

証券格付けの将来

江口 裕典

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 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

第1節 証券化に関する政策

第1項 新システムのメリット

第2項 新システムのデメリット

第3項 新システムと「債務保証」、「CDS」
との違い

第4項 金融機関の変化による対象

第2節 格付けに関する政策

第1項 格付けの質の面から考察

第2項 収益構造からの面からの考察

第3項 投資家の過度の依存からの考察

まとめ

はじめに

サブプライムローン問題によってさまざまな問題があらわになった。サブプライムローン問題の根本的な問題はアメリカ住宅市場・不動産バブルの崩壊と考えられているが、なぜこの問題がアメリカ国内のみならず、世界に影響を及ぼすことになったのだろうか。このようになった要因としては二つのことが関与している。

証券化

証券は債権を証券化したものであり、流動性が乏しい資産に流動性を与え、資金調達を容易にしたり、リスクを分散化できる。さらに、最新の金融工学を用いて、投資家のリターン・リスクのニーズに応じた証券化商品も開発が可能となった。また、証券化によってリスク分散できるメリットがある一方で、サブプライムローンのように原資産価値が下落したときには予想ができないような影響が波及する場合がある。

それにこの証券化商品は複数の原資産をプーリングするために、商品自体に含まれる資産のリスクが把握しづらくなっている。投資家自身ではリスクを計算できないほど複雑なのが証券化商品の特徴である。よって、投資家は証券化商品に投資をする際に格付け機関が付与する格付けに依存することになった。

格付け機関による格付け

格付け機関による格付けはある程度情報生産に貢献し、証券の流動性を高めることに寄与している。しかし、サブプライムローン問題の時のようにサブプライムローン関連の住宅ローン担保証券を大量格下げを行うことにより、商品価格が下落して、事実上取引停止してしまい、評価価格ができなくなってしまう。このようにサブプライムローン問題が深刻と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、格付け機関の格付け評価能力に対する疑念の声やサブプライムローン関連証券の格付けを高くして売りやすくするためにしたのではないかという疑念の声も上がっている。

この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で、大きな問題も抱えていると考える。そこで、私は証券化と格付け機関の問題点を分析し、より健全な市場形成のためにはどのような政策を行うべきかを検討して行きたいと思う。

第1章では証券化の概要、メリット・デメリットについて述べ、そこから証券化の根本的な問題点について考察する。

第2章では格付け機関に焦点を当て、どのようにして格付け機関が発足し、信頼を得るようになったかの経緯を振り返り、そのなかから問題点を考察したいと思う。

第3章では、第1章と第2章で分析したことを踏まえて政策提言したいと思う。そ

第1章 証券化

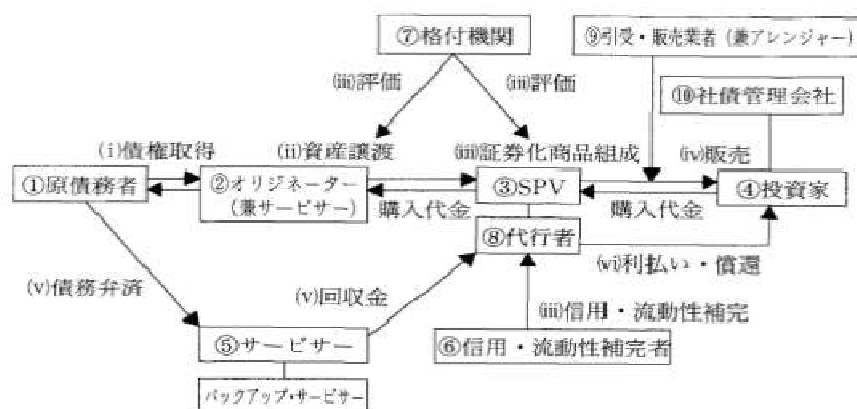
第1節 証券化とは

ここで本論文中においての用いる「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、銀行借入れを中心とする間接調達から、株式や社債など証券発行による資本（証券）市場調達に移行して行く現象である。すなわち、「間接金融から直接金融へ」の移行である。

この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）の証券化を指す。

簡略していうと、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）に譲渡して、SPV がその資産が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。今回で論じていく証券化とは狭義の意味での証券化である。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。将来にキャッシュフローを生み出すもの）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をしてもらい、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

証券市場が発展していったのは証券化を行うことによりオリジネーターと投資家に支払い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述べたい。

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によって貸借対照表（バランスシート）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、総資産利益率や自己資本比率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なに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では、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もら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、不動産を保有すること自体にリスクとなるが、不動産をオフバランスにしていれば資産保有のリスクを回避することが可能になる。さらに不動産の価値は一定水準以下に下落と減益会計の対象となるのがオフバランスに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ある。

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の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保有しているにもかか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によってオリジネーターよりも低金利で資金調達をすることができる可能性がある。そして、このことを考慮してさらに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

①資産の流動性の向上...資産の流動性が増すことがなぜ重要なのかを考察する。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、売却したしてから代金を得ようとするある程度時間がかかる。さらに不動産の場合、強引に売り急ぐと買い叩かれる恐れもある。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できるようになる。

②不動産への投資リスクの軽減—現物資産に投資する場合、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投資リスクを分散させることは難しい。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の結果として投資リスクを分散することが可能となる。

③投資対象の多様化—そもそも格付けもなく流動性も乏しい不動産ローンを証券化することにより格付けがあり流動性が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違ったリスク・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も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倒産隔離による投資家の保護—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り、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SPCの保有する不動産には権利を主張できないことを意味する。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、投資家からすると地震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ということは、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いいということである。

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を発展させた要因である。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。不動産を証券化して流動性を与え市場にでまわるようにすることによって、銀行が債券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、リスク分散が可能となる。

しかし、当然のことながらメリットだけで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が持つデメリットを露呈させた。よって、次に証券化商品が持つデメリットを挙げて行こうと思う。

第3項 証券化のデメリット

①「複雑性—そもそも商品設計が複雑な上、証券化を繰り返すことによって、何を元に証券化された商品なのか投資家に分かりづらくなる。この複雑性が投資家が自身の判断で商品の資産価値を見極め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依存する傾向にある。

②リスク拡散—これはメリットのところであげたリスク分散ともとれる。この市場からすると、複雑さによる証券化商品の価値判断難しさという1つ目のデメリットと合わさり、証券化商品として広く市場に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怖さが存在している。

③流動性の低さ—証券化商品が複雑ということもあって、その仕組みを理解している人が少ないという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。

①から③までを見てみると証券化商品の複雑性に起因するデメリットであるということがいえる。そしてメリットのリスク回避とデメリットのリスク拡散も紙一重であるということがいえる。

すなわち、メリットは投資家たちが証券化商品の特性をよく理解し、市場条件も理想的であった場合にはメリットとなる。しかし、そうでなかった場合は逆にデメリットとなる危険性がある。

この問題を解決するためには情報開示であると考察する。ここでいう情報開示とは単に投資家が情報を手にいれられる環境を整備するということではなく、その情報が投資家にとっても意味や内容を正確に理解できるものであり、手にい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いえるだろう。

しかし、現在はまだそのような環境の整備は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格付け機関に対する情報開示を行っても、ディーラーや一般企業といった市場への情報開示は積極的ではない事も多い。これには情報開示には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が持つ複雑さや、情報の少なさということから、投資家は証券化市場に参加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

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ったためである。これは投資家か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。これが債券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「**Mood's Analysis**」は鉄道債の信用力の違いが「誰にでも」「一目で」「簡単に」わ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その野を広げていった。

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点があげられる。

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かが目立っている。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 dwn	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

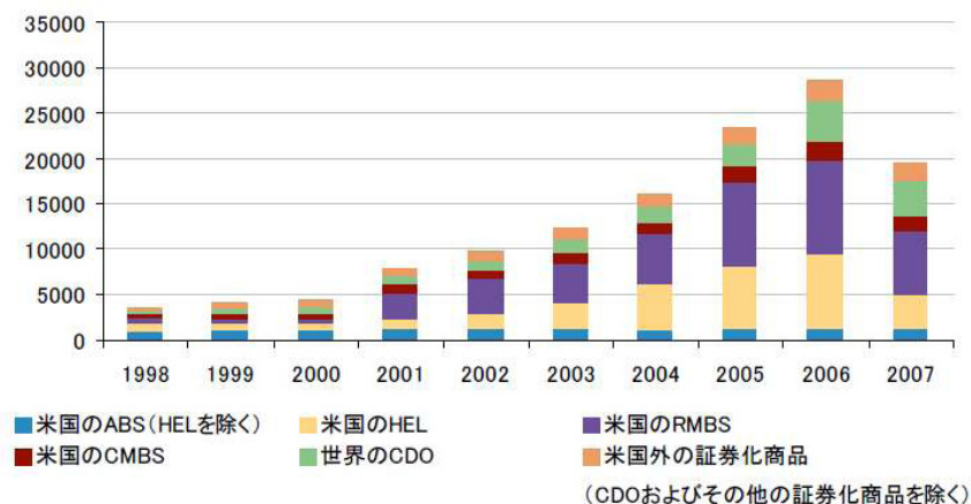
この格付けの質に関して問題となるのは、証券化商品と社債の資産特性の違いを無視した評価をしていたことか『問題となっている。証券化商品と社債で『は潜在リスクか』違うのて『ある。それにも関わらず』、証券化商品と社債を同じ『モデルで』評価してしまっは、証券化商品と社債で『は格付けの質に違いが出てくる。』経済学者チャールズ・カロミリスが発表した論文で、**Moody's** のデータを利用して格付けの信頼性を検証したところ、どの格付け機関の証券化商品に対する格付けも歴史的に信用の置けないものであったと主張されている。実際 **Moody's** が投資適格格付けの最低ランクである **Baa** を受けていた **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

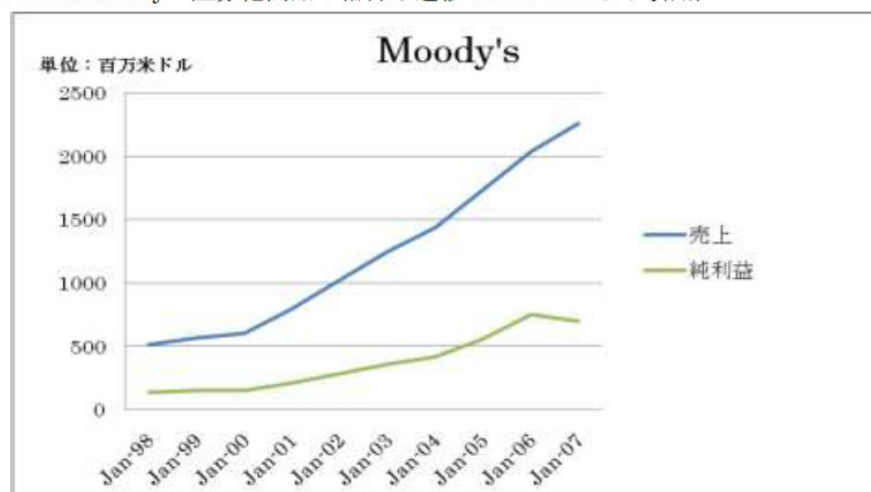
格付け機関が格付けを行う際、その手数料はストラクチャードファイナンス商品発行体から受け取っている。発行体はお金を支払いストラクチャードファイナンス商品の格付けをもらい、市場での流動性を高めることができる。この格付けを得るために発行体は格付け手数料を払っているのだが、ここで利益相反の問題が生じる。格付け機関が格付けすることにより、発行体の利益になると同時に、投資家へ商品の正確なフォルトリスクが提示されなくなる。本来客観的な情報を示さなければならぬ格付け機関が発行体寄りの情報を流してしまうのである。なぜなら、発行体に有利になるような情報を流さなければ、発行体から格付けの依頼が減ってしまう。実際、住宅ローン及び債権保険会社の Radian は、格付け会社 Fitch から Radian 金融保障ビジネスに対し付けた格付けがシンクフル A 以下であり、他の格付け機関がシンクフル 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。

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)



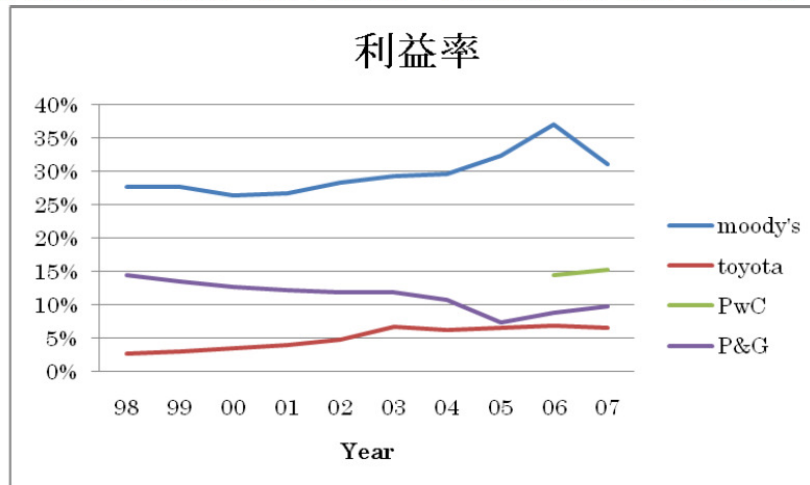
Moody's			
単位：百万米ドル	売上	純利益	利益率
Dec-98	513.9	142	28%
Dec-99	564.2	155.6	28%
Dec-00	602.3	158.5	26%
Dec-01	796.7	212.2	27%
Dec-02	1,023.30	288.9	28%
Dec-03	1,246.60	363.9	29%
Dec-04	1,438.30	425.1	30%
Dec-05	1,731.60	560.8	32%
Dec-06	2,037.10	753.9	37%
Dec-07	2,259.00	701.5	31%

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%	30%
toyota	3%	3%	4%	4%	5%	7%	6%	7%	7%	7%
PwC									14%	
P&G	14%	14%	13%	12%	12%	12%	11%	7%	9%	

(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』
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』流通しはし『
めたため、格付けのフ『ロと呼は』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『フ』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』商品を買ひ、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、流動性リスクやホ『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
ることた『か』、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

私は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ていたリスクが分散でき、原資産の流動性も高めることができる。格付け機関も社債などの一次的な証券化商品に対して比較的に正確にリスク評価できていると思われる。そして、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1章と第2章で述べてきたように、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を抱えている。より健全な金融市場システム構築のために証券化と格付けの二つの政策提言をしたい。

1 節 証券化に対する政策提案

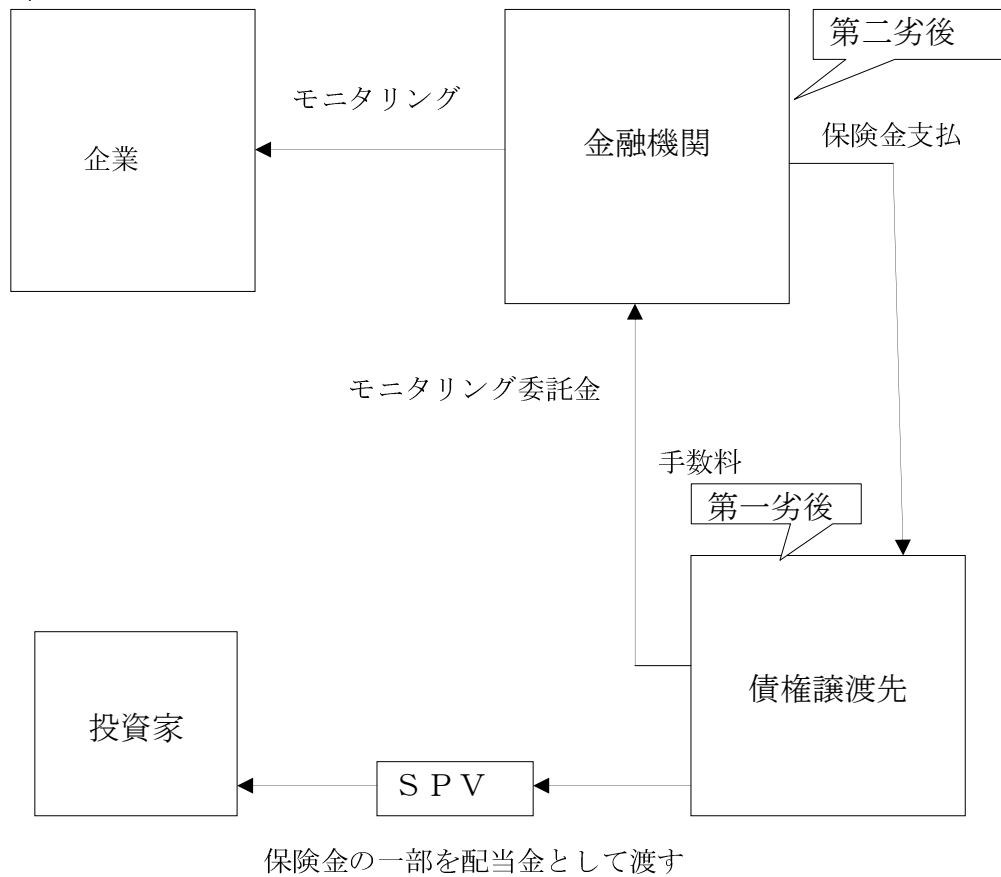
資産流動化・証券化の際には、ハード情報の譲渡は容易にできても、企業と金融機関との間で長期にわたって構築したソフト情報を譲渡することは、ソフト情報の定義からして困難である。そのため、金融機関は情報の非対称性を利用して、ソフト情報で問題があると判断している債権に対してモニタリングを強化するなどの行動をしないまま他のプレイヤーに譲渡してしまうため、金融機関の努力インセンティブの低下というモラルハザードを生じさせている。

以上を踏まえ、我々は問題の解決方法として、現状の証券化スキームを活用しつつも、金融機関に新たなリスクを負わせることで、金融機関に努力インセンティブを高めることができれば、証券化のメリットを享受した上で効率的な資産流動化・証券化が達成できるものと考えている。

そこで私は、現状の証券化スキーム（以下、新スキームと呼ぶ）の中に、「保険金」と「手数料ビジネス」を複合させた仕組みを導入した新しい証券化スキームを提示することで、上記の問題の解決をはかりたい。この新スキームにおいて、「保険金」は、現状での金融機関の過度なリスク分散を抑制するために、新たなリスクを負わせるという方法をとることで、努力インセンティブを引き出そうとする仕組みである。一方、「手数料ビジネス」は、金融機関にリスクを負わせたことで、金融機関が証券化を選択しない可能性が生じるため、それを防ぐために新たな魅力を金融機関に付けることで、金融機関が証券化スキームの中にとどまるようにする仕組みである。以下、この新スキームを説明し、それが上記の問題の解決になっていることを示す。

証券化システムに関しての政策である。まず債権譲渡先は金融機関に対してモニタリング業務委託金と手数料を支払い、金融機関はモニタリング業務委託金を全額モニタリング費用に使用し、企業をモニタリングする、という契約である。企業がデフォルトした際には、金融機関のモニタリングが怠ったとみなされ、金融機関は債権譲渡先に対して保険金を支払う、という契約である。保険金が支払われた際に、そのマネーの一部を配当として投資家、債権譲渡先、金融機関の順で優先劣後構造をとる、という契約をするというものである。

新スキーム



第1項 システムの新メリット

まず、企業の視点について述べる、現行のシステムでは企業のソフト情報を持たない債権譲渡先が企業をモニタリングするため、企業はモニタリングの不十分さを利用し、モラルハザードを引き起こす可能性があると考えられる。しかし、新スキームにおいては、モニタリングを長期的に構築された信頼関係にある金融機関がすることで、適切なモニタリングによるモラルハザード発生の防止につながり、また企業はモニタリングが適切であることで、現行よりもさらに円滑に経営を進めることが期待できる。

結果、金融機関との関係の存続が可能となり、またソフト情報を債権譲渡先に渡す必要がなくなるため、経営者の心理的損失を解消できる。

次に金融機関の視点について述べる。金融機関はモニタリング業務委託金を債権譲渡先から得るため、モニタリング費用はかからずに企業をモニタリングすることが可能となる。また債権譲渡先から手数料を得ることも出来るため、新しい手数料ビジネスとして運用することが可能となる。そして、金融機関がモニタリングを代行することにより、企業との長期的に構築された信頼関係を切らずに済むうえ、債権譲渡先に企業のソフト情報を渡す義務はなくなるため、大切な顧客情報（企業のソフト情報）の流出を防ぐことができる。これは、金融機関のソフト情報獲得能力を重視している金融機関の株主にとっても望ましい行動といえる。また、企業が破綻したときのリスクを金融機関が被る構造になっているので金融機関の直面するリスクが大きくなっているように見えるが、金融機関は債権譲渡先から(モニタリング委託金の多寡を通じて)の規律付けを受けて行動が効率化しているため、金融機関が直面するリスクは均衡系路上では小さくなっている。

次に、債権譲渡先の視点について述べる。上記の企業と金融機関の視点で述べたように、両者の長期的に構築された信頼関係を利用することで、現行のシステムよりもデフォルトリスクが減少することが期待できる。その結果、劣後収入の期待値が上昇することに繋がる。また、たとえ企業がデフォルトした場合であっても、金融機関からの保険金によって損失を補填できるため、現行のシステムよりも損失を軽減することが可能となる。

最後に、投資家の視点について述べる。新スキームの下では上記のように金融機関のモニタリング水準が上がるので、企業のデフォルトリスクが減少する。また、たとえ企業がデフォルトした場合であっても、金融機関からの保険金が配当として流れてくるため、現行のシステムよりも損失を軽減することが可能となる。よって、現行のシステムよりも安定的な配当が期待でき、結果としてより投資に積極的になるものと予想される。

第2項 新システムのデメリット

新スキームを適用することでのデメリットは、おもに金融機関と債権譲渡先に新たなリスクとして現れる。以下、金融機関と債権譲渡先に分けて考察する。

まず金融機関にとってであるが、金融機関は第二劣後債保有の他に、保険金支払リスクという新しいリスクを負うことになる。しかし、モニタリングを企業と密な関係にある自身が行うため、現状のシステムよりもよりの確に企業のソフト情報を把握することができ、それがかえって自身の保険金支払リスクを軽減することにつながる。また、リスク軽減と並行して、手数料ビジネスにさらに確実性を持たせることが可能となっている。

次に債権譲渡先にとってであるが、債権譲渡先は金融機関に対して一定の手数料を金融機関に支払うという新しいリスクを負うことになる。しかし、金融機関の的確なモニタリングが期待できるため企業のデフォルトリスクは低下すると考えられるので、手数料の損失の代わりにデフォルトリスクの低下という対価を受け取ることは、リスクが債権譲渡先にとってメリットと変化するものであると考えられる。

第3項 新システムと「債務保証」、「CDS」との違い

ここで我々の新スキームは損失補償を行っているという面で「債務保証」と「CDS」に類似した面があるため、違いを整理しておく。

まず「債務保証」と新スキームの違いについて述べる。「債務保証」とは、債務者Aに債権者Bが貸付を行う場合、債権者Bは貸し倒れリスクを負う。しかし、保証人Cが債権に対して保証を行うことで、もし債務者Aがデフォルトした場合に、保証人Cが貸付金全額を債権者Bに返還し、債権は保証人Cが負うこととなり、債務者Aは保証人Cに返金していくことになる、という仕組みである。このとき債権者Bは保証人Cに対して、每期保証料を支払う義務が発生する。

新スキームとの違いは、保証人Cは債務者Aのソフト情報を持ち合わせている可能性が低いことである。その場合、デフォルトリスクの算出が不確実性を持っていると想定できる。それに対して新スキームの場合、企業と金融機関の間には長期で構築された情報共有があるため、よりリスクに対して的確な算出が出来ると考えられる。

次にCDSとの違いについて述べる。CDSは、債務者Aに債権者Bが貸付を行う場合、債務者Aはデフォルトリスクとデフォルトリスクへの備えを保有している。そのデフォルトリスクへの備えを市場で売買の対象にし、売り手と買い手の間でCDS契約を結ぶ、という仕組みである。「債務保証」とは違い、売り手・買い手ともにA・Bとは無関係であるため、債権の移動などは発生しない。

新スキームとの違いは、CDSは市場を介している点である。CDSの問題として、売り手と買い手が多数存在するために、リスクの所在が不明確に陥ってしまう点であり、先のサブプライムローン問題もこの点が大きな問題として取り上げられている。一方、新スキームは、金融機関と企業との間の相対的な取引の関係を維持したままであるため、リスクの所在がはっきりし、またそのリスクの大きさも把握しやすいと考えられる。

以上の考察より、我々の新スキームの下での損失補償のほうが、ソフト情報がある下での証券化スキームにおいては、各経済主体のインセンティブを効率化することにつながっていると考えられるので、資金配分を円滑に行えると考えられる。

第4項 金融機関の変化による対象

新スキームの新しい三つの契約が成立することで、金融機関はどのように変わるのだろうか。債権が優良である場合と優良でない場合の二つのケースで検証する。

まず、債権が優良なものを債権譲渡先に譲渡し証券化する場合について考える。この場合、企業は安定的に利益を出すことが見込まれるため、金融機関は積極的に証券化を行う。理由として挙げられるのは、手数料ビジネスと保険金支払リスクの関係である。安定的な利益が見込めるということは、デフォルトリスクが低いということであり、さらには金融機関の新しいリスクである保険金支払リスクも低いということになる。つまり通常の貸付けよりも手数料分多く収入が期待できるため、金融機関は積極的に証券化を行うと考えられる。

次に、債権が優良でないものを債権譲渡先に譲渡し証券化する場合を考える。この場合、企業は利益を出すことが困難であるため、金融機関は証券化を行いたい新しいシステムの方法では証券化を行わない。理由として挙げられるのは、上記の例の反対となるからである。金融機関は保険金支払リスクを恐れて、新しいシステムの方法では証券化を行わないだろう。

この二つの検証から出される結論は、新しいシステムを導入した市場では優良でない債権が出回ることが少なくなるため、市場の健全化が見込まれるということである。さらに、それぞれのリスクは相乗効果が見込まれるために、デメリットのメリット化が期待できる。

従来の証券化スキームが持つ脆弱性は致命的欠陥であると考えられていたが、新スキームにおいて、その脆弱性である「情報の非対称性」、「リスクの所在の不明格化」、「各プレイヤーのモラルハザード」その全てを防ぐことができるものである。

また、企業間の売掛債権などの他の証券化スキームにも応用可能であり、汎用性・柔軟性の高さが認められるため、証券化市場に大きな変革をもたらすものであると考えられる。

第2節 格付けに関する政策

次に格付けに関する政策を提案したい。その方法は格付け機関の数を増やし、寡占市場である格付け市場に競争性を持たせるというものである。具体的にはNR SRO登録制度を簡素化または廃止することによって三大格付け会社以外の格付け機関の市場参入を促すことである。

NR SROとは「Nationally Recognized Statistical Rating Organization」の略称で訳すると「全国的に認知されている統計的格付け機関」という意味である。米国証券取引委員会（SEC）が登録を認定した格付け機関のこと。格付け機関は債券をはじめとする金融商品の信用力（投資適格性）について分析・評価し、記号や数値で格付けを示す。2012年10月時点では10社程度が登録。S&P、ムーディーズ、フィッチに代表される大手をはじめ、日本からは日本格付研究所（JCR）も登録している。

NRSROとして登録されるには各種の条件をクリアする必要があるので、一旦認定されると格付け機関としての信用力に一種のお墨付きを得ることになるが、2008年の金融危機の引き金となった米国のサブプライムローン問題では、大手格付け機関が関連金融商品へ高格付けを付与していたことが社会的な問題となった。その点ではNRSROとしての認定が格付けの正当性を保証するものではない。

このNR SRO制度を廃止することによって競争性を高めることができると考える。

第1項 格付けの質の面から考察

先ほども述べたようにサブプライム関連証券化商品は社債などの債券の格付けよりもリスクの所在が分かりづらいことや、格付の困難さに格付けのリスク評価が正しくおこなわれていない可能性があるという指摘されてきた。

この政策によって格付け会社の数が増えることによって投資家はこれまでよりも多くの選択肢の中から情報を得ることができ、格付け会社も新たなリスク評価の手段の発見や分析アナリストのリスク評価の質の向上にもつながると考えられる。

第二項 格付け会社の収益構造の面からの考察

2章の第2項で述べたように格付け機関はその社会性の大きさから、信用格付け業務の独立性・客観性を常に確保し、それらを損なわせる可能性のある行為や関係等を避けることが求められている。しかし、格付け機関としては顧客から手数料をもらって格付け業務を行う以上、その格付けに忖意性が働く余地も存在する。それに証券格付けは債券格付けと違い格付け会社と組成者との距離が近いという理由もあり、格付けの中立性が害されやすい条件であるといえる。

その点でNR SRO認定制度を廃止して、格付け会社が新規参入しやすくなると、発行体が発行体の都合のよい格付けをする格付け会社を選んで回る「格付けショッピング」を行われる可能性があるとの指摘がある。しかし、発行者に対して証券化商品に関する関連情報を公表し、これによって、投資家及びほかの格付け会社が当該発行体と格付け付与の契約を行った格付け会社とは独立した分析ができるよう、働きかけを義務化することによって証券化商品に対する新たな分析の発展の可能性を広げることにつながると考える。加えて、格付け機関の利益率は他業種の企業に比べてはるかに高く適正価格ではない可能性がある。ここに競争が生まれることによって価格競争が発生し、手数料が適正価格になると考えられる。

第3項 投資家の過度の依存についての考察

この問題に関して、投資家は証券化商品に対して格付け機関の情報をうのみにして自身でのリスクを判断することを行わずに投資を行ってしまっていたということがある。

まずは投資家のリスク評価能力の面から述べる。投資家は開示された情報を投資判断に生かす能力が欠如していたということがあげられる。投資家が格付け情報だけに投資判断を求めるのではなくほかの開示されている情報も駆使して正確に証券化商品のリスク判断ができるよう努める必要がある。

もうひとつ投資家のリスク認識をゆがませてしまった背景は「証券化」という金融技術に対する過大評価である。これまで述べてきたように証券化には金融機関に集中してしまうリスクを投資家に薄く広く分散でき、投資家のリスク選考に合わせて切り分けられるというメリットがある。このことが投資家に商品のリスクではなくリターンの方にばかり目を向けさせてしまい、「証券化商品に投資すれば必ずもうかる」という風潮をかもしていた。証券化商品はリスクがないうえに確実にリターンを得られるといった誤った認識が証券化商品への投資加熱を招いたと思われる。

先ほど述べたように投資家は格付け機関の格付け情報に対して過度に依存していたことが問題である。この問題に関しても、NR SROをなくして格付け機関の競争を促すことが有効であると考ええる。

まず、投資家の情報に対するリスク評価能力の面から述べると①これまでよりも多くの情報を得ることができるということ②競争が生まれることによってこれまでになかった格付け手法の発見などのリスク評価技術の向上が期待できさらに多くのそして新しい情報を得ることの可能性が増える。このことによりその情報やそのほかの情報を使い投資家が投資判断をすることができるようになると考える。

そして、先ほどと同じように証券化商品に対しての投資に関する投資家の意識という面でも投資家がこれまでよりも多くの情報を取得でき、よりよい投資判断ができることが期待できる。しかし、なによりも投資家自身が証券化商品のリターンばかりを求めるのではなくリスクに対する正しい認識を持つことが一番重要であると考ええる。

投資家が格付け機関の格付け情報を鵜呑みにするのではなく、情報を取捨選択することによる投資が投資家のリスク評価能力の向上を促し、格付け機関の証券化商品のリスク評価の質も向上すると考える。

まとめ

これまで証券化と格付け機関の問題とその問題点について述べてきた。

証券化は流動性に乏しい原資産を証券化することによって流動性を高めることによってリスク分散させることを可能にした。しかし、サブプライム関連証券化商品のように証券化を繰り返すことによりもとのリスクがどの程度のものなのかが分からなくなり、サブプライム問題のように市場にショックを与えたときに、想像していたよりも広範囲にまでショックが及ぶようになり、流動性を低下させてしまう結果となってしまった。

このようなことがまた起こらないようにするために新スキームを提案する。現状の証券化スキームの中に、「保険金」と「手数料ビジネス」を複合させた仕組みを導入した新しい証券化スキームを提示する。この新スキームにおいて、「保険金」は、現状での金融機関の過度なリスク分散を抑制するために、新たなリスクを負わせるという方法をとることで、努力インセンティブを引き出そうとする仕組みである。一方、「手数料ビジネス」は、金融機関にリスクを負わせたことで、金融機関が証券化を選択しない可能性が生じるため、それを防ぐために新たな魅力を金融機関に付けることで、金融機関が証券化スキームの中にとどまるようにする仕組みである。

このシステムは現状の証券化スキームを活用しつつも、金融機関に新たなリスクを負わせることで、金融機関に努力インセンティブを高めることができれば、証券化のメリットを享受した上で効率的な資産流動化・証券化が達成できるものと考ええる。

そして、格付けに関しては登録格付け機関制度を廃止することを提案する。寡占市場である格付け市場に競争をもたらすことによって新たなリスク評価の手法が発見され、投資家が得ることができる情報の選択肢が増える。そして、価格競争が起こるので格付け手数料も安くなることが期待できる。

しかし、このように格付け会社の数を増やすことで前よりも多くの情報を得ることができるようになるが、この情報をどのようにとらえ、どこに投資をするのかを最終的に決定するのは投資家である。そのため、投資家には証券化商品のリターンばかりを追求するのではなく証券化商品にはリスクが必ず存在するという、格付け情報だけではなくそのほかの情報を使いながらリスク評価をして投資をするということが求められる。

私は格付け会社の競争によって市場の成長を促すことができると考えている。そして、さらなる発展をするためには投資家の成長が必要である。いくら格付けの質が上がったとしても最終的に投資する投資家がリスク評価を誤ってしまうと、これまでと同じことになってしまう可能性がある。そのためには投資家の成長が必要であり、この成長が市場にさらなる発展が期待できる。

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)『実例でわかる「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
- ・ 池尾和人 (1996) 『現代の金融入門』ちくま新書
- ・ 池尾和人 (2001) 「戦後日本の金融システムの形成と展開、そして劣化」財務省財務総合
- ・ 政策研究所『フィナンシャル・レビュー』1月
- ・ 池尾和人 (2006) 『市場型間接金融の経済分析』日本評論社
- ・ 井出保夫 (1999) 『証券化のしくみ』日本実業出版社
- ・ 宇沢弘文・花崎正晴 (2000) 『金融システムの経済学—社会的共通資本の視点から—』東京大学出版会
- ・ 内田浩史 (2006) 「市場型間接金融と金融機関の機能」、『市場型間接金融の経済分』日本評論社
- ・ 江川由紀雄 (2004) 『実践 証券化入門』シグマベイスキャピタル
- ・ 大垣尚司 (1997) 『ストラクチャード・ファイナンス入門』日本経済新聞社
- ・ 大垣尚司 (2004) 『金融アンバンドリング戦略』日本経済新聞出版社
- ・ 岡部光明 (1999) 『現代金融の基礎理論』日本評論社
- ・ 貝塚啓明・植田和男 (1994) 『変革期の金融システム』東京大学出版会
- ・ 可児滋 (2008) 『資産証券化と投資ファンド』日本評論社
- ・ 川村雄介 (2006) 「わが国における市場型間接金融の発展状況とその課題」、『市場型間接金融の経済分析』日本評論社
- ・ 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
- ・ 清滝信宏 (2008) 「経済教室／米サブプライム問題の原因：不況で破産の相関高まる」『日本経済新聞』8月25日
- ・ 斎藤誠(2002)『日本の「金融再生」戦略』中央経済社
- ・ 酒井良清・前多康男 (2004) 『金融システムの経済学』東洋経済新報社
- ・ 酒井良清 (2008) 「経済教室／危機管理 新体制創出を」『日本経済新聞』10月21日
- ・ 佐々木百合 (2008) 「経済教室／証券化進展と高まる不確実性」『日本経済新聞』9月29日
- ・ 櫻川昌哉 (2005) 『金融立国試論』光文社
- ・ 渋谷陽一郎 (2004) 『証券化のリーガルリスク』日本評論社
- ・ 高田創・柴崎健 (2004) 『銀行の戦略転換』東洋経済新報社
- ・ 高橋正彦 (2004) 『証券化の法と経済学』N T T 出版
- ・ 鳥居泰彦 (1994) 『はじめての統計学』日本経済新聞社
- ・ 晝間文彦 (2004) 「80年代における銀行の過剰融資（借り手の過剰債務）はなぜ起きたか？：メインバンク論の再検討と Sequential Banking」財務省財務総合政策研究所、『フィナンシャル・レビュー』9月
- ・ P・ミルグラム、J・ロバーツ (1997) 『組織の経済学』N T T 出版
- ・ 笛田郁子 (2000) 「金融自由化、資産バブルと銀行行動」（第一章）『金融不況の実証分析』日本経済新聞社
- ・ 深浦厚之 (1997) 『債権流動化の経済学』日本評論社
- ・ 深尾光洋 (2000) 『金融不況の実証分析』日本経済新聞社
- ・ 福田慎一・堀内昭義・岩田一政 (2000) 『マクロ経済と金融システム』東京大学出版会
- ・ 藤原賢哉・家森信善 (1998) 『現代金融論講義』中央経済会

- ・細野薫・杉原茂・三平剛（2001）『金融政策の有効性と限界』東洋経済新報社
- ・堀内昭義（1999）『日本経済と金融危機』岩波書店
- ・堀内昭義・池尾和人（2004）『日本の産業システム⑨ 金融サービス』NTT出版株式会社
- ・柳川範之（2006）『法と企業行動の経済分析』日本経済新聞出版社
- ・藪下史郎（1995）『金融システムと情報の理論』東京大学出版会
- ・蛸山昌一（2001）「「市場型間接金融」序論」財務省財務総合政策研究所、『フィナンシャル・レビュー』3月
- ・日本銀行（2004）『証券化市場フォーラム・報告書』
- ・ 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/>,
- ・『MSN マネー』<http://money.jp.msn.com/>,
- ・ Julia Tung, Richard Cantor, Nicolas Weill, David Rosa, 増岡 三輝, 関 雄介『Moody's Credit Policy
<http://www.moody's.co.jp/Pages/Redirect.aspx?Type=sfcompliance&Id=sf23>
- ・ 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