

サブプライム金融危機と証券化の功罪

北原 徹（立教大学）

今回の世界的金融危機をめぐって、諸悪の根源は証券化にあるといったような議論が行われることがある。さらには、今回露呈された証券化の問題の深刻さから考えて、今後将来的に証券化は廃れ、証券化という手法は金融の歴史の中の一時的あだ花といった印象さえ持たれているかも知れない。こうした状況を念頭に本報告では、サブプライム金融危機の経験を踏まえて、証券化を改めてどう評価すべきか、という問題を取り上げる。

今回の危機の中で証券化の様々な問題点が露呈したが、そうした問題点が証券化という金融取引のやり方の本質とどう関連しているのかを考える。①その問題点は、金融の歴史には付きものの行き過ぎ・過熱が今回は証券化をめぐって生じたことによるものであり、本質的には証券化の問題ではなく、金融や信用をめぐる一般的問題なのか。②その問題点は、サブプライム証券化をめぐって本来的な証券化のあり方から逸脱するような無理で異例な証券化が行われ、それに伴って噴出した問題なのか。③それとも、証券化の本質に元々内在する手直し不能な難点が、今回の危機においてはっきりと露呈したものなのか。こうした観点からの問題の腑分けを通じて、証券化の再評価を行いたい。

今回の危機において、証券化の様々な局面で①の問題が発生したが、これだけであれば、証券化以外の金融手法でも同じことであり、行き過ぎが生じたからといって、その金融手法自体が否定される訳ではない。しかし金融危機に至る過程で、量的な面での行き過ぎや過熱を超えて②の問題が生じたと考えられる。具体的には、住宅価格上昇に完全に依存したローンの供与とその証券化、及び情動的錯誤の下で格付アービトラージを追求した 2 次証券化である。この種の証券化は本来的に持続可能性に欠けていた。③の問題に関しては、ポイントは OTD モデルの評価になるであろう。OTD モデルには、リスク負担とインセンティブとの関連で潜在的な弱点が存在するが、それだからといって証券化の全てが否定されるものではないし、そうした弱点の顕在化を防ぐ形で金融的に十分使えると考えられる。

従って、証券化の果たしてきたプラスの面を考えれば、逸脱した証券化の部分を取り除き、弱点への対応を施した形で、証券化は 1 つの金融手法として今後も存続し、一定の役割を果たし続けると考えられる。