

初心者向けガイド：債務担保証券

この数ヶ月、新聞各紙は「信用危機」に関する深刻な記事で紙面を賑わしています。特に債務担保証券(CDO)は経営難を引き起こす原因となっています。PwC UK アカウンティング・コンサルティング・サービスの Jyoti Ghosh が CDO の役割と信用危機について知っておくべき事項を網羅的にお伝えします。

CDO とは何か？

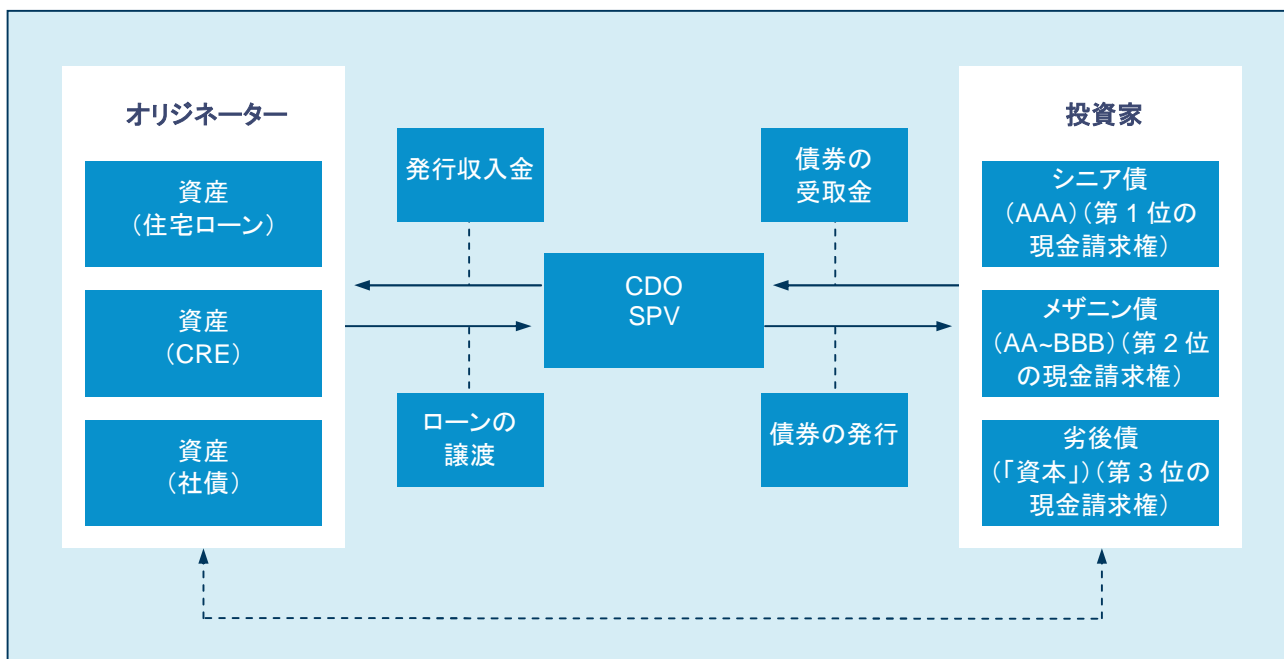
CDO (collateralised debt obligation) とは、金融機関およびファンド・マネージャーによって創設された SPV (Special Purpose Vehicles) であり、貸付金およびその他の負債(資産)を担保として有し、投資家にそれらの資産から生じるキャッシュ・フローのパッケージを販売するものです。したがって、この商品の本質は証券化であり、これは将来、受取りが期待されるキャッシュを担保にして資金を借り入れる契約を示します。

このキャッシュは、住宅ローンや商業用不動産ローン、商業用不動産債務、高利回り社債などの利付き資産のプールから生じます。これらのキャッシュ・フローは、数種の証券にリパッケージ化されて投資家に販売されます。したがって、投資家への支払いは、CDO 負債の担保となる証券化資産のプールの業績にリンクしています。この投資は経験豊かな投資マネージャーによって管理されます。

CDO を創設する目的は何か？

CDO を創設する目的としては、主に以下の 2 つがあります。

- 貸借対照表からローン資産を外し、キャッシュを生み出す。これらの資産(ある程度リスクがある資産)を資本市場へ譲渡することにより、銀行はその売却から資金を調達(貨幣化)できるだけでなく、クレジット・エクスポージャーの管理および(あるいは)財務比率の改善が可能になります。これら構造はバランスシートCDOと呼ばれています。
- 裁定取引を通じて利益を実現する。この利益は、CDOが資産プールから稼得する加重平均利回りと自社の社債に対して支払わなければならない利率との超過金利スプレッドから発生します。この利益は通常、「資本」の所有者(株主)(SPVが発行する負債の最最後のトランシェ)に支払われ、その一部は業績ベースの手数料として投資マネージャーにも支払われます。



CDO はどのような構造になっているか？

CDO の一般的な構造は、上の図のようになっています。

- SPVは投資家向けに債券を発行してキャッシュを調達し、確定利率ローンのポートフォリオを取得します。 バランスシートCDOでは、すべての資産を一人のオリジネーターから取得することがあります。 またアービトラージCDOでは、資産を多数のオリジネーターから取得することがあります。 さらにアセット・バック証券のCDOにおいては、SPEは様々な証券化ヴィークルが発行した証券を取得します。
- 負債は様々な優先順位の債券の様々なトランシェに分割されます。 資産のポートフォリオから生じるキャッシュ・フローは、SPVの利息および債券の各トランシェに関する元本債務の支払いに順に使用されていきます。 資産のプールから生じるキャッシュ・フローは、まずシニア債保有者に支払われ、次にメザニン債保有者、そして最後に劣後債保有者／株主へと、ちょうど滝の水が順に流れ落ちるように行き渡ります。 したがって、十分なキャッシュ・フローが無い場合には、劣後保有者／株主は損失を被ることになります。 別の見方をすれば、損失は優先順位とは逆の方向で負担されてゆくことになります。 損失はまず劣後保有者／株主および劣後債保有者が負担し、次にメザニン債保有者、最後にシニア債保有者が負担することになります。
- 信用格付機関は把握した損失リスクに基づいて各トランシェの格付を行うため、一般的にCDOのシニア・トランシェは最も高い格付(AAA)を受け、下位のトランシェはより低い格付を順次得ることになります。 最劣後のトランシェには格付がなされないこともあります。 最劣後のトランシェは、最も高いリターンを受け取りますが、その一方で最も高い損失リスクを負担します。 この「資本(equity)」トランシェ(しばしば「有毒廃棄物(toxic waste)」と呼ばれる)は不良債権による損失を最も被り易いものですが、高いリスクに見合った最も高い利率のクーポンを提供しています。
- 過去において、トランシェの格付には、借手のプール内のリスクの多様性に関する特定の仮定が含まれていました。 その仮定とは、十分に他の借手が存在するので、少なくともシニア債保有者への支払いは可能であるということでした。 この様々なリスクに関する仮定は、多くのケースにおいて適切でないことがわかりました。 実際のところ、多くのCDOの資産は同時に悪化した模様で、特に原資産がすべて住宅ローン関連資産である場合にその傾向が強く、支払いを受けた人はいませんでした。

したがって、CDO 中の投資の価値はCDOの原資産の品質よりも複雑になります。 その価値は、投資マネージャーがCDOに含まれる資産全体におけるデフォルトの可能性の評価をどれだけ適切に行えるか、すなわち、債券保有者の各トランシェに利用可能なキャッシュの予想によって決まります。

異なるタイプの CDO が存在するか？

原資産に基づき、様々なタイプの CDO が存在します。以下は、その例です。

- 主として銀行ローンを抵当とした、貸出担保証券。
- 主として社債を抵当とした、社債担保証券。
- 主として基準資産の様々なプールに関するクレジット・デフォルト・スワップ等のクレジット・デリバティブを担保とした、複合 CDO。
- 主として他の CDO が発行するトランシェを担保とした、「再証券化された CDO (CDO-squared)」および「再々証券化された CDO (CDO-cubed)」(基礎となる CDO のエクスポージャーが繰り返される可能性があるため複雑ではあるが、上記のような一般的な CDO と同様に機能する)。

投資家とは誰か？

CDO は投資家に向けたものです。CDO は提供される証券の多様性によって支持を得ています。投資家はリスク、利率、期間について好みに合ったトランシェを選択することができます。市中銀行、投資銀行、単位型投資信託会社、投資会社、さらには年金基金、保険会社などの様々な投資家は、AAA 格付や AA 格付の債券(とりわけ、それらが同様な格付の他の債務よりもクーポン利率が高い場合)に興味を示します。特にヘッジ・ファンドは、シニア・トランシェと借入費用によりもたらされる超過スプレッドから利益を得るためにレバレッジを利用するため、CDO に多額の投資を行っていました。プライベート・エクイティ・ファンド等のその他の投資家は、他の多くの固定利率証券からは得ることのできない利率を提供する、メザニン債、劣後債およびエクイティ債に興味を示しました。

何が「CDO バブル」の崩壊を招いたか？

CDO は 1988 年に初めて創設されました。CDO はアセット・バック証券市場の中で最も成長の早いセクターでした。1995 年に 30 億ドル未満であった世界の CDO 市場は、2001 年(1,010 億ドル)から 2007 年前半(約 2 兆ドル)の間に劇的な成長を遂げました。しかしながら、昨年夏にクレジット・バブルが崩壊し、CDO 市場は大幅に縮小しました。

クレジット・バブルが崩壊した理由は様々で複雑ですが、現在の危機は米国のサブプライム融資危機が端緒となりました。低利ローンと住宅価格の長期的な上昇が貸出審査基準の緩和を招きました。このことが、手数料収入で営業する住宅ローン・ブローカーによる、信用情報が不完全で収入確認がとれていない住宅購入者や収入の何倍もの借入れを望む住宅購入者に対する住宅ローン「販売」を後押ししました。

その後、米国の住宅価格が下落し始め、借り換えがさらに困難になりました。2007 年には、競売対象となった住宅数が前年比 79% 増となりました。多くの住宅ローン会社は、不動産担保証券および CDO により、住宅ローン支払いに対する権利および関連する信用リスク／貸倒れリスクを第三者の投資家に譲渡しました。また近年融資が行われた住宅用不動産担保証券(MBS)のかなりの割合が、CDO にリパッケージ化されました。

基礎となるサブプライム住宅ローンの貸倒れ率が上昇し、プール内の基礎となる住宅ローン資産の価値が低下すると、AAA 格付の CDO や CDO の最シニア・トランシェの価値が大幅に下落し始めました。2007 年後半には、現金運用ファンド、および短期コマーシャル・ペーパーによる資金調達のための担保としてアセット・バック証券や CDO を抵当に利用した構造化投資商品の多くは、コマーシャル・ペーパーの借り換えが出来なくなっていました。

多くの CDO 商品は時価ベースで保有されていたため、金融市場の停滞とこれらの商品の流動性の破綻により 2007 年に多額の評価減が計上されました。また多くの人が、CDO 商品の複雑性、および信用格付機関が使っていたリスクトリカバリーのモデル(このモデルではサブプライム CDO に高い格付けがなされている)の失敗が信用危機に拍車をかけたとして非難しました。

しかし一方で、投資家にも責任があると主張する人々もいます。投資家は内在するリスクや潜在的なボラティリティを十分に調査することなく信用格付の高さに基づいて購入を決定し、信用実績を監視することおよび(あるいは)期待キャッシュ・フローを見積ることを怠りました。また投資家にとって、多種多様なオリジネーターから取得した資産および複雑な優先順位に関する規定や債務不履行を発生させる要因を伴う CDO は、従来の投資と比べ分析や評価が困難だったでしょう。

最新の予測は、信用危機が引き続き証券化業界に影響を与えると世界におけるCDOの規模は縮小し続けるとしています。CDO市場は果たして回復するのでしょうか？ おそらく回復はするでしょう。ただし、ひとつ明らかなのは、今後CDOがこれほど多くの人々にこれほど様々な目的で利用されることはないだろうということです。

お問い合わせ: あらた監査法人(広報)

東京都千代田区丸の内1丁目5番1号
新丸の内ビルディング32階(〒100-6532)
電話: 03-6858-0179(直通)
メールアドレス: aaratapr@jp.pwc.com

あらた監査法人は、世界 150 カ国に 146,000 人のスタッフを擁するプライスウォーターハウスクーパース(PwC)のメンバーファームです。PwC のメンバーファームとして、会計および監査において PwC の手法に完全に準拠した国際的なベストプラクティスを採用し、PwC のグローバルネットワークで培われた経験、専門知識、リソースを最大限に活用し、日本において国内企業および国際企業に対して、国際水準の高品質な監査を提供していきます。

© 2008 PricewaterhouseCoopers Aarata. All rights reserved. "PricewaterhouseCoopers" refers to the Japanese firm of PricewaterhouseCoopers Aarata or, as the context requires, the PricewaterhouseCoopers global network or other member firms of the network, each of which is a separate and independent legal entity.