

信用リスク情報のパフォーマンス評価

日本大学 黒沢 義孝

資本市場における企業・政府・ABS等の信用リスク情報は、主として格付会社によって生産される。サブプライム関連証券（RMBS・CDO等）に対する格付け情報（信用リスク情報）の殆どはムーディーズ、S&P、フィッチによって提供されているが、情報の正確性について大きな問題を抱えている。格付け情報のパフォーマンス（正確性の程度）は、累積デフォルト率、格付け変更トランジション、市場利回りと格付けの関係の3要素を総合して判断される。累積デフォルト率は格付会社が予定した、あるいは過去の実績として示した格付け別デフォルト率を中・長期にわたって維持できるかどうかによって判断される。格付け変更トランジションは初期格付けからの変更率が一定の範囲内に納まっているかどうかである。頻繁に変更すれば累積デフォルト率の乖離を小さく保つことができるが、投資情報としての価値が減少してしまう。市場利回りと格付けの関係は、格付会社の出す信用リスク情報が市場の利回りとしてどの程度受け入れられているかを示すものである。

米国の2大格付会社（ムーディーズ、S&P）は数度の例外を除いて、過去100年にわたってこの3要素を概ね満たしてきた。しかし、今回のサブプライム関連証券（ストラクチャード証券）に対する格付けは、2007年7月以降、大幅な格下げが行われ、格付け変更トランジションに関するパフォーマンスを悪化させている。累積デフォルト率については、少なくとも1年程度の実績期間が必要であるので08年8月に発表される数値を待たなければならないが、これまでの実績からかなり大きく乖離することが予想される。市場利回りについても、同じ格付けクラスの他のストラクチャード証券と比較して、サブプライム関連証券の利回りは高い金利が付けられていたといわれており、それがサブプライム証券の売れ行きを急増させた理由のひとつになっていた。

サブプライム関連証券の格付けパフォーマンスが悪化した原因は、格付けの手法と格付会社の法人形態にあると考えられる。格付けの手法について、サブプライム証券などストラクチャード証券の格付けは原資産（個々のローンなど）を標本とする統計的、金融工学的手法によって行われるが、標本の質的变化（規制緩和など）に対するフォローが後追いになる宿命を負っている（変化後、ある程度の期間が経たないと標本が採れない）。格付会社は「2006年格付機関改革法」（米国）、「内閣府例」（日本）などによっていくつかの規制を受けるが、利潤・株価最大化を目的とする株式会社としての性格を制約するものではない。従って、格付会社の主要収入源である被格付会社が、格付会社から好意的な評価を受ける潜在的な可能性は排除できない。ストラクチャード証券についても、社債格付けのようにアナリストが信用リスクの発生源について定量的・定性的に注意深く判断する方法を格付け手法の中に組み込むことが必要であり、格付会社の法人格についても格付けの公共性と私企業との調和を考慮する必要がある。