

低流動性商品の公正価値評価と課題

低流動性商品の公正価値の評価では、業界全体を挙げての算出手法のコンセンサス醸成と合わせて、個々の金融機関によるモデル価格の限界の把握が重要だ。

サブプライム危機の発生以降、世界中の金融機関において、証券化商品のような流動性の低い商品の公正価値（時価¹⁾）をいかに評価するかが、論点となっている。本稿では、まず問題の背景について説明し、特に本邦パイサイドの観点から、実際に公正価値を評価する際の実務上の課題や現実的な対応案について述べることにする。

公正価値評価が注目される理由

一点目はリスク管理の観点である。金融機関が、自ら保有する金融商品の公正価値を把握することは、リスク管理上、基本的かつ重要なポイントであり、自己資本比率のようなリスクの定量化においても大前提となる。だが、サブプライム危機を通して露呈したのは、金融機関における証券化商品の公正価値の算出や検証が必ずしも十分でない実態であった。実際、金融機関がブローカーから提供された価格を、十分な検証もせずに利用していたという話も聞く。このような状況に対応するため、パーゼル委員会は08年11月に「銀行の金融商品公正価値実務の評価のための監督上のガイダンス」²⁾を公表している。また、本邦では、08年8月、金融庁により、「主要行等向けの総合的な監督指針」及び「中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針」が改正されている。ここでは、金融機関に対して、証券化商品の適切な価格評価やブローカー価格の客観的な検証などが求められている。

加えて、最近では、多くのブローカーが証券化商品部門の縮小を企図する中、一部の外資系ブローカーが金融機関への時価提供を停止するケースも出てきており、金融機関自らが公正価値の算出を行わざるを得ない状況にもなりつつある。

もう一点は会計的な視点である。08年9月以降、米国財務会計基準審議会（FASB）や国際会計基準審議会（IASB）³⁾は、低流動性商品の公正価値評価を念頭に置いたガイダンスを公表してきた。通常、市場が存在する商品の場合、公正価値は即ち市場価格とされる。一方、ガイダンスでは、たとえ市場価格が存在する商品であっても、その価格が投売り価格とみなされる場合は、合理的に算定された価格（以下、モデル価格）の適用も可能との見解が確認された。これは、証券化商品が投売りされ、市場価格がファンダメンタルから推定されるレベルと比べ、異常に低くなっているという状況を受けてのものである⁴⁾。金融機関が従来どおり市場価格を公正価値として適用することで、金融危機に更なる拍車がかかることを懸念したのである⁵⁾。

本邦の企業会計基準委員会（ASBJ）も、国際的な会計基準の収斂^{しゅうれん}という流れの中、08年10月にこのような動向に追随することを発表した。本邦の特徴は、証券化商品だけでなく、市場価格とモデル価格の乖離^{かいり}がやはり著しいとされる15年変動利付国債（CMT）も想定対象とみなされている点である。実際、08年9月決算資料によると、15年CMTを保有する多くの銀行などが、モデル価格による処理を行い評価損の計上を抑制したようである。

モデル価格評価の実務上の課題

金融商品のモデル価格を算出するためには、一般的に、分析モデルとそのインプットデータの二点が必要となる。例えば、国債の価格評価の場合、分析モデルは将来キャッシュフロー割引法であり、インプットデータは利率のような銘柄属性や金利カーブといった市場データである。

NOTE

- 1) 時価会計に用いる価格は、米国や国際基準で公正価値 (Fair Value)、本邦基準で時価と呼ばれている。
- 2) 原タイトルは「Supervisory guidance for assessing banks' financial instrument fair value practices」
- 3) 欧州を中心とした組織
- 4) 例えば、サブプライムローンのインデックスからインプライドされるデフォルト確率は実情と比べあまりに大きすぎるとの試算もある。
- 5) このような動向には、会計情報の信頼性を問題にした反対意見も根強い。
- 6) 反対に、分析モデルについては、アカデミックな面での論点は尽きないものの、実務の世界では一定程度のコンセンサスが醸成されていると言えるだろう。
- 7) 「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」
- 8) そもそも、市場流動性という概念の定義についても、未だコンセンサスがあるわけではないと思われる。
- 9) もちろん、このような対応をとっても、分析モデル自体のモデルリスクは依然として存在する。

教科書では、分析モデルの記述が中心であり、インプットデータは所与とされる。しかし、証券化商品の場合、実務で問題となるのは、むしろインプットデータであることが多い⁶⁾。インプットデータをどのように入手するか、いかに決定するかが重要なのである。証券化商品は、裏付け資産の期限前償還やデフォルトなどにより、将来のキャッシュフローが変動する。そのため、モデル価格を算出するには、これらの予測が必要となるが、投資家がこのような用途に資するデータを入手することは一般に容易でない。この点について、現在日本証券業協会では、証券会社やバイサイドなどによるワーキング・グループ⁷⁾を立ち上げ、販売者による情報開示の標準化や具体化を促す活動を実施している。これにより、今後一定の改善が見られる可能性はあるものの、問題はそれだけで解決するわけではない。CMBSの不動産価格やCDOのデフォルト相関のように、そもそも、オリジネーターでさえデータの入手や決定が容易でないデータも多いからである。

また、将来キャッシュフローを割引く際のスプレッド（無リスク金利の上乗せ分）の決定も難点の一つである。この割引スプレッドは大きく分けて、信用スプレッドと（市場）流動性スプレッドから構成される。前者の推定は信用リスクモデルを利用するなどのやりようがあるものの、後者については、業界内で標準化された手法⁸⁾があるわけではない。アスクビッドの入手もままならない中、現在多くの金融機関の担当者が対応に頭を悩ませている（抱えている）点である。定量化の案としては、例えば、過去に市場環境が平時であったと思われる期間を抽出し、その際のブローカー価格とモデル価格の差をもって流動性スプレッドとみなす考え方がある。し

かし、そもそも何をもって平時とするか、どのような商品単位でスプレッドを推計するかなど、実務への落とし込みを考えると論点は尽きない。

課題解決に向けた施策

では、これらの課題に対し、どのように立ち向かうべきだろうか。

まず挙げられるのは、評価手法について、業界を挙げた程度でのコンセンサス作りを模索すべきという点である。インプットデータの入手や決定に限界がある以上、最後は決めうちにならざるを得ない部分も残ると思われる。ただ、各金融機関があまりに個別の判断をしすぎて、全く横比較ができなくなる事態だけは避けるべきであろう。

また、公正価値評価の前提として、ある程度の決め打ちが必要な以上、その限界も合わせて認識すべきである。実際、前述のバーゼル委員会によるガイダンスでも、インプットデータが変わったときにどの程度価格が動くのかといった情報を把握すべきであり、その具体的な手段として、感応度やストレステストの結果などの情報が有用とされている⁹⁾。今後、金融機関がこのような対応をしていくには、人的な価格評価体制の強化と共に、様々な分析を可能とする計測システムの充実が一層重要となってくるであろう。



Writer's Profile



甲斐 俊吾 Shungo Kai

金融 IT イノベーション研究部
主任研究員
専門はリスク分析
focus@nri.co.jp