

Title	セキュリティゼーションと銀行経営
Sub Title	The impacts of securization on banking business
Author	田村, 茂
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	1987
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.80, No.5 (1987. 12) ,p.409(15)- 424(30)
JaLC DOI	10.14991/001.19871201-0015
Abstract	
Notes	村井俊雄教授退任記念論文集
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19871201-0015

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

セキュリタイゼーションと銀行経営

田 村 茂

この小論では、金融の分野でいまや世界的潮流となりつつあるセキュリタイゼーション（金融の証券化）の銀行経営に与える影響が考察され、その影響として以下の2点が示される。

- (1) 本来、市場性に欠ける銀行の貸付資産にも証券化によって市場性を与えることが可能となるため、銀行資産の流動性は一般的に上昇する。その結果、銀行経営の時間的視野が短期化し、特定企業との間で長期安定的顧客関係を結び、それを維持してゆこうとする誘因が稀薄になる。
- (2) 企業の証券発行をバック・アップする業務が拡大する結果として銀行のリスク負担が増大し、銀行システムへのリスクの集中から金融システムの不安定化を生じさせる恐れがある。

1 金融革新としてのセキュリタイゼーション

セキュリタイゼーション（金融の証券化）は現に全世界的規模で進行中の現象であり、その発現形態もところにより異なっているし、また時間の経過とともに変わってきている。こうした進行中の現象について厳密な定義を下すことは、館〔9〕も指摘しているように、今後発展してくる重要な側面を無視してしまうことになりかねない。しかしここでは、現在最も一般的に用いられている定義に従って、セキュリタイゼーションを、①それを担保とした証券あるいはその持分権を表わす証券の発行によって、本来市場性に欠ける資産に市場性を持たせ、その流動化を図ろうとする傾向、ないしは②銀行借入から証券発行への資金調達手段のシフト傾向、として理解することにする。このうち①の傾向はとくにアメリカで顕著に見られるためアメリカ型セキュリタイゼーションと呼ばれるのに対して、②の傾向はユーロ市場で顕著なところからユーロ型セキュリタイゼーションと呼ばれる⁽²⁾。なお、アメリカ型セキュリタイゼーションには、必ずしも具体的ペーパーとしての証券発行を伴わない場合もある。たとえ具体的証券の利用がなくとも、それをを用いたと同じように資産の

注（1） 資産の流動化、資金調達手段のシフトは、セキュリタイゼーションの表面的現象に過ぎず、その本質は相対型金融から市場型金融への移行にあるとする意見もある（松田〔14〕、蔵原〔7〕参照）。

流動化が図られるならば、それも①の意味でのセキュリタイゼーションに含めて考えるのが、今日の一般的理解といってよい。

ところで、セキュリタイゼーションをこのように定義すると、それはいまに始まったことではなく、アメリカでは早くから見られた現象と考えられるかもしれない。たしかにアメリカでは、ファクタリング (factoring) による売掛債権の流動化やセール・アンド・リース・バック (sale and lease-back) による物的資産の流動化が、企業の資金調達方法として早くからかなり盛んに利用されてきている⁽³⁾し、金融市場の状況いかんで企業が資金調達の方法を、銀行借入からコマーシャル・ペーパー (commercial paper—通称 CP) の発行に切換えるという現象も再三に亘って生じている。しかし、そうした“資産の流動化”や“資金調達手段のシフト”はあくまで時に応じて発現してきただけのことであって、アメリカにおいてさえ、それが金融方式の趨勢的变化を示すものにまで発展することはなかった。

ところが最近になって、アメリカはもとより他の金融先進諸国やユーロ市場において、その“資産の流動化”と“資金調達手段のシフト”が経常的にしかも大規模に見られるようになり、それが金融の一つの潮流を形成するに至った。セキュリタイゼーションとはこういう現象に対して与えられた名称であり、それゆえに、やはり金融の新しい展開を示すものとして認識する必要がある。

では、最近に至ってなぜ“資産の流動化”と“資金調達手段のシフト”が急速な進展を見せるようになったのであろうか。その理由としては、それらの動きを促進する新しい金融手段・方法が次々と開発されてきたことが挙げられる。具体的にいうならば、以下のような金融手段・方法が開発されてきたからこそ、資産の流動化、資金調達手段のシフトが活発に行なわれるようになり、セキュリタイゼーションが進展したと見てよいであろう。

- (i) パス・スルー証券 (pass-through certificate)
- (ii) モーゲージ担保証券 (mortgage-backed security—通称 MBS)
- (iii) 資産担保証券 (asset-backed security—通称 ABS)
- (iv) ローン・サブパーティシペーション (loan subparticipation)
- (v) 変動利付債 (floating rate note—通称 FRN)
- (vi) ノート・イシュアンス・ファシリティ (note issuance facility—通称 NIF)

そこで、これらの金融手段・方法の考案がセキュリタイゼーションの推進にどのように役立ったのかを知るために、そのそれぞれについて簡単に説明を加えておくことにする。⁽⁴⁾まず(i)のパス・スルー証券と(ii)のMBSについていえば、両者はともに貯蓄金融機関や商業銀行のモーゲージ貸付債

注(2) この分類は、川村/下井〔6〕、打込〔4〕など多くの文献に見られる分け方であるが、アメリカ型の資産の流動化にしても、既存の資産を裏付けにした証券発行による資金調達といえるから、銀行借入から証券発行への資金調達手段のシフトをもって広義のセキュリタイゼーションと定義し、そのうちとくに資産の流動化という面を強調する場合には、それを狭義のセキュリタイゼーションと呼ぶこともある(館〔9〕はこの定義の仕方を採用している)。

(3) 詳しくは、Hunt, P., C. M. Williams and G. Donaldson [18] pp. 201 and p. 384 参照。

権を流動化する手段としてアメリカで開発された証券である。両者とも、満期限、金利などの点で類似した性質をもつモーゲージをまとめてプールし、それを然るべき機関に信託したものを裏付けに発行されるが、両者の間にはパス・スルー証券がそのモーゲージ・プールに対する持分権を表わしているのに、MBSはそのプールを担保にした債券、という違いがある。しかし、証券会社がこれらの証券の流通市場を開設したこともあって、パス・スルー証券もMBSも流動性のある投資物件として機関投資家に歓迎されたため、それらを用いて貯蓄金融機関と商業銀行は、手持ちのモーゲージ貸付債権を容易に流動化することができるようになった。ⅢのABSはパス・スルー証券やMBSの成功に刺戟されて開発された証券で、銀行が保有する消費者ローン（例えば、自動車ローン、カード・ローンなど）の債権、または企業の持つ売掛債権を流動化する手段として役立っている。銀行の場合には前述のモーゲージ・プールと同様な消費者ローンのプールを作り、それを担保にした証券を発行する形で債権の流動化を図ることになる。また企業の場合には手持ちの売掛債権から特定のをパッケージして、それを担保にして債券を発行するという形をとる。例えば、小規模の部品メーカーでもその売掛債権の中にIBMに対するものが含まれているとしたら、それだけをパッケージしてそれを担保に債券を発行すると、その信用格付けが高まるために単なる債券発行の場合より安い金利で済む。無担保が原則になっているアメリカで、こうした債権担保付の証券は新しい金融手段であり、それが考案された結果として資産の流動化が非常に容易になったわけである。Ⅳのローン・サブパーティシペーションは、企業に貸付をした銀行がその貸付債権を他の銀行ないしは機関投資家に分売することをいう。つまりこれは、資産流動化の手段である(i)~Ⅲと違って、資産流動化の方法なのである。したがって、これで貸付債権の流動化を図る場合も証券化と呼ばれるが、そこでは具体的ペーパーとしての証券が使用されるわけではない。

以上述べたところから、(i)~Ⅳの金融手段・方法はすべて資産の流動化、すなわちアメリカ型セキュライゼーションの進展に役立つものであることが理解できるが、これとは対照的に(v)とⅥは銀行貸付から証券発行への資金調達手段のシフト、すなわちユーロ型セキュライゼーションの推進に役立つ手段・方法といえる。(v)のFRNはユーロ市場で発行される債券の一種で、従来同市場で支配的な取引形態となっていたシンジケート・ローンと同様に、金利が3カ月ないし6カ月毎に改訂されるという特徴をもっている。そのため、この債券は市場金利の変動による価格変動の危険、つまり市場リスクを免れることができる。それだけに、この債券が開発されたことはユーロ市場における債券投資を活発化し、借手の債券発行を容易にする効果をもつことになる。またⅥのNIFというのは、ユーロ市場での証券発行を望む借手に対し、一定期間中一定金額までならば証券に売れ残りが出た場合、それを引受けるかスタンドバイ・クレジットを与えるという形で、信用の供与を約束する金融機関の約定 (commitment) のことである。この約定には法的拘束力があるから、内

注(4) ここでは紙幅の関係で、セキュライゼーションを促進した新しい金融手段・方法については簡単な説明しか与えられないので、詳しくは、松井 [13]、打込 [4]、Pavel [19]、日本興業銀行国際金融調査部 [10]、入江 [3] 等を参照されたい。

容的にはそれは証券発行引受業務に近く、証券発行と銀行信用とのハイブリッドと見なされている⁽⁵⁾。金融機関とこうした約定を結べば借手は当然それに対して手数料を支払わなければならないが、それによって証券発行が不備に終る危険から開放されるメリットがあるため、証券発行がやり易くなることはたしかである。このNIFは、それを供与したからといって金融機関が直ちに資金の貸手になることを意味しない。ただ借手の資金調達を容易にするだけのことである。その点で、金融機関にとってNIFは債務保証 (guarantee) と同種の業務であり、それと合わせてバック・アップ・ファシリティ (back-up facility) と呼ばれる。バック・アップ・ファシリティは、それを供与しても実際に資金を使用するわけではないから、金融機関の貸借対照表には現われてこない。要するに、バック・アップ・ファシリティは簿外取引 (off-balance sheet transaction) ということになる。

このように、資産の流動化と証券発行による資金調達を容易にする金融手段・方法が新しく考案されたことが、アメリカ型とユーロ型のセキュリタイゼーションを進展させたわけであるから、セキュリタイゼーションは、新しい金融手段・方法の出現をもたらした金融プロセスの急激な変化と云うのであろう。いうまでもなく、新しい金融手段・方法の開発によって金融プロセスに生じる急激な変化、これが金融革新であるから、セキュリタイゼーションはまさに金融革新の一局面を表わすものとして理解する必要がある。

ところで金融革新とは、鈴木淑夫氏の言葉を借りれば、「時代遅れとなってしまった旧来の金融の制度的枠組みや諸規制と新しい経済的諸条件との矛盾を解決したり、回避するための民間金融部門の創意工夫として発生する⁽⁶⁾」ものである。このことをセキュリタイゼーションに当嵌めるならば、それを始動し推進する力となった上述の金融手段・方法を生み出したのも、民間金融部門の創意工夫ということになる。

そこで以下ではまず次のセクションで、1980年代の経済・金融事情を背景に民間金融部門にそのような創意工夫をさせた要因を探り、セクション3では、セキュリタイゼーションが銀行業務に与える影響を、民間金融部門による金融仲介のあり方の変化という観点から分析する。そしてその分析結果を踏まえて、続くセクション4でセキュリタイゼーションから生じてくる銀行経営上の問題を明らかにする。もちろん、そうした問題は単に個別銀行の問題にとどまるものではないから、最後のセクション5で金融システムに対するそのインプリケーションにも言及することにする。

2 セキュリタイゼーションの背景

アメリカで貯蓄金融機関のモーゲージ貸付債権を流動化する手段として、パス・スルー証書が開発されたのは1970年のことである。それゆえ、アメリカ型のセキュリタイゼーションはそのときに

注(5) FRNも定期的に金利改訂が行なわれるという点でシンジケート・ローンに近い性格をもっており、NIFのハイブリッド的性格と合わせて、ユーロ型セキュリタイゼーションを銀行信用と証券のハイブリッド化の過程として捉える見方もある(松井[13], 入江[3])。

(6) 鈴木[8] 28ページ。

始まったといえるが、その後MBS、ABS、ローン・サブパーティシペーションの開発が相次いで、セキュリティゼーションの現象が顕著に見られるようになったのは、やはり1980年代に入ってからと見るのが適当であろう。このことは、図1に示されているアメリカにおける住宅モーゲージ証券（パス・スルー証券とMBSの総称）とCPの発行残高の推移を比較してみれば、十分肯けるに違いない。また、ユーロ市場における資金調達形態別構成比を示した表1によれば、同市場における主要な資金調達手段がシンジケート・ローンから証券発行にシフトし出したのも、ほぼ同時期であったことがわかる。

図1 米国の住宅モーゲージ証券とCPの残高推移

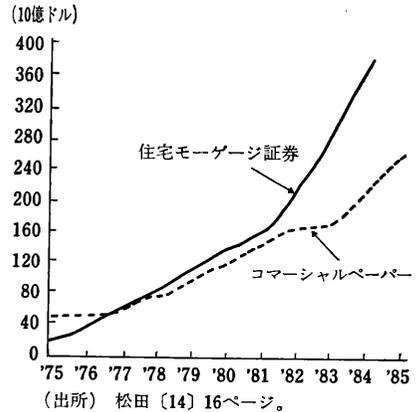


表1 国際資本市場における資本調達手段の構成比

	1981—82年	1983年	1984年	1985年
シンジケート・ローン	56.6	43.7	28.9	16.4
シンジケート・ローン	56.6	34.4	23.2	13.6
債務繰延ローン	—	9.3	5.7	2.8
債 券	37.7	50.1	56.5	65.4
普 通 債	27.0	32.0	29.6	36.1
F R N	7.8	12.7	19.4	22.8
株 式 関 連 債	2.1	5.2	5.5	4.5
ゼロクーポン債等	0.8	0.2	2.0	2.0
フ ァ ン リ テ ィ	5.7	6.2	14.6	18.2
N I F 等	2.9	4.4	8.8	14.1
その他の信用供与枠	2.8	1.8	5.8	4.1
合 計	100.0	100.0	100.0	100.0
実 額 (10億ドル)	170.3	153.8	197.3	256.5

(出所) 入江 [3] 11ページ。

したがって、アメリカ型にしてもユーロ型にしても、セキュリティゼーションが急速な進展を見せたのは、1980年代に入ってからとすることができる。この時期は再度に亘るオイル・ショックの影響で、世界的にインフレが高進するとともに先進工業諸国で景気の後退が生じるという、いわゆるスタグフレーションの時期であったから、ほとんどの国々で政府の財政赤字が拡大し市場金利が急騰するという事態が見られた。中でも、その度合いがとくに著しかったのはアメリカであって、それがアメリカにおける金融自由化を急進展させる力になったことは、よく知られているところであるが、それはまた、アメリカにおけるセキュリティゼーション進展の基本的背景にもなっていたのである。というのは、貯蓄金融機関や商業銀行など金融機関がその貸付資産の流動化を企図する

に至ったのも、基本的には市場金利の上昇が原因と見られるからにはかならない。

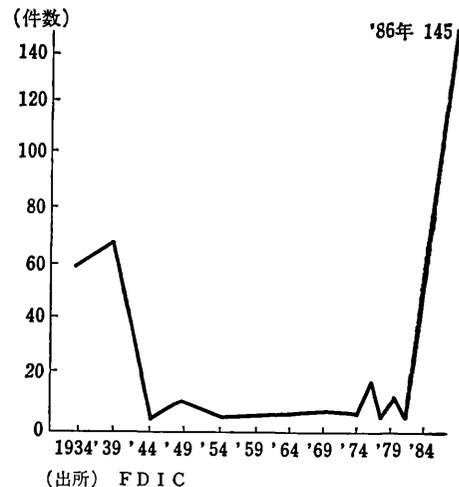
預金金利が規制されている場合には、市場金利の急騰は必然的に大規模なファイナシヤル・デフシスターミディエーションを惹き起こし、金融機関の経営を苦しくする。アメリカで預金金利の自由化を中心に速いテンポで金融の自由化が進んだのは、まさにそのためであるが、その結果生じてきた資金コストの上昇から、貯蓄金融機関、商業銀行のそれぞれで対応を迫られる問題が生じてきた。

まず貯蓄金融機関についていえば、それは資産と負債の間の金利ミス・マッチングである。そもそも貯蓄金融機関は住宅金融を本務とする金融機関であって、戦後のベビー・ブーム期の年代が家庭を持つ年齢に達して、モーゲージ・ローン需要が大きく伸びたことから、急成長を遂げてきていた。しかし、そのモーゲージ・ローンは固定金利の長期貸付であるため、預金金利が上昇して資金コストが高くなってきて、貯蓄金融機関の受取る利息収入は増加しないということで、経営上きわめて苦しい立場に追い込まれてしまった⁽⁷⁾。そこで考え出されたのが、既存の低利のモーゲージ貸付債権を証券化することによって流動化し、それで得た資金で新しく変動金利でモーゲージ・ローンを行なうという方法であった。こうしてパス・スルー証券とMBSが発行されるようになったわけで、貯蓄金融機関の場合には金利の上昇をもたらした資産・負債のミス・マッチングが、セキュリタイゼーションのための創意工夫をさせた直接の要因ということになる。

次に商業銀行のケースについて見てみよう。

商業銀行もモーゲージ・ローンを行なっているが、資産に占めるその割合は小さく、主たる資金の運用形態は企業への短期貸付なので、金利上昇による資産・負債のミス・マッチングが深刻な問題になることはない。しかし、資金コストが上昇してくると、従来通りの企業貸付では利鞘が狭まり収益が減少する。そこで金利の上昇につれてどうしてもハイ・リスク・ハイ・リターンの資金運用が増加してくる。預金金利の自由化(1983年10月にほぼ完了)後はとくにその傾向が強く、これが図2に見られるような銀行倒産増大の一因にもなっていた⁽⁸⁾。そのため、銀行の危険に対する対応力を強化する目的で、アメリカでは金融自由化の進展とともに銀行に対する自己資本規制が強化されてきた。この規制のもとでは、銀行は自己資本/総資産比率を常に一定水準以上に維持しなければならないので、ひと度自己資本比率が定められた水準、あるいはそれにこ

図2 米国における銀行倒産件数



注(7) この点については伊東[2]が詳しい。

(8) このことは金子[5]によっても指摘されている。

く近い水準まで達してしまうと、銀行はいくら有利な収益機会が生じてきても、預金や市場性資金の取入れによってそれに応ずることは不可能となる。もちろん、増資によればそうした収益機会を利用することも可能であるが、自己資本は預金や市場性資金に比べるとコストの高い資金なので、銀行としては増資はできるだけ避けたいと望むに違いない。

このような状況に置かれた銀行が打開策として選んだのは、貯蓄金融機関と同じ資産の流動化であり、さらにバック・アップ・ファシリティのような簿外取引を活用した業務展開であった。商業銀行の場合、その貸付債権流動化のための手段・方法として考案されたのは、ABSとローン・サブパーティシペーションであって、これらを用いて既存の貸付債権を流動化すれば、その資金で総資産を増やすことなく新しい貸付・投資が可能になる。また簿外取引であるバック・アップ・ファシリティの供与を拡大しても総資産を増加させずに、手数料収入を上げることができる。NIFやスタンバイ・レター・オブ・クレジット⁽¹⁰⁾といったバック・アップ・ファシリティが開発されたのも、強められた銀行に対する自己資本比率規制のもとで、銀行が何とか収益の拡大を図りたいと創意工夫を凝らした結果なのである。ということは、商業銀行の場合、セキュリタイゼーションのための新しい金融手段・方法の開発を促したのは、直接的には自己資本比率規制の強化であることを示している。ただしその自己資本比率規制の強化そのものが、金利上昇（資金コストの上昇）がもたらした銀行のハイ・リスク・ハイ・リターン志向をチェックするためのものであったことを考えれば、商業銀行の場合にも金利上昇がセキュリタイゼーションの基本的背景になっていたといえることができる。

もっとも、貯蓄金融機関、商業銀行のそれぞれに、これまで述べてきたような誘因があるからといって、それで直ちにセキュリタイゼーションがスムーズに進展するというものではない。そのスムーズな進展のためには、資産を流動化するために発行される証券、あるいは銀行借入に代わる資金調達手段として発行される証券が、投資家たちによって円滑に受入れられることが必要である。1980年代の状況からすれば、(a)政府の財政赤字増大によって民間の資金需要は金融・資本市場からクラウドディング・アウトされる傾向にあったであろうし、(b)高金利で流動性保持の機会費用が増加した結果として、投資家たちの保有流動性も極度に切り詰められていたに違いないから、発行される証券を投資家たちに円滑に受入れて貰うというのはかなり難しい問題であった。

この問題を解決するのに大きな役割りを果たしたのは証券会社である。証券会社が新種証券の発行引受に積極的に応じた上、さらに第2次市場すなわち流通市場の開設まで行なったことが、それら

注(9) 銀行に自己資本の充実を求める動きが出てきたのは1980年代に入ってからのもので、要求される自己資本比率の推移については松井 [13] に詳しい。

(10) スタンバイ・レター・オブ・クレジット (standby letter of credit—通称 LOC) とは、万一借手が元金の支払に応じられないときには、借手に代わって銀行がその支払を行なうことを保証する信用状のことで、通常貿易取引で使われる信用状 (direct-pay letter of credit) が無条件で支払を保証しているのに、スタンバイ信用状の方は“借手が支払えない場合”という条件付きの保証であるという点で、両者の間には違いがある。アメリカの銀行はこの信用状を主に地方債やCPの発行をバック・アップするのに使用している (Bank For International Settlements [15] p. 262 参照)。

証券に流動性を与え投資家たちによるスムーズな受入れを可能にしたわけで、セキュリタイゼーションを進展させた要因として、証券会社のそうした働きを見落すことはできない。ではなぜに、証券会社はそのような危険な業務を引受けねばならなかったのかといえば、それは1975年に行なわれた証券ブローカーの手数料自由化⁽¹¹⁾がその理由である。この自由化によって競争圧力から手数料収入が大きく減少した証券会社としては、どうしても新規業務を開拓して収益源の多様化を図らなければならない状況にあった。それで、新種の証券発行に対しても進んでそれをアレンジする行動に出たと考えられる。

以上見てきたように、資産・負債のミス・マッチングの是正、厳しい自己資本比率規制の回避といった必要から、アメリカの金融機関による資産流動化の動きとして始まったセキュリタイゼーションは、証券会社の支援を得て順調に進展し、さらに銀行がバック・アップ・ファシリティ業務に力を入れたことを反映して、その進展は次第にユーロ型のものにまで及んできた、というのがこれまでのセキュリタイゼーション進展の図式である。もちろん、ユーロ市場ではアメリカだけでなく世界各国の銀行がセキュリタイゼーションに関与しているが、そうすることの魅力はやはり簿外取引によって手数料収入をあげることができるという点に求められる。

3 セキュリタイゼーションと銀行業務のあり方の変化

セキュリタイゼーションが証券発行による資金調達にかかわるものである以上、それが進めば証券市場を通じる資金の流れが大きくなることは間違いない。しかしだからといって、それが直ちに金融機関、とりわけ銀行の業務量の相対的減少を意味することにはならない。これまで述べてきたところから明らかなように、セキュリタイゼーションはむしろ金融機関の主導で進展してきたものであり、本来それは金融機関の業務展開を支える意味をもっている。すなわち、金融機関から見てセキュリタイゼーションには、非流動的な貸付債権も流動化することによって、資産の回転を早め一定期間中の業務量 (turn-over) を拡大できるというメリットがある。とりわけ銀行の場合には、そのほかに借手の資金調達を証券発行にシフトさせることにより、バック・アップ・ファシリティの供与から自己資本比率規制に触れずに収益の拡大を図れるというメリットもある。

このように考えれば、セキュリタイゼーションは、銀行業務を相対的にもせよ縮小させるものではなく、ただその業務のあり方を変えるに過ぎないものであることがわかるであろう。いまや銀行にとって重要なのは、いかに多くの預金を集め収益資産の拡大を図るかということよりも、受信・与信の両面で証券市場を積極的に利用することにより、むしろ資産規模の増大を抑えながら、いかに収益の拡大を図るかということであるように思われる。その意味ではもはや銀行と証券は徒らに

注 (11) 松井 [13] 5 ページ。

(12) 堀内 [11] も指摘しているように、ユーロ市場を中心に最近の金融革新について詳細な検討を加えている国際決済銀行の報告書でも、セキュリタイゼーションが銀行活動の縮小を意味しないことが強調されている (Bank For International Settlement [15])。

対立関係に立つものではなく、より共存的な関係に立つようになってきているとあって差支えなからう。

さて、預金を蒐集しそれを貸付に運用するという伝統的な銀行業務のあり方が、セキュリタイゼーションの進展とともに変化して、証券市場と深くかかわったものになるということは、銀行が行なう金融仲介の仕方にも変化が生じてきていることを意味する。

最終的貸手と最終的借手を結びつける金融仲介に必要な機能についてはいろいろな分類が可能であるが、ここではその機能を次のような4つのもの⁽¹³⁾で考えることにする。

1. 情報の生産・提供
2. 取引コストの節減
3. 満期変換
4. 危険負担

情報の非対称性が存在する現実の世界では、貸手は金融取引に際して当然情報ギャップを埋めることを望むに違いないし、そのギャップが埋まらなければ、取引に応じようとはしないであろう。それゆえ、貸手と借手を結びつける金融仲介の機能としては、まず第1に貸手が求める情報を生産し提供することが必要とされる。そしてまた取引にはコストがかかる。もちろんこのコストの中に情報の生産のためのコストを含めて考えても差支えないが、そうしたコストは取引規模を大きくすることによって節減を図ることができる。つまり多くの貸手から資金を集め、規模の経済性を利用して取引コストの節減を図る、これが金融仲介に求められる第2の機能である。さらに、ヒックス(Hicks, J.R.)が“構造的不一致”(Constitutional gap)⁽¹⁴⁾と呼んだ貸手と借手が望む満期限の食い違いを調整することも、金融仲介に不可欠の機能である。不確実性が存在する現実の世界では、どうしても借手が売ろうとする債務の満期限に比べて、貸手が買いたいと望む債務の満期限の方が短くなりがちなので、貸手が借手かいずれかの望む満期限を相手方が受入れうるものに変換しなければ、金融取引は成立しない。それゆえ、金融仲介にはそうした満期変換の機能がどうしても必要になる。また、金融取引には貸倒れの危険(信用リスク)、元本価値変動の危険(市場リスク)がつきものであって、それらの危険負担の軽減を図らなければ、金融取引はなかなか成立するものではない。そこで必要になってくるのが危険分担の機能である。

以上で金融仲介に必要な機能が明らかになったわけであるが、そうした機能を提供するものとして銀行の伝統的な預金—貸付業務を見ると、それには上記4つの機能の一括提供という特徴が認められる。金融機関は大量の預金を集めることにより規模の経済性を利用して取引コストの節減を実現する。そしてそれを背景に審査機能を充実させ信頼性の高い情報を生産してそれを取引に活用する。しかも金融機関の行なう取引とは、基本的には預金という相対的に短い満期限をもった間接証券の

注 (13) 金融仲介機能の最も集約的な分類は池尾[1]に見られる。そこでは必要な機能として(1)情報機能、(2)危険分担機能の2つだけが挙げられているが、内容的には(1)に取引コストの節減機能、(2)に満期変換機能が含まれているので、ここでの分類と変わるところがない。

(14) ヒックス [17] 第11章。

発行によって得た資金を、相対的に長い満期限をもつ直接証券に運用するというものであるから、明らかに満期変換機能も果すことになる。その上、預金に対しては元本保証と確定利払を約束するのに対して、金融機関が取得する直接証券にはそれがないので、預金一貸付という業務プロセスの中で金融機関は完全な危険負担機能も果しているわけである。

このように、金融機関の伝統的な業務のあり方というのは、金融仲介に必要とされるすべての機能を一括して遂行するものであって、従来は、金融仲介業としての銀行業務の特徴もその点に見出すことができた。最終的貸手からすれば、銀行に預金をするだけで必要なすべての仲介機能の提供を受けられるというのは、きわめて都合のよいことである。

ところがこれとは対照的に、最終的貸手が証券市場で最終的借手の出す直接証券を購入する場合には、必要な仲介機能の一括提供を受けられる仕組みにはなっていない。情報機能は信用格付機関が投資銀行業務を扱う証券会社から提供して貰わなければならないし、取引コストの節減を図ろうとすれば、投資信託のような基金を利用する必要がある。また満期変換機能については、証券会社の証券流通市場を形成する能力に期待しなければならない。⁽¹⁵⁾ 要するに直接金融のプロセスでは、金融仲介に必要な各種の機能が個別に提供されているわけで、最終的貸手としてはそのプロセスを通じて金融取引を行なおうとする場合、必要な機能の提供を受けるためには種々の機関に頼ることが必要になる。しかも最も重要なことに、この直接金融のプロセスには危険分担の機能を果してくれるものが存在していないのである。⁽¹⁶⁾ これは危険を回避しようとする貸手と借手にとって大きな問題であり、金融機関を通じる金融に比して直接金融がもつ最大の弱点といってよいであろう。一般に、金融機関を通じる間接金融が直接金融より多く利用されてきているのは、この理由からであるし、証券発行で資金調達を行なえるのが公共機関や確立された信用をもつ大企業に限られていたのも、同様の理由による。

預金一貸付の業務が銀行による金融仲介の大綱を成していた場合には、たしかにそれと直接金融のプロセスにおける金融仲介との間に上述のような差があったわけであるが、セキュリティゼーションの過程で銀行業務のあり方が変わってくると、その状況にも変化が見られるようになってきた。というのは、銀行が従来より証券に関連した業務展開を図るようになって、バック・アップ・ファシリティの供与に力を入れる傾向が強まってきているからである。事実、サンフランシスコ連銀の調査によれば、N I F や L O C の形でアメリカの商業銀行が供与したスタンドバイ・クレジットの残高は、1979年から1985年6月までの5年半の間に約3倍に増加し、それら銀行の自己資本にはほぼ匹敵する大きさになっている。

注(15) 証券流通市場が形成されれば、そこでの転売によって満期前の証券も現金化することが可能になる。その結果、現金化までの期間として満期限がもつ意味は薄れる。これは長期の証券も実質的に短期化することによって、一種の満期変換に当る。

(16) 最近では、オプション、スワップなどのリスク移転手段が開発されたので、それを利用すれば金利リスク、価格変動リスクといった市場リスクについては、証券による金融でもそれを大幅に減らすことが可能になっている。しかし、信用リスクの負担を軽減する仕組みはまだ存在していない。

(17) 注(10)を参照。

ところで、バック・アップ・ファンリティの供与は、N I Fの場合であれば証券発行が不調に終って必要な資金調達ができない危険を借手に代わって銀行が負担することであり、L O Cの場合には発行される証券の元利支払を保証することによって、本来なら貸手が負担すべき信用リスクを銀行が肩代りすることにほかならない。つまりそれは、危険分担機能に欠けるという直接金融プロセスの金融仲介上の不備を補うための銀行業務なのである。したがって銀行がその業務に力を入れるとなれば、当然の結果として直接金融のもつ金融仲介上の問題は改善の方向に向かう。先に、銀行業務のあり方の変化によって、直接金融と間接金融における仲介機能の差が狭まってくると述べたのは、まさにこの意味からであって、ここ数年間にユーロ型セキュリタイゼーションが急速な進展を見せたのも、そのことを反映した現象なのである。⁽¹⁸⁾

この点で、銀行業務のあり方が伝統的な預金一貸付業務だけでなく、バック・アップ・ファンリティ業務にもウエイトを置いたものになってきたということは、セキュリタイゼーションを推進する上で非常に大きな意味をもっているといわなければならないが、同時に銀行による金融仲介業務の提供という面でも、それは重要な変化を生じさせている。すでに述べたとおり、預金一貸付業務の中で金融仲介に必要な4つの機能を一括提供するというのが、銀行の伝統的な金融仲介の仕方であった。ところが、バック・アップ・ファンリティの提供を重視した業務展開に変わったことにより、銀行は伝統的な仲介機能の一括提供とは別に、証券発行の円滑化のために危険分担機能だけの切売りもするようになったのである。こうした変化は当然、銀行経営の質に影響してくるに違いない。それは一体どのような影響なのか、これが次に問われなければならない問題である。

4 セキュリタイゼーションと銀行経営の変質

前のセクションで明らかにされたように、セキュリタイゼーションは銀行から業務を奪い去るものではなく、その業務のあり方を変化させるに過ぎない。それゆえ、セキュリタイゼーションの銀行経営に対する影響は、その規模よりもむしろ質に大きく現われてくる。そこでこのセクションでは、銀行経営の質的变化という側面からセキュリタイゼーションの影響を考察してみたい。

さて、これまでに得た理解によれば、セキュリタイゼーションの過程で銀行業務のあり方に現われてくる変化として、①預金一貸付の業務ラインの拡大よりも、資産の流動化によってターン・オーバーの拡大を図る、②バック・アップ・ファンリティの供与を積極化することによって、手数料収入の増加を図る、の2点が挙げられる。この点を踏まえると、問題の焦点は、これらの変化が銀行の経営態度に及ぼす影響を及ぼすかに絞られてくる。

まず①の変化というのは、自己資本規制が強められてくる過程で銀行が総資産の増大を抑えなが

注 (18) 銀行借入から証券発行への資金調達手段のシフトは、ユーロ型セキュリタイゼーションと呼ばれるからといって、何もユーロ市場だけの現象ではない。ただ、それが当初はユーロ市場で顕著に見られたためにそう呼ばれているに過ぎない。Pavel [19]によればアメリカでも1984年以降、銀行貸付が減ってC Pの発行が増える傾向が顕著になってきている。

ら収益の拡大を図る、という方向への銀行の経営戦略の転換を示すものであって、それを可能にしたのがMBS、ABS、ローン・サブパーティシペーションなど、貸付債権流動化のための新しい手段・方法の開発である。このうち、ローン・サブパーティシペーションは、企業への貸付債権を他の銀行なり機関投資家なりにそのままの形で分売するだけのことであり、厳密な意味での債権の証券化とはいえないかもしれない。それだけに、この方法で企業貸付の現金化を図ろうとすれば、どうしても相対型の取引でそれを行なわざるをえない。その点からいえばローン・サブパーティシペーションの方法が考案されたからといって、MBSやABSの開発がモーゲージ・ローンと消費者ローンの債権に与えたほどの市場性、流動性が、企業貸付の債権に与えられることはない。

とはいっても、新しい債権流動化の手段・方法が開発されたことによって、銀行資産が全体として流動性を高めてきたことはたしかであって、それだからこそ、銀行としても資産の回転を早めて収益性の向上を図ろうとする経営態度が出てきたと考えられる。もし Pavel [19] が予想しているように、これまでの経験がもつ教育効果によって債券を証券化するコストが低下し、証券化可能な債権タイプの拡大が可能になれば、⁽²⁰⁾ 上述の経営態度はさらに顕著になってこよう。そうなった場合、銀行経営者の意思決定の仕方にいかなる変化が現われてくるのであろうか。

銀行の業務が預金—貸付業務から成っており、しかもその貸付債権が市場性のないものだとしたら、経営者の関心は専ら借手の信用リスクに向けられるに違いない。すなわち、いかに信用リスクの小さい借手を選んで貸付を行なうか、これが銀行の業務運営の上で非常に重大な問題となってくるはずである。しかし、情報の非対称性が存在するため、借手の現在の支払能力、将来の収益力の動向などについて銀行が正確な評価を下すことは難しい。それで、銀行としてはより正確な情報を求めて綿密な調査活動をしなければならないが、それにはもちろん、かなりのコストと経験の積重ねが必要とされよう。いうなれば、それは銀行が借手についての情報を生産するための投資にほかならない。銀行はこのような投資を基礎にして、はじめて適切な貸付活動を展開できるわけで、このことは、無担保が原則となっているアメリカの銀行の企業向け貸付についてとくに妥当する。

そうだとすると、銀行は情報生産のために行なった投資を、実行する貸付によって回収してゆかなければならなくなる。しかし、情報生産の活動は広く多くの貸手についてなされるのに、実行される貸付は信用に値すると判断されたものに限られるから、その回収には時間がかかる。ということは、情報生産の投資によって銀行には“顧客情報の集積”という無形固定資産が形成され、それに投じた資金は貸付から長期的に回収されなければならない、というに等しい。銀行が信用度の高

注 (19) Pavel and Phillis [20] によれば、銀行が資産の流動化を図るのは、自己資本比率規制、準備要求、預金保険などの公的規制の存在ばかりでなく、それぞれの銀行が特定の貸付に比較優位をもっていることで、それに偏りがちなポートフォリオを多様化したいという銀行自体の誘因からでもある、と見なされている。

(20) これまでのところ証券化されている貸付は、モーゲージ・ローンと消費者ローンであるが、それはそれらのローンが比較的規格化されているため、証券発行の裏付けとなる債権プールが作り易いことによる。その点からいうと、性質、条件がさまざまに異なる企業貸付の証券化は難しいけれども、Pavel [19] によれば、やがてはそれも規格化が進み証券化が可能になると見られている。

い借手（とくに企業）と長期取引関係を結ぼうとするのは、一つにはそれが情報生産に投じられた資金の確実な回収を保証してくれるからである。一般にメイン・バンク制と呼ばれる銀行と顧客の間の長期安定的取引関係にも、そういう側面が認められる。

以上のことからわかるように、銀行の資産である貸付債権が市場性をもたない場合には、銀行経営者は“顧客情報の集積”という固定資産の有効な利用を考えて、長期的視野で経営上の意思決定をしてゆかざるをえない。経営視野が長期的になるというわけである。

ところが、貸付債権が市場性をもつようになると事情は変わってくる。銀行の貸付債権を購入しようとする買手は、単なる債権ではなく銀行が生産した情報によって裏付けられた債権を買取りたいと望んでいる。それゆえ、銀行は貸付債権と同時にその情報プールの一部を売ることができるので、長期的な視野で情報プールからの資金回収を考える必要はなくなる。そうすると必然的に銀行経営者の視野は短期化するから、堀内[12]がいうように、銀行は短期的な利潤追求に支配される傾向が強まっていくに違いない。その結果、これまで存在してきた銀行と顧客との長期安定的取引関係、もっと具体的にいえばメイン・バンク制にも大きな変化が見られるようになるだろう。

次にこのセクションの冒頭で、②として挙げたセキュリタイゼーションに伴うもう一つの銀行業務の変化、すなわちバック・アップ・ファシリティ業務の積極化が、銀行経営に及ぼす影響について考えてみよう。バック・アップ・ファシリティの供与は、前のセクションで説明したとおり、銀行による危険分担機能の切売りにほかならない。この危険分担の内容は、N I Fの場合なら証券発行が不調に終り必要な資金調達ができなくなるという危険を借手から引受けることであり、L O Cに代表される債務保証の場合であれば、本来なら貸手が買うべき信用リスクを肩代りすることである。したがって、銀行からすればN I Fの供与で引受ける危険は流動性リスク、債務保証の供与で引受ける危険は信用リスクということになる。もっとも、N I Fの場合でも実際に借手の発行する証券に売れ残りが出たら、それを銀行は引受けなければならないので、その証券に債務保証がつけられていない限り、銀行はその証券についても信用リスクを負担しなければならない。

いずれにしろ、銀行はバック・アップ・ファシリティの供与によって貸手または借手から危険を引受けることになる。しかもその危険は、伝統的な預金一貸付業務で銀行が負担するものと基本的に性質が違う。伝統的業務の中で銀行が負担する危険は、貸借対照表上で資産として計上されるものに付随する危険、例えば貸付債権の信用リスクといったものであるのに対して、簿外取引であるバック・アップ・ファシリティの供与で引受ける危険は、その裏付けとなる資産をもっていない。この点で、Giddy [16] はバック・アップ・ファシリティ業務の方が、伝統的業務よりも危険性が高いと主張している。たしかに、資産の取得に付随する危険の場合には、その資産に支出しうる資金の量で危険負担も限られるが、資産の裏付けのない危険の負担には歯止めがない。とりわけ、セキュリタイゼーションの進展で銀行の貸付資産が市場性をもつようになって、銀行の経営が短期的利潤追求の傾向を強めてきた場合、手数料収入を求めてバック・アップ・ファシリティを過度に供与してしまう恐れなしとしない。ということは、本来なら証券の発行者である借手とその証券の買

手である貸手が負担すべき流動性リスクと信用リスクが、安易なバック・アップ・ファシリティの供与によって徒らに銀行に集中してくる恐れがあるということを意味している。

もっとも、Pyle [21] によれば、銀行側にバック・アップ・ファシリティ供与の歯止めがなくとも、バック・アップ・ファシリティの手数料に含まれる危険プレミアムによって、借手の方が過度にそれに頼るようなことはしないし、NIFにしてもLOCにしてもマテリアリ・アドバース・チェンジ条項 (“materially adverse change” clause)⁽²¹⁾ を付することにより、信用供与の取消しが可能なので、バック・アップ・ファシリティ業務で伝統的業務より銀行経営が危険になることはない、とされている。しかし、市場が危険に対的確な価格づけをしているという保証はないし、マテリアリ・アドバース・チェンジ条項の法廷における有効性にも疑問がある。したがって、Pyle の主張には簡単に肯けない。やはり、Giddy に従ってバック・アップ・ファシリティ業務への傾斜は、銀行経営を危険なものにすると見るのが妥当なように思われる。

5 銀行経営の変化が金融システムにもつ意味

セキュリタイゼーションとともに銀行経営が短期的利潤追求の傾向を強め、より危険なものになるというのは、個々の銀行の問題である。そこで最後に、個々の銀行の経営がそのようになることが、金融システムの観点から見てどんな意味をもつのかを検討して、この小論のむすびとする。

そもそも、銀行経営が短期利潤追求型になるというのは、銀行の貸付資産が証券化によって流動性を高めた結果であり、また銀行経営が危険なものになるというのは、バック・アップ・ファシリティの供与によって、最終的借手が証券発行で資金調達を行なうのをサポートする結果である。それゆえ、銀行経営がそのようなものになることは、従来は相対型で行なわれていた金融取引が市場型に移行することを意味しており、その点では資金配分の効率化に役立つ、つまり金融システムの効率化につながる側面をもっているといえるかもしれない。

しかし銀行経営が短期利潤追求型になると、それだけ新しい情報に対する銀行の反応は早くなり、硬直性がなお強く残っている労働市場、生産物市場などの実物部門との間で、反応スピードの差が広がって、いわゆる金融部門のオーバー・シューティングが生じる危険が強まってくる。もし、実際にオーバー・シューティングが起こることになれば、それは金融的不安定を助長することになる。

また銀行経営がより危険なものになることは、今日の決済システムから見ると、単なる銀行経営上の問題に留まらない。というのは、今日の決済システムは銀行間の電子送金決済のネット・ワークから成り立っており、1銀行の破綻は連鎖的に他行に波及し、決済システムの崩壊につながる可能性が高いからである。いま、ある銀行がNIFによって多額のバック・アップ・ファシリティを供

注 (21) これは、借手の信用状況が著しく悪化した場合には、信用供与のコミットメントを取消することができるという条項である。

与していたとしよう。そういう銀行が借手から信用供与を求められるのは、借手の発行する証券を市場が受入れにくくなったときである。そのようなときには、銀行が信用供与に必要な資金調達のために出すCDも、市場で受入れられにくくなっているから、NIFで与えた約定を銀行自体が守れなくなってしまうであろう。そうなればその銀行はNIFの供与によって負担することになった流動性リスクがもとで、倒産に追い込まれる。そしてその銀行の倒産は電子送金決済のネット・ワークを通じて、次々と他行に波及し決済システムの崩壊に結びつくことになる。したがって、バック・アップ・ファシリティの供与によって銀行に危険が集中し、銀行経営がより危険なものになることは、金融システムを危険なものにするというのと同じである。このことからいうと、銀行経営をあまりに危険なものとしないうためには、イギリスが行なっているような簿外債務まで含めた形で自己資本比率規制が必要なかもしれないが、それ以上に銀行自身が有効なリスク管理を行なうと、過度の危険負担を自ら回避することが重要と思われる。

参 考 文 献

- [1] 池尾 和人『日本の金融市場と組織』東洋経済新報社、昭和60年。
- [2] 伊東 政吉「米国におけるセキュリタイゼーション」『セキュリタイゼーションと金融システム』金融調査研究会、1987年11月。
- [3] 入江 恭平「ユーロ・セキュリタイゼーションと国際銀行業(1)」『証券経済』日本証券経済研究所、1986年9月。
- [4] 打込 茂子「アメリカにおけるセキュリタイゼーション」東京銀行月報、1986年10月。
- [5] 金子 隆「米国における預金金利自由化と銀行倒産」『金融革新下における金融政策のあり方』金融調査研究会、1985年10月。
- [6] 川村雄介/下井雅裕『金融の証券化』東洋経済新報社、昭和61年。
- [7] 蔵原 敏秋「ユーロ市場におけるセキュリタイゼーション」『金融』全国銀行協会連合会、1987年1月。
- [8] 鈴木 淑夫「日本における金融革新と金融政策」『金融研究』日本銀行金融研究所、1984年10月。
- [9] 館 竜一郎「証券化」と金融システムの安定性(1)『セキュリタイゼーションと金融システム』金融調査研究会、1987年11月。
- [10] 日本興業銀行国際金融調査部(編)『ユーロ・ビジネス入門』東洋経済新報社、昭和61年。
- [11] 堀内 昭義「国際金融市場における金融革新とその影響」『金融』全国銀行協会連合会、1987年3月。
- [12] 堀内 昭義「金融の自由化とシステムの安定性」金融ジャーナル、1987年12月。
- [13] 松井 和夫『セキュリタイゼーション：金融の証券化』東洋経済新報社、昭和61年。
- [14] 松田 清人「米国金融市場のセキュリタイゼーション—最近の動向について」『金融』全国銀行協会連合会、1986年8月。
- [15] Bank For International Settlements, *Recent Innovations in International Banking*, April, 1986.
- [16] Giddy, I., "Regulation of Off-Balance Sheet Banking" in *The Search for Financial Stability; The Past Fifty Years*, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1985, pp.165-77.
- [17] Hicks, J. R., *Value and Capital*, (安井琢磨・熊谷尚夫訳『価値と資本I』岩波書店、1954年)。
- [18] Hunt, P., C. M. Williams and G. Donaldson, *Basic Business Finance*, Richard D. Irwin Inc., Homewood, Illinois, 1961.
- [19] Pavel, C., *Securitization, Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, July/August.

1986, pp. 16-31.

- [20] Pavel, C., and D. Phillis, "Why commercial banks sell loans: An empirical analysis," *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, May/June, 1987, pp. 3-14.
- [21] Pyle, D. H., Discussion to Giddy's "Regulation of Off-Balance Sheet Banking" in *The Search for Financial Stability; The Past Fifty Years*, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1985, pp. 185-89.

(本研究は金融調査研究会における研究の一環をなすものである。)

(商学部教授)