

Originate-to-Distribute

～証券化分析の一視点～

はじめに

「金融安定化フォーラム (FSF)¹」は、4月11日のG7において、金融市場の混乱の要因分析と今後の対応についての提言を目的とした、「市場と制度の強靱性の強化に関する金融安定化フォーラム報告書²」を公表した。当報告書の注目点の一つは、売却を前提とするローン組成 (originate-to-distribute (OTD)) モデルの問題を指摘し、規制強化を提言していることである。これは、近年急速な発展を遂げてきた証券化の意義を問い直すことにつながる。本稿は、当報告書を参考にしながら、OTDモデルの観点からの証券化の問題について議論する。

1. Originate-to-Distribute

サブプライム問題に端を発した今回の金融市場の混乱において、特徴的事実の一つは、金融仲介機能として、伝統的なバンキングではなく、証券化が多用されていたことである。証券化の最も重要な特徴はOTDモデルである点だと考えられる。OTDは、バンキングに対比する概念で、売却 (distribution)³を前提としたローン組成 (origination) を意味する。証券化はその典型例であるが、伝統的な株式/社債引受やシンジケートローンも例として含まれる。

・バンキングとの比較

バンキングでは、銀行はローンを満期まで保有する。従って、銀行の資本効率は必ずしも良くないため借り手にとって資金不足な状態が起りやすく、また、保有するローン資産ポートフォリオには量的限界があるため、社会的に最適ナリスク分散の実現も困難である。一方、貸倒れ時には自身が損失を負担するため、銀行は、融資実施に当たって、十分なリスク評価を実施するインセンティブを持ち得る。

一方、OTDでは、オリジネータはローンを組成した後、投資家へローンを売却する。従って、OTDが適切に実施されれば、以下のように社会全体の資源配分は効率化する。すなわち、オリジネータの資本効率の改善により借り手の資金アベイラビリティが向上するとともに、投資家の投資機会の増大によりリスク分散の高度化が可能となる。しかしながら、貸倒れ時にも自身では損失を負担しないため、オリジネータは、一般にはローン組成時において、十分なリスク評価を行うインセンティブを持たないという問題がある。

・資源配分とリスク評価とのトレードオフ

従って、バンキングとOTDの間には、資源配分の効率性とリスク評価に係るインセンティブとのトレードオフ関係が存在することがわかる。すなわち、資金配分やリスク分散といった資源配分の効率性を重視する経済では、OTDモデルと共に、適切

¹ 国際金融の安定促進を目的にG7により創設された組織で、主要国の金融関連当局や国際金融機関等から構成される。

² 原題は、“Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience”。邦題は金融庁訳。

³ 必ずしも法的に売却するという意味ではなく、証券化のように、担保資産として利用されるため、ローンが実質的に「売却」されたと解釈できる場合を含む。

なリスク評価が実施される仕組みが担保される必要がある⁴。

・格付機関の意義と限界

以上より、格付機関の存在は、OTD モデルにおける、リスク評価の不備を補完する制度的対処の一つであると解釈することができる。但し、格付機関が、適切なリスク評価を行う十分なインセンティブを有しているかについては疑問がある。第一に、しばしば指摘されるように、格付行為は利益相反をもたらす可能性がある。すなわち、格付機関は、格付サービス財を購入する顧客である企業について評価を行わなければならない、中立的な評価が困難な状況に直面している。第二に、より重要に、格付機関は、長期的評判の確保を除き、そもそもコストを掛けてリスク評価を行う積極的理由を持たない。実際、後述のように、証券化商品は社債とは著しく異なる商品特性を有しているが、格付機関は、その相違を十分に反映させるような格付手法を取っていなかったことが指摘されている。

2. FSF の提言

1 節の議論と整合的に、今回の金融市場混乱は、証券化商品について、格付機関を含め、多くの経済主体がリスクを不適切に過小評価したことが主要因の一つであると考えられている。FSF は、OTD を適切に機能させるために、主にバーゼルⅡの枠組みに沿って、各経済主体がリスクマネジメントを向上させる方策を提言している。本節では FSF の提言内容を簡単に確認する。

・自己資本強化

リスクが高い資産に対して十分な自己資本を積むこととする。具体的には、商品を構成する証券の相関が相対的に高いためシステマティックリスクが高い、ABSCDO 等の 2 次証券化商品に対する自己資本を強化する。また、調達・運用がミスマッチな状態のまま運用手段として利用され、結果的に相当なリスクが移転することとなり、金融システム問題を引き起こす主要因となった ABCP コンデュイットへの流動性補完についても所要自己資本を強化する。

・流動性リスク管理強化

証券化商品は高い流動性を有することが想定されていたが、一旦、信用リスク不安が発生した後は、むしろ証券の流動性は枯渇し、金融システム問題を引き起こした。従って、流動性リスクに対する管理を強化する。

・情報開示の強化

リスク評価から証券化プロセスに至る不透明さが、市場参加者の不安を惹起し流動性を著しく低めた。従って、市場参加者が保有する資産のリスク評価やオフバランス資産の情報についての開示を強化するとともに、証券化のプロセスの透明性を高める。

・証券化商品に係る格付方法の改善

証券化商品は、社債とは異質な信用リスクを有しているにもかかわらず、従来は、両者は同一方法で格付されており、結果的に、証券化商品のリスクが過小評価されることが多かった⁵。従って、証券化商品に対する格付方法を改善する。

⁴ より正確には、適切なリスク評価が行われることに加え、その情報が他主体へ正直に申告されることが必要である。

⁵ 例えば、社債と証券化商品のトランシェとが同一の期待損失であっても、しばしば、トランシェの方が巨額損失を被る可能性が高い（Fender and Mitchell (2005) 参照）。

3. OTD の本来の考え方と FSF 提言との比較

1 節でみたように、OTD のリスク管理として重要なことは、(1)証券化商品に対する適切なリスク評価の実施と、(2)格付に係る適切なインセンティブの付与である。各経済主体はその情報に基づき行動し、その結果として社会的に望ましい資金供給、リスク分散化が実現する。FSF 提言でこの論点に対応しているのは、「自己資本強化」と「証券化商品に係る格付方法の改善」であるが、発想はかなり異なる。

「自己資本強化」においては、投資家は各証券化商品について、コストとしての所要自己資本を通じ、外生的に与えられるリスクを勘案してその商品の保有量を決定する。従って、FSF の提言は、自己資本規制を手段として、過小評価と判断される証券について、リスク評価を人為的に高めているに過ぎない。状況は改善する可能性は高いが、真のリスク評価に一致する保証は全くない。また、このような人為性が資源配分を歪ませる可能性も否定できない⁶。

「証券化商品に係る格付方法の改善」においては、格付方法の改善を通じて適切なリスク評価を実施する点について両者の目的は同一であるが、格付機関のインセンティブについては、FSF 提言には特に明確な指針は示されていない。

4. 企業金融論からの示唆

企業金融論における最重要問題の一つは情報非対称性である。OTD においては、関係主体が増えること、また特に、情報生産を専門に行う格付機関が

関与することから問題はより一層複雑になることが想定される。すなわち、標準的な企業金融論の観点からは、格付機関のような外部主体の導入は必ずしも適切な問題解決手段ではない。むしろ、理想的には、各関係主体が証券に関する情報を適切に生産し、かつ、それを正直に伝達するようなインセンティブ体系を構築することが必要となる⁷。

5. 引受からの示唆

伝統的な引受業務との比較により別の観点も示唆される。1 節でみたように、伝統的な引受も OTD の枠組みで解釈可能である。しかしながら、引受によって大きな金融的混乱が生じたという事実はない。そうすると、伝統的な引受においては、情報非対称性に起因するリスク評価の困難性はそれほど深刻な問題ではないかもしれない⁸。

従って、今回の混乱についても、OTD の問題に加え、証券化商品自体の特性が問題を引き起こした可能性も考慮する必要がある。証券化商品の一般的特性としては、(1)価格の非線形性、及び、(2)商品を構成する証券間の相対的な相関の強さが挙げられる。これらを勘案すると、現時点では、証券化商品は適切なリスク評価を行うには複雑過ぎる特性を持っており、このことが問題を増幅した可能性がある。

6. 結論

- OTD モデルは、伝統的なバンキングモデルと対比的に、ローン売却することを想定してローン組成を行う金融仲介機能を意味し、証券化をはじめ、シンジケートローンや伝統的な引受も含む概

⁶ これはバーゼルⅡをはじめ銀行規制一般に成立する批判である。実際、銀行規制に反対する有力な考えは、合理的な銀行はそれぞれが適切な自己資本比率を設定する筈で規制は不要というものである。

⁷ 過去の本欄（2007年11月号）で論じたように、このような観点からの基本文献は DeMarzo and Duffie (1999)。

⁸ その場合、例えば以下の理由が考えられる。一つは、投資銀行、格付機関とも長年の経験の蓄積から「評判」を重視した行動を取っている可能性がある。あるいは、投資銀行は、「引受」の定義上、売れ残った証券は必ず自己で買い取る。このコミットメントにより、投資銀行が正しい評価を行っていることを投資家に信じさせることができる。

念である。

- OTD は、バンキングに比して、資源配分の効率性に優れている可能性があるが、適切なリスク評価を実施するためのインセンティブに配慮する必要がある。
- FSF は、OTD を適切に機能させるために、バーゼルⅡの枠組みに基づいたリスク管理向上策を提言している。但し、自己資本規制を通じた外生的なリスク管理が中心である点は、本来のリスク評価とは発想を異にする。
- 企業金融論の立場からは情報非対称性は重要な問題であり、OTD モデルの適切性は自明ではない。
- 証券化商品の特性に基づくリスク評価の複雑性は、

現状では実務的な対応が困難な部分があり、金融市場の混乱を増幅させた可能性がある。

参考文献：

DeMarzo, P. and D. Duffie (1999), "A Liquidity Based Model of Security Design," *Econometrica* 67, 65-99.

Fender, I. and J. Mitchell (2005), "Structured Finance: Complexity, Risk and the Use of Ratings", *BIS Quarterly Review*, 67-79.

(日本経済研究所 経済調査部長 小田圭一郎)