

金融資産証券化の経済学的意義について

はじめに

サブプライム危機の主要因の一つとして、サブプライムローンを原資産とした CDO について格付機関等による評価の不適切性が指摘されている。しかしながら、資産証券化は関係主体間の情報非対称性を増幅し、企業の外部主体にとって当証券の評価をより困難にすると考えられる。この事実は関係当事者の間では自明であった筈であるから、例えば格付の妥当性に対する単純な批判は必ずしも的を射た議論ではないと思われる。本稿ではトランシングを中心として金融資産の証券化についての経済学的分析を概観する。

1. 金融資産証券化

証券化とは第一義的に自己の保有する資産を担保とした資金調達であると考えることができる。従って企業金融論における資本構成理論と同様に、「Modigliani-Miller の定理（市場が完全な状態においては資金調達手段の相違は価値に差をもたらさない）」が議論の出発点となる。すなわち、金融資産証券化においても、市場が完全である限り、どのような証券を発行しても差異は存在しない筈である。しかしながら、現実の金融資産証券化には次の特徴が観察される。

Tranching：様々な金融資産を一つにプールし、そのプールされた資産を償還優先順位に基づき複数のリスクの異なるクラスへ切り分け新たな証券を発行する
従って、金融資産証券化は何らかの市場の不完全

性への対処であると考えられる。一般に資金のファイナンスには借り手と貸し手との間の情報非対称性が存在すると考えられるため、企業金融論においては情報非対称性問題が分析されてきた。証券化はこのような情報非対称性を更に深刻化すると考えられる。従って、本稿では情報非対称性問題に基づく分析を概観する¹。

2. 企業金融における伝統的考え方

情報非対称性問題を考える上では、企業金融論における伝統的な考え方が依然として有効である。以下に基本的な二つの考え方を確認する。

企業金融論の古典的論文である Leland-Pyle (1977) と Myers-Majulf (1984) は、企業が投資家よりも多くの情報を有している場合の最適な資本構成について、次のような分析を行った。今、ある企業の経営者²は企業の株式をできるだけ高価格で投資家に売却したいと考えているが、経営者だけが正確な企業価値を知っているという情報非対称性が存在するとする。このような状況においては、合理的な投資家は経営者が実際よりも高い虚偽の企業価値を申告する疑いを払拭することはできないため、市場においては真の価格よりも低い価格でしか株式を売却できない。

• Leland-Pyle (1977)

企業の資金調達手段は株式だけに限られているとする。このような場合においても、経営者は自分自身がより多くの株式を保有することによって企業価値が高いことを投資家に信用させることができる。

¹ 最近では「市場の不完備性」問題との関連についての研究も行われている。例えば Gaur et al. (2003)

² 単純化のため経営者＝株主であると仮定する。

すなわち、企業価値が高いほど株式保有リスクに伴うコストは小さくなるため、経営者は株式保有によって自分自身をリスクに晒すことを通じて、真の企業価値を市場に伝達することが可能になる。ただし、経営者は株式保有に伴うコストを負担する必要がある。

• Myers-Majulf (1984)

企業の資金調達手段として株式と負債の二種類が存在するとする。このような場合においては、経営者は負債によって資金調達を行うことにより、上でみたような情報非対称性によるコストを削減することが可能となる。すなわち、負債はデフォルト時を除きペイオフは一定であるから、情報がその価値に及ぼす影響は株式より少ない。特にもしデフォルトの可能性がないリスクフリーの負債である場合には、情報の影響はゼロとなる。もちろん、現実には企業の負債にはデフォルトリスクが存在するため、経営者は幾らかのコストを負担することになるが、問題は緩和されると考えられる。

以上より、企業の資金調達において、企業の経営者自身による株式保有、あるいは、負債の活用により、企業の情報優位性によって生じるコストを削減することが可能である。

3. 証券化への適用

前章でみた企業金融論における洞察は、金融資産証券化を通じた資金調達にも直截的に適用可能である。

DeMarzo-Duffie (1999) は金融資産証券化の設定において次のことを示した。すなわち、金融機関が、情報優位を持つ金融資産の証券化を通じて資金

調達を行う場合は、(1)保有する金融資産を償還優先順位に応じて複数のトランチに分割し、(2)最も優先順位の低いトランチを自ら保有することを通じて、情報非対称性問題を緩和可能である。この主張は前章の二つの直観に基づいている。まず、(1)のトランチへの分割によって、原資産を、価値が情報にあまり反応しない優先順位の高い証券と、価値が情報に反応する優先順位の低い証券とに変換している。Myers-Majulf の議論に基づき、優先順位の高いトランチは情報非対称性問題が深刻には現れないため、投資家に売却される。次に、優先順位の低いトランチについては、情報非対称性問題が深刻であるため、(2)のように金融機関自らが保有することによって証券の質の高さを市場に示すことができる。

4. 投資家の情報生産の重要性

伝統的な企業金融論によって相対的に重視されなかった論点として資金調達における投資家の情報生産の重要性がある。すなわち金融資産証券化においては、その評価について専門性に基づく情報生産が必要とされる。従って、事前においては金融機関、投資家ともに情報は同等であり、むしろ専門性のある投資家が情報生産を行うことにより情報を得ることに重要性がある。

Boot-Thakor (1992) はこのような状況を分析した。ここで重要なのは、投資家に対して適切な情報生産を行うインセンティブを与えることである。前章で考察したトランチへの分割による価値の情報への感応度はこの文脈でも有効である。償還優先度が低いいため、より情報に対して反応する証券ほど情報生産によって得られるリターンが大きい。従って、専門性を有する投資家にとっては情報生産を行うインセンティブとして機能する³と考えられる。

³ Plantin (2004) は同様の直観をオークションモデルで説明している。

5. サブプライム危機について

以上より、証券化において情報非対称性は避け難い問題であるが、同時に、証券化で広く観察されるトランシングによって、この問題への適切な対処が図られていると解釈することができる。確かに、サブプライム危機においてこれらが有効に機能しなかったと考えられるが、本稿で概観したように、これらの概念は既に部分的には強固な理論的基礎を持っているものであり否定すべきものではない。むしろこの分野の一層の研究が証券化問題の解決に資すると考えられる。

なお、格付機関は、本稿で考察した枠組みにおいては、情報生産について全くインセンティブを与えられていない⁴という意味では信頼性に劣り、格付に全面的に依拠するような投資判断は合理性を欠く。

6. 結論

- ・ 金融資産証券化には情報非対称性問題が大きいためその対処は本質的に重要である。
- ・ 一般に観察されるトランシングは、(1)金融機関と投資家との間の情報非対称性問題の緩和、(2)投資家の情報生産のインセンティブ付与、のいずれに対しても有効に機能する可能性がある。
- ・ サブプライム危機で露見した証券化問題の解決に

対しては一層の研究が必要である。格付機関は情報生産のインセンティブを有していないという意味では重要性に劣る。

参考文献：

- Boot, A. and A Thakor (1992): "Security Design," *Journal of Finance*, 48, 1349-1378.
- DeMarzo, P. and D. Duffie (1999): "A Liquidity-Based Model of Security Design," *Econometrica*, 67, 65-99.
- Gaur, V., S. Seshadri and M Subrahmanyam (2003): "Market Incompleteness and Super Value Additivity: Implication for Securitization," Working Paper.
- Leland, H. and D. Pyle (1977): "Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediaries," *Journal of Finance*, 32, 371-387.
- Myers, S. and N. Majluf (1984): "Corporate Financing and Investment when Firms Have Information Shareholders Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Plantin, G. (2004): "Tranching," Working Paper.

(日本経済研究所 経済調査部長 小田圭一郎)

⁴ もちろん、一般的な「評判」の維持という可能性は否定できない。