

バイサイドに浸透する バリュエーションベンダーの活用

海外では、複雑な金融商品の評価価格を提供するバリュエーションベンダーが、バイサイドに受け入れられている。価格評価プロセス等の透明性、独立性を担保したサービスは、保有金融商品の情報開示の規制強化を背景に、今後もますます拡大するだろう。

サブプライム問題に端を発する金融不安の中で、金融機関等バイサイドは、保有有価証券の価格情報の開示を強く求められており、特に複雑な商品特性を有する金融商品の評価について注目が集まっている。

海外では、国際財務報告基準（IFRS）や米国の財務会計基準書（SFAS）が、金融機関に大きく影響を及ぼしている。特に米国財務会計基準のSFAS157では、透明性のより高い公正価値測定を実現するために、公正価値算出で使用するデータや仮定を客観性によりレベル1～3に分類している。最も客観性の低いレベル3に該当するデータや仮定を使用して評価された資産・負債については、詳細な情報開示が求められる。

このような制度のもと、海外のバイサイドでは、保有する金融商品の時価評価（バリュエーション）を、専門性が高く、ITも手厚くサポートできる外部ベンダーにアウトソースする傾向が見られる。

海外のバリュエーションベンダーの特徴

金融商品のバリュエーションでは、高度な金融工学の知識や膨大な市場データの管理、高速な計算処理システム等が必要である。海外の中小規模のバイサイドでは、人材、ノウハウの不足や、予算制約等の関係から、バリュエーションを自社で対応することが難しく、外部ベンダーにアウトソースするところが多い。また、大手バイサイドであっても、中立的なベンダーが算出する理論価格を用いて、自社の価格の検証を行うことを目的にベンダーを活用しているところが増えている。当該ベンダーは、規制強化を契機に急速に増えていることが伺える（図表）。

バリュエーションベンダー（以下、ベンダー）は、

基本的にマーケットスタンダードとなっている計算エンジン／モデルを利用し、そこで対応しきれないものについては、自社内でモデル開発を行っていることが多い。金融商品の開発スピードが極めて速い業界において、ベンダーは、全てを自社開発するのではなく、外部ツールで対応可能なものを見極め、自社では、より複雑な金融商品の時価評価に力を入れ、他社と差別化を図ろうとしているものと捉えられる。当然、マーケットスタンダードとなっている計算エンジン／モデルや自社モデルの内容は、ユーザが十分納得でき、当局への説明も可能なレベルまで開示されることが通常である。

また、計算モデルがどれほど優れていても、インプットとなるデータ（パラメータ）の精度が低かったり、パラメータ推計の前提が妥当でない場合は、算出された価格も実勢から乖離したものとなりかねない。このような課題を解決するために、あるベンダーは、複雑な金融商品の取り扱いの多い10数行の大手投資銀行と提携し、彼らが実際に使用しているパラメータを入手、加工した

図表 複雑な金融商品のバリュエーションベンダー数（累積）



（注1）2008年2月時点で、複雑な金融商品のバリュエーションサービスを提供しているベンダーを母数とし、それぞれのサービス開始時期を各種ソースより確認した結果となっている。

（注2）2008年の値は1～2月の増分を上乗せ。

（出所）野村総合研究所

上で、価格算出に適用している。また、大手投資銀行が、どのようにモデルをキャリブレーション¹⁾しているのかを理解していることも強みとなっているようである。

バリュエーションベンダーは、ただ単に価格を計算してそれを提供するだけと思われがちであるが、さらに一歩踏み込んだサポートを行っているベンダーがいる。たとえば、使用するモデルやパラメータについて、徹底的にユーザと議論し、両者が合意したものを採用することにより、ユーザの納得度を高めたり、取引相手との間で、価格の認識に相違が発生した場合、その要因について適切に説明するといったサポートも行ったりしている。

証券会社のバリュエーションサービス

ところで、セルサイドも、バリュエーションベンダーの1つと言える。セルサイドは、金融商品を購入した顧客に対し、定期的に（例えば月次で）、評価価格を算出・提供するサービス（以下、Client Valuation）を行っているからだ。英FSAが、2007年11月に公表したレポート²⁾では、セルサイドがClient Valuationサービスを実施する上で、留意すべきポイントが、いくつか挙げられている。以下に主なものを列挙した。

- ・クライアントサービスとフロントオフィスとの分離。
- ・評価対象商品をセルサイドも保有する場合、社内評価価格を反映すること。
- ・価格の定義（仲値／買取価格等）、計算タイミング、独自の仮定やパラメータ等は書面等記録に残る形で提供すること。
- ・バリュエーションプロセスを社内監査によりチェックすること。

NOTE

- 1) キャリブレーションとは、モデルで使用するパラメータを、実際の金融商品の価格を再現できるよう調整すること。
- 2) http://www.fsa.gov.uk/pubs/newsletters/cm_bulletin1.pdf
- 3) 企業会計基準委員会 (ASBJ) が、2008年3月10日に公表した「金融商品に関する会計基準」、「金融商品の時価等の開示に関する適用指針」で、時価評価対象の拡大は、2010年3月31日以後終了する事業年度の年度末に係る財務諸表から適用開始となっている。
- 4) 「市場と制度の強靱性強化に関する金融安定化フォーラム (FSF) 報告書」(2008年4月11日)

この中で言われている価格計算ルールの明示や、評価プロセスの監査については、バリュエーションベンダーを利用する場合にも考慮すべき点と言える。

さらに、当レポートでは、パイサイドに向け、評価ミスのリスクを軽減するために、セルサイドの価格のみに頼らず、他ソースからの価格も入手し、相互比較を行うことを推奨している。

本邦への示唆

わが国でも、2008年3月に、保有金融商品の情報開示についての見直しが実施され、時価評価対象となる有価証券の範囲が拡大された³⁾が、本邦では、依然、欧米ほど厳しい規制が存在しないため、切迫した雰囲気はまだまだ感じられない。

しかし、2008年4月、国際金融の安定化を目的に、各国の規制当局が連携し、リスク管理の強化や金融商品の情報開示を促進していく方針が打ち出された⁴⁾。そのため、本邦でもこれまで以上のスピードでバリュエーションの高度化、透明化が必要となってくるものと思われる。今後、日本でも、金融商品の時価評価において、バリュエーションベンダーの活用は急速に進展するのではないだろうか。



Writer's Profile



中垣内 正宏 Masahiro Nakagaito

金融 IT イノベーション研究部
上級研究員
専門は金融 IT 調査
focus@nri.co.jp