

金融審議会 金融分科会第一部会(第55回)

格付け会社に係る規制のあり方について

2008年11月19日 金融庁 共用特別第1会議室(中央合同庁舎7号館13階)

モルガン・スタンレー証券株式会社
マネージングディレクター
早稲田大学客員教授

赤井 厚雄

格付け会社に期待される本来の役割とは？

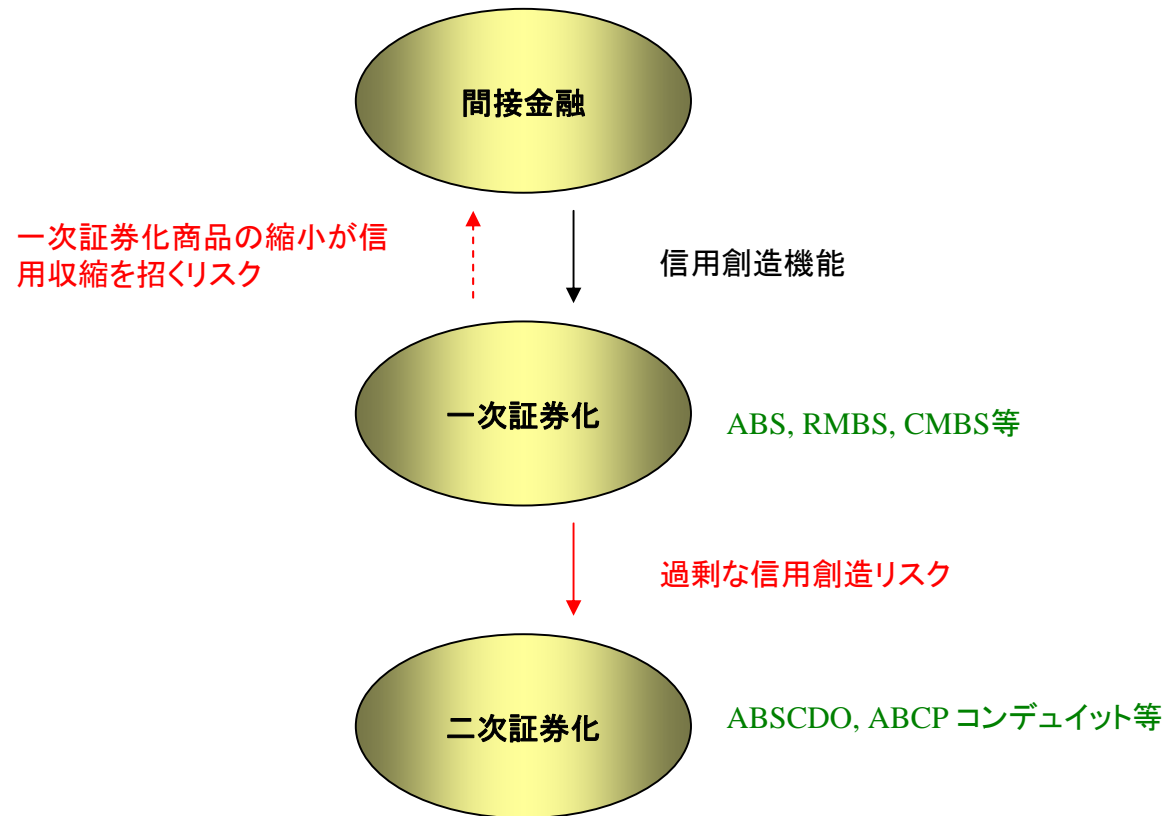
- 投資家の信用リスク分析に対する補完機能の提供（信用リスク分析業務の部分的代行と教育機会の提供）
- 多数の案件にアクセスすることによって蓄積されたマクロデータに基づく高度な信用分析能力の発揮（特に限定的な数の案件にしかアクセスできない中小投資家にとって重要）
- 不特定多数の投資家に提供することが困難な情報（守秘義務に守られた情報など）へのアクセスによって得られる案件のミクロレベルでの洞察の提供
- 信用リスク分析に対する様々な視角の提供（複数格付け取得の場合）
- 中立的な立場からの格付け判断の提供

市場混乱を招いた要因と格付け会社の果たした役割

- 二次証券化商品の急拡大と過剰な信用創造へのプロセスで格付け会社が大きな役割
- バーゼルⅡ実施に伴う格付けに対する過度な依存が背景に
- 二次証券化商品の格付けを通じ証券化商品市場への信用リスク以外のリスク（ボラティリティ・リスク等）混入を助長
- その結果、原資産情報の追跡可能性に問題のある複雑な証券化商品が増加
- 複雑な証券化商品の増加が投資家の格付け依存を助長

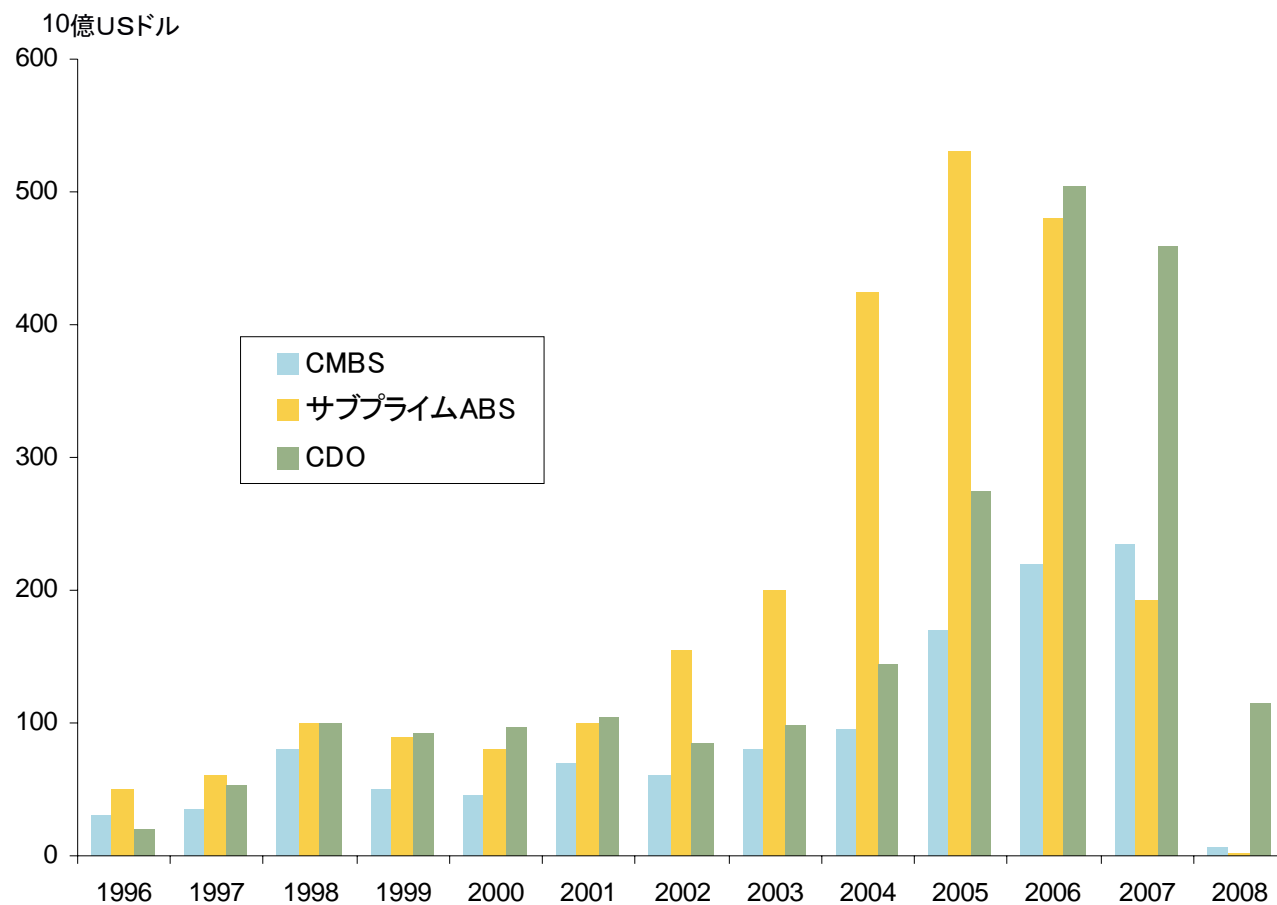
証券化の信用創造機能とリスク

- 今回の混乱は、市場において必ずしも十分にテストされていない、未熟な ABSCDO や ABCP などの「二次証券化商品」と、ヘッジファンド等を経由して流入した短期の流動性が結びついたことにより発生



急拡大したCDO市場

米国証券化商品市場の例



* 2008年は4月末までの発行額累計

出所 モルガン・スタンレー, ムーディーズ, スタンダード&プアーズ, フィッチレーティングス
MCM Corporate Watch, Asset-Backed Alert

二次証券化商品の何が問題だったのか？

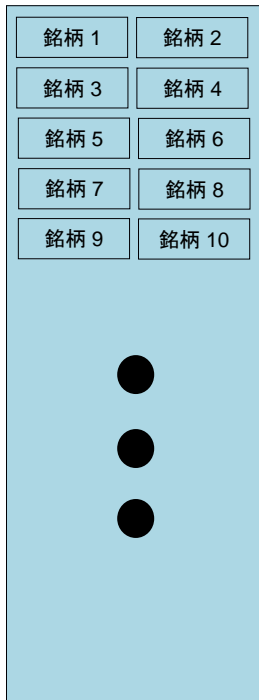
欧米の教訓

- 信用リスクの濃縮機能
- 異なる種類の証券化商品を集めることでリスクの分散が図られると言われていたが・・・。
- 問題発生時に原資産情報の追跡による原因の把握が困難
- 短期の流動性資金と住宅ローンや商業不動産ローンなどの長期性資産との結びつきを助長
- 証券化商品の価格変動リスクを増幅(トリガー条件等による裏付けABSの機械的投売りを通じ)
- 投資家の格付けへの依存を助長

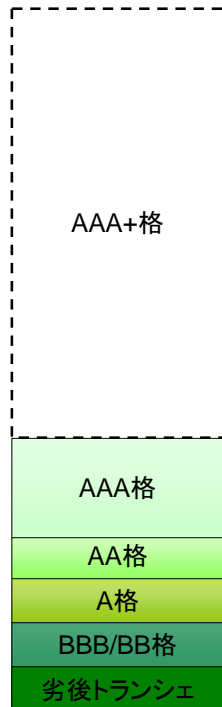
証券化における信用リスクの加工と二つの流れ

伝統的なABSとCDOなどの新しい証券化商品の違い

参照ポートフォリオ



CDO



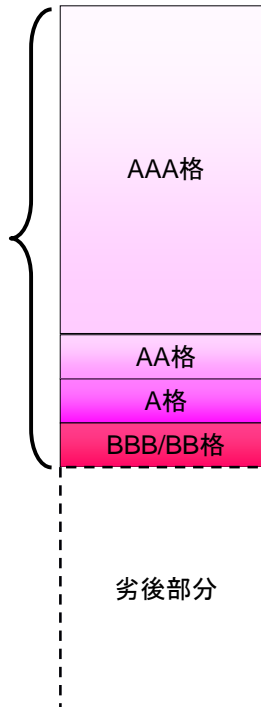
レバレッジ効果を提供

||
リスク・リターン
を小さくする
(希薄化)

レバレッジ効果を享受

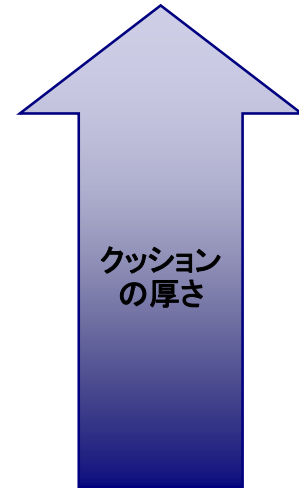
||
リスク・リターン
を大きくする
(濃縮化)

ABS



【証券化技術の本質】

優先劣後構造(毀損の順位付け)
=個別リスク(一次ロス)の排除
=リスク・リターンの創出



わが国市場において活動する格付け会社において懸念されるポイント 欧米とは異なるわが国独自の問題もある

- 格付け会社における中小企業としての実態（経営資源の制約）
- 取引量の増大と業務の複雑さに人員などの体制が追いついているか？
- 人材の層の厚みについての懸念
- 分析能力の属人性への懸念
- モニタリングの能力が確保されているか？（格上げ・格下げのタイミング）
- わが国では証券化商品の仕組みの複雑性が投資家の格付け依存を招いたとはいえない面がある
- 裏付けとなる原資産に係る情報開示不足が格付けへの依存を招いたのではないか？

新たな環境下における格付け会社の位置付け

信用分析サポート産業の模索

- 日本の証券化商品市場は分かりやすい一次証券化商品がほとんど
- アセットファイナンスは本来わが国の金融市場の競争力強化に資する
- そのために格付け会社の存在は引き続き必要だが・・・
- 投資家に対する原資産情報提供の環境整備が進む（証券会社による自主規制ルールの導入）
- 提供される原資産情報の標準化を強力に推進する必要性
- 標準化された原資産情報のデータベース化の必要性（これまで格付け会社や大手機関投資家によって独占されてきた）
- オリジネーターによる情報提供をいかにしてすすめるか？（インセンティブ、ルール）
- 2項有価証券（みなし有価証券）や証券化されていないABL等にも共通の情報開示の基準を
- 投資家による信用分析をサポートする新たなニーズの発生（新しいビジネス）
- 投資家の「考える力」の補強を通じて金融市場の足腰を強化
- 従来の格付け会社の役割は縮小（投資家の信用分析に対する補完機能への回帰）
- 「信用分析サポート産業」への人材流入を期待

巨大な資産市場の存在と金融の潜在ニーズ

内需産業として

- 「貯蓄から投資へ」の流れは停滞。2008年7月末の民間銀行の預金超過は145兆円（過去最高水準）
- 銀行に資金はあるが、資本が足りない
- 米国発のサブプライム問題の波及効果として、わが国にも「証券化悪玉論」が蔓延し、わが国資産市場の成長の足かせとなっている
- 銀行に対する資本注入により資金を動かすかアセットファイナンス等の直接金融を活性化させる必要

競争力の源泉	優良企業の国内立地	巨大な資産市場
金融市場の取るべき方向性	コーポレートファイナンスの高度化	アセットファイナンス市場の成長
課題	「貯蓄から投資へ」の進展に依存せざるを得ないため、時間を要する	「証券化悪玉論」のもとで方向感を喪失、足踏み状態

格付け会社の規制において考慮すべきポイント

日本における視点

- 国際的な協調は重要であるが盲目的な対米追従の必要はない
- わが国においては格付け会社の役割が縮小する中での規制という考え方が重要（規制の強化によって格付け会社の行動が制約されることによるマイナスは日本では相対的に小さい）
- 本来求められる役割を格付け会社にいかにして果たさせるか（諸制度の下での位置付け、格付け会社内での態勢整備）
- 米国におけるNRSROの認定基準が実質的に日本国内の格付け会社の行動も一律に規定しうる可能性がある点には注意が必要。（原資産に係る情報の開示基準などに関し日本として必要に応じて独自の対応が可能となることを如何にして担保するか？）
- 証券化商品に付される格付け符号と社債等に付される格付け符号のいたずらな区別化は有害（ただでさえ投資家層が限定的でゆがみが見られる日本の証券化市場で本来望まれる投資家の新規参入を阻害する可能性）
- 原資産情報等の伝達・流通にかかわるインフラや制度の整備を同時に進めなければ信用収縮を招く恐れ（巨大な資産市場を抱えるわが国において大きな課題）

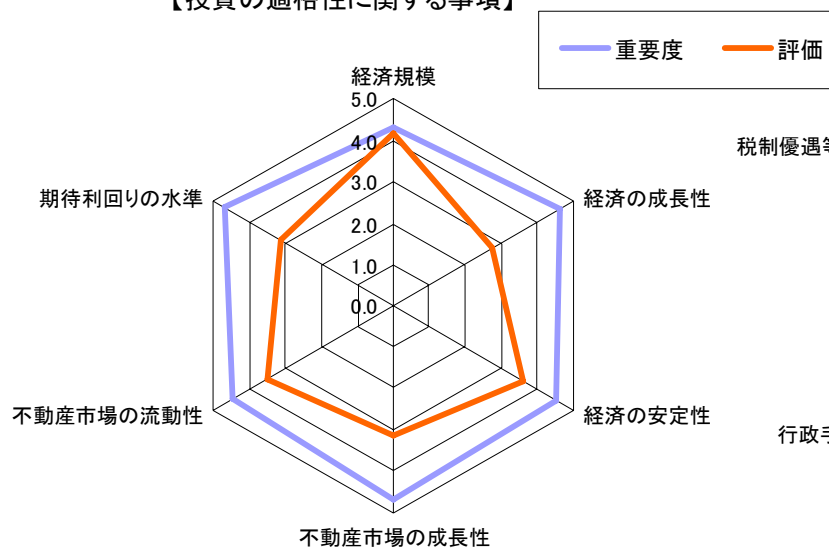
Section 1

付録

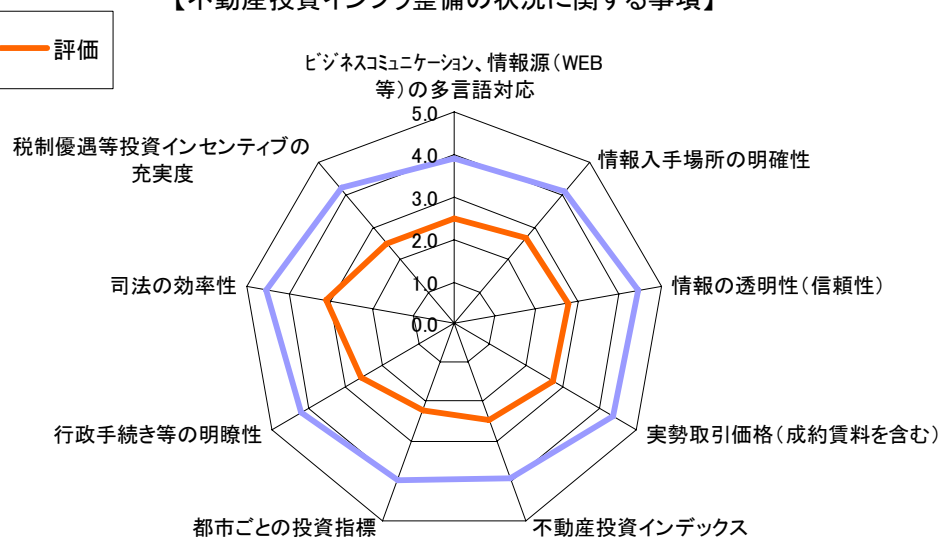
海外投資家の評価

不動産における投資インフラ整備の遅れが大きなハードルに

【投資の適格性に関する事項】



【不動産投資インフラ整備の状況に関する事項】



資料：国土交通省「不動産市場の国際化の実態把握に関する調査」

注：各項目について、「投資決定上の重要度」と「日本の評価」について5段階で尋ね、その回答を5ポイントから1ポイントまでで点数化し、回答数に応じて加重平均して求めた数値をグラフに表した。

出所 国土交通省土地・水資源局 不動産投資市場研究会配布資料

情報インフラの重要性

世界の不動産の情報透明性インデックスにおけるわが国の位置は下落中

- 日本は、04年から06年にかけて透明性が改善したが、08年は僅かな改善にとどまった
- 透明度スコア中高では香港・シンガポールが上位にランク
- 中国・インドが透明度レベル「中」に昇格
- J-REIT等の市場拡大が鈍化
- 業界スタンダードとなる投資インデックスの整備が進んでいない
- J-REITの海外物件投資の解禁を契機として、英語による情報開示の進展を期待

2008	2006	2004	国	スコア
1	4	5	カナダ	1.17
2	1	1	オーストラリア	1.20
2	1	3	米国	1.20
4	3	2	ニュージーランド	1.21
5	5	4	英国	1.31
6	7	6	オランダ	1.33
7	9	11	フランス	1.34
8	8	8	スウェーデン	1.43
9	17	15	ベルギー	1.48
10	15	14	アイルランド	1.52
11	6	7	香港	1.55
11	10	9	シンガポール	1.55
13	11	12	フィンランド	1.56
14	12	10	ドイツ	1.58
15	14	16	デンマーク	1.68
16	18	19	スペイン	1.70
17	15	17	オーストリア	1.72
18	20	18	ノルウェー	1.78
19	21	22	イタリア	1.82
20	19	13	スイス	1.87
21	13	21	南アフリカ	1.96
22	24	23	ポルトガル	2.09
23	22	20	マレーシア	2.25
24	26	24	チェコ共和国	2.32
25	27	28	ポーランド	2.37
26	23	26	日本	2.39

2008	2006	2004	国	スコア
27	27	25	ハンガリー	2.50
28	29	30	イスラエル	2.50
29	35	38	ロシアのTier 1都市	2.63
30	n/a	n/a	エストニア	2.64
31	32	n/a	スロバキア	2.70
32	44	45	ドバイ	2.78
33	34	32	ギリシャ	2.79
34	n/a	n/a	ロシアのTier 2都市	2.83
35	n/a	n/a	ブルガリア	2.91
36	37	37	ブラジル	2.92
37	48	50	ルーマニア	2.92
38	25	29	メキシコ	2.94
39	33	31	チリ	2.95
40	n/a	n/a	ラトビア	2.95
41	29	27	台湾	3.07
42	n/a	n/a	リトアニア	3.08
43	n/a	n/a	ロシアのTier 3都市	3.14
44	31	34	韓国	3.15
45	39	36	タイ	3.16
46	46	n/a	ウクライナ	3.18
47	n/a	n/a	バーレーン	3.23
48	36	35	フィリピン	3.23
49	42	39	中国のTier 1都市	3.33
50	40	40	アルゼンチン	3.34
51	41	41	インドのTier 1都市	3.34
52	n/a	n/a	インドのTier 2都市	3.38
53	n/a	n/a	クロアチア	3.42
54	n/a	n/a	アフダビ	3.46

透明度レベル: 高

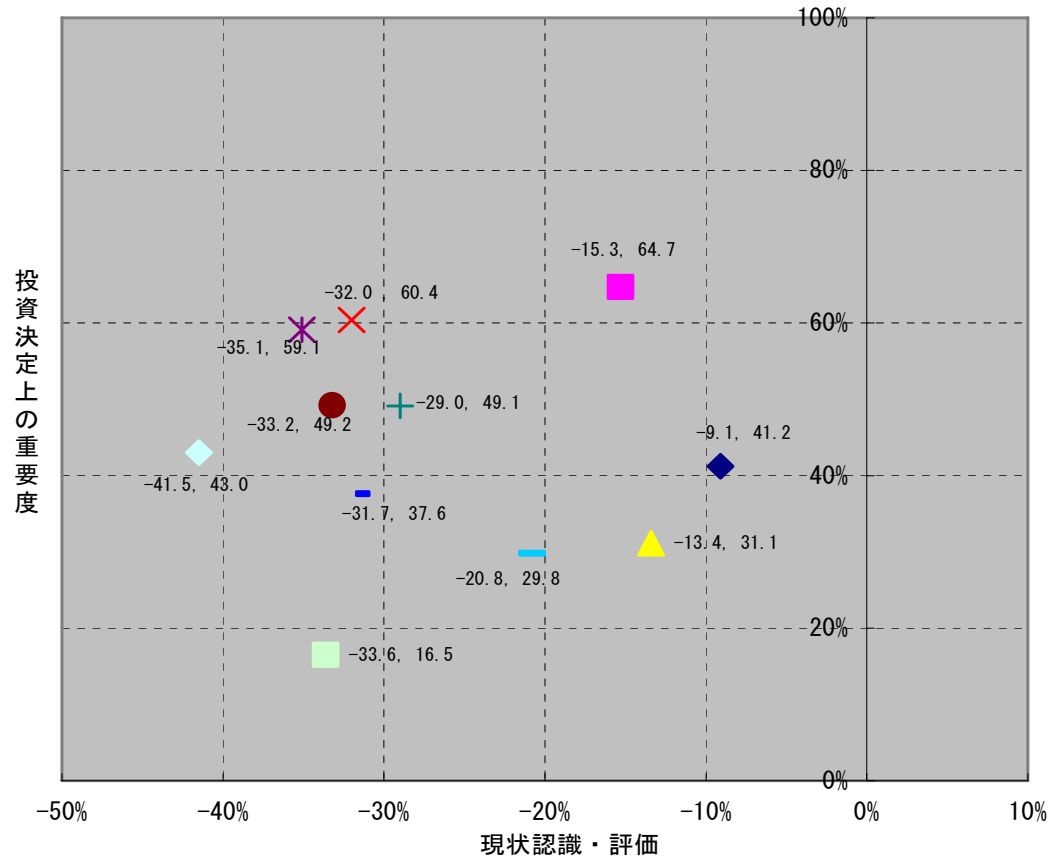
透明度レベル: 中高

透明度レベル: 中

出所: Jones Lang LaSalle Transparency Index 2008よりモルガン・スタンレー作成

国内投資家による不動産投資市場の現状評価

宿題を片付けるのはいつ？



- ◆ 多額の投資資金を受容しうる不動産投資市場規模の大きさ
- 投資対象不動産・商品の優良または安定した収益性
- ▲ 投資対象不動産・商品の多様性
- ✕ 市場が持続的に成長を続けること
- ✖ 投資判断の前提となる市場の透明性や信頼性
- 投資指標情報の入手しやすさ、インデックス、取引価格（ ）等
- + 不動産市場特性を生かす適正なルールや制度の整備
- 税制優遇等の投資インセンティブの充実度
- 不動産投資に精通した投資家利益重視の運用機関等の増加
- ◆ 長期安定的な投資姿勢の投資家層が厚いこと
- 日本市場が他国に比べて相対的位置づけが優位にあること

資料：国土交通省「不動産投資家アンケート調査」（平成19年度）

注：投資決定上の重要度（縦軸）について、回答比率から（大いに重要+やや重要）-（あまり重要でない+重要でない）を算出。

現状認識・評価（横軸）について、回答比率から（充分+概ね充分）-（やや不十分+きわめて不十分）を算出。

出所 国土交通省土地・水資源局 不動産投資市場研究会配布資料

情報インフラの重要性

課題と必要となる対応

<課題①>への対応

- 不動産証券化にかかる不動産鑑定評価について、中立的な機関により、DCF法を用いて鑑定評価額を計算する際のパラメータなどを全国ベースでデータベース化



データベースの整備により、不動産投融資を行う際のリスク判断の効率化が図られる

<課題②>への対応

- 金融庁の監督指針改正と日本証券業協会を中心とした証券化商品の情報開示の標準化と販売体制整備のための自主規制規則制定の動き
- 新不動産鑑定評価基準の有効活用と見直し

<課題①>

- 不動産市場における賃料等の基礎的データの整備・蓄積が不十分



- ◆ 幅広い不動産情報収集体制の構築が急務
- ◆ 不動産投資インデックスの整備による情報発信
- ◆ データベースの整備による東京圏以外の不動産投資市場の開拓

<課題②>

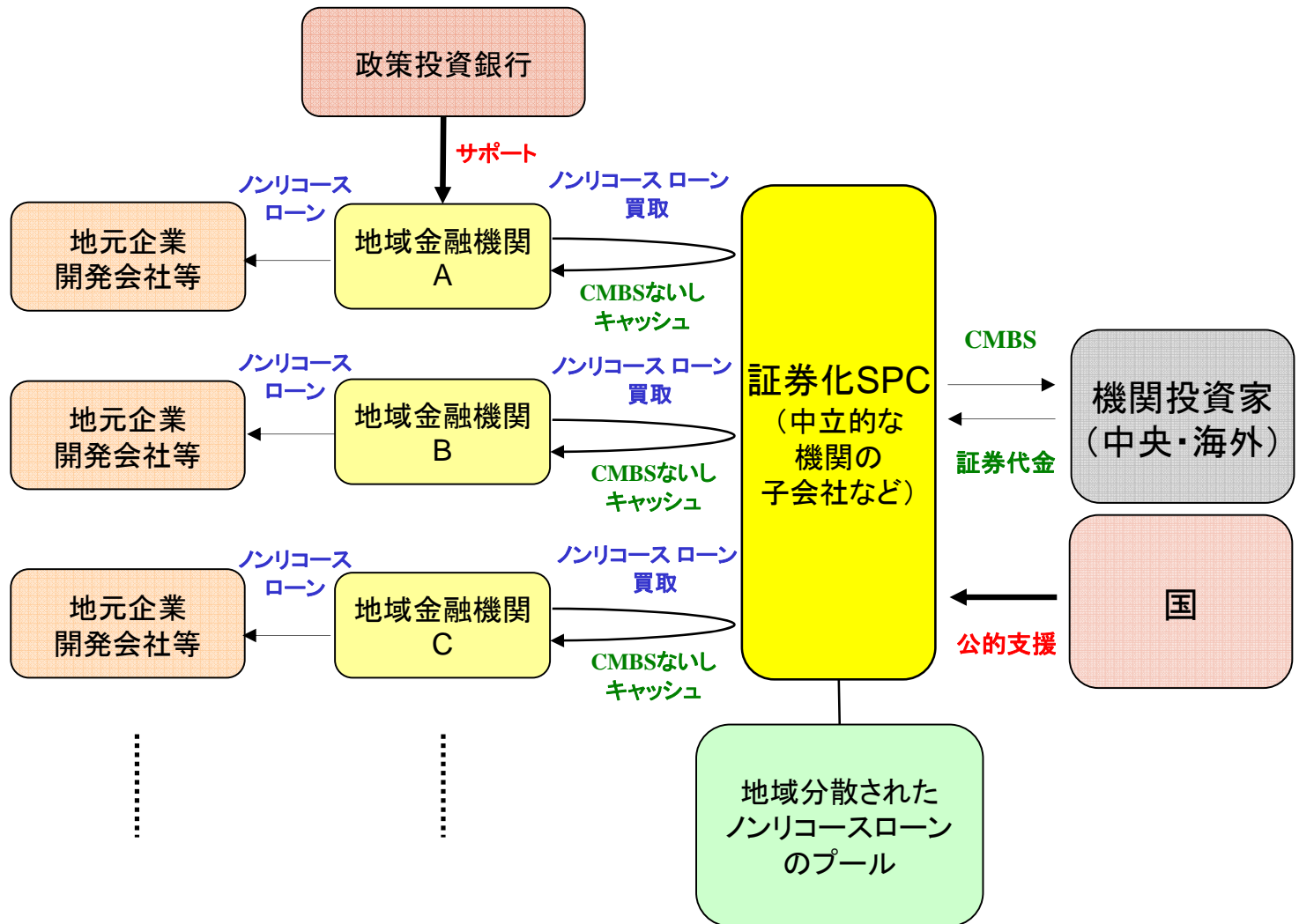
- CMBS・J-REITを含むすべての証券化商品におけるディスクロージャーの標準化の遅れ



- ◆ トレーサビリティ(追跡可能性)の確保
- ◆ 海外投資家資金の流入を促し、不動産市場の国際化を促進
- ◆ 取引コストの縮減により、不動産投資市場に流動性を付与

地方の不動産ノンリコースローン市場整備のコンセプト

- 特定の地域に偏ったノンリコースローンは証券化が困難
- 「買取SPC」が一旦買い取ることで、地域分散が効いたCMBSを作成
- 地域金融機関は現金を受け取るか、CMBSを受け取るかを選択
- 全国規模でノンリコースローンCMBSの標準化を推進し、トレーサビリティの向上に寄与する効果



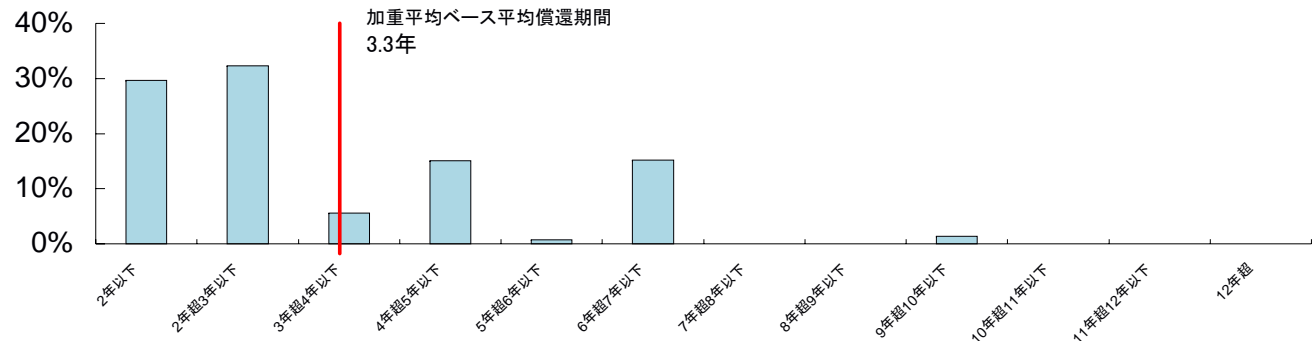
- 米国では7年超のCMBSが全体の65%を占め、市場全体での加重平均ベースの平均償還期間は約7.8年
- そのため商業不動産の換金売りは多くない
- それに対し、日本では平均償還期間は、3.3年程度に止まり、証券化市場を通じた不動産市場への長期安定資金の供給が進んでいないのが現状

付録

わが国及び米国におけるCMBSの平均償還期間

2006年以降発行の日本のCMBS(全体)

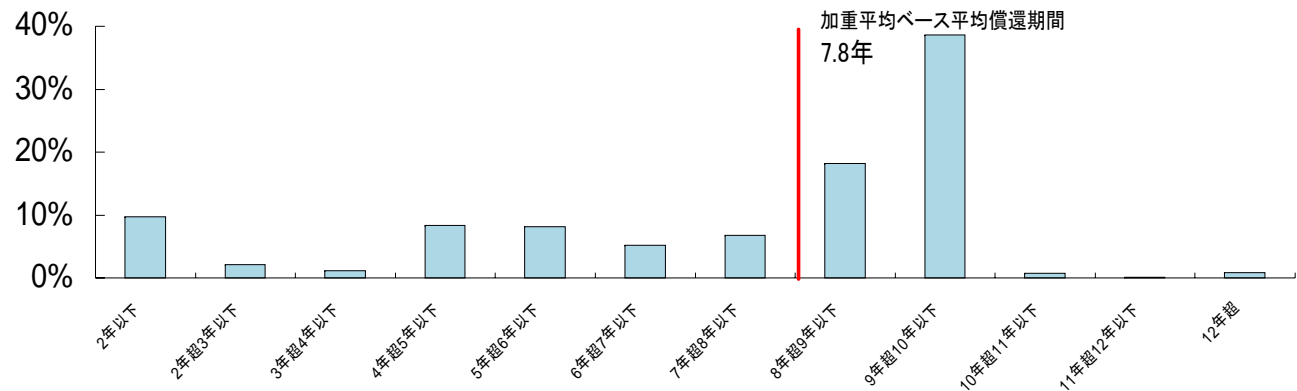
金額ベース



出所 モルガン・スタンレー集計に基づく

2006年以降発行の米国CMBS(全体)

金額ベース



出所 モルガン・スタンレー集計に基づく

略歴

赤井 厚雄（あかい あつお）

モルガン・スタンレー証券株式会社マネージングディレクター

早稲田大学 客員教授（国際不動産研究所）

1987年慶應義塾大学法学部卒業。三菱銀行（現三菱東京UFJ銀行）、米国キダー・ピーボディ社を経て1994年モルガン・スタンレーに入社し、2003年より現職。

現在、内閣官房「国際金融拠点フォーラム」メンバー、同都市再生ワーキンググループ学識経験者メンバー、国土審議会専門委員・土地政策分科会不動産鑑定評価部会委員、国土交通省「地方のまちづくりに役立つノンリコースローン市場整備に関する研究会」座長、国土交通省「証券化対象不動産鑑定評価フォローアップ委員会」委員、同「不動産投資市場研究会」委員、日本経団連・金融制度委員会・資本市場部会委員、日本証券業協会「証券化商品の販売に関するワーキンググループ」主査等を務めるかたわら早稲田大学大学院ファイナンス研究科非常勤講師（「証券化」を担当）を兼務。また、2008年10月から早稲田大学国際不動産研究所客員教授に就任。

また、米CMSA（Commercial Mortgage Securities Association商業不動産証券化協会）日本支部設立に関わり、2002年より同日本支部共同代表、CMSA国際委員会副委員長（2006年）、CMSA本部・国際諮問会議副議長（2007年－2008年）を経てCMSA理事兼国際諮問会議議長（2008年－2009年）。

主共著書：“Guide to CMO Structures”（IFR、1994年）、『金融市場の変貌と証券経営（第3章・資産担保証券）』（日本証券経済研究所、1998年）、『グローバル債券投資の理論と実務（編集代表・第1編VIIモーゲージ債と証券化商品）』（金融財政事情研究会、2004年）、『都市開発ファイナンスのいま－最新動向と今後の展望』（ぎょうせい、2005年）など。主要論文：「わが国金融市場の変貌と不動産証券化ビジネスの行方」（『証券アナリストジャーナル 2007年7月号』）など。