネータが保有していない資産についても、証券化の対象とすることが可能。

③ 資産証券化のような対抗要件の具備が不要のほか、譲渡禁止特約付金銭債権も証券化が可能。

(2) デメリット

一方で、そのデメリットは次のとおり。

① 投資家は、参照資産の信用リスクに加えて、担保資産のリスクを負担。

② SPC発行社債の利払いにオリジネータ支払のプレミアムが用いられることから、オリジネータ・リスクが存在。

---

[27] 西村ときわ法律事務所・前掲注（21）222頁。

[28] コミングリングリスクとは、「金銭債権などの回収を受任したサービサーが回収した金銭を、サービシング業務の委任者に引き渡す前に、サービサーに法的倒産手続が開始した場合に、サービシング業務の委任者のサービサーに対する回収金引渡請求権が法的倒産手続に服することになり、その回収額や回収の時期に悪影響を与えるリスク」を言う（小野傑＝有吉尚成「ファイナンスの視点からみた信託と倒産に関する主要論点」〈「信託と倒産」実務研究会編『信託と倒産』〔2008、商事法務〕15～16頁〉）。

このコミングリングリスクは、金銭に係る「占有＝所有」ドグマ、すなわち「金銭の占有は所有と一致する」に由来するとされている（最判昭和39年1月24日判時365－26）。

③ 資産証券化のような資産の譲渡が行われる訳でないので、オリジネータは資産譲渡代り金の入手ができない。したがって、オリジネータは資金調達不可（もっとも、オリジネータが預金取扱金融機関の場合には、担保資産をオリジネータに対する預金とすることで、オリジネータは資金調達が可能）。

④ オリジネータは会計上、対象資産のオフバラ化が認められず。

⑤ CDS 取引に馴染みのない者がオリジネータとなる場合には、契約書作成等に要する事務負担増大の可能性。

6．今後の課題

上記のように、今回のサブプライムローン問題展開の過程では、RMBS や CDS といった取引だけでなく、それらを組み合わせた複合型の CDO、すなわち RMBS・CDO やシンセティック CDO までもが活発に利用されており、かつこのような CDO 取引が今回の米サブプライムローン問題の波及を大きくした一因であることは衆目の一致するところであろう。

そこで、改めて CDO 取引が有する課題を現在の時点で整理してみると、①まず、CDO 取引（特にシンセティック CDO に組み込まれた CDS 取引）の時価評価が難しいことが挙げられよう。CDS 取引の時価評価については、各国で対応が模索されており、清算機関を設置することで時価を探る動きが続けられている。既に、2008年末に米欧取引所連合の NYSE ユーロネクストが、2009年３月９日から米インターコンチネンタル（ICE）取引所が、CDS 指数の清算取引を開始したとのことであり[29]、この他にも、米 CME グループや東京証券取引所・東京金融取引所なども清算取引を扱うことを検討中とのことである。こうした動きが広がることが期待される[30]。

---

[29] 2009年３月８日付日本経済新聞朝刊「CDS 清算取引あす開始」。

[30] 本2009年３月26日に米財務省が発表した「金融監督規制改革のフレームワーク（Trea-sury Outlines Framework For Regulatory Reform）」では、CDS 取引に対する規制強化の一環として、CDS 決済をこれまでのような相対決済でなく、規制当局の規制に服する清算機関を通じた決済へ切り替えていくことを提言（http://www.treasury.gov/press/releases/tg72.htm‹visited on 2009/04/01›）。

さらに同５月13日、米財務省は SEC と共同記者会見を行い、①標準的な店

また、②CDOの仕組みの複雑さが、投資家からみた追跡可能性・透明性の欠如に繋がっており、事後対応の構築そのものを難しくしているといわれている。情報開示に向けて一層の工夫が検討される必要がある。

さらに、③我が国独自の問題となるが、CDS取引を含めたデリバティブ取引一般の法律的な問題点として、賭博罪適用の有無との問題がある。すなわち、デリバティブ取引は、金融商品取引法に定めれば合法な取引となるのか、法的・経済的にみて賭博行為として違法となるデリバティブ取引とはどのようなものかといった点の検討が依然残っている[31]。

以　上

〔後記〕本研究は、日本学術振興会・科学研究費補助金『複合取引の法規制』による研究成果の一部である。

頭デリバティブの決済については、金融当局の監督に服する中央清算機関（Central Counterparties ; CCP）に原則一元化すること、②CCPでは市場リスク・コントロールのために証拠金規制その他の規制を導入すること、③CCP参加ディーラー等に対しては、保守的な資本規制、内部統制、当局への取引等報告義務を課すること、④監督機関として、従来の米商品先物取引委員会（CFTC）だけでなく、米証券取引委員会（SEC）にも権限を付与すること、等を内容とする規制法の策定を議会に要請した（2009年5月14日付日本経済新聞夕刊「店頭デリバティブ　米、決済を一元化」；http://www.treasury.gov/press/releases/tg129.htm‹visited on 2009/05/18›）。

[31] 河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本』（2008、有斐閣）360頁。