

# 信用リスク移転の意義と問題点

## ～銀行モデルとの関連性において～

### はじめに

証券化や Credit Default Swap (CDS) に代表される「信用リスク移転=Credit Risk Transfer (CRT)」は、今回の金融危機の主要因の一つとして批判されることが多い。しかしながら、金融危機発生以前、すなわち高々数年前までは、CRT は信用リスクの配分効率化を通じて、むしろ金融システムの安定化に資するとされていた。現在、これらの相反する考え方は必ずしも整合的な形で説明されてはいないと思われる。本稿では、銀行理論の立場から CRT の意義と問題点を整理し、金融危機の要因となった部分を明確にするとともに、CRT の問題点を克服する方法について考察する。

### 1. CRT の概要

まず CRT について概観する。CRT は、銀行等の金融機関が、自己が保有するローン債権の信用リスクを他の経済主体へ移転することを指す。最も直截的なローン転売に加え、信用リスクに係る「保険」購入と解釈される CDS 取引、また、ローンや CDS 等を原資産とする証券化商品 (CLO、CDO 等) 売買、更には、アレンジャーの立場からはシンジケートローン組成が代表例としてあげられる。市場規模は2000年代半ばより急拡大し、ピークの2007年には全世界における証券化関連資産残高は9.7兆ドル、CDS 残高は62.3兆ドルに達したが、金融危機発生

以降は急速に減少している<sup>1</sup>。

### 2. CRT の意義

CRT の意義は、最も広い観点からは、社会全体の信用リスク配分をより効率化することにより金融システムの安定化をもたらすことである。それに加え、以下でみるように、銀行理論の観点から CRT は重要な意義を有している。

第一に、CRT は、Credit Portfolio Management (CPM) を通じて銀行のポートフォリオの分散化を促進し、銀行自身の信用リスクを低減する。特に、現在のように少なからぬ銀行が専門化を進め、自分自身のバランスシート上だけでは十分な分散化を実現できない状況では、その重要性はより増していると考えられる。

第二に、この点がより本質的に重要であるが、CRT 自体が、銀行を中心とする「Delegated Monitoring (委託されたモニタリング)<sup>2</sup>」スキームの可能性を拡張する<sup>3</sup>。これにより、モニタリングを伴う資金供給が増大し、実体経済の成長にもつながることになる。

### 3. 銀行理論の基本的考え方

本節では、現在の銀行理論の基本的考え方の一つである「委託されたモニタリング<sup>4</sup>」について簡単に説明する。今、企業に対する外部主体による「モニタリング」が、その企業の価値を向上させる、す

<sup>1</sup> SIFMA, ISDA.

<sup>2</sup> 次節で簡単に説明する。

<sup>3</sup> 例えば、シンジケートローンにおけるアレンジャーである金融機関と参加金融機関との関係は、商業銀行と預金者との関係の拡張とみなすことができる。

<sup>4</sup> Delegated Monitoring という用語は、Diamond (1984) で初めて学術的に導入された。ただし、本稿の説明は必ずしも当論文に忠実なものではない。また、CRT と Delegated Monitoring との関連についての理論的分析は、Behr and Lee (2005) 参照。

なわち、モニタリングが行われることが社会的に望ましい状況を想定する。このような状況下では、投資家は、自身の投資による期待利得が上昇するため、モニタリングが実施されることを望む。しかしながら、複数の投資家が存在する通常の場合においては、ある投資家は、他の投資家が行うモニタリングにフリーライドすることが、モニタリングコストを節約する上で合理的行動となる。これは全ての投資家について同様であるから、結局、各投資家の合理的行動の結果として、モニタリングは全く行われなことになる。

このような状況を改善する有力な方法として、「委託されたモニタリング」がある。「委託された」一主体だけがモニタリングを行い、他の主体はその結果に依存して行動するという協調の枠組みである<sup>5</sup>。現実に即して解釈すると、銀行（特にメインバンクやリードバンクと呼ばれる主要取引銀行）と他の投資家（預金者を含む）との関係に適用可能である<sup>6</sup>。

しかしながら、この方法が無条件に機能するわけではない。特に次の二つの典型的なエージェンシー問題が発生する。

- ・銀行から投資家への真の情報伝達の困難（逆選択）
- ・銀行による情報生産についてのインセンティブ不足（モラルハザード問題）

これらの解決には、適切な契約の締結に加え、情報の「シグナリング効果」を目的に銀行がリスク資産を保有すること、投資家への売却に際し、情報に非感応的な負債タイプの証券を利用すること<sup>7</sup>等が考えられる。また、負債タイプの証券を利用するに

際しては、分散化を通じた銀行自身の信用リスクの低減が、調達コスト削減のために重要な役割を果たす<sup>8</sup>。

#### 4. CRT の問題と対処方法

CRT により上でみた銀行モデルにおける情報非対称性がより重要性を増す。第一に、CRT 取引時における、銀行・投資家間の逆選択問題が深刻化する。CRT においては特定の資産のリスク移転が行われるため、極端な情報非対称性が生じることがあり得る。第二に、CRT 取引後における、銀行のモニタリングに対するモラルハザード問題の悪化が発生する。これは伝統的銀行業務において、ローンを満期まで保有する場合には生じなかった問題である。

これらの問題の対処方法は、銀行自身がリスク資産を保有することである。逆選択の状況においては、銀行が最もリスクな部分を引き受けることによって、該当資産が低リスクであることを投資家に説得的に伝達（シグナリング）することができる。一方、モラルハザードの状況においては、銀行がリスク部分を引き受けることを通じて、銀行はモニタリングを行わないと自分自身が損失を被る状況にコミットメントすることが可能となる。

以上より、CRT は情報非対称性問題を悪化させるものの、リスク部分を引き受けることにより、その問題を解決することが可能である。

#### 5. 金融危機における CRT の問題

CRT の金融危機に関連しての主な批判は以下である。(1)高格付を含む多くの証券化商品が不良資産

<sup>5</sup> 近年の銀行理論には、このように“informed”な投資家と“uninformed”な投資家との関連をモデル化した研究が数多くみられる。代表的文献は Holmstrom and Tirole (1997)。

<sup>6</sup> CRT による拡張として注 3 を参照。

<sup>7</sup> DeMarzo and Duffie (1999)

<sup>8</sup> Diamond (1984)

化したこと、(2)証券化商品への投資を通じて信用リスクが全世界に拡散したため、迅速な危機対応が取りにくくなったこと、(3)CDS取引に関してカウンターパーティリスクが顕在化したことである。

これらのうち、(3)のカウンターパーティリスクは基本的に制度上の不備に起因するものでありCRTの本質的問題ではない。現在検討されている集中清算機関によって解決可能と考えられている。また(2)の信用リスク拡散は、本来的には信用リスクの配分の効率化の結果であり、むしろ金融危機の発生を防ぐ方向に機能するはずのものである。本質的な問題は(1)である：本来は高リスクな証券化商品が、実際よりも低リスクとして（すなわち高格付で）大量に取引され、その結果、信用リスクの配分が社会的に著しく非効率化した。すなわち、金融危機におけるCRTの問題は、

(A)逆選択：ローンや証券化商品の組成時において、証券の価値が過大評価された状態で売りに出された

(B)モラルハザード：組成時の評価は適切であったが、その後適切なモニタリングを行うのを怠り、価値が毀損した

のいずれかであり、4節で論じた情報非対称性問題の対処に失敗した結果であると考えられる。従って、どのような証券化スキームがこのような著しい失敗を引き起こしたかを明確化することが重要となる。

## 6. OTD モデル

前節での問題意識からは、OTD (originate-to-distribute) モデルに注目すべきである。OTDモデルは、今回の金融危機の中ではしばしば証券化と同一視されるものの、本稿の立場からは極めて不完全な証券化手法である。既に述べたように、CRT一般において情報非対称性問題は非常に重要性をもつため、銀行は、情報生産を行った上で、最もリス

キーな部分を自己保有することが要求される。しかしながら、OTDモデルは以下のように特徴づけられる。

(1) 銀行等は、機関投資家サイドに立脚し、証券化商品の売却を第一義的目的とする

(2) ローン組成を自分では行わず、既存のローンを購入する

(3) 外部格付を利用することにより、情報生産をアウトソースする

(4) しばしば、最もリスクな部分をヘッジファンドに売却する

すなわち、情報生産、リスク資産の自己保有の双方の観点から、証券化問題の情報生産問題に対処しているとは言い難い。すなわち、金融危機の要因は、OTDモデルにおける情報非対称性問題の軽視にあると考えることができる。

## 7. 結論

- CRTは銀行モデルにおける銀行・投資家協調の枠組みを拡張する意義をもつ。
- CRTは銀行・投資家間の情報非対称性問題をより深刻化させる。しかし、銀行自身が最もリスクな部分を保有することでこの問題を克服する可能性がある。
- 今回の金融危機の原因の一つはCRTにおける情報非対称性問題への対処失敗である。特にOTDモデルにおける当問題の軽視が直接的要因であると考えられる。

### 参考文献：

- Behr, P. and S. Lee (2005), "Credit Risk Transfer, Delegated Monitoring, Real Sector Productivity, and Financial Deepening," Working Paper.
- DeMarzo, P. and D. Duffie (1999), "A liquidity-Based Model of Security Design," *Econometrica*,

18: 1-35.

Diamond, D. (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," *Review of Economic Studies*, 51: 393-414.

Holmstrom, B. and J. Tirole (1997), "Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector," *Quarterly Journal of Economics*, 112: 663-691.

(株式会社日本政策投資銀行 設備投資研究所  
主任研究員 小田圭一郎)