

# 研究員 の眼

## 缶ビールが3割引？ あらためて証券化商品の意義を考える

金融研究部門 准主任研究員 高岡 和佳子  
(03)3512-1851 takaoka@nli-research.co.jp

フローズン状の泡を作る機械が貰えるキャンペーンをご存知だろうか？缶ビールに添付されている応募シールを 96 枚集めると、もれなく貰えるというものである。フローズン状の泡の食感が楽しめるだけでなく、その泡がふたの役目をするので、ビールの飲みごろの冷たさを 30 分間も楽しむことが可能らしい。節電の夏に涼をもたらす素晴らしい商品・キャンペーンだと思うのは呑兵衛の発想か。

何人かで協力すれば 96 本消費することも不可能ではないので、さっそくビールを買いだめしようと目論んでいたところ、あることに気がついた。インターネット上のオークションサイトで、応募シール 96 枚が売買されているのだ。しかも 1 件 2 件ではなく多数出品されている上、中には 6,000 円近くまで価格が釣りあがっているものもあった。仮に 350ml 缶 24 本入りケースが 4,600 円だとすると、96 本（4 ケース）で 18,400 円。応募シール 96 枚が 6,000 円で転売できるのなら実質的な価格は 96 本で 12,400 円。缶ビールを 3 割引で購入できる計算になる。節電の夏をフローズンビールで乗り切ろうと盛り上がっていたのに、ビールが安く飲めるぞと別の意味で心躍る方も多いかもしい。

そこへ水を差すような話になってしまうが、この応募シールからふと思い出したことがある。今から 4 年ほど前に証券化商品が諸悪の根源の如く報道されていたことだ。ワイドショーの世界では、「証券化商品を組成したところで債務者が返済不能に陥る本源的リスク（損失の可能性）は減少しないのに、減少するかのように説明し販売する詐欺同然の行為だ」といった批判があったと記憶している。

実際にどのように販売されていたかは知らないのですが、少なくとも証券化商品の組成に携わっていた者の中にリスクが減少すると思っていた者は一人もいなかったのではないかと思う。理論的にはリスクを減らすのではなく、リスクを組み替えるといったほうが適切だからだ。例えるなら、それぞれリスクを 2 個保有している人 100 人を、リスクを 1 個保有する 90 人とリスクを 11 個保有する 10 人に組み替えるといった感じである。リスクの総数については変わらず 200 個のまま

である<sup>1)</sup>。

リスクの総数が変わらないのに、何の意味があるのかと思うかもしれない。しかし、仮に 90 人が 1 万円払ってもリスクを半減したほうが得だと考え、残りの 10 人は逆にリスクが 5.5 倍になっても 9 万円貰えるほうが得だと考えるなら、リスクを組み替えることで皆の満足度が多少なりと増すことになる。

一方、実務者の集まりや関連学会では、「証券化商品の組成・販売を通じて、リスクを他者に移転するので貸し手の審査が甘くなる」、「証券化のプロセスを繰り返すことで、本源的なリスクの所在がわからなくなる」、「証券化商品の価格設定時のリスク評価において、同時期に複数の債務者が返済不能に陥ることに対する考慮が甘く、購入者に想定以上のリスク負担を強いることになった」など、数多くの問題点が指摘されていた。

どれもこれも正当な指摘であり、さまざまな点で問題があったこと、いずれも今後参考にすべき重要な問題であることに間違いない。その一方で、上述の通り組み替えること自体に意義がないかという点必ずしもそうではない。捉えがたいリスクが対象だとイメージが沸かないかもしれないが、実は缶ビールと応募シールの話と同じように考えることができる。

ビールは飲みたいがフローズン状の泡を作る機械には興味がない A さんと、フローズン状の泡を作る機械は欲しいがビールでなく発泡酒や第 3 のビールで十分と考える B さんを考える。応募シール付ビールを大量に購入し、ビールと応募シールに組み替えて販売する。すると A さんは安くビールが手に入り、B さんはより高価なビールを買わずともフローズン状の泡を作る機械が手に入るという喜びが生まれる。この例を応募シール付ビールが個々の債権、ビール単体と応募シール単体が証券化商品だと考えればどうだろう。インターネット上のオークションで十分だと思うかもしれないが、それに馴染まない商品もある。こうして考えると、諸悪の根源の如く報道された証券化商品にも意義があることをご理解いただけるのではないだろうか？

最後に、これを読んでビールをまとめ買いし、シールを転売しようと思ったあなたに 3 つ忠告したい。まず、シールを転売する人が増えるほど応募シールの価格が低下するので 6,000 円で売れるとは限らない。次に、酒類小（卸）売業免許を受けていない者はビールを転売してはいけないので自分で消費する必要がある。最後に、ビールにも賞味期限があることをお忘れなく。

---

<sup>1)</sup>厳密には、リスクを 2 個保有している人を 100 人集めてくることで、リスク低減可能とも考えられるが、ここでは集めることではなく組み替えることに主眼を置いている。