

太陽 ASG

エグゼクティブ・ニュース

サブプライムローン問題を巡る二つの懸念

以下の要旨は 45 秒でお読みいただけます。

要 旨

米国では、オバマ議員とヒラリー・クリントン議員が予備選挙で大接戦を演じています。内政面の議論では、サブプライム問題に見られる住宅価格の下落と、それに伴う金融対策、景気後退の可能性などの政策対応にも、焦点が当たっています。

今月のテーマは、今世界中で大きな問題となっている米国のサブプライムローン問題と、サブプライムローン債券を原資産として発行された関連証券に対する格付けの関係です。サブプライムローンは、信用履歴の低い人達を対象とする米国の住宅ローンで、ローンの延滞率が想定以上に上昇したことが発火点となりました。

サブプライムローンの残高は約 1 兆 3 千億ドル（約 130 兆円）、不良化した損失額で約 6 千億ドル（約 60 兆円）と言われ、世界の信用市場の規模からするとさほど大きくない市場です。それでは、何故この問題が広がったのでしょうか。米国ではサブプライムローンなどの住宅ローンを原資産としてサブプライムローン関連証券が発行されており、更にこの関連証券を原資産として別の証券（複雑な債務担保証券）が発売されています。証券化された原資産の価値は、住宅ローンの延滞率などを基準として格付会社が格付けして発表しますが、その見込みが大きく異なったことが原因とされます。

今月は、(株)格付投資情報センター代表取締役会長原田靖博氏に解説いただきます。原田氏は、日本銀行ニューヨーク駐在参事のご経験もある国際通で、サブプライム問題など現在の海外事情にも精通されています。原田氏は、今回のサブプライムローン問題発生の際の経緯を、プロセスを追って精緻、明快に分析された後、格付会社は信頼を回復し得るか、欧米資本市場および大手証券会社・銀行は立ち直り得るか、という喫緊かつ根幹の問題を考察。米国情勢と日本の現状を俯瞰したうえ、G7 等の協議による各国の協調に期待したい、と述べています。



「太陽 ASG エグゼクティブニュース」バックナンバーはこちらから <http://www.gtjapan.com/library/newsletter/>
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-5770-8860 e-mail: t-asgMC@gtjapan.com
太陽 ASG グループ マーケティングコミュニケーションズ 担当 田代知子

サブプライムローン問題を巡る二つの懸念

(株)格付投資情報センター
代表取締役会長 原田 靖博

1. サブプライムローン問題とその波及

サブプライム問題と格付けの関係

2007年7月、米国大手格付会社が、サブプライムローン関連証券化商品(RMBS = Residential Mortgage Backed Securities <以下、「サブプライム関連証券」という>)の格付けを低格付けのものを中心に、相次いで大規模に引き下げた。

この背景には、2006年央から、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を始め、いくつかの住宅金融会社が破綻したこと、さらには米国投資銀行傘下のヘッジファンドの経営危機が表面化したことがある。この大幅格下げにより、証券化商品格付け全般に対する信頼が低下し、金融・資本市場が大きく動揺した。

また、米国においては、サブプライム関連証券に他の資産担保証券(ABS = Asset Backed Securities)を加え、より複雑な債務担保証券(CDO=Collateralized Debt Obligation)を組成することが一般的となっていたことから、サブプライム関連証券に対する突然の大幅格下げが、証券化商品全般に対する格付け不信に拡大していった。これにより証券化商品の取引は大きく減少し、証券化市場全体の流動性が低下するに至った。

格付不信から ABCP 市場機能停止

流動性の低下は、資産担保コマーシャルペーパー(ABCP=Asset Backed Commercial Paper)市場で最も顕著にあらわれた。これは同市場での主な資金供給者であるMMF(Money Market Fund)のトレーダーは、短期資金を取扱うとの性格から、取引に際しては、格付けに全面的に依存し、自分自身でABCPの信用リスクを分析する意欲も能力も乏しかったためである。

流動性逼迫と欧米金融市場の動揺

ABCP市場の極端な流動性逼迫は、欧米の短期金融市場の動揺をもたらし、2007年8月には、ドイツの中堅銀行2行(ドイツ産業銀行およびザクセン州立銀行)が資金繰り難から破綻する事態となった。さらに英国では、資金調達の多くを短期市場性資金に依存していたノーザンロック銀行において、預金の取付け騒ぎが発生した。こうした銀行の破綻は、2000年代に入って全世界的に流動性過剰の状況が続いていたことから、流動性および信用の両面においてリスク管理のレベルが低下していたことが、原因の一つであるといわれている。

欧米中央銀行による大量の資金供給

このように欧米では、金融市場の混乱が続いたことから、中央銀行による短期金融市場に対する大量の資金供給が行われた。特に混乱の火元である米国においては、連邦準備制度理事会(FRB)による短期金利の引下げや資金供給手段の拡充が行われた。

我が国ではサブプライム形態のローンなし

この間、我が国においては、そもそもサブプライムローンという形態の住宅ローンは存在しなかったうえ、



住宅金融支援機構（旧住宅金融公庫）が、膨大な住宅ローン証券化のデータを公開し、これがベンチマークとなっていたこと、および、サブプライム関連証券を原資産とする債務担保証券等の複雑な仕組みの証券化案件が一般化していないことなどから、証券化商品格付けに対する信頼は確保されており、市場も正常に機能している。

米国におけるサブプライムローンの影響 深刻

米国においては、2007年10月以降もサブプライムローン関連証券化商品の格下げが続き、証券化商品市場の流動性が低下しているなか、大手証券会社、銀行はモデル等による理論価格に基づき、保有証券化資産の評価損計上を余儀なくされている。この結果、メリルリンチ、シティバンク、UBS 初め欧米主要証券・銀行は巨額の損失を計上することとなり、このうち、メリルリンチ、シティバンクでは、CEOが辞任し、新しいCEOの下で産油国のソブリンウェルスファンド等から資本を調達するに至っている。2008年に入っても、サブプライム関連証券等の証券化商品を保有する金融機関の資本不足に対する懸念は払拭されておらず、信用不安は、証券化商品に対し保証を供与しているモノライオン保険会社に波及している。

米国大手証券会社<ベアスターズ>の退場

直近では、ヘッジファンドおよび取引銀行から資金引揚げを宣告された、大手証券会社のベアスターズがニューヨーク連銀から資金供給を受けるに至り、最終的には、JPモルガン銀行に吸収合併されることとなった。



各国関連当局等の対応と今後の懸念

こうした状況を眺め、関連監督当局は、各国独自に、あるいは、G7会合、金融安定化フォーラム (FSF=Financial Stability Forum)、バーゼル銀行監督委員会、証券監督者国際機構 (IOSCO = International Organization of Securities Commissions) 等の場で共同して、サブプライムローン問題に起因する金融資本市場の混乱に対処している。この検討過程を眺め、私原田は、サブプライムローン問題の米国経済社会に与える悪影響に如何に対処するか、また、サブプライムローン問題の再発を防止するための措置は何か、格付会社は信頼を回復しうるか、混乱に陥った金融・資本市場は立ち直り得るか、の3点が懸念材料であると考えているが、第1点は主として米国自身の問題であるので割愛し、ここでは後2点について取り上げることとする。

2. 格付会社は信頼を回復し得るか～第一の懸念

格付会社による格下げの背景

米国の大手格付会社は何故、サブプライム関連証券化商品について、2007年7月以降大幅な格下げを続けたのであろうか。この点について、消息通を自認する方々が発言しているが、実態は、当事者に対し資料に基づき客観的に調査をした後でないと把握できない。この作業は、現在、米国SEC（証券取引委員会 Securities and Exchange Commission）がMoody's, S&P, Fitchに対し、昨年11月以降実施中であり、この段階では決定的なことは言えない。

現時点において、入手可能で信頼できる調査としては、フランス証券市場庁（AMF = Autorite des marches financiers）が、上記3社に対するヒアリング及び公表市場データを基に実施し、2008年1月に結果を公表したものがある。

同調査の概要は次のとおりである。

Moody's, S&P, Fitchは2007年1～10月の間に組成時金額ベースで見て、サブプライム関連証券の9%に相当する証券を格下げした。また、Moody'sおよびFitch

に関しては、当初格付けが非投資適格であったものの約3分の2、投資適格分では約5%を格下げした。

格下げになったサブプライム関連証券の大部分は2005年および2006年に組成された。

2007年7月以降の大幅格下げは、リスク評価モデルにおいて予想損失率、債務不履行率等のパラメーターを大きく変更したことが影響を与えている。

2007年7月以降も、継続的に格下げが続くなど、サブプライム関連証券の格付けは極めて不安定な状態にある。

格付見直しの遅れ

以上の報告から、2005年以降サブプライムローンに関する情勢は大きく変化し、延滞、債務不履行が多発しているにもかかわらず、評価モデルに投入するデフォルト率、損失率、相関係数の見直しが遅れたことが推測される。さらに、サブプライムローン貸出の際に所得申告、物件評価等について虚偽のものが紛れていたものと思われる。

証券監督者国際機構 <IOSCO> による格付け改善策

こうした実情を踏まえ IOSCO 特別調査チーム等では、次のような改善策を検討していると言われている。

格付けプロセスの品質と首尾一貫性のさらなる向上

- 格付けを付与する際に用いる情報の品質の改善
- 独立した部署による格付手法、評価モデルの検査の実施
- 当初の格付けを付与するチームとは別のチームによる格付け後のモニタリングの実行
- アナリストは格付け対象の証券化商品の仕組みについて、提案や推薦を行わない

格付会社の独立性と利益相反の回避

- 特定の顧客からの格付収入等は、一定の限度を超えてはならない
- アナリストの報酬体系が、格付実績等にリンクしていないことを定期的に検査
- アナリストが格付会社を退職し、格付先等に転職した場合は過去の格付けを厳密にチェックする

投資家および発行体に関する責任の明確化

- 格付けの利用者が、格付けの根拠および限界を理解できるよう十分な情報を提供する
- 証券化商品の格付けを事業債・地方債と区分して表示する
- 格付会社は、格付けのパフォーマンスについて、格付会社間で比較可能とするため十分な情報を提示する

格付改善策検討の際の留意点

こうした改善提案は、格付会社の方からもなされており、監督当局との間で、今後、率直かつ徹底的な意見交換が望まれよう。かかる改善案を検討する際には、過度に厳格な仕組み及び膨大な情報提供を形式的に要求する制度の導入は、是非とも回避すべきであろう。さもないと経営資源に余裕のある大手格付会社のみが生き残る結果になり、健全な競争環境の確保という観点から問題を残すことになる。要は、必要にして十分で簡素な仕組みの導入を心掛けるべきであろう。

また、格付けに必要な情報の正確性を確保する責任は、米国証券取引法では、引受人である証券会社およびこれと委託関係にある外部監査人が負うことになっている。格付会社は現状、発行者側の開示責任を負う立場にはないと解されているが、サブプライム

関連証券の格付過程において、虚偽データの提供が多くみられたこと等を考慮すると、虚偽データの排除の方策について関係当事者間で検討を進めることが望まれる。

3. 欧米資本市場および、大手証券会社・銀行は立ち直り得るか～第二の懸念

市場の混乱継続と G7 等によるリスク管理強化

サブプライムローン問題に起因する市場の混乱はなお続いており、2008年2月に東京で開催された G7 会合においても、銀行、証券、機関投資家等全ての市場参加者のリスク管理の強化徹底および市場の透明性確保が合意された。これに関してはバーゼル銀行監督委、IOSCO、国際金融システム委員会 (CGFS=Committee on the Global Financial System) 等の組織で検討された後、金融安定化フォーラムの場で集約されることになる。



サブプライム関連損失の認識と評価の必要性

上述の諸点について、検討を進め、具体的な対応策および新たな監督ルールを作成することは重要である。

しかし、それにも増して緊急の課題は、現在の混乱した市場環境の下で、銀行、証券会社のサブプライムローン関連損失を如何にして認識し、市場参加者に説得力ある形で開示し得るか、であるが、現在、証券化商品市場は極端な流動性不足の状況にあり、評価を行う際の拠るべき公正妥当な時価を見出し難い状態である。

共通尺度による時価算定の困難さ

米国ではこうした場合、FAS (Financial Accounting Standard) 157 「Fair Value Measurements」を適用し、レベル3の開示を行うとの認識の下、各社が保有する評価モデルに基づき時価を求めている。

この評価モデルは、それぞれの企業で独自に策定されており、市場において共通のものは存在しないため、サブプライム関連証券の評価損を各社間で厳密に比較することは不可能である。外部監査人も各社毎には評価モデルおよび評価結果の妥当性を検証することは可能であるものの、統一的なモデルがないため、相互比較が行い得ない状況にある。

これが各社のバランスシート評価に対する信頼感を損い、自己資本の十分性について疑心暗鬼が払拭し切れず、いつまでも不安定な市場が続く結果となっている。

米国金融市場立て直しの方策

米国において大手銀行・証券に直接公的資金を注入するとの事態に至れば、連銀、OCC (通貨監督庁 Office of the Comptroller of the Currency)、SEC (証券取引委員会) の検査が行われ資本不足の金額は結果的に確定されることになる。またはニューヨーク連銀が、リスク度合が様々なサブプライムローン関連証券化商品を対象に、公開市場操作を広範囲に亘って行えば、市場の流動性は回復し、時価評価およびそれに基づくバランスシートの把握がよりの確に行われることになる。

このように、銀行・証券の公的資金の投入とか、連銀による証券化商品の全面買い支え等の深刻な事態に立ち至る前に、民間ベースで公正・妥当な時価評価を行う途はないものか。

その一つが、上記レベル3で利用が認められている評価モデルの妥当性を評価するメカニズム、あるいは評価モデル認定の最低要件の導入であろう。これが実現に向けての、公認会計士の方々の英知の結集が望まれるところである。

4. 最近の米国情勢と日本の現状

最近の米国における利下げ対応

上述のように、米国においては、ニューヨーク連銀は資金繰り難に直面したベアスターズを救済するため、3月14日(金)、JPモルガン銀行経由で期間28日、最大300億ドルの緊急融資を行うことを決定し、実行した。JPモルガン経由としたのは、連邦準備銀行窓口で資金借入れが認められているのは、預金取扱金融機関(銀行)に限定されていたためである。

その後、3月16日(日)に、JPモルガン銀行がベアスターズを吸収合併するとの決定を受け、他の証券会社に資金繰り不安が波及することを未然に防止するため、ニューヨーク連銀は、取引先証券会社(プライマリーディーラー)に対しても、社債、地方債、ABS、MBS(不動産担保証券 Mortgage Backed Securities)を担保に資金供給を行うこと、およびその際に適用される金利(公定歩合)を0.25%引き下げ年3.25%とし、3月17日(日)から実施に移す旨決定した。

さらに、FRBは3月18日(火)、連邦公開市場委員会(FOMC=Federal Open Market Committee)において、政策金利(FFレート)を0.75%引き下げて年2.25%とすることを決定した。

このように、米国の中央銀行は、サブプライムローン問題が金融危機を引き起こさないよう、また、景気後退をもたらさないよう、政策手段を総動員している。

日本への影響

サブプライム問題は、日本の金融機関へも大きな影響を与えており、因みに合併を合意しているみずほ証券と新光証券は、サブプライム関連証券の含み損の大きさから合併比率が決まらないとして、今年5月予定されていた統合の時期をそれ以降に延期すると発表している。

日本でも、米国景気後退から対米輸出が減少するのではないかと、その恐れから、株価が大幅に低下しており、米国サブプライム問題の波及に対する警戒感が強まっている。

我が国においては、財政・金融の両面において景気対策を取り得る余地は、極めて限られているため、規制緩和、研究開発投資促進等、企業の対応力強化に一段と力を入れていくべきであろう。

以上

筆者紹介

原田 靖博 (はらだ やすひろ)

1945年 生まれ (株)格付投資情報センター 代表取締役会長

1968年	東京大学法学部卒 日本銀行入行	1996年	業務局長
1971年	大蔵省経済理論研修	1998年	名古屋支店長
1972年	大蔵省主税局総務課係長	2000年	日本格付投資情報センター 常務取締役 金融工学研究所 代表取締役社長
1973年	大蔵省主税局税制第一課係長	2000年	格付投資情報センターへ商号変更 常務取締役
1977年	日本銀行・ロンドン駐在参事付パリ駐在	2001年	専務取締役
1987年	外国局(国際局)資金課長	2003年	取締役副社長
1989年	国際局総務課長	2005年	代表取締役社長
1990年	那覇支店長	2007年	代表取締役会長
1992年	考査役		現在に至る
1993年	国際局次長		
1994年	ニューヨーク駐在参事		