

IOSCO 専門委員会最終報告書
「サブプライム危機に関する報告書」

平成20年8月27日

大橋 善晃

(日本証券経済研究所)

IOSCO 専門委員会最終報告書

「サブプライム危機に関する報告書」(要旨)

IOSCO (証券監督者国際機構) は、サブプライムローン問題に端を発する市場混乱について検討し、IOSCO として取り組むべき課題を明らかにするために、2007 年 11 月にサブプライム危機に関するタスクフォースを設置し、鋭意議論を重ねてきたが、本年 5 月にその検討結果を取りまとめ、「サブプライム危機に関する報告書」と題する最終報告書を公表した。

本報告書は、サブプライム市場の混乱の背景、発行体の透明性および投資家のデューデリジェンス、金融機関のリスク管理および健全性規制、評価、信用格付機関の 5 章と、カナダ、イタリア、日本、メキシコおよび米国における ABS に関わる開示規制等の現状についての付属文書から構成されている。そして、第 I 章を除く各章の最後に、IOSCO の常任委員会に対する勧告を掲げるという形式になっている。

本報告書について、SEC の委員長であり、本タスクフォースの共同議長でもあるクリストファー・コックス氏は、「本報告書は、金融イノベーションは奨励されるべきであり、資本とリスクの配分に際して重要な役割を果たすものであるが、新たな金融商品は、それがもたらす利益と同じように、そのリスクの徹底的な分析を伴うものでなければならない、ということを示している。本報告書はまた、全ての市場参加者、機関投資家および金融規制当局が適切なリスク評価とリスク管理に重点的に取り組むことの必要性を強調している。最近の出来事が示唆しているのは、世界の資本市場がいかに密接なかかわり合いを持っているか、規制の国際原則の開発と実施に際しての規制当局間の協調促進の必要性がいかに大きいか、ということであった。われわれが、自分自身に課した今後の作業は、すでに深まっている協調をさらに深めるために役立つだろう」と語っている。

本報告書で提言された IOSCO 専門委員会が今後進めるべき作業については、勧告を受けた常設委員会によって進められることになる。

本稿は、この IOSCO 専門委員会報告書について、その全文 (付属文書を除く) を紹介するものである。

IOSCO 専門委員会最終報告書 「サブプライム危機に関する報告書」¹

日本証券経済研究所
専門調査員 大橋 善晃

はじめに

過去数ヶ月にわたって、米国サブプライム住宅モーゲージ市場における差し押さえの増加が、世界の信用市場に不安定性をもたらしてきた。こうした状況を踏まえて、2007年11月に開催された年次総会において、IOSCO 専門委員会は、サブプライム市場の混乱およびそれが公募資本市場（public capital markets）に及ぼす影響について体系的に調査し、私募市場（private markets）での活動によって引き起こされる可能性のある組織的問題に起因する波及効果（spillover effects）から私募市場を保護するために必要な勧告を行なうことを目的とするタスクフォースの設置を決議した。このタスクフォースの分析と勧告は、証券規制当局ばかりではなく、この問題を研究している他の国際機関にとっても同様に役に立つものと思われる。

この調査を実施するに当たって、タスクフォースは、最近のこうした出来事に市場がどのように反応し、また、各国の規制当局や市場参加者がどのように対処しているのかを知るために、いくつかの主要市場における証券規制当局あるいはその他の公的機関が実際に取り組んでいる作業について見直しを行なった。また、タスクフォースは、ストラクチャード・ファイナンス商品（structured financial instruments）の設計および販売面で信用格付機関（Credit Rating Agencies, 以下 CRA）がきわめて重要な役割を果たしていることに鑑み、CRAに関するIOSCO 専門委員会議長タスクフォース（IOSCO CRA Task Force, 以下 CRA タスクフォースという）と密接に連携をとることにした。その結果、ストラクチャード・ファイナンス市場におけるCRAの役割に関するCRAタスクフォースの作業結果が、本報告書の第V章に組み入れられることになった²。

本報告書は、5つの章で構成されている。第I章は、国際資本市場に影響を与え続けているサブプライム市場に係わる出来事の要約である。最近の市場混乱は、消費者保護、各国における不正行為、各国および国際レベルでの銀行の安全性と信用度にかかわる重要

¹ REPORT ON THE SUBPRIME CRISIS, FINAL REPORT, TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, MAY 2008.

² IOSCO 専門委員会は、IOSCO CRA タスクフォースの作業結果を、最終報告書として公表している。当該報告書は以下の通り。The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets, May 2008. なお、CRA タスクフォースの正式名称は、IOSCO Technical Committee's Chairman's Task Force on Credit Rating Agencies である。

な規制上の問題を含むものであることは明らかであるが、本報告書は、国際資本市場に対する規制面の影響に焦点を絞っている。というのは、サブプライム市場の混乱の他の側面については、それを論評するためにふさわしい機関がいくつもあると思われるからである。

第Ⅱ章は、発行体の透明性および投資家のデューデリジェンスについて取り扱っている。第Ⅲ章は、金融機関のリスク管理と健全性規制についてのレビューである。第Ⅳ章は、市場ストレス状況下（**under conditions of market stress**）でのストラクチャード・ファイナンス商品の会計および評価問題を取り扱っている。そして、第Ⅴ章は、CRA タスクフォースの報告書の研究成果を組み入れている。第Ⅱ章から第Ⅴ章には、それぞれ、今後のIOSCO の作業に関わる一連の勧告を掲げている。

タスクフォースは、最近の市場での出来事について自主的に分析に取り組んでいるIOSCO 会員に助言を求め、そのうちのいくつかについては非公開情報を含んでいるが、本報告書は、主として、こうした出来事についての入手可能な公開情報に拠っている。

I. サブプライム市場の混乱の背景

2007年7月、世界のいくつかの主要市場において、信用スプレッド（**credit spread**）が拡大し始めた。その拡大の度合いは、歴史的なレベルに比べてそう大きなものではなく、その時点においては、その原因もはっきりしていなかったが、その影響はきわめて甚大であった。新たな債券の発行が増えるにつれて、いくつかの大規模な買収や合併が延期され、あるいは見送られた。BBB格債の発行に際しての信用スプレッドを示すiBoxx³インデックスは、6月末の60bp（ベースポイント）を若干下回る水準から、7月末には80bpに達した。同じ時期に、大手CRAによって、大幅な格下げの第一波が発表されている⁴。8月までには、少なくともこの新たな投資家のリスク回避の大部分が、米国のサブプライム住宅モーゲージ市場に対する懸念、そして、住宅モーゲージ抵当証券（**residential mortgage-backed securities, RMBSs**）、債務担保証券（**collateralized debt obligations, CDO**）、その他の証券化商品やストラクチャード・ファイナンス商品への投資によって多くの機関投資家がどれだけ多くの損失を被ることになるのかという懸念によるものであることが明らかになった。10月の終わりまでには、iBoxx指数の信用スプレッドは、BBB格債についてみれば95bpに達し、前記CRAによる格下げ発表の大波が再度押し寄せることになった（10月11, 15, 17, 19日にわたって3713件の格下げが発表されている⁵）。

一般的には、「サブプライム」住宅モーゲージは、低利のモーゲージを受ける資格のない住宅購入者に対する貸付と看做されている。それにもかかわらず、低利のモーゲージを受

³ iBoxxとは、USドル建ての確定利付証券と同じように欧州債券の価格および指数の透明でわかり易いベンチマークを投資家に提供するために、選別した複数の価格情報源を使って作成したハイ・クオリティの確定利付証券指数。

⁴ BloombergとフランスのAMFによれば、およそ1150件の格下げが、7月10, 12, 19日に、三大CRAsによって発表されている。

⁵ BloombergおよびフランスAMFによる。

けるのにふさわしい人々の多くが、さまざまな理由によって、サブプライム・モーゲージを受けている。それらがより高い倒産リスクを抱えているとしても、過去何年にもわたってハイリターンを提供してきたことから、サブプライム RMBSs、資産抵当証券 (asset-backed securities, ABS)、ホームエクイティローン CDOs は、機関投資家の間で大人気の投資対象となっていた。その上、米国経済が好調で、米国の住宅価格が過去数年にわたって上昇（時には劇的に）を続けていたので、つい最近までは、これらの商品に関して実際に損失を被った投資家は、きわめて限られていたのである⁶。このことは、サブプライム・ストラクチャード・ファイナンス商品のより高リスクのメザニン・トランシェ (mezzanine tranches) についても当てはまる。

明らかに、金融市場の混乱は、2004 年の後半に始まり 2007 年の初めまで続いた米国サブプライム・モーゲージの引き受け基準の劇的な引き下げに起因している。サブプライム市場における格付基準と条件の緩和もまた、市場および家計・企業に対する貸付基準や条件に関する規制上の規律のより広範な弱体化を象徴するものであった。いくつかの報告によれば、2004 年には、サブプライムの貸し手の利ざやは、サブプライム・モーゲージの利率が低下するにつれて低下した。新たな事業の拡大を狙って、貸し手によっては、マーケットシェアを拡大するために、この時期に、貸し付け基準を緩和するところも出てきた。これは、クオリティの低いモーゲージの発行が増えたことを受けて、競争が、利率よりも貸し付け条件を巡る競争に移行したためであると見られる。2005 年後半には 4%未満であったサブプライムの金利調整型住宅ローン (adjustable rate mortgages, ARMs) の金利は、2007 年 9 月には 10%超にまで上昇している。

CDOs などのストラクチャード・ファイナンス商品は、もともと、特定のモーゲージのデフォルトによって大きな損害を被ることのない様に、分散を通じて投資家のリスクを減らすために考えられたものではあるが、実際には、特定の状況下で、投資家のリスクを特定分野に集中しているように思われる。2007 年第 4 四半期に至って、まさにこうした状況が現出した：サブプライム・モーゲージの期待デフォルト率の変化が、サブプライム RMBSs および CDOs のキャッシュ・フロー予測に関して重大な不確実性をもたらしたのである。この不確実性は、金融市場を引き締める原因となり、2007 年 8 月半ばには、この種の証券を大量に抱えた一部の投資家を流動性危機に追い込むこととなった。そしてこの流動性危機が、米国やサブプライム市場という次元をはるかに越えて、悪影響をもたらすことになったのである。

先に述べたように、ストラクチャード・ファイナンスという手段は、もともと、短期の預金によって資金を調達し、長期貸付を提供するというミスマッチに常に直面している金融機関や銀行のリスクを改善することを目的として開発されたものである。言い換えれば、これらの手段は、分散を通じて、投資家に、より低いリスクで、より高いリターンを提供

⁶ 2000 年から 2006 年の間に、モーゲージローンの残高は、4.8 兆ドルから 9.8 兆ドルへと、年率 13%の増加を示している。同じ時期に、サブプライムの借り手に対する貸付は 3 倍となった。2006 年末には、サブプライムローンは、総額 1.17 兆ドルに達し、全モーゲージ残高のほぼ 12%を占めるに至った。

しようとするものであった。もちろん、エコノミストの中には、1980年代におけるストラクチャード・ファイナンスの発展が、過去二度にわたるリセッションと1997年のアジアにおける金融危機を通じて、部分的には、米国など主要国の主要金融機関の相対的な健全性に関与していると主張するものもある。CDOsは、数多くのRMBSs（その各々は、数千単位の小規模な個人住宅モーゲージからなる）や、可能ならば、クレジット・デフォルトに対する保険として機能するクレジット・デフォルト・スワップ（credit default swap）のような投資手段を組み合わせることによって、分散をさらに拡大することが出来る。CDOsは、ローイールド・トランシェに先立ってデフォルトによる損失を吸収するハイイールド・トランシェを持つという「落水」（waterfall）構造で組成されているので、理論的には、こうした分散をリスク選好度に応じて自由に設計することが可能である。

CDOsの中には、サブプライム市場のよりリスクの高い側面に焦点を当てることによって、また、保険料と引き換えに、投資家をデフォルトから守るためのクレジット・デフォルト・スワップを利用することによって、将来のリターンを高めるよう設計される場合もあった。多くの場合、CDOsは、実際に資産担保証券を購入する代わりに、クレジット・デフォルト・スワップを利用した。というのは、そうしたデリバティブからなるCDOは、RMBSsを購入して組成するものに比べてより早く組成できるからである。しかも、レバレッジにウォ利用することで、CDOsの投資家は、たとえ大きなリスクを抱えるにせよ、将来のリターンを拡大することが可能となる。

（1）サブプライム危機と金融市場における革新

ごく最近まで、ペンション・ファンドなど機関投資家は、RMBSsをはじめとするABSsを避ける傾向にあった。それは、高リスク商品という特質とそれによる低い信用格付が、彼らの資産運用委託（investment mandates）に違反するからである。しかし、ABSsやCDOsの構築における技術革新は、理屈の上では、リスクなひとかたまりのRMBSsやABSsでさえも、伝統的に慎重な機関投資家が投資することが出来るような、比較的低リスクのトランシェを持つことを可能としたのである。それにもかかわらず、観察者の中には、著名なCRAから非常に高い信用格付を受けることが多い「低リスク」トランシェは、全身性ショック（systemic shock）あるいはもっと幅広い有害事象（adverse event）が、CDOsのキャッシュフローの裏付けとなっている資産に影響を与えない限りにおいて「低リスク」であるに過ぎないとして、これに異を唱える場合もあった⁷。

⁷ 批判する人々の中には、RMBSsやRMBSにリンクしたCDOsは、他の分散投資手段よりリスクが高いと主張するものもいた。それは、こうした商品が、個別のモーゲージのデフォルトによって被る投資家のリスクを限定する一方、これらの投資家は、多くのモーゲージローンの借り手が一斉にデフォルトに陥るような経済的な衝撃には弱いからだというのである。しかし、他の分散投資手段もこうしたリスクを抱えている点では同じである。つまり、大きな経済的な衝撃（リセッションなど）は、さまざまな業界の多くの企業に多大な悪影響を及ぼすのである。さらに、歴史的に見ても米国の住宅用モーゲージは、単一の市場を構成するものではなく、むしろ、ある程度互いに隔離された地方市場の集合体を構成している。

こうした出来事が過去に起こったことはなく、また、ほぼ間違いなく、いまだに発生していないということに鑑みれば、通常の状態において、低リスクを前提とすることは無理からぬことのように思われる。2007年1月から11月までの間に実施された12,000件の格下げのうち45%がCDOs向けであり、それが、最もシニアなトランシェにも影響を及ぼしたとはいえ、この報告書が作成された時点では、主要な機関投資家が保有しているCDOsのAAAあるいはAaa格付トランシェのどれひとつとしてデフォルトに陥ったものはなかった⁸。さらに、最悪のシナリオのもとでも、多くのCDOsの裏付け資産(underlying assets)を構成しているサブプライム・モーゲージのうち、デフォルトに陥るのは、ごくわずかであると予想されていた。こうした事実が過去にあったとはいふものの、今注目されているCDOsの仕組みは、比較的新しいものである—その大部分は、景気循環の全局面で実績を示すにはあまりに新しすぎる。その多くは、借り入れによる資金調達に過度に依存している。これは、投資家がこれらの商品を購入するときに負担するリスクが、これらの商品の裏付けとなっている資産の実際のデフォルト・リスクに対して、集中され、かつ、拡大されていることを意味している。同じように、実際の証券に代わる、クレジット・デフォルト・スワップのようなサブプライム・モーゲージ関連デリバティブの広範な利用は、それが、同一のモーゲージを裏付け資産としてリンクさせた数多くのCDOsを作ることを可能とするために、システミック・リスクをさらに拡大することになる。

2006年末までには、米国のサブプライム・モーゲージのおよそ10%が60日を越える滞納あるいは差し押さえ状態にあったが、これは2005年12月の時点の5.4%に比べて2倍近い水準であった⁹。もちろん、モーゲージのデフォルトは、RMBSs所有者、とくに、シニア・トランシェの保有者にとって、全面的な損失に繋がるものではない。モーゲージは担保付貸付であり、不動産価格が低下している市場においてさえ、投資家は、差し押さえを通じて損失の一部を回収することが出来る。しかし、デフォルトの増加と不動産価格の低下の同時進行は、大きな不安をもたらした；投資家は、広範な差し押さえが、CDOの損失への不安を高めつつ、更なる住宅価格の低下をもたらすのではないかと恐れている。

2007年8月、こうした不安が、一部の機関投資家とヘッジ・ファンドに、流動性危機をもたらすことになった。2007年6月、大手投資銀行の管理下にあるいくつかのヘッジ・ファンドが、サブプライム・モーゲージを担保としたCDOsのメザニン・トランシェへのレバレッジ投資のせいで、厳しい損失に直面し始めた。投資家が彼らの投資を引き上げ始め、ファンドが借入金の返済を迫られるようになるにつれて、かれらは、CDOsの買い手がきわめて少なくなっていることに気づいた。投資家の多くが、最も高い格付を受けたものであっても、こうした商品のクオリティに疑問を持ち始めたためである。サブプライム市場の状況が悪化するにつれて、多くのCRAsが、数十億ドルに上るRMBSsに加えて、メザニ

⁸ これについては、以下を参照されたい。AMF Research Department, "Analysis of subprime RMBS Ratings in the USA," (January 2008)

⁹ 米国連邦準備制度 (U.S.Federal Reserve) のデータによる。

ン・レベルの CDOs の格下げ（シニア・レベルはきわめて少数）を開始した¹⁰。こうした格下げは、たとえ格安であったとしても、RMBSs や CDOs の購入から投資家を遠ざけることになった。その結果、投資家や借りに返済するために、多くのヘッジ・ファンドと機関投資家は、より流動性が高く、公募市場で取引されている手持ちの証券を安値で売却し始めた。公募市場で取引されている証券のほとんどは、サブプライム市場にさらされているわけではないが、ほぼ同じ時期における多数の投資家による突然の大量売却は、世界の主要株式市場での株価下落という影響をもたらした。ほとんどの場合、株価の低下は一時的なものであり、発行体のファンダメンタルズとは無関係な動きであったが、それにもかかわらず、サブプライム市場にさらされた金融機関や機関投資家の実績に大きな影響を与えることになった。

CDO 格付のクオリティに関わる不安は、他の分野、とりわけコマーシャル・ペーパー市場において、波及効果をもたらすことになった。コマーシャル・ペーパーは、多くの会社が、突然の支出に備えて流動性を補完するために利用する短期の借り入れである。しかし、金融機関および発行体の中には、RMBSs、CDOs、その他の資産を担保として組み込んだコマーシャル・ペーパーを発行するために、その一部を RMBSs や CDOs に投資しているストラクチャード・インベストメント・ビークル（Structured Investment Vehicles, SIV）を活用しているところもある。投資家が、ある種の CDOs や RMBSs に付された格付に疑問を持ち始めるにつれて、かれらは、また、コマーシャル・ペーパーの格付の価値についても疑問を持ち始めるようになり、これが、サブプライム・モーゲージ市場にほとんど、あるいは全く残高を持たない発行体にも影響を与えることになった。

さらに問題を複雑にしているのは、サブプライム・モーゲージ CDOs などストラクチャード・ファイナンス商品が、公募市場ではなく、機関投資家の間で私的に取引される傾向があり、そのためにこうした商品の買い手が比較的少数にとどまっているということである¹¹。観念的には、証券化は、金融機関が貸付を通じて直面しているリスクの軽減を可能にするものである。しかし、サブプライム・モーゲージを証券化した金融機関の多くは、彼ら以外の貸し手によって販売された同じような証券化商品あるいは全く同一の商品を大量に組み込んだ投資ファンド（ヘッジ・ファンドを含む）を管理下に置いている。また、多くの場合、これらの金融機関は、ヘッジ・ファンドやその他の機関投資家に対して、サブプライム・モーゲージ CDOs を大量に取得するためのレバレッジを提供している。つまり、一方では彼らが抱えるリスクを売却しながら、他方では、同じリスクを他の金融機関から取得しているのである。換言すれば、サブプライム・モーゲージ CDOs を大量に抱えた投資ファンドが

¹⁰ 最大手の CRAs は、2007 年の 11 ヶ月間において、RMBSs に対しておよそ 8,822 件の格下げを実施し、COD トランシェに対しては 11,892 件の格下げを実施したと見られている。RMBS の格下げの大半は、7 月から 10 月にかけて、また、CDO の格下げの太宗は、10 月から 11 月にかけて実施されている。これについては、以下を参照されたい。AMF Research Department, “Analysis of subprime RMBS Rating in the USA,” January 2008.

¹¹ 全ての住宅用モーゲージ担保証券が私的に取引されているわけではない。そして、明らかに、公募市場で取引され、公的開示の対象となっている RMBSs と ABSs は、私的に取引されているものがそうであったように、流動性危機による影響を受けたということは無かったようだ。

貸借対照表に記載しない（オフバランスシートの）事業体であったとしても、当該ファン
ドを所有する銀行は、困難な市場状況下において、リスクを銀行に戻すことで、彼らに流
動性プット（liquidity puts）を提供してきたように見える。

2008年3月までに、サブプライム危機の直接的、間接的な波及効果によって、世界的な
投資銀行の一つであるベア・スターンズ証券が倒産に近い状況に追い込まれた。ベア・スタ
ーンズは通常の要件を超える資本を保有していたが、流動性およびベア・スターンズの特
定市場への集中投資に対する懸念が、より高いクオリティの資産を担保にした資金の借り
入れを不可能にしたように思える。

（2）サブプライム・モーゲージ分野における杜撰な引き受けの実践

金融市場における混乱の第一の原因は、サブプライム・モーゲージの引き受け基準の機能
停止（breakdown）であったように見える。このことは、米国のサブプライム・モーゲージ
分野における杜撰な引受と問題の多い営業に典型的に現れている。米国の金利調整型サブ
プライム・モーゲージの引き受け基準は、2004年末から2007年初めにかけて、劇的に緩和
された。ローンの申し込みを受けてそれを貯蓄機関などの貸し手に持ち込む州認可のモー
ゲージ・ブローカーがそうであったように、オリジネーターは、引き受け基準を維持しよう
という強い動機に欠けていた。激しい競争が、貸し手を引き受け基準の緩和へと導き、月々
の返済が容易な商品を提供させることになり、それがまた、住宅価格を煽ることに繋がっ
たのである。2007年第1四半期までに、米国の大手銀行の商業用および住宅用貸付の基準
は、4年連続で緩和されたが、2007年に入り、こうした大手銀行は、不動産市場における
基準を引き締める方向に転換した。今から思えば、これは、市場および規制のメカニズム
が機能不全に陥ったことを反映したものであった。

引き受け基準の緩和とある種のローン特性の拡大活用は、デフォルトや差し押さえのリス
クがより高いという特性を持つローン、つまり、抱き合わせローン（piggyback loans、
その全てあるいは一部を頭金として利用するもの）、金利調整型ローン（adjustable interest
rates）、返済ペナルティー付ローン（prepayment penalties）、収入あるいは資産に関する
書類を必要としないローン（limit or no documents of income or assts）、収入に比べて借
入比率の高いローン（high debt service-to-income ratio）、元本あるいは利息の延払いロー
ン（deferred payment of principal or interest）などの増加をもたらす結果となった。1993
年にはゼロであったサブプライム・モーゲージの設定は、2005年までには数千億ドルの規模
に上り、その年に設定されたモーゲージ総額のおよそ五分之一を占めるにいたった。

こうした存在に対する政府の規制が緩やかだったことも、不健全な引き受け営業の増大
を助長することにつながった。規制を受けている預託機関の傘下に入っていないモーゲー
ジ会社に対する政府の緩やかな規制が、サブプライム市場における不健全な引き受け営業
の増加（中には、詐欺的なあるいは不正な営業もあった）に寄与する結果となったのであ

る。加えて、消費者保護規則や開示要件も、こうした不適切な貸付から消費者を十分に保護するにはいたらなかった。

サブプライム市場におけるシェア競争が激化するにつれて、レバレッジ・ローン市場のローン契約もまた緩和された。さまざまな信用市場において、その取引実績は、統制と文書化というインフラに支えられている投資市場よりもはるかに急速な伸びを示した。

住宅価格が大きく低下するにつれて、そうしたモーゲージの支払い延滞率は急上昇し、2007年後半には、金利調整型サブプライム・モーゲージ残高合計の20%を超えるにいたった。

II. 発行体の透明性および投資家のデューデリジェンス

米国のサブプライム市場を揺さぶってきた危機は、今日の世界市場の相互関係を象徴するものである。その発端は、米国におけるリスクの高いモーゲージ・ローンに関わるデフォルトであった。これは、流動性や透明性に関わる問題に影響を受けた一連の出来事に繋がっている。

(1) ストラクチャード・ファイナンス商品に係わるディスクロージャー

投資家のデューデリジェンスは、効率的市場の必要不可欠な構成要素であり、IOSCOは、公募証券の発行体による情報開示の一段の推進によって、情報に基づく投資決定を行なう投資家の能力を高めることを目的にして策定されたプリンシパルおよびベストプラクティスを公表している。集合投資スキームと投資家に関して、証券規制当局および取引所は、個人投資家に説明するために、一定レベルの開示を命じることがたびたびある。いくつかの国・地域では、公募RMBSsおよびABSsに対する開示要件を設定している。対照的に、ストラクチャード・ファイナンス商品の多くが販売されている私募市場では、当該商品が、もっぱら機関投資家（投資銀行、年金ファンド、ミューチュアル・ファンド、ヘッジ・ファンドなど）向けの専用商品として設計されているので、開示のレベルについては、当該大手機関投資家、オリジネーター、発行体との間での個別交渉が可能である。しかし、公募市場と私募市場で発行された証券の間には類似性がないにもかかわらず、あまり知られていないが、公募市場と私募市場においてオリジネーターおよび引受業者によって提供されている開示のレベルには、ほとんど差がないように見える。

ストラクチャード・ファイナンス商品の特性に鑑み、観察者の中には、機関投資家が、複雑なストラクチャード・ファイナンス商品の不適切な開示に惑わされていると述べ、サブプライム市場における現在の混乱を説明する場合もあった。しかし、こうしたクレームの証拠となると、国・地域によって違ってくる。それは、一部には、開示報告要件が国・地域に

よって違うという事実に基づいている；ある市場においては、他の市場に比べて、機関投資家が、オリジネーターや引き受け会社からの情報をそれほど望んでいないということもあり得る。

公募 ABSs (public reporting ABSs) が、私募市場に影響を及ぼしてきた市場混乱から幾分かでも隔離されてきたことに鑑みれば、この種のタイプの商品に投資した投資家は、公募市場で利用されているそれと同程度の開示を求めようとするだろう¹²。その結果、公募市場で義務付けられている開示種類別の雛形を受けて、投資家は、ストラクチャード・ファイナンス取引においても、発行体に対して、彼らの義務、バックグラウンド、経験、実績、そして以下のような関係者の役割についての情報を提供するよう求めることになるだろう。

- スポンサー (sponsor)
- 発行体 (issuing entity)
- サービス提供者 (servicers)
- 受託者 (trustees)
- 預金者 (depositor)
- オリジネーター (originators)

証券を正確に評価するために、投資家は、少なくとも取引に関して以下のような情報を入手したいと考えるのではないか。

- 取引の概要（証券の説明、キャッシュフロー分析の図表およびフローチャートによる説明など）
- 資産プールの構成
- 第三者に関わる財務情報ないしはその他の記述的情報（たとえば、プールとしての集積レベルに達している財務資産の債務者あるいは ABSs 支援のための信用増強やその他のキャッシュフローの提供者）
- 仕組み（取引の財務的なバックグラウンド、たとえば、トリガーやイベント、利息や元本の方式や計算方法、議決権、手数料、経費など）
- 資産引き受け基準および発行のバックグラウンド（引き受け業者など）
- 取引に関わるリスクおよび信用格付に関する情報
- 統計情報（さまざまな時期に組成された特定の資産の実績について説明するもの、同様に、販売およびプールの実績情報）

¹² 一部の規制当局および市場参加者は、すでに、証券化商品の裏付け資産のリスク面およびストラクチャード・ファイナンスの発行市場取引に関する書類の内容に関して、証券化プロセスの各ステージで提供される情報開示の改善を狙った課題への取り組みを開始している。開示書類の雛形は、短期手形の詳細な記述、発行体に関する情報、スポンサーによって提供される流動性支援に関する情報およびその供給の仕組み (structure of conduit) に関する情報などさまざまな側面をカバーするようにデザインの変更が施されている。こうした作業が、市場の透明性と金融システムの安定性を改善する限りにおいて、タスクフォースは、こうしたが努力が賞賛に値するものであると信じている。

ードキュメンテーションと法律マター（課税問題、法律上あるいは税務上の取り扱いにおける差異、報告義務の開示など）

—信用補完（タイムリーな支払いに影響を与え、あるいはそれを確実にするようにデザインされた外部のあるいは内部的な信用補完要因についての情報）

（2） アレンジャーやスポンサーによるディスクロージャー

現在の危機は、明らかに、ストラクチャード・ファイナンス商品のアレンジャーおよびスポンサーに関わる適切な情報の必要性を浮き彫りにしている；彼らが上場金融機関である場合、公開情報が入手可能である。しかし、ストラクチャード・ファイナンス商品に直接関係する情報の中には、現在見当たらず、あるいは記録されているのかどうかははっきりしないものもある。

特に、銀行の偶発債務（contingent liabilities）および特別目的会社（special purpose vehicles, SPVs）の利用については、もっと入手し易く、透明性の高いものにする必要がある。ストラクチャード・ファイナンス商品のために作られた SPV は、オリジネーターやアレンジャーとは法的に関係のない独立した会社となるようにデザインされている；しかし、最近の出来事は、現在の連結／非連結ルールにおける調和および透明性の欠如という問題を浮き彫りにしている。SPV がいくつかの会社と関係を持っていれば、どの会社がバランス・シートの上で当該 SPV を連結すべきかを定めることは困難であると思われる。連結方法について、また、その方法の解釈について各国の間で違いが存在し、そのため、同じようなストラクチャード・ファイナンス商品の取引についても、会計上の取り扱いが異なるという結果をもたらしている。

また、SPVs が非連結のままであれば、当該 SVP の存在およびその実績に関する情報はスポンサーの財務諸表の注記に反映させるべきである。こうした情報には、取引についての記述、SPV とスポンサーの関係、スポンサーが SVP の資産および負債を貸借対照表に連結せざるを得ない状況などが含まれる。

開示要件は国・地域によってさまざまであるというのが実態なので、連結方法の調和や開示要件についての統一見解は、ストラクチャード・ファイナンス商品取引の透明性とクオリティを高めることになる。

（3） 投資家のデューディリジェンス

商品化商品を購入する投資家のプロフィールは、当該商品のタイプと複雑性によってさまざまである。合成商品のジュニア／メザニン・トランシェに投資する人たちは、より高格付けの短期資産担保商品に投資している人たちに比べて、ほぼ例外なく、負担するリスクを評価するための高い能力を持ち合わせている。上述したように、後者は、ほとんど、

機関投資家と呼ばれる人たちであり、かれらは、その償還方針（redemption policy）に応じて、流動性評価の頻度に係わる規制上あるいは契約上の義務を負っている。

発行体から提供される情報に加えて、投資家は、投資商品のタイプ別特徴、とりわけ、リスクと報酬の両面における特質を明瞭に理解するために、適切なデューディリジェンスを行なう必要がある。証券化商品は、特別な装いをしているのもので、そうした商品に投資しようとしている資産管理者であれば誰からでも期待されているデューディリジェンスの手続きについてリストアップすることがもっとも有用であると思われる。いくつかの行為規範の事例は、ファンド・オブ・ファンズのマネジャーが実行すべきデューディリジェンス・プロセスの事例が示す通り、複雑な商品への投資に関して言えば、資産管理分野においてよく知られているデューディリジェンス要件のリストを提供することになる。そうした共通の基準は執行問題を惹起するが、高まる市場の圧力がそれらの規則の遵守をもたらすことになろう。証券化商品への投資における行為規範は、リスクと報酬の側面、投資対象である商品の評価の両方に対応するものでなければならない。

（４） 流通市場における透明性

サブプライム・モーゲージ市場を巻き込んだ最近の市場混乱は、そのほとんどが公募市場で取引されていない証券や投資商品に関わっている。すでに述べたように、情報の開示が義務付けられている規制体制の下で公に取引されているストラクチャード・ファイナンス証券は、私募市場を襲うことの多い流動性危機によって損害を被ることはほとんどない。これは、発行体／オリジネーターに対する開示規制の結果という面もあるが、何よりも、買い手の数が多く、取引情報の透明性が高いために、公募市場が私募市場に比べて流動性が高いことに起因している。対照的に、ストラクチャード・ファイナンス取引は、しばしば、少数の機関投資家の間で取引される特殊な商品である証券や投資商品に関係している。そのため、これらの商品の価格判定メカニズムは、公開取引記録が要件となっている公認取引所あるいは店頭市場で取引されている証券や債券類の価格判定メカニズムのように先進的なものではない。

また、後ほど詳細に述べるが、RMBSs や CDOs の流通市場における相対的に脆弱な価格判定メカニズムは、ストレス状況下における会計問題、評価問題を惹起することになった。このことは、ストラクチャード・ファイナンス商品市場は、流通市場における取引記録システムを発展させ、こうした商品の売り手と買い手が、当該証券の取引および最新の呼び値を頻繁に受け取る事が出来るようにすべきだという意見をもたらした。その取引がたとえ完全に私的なものであっても、流通市場のストラクチャード・ファイナンス取引が記録出来るようにシステムを設計することは可能かもしれない。たとえば、米国の店頭市場で取引されている適格な確定利付証券は、それらが機関投資家の間でのみ売買されているという理由だけで、登録を免除されている；しかしながら、こうした証券は、取引システムの

下で記録されている¹³。しかし、こうした記録義務は、ABSsには適用されない。なぜなら、CDOs などストラクチャード・ファイナンス商品は、構造が特殊で、私的に保有され、積極的に管理され、流通市場での取引は稀で、ほぼ間違いなく、他の投資家にとっては価値のない特殊な取引についての情報が提供されているからである。

第V章およびCRAタスクフォース報告書においてより詳細に記述されているが、ストラクチャード・ファイナンス市場におけるCRAsの役割、流通市場の透明性もまた、多くのストラクチャード・ファイナンス商品の比較分析が出来ないために、悪化しているように見える。こうした比較分析は、これらの商品についての重要な情報が非公開であることから、きわめて困難なものにならざるを得ない。この事実は、市場価格メカニズムに関する随伴効果 (concomitant effect) を伴って、これらの商品の分析のレベルを低下させたばかりか、いわゆる「格付ショッピング」 (rating shopping) をもたらすことになった。発行体やオリジネーターの一部が、CRAサービス市場における競争激化を利用してCRAsに圧力をかけ、ビジネスを失うという懸念からCRAsが彼らにより良い格付を提供するよう、ある種のストラクチャード・ファイナンス商品についての重要な情報を自らコントロールしようとしたのである。

しかし、この種の重要な情報が公的に入手可能な場合には、投資家とCRAsは共に、ストラクチャード・ファイナンス商品についての代替的な分析 (alternative analyses) を提供することが出来る。この代替的な分析は、より効率的な価格メカニズムとより透明な流通市場をもたらすことになる。このため、これはタスクフォースの見解であるが、ストラクチャード・ファイナンス商品の発行体とオリジネーターは、CRAsや十分に経験をつんだ投資家が分析できるような様式で、当該商品に関するすべての関連情報が公的に入手可能になるようにすべきである。発行体やオリジネーターが、こうした情報の公開を拒否する場合、投資家は、問題商品の流通市場での取引が透明性を欠き、市場ストレスの状況下において、証券がよりボラティリティを高めるということに留意しなければならない。

(5) 専門委員会の勧告

タスクフォースは、(1)最近の市場混乱が、いくつかの市場において公的に取引されているストラクチャード・ファイナンス商品に対して与えた影響は比較的緩やかであった、(2)ストラクチャード・ファイナンス商品の流通市場での取引が、さまざまな理由によって、不明瞭なものとなっている、ことに気付いた。こうしたことに鑑み、タスクフォースは以下を勧告している。

1. 専門委員会の多国間開示および会計に関する常設委員会 (常設委員会 1) は、比

¹³ この記録システムは、米国の金融取引業規制機構 (Financial Industry Regulatory Authority, FINRA) の Trade Reporting and Compliance Engine (TRACE) と呼ばれているものである。FINRAの会員であるブローカーやディーラーは、米国SECが承認した一連の規則にしたがって取引を記録しなければならない。

較の観点から、ABSs の公募および取引に関する開示要件を参照しながら、私募 ABSs の典型的な仕組みおよび開示慣行（裏付け資産に付随するリスクについての開示慣行を含む）について、市場参加者との意見交換を行なう。

2. 常設委員会 1 は、現在の IOSCO 発行体開示基準および原則（IOSCO issuer disclose standards and principles）が資産担保証券の公募に際してどの程度適用されているか、その度合いについて見直しを行ない、そして、現在の基準と原則がそうした発行に適合しない場合には、公募資産担保証券の開示要件に関わる国際原則を策定する。常設委員会 1 は、また、公募証券化商品の裏付け資産に付随する所有権に関する現在の内部統制およびデューデリジェンスの文書化手続きが投資家利益をどの程度保護しているか、その度合いについて見直しを行なう。
3. 投資管理に関する常設委員会（常設委員会 5）を通じて、専門委員会は、集合投資スキームを個人投資家に提供している投資マネジャーがストラクチャード商品に投資している度合い、こうした投資を行なう際に通常行なわれるデューデリジェンスのタイプ、投資マネジャーがこのところの市場混乱によって被ってきた影響の度合い、そして、投資マネジャーが、かれらが被ったストラクチャード・ファイナンス商品の損失による影響から個人投資家を保護したのかどうか、またどのような方法で保護したのか、そうした行動が持つより広範な市場へのかかわり、について見直しを行なう。
4. 専門委員会の流通市場の規制に関する常設委員会（常設委員会 2）は、金融サービス業界の協力を得て、さまざまなタイプのストラクチャード・ファイナンス商品の流通市場記録システムの実行可能性について、ストラクチャード・ファイナンス商品の特徴が、そうした記録に適しているのかどうか、そうしたシステムに伴うコストとベネフィットは何かということに焦点を当てて調査を行なう。

III. 金融機関のリスク管理および健全性規制

資産担保証券市場の混乱は、多くの国・地域において、市場の主要な参加者の総合的なリスク管理および統御システムについて厳しい試練をもたらすことになった。前述のように、サブプライム・モーゲージを担保としたストラクチャード・ファイナンス商品および CDOs は、そのほぼ全てが、機関投資家およびディーラーによって取引されてきた。こうした機関取引は私的な取引なので、多くの国・地域では、これを直接的に規制することが出来ない。それにもかかわらず、この市場に参加している機関投資家の多くは、証券規制当局による規制を受け、あるいは、証券規制当局の規制を受けている機関によってコントロールされている。こうした機関投資家が、個人投資家あるいは消費者、公募市場の参加者に商品やサービスを売り込んでいる場合、証券規制当局は、通常、これらの金融機関に対して、金

融機関や顧客の資産の健全性を維持するために、強力な内部統制とリスク管理体制の構築を要請している。

最近の市場での出来事の結果として金融機関が直面した問題は一様ではなく、相当に異なっていることは事実である。しかし、それらは全て、リスク管理に関わる問題に直接に関連している。先に概括したように、市場の監視者は、サブプライム市場の混乱期における金融機関経営に関わるリスク管理および健全性規制に関連するいくつかの問題を提起している。そこには、以下のような問題が含まれている。

- 不十分なリスクモデルおよび内部統制
- 信用格付への過剰信頼
- 不十分なバランスシートの流動性
- 流動性の付与を受けたオフ・バランスシート会社

これらの問題は、2008年3月6日に公表されたシニア・スーパーバイザー・グループ（SSG）の報告書でより詳しく論じられている。同報告書「最近の市場の混乱におけるリスク管理慣行に関する調査」については、以下の（5）でその概要が紹介されている。また、タスクフォースは、専門委員会が、証券会社に関する作業、とりわけ証券会社のリスク評価および内部統制の脆弱さの分析に関するSSGの作業をモニターするよう勧告している。

（1） 不十分なリスクモデルと内部統制

背景として指摘しておきたいのは、抵当貸付の証券化が、さまざまな機能を分解して市場参加者にそれを分売するというプロセスに進化し、それらが、同一の規制環境に制約されないという状況を作り出したということである。プロセスの核となる部分においては、モーゲージ・ブローカーが、貸し手と借り手を結びつけた。しかし、いったんローンが計上されると、ブローカーと貸し手はコミッションを受け取り、当該ローンの信用リスクは、ローンの証券化を経て迅速に他の市場参加者に転嫁されることになる。その結果、ほとんどの場合、オリジネーターが、彼らが行なった個人ローンの信用リスクを分析する最適の立場にいるにもかかわらず、実際問題として、彼らは、リスクが他人に転嫁された時点で損失のリスクが大きく減少してしまうために、信用リスク分析を行なうインセンティブをほとんど持たなくなってしまう。同じような理由で、オリジネーターがストラクチャード取引の裏付け資産に関わる適切なデューディリジェンスをどの程度行なったかをモニターする立場にあるストラクチャード・ファイナンス取引のアレンジャーやスポンサーも、こうした取引がどのようにして構築され市場に出されたかを考えれば、そうすることのインセンティブを低下させているように思われる。

さらに、より複雑なCDOsを購入するに際して、機関投資家によっては、商品そのもの、

あるいは、当該商品に価値をもたらしているキャッシュフローや裏付け資産についてほとんど理解していない場合もある。こうした評価は事前に行なうものではあるが、サブプライム・モーゲージ担保証券のような複雑なストラクチャード・ファイナンス商品进行评估する能力は、ストレスのかかった市場環境の中で金融機関がいかに対応するかを決定する重要な要因であったと考えられる。2008年夏以前は、多くの金融機関が、こうした証券のポジションの価値を予測するため、全面的に、観察可能な市場取引に依拠していたように見える。複雑なストラクチャード・クレジット商品の市場が流動性を失ったとき、一部の金融機関は、全面的に観察可能な市場取引に依拠しない、ポジション評価のための代替的なインフラを一から構築することに注力した。いくつかのケースにおいては、ABSs、CDOなどサブプライム・モーゲージに関わるストラクチャード・ファイナンス商品評価のためのしっかりとしたプロセスを作り上げるのに数ヶ月を費やしている。その評価プロセスは、裏付けとなる担保物件のキャッシュフローをモデル化し、それが異なるトランシェにどのように配分されるかをシミュレートすることによって構築されている。

しかし、多くの金融機関は、2007年初めには、すでに、しっかりした高度なプロセスを全面的にあるいは部分的に所有していた。こうしたインフラを備えた金融機関は、しばしば、市場状況が悪化したときに、市場のシグナルに対応して迅速に行動することで、損失を軽減することが出来た。時として、こうした金融機関は、裏付け担保物件のキャッシュフローの変化が明らかになったときに、ポジションをヘッジする、あるいは、それを売却することによって、市場リスクを迅速に減らすことが出来た。別のケースでは、彼らは、相手方にポジションを提供するための条件を調整することによって、信用リスクを軽減した。

(2) 信用格付けへの過剰信頼

2008年夏までに、いったんCDOの信用格付について疑いが生じると、場合によっては、CDOの流動性がほとんど完全に消滅するという出来事がいくつか発生した。こうした出来事は、なぜ機関投資家がこの種の証券のCRA格付に過度に依存してきたのかという疑問を投げかけることになった。もちろん、いくつかの金融機関は、彼ら自身のリスクモデルと内部統制に代わるものとして、CRA格付の利用を許容している一つまり、彼ら自身の内部リスク管理のCRAsへの「アウトソーシング」に他ならない。この問題については、第V章でもう少し詳しく述べることにしたい。

(3) バランスシート上の流動性

金融機関のバランスシート上の流動性の決定的な重要性は、サブプライム市場における混乱から直ちに明らかになってきた。この1年の出来事は、継続的に資本要件を満たすこ

とは必要であるが、激しい市場ストレスの時期においては、それだけでは、金融機関にとって十分ではないことを示唆しているように見える。サブプライム市場の混乱が深刻化するにつれて、国際基準に沿って適切に資本化された金融機関が、多くの場合、深刻な経済的困窮に直面し、さらには、資産を支える資本が、金融機関の義務を遂行するための流動性を十分に備えていない場合には倒産に至ることもあった。担保付あるいは無担保貸付を受けられないこと、子会社から資金を受けることが困難なこと、資産の売却が出来ないこと、あるいは、金融商品の換金が出来ないこと、そして現金や資本が流出したことなどが、金融機関の流動性を阻害した。ABSs、CDOs などストラクチャード商品が流動性のある市場を失うにつれて、こうした状況を金融機関が制御することは次第に困難になった。この状況は、多くの金融機関が一斉に当該市場に参入した時期に一段と深刻化した。

こうした状況は、金融機関が顧客と市場参加者に流動性を明示することが出来なくなったときに悪化し、時には、当該機関への取り付け騒ぎの発生が、流動性問題をさらに深刻なものとした。これとは対照的に、バランスシート上で十分な流動性を確保している金融機関は、まさにこの種のデモンストレーションを行なうことが出来、投資家など市場参加者に安心感を与え、預金の引き出しを未然に防ぐことが出来た。

市場混乱の時期にあっても、比較的回復が早かった金融機関は、偶発的な流動性へのニーズを積極的に管理したように見える。時には、これが、金融機関にサブプライム市場にかかわりのある投資やビジネスラインを、それらが偶発的な流動性リスクを伴うという理由で、見送らせることもあった。対照的に、大きな困難に直面した金融機関は、彼らの財務機能をリスク管理プロセスと一体化せず、あるいは、彼らの偶発引当プランを、不完全な、不正確な情報あるいは欠陥のある評価慣行に基づいて策定する傾向があった。

これに関連して、IOSCO 専門委員会は、銀行規制に関するバーゼル委員会に対して、金融機関における流動性の管理についての洗い直しを働きかけることにしている。

(4) オフバランスシート会社と流動性の付与

「発行体の透明性および投資家のデューディリジェンス」ですでに述べたとおり、サブプライム市場の混乱の結果として浮かび上がってきた主要な懸念のひとつは、非連結経路である SIVs あるいは CDOs に対する融資残高について、いくつかの投資銀行、商業銀行持ち株会社、そして金融保証会社によって提供されている開示情報のクオリティに関するものであった。とりわけ、いくつかの金融機関は、契約上あるいは風評上の理由で、投資家も金融機関自身でさえも理解していないように見える粗末な開示義務を設けて、彼らが支配しているオフバランスシート会社に対して流動性を保証していた。場合によっては、発行体の義務に関わりのあるトリガー (triggers) もまた、規制当局および投資家に対してほとんど開示されておらず、流動性は、金融機関自身のリスク分析にほとんど織り込まれていなかった。

(5) リスク管理のレビュー

2007年後半に、7つの金融規制機関の規制者が、11の主要国再投資銀行のリスク慣行について詳しく調査するために、SSGを設立した。そのレビューの一部として、SSGは11の大手金融機関の経営陣に、サブプライム問題あるいはもっと広範な信用市場問題に照らして、どのようなリスク管理慣行が役に立つのか、あるいは役に立たないのかということについて彼らの見解を聴取するために、聞き取り調査を実施した。2007年11月、SSGは、選別されたいくつかの組織の経営陣と会い、三つの分野に焦点を絞った一連の問題について協議した。三つの分野というのは、経営陣の監視の役割、流動性リスク管理慣行および信用リスク管理慣行である。この協議には、ストレステスト慣行も含まれていた。

こうした体系的な協議結果を踏まえた分析と上級規制者が入手可能な情報を利用して、SSGのメンバーは、現在、ストレスの時期において金融機関の実績を異なったものとしたリスク管理慣行の観察結果を取りまとめたところである。SSGの報告書「最近の市場混乱の時期におけるリスク管理慣行に関する所見」(Observations on Risk Management Practices during the Recent Market Turbulence)は、2008年3月6日に公開されている¹⁴。

(6) 専門委員会の勧告

タスクフォースは、(1)多くの機関投資家および投資銀行のリスクモデルおよび内部統制が、さまざまタイプのストラクチャード・ファイナンス商品を売買する際に前提となるリスクについて理解し、それに対処するためには不十分であり、(2)彼らがリスク分析を行なう際に、外部の信用格付に過度に(あるいはそのみに)依存しており、(3)彼らの資本金が適切な水準にあるとしても、バランスシート上の流動性が不十分であること、に気付いた。そこで、この問題の分析に関するSSGの作業を前提として、タスクフォースは以下を勧告する。

1. 市場仲介の規制に関する常設委員会(常設委員会3)は、SSGの作業をモニターし、その報告をレビューして、IOSCOによる追加作業が必要かどうかを決定する。
2. 常設委員会3は、銀行規制に関するバーゼル委員会との共同作業を支援するため、流動性リスク管理および流動性基準に関するメンバーの体験を調査する。
3. 常設委員会3および5は、いくつかのIOSCO加盟国・地域における金融機関および資産管理会社(asset manager)の内部統制システムの調査に着手し、表面

¹⁴ 以下を参照されたい。<http://www.sec.gov/news/press/2008/report03608.pdf>.

化するあらゆる懸念に対処するための原理を策定する。

4. 専門委員会は、証券化プログラムのオリジネーターやスポンサーに対して、デュエディリジェンスを強化する最良の方法、バランスシートから移転する裏付け資産のクオリティが、バランスシートに残された資産と同じクオリティであり、全く同じ評価の対象となるようなリスク管理の方法を開発するよう要請する。この作業は、こうしたベストプラクティスの妥当性についての彼らの見解を専門委員会に報告する予定になっている常設委員会3によってレビューされることになる。
5. 常設委員会1あるいは議長タスクフォース (Chair Task Force) は、オフバランスシート会社に関わる追加的なガイダンスや開示が、投資家のニーズを満たすために有用かどうかについて検討する。

IV. 評価

市場の混乱が姿を現すにつれて、資産評価および会計上の取り扱いに関わる問題が重要になってきた。後述するように、評価と会計は、概念的には、リスク管理や内部統制とは別の問題であるが、一方では、強力なリスク管理システムやしっかりした内部統制を持つ会社は、生じた評価問題および会計問題によりよく対処しているように見える。その上、評価と会計の双方についての規制当局の中心課題は、時価評価（値洗い、**mark-to-market valuation**）および公正価値会計（**fair value accounting**）という現在のアプローチが、彼らに課せられた職務にとって十分なものであるかどうか、あるいは、批判者が言うように、もっと良いアプローチがあるのかどうかという点にある。

(1) 会計と評価

最近の市場の混乱の中で生じている会計問題の中心となっているのは、公正価値会計の役割および米国の一般的に認められた会計原則（**U.S. Generally Accepted Accounting Principles, U.S. GAAP**）と国際財務報告基準（**International Financial Reporting Standards, IFRS**）がストラクチャード・ファイナンス商品への投資を、金融機関の会計帳簿上どのように取り扱っているかということである。詳しくは後述するが、公正価値会計は、資産が（取得原価ではなく）実際の市場価格で評価されるよう求めている。しかし、公正価値会計の批判者の中には、きわめて流動性が乏しい状況においては、時価評価は困難であるという意見を持つものもある。また、批判者は、それが可能であったとしても、悪化した価格を厳格にマークすることを求める評価モデルは、市場におけるリスク回避を一段と増幅させることになりかねず、毀損した資産を保有する金融機関から投資家が離れていくにつれて、市場危機の循環的な悪化をもたらすことになるかと非難している。一方、

多くの投資家は、公正価値会計はこうしたタイプの資産に適していると信じており、それが、結果的に、投資家にとって有益な情報を市場にもたらしているということにも注目する必要がある。

しかし、こうした批判者の非難が妥当かどうかは、保有する証券（ストラクチャード・ファイナンス商品を含む）を金融機関がどのような方法で計上するかによって決まる。ほとんどの場合、金融機関が保有する証券のうち売却可能な証券は、公正価格で帳簿に記録される。しかし、（ストラクチャード・ファイナンス商品を保有していた多くの金融機関がそうであったように）そうした証券が毀損した場合には、公正価格にしたがって、損益計算書に損失を計上しなければならない。このところの市場状況においては、ほとんどの場合、こうした会計処理は、金融機関の利益を大きく損なうという結果をもたらすことになる。金融機関が売買目的で保有している証券についても、同じことが言える。なぜなら、公正価格の変化が当該証券の期間損益として損益計算書に計上されるからである。

サブプライム貸付、同様に、CDOs などのストラクチャード証券の、こうした会計上の取り扱いに関する会計基準は、ここ数年にわたって検討されてきた¹⁵。取引相場価格（**quoted market prices**）は、もっとも入手し易く、また、もっとも信頼できるものであると考えられているが、U.S.GAAP および IFRS は、取引相場価格が入手できない場合に行なわれる公正価格の適切な見積り（**estimate**）方法を提供している。U.S.GAAP の会計基準（たとえば、FAS157）¹⁶は、一般に「公正価値の優先順位」（**Fair Value Hierarchy**）として知られている評価のためのインプット（**inputs**）の可観測性（**observability**、観測が可能かどうか）をベースにした開示を要求している。そこでは、観測可能のインプットのうち取引相場価格がレベル 1（最優先）とされ、取引相場価格以外の観測可能のインプットはレベル 2、観測不能のインプットがレベル 3 とされている。これまでは、こうしたストラクチャード・ファイナンス証券は、大概の市場状況の下では、流動性が高かったので、こうした証券の取引相場価格は入手可能であり、U.S.GAAP および IFRS においても、測定のためにそれを利用していた。つまり、それはレベル 1 の公正価値（U.S.GAAP における）であった。それ以外の観測可能インプット、および観測不能インプット（U.S.GAAP のレベル 2 およびレベル 3）をベースにした技法を利用した評価は、取引相場価格が容易に入手可能であったために、市場混乱以前の時期においては、一般的であるとはいえなかった。レベル 2 およびレベル 3、これに対応する IFRS の方法論（IAS39）は、観測可能なインプットを収集し、金融機関が CDOs などのストラクチャード・ファイナンス証券のキャッシュフローを分

¹⁵ FAS115, *Accounting for Certain Investments in Debt and Equity Securities* が 1993 年 5 月に公表され、IAS39, *Financial Instruments: Recognition and Measurement*, が 1999 年 3 月に公表されている。FAS125, *Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities*, は 1996 年 6 月に FSA140 に置き換えられている。

¹⁶ IASB は、FAS157 の公正価値測定（Fair Value Measurement）と同じような基準を検討中であり、ディスカッション・ペーパーを公表している。公正価値会計に関する IFRS のガイダンスは、IAS39 の中に、さまざまに異なる基準という形で存在している。定義された「公正価値」を利用することが、各基準にとって適切であるかどうかを判定するために、現在、その基準の一つ一つについて、見直しが行なわれている。IASB は、2010 年に公正価値基準を公表する予定である。

析できるようにするために、市場についての知識を含む評価およびモデルの専門知識が必要であるとしている。

ストラクチャード・ファイナンス商品の形で毀損した資産を保有しているほとんどの金融機関は、こうした資産を持分法 (equity method) と同じ方法で計上するのではないかと指摘する者がいる。しかし、公正価値会計が、一般的に、金融システムの変動を増幅させるというシステムティックな問題 (procyclical systemic problem) を提起するかどうかを問う場合、規制者は、まず、評価法および金融会計法が、どのようなことを達成するためにデザインされているのか、ということ进行分析する必要がある。

概して言えば、会計原則は、投資家に、金融機関の全般的な財務状況と業績についての理解を促すようにデザインされたものである。その意味では、内部的な金融機関評価と社外向けの財務報告会計 (financial reporting accounting) は、一方では金融機関の安定性に注目する金融機関自身および規制当局、もう一方では金融機関業績に関心を持つ投資家という 2 人の異なる利害関係者に重要な情報を提供するものと見なすことが出来る。結局のところ、評価の方法論および会計原則は、共に、投資家に利益をもたらすために存在している。

(2) 評価の調整

市場仲介業者や投資会社が、その保有資産をどのように評価しているかは、多くの規制問題、リスク管理問題にとって重要な意味を持っている。市場の混乱が激しさを増すにつれて、多くの金融機関は、彼らが保有する金融資産を時価評価方式で評価しようと試みた。これは、ある特定の時点において、ポジション、ポートフォリオ、エクスポージャーに対する公正価値¹⁷の適用を示すものであった。トレーディング・デスクにとっては、毎日の時価評価の重要性は基本的なことであり、ポジションおよびポートフォリオの価値は絶えず変化するものである。デリバティブ資産は、瞬く間に損失を被ることがある。逆もまた同様である。ポートフォリオを絶えず評価し、評価替えすることによって、トレーダーと金融機関は、彼らが利益を得ているのかあるいは損失を被っているのかを知り、それに対処することが出来る (たとえば、ポジションを増やす、逆取引をおこなう、ヘッジをかけるなど)。時価評価は、また、取引先に信用リスク情報を提供し、信用取引をサポートする。日々の時価評価に代わるもの (たとえば、伝統的な原価計算の利用) は、往々にして不適當とされる。というのは、それらは、トレーダーや上級管理職が信頼するリアルタイムで実用的な評価を提供しないからである。

時価評価の重要性に鑑みれば、評価に関わる統制 (controls) がその本質的な要素となる。

¹⁷ 公正価値は、企業外の情報源でも分かるように、出口価格 (exit prices) として表示される。たとえば、取引所で取引されている証券およびデリバティブは、市場での取引価格からその価値を手に入れる。しかし、スワップ、オプション、先物などの OTC デリバティブは、将来キャッシュフローの現在価値および他のデリバティブから観察された価格を用いたモデルを使って評価される。

主要な統制のひとつとして挙げられるのは、金融機関のトレーディング担当者によって指名された外部の評価者による評価である。しかし、2007年晩夏に市場の混乱が激しくなるにつれて、市場の流動性に問題がでてきたために、多くの金融機関は、棚卸資産を独立的に評価することが次第に困難になってきたことに気が付いた。その結果、市場参加者は、外部の第三者の価格設定サービスおよび／または取引を利用する代わりに、モデル価格（modeled prices）により多くを依存するようになった。いくつかの金融機関は、評価の調整（calibration, キャリブレーション）を支援するために、デリバティブ市場における取引（単名のクレジット・デフォルト・スワップやクレジット・デフォルト・スワップにおけるサブプライム・モーゲージ関連インデックス取引など）に目を向けることによって、より広く観測可能な市場情報を把握することとし、すでにその方向で彼らの評価手続きを見直している。

健全な資本という目的そして／または財務報告という目的に照らして、ストラクチャード・ファイナンス証券に投資している金融機関は、たとえ当該証券を活発に取引している市場がない場合でも、投資資産を公正価値に基づいて公表している。しかし、2007年の市場混乱で明らかになったのは、実際に活発な取引が行われている市場がないというストレス状況下で利用するための計測に取り組む中で、一定レベルの技術、経験、代替プランを備えた金融機関が少ないということであった。そうした計測が、とりわけ必要資本の目的に照らして、多大の時間を必要とし、特別な技術を要求することを考えれば、多くの金融機関にとって、危機が進行する中で、こうした評価プロセスに関して自力で緊急に必要な代替的評価プランを策定することはきわめて困難になってきている。

こうした措置（step）に取り組んだ金融機関は、彼らの評価手続きを強化することが出来た。現在までに最も成功した措置として、以下に事例を挙げておく。

- 金融機関のプロセスおよび手続きが最近の市場状況に連動しており、評価に関する方針や手続きが流動性のある市場の可能性を前提としたもので、モデル化されたインプットや同じような証券・デリバティブの市場における取引から収集された取引あるいは取引情報を背景にした評価の調整を含むものであることを保証すること；
- 適切にスタッフが配置され、また、知識、経験そして彼らが見直そうとしている証券の価値を査定する能力を備えた十分に質の高い要員を抱えていること；
- 棚卸資産の評価額、担保物件の評価額への支持を文書で証明するために基準を適用すること。これには、評価額を決定するために利用され、証券の評価を理解するために重要であることが明らかな監査証跡（audit trail）および透明性を提供する記録の保持が含まれる。こうした記録は、モデルへのインプット、キャッシュフロー分析、第三者評価ソースについての説明などを含む；
- 同一証券であれば、それが棚卸資産として保有されていようと、担保物件として

- 保有されていようと、価格設定の一貫性を保証するためのメカニズム；
- 一棚卸資産と担保物件の評価額に一貫性を確保するために、時系列の評価など証券ポジション情報の社内的な保存場所として役に立つ内部的なデータベースを維持すること；
- 一評価、担保管理および信用取引慣行の外部検証に関連する手続きに従うこと。

(3) 専門委員会の勧告

タスクフォースは、(1)投資家や規制当局に非流動的な市場状況に直面した金融機関の体力について適切な情報を提供してきた公正価値会計原則の役割に懸念が生じていること、(2)金融機関によっては、非流動的な市場のもとで公正価値会計原則を利用して彼らの財務状況をモデル化しようとしても、十分な人的資源および技術資源を持っていないこと、に気が付いた。そこで、タスクフォースは以下を勧告する。

1. 常設委員会 1 あるいは専門委員会の議長タスクフォースは、公正価値基準に関わる追加的なガイダンスや開示が、投資家ニーズを満たすために有益かどうかについて検討する。常設委員会 1 は、2008 年から 2009 年の間に、この分野において作業を加速している IASB と連動して、IASB に上記の検討結果を提供する。
2. 常設委員会 3 および 5 を通じて、専門委員会は、内部統制問題として、登録仲介業者および投資助言会社が、非流動的な市場状況においても十分に利用可能な公正価値モデルについて十分な経験とスキルを持った専門家を利用すべきかどうかを検討する。

V. 信用格付け機関

以下は、専門委員会 CSR タスクフォースの報告書「ストラクチャード・ファイナンス市場における信用格付け機関の役割」(*The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets*)の調査結果と結論の要約である。後述する勧告は上記報告書からの引用であるが、専門委員会がこうした勧告を行なった理由については、本報告書の中でより詳細に説明されている。

CRA の活動に関する CRA タスクフォースの報告書で指摘されているように、信用格付け機関は、今日の資本市場において重要な役割を果たしている。「信用格付け機関の活動に関する報告書」(*Report on the Activities of Credit Rating Agencies*)は、CRA が、借り手としての金融機関や政府および確定利付証券の発行体の信用リスクを、発行体あるいは借り手、その市場、そしてその経済的な状態についての入手可能な関連情報を分析することに

よって評価していると指摘している¹⁸。CRA によって処理された情報は、ほとんどの公募債券については、公的に入手可能ではあるが、それを収集し分析するためには経費と時間が必要となる。その上、CRAs によっては、格付プロセスの一部として、借り手や発行体から非公開情報を入手することもある。この分析からもたらされる結論は、信用格付に反映され、それが、期限到来時に、借り手または証券発行体が契約上、財務上の義務を果たすことが出来るかどうかについての CRA の見解を伝えることになる。CRAs は、信用格付というのは証券売買の推奨ではなく、流動性リスク、市場リスク、変動性リスクのような証券保有に伴って負担するリスクを取り扱うものでもないということを強く主張している。

(1) ストラクチャード・ファイナンス証券の格付け

CRAs は、1970 年代中頃にはじめて、モーゲージ担保証券の格付を公表した。続く数年間に、彼らは、クレジットカード受取債権、自動車ローン、学資ローン、動産リースなどを担保とする ABSs の格付を開始している。そして CRAs は、1990 年代後半に現金 CDOs (cash CDOs)、今世紀の早い時期に合成 CDOs (synthetic CDOs) の格付を開始した。

投資家の多くは、彼らがストラクチャード・ファイナンス債券を購入する前に、社債と同じ様に、CRAs による当該ストラクチャード・ファイナンス債券の格付を要求する。しかし、全てのストラクチャード・ファイナンス商品が CRAs によって格付されているわけではない。複雑でリスクな CDOs についての信用格付は稀である。さらに、特定の投資家向けの特別なストラクチャード商品を開発した発行体の中には、当該商品の信用リスク評価が内部的な分析だけに依拠しているという理由で、信用格付を求めない場合もある。

CRAs は、ストラクチャード・ファイナンス債券を格付けするためにさまざまな方法を採用しているが、通常、彼らは、担保証券のタイプ（抵当証券、RMBSs、商業用不動産ローン、クレジット・カード受取債券、金融機関向け貸付など）と発行体であるトラストの商品組成案 (proposed capital structure of the issuer trust) に焦点を当てている。一般の発行金融機関の格付プロセスと異なる点の一つは、CRAs がストラクチャード・ファイナンス商品を格付する際に依拠する情報の大部分が、公に入手できないということである。

通常、格付のプロセスは、スポンサーが CRAs にローン・プールおよびトラストの商品組成案に関する情報を提供することから始まる。CRA は、ローン・プールおよびトラストの商品組成案の分析と格付委員会のために、格付提案の策定責任者である首席アナリストを任命する。首席アナリストは、まず、さまざまなレベルのストレス下において、ローン・プールのうちの程度のローンがデフォルトに陥るかについてのモデルやファクターに基づく予測を行なう。この分析には、デフォルトになったローンが担保権を行使されたのちどの程度回収される可能性があるかについての仮定を含む。

こうした損失分析の狙いは、あるトランシェの証券が特別な信用格付を得るためにどの

¹⁸ *Report on the Activities of Credit Rating Agencies*, IOSCO Technical Committee, September 2003.

程度の信用補完 (credit enhancement) が必要であるかを決定することにある。たとえば、もっとも厳しいストレスは、AAA 格に求められる信用補完のレベルを決めることになる。このテストは、「最悪の」シナリオにおいては、担保資産の 40% がデフォルトに陥り、デフォルトの後、トラストは、差し押さえられている個別ローンの額面価額の 50% しか回収できないという結果をもたらすかも知れない。この場合、AAA 格を取得するには、プールによって担保されたトラストの証券は、少なくとも 20% の信用補完比率を持つものでなければならないことになる (ローンのデフォルト確率 40% × デフォルトにおける回収率 50%)。言い換えれば、AAA より下位のトランシェは、AAA トランシェへの損失割りに当てに先立って、担保資産の 20% の損失を負担できるサイズでなければならない。続くシナリオは、AA トランシェに求められる信用補完レベルを決定することになる。以下同様の手続きで個別トランシェの信用補完レベルが決められることになる。最も格付の低いトランシェ (通常 BB あるいは B) は、良好な市場状況というシナリオの下で分析される。その結果、要求される信用補完のレベル—トラストのエクイティ (trust equity) —は、マクロ経済的なストレスがない状況で予想される損失額ということになる。CRAs の中には、アナリストが、信用補完要件を「損失委員会」(loss committee) に持ち込むようにさせているところもある。損失委員会は、アナリストが格付分析を続ける前に、そのための前提を認可する役割を持っている。

格付ごとに必要とされる信用補完のレベルが決められた後、アナリストは、こうした要件に照らして、RMBS の商品組成案をチェックする。たとえば、シニア・レベルが AAA 格付を取得するために 20% の信用補完が必要であるにもかかわらず、組成案においてはそれが 18% しかなかった場合、アナリストは、当該シニア・クラスは AA 格しか取得できないことをスポンサーに知らせなければならない。スポンサーはこの決定を受け入れ、トラストに商品組成案に沿った証券を発行させるようにするか、あるいは、AAA 格付を取得するためにシニア・トランシェが必要とする信用補完を提供するように組成を変更するということになる。他の方法としては、スポンサーが当該 CRA を利用しないこととし、他の CRA を使うという手もある。その場合、スポンサーは、雇用契約の内容にもよるが、当初の CRA に対して違約金 (break-up fee) を支払うことがあるかもしれない。

スポンサーによって商品の組成が決定された後、アナリストは、キャッシュフローがトラストの各トランシェの利息と元金を支払うのに十分であるかどうかを判断するために、トラストが担保プールから受け取ることになる利息と元金に関してキャッシュフロー分析を行なう。アナリストは、また、取引のための法律関係書類に記載されている内容、とりわけ、トラストの劣位組成 (subordination structure) がスポンサーによって提示されている組成と一致するかどうかを確認するために、当該書類の見直しを行なう。キャッシュフローが十分で、法律関係書類も整っている場合、アナリストは、各トランシェの最終的な信用格付についてのリコメンデーションを作成し、格付委員会に提出する。格付委員会

はアナリストのリコメンデーションを承認し、必要な場合にはそれを修正する¹⁹。その後、CRA はスポンサーに対して最終格付の決定通知を行なう。スポンサーは、この信用格付を公表するかどうかを決め、CRA は、通常、信用格付が公表された場合に報酬を受けることになる。しかし、前述のように、信用格付が公表されない場合でも、CRA は違約金を受け取ることがある。

CRA が RMBS の当初格付を発表した後も、企業格付と同様に、当該格付は継続的な監視の対象となる。企業格付についても同じであるが、こうした継続監視は、重要である。発行体のデフォルトの可能性に影響を及ぼす要因（経済環境、製品ラインの成功など）が変化することがあり得るからである。RMBSs に係わる変動要因としては、上記のほか、証券そのものの構成上の変化（早期返済によってあるモーゲージが証券から除かれ、別のモーゲージがその代替として証券に加わるなど）も含まれる。CRAs の中には、新たな視点を導入し、当初の格付を守らねばならないという当初メンバーの想いによって引き起こされる問題を回避するために、当初の格付を担当したアナリストや委員会メンバーとは別のアナリストや委員会メンバーによる監視チームを用いて格付をモニターしている場合もある。

（2） CRA 格付けへの依拠

多くのストラクチャード・ファイナンス取引は、実際には、上述した単純なストラクチャーに比べて遥かに複雑である。組成した証券のリスク・プロファイルをより整ったものにするために、トランシェは、スワップなどの金融手段を組み込んでいる。こうした証券は、複雑な法的構成に基礎を置き、複雑な金融手段を利用することが多く、そして／また、場合によっては、数千にも及ぶ裏付け資産（たとえば住宅用モーゲージ）に関する公開情報もきわめて乏しい。そのために、ストラクチャード・ファイナンス商品は、一般の社債に比べて透明性に乏しく、はるかに複雑であると見られることが多い。その上、これらの商品については、通常、機関投資家間だけで取引されるため、多くの国・地域において、公募証券に比べて株主への開示規制が緩やかなものになっている。

しかし、ストラクチャード・ファイナンス証券は伝統的な社債に比べて法外に複雑であるという一般的な見方は、少なくとも格付の観点からは、必ずしも正確な見方であるとはいえない。もっとも複雑な合成 CDOs であっても、理屈の上では、計量的にモデル化が可能なキャッシュフローの見積りを裏付けとしている。これとは対照的に、社債の格付は、市場での競争、新商品や新市場の成否、経営者の能力など計量化が困難な要因を評価対象とする場合がしばしばある。一方、ストラクチャード・ファイナンス商品については、入手可能な公開情報がきわめて少ないため、CDOs の「勝手」格付（“unsolicited” rating）はほ

¹⁹ 全ての CRAs が格付委員会を利用しているわけではない。大手 CRAs は信用格付を与える際に格付委員会を利用するが、こうした委員会が、必ずしも信用格付のクオリティを保証しているわけではなく、また、委員会の構成、専門知識、採用されている手続きは、CRAs ごとに、CRAs の内部においてさえ、さらに市場ごとに大きく異なっている、という批判がある。また、格付委員会を利用している CRAs は、規制当局や公衆によるレビューに供するために、委員会の議事録を作成すべきだという意見もある。

とんど見られず、将来的な評価を行なうために情報を提供している CRA できさえも、彼らが投資銀行に雇われていないとすれば、当該商品の公開格付を公表することはないとみられる。なぜなら、証券が発行された後、時間の経過と共に、トランシェの最終組成が大きく変わる可能性があるからである。賢明な投資家は、CDO のトランシェが内包するリスクを分析する能力を有しているが、リスクモデルがほとんど自動化されている場合でも、それを行なうには多大の時間が必要となる。

信用格付は、時として、それが当該証券の損失特性 (loss characteristic) についての CRA の見解であるということに止まらず、一種の品質保証 (seal of approval) であると看做されることがある。この認識は、もし、ストラクチャード・ファイナンス商品の CRA 格付が、当該発行体の過去の財務諸表に基づく社債格付と質的に異なっているとすれば、全く意味がないというわけでもない。なぜなら、ストラクチャード・ファイナンス取引において、当該 CRA は、投資銀行に対して、所定の格付を達成する方法 (たとえば、信用補完を通じて) を提示するからである。しかし、CRA は、通常、彼らに提供された情報の妥当性についての確認を行わないので、こうした認識は、規制上の問題を生起することになる。もちろん、CRAs の中には、公的に入手可能な情報あるいは、オリジネーターや第三者によって提供される定量情報に完全に依拠した定量モデルを利用している場合もある。

CRAs は、投資家に対して、彼らの格付は債務者あるいは債券の弁済能力の評価であって、債券に付随する流動性リスク、市場リスク、変動性リスクのレベルを評価するものではないことを強調している。それにもかかわらず、ストラクチャード商品、とりわけ、RMBSs によって担保された CDOs について、多くの投資家が、CRAs の信用格付に、過度に、あるいは、そのみに依拠しているように見える。これは、貸付ポートフォリオ内の相関リスク分析の定量化の試み (この試みは、いくつかの貸付ポートフォリオからなる RMBSs のポートフォリオを組み合わせた CDOs について見れば、その難しさが何倍にも増幅される) などいくつかの要因によるものと考えられる。加えて、これらの証券の流通市場は、どちらかといえば不活発である。その上、RMBSs の裏付けとなっているローンの種類 (たとえば第 2 順位抵当貸付) によっては、過去の実績データを欠いている場合がある。したがって、投資家そして将来の実績を予測するための CRA モデルは、どちらかといえば貧弱なデータに依拠せざるを得ない。最後に、多くのストラクチャード・ファイナンス商品は比較的新しい商品なので、国際的に受け入れられた評価方式や流通市場における価格設定メカニズムは存在していないように見える。その結果、いくつかのケースにおいては、信用格付が、機関投資家にとって、他の市場における以上の重要性を帯びるようになった。

これら全ての要因があいまって、投資家が、保有しているこれらの証券を評価する唯一の方式として、CRA の信用格付に不適切な形で依拠するという状況を招来する事になったと考えられる。その結果、CRA 格付のクオリティが、RMBS や CDO の格下げが急増したために疑問視されるようになったとき、投資家は、こうした証券のリスク評価の独自の手段を持つことなく放置されることになった。これが当該証券市場をますます混乱させるこ

とに繋がったのである。

明らかに、多くの金融規制当局が、規制上の目的のため、CRA 格付を利用している。また、特定の CRAs が、バーゼルⅡアコードの「外部信用評価機関」(External Credit Assessment Institutions, ECAI) として認められることもあり得る。

(3) 規制上の諸問題

ストラクチャード・フィナンシャル取引において CRAs が果たしている役割に鑑みれば、さまざまな規制上の問題が生じる。その中には、信用格付機関の基本行動規範²⁰に関連するものもある。そうした問題は以下のようなものである。

- CRA の透明性および市場の認識
- 独立性および利益相反の防止
- CRA の競争および競争が CRA の独立性に与える影響

ア. 透明性および市場における認識

部分的には IOSCO の CRA 行動規範にもとづくものであるが、大手の CRAs は彼らの格付手法について一定の情報を開示している。こうした格付手法は、しばしばストラクチャード・ファイナンス取引に係わっている金融機関が、通常、望ましい格付を獲得するために、各トランシェにおいて必要な信用補完のレベルを先取りできるほどの透明性を持っている。

格付手法を理解し評価しうる能力を持つ投資家にとっては、開示された格付手法は透明なものであるかもしれないが、CRAs の中には、彼らの格付に関して、検証可能で、比較が容易な時系列の実績データを公表していない場合がある。IOSCO の CRA 行動規範は、CRAs が時系列の実績データを公表するよう促しているが、このデータはたやすく比較することができないという不満も聞こえてくる。CRAs は、彼らの格付実績を評価する共通の測定基準を開発することについて、彼らが採用している手法の違いを考えれば、実際的ではなく、また、望ましいことでもないとしている。

次の問題は、投資家が、CRA のストラクチャード・ファイナンス商品に対する格付手法の限界を十分に認識していないことである。こうした手法は、ほとんどの金融分析ツールと同じように、過去および将来の間、あるいは、お互いに良く似た資産の間にある程度の帰納的連続性 (inductive continuity) を仮定したモデルに依拠している。しかし、経済環境、金融環境は変化する。過去数十年の金融の歴史は、それ以前には決して起こりえなかった出来事や行為の重なり合いが、それにもかかわらず起こりうるということを示している。まさに現在、こうしたことがサブプライム市場の混乱に伴って生じており、市場が急速に

²⁰ Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, IOSCO Technical Committee, December 2004.

変化する中で、CRAs が、彼らの手法そのものと手法に用いた前提の修正に遅れを取ったことが指摘されてきた。また、CRAs の中には、ストラクチャード・ファイナンス商品を格付けする際に彼らが用いた前提を適切に開示しなかったことを指摘される場合もあった。

さらに懸念されるのは、投資家の中には、CRA によるストラクチャード・ファイナンス証券の過去の実績数値を過度に信頼しすぎる場合があるということである。たとえば、長期のデフォルト率に関する統計数値は、必ずしも短期的なデフォルトの蓋然性に関する情報を提供するものではない。その同じデータは、長期にわたってデフォルトの蓋然性が安定的で、偶発的な倒産という「しゃっくり」(hiccups) によって中断される傾向が非常に低いことを示すものかもしれない。

サブプライム問題は、また、信用リスクが流動性リスクと同じものであるという一般的な誤解に光をあてることになった。歴史的には、最高の信用格付（たとえば AAA あるいは AA）を取得した証券は、市場の出来事に関わらず、非常に流動性が高く、たとえ最良の価格でないとしても、常に売り手、買い手を見出すことが出来た。同じように、最高格付証券の価格についてみれば、歴史的には、低い格付の証券に比較して、そのボラティリティは高いものではなかった。したがって、いくつかの国・地域における金融機関の自己資本要件に関わる規制は、暗黙のうちに、高格付け債券の流動性はきわめて高くかつボラティリティは低いという前提を置いている。しかし、低いデフォルト率と低いボラティリティおよび高い流動性の間には、常に相関関係が存在するという論理的な必然性はない。特に、高格付けで流動性に乏しいサブプライム RMBS および CDOs に関して言えば、その高い信用格付が高い流動性と低い市場ボラティリティを示すことはなかった。

社債や地方債など「伝統的な」負債性証券に関わる入手可能な時系列データ量とストラクチャード・ファイナンス商品に関わるそれとの違いに鑑みて、CRA は、ストラクチャード商品のデフォルトリスクと損失特性に関して見解を述べる際に、従来とは異なる格付符号を使うべきであるという意見も見られる。理屈の上では、異なる格付符号は、ストレス状況下においてはストラクチャード商品が伝統的な負債性証券に比べてより変動性が高く流動性に乏しい状況に置かれる可能性があるということをもっと容易に投資家に認識させるのに役立つかもしれない。また、異なる格付符号は、CRA が「ごく普通の」(plain vanilla) 社債とは異なるタイプの情報にアクセスし、異なるタイプの方法で格付したものであることを投資家に知らしめることになるだろう。しかし、その一方、理屈の上では、ストラクチャード・ファイナンス商品のデフォルトリスクは、それ以外のタイプの負債性証券のそれと異なるものではないので、異なる符号を用いると、かえって投資家などの市場関係者に無用の混乱を与えるとする意見がある。さらに、異なる格付符号は、CRAs が、実際はそうではないのに、流動性リスクやボラティリティ・リスクについても意見を述べているという誤解を投資家に与える可能性があるという指摘する向きもある²¹。それにもかかわらず、CRA

²¹最近の CRA によるストラクチャード・ファイナンス商品の格下げは、当該商品の代替的市場メカニズムについての認識不足の結果であるという意見もある。その結果、こうした商品についての CRAs の意見に投資家が不信任を抱いたときに、この極端に取引の少ない市場では、ボラティリティおよび流動性ショックが現出した。なぜなら、それ以外の価

タスクフォースは、CRA 格付が何をもたらすかということについて一般的な誤解が存在する以上、CRAs はこうしたアプローチ（格付符号の差別化）について検討を進めるべきだと勧告している。

さらに、サブプライム RMBS および CDOs の格付に関して、既存の格付を見直し、必要であれば格下げするのが遅すぎたのではないかという CRAs に対する批判もある。これに対して、CRAs 側からは、トレンドというよりは一時的な異常現象である出来事に反応することを回避するために、彼らの格付は長期的な見解であること、また、ボラティリティの格付を回避するため、彼らは市場の展開に注意深く対応する必要があることを指摘することによって、こうした批判に答えている。こうした批判があるにもかかわらず、格付を担当するアナリストがその後のモニタリングにも責任を負っている場合、CRAs は当初の格付の見直しを躊躇する可能性がある。したがって、CRAs は、ストラクチャード・ファイナンス商品の当初格付を担当する組織とモニタリングを担当する組織を分離するなどの適切な手段を含む客観的な方法で、当初格付の見直しと格下げのための意思決定プロセスが確実に実施されるべく策定された対策を講じるべきである。CRA タスクフォースは、大手 CRAs によって作成されたディスカッション・ペーパーが、これに参加した CRAs は当然のことながら、そうした独立監視チームを活用するよう提言していることを指摘している²²。

こうした批判とは別の批判もある。それは、オリジネーターによって最近発行され、CRA の格付を受けたばかりのストラクチャード・ファイナンス商品をすぐに格下げした CRAs がいくつかあったという批判である。ストラクチャード・ファイナンス商品の中には積極的に管理されている商品もあるので、格付の理由はさまざまであろう。CRA タスクフォースは、風評リスクを回避するために、この種の急速な格下げについては、CRA による説明がなされるべきだと考えている。こうした急激な格下げが続けば、それが、ストラクチャード・ファイナンス商品の当初格付に対する投資家の疑念を惹起するからである。CRA タスクフォースは、IOSCO の基本行動規範 1.9(b)にも規定されているように、CRA が適切な手法にもとづいて格付行動に影響を及ぼすと見られる新たな情報に気付いた場合、格付の見直しを躊躇すべきではないと考える。

CRA が格付方法を変更した場合、既存の格付について、それが変更後の方法で格付されたものか、あるいはそれ以前の方法で格付されたものが明確でない場合があると指摘する向きもある。

イ．独立性および利益相反の防止

格形成メカニズムは、きわめて未成熟であり、あるいは、存在しなかったからである。これとは対照的に、「伝統的な」債券は、はるかに先進的な価格決定メカニズムのもとで、より広範に、より明瞭に取引されている。そのため、突然現れた CRA 格付に対する不信感が市場の流動性に及ぼした影響は一様ではなく、ストラクチャード・ファイナンス商品市場に対してとりわけ深刻な影響を与えることになったのである。

²² 以下を参照されたい。Discussion Paper about Measures to Enhance the Independence, Quality and Transparency of Credit Ratings, circulated by A.M.Best Company, Inc.; DBRS Limited; Fitch, Inc.; Moody's Investor Service, Inc.; and Standard & Poor's Rating Services, December 2007.

信用格付業界に内在する利益相反を、検討すべき問題として引き合いに出す者が多い。最も一般的な利益相反として知られているのは、CRAs が、その収入のほとんどを、彼らが格付を付与する発行体から受け取っているというものである。CRA が発行体から収入を得る場合の懸念は、CRA が発行体の事業を守るために発行体の信用リスクを軽視しようとすることであろう。IOSCO の CRA 行動規範には、このような利益相反を軽減ないし管理するための条文が存在する²³。

サブプライム市場問題の余波でしばしば登場する批判は、ストラクチャード・ファイナンス取引が格付された場合、取引量とそれに対応する格付事業が特定の金融機関に帰せられることに鑑みれば、利益相反はかえってより深刻な問題になるという批判である。「伝統的な」格付のように、こうした取引を格付する CRAs は、通常、彼らの収入の大半を当該証券の発行体（あるいは引受投資銀行）から受け取る。CRAs の事業分野別データは入手できないが、過去数年にわたる CDO 市場の成長が、ストラクチャード・ファイナンス商品の格付を、大手 CRAs 会社にとってもっとも成長性の高い事業分野に育て上げたことを示す明らかな証拠は存在する。こうした中で、発行体との取引を確保するために、CRAs が格付手法の中で保守的な前提を用いることを回避しようとする、という新たなリスクが生まれることになった。

さらに、CRAs がストラクチャード・ファイナンス証券の格付以上のことを行っているのではないか、という懸念も指摘されている。それは、どのようにトラストの組成（trust structures）を設計すればよいかという助言の問題である。金融機関分野において、CRAs は、金融機関の信用格付に関わる将来的な取引（合併、資産購入など）の影響について、形式的な信用評価に基づく「プライベート格付」を提供している。IOSCO の CRA 規範において、CRAs は、「形式上も運営上も、信用格付事業と CRA アナリストを、利益相反をもたらす可能性のある助言業務など他の CRA の事業から分離する」²⁴よう求められ、さらに、以下のように規定されている。

CRA は、その信用格付業務と必ずしも利益相反の関係にない付随業務について、利益相反が生じる可能性を最小化するよう設計された手続きと仕組みが存在することを確保すべきである²⁵。

提起されている深刻な疑問は、ストラクチャード・ファイナンス商品の格付のための現行プロセスそのものが、利益相反を必然的にもたらすような付随業務である助言行為を含んでいるのではないかということである。ストラクチャード・ファイナンス商品の格付は、CRA の他の格付業務に比べて、必ずしも利益相反をもたらすような特質を持っているわけではないが、それでも、CRA が付随業務について利益相反の可能性を最小限とするような管理を行なっているかということについては疑問が呈されている。

²³ 以下を参照。IOSCO CRA Code of Conduct, provisions 2.1-2.16.

²⁴ 以下を参照。IOSCO CRA Code of Conduct, provision 2.5.

²⁵ 同上。

ウ. 競争

ストラクチャード・ファイナンス商品の格付プロセスへの信頼を低下させている規制上の最後の問題は、米国を始めとする各国の CRA 業界において競争が欠如しているということである。IOSCO の CRA 報告書 2003 は、CRAs が、ほとんどの IOSCO 加盟国において、広範囲に規制されているとは言えず、また、その当時の規制は、新規参入者にとって重荷になることはなかったと指摘したが、それ以来、いくつかの国・地域では、今となっては、CRAs 業界競争への影響が全く不明な、新たな CRA 規制を導入している。より重要なことは、IOSCO の CRA 報告書 2003 でも指摘されているように、規制上のバリアーが存在していないとしても、CRA「市場」の特性が新規参入を困難にしているという点にある。こうした見方に従えば、発行体は、投資家に一目置かれている CRAs によって格付されることを望んでいるということになる。換言すれば、投資家は、信用格付発表における的確性や適時性に関して評判の高いこうした CRAs だけを信頼している。そうした名声を確立するには相当の時間と資源が必要となる。しかも、発行体は、規制当局や政府組織が利用している CRAs の意見を採用し、投資家はそれを利用しているという見方もある。政府の CRA 認可基準が、CRAs の意見がいかに広範に発行体や投資家に利用されているかということに基づいている場合には、それが新規参入の障壁になることは明らかである。規制当局の認識が市場の信頼をベースとし、市場の信頼は規制当局の認識に影響を受けるという関係がある限り、この差別のサイクルには終わりが無い。

CRA 業界における競争および参入障壁についての議論が意味することは、そうした競争の欠如が、(1)新しい格付手法の発展を阻害しているのではないか、(2)有力な CRAs による独占的な価格支配をもたらしているのではないか、(3)イノベーションの抑制による価格の品質への悪影響をもたらしているのではないか、ということである。「伝統的な」負債証券について言えば、その業界構造が、こうした懸念をきわめて信憑性の高いものとしているようだ。ある統計によれば、三大 CRAs (Moody's Investment Services, Standard & Poor's, Inc. Fitch, Inc.) のマーケットシェアは、あわせて約 85%となっている。ほとんどの伝統的な負債証券について、通常、投資家は、発行体が少なくとも複数の大手 CRAs からの格付を提供することを期待してきた。いくつかの事例が示すところによれば、いまや CRA 業界においては、「より新しい」(younger) CRAs による 3つの格付を期待する投資家の姿が目立ち始めている。

CRA 業界における競争が限られているために、発行体にとっては問題ではあるが、こうした投資家からの潜在的な要請は、投資家の観点からプラスの効果をもたらす可能性がある。効果的にそれを要求することによって、発行体は比較的小規模の CRAs から意見を求めることになり、こうした投資家の要求は、発行体が CRAs に対して有利な格付を行なうよう圧力をかけることを困難にし、あるいは、事業リスクを隠し、重要な発行体の情報にアクセスが出来ないように圧力をかける事を困難にする。専門委員会の「証券アナリスト

の利益相反に関する報告書」²⁶で述べたように、まさにこうした状況が、証券調査アナリストを力のある発行体の格下げ回避に向かわせることになり、そして、いくつかの国・地域で発行体がお気に入りのアナリストに対して非公開情報を提供することを禁止する方向に向かわせることになった²⁷。同じように、異論はあるものの勝手格付（unsolicited ratings）は可能であり、それはしばしば、より小規模の CRAs に期待されており、そして、CRA の格付意見に不満を持つ発行体による「反対投票」（blackballing）に対して、ある程度の防御を提供することになるかもしれない。

他方、先に述べたとおり、ストラクチャード・ファイナンス取引は元々透明性に乏しく、ストラクチャード・ファイナンス商品の勝手格付は困難である。投資銀行およびストラクチャード・ファイナンス商品の発行体は、しばしば、どの CRA を採用するかを決断する前に、CRAs に対して、CDO トランシェに関するプロスペクティブ評価（prospective assessments）を提供するよう要求し、そうすることによって、ほぼ間違いなく「格付ショッピング」（rating shopping）に携わることになる。しかし、ストラクチャード・ファイナンス取引に特有な CRA 競争と透明性の欠如は、この二つが合わさって、こうした商品の信用格付プロセスの信頼性を損なっているということもあり得る。こうした見方を裏付けるのは、RMBS 市場の不安定化を受けて、より保守的な前提を求める声が強くなり、それを背景に、いくつかの CRAs が、CMBSs の格付市場において急速にマーケットシェアを失っているというニュースである。

（４） 勧告

近年の市場の混乱で脚光を浴びたストラクチャード・ファイナンス取引の格付における CRAs の役割に鑑み、CRA タスクフォースは、基本行動規範 (IOSCO CRA Code of Conduct) の見直しを勧告している。専門委員会は、以下の勧告を採用すると共に、これらの勧告に基づき、基本行動規範の改定を行なった。

ア．格付けプロセスの品質と公正性

1. CRA は、ストラクチャード・ファイナンス商品の格付の見直しおよび格下げの可能性の意思決定手続きが客観的に行なわれるような措置を講じるべきである。当該措置には、たとえば、当初の格付付与を行なう分析チームと継続的なモニタリングに関わる分析チームを別個に活用するなどの合理的な手段が含まれる。別個のチームを設けた場合には、それぞれのチームは、時機を逸することなく各々の機能を発揮するために必要なレベルの専門性と人的資源および物的資源を持つべきである。継

²⁶ *Report on Securities Analyst Conflicts of Interest* (IOSCO Technical Committee, 2003), p.10.

²⁷ たとえば以下を参照。U.S.SEC Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading. *IOSCO Statement of Principles for Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflicts of Interest*, Principle 5.

続的なモニタリングは、獲得された継続的な経験を組み込むべきである。格付の基準と前提の変更は、適切な場合、それ以降の格付に対しても継続的に適用すべきである。

2. CRAs は、格付方法とモデルの定期的な見直し、利用している格付方法とモデルの重要な変更に関与し、厳格かつ正式の見直し機能を設置し、これを実施する。信用格付業務の規模や範囲に照らして実行可能で適切な場合には、当該機能は、さまざまな発行体および債務の格付に一義的な責任を持つ事業部門とは独立のものとするべきである。
3. CRAs は、格付の信頼性を維持するために、格付に用いる情報が、十分な質の情報を有するよう合理的な措置を講じるべきである。ヒストリカルデータが限定されている金融商品に対して格付を付与する場合には、同商品の信用格付に内包する限界を明示的に表示すべきである。
4. CRAs は、格付委員会（それを設置している場合）を構成する委員として、対象商品に対する格付意見の展開に係わる適切な能力と経験を有する者を配置すべきである。
5. CRAs は、CRA が現在格付を付与しているものとは実質的に異なった構造を持つ商品について、その信用格付の実現可能性をレビューするために、適切な経験を有する 1 人以上の上級管理職で構成される新商品のレビュー機能を設置すべきである。
6. CRAs は、ストラクチャード商品の裏付け資産のリスク特性が大きく変化した場合には、ストラクチャード商品の信用格付を決定する既存の格付手法やモデルの適切性を再評価すべきである。新たなストラクチャード商品の複雑性ないしは構造、あるいは、ストラクチャード商品の裏付け資産についての信頼に足るデータの欠如が、当該証券に対する信頼し得る信用格付を CRA が付与しうるかどうかということに関して重大な疑義を生じさせることになった場合、当該 CRA は、信用格付の付与を控えるべきである。
7. CRA は、所属するアナリストが、当該 CRA の格付対象であるストラクチャード・ファイナンス商品の設計に関して、提案や推薦を行なうことを禁止すべきである。
8. CRAs は、格付のモニタリングや見直し業務に、適切な人的・物的資源を配分すべきである。

イ. CRA の独立性と利益相反の回避

9. CRA は、所属するアナリストが、当該 CRA を離職し、当該アナリストが過去に格付を付与した発行体、あるいは、アナリストが当該 CRA の被雇用者として重要な取引関係にあった金融機関に転職した場合には、当該アナリストの過去の作業結

果を検証するための方針と手続きを定めるべきである。

10. CRA は、アナリストに対する給与方針を正式かつ定期的にレビューし、CRA の当該方針が、CRA の格付プロセスの客観性を阻害しないようにすべきである。
11. CRA は、発行体、オリジネーター、アレンジャー、格付購入者などの顧客およびそれらと関係するものから、当該 CRA の年間収益の 10% 超の収益を得ている場合には、それを開示すべきである。
12. これまでの分析とは異なるストラクチャード・ファイナンス商品の代替的な分析の開発を通じて「格付ショッピング」を抑制するために、CRAs は、業界として、これらの商品に関するすべての関連情報を公表し、これによって、投資家および他の CRA が、当該発行体および／または当該オリジネーターと格付付与の契約を行なった CRA とは別個の分析が可能となるよう、働きかけるべきである。CRAs は、格付発表に当たって、ストラクチャード・ファイナンス商品の発行体が、格付が付与された商品に関する全関連情報を開示していることを当該 CRA に報告したかどうか、あるいは、当該情報が非公開のままになっているかどうかについて公表すべきである。
13. CRA は、自ら付随業務と看做す業務とそうでない業務を定義し区分するとともに、その根拠を示すべきである。

ウ. 一般投資家および発行体に対する CRA の責任

14. CRA は、格付の意義および特定の種類の金融商品の格付に対して利用できる信用格付の限界に関して、投資家のより広範な理解を促進すべきである。CRA は、格付意見の一つ一つについてその特性と限界を、また、発行体やオリジネーターから提供された情報に対する検証の限界について明示すべきである。
15. CRA は、検証可能で定量化可能な格付意見の実績についての時系列情報について、整理・体系化し、可能であれば、投資家が、異なる CRAs 間の実績を比較できるような方法で標準化した上で公表すべきである。
16. CRA がストラクチャード・ファイナンス商品の格付を行なう場合、当該 CRA は（当該 CRA のビジネスモデルに応じて）、投資家そして／または格付購入者が、当該 CRA の格付の根拠を理解することが出来るよう、損失・キャッシュフロー分析を可能とする十分な情報を提供すべきである。CRA は、ストラクチャード・ファイナンス商品の格付が、当該 CRA の想定する格付の前提条件の変化に対してどの程度の感応度を有しているかという分析を行い、その結果について開示すべきである。
17. CRA は、ストラクチャード・ファイナンス商品の格付について、できれば異なる格付符号を用いて、伝統的な社債の格付との差別化を図るべきである。CRA は、

付与された格付符号を明確に定義し、それを当該符号が適用されるすべての商品に対して同じ方法で適用すべきである。

18. CRA は、格付の決定に使用した主要な格付手法あるいはそのバージョンを開示すべきである。

エ. 行為規範の開示と市場参加者への情報提供

19. CRA は、そのホームページの目立つ場所に、(1)当該 CRA の行動規範、(2)自らが使用する格付手法に関する説明、(3)CRA の実績の時系列データについての情報を公表すべきである。

以上