

～資本市場調査本部情報～

2008年6月11日 全5頁

サブプライム問題後の新秩序はどこに向かうか

資本市場調査本部
常務理事 吉川 満

<米国の格付機関法施行から読み解く>

【要約】

- 米国発の『サブプライム金融危機問題』は、『証券化金融商品問題』と呼称を変えた。価格下落する金融商品の範囲が拡大したためである。金融市場の混乱は実体経済にまで及び、いまだ経済がはっきり回復に向かうまでにはいたっていないが、ソブリン・ウェルス・ファンド、ヘッジ・ファンドをも取り込んだ大きな枠として回復を図っていく報告は、次第に明らかになりつつある。これからいよいよ、21世紀金融市場の夜明けが始まる。
- この原稿は、中央経済社の「旬刊 経理情報」6月20日号に掲載したものである。

◆米国のサブプライム問題と利益相反

米国の「サブプライム問題」は、最近では「証券化金融商品問題」と呼ばれている。確かに今年に入り、価格下落する証券の範囲が拡大して、「サブプライム」の格付の商品に限らず、「証券化金融商品」全体にさげが広がったのだから、「証券化金融商品問題」と呼んだ方がしっくりくる。

それと平行して「証券化金融商品問題」に対する研究も進んだ。これまでのところ、米国の「大統領作業部会報告」と、国際機関であるFSFが発表した「金融安定化フォーラム報告（金融市場と金融機関の、弾力的回復強化のための報告（以下、「FSF報告」という））」が最も信頼できる報告である。FSFには、財務省、連邦準備理事会、証券取引委員会（以下、「SEC」という）、商品先物取引委員会（CFTC）など米国の金融監督当局も審議に加わっている。したがって大統領作業部会報告と、FSF報告には共通点が多い。

当該国の視点から見ているか、国際的な視点から見ているかの立場の違いはあっても、基本的な主張はほぼ一致している。米国と、その他先進国とは、ある意味で加害者と被害者の関係であるから、利益の対立が表面化して意見がまとまらない可能性もあると考えていたが、必要以上に感情的な国ごとの対立はなく、全体として理性の枠内で、粛々と金融市場の復旧作業に取り組んでいくこととなりそうである。もちろん金融市場が被った傷は深く、影響は実体経済にまで及んでいるが、国の中核となる民間金融機関の倒産といった事態は免れる事ができそうである。

金融市場の建て直しにあたっては、これまで以上に安定性への考慮が必要になるが、ソブリン・ウェルス・ファンド、ヘッジ・ファンドが新秩序回復に一役買っていることもあって、新しい証券市場はそれらの取引形態を包含したものとなっていくであろう。米国の大統領作業部会報告は、店頭デリバティブの新しい決済システムにも触れているが、そうした面からも安定性を重視しつつ、新たな第一歩を踏み出していくことになりそう。

以上が全体として「証券化商品問題」に対して私が持っている所感であるが、もうひとつ利益

相反問題の解決はどうなるのかも、忘れてはいけない問題点である。これについてはFSF報告がよく整理されたまとめを示しているので、その部分を次章で後述する、「信用格付の役割と使用の変化」として訳出することで答に代えたい。今後とも英国がプリンシプルとして位置づけているように、万が一わが国でも、顧客に対する利益相反行為が行われる事がないよう、きちんと監督を続けていくことが必要といえよう。米国で格付機関の利益相反行為が起こったのも、2006年末に格付機関法ができたばかりで、担当となったSECの作業が間に合わなかったことも原因の1つである。そうした観点から、最後に、米国における信用格付機関改革法（以下、「格付機関法」という）導入当時の状況の簡単な要約を付した。

◆信用格付の役割と使用の変化

（以下本章、米国大統領作業部会報告からの抜き書き部分）

信用格付機関は仕組金融商品の情報の評価・分売において、重要な役割を果たしている。かつ多くの投資家は、その格付意見に大幅に依存している。信用格付機関の信用評価がお粗末であったことが、最近の事件の下地作りにも、展開にも、大きく寄与することとなった。信用格付機関（CRAs）は、彼らの内部ガバナンスに関する、操作上の慣行に関する、一連の行為を請け負った。そのステップは歓迎だったのだが、望む樂はより多くのステップが必要だったのである。

① 格付プロセスの質

信用格付機関は、格付プロセスの質を高め、仕組商品の格付において、利益相反をマネージする。この目的のために、次の2つの行為が行われる。

- ・IOSCOは2008年までに行う行為準則『信用格付機関の基礎』の改訂を行う。
- ・信用格付機関は早急に行う行為準則の改訂を行い、改訂したIOSCO CRA8（信用格付機関）Code of Conduct Fundamentalsを実行する。当局は個別にもしくは集合的に、改訂された実施状況のモニターを行い、IOSCO Code of Conduct by CRAsが迅速に、行動に移したことを保障する。

② 差別化された格付と、仕組商品に関する拡張された情報

仕組商品は、伝統的な社債格付とは異なった信用リスク特性を持つ。

- ・信用格付機関は、異なった格付スケールを用いるにせよ、あるいは、追加のシンボルを用いるにせよ、いずれにしても、仕組商品に用いる格付と、社債格付に用いる格付とは、適切な注釈およびコメントを加えて、明確に差別化すべきである。
- ・信用格付機関は、仕組金融商品のリスク特性に関して提供する当初の情報、およびその後継続的に提供する情報を拡充しなければならない。

③ 信用格付機関の、基礎となるデータの迅速な評価

- ・引受業者に対して、基礎となる資産に関連して行うデュー・ディリジェンスの水準と範囲について、説明を行わせる。
- ・自らの用いる情報が、信頼できる格付を支えるための十分な質を持っていることを保障するような、合理的な手段を採用すること。
- ・現在、行われている格付とは大幅に異なる、新金融商品の信用格付を提供する方法についての、フィービリティを見直す独立した機能の見直しを行う。
- ・その構造が複雑であるため、もしくは仕組商品が新種の仕組を利用しているため、もしくは基礎となる資産に関してしっかりしたデータが欠けているため、信用格付機関が信用格付を決定できるかどうかに関して、重大な疑問が提起される場合には、その有価証券の格付は控える。

- ・オリジネーターの基礎となる基準に関して、どのような定量的な開示を行ったかを開示する。
- ・証券化商品の格付を行うにあたっては、オリジネーターが保有する、基礎となる資産の、部分に関する情報に配慮する。

④ 投資家および規制者による格付の使用

信用格付機関の開示強化が役に立つためには、投資家が、自らのデュー・ディリジェンス、およびリスク・マネジメントにあたって、情報を適切に使用することが前提となる。投資家は、格付に依存しすぎないようにすることが重要である。

- ・投資家は、その投資ガイドラインにおいて、格付の使用について再検討しなければならない。かつ、リスク・マネジメントと価格付を義務付けなければならない。投資格付を利用するからといって、自ら適切なリスク分析と、リスク・マネジメントを行わないでよいというわけではない。投資家は仕組商品の複雑さと保有金融商品の重要性にふさわしい、リスク分析を行わねばならず、それができない場合には、その金融商品投資を行うべきではない。信用格付は、国際的な監督分野でも国内的な監督分野でも、さまざまな枠組みの中で、参照指示される。
- ・金融監督当局は、規制および監督規則の中で、信用格付に対して割り当てた役割が、投資家に対してリスクに関して独立した判断をさせ、自らのデュー・ディリジェンスを行わせるという目標と守備一貫しているかどうかをチェックし、かつ独立した評価をするのではなく、信用格付への無批判な依存を誘発していないかどうかを、チェックしなければならない。

◆格付機関法導入前後の米国の状況

① 導入

米国議会が格付機関法を通過させたとき、ブッシュ大統領は 2006 年末に署名した。同法の目的は、説明可能性、透明性、および信用格付業界における競争を促進して、格付の質を改善することであった。格付機関法を通過させるにあたって、議会は政策作成者、規制者および市場参加者が提起し始めた、格付の信頼性と、格付プロセスの問題に反応して、先見の明を持って取り組んだ。

同法のスポンサーは、グローバルに見て業界は非常に少数の大手プレーヤーによって支配されており、利益相反によって、さまざまな違法な慣行が行われた可能性が高い、と述べていた。議会の公聴会で証言された違法行為の中には、顧客会社が請求もしないのに、勝手に行った格付を請求書とともに送りつける例、追加サービスを購入させる例、仕組金融商品に仕組む商品の格付の場合には、他の格付機関の格付から割り引く慣行（いわゆるノッチング）などが挙げられる。これらの例においては、格付社会は基礎となる資産の格付ビジネスを得る代償に、有利な格付を顧客に提供していたのである。

本法の成立は、SEC の責任と権限を大きく増加させた。格付機関法成立前は、信用格付機関は実質的に連邦政府により規制されていなかった。かつ、SEC は信用格付機関のビジネスを規制する規則を作る権限を与えられていなかった。もしくは国が認知した、統計的な格付機関（NRSROs）を、検査する権限は持っていなかったのである。

信用格付機関法が成立して、SEC は信用格付機関に対する規制者ということになりサブプライム格付の RMBS および CDOs に対しても、新たに相当の資源が割り当てられることとなった。SEC は、大至急でその体制を整えた。信用格付をめぐる問題は、数十億ドルにも上る居住用モーゲージ担保証券（RMBS）、および資産担保負債証券（CDOs）を通じ、市場の広範な部分に、重大な市場インパクトを与えていたからである。

② 格付機関法の施行

格付機関法は、権限を実行有らしめるために、SEC は公衆への通告と、行政手続法の定める、コメント・プロセスに基づいた、規則を制定しなければならない。新法の下では全手続きは 270 日以内に完了しなければならないこととされていた。SEC はこの期間内に最終規則を公布した。その結果、2007 年 6 月から、NRSROs に対する公式の規制が行われるようになったのである。

法律および新規則は、ひとたび新規則が公布されたら、格付機関は NRSROs になりたいと思えば SEC に登録しなければならない、と定めている。登録を行えばただちに登録格付期間に対してさまざまな SEC 権限が適用されるようになる。適用されるようになる権限の中には、帳簿検査権限、記録検査権限、NRSROs にたいする強制執行権限などが含まれている。そうした権限の中には、NRSROs の権限を制限する権限、NRSROs に対する譴責権限、もしくは、NRSROs 登録を取り消したり、一時停止したりする権限も含んでいた。

同法は、SEC に対して、そうした登録申請があった場合には、90 日以内に、見直しを行い、それに基づいて見直すことを要求していた。当初は、7 社が NRSROs になるべく名乗りを上げた。そして SEC は、格付機関法の定める期間内に、これら 7 社すべてに対して認可を与えた。その結果、2007 年 9 月末には、サブプライム RMBS、サブプライム CDOs の格付に最も熱心だった 2 社を含め、7 つの格付機関が SEC の新監督権限に服することとなった。これらの会社は同時に、SEC が新たに採択した規則にも服することとなったのである。

③ SEC の継続的検査

SEC の NRSROs に対する監督権限が発動されてから、6 ヶ月半経過後、SEC は積極的に、公開開示、帳簿作成・保管、および実施されたかどうか検査する権限、重要な非公開情報の濫用防止手続きの適切性を、検査することになった。SEC の検査は、会社がどのように利益相反問題をマネージしているかということ、同じく、不公正で濫用的な、摩擦ある取引、に対処しているか、に焦点を当てて行われた。

加えて直近 6 ヶ月間においては、2 つの格付機関が、NRSROs として、SEC 登録を行った。これらの格付機関が SEC 登録し、SEC の検査権限に服するようになる以前から、SEC スタッフは、その時点で SEC が入手できる情報に基づいて、格付機関の活動の評価を開始していた。それ以来、SEC のトレーディングおよびマーケット部門・コンプライアンス事務所のスタッフが、最大クラスの信用格付機関のオン・サイト検査を実施してきた。

見直しプロセスは数十万ページにのぼる格付機関の内部記録、およびサブプライム RMBS、サブプライム CDOs に関する e メールを含んでいる。加えて、スタッフはサブプライム RMBS、およびサブプライム CDOs の格付プロセスに関する、格付機関の公開開示の見直しも行っている。さらに、SEC スタッフは、数千にのぼる仕組金融商品の格付ヒストリーの分析も行った。約 40 人の SEC スタッフ・メンバーがこうした総合的な検査に従事している。検査は今なお継続中である。

スタッフの検査は、より高い格付を導くために、信用格付機関が その主張する方法論、および格付決定手続きから、乖離しているところは無いか、および、彼らがその主張するとおりの、信用格付を決定するビジネスに内在する、利益相反に対処する方法を守っているか、焦点を当てている。これらの検査に関連して、すでに相当多くの達成がなされている。しかし、なお、多くの作業を行わねばならない段階である。

現段階では、まだ多くの検査を完了しなければならない段階であるし、スタッフの全面に渡る推論はいまだ完成していない段階であるから、結果を話すにはまだ早すぎる。しかし、次のように言うことはできる。信用格付機関に持ち込まれた仕組金融商品のディーラの件数は、2004 年から 2006 年にかけて、すさまじく増加した。それに加え、検査対象期間中には、信用格付機関が評価を依頼されていた対象商品は、次第に複雑さの度を増し、そのうちの多くは、モーゲ

ージ担保証券のパフォーマンスに近似させるため、クレジット・デフォルト・スワップのような、デリバティブを採用しているのである。

同時に、これらの証券の基本となっている、貸付資産はかつて、30年ものプレーン・バニラが主流であったのだが、現在ではより評価の難しい商品に、たとえば変動利付き商品とか、第二順位の抵当権などに主流がシフトしている。

こうした環境の中で、信用格付機関が適切な格付アプローチを選択したのかどうかの評価を、SECは行っている。スタッフは、これらの金融商品を格付するのに使われた格付アプローチは、定量性が十分でないという印象を持っている。とりわけ、商品の複雑性が増しさまざまな種類の貸付が関与してくるほど、一般に信じられているほどは定量性が十分でないのである。このことは重要である。格付機関法は非常に注意深く、かつ慎重なバランスの表現を用いているからである。

「証券化金融商品問題」後の金融の新秩序は、従来のような「米国一極集中体制」とは決別した形で作られていくだろう。米国（NY）のほかにも、ロンドン、など幾つかの都市を核として、共存共栄を目指す形で、新しい秩序は作られていくだろう。

こうした21世紀の金融都市構想の中で、日本は果たしてどのような地位を占めていくことになるだろうか。東アジア共同体の一部として、日本もロンドン、ニューヨークと並んで、21世紀の建設に積極的に関与していく姿を念頭に、進んでいきたいものである。