

## グローバル金融システム委員会報告書

### 「証券化格付：何が問題だったのか、そしてどのような対処が可能か？」

#### エグゼクティブ・サマリー（日本銀行仮訳）

2007 年の下半期、米国サブプライム・ローンのパフォーマンス悪化は、資産担保証券（ABS）の急激なリプライシングをもたらした。これは、サブプライム・モーゲージを裏付けとする証券化商品（サブプライム ABS CDO を含む）の格付、また程度の違いはあるが他の証券化商品の格付に対する投資家や規制当局の信頼低下にも繋がった。2007 年中の格付変更（特に複数ノッチにわたる格下げ）の頻度やマグニチュードは、証券化商品が企業債券を大きく上回った。これらの動きは、投資家のリスク管理が格付に過度に依存していることや、その他のリスク管理上の問題も浮かび上がらせた。最近の市場の混乱から得られる教訓の一つは、投資家がリスク管理やストレス・テストの体制を見直し、証券化商品と伝統的な企業債券のリスク特性上の重要な違いをより適切に反映させる必要がある、ということである。さらに、投資やリスク管理のプロセス、また規制において、格付が重要な役割を果たしている中であって、今回の混乱は、格付機関による複雑な金融商品のリスク評価の有効性にも疑問を呈した形となった。

こうした証券化格付の問題に対応するために、市場では証券化格付に関する情報提供を充実させたほか、補足的なリスク指標の有用性を探る方向で既に動きがみられている。CGFS は、証券化商品の格付の信頼性を高める方策を模索すると同時に、証券化格付に必然的に付随する不確実性を明らかにするためにスタディ・グループを立ち上げ、そこでの主な研究成果をこのレポートに記している。

また、このレポートは、米国サブプライム・モーゲージを裏付けとする証券化商品の格付について、そのパフォーマンス低下に繋がった可能性のあるリスク要因を明らかにしている。リスク要因の中には、住宅市場の下落の深刻度を格付機関が過小評価していたこと、ヒストリカル・データが限られている場合に深刻化するモデル・リスクや、オリジネーターに関連するリスク要因を格付機関が過小評価していたこと、が含まれる。また、証券化市場における最近の格付パフォーマンスについて、業界の見方をまとめた。投資家は、格付機関のテクニカルな誤りやリソース不足に対して批判的であったが、格付機関はレピュテーションを回復する必要がある、それが事態の改善に向けた強い原動力になる

と考えていた。投資家によると、最近の格付機関によるリスク評価上の問題点は、実際には多くの市場参加者に共通するものであった。

これらのインプットを踏まえ、このレポートは4つの教訓を提示している。すなわち、信用格付情報は投資家のデュー・デリジェンスの代替ではなく、それをサポートすべきものであること、格付機関は証券化格付の前提となる情報の提供を充実させるべきこと、証券化格付の主要なリスク要因についてはより多くの情報が必要なこと、格付機関はシステム全体に関わるリスクを考慮すべきこと、である。これらの教訓を踏まえ、問題への対応と証券化商品の格付に対する投資家の信頼向上に向けて、いくつかの具体的な提言を行っている。

1. 投資ファンドの受託者やマネージャーは、投資マンドートや投資判断において、証券化商品の格付情報がどのように利用されているか、内部手続やガイドラインを再確認すべき。
2. 格付レポートは、同じアセット・クラスに属する他の証券化商品、また異なるアセット・クラスの証券化商品との間で、リスクを比較できるような形で提供されるべき。
3. 格付機関は、格付のアップデートの頻度について、より明確な情報を提供すべき。
4. 格付機関は、証券化商品の格付モデルやドキュメンテーションへのアクセスを、よりユーザー・フレンドリーな形で可能にすべき。また、格付機関が開示する格付モデルは、主要なパラメータに関するシナリオ分析やストレス・テストを、ユーザーが容易に行えるものであるべき。
5. 格付機関は、デフォルト率、回収率、相関に関する主要な想定が変化した場合、証券化トランシェの格付がどの程度変化するか、その感応度を記載すべき。
6. 格付機関は、証券化商品の格付の前提となる経済環境の想定を、投資家に対して明確かつ定期的に開示すべき。
7. 裏付資産プールについて限られたヒストリカル・データしか得られない場合、それがモデル・リスクの源泉であることを、リスク軽減のために行った調整と併せて、明確に開示すべき。
8. 格付機関は、証券化プロセス（商品の組成、販売、サービシング、アドミニ

ストレーション)に關与する様々な主体のパフォーマンスをより精緻にモニターすべき。

9. 格付機関は、類似の商品やビークルの急増、あるいは既存ビークルが新ビジネスを行うことに伴うシステミックなインプリケーションを幅広く考慮し、当初の格付クライテリアが引き続きロバストかどうかを定期的に検討すべき。

10. 格付機関は、証券化商品のリスク特性に関するより多くの情報を、どのように格付の枠組みに盛り込むかを検討すべき。

意見交換のプロセスで、投資家や業界団体、格付機関から得られたフィードバックは、これらの提言を概ね支持するものであった。格付は、投資家のデュー・デリジェンスの代替ではなく、サポートのために使われるべき、という点は広く認識されていた。格付機関は、ヒストリカル・データの重要性は認識しつつも、その有用性の限界として構造変化の可能性を挙げたほか、格付の判断ではフォワード・ルッキングな分析が重要な役割を果たすことも明らかにした。証券化商品の格付リスクをより適切に表すにはどうしたらよいか、またプレーンなクレジット商品の格付リスクとどのように区別するかという問題については、複数の機関投資家や格付機関から、証券化商品の格付スケールを変更することはコスト増につながり、格付情報の利用者に混乱をもたらす可能性もある、という見解が示された。同時に、情報提供の充実や、格付リスクを表す指標の追加提供については、投資家および格付機関の双方から支持が得られた。格付機関は、格付リスクに関する追加的な切り口を提供する新指標をいくつか検討していることを示唆した。

以 上