

シグナリング理論から見た信用格付の経済的機能

後藤 昌平（格付投資情報センター）

現在、米国のサブプライム問題を受けて、欧米日で、信用格付に対する規制の導入・強化が進んでいる。信用格付への規制の議論は、サブプライムローン関連商品に対する米国格付会社の信用格付への批判から生じたものであり、この原因として、依頼格付において格付会社が抱える利益相反の構造問題が指摘されている。しかし、格付会社の利益相反行為が、信用格付の失敗を招いた根本的な原因であるという説には、明確な裏付けはない。信用格付をゲーム理論的な観点から考察すれば、信用格付の経済的機能自体が限界性を持っていることの方を重視するべきであるというのが、本報告の趣旨である。

資本市場を企業と投資家とのゲームとする議論の枠組みは、ファイナンス理論において一般的である。しかし、発行体企業が格付会社に手数料を支払って格付会社に依頼した信用評価は、利益相反構造があり、ゲーム理論的に見れば、格付評価そのものは、客観的な意味をなすとは言えない。そうした枠組みから信用格付の意味を考察すると、信用格付は、A.M.Spenceが1973年に提唱したシグナリングであるとみなすことができる。すなわち、信用格付の役割は、その符号自体にあるのではなく、企業が公表というコストを払って格付を取得することによるシグナリング機能にあるのではないかと考えられる。

本報告では、信用格付をシグナリング理論から考察した結果、以下に示すポイントを指摘した上で、信用格付の限界性を認識することの重要性を述べたい。

第一に、信用格付が、分離シグナルとして機能するかどうかは、各格付会社が格付符号に対応して任意に設定している格付基準に依存する。また、将来の不確実性を伴って判断を行う信用格付は、シグナリングとして限界を持っている。よって、将来の景気動向や、前提となる時間軸を明らかにする必要がある。

第二に、信用格付は、投資家からの信認を得て、はじめてシグナリング機能を発揮しうる。信用格付が投資家の投資行動に反映されなければ、分離均衡となるシグナリングにはなりえない。すなわち、資本市場というゲームのプレイヤーは、企業と投資家であり、格付会社はその外側に位置している、ということである。

なお、投資家のリスク許容度は、その時々の経済状況や市場動向によって大きく変化する。投資家は、好況になればリスク愛好的となり、不況になれば過度にリスク回避的になる傾向にある。格付会社の格付基準が正しいかどうかに関係なく、バブル期や不況期には、少なくとも、発行市場における信用格付のシグナリング機能は消滅してしまう可能性がある。

第三に、信用格付をシグナリングとして機能させるためには、前提となる期間が明確でなければならない。一般的に投資家は、信用格付を過去の累積デフォルト率との対応において活用する。したがって、格付会社は、みずからの格付基準の前提となる期間を外部に示す必要がある。