

サブプライムローン問題時における
格付けの正当性に迫る

関西学院大学

亀田ゼミ 格付けパート

盆子原 健

上山 豪介

目次

序章

1 章 サブプライム問題の背景

1 節 サブプライムローンとは

2 節 証券市場とのかかわり

2 章 証券化、格付けとは何か

1 節 証券とは

2-1-1 資産を移すという要素

2-1-2 新設の仕組みという要素

2-1-3 資産を裏付けとした資金調達という要素

2-1-4 証券発行による資金調達

2 節 証券化に至るまでのサイクル

2-2-1 機関説明

2-2-2 サブプライム証券化へのサイクル

3 章 サブプライム問題における格付けの検証

1 節 New Century Financial Corporation のケーススタディ

3-1-1 証券発行までの構造

3-1-2 時系列

4 章 格付けはその役割を果たしたのか

1 節 St. Andrew Funding Trust が発行した ABCP の何が問題だったのか？

2 節 格付け機関は何を見ているのか

3 節 格付けの無効性

序章

アメリカでの不動産バブル崩壊は世界を激震させる結果となった。その結果、日本経済は強い影響を受け、多大なる経済後退に見舞われた。一見、不動産市場でのバブルはとも世界へと波及するとは考えにくい。アメリカは現在世界一の経済大国として位置している。その基盤をゆるがした要因、そしてバブル崩壊が不動産市場での問題にとどまらなかった理由としては、証券市場の行き過ぎた成長にあると定義する。さらに、不良証券が出回ったシステムに欠かせない要因が「格付け会社」の存在である。格付け会社の高格付けにより安心感を得た証券は高い利回りとともに RMBS（サブプライムローン債）として世の中に出回ることとなる。バブルを引き起こした要因であるといわれている、「格付け」の役割を検証したい。具体的に、ファイナンシャルカンパニー New Century Financial Corporation のケーススタディを用い、「格付けの正当性」について論ずる。

本校の構成は以下のとおりである。第一章では、世界金融危機の原因であるサブプライムローン問題の背景にせまり、問題を提起する。

二章では、不動産バブル時のサブプライムローンを取り扱っていたノンバンク最大手であるファイナンシャルカンパニー New Century Financial Corporation、そして格付け会社大手 Moody's Corporation の動きと連動して 2007 年初頭を時系列で追っていく。また、一般公開されている格付け手法を用い、正当性のある格付けであったかをうかがう。

最後に、三章では証券市場におけるサブプライムローンバブルの原因ははたして「格付け会社」にあるかを検証したい。

日本経済再生のための方策を考える上で、同じ轍を踏まぬため、アメリカでの事例をとりあげ、健全な証券市場を提唱する。

1 章 サブプライム問題の背景

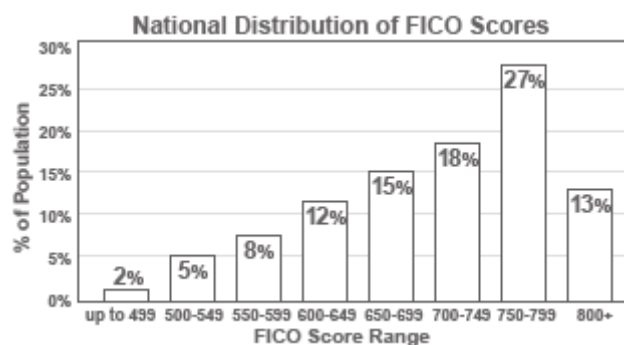
この章では世界恐慌を引き起こしたサブプライム問題の背景に迫る。サブプライムローンとは、そして証券市場とのかかわりをみる。

1 節 サブプライムローンとは

まず、サブプライムローンとは、アメリカ合衆国において貸し付けられたローンのうち、サブプライム層（優良顧客ではない）向けのローンである。広義には、自動車担保など住宅以外を担保とするものを含むものであり、一般的なローンと比べ、債務履行の信頼度が低い。サブプライムの分類は、「信用履歴にちょっとした不完全があったり重大な傷があったり、クレジット・スコア 660 以下、過去 2 年間に 2 回以上 30 日延滞か 1 回以上 60 日延滞履歴、過去 2 年間に抵当権実行経験、過去 5 年間に破産履歴があったりする債務者への貸し付け」を指し、「また、100%を超えるような効率の融資掛け目、所得に対して高い支払率、所得証明不備や証明がないもの、不安定所得、それらの組み合わせも含まれる」大澤（2007）とされている。

先に述べられたクレジット・スコアとは、Fair Issac Corporation により開発された各消費者信用情報機関が運用している消費者の信用力を数値化したものである。借入口座数、過去の支払い履歴（30 日未満の延滞は考慮せず）、借入残高、信用履歴、照会件数などを考慮し、300 から 880 の間で採点するシステムである。

図 1 全米 FICO クレジット・スコア分布



〈出所 Fair Issac Corporation - <http://www.myfico.com/CreditEducation/CreditScores.aspx>〉

図 1 は全米における FICO クレジット・スコアの分布である。平均値が 720 前後であり、700 を超える債務者へのローンがプライムローンと呼ばれる。660 前後、それ以下の層がサブプライム（プライム以下）層のローンであることがサブプライムローンと呼ばれる由縁である。

低所得者が住まいを得るチャンスを与えるという見方においては聞こえがいいが、90 年代半ばから不正貸し付け、さらには不正なサービシングが問題視されてきた。サブプラ

イムローンの返済方法としては、借入当初の支払いが金利のみであったり、低金利であったりと優遇されている。収入源が不確定なサブプライム層ならではの返済方法であるかと思えばそうでもない。借入当初は家計にやさしいシステムであるが、ある一定期間を過ぎると文字通りツケがくるのだ。金利、及び元金の支払が残年数に分割されており、支払額が急増する。これにより、借入当初から所得が増加していない家計では破綻を迎える。

では、本来ならば低所得者のみを影響しうるであろうと思われるサブプライムローンが世界をも揺るがす要因となったのか。それはサブプライムローンの構造のみならず、同時進行した不動産価格の急上昇、および証券市場により繰り出される巧みなからくりにある。

2 節 証券市場、格付け機関とのかかわり

最初に、投資家達に魅力的に映ったサブプライムローンの構造を説明したい。先ほど述べた返済額に無理があるシステムであるが、支払額急増時に、時を同じくして不動産価格も上昇していたらどうだろうか。新たにローンの借り換えを行うことによって元金、および利息の一括返済が可能である。また、新たなローン繰りで得た売買差益を利益としてみなすこともできる。着実なローン返済はクレジット・スコアの上昇にもつながり、ゆくゆくはプライム層の対象となることも考えられる。

サブプライムという大変信用度の低いローンであるにも関わらず、上記のシステムが続く限り債務返済率の非常に高いものであるとみなされる。また、債務返済のための新たなローンが必要とされるので流動性も高い。

図2 1994-2006 モーゲージローン、及びサブプライムローンの証券化比率

	1 億ドル	サブプライム		モーゲージ	
	貸付額	証券額		総貸付額	比率
1994	350	111	32%	7,731	4.5%
1995	650	185	29%	6,358	10.2%
1996	968	382	40%	7,853	12.3%
1997	1245	662	53%	8,591	14.5%
1998	1500	826	55%	14,300	10.5%
1999	1600	599	37%	12,750	12.5%
2000	1380	559	41%	10,480	13.2%
2001	1900	950	50%	22,150	8.6%
2002	2310	1210	53%	28,850	8.0%
2003	3350	2020	61%	39,450	8.5%
2004	5400	4010	74%	29,200	18.5%
2005	6250	5070	81%	31,200	20.0%
2006	6000	4830	81%	29,800	20.1%

〈出所 Joint U.S. Dep't of hous. & Urban Dev. - U.S. Treasury, Curbing predatory home mortgage lending, June 2000; HUD, Unequal burden: Income and Racial Disparity in subprime lending in America, Apr. 2000; Inside Mortgage Finance, The 2007 Mortgage Market Statistical Annual〉

図2では、いかにサブプライムローンの証券額が増加したか、ならびに証券化された比率が上昇したかをまとめたものである。2001年を皮切りに貸付額が上昇し、それに伴い証券額も急上昇している。証券額が上がるという事実は、いかに機関投資家達に注目されているかを示しているといえよう。

このシステムの最終的なゴーサインを出した要素は格付け機関である。格付け機関とは、「債券の償還利払いの確実性を格付けする機関で、証券化商品（ABS）でも同様に格付け業務を行って」[岡内（2001）]いる。つまり、ABSのように、比較的込み入ったシステムの場合、機関投資家が市場に出回っている証券の安全性を図る重要な指数として考慮されている。サブプライムローンは、元を返せば低所得者向けのローンであり、完済の見込みが一般的に低いといわれている。その中で、異常なまでの高格付けをつけた格付け機関が今、バブルの原因を巻き起こしたと思われる。我々はその真意を検証したい。

そこで、格付けの検証に至る前に、次章ではサブプライムローン証券化への流れ、および証券化に関与する機関について説明する。

2 章 証券化、格付けとは何か

1 章において、サブプライムローンが市場にとって、債権者、債務者、投資家ともに魅力的な債券であったかをまず単純な数値のみで表した。そこで、本章ではその証券化への流れに登場する機関、さらには格付け機関の密接な係わり合いをしめす。

1 節 証券とは*

証券には様々な定義の仕方があるだろうが、本稿では大垣(1997)に倣い、

「企業や銀行がその保有資産を新たに設立した資産保有のための仕組みに移し、移した資産を保有するための資金調達を、自己資金から、そうした仕組みが発行する保有資産を裏づけとした証券発行による資金調達に切り替えること」と定義する。

ところで証券の要素を分解すると、①資産を移すという要素、②新設の仕組みという要素、③資産を裏づけとした資金調達という要素、④証券発行による資金調達の 4 点で見られる。以下証券化と関連付けながら、各要素をみてみたい。

2-1-1 資産を移すという要素

資産を移すという行為は保有資産の分散につながる。手元に資金がない場合に、人から借りるか財産を売るかの二種がある。証券化の場合、後者であり、資産を切って売る感覚である。このプロセスを流動化と呼ぶ。すなわち流動化とは、資産の分離を行い、より売却や処分をしやすくすることである。

2-1-2 新設の仕組みという要素

証券化においては原資産を有価証券の形に変更するための手段として、S P V (Special Purpose Vehicle)を活用するが多い。

ある企業が特定の保有資産のみを証券化したい場合、新たな(名目上の)会社を設立する。この会社をS P Vと呼ぶ。証券化したい資産をS P Vへと移し、証券を発行する。S P Vから発行される証券は、純粹に移された資産の価値が表されることで非常に有効価値が高い。次に、税務上透明である。米国の連邦税制において、S P Vを課税免除しているケースとしては、不動産投資信託のほかに答申会社、モーゲージ証券のためのS P V、ABSのためのS P Vなどがある。

*本節の証券における 4 の要素は大垣(1997)に依拠する。

2-1-3 資産を裏づけとした資金調達という要素

証券は、調達者の信用力ではなく、資産（アセット）の信用力に依存しているといえる。「資産を持った会社の債権の信用力」と「資産自体の信用力」を比べていただきたい。明らかに後者の商品のほうがよりリスク回避ができることがわかる。

証券の場合、資産を信用力としているものをABS（Asset Backed Securities）と呼ばれている。

2-1-4 証券発行による資金調達

証券化により新たな資金調達の方法が見つかったといえる。なおかつ、銀行に依存せず、資産そのものの純粋な市場価値によって価格付けが行われる証券は、より進歩した市場であるといえるのではないだろうか。

2 節 証券化に至るまでのサイクル*

本節では、多種多様な証券化サイクルの中でも、一般的なABS発行を例に証券化の流れを説明する。まず、証券化の流れの中で登場する機関の役割を説明し、その後、それぞれの働きを図で説明する。

2-2-1 機関説明

- ・オリジネーターとは、原債権者を指す。証券化では資産を提供する機関である。

住宅ローン事業におけるオリジネーターの一例としては、一般の消費者に一番近い形態をとる消費者金融会社などである。オリジネーターが債権者となり、資金を貸す代わりに得る債権がオリジネーターの資産といえる。

- ・アレンジャー

アレンジャーとは、証券化を行うために、資産の優先劣後構造や、トランシェ分けなどを操作するなど、テクニカルな部分を請け負う。

- ・サービサー

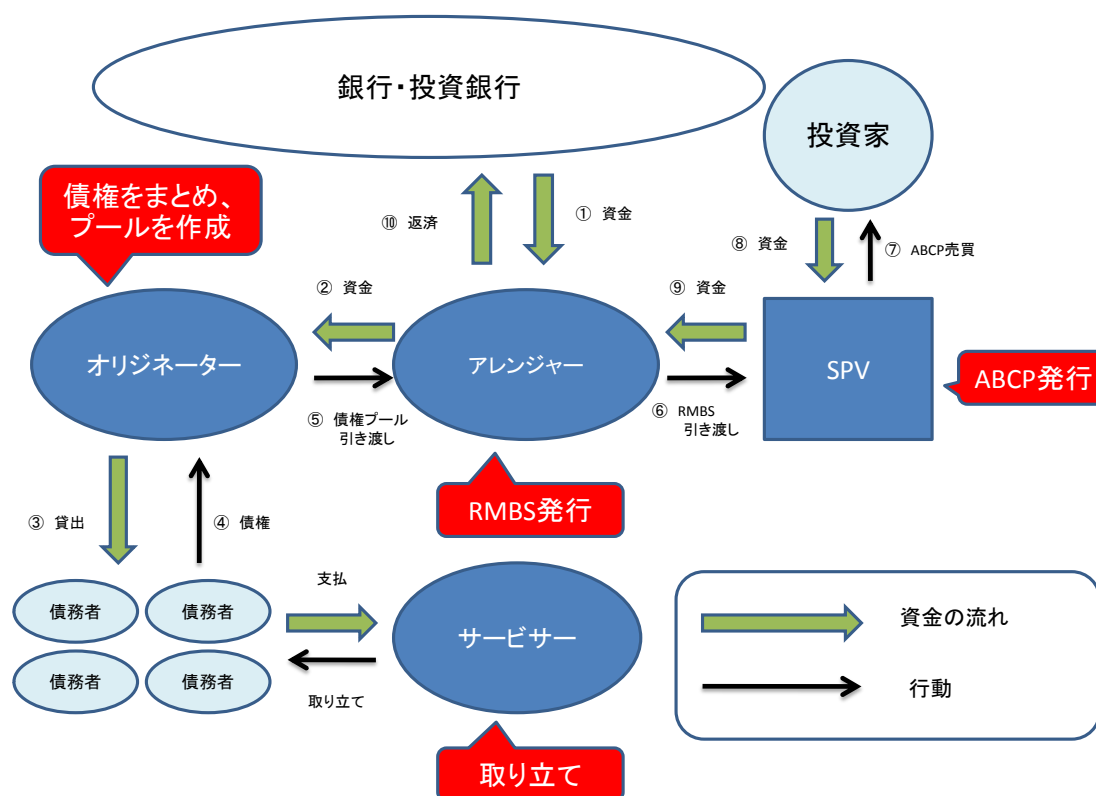
サービサーとは、債務の回収を行う専門業者を指す。債権を有するSPVはペーパーカンパニーなので、債権回収の役割を行う。

*本節の機関の情報は岡内（2001）に依拠する。

2-2-2 サブプライム証券化へのサイクル

ここで実際に各機関の役割を踏まえたうえで、順を追いながら証券化をみてみよう。

図3 サブプライムローン証券のサイクル



筆者により作成

①事業開始のための融資

資金の流れ（銀行・投資銀行→企業）

ー銀行、及び銀行系会社による資金提供。

②コーポレーション内での資金の譲渡

資金の流れ（企業→オリジネーター）

ーオリジネーターへの資金の譲渡。

③サブプライムローン事業における債務者への貸付

資金の流れ（オリジネーター→債務者）

ー窓口会社であり、実際に債務者との契約を行う。クレジット・スコアや現状の収入の状況などを判断しローンの種類を決定する。本稿ではサブプライムローン債権者のみを扱う。

④債務者からの債権の発行、ならびに受取

債権の流れ（債務者→オリジネーター）

ーこの時点で債権が発行される。債権とはいわば借用書である。多数の債務者を取

扱い、それらの債権を束にしたものをプールと呼ぶ。

⑤債権プールの引き渡し

債権プールの流れ (オリジネーター→アレンジャー)

ーオリジネーターの役割は債権を集め、アレンジャーへと債権プールを受け渡し、のちに証券の保証をすることである。

⑥ABS 発行、ならびに SPV の ABS 引き渡し

ABS の流れ (アレンジャー→SPV)

ーアレンジャーによる債権の証券化が行われる。ABS 発行。

⑦ABCP 発行、ならびに ABCP の投資家への販売

ABCP の流れ (SPV 投資家)

ーSPV 体の社債である ABCP (資産裏付けはアレンジャーより譲渡された ABS) を発行する。ここで始めて市場にサブプライムローン絡みの証券が出ることになる。

⑧ABCP 販売資金を得る

資金の流れ (投資家→SPV)

ー通常 of 物々交換同様に ABCP の売り上げを SPV が得る。

⑨企業へと資金を移動

資金の流れ (SPV→企業)

ーSPV から母体へと資金を移動させる。

⑩借入先への金利返済

金利の流れ (企業→銀行系・非銀行系)

資金ー金利の流れ (企業→オリジネーター)

ー借入額の金利の返済を行う。また、金利返済の後の資金はプロセス②へとさかのぼり、ループを始める。

以上が証券化における 1 例である。

3 章 サブプライム問題における格付けの検証

本章では、不動産バブル破裂の引き金となったと一般的に言われている New Century Financial Corporation を例として取り上げ、独自の証券市場におけるサブプライムローン運用システムを理解し、大手格付け会社 Moody's Corporation の手法を用い、格付けの正当性に迫る。

1 節 New Century Financial Corporation のケーススタディ

住宅ローン業界において 2006 年末、推定 10 兆ドルが貸出残高としてある。サブプライムローンが占める割合としては、12%から 14%、およそ 1 丁 3 千億ドルである。住宅ローンの貸し出しは、銀行のみならず、金融監督当局の監視下でないノンバンクが主である。ノンバンクとは、非銀行であり、貸し手の半分以上がノンバンクであった。

図 4 サブプライム住宅ローン、貸し出しシェア上位 25 位

	貸し手	シェア	備考		貸し手	シェア	備考
1	Wells Fargo Home Mortgage	13.0%	銀行系	14	American General Finance	2.4%	独立系
2	HSBC Finance	8.3%	銀行系	15	Accredited Home Lenders	2.3%	独立系
3	New Century Financial	8.1%	独立系	16	BNC Mortgage	2.3%	独立系
4	Countrywide Financial	6.3%	独立系	17	Chase Home Finance	1.8%	銀行系
5	CitiMortgage	5.9%	銀行系	18	Equifirst	1.7%	独立系
6	WMC Mortgage	5.2%	銀行系	19	NovaStar Financial	1.6%	独立系
7	Fremont Investment & Loan	5.0%	独立系	20	OwnIt Mortgage Solutions	1.5%	独立系
8	Ameriquest Mortgage	4.6%	独立系	21	ResMae Mortgage Corp	1.2%	独立系
9	Option One Mortgage	4.5%	独立系	22	ECC Capital Corp	0.9%	独立系
10	First Franklin Financial Corp	4.3%	独立系	23	Fieldstone Mortgage Company	0.8%	独立系
11	Washington Mutual	4.2%	銀行	24	Nationstar Mortgage	0.7%	独立系
12	Residential Funding Corp	3.4%	独立系	25	Delta Financial Corp	0.6%	独立系
13	Aegis Mortgage Corp	2.7%	独立系				

<出所 Inside Mortgage Finance (江川 7)>

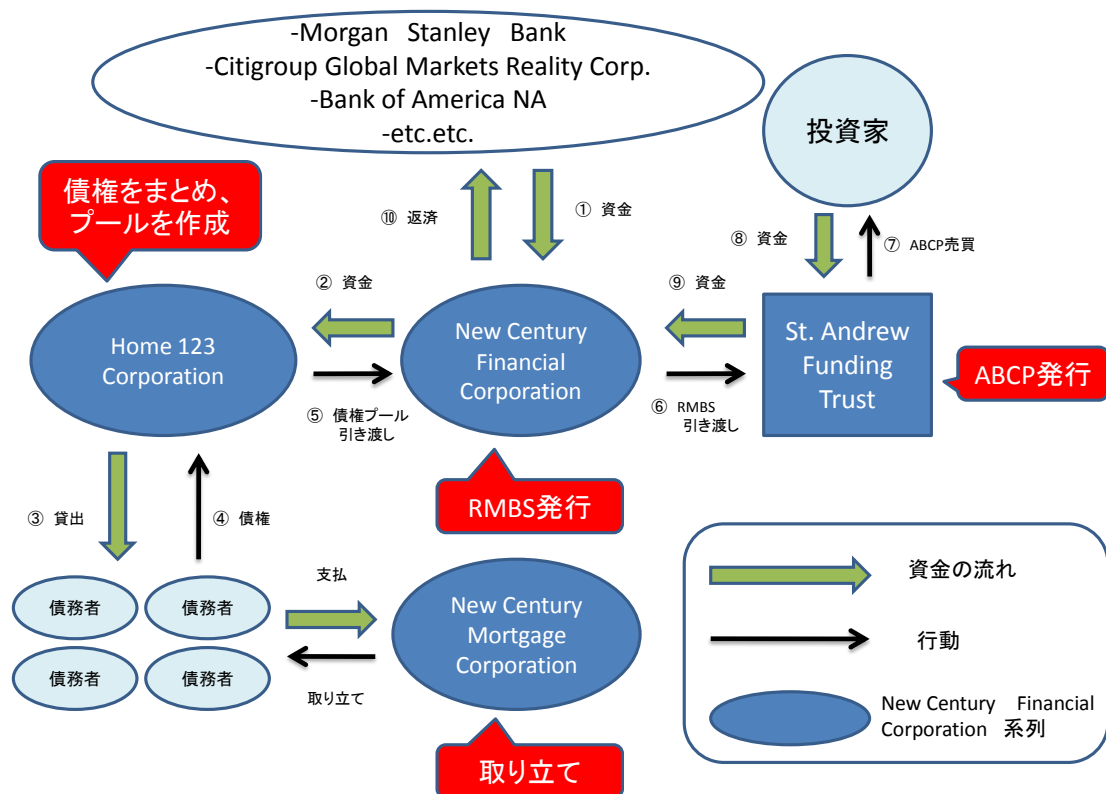
図 3 からも見受けられるように、圧倒的にノンバンクが占める割合が多い。ノンバンクの中の最高シェア機関は New Century Financial Corporation (以下 NCFC) である。

本章では NCFC、そして Moody's Financial の動向を追ってゆきたい。

3-1-1 証券発行までの構造～New Century Financial Corporation

証券化までの一連の流れを各企業で当てはめてゆく。

図5 New Century Financial Corporation 傘下におけるサブプライムローン証券



筆者により作成

役割

オリジネーター：Home 123 Corporation
 アレンジャー：New Century Financial Corporation
 サービサー：New Century Mortgage Corporation
 SPV：St. Andrew Funding Trust

① 事業開始のための融資

資金の流れ（銀行・投資銀行→NCFC）

一銀行、及び銀行系会社による資金提供。さらに、Morgan Stanley Bank, Citigroup Global Market Reality corp. そして Bear Sterns Mortgage Capital Corporation らとは、不備発生時のバックアップをする提携を結んでいる。

② コーポレーション内での資金の譲渡

資金の流れ（NCFC→Home 123 Corporation）

ー同系列の会社であり、直接債務者との窓口となるオリジネーターの役割を果たす Home 123 Corporation への資金の譲渡。

③サブプライムローン事業における債務者への貸付

資金の流れ (Home 123 Corporation→債務者)

ー窓口会社であり、実際に債務者との契約を行う。クレジット・スコアや現状の収入の状況などを判断しローンの種類を決定する。本稿ではサブプライムローン債権者のみを扱う。

④債務者からの債権の発行、ならびに受取

債権の流れ (債務者→Home 123 Corporation)

ーこの時点で債権が発行される。債権とはいわば借用書である。多数の債務者を取扱い、それらの債権を束にしたものをプールと呼ぶ。

⑤債権プールの引き渡し

債権プールの流れ (Home 123 Corporation→New Century Credit Corporation)

ーHome 123 Corporation の役割は債権を集め、アレンジャー (New Century Credit Corporation) へと債権プールを受け渡し、のちに証券の保証をすることである。

⑥ABS 発行、ならびに SPV への ABS 引き渡し

ABS の流れ (New Century Credit Corporation→St. Andrew Funding Trust)

ーNew Century Credit Corporation による債権の証券化が行われる。Asset Backed Notes Series 2006-ALT1、そして Asset Backed Notes Series 2006-ALT2。

⑦ABCP 発行、ならびに ABCP の投資家への販売

ABCP の流れ (St. Andrew Funding Trust→投資家)

ーSt. Andrew Funding Trust (NCFC により発行された SPV) 自体の社債である ABCP (資産裏付けはアレンジャーより譲渡された ABS) を発行する。ここで始めて市場にサブプライムローン絡みの証券が出ることになる。

⑧ABCP 販売資金を得る

資金の流れ (投資家→St. Andrew Funding Trust)

ー通常物々交換同様に ABCP の売り上げを St. Andrew Funding Trust が得る。

⑨NCFC へと資金を移動

資金の流れ (St. Andrew Funding Trust→NCFC)

ーSPV から母体へと資金を移動させる。

⑩借入先への金利返済

金利の流れ (NCFC→銀行系・投資銀行系)

資金ー金利の流れ (NCFC→Home 123 Corporation)

ー借入額の金利の返済を行う。また、金利返済の後の資金はプロセス②へとさかのぼり、ループを始める。

ここで大事な点を一つ述べておきたい。今回のチャートでのサービサーの役割だが、証券補償のほかに、債務者からのローン催促がある。フローの成立に必要な不可欠な要素は、確実なローン回収である。SPV が発行を行う ABCP の資産は、不動産債権にあるからだ。もしも債権が一定の額以上に焦げ付けば、資産はおろか、New Century グループが多額の債務を背負うこととなる。

そこで、NCFC はいかなる末路をたどったのか。次節の時系列を見ながら論じたい。

3-1-2 時系列

まず、New Century Financial Corporation 関連の時系列表を見ていく。

図 6 New Century Financial corporation 時系列表 (2006/7/7~2007/7/3)

日付		情報源	出来事	発行 日	出版先	記事タイトル
2006	7 月 7 日	Moody's	New Century Alternative Mortgage Loan Trust 2006-ALT1 発行 Asset Backed Notes, Series 2006-ALT1 格付け Aaa を獲得	7 月 7 日	Moody's Investors Service Press Release	Moody's Rates New Century 2006-ALT1 ALT-A Mortgage Deal
2006	12 月 8 日	NCFC	2006 年 11 月 不動産ローン \$4.5Billion	12 月 8 日	PR Newswire(US)	New Century Financial Corporation Announces November 2006 Loan Production of \$4.5 Billion
2006	12 月 19 日	Moody's	NCMC SQ 格付け SQ3+	12 月 19 日	Moody's Investors Service Press Release	Moody's affirms New Century Mortgage Corporation's rating of SQ3+ as a primary servicer of subprime loans
2007	1 月 4 日	Moody's	St. Andrew Funding Trust 発行 secured liquidity notes Prime 1 rating 獲得、Subordinate notes Baa2 rating 獲得	1 月 4 日	Moody's Investors Service Press Release	Moody's Assigns a Prime-1 Rating to New Century Financial Corporation's St. Andrew Funding Trust Extendible ABCP and a Baa2 Rating to the Subordinate Notes
2007	1 月 8 日	NCFC	2006 年総売上 不動産ローン \$59.8Billion (前年比 6.6%増) 2006 年 12 月 不動産ローン \$4.8Billion	1 月 9 日	PR Newswire(US)	New Century Financial Corporation Grows Annual Loan Production to a New Record of \$59.8Billion in 2006 – Company to Report Fourth Quarter and Full-Year 2006 Results on February 8, 2007
2007	2 月 7 日	NCFC	2007 年 1 月 不動産ローン \$4.2Billion	2 月 8 日	PR Newswire(US)	New Century Financial Corporation Announces January 2007Mortgage Loan Production
2007	2 月 8 日	NCFC	2006 年 3 月、6 月、9 月のクォーター期財務の見直し ローン再購入時のロス会計にエラーがあったことを発表	2 月 8 日	PR Newswire(US)	New Century Financial Corporation to Restate Financial Statements for the Quarters Ended March 31, June 30, and September 30, 2006

2007	2月21日	Moody's	NCMC SQ 格下げ見込 (2月21日現在 SQ3+)	2月21日	Moody's Investors Service Press Release	Moody's Places New Century's SQ rating on Review for Possible Downgrade
2007	3月2日	NCFC	米証券取引委員会に対する年次報告書の提出を延期	3月2日	ロイター	サブプライム融資の米ニュー・センチュリー、年次報告書の提出を延期
2007	3月3日		NCFC へ連邦監査	3月3日	The New York Times	Authorities Investigate Big Lender
2007	3月5日	Moody's	NCMC SQ 格下げ SQ4	3月15日	Moody's Investors Service Press Release	Moody's ABCP rating actions for the seven-day period ended March 12,2007
2007	3月6日	Reuters	株価 70%下落	3月6日	ロイター	サブプライムローンの米ニューセンチュリー、株価急落
2007	3月8日	NCFC	新規ローン契約中止	3月8日	Reuters Significant Developments	New Century Financial Corporations Receives \$265 Million In Financing And Stops Taking Loan Application-Reuters
2007	3月8日	Moody's	St.Andrew Funding Trust 格下げ見込	3月8日	Moody's Investors Service Press Release	Moody's Places New Century's St. Andrew Funding Trust on Watch for Possible Downgrade
2007	3月8日	Moody's	Von Karman Funding LLC 格下げ見込	3月8日	Moody's Investors Service Press Release	Moody's Places New Century's Von Garman Funding Trust on Watch for Possible Downgrade
2007	3月9日	NCFC	\$150million のマージンコール \$70million 未返済	3月9日	PR Newswire(US)	New Century Financial Corporation Provides Update on Production, Financing and Other Matters

2007	3月13日	NYSE	NCFC 株 取引中止	3月13日	PR Newswire(US)	NYSE Suspends Trading New Century Financial Corporation's Securities
2007	3月20日	NCFC	Fannie Mae、NCFC との事業解約	3月20日	Reuters Significant Developments	New Century Financial Corporation Says Cut Off by Fannie Mae-Reuters
2007	4月2日	NCFC	連邦破産法 Chapter11 を発表	4月3日	PR Newswire(US)	New Century Financial Corporation Files for Chapter 11
2007	7月3日	Moody's	St.Andrew Funding Trust 格付け撤廃	7月3日	Moody's Investors Service Press Release	Moody's Withdraws Prime-1 Rating of St. Andrew Funding Trust

NCFC New Century Financial Corporation

NCMC New Century Mortgage Corporation

筆者により作成

上の表は、2006年7月7日から2007年4月2日の倒産連邦破産法申請、そして最後に7月3日の格付け撤廃までの主要ニュースをしるしている。2006年7月7日のABS高格付け取得のニュースは、いわばNCFCの経営の順風満帆さを示しているともいえる。そこからサービサーであるNCMCのサービサークオリティレーティングSQ3+獲得、ならびにSt. Andrew Funding Trust 発行のSecured liquidity notesが、短期債としては最高レーティングのPrime-1を獲得している。

そしてNCFCの運命を決めた一日ともいえる2007年2月8日である。公式発表には、「2006年3月、6月、9月のクォーター期財務の見直し、さらにはローン再購入時のロス会計にエラーがあったことを発表」とある。なぜこの発表が致命的であったかとなると、ローン再購入時のロス会計こそがサブプライムローンバブルがはじけたことを意味するからなのである。

ここで、一度上記の発表の後に立て続けに起こるNCFCにより作成されたサブプライムローン購入者による集団訴訟の記事を見ていただきたい。

図 7 集団訴訟一覧

日付	Law Firm	発信源	記事タイトル
2 月 12 日	Schiffrin Barroway Topaz & Kessler, LLP	Market Wire	Shareholder Class Action Filed Against New Century Financial Corporation by the Law Firm of Schiffrin Barroway Topaz & Kessler, LLP
2 月 13 日	Lovell Stewart Halebian LLP	Business Wire	Lovell Stewart Halebian LLP Files Class Action Lawsuit On Behalf of New Century Financial Corp. Investors
2 月 13 日	Brower Piven	Market Wire	Brower Piven Announces Class Action Lawsuit Against New Century Financial Corporation
2 月 14 日	Spector, Roseman & Kodroff, P.C.	Business Wire	Spector, Roseman & Kodroff, P.C. Announces Class Action Lawsuit Against New Century Financial Corporation
2 月 15 日	Gutride Safier LLP	Pr Newswire	Gutride Safier LLP Announces the Filing of a Securities Fraud Class Action Against New Century Financial Corporation
2 月 16 日	Glancy Binkow & Goldberg LLP	Prime Newswire	Glancy Binkow &Goldberg LLP, Representing Investors Who Purchased New Century Financial Corporation, Announces Class Action Lawsuit
3 月 7 日	Mager & Goldstein LLP	Prime Newswire	Mager & Goldstein LLP Files Securites Class Action Against New Century Financial Corp.

筆者により作成

訴訟の多さからもうかがえるように、NCFC 発行のサブプライムローンにより影響をうけた人々が多々いるということがいえる。本来、このような不良債権がこれほど市場に出回ることではないのではないだろうか。ゆくゆくは世界恐慌へとつながったサブプライムローン関連の債権の出回るプロセスの中で、格付けの立場はいかなるものであったのか。

次章では、格付けの定義、また、検証を行う。

4章 格付けはその役割を果たしたのか？

序章で示したように本稿の問題意識は、サブプライムローンを裏付けとした証券といえど、そのほとんどは Prime-1 格付けを取得していたはずであり、その証券がなぜ短期の間に無価値のものとなったかを探ることにある。そこで以下では前章で説明した St. Andrew Funding Trust が発行した ABCP 証券の問題点を破産裁判所検察官の最終報告書から探り、次いで Moody's corporation の ABCP 格付けに対する Special Report を検討することにより、格付け機関がなぜ問題の発覚に先んじて情報を提供できなかったのか、言い換えればなぜこの証券に対する格下げを実施できなかったのかを検討する。

1 節 St. Andrew Funding Trust が発行した ABCP の何が問題だったのか？

St. Andrew Funding Trust(以下 St.Andrew)が発行した ABCP の問題点と考えられるのは、オリジネーターである Home123 と SPV である St. Andrew、また親会社であり資本調達元である NCFC の資本関係である。通常であれば、SPV、オリジネーター、サービスの資本関係は独立して存在しているのが望ましい。これは一つの機関が倒産や営業活動が困難になった場合に、他の機関への影響を最小限に抑えるためである。しかし今回のケースにおいては、各機関の関係性が強かった。オリジネーター、サービス、証券の発行体が全て NCFC の子会社であり、NCFC の会計問題を受け、全ての機関が営業困難に陥った。格付けを行う際にはこのような ABCP を発行する仕組みに対しても注意することが必要である。

2 節 格付け機関は何を見ているのか？

格付けとは、発行者が倒産などで元利金を支払えなくなるリスクの程度である。言い換えれば、証券の元利金が約定通り支払われる確実度を格付けというのである。格付けは、証券の将来の見通しであり、証券の元利金支払いの確実性を正確に予測することは不可能である。よって格付けとは、不確実性の高いものであるのだが、格付け機関は多くの投資家から信頼を得ており、多くの投資家は投資を行う際に格付けを一つの重要な指標として考えている。その意味で格付け機関の役割は大きい。ではなぜ格付け機関は多くの信頼を得ることができたのか。それは、格付け機関が証券発行体である企業の履行能力を、独自の分析手法を用いて、今まで安定的に見極めることができていたと考えられるからである。では実際に格付け機関が格付けを行う場合に何を重点的に調査し格付けをおこなっているのか、今回問題となっている ABCP の格付け手法についてみていきたい。

*本節は Moody's Investors Service Structured Finance Special Report (2005) と Moody's Japan(2001)をまとめたものである。

ABCP(asset backed commercial paper)とは、資産を担保に発行される短期債券である。このケースにおいて、ABCP の担保として使われたのがサブプライムローン債権である。この債権をプールし ABCP が発行された。また、一般に、格付けは企業に対して行われるものであると思われるが、実際は、企業が発行する証券個々に格付けが行われている。よって、同じ企業が発行する証券であっても格付けは異なる場合がある。更に、格付けは格付け機関による意見であるとされる。

Moody's の ABCP に対する格付け手法では、まず、担保となる資産についての検討を行う。担保となっている債権でデフォルトが起きると発行体は投資家に対して元利金を支払うことが困難になる。そのため担保の内容、質は ABCP の信用力を決める重要な要素である。担保の検討の具体的内容は、オリジネーターの資産の質、貸出に対する実行姿勢の検討、担保となる債権の質などを調べる。今回のようにサブプライム層の人たちに対してもリスクを重んじることなく積極的に貸し出しを行う場合には、自然と担保の内容も悪くなる。証券に対する信用補完措置に対しても調査する。信用補完措置とは、オプションの内容や準備金などである。次に、ABCP を発行するための仕組みについて調査する。まず発行体の倒産リスクの調査をする。ここでは、オリジネーターやクリエイターなどの企業が業務を行うことが困難な状況に陥った場合でも、発行体が存続することができるのかをみる。具体的には、発行体の資金収入源の分散、資金収入先などについて調査する。さらに、市場リスク、流動性を評価する。市場リスクとは、市場の動向によって担保の値段が変わると、その影響を受け ABCP の値段も変わってしまうというような、市場動向に左右されるリスクである。流動性リスクの評価では、資産内容や資金調達力などを調査するなどし、資金の借入れが困難になった場合など緊急時に企業がどれだけ存続する能力を持っているか調査する。

Moody's の格付け分析では 以上のような調査項目に対して検討を行い、その上で発行体の経営陣に対するヒヤリング調査などを行い、総合的に格付けを行う。また、Moody's は格付けを行った後も、証券の質を常にチェックし、格付けに反映させていく。特に ABCP では、担保となっている債務が期限前償還される可能性があり、そういった場合には新しい担保が導入されるために、担保の内容が変化しやすい。そのため、ABCP では特に格付け機関が格付けを行った後も対象証券に対してモニタリングすることが必要である。

3 節 格付けの無効性

St Andrews 発行の ABCP は Moody's より短期債務格付けの最高格付けである Prime-1 を取得していた。それにも関わらず、St Andrews は営業活動をつづけていくことが困難になった。では格付け機関は何を調査していたのだろうか。

St Andrews の営業が困難に陥った原因は、主な資金調達源である親会社 NCFC の会計問題に発端がある。しかし St Andrews の格付けを行う際に資金調達源である NCFC の財務内容に対しても調査を行ったはずである。ではその時点で会計に問題はなかったのだら

うか。また、なかったとしても ABCP 発効後のモニタリングにより問題点を発見できなかったのだろうか。更に 4.2 でも述べたように、ABCP を発行する仕組みである各機関の関係をしっかり調査していたのだろうか。調査していたのならば各機関の営業能力悪化により **St Andrews** が大きな影響を受けることは事前に分かっていたかもしれない。また、市場リスクの評価において不動産市場の動向を把握できていたのだろうか。担保であるサブプライムローン債権の安全性を把握するためには、不動産市場の見通しに対しても調査する必要がある。仮に **Moody's** が格付けの際に各機関の資本関係、市場リスクをしっかりと調査していたのならば、ABCP のかくづけが **Prime-1** という高格付けとなった点に疑問が残る。

今回のケース・スタディーにおいて、**Moody's** は NCFC 会計問題が発覚、またそれを受け **St Andrews** が経営困難に陥るまで格付けの引き下げを行えなかった。格付け機関の役割は証券に対する安全性の評価であり、今回のように事後的に格付けを行うのでは、その役割を果たせていない。このケースにおいて会計問題を早期に発見するために、しっかり調査していたのかどうか疑問が残る。仮に証券の将来に対する安全性の見通しを行う格付け機関が今回のような問題を事前に把握することが困難であり、事後的に格付けを変更するようであれば、格付けの示す指標は信頼度の薄いものとなり、その役割に対して再検討されなくてはならない。

参考文献

日本語文献

- 伊藤邦雄 (2007) 『企業価値評価論』 日本経済新聞出版社
江川由紀雄 (2007) 『サブプライム問題の教訓』 商事法務
大垣尚司 (1997) 『ストラクチャードファイナンス入門』 日本経済新聞社
大澤和人 (2007) 『サブプライムの実相－詐欺と略奪のメカニズム』 商事法務
岡内幸策 (2001) 『総解説 不動産証券化不動産ファンド』 日本経済新聞社
日本格付研究所編 (1996) 『格付け信用審査と実際』 東洋経済新報社
野口由紀雄 (2009) 『金融危機の本質は何か』 東洋経済新報社
福浦厚之 (1997) 『債権流動化の経済学』 日本評論社
深浦厚之 (2003) 『債権流動化の理論構造』 日本評論社

Moody's Japan(2001) ”ファイナンス・カンパニーの信用リスク分析”

Moody's Japan (2001) ”ファイナンス・カンパニーの分析でムーディーズが用いる主要な財務比率”

Moody's Japan (2000) ”「流動性リスク保険」の適切さの評価に関するムーディーズの手法”

ロイター (2007) “サブプライム融資の米ニュー・センチュリー、年次報告書の提出を延期”

ロイター (2007) “サブプライムローンの米ニューセンチュリー、株価急落”

欧米語文献

Business Wire, (2007) “Lovell Stewart Halebian LLP Files Class Action Lawsuit On Behalf of New Century Financial Corp. Investors”

Business Wire, (2007) “Spector, Roseman & Kodroff, P.C. Announces Class Action Lawsuit Against New Century Financial Corporation”

Fair Issac Corporation -

<http://www.myfico.com/CreditEducation/CreditScores.aspx>

Joint U.S. Dep't of hous. & Urban Dev. - U.S. Treasury, Curbing predatory home mortgage lending, June 2000; HUD, Unequal burden: Income and Racial Disparity in subprime lending in America, Apr. 2000; Inside Mortgage Finance, The 2007 Mortgage Market Statistical Annual

Market Wire, (2007) “Shareholder Class Action Filed Against New Century Financial Corporation by the Law Firm of Schiffrin Barroway Topaz & Kessler, LLP”

Market Wire, (2007) “Brower Piven Announces Class Action Lawsuit Against New Century Financial Corporation”

Moody’s Investors Service Structured Finance Special Report, (2005) “Moody’s Approach to Analyzing Mortgage Warehouse Financing in ABCP Conduits”

Moody’s Investors Service Press Release, (2006) “Moody’s Rates New Century 2006-ALT1 ALT-A Mortgage Deal”

Moody’s Investors Service Press Release(2006) “Moody’s affirms New Century Mortgage Corporation’s rating of SQ3+ as a primary servicer of subprime loans”

Moody’s Investors Service Press Release, (2006) “Moody’s Assigns a Prime-1 Rating to New Century Financial Corporation’s St. Andrew Funding Trust Extendible ABCP and a Baa2 Rating to the Subordinate Notes

Moody’s Investors Service Press Release, (2007) “Moody’s Places New Century’s SQ rating on Review for Possible Downgrade”

Moody’s Investors Service Press Release, (2007) “Moody’s ABCP rating actions for the seven-day period ended March 12, 2007”

Moody’s Investors Service Press Release, (2007) “Moody’s Places New Century’s St. Andrew Funding Trust on Watch for Possible Downgrade”

Moody’s Investors Service Press Release, (2007) “Moody’s Places New Century’s Von Carman Funding Trust on Watch for Possible Downgrade”

Moody’s Investors Service Press Release, (2007) “Moody’s Withdraws Prime-1 Rating of St. Andrew Funding Trust”

The New York Times, (2007) “Authorities Investigate Big Lender”

PR Newswire(US), (2006)” New Century Financial Corporation Announces November 2006 Loan Production of \$4.5 Billion”

PR Newswire(US), (2007) “New Century Financial Corporation Grows Annual Loan Production to a New Record of \$59.8Billion in 2006 – Company to Report Fourth Quarter and Full-Year 2006 Results on February 8, 2007”

PR Newswire(US), (2007)” New Century Financial Corporation Announces January 2007Mortgage Loan Production”

PR Newswire(US), (2007) “New Century Financial Corporating to Restate Financial Statements for the Quarters Ended March 31, June 30, and September 30, 2006”

PR Newswire(US), (2007) “New Century Financial Corporation Provides Update on Production, Financing and Other Matters”

PR Newswire(US), (2007) “NYSE Suspends Trading New Century Financial Corporation’s Securities”

PR Newswire(US), (2007) “New Century Financial Corporation Files for Chapter 11”

Prime Newswire, (2007) “Gutride Safier LLP Announces the Filing of a Securities Fraud Class Action Against New Century Financial Corporation”

Prime Newswire, (2007) “Glancy Binkow &Goldberg LLP, Representing Investors Who Purchased New Century Financial Corporation, Announces Class Action Lawsuit”

Prime Newswire, (2007) “Mager & Goldstein LLP Files Securites Class Action Against New Century Financial Corp.”

Reuters Significant Developments, (2007) “New Century Financial Corporations Receives \$265 Million In Financing And Stops Taking Loan Application-Reuters”

Reuters Significant Developments, (2007) “New Century Financial Corporation Says Cut Off by Fannie Mae-Reuters”