

# 第一次報告書

平成 19 年 11 月 30 日

## I はじめに

「金融市場戦略チーム」は、渡辺金融担当大臣の私的懇談会として、日本の金融戦略を議論するため、民間の実務家等を中心に発足した。当戦略チームでは、発足直後より、国際金融市場において今夏に顕在化した「サブプライムローン問題」について、計 10 回にわたり議論を重ねてきた。この間、下記の通り、クレジット市場や米国住宅市場に関する専門家、証券化に関する実務家、格付会社からのヒアリングを行うなど精力的に議論を行ってきた。

世界の金融市場では、近年、新興市場の活況、オイルマネーやファンド等の投資家の活発な投資行動、証券化等の新たな金融技術の進展・普及など様々な動きが見られる。こうした動きの中で、サブプライムローン問題は、今後の世界の金融市場、金融機関、金融監督のあり方等に対しても大きな影響を与えるものであることから、現段階で、情勢分析を行い、必要な提言を行うことは有意義であると考えられる。

サブプライムローン問題は、その全体像の把握にはなお時日を要するものの、後述するように金融資本市場や金融システムに影響を及ぼしている。すなわち、信用リスクの再評価が市場のボラティリティの上昇と流動性の低下をもたらし、リスクの高い社債や資産担保証券（ABS）の発行が困難となるとともに、資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）市場やインターバンク市場の流動性の問題が発生した。さらには、欧米の一部金融機関において多額の損失が明らかとなり、経営難に陥る金融機関が現れるなど、金融システムの安定の観点からもいくつかの教訓を残した。

今般とりまとめた第一次報告書においては、これまでの市場の動き、国際的な動向等について概観するとともに、いくつかの政策提言を行った。本報告書を受け、引き続き、金融庁を始め関係者が適切な対応を行うことを希望する。

### 【検討の経緯】

第一回	9/19	サブプライムローン問題の概要（日本銀行、金融庁）
第二回	9/21	世界経済、金融市場動向（島本委員、水野委員）
第三回	10/5	米国住宅市場動向（住宅金融支援機構 小林正宏氏 JP モルガン証券 菊地友視氏）
第四回	10/18	格付会社について（畑山委員） ファンド規制について（大崎委員） バーゼルⅡについて（金融庁）

- |            |       |  |
|------------|-------|--|
| <b>第五回</b> | 10/25 | 国際的な動向について(玉木委員、金融庁)<br>証券化実務について (UBS 証券 大槻奈那氏<br>モルガンスタンレー証券 赤井厚雄氏)  |
| <b>第六回</b> | 11/2  | 格付会社について (格付投資情報センター 原田靖博氏、田中英隆氏<br>日本格付研究所 内海孚氏<br>ムーディーズ・ジャパン 北山慶氏<br>スタンダード・アンド・プアーズ 張毓宋氏<br>フィッチ・レーティングスジャパン 橋本圭一郎氏) |
| <b>第七回</b> | 11/7  | 証券化商品の販売について (みずほ証券 芝田康弘氏<br>メリルリンチ日本証券 米元祐三氏)<br>証券化商品の会計・監査について (日本公認会計士協会 森公高氏)                                       |
| <b>第八回</b> | 11/14 | 機関投資家について (農林中央金庫 斎藤真一氏<br>日本生命保険相互会社 雨森泰伸氏)<br>フリーディスカッション  |
| <b>第九回</b> | 11/21 | 論点整理   |
| <b>第十回</b> | 11/30 | 報告書とりまとめ   |

## II サブプライムローン問題の展開

### 1. サブプライムローン問題の構図

サブプライムローンとは、一般的には、米国における「信用力の劣る借り手<sup>1</sup>に対する住宅ローン」のことを言い、約 10 兆ドル（約 1,100 兆円）の米国住宅ローンの中でその約 13~15%（約 1.3~1.5 兆ドル、約 140~170 兆円）を占めていると言われている<sup>2</sup>。

サブプライムローンは特に 2004 年以降に増加していたが、その背景<sup>3</sup>として、

- ① 住宅価格の上昇が今後も継続するとの期待が存在し、証券化により信用リスクが移転されることを前提として融資が実行されたこと等もあり、住宅ローンの貸し手である金融機関の審査が疎かになっていたこと<sup>4</sup>、
- ② (2002 年以降の低金利局面の中、) 当初の一定期間について住宅ローンの返済が金利相当分のみ限定されるなどの新しい住宅ローン商品<sup>5</sup>が開発さ

<sup>1</sup> 信用力の劣る借り手とは、一般に、過去に延滞履歴があるなど、FICO Score が一定(660 点程度)以下のもの等をいう。

<sup>2</sup> 出典:FRB、全米住宅ローン協会資料等。

<sup>3</sup> 米国では、①人口が増え、所得が増加する中、住宅需要が旺盛だったこと、②住宅取得を促進する諸政策がとられていたこと、③過剰流動性が米国の不動産市場・金融市場に流れこんでいたことなども背景としてあげられる。

<sup>4</sup> 審査がほとんど行われずに融資が実行されることもあったとの指摘があるほか、詐欺的な融資も行われていたとの指摘もある。

<sup>5</sup> 新しい住宅ローン商品の主な例

① 2/28 型変動金利:当初 2 年は固定金利、3 年目より変動金利に移行する商品。

② IO(インタレスト・オンリー):一定期間(5 年が一般的)の利子のみ返済後、元本返済を開始する商品。

③ PO(ペイオプショナルアーム):支払可能な利子のみ返済し、未払利子は元本に上乗せ。元本額が一定額を超えると、強制

れ、借り手側にとって、住宅ローンが借りやすくなったこと、などが指摘されている。

こうしたサブプライムローンの多くは、証券化と呼ばれる金融技術と組み合わせられることで、証券化商品として欧米をはじめアジア・中東など世界中の投資家に販売され、その結果、原資産である米国サブプライムローンに内在するリスクが世界中に拡散することとなった。その際、資産担保証券（ABS、Asset Backed Security）という証券化商品だけでなく、そのような ABS を原資産としてより複雑な金融商品である債務担保証券（CDO、Collateralized Debt Obligation）等も組成された。

また、短期の市場性資金を資産担保コマーシャルペーパー（ABCP、Asset Backed Commercial Paper）により調達し、長期の ABS や CDO 等に投資することによって長短の利鞘を確保することを目的とする「コンデュイット（Conduit、導管体）」や「SIV（Structured Investment Vehicle）」のような投資スキームの組成も普及していた。こうしたコンデュイットやSIVの資金繰りについては、ABCP の償還について金融機関が流動性補完を行うと決めも見られた。

（注1）一般的にコンデュイットとSIVの間には、次のような違いがあると言われている。

コンデュイットでは、ABCP での資金調達を基本とするのに対して、SIV では、ABCP だけでなく劣後債やミディアム・ターム・ノート等でも資金調達される。また、コンデュイットは ABCP 発行額の全額が流動性補完によりカバーされることが一般的であるのに対し、SIV は案件によってはばらつきはあるが調達額の 5-15%とカバーが部分的にとどまるケースが多いとされている。

（注2）ABS、CDO、SIV 等においてリターンを最大限に追求すべく、レバレッジを駆使する主体が拡大したことにより、これら商品に係る投資リスクが増加、伝播したと言われる。

## 2. サブプライムローン問題の顕在化

2006 年頃から、米国住宅市場が調整局面に入り、サブプライムローンの延滞率が上昇した（2006 年第 1 四半期 11.5%⇒2007 年第 2 四半期 14.8%）。ローン債権の劣化により、本年の 2 月以降、いくつかの住宅金融会社が破綻した<sup>6</sup>。

こうした中、本年 6 月に米国系の投資銀行であるベアスターン傘下のヘッジファンド 2 社の経営危機が表面化し、同行による救済融資が発表された。これを一つの契機として、サブプライムローン問題は本格的に市場関係者に注目

---

的に元本償還が行われる商品。

<sup>6</sup> 本年2月以降の住宅ローン会社の主な破綻事例

- ① モーゲージ・レンダーズ・ネットワーク(2007年2月5日)
- ② ピープルズ・チョイス・ホーム・ローン(2007年3月20日)
- ③ ニューセンチュリー・ファイナンシャル(2007年4月2日)

され、その後、その影響は世界各国の金融市場に波及することとなった。

7月に、サブプライムローン関連商品の格付けが、低格付けのものを中心に急速に引き下げられ、サブプライムローンを原資産とする証券化商品のインデックスが全体的に著しく低下し、特に低格付けの商品の値付けが困難な状況となった。

また、この格下げによって、証券化市場成立の前提となる格付けそのものへの信頼が低下し、サブプライムローンと関連性がない他の証券化商品についても格下げが行われるのではないか等の疑念が生じた。その結果、証券化市場の流動性が低下することとなった。

更に、こうした証券化市場の状況は、後述する欧州の金融機関への影響とあいまって、投資家のリスク回避的な行動を誘発し、クレジット市場全体や為替市場、株式市場に対して、影響が波及することとなった。

(注) 特に欧米において、CDS (Credit Default Swap) プレミアムや社債スプレッドが上昇するとともに、貸付債権担保証券 (CLO, Collateralized Loan Obligation) などの企業向けローンの証券化商品の発行や M&A も減少した。また、投資家のリスク回避的な行動により、株式・為替等の各種市場においてボラティリティが上昇し、株価は世界的に下落した。

### 3. 欧米金融システムへの波及

#### (1) 短期金融市場への波及

サブプライムローン問題は、短期金融市場の動揺を通じて欧米の金融システムへ大きな影響を与えた。

すなわち、ABCP の裏付資産についての不安から、前述のコンデュイット等における ABCP の発行コストが急上昇するとともに ABCP のロールオーバー（借換え）が困難となった。その結果、当該 ABCP に対して流動性補完を供与していた欧米の金融機関が、短期金融市場において、流動性の供与に必要な資金調達を余儀なくされたことから、欧米の短期金融市場の流動性が逼迫することとなった。また、ABCP プログラムの下での流動性補完の実行を通じて、関係する金融機関のバランスシートが拡大し、流動性リスクが信用リスクに転化するという問題が生じたと言われる。

金融機関がお互いにどの程度の信用リスクを有するのかといった疑念が生じ、欧米の短期金融市場の機能が著しく低下する中、8月9日以降、欧米の中央銀行による短期金融市場に対する大量の資金供給や、連邦準備制度理事会 (FRB, Federal Reserve Board) 等による短期金利の引下げや資金供給手段の拡充などが行われている。

## (2) 欧州金融機関への影響

ドイツにおいては、8月2日に中堅銀行のドイツ産業銀行（IKB）、8月17日にはザクセン州立銀行が、流動性補完を行っている傘下のファンドの資金繰りが困難となったことによって、前者はドイツ政府系公庫による救済、後者はドイツの銀行団からの多額の信用枠供与を受けることとなった。

フランスにおいては、クレジット市場の流動性の低下を受け、8月9日にBNPパリバが傘下のファンドについて、その純資産価値の算出や、新規募集、解約の凍結を発表した。なお、こうした措置については、8月28日以降、既に順次解除されている。

イギリスにおいては、9月14日に、中堅銀行のノーザンロックが、サブプライムローン関連商品をほとんど保有していなかったにもかかわらず、①欧州の短期金融市場が非常にタイトであったことや、②返済が長期にわたる住宅ローン業務に特化する一方で、資金調達の多くを短期の市場性資金に頼っていたことから、資金調達が困難となり、イギリス当局において、流動性支援のための緊急融資が行われた。このようなイギリス当局の措置にもかかわらず、結果として、約140年振りにイギリスにおいて銀行預金の取付け騒ぎが起こることとなり、預金全額保護が表明された。

## (3) その後の展開

9月、10月に、今般の市場の混乱を受けた最初の四半期決算が相次いで発表された。一部の金融機関において、サブプライムローン関連商品や関連ビジネスにおける多額の損失計上に伴う減益や赤字決算が公表された。

10月以降、比較的高格付けの証券化商品などのサブプライムローン関連商品の格下げが行われたこともあり、CDO等の二次証券化商品の価格がさらに下落した。こうした状況を受け、一部の金融機関では追加損失の計上見通しが発表され、経営トップの辞任につながった例もあった。また、多くの市場関係者の間では、サブプライムローン関連商品やその二次証券化商品への影響にとどまらず、同証券化商品以外の証券化商品の動向やクレジット市場の動向も懸念されている。

これに加えて、米国の会計基準の見直し（SFAS157）に関連し、流動性が欠ける証券化商品について理論価格に基づき評価した資産（レベル3）が増えているのではないかなど、金融機関の財務面への関心が高まっている。

また最近では、一部の金融機関において増資が表明されるなど、財務基盤の強化の動きが見られる。

（注）米国では昨年9月に公表されたSFAS157「公正価値測定」が本年11月15日以降に開

始する事業年度から適用された（なお、大手金融機関は既にこれを早期適用しているとされる）。SFAS157では、公正価値評価にあたって、流動性のある市場における同一資産の取引価格（レベル1）を最優先とし、流動性のある市場における同種資産の取引価格（レベル2）、理論価格に基づく評価価格（レベル3）の順で適用するといった優先順位の明確化が図られている。市場において十分な流動性に基づいた取引が成立せず、例えば、証券化商品に関して適切な取引価格等が存在しないような場合には、信頼可能な理論価格に基づく評価（レベル3）が検討されることとなる。

このように欧米を中心にサブプライムローン問題の影響は現在進行形で続いており、国際通貨基金（IMF、International Monetary Fund）の世界経済見通し（World Economic Outlook）で2008年の世界経済の見通しが下方修正されたことに見られるように、本問題が実体経済にどのような経路でどのような影響を与えるか、及び実体経済と金融市場の相互関係などについて今後とも注視していく必要がある。

#### 4. サブプライムローン問題による損失規模の推計

サブプライムローン問題によって生じる損失規模については、①9月24日に発表されたIMFの世界金融安定性報告書（GFSR、Global Financial Stability Report）における最大2,000億ドル（約22兆円）程度の損失に達する可能性があるとの記述、②それまでの発言（最大1,000億ドル（約11兆円））を変更することとなった11月8日のバーナンキFRB議長による最大1,500億ドル（約17兆円）の損失に達する可能性があるとの発言、③経済協力開発機構（OECD、Organization for Economic Co-operation and Development）の金融市場動向レポート（Financial Market Trends）における2,000億ドル（約22兆円）から3,000億ドル（約33兆円）の損失に達する可能性の言及のほか、民間金融機関による推計など様々な試算が行われている。

しかしながら、

- (i) そもそもサブプライムローン関連商品の規模や損失見込みを計る正確な統計が存在しないこと、
- (ii) 評価手法等により、サブプライムローン関連商品の損失額はかなり増減し得ること、
- (iii) サブプライムローンの担保となる住宅を競売にかけるなど、実際の清算の際に生じる損失は今後の米国住宅市場の価格動向等によって強い影響を受けることが予想されること、

などから、現時点において、最終的な損失規模を見通すことは困難であり、引き続きサブプライムローン問題の震源地である米国住宅市場の動向、証券化市

場の状況を注視するとともに、市場における様々なリスクシナリオにも留意しながら、油断することなく状況を見守っていく必要がある。

## 5. わが国金融システムへの影響

(1) わが国の金融機関においては、

- ① 不良債権比率の低下<sup>7</sup>にみられるように、全体として健全性が高まっていたこと、
  - ② サブプライムローン関連商品を直接保有することに伴うリスクは、バーゼルⅡの適切な実施等のリスク管理の高度化への努力の結果もあり、全体としてみれば相対的に限定されていること、
- から、わが国の金融システムへの深刻な影響はこれまでのところ生じていない。

(2) 各市場への影響

わが国のクレジット市場への影響は欧州に比して相対的に軽微であったものの、わが国の株式市場では、①外国人投資家の市場占有率が高いことや、②為替相場の輸出企業への影響、などが指摘されており、クレジット市場に比べればその影響が比較的大きかった<sup>8</sup>。

また、為替市場では、投資家のリスク回避的な動きから、円が買い戻される局面が見られている。

(3) 中間決算期におけるサブプライムローン関連商品の保有状況等

わが国金融機関の中間決算が相次いで発表された。9月末におけるわが国の預金取扱金融機関のサブプライムローン関連商品（サブプライムローンのリスクが何らかの形で原資産に含まれている証券化商品等）の保有額等を見ると、

大手行等：簿価約1兆2460億円、評価損益約▲1220億円、実現損益約▲1220億円  
（主要行、農林中央金庫、新生銀行、あおぞら銀行、シティバンク銀行、新たな形態の銀行、外銀信託等。）

地域銀行：簿価約1150億円、評価損益約▲60億円、実現損益約▲90億円

協同組織金融機関：簿価約470億円、評価損益約▲70億円、実現損益約▲100億円  
（信金中央金庫を含む信用金庫、全国信用協同組合連合会を含む信用組合、労働金庫連合会を含む労働金庫、信農連、信漁連。農業協同組合等は含まれていない。なお、農林中央金庫は大手行等に含まれている。）

合計：簿価約1兆4070億円、評価損益約▲1350億円、実現損益約▲1410億円

となっており、これら金融機関の業務純益（6兆7220億円（19年3月期））や

<sup>7</sup> 不良債権比率（＝不良債権÷総与信額）は14年3月期から19年3月期にかけて全体として低下（主要行（8.4%⇒1.5%）、地域銀行（8.0%⇒4.0%）、信用金庫（10.1%⇒6.5%）、信用組合（12.7%⇒10.3%））。

<sup>8</sup> ヘッジファンド等による利益確定のための日本株の売却なども、わが国の株式市場に対する影響が比較的大きかった理由とされている。

自己資本（49兆4080億円（19年3月期））の水準に照らして、全体として対応可能と考えられる。

ただし、サブプライムローンに直接係わりのない証券化商品についても、欧米を中心とするグローバルな金融市場の混乱を受け、欧米の一部金融機関において大規模な損失が公表されており、わが国においても一部の金融機関において損失が公表されているなど、今後の市場の動向については十分注意していく必要がある。

サブプライムローン関連商品やその他の証券化商品を保有する各金融機関においては、その保有商品の具体的な内容について適切なディスクロージャーがなされるとともに、できる限り速やかに、正確な値付け（プライシング）によって引当の計上などの適切な処理がなされる必要がある。

いずれにせよ、年度末に向けて決して油断することなく状況を注意深く見守る必要がある。

### Ⅲ サブプライムローン問題が市場混乱につながった原因の分析

欧米においては、貸し手が債務者の状況をモニタリングし債権管理を行うというビジネスモデル（Originate to hold）から、貸し手が市場を通じて原債権の信用リスクを投資家に分散させるというビジネスモデル（Originate to distribute）へと金融仲介のあり方が大きく変化しつつあり、証券化等の新たな金融技術の普及とあいまって、近年こうした変化が加速している。

サブプライムローン問題は、このような変化をしつつある市場において、以下のような3つの不確実性の問題を顕現化させたと考えられる。これら3つの不確実性は相互に関連することによって問題を複雑化させ、市場を不安定化させた。この3つの不確実性は未だ払拭されるに至っておらず、そのため、現在もなお金融市場において不安が残存している。これに対する早急な対応・解決が求められている。

#### 1. 3つの不確実性

- ① 第一に、証券化という金融技術の普及に伴って原資産のリスクが分散した結果、リスクの所在や規模の特定が困難となった（リスク所在の不確実性）。
- ② 第二に、格付けへの信頼が低下したこともあり、証券化商品に対する市場のプライシング機能が低下し、市場取引の規模やその流動性を急激に縮小させた（価格形成の不確実性）。



- ③ 第三に、サブプライムローンを原資産とする証券化商品に対する投資活動において、短期資金を調達して、長期運用を行うという資産・負債のマチュリティのミスマッチがあり、ここに内在する流動性リスクの管理が不十分であったことから流動性リスクが顕在化した（流動性の不確実性）。

## 2. 考えられる問題点

このような3つの不確実性が顕現化したサブプライムローン問題の背景には、サブプライムローン関連商品に関係する各当事者について、それぞれ以下のような問題点や課題が存在すると考えられ、これら広範な諸問題を一つ一つ着実に対応・解決していくことが求められている。

### (1) 借り手

自らの収入等の状況を鑑みず、住宅価格の上昇等を見込んで、安易な借入れを行った可能性があるのではないか。

### (2) 貸し手

- ①貸出債権の売却や証券化を通じた信用リスクの移転を見込んで、融資の際、甘い審査を行っていたのではないか。
- ②住宅価格上昇による借換えを見込み、新型住宅ローン商品を用いて、信用力の低い借り手に対する安易な融資を実行していたのではないか。
- ③原債権のリスクについて、証券化商品の組成者に対して十分な情報提供を行っていたのかどうか。

### (3) 証券化商品の組成者

- ①原資産のリスクに関する情報収集・情報分析を的確に行なっていたのかどうか。
- ②証券化商品の組成において、証券化商品の一定部分を保有しないような形で組成するなどモラルハザードは生じていなかったか。投資家へ安易に信用リスクの移転を行えると考えていたのではないか。
- ③組成の際、適切にリスク評価を行い、それを適切に情報伝達していたのかどうか。

### (4) 格付会社

- ①証券化商品の格付ビジネスに利益相反の可能性が内在していたのではないか。
- ②証券化商品には、通常、モデルが利用されているが、そのモデルの内容や

妥当性等につき適切な検証やディスクロージャーがなされていたのかどうか。また、シミュレーションを行う際、十分長期間のデータを使用し、リスクを的確に考慮していたか。

- ③格付けに必要なかつ十分な情報を組成者から適切に入手、聴取していたか。
- ④格付情報の意義について投資家に誤解を与えていなかったか。

#### (5) 証券化商品の販売者

- ①リスク情報に関する適切な説明を行なうための販売態勢に不備はなかったか。
- ②流動性の低い商品に対する価格情報の提供は、適切になされていたか。

#### (6) 投資家

- ①直接・間接のリスクを適切に把握し、十分なリスク管理態勢を整えていたか（原債権の内容を把握せずに格付けに過度に依存した投資を行い、知らぬ間にリスク量を増加させていたのではないか）。
- ②ヘッジファンドを含め、高いイールドを求めるあまり、リスク認識が不十分なまま、レバレッジを過度に利かせた取引を行っていたのではないか。また、運用の透明性に欠ける面がなかったか。
- ③預金取扱金融機関については、証券化商品の保有に関し、i) 適切なディスクロージャーを行っていたか、ii) 適切なリスク管理及び価格評価を行っていたか、iii) 特に流動性補完に関する適切なリスク管理、ディスクロージャーを行っていたか。

これらの論点の他にも、マクロ経済、グローバルな資金の流れ、グローバルな投資家の投資行動など論ずべき点は多々存在する。また、上記の論点についても現段階で網羅的に検討を行うことは困難な面もあるが、以下において若干の検討を加えることとする。

## IV グローバルな視点からの市場正常化に向けた道筋

### 1. 国際的な議論等の現状

各市場が正常化への道筋を辿る過程においては、市場の不安を沈静化させるため、サブプライムローン関連商品を保有する各金融機関が、実際の保有商品の格付け等の詳細も含め、その具体的なエクスポージャーや評価損失を明らかにすることが重要である。また、そのような評価損失は、正確なプライシング

によって、先送りすることなくできる限り速やかに引当の計上などの適切な処理がなされるとともに、適切なディスクロージャーがなされる必要がある。

しかしながら、各投資家の不安を解消し、各市場の機能を正常化させるためには、サブプライムローン関連商品の価格の信頼性の確保や格付会社に対する信頼の回復など、中長期的な視点で上述の問題に的確に対応することが必要であり、完全な正常化までにはある程度の時日が必要となるのではないかと考えられる。

これまでも、例えば、格付会社の格付けのあり方を巡って、証券監督者国際機構（IOSCO、International Organization of Securities Commissions）による基本行動規範の作成やバーゼル銀行監督委員会（Basel Committee on Banking Supervision）による（証券化商品を含む）格付利用の要件設定（バーゼルⅡ）に見られるような取組みが行われていた。

今回のサブプライムローン問題についても、すでに国際機関において①流動性とリスク管理、②証券化商品の会計処理・価格評価、③証券化商品に関する格付会社の役割・格付手法および開示のあり方、ならびに投資家によるその活用のあり方、④オフバランスでの投資ビークル（器）の扱いを含む金融機関の監督のあり方、⑤監督当局間の国際的連携のあり方など、広範な論点について検討が進められている。今後、その成果ができる限り早期に提示されるとともに、市場関係者が積極的に信頼回復に向けた取組みを進めていくことが期待される。

（注1）G7からの要請を受け、金融安定化フォーラム（FSF、Financial Stability Forum）のワーキング・グループが、サブプライムローン問題を契機とする市場混乱の原因を分析し、必要とされる市場強化のための提言を行うこととされている。

（注2）IOSCOにおいて、現在、格付会社の問題についてのタスクフォースが設けられ、証券化商品等の複雑な金融商品に関する格付会社の役割、格付手法等について幅広く調査が行われている。更に、サブプライムローン問題に対応するための新たなタスクフォースも立ち上げられた。

米国においては、本年8月に、ブッシュ大統領が、ポールソン財務長官に対し、金融市場に関する作業部会にて、格付会社の果たした役割、証券化が住宅関連業界に与えた影響に関する調査を行うよう指示した。また、本年9月、米国SEC（Securities and Exchange Commission）のコックス委員長は、サブプライムローン問題に関連し、不動産担保証券（RMBS、Residential Mortgage-Backed Security）の格付けを多く手がけた格付会社を対象に検査に着手していることを表明した。

EUにおいては、昨年来、欧州証券規制当局委員会（CESR、Committee of European Securities Regulators）が、IOSCOの行動規範の遵守状況を調査し、欧州委員会

(Commission of the European Communities)に対し報告している。本年は、特にストラクチャードファイナンス商品の信用格付をめぐる論点について調査を実施している。

(注3) 10月15日、バンク・オブ・アメリカ、シティグループ、JPモルガン等の米国大手銀行を中心とする民間金融機関が共同で基金を設立し、既存のSIVが保有する高格付けの適格資産を買取ることが大筋で合意された(M-LEC (Master Liquidity Enhancement Conduit) 構想)。米国財務省も後押ししたといわれるこうした基金の創設は、流動性が枯渇しているABCP市場に対し流動性を供給することを目的としている。こうした関係者の取組みについては、その動向や効果等について十分注視していく必要がある。

(注4) ヘッジファンドについては、リスク管理、価格評価、投資家やカウンターパーティーへの情報開示の見直し、及びカウンターパーティーのリスク管理モニタリング等について、各国・G7等において議論がなされている。わが国では後述の通り一定の法規制が整備済であるが、そのような議論において何らかの対策を検討する際には、その目的、効果等を十分踏まえる必要がある。

## 2. 問題解決に向けた国際的な議論の中で考慮されるべき留意点

### (1) 総論

証券化の過程における情報伝達等の確保、適正プライスの算定、ストレステストなど先進的なリスク管理のあり方の見直し、市場流動性の低下時におけるプライシングなどについては民間実務家によるベスト・プラクティス(最良慣行)に基づく対応が模索されるべきである。民間当事者において、こうした慣行が形成され・普及すれば、市場規律が強化され、多くの問題が解決に向け前進すると思われ、1. で触れた国際的な議論においても、このような視点からも様々な議論がなされることは有益である。

欧米金融市場は、先進的な金融技術を磨き、証券化に関するベスト・プラクティスを育ててきた市場であることから、今回の問題への対処についても先導的な役割を果たすことが期待される。

また、各国の監督当局において、市場関係者との緊密な対話を通じてこのような民間の動きを後押しするような規制のあり方を模索する動きが大きな潮流となっていることにも留意が必要である。

### (2) 各論

証券化はリスクの分散に資する金融技術であり、健全な市場の発展は多くの関係者にメリットをもたらすものである。金融技術の向上やリスク管理の水準の高度化を背景として、証券化は今や、市場において不可欠な役割を果たしていると言える。

他方、今回の事態に見られるように、証券化には、リスクの所在の特定が困難となるなどの副作用もあるため、今後、今回の事態を教訓に、証券化市場の正常化とさらなる発展に向け、関係者の努力が求められている。

以下では、さしあたって、グローバルな市場の正常化への道筋を模索する上で、今後の国際的な議論の中で考慮されるべき点として、当戦略チームが重要と考える事項を示す。

## ① 情報伝達の確保

Ⅲの2. で見たようにサブプライムローン関連商品が組成されて投資家に販売されるまでの一連の流れにおいて、原債権の信用リスクが適切に情報伝達されていなかったのではないかという問題が共通して見られる。これまでの当戦略チームにおける有識者ヒアリングでも、民間実務家や格付会社より、情報のモニタリングが重要であることや詐欺的なローンのリスクを見抜けなかったという問題点が指摘されるなど、情報の非対称性を克服していく上で様々な問題があったことが推定される。

この点に関連して、証券化商品の組成者、販売者及び格付会社等が原資産のリスクについて情報収集、情報伝達を適切に行っていたかどうか、適切な情報伝達を促すためにどのような取組みが考えられるのか、国際的な議論においても注意が払われるべきである。

(注) なお、住宅ローンの借り手の問題や貸し手の審査能力の問題については、証券化の問題とやや性格を異にするが、一般論としては、各国の実情に応じて金融規制当局等において必要な対応を行うことが重要である。

## ② リスク管理

金融機関や投資家のリスク管理が十分であったかという問題への対応も重要である。これに関しては、流動性リスクの顕現、流動性リスクの信用リスクへの転嫁、証券化商品の流動性低下時のリスク認識<sup>9</sup>など、これまで必ずしも金融機関間で共通認識がなかった事項もある。また、貸出審査のあり方、格付会社利用のあり方、情報収集態勢の問題など基本的なリスク管理が十分でなかった点もある。こうしたリスク管理の問題については、各金融機関が従来のリスク管理手法について不断の見直しを行ない、当局においても的確な監督対応を行っていくことが必要と考えられる。

わが国においては、バーゼルⅡを2007年3月期決算より適用しているが、その実施の経験からみて、銀行等についてはバーゼルⅡの適用が、リスク管理

<sup>9</sup>証券化によって原資産のリスクは、一旦は、投資家に転嫁されている。しかしながら、コンデュイットやSIVのような投資スキームを組成している金融機関や流動性補完を付している金融機関においては、流動性リスクやレピュテーションリスクの観点から、その原資産のリスクが切り離されているとは必ずしもいえない場合があると考えられる。

の向上、市場規律の確保に大きく寄与していると考えられる。

バーゼルⅡの枠組みのうち、最低所要自己資本比率の計算に関する「第一の柱」では、例えば、投資ファンドや証券化商品の取扱いについて、ファンドに関するルックスルー原則の徹底や、証券化商品に関する格付会社のディスクロージャーの拡充等を通じ、金融機関がファンド等へ投資を行う際に、その資産内容等を適切に理解するよう誘導する規制となっている。また、従来の規制では実質的に所要自己資本の確保を要しないこととされてきた ABCP プログラムに関する流動性補完等のバックアップラインについても、バーゼルⅡでは、バックアップラインの特性に応じて一定の所要自己資本の確保が求められるなど、リスク計測の精緻化が図られている。

次に、金融機関の自己管理と監督上の検証に関する「第二の柱」においては、流動性リスクのように第一の柱の対象とならないリスクを含め、各金融機関が抱えるリスクを自ら総体として適切に把握・管理し、経営上必要な自己資本戦略を策定するといった、「自己管理型」のリスク管理を促している。

さらに、情報開示を通じた市場規律の活用に関する「第三の柱」においては、金融機関が抱えるリスクやその管理状況等について、定性的・定量的な情報開示の充実が図られている。こうした中、金融機関のファンド投資や証券化商品の取引についても、各金融機関のリスク管理方針等の定性情報のみならず、証券化商品の原資産の種類別、リスク・ウェイト区分別のエクスポージャー等の定量情報の開示が飛躍的に向上している。

バーゼルⅡは、リスク計測の精緻化や市場規律の活用を通じて、各金融機関がリスク管理の高度化に向けて自発的に取り組むインセンティブを与えるものであり、各国においてもバーゼルⅡをできるだけ早期かつ着実に実施していくことが重要である。この旨、国際的な議論においても注意が払われるべきである。

なお、今回の市場混乱を受けて、例えば、バーゼルⅡにおけるファンド投資や証券化商品の取引の取扱い等に関し、国際的な規制の枠組みの更なる見直しが検討の俎上に上る場合には、わが国における取組みを紹介しつつ、ルールの明確化等に向けた国際的な議論に積極的に貢献していくことが有益と考えられる。

### ③ 格付会社について

当戦略チームでは、格付会社から、利益相反問題や格付けに関する認識の問題、格付手法、監督体制などについてヒアリングを行い、格付会社側の見解について聴取した。大手格付会社の多くは国際的に活動しており、格付けは世界中の金融商品に広く付与されていることを踏まえれば、格付会社については、

わが国のみが単独で対応するよりも、まずは、IOSCO 等の国際機関において、基本行動規範が利益相反等の問題に適切に対応するものとなっていたかなどにつき、十分な検証が必要である。

格付会社については、米国において SEC への登録制度が導入されるなど、当局の監督対象とする動きも見られるが、現段階で国際的に何らかの監督規制の導入・強化が必要であると結論づけられている状況にはない。仮に IOSCO の基本行動規範の見直しに加えて、国際的な議論の中でなんらかの監督規制が必要とされた場合でも、各国が異なる規制を導入することによる規制の重複や、規制を導入しない国があった場合の実効性の確保、市場効率の阻害などの課題への考慮が必要となる。

この問題については、格付会社の収入構造等インセンティブ構造、利益相反防止のための措置、格付モデルの公表のあり方など、格付会社の実態を十分踏まえた広範な議論が IOSCO を中心に行われ、早期に適切な報告がなされることを期待する。

#### ④ 証券化商品の価格評価・会計処理について

証券化商品の価格評価については、投資家によっては、当該商品の流動性リスクを十分に考慮せず、本来信用リスクの評価に過ぎない格付けのみに依存した価格評価を行っていたのではないか、市場の流動性が大きく低下した局面における十分な評価手法が確立されているのか、といった論点がある。これに関しては、当局間の国際会合等で実態把握や十分な検討が行われるとともに、監査人等においても、公正価値に関する適切な監査を可能とするようなベスト・プラクティスの検討が進められることが期待される。

#### ⑤ コンデュイット等の連結・非連結の会計処理の問題について

特に、欧米において、サブプライムローン関連商品に投資を行っていたコンデュイット等が、これらの組成、運営及び資金調達に深く関与した金融機関の連結対象外とされていた。こうした会計上の取扱いについては、会計基準自体の問題なのか、会計基準の適用の問題なのかも含め、今後、国際的な議論の中で、十分な実態把握・分析が行われることが期待される。

## V わが国としての対応

わが国においては、サブプライムローン問題による金融システムへの直接の影響はこれまでのところ限定的であったが、本問題は、わが国の金融行政のあり方

や証券化市場の今後の発展のために、いくつかの教訓を残したと考えられる。当戦略チームとしては、以下の諸点について関係者において真摯な取り組みがなされることを期待する。

## 1. 監督当局による市場動向の把握、モニタリングの強化

米国においては、今後も、2005年後半以降に貸し出されたサブプライムローンの金利更改期を迎えることから、さらにその延滞率が増加するのではないかと懸念されており、わが国のマクロ経済に与える影響という観点からも、米国住宅市場やマクロ経済の動向等には今後とも注視が必要と考えられる。また、サブプライムローン関連商品に限らず、広くCDO等の二次証券化商品の市場等、クレジット市場全体への影響を含め、今後とも欧米の金融市場の動向を注視することが必要である。

今回の事態は、個別の金融機関の経営難が金融システムに深刻な影響を与えるという従来型の問題というより、むしろ、証券化という金融手法を通じて拡散したリスクが市場において一挙に顕在化し、市場発の金融システムの混乱をもたらすという新しい型の金融システム問題であったとも言える。

今回の問題を受け、金融監督当局においては、市場から発信される情報を直ちに分析し、監督に活かしていくことが必要であると考えられることから、市場に関する調査分析能力を向上させるなど必要な態勢整備を図ることが重要である。

更に、当局によるオフサイトモニタリングのあり方についても、今回の市場の動向を踏まえた更なる強化に向け、流動性リスクモニタリングの充実、クレジット市場全般に関するモニタリング強化などを図ることも重要と考えられる。

## 2. 監督当局間の国際的な連携強化

サブプライムローン問題のように国際的に波及した問題に適切に対応するためには、各国金融監督当局間の連携が不可欠である。金融システムの諸問題は、グローバルな金融市場において瞬時に波及しやすいものであることから、様々な国際会議等の場を利用して海外当局と迅速に情報交換・意見交換を行うことによって、国際的な影響についての実態把握や認識の共有に努める必要がある。

また、バーゼル銀行監督委員会では、流動性リスクを含め、金融機関のリスク管理やその監督の枠組みのあり方について今後議論がなされる可能性もある。金融システム不安を経験したわが国においては、金融機関のリスク管理手法、当局によるモニタリング、中央銀行の流動性供給手段など、既に多くの経



験、実績を有している。こうした観点から、わが国金融当局においては、国際会議などでの議論に積極的に貢献することが求められると考えられる。

(注) ファンド規制について、日本では、金融商品取引法において、従来規制の枠外であった投資ファンドの販売、運用に対して業規制が及ぼされた。また、投資ファンドの投資行動が市場に与える影響についても、取引の透明性の一層の確保の観点から大量保有報告書制度の改正が行われるなどの対応がなされている。こうした規制整備の中で、今後は、各国当局間の情報交換等に更に努めていくことが求められている。

### 3. 「証券化によるリスク移転を前提とした融資モデル (Originate to distribute)」の問題への対応

証券化に伴いリスクが投資家に移転することが前提となり、貸出の審査が杜撰なまま、オリジネーターや組成者が一定部分を保有せずに証券化商品が組成され、金融機関においてモラルハザードが生じていたのではないかとということが指摘されている。

こうしたビジネスモデルは、金融機関における情報生産機能を著しく低下させるものであり、この問題に適切に対処する観点から、オリジネーター等のリスク保有について何らかのルールを設けることが考えられる。例えば、格付会社に対して、オリジネーター等による一定部分の保有を格付けの際の一つの考慮要素とすることを求めることや、オリジネーター等に対して、その保有の状況について投資家等へ説明・開示することを求めることが考えられる。この問題については、市場規律を強化する観点等から、今後、関係者においてさらに実務的な検討を進めることが必要である。

### 4. 証券化商品の原債権の追跡可能性 (Traceability) の確保

上記3. と密接に関連するが、証券化商品の組成過程で見られた情報伝達の問題については、各々の関係者が改善に向けて積極的に取り組む必要がある。例えば、証券化商品に関して、原資産に関する情報を識別し管理するための仕組みづくりができれば、わが国証券化市場の透明性の向上に資することとなり、市場規律の強化を通じて証券化商品の「安心」を確保するためにも有益であると思われる。

まずは、証券化のプロセスに関与する個々の当事者が関係当事者に必要な情報を適切に提供していくことが求められるべきであるが、その上で、追跡可能性 (Traceability) を確実に担保するための仕組みづくりについて、どのような情報を、誰がどのように管理・蓄積・提供 (開示) するのかなどについて、民間金融実務を踏まえ、関係者の間で実効的な方策の検討がなされることが望まれる。

## 5. 十分なデータによる統計処理を前提とした証券化

米国のサブプライムローン問題は証券化によって複雑化しているが、証券化の前提となっているのは十分なデータによる統計処理である。

金融は将来の不確実性を扱うが、フランク・ナイトはこの不確実性には二つのタイプがあるという。第一のタイプはその起こる可能性について確率分布を描けるもので「リスク」といい、第二のタイプは未経験の領域で確率分布を想定できないもので「真の不確実性」という。今では後者は「ナイトの不確実性」といわれている。

証券化は、第一の「リスク」を扱うことはできるが、過去のデータで客観的な統計判断のできない「ナイトの不確実性」は守備範囲外である。米国のサブプライムローン問題では、証券化の原債権は最近の経済好調時のデータだけで処理されていたようであり、この点が問題を深刻化させているという指摘もある。すなわち、過去のデータをいいとこ取りすることによって、「ナイトの不確実性」が必要以上に膨らんでいる可能性が存在するのである。

こうした状況の中で、「日本原産」の原債権の証券化について、追跡可能性(Traceability)に加えて、1990年代に起きた未曾有の日本金融危機を含む過去の履歴(track record、トラックレコード)を有することは、過去の教訓を現在の世界規模の金融的混乱期に生かせるチャンスである。また、わが国の政府及び独立行政法人等政府関係機関が有する巨額な資産について、資産債務改革を推進する観点から、今後証券化等によって政府のバランスシートから切り離していく方針だが、その際に十分なデータ付きで、「ナイトの不確実性」の少ない証券化商品として世界に売り出すことにより、市場の活性化等に資することが期待される。

## 6. プリンシプルの提示とベスト・プラクティスの模索

金融庁では、現在、ベターレギュレーションの取り組みの中で、ルールとプリンシプルのベストミックスについて検討を進めている。業界における自主的な規範の提示やベスト・プラクティスの模索は、まさにプリンシプルが機能する局面であると考えられる。

顧客に対し適切な説明を行い、資産を安全に管理するといった、金融機関に求められるプリンシプルを金融庁と民間関係者が共有し、そのプリンシプルに基づき受託審査態勢や情報提供の充実など、証券化商品の組成・販売・保有に関するベスト・プラクティス、業界の自主的な規範を形成していくことは有益である。

## 7. 格付会社について

格付会社については、前述のとおり、米国において SEC への登録制度が導入されている。わが国において規制を検討する場合には、実効性を持ちつつ、過度な規制を回避するようなバランスのとれた対応を選択することが重要であり、仮に、現在の米国の規制や IOSCO の基本行動規範をベースとするならば、格付内容を直接規制しない一方で、格付会社に対して、①独立性確保のための態勢整備や利益相反行為の禁止を求める、②格付モデル、格付プロセスや利益相反に関する情報開示を求める等の対応が考えられる。また、格付会社各社においては、現在、自主的に、独立性、中立性確保のため、格付モデルを公開しているが、どのようなモデルが使用されているかだけでなく、当該モデルの妥当性を各社が何らかの形で検証し、公開することも考えられる。

いずれにせよ、格付会社を巡っては、上述のように、IOSCO において証券化商品等の複雑な金融商品に対する格付手法の問題点等について幅広く調査が行われているところであり、今後、国際的にも様々な角度から議論が深められていくと思われることから、金融監督当局においては、こうした状況を注視し、必要に応じて適時適切な対応を行うことが重要である。

(注) バーゼルⅡでは、標準的手法等における信用リスク・アセットの算出において外部格付を利用することとしており、金融庁が、格付会社及び格付評価の客観性、独立性、透明性、組織構成、信頼性等に関する適格性の基準に照らして、バーゼルⅡで利用可能な格付機関（適格格付機関）を選定することとしている。

また、証券化エクスポージャーの格付けについては、市場規律を通じてその適正さを担保する観点から、個々の証券化案件の原資産の種類、劣後比率及びスキームの概略等の案件情報を含む詳細な情報開示を、所要自己資本の算出に用いる際の条件としている。

## 8. 証券化商品の価格評価・会計処理について

証券化商品の価格評価については、当戦略チームの検討においても、監査人からヒアリングを行なうなど実態把握に努めてきた。今後、わが国として引き続き価格評価の実情を把握するよう努めるとともに、適切な評価と会計処理のあり方について FSF 等の国際的な場において行なわれる議論に積極的に貢献していくことが望まれる。

また、コンデュイット等の連結の問題の関連では、わが国においては、特別目的会社の連結について、会計基準のコンバージェンスの観点から、わが国の会計基準設定主体である企業会計基準委員会（ASBJ、Accounting Standards Board of Japan）において、基準の見直しが検討されている。こうした取組みを着実に行なうとともに、コンデュイット等の連結に関する国際的な分析作業に参画することにより、実態把握や認識の共有化を行なうことが重要である。

## VI. 終わりに

わが国の金融機関・金融市場は、今回の問題が顕在化して以降、欧米市場と比べ相対的に安定していると言い得る状況である。また、金融システム不安等のこれまでの経験から金融インフラが整備されており、バーゼルⅡなどの規制対応においては先進的な面もある。こうした観点から国際的な議論に貢献できる点多々あるものと思われる。また、わが国として、国際金融市場におけるプレゼンス確保に向け、適切なリスク管理態勢を構築し金融機関が十分な金融仲介機能を発揮するよう、必要な態勢整備や環境整備を行うことも重要である。

さらに、年末までにとりまとめられる「金融・資本市場競争力強化プラン」においては、わが国金融資本市場の国際競争力向上に向けた有効な施策が提示されることが期待される。

以上のように官民ともに着実に努力すべき課題は多々あるが、当戦略チームでは、今後ともサブプライムローン問題について注視するとともに、日本の金融戦略の検討を継続していく所存である。

(以上)

## 金融市場戦略チーム

大崎 貞和	野村資本市場研究所研究主幹
島本 幸治	BNP パリバ証券 投資調査部長 チーフストラテジスト
(座長) 高尾 義一	朝日ライフアセットマネジメント 常務執行役員
玉木 林太郎	財務省国際局長
中曾 宏	日本銀行金融市場局長
畑山 卓美	アビームコンサルティング顧問
三國 陽夫	三國事務所代表取締役
水野 和夫	三菱 UFJ 証券チーフエコノミスト
[計 8名]	
齋藤 潤	内閣府政策統括官(経済財政分析担当) (第九回会合よりオブザーバーとして参加)

(敬称略・五十音順)

# 金融市場戦略チーム

## 開催実績

**第一回** 9/19(水)

サブプライムローン問題の概要（日本銀行、金融庁）

**第二回** 9/21(金)

世界経済、金融市場動向（島本委員、水野委員）

**第三回** 10/5(金)

米国住宅市場動向（住宅金融支援機構 小林正宏氏  
JP モルガン証券 菊地友視氏）

**第四回** 10/18(木)

格付会社について（畑山委員）  
ファンド規制について（大崎委員）  
バーゼルⅡについて（金融庁）

**第五回** 10/25(木)

国際的な動向について（玉木委員、金融庁）  
証券化実務について（UBS 証券 大槻奈那氏  
モルガンスタンレー証券 赤井厚雄氏）

**第六回** 11/2(金)

格付会社について（格付投資情報センター 原田康博氏、田中英隆氏  
日本格付研究所 内海孚氏  
ムーディーズ・ジャパン 北山慶氏  
スタンダード・アンド・プアーズ 張毓宋氏  
フィッチ・レーティングスジャパン 橋本圭一郎氏

**第七回** 11/7(水)

証券化商品の販売について（みずほ証券 芝田康弘氏  
メリルリンチ日本証券 米元祐三氏）  
証券化商品の会計・監査について（日本公認会計士協会 森公高氏）

**第八回** 11/14(水)

機関投資家について（農林中央金庫 斎藤真一氏  
日本生命保険相互会社 雨森泰伸氏）  
フリーディスカッション

**第九回** 11/21(水)

論点整理

**第十回** 11/30(金)

報告書とりまとめ