

2011年2月 アカデミックセミナー 要旨

設備投資研究所

講師：一橋大学教授 大橋和彦氏

演題：“Detrimental Effects of Retention Regulation: Incentives of Loan Screening in Securitization under Asymmetric Information”

日時：2月3日(木) 15:30~17:30

要旨

金融機関による貸出債権の証券化は金融市場の効率化に寄与するものとして理論的な視点からも好意的に見られてきたが、2007年に生じたサブプライムローン破綻に端を発する金融危機により証券化の問題点が浮き彫りになった。それは、証券化により資金の貸し手である金融機関は貸出債権に対し自らがリスクを背負う必要がなくなるためコストがかかる借り手側のスクリーニングに注力せず、その結果として質の低い証券化商品が市場に出回ってしまうという問題である。米国ではこの問題に対処するため、2007年に制定した金融規制法であるドッド=フランク法の中にリテンション規制(retention regulation)、具体的には貸し手である金融機関は証券化商品の少なくとも5パーセントを保持しなくてはならないという条文を取り入れることになった。

貸し手にリスクを与えることで借り手に対するスクリーニングを促進させるインセンティブが生じ、これにより証券化商品の質が上がり経済厚生が改善するというのが当局の意図するリテンション規制の効果であるが、実際に本規制によってスクリーニングが促進されるのかということ、経済厚生が改善されるのかということについては経済学的な観点から慎重に検討する必要がある。なぜなら、例えばリテンション規制はスクリーニングをきちんと行っている健全な貸し手に対して不必要なコストを増大させてしまうため、健全な貸し手の最適化行動を歪めてしまうことにもつながるからである。本研究の主な目的は、リテンション規制が貸し手に与える影響を理論モデルにより分析することである。分析の結果、リテンション規制はスクリーニングを促進させる効果があるとは言えず、さらにスクリーニングを抑制する可能性さえあることが明らかになった。

本研究では、貸し手として「良い」貸し手と「悪い」貸し手の双方が存在するということを前提とする。前者は必ず債務を返済する「良い」借り手のみを顧客として持ち、後者は債務を返済できない可能性がある「悪い」借り手を一定割合顧客として持つ。この想定のもと、「良い」及び「悪い」貸し手それぞれの利潤最大化行動を考えることで、どのような場合に経済は「悪い」貸し手がスクリーニングを行う（つまり貸し手全員がスクリーニングを行う）スクリーニング均衡を達成するのか、「悪い」貸し手がスクリーニングをしないノンスクリーニング均衡を達成するのかを検証するというのが本研究における分析

の方針である。

まず、リテンション規制が存在しない場合を考えてみる。このケースでは、貸し手は自らが発行した証券を保有しても保有しなくても良い。このときスクリーニング均衡とノンスクリーニング均衡の双方が存在し、後者が達成される場合は悪い貸し手の存在割合がある一定の水準を下回る時である。ノンスクリーニング均衡が悪い貸し手が少ないときに達成される理由は、投資家と貸し手の間で情報の非対称性が存在するため逆選択が生じることによる。つまり、投資家が悪い（良い）貸し手が発行する証券を識別できず、実態よりも高い（低い）価格をつけてしまうことによる。このことは、悪い貸し手にスクリーニングを行うインセンティブを失わせてしまうことになる。

次に、リテンション規制が存在する場合を考えてみる。このケースではリテンション規制が存在しない場合と異なり、貸し手は必ず一定割合以上の証券を保有しなくてはならない。この場合もスクリーニング均衡とノンスクリーニング均衡の双方が存在し、悪い貸し手の存在割合がある一定の水準を下回る場合にはノンスクリーニング均衡が達成されるということが明らかになった。この結果はリテンション規制が存在しない場合と同様であるが、リテンション規制が存在する場合にはさらに次のような注目すべき2つの結論が得られた。第一に、リテンション規制が存在しない場合にノンスクリーニング均衡を達成するような悪い貸し手の存在割合の場合リテンション規制を行ってもこれがスクリーニング均衡に移行することはないということ、第二に、リテンション規制が存在しない場合にスクリーニング均衡が達成されていた悪い貸し手の存在割合の下でもリテンション量によってはノンスクリーニング均衡が達成されてしまうということである。これらは、リテンション規制が経済厚生を低下させる可能性を示唆しているといえる。

以上の結果は経済学的見地から鑑みてリテンション規制の効果に疑問を投げかけるものであり、リテンション規制の是非について更なる慎重な検討が必要であると考えられる。

以上