

クレジット市場混乱期における格付けについて

徳島 勝幸

(日本証券アナリスト協会検定会員(CMA))

目 次

1. クレジット市場の混乱と格付け
2. 格付けアクションの事例
3. 終わりに

今回のクレジット市場の混乱において、格付会社のアクションが、さまざまな商品・局面において物議を醸すこととなった。格付会社は民間会社であり、決して無謬な存在ではないが、一種の公共財である格付けを発信するものとして、市場参加者から一定の信頼を勝ち得ていたことは否定できない。市場参加者は、公開されている格付けを盲信することなく、格付けアクションと結果を注視し、妥当性を吟味する必要がある。

1. クレジット市場の混乱と格付け

(1) 証券化商品の格付け

日本における格付けの歴史は、約1世紀に及ぶ米国のものとは異なり、精々四半世紀程度のものでしかない。1990年代末になって、山一証券や日本長期信用銀行等の破綻に際して格付けが一般的に注目されるようになり、その後、財政赤字の拡大に伴って海外系格付会社より日本国債の格付けが大幅に引き下げられるに至って、広く人口に膾炙するようになった。その後、格付けそのものがさまざまな分野においてバリエーションを持っ

て使用されるようになったのは、お上からの権威付けに親しみやすい国民性に適っていたためであろう。ところが、本家筋に当たる債券格付けもしくは発行体格付けについては、熱しやすく冷めやすい国民性からか、近年では海外系格付会社が国債の格付けを引き上げたとしても、一般紙ではほとんど報道されないような状況となっている。

この10年ほどの推移を見ると、格付けそのものに対してさまざまな面でチャレンジがあったと言ってもよいだろう。まず、2001年にはエンロン・ショックが発生し、その後のワールドコム事件を経て、不正会計に対する会計事務所の監査体制の



徳島 勝幸 (とくしま かつゆき)

ニッセイ基礎研究所 金融研究部門兼保険・年金研究部門主任研究員。債券・クレジット・ALM領域の研究を担当。1986年京都大学法学部卒業、日本生命保険相互会社入社。91年ペンシルバニア大学ウォートンスクールよりMBA (Finance/Accounting) 取得。総合企画室、資金証券部、財務企画部等を経て、2004年よりニッセイアセットマネジメント。08年より現職。

問題とともに、格付会社の審査および評価能力に疑問が持たれるようになった。米国では、その反省から、格付会社改革法（Credit Rating Agency Act of 2006）が成立し、格付会社のSECへの登録による公認格付機関（NRSRO：Nationally Recognized Statistical Rating Organization）制度が明確化されている（注1）。その後、今回の金融危機の直接的な原因の一つである、いわゆるサブプライムショックが生じる中で、再び、格付けの根本を揺るがすような事態が生じたと認識されている。特に、従来の伝統的な債券格付けおよび発行体格付けとは異なる、証券化商品やストラクチャードプロダクトに対する格付けの問題という、新たなテーマが提起されている。

日本の社債では、物上担保や責任財産限定特約等の条項が付されていない限り、発行体である債務者の全財産に対して社債権者の請求権が及ぶ。一方で、証券化商品やストラクチャードプロダクトにおいては、一定の裏付け資産や事業等が背景に存在し、そこから生じるキャッシュフローのみが支払原資となることで、根本的に社債や借入金とは弁済能力が異なっている。企業の全財産を評価対象とする従来の評価手法から離れ、証券化商品やストラクチャードプロダクトの格付けは、特定のキャッシュフローを前提にして統計的に算出されるのである。

この理論的な背景として存在したのは、金融工学と統計理論の精緻化であり、前提となる結果の発生が正規分布に沿うと仮定した分析も珍しくなかっただろう。これらはあくまでも確率論的に、中長期的なタイムホライズンで成立するものであり、短期間に同時多発的に生じることは想定されていない。それを“100年に1度”と表現するこ

とは、決して正確でもないし、表現の是非を検証することに大きな意味があるとも思えない。

今回の金融危機とクレジット市場の混乱は、確かに、1929年以降の世界恐慌並みのインパクトがあったかもしれないが、既に述べたエンロンやワールドコムといった米国の事例を持ち出すまでもなく、日本経済だけを見ても、60年代半ばの証券不況や90年代のバブル経済崩壊に伴う金融危機等、市場が混乱した例は枚挙に暇がない。今回のクレジット市場の混乱を“100年に1度”のことが発生したと理解して、次の100年は安全だと考えるならば、それは全くの誤りである。

確率・統計を前提にした証券化商品やストラクチャードプロダクトの格付けについては、定量的なモデルに基づくのみではなく、定性的な判断を加えるプロとしての目が必要であったものが、格付会社は、案件組成の際にトランシング等で関与することにより、一種の利益相反的な状況が生じたのであろう。

(2) 数理統計モデルとリスク管理

今回のクレジット市場の混乱に端を発した金融危機は、まだ収束しているわけでもないが、この間にどういった事件が発生し、どういう帰結をもたらしたのかについて、的確に認識し、次の同様なクレジット市場の混乱に向けた対応を考察しておく必要がある。

図表1は、ムーディーズ社の公表している、米国において07年に組成されたストラクチャードファイナンスCDO（ABS CDO）の格付け遷移を表にしたものである。わずか1年強程度しか経過していないのに、当初Aaaと評価されていた商品の約93%がBa以下のいわゆる投機的格付けの水

（注1） マネタリーアフェアーズ現代社債投資研究会 [2008]、196～198ページ参照。

図表 1 米国ストラクチャードCDOの当初格付け別格付け遷移(2007年組成分)

当初格付け	2008年末時点の格付け (%)								
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca	C
Aaa	2.3	2.5	0.9	1.4	2.5	4.9	11.6	34.6	39.5
Aa		1.4	3.7	0.5			7.0	29.4	57.9
A			12.1	2.7		0.4	2.7	16.1	65.9
Baa					2.6		0.9	12.2	84.3
Ba					1.6	4.9		13.1	80.3
B								100.0	

(出所) ムーディーズ・ジャパン『証券化商品の格付け遷移(1983-2008年)』

準にまで下落しているのである。ABS CDOという極端な商品の例ではあるが、証券化商品やストラクチャードプロダクトの格付けの信頼性について、一定の警鐘を鳴らすべき結果であろう。

わずか10数年ほど前に日本の証券化商品が公募市場で募集され始めた頃、社債のAAAと証券化商品のAAAは同等かという議論があった。投資家もアレンジャーである証券会社も、同じAAAの符号は同じリスクであることを表現しているとし、プライシングの結果、同格の社債よりも厚いスプレッドとなった場合には、それは流動性等が異なるからといった説明で、双方が納得していたのである。ところが、今では、符号が同じでも表現している内容に差があり、例えば、ストレス事象の発生した際の格付けの頑健性は大きく異なることが、当然のように知られている。社債の格付けと証券化商品の格付けとでは、異なる符体系を用いるのが適当だとする指摘もあるほどである。

しかし、証券化商品に対する格付けの意味するものや頑健性が異なるとしても、短期間に投機的とされる水準にまで格付けが低下してしまうと、投資家は安心して投資することができなくなってしまう。投資家は、本来、自ら裏付け資産プールの状況を把握し、その状態をモニターすることによって、資産内容の劣化や、結果としての格付けの見直しを予測すべきであるが、実際には、担当

するマネジャーの経験・能力や裏付け資産プールの情報開示が必ずしも十分でないこともあって、投資家側の分析不足が少なくない。

格付けについては、単に符号の水準のみならず、その裏にある安定性も考慮されなければならない。ところが、図表1にある格付け遷移は、従来の格付けに期待されていたものと、明らかに大きく異なる結果であった。

証券化商品に対する格付けの不安定性を説明する理由は、複数存在する。まず、オリジネーターにモラルハザードのインセンティブがあるとするれば、そもそも分析すべきリスクの内容が格付会社・投資家に十分に開示されていない点で、論外の結果をもたらそう。こういった発行体やスキームに対しては、市場から退場させるような市場参加者の行動があつてしかるべきであろうし、一般的な情報開示ルールや様式等を適用することで改善できる可能性が高い。

また、一般企業と証券化商品スキームとでは、債権者や株主によるガバナンスの強さのほか、根源となる事業の多様性に支えられたキャッシュフローの安定性・回復力に違いがあるという評価もあろう。証券化商品に対する投資においては、社債投資以上に、真のリスクがどこに存在するかを見極める目が必要なのである。

格付会社といえども、十分な過去のデータ蓄積がなければ、統計モデルに基づいて不適切な格付

けを付す可能性もあり、事前に信用悪化を完璧に予測することはできないだろう。今後、格付会社も、データの収集やその分析モデルについて、継続的に見直しや精緻化を進めていくと期待されるが、格付会社は決して万能でない。投資家が自己責任の下で投資対象を十分に評価し、スキームに包含されるリスクを認識しない限り、新しい商品や市場において、市場参加者から後付けで不適切と見られる格付けアクションは、今後も生じる可能性が高いだろう。

米国のサブプライムローン問題のような大規模な環境変化が生じた場合に、一定の前提を置いたモデルに基づく証券化商品の格付けは、格下げ方向に大きく見直されやすい。リスクシナリオの点検という観点では、投資を検討する段階でも、保有期間中でも、さまざまな手法によるストレステストは必須である。裏付け資産の状態が環境変化によってどう変化するかを想定したシナリオテストや、延滞率等の上昇がエクイティ部分からメザニン、シニアへと影響範囲の広がっていく度合いを見るウォーターフォールテスト等、裏付け資産の種類・状況に応じて、適切な分析手法を使い分けなければならない。さらに、オリジネーターやサービス等スキーム参加者の信用力が間接的に影響することも知られている。

格付会社が、不適切な格付けを付与した後それを是正する際や、従来の判断を大きく見直す場合には、環境や状況の変化によるモデルの変更や新しい評価手法の採用を理由とし、正面から誤りを認めず、結果として新しい格付けに至ったという論理構成を取ることが一般的であろう。

CPDO (Constant Proportional Debt Obligation) に対する誤った格付けの付与および放置に際しても、*Financial Times*紙が指摘(注2)しなければ明らかにならなかつただろうし、関与した社員等に対する処分は行われなかつた可能性が高い。格付会社が無謬であるといった誤った観念は、既にエンロン事件の際に否定されていたことであるが、証券化商品という比較的新しい金融商品の領域では、一般企業の債券について投資家や市場参加者が漠然と有するような水準感がないために、格付会社の付した評価が絶対的なものとなってしまう、サブプライムショック後のクレジット市場の混乱で、再び、格付けに関する問題を拡大してしまったのである。“格付けは、一民間会社である格付会社の意見に過ぎない”という主張は、時に格付会社の逃げ口上としても使われることがあるが、まさに真実なのではなからうか。

2. 格付けアクションの事例

本章では、今回のクレジット市場混乱期における格付けの変更について、注目すべき事例を複数紹介する。いずれも格下げの事例であるが、決して格下げそのものが不適切であると指摘するつもりはない。格下げの理由付け、もしくは、格下げ以前に設定された評価の前提や、背景となる理論等に問題があったと考えられる事例である。

(1) キャッシュ CDO

CDO (Collateralized Debt Obligation) とは、貸付債権ポートフォリオのような企業向けやさまざま

(注2) 2008年5月20日、“CPDOs expose ratings flaw at Moody’s,” *Financial Times*.その後、08年7月にムーディーズは、対象となった11のCPDOについて、モデルの適用の誤りで本来Aaであるべきものが、Aaaと評価されていたとし、そのうち四つの格付けが撤回されているほか、残りの七つについてはマーケットの状況から、Ba1からB1の間の格付けとなっていることを公表した。

特集

まな金融商品等のデットを裏付け資産とする資産担保証券である。CDOには、組成に際してCDSを利用するシンセティックCDOと呼ばれるものもあるが、シンセティックCDOについては、本号特集の他の論文で取り上げられることから、本稿では、裏付け資産が現物のキャッシュフローを有するキャッシュCDOについて触れることとする。代表的なキャッシュCDOとしては、ローンを担保とするCLO (Collateralized Loan Obligation) や債券を担保とするCBO (Collateralized Bond Obligation) があり、いずれも伝統的な証券化商品の一類型である。日本でも銀行の信用リスクを圧縮する観点からのCLOや中小企業金融促進の観点からのCBOが、90年代終盤からさまざまに取り組まれている。

シービーオー・オール・ジャパンは、石原東京都知事が打ち上げた“東京都債券市場構想”に基づく7回目のCBOである。“東京都債券市場構想”とは、銀行の貸し渋りが問題になっている時に、中小企業の資金調達を支援するため、証券化の仕組みを利用して中小企業に資本市場へのアクセスを容易にするという趣旨であった。初期の発行例では、東京都の保証が組み込まれることもあったが、後にランチングに基づく優先劣後構造による発行となっていたものである。また、本件は、大阪府・横浜市・川崎市・静岡市・大阪市・神戸市と共同して組成する広域CBO案件でもあった。

シービーオー・オール・ジャパンは、対象となる1,269社の中小企業が発行する原私募社債プー

ルの優先受益権のみを取得しており、発行された特定社債は、当初スタンダード・アンド・プアーズ (以下、S&Pと略す) による格付けで、AAAの個人投資家向けA号 (40億円) およびB号 (831億円)、AAのC号 (7億円)、AのD号 (3億円) となっていた (図表2)。

発行されたのは06年3月15日であるが、そのわずか1年後の07年4月11日に格下げ方向のクレジット・ウォッチが発表され、7月6日にS&Pが最初の格下げを公表した。格下げの対象はB号～D号であり、その理由は、“裏付け資産プールのパフォーマンスが悪化していること”であった。B号はAAと2ノッチの格下げとなり、クレジット・ウォッチは解除された。ところが、8月28日には、“裏付け資産プールから追加的にデフォルトが発生していること”から、再度、格下げ方向のクレジット・ウォッチとなった。

その結果が9月11日に公表され、B号の格付けはBB+となって、格下げ方向のクレジット・ウォッチが継続とされたのである。こうして、最初の格付け見直しから、わずか5カ月でAAAからBB+と10ノッチの格下げとなったのである。

その後、08年4月11日にS&Pが、最大のトランシェであるB号についてB-に5ノッチ引き下げた上で、格下げ方向でのクレジット・ウォッチとした。結局、B号は、最初のクレジット・ウォッチ発表からちょうど1年で、AAAからB-へと計15ノッチの格下げとなったのである。

S&Pは定期的にシービーオー・オール・ジャパ

図表2 シービーオー・オール・ジャパンの格付け推移

	2006/3/15	2007/7/6	2007/9/11	2008/4/11	2008/7/11	2009/7/2	2009/7/10
A号	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
B号	AAA	AA	BB+	B-	CCC-	CC	D→NR
C号	AA	A-	B+	CCC-	CCC-	CC	D→NR
D号	A	BBB-	B	CCC-	CCC-	CC	D→NR

(図表注) いずれも格付けはS&Pによるもの。

(出所) S&P社のリリースに基づき、筆者作成。

ンの裏付け資産の状況についてモニター結果を公表しており、事前に公表したパフォーマンス・ウォッチにおいて、足元の中小企業の信用状況が大きく悪化し、実績パフォーマンスが当初格付け分析時の想定から大きく乖離しているために、ネット毀損増加額が大きい場合には格下げとなる方針を公表していた。

S&Pは07年9月11日の大幅な格下げの際に、格下げ理由を説明する目的でレポート（注3）を公表している。その中で、“募集型による債務者の逆選択”について、これまでリスク要因と考えていなかったと表明している。本件においても、裏付け資産に債務者のモラルハザードが含まれていたことは十分に推察されるが、格付け会社の側にもデータの扱い、すなわちデータ取得期間が短い場合に、過去に経験されなかったような景気のダウンサイクルをストレスシナリオとして織り込む等の分析で、改善の余地があったのではないだろうか。格付け会社がこれだけ短期に大幅な格下げを行ったという結果に対しては、当初のデフォルト率の想定を誤ったため、当初の格付けが甘くなっていたのではないかという疑念が生じる。

その後、08年7月11日には、ついにB号からD号までが、すべてCCC-に並び、元本の毀損が必至と認定されたのである。さすがに、最上位のトランシェであるA号に対しては、B号の831億円がクッションとして存在するために、浸食される懸念は小さかった。09年に入って最終償還を迎えることになったが、裏付け資産のパフォーマンス悪化から、最終的にはC号およびD号が全損となったのみならず、B号の償還も額面の83.95%にとどまったのである。これほどまでに中小企業

向け私募債ポートフォリオが劣化するとは、案件組成の段階で予想するのは困難であったと思われるが、B号に当初AAAが付されていたことについて、中小企業の信用力悪化のリスクを的確に認識できていなかったという解釈も可能であろう。

なお、“東京都債券市場構想”に基づくCBOとしては、10年3月に償還予定のエクセレント・コラボレーションが残っている。こちらについては、ムーディーズおよびS&Pの2社から格付けを取得しているが、スーパーシニアであるA号を除いて、08年10月から09年7月末までに、B号はAaa/AAAからB2/Bへ、C号はA2/AからCaa3/CCCへ、D号はBaa2/BBBからCa/CCCへと、相次いで大幅な格下げとなっており、同じく満期一括償還の構造を採ったシービーオー・オール・ジャパンと同様の状況となっている（注4）。また、ムーディーズは、旧中小企業金融公庫が主導して組成された地域金融機関CLOシリーズについて、09年4月に優先受益権で最大7ノッチ、メザニン受益権で最大9ノッチの大幅な格下げを公表している。格下げの理由としては、経済環境の悪化による裏付け債権プールもしくは参照プールのパフォーマンス悪化とされているが、当然、その背景には、想定を上回るデフォルト率の悪化があることで、こちらも当初の案件組成・格付け付与時点での前提に問題があったものと言うことができるのではなかろうか。

(2) CMBS

米国において、サブプライムショックの影響は、当初からRMBS（Residential Mortgage Backed Securities）の次にCMBS（Commercial Mortgage

（注3） 2007年9月11日、「国内中小企業CDO分析における案件特性の取り扱い」

（注4） ムーディーズ・ジャパンの社長は、08年10月11日の日経金融新聞に掲載されたインタビューで、“信用補完の水準などスキームが全然違い、問題はない”と明言している。

特集

Backed Securities) へと波及することが予想されていた。用途こそ異なるものの、不動産の価値およびキャッシュフローを基にした証券化商品であり、同様に、不動産バブルの影響を受けた商品だったからである。最近になって、ようやくノンリコースローンを裏付けとしたCMBSの受けたダメージが顕著になりつつある。

日本においても、08年6月にJLOC38の裏付けとなるノンリコースローンの一つがデフォルトした結果を受けて、フィッチがD号 (BBB) を格下げ方向での見直しとしたが、それ以降、CMBSに対する格付けアクションが相次いだ。特に、リーマンブラザーズの破綻により、日本のCMBS市場で主要な貸手の一つであった系列ノンバンクがデフォルトしたため、後任に業務が引き継がれなくなった案件の格下げが生じた。また、アレンジャーの破綻により、評価額が不透明化することによって、証券化商品の流動性が枯渇してしまったのである。

そもそも日本のCMBS市場は、参加者が決して多くなく、投資銀行系ノンバンクによる融資がスキームのコアとなっていた例が珍しくなかったが、09年および10年で合計1兆8,000億円程度のCMBSの裏付けローンが償還となる予定であり、その後も12年にかけて償還は高水準となる見通しで、CMBSのリファイナンスは、依然として難しい状況に置かれているのである。

こういった状況を反映し、ムーディーズは09年4月にCMBSの格付けについて、モニタリングを行う際の主要な前提条件を変更し、多数の案件で格下げ方向の見直しを行うことを発表(注5)した。これは、国内初のCMBS格付けのクライテ

リア見直しであり、その影響は、合計で50案件以上、当初残高で約1兆4,400億円に上るものであった。

CMBSに対する格付け見直しの背景には、“日本のCMBSマーケットに影響を及ぼしている市場の混乱が、当分の間継続するであろう”という評価がある。まず、地価の下落は04年以降続いており、不動産取引の停滞はさらに今後も継続すると見られている。こうした不動産市況ストレスに加えて、上述のように貸手となる金融機関は限定的である。さらに、複数の新興不動産会社の破綻によって、CMBSスキームへの金融機関のコミットメントは一層厳しくなっているのである。

ムーディーズがCMBS格付けのモニタリングにおいて前提条件を見直すのは、具体的には“リファイナンスの確実性が乏しく、かつローンデフォルトの蓋然性が高いと見込まれるローンに関して、その想定回収金額 (リカバリー) にストレスを加えて、全案件を再評価する”としている。厳しい金融・不動産市場が当分の間継続することを前提とし、CMBSの裏付けとなっているローンを、リファイナンスの確実性に応じたストレスを加えることによって、再評価したのである。

このストレステストに加えて、CMBS案件の属性を考慮し、担保物件の用途別では、オフィスを裏付けとする案件かどうか、また、担保物件の立地別では、東京都中心部の案件かどうかを考慮し、さらに、スポンサーのリファイナンス余力やスキームのビンテージも考慮している。特に、06年以降のCMBSについては、予測値の実現可能性が低くなっている場合には、変更を要するとしている。そのほかにも、売却型ローンの割合が大きい

(注5) 2009年4月14日、「ムーディーズ、日本のCMBSのうち50案件における228クラスを格下げ方向で見直し」および「格付け手法アップデート：日本のCMBSモニタリングにおける前提条件の更新」

案件やシーケンシャルペイメント構造を有しない案件では、上位クラスでも格下げ幅が大きくなるとした。

これらの結果、7月16日までに、ムーディーズは53案件における293トランシェのCMBSを格下げしたのである。S&Pやフィッチも、引き続き多くの国内CMBS案件を格下げ方向で見直すことを公表しており、依然として格下げ圧力が強い状態となっている。

なお、S&Pは6月26日に公表（注6）した新しい米国CMBSに対する格付けクライテリアに基づき、7月14日に米国CMBSの一部の案件を格下げとした。その結果では、極端な場合、AAAのトランシェがBB-へ12ノッチ格下げとなった例も見られる。ところが、CMBSを利用したTALF（Term Asset-Backed Securities Loan Facility）において、FRBが担保として受け入れる既存CMBSの基準にAAAを要件としていたことから、市場から多くの批判を浴びた。そのため、わずか1週間後の7月21日に、S&Pはクライテリアを修正（注7）し、損失の発生見込みを緩やかに反映させることで、一部の案件をAAAに戻すなど格付けを見直している。報道では“rare and dramatic reversal”（注8）や“flip-flop”（注9）と表現されており、一連の過程によって、市場参加者はCMBSの格付け手法に対する不信感をさらに強めているようである。

(3) J-REIT

日本の公募不動産投資信託であるJ-REITは、証券形態を採ることによって、不動産を容易に流通・取引できるように導入され、多くの投資家の参加

を可能としたものである。初期には、地域金融機関が分配率の高さに着目して購入し、次に、個人投資家向けの投資信託が、同じく高い利回りを目指す定期分配型というコンセプトで次々に設定された。その後、インフレ対応やリスク分散の観点から年金が投資を開始し、また、海外投資家も、高い利回りと為替の観点から、J-REITに資金を投入していた。

順調に成長してきたJ-REITの市場が下降・停滞局面に入ったのは、米国のサブプライムショックから海外投資家が資金を引き上げたこと、建築確認の強化によって不動産物件の竣工までに時間を要するようになったこと、証券化商品に対する懸念の高まりから不動産の流動化を前提としたビジネスモデルで急成長した不動産会社の伸びが止まったこと、建築資材の高騰で不動産や建設といった関係セクター企業の収益力が大きく減退したことなど、さまざまな錯綜した要因からである。急成長した市場は、逆回転が開始するともろいものとなり、東証J-REIT指数は一時的にピーク時の3分の1を下回る状況となったのである。

こういった状況下で、複数のJ-REITに対して大幅な格下げが行われている（図表3）。背景には、投資口価格の下落により株式市場からの調達困難になったことのほかに、不動産セクターに対する懸念の高まりから金融機関の融資姿勢が硬化したこと、また、大型物件の取得によって資金繰りの悪化したこと等がある。

J-REITのうち幾つかについては、有力な不動産会社が背後に存在しており、環境が悪化しても資金調達や物件取得といった業務執行に大きな支障

（注6） 2009年6月26日、“U. S. CMBS Rating Methodology And Assumptions For Conduit/Fusion Pools.”

（注7） 2009年7月21日、“U. S. CMBS ‘AAA’ Scenario Loss And Recovery Application.”

（注8） 2009年7月21日、“S&P tweaks CMBS model, reverses week-old downgrades,” Reuter.

（注9） 2009年7月23日、“S&P flip-flop hurts CMBS market,” *Financial Times*.

図表3 クレジット市場混乱期に大きな格下げを受けたJ-REIT

	R&I		JCR		ムーディーズ	
	2007/3末	2009/6末	2007/3末	2009/6末	2007/3末	2009/6末
日本レジデンシャル	A+	BB	—	—	A3	B1
ケネディクス不動産	—	—	A+	A+	A3	Ba1
ジョイント・リート	A	BBB+	—	—	—	—
日本賃貸住宅*	A-	BB+	—	—	—	—
日本コマmercial	A	BB	—	—	A3	—

(図表注) 2007年3月末と2009年6月末とを比較し、破綻したNCRを除く。

*日本賃貸住宅は、2007/3末時点でリプラス・レジデンシャル。

(出所) 各格付会社のホームページに基づき、筆者作成。

は生じていない。その一方で、不動産流動化を前提とした新興不動産会社が次々と破綻する中で、本来的には、信託を利用した分別管理によって影響されないとされてきたスポンサー企業の業績悪化が、J-REITの格付けに際し考慮されるように変化して来ている。

その契機となった一つが、08年10月にニューシティ・レジデンス投資法人（以下、NCRと略す）が民事再生を申請し、初のJ-REITの破綻となったことであろう。NCRが破綻に至ったのは、資金繰りが悪化したためであるが、背景には、格付会社による格下げがある。ムーディーズは8月に格付けの見通しをネガティブに引き下げた後、9月9日にA2からA3に引き下げてネガティブの見通しを継続した。また、格付投資情報センター（以下、R&Iと略す）は9月17日にA+の格付けの見通しをネガティブに引き下げた。こうした格下げ方向の動きが、借入金返済および大型物件購入代金の支払いに向けての資金調達を困難にし、資金の目処が立たなかったことがNCRを破綻に追い込んだ。

NCRが破綻したことを受けて、R&Iは格付けを付与しているJ-REITの一部（注10）について格付けの緊急レビューを行った。その結果、七つの投

資法人が格下げとなった（注11）。レビューの主なポイントとして、R&Iはリファイナンスリスクを挙げており、融資環境の変化による資金繰りの悪化に対応したものである。リファイナンスリスクのポイントとして、R&Iは、①スポンサーの信用力、②現在の有利子負債比率、③主要金融機関との取引関係、④短期債務への依存度および絶対額、⑤保有物件の売却流動性を挙げており、スポンサーの信用力が第一に挙げられているのが象徴的である。

これまでJ-REITが有していた倒産隔離への信頼が損なわれたことによって、J-REITに対する分析は、投資法人の保有する物件のキャッシュフローを確認するだけでなく、投資法人の資金繰りに大きく影響する、スポンサーに対する金融機関等の支援姿勢や資本・証券市場との連携も主要な評価材料となったのである。

スポンサーの影響がJ-REITの格付けに織り込まれるようになったことで、その後、特に中下位の投資法人を対象に格下げが相次いだ。ムーディーズも一斉にJ-REITに対する格付けを見直す動きで続いた。格下げによってすぐにJ-REITが破綻するものではないが、借入金のコベナンツへの抵触等が増加することも考えられる。引き続き、借入金

(注10) 対象はR&IがAないしA-を付していた13の投資法人と、A+を付していた日本レジデンシャル投資法人。

(注11) 2008年10月31日、「REIT緊急レビューの結果、7社を格下げ」

や投資法人債の返済期限等が注目されるところである。また、複数のJ-REITにおいてスポンサーの変更が行われ、さらに、J-REIT同士の合併といった取り組みも見られるようになってきている。スポンサーの案件への関わり方、J-REITへの関与の仕方はさまざまであり、個別に判断する必要があるだろう。

(4) 海外系格付会社のスタンス変化

収益源であった証券化商品市場が大きく機能低下したために、格付会社の置かれている経営環境は、厳しさを増していると考えられる。特に、海外系格付会社が日本の社債市場を大きな収益源と考えていなかったことは、近年、明白となっていたが、クレジット市場の混乱の影響を受け、また、グローバルに格付会社への監督・規制を強化する動きもあって、必要性の高くない格付けを取り下げる動きが顕著となっている。

中でも、バーゼルⅡにおいて使用できる格付けは、依頼格付けのみとされているため、海外系格付会社は非依頼格付けを撤回する方向に動いている。まずS&Pは、08年12月に非依頼格付け先である70社の格付けを4月半ばに取り下げたことを公表(注12)した。説明文の中では、“今後は基本的に依頼に基づかない格付けを付与しない方針を決めた”と明言している。かつてpiの符号を付して非依頼格付けを発表していたS&Pは、後にpi表示を廃止したものの、バーゼルⅡにおける非依頼格付けの排除を受けて、ついに“自主的な格付け付与を停止”することとしたのである。なお、債務保証や証券化商品等で非依頼格付け先の信用力が影響するため、旭化成と横浜銀行の2社

に対する非依頼格付けは維持し、また、当初公表した70社のうち1社が依頼格付けに切り替えたため、最終的には69社の非依頼格付けを撤回した(注13)。

次に、09年2月にフィッチは、国内事業会社に付していた45の格付けおよび医療・社会福祉法人三つに付していた格付けを取り下げたことを公表(注14)した。今後は、“グローバルな展開を行っている企業の分析に焦点を当て、グローバルな産業の全体像、特に同セクターの主要企業の相対的な業績の比較等を国際的な投資家に向け引き続き提供していく”としている。同社が、格付けを継続するとしたのは、アサヒビール・麒麟ホールディングス・日本たばこ産業・新日本製鐵・JFEホールディングス・日産自動車・トヨタ自動車・本田技研工業・日立製作所・東芝・日本電気・パナソニック・シャープ・ソニー・丸紅・三菱商事・JR東海の17社のみである。フィッチはこの取り下げによって、実質的に日本国内の事業会社に対する格付け付与を、日本国内の投資家向けに中止したものと、市場参加者の間では理解されている。

最後に、ムーディーズは、09年6月に最近の事業法人向け格付けのカバレッジについて公表(注15)している。それによると、同社は09年3月以降、“日本の事業法人に関して28件の非依頼格付けの取り下げ”を行っている。同社の場合、格付けが依頼に基づくものかどうかは、リストで明示されている。なお、6月26日時点で残る事業会社に対する格付け付与は約112社であり、大部分は発行体からの依頼に基づく格付けとされて

(注12) 2008年12月19日、「日本の非依頼格付け先70社の格付けを取り下げへ」

(注13) 2009年4月10日、「日本の非依頼格付け先69社の格付けを取り下げ」

(注14) 2009年2月6日、「国内事業会社等48法人の格付を取り下げ、今後はグローバル企業に注力」

(注15) 2009年6月26日、「本邦事業法人向け格付けのカバレッジについて」

いる。したがって、今後、大幅に既存の格付けを取り下げる予定はないものと思われる。

同社のレポートでは、そのほかに、非依頼格付けについて、すべての発行体が格付けプロセスに関与し、十分な情報提供を受けているため、“格付けの手続きやクオリティという面では、依頼格付けと格差がない”と考えているとしている。格付会社としての主張は、あくまでも信用力判断において遜色ない、という意味であって、格付けの利用方法によっては依頼格付けでない不適格とされることもある。市場参加者が非依頼格付けを使用できない局面で誤って用いた場合に、免責されるものではない。

なお、同じレポートで、ムーディーズが目指しているのは、“本邦資本市場に対する質の高い格付けサービスの提供であり、そのために、事業および資金調達に国内中心の発行体、国内社債への格付け、および円債を投資の中心とする投資家への貢献を従前以上に強化していく所存です”としている。この方針については、市場参加者の誰もが異論ないだろう。さらなる努力によって、海外格付会社の格付けが市場参加者から、より受け入れられるものになることを期待したい。

3. 終わりに

日本国内においては、今回の金融危機に際し、格付けに関して、幸い大きく物議を醸すようなことはなかったが、証券化商品市場が必ずしも従来のように機能しておらず、またCDS市場の出来高が復活しない中で、格付けアクションに対する信頼は、格付けの根底にある理論付けを含めて、大きく損なわれてしまっている。

今回のクレジット市場の混乱には、決して証券化商品そのもの一般に問題があったものでもないし、格付会社の姿勢にすべて不適切なアクションがあったわけでもない。一部の証券化商品やストラクチャードプロダクトにおいて、やや不適切と思われるスキームが採用されたり、一部の格付符号やそのプロセス・理論構成において、今から振り返ると、不適切だったかもしれないことは、否定できないだろう。それでも、証券化商品そのものの有用性は依然として残るし、格付会社そのものの存在を否定することは、かえってクレジット市場の健全な発展を損なう結果に繋がるだろう。

格付会社の不適切と思われるアクションに対しては、事前でも事後でもよいから市場参加者が意見を述べ、格付会社の主張を無批判に受け入れることのないよう、普段から格付けを吟味しておくことが必要である。

一連のグローバルな批判を受けて、再び格付会社への監督・規制の必要性が論議され、日本でも金融商品取引法の改正により格付会社に対する規制・監督が導入されることになった。政令以下の詳細な規定が明らかになり、また、実際の制度運用が始まってから、改めて評価すべきであるが、ほぼ何らの規制もなかった状態から政府の規制・監督が加わることで、どのように格付会社の格付アクション・姿勢に変化が生じるのか、引き続き注視する必要があるだろう。

【参考文献】

マネタリーアフェアーズ現代社債投資研究会 [2008] 『現代社債投資の実務 第3版』、財経詳報社。
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。