

～ 資本市場調査本部情報 ～

2008年4月23日 全12頁

# 米国大統領作業部会、サブプライム報告

資本市場調査本部  
吉川 満

## 【要約】

米国大統領作業部会(PWG)は2007年8月から、サブプライム問題の原因と、対策についてブッシュ大統領の命令で調査を行っていた。2008年3月13日、作業部会はとりあえず直近の事実認識を中心に報告書を発表した。

本レポートはこの報告書の第二部【市場の混乱に寄与した要素の総合的な見直し】の全訳である。

PWG 報告書は、さすがに米国大統領の命令によって連邦の4大金融監督機関、財務省(Treasury)、連邦準備理事会(FRB)、証券取引委員会(SEC)、商品先物取引委員会(CFTC)が総力を挙げてまとめただけに、重要なポイントはもれなく抑えている。今後、国際的な検討が行われるにあたって、十分その基礎となっていくものと期待される。

米国のいわゆる『サブプライム問題』は、いまだ完全には収束していない。他方最近では値下がりする証券の範囲が、『サブプライム』に格付けされた有価証券の範囲を超えて、投資水準の証券にまで広がっている。最近では『サブプライム問題』という言葉は、使われなくなっている。確かにAAの格付けの有価証券でも80%以上値を下げているのだから、この問題を『サブプライム問題』と呼ぶのは適切でない。それに代わって最近用いられるようになっているのは、『証券化商品問題』または、『仕組金融商品問題』という言葉である。

いわゆる『サブプライム問題』は、投資適格以下の証券を中心に起こったわけであるが、『住宅用不動産担保証券』は、証券化の手法を使った仕組金融商品であったことから、こうした新しい呼び名が一般化したわけである。

この、『証券化商品問題』または、『仕組金融商品問題』に関して米国では大統領作業部会が検討を行っていた。大統領作業部会は、財務省、連邦準備理事会、証券取引委員会、商品先物取引委員会と言う、連邦レベルの金融規制機関の中でも中心的な機能を果たす機関が、集まって組織した委員会である。大統領作業部会は3月13日に『大統領作業部会の、将来の金融市場の状態を改善するための政策提案文書』と題する報告書を発表した。大統領作業部会は基礎的な、問題のリサーチを終えた段階で、いまだ今後取るべき政策などについては、作業は終了していない。しかし問題の重要性に鑑みて、とりあえず直近の事実認識を中心に、報告を纏めたものである。

大統領作業部会は本年第4四半期に、実行に向けた提案事項を中心としたフォローアップ文書を発表することになっている。

『証券化商品問題』は、今や米国単独では解決できず、諸外国の協力が不可欠になっている。金融



市場に身を置くものとして、日本もできる限り、世界的な検討作業に参加して行くべきであろう、と考える。そうした観点から本稿では、『大統領作業部会の、将来の金融市場の状態を改善するための政策提案文書』の主要部分を紹介する。この報告書は基本的に次の3部から構成されているのであるが、本稿では、この 及び の全文を紹介する。

は事実に照らして確認しつつ叙述を進めているので、最もわかりやすいからである。それに比べると はやや抽象的であり、 は第 四半期にならないと、提案する具体的な政策が確定しないからである。ただし、途中経過としても意味があるので、 は全文を紹介した。

#### 診断と提案の要約

市場の混乱に寄与した要因の総合的な見直し

政策問題と提案事項

#### 市場の混乱に寄与した要因の総合的な見直し

1. 米国変動金利サブプライム・モーゲージは、2004 年末から 2007 年はじめにかけて、大幅に値を下げた。住宅価格が大きく値を下げるのにつれ、そうしたモーゲージの債務不履行率は大きく高まり増加し、債務不履行率は、2007 年末には変動利付きモーゲージ全体の、20%を上回った。
2. こうしたモーゲージはほとんど全て、住宅用モーゲージ・バケット証券にパッケージされて販売された。RMBS のシェアの大きな部分は、資産担保証券(ABS)の(CDO's)の運用マネージャーによって購入された。いわゆる、ABS CDO's である。サブプライム RMBS、及び ABS CDO's はトランシュに仕組んだ上で販売された。そしてそうして発行されたトランシュの時価総額のシェアの非常に大きな部分は、信用格付機関によって、AA もしくは AAA に格付けされた。
3. 米国の投資家も、海外の投資家も、これらの証券を積極的に買い求めた。実際、信用基準を緩め、サブプライム市場の条件を緩めたことが、家計及びビジネスに対する、より広範な市場原則の崩落となった。何年間も、有利な経済状況、金融状況が続いた後で、新金融商品や、次第に複雑さを増す金融商品に対する時でも、世界の投資家はリスクに対して感度が鈍くなっていた。
4. AA もしくは AAA 格付のトランシュに投資していた、世界の投資家の多くは、彼らが独立で自身の信用分析、しばしば非常に複雑な金融商品の投資決定を行う場合でも、彼らが自分の投資マネージャーと、リスク選好度を話し合う場合でも、格付に大幅に依存していた。格付けが AAA トランシュであっても、いくらかの ABS CDO's は多額の損失計上を余儀なくされるという事が明らかになったとき、投資家は複雑な仕組商品の格付けを、それ以上、信じようとは思えなくなったのである。
5. もはや格付けに依存する気は起きず、自ら信用分析を行うことはできず、投資家は広範に仕組み商品市場から手を引いたのである。加えて、CLO 市場(ローン担保証券市場)での資金調達も、困難さを増していた。既に、多額のレバレッジド・ローン・コミットメントが発行されていたので、(米国だけで 2250 億ドル。)投資家はそうしたローンを、提供されたスプレッドと条件の下で、これ以上購入する意向はなくなっていたのである。
6. 2004 年から 2007 年にかけて、米国でも海外でも ABCP 市場は、急成長を記録した。成長の大きな部分はコンデュイットの寄与であった。特に仕組投資商品(SIV)及び CDO's の寄与が大きかった。政府機関債でない RMBS も、CDO's もこれに含まれる。より伝統的なコンデュイット(伝統的なコンデュイットは短期社債等を買っていたのであるが、)に変わって、これらが市場内で大きな存在となったのである。仕組み金融商品のケースに見られるように、マネー・マーケット・

ファンドを含む ABCP の投資家は、基本となる担保のこうした構造を自ら評価するというよりも、信用格付に大きく依存していたのである。投資家が、基本となる担保のいくらかは、RMBS 及び CDO ' s であるという事に気付き始めると、彼らは ABCP 市場から一般に撤退し始めた。かつ、いくらかは、より伝統的なプログラムからも、撤退を始めたのである。米国だけでも、ABCP の残高は、2007 年 8 月から、同年 12 月末までの間に、約 1/3 に当たる 3700 億ドルは減少した。それ以降は、米国の ABCP 残高は、ほとんど変わっていない

7. 仕組金融商品市場の機能不全と、ABCP 市場の縮小とは、米国及び欧州の最大クラスの金融機関の多くに、重大な流動性のプレッシャーを齎した。これらの金融機関は政府機関ではない RMBS、及び ABS CDO ' s の大手の引受業者であった。仕組み金融商品市場が戸口を塞いだとき、モーゲージ及び RMBS を手にしたままで取り残された。これらの証券を売却処分することはできなかったのである。企業は、シンジケートの手続き中にあったレバレッジド・ローンのエクスポージャーをも、処分する事ができず、そのまま残された。名声を守ろうとして、幾つかの会社は、自らが組成した、オフ・バランスシートの金融商品を買戻すことを選択し、もしくはその顧客に対し信用を供与することを選択した。自らが運用していたマネー・マーケット・ファンド、その他の投資ファンドに対しても、同様の事が行われた。
8. これらの会社の多くは、サブプライム信用リスクに対してリスクを集中させていた。これらの企業のサブプライム・モーゲージに関する、ビジネス・モデルは【分売のためにオリジネートする】と記述されていた。しかし、そのうち何人かは、スーパーシニア CDO・トランシェを保持することによって、信用を供給し、かつ同時に RMBS のスーパーシニア・トランシェに投資した ABCP プログラムに対して流動性強化を供給し、サブプライム市場に大幅な信用エクスポージャーを残していた事が、次第に明らかになった。その結果、幾つかの会社は大幅の損失を被ることになった。
9. 会社それ自体は、そうしたエクスポージャー、及び、それに由来する損失の規模を決定しようと必死でつとめた。仕組み信用商品の市場が機能しなくなるにつれて、会社のポートフォリオのシェアが増加したので、信頼できる、市場をベースとした価格の発見は、大幅に困難になった。多くの場合、信頼できる市場価格情報が無い状況の下で価格付けのために利用されたモデルは適切に開発されたものとは言えなかった。もしくは、複雑な証券を評価するための方法としては適切でなかった。加えて、いくつかの企業は、自らのサブプライム・モーゲージ資産へのエクスポージャーを特定し、総計する事に困難を見出していた。その結果、彼らは自らの資本及びバランス・シートのサイズに、懸念を持つようになった。彼らは同時に、そうした証券を保有していたことで知られる、他の市場参加者に関する、自らが行った信用リスクの評価に、以前ほどは信頼がもてなくなった。取引相手の価格付慣行に対する懸念に加えて、取引相手がそうした証券を保有しているという情報は、一般に公開されて利用できるわけではなかった。
10. 流動性とバランス・シートのプレッシャーのコンビネーション、及び信用に対する懸念の高まりは、銀行を他のものに、期限付き貸出しを提供するのに慎重にさせた。LIBOR 金利に反映される、期限付き貸出金利のプレミアムは、上昇した。プレミアムは時に 100 ベーシス・ポイントを超え、別の種類の期限付き貸出は、より入手が難しく、よりプレミアムは拡大していた。伝統的な(公定歩合による)中央銀行の流動性供給手段を活用しても、インターバンク市場の定期預金金利を引き下げることではできなかった。連邦準備銀行が 2007 年 8 月に発表した、公定歩合による貸付金利の引き下げは、…公定割引歩合と定期貸付金利との差の縮小を狙ったものであったが、あまり、うまくいかなかった。…おそらく、中央銀行から借入を行うことの、心の負担を消せなかったためであろう。のみならず、公定歩合での借り入れは、銀行が感じている、バランスシート・プレッシャー、もしくは取引相手のリスクに関する懸念を、たぶん大幅には軽減しなかった。債権者は、銀行のバランスシートに関する懸念を持ち続けたので、定期貸出市場の条件は、上昇圧力がかかり続けたのである。
11. より一般的に言えば、非流動的市場における、資産の価格付けの不安定さと、資産価格変動に対する金融機関のエクスポージャーとは、投資家と市場を落ち着いたままにいらだたせた。とりわけ懸念されたのは、金融保証者のエクスポージャーである。金融保証者がスーパーシニアの CDO のトランシェに対して提供した保証が、どうなっているか懸念されたのである。金融機関の

金融格付けの格下げは、金融市場を混乱に陥れるかもしれない。投資家はその格付けの判断において、保証人の保証に大きな重みを置いていた。とりわけ、米国自治体債市場においてはそうであった。のみならず、保証人の一人が保証債務を履行することができない事態が生じると、保証人から CDO 保証の、保証債務を購入していた金融機関は追加の損失を被る事になるのであった。

12. 2007 年末以前は、新しい流動性供給手段ターム・オークション・ファシリティ (TAF) が連邦準備銀行により、導入された。これを運用しても、公的機関から借り入れを行ったという気後れから、使用が控えられる様な事は無かった様であったし、定期預金のプレミアムを減少することに寄与した様であった。しかしながら、定期預金プレミアムのうちどこまでが、TAF の利用可能性に由来する、2007 年末の定期預金プレミアムの減少であるのか、どこからは年末越えて懸念が軽減された事によるものか、はっきりとしないのである。
13. 2008 年初めまでに、金融の混乱は回復しなかった。RMBS の発行は非常に低水準であったし、商業用モーゲージ担保証券の発行は、2007 年上半期に比べ、大幅に落ち込んだ。CLO の発行は 2007 年春のペースをはるかに下回っていた。定期預金プレミアムは、年が変わると低下した。しかし、その後は再び拡大に転じた。銀行のバランス・シート・プレッシャーに対する懸念再燃から、経済見通しの不確実性が高まったためと報じられた。より最近では、政府機関 RMBS 市場の流動性が悪化し、自治体債の利回りが、満期が同一の財務省証券に比較して、著しく上昇した。そして、自治体債の発行は大幅に落ち込んだ。居住用モーゲージのコスト、及びビジネス・クレジットコストは 2007 年夏に比べ、著しく上昇し、調査結果に基づく証拠は、ローンの広範なレンジにおいて、より厳しい基準を示していた。部分的には、より高いコストと、厳しい規準とは、住宅部門の縮小の効果に対する懸念、及び金融市場動向の、より広範な経済に対する影響の懸念を反映したもののようにと考えられた。
14. ヘッジ・ファンドの債務不履行に由来する損失は、2007 年末までは無視できる程度のものであった。しかし速報データによると、2008 年 1 月はヘッジ・ファンドのパフォーマンスはひどい状況だった。最後の数週間には、マージン・コールに答えられないヘッジ・ファンドが急増した。取引相手は、ヘッジ・ファンドに対するエクスポージャーの、綿密なモニターを続けた。
15. 金融市場のインフラストラクチャーは一般に、価格ボラティリティの高まりと取引量の増加に、かなり適切に対応した。2007 年 7 月・8 月には信用デリバティブの継続できなくなった受注残高は、大幅に増加した。しかし 2007 年 8 月になると、継続できなくなった受注残高の増加はストップした。信用デリバティブ市場の流動性は、測定方法によっては、目に見えて低下していたが、これらの市場は、価格発見、リスク・マネジメントと言う重要な機能を果たし続けた。

## 政策問題と提案事項

### A. モーゲージ・オリジネーション・プロセスの改革

#### 問題点

1. 州の免許を得ていたモーゲージ・ブローカーは、ローン申し込みを受け取ってローンを預金金融機関その他の貸し手に対して販売していたのであるが、インセンティブはあまり持っていなかった。こうしたモーゲージ・ブローカーに対する、政府の監督は十分でなかったため、不健全な引受慣行の増加に寄与することになった。
2. オリジネーターは強固な引き受け慣行を維持するというインセンティブをあまり持っていなかった。とりわけ、証券化を行う業者、格付機関、モーゲージ投資家などが、オリジネーターのインセンティブを基礎となるリスクにふさわしい水準に調整しようとする状況の下で、そうだったのである。こうした背景の下で、規制預金金融機関と関連会社ではないモーゲージ会社・・・2006 年には高価格モーゲージの約半分を貸し付けていた。・・・に対して、政府の監督が不十分であっ

た事が、サブプライム部門で不健全な引受慣行が増加することに寄与した。時には、詐欺的取引、濫用的取引も見られた。

3. 消費者保護規定及び開示要求は、十分には消費者を、不適切な貸付から保護しなかった。

#### 問題に取り組むための提案事項

1. 州の金融当局は、強力で全国的なモーゲージ・ブローカーの免許規準を定めなければならない。その第一歩として、州立銀行監督者会議(CSBS)と米国居住用モーゲージ規制者協会は、既に全国的な免許付与システム及びモーゲージのプロフェッショナルのデータベースを作成した。システム稼働開始時に7州が参加した。今後徐々に数十州が参加をコミットしている。
2. 連邦及び州の規制者は、首尾一貫した、モーゲージをオリジネートしファンドを組成し、さらに、モーゲージ・オリジネーション・プロセスにおいて顧客と接触する全ての企業を監督する、政府の監督を強化し、かつ実行しなければならない。全ての州は、連邦の規制者が非伝統的なサブプライム・モーゲージ貸し出しに関して開発し、そうした基準の非遵守の場合には、実効的な執行メカニズムが機能するようガイダンスにおいて保証するために定めた、原則の採用に向けて、努力すべきである。既に実行に移された、一つの鍵となるステップはCSBSが発行した、プリンシプル・ベースのサブプライム・モーゲージの引受ガイダンス(2007年7月判)である。その内容は、それに先立って連邦の監督機関によって刊行されたものと似ていた。加えて、一群の監督者は、引き受け規準を見直す為のパイロット・プログラムと、上級経営陣によるリスク・マネジメント戦略の消費者保護法及び規則の遵守を保証するためのパイロット・プログラムを、大幅なサブプライム・モーゲージ事業を行っている、選択された非預金貸付機関において着手した。こうした見直しの結果は、プロジェクトを継続すべきかどうか、継続すべきであるならば、将来の見直しの焦点をどのように絞っていくべきかを決定するために、分析すべきであるという事になる。
3. 連邦準備制度は、これまでよりも強い消費者保護規則を発出し、強化された消費者保護のための開示を義務付けなければならない。これにより、モーゲージの製品の生涯全般にわたって、利用可能性がより透明になり、代替投資商品の条件の比較を促進することになる。この目的のために、連邦準備制度は現在、貸付の真実法の、モーゲージ貸付にかかる、規則(TILA 規則)の見直し・消費者テスト、及びこの結果に基づく新たなモーゲージの開示の計画を含む、に従事している。連邦準備制度は既に、不完全なモーゲージ貸付広告と勧誘、誤解を招く恐れのあるモーゲージ貸付広告と勧誘に関する懸念と取り組むために、TILA 規則の改正案を示している。かつ貸し手に対し、モーゲージ開示をより迅速に提供するよう、要求している。こうした改正は、90日間のコメント期間にわたって、適正な評価がフィードバックに対して行われたなら、立法化されねばならない。2007年12月、連邦準備理事会は住宅所有者のエクイティ保護に関する法律(HOPEPA法)によって与えられた権限を用いて、返済ペナルティーに関する濫用、税金及び保険に対するエスクローの不履行、借り手の返済能力に適切な配慮をしなかった罪などの、新たな問題と取り組む提案を行った。これらの規則は、90日間のコメント期間にわたって、適正な評価がフィードバックに対して行われたなら、立法化されねばならない。
4. 州当局、及び連邦当局は、協力して消費者保護と開示ルールを執行し、すべての種類のモーゲージ・オリジネーターを公平に扱わねばならない。
5. 連邦当局と州当局は、詐欺的取引に係わるモーゲージ市場参加者を追跡し、詐欺的スキームの取引を取扱う関係者は、差し押さえに直面する家計の有利になるように、あつかう。

#### B. 投資家の市場原理への貢献を改善する。

##### 問題点

1. 十分な情報を得ることに失敗した投資家、及びアセット・マネージャー、もしくは総合的なリスク評価を行うことに失敗した投資家、及びアセット・マネージャーは多くの投資家にとって、リスク・マネジメント・システムにおいて信用格付けを利用することは金融市場における、イノベ

ーションの背後に落ちてしまった。とりわけ、多くの投資家は、信用格付は十分に統計学的であるとして扱ったように見えてしまう。金融商品に関連するリスクの全領域の、実際、信用格付けが信用の評価であり、流動性、市場、もしくはその他リスクの評価ではない場合、幾人かの投資家は価格付けの目的のために、もっぱら格付けだけに依存していたのである。

2. これに対して、オリジネーター、引受人、スポンサーは、常には投資家に対し、彼らが販売し、証券化し、もしくは担保として利用している仕組み信用商品に関して、十分な情報を与えなかったのである。
3. これとは別に、ABCP プログラムのスポンサーとなっていた会社、もしくは流動性を提供していた会社、もしくはそうしたプログラムに対して信用強化を与えていた会社は、自らの株主、債権者に対し、その基本となる資産のリスク特性の公正と本質に関して、もしその資産が自分自身のバランスシート上にあるのであったなら、欲したであろうよりも、相当程度少ない情報しか与えなかった。
4. 市場参加者はデュー・ディリジェンスを行い、そしてリスクを調整したリターンを評価する経済的なインセンティブを持ってはいたが、彼らが取ったステップは十分ではなかったために、市場原則は大幅に崩落したのであった。

#### 問題点に対処するための提案事項

1. 機関投資家の監督者は(例えば私的年金ファンドであれば労働省；公的年金ファンドであれば州財務相；かつ、マネー・マーケット・ファンドであれば SEC)、投資家がスポンサー及び証券化された信用の引受人から、そうした信用のリスク特性に関する、基礎となる資産の、当初の、及び継続的なプールを含む、よりよい情報へのアクセスを入手することを要求しただろう。
2. 監督者は、これらの投資家(及びそのアセット・マネージャーが)が、格付に全面的に依存するのではなく、彼らがポートフォリオの中に持つ金融商品のリスク特性に関する独立の見解を開発することを保証しようとするべきだろう。
3. 有利な格付の選択買いを制限するために、仕組み金融商品の引受人及びスポンサーは、最終データ及び情報を一つもしくは複数の格付機関に提出した後で、もしくは格付機関(単数もしくは複数)からその情報に基づく、暫定格付けを受け取った後で、彼らは暫定格付けの一部(全部ではない)を、最終格付けとして刊行する事とする。そうした暫定格付の開示をしない場合は、その理由を開示するものとする
4. 投資家が、仕組金融商品のデュー・ディリジェンスを改善するために、引受人及びスポンサーは、RMBS, ABS・CDO、及びその他の仕組み金融商品の、改善された開示を提供するものとする。アセット・マネージャー及び金融機関は、コンデュイットを運営するものも含めて、改善された開示を提供しなければならない。
5. 投資家は投資決定を行うに当たっては、一般に販売されている投資格付けに依存するのではなく、投資マネージャーと委譲した投資権限について話し合った上で、投資マネージャーの評価を行い、異なる金融商品のクラスの間、リスクの差を考慮に入れなければならない。
6. 投資家が投資コンサルタントを利用する場合には、投資家は、全面的に信用格付けに依存したのではなく、投資家のポートフォリオにある、金融商品のリスク特性の広範な分野にわたって、コンサルタントが独立の見解を開発したと、主張するだろう。
7. マルチ・セラーの ABCP コンデュイットによる開示の現存の雛形を構築するに当たり、米国証券化フォーラムは、投資家に対する、他のタイプの証券化の開示の雛形を開発しなければならない。監督者は、銀行及び、その他の ABCP コンデュイットのスポンサーとなっている、規制法人に対して、開示を雛形と首尾一貫するように、奨励しなければならない。
8. 大統領作業部会(PWG)は、民間部門を、ABS 及び CDO 's of ABS を含む、証券化クレジットの投資家に対する開示に関するベスト・プラクティスを開発する委員会を創設させねばならない。

9. そのオン・バランス・シート・リスクの開示と首尾一貫するように、ABCP プログラムのスポンサーを勤めている公開会社は、もしくは ABCP プログラムに信用強化ないし流動性強化を提供している公開会社は、プログラムの基礎となる資産の配分を、タイプごと、業界ごと、信用リスクごとに(会社にとって重要な限りであるが、)開示しなければならない。

### C. 格付機関の改革プロセスと、仕組信用及びその他の証券化信用商品

#### 問題点

1. 格付機関はサブプライムの R M B S、及びその他の仕組み信用商品、とりわけ ABS C D O ' s の信用リスクを過小評価して、最近の市場の混乱に大きく寄与した。
2. サブプライム R M B S に関しては、格付機関は、一部には住宅市場の価格の軟化の厳しさと範囲とを過小評価し、潜在的な詐欺行為とを過小評価したため、信用リスクの過小評価に繋がった。
3. 格付機関の ABS C D O ' s の格付モデルは、基礎となる証券間の連関の程度を過小評価した相関関係の前提に、依存していた。
4. 格付機関が認識しているように、仕組商品は社債とは極めて異なるリスク特性を持っている。それにもかかわらず、格付会社は仕組商品と社債とに、同一の格付カテゴリーを用いていた。そして多くの投資家は、両商品間でリスク特性が異なることを理解していないか、十分に考えた事が無いかのように行動した。
5. 格付機関が仕組商品の格付を行うのに、用いた方法は、相当程度透明なものであった。にもかかわらず、それ以上の透明性が可能であったし、またそうすることが望ましかった。

#### 問題点に対処するための提案事項

1. 信用格付機関は、格付機関が格付を行った担保付 ABS のオリジネーターの資産に関して、どのような質の見直しを行ったか、開示しなければならない。かつ格付機関は、ABS の引受業者に対して、基礎となる資産に関して行われたデュー・ディリジェンスに関して、どのような質と範囲で要求するのかを開示しなければならない。
2. 格付機関は、完全性と透明性を保障するために、仕組み信用商品に対する、その格付プロセスを改めなければならない。大統領作業部会(PWG)は、格付機関が既に取っているステップを歓迎する。そしてとりわけ、格付機関に対して(a)から (f)の措置を取ることを奨励する。
  - (a)利益相反に対処するための、政策及び手続きを強化する。利益相反の問題に関する広範な見直しに基づき、SEC が提案する、変革の実行もそのうちに含まれる。
  - (b)彼らの信用格付の方法論とモデルの基礎となる前提を説明するのに十分な情報を刊行する。信用格付けのユーザーが、特定の信用格付けがどのようにして決定されたかを理解できるようにする。
  - (c)信用格付けプロセスに変更を加え、仕組商品に対する格付を、社債及び自治体債の格付から、明確に差別化する。
  - (d)仕組信用商品の格付パフォーマンス測定手段と、既製品として既に、一般大衆に提供されている、その他の ABS を、製品間の比較と信用格付の比較を促進するように提供する。
  - (e)投資家と共に、投資家がリスクに関する情報に基づいた投資決定を行うのに必要な情報を、提供するために作業を行う。それには、格付に関連した不確実性、及び潜在的な格付の変動性の測定が含まれる。
  - (f)適切な人材と金融資源とが、格付けをモニターし、アップデートするために、割り当てられることを保障する。

3. 格付機関は仕組金融商品の格付に付いて、公式で、定期的な、内部的な規準と見直し、仕組み金融商品の格付を行うべく、奨励されるべきである。
4. 証券監督者国際機構(IOSCO)は、その行為基準(CODE OF CONDUCT)の改定を通じて、信用格付問題と継続して取り組んで行く様、奨励されるべきである。
5. 大統量作業部会(PWG)のメンバー機関は民間グループにおける、発行者、引受業者、格付機関、及び政策作成者が格付の完全性と透明性を保障するための、更なるステップに関する提案事項を開発するためのグループ(投資家、発行者、引受業者、及び格付機関のそれぞれ代表者からなる。)の形成を促進すべきである。
6. 大統領作業部会(PWG)のメンバー機関は、格付機関が監督政策と規則の改定(それには規制上の資本要求の改定も含まれる。)を通して、実施した、ステップを強化する。
7. 大統領作業部会(PWG)は格付機関の監督見直しに関するニーズをもう一度見直す。もし格付機関が採用した改定策が、格付の完全性と透明性をとを保障するのに十分なものでないかどうかをもう一度見直す。

#### D. グローバルな金融機関のリスク・マネジメント慣行の強化

##### 問題点

1. 特定のリスク・マネジメント慣行の有効性は、金融危機の時期に一貫して大幅の損失を記録した金融機関を、ある程度影響は受けたものの、大幅な損失は避け得た金融機関から、差別化する鍵となる要因である。
2. 大幅な損失を被った金融機関は、次のようなリスク・マネジメント上の弱点を示す傾向がある。
  - (a) 潜在的なバランス・シートの成長に対するコントロールの弱さ。ビジネス・ラインの成長に対する、非効果的な制限を含む。かつ、オフ・バランス・シート・エクスポージャーのモニタリングの精度が劣っていることを含む。
  - (b) シニア・マネージメント、ビジネス・ライン、及びリスク・マネージメント機能の不適切なコミュニケーション。
  - (c) 間違いがあったことが明らかになった前提に基づく、狭い範囲のリスク測定への依存、及び、ひとつたび基礎となる前提が誤っていた事が明らかとなつてからは、変更が難しい評価プロセスへの依存。
  - (d) 価格付け問題に対する不十分な注意、これには信用格付けに対する過度の依存、及び複雑で、潜在的に非流動的な証券を価格付けするモデルの、不十分な開発が含まれる。
3. これらの弱点は、次のような、特定のビジネスラインのマネージメントに関して、とりわけ明らかであった。
  - (a) CDO の補完業務、
  - (b) レバレッジド・ローンのシンジケーション、
  - (c) コンデュイット・ビジネス(SIVs もしくは ABCP を発行している、その他のコンデュイット刃のスポンサー業務、ないしは流動性支援業務)
4. 多くの金融機関にとって、価格付けの不確実性の根本的な原因となっているのは、複雑なモーゲージ関連の仕組商品に関して、十分に強靱な評価モデルを開発していない事、及び基礎となるモーゲージ・プールの最終的なパフォーマンスに関する基本的な不確実性であった。



5. ヘッジ・ファンドの債務不履行に由来する損失は、2007 年末までは、無視してよいほどの水準に留まっていた。しかし 2008 年 1 月の速報値は、ヘッジ・ファンドのパフォーマンスが大きく悪化していることを示していた。そして直近数週間にはマージン・コールの支払いができないヘッジ・ファンドの数が急増していた。取引の相手方は、ヘッジ・ファンドに対するエクスポージャーを注意深くウォッチし続けた。金融危機よりも前には、主要銀行及び主要証券会社の多变的な相互関係は、取引相手方のリスク・マネージメント慣行は、潜在的なエクスポージャーの測定と、ストレス・テストに関して、いくらか弱みがある事を示していた。最近の監督者とのミーティングでは、金融機関はこうした弱点のいくらかは今もなお存すると考えている。

#### 問題点に対処するための提案事項

1. グローバルな金融機関は直ちに、金融の混乱が明らかにしたリスク・マネージメント慣行の弱点を同定し、これと取り組まなければならない。これらの会社、及び同種の弱点を業務に持つ、他の金融機関は、(a) ~ (e)の重要性を、強く再強調しなければならない。
  - (a) 強力で独立なリスク・マネージメント機能
  - (b) バランス・シートの成長と資本・及び流動性の使用についての、戦略的な計画
  - (c) 企業全体を統合したベースでの、リスクの評価
  - (d) シニア・マネージメント、ビジネス・ライン、リスク・マネージメント機能、の相互間の継続的なコミュニケーション
  - (e) 価格付に関する強靱な業務報告コントロール、及び財務報告コントロールの開発とその遵守
2. 大統領作業部会(PWG)はカウンターパーティ・リスク・マネージメント政策グループ (CPMPG ) の実行を評価する民間部門のグループの形成を支援する。現行のガイディング基準、リスク・マネージメントに関する提案、リスク・モニタリングに関する提案、透明性に関する提案、及び直近の金融の混乱から学んだ教訓を組み込む為に必要な提案や新原則を開発する。この中には価格付けの慣行も含まれる。
3. グローバルな金融機関の監督者は、リスク・マネージメントの弱点に対処しようとする、その金融機関の努力を、細密にモニターしなければならない。必要な場合には、弱点に対処が取られたと言う事を保障するために、行動を起こさなければならない。
4. 米国の銀行規制者、及び SEC は直ちに、現行のガイダンスを再評価し、最近の金融の混乱の中で明らかになった、リスク・マネージメントの弱点に対処する共通のガイダンスを開発しなければならない。次のような点で改善を実現する事をも含む。
  - (a) 経営情報システム、その中には全ビジネス・ラインに亘るエクスポージャーの統合を保障する手続きを含む。かつ、金融商品とエクスポージャーの強力な価格付けを含む。
  - (b) リスクの集中のマネージメント、流動性リスクのマネージメント、ストレス・テスト、流動性・及び資本クッションがシステム全体に及び極端なショックを吸収するのに必要なだけ、十分に強靱である事を保障する、その他のリスク・マネージメント慣行。
  - (c) リスク・マネージメントのガバナンス、及びリスク盛業のフレームワーク。
5. 米国当局は、グローバルな金融機関の他の規制者が同じ方向に沿ったガイダンスを策定するよう、補足的な努力を行わなければならない。

#### E . 慎重な規制政策の強化

##### 問題点

1. 様々な規制政策は取られたけれど、リスク・マネジメントの、認識された弱点のいくらかを緩和するのには成功しなかった。
2. 銀行に対する、規制上の資本要求の最小化は銀行の行動を規制するための重要な機動力である。バーゼル のリスク・センシティブリティは大きくなかったので、銀行はリスクの低い資産を証券化し、かつ、強制的な資本チャージの低い、仕組みを用いて、証券化を支持する、事が奨励された。バーゼル の証券化フレームワークは、リスク・センシティブなアプローチであった。この分野でバーゼル の短所欠点を多く(全てではないにしても)採用していた。現行の市場要求は、契約外のエクスポージャー……例えば、SIV のスポンサーシップから生じたり、もしくはミュチュアル・ファンドのレピュテーション・リスクに配慮しての買い戻しなどに……対処するようには出来ていない。
3. 会社がひとたび損失を経験すれば、資本のバッファーを通常以上に高く維持しようと言う彼らの意向は、信用の利用可能性を制限し、信用市場にストレスを加えようという、リスクを大幅に高める。それはその結果、実体経済にフィードバックを齎す可能性を持つ事になる。
4. 当局は適切な報告及びオフ・バランスシートの投資商品の開示を主張してはいない。

#### 問題点と対処するための提案事項

1. 規制者は金融機関に対し、大幅にマイナスの市場イベントが起こった場合の全社大のエクスポージャー(オン・バランスのものも、オフ・バランスのものも)に匹敵する、資本と流動性のクッションを備えるようなインセンティブを提供しなければならない。これらのクッションは、将来を予見して備えるのでなければならず、信用サイクルの山と谷に併せて、適切に調整されなければならない。
2. 規制者はオリジネート・ツー・ディスクロージャー・モデルを採用している会社に対して、パイプライン・リスク・マネジメントに関連したガイダンスを強化しなければならない。
3. 幾つかの会社ではバランス・シートの成長に対するコントロールが弱いこと、及び、それに由来する、これらの会社が経験した流動性のプレッシャーに鑑みて、銀行監督に関するバーゼル委員会(BCBS)は直ちに流動性マネジメントに関する、コミティ 2000 ガイダンスを完成させなければならない。これには規制金融機関が遵守すべき、健全慣行ガイドライン、及び監督者のための監督原則も含まれる。
4. BCBS 及び IOSCO は、ABS CDO 's 及びその他の再証券化商品、及びオフ・バランス・シート・コミットメントに関する資本要求を見直さなければならない。その場合、最近の金融混乱による損失の原因となった、エクスポージャーに対する要求を増やす事を視野に入れて検討を進める。とりわけ、彼らはこの際に、ABS CDO 's 及びその他の証券化における、外部格付けと、『格付けに基づいたアプローチ』の下における資本チャージの関係……とりわけ、ABS CDO 's 及びその他の ABS の証券化との関係を再考察すべきである。同様に ABCP プログラムに対する、エクスポージャーと、『内部評価アプローチ』との関係も、再考察すべきである。
5. 監督者は、バーゼル のピラー のガイダンスの適切性を見直すべきである。コンデュイット、資産運用者が負う評判リスクに関して見直しを行うのである。かつ、不慮の事故に備えるために金融機関が備えるべきニーズの意義をも考察すべきである。
6. 強力な資本のクッションの維持を促進するため、かつ、よりリスクに備えた資本規制が資本要求を高めるリスクを緩和するため、信用及び経済サイクルを拡大することを緩和するため、監督者はバーゼル において、銀行の強化型内部格付け・ベースアプローチの採用を、強力に評価すべきである。とりわけ、景気後退期に、債務不履行損の推定が保守的に行われるときには、この事を考慮しなければならない。
7. 規制者は、金融機関に対して、内部報告を改善し、オフ・バランス・シート・コミットメントの、より詳細で総合的な開示を要求すべきである。これには、ABCP コンデュイットその他のオフ・バランスシート・金融商品も含むべきである。

8. 規制者は金融機関を奨励して、複雑なないしは非流動的な金融商品の、推定公正価値の開示の質を向上させなければならない。これには価格付けの方法の記述、及びそうした推定に伴う、不確実性の程度に関する記述を含む。
9. 州の保険コミッショナーは、会社のビジネスラインの変化に合わせて、金融保証人に関する資本要求の適切性を見直しを行わねばならない。金融保証人は新業務のリスク評価モデルを、強化しなければならない。
10. 規制者は、規制上の規則、監督上の規則における、現行の規則の見直しを行わねばならない。少なくとも、規制者は、仕組信用商品の格付けと、社債・自治体債の格付けとを、規制政策、監督政策上、的確に区別しなければならない。
11. 当局は FASB を奨励して、最近の金融混乱において、会計基準が果たした役割を評価させなければならない。この評価は、連結と証券化に関する会計基準の更なる修正に対するニーズの評価を含む。目的は、透明性と、米国会計基準の機能性を短期的に高めることである。加えて、当局は FASB と IASB を奨励して、より迅速に ABCP コンデュイット及びその他のオフ・バランス・シート金融商品の会計基準の連結を達成させなければならない。

#### F. OTC デリバティブ市場のインフラストラクチャの強化

##### 問題点

1. 金融市場のインフラストラクチャーは一般に価格上昇と取引量の増大に、きわめて良好に対処した。しかし、取引データの提出の適時性と正確性と言う問題点はあった。トレード・マッチング・エラーの解決の適時性と言う問題とも言える。；書式と現金決済の問題点とも言い得る。電子的な取引後のプロセッシングの問題点もあった。受注残高の問題もあった。集積プロセッシングの問題、調停の問題、価格付けの問題などもあった。
2. 過去 2 年間、業界は OTC デリバティブ市場のインフラストラクチャーのオートメーション化、の分野では大幅な前進を遂げてきた。しかし業界は、マイナスのイベントが起こっても運営上の問題は生じない『安定成長段階』には、いまだ到達していない。2007 年 7 月・8 月には、信用デリバティブ取引の急上昇が、受注残高の大幅増を齎し、業界全面に渡って、確認済みで無い受注を大幅に増やした。
3. 業界は『現金決済プロトコル』を開発し、信用保護の買い手が、債務不履行もしくはその他の信用イベント勃発の際、物理的に債務を受け渡しするニーズを、不要にする内容である。業界の標準取引文書では今も、物理的な債務の受け渡しが必要という事になっている。それでは、クレジット・イベントの後に一人もしくは複数の主要な市場参加者がプロトコルを受け入れないことに決めると、市場が大きく混乱するリスクがあったのである。とりわけ懸念されたのは、そうした複数の信用イベントが同時に発生した場合の市場へのインパクトであった。

##### 問題点に対処するための提案事項

1. 監督者は、業界が直ちに、取引データ提出の正確性と適時性に関して野心的な基準を定め、OTC デリバティブの取引マッチング・エラーの適時的な解決を主張すべきである。
2. 監督者は、業界が基準を直ちに信用デリバティブ取引文書を改定し、信用イベントから発生した債務に対して、既に開発されたがいまだ、標準文書には含まれていない、現金決済プロトコルに定めた条件に従って、現金決済を提供すべきである。
3. 監督者は、業界に対し、OTC デリバティブを支援する、総合的な運用インフラストラクチャーを開発するよう、指示しなければならない。
  - (a) そのインフラストラクチャーは取引のライフサイクル全般に渡って、全ての重大なプロセッシング・イベントを網羅していなければならない。

- (b) 操作上の信頼性があり、軽量が可能である必要がある。
- (c) 自動化と、電子的プロセッシング・プラットフォームにより、標準化を促進し、インフラストラクチャーの構成要素の相互操作性を促進して、効率性を最大化するものである。
- (d) 参加者の、ポートフォリオ調整を促進し、取引を正確に価格付けすることによって、取引相手リスクをマネージする能力をネットィングと担保契約とを通じて強化する。
- (e) 全ての主要なアセットクラスと取り組み、かつ全ての主要な製品タイプと取り組む。
- (f) バイサイド、及びディーラー・コミュニティを対象に含める。

## 結論

市場参加者は、グローバル金融市場の混乱に寄与した弱点の多くと取り組むステップを取り始めた。にもかかわらず、政策作成者は自らの努力を、細密にモニターする必要がある、必要な場合には努力を増強していく。大部分の場合において、政策作成者の、これらの提言の実行を促進する努力は、国内及び海外の規制者の協力を必要とする。大統領作業部会(PWG)は、米国の連邦規制者は相互に、もしくはそれぞれの関係する州当局と効果的に協力している事を保障するために、作業を続けていく。国際的には大統領作業部会(PWG)は、海外規制者、海外諸蔵相、及び海外中央銀行等と、金融安定化フォーラム(FSF)を通じて、G-7 蔵相・中央銀行総裁会議に提出する報告を通じて協力していく。この報告はグローバルな金融混乱の原因に関する診断を提供し、かつグローバルな金融市場と金融機関について、認識された弱点と取り組むための合意された一群の提案事項を提供する。そうした協力のプロセスの一部として、大統領作業部会(PWG)は FSF と、この文書の中で発表した、診断事項及び提案事項を共有する。

大統領作業部会(PWG)は、2008 年第 四半期に、フォローアップ文書の発表を予定している。この文書はPWGの提案事項、及びFSFの提案事項の実行に向けられたものであり、金融市場と金融機関の弱点、及び関連の規制政策と取り組むために、更なるステップが必要とされるかどうか考察したものとなるであろう。