

日本大学経済学部経済科学研究所研究会

【第160回】

2007年11月7日

**サブプライムローン問題における  
格付会社（機関）の責任**

日本大学経済学部教授

黒 沢 義 孝



ご紹介いただきました黒沢でございます。

「サブプライムローン問題における格付会社（機関）の責任」という題でお話しさせていただきますけれども、サブプライムローンについては連日、テレビとか新聞で話題になっております。その際、格付会社の責任問題がいろいろ出ていますが、サブプライムローンと格付けとはどういう関係があるのか、意外とご存じない方もいらっしゃいます。そこできょうは、サブプライムローンの一体何が問題なのか、法制度も含めてお話ししたいと思います。

格付会社の横に括弧して（機関）と書いてありますのは、法律用語では「格付機関」となっています。ただ、「機関」という名前をつけると、なんか非常に強い感じがありますし、実際には、規制はもちろんありますけれども、銀行や電力会社などと同じように普通の株式会社ですので、一般に、「格付会社」と表示しております。

格付けについて全般のお話をすると大変広くなってしまうので、サブプライムローンに関連した格付会社の概要をまずお話ししたいと思います。特に格付会社から出る情報は果たして正しいのか正しくないのかというのがいま問題になっているものですから、正しいとか正しくないというのをどうやって評価するのかということを中心にお話しします。それから法律の枠組み、そして最後にサブプライム問題と今後の課題についてお話ししたいと思います。

最初に、サブプライムローンと格付は、どういう関係にあるのか、概略をお話しいたしますと、ローンというのは住宅金融ですけれども、サブプライムのサブというのは、低所得者とか債務不履行を経験した人たちで、なかなか銀行から住宅資金が借りられない。1990年代の初めぐらいから、そういう人たちでもローンが借りられるような仕組みが作られました。それが2000年代に入って爆発的に拡大したわけですが、その爆発的に拡大した理由は格付会社がいろいろやったからだ、新聞などでは批判的に書かれています。

サブプライムローンにもいろいろな形がありますが、最初は金利が低くて6%ぐらいの固定金利ですが、2~3年後には変動金利になって21%ぐらいの高金利になる。しかも、最初の固定金利のときは金利だけ払えばいいけれども、2

~3年後からは高い金利と元本を返済していく、というのが普通のサブプライムローンの形です。

もともと銀行は低所得者にあまり住宅資金を出したがりなかったのですが、住宅価格がバブル的に上がり始めた1990年代の終わりぐらいから、このサブプライムローンが盛んになってきたわけです。低所得者ですから、自分の生活費しか収入が入ってこない。最初の6%はともかく、2~3年後の20%を超す金利と元本を返せと言われても、ほとんど返せないですね。ですから、給与から返すことはあまり予定されていないのです。要するに住宅価格が上昇すると担保価値が増しますから、担保余力が出てくる。その余力をもって貸し増しをする。その貸し増しで返済してくれればいいというスキームが、そもそもの始まりだったんですね。

当然、住宅が担保です。ところが、これはリスクが非常に高いですから、このままでは市場が拡大しない。そこで、ローンの中の幾つかを束にして証券化する。その場合、この束になったローンが担保になる。担保になっているだけではなくて、この証券を投資家に売りますとおカネが入ってきますので、それを銀行に返す。ですから銀行は、ローンを出して、それが市場に出て、また別のサブプライムローン融資をできる。そうやってどんどん拡大していったわけです。

この証券はそもそもリスクの高い人たちのローンを担保にしていますから、安全性に問題がある。そこで格付会社はこの証券をつくるときに、なるべくリスクが小さいように工夫します。その工夫の仕方は後ほどご説明しますが、工夫した結果、どのぐらいの安全度かを格付けする。それでたくさん買ってもらったわけですが、住宅価格が下落してくると担保余力が出ませんので追加融資できなくなって、ローン返済が不能になる。サブプライムローン全体の中ではないローンだと言われていたものであっても、担保割れしてくると返せませんので、投資家は利息・元本を受け取れないという状態になってきます。

これは困った、当初の見通しと違ってリスクが増したということで、格付会社は格下げをします。ところが、これは単なる格下げでおさまらなくて、銀行の不良債権が増えますし、信用収縮が起きます。その結果、株価が下落したり、資産

効果が減って消費も落ちる。単にローンがデフォルトになったというだけでなく、いろいろなところに影響を与える商品になっているということです。例えば、証券価格が下がると、シティバンクにしても、最近問題が出ましたバンク・ナショナル・ド・パリにしても、いろいろな企業もこの証券を買っていますから、時価で評価すると評価損が出る。そういうことでサブプライムローン問題があちこちで出てきたわけです。

格付会社が評価してその証券の格をつける。アメリカの資本市場では格付けというのはリスク情報として重要な役割を果たすものですから、その格付けを信頼して投資家はその証券を買った。ところが、そのリスクが予定したより増してしまっただからということで、格付会社は証券の格下げをした。それが周りに悪影響を及ぼした。結局信用格付けに問題があったのではないかということです。

では格付けとはどういうものかと言いますと、格付けは債務の返済が契約通りできるかどうかという確率を表すもので、記号で示されています。いま日本には格付会社が5社ありまして、R&Iは日経新聞が主要株主ですし、JCRは時事通信が筆頭株主です。ムーディーズ(MDY)、スタンダード・アンド・プアーズ(S&P)、フィッチ(Fitch)というアメリカ系の会社は、世界的にも格付けをやっておりますけれども、日本に現地法人や支店を持って日本の企業についても格付けをやっています。

具体的に、例えば、トヨタ自動車はみんなトリプルA(AAA)です。ムーディーズだけが違う記号を使っています、大文字と小文字の組み合わせで、Aaaとなっています。ダブルA(AA)より下のものは、1つのランクの中を3等分して、プラスをつけたり、何もつけなかったり、マイナスをつけたりしています。ムーディーズだけは1, 2, 3という記号をつけている。こういう形で債務の返済能力を記号で表示しています。

もちろん投資家が格付会社から情報を買うときは、この記号だけでなく、なぜそうなったかという理由を示したレポートをもらいますけれども、一般にはこのような表示で格付けを判断します。

日産自動車を見ますと、Aとつけているところ、

BBBとつけているところ、A-とつけているところと、格付会社によって格付けが違ってきます。これから先行き、債務を返済していけるかどうかという見通しですから、見方が変われば当然格付けも違ってくるわけです。

三菱自動車の場合、R&IのシングルBというのはダブルBよりもっと悪いのですが、外資系のムーディーズはBa3で、R&Iよりも良い格付けをつけています。

自動車に限らず、いろいろな業種で格付けが行われておりまして、金融機関を見ますと、三菱東京UFJ、みずほ銀行などは、特にムーディーズやJCRは非常に良い格付けをつけております。問題になりました足利銀行などは日本の銀行では一番格付けが低いと思いますけれども、BBとかBBBがついています。証券会社も、野村證券の持ち株会社について、R&IやJCRは良い格付けですけれども、フィッチの格付けは悪い。

いま大学は公募債券を発行していませんけれども、いまにも発行しようかという時期になっているものですから、大学も格付けがされています。日本大学はAAで、かなりいい格付けをされていますし、慶応大学はスタンダード・アンド・プアーズも良い格付けを与えています。ごく最近、東京大学が初めてAAAをとりまして、いま東大と京都大学と、もう1つぐらい大学でAAAがあったと思います。

言うまでもないことですが、大学の格付けといっても、教員とか学生の評価ではなくて、大学が負うであろう債務、いま負っている債務を含めて、それを約定通り返済できるかどうかという、財務的な要素に対する格付けです。

国も自国通貨建ておよび外貨建てなどの国債が格付けされています。日本の場合は外貨建て国債を発行していませんので円建て国債ですが、先進国は大体みなAAAですけれども、ムーディーズだけが日本にAの真ん中のA2をつけています。これが大きな問題になって、国会でも公聴会を開いて、「日本のことを一番よく知っている日本の格付会社はみんなトリプルAをつけているのに、なぜ2ランクも低いシングルAをつけるんだ」と、愛国心の強い国会議員たちは不満を示しました。ベトナムはBBぐらいの水準ですし、タイはベトナムより少し上のBBBぐらいの格付けになって

おります。

最近、三位一体ということで、地方債の格付けも盛んになってきました。東京都はAAA、福岡県、横浜市、京都市あたりはAAクラスですが、ムーディーズは福岡県にもトリプルAをつけています。だんだん小さい都市にも格付けが浸透してきました、近江八幡市はAAを取っています。

病院も格付けを取り始めていて、三井記念病院、竹田総合病院などはAです。三光会とかガレスサッポロはBBBです。もちろん他の病院もたくさん格付けされておりますけれども、医療ミスなどがありますと、一辺に評判を落して債務返済ができなくなってしまうから、医療ミスを起こす可能性も含めて、格付会社はその病院の信用リスクの判定をするということになります。

不動産ファンドとか企業買収をやるためのファンドにも格付けがされています。日本のファンドについてもほとんど外資系がやっております、メロン・キャッシュ・ファンドとかゴールドマン・サックス・ユーロ・MMファンドはアメリカのものですけれども、日本の市場で活動している日本のためのファンドで、それをムーディーズとかS&Pが格付けしておりますけれども、どちらもAAAで、信用力が非常に高い。

ストラクチャード・ファイナンス格付けというのはサブプライムローンの証券化のような格付けですけれども、スタンダード・アンド・プアーズは1,600件、ムーディーズは600件、フィッチが110件、日本のR&Iが170件、JCRが90件やっております。これは日本の市場における日本の企業がつくったストラクチャード・ファイナンスを格付けした数で、世界では何十万件に達しています。

このように幅広くいろいろなものが格付けの対象になっておまして、金融の世界では格付けがないとファイナンスが出来ないと言われておりますけれども、それではいま言いましたトリプルAとかダブルAとかいうのは一体何を意味しているのかということです。格付会社のパンフレットや新聞を見ると、AAAからBBBまでは投資適格、BB以下は投機的と書いてあります。

その意味はあまり明確ではありませんけれども、債務履行の確実性がAAAは「最も高い」、AAは「極めて高い」、Aは「高い」、BBBは「十分」とい

う表現になっていて、これは投資適格です。投資をしても、まあまあ安全だろう。それに対してBBは「当面問題ない」、Bは「問題がある」、CCCは「懸念が強い」、CCは「極めて強い」、Cは「債務不履行中で回収は見込めない」となっていて、これらは投機的であるということです。

これはR&Iの定義ですけれども、各社似たような定義を出しています。先ほども言いましたように、AA以下は+、-とか1、2、3とか、記号をつけて細分化していますけれども、「極めて高い」とか「高い」とか、「当面問題ない」とか「懸念が強い」とか言われても、明確な判断材料にはなり得ない。パンフレットに書いてあるこのような表現は、実務的には何の意味もないということです。

実際のビジネス上意味があるのは予想デフォルト率です。Expected default rateですから「期待デフォルト率」ですけれども、日本では「期待」という言葉はいい意味に使われることが多いので、講演をやるたびに「予想」に直せと言われるものですから、ここでは予想デフォルト率と書きました。要するにその格付けがどのくらいの確率でデフォルトになるかというのを表すのが実務的な格付けの意味です。

債券を最初に発行した時はその時からになりますけれども、すでに発行したものに対して格付けを変更した場合は、その新たに格付けがついた時点から、1年目、2年目、3年目というように、10年間にわたってデフォルトの確率を予想するわけです。

10年間デフォルトが予想されないのがAAAです。AAAとついたら、10年間デフォルトにはならないと格付会社が見た、大雑把に言ってそういうことを意味した情報だということです。あくまで予想デフォルト率ですから、AAAだから本当に10年間デフォルトにならないかといえば、それはわかりません。実際にはほとんどありませんけれども、デフォルトになることもたまにはあります。

AAは、4年間は心配しなくて大丈夫。5年目から少しずつデフォルトの可能性が増えてきて、10年目には1.5%ぐらいになる。1,000件で15件ぐらいの確率でデフォルトになるということです。

Aは、2年間大丈夫だけれども、3年目からデ

フォルトの可能性が増える。日本の国債はムーディーズはAとつけています。1998年のAAからだんだん下げて、Aをつけてから8年ぐらいになりますから、日本は1.8%の確率でデフォルトになる可能性があるということです。仮にシングルAの国債が1,000カ国あったとしたら、そのうち18件がデフォルトになる。その意味ではシングルAというのはデフォルトになる確率は低いんですね。

BBBは、1年目は大丈夫だけれども、5年で2%、10年で5%です。日本の会社はこのBBBが件数としては一番多いと思います。

BBになりますと、5年で10%、10年で30%です。日本の企業でもBがありますけれども、5年で20%、10年では50%というのがBです。

このような実務的格付けの定義をもとにして、投資家は社債を買ったり、最近では銀行ローンにも格付けを使っているようです。その債券がどのぐらいのデフォルトの可能性があるかということを知って、それで収益率を予想する、その情報として使っているわけです。最近の学生は、就職するときもこの格付けを見て、トリプルAの会社に行きたがりますが、アメリカの学生は逆に、そんな成熟した会社は出世のチャンスが少ないということで行きたがらないですね。

ところが、これにもいろいろ問題がありまして、例えば、BBBと格付けされた企業が5年経ったときに10%デフォルトになったとします。BBBという企業は5年で2%のデフォルトと予想して投資家は買っているわけですから、それが実際には10%になった、100のうち10もデフォルトが出たとなると、大きな損失が出ますね。予想よりだいぶ大きな収益率低減が予想されるということで、損害賠償を格付会社にする可能性があります。それほど差がない場合はそうでもないですが、大きな乖離があると損害賠償請求で裁判になります。

逆に1.5%しかデフォルトにならなかった場合は、今度は発行体から損害賠償請求される可能性があります。5年で1.5%というのはトリプルBより1つ上のシングルAの格付けですから、最初からシングルAならもっと安い金利で発行できたのに、トリプルBにされたために高い金利を払ってしまったということで損害賠償請求をされ

るわけです。

日本では損害賠償請求事件はまだあまりありませんけれども、アメリカでは日常茶飯事です。格付会社はたくさん弁護士を抱えて対応しています。格付けが良過ぎても悪過ぎても、格付会社は危ない立場に立たされることになりますから、この実務的格付の体系をキープすることが重要です。もちろん将来のことですから、ぴったり合うわけはありませんけれども、あまり乖離しないことが重要です。アメリカでは100年の格付けの歴史がありますけれども、これを100年にわたってそれなりにキープできているのはムーディーズとスタンダード・アンド・プアーズの2社です。日本市場では、予想デフォルト率と実際に発生したデフォルト率が必ずしも一致しないというのが現状です。

そこで、どの格付会社がいい情報を出しているか判定しなければいけないんですが、パフォーマンスの評価には3つの方法があります。まず1つはデフォルト率の予想と実際がどうだったかという検証で、これには相対的安定性と時系列安定性があります。

相対的安定性というのは、年数が経つに従って累積デフォルト率が高くなる、それがそれぞれの格付けについてきちんとした秩序ができているかどうか。例えば、この図でBとBBの線が交叉したりすると、BとBBの格付けが入れ替わることになります。少なくとも4～5年の間、この体系がきちっとできていれば、いい格付け情報を出している会社だという評価になり、投資家はその情報を使えることになります。

時系列安定性というのは、例えば、BBは先程の期待デフォルト率は5年で10%ですけれども、その10%を大体守っているかどうか。これが大きく差が出ると、情報の信頼性はなくなる。

この相対的安定性と時系列安定性の両方をどのぐらいキープできているかというのが、格付会社の善し悪し、情報の正しさを判定する3つのうちの1つの材料になります。

これはムーディーズの1920～2005年までに格付けされたすべてについて、その相対的安定性を見たものです。昔は1,000社ぐらいでしょうけれども、最近は6,000社の格付けをしています。その85年間の推移ですけれども、結構きれいな

たちができています。例えば、1980～2005年までとか、いろいろなケースをとって、いつもこういうかたちをキープできていれば、情報としての信頼性が高いことになります。

時系列安定性のほうはなかなか難しく、これはムーディーズの5年間のデフォルトレートですが、AaaからBaaまでの高い格付けを見ますと、1930年代の大恐慌の時代は予想していたよりもデフォルト率は高くなっています。その後は比較的安定して、1990～95年あたりも少し高くなって、最近また高くなっています。Ba以下の低いほうの格付けは、BaとBは大体キープできていますが、Caa以下では非常にフラクチュエートしていて、時系列の安定性を守ることは難しいことがわかります。

日本の市場はどうなっているか。まず相対的安定性から見ますと、空色の線はS&Pが何千社というグローバル企業についてシングルAと格付けした年別累積デフォルト率です。赤い線はS&Pが日本企業についてシングルAと格付けした累積デフォルト率の推移ですが、ご覧のように下にあるということは、S&Pは日本企業に対して世界の平均よりも厳しい格付けをしている。逆に黄色のJCRは、グローバルの線より上ですから、世界水準より少し高いデフォルト率が発生している。グローバルの線と一番合っているのはR&Iで、このシングルAに関してはR&Iは世界標準と大体合っているということです。

日本の市場では企業数として一番多いトリプルBを見ますと、S&Pの日本企業に対する格付けはグローバル平均とほぼ合っている。それに対してR&IとかJCRはデフォルト率が低いということは、日本の格付会社のほうが厳しく見過ぎている。

時系列安定性はどうかといいますと、1991年から見ていますが、実際に格付け情報がビジネスとして使われるようになったのは日本版ビッグバンが行なわれた1996年以降で、それまではデフォルトはあまりなかったわけです。しかし、銀行の救済がなければ倒産していたはずであるというものを倒産として扱って、ここでは疑似デフォルトベースと書いています。

まずR&Iですが、1997～98年は非常にフラクチュエートしています。アジア通貨危機であり、日本の金融危機、これはやはり予想できなかった

ということで、予想していたよりも実際のデフォルト率が高くなってしまった。ムーディーズのグローバルベースのほうは、やはり1997～98年は少し高くなっていますが、大体時系列安定性をキープできている。

このように、デフォルト率を予想して格付けをして、何年か経ったときに実際どのぐらいのデフォルトが発生したか検証して、相対的安定性と時系列安定性を見ていけば、その情報の善し悪しが判断できる。これが格付けのパフォーマンスを評価する1つの方法になります。

しかし、それだけで本当に適切な判断ができるかという、必ずしもそうではない。累積デフォルト率の表をきれいにつくるだけなら、格付けを変更することによって、簡単に操作できてしまう。言い換えれば、格付けを頻繁に変更する会社の格付けは情報としての信頼性がない。そこで、格付けの変更、トランジションの留保率を見るというのが、パフォーマンス評価の第2の方法です。

これはムーディーズの1年トランジションです。1月1日に格付けしたとすれば、12月31日に1月1日の格付けと同じだったか違ったか、1990～2003年で検証したのですが、1月1日にAaaとつけたものが12月31日にAaaのまま残っていたのが86.9%。Aaに格下げになったのが8.4%、Aになったのが0.3%です。Baaだったものは、1年経ったときに84.8%がBaa、逆にAaに格上げになったのが0.2%です。

黄色い欄が1年前と同じ格付けだった比率で、これをトランジションの留保率と言っていますけれども、格付けが一番低いCaa-Cは57.3%しかキープできていない。もちろん格上げになったものもありますけれども、それ以外の40%ぐらいはデフォルトになってしまったということです。

さらに年数が経っていくとどうか。S&Pの年別トランジション留保率を見ますと、AAAから一番低いところまで、全部の格付けの平均は1年では77%、2年で60%、3年で50%ですが、5年経つと36%に落ちてしまいます。ですから、3年ぐらいまではその情報の価値があると認められます。特にAAAからBBBまでの投資適格(investment grades)では5年まで50%が保てます。ところが、BB以下では2年目でもう50%を割ってしまいます。いかにS&Pの格付けといえども、

なかなかキープできないということです。

格付けの情報を使う機関投資家から見ると、トランジション留保率が50%以上であれば、情報としての価値は認められるとしています。ですから、先ほど累積デフォルト率を10年間のスパンで見ましたけれども、実際には、投資適格と言われる格付けの上のほうについては3~5年ぐらい、格付けの低いほうは1~2年で格付け変更があるかもしれないということはあらかじめ織り込み済みで格付け情報を使い、それに自分たち独自の情報も付け加えて判断するわけです。

次に日本企業の格付け維持率を見ますと、R&Iはこの数字を公表していませんけれども、JCRの1年間のトランジションは61%です。S&Pの日本企業については77%、ムーディーズの世界(グローバルベース)1年もS&Pと大体同じ78%ですから、日本企業についても外資系の格付会社はトランジション留保率を一応保っている。日本の格付会社のほうが格付け変更の頻度が高いということです。S&Pの日本企業について3年で見ますと、51%です。これは世界スタンダードと大体同じぐらいですから、日本企業の格付けについても世界平均と同じぐらいの留保率を保っているということです。

パフォーマンス評価基準の2つ目はこのトランジション留保率で、相対的安定性や時系列安定性をよくするために格付けをやたら変更すると留保率が低くなって、その面から信頼を失ってしまう。

パフォーマンス評価基準の3つ目は市場利回りと格付けの関係です。日本も債券市場がほぼ自由化されて取引が行なわれていると見るとすれば、どういう利回りをつけるべきか、格付けによってわかってくるわけです。

効率的資本市場仮説というのがありまして、アメリカの市場では実際かなりパーフェクトにそういう力が働いていますけれども、簡単に言えば、投資家はリスクの高い低いにかかわらず、どの債券を買っても利回りは同じになるということです。

縦軸に残存期間5年、満期5年の市場利回りをとりまして、いま仮に全くデフォルトが予想されないリスクフリーの債券、先ほどの表で言えばAAAの債券の利回りが6%とします。日本はもっと低くて2%ぐらいですが、アメリカはこのぐらいです。そして横軸にリスクをとります。ここに

Pdと書いてあるのはProbability of defaultで、格付けによって、どの格付けだと何年目でどのぐらいのデフォルトが予想されるかというリスクです。リスクが低いから高いのからいろいろあるわけですが、リスクの高いのに投資をしても、全くリスクのないものに投資をしても、得られる期待リターンは同じだ。同じになるべき市場が効率的な市場だということです。

デフォルトが発生しても6%の利回りがもらえるようにするには、その分ちょっと高い金利で発行させてやればいいのです。もちろん元本も2%損するわけですが、8.16%で回っていれば、2%分差し引かれても6%はもらえる。だから、BBBと格付けされると、もし市場の買い手がみんなこの格付けを信用してくれれば、8.16%の利率だったら発行できるでしょうね。それに対してBBの5年後の予想デフォルト率は10%ですから、もっと高い、17.8%ぐらい利率を出さないと6%になりません。

ですから、格付けと利回りの関係は、格付けが低いほど高い利率をつけないと市場で買ってくれない。そういう秩序ができてるのが効率的な資本市場だという考え方です。かつての日本のように、ほとんど同じ利回りで発行できますよという規制があったときは、損失が出てしまう。この期待損失を完全に埋め合わせるような利回りをつけるというのが効率的資本市場の考え方です。

期待損失率を完全に埋め合わせるためにリスクプレミアムとしてお支払いくださいと投資家が市場に要求する。それを補うためにはどうしたらいいか、市場利回りの理論値はどうして計算するかというと、リスクフリーのレートにデフォルトの確率を足して、それを $1 - Pd$ で割ります。 $1 - Pd$ というのはデフォルトにならない確率です。

いまリスクフリーのレートは6%で、デフォルトの確率はBBBですと2%ですから0.02です。それをデフォルトにならない割合で割ってあげないと回収できませんので、 $1 - Pd$ で割ると理論値qが出てくる。格付けが正確につけられれば、いまのリスクフリーのレートが幾らかわかれば、証券会社と相談して自分が市場で何%の利率をつければ債券が発行できるかわかるということです。

もちろんリスクだけで利率が決まるわけではなく、知名度だとか発行するロットの大きさとかそ

のときのその他のいろいろな条件等もありますけれども、一般的には9割ぐらいはリスクによって発行条件が決まる。アメリカの場合は95%ぐらいと言われていました。

実際に格付け情報を使う投資家はどのように使うかといいますと、表のAはリスクはいやだという投資家、Cは儲かるならリスクを取ってもいいよという投資家、Bはその間ぐらいという、3種類の投資家がいるとします。アメリカはCが多くて、日本はAが多い。最近ではCが増えてきて、そういう人は利回りの高いBBとかBに投資する。安全志向の高い人はAAAとかAAぐらいに投資する。真ん中の人はその中間ぐらいに投資する。

先ほど言ったように3～5年ぐらいが実際の運用の方法なのですが、計算上簡単なために10年の運用とすると、10年後のリスクはAAAは0%、AAは1.5%、Aは2%、BBBは5%、BBになると30%になり、Bは50%もリスクがある。金利は、リスクのないAAAは6%ですが、リスクの高い債券は112%。実際はこうはならないと思いますが、計算上はこういう数字が出てきます。

いま1,000万円持っていて、Aさんは800万円をAAAに、200万円をAAにと、非常に安全性の高い投資をする。Cさんはそれとは全く逆の投資をする。Bさんはその中間の投資をする。格付け会社の予想通りデフォルトが発生したとしますと、収益率はそれぞれ掛け算して足せばいいわけです。私の『格付け講義』という教科書にはこの計算が書いてありますけれども、AAAについてはデフォルトが発生しなかった、AAは1.5%、Aは2%、Bは50%デフォルトが発生したとすると、受け取り収益率はみんな6%になります。Aさん、Bさん、Cさん、みんな同じ、元利含めて1,060万円戻ってくるということです。もちろん正確には複利計算しないといけませんけれども、単純に言ってそういうことです。

ところが、現実のデフォルトというのは格付会社が予想した通りにならない。ダブルAは1.5%、シングルBは50%のデフォルトを予想していたけれども、現実にはデフォルトが発生しなかったときは、99.9%という、ものすごい収益率になります。

こんなに極端ではなくても、格付会社が予想し

たりよりも現実の市場でのデフォルト発生率が低かった場合は、リスク愛好家は儲けることになります。グリーディーな投資家たちはみんな、これを狙っているわけです。ただし、デフォルト率が予想よりも高かった場合は、Aさんは安全ですが、Cさんは元本を割ってしまう。

デフォルト率が期待デフォルト率よりも高かった場合は安全志向の人は守られるし、デフォルト率が期待デフォルト率よりも低かった場合はリスク愛好家が利益を享受できるし、格付会社の期待デフォルト率通りのデフォルト率の場合はみんな同じ収益率が得られる、こういう関係になります。いまは極端な3つのケースを挙げたわけですが、それぞれの間にいっぱい投資家がいって収益機会を狙っています。

よく言われるヘッジファンドというのはみんなCで、ノーベル賞を取ったような頭のいい人たちを集めてファンドをつくっている。例えば、BBというのは信用リスク30%ですから、逆に言うと70%はデフォルトにならないわけです。だから、この中の70%だけをより抜く手法を考える。シングルBも、リスクが高いといっても、たかだか予想デフォルト率50%ですから、シングルBの中からデフォルトにならない50%を全部選び抜くことができたら、丸儲けです。そういうことで一攫千金を狙っていても、ロシア危機などが来て潰れてしまうことも起こったわけです。

日本市場における市場利回りと格付けの関係ですが、残存期間1年の理論値と実際値を見てみますと、AAA、AA、A、BBBまでは理論値と実際値はほぼ同じですが、BBについては非常に開きがありまして、理論値3%に対して、実際に払っている利回りは1%しかありません。シングルBは件数が少ないものですから、統計値として有意ではありません。

残存期間6年で見ましても、やはりトリプルBでは開きがありますけれども、BBBまでは理論値と実際値が同じぐらいになるように市場が形成されている。ということは、格付会社の情報が信用できるものとして使われているということです。これを格付会社ごとに見れば、どの格付会社の情報が一番市場利回りに近いか見ることができます。

1年で見ても6年で見ても、ダブルBでは理論値と実際値に大きな乖離があることが明らかです

けれども、これは、人々が危険の高いものを好まないということもありますし、日本にはジャンクボンド市場がない。あるいは、もともとはシングルAやトリプルBだったのが、業績が悪くてトリプルBまで落ちてきた。つまり、ハイイールド市場がまだないということが、こういう実証分析からもわかります。

このように、累積デフォルト率と、格付けの変更をどのぐらいやるかというトランジション留保率と、格付けと市場利回りがどのくらい合っているかという理論値と実際値の比較、この3つによって、どこの格付け情報が一番信頼性が高いか判断することができる。そしていまのところ、日本企業に対する格付けでも日本の格付会社よりもムーディーズやS&Pのほうがパフォーマンスが良いという結果が出ています。

次に、サブプライムローンとの関係で、格付会社に対する規制はいまのままでもいいのかということですが、日本で格付けが制度として始まったのは1985年です。法律的には「指定格付機関制度」で、「企業内容の開示に関する内閣布令」に基づいて金融庁が格付会社を指定します。

指定の要件も、実績、人的構成、組織、格付けの方法、資本構成、中立性について、それぞれその内閣布令で決められています。ところが、指定審査基準は必ずしも明確ではないし、一度も発表になったことがない。現在は、日本のR&IとJCR、そしてムーディーズ・ジャパン、スタンダード・アンド・プアーズ、フィッチ、この5社が指定格付機関とされています。日本で格付けされている企業は1,000社ぐらいで、その1,000社をこの5社で取り合っているのが現状です。

有名な格付会社に三國事務所というのがあります。ヨーロッパなどでは、R&I(格付投資情報センター)やJCR(日本格付研究所)とともにクニ・アンド・カンパニーもよく知られています。ここは指定から外されたのではなく、最初から指定を取っていない。政府の指定を受けるよりも、政府から離れて全く民間ベースでやったほうがいいという社長の方針で、インディペンデントの道を選んでいと言われています。

指定格付機関5社の内容を見ますと、日本の2社と外資系の3社では非常に違いがあります。例えば、売上高は、43億円、17億円に対して、2,400

億、3,300億、一番小さいフィッチでも750億円です。従業員は130人、90人に対して、2,900人、6,300人、2,300人です。

特にS&Pは親会社のマグローヒルの一部門で、格付け部門だけの従業員数で6,300人です。ムーディーズはかつてダンアンドブラッドストリートという信用調査会社の子会社でしたけれども、いまは子会社のほうが大きくなって、ムーディーズ自体がニューヨーク証券取引所に上場しています。外資系の3社はグローバルに世界中の企業を格付けの対象にしているのに対して、日本の2社は主に日本の企業を対象に格付けしているということで、これだけ大きな規模の差があります。

いま格付会社は世界に61社ありまして、そのうちアジアに半分以上の34社あります。なぜこんなにできたか、それにはいろいろ背景がありますけれども、過去5~6年で雨後のタケノコのようにアジアに格付会社が増えてきております。

格付け発祥の地アメリカでは、もともとは自然発生的に格付けが始まって、政府の干渉も何もなく、信用リスクの情報を売るという形で、1929年から始まった世界恐慌で市場の信認を得て、定着していったわけです。ムーディーズやS&Pが低い格付けを付けたところが、デフォルトになり企業が倒産した。格付けとほとんど同じようなデフォルトが現実に発生したということで、格付けをみんなが信用するようになったわけです。各州の銀行監督局とか保険会社協会なども公的に使うようになった。

ところが、1975年、SEC(証券取引委員会)が法律によって認定するということが始まりました。SECが格付けを利用する立場からルールをつくってNRSRO認定制度が始まったわけです。

そして2006年9月、ブッシュ大統領が署名して「2006年格付機関改革法」が新たにできました。2007年6月からこの法律が施行されていますけれども、この新しい法律は、エンロン事件の反省に立って、サーベンス・オクスリー法による改革を行なったものです。

ご承知のように、エンロンが粉飾決算をやりました。格付会社はその粉飾を知らないで、倒産する4日ぐらい前まで「投資適格」の格をつけていました。それが問題になったのですが、よく調べてみると、粉飾だけではなくて、格付会社がエン

ローンのコンサルティングをやっていた。この法律によってコンサルティングのような利益相反行為は一切禁止になりました。

また、ムーディーズとS&Pは断トツで、アメリカでもこの2社が格付けを独占しているのは好ましくないということから、結局認定制から登録制に変更になった。新規参入が楽になりましたので、その後、日本の2社も認定されましたし、カナダからも入り現在7社になっています。

もう1つの問題はバーゼル委員会による格付けの採用です。国際的な業務をやっている銀行は8%の自己資本比率規制というのが1980年代からありますけれども、今年から、銀行の貸出債権を格付けによってリスク評価して、それによって銀行の自己資本比率を決めるということになりました。その格付けを国際ルールとして、日本でも2007年3月から実際に使い始めました。

具体的には、例えば、AAAからAAの格付けの場合、リスクウェイトは20%で、自己資本比率の基本が8%ですから、8%の20%で1.6%だけ自己資本があればいい。AAからAでは、50%ですから4%。BBBぐらいが大体スタンダードな8%の自己資本比率。いい企業に貸出すれば、自分が持たなければいけない自己資本比率は低くても良いということです。

サブプライムローンのような証券化商品については、AAAからBBBぐらいまでは企業向けと同じですけれども、BBぐらいになると350%とかなり高くなり、自己資本比率28%。控除というのは、証券化した資産と同じ額の自己資本を持つということです。

ですから、証券化商品を保有するのは、低いほうの格付けについては非常に難しくなってきた。もともとリスク分散のための証券化ですから、特に日本の地方銀行などはこの規制によっていま非常に困っています。ただ、今回の場合、困っているのがかえってよかったのかもしれない。

そこで、サブプライム問題と今後の課題ですが、まずサブプライムローンというのは、最初に言いましたように、低所得者向け個人住宅ローンですけれども、最初に始まったのは1993～94年です。

フェア・アイザック社が個人の信用情報を集めて、個人の借入信用力のスコアをつけています。このファイコスコアを参考にして住宅資金を貸し

出すわけですが、ファイコスコア700以上の場合はプライムとあって、日本円にして平均5,500万円くらい借りられる。ファイコスコア625以下はサブプライムで、2,000万円くらいまでしか借りられない。ファイコスコア700と625の間がミッドプライムで、3,000万円ほど借りられる。

サブプライムローンは当然金利も高くなりますし、これまでなかなか借りにくかった。借り手は黒人とかヒスパニックとか、マイノリティーが多い。白人でも、所得の低い人とか、過去に一度デフォルトを経験した人などが多いわけです。

いまアメリカの住宅金融はローン残高1,200兆円、日本の約6倍とされています。そのうちサブプライムローンは156兆円で13%ぐらいを占めています。中でも、金利が当初固定で、その後変動になるという条件のARMSが90兆円で、米国住宅ローン残高全体の7.5%を占めていますけれども、これがデフォルト発生率が一番高い。いま90兆円のARMSの平均延滞率は13%で、残高で12兆円に達しています。ただ、住宅が担保になっていますから、50%ぐらいは回収できるので、実質延滞率は6～7%になりますが、それでも大変高い率です。

アメリカの住宅ローンは6割が証券化されています。MBS (Mortgage Backed Security) と言いますけれども、通常はGNMAとかFNMAとかFLMCとか、政府系の機関が保証したり保険を与えたりするわけです。ところが、サブプライムローンの場合はリスクが高いですから、保証してくれない。ノン・コーフォーミングローンといって、純粋に民間が証券化する、そこにサブプライムローンは入っています。

証券化と格付けの仕組みをご説明する前に、RMBSとCDOと言う2つの用語を知っておいていただきたいのですが、RMBSはサブプライムローンを原資産にした証券です。CDO (Collateralized Debt Obligation) はRMBS証券のなかの格付けが低いBBB～BBのものを原資産にした証券です。

RMBSやCDO証券に保険をつけて信用補完をします。どのぐらいつければいいのかというと、例えば、プライムの場合は3%つければAAAのストラクチャード・ファイナンスになります。サブプライムの場合は28%ぐらいつけないとAAAに

なりません。

こういうスキームを評価して、格付会社が格付けをする。格が決まりますと、格付けは予想デフォルト率を表していますから、市場においてこの債券の利回りが決まります。ところが、2006年の終わりから2007年初めにかけて、サブプライムローンの貸し出し基準が緩くなり延滞とか差し押さえが増えて、デフォルト率が予想以上に高くなってきた。環境が変わったものですから、格付会社は格下げをします。そうすると、信用リスクが増えたということで、資本市場に不安が高まる。資本市場に不安が広がりますと、この証券の価格は下がります。

そこで格付会社に対する批判が出てくるわけです。まず急激な格下げがサブプライム問題を発生させたということ。それから格付けの手法に問題があるのではないかと。格付会社に対する監督規制が甘いのではないかと。この3つが主な批判だろうと思います。

これを1つ1つ検討してみますと、急激な格下げというのは、今年7月10日が最初ですけれども、「1,500件、格下げ方向で見直します」という発表があった。見直しますよということです。

例えば、S&Pは15,000件、サブプライムの格付けをしていますけれども、そのうち、この予告に基づいて173件、全体の約1%の格下げをした。格下げをした中の85%はトリプルB以下の格付けだった。ところが、実際のデフォルトは、8月24日までの時点では1万5000件のうち3件しかなかった。しかし、証券価格は、信用不安によって大幅に下がっています。

S&Pの実績累積デフォルト率を5年累積ストラクチャード格付けで見ますと、一般の企業のデフォルト率はBBBで1.3%、BB以下では20.5%になっています。サブプライム証券については、BBBで1%、BB以下では15%のデフォルト率です。少なくともこの9月の段階では、企業のデフォルト率を超えてはいない。サブプライムだけが予想以上にデフォルトになっているわけではないということです。

手法の問題については、透明性を高めると言っているわけですが、これがなかなか難しい。つまり、「過去」における「過去の中の将来」予測は可能だけれども、「現在」における「将来」予測

は難しい。

例えば、過去5年間の標本をとって、このときの基本構造をAとしますと、この中の予測はできます。ところが、格付会社は現在の時点に立って将来の3～5年先を予測するわけです。そうすると、基本構造が変わる可能性がありますから、アナリストやエコノミストは基本構造Bを織り込んでいかなければならない。したがって、どうしても定性的な判断が必要になってくる。透明性が大事だといっても、モデルみたいなかたちで完全に定量的に格付けを表現するというのは難しいし、それでは実際に合わないことになってしまうということです。

3つ目の批判である格付会社に対する監督規制の問題ですけれども、アメリカの場合、「2006年格付機関改革法」で規制の変更をしたばかりです。登録制に変更しましたし、利益相反も禁止しました。あと何か規制を追加する必要があるかということですが、私は、いまのところ、監督規制の問題として追加する必要性は見出しにくいのではないかと考えています。

それでは今後の問題をどう考えるかといいますと、先ほど言った累積デフォルト率、トランジション、市場利回りと格付けの関係、この3つに注目して格付けのパフォーマンスを注意深く見ていく。いまのところ異常値は出ていないんですけども、本当に悪くなるようだったら、それは格付けの間違いだということですから、対策を考えなければいけない。

それから、予想通りのデフォルト率が発生しているのか、予想以上のデフォルト率が発生しているのか、見分けなければいけない。「20%のデフォルト率が発生する」と織り込まれているものについて20%のデフォルトが発生したときに、マスメディアが「デフォルトが発生した」と書き立てるのも問題で、そこは正しい理解が必要です。

格付会社は個別企業に対しては非常に高い立場にいますから、市場のチェックが働かないといけません。法律ではなくて、誰かが格付会社を監視していなければいけないと思うんですが、日本では「NPO フェア・レーティング」などが格付け情報の研究をしています。アメリカでは多くの市場参加者が注視しているのですが、それでも監視し切れないというのが現状です。