

企業財務から見たサブプライムローン 問題について

大 塚 建 司

(受付 2008年 10月 29日)

1. は し が き

2007年は東国原氏が宮崎県の県政を歩み始めた年であり、安部首相の突然の辞任により、福田内閣が誕生した年であった。この年の12月に発表された内閣府政策統括官の論文によれば、景気回復6年目を迎えた国内経済は建設投資の減少や原油価格が高騰し、さらにサブプライムローンを発端とした円高や株価の下落により、景気の持続に懸念が見え始めていることが詳細に述べられている。他方、一般の人々にはサブプライムローンという言葉さえ知らない人が多く、誰もが今の豊かな暮らしが次の年も続くものと信じて疑わなかった。しかしその状況は翌年の夏になって一変することになった。新聞やメディアで盛んにサブプライムという言葉が取り上げられるようになり、リーマン・ブラザーズを発端とするその後の金融危機や米国発の世界同時不況という、あまりにも急変する経済情勢に、ただただ驚くばかりである。

本稿では企業財務の見地からサブプライムローン問題について論述する。第2節では、サブプライムローン問題の推移を金利の動向と照らし合わせながら考察し、第3節では、サブプライムローンによる経営破たんの事例として米国の二大企業を取り上げる。第4節では、サブプライムローン問題がもはや証券市場としての問題ではなく、世界的な金融危機の問題へと深刻化したことを指摘する。

2. サブプライム問題の推移

サブプライム問題については既に多くのメディアで取り上げられているので、ここでは詳細を語らず、主要な留意点を列挙するのみに留める。

米国では2001年の IT バブルの崩壊とその年の9月に起こった世界貿易センタービルでのテロ事件（米国同時多発テロ）がきっかけとなり、国内景気が大きく悪化した。不況に陥った景気を刺激する策としては需要の喚起、すなわち金利の引き下げによる景気浮上が、まるで伝家の宝刀のように、どの国でも一般的な手法として用いられる。しかしサブプライム問題に限っては今日の状況を考えるならば、それは将来の経済の動きに目をつぶる安易な政策であると表現しても過言ではなからう。

少し古い話になるが、日本の鎖国の時代、つまり江戸時代であるが、徳川将軍家が国内すべてに目を光らせ、取り仕切ることで一国の政治・経済が成り立っていた。しかし幕末になると、異国と呼ばれた列強の外国が押し寄せたために鎖国を続けることが困難になり、ついに開国して200数十年続いた徳川幕府が滅びることになった。これと同様に、一昔前ならば国と国との貨幣の流通量が限られていたので、一国の経済を立て直すのに金利の緩和政策と公共投資による需要喚起だけで十分であったが、インターネットが普及した今の時代では個人でもたやすくネットを利用して海外への投資が可能であり、国と国との貨幣の流通量は昔とは比較にならないほど増えてしまった。つまり、インターネットの時代では国と国との結びつきが以前よりも増してより密接になり、一国の経済の建て直しに金利の上げ下げがどれほどの効果があるのか、甚だ疑問であると言わざるを得ない。このあたりを捉えて一部の批判的な声に「ケインズ経済学は死んだ。」と言われる所以（ゆえん）である。

話が少しそれたが、例外に漏れず米国でも2001年から2003年にかけて金利が4%も引き下げられた。90年にバブル経済の崩壊を経験した日本としては、大幅な金利引き下げがどのような結果をもたらすかは、一目瞭然で

大塚：企業財務から見たサブプライムローン問題について

ある。米国では金利引き下げにより景気が浮上し、世界経済の発展に貢献する大消費国としての立場を復活させたわけであるが、日本の場合と同様に住宅（土地）バブルという弊害ももたらすことになった。

米国での低所得者向けローン、いわゆるサブプライムローンは以前からあったが昨今、話題となっているサブプライムローンが広まったのはこのような米国の住宅建設ラッシュが始まった2003年ごろからである。そもそも本来は貸し出しに大きなリスクを伴う低所得者向けのローンを、証券化して他の金融商品と組み合わせることによって不良債権のリスクを分散させ、しかもムーディーズなどの格付け会社が債権の格付けを AAA（トリプル A）などのように安易に高く設定することで安全性を強調して、多くの機関投資家にリスクを負わせるというやり方は、私見ではあるがリスクそのものの概念をまったく無視した愚かな行為だと言わざるを得ない。一言でいえば、巧妙に仕組まれた罠あるいは詐欺という表現が適切である。なぜならば、証券投資の場合のリスク分散と、低所得者向け個人ローンのリスク分散とは根本的に対象となる実体が異なるからである。前者はポートフォリオの考え方が取り入れられているため、統計学的な、あるいは数学的な手法がある程度当てはまるので、経済の動向を勘案しながらタイムリーな組み換えが容易であるところに特徴がある。

しかしながら、モーゲージ担保証券（RMBS）として証券化されたサブプライムローンの場合は、債務担保証券（CDO）として貸し出しの対象となる資産の担保を保障していたとはいえ、その根幹はローンを背負った一個人の支払い能力に依存していたのであり、明らかにこのような個人ひとりひとりの将来を正しく予見することは不可能であった。バブルのときに日本では土地神話という言葉がよく使われたが、土地さえ担保として押さえ込んでいるならば、たとえ貸し出しが不良債権化しても焦げ付かずにすむという考え方は誤りである。なぜならば、経済には景気循環がつきものであることは、初歩的な経済学のテキストが教えるところであり、好景気のあとには不景気が来ることは歴史が証明している。米国の場合にはさらに悪い

ことにこの時期、日本、EU、アジア諸国の景気低迷などを背景に世界的に低金利政策がとられ、高額の利息に目のくらんだ各国の多額の投機資金が証券化したサブプライムローンに、まるで洪水のように流れ込むことになった。

ここでこの場を借りて企業財務の立場から「投機」と「投資」という言葉の意味を、私見ではあるが明らかにしたい。前者はハイリスク・ハイリターンを要素を含み、安値で買い、高値で売るという短期的な資金の動きであるように理解する。たとえば株式の売買の場合には、対象となる企業の長期的な成長を支えるというための、いわば善意の株の購入つまり換言すれば本来の投資ではなく、短期的な利食い目当ての株式の購入に他ならない。これに類似するものとしては、米国型の投資ファンドがある。日本では村上世彰が創設した村上ファンドが有名であるが、このような悪意のあるファンドは資金提供者たる投資家、あるいはここでは投機家と言った方がより適切かもしれないが、彼らの利益のみを優先し、企業の将来性ということに着眼点を置かないのが特徴である。したがって株式の過半数の取得を目指し、可能な限りの剰余金あるいは資産を配当金という形で当該企業に吐き出させ、それによって株価を高めた後に保有する株式を売却してファンドの購入者に還元する。このような形で食い物にされた企業は、その後の経営活動に大きな支障を来たすのは誰の目で見ても明らかである。ひところマネーゲームという言葉がメディア等によく登場したが、たとえ法に抵触しなくても、多数の社員が糧を得ている企業をゲームの対象にするのは悪意ある行為と言わざるを得ない。企業経営の目的を企業価値の最大化、すなわち株価の最大化と捉えるとき、経営者と投資家である株主が一体となって会社の成長を温かく見守るのが本来の姿であろう。

第 1 表は 2000 年からの各国の金利の推移を示している。グラフ化しようと試みたが、詳細な推移が把握しにくいいため、少々冗長になることを覚悟のうえで、月別の金利動向を数値の形で表示すことにした。これによると米国の場合、2000 年 12 月まで 6.50% という高い金利状態が続いていたが、

大塚：企業財務から見たサブプライムローン問題について

上述した理由により翌年になると段階的に金利が引き下げられ以後、この表に示された国々と比べて金利が劇的に変動していることがよくわかる。これはいかに米政府が景気循環の手段として金利操作に重きをおいていたかの証（あかし）でもある。日本の場合には2001年2月に金利引き下げが行われているが、これは不況による資金需要の落ち込みを回復させるために日銀が金融緩和の政策をとったためである。特に注目すべきは下の表において2001年9月に各国ともさらなる金融緩和を行ったことであろう。同時多発テロによって回線が切断されてニューヨークの金融市場が一時的にマヒしたにせよ、金利の引き下げは各国の経済事情によるところが大きく、決して米国の金利政策に追随したわけではない。しかしながら、このような世界的な金融緩和が各国の余剰資金を証券化されたサブプライムローンに向けさせることになったのは、意図したものでなかったにせよ、まことに注目すべき出来事と言わざるを得ない。なぜならば、このような低金利の経済状態の中で担保付証券として売りに出されたサブプライムは、投機家にとってはまるで砂糖にアリがたかるかのように魅力的な金融商品であったからである。

第1表 各国の金利の推移

	米 国	日 本	ユーロ	オーストラリア	ニューゼaland	イギリス
	FF レート	無担保コール翌日物	Major Refinance	Cash Rate	Official Cash	Bank's Repo
2000年12月	6.50%	0.50%	4.75%	6.25%	6.50%	6 %
2001年1月	5.50%	0.50%	4.75%	6.25%	6.50%	6.00%
2月	5.50%	0.35%	4.75%	5.75%	6.50%	5.75%
3月	5.00%	0.25%	4.75%	5.50%	6.25%	5.75%
4月	4.50%	0.25%	4.75%	5.00%	6.00%	5.50%
5月	4.00%	0.25%	4.50%	5.00%	5.75%	5.25%
6月	3.75%	0.25%	4.50%	5.00%	5.75%	5.25%
7月	3.75%	0.25%	4.50%	5.00%	5.75%	5.25%
8月	3.50%	0.25%	4.25%	5.00%	5.75%	5.00%
9月	3.00%	0.10%	3.75%	4.75%	5.25%	4.75%

修道商学 第 49 卷 第 2 号

10月	2.50%	0.10%	3.75%	4.50%	5.25%	4.50%
11月	2.00%	0.10%	3.25%	4.50%	4.75%	4.00%
12月	1.75%	0.10%	3.25%	4.25%	4.75%	4.00%
2002年 1月	1.75%	0.10%	3.25%	4.25%	4.75%	4.00%
2月	1.75%	0.10%	3.25%	4.25%	4.75%	4.00%
3月	1.75%	0.10%	3.25%	4.25%	5.00%	4.00%
4月	1.75%	0.10%	3.25%	4.25%	5.25%	4.00%
5月	1.75%	0.10%	3.25%	4.50%	5.50%	4.00%
6月	1.75%	0.10%	3.25%	4.75%	5.50%	4.00%
7月	1.75%	0.10%	3.25%	4.75%	5.75%	4.00%
8月	1.75%	0.10%	3.25%	4.75%	5.75%	4.00%
9月	1.75%	0.10%	3.25%	4.75%	5.75%	4.00%
10月	1.75%	0.10%	3.25%	4.75%	5.75%	4.00%
11月	1.25%	0.10%	3.25%	4.75%	5.75%	4.00%
12月	1.25%	0.10%	2.75%	4.75%	5.75%	4.00%
2003年 1月	1.25%	0.10%	2.75%	4.75%	5.75%	4.00%
2月	1.25%	0.10%	2.75%	4.75%	5.75%	3.70%
3月	1.25%	0.10%	2.50%	4.75%	5.75%	3.75%
4月	1.25%	0.10%	2.50%	4.75%	5.50%	3.75%
5月	1.25%	0.10%	2.50%	4.75%	5.50%	3.75%
6月	1.00%	0.10%	2.00%	4.75%	5.25%	3.75%
7月	1.00%	0.10%	2.00%	4.75%	5.00%	3.50%
8月	1.00%	0.10%	2.00%	4.75%	5.00%	3.50%
9月	1.00%	0.10%	2.00%	4.75%	5.00%	3.50%
10月	1.00%	0.10%	2.00%	4.75%	5.00%	3.50%
11月	1.00%	0.10%	2.00%	5.00%	5.00%	3.00%
12月	1.00%	0.10%	2.00%	5.25%	5.00%	3.75%
2004年 1月	1.00%	0.10%	2.00%	5.25%	5.25%	3.75%
2月	1.00%	0.10%	2.00%	5.25%	5.25%	4.00%
3月	1.00%	0.10%	2.00%	5.25%	5.25%	4.00%
4月	1.00%	0.10%	2.00%	5.25%	5.50%	4.00%
5月	1.00%	0.10%	2.00%	5.25%	5.50%	4.20%
6月	1.25%	0.10%	2.00%	5.25%	5.75%	4.50%
7月	1.25%	0.10%	2.00%	5.25%	6.00%	4.50%
8月	1.50%	0.10%	2.00%	5.25%	6.00%	4.75%
9月	1.75%	0.10%	2.00%	5.25%	6.25%	4.75%
10月	1.75%	0.10%	2.00%	5.25%	6.50%	4.75%
11月	2.00%	0.10%	2.00%	5.25%	6.50%	4.75%
12月	2.25%	0.10%	2.00%	5.25%	6.50%	4.75%

大塚：企業財務から見たサブプライムローン問題について

2005年 1月	2.25%	0.10%	2.00%	5.25%	6.50%	4.75%
2月	2.50%	0.10%	2.00%	5.25%	6.50%	4.75%
3月	2.75%	0.10%	2.00%	5.50%	6.75%	4.70%
4月	2.75%	0.10%	2.00%	5.50%	6.75%	4.75%
5月	3.00%	0.10%	2.00%	5.50%	6.75%	4.75%
6月	3.25%	0.10%	2.00%	5.50%	6.75%	4.75%
7月	3.25%	0.10%	2.00%	5.50%	6.75%	4.75%
8月	3.50%	0.10%	2.00%	5.50%	6.75%	4.50%
9月	3.75%	0.10%	2.00%	5.50%	6.75%	4.50%
10月	3.75%	0.10%	2.00%	5.50%	7.00%	4.50%
11月	4.00%	0.10%	2.00%	5.50%	7.00%	4.50%
12月	4.25%	0.10%	2.25%	5.50%	7.25%	4.50%
2006年 1月	4.50%	0.10%	2.25%	5.50%	7.25%	4.50%
2月	4.50%	0.10%	2.25%	5.50%	7.25%	4.50%
3月	4.75%	0.10%	2.50%	5.50%	7.25%	4.00%
4月	4.75%	0.10%	2.50%	5.50%	7.25%	4.50%
5月	5.00%	0.10%	2.50%	5.75%	7.25%	4.50%
6月	5.25%	0.10%	2.75%	5.75%	7.25%	4.50%
7月	5.25%	0.25%	2.75%	5.75%	7.25%	4.50%
8月	5.25%	0.25%	3.00%	6.00%	7.25%	4.75%
9月	5.25%	0.25%	3.00%	6.00%	7.25%	4.75%
10月	5.25%	0.25%	3.25%	6.00%	7.25%	4.75%
11月	5.25%	0.25%	3.25%	6.25%	7.25%	5.00%
12月	5.25%	0.25%	3.50%	6.25%	7.25%	5.00%
2007年 1月	5.25%	0.25%	3.50%	6.25%	7.25%	5.25%
2月	5.25%	0.50%	3.50%	6.25%	7.25%	5.25%
3月	5.25%	0.50%	3.75%	6.25%	7.50%	5.25%
4月	5.25%	0.50%	3.75%	6.25%	7.75%	5.25%
5月	5.25%	0.50%	3.75%	6.25%	7.75%	5.50%
6月	5.25%	0.50%	4.00%	6.25%	8.00%	5.50%
7月	5.25%	0.50%	4.00%	6.25%	8.25%	5.75%
8月	5.25%	0.50%	4.00%	6.50%	8.25%	5.75%
9月	4.75%	0.50%	4.00%	6.50%	8.25%	5.75%
10月	4.75%	0.50%	4.00%	6.50%	8.25%	5.75%
11月	4.50%	0.50%	4.00%	6.75%	8.25%	5.75%
12月	4.25%	0.50%	4.00%	6.75%	8.25%	5.50%
2008年 1月	3.00%	0.50%	4.00%	6.75%	8.25%	5.50%
2月	3.00%	0.50%	4.00%	7.00%	8.25%	5.25%
3月	2.25%	0.50%	4.00%	7.25%	8.25%	5.25%

4月	2.25%	0.50%	4.00%	7.25%	8.25%	5.00%
5月	2.00%	0.50%	4.00%	7.25%	8.25%	5.00%
6月	2.00%	0.50%	4.00%	7.25%	8.25%	5.00%
7月	2.00%	0.50%	4.25%	7.25%	8.00%	5.00%
8月	2.00%	0.50%	4.25%	7.25%	8.00%	5.00%
9月	2.00%	0.50%	4.25%	7.00%	7.50%	5.00%
10月	1.05%	0.50%	3.75%	6.00%	6.50%	4.50%

(注) 価格 Com マネー (<http://kakaku.com/gaikadepo/hikaku.html>) より作成

3. サブプライムローンによる経営破たんの事例

日本ではサブプライムローンの直接的な影響による大型倒産あるいは経営危機はまだ出てはいないが、2008年夏明けに米二大企業による経営破たんが生じたので、この節ではこれらの企業について論述することにする。なお、付け加えておくと、三菱 UFJ フィナンシャル・グループ (MTU)、みずほフィナンシャル・グループ (MFG)、三井住友フィナンシャル・グループ (SMFG) の3大メガバンクを含めた邦銀大手のサブプライム関連の2007年12月末での保有額は138億ドルで、損失額は56億ドル程度と積算されており、国際的な水準から比べれば影響は少ないとの見方が一般的である。しかし、米国経済の落ち込みをふまえたこれからの国内経済の状況を考えるならば、金融業界を含めた日本企業の経営破たんは年末から年明けにかけて、かなり現実味を帯びてくるものと思われる。

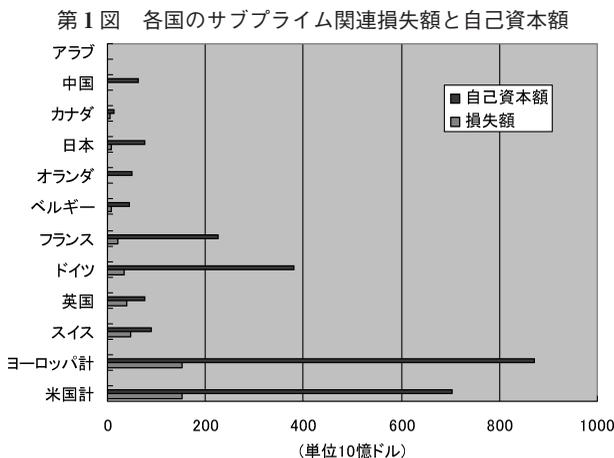
1990年代後半からしばしばメディアでもサブプライム問題が取り上げられるようになり、バブルという言葉も聞かれるようになった。しかし前節で述べたように、景気対策として2000年代に入って金利が下げられ、さらに2003年からの超低金利時代が住宅ブームを巻き起こして住宅価格の上昇を招いたため、サブプライム問題は一時的には消えたかのように思われた。しかし2004年後半から金利が徐々に引き上げられるについて、証券化されたサブプライムローンの不良債権化が顕著になり始めた。米調査会社のクレジットサイトによれば、2005年に組成された(契約された)サブプライ

大塚：企業財務から見たサブプライムローン問題について

ムローンの7月時点での延滞率（60日以上の遅延）は9.5%，同2006年は9.4%であり，その後少しばかり下がり始めてはいたが，同2007年は8.8%と，上昇傾向にあることが示されている。

第1図は2008年6月に内閣府が発表した「世界経済の潮流」から抜粋したものであるが，それによれば各国のサブプライムローンの損失額の合計は3209億ドルであり，このうち米国が1525億ドル，ヨーロッパが同じく1525億ドル，日本は87億ドルとなっている。この図ではサブプライムローンにかかわる損失額が自己資本額と比較してかなり大きな額に達しており，増資を含めた何らかの対応をしなければ，これらの不良債権を抱えた企業の経営が行き詰る，つまり倒産する危険性が高いことは誰の目にも明らかである。この典型的な例として一つを挙げるとすれば，2008年9月に起きた米証券4位のリーマン・ブラザーズの経営破綻であろう。

この会社の創業は1850年という一世紀半にもわたる非常に長い歴史を持ち，ニューヨーク市に本社がある。創業当初は綿花の取引が主たる業務であったが，1880年後半から社債の引受業務を行うようになり，同87年には



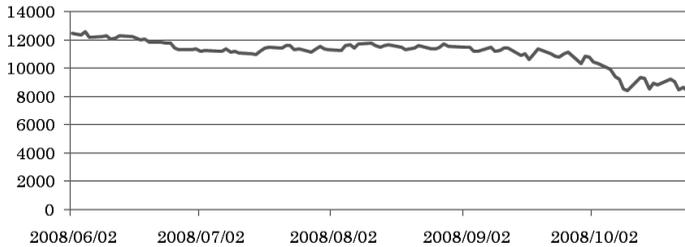
注) 内閣府「世界経済の潮流」
(<http://www5.cao.go.jp/keizai3/2008/0630sekai081-shiryou1.pdf>) より作成

ニューヨーク証券取引所の会員になった経緯がある。事業内容は、①株式と債券の販売に関する業務、②投資銀行業務、③資産管理、④投資運用、⑤プライベート・エクイティである。

ここでプライベート・エクイティとは経営基盤の弱さから市場での活発な株の取引が容易でない企業や、魅力的な非上場企業に対する投資のことをいう。さらにこれを細分化するならば、①将来性のあるベンチャー・ビジネスを育成するためのベンチャー・キャピタル、②既存企業の企業を買収したのちに、市場価値のある部門や資産を売却して企業価値を高めるバイアウト投資、③経営不振の企業の再起を手助けするための企業再生投資、④破綻企業の再建を目的として投資対象とするディストレス投資に分けられる。いずれのプライベート・エクイティにおいても企業価値を高めたのちに、保有する株式を売り払って投資家に還元するという点では、表現は悪いが、弱い者を食物にするという感じがしてならない。これら4つの投資について個々に論ずるならば、それぞれ分厚い本が1冊ほど書ける分量になり、本稿の目的はサブプライムローン問題について論じることにあるので、詳細は別の機会に委ねることにする。

第 2 図は2008年6月からのニューヨーク・ダウの終値を示している。ダウは2008年に入ってほぼ12,000ドルの水準を乱高下していたが、3月16日に米3位の金融業 JP モルガン・チューズが証券会社米5位のベア・スターンズを救済合併したことで、金融市場にサブプライムローンについての危機意識を抱かせることになった。そうして、6月下旬からサブプライム問題が株式市場に本格的に影響を及ぼすようになり、常に12,000ドル下回る状態が続くようになった。この下落の原因はサブプライムローン問題と原油高の影響、およびインフレ圧力で利下げができない状況から、米景気後退への懸念が強まったことによるものであった。たとえば、6月30日にはダウ工業株30種平均が前月末に比べて1288.3ドルも下落し、過去2番目の大幅な落ち込みを記録した。ちなみに、それ以前の1番の落ち込みはロシア通貨危機があった1998年8月である。

第2図 Dow Jones Industrial Average: Daily (\$) Jun. 02–Oct. 24
New York Dow - Close



注) Yahoo! Finance (<http://finance.yahoo.com/>) より作成

このグラフの急激な落ち込みが示すように、第1回目のターニングポイントは9月中旬あたりであることがわかる。サブプライムローンに関連する出来事についてこの期間を時系列的に見るならば、9月7日にヘンリー・ボルソン米財務長官が経営難に陥っている米連邦住宅公社（ファニーメイ、FNN）と米連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック、FRE）に対して、優先株の購入という形でそれぞれ最高で1,000億ドルの資本提供を行う救済措置を発表し、これらの企業を事実上、国有化する決定を下した。もちろん、経営陣は全員が更迭の措置がとられた。この決定が下された日は日曜日であったが、市場はこれを好感的に受け止め、9月5日のダウ終値が11,220.96ドルであったのが、次の取引日の8日には11,510.74ドルと、住宅公社2社の経営危機にもかかわらず、株価に大きな変化はなかった。

しかし9月15日にリーマン・ブラザーズが連邦破産適用を申請したことで、ダウ平均株価が一気に11,000ドルを下回り、前日比504.48ドル安の10,917.51ドルとなった。もっとも、リーマン・ブラザーズはサブプライムローンにかかわる損失から、2008年3月から5月期に上場以来、初めての赤字決算となり、9月10日には6月から8月期の決算が過去最大の赤字であったことを公表したのであるが、9月に入ってからグラフが下降し始めていることから、市場はその少し前からこの会社の破綻の影響を受けていたことが推察される。

この会社の負債総額は02年の通信大手ワールドコムを上回る6,130億ドルという、米最大の倒産であり、世界30カ国にもまたがる巨大企業が一瞬のうちに倒産したことで金融市場に大きな衝撃が走った。さらに同日、4四半期連続して赤字を計上していた米証券3位のメリル・リンチがバンク・オブ・アメリカに救済合併されることが決まり、このことが市場に不安感を高め、9月15日の欧州株が4%近く下落するなど、世界中の株価が急落した。

一般に経営基盤の安定化手段としては資本の増強が挙げられるが、資本を社債や金融機関からの借り入れからなる他人資本と、株式発行などによる自己資本とに分類するならば、元本の返済の必要がない株式の発行が当該企業にとっては有利である。ただし、発行する株式の価格が十分に高く、その時点での市場が健全であることが条件となろう。ここで言う健全とは、乱高下が顕著に激しくないという意味においてである。

上述したこれらの会社の場合も増資によって何度か経営破たんを回避しようと試みたのであるが、会社そのものの株価が紙くず同然の値段に急落してしまったために、自力での経営再建の道が閉ざされてしまった。ちなみに、年初に60ドルを超える価格をつけていたリーマン・ブラザーズの株価は、9月11日の終値では、わずかに4.22ドルであった。それは会社にとっても不幸な出来事であったが、株を保有する投資家、特に個人投資家にとっては金融資産の減少という言葉だけでは片づけることのできない、深刻な状況を生み出すことにつながった。

株式というのは企業にとっては返済の義務がないという点で大変に便利な資金調達手段であり、また株主にとっては市場で売買できるという点で、大変魅力的な金融商品である。株式という魔法の秘薬がなければ、おそらく今日のような経済発展は実現できなかったであろう。しかしながら、株式は経営危機が訪れると一瞬のうちに紙くずになってしまう危険性があり、また敵対的な買収に備えて日ごろから安定株主の育成に気を使わなくてはならない。何よりも前述したように、今の株式市場での取引は投機的な目

大塚：企業財務から見たサブプライムローン問題について

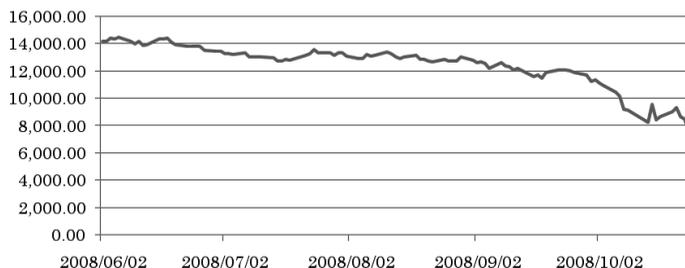
的が大半であり、ゆえに企業自身の財務体質とは無縁のところでは株価が乱高下するのは、会社の成長を見守るといふ本来の株主の姿からすれば、決して好ましいことではないように思える。

第3図で明らかなように、日本について言えば9月12日（金）の日経平均株価の終値が12,059.09円だったのに対し、翌週9月16日（月）では11,551.40円と急落しており、その中心は銀行、証券、保険などの金融機関であった。その後、徐々に値を上げて22日に12,000円台に回復したものの、翌日からはまたさらなる急落を示していることから、明らかに15日のリーマン・ブラザーズの破綻の影響が米国内だけに限定されたのではなく、世界的な株価暴落のきっかけになったことがわかる。

日本の場合には他の先進国よりも直接的なサブプライムの影響が少ないと言われており、日本企業の現在の経営状況から判断するならば、株価に急激な下げが訪れるのは説明のつかないことである。この点について日本の証券市場における下落の理由は、欧米の金融機関が財務諸表上での欠損を少しでも減らそうと、損失を覚悟の上で手持ちの証券を投げ売りし、現金化しているからだ、エコノミストの間では言われている。すなわち、当初の株式の購入価格にかかわらず、現金化を急いでいるという意味である。残念ながら、私の手元に証券会社の詳細な顧客リストがあるわけでも

第3図 日経平均株価：デイリー（単位 円）Jun. 02—Oct. 24

日経平均株価 - 終値



注) Yahoo! ファイナンス (<http://quote.yahoo.co.jp/>) より作成

ないので、この点についてはこれ以上の言及はしないことにする。

リーマン・ブラザーズの話に戻るが、この会社は円建てによる外債（リーマン債）、いわゆるサムライ債の発行残高が1,950億円もあり、テレビ朝日の10億円のほか、購入者の大半は地銀、大手の銀行、大手の証券会社など、金融機関を中心とする機関投資家である。リーマン債は2008年12月に償還期限が来る250億円のほか5本あるが、これらの金融機関はこれから多額の損失を計上することは間違いなく、資金調達の面から一般企業に及ぼす影響は計り知れないものと推測される。この点については後の節で詳細に論じる。

リーマン・ブラザーズの破綻の可能性が市場で現実視されるようになったころ、世界的な大企業である AIG（アメリカン・インターナショナル・グループ）の経営危機も懸念されるようになった。この会社の創業は1919年で、ニューヨークに本部を置き、世界130カ国に営業拠点を持つ。日本ではタレントを使って大々的に TV コマーシャルを行っていた系列下のアリコ・ジャパン（業務は生命保険）の名が一般にはよく知られているが、他には AIG スター生命保険、AIG エジソン生命保険、AIU 保険会社（業務は旅行障害保険など）、アメリカンホーム保険会社（業務は自動車保険の通信販売）、ジェイアイ傷害火災保険など計10社の系列を傘下に治めている。

第 2 表はリーマン・ブラザーズと AIG の財務状況を比較したものである。一方は投資と証券業務を営む会社であり、他方は保険会社であるので、単純に財務状況を比較してその違いを詳細に分析することはナンセンスではあるが、金融市場という観点から見れば、AIG の方が売上高や総資産の規

第 2 表 リーマン・ブラザーズと AIG の財務状況の比較

2007年	資本金（ドル）	売上高（ドル）	総資産（ドル）	社員数（人）
リーマン・ブラザーズ	224億9000万	590億0300万	6,910億6300万	28,556
AIG	69億	1,100億	1兆 605億	110,000

注) 新聞各紙より作成 リーマン・ブラザーズの決算期は11月、AIG は12月

大塚：企業財務から見たサブプライムローン問題について

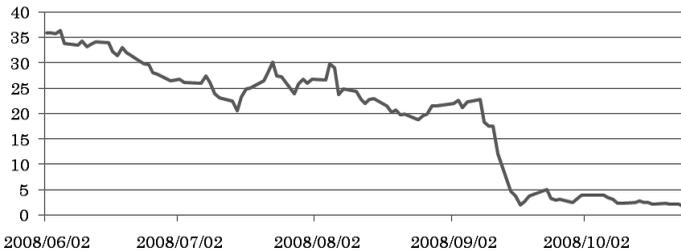
模においてリーマン・ブラザーズよりもはるかに市場に与える影響が大きいことがわかる。まさに、AIG は世界のガリバー企業と言っても過言ではなかろう。

AIG は2007年10月から12月決算期でサブプライムローン関連の損失が111億2,000万ドルで、52億9,200万ドルの赤字に転落したが、この額は保険会社としては最大の損失であった。ちなみに、前年同期は34億3,900万ドルの黒字決算であった。続く、2008年1月から3月決算ではサブプライムローン関連の損失が152億ドルに増大し、78億500万ドルに赤字が増えた。4月から6月にかけての決算では金融商品の評価損など110億ドル余りを計上したことで、53億5700万ドルの損失となった。このため6月15日にマーティン・サリバン最高経営責任者（CEO）が引責辞任に追いやられた。

リーマン・ブラザーズが破たんしたことで AIG は資金繰りに困窮し、9月15日に連邦準備制度理事会（FRB）に400億ドルの、つなぎ融資を要請したが、FRB はこれを拒否。この記事が同日付けのニューヨークタイムズに掲載されたため、2008年6月2日の時点で35.87ドルあった AIG の株価は16日の最安値で、わずか1.25ドルの、紙屑同然の価格に落ち込んだ。ちなみに、終値では17日の2.05ドルが最安値となっている。第4図は6月からの AIG の株価の推移を示すものであるが、9月8日の22.76ドルを最後に、

第4図 American International Group, Inc. (AIG): Daily (\$) Jun. 02–Oct. 24

AIG - Close



注) Yahoo! Finance (<http://finance.yahoo.com/>) より作成

その後は急落していることがよくわかる。

リーマン・ブラザーズと同様に AIG も民間企業であるため、FRB は当初、ゴールドマン・サックスや JP モルガン・チューズに AIG の救済を要請したが、これらの金融機関もサブプライムローン関連の影響で大きな損失を抱えていたため、FRB のこの要請を受け入れる余力はなかったのである。すでに第 2 表で示したように、AIG は資産の規模がリーマン・ブラザーズとは比較にならないほど大きく、また世界各国に数えきれないほどの保険契約者がいることから、もし AIG が倒産という事態になれば、これらの保険契約者の動揺が金融恐慌の引き金になると判断した FRB は、16日に最大で850億ドルの融資枠を決定した。つまり、AIG は850億ドルの上限で FRB からの融資を受けることが可能になったという意味である。さらに、AIG はこの上限枠をほぼ 1 カ月足らずで使い切ったため、10月8日に FRB は最大378億ドルの追加融資を発表した。

リーマン・ブラザーズについては米政府による何の救済措置もとられなかったことを考えれば、AIG の資産規模が大きかったとはいえ、この会社に対する圧遇は対照的なものがある。この理由はリーマン・ブラザーズの破綻が FRB の予想以上に証券市場に悪影響を与えたことと、金融機関を中心とする相次ぐ米企業の経営破たんが FRB に世界的な金融恐慌の足音を聞こえさせたからではないかと思われる。事実、10月に入って世界各国は金融危機の対応に追われることになる。この点については次節で詳述することにする。

事後的な見解にはなるが、今日の状況を考えると FRB の対応はもう少し早い時点、たとえば2008年当初あるいはそれ以前にすべきであったように思われる。そのようにすれば今日のような危機的な状況は起きなかったかもしれない。さらに言えば、90年代に不動産価格と株価の下落、さらに大手金融機関を含むいくつもの企業倒産を経験した日本は、米国内で将来起きるであろう状況に対して、早期に何らかのサジェスションができる立場にあったにもかかわらず、表だっでは何のアクションもなされなかった

大塚：企業財務から見たサブプライムローン問題について

ことが真に残念である。これは1年足らずで政権が次々と変わったため、国内外を含めて政治的に重要な活動をしっかりとすることが困難であったことに起因するものと思われる。

4. 金融危機に向けた各国の対応

リーマン・ブラザーズと AIG の破たん以降、もはやサブプライムローンだけの問題というよりは、広く為替相場を含めた金融危機の問題として世界中で大きく取り上げられるようになった。すなわち、各国のドルに対するユーロや円の流れは滞り、インターバンク市場は流動性を失いつつあった。これを企業経営で言えば、ドルでの決済が困難となることを意味しており、加工貿易中心の日本としては海外との商取引に支障が出る大きな問題である。この原因はサブプライムローンに関連して米銀が大きな損失を抱えており、万が一、米銀が破たんした場合には、その取引先である他国の銀行が大きな損失を抱えることになるからである。しかも9月中旬以降、そのリスクはかなり高いものとなり、現実味を帯びてきた。

2008年3月時点でのサブプライム関連の主な金融機関の損失は、シティ・グループ (459億ドル)、UBS (371億ドル)、AIG (320億ドル)、メリル・リンチ (321億ドル)、バンク・オブ・アメリカ (172億ドル)、RBS (165億ドル)、モルガン・スタンレー (133億ドル)、JP モルガン・チェース (109億ドル)、HSBC (100億ドル) と巨額な金額であるが、邦銀の場合にはみずほ FG (64.5億ドル)、三井住友 (13億ドル)、三菱 UFJ (12.3億ドル)、住友信託 (7.9億ドル)、中央三井トラスト (0.5億ドル) と、この時点に限って言えば、比較的損失が少ないのが特徴である。

ここで第2図に示されたニューヨーク・ダウの話に戻るが、第1回目のターニングポイントをリーマン・ブラザーズが経営破たんした9月15日とするならば、2回目のそれは米下院で金融安定化法案が否決された9月29日、3回目は米格付け機関の S&P がゼネラル・モーターズ (GM) の信用格付け引き下げを検討していることが市場に広まった10月9日であろうか。

このころになると、世界的な金融破たん危機が世界中を不安に陥れるようになったが、その対策として開かれた13日のG7では、金融機関への公的資金の注入の意思表示がなされた。第3表は10月14日までに各国が発表した金融危機対策であるが、これを受けて13日のダウ工業株30種平均終値は9,387.61ドルと、前日より936.42ドルの史上最大の上げ幅を記録したものの、その後は8,000ドル台を低迷する状態が続いている。このことは今回の金融危機、すなわちクレジット・クラッシュがいかに深刻なものであるのかを示すものであり、各国の政府の協調介入だけでは、もはや市場の信頼が回復しないことを如実に示しているものと言えよう。

第3表 日米欧の金融危機対策

米 国	シティグループ、モルガン、スタンレーなど大手9金融機関に総額2,500億ドル（約25兆6,000億円）の資本注入など
英 国	ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド（RBS）など大手金融3グループに総額370億ポンド（約6兆6,000億円）の資本注入
ド イ ツ	最大800ユーロ（約11兆2,000億円）の資本注入や銀行への政府保証など総額5,000億ユーロ
フランス	400億ユーロ（約5兆6,000億円）の資本注入枠や3,200億ユーロの政府保証
日 本	公的資金で地域金融機関に資本注入できる金融機能強化法の強化と活用

注) 2008年10月15日付け新聞各紙より作成

日本の金融機関の場合、これからの決算で明らかになることと思われるが、上述したように欧米ほどではないにしろ、サブプライムローン関連で大きな損失を抱えており、景気後退を背景に貸し渋りという形でその影響がすでに表れ始めている。一般に、企業が設備投資あるいは合併や買収など他の理由により多額の資金を調達する場合、社債や株式の発行または金融機関からの借り入れの手段があるが、証券市場での取引が円滑でなければ、残された道は借り入れしかない。しかし今回の場合のように、証券市場が暴落し、しかも金融機関が貸し出しに慎重になりつつあることを考え

大塚：企業財務から見たサブプライムローン問題について

るならば、今後の企業活動に大きな影響が出ることは必至である。

さらにつけ加えるならば、90年代の不況ではアジア諸国が景気後退局面であったのに対し、大消費国である米国が120か月にも及ぶ長期の景気拡大期間であったため、平成不況は10年もの長きにわたり続いたものの、2000年に入ってなんとか抜け出すことができた。しかし今回の場合、米国発の世界同時不況という言葉までささやかれており、これから大変に厳しい時代に直面するのではないかと危惧している。

第4表は2008年4月から9月にかけての倒産件数と負債額を示すものであるが、特に顕著なのは9月に倒産件数が5年4カ月ぶりに1,408件を上回り、上場企業では月間最多の7件発生していることである。また、負債総額は戦後2番目の5兆3,625億円にも達しており、その前月比で見れば517%を超えた驚異的な数値になっている。ちなみに、この月の主な大型倒産は、リーマン・ブラザーズ証券（負債額約3兆4,314億円）、リーマン・ブラザーズ・コマーシャル・モーゲージ（貸金業・負債額約3,844億円）、協同興産（不動産業・負債総額約753億円）、Human21（不動産販売等・負債総額約464億円）、リプラス（不動産私募ファンド事業等・負債総額約325億円）である。このうち、リーマン・ブラザーズ関連会社2社については米国本社が倒産したことに起因するものであるが、残りの3社は不動産市況の悪化と金融機関の貸し渋りによる資金繰りの悪化が原因である。

10月の倒産情報は11月11日に発表される予定であるが、すでに国内景気

第4表 企業倒産の推移

2008年	4月	5月	6月	7月	8月	9月
倒産件数	1,347	1,215	1,324	1,372	1,254	1,408
前月比（件数）	12.8%	-9.70%	2.60%	3.60%	-8.6%	12.2%
負債総額（百万円）	472,982	718,085	492,370	665,333	867,979	5,362,529
前月比（負債）	29.50%	51.80%	-10.4%	35.1%	30.40%	517.80%

注）東京商工リサーチ（<http://www.tsr-net.co.jp/>）より作成

は下り坂に入っており、証券会社を中心とする金融機関や、原油価格の高騰と販売の不振にあえぐ自動車産業など、金融機関の貸し渋りも加わって、さらなる倒産件数の増加と大型倒産が相次ぐものと思われる。雇用状況について言えば、派遣社員を中心に契約延長の打ち切りが増加し始めており、年末からは非常に厳しい社会情勢になるのは確実である。しかも早急な経済の回復を見込める状況にないということも、この不況に深刻な影を投げかけている。

5. む す び

本稿はサブプライム問題について、企業財務の観点から論述した。

第 2 節では、サブプライムローン問題の推移を金利の動向と照らし合わせながら考察した。本来は個人の借り入れである不動産のローンを証券化して、他の金融商品と組み合わせてファンドに組み入れることにより、サブプライムローンの見かけ上のリスクを低減させたことがそもそもの問題であり、またそれらのファンドを購入した投資家にも現在のような金融不安を招いた責任の一端があることを指摘した。

第 3 節では、サブプライムローンによる経営破たんの事例として、リーマン・ブラザーズと AIG を取り上げた。AIG は資本金の規模が大きく、また世界各国に非常に多くの系列会社を抱えていることから、FRB が救済の手を差し伸べることになったが、同じ民間企業でありながら、資本規模が AIG よりも小さなリーマン・ブラザーズの場合は見捨てられることになった。しかし米 4 大証券のひとつが経営破たんしたという事実は、その後の証券市場に与える影響が大きく、事前にその点に注意を払っていれば、現在のような急激な株価の下落は起こらなかったのではないと思われる。

第 4 節では、サブプライムローン問題がもはや証券市場だけの問題ではなく、世界的な金融危機の問題へと拡大したことを指摘した。10 月半ばに開かれた G 7 では各国の金融機関への公的資金の注入が確認されたが、ドル安、ユーロ安、円高という為替相場の異常事態も巻き込んで、状況は世

大塚：企業財務から見たサブプライムローン問題について

界的な景気後退へと発展しつつあることを指摘した。また日本については、リーマン・ブラザーズの系列会社の倒産も重なって9月には貸し渋りによる倒産が急増したことを示した。

米経済について言えば、金融機関の経営破たんはもとより、GMなど多くの一般企業も景気後退による経営危機をこれから迎えることは確実である。また所得の減少により個人のクレジットカードによる自己破産がこれから米社会で大きな問題になるであろう。大量消費国としてのこのような米経済の落ち込みは、米財政の破たんも伴って、基軸通貨としてのドルの崩壊を引き起こし、ユーロのような米・カナダ・メキシコ圏での新たな通貨の創設も考えられる。

米国発の不況はすでに世界経済に暗雲を投げかけているが、核開発を続けるイランの動向によっては原油価格が再び高騰することも十分に考えられ、輸出中心の日本経済にとっては他のどの国よりもこれから厳しい時期を迎えることと思われる。日経平均株価は10月28日に一時的に26年ぶりに7,000円台を下回ったが、昨今の状況から考えて、そう遠くない日に6,000円台中心になる日が来ることは疑いのないところである。

参 考 文 献

1. 「円安バブル崩壊」, 野口悠紀雄, ダイヤモンド社, 2008年5月.
2. 「サブプライム危機：終わらなき悪夢」, 直江津歩, 扶桑社, 2008年3月.
3. 「サブプライム危機はこうして始まった：決定版アメリカからの最新リポート」, ブルース E ハンダーソン, ジョージア ガイス, 橋本碩也訳, ランダムハウス講談社, 2008年8月.
4. 「サブプライム逆流する世界マネー：経済危機が投資チャンスに変わる時」, 中井裕幸,
5. 「サブプライム：金融危機」, みずほ総合研究所, 日本経済新聞社, 2007年12月.
6. 「サブプライム後のマネー経済入門」, 藤田 勉, 毎日新聞社, 2008年9月.
7. 「サブプライムの実相：詐欺と略奪のメカニズム」, 大澤和人, 商事法務, 2007年12月.
8. 「サブプライム問題の教訓」, 江川由紀雄, 商事法務, 2007年12月.
9. 「世界信用恐慌：サブプライム・ローン大破綻」, いいだもも, 御茶の水書房,

2008年7月.

10. 「投資銀行バブルの終焉：サブプライム問題のメカニズム」, 倉都康行, 日経 BP, 2008年7月.
11. 「日本経済2007-2008」, 内閣府政策統括官（経済財政分析担当）, <http://www5.cao.go.jp/keizai3/2007/1214nk/keizai2007-2008pdf.html>
12. 「日本経済を襲う二つの波」, リチャード・ター, 徳間書店, 2008年6月.
13. 「波乱の時代：(特別版) サブプライム問題を語る」, アラン・グリーンズパン, 山岡洋一訳, 2008年10月.
14. 「変幻進化する国際金融：サブプライム危機膨張するドル体制の落とし穴」, 米倉 茂, 税務経理協会, 2008年4月.
15. 「連鎖する大暴落」, 副島隆彦, 徳間書店, 2008年3月. 実業之日本社, 2008年2月.