

サブプライム問題

資本市場調査本部
常務理事
吉川 満

不透明は続くが、負のピークは終焉か、利益相反の防止が重要

【要約】

- 米国発で世界を巻き込んだサブプライム問題について大要をまとめる。
- G7蔵相・中央銀行総裁会議が、19日に開催される事になっている。同会議では・サブプライム問題のほか、・ファンド問題・為替変動問題を加えて議論する事になっている。
- 同会議にはG7の蔵相・中央銀行総裁のほか、専門家である金融安定化フォーラムも参加する事になっている。

1. サブプライム問題とは

高価格モーゲージ市場における借り手は、二つの【ノンプライム】市場セグメントのいずれかに該当している。すなわち【サブプライム】か、もしくは【ニア・プライム】セグメントかである。【サブプライム】カテゴリーに属する個人は、債務不履行リスク、もしくは早期納付が必要になるリスクが最も大きいと見られており、そのため最も高いコストを支払っている。こうした借り手は、信用・プロフィールを評価する事が難しいので、より高いオリジネーション・コストも支払っているものと思われる。プライム市場の借り手の支払うコストは一番安い。そしてニア・プライム市場の借り手は、プライム市場の借り手とサブ・プライム市場の借り手の中間のコストを支払っている。

つまり、サブプライムとは、プライムと最もかけはなれた、信用の低い、リスクの高い市場分野なのである。はじめにこの事を認識しておく必要がある。

2. サブプライム問題に関する直近の公的報告書

米国でサブプライム問題が表面化したのは2007年2月・3月から。

米国でサブプライム問題が本格化したのは2007年5月・6月から。

- ◆ 8月31日 カンザス・シティ連銀(バーナンキ FRB 議長)
カンファレンス記録を発表
- ◆ 8月31日 ブッシュ大統領
【住宅所有社が差し押さえを避けられるよう支援するニューステップ】を発表
- ◆ 9月5日 SEC 市場規制局長エリック・R・シリ
米国上院金融市場委員会で証言
- ◆ 9月 2006年 HMDA データ、米国財務省・同連邦準備理事会

3. 業者のモラルハザード

サブプライム問題の根底には、モラル・ハザード、とりわけ利益相反の問題があったようである。業者といっても、特に迫及されるのは、格付業者である。サブプライム商品の大量取引を、歴史も浅く、本来、十分な格付が出来ないのに、2000年以降、市場の好況が続いたため、甘い格付をしてしまったのではないかと考えるものが多い。



○利益相反

- サブプライム問題の発生
- デフォルト率の急上昇
- 金融商品の流動性の低下
- マージン・コールを満たすための売り

大統領は問題解決のため、1987年以來、久しぶりに、大統領の作業グループを組織して調査を始めた。

- 大統領の作業グループ(PWG)(米国財務省、同連邦準備制度理事会、SEC、CFTC)

4.格付機関の問題

格付機関に関する制度は、2006年9月29日に「信用格付機関法による制度」が改められたばかりであった。そのために歴史も浅いため、同法は十分に機能しなかったのではないかと考えられている。

- 2006年 SEC：全国的に認知された統計的格付機関に関する法案を採択
- 2006年 9月29日 信用格付機関法、法律の要求する270日以内に成立

目的は、格付の質を高めて公衆の利益を守り、信用格付業界の説明責任、透明性、競争を高めること。

5.利益相反、モラル・ハザードが発生するようになった理由

モーゲージ市場は2005年まで5年間以上、上昇が続いていた。

そのため、①～③を繰り返せば、業者はリスクなく業務を拡大しつつ運転できた。

- ① モーゲージ契約締結
- ② 証券化により、業者はすぐに転売できるようになる。
 - ・転売すればリスクは買い手に移転される。
 - ・相場上昇期であれば、同時に、転売により利益を実現できる。
 - ・相場上昇が継続する限り、業者は無リスクでビジネスを継続できる。
- ③ 証券化したモーゲージの転売

しかし、モーゲージ市場が反転し、問題が一気に噴出した。

6.米国等における被害状況

2006年後半からモーゲージ市場が逆転したので一気に問題が噴出した。

- モーゲージ証券投資家の大幅損失・倒産
 - ・ヨーロッパの金融機関を中心に、大幅な損失計上をする例が出始めた。
 - ・米国にも2007年第三四半期には、業績悪化する金融機関が出始めた。
 - ・日本は複雑な証券化商品の扱いには慎重だったが、一部の銀行、証券会社は大幅損を計上した。
 - ・モーゲージ証券はほとんど専ら、機関投資家に販売されているので、被害も機関投資家に集中している。
- 住宅所有者の差し押さえ問題
 - ・米国ではモーゲージの利用者の、差し押さえ問題が2006年から大規模化し、2007年には深刻化した。

7.格付機関に対する規則

- SEC に対し、登録申請しなければならない
- 申請書の中において
 - ・信用性を判断する助けとなる一定の情報
 - ・重要な非公開情報と利益相反の扱い方

- ・ NRSRO(全国的に認知された格付機関)の利益相反は開示が要求されている。
- ・ 一定の利益相反は禁じられている
- 格付け機関法及び施行規則は、NRSRO に対し、信用格付を決定する手続きと方法の一般的な記述を要求している。
- NRSRO はそれぞれの信用格付ごとの歴史的な格付け引き上げ及び債務不履行を含む一定の業績評価統計を明らかにしなければならない。
- SEC は、これらの開示は信用格付のユーザーが NRSRO の格付けの信頼性を判断する上で、長期的に役に立つと考えているようだ。
- この業績統計は、サブプライム・モーゲージ関連の仕組金融商品に関する NRSRO の格付に透明性を与える事になると信じているだろう。

8.SEC が着手している見直し作業

- RMBS と、CDO' s の格付に関する戦略と手続の見直し
- NRSRO 業者が、引き受け業者やモーゲージ・オリジネーターに提供していたアドバイザー・サービス
- NRSRO の利益相反
- 格付機関の格付パフォーマンス、発行後の格付パフォーマンスを含む
- 追加のパフォーマンス統計の開示が必要かどうか
- 歴史的なデフォルト率、格付引き下げ率の開示が必要かどうか

9. CSE5 社(SEC が特に注目し、連結ベースで監督している証券会社 5 社)

- ベアー・スターンズ
- ゴールドマン・サックス
- リーマン・ブラザーズ
- メリル・リンチ
- モルガン・スタンレー

証券会社も持株会社化し、規模も業務も拡大して影響力が大きくなってきたのには、上記 5 社を CSE として指示し、持株会社レベルで監視を強化している。

10.CSE に対する特別の監督

- FRB の銀行持株会社に対するのと、ほぼ同様の監督
- バーゼル II 規準に即した、自己資本比率の月次の計算
- 持株会社における相当量の流動性の維持
- 総合的な内部統制システムによる証明(SEC の検査に付される)
- 資本及びリスク・エクスポージャーに関する総合的な情報(市場リスクエクスポージャー、信用リスク・エクスポージャーを含む)
- 資本の適正、流動性の適正だけでなく流動性リスク・マネジメントも重要
- 各 CSE 会社が採用し、フォローしている資金調達手続の見直し

11.四半期会計の開始

カジノ資本主義(多額の流動性が世界の市場の中で投資先を求めてうなりを上げている状況)といわれる状況の下では、企業業績の大幅な変動が起こる可能性は常にある。そのため業績の大幅変動を適時に知ることの重要性は増している。従来の年次報告だけでなく、四半期業績報告が不可欠になる。日本は 2008 年にとりあえず作業が終了する会計基準のコンバージェンスのために、準備を進めており、幸い、2007 年に四半期会計基準を設定(導入は 2008 年)する事ができた。今

後は、四半期会計が不可欠の開示資料となったことを、これまで以上に身に沁みて、実感していく必要がある。

金融商品の価値について、疑問が呈された。複雑な証券化商品などについて、どのように価値評価したらよいか、改めて考えていく必要がある。