

金融システム研究フォーラム 概要

第 21 回 2010.1.29 (金)

今回は、市村英彦氏に Efraim Benmelech and Jennifer Dlugosz, “The Credit Rating Crisis”, NBER Working Paper 15045 (June 2009)に関する報告をお願いして討議した。

いわゆるリーマン・ショックに先行する時期から、今回の「金融危機」の発生・拡大・深刻化の原因・メカニズム・帰結・対応策に対する関心が世界中で高まった。証券化商品、とりわけ ABS CDO などの如き複雑な証券化商品が話題の中心であった。ABS CDO の格付け大幅引下げ続出と ABX 価格の激しい下落が激動と混乱を象徴する。

「誰があんなものに投資したのか?」「内容を知って投資したのか?」「内容もよくわからない証券に対する投資がなぜあれほどの規模にまで急激に拡大したのか?」などが日常的话题となり、「格付け機関が最上格であるトリプル A (AAA) の格付けを与えたからさ・・・」とする解説に直面することが多かった。そこから、「格付け機関は発行体から料金を受領して格付けを出すから、格付けが発行体寄りになるのは不可避だ」となり、「報酬体系が悪い。中立性の確保のために厳格な規制が必要だ」となったり、「内容のよくわからない証券なのだから、発行体と結託して投資家を騙したケンカラン存在だ・・・」という類の批判・非難も登場した。そういう「犯人捜し」がブームの観を呈する状況下では、「あくまで投資のための参考意見であり、格付け方法の基本部分に関しても情報を提供していた」などとする格付け機関側の弁明も、ほとんど効果を奏しなかった。

「金融機関や機関投資家などのプロの投資家が、そういう証券の内実と格付けの実質を無視して、格付けを妄信したというのか?なぜか・・・、プロだろ?」「内容が分からない証券になぜ膨大な資金を振り向けたもか?」などという問い、格付け機関論議に冷淡な読者も少なくないだろう。「自らの失敗の責任を擦り付けているのさ・・・。そんなものに同調するなんて、ブザマだね」という見方もある。

とはいえ、「格付けの実態はどのようなものか?」「格付けはどのように行われてきたか?」「格付けの変更(引き下げと引き上げ)がどこでどのように発生したか?」「今回は特別か?」「特別だとしても、満遍なく一律に発生したのか?とくに激しかったのはどこか?」「複数存在する各機関の格付けの performance に違いはないか?」「3 大格付け機関に限定しても、すべての証券が 3 社すべてから格付けを取得したのではない。取得数と performance の間に目立った関係はないか?」などという設問は、純粋な好奇心のみならず、格付け情報の今後の有効利用のためにも重大だろう。

この論文は、Moody's Structured Finance Default Risk Service database, Moody's

Corporate Default Risk Services database, Pershing Square's Open Source Research (data on CDOs of ABS that were insured by MBIA or AMBAC issued during 2005-2007) の 3 つの databases のマイクロデータを活用して、膨大かつ多様な興味深い情報を提供している。社債格付けの動向との比較や、IT ショック時の格付け引下げ頻発時の市場の反応との比較も興味深い。そのうえで、ABS CDO's credit ratings の崩壊とでも呼ぶべき大幅引下げの頻発に注目して、その実態・実情にまで立ち入り、簡単な回帰分析まで行っている。

最後の作業に関しては、テストされる仮説の妥当性、結果の解釈の両面で分析の説得力に多くの疑問が提示された。注目される rating shopping に関する検討に関して、たとえば、1 社の格付けしか得ていない証券に投資する投資家は、それが許されない投資家が多いことに鑑みれば、特殊な存在であり、発行体はその点を考慮に入れているはずだ。この点を考慮しないで回帰しても・・・という疑問である。

総じて、格付けの方法と内容、その変更などに関する立ち入った情報の提示という面で興味深い内容の論文であるが、“credit rating crisis”の実質的内容と発生メカニズムに関してまで説得的情報を十分に提供しているわけではない、というのがフォーラム参加者の平均的な評価だろう。詳細については、論文を参照していただきたい。

慣れない分野の制度の細部にまで関わる論文を紹介していただいた市村さんに深謝する。「これであなたもこの分野の情報通の一人です・・・」と申し上げても喜ばれはしないでしょうが・・・。