

証券化と格付け機関¹

慶應義塾大学 櫻川昌哉研究会 金融分科会

伊藤 堅吾、喜多 佑介、出口 賢太郎

成田 陽介、藤野 淳哉、楊 偉業

2008年12月

¹本稿は、2008年12月20日、21日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2008」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、櫻川昌哉教授（慶應義塾大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

証券化と格付け機関¹

2008年12月

¹本稿は、2008年12月20日、21日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2008」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

要約

現在世界経済を動揺に陥れている金融危機はサブプライムローンが大きく関係していると考えられる。

この金融危機の中で大きく取り上げられるようになった証券化商品と格付け機関に焦点をあて、その問題点について分析することにした。

証券化商品とは債権を証券化することによって生まれた商品であり、資金調達を容易にしたり、リスクを分散することができるのが特徴である。また、最新の金融工学を用い、投資家のリスク・リターンニーズに合わせた商品を開発することも可能にした。

しかし、証券化商品は複数の原資産をプーリングしたため、商品自体に含まれるリスクは把握しづらくなっている。投資家がリスクを計算できないほど複雑なのが証券商品の特徴でもある。この複雑さゆえに投資家は、証券化商品へ投資する際に格付け機関が付与する格付けに大きく依存するようになった。

しかし、この格付け機関は本来企業・発行体と投資家にとって中立な格付けを付与しなければならないのであるが、それが実行されていたとは言い難い。格付け機関には発行体に有利になる格付けを付与するインセンティブがあったのである。それは発行体からのみお金を徴収していたことである。そのため金融商品に甘い格付けが付与され、これが今回の金融危機を引き起こした1つの原因であるとも考えられる。また商品が複雑すぎるため信用リスクを正確に推測できなかつたとも考えられる。格付け変更が頻繁になされているのがその証拠である。格付けの質が問われ始めるとともに、格付け機関の収益構造も問題視されるようになったのである。

これら格付け機関の問題を解決するために、発行体と投資家両者から格付け手数料を徴収し両者にとって中立な評価を商品に与えるようにする、格付け手数料を引き下げるため公認格付け会社を増やす、そして格付けできる商品に規制をかける3つの政策を提言する。これらにより、格付け機関の問題点は解消されると私たちは考える。

目次

はじめに

第 1 章 証券化

- 第 1 節 証券化とは
- 第 2 節 証券化のメリット・デメリット
 - 第 1 項 オリジネーターのメリット
 - 第 2 項 投資家のメリット
 - 第 3 項 証券化のデメリット

第 2 章 格付け機関

- 第 1 節 歴史・普及
- 第 2 節 格付け機関の問題点
 - 第 1 項 格付けの質
 - 第 2 項 格付け機関の収益構造
 - 第 3 項 投資家の過度な依存

第 3 章 政策提言

参考文献・データ出典

はじめに

アメリカ発のサブプライムローンによる問題は、世界経済に瞬く間に波及した。株式市場が暴落する中、資金の流動性が極めて低くなり、投資銀行、ヘッジファンドさらに商業銀行などの金融機関が大きな損失を受けた。そこからアメリカ証券大手リーマン・ブラザーズの破綻、AIG の救済そして日本の大和生命の破綻と事態が刻一刻と深刻になり、サブプライムローン問題から世界規模の金融危機にまで発展した。また最近では、各業界での再編による救済や失業率の増加など、ついに実態経済まで影響を及ぼしている。事態が悪化する中、日米欧など主要各国は、大規模な公的資本注入を決定し、地球規模での危機対応も検討されている。しかし、依然として先行きは不透明であり、問題の根深さを考えざるを得ない。

今回のサブプライムローン問題の根本的な原因はアメリカ住宅市場・不動産バブルの崩壊だと考えられている。しかし、なぜサブプライムローン問題の影響がこれほど世界へと波及したのか？なぜ投資家をはじめ、政府、市場は問題が顕在化するまでその危険性に気付かなかったのか？その原因としては、証券化の問題と格付け機関の問題の二点がよく指摘されている。

証券化は市場の流動性・投資対象を広げるというメリットから金融技術の発展とともに急速に発展してきた。しかしその商品の多様性は商品の複雑性を伴い、リスク評価が難しく、それゆえに、投資家が格付け機関に頼りがちである。また、証券化することによってリスク分散ができる一方、原資産価値が下落した時に、その影響も予測できないところまで波及する。

また格付け機関はある程度情報生産に貢献し、証券の流動性を高めている。しかし、サブプライムローン問題では、格付け機関にも大きな責任問題があると指摘されている。たとえば、2007年7月10日になって、格付け機関がサブプライム関連の住宅ローン担保証券を大量に格下げした。これをきっかけに、サブプライムローンを直接・間接に組み込んだ証券化商品の価格が下落、取引が事実上停止して、価格評価もできなくなってしまった。サブプライムローン問題が深刻になってから大きく格付けが引き下げられたということに対して、格付け会社の能力に対する疑念の声が聞かれる。また、格付け会社が意図的にサブプライムローンを組み込んだ証券の格付けを高くして売りやすくしたのではないかという疑念の声も聞かれている。

私たちは証券化と格付け機関は今日の金融システムにおいて、欠かせない存在である一方、大きな問題点を掲げていると考える。その原因と問題点を探り、より健全な市場の形成のために、政策提言をしたいと思う。

第一章では、証券化の定義や、証券化のメリットとデメリットについて検討し、証券化の問題点の根本的な部分について探りたいと思う。

第二章では、格付け機関に焦点をあて、格付け機関の発足や、格付け機関がなぜ投資家の信頼を得たのかをその歴史の経緯とともに振り返り、格付け機関の問題点を検証したいと思う。

第三章では、第一章と第二章で分析したことを踏まえ、政策提言をしたいと考える。

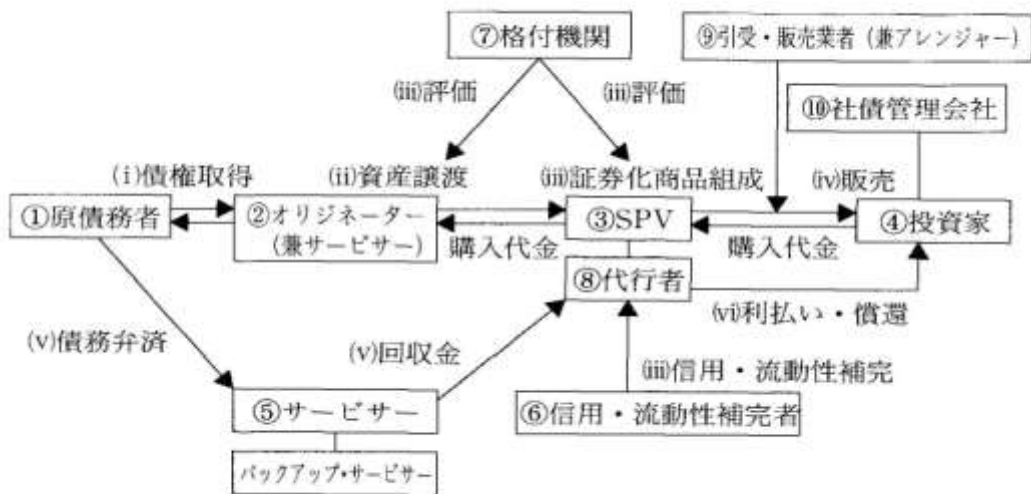
第1章 証券化

第1節 証券化とは

ここで本論文においての用いる「証券化商品」を定義したい。広義には、企業の資金調達手段が、銀行借入を中心とする間接調達から、株式・社債などの証券発行による資本（証券）市場調達に移行していく現象、すなわち、「間接金融から直接金融へ」の移行。これは「一次的（本源的）証券化」と呼ばれることもある。

広義の証券化に対して、狭義の証券化とは、資産（金銭債権・不動産など）の証券化を指す。簡単に言えば、資産を原資産保有者（オリジネーター）から仕組み上の媒体であるSPV（Special Purpose Vehicle, 特別目的媒体）に譲渡し、SPV がその資産の将来生み出すキャッシュフローを裏付けとして、投資家向けにABS（Asset-backed Securities, 資産担保型証券）などの証券化商品を発行することである。今回の論文で証券化と言った時には、主に狭義の証券化を指す。詳しく述べると、オリジネーターと呼ばれる原資産保有者が、SPVと呼ばれる特別目的媒体（信託・組合を含む）を設立し、保有している原資産（不動産、住宅ローン、債権など。将来キャッシュフローを生み出すものなら何でも良い）をSPVに譲渡する。SPV は譲渡された資産を切り分け、その資産を裏付けとして、証券を発行し、投資家に売却する。SPV は資産から生まれるキャッシュフローを証券の利子として投資家に支払い、一方、証券を売却することによって、投資家から資金を集めることができる。集められた資金はSPV を介して、オリジネーターに渡され、こうしてオリジネーターは資金を調達することができる。また、SPV が証券を発行する際に、格付け機関に証券に対して格付けしてもらい、投資家が証券を購入する際の主要な参考情報となる。

資産証券化の全体図〔①等は参加者、(i)等はプロセスを示す〕



〔出所〕 木下正俊『私の「資産流動化」教室——健全な市場のための資産流動化論——』

第2節 証券化のメリット・デメリット

証券化市場が発展していったのは、証券化を行うことにより原資産保有者(オリジネーター)と投資家それぞれにメリットがあったためである。ここで、不動産やローンの証券化を行うことにより、オリジネーターと投資家それぞれにどのようなメリットがあるのかを述べたい。まず、オリジネーター側のメリットにはどのようなものがあるのだろうか。

第1項 オリジネーターのメリット

1つ目のメリットは、原資産を証券化することで貸借対照表から原資産を切り離すこと(オフバランス)ができる。そうすることで、切り離した原資産の売却代金を原資として有利子負債を返済することが可能となる。これは貸借対照表をスリム化させるだけではなく、総資産利益率¹や自己資本比率²といった財務指標に加え資産効率が改善されることを意味する。ここで、証券化した場合と単純売買とでは何が異なるのだろうか。大きな違いとしては、例えば証券化により不動産をオフバランス化した場合には、オリジネーターが引き続き継続的に不動産に関与することが可能となる。オリジネーターが特別目的会社(SPC)に出資して配当を受けたり、SPCの管理手数料をとったりすることで収益を上げることが可能である。また、SPCに売却した物件をオリジネーターが利用する手法(セールアンドリースバック)がとられることもある。2つ目のメリットは、原資産の保有リスクを回避することができるということである。例えばローンであれば返済のリスクを分散させて投資家に引き受けて貰うことが可能となる。不動産であれば、不動産価格が下落基調である場合、不動産を保有するということはそれ自体がリスクとなるが、不動産をオフバランスしてしまえば資産保有のリスクを回避することが可能となる。さらに、不動産の価値は一定水準以下に下落すると減損会計の対象となるがオフバランスすることで価値下落分の損失計上を未然に防ぐ効果も期待できるようになる。また、デベロッパーからすると、保有リスクを負担しないで済むということは開発に専念できるということになり、経営の効率が増すことにもなる。3つ目のメリットは資金調達手段の多様化である。オリジネーターは単に金融機関から資金提供を受ける以外に、SPCに販売した原資産の代金を得られるようになる。オリジネーターは証券化という金融技術によって、オリジネーター自身が資金調達手段を持つようになったということが言える。さらに、オリジネーターが収益性の高い原資産を所有しているにも関わらず業績が良くない場合、その原資産をSPCに販売すれば、SPCに資金調達を行わせることでオリジネーターよりも低金利で資金調達することができる可能性がある。このことを考慮してもっとも有利な資金調達手段を選択することが可能となる。

第2項 投資家のメリット

次に、投資家側のメリットにはどのようなものがあるのだろうか。1つ目は、証券化により資産の流動性が向上するということである。資産の流動性が増すことがなぜ重要なのだろうか。ここで証券化が存在しない場合を考えてみる。もし投資対象が現物不動産ならば、どんなに換価性が高い物件であっても、売却してから代金を得ようとするところまである程度の時間が必要となる。さらに不動産の場合、強引に売り急ぐと買い叩かれてしまう恐れもある。しかし、証券化されている場合は証券のままで別の投資家に売却することが可能なので、現物不動産よりも早く投資資金を回収することができるようになる。つまり、不動産であっても現金のように換価性や流動性を高めることが可能となる。2つ目は、不動産への投資リスクを軽減できるということである。現物不動産に投資する場合、投資家としては投資を行うにあたって巨額のまとまった資金が必要になる。そのため、多数の現物不動産に投資することで

¹総資産利益率…利益を総資産で除した収益性の財務指標。企業の収益性を判断する指標としてよく用いられる。

²自己資本比率…自己資本と他人資本を合わせた使用総資産に対する自己資本の割合。

投資リスクを分散することは難しい。しかし、不動産が証券化されることで投資単位が小口化されていれば、複数の証券に投資することが可能になるため結果として投資リスクを分散することが可能となる。3つ目は、投資対象が多様化することである。そもそも不動産ローンといったものは格付けも無く流動性にも乏しいものであるが、証券化することにより格付けがあり流動性の高い証券としてそれまでにはない流通市場が形成されることになった。さらに、不動産証券化商品は株式や債券とは異なったリスク・リターン構造を持つ商品として投資対象に組み入れられることになる。これは様々なリスク選考を持つ投資家が各々のニーズに合わせて多様なポートフォリオ(投資対象の組み合わせ)を構成することを可能にする。4つ目としては、倒産隔離による投資家の保護ということがあげられる。ここでいう倒産隔離とは、SPC がオリジネーターの倒産リスクから完全に切り離されているということである。これはつまり、もしオリジネーターが倒産した場合でも、その際にオリジネーターに対する債権者がSPCの保有する不動産には権利を主張できないということを意味する。もし倒産隔離が達成されていない場合、オリジネーターが倒産してしまうと、オリジネーターに対する債権者がその債権を回収しようとするため、売却された資産を債権者が保有しようとする。これは、投資家からすると自身の保持する証券の価値が脅かされるということになる。よって、倒産隔離が達成されていることは、投資家は投資対象としている不動産のリスクのみを負うだけであるということを示している。

このようにオリジネーターと投資家のそれぞれに存在するメリットが、証券化市場が発展していった理由である。また、投資家やオリジネーターに限らず、市場全体としてもメリットが存在する。不動産を証券化し市場に出回るようにすることで、銀行が債権を一手に引き受けるのではなく、投資家がリスクを分担することになるので、リスクを分散することが可能となる。しかし、当然ながら証券化市場にはメリットだけではなくデメリットも存在する。今回起こったサブプライムローン問題は証券化商品の持つデメリットをはっきりと浮かび上がらせた。よって次に、証券化商品が持つデメリットをあげていく。

第3項 証券化のデメリット

まず証券化商品が持つ1つ目のデメリットはその複雑性である。商品設計が複雑であるうえに、証券化商品をさらに証券化する、すなわち証券化を繰り返すことにより、何を元に証券化した商品なのかが投資家には分かり辛くなる。この複雑性から投資家が自身の判断で商品の資産価値を判断するのは非常に難しい。そのため、その資産価値の判断は格付け機関による格付けに頼らざるを得ない傾向にある。2つ目は、リスクが拡散されることである。証券化商品の持つメリットにリスク分散を挙げたが、これはリスクが拡散されるというようにも取れる。これは市場からすると、複雑さによる証券化商品の価値判断の難しさという1つ目のデメリットと合わさり、証券化商品として市場に広く出回ったリスクが市場全体にどれだけの危機をもたらすのかわからないという恐怖に脅えることになる。3つ目は証券化商品の流動性の低さである。これも証券化商品の複雑さによるものであるが、その商品の仕組みを理解している人が少ないことから市場参加者が限定的になり、転売が難しい。そしてその価格付けの難しさから、強引に売ろうとすると大きく価値が下がることも有り得る。さらにサブプライムローン問題のように市場に脅威を与えた場合、市場全体の流動性危機を招く恐れもある。

このように見てみると、証券化商品の持つデメリットはほとんどがその複雑性に起因するものである。さらに、証券化商品のデメリットはメリットと紙一重の存在であるとも言えるだろう。すなわち、証券化商品のメリットは、投資家たちが深く証券化商品を理解し市場条件も理想的であった場合にはメリットとなるが、そうでない場合は逆にデメリットとなる危険性がある。これを解決するために必要なのは情報開示である。ここでいう情報開示とは単に投資家が情報を手に入れられる環境を整備するというのではない。その情報が投資家に

とって意味や内容を正確に理解できるものであり、手に入れた情報を用いて適切な投資が行えるような環境になって初めて情報が開示されたと言えるだろう。

しかし現在はまだそのような環境の整備が完全であるとは言えない。商品に関する情報開示はオリジネーターやアレンジャーの判断に委ねられるが、彼らは格付け機関に対する情報開示は行っても、ディーラーや一般企業といった市場への情報開示には積極的でないことも多い。これには情報公開にコストがかかることや、債務者情報の保護といった理由もあるが、結局市場には情報が行き渡らないということになる。このように、証券化商品の持つ複雑さや、情報の少なさということから、投資家は証券化市場に参入するに当たって格付け機関に頼りがちになるという構図が生まれてしまうことになる。

第2章 格付け機関

第1節 歴史・普及

格付け機関は現在の金融市場において多大な影響力を持つ。過去に金融危機が起きたとき、引き金となったのは格付け機関による金融機関の金融商品の大量格下げである。例えば、1997年のアジア通貨危機や山内証券の破綻はムーディーズによるタイ国債の格下げが引き金であった。さらに最近起きているサブプライムローン関連の金融商品による金融危機も、2007年7月のCDO大量格下げによって始まったといえる。なぜ格下げが起きると金融危機が起こるのか？これは格下げによって格付け商品に対して市場が売りの一斉に売りの方向に向かうためである。これは投資家が格付け機関の格付けに頼っている証拠でもある。なぜ投資家はこのように格付けに頼った投資を始めるようになったのか？そもそもなぜ格付け機関が誕生したのか？

まず格付けの始まりについて述べると、米国では1850年代から西部開拓のため鉄道建設がブームとなっており、その建設費用のための資金調達として鉄道会社は債権を発行し国内や海外の投資家から資金を集めていた。しかしこの鉄道債の信用リスクは低いものではなく、鉄道会社が倒産してしまうこともしばしばあった。このような状況のため、投資家から鉄道債に関する投資情報を求める声が高まった。そして1909年、現在のムーディーズ・インベスターズ・サービス社の創始者であるジョン・ムーディー氏は「Moody's Analysis of Railroad Investment」を発行、鉄道会社の収益・財務分析をもとにし、様々な鉄道債の信用力の違いをアルファベットの組み合わせという「簡単な符号」で示した。これが債権格付けの始まりである。これ以前にも投資情報は少なからず提供されていたが、ムーディー氏の「Moody's Analysis」は、鉄道債の信用力の違いが「誰にでも」「一目で」「簡単に」分かるという点で画期的なものであった。投資家にとって企業の信用リスクを簡単に知ることができるようになり、企業と投資家の間に存在する情報の非対称性が緩和された。その後格付けはメーカーなどの事業会社の社債や地方債へと裾野を広げていった。

次に格付けが市場からの信頼を得ていく過程について述べる。米国では1920年の後半には、発行されるほとんどの社債に格付けが付けられるようになったが、投資家の注目度はあまり高くなかった。それを変えるきっかけとなったのが1929年10月の株式暴落を皮切りに起こった大恐慌である。記録によれば、発行残高の三割以上の社債が債務不履行（デフォルト）に陥る中、ムーディーズなどが高く格付けした社債はほとんどデフォルトしなかった。この結果から、格付けは投資家から高い信頼を得るようになった。また60年代には投資家向け情報誌などの出版業だけでは経営が苦しくなり、社債の発行企業から格付け手数料を受け取る時代が到来した。これはムーディーズ社によると、「資本市場が複雑になる一方なので、刊行されている資料だけでは正確な格付けができなくなったからである¹⁾」と述べられており、現在問題視される格付け機関による格付けは中立であるかが疑わしくなる。つまり利益相反の問題が生まれたのである。

¹ 本山美彦（2008）「格付け洗脳とアメリカ支配の終わり」ビジネス社

第2節 格付け機関の問題点

ここから格付け機関に関する問題を考えていきたい。格付け機関の問題点として①格付けの質
②格付け機関の収益構造③投資家の格付け機関に対する過度な依存の3点が挙げられる。

第1項 格付けの質

近年格付け機関による証券化商品への格付けの質の悪さが目立っている。以下の表は S&P 社が 2005 年に米国で発行された RMBS や CDO といった証券化商品の格付けが 2007 年までにどのように推移したかを表したものである。

Table 3a

Original-To-Current Rating Transitions (%)													
U.S. RMBS, CDOs of ABS, and SIV lites for 1Q 2005-3Q 2007 vintages													
Original/current	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AAA	69.33	0.49	4.24	0.29	0.34	2.23	0.22	0.34	2.82	1.18	0.54	3.65	0.47
AA+		60.74	2.28	0.22	0.48	4.29	0.18	0.35	4.25	0.35	0.83	5.12	0.22
AA	0.09	0.21	53.65	0.52	0.50	3.38	0.19	0.78	3.92	0.45	0.33	5.22	0.43
AA-		0.17	0.11	43.03	1.23	2.80	0.28	0.28	3.47	0.34	0.28	4.31	0.67
A+					32.24	1.63	0.54	0.27	3.70	0.16	0.44	4.90	0.05
A			0.06	0.03	0.12	40.57	0.90	0.87	3.18	0.66	0.64	3.96	0.20
A-					0.05		26.84	1.06	3.89	0.65	0.37	3.98	0.37
BBB+								21.61	1.64	1.23	0.77	3.99	0.51
BBB						0.03	0.06	0.03	34.16	0.85	0.88	3.89	0.35
BBB-							0.04			22.20	0.93	2.07	0.24
BB+											11.71	1.06	0.39
BB										0.05		37.05	0.49
BB-													40.94
B+													1.82
B	0.09												
B-													

Original/current	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C	D	# of rtgs	# of down	Dwn (%)
AAA	0.22	3.28	0.54	0.39	1.27	2.16	4.92	1.08	4,082	1,252	30.67	
AA+	0.44	8.58	2.10		7.48	0.04	1.49	0.57	2,285	897	39.26	
AA	0.50	5.98	2.20	0.26	11.01	1.16	7.18	2.06	4,233	1,949	46.04	
AA-	0.17	7.39	1.96	0.22	20.54	1.06	8.23	3.47	1,787	1,013	56.69	
A+	0.44	7.63	0.38		32.52	0.65	11.27	3.16	1,836	1,244	67.76	
A	0.20	6.50	0.20	0.17	21.35	1.10	15.49	3.81	3,461	2,050	59.23	
A-	0.32	3.89	0.65	0.05	30.40	1.34	20.41	5.74	2,161	1,580	73.11	
BBB+	0.31	5.53	0.20		30.52	0.31	23.30	10.09	1,953	1,531	78.39	
BBB	0.56	4.45	0.44	0.09	19.77	1.29	25.74	7.43	3,419	2,247	65.72	
BBB-	0.41	4.80	0.77	0.08	24.15	0.08	29.80	14.43	2,460	1,913	77.76	
BB+	0.29	2.81	0.48		21.39	0.19	35.33	26.33	1,033	912	88.29	
BB	0.22	9.47	0.49		15.94	0.44	25.90	9.96	1,838	1,156	62.89	
BB-	4.70	5.37			18.12		22.15	8.72	149	88	59.06	
B+	67.27	9.09			9.09		3.64	9.09	55	17	30.91	
B	0.09	38.73	0.53		17.78	0.09	30.37	12.32	1,136	694	61.09	
B-			60.42	4.17	4.17	2.08	10.42	18.75	48	19	39.58	
								IG	4.79	27,677	15,676	56.64
								SG	14.60	4,259	2,886	67.76
								ALL	6.10	31,936	18,562	58.12

S&P 社の「Transition Study: Structured Finance Rating Transition And Default Update As Of Sept. 26, 2008」より抜粋

この表を見てわかるとおり、証券化商品全体では 58.12%が格下げされており、最高ランクの AAA を得ている商品でさえ 30.67%が格下げされている。うち 18.52%と投機的要素が強い BB+以下にまで複数ノッチ引き下げられていた。このように格付けを頻繁に変更するようでは、決して情報の非対称性の緩和に格付け機関は役立っていないといえる。

この格付けの質に関して問題となるのは、証券化商品と社債の資産特性の違いを無視した評価をしていたことが問題となっている。証券化商品と社債では潜在リスクが違うのである。それに関わらず、証券化商品と社債を同じモデルで評価してしまえば、証券化商品と社債では格付けの質に違いが出てくる。¹経済学者チャールズ・カロミリスが発表した論文で、Moody's のデータを利用して格付けの信頼性を検証したところ、どの格付け機関の証券化商品に対する格付けも歴史的に信用の置けないものであったと主張されている。実際 Moody's が投資適格格付けの最低ランクである Baa を受けていた CDO の 5 年間の累積貸し倒れ率は 1993 年から 2005 年までで 24%であるのに対し、社債の 5 年間の貸し倒れ率は 2.2%であり、両者の差は 10 倍近くあった。このことから格付け機関は情報の非対称性の緩和に役立っていないといえる。

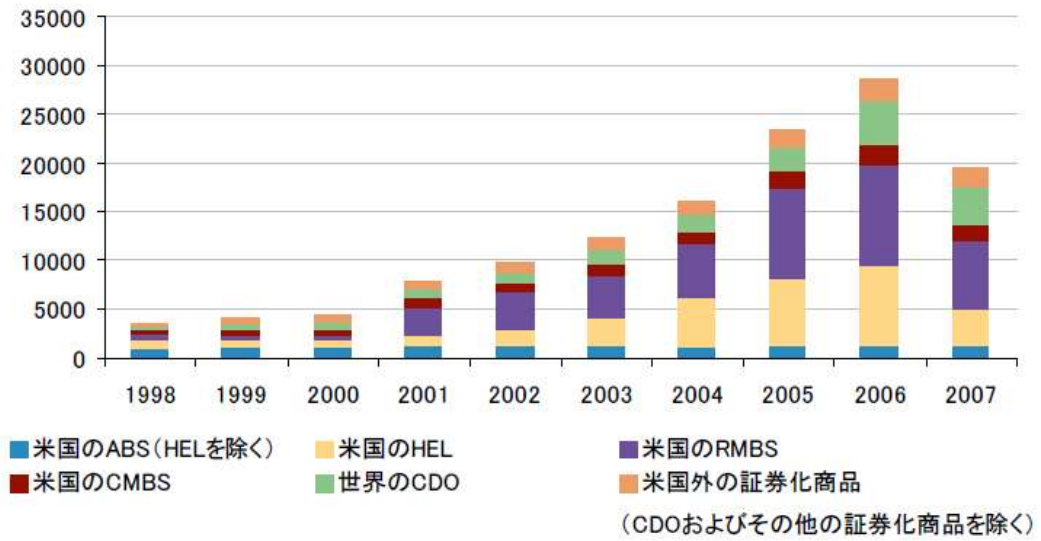
第 2 項 格付け機関の収益構造

格付け機関が格付けを行う際、その手数料はストラクチャードファイナンス商品発行体から受け取っている。発行体はお金を支払いストラクチャードファイナンス商品の格付けをもらい、市場での流動性を高めることができる。この格付けを得るために発行体は格付け手数料を払っているのだが、ここで利益相反の問題が生じる。格付け機関が格付けすることにより、発行体の利益になると同時に、投資家へ商品の正確なデフォルトリスクが提示されなくなる。本来客観的な情報を示さなければならない格付け機関が発行体寄りの情報を流してしまうのである。なぜなら、発行体に有利になるような情報を流さなければ、発行体から格付けの依頼が減ってしまう。実際住宅ローン及び債権保険会社の Radian は、格付け会社 Fitch が Radian 金融保障ビジネスに対して付けた格付けがシングル A 以下であり、他の格付け機関がシングル A の格付けを付与したため、Radian は Fitch に依頼するのを中止した。営利団体である格付け機関にとって、これは収益が大幅に悪化してしまう。2003 年のデータでは、S&P 社の収入源の 75%は格付け手数料である。格付け依頼件数の減少は望ましいことではないため、格付け依頼を増やすために発行体寄りの格付けになってしまい、この収益構造では格付けの質も問われてしまう。

また格付け手数料が高すぎることも問題であると考えられる。証券化商品の格付け 1 件あたり 30 万ドルの手数料が支払われている。その他の債権に関しては 1 件あたり約 10 万ドルの手数料が支払われている。よって格付け機関は証券化商品の格付けを増やし利益を高めていった。さらに証券商品の格付け依頼を求める動きは近年の証券化商品市場の拡大とともに加速していった。下の図を見ると証券化商品市場の拡大とともに Moody's が売上・利益ともに伸ばしていったのがわかる。

¹ Charles W. Calomiris, (2008), The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next,

図表 2A : 証券化商品の格付け付与件数の年次推移



(Moody's Credit Policy 証券化商品の格付け遷移 1983-2007 より引用)



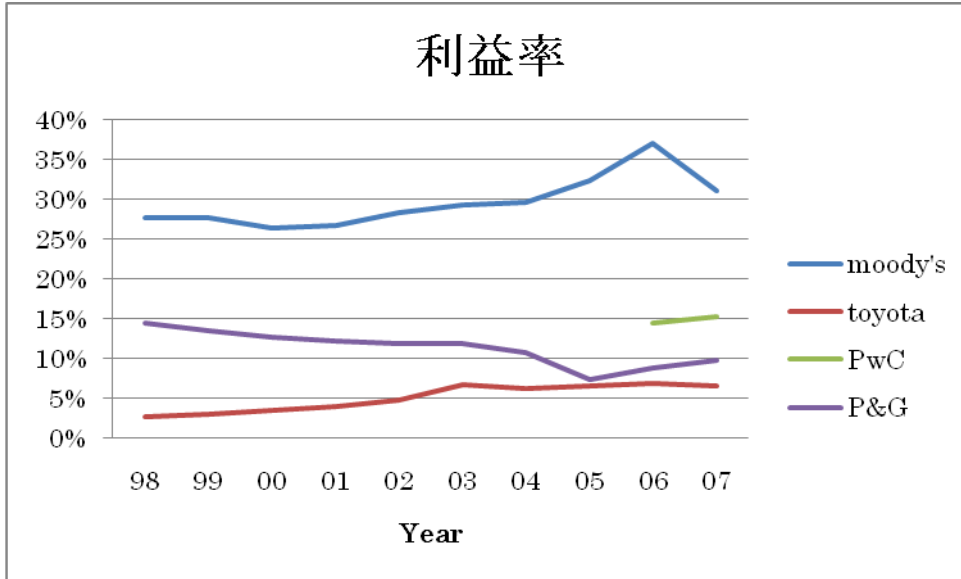
Moody's			
単位: 百万米ドル	売上	純利益	利益率
Dec-98	513.9	142	28%
Dec-99	564.2	155.6	28%
Dec-00	602.3	158.5	26%
Dec-01	796.7	212.2	27%
Dec-02	1,023.30	288.9	28%
Dec-03	1,246.60	363.9	29%
Dec-04	1,438.30	425.1	30%
Dec-05	1,731.60	560.8	32%
Dec-06	2,037.10	753.9	37%
Dec-07	2,259.00	701.5	31%

データ提供元: ロイター、MSN マネーから抜粋

ここで利益率に注目するとこの10年は30%前後を推移している。この利益率30%というのは企業としては異常なほど高い数値である。下の表では業種の異なる企業の利益率とMoody'sの利益率を比較した表である。

	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07
moody's	28%	28%	26%	27%	28%	29%	30%	32%	37%	31%
toyota	3%	3%	4%	4%	5%	7%	6%	7%	7%	7%
PwC									14%	15%
P&G	14%	14%	13%	12%	12%	12%	11%	7%	9%	10%

(注) PwCについては1999～2005年までのデータは見つからないため、空白とした



世界最大の消費財メーカーP&G、日本の優良企業トヨタ、格付け機関のように利益相反の観点から批判されることがある監査法人の代表 PwC の4社の利益率を比べるとわかるが、Moody'sの利益率は異常に高い。これは格付け産業がMoody'sとS&Pの2社による寡占状態となっており、格付け手数料が独占価格となっているため、利益率が高いのである。

第3項 投資家の過度な依存

3つ目の問題点として、格付け機関と発行体との間でのみに流れる情報にアクセスできるため、格付け機関が発行する情報は、市場に大きな影響力を持っていた。言い換えれば、投資家が格付け情報のみを目安に投資してしまう構図が生まれてしまうのである。実際歴史を振り返ると、格付け機関は1920年代の世界恐慌にて信頼を得ている。さらに近年では証券化商品という信用リスクの計算が難しく複雑な商品が流通しはじめたため、格付けのプロと呼ばれる格付け機関の情報のみを頼りに投資している風潮が存在した。本来ならばリスクの高い商品であったサブプライムローン関連の商品を、投資家は格付けに頼りすぎていたため、多くの投資家が商品を買って、現在のような状況に陥ってしまったのである。

また、格付けとはそもそも信用リスクのみを評価しており、流動性リスクやボラティリティー・リスク（価格変動リスク）は考慮していない。このことは格付け機関も公表していることだが、投資家はそのことをあまり考慮せずに、信用リスクのみで評価された格付けを投資基準としていたのである。

第3章 政策提言

私たちは、現在の金融システムにおいて、証券化手法と格付け機関は欠かせない存在であると考えている。証券化することによって、オリジネーターに集中したリスクが分散でき、原資産の流動性も高められている。格付け機関も社債などの一次的な証券化商品に対しては比較的正確にリスク評価ができています。ある程度流動性の向上や金融の活性化に貢献しているといえる。しかし、第一章と第二章でも述べてきたように、現在のような証券化と格付け機関の在り方では、大きな問題点を掲げている。

より健全な金融市場システム構築のために、以下3つの政策提言をあげたい。

まず一つ目は、格付けできる証券を規制するということである。具体的に述べると、複数回証券化を繰り返した商品に関しては格付けしてはいけないというようにすればよい。

格付けの存在意義を考えてみると、投資家が商品に対する評価のある程度の目安を手に入れられることにより、商品の流動性が増すということが挙げられる。しかしこれは、格付けが間違っていた際に、危険な商品が市場に広まることを助長することになる。

実際にデータを見てみると、債権や一次的な証券化商品の場合は格付けのデフォルト率も格下げ率は非常に低い。つまり正しい格付けが行えているということである。しかし、SFCDO など複数回証券化を繰り返した商品に関しては格下げ率が高い。これは格付け機関が証券化を繰り返した複雑な商品に対し、格付け能力を持っていないということを意味する。格付け機関は自らの格付け能力の範囲内でのみ格付けを行うべきである。

またこの規制が投資家に対して持つ意味としては、もし証券化を何度も繰り返した商品が欲しいならば、自分でその商品の情報を得て購入するか判断すべきだということである。複雑な商品が欲しいならば、自らその商品を調べ、自己責任に基づいて購入する姿勢が求められる。

さらにこの規制により、もし証券を発行する側が証券化を繰り返した商品を売りたい場合に、発行側は格付け機関に代わって投資家に対し商品の情報を説明しなければいけないため、販売者に情報開示責任の達成も期待できる。

ここで、格付けが無くなることにより証券化商品の流動性が低下し、複数回証券化を繰り返した商品の取引が停止するのではないかという意見もある。私たちはそのような証券化商品の適正価格及び存在の必要性は市場の判断に任せるべきだと考える。発行側が商品を売りたいのであれば、自ら商品の情報を開示し、投資家に信頼されるように努力するべきである。投資家も商品を購入したいのであれば、自らのリスク評価や判断に基づいて証券化商品を売買するべきである。これにより、十分な情報が開示され、リスクと価格の間の均衡点が成り立ち、適正価格が決定されると考えられる。企業の情報開示ならびに投資家自らによるリスク評価を行っても売れない証券化商品が存在すれば、それは市場では必要ない商品であると判断していることになり、そのような商品はそもそも市場に流通すべきではないということになる。

二つ目は、格付け手数料を企業のみが支払うシステムを止め、代わりに手数料の一部を投資家が負担するシステムにすることである。これにより、格付け機関と企業間に存在する利益相反の問題が緩和できると考えられる。

そもそも格付け機関は手数料を得るために企業という顧客が必要であるので、その格付けは甘くなりがちになる。なぜなら、企業は自らが発行する証券の信頼を増すために格付けを依頼するので、低い格付けを得ても意味は無く、その結果低い格付けをする格付け機関には格付けを依頼しなくなるからである。この結果、格付け機関は投資家にとって望ましい格付けを行うよりも、企業が喜ぶ格付けを行うインセンティブが生じる。

しかし、ここで投資家からも代金を受け取るシステムになれば、格付け機関は投資家に対しても責任を負うようになる。これにより利益相反の問題は緩和すると考えられる。さらに、投資家に提供する格付け情報に対しての責任が重くなることで、格付けが間違っていた際に投資家に対して言い逃れできなくなる状況が生じるため、格付け情報の質の向上も期待できる。

もちろん、代金の全額を投資家から徴収すれば、利益相反の問題は完全に解決できると考えられる。しかし、格付け機関の歴史で述べてきたように、企業や金融商品の数が非常に多い現在では、投資家用定期購読ベースの格付けサービスなどといった出版業による料金徴収システムでは格付け機関の経営が成り立たないのも事実である。

この政策提言を実行するにあたり、格付け手数料を下げる必要がある。なぜなら、現在の格付け手数料では、格付けする際に投資家の存在を無視できないほどの割合を徴収するのは不可能である。投資家にもある程度の割合を負担させるために格付け手数料の絶対値を下げる必要がある。同時に、絶対値だけ下げて、格付け手数料の投資家負担割合 1%、発行体の負担割合 99% というような投資家を無視できるような存在にしないため、投資家の負担率を公的機関が決定する必要がある。格付け機関は登録制であるため、公的機関の監督権限を強めることによって、投資家の負担率を決定することができるようにする。

絶対値を下げるためには、格付け機関の数を増やし、価格競争を引き起こす必要がある。これは政策提言の三つ目で述べたいと思う。

3つ目は、格付け機関の数を増やし、格付け機関の間で競争を導入することである。格付け機関は、市場の特性上、寡占化しやすいと言われている。現在世界に 150 くらいの格付け機関が存在しているが、そのうち僅か 7 社¹が SEC によって公式に認定されている。公式に認定される格付け機関を増やし、格付け機関の間で競争を導入する。競争を導入することによるメリットは、以下の 3 点である。

まず 1 点目は新規の格付け会社の参入によって、格付け手法の発展や、新たなリスク評価モデルができることである。現在の格付け市場は、寡占状態であるため、新たな格付け手法が生じにくい状態となっている。新規の格付け会社は新たな格付け手法をもたらしてくれる可能性が高く、それによってより精度の高い格付けモデルを模索することができる。

2 点目は競争によって、一部の格付け機関による独占的な価格支配行動を阻止することができることである。第二章でも述べてきたように、格付け機関の利益率は他の企業と比較して、異常に高い数値を示している。現在の価格は適正価格ではないと考えられる。競争の導入により、価格競争が引き起こされ、格付け手数料は適正価格に近づくことが期待できる。

3 点目は、投資家が投資する際、複数の機関による格付けを比較することができることである。複数の格付け機関による格付けがあるため、発行体が格付け機関に対して格付けを甘くする圧力をかけることを困難にし、投資家保護に繋がると考えられる。

これらの政策を実行することにより、格付け機関は今後もビジネスを続けていくことが可能になり、金融市場はより完全な市場に近づくと私たちは考える。

¹ Moody's・S&P・Fitch は 3 大機関で、保険業界スペシャリストの A.M.Best、カナダ専門 Dominion Bond Rating Service、そして日本の債券格付け会社の 2 社である

参考文献・データ出典

《参考文献》

- ・ 江川由紀雄(2007)『サブプライム問題の教訓:証券化と格付けの精神』商事法務
- ・ 鈴木隆、早川好寛、久保吉生(2003)『事例でわかる「格付け」のしくみ』中央経済社
- ・ 日本格付研究所 編(1996)『ゼミナール格付け 信用審査と実際(第二版)』東洋経済新報社
- ・ 本山美彦(2008)『格付け洗脳とアメリカ支配の終わり』ビジネス社
- ・ 木下正俊(2004)『私の「資産流動化」教室—健全な市場のための資産流動化論』西田書店
- ・ Charles W.Calomiris,(2008) 『The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next』

《データ出典》

- ・ 『Pricewaterhouse Coopers』 <http://www.pwc.com/>, 最終アクセス日2008年11月17日
- ・ 『MSN マネー』 <http://money.jp.msn.com/>, 最終アクセス日2008年11月17日
- ・ Julia Tung, Richard Cantor, Nicolas Weill, David Rosa, 増岡 三輝, 関 雄介『Moody's Credit Policy 証券化商品の格付け遷移1983-2007』
<http://www.moodys.co.jp/Pages/Redirect.aspx?Type=sfcompliance docs&Id=sf238>,最終アクセス日2008年11月17日
- ・ Erkan Erturk, Thomas G Gillis 『Transition Study: Structured Finance Rating Transition And Default Update As Of Sept. 26, 2008』
http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/media/subprime_weekly_sf_092608.pdf, 最終アクセス日2008年11月17日