

証券化商品市場の混乱を考える ～金融仲介機能とリスク配分の視点から～

野村アセットマネジメント株式会社 中井 浩之

2007 年はじめの米国のサブプライム住宅ローンの不良化懸念に端を発した先進国の金融市場、特に証券化商品市場の混乱はなかなか収まりを見せず、同年夏ごろから大きく拡大した。本稿は、最近の証券化商品に関する金融市場の混乱について、金融仲介機能とリスク配分という観点からその整理と問題点の指摘を試みたものである。

まず、金融仲介という視点から考えると、融資の証券化にあたっては、①証券化された融資はもとの融資の実行主体である銀行などから完全に切り離されていること、②証券化商品の投資リスクが資金提供者に対して明白であること、③証券化商品の最終保有者は、個人や年金、保険会社など、銀行などとは異なったリスク特性（債務構造）を持つ投資家であること、の 3 点が満たされることが本旨であると考えられる。しかし、今回の証券化商品市場の混乱の状況を見ると、この 3 点はいずれも満たされていないと考えられる。

①については、サブプライム住宅ローンの債務者保護のために、最近の米国当局などは、証券化商品の保有者の同意を得ないままにサービサーなど関連業界への規制や指導を行っている。この結果、当局の行為によって①が完全には満たされていないと評価できる。

②の点は、証券化商品が流通し市場で価格形成されるために必要不可欠な条件である。しかし、一部の証券化商品、特に C D O (Collateral Debt Obligation) など複雑なスキームを持つものについて、その信用リスクを投資家が評価することは困難であり、発行体から情報提供を受けている格付会社しか評価できない状況になっていた。このため、金融商品については世界的に fair value (公正時価) での評価が原則となっている中、C D O などについては、格付会社による格付への信頼が失われる中で市場の価格形成機能が麻痺してしまい、金融市場の混乱を助長している。

③については、ある銀行が証券化した融資を別の銀行が購入することは、どちらも銀行として同じ規制に従い、同じような債務構造を持っている以上、金融仲介におけるリスク分散という視点からは何の意味もないことになる。しかし、実際には、銀行融資を証券化した商品の相当部分が、銀行や、SIV (Structured Investment Vehicle) や Conduit と呼ばれる銀行傘下の特殊な投資会社により保有されており、結果として銀行が相互に融資を証券化して持ち合っていたことが混乱を大きくした一因であると考えられる。