

## 金融システム研究フォーラム 概要

第 17 回 2009.12.4 (金)

-----

今回は、Viral V. Acharya and Philipp Schnabl, “Securitization Without Risk Transfer” に基づく話題の提供を倉澤資成氏から受け、関連する Viral V. Acharya and Matthew Richardson, “Causes of the Financial Crisis”, Juliusz Jabtecki and Mateusz Machaj, “The Regulated Meltdown of 2008” (ともに、Critical Review 21(2-3), 2009 掲載)の 2 本の論文に関して福井義高氏から紹介を受けて討議した。Stern School of Business (New York University)の 2 教授による discussion paper (first draft: March 2009, this draft: April 2009)が話題の中心である。

ABCP (asset-backed commercial paper) conduits が the financial crisis of 2007~2009 の初期段階で中心的役割を果たした。SIV (structured investment vehicle)などと呼ばれる separate legal entities (conduits)へ mortgages, trade receivables, consumer loans, corporate loans などの financial assets を移転し、そのための資金を conduits がこれらの資産をバックにする CP を発行して調達するものである。近年その規模を急激に拡大した。焦点は、financial assets を conduits に移転した金融機関と conduits の関係である。広く理解されている(?)ように、資産の移転と同時にリスクも移転しているとすれば、ABCP 市場の実質的消滅による直接的で深刻な影響を移転元の金融機関が蒙ることはない。しかし、大手商業銀行は大きな損失を実現した。また、conduits が発行する ABCP に関する格付けが何らかの要因によって歪められたものであり、実態以上に高く格付けられていたとすれば、その大きな部分を移転元の金融機関が取得し保有していたという観察事実をどのように理解すればよいかという疑問があった。

Acharya and Schnabl 両教授の論文は、いくつかの意味で会合参加者の多くに深刻なショックを与えた。第 1 は、論文のタイトルが示す如く、金融資産を conduits に移転しその対価を ABCP で調達する方法の最大の利用者である商業銀行は conduits に対して credit enhancement and liquidity enhancement という 2 つのタイプの credit guarantees を付与しており、その実質的機能から、これは Securitization Without Risk Transfer であった。制度・歴史に基づく解説に続いて、Moody's の reports を中心とする sources から収集したマイクロデータを用いて、商業銀行の金融資産に基づく ABCP は投資家に損失を与えていないことが確認される。第 2 に、このことは、規制当局をはじめとする多くの「関係者」には広く知られていた。(当日の参加者中の「関係者」あるいはその周辺のメンバーによれば、誰もが知っているはずの情報であった。) Basel I の規制ではこの点への対応が不十分だと

して長期間の交渉を経て Basel II がようやく実施される段階で risk が顕在化した。Basel II を承認していないアメリカの規制当局関係者も状況は十分すぎるほどの確に把握していたはずである。第 3 に、著者達は、市場「関係者」も十分に把握していたことを 2007 年 8 月 7 日～9 日の 3 日間、さらに 8 月 1 ヶ月間の金融機関の株価の動きに注目する event studies によって確認する。

第 4 に、そうであるにもかかわらず、とりわけ 2007 年以降に登場した膨大な数の文献、とりわけ市場や規制当局・中央銀行などの内部・周辺に位置すると目されている「事情通」の「関係者」「研究者」によるものにも、このような情報がほとんど見られない。この discussion paper が登場してからすでに 9 ヶ月が経過するが、この間においてもこの点が大きな話題になることはほとんどなかったように見える。第 5 に、金融機関の guarantee の存在を前提にすれば、ABCP の格付けが AAA であっても不思議ではない。また、投資家に損害が発生しなかったから、投資家向け情報として欠陥があったことにもならない。しかるに、以上の点に言及することなく格付け機関に対する厳しい批判が盛行した(し続けている)ことは興味深い。第 6 に、商業銀行を中心とする金融機関に対する規制の中心に自己資本比率規制が置かれたことがこのような形の securitization の盛行と無関係ではない。そうであるとすれば、第 2 点との関連で、対応を遅らせ怠った規制当局の「責任」を問うことなく、さらなる規制の厳格化を目指す昨今の動きに疑問が生じるだろう。また、こういう「抜け道」を防ぐことは実質的に不可能だとする見方を採用すれば、自己資本比率規制に極端に依存しさらに依存度を高めつつある現行規制システムにも疑問が生じることになる。

「通念」と異なり、ABCP との関係で「スポンサー企業」・conduits 間の「倒産隔離」が「完全」ではないとすると、数回前の会合で CMBA や REIT に関してもさまざまな形で話題になった conduits とスポンサー企業に関する話題・疑問の一部も一応の回答を得ることになる。

また、そもそも、conduits が誰の guarantees を得ることもなく発行する ABCP に対して投資家を見つけ低利で資金調達することが可能か、ABCP のような短期証券を資金調達手段とする conduits の利用が効率的で合理的な選択かと考えれば、完全な「倒産隔離」は高くつきすぎることに思い至るはずである。そうであれば、conduits の具体的内容を含めた手段・制度の最適な選択は何か、最適な選択の内容と移転する financial assets の内容およびそれを組み込んだ security の形態との関係はどうなっているかなどという興味深い論点が浮上するだろう。

多くの点で年来の疑問を氷解させ、新たな検討課題への関心を喚起する興味深い会合であった。話題を提供された倉澤・福井両氏に深謝する。