

経済学部 池尾和人研究会
平成十四年度三田祭論文

貸出債権証券化と金融再編

金融機能パート

牛尾 洋子 瀧 俊雄
近山 智史 山田 朋子

2002年11月

目次

フローチャート	4
問題意識・構成	5

第一部 証券化の構造と機能分析

第1章 証券化の構造

1-1 証券化とは	7
1-2 証券化スキームの概要	8
1-3 投資家保護の工夫	9
1-4 対象資産	11
1-5 主な証券化商品	11
1-6 関係者のニーズと証券化の効果	13

第2章 証券化の変遷と進展状況

2-1 米国の証券化市場	15
2-2 日本の証券化市場	16
2-3 証券化市場の規模の比較	19

第3章 金融システムへの機能的アプローチ

3-1 なぜ金融システムを機能的アプローチで見るのか	21
3-2 どの機能分類の仕方を採用するのか？	22
3-3 この論文で使用する機能分類	23
3-4 金融システムの変遷	23

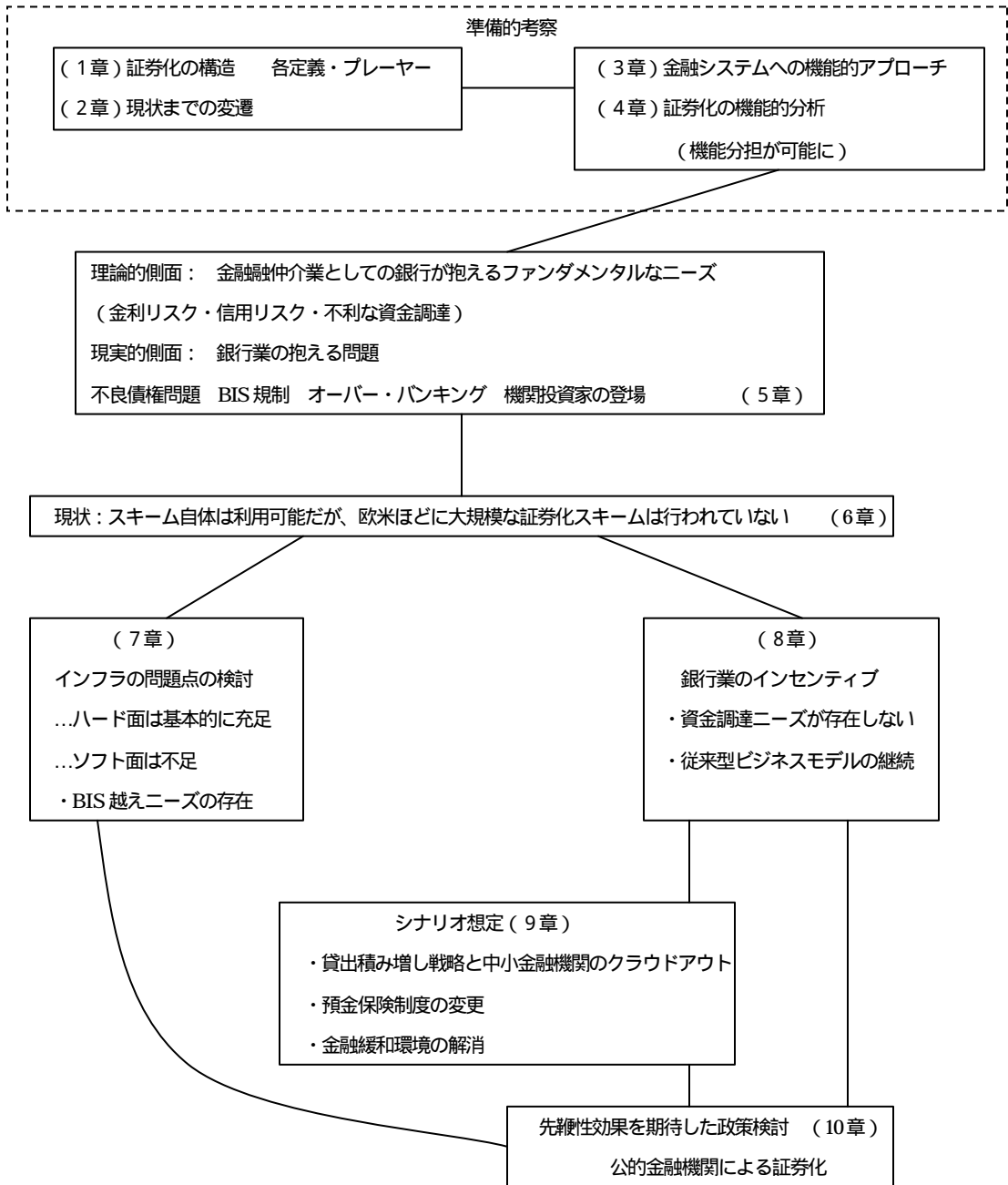
第4章 証券化の機能的分析

4-1 証券化スキームの導入による変化	27
4-2 証券化スキームの定着が、各々の主体の行動に与える影響	30
4-3 証券化のカバーしない範囲	31

第二部 銀行業と貸出債権証券化の分析

第 5 章	貸出債権証券化と銀行業	
5-1	なぜ銀行の貸出債権証券化に焦点を当てるか	33
5-2	銀行業のファンダメンタルなニーズ	34
5-3	環境変化下における銀行の貸出債権証券化へのニーズ	39
5-4	貸出債権証券化が金融機能に与える影響	47
第 6 章	貸出債権証券化の現状	
6-1	日本における C D O 発行は不活発	49
6-2	銀行の貸出債権流動化の存在	50
第 7 章	インフラの問題点	
7-1	金融インフラとは	53
7-2	法制度・会計制度	54
7-3	マーケット	56
第 8 章	貸出債権証券化 不活発の理由：仮説の提示	
仮説	資金調達に関するニーズが存在しない	59
仮説	経営モデルの変化は志向されていない	61
仮説	現状において、証券化ニーズは全く無い	64
第 9 章	今後のシナリオ想定	
9-1	今後考えられるシナリオ 1	65
9-2	シナリオ 1 に対する証券化の可能性	67
9-3	オーバー・バンキングと預金保険制度	68
9-4	金融緩和状態からの脱却	70
9-5	具体例	71
第 10 章	公的金融機関による証券化	
10-1	戦略的に影響を与えるクリティカル・マスへの到達	74
10-2	現実妥当性	75
	参考文献	79

フローチャート



問題意識

1980年代に米国資本市場において登場した金融資産の証券化技術は、今や有価証券の中でも一つの地位を築きつつある。証券化技術は、それまで同一主体が担わざるを得なかった金融機能のアンバンドリングを可能にするとともに、各機関の機能への専門的特化を可能としている。その結果、金融システムの効率性のフロンティアに対しても、それを増大させる貢献があると考えられる。

一方で、我が国における金融システムは従来からの経路依存性の中、銀行業のプレゼンスが大きい。環境における変化と証券化スキームが利用可能になり、同一主体が複数の機能を担う必然性が薄れたと考えられる中では、銀行業が過度のコストを背負ってリスク・テイクを行う必要はなく、銀行業は効率性の観点から貸出資産のダウンサイジングに向かうと考えられた。だが、貸出債権の証券化は現状では米国に比して未発展段階にあるといえる。

その理由は何なのか。事実や仮説を元にする、銀行業は自ら積極的な証券化スキームの組成に至らない事が分析される。しかし同時に、それらが一過性の現象であり、今後は効率性の追求や緩和条件の解除によって、変わっていくことも考察される。

構成

本稿は、金融債権の証券化技術が金融機能に対してどのような影響を与えるかを明確にし、その上で日本の銀行業にどのような影響を与えるかを分析することを目的としている。

第1章では、証券化技術の概要について、その概要と商品や仕組み、そしてそれらがなぜ新たな金融形態を可能としているのかを説明する。第2章では証券化商品がどのような変遷の元に普及してきたのかを探り、日本における現状も述べる。

第3章では、これらの事実を敷衍する元で、本稿の分析主眼である金融機能の機能別分析について述べる。第4章において、これらを証券化技術に応用し、証券化技術が可能にするアンバンドリングの領域と、可能性について言及する。

これらの準備の下に第5章以降は、貸出債権の証券化と日本経済の現状に対する説明を試みていく。

第5章において、は銀行業の置かれる内生的・外生的環境において、証券化技術による資産の移転は、効率的経営の面と貸出資産の圧縮、という二側面において有用であること

を述べる。このことの反映が見られるのであれば本来、証券化の発展が見られると考えられたが、現実としてはそうでない事を第6章で言及する。

第7章以降では、なぜ貸出債権証券化が進まないのかを考察していく。第7章において、証券化が施行される上でのインフラである、法的側面とマーケットメイキングの側面を考察する。そこでは禁止的なほどに、証券化が利用不可能なのではなく、市場の創設に関しては十分な制度的背景があることが示される。そこで、第8章では実際の行動主体である銀行にスポットライトを当て、彼らが証券化の組成に至らない理由を仮説の提示によって考察していく。そして、金融緩和や経営改革への困難性といった経済的背景が実際には証券化が促進しない理由なのであり、BIS規制に対する対応のみが現状において貸出債権証券化が行われる理由である、ということを示す。

第9章・第10章において、それでは今後貸出債権証券化が日本で発展するのか、という問いに対して、起きうるシナリオの想定と、現実的な政策提言を通してその解を提示する。第9章では、今後銀行業が取りうる棲み分け的な変遷や、金融緩和といった条件の解除が、実際に証券化を促進することにつながることを考察する。第10章においては、公的金融機関債権の証券化において、制度的な変化が各主体に対してもたらされ、証券化の導入に対する障壁が低くなることを示し、政策提言とする。

第一部 証券化の構造と機能分析

第1章 証券化の構造

本章では、証券化の基本的な仕組みを見てみる。

1-1 証券化とは

証券化は 1970 年代に米国で生まれた企業の資金調達の一手法である。企業の伝統的な資金調達源には内部留保、負債、エクイティ・ファイナンスなどがあるが、証券化はアセット・ファイナンスと呼ばれる新しいファイナンス手法である。

かつて企業の資金調達は銀行借入れを中心としていたが、米国で顕著に観察されるように、金融技術の急速な進展に伴って社債・株式発行という資本市場型の調達に移行している。すなわち、直接金融化の時代である。このように、証券発行により事業の運営資金を賄うことを広義の証券化という。

これに対して、本稿における証券化は直接金融化より狭い概念である。岩村充氏の『入門企業金融論』¹によると、証券化とは「企業や銀行がその保有資産を新たに設立した資産保有のための仕組みに移し、移した資産を保有するための資金調達を、自己資金から、そうした仕組みが発行する保有資産を裏付けとした証券発行による資金調達に切り替えること」をいう。以下、本稿では断りなく証券化というときにはこの狭義の証券化を指すことにする。

この定義から分かるように、証券化は資産を保有するためにこれまで負担してきた費用およびリスクを投資家に移転する方法なのである。したがって、バブル崩壊により莫大な資産の含み損を抱える企業にとって、会計基準の国際化に伴いこうした資産をバランスシートから切り離す必要に迫られた現況では、証券化は資金調達とオフバランス化という 2 つの目的を達成する便利な手法であると歓迎されている。このように一石二鳥の証券化であるが、実はこれらの目的を達成できるのはそのスキームに周到な工夫がなされているからに他ならない。

¹ 岩村充『入門企業金融論』p.189 (日本経済新聞社、1994年)を参照のこと。

1-2 証券化スキームの概要

では、証券化は一体どのようなスキームに基づいて行われるのか。

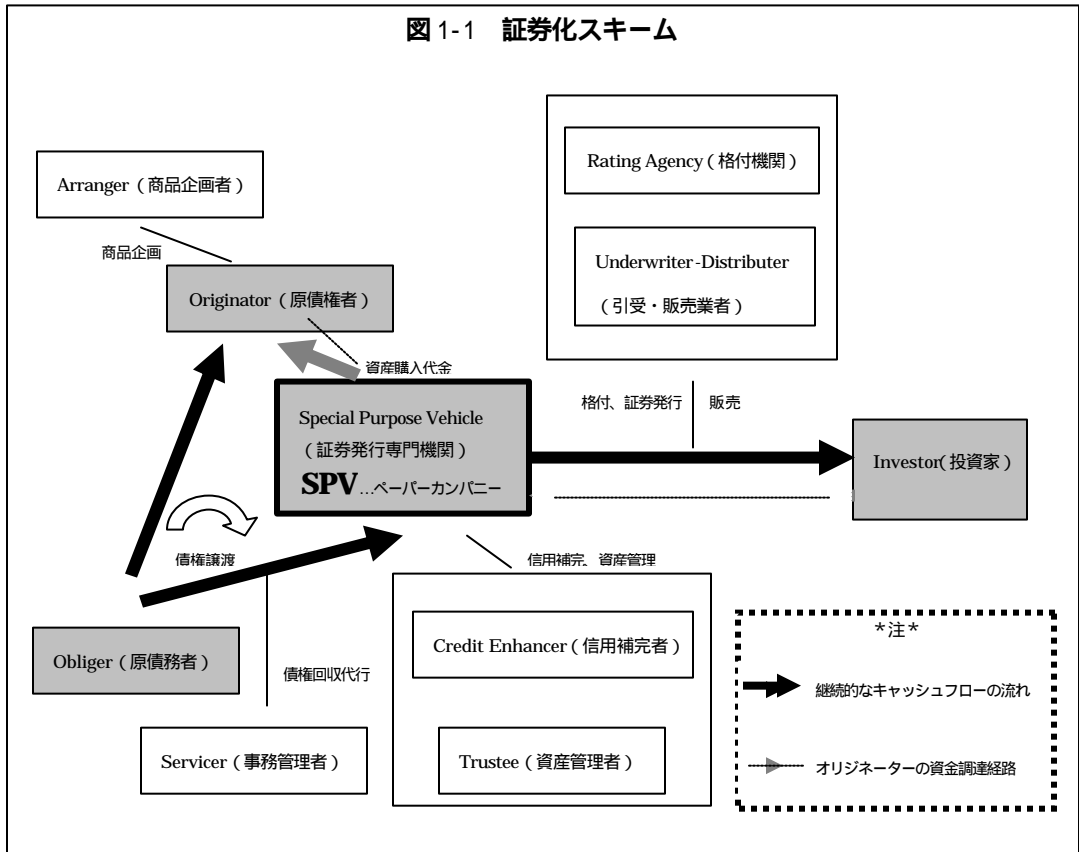
まず、証券化スキームの基本は、資金調達ニーズを抱えているオリジネーターと呼ばれる原資産保有者が、証券発行という特別目的で設立される証券発行専門機関（SPV、Special Purpose Vehicle）（特別目的事業体）を設立して保有資産を譲渡し、SPVにはリスク管理できる種類・量の資産、端的に言うならば大数の法則が働くように資産が集積される。このようにプールされた資産を裏付けにして、SPVは投資家に対して証券（資産担保証券）（なお、資産流動化法に基づく証券は資産対応証券という）を発行する。投資家が証券を購入した段階で、オリジネーターのバランスシートからは当該資産がオフバランスされ、資金も調達できるということになる。

さらに重要であるのは、証券化商品には、資産を材料として格付機関や保証機関の参加、税務対策、法務対策などを盛り込み安全性の高い証券を創造する工夫が仕込まれている点である。

証券化とは、保有する金融資産を担保とする証券を作りさまざまな工夫により原債務者のデフォルト・リスクをコントロールし、高い格付をとり低いクーポンレートで資金を調達する手法である。オリジネーターの企業にとっては、通常のス社債を発行する場合より高い格付の証券を発行できるメリットがある。また、仕組みを複雑化することにより投資のリスク＝リターンの組み合わせが異なる証券を多様に作り出すことができるため、投資対象の多様化、分散投資に貢献するという投資家にとってのメリットもある。

すなわち、証券化スキームでは、金融債権をプールした資産がオリジネーター SPVと移り、当該プール資産の生み出すキャッシュフローは、オブリガーと呼ばれる多数の原債務者 SPV 投資家と流れるというのが基本的な仕組みであるが、他にも重要な役割を果たすプレーヤーとして、格付機関、信用補完者、サービサー、アレンジャーがある。これらのプレーヤーを図にまとめると図 1-1 のようになる

図 1-1 証券化スキーム



そして、このスキームを提案するのがアレンジャーと呼ばれる機関である。アレンジャーは証券化案件を発行者と一緒に商品設計するが、証券発行後の投資家との関わりも重要であるので、引受・販売を行う能力、つまりセカンダリー・マーケット・メイク能力がなくてはならない。よって、このような能力を有する証券会社、投資銀行が証券化商品の引受・販売および商品企画を担うことになる。

さらに、サービサーと呼ばれる事務管理者が SPV に代わって原債務者からの定期的な債権回収を行う。通常はオリジネーターがそのまま行うことが多いが、オリジネーターから倒産隔離するため、ないしはデータ処理に伴うコストを削減するため、サービサー法に基づく専門業者へアウトソーシングすることも増えているようである。

1-3 投資家保護の工夫

証券化スキームで重要なのは、資産を証券の形に変換する仕掛けとして以下のような工

夫がなされていることである。

(1) 倒産隔離... オリジネーターの倒産により SPV が影響を受けないよう、資産譲渡は真正売買²でなければならず、かつ対抗要件³⁴を具備する必要がある。

(2) 信用補完...原債務者のデフォルト等により原資産のキャッシュフローが減少するリスクを避けるため、内部補完ないし外部補完を施す。信用リスクが高い証券化商品の場合には、投資家に対して信用の補完をする必要がでてくる。

外部補完とは、この時に外部の第三者から信用補完として保険や信用状 (Letter of Credit、L/C)⁵をつけさせることをいう。また、内部補完とは、優先劣後構造、セラーリザーブ (超過担保)、キャッシュリザーブ (スプレッド・アカウント) をいう。すなわち、証券化商品を優先部分と劣後部分のトランシェに分けてオリジネーターが劣後部分を保有する、あるいは、SPV への資産譲渡代金を資産価値 (発行証券の価値) から割り引くことによってオリジネーターが負担する差額分や、キャッシュフローから元利息・手数料・保険料等を差し引いた残余資金を、キャッシュフローが投資家への元利息に満たない場合に備える。

(3) 二重課税の排除...キャッシュフローが SPV を介して投資家に配当されるが、ここで

² オリジネーターから SPV への資産譲渡が法的に有効かつ真正に成立していなければ、オリジネーターが倒産した場合に当該売買は真正に成立しておらず譲渡担保であるとみなされる可能性がある。この場合、SPV の当該資産に対する権利行使は限定され、投資家へのキャッシュフローが毀損することになる。真正売買性を充足するためには、売買契約書上に当該資産の譲渡に係わる当事者 (譲渡人であるオリジネーターと、譲受人である SPV) の明確な意思表示が記されていること、売買価格が適正であること等を要する。

³ 対抗要件には債務者対抗要件と第三者対抗要件とがある。債務者への通知又は債務者による承諾を債務者対抗要件としたのは債務者が債権者を確知する必要性から求められるものである。これに対して第三者対抗要件が確定日付のある債務者への通知又は債務者による承諾とされたのは、債権の譲渡を受けようとする第三者は、まず債務者に対し本当に譲渡人に債権があるのか (債権の存否) 他に優先する権利者がいないかどうか (債権の帰属) を確かめるであろうことから、債務者が債権譲渡の事実を認識し、利害関係人の問い合わせに対して回答することによって債務者がいよいよ物権変動における登記所と同様の役目を果たし、不完全ながら一種の公示機能を果たすことができるとの考えからである。

債務者対抗要件については、通常、原債権者であるオリジネーターが引き続き債権回収に携わる (サービサー業務を行う等) ことから、債務者が誰に債務を弁済すればよいのが迷うといったことはないため大きな問題ではない、証券化との関連で重要なのは第三者対抗要件である。

指名債権の譲渡に関して第三者対抗要件が具備されていないと、オリジネーターが信用破綻に陥った場合には、その資産の譲渡を破産管財人等の第三者に対抗できず、結果として上記脚注 1 と同様にキャッシュフローが毀損する可能性がある。また、特定事業者が反に当該譲渡資産を他の第三者に二重譲渡していたとき、当該第三者が特定債権等譲受業者より先に第三者対抗要件を具備した場合には、特定債権等譲受業者は当該第三者にその譲渡について対抗できなくなった場合もキャッシュフローが得られなくなるリスクがある。

⁴ 証券化スキームにおける対抗要件具備は、特定債権法ないし債権譲渡特例法に従ってなされる。これについて詳細は後述する (第 7 章)。

⁵ 信用状 (L/C) とは、商取引で支払いを要する者 (買い手) の信用をその取引銀行が補強し、その支払いを受ける者 (売り手) 宛てに発行する保証状にあたるものである。L/C はその特質上、売買契約などとはまったく別個の取引であり、L/C に基づく義務履行の確約は L/C の発行依頼人と発行銀行または、発行依頼人と受益者 (支払いを受ける者) との権利関係などには影響されない。改正投信法、銀行法、保険業法等に関連規定が置かれている。

SPV に対しては法律所上、無課税とすることにより二重課税によるキャッシュフローの減少を防ぐ。

(4)流動性補完...デフォルト以外の要因による原資産と証券化商品のキャッシュフロー上のミスマッチをカバーし、タイムリー・ペイメント保証をする等、投資家の要求する流動性ニーズに応える。

1-4 対象資産

では、どのような資産が証券化に向いているのだろうか。金融債権をプールすればどのような資産であっても証券化が可能なのであるだろうか。

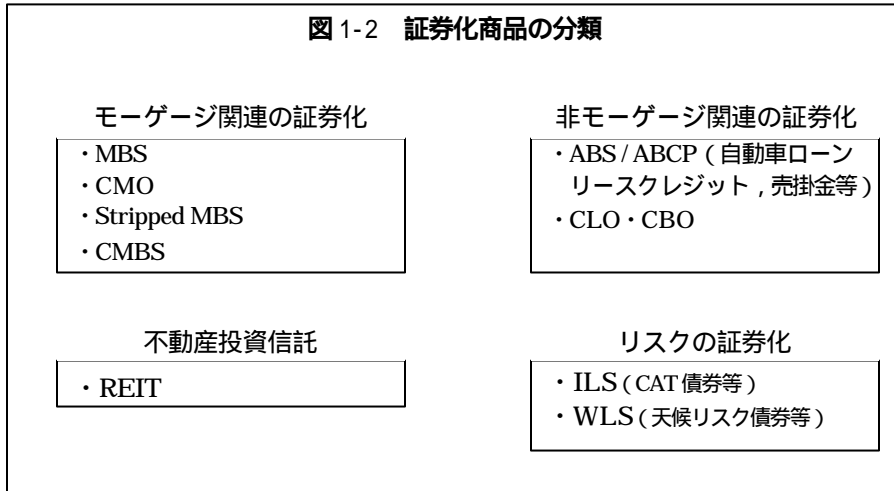
結論としてはどのような資産でもキャッシュフローを生み出す限りにおいて証券化は可能である。しかし、証券化に向いている資産とそうでない資産がある。証券化を専門に手掛けるプレーヤーの間では、証券化の対象資産に欠かすことができない要素を表す表現として、「キャッシュフロー、キャッシュフロー、そしてキャッシュフロー」という決まり文句がある。これはキャッシュフローの重要性を表した言葉である。安定したキャッシュフローを生み出す資産であればどんなものでも証券化は可能であるが、逆にいえば証券化の対象となり得ない資産はキャッシュフローのないものであるということになる。

キャッシュフローを生み出す資産であるというためには、資産の性質が均一的であること、継続的なモニタリングや手当てがさほど必要でない、流動性のない資産への流動性の付与という性質が必要である。対象資産のうち、住宅ローン、リース債権、クレジットカード債権、自動車ローン債権等の資産はキャッシュフローが読みやすいため証券化の対象となりやすい。これに対して、商業用不動産担保ローン、商業不動産や更地の所有権、不良債権等の資産はキャッシュフローが読みにくく証券化が困難な資産である。

1-5 主な証券化商品

主な証券化商品を図 1-2 に掲げた。証券化は、通常不動産ローン債権を対象資産とする証券化と、それ以外の資産を対象とする証券化に大別される。

図 1-2 証券化商品の分類



不動産ローン債権を対象資産とする証券化の主要な例が、既述した MBS と総称される証券化金融商品である。MBS は多くの個人向け住宅ローン債権をひとまとめにしてプールを作り、そのプールを対象資産として証券化する。主なものは次のとおりである。

まず、モーゲージ・パススルー証券である。これはプールが生み出すキャッシュフローを、ほぼそのまま発行証券の支払金として購入者に渡す証券である。初めに、多くの住宅ローンの返済金を一つにまとめてプールを構成する。次に、そのプールを SPV に売却や譲渡をし、最後にプールされたローンの返済金を元手に支払いを行う。パススルーはキャッシュフローが証券の発行者を素通り(pass through)するのでこのように呼ばれる。最も単純な構造を持った証券化金融商品であり、GNMA が発行した最初の MBS はこのタイプの証券であった。

第二に、CMO である。これは、モーゲージキャッシュフローを人工的に異なる償還期間を持つ部分に分解し、各々の部分を原資として発行される複数種類の証券である。先に述べたパススルー MBS は、期限前償還によって支払い金が不確定になるという期限前償還リスクがある。この問題を解決して、証券への需要を喚起すべく開発されたのが CMO であり、1983 年に FHLMC によって初めて実現された。住宅ローンのプールを作り、それを SPV に移して倒産隔離し、パススルー MBS の支払金として利用できるキャッシュフローを作る。ここまではパススルー MBS と同じであるが、この後、CMO はキャッシュフローをそのまま証券の支払金としないで異なる投資家の異なる需要に合致するよう、異なるキャッシュフローを持つ異なる証券に分解・細分化して切り売りし、期限前リスクをコントロールする。

第三は、モーゲージ・ストリップ証券である。モーゲージ・パススルー証券が支払うキャッシュフローを人工的に利子償還部分と元金償還部分に分解し、各々の部分を原資として発行される複数種類の証券である。いかなるローンであれ、その返済金は利子支払い部分と元本支払い部分の合計額として表される。よって、住宅ローンの返済金のプールであ

る対象資産が生み出すキャッシュフローも利子支払いによる部分と元本支払いによる部分に分けられる。そこで、対象資産のキャッシュフローを二つに分け、利子支払いの部分のみを支払う証券と元本部分のみを支払う証券を発行し、それぞれを最も欲しがる投資家に別々に売却すべく開発されたのがモーゲージ・ストリップ債である。モーゲージ・ストリップ債は、MBS へのヘッジと投機の双方の手段を提供し、取引に参加する投資家の厚みを増すことで、住宅ローンの証券化商品の市場の厚みを増すために役立った。

また、個人向け住宅ローン債権ではなく、商業不動産担保ローン債権を対象資産とする CMBS も、1990 年代以降その重要性を増している。個人向け住宅ローンを対象とする MBS に比較して、CMBS は、対象となる物件が大口になりプールに含まれる物件数も少なくなるため、個別資産のリスク特性の性質を受けやすくなるという難しさがある。

不動産ローン債権以外の資産を対象とする証券化は、ABS と総称される金融商品である。ABS の主な例としては自動車ローン債権、リース債権、クレジットカードローン債権、売掛債権等を対象資産として発行される ABS がある。MBS と同じく、これらの債権をいくつも集めてプールを作り、そのプールを対象資産として証券化を行うのが ABS である。資産の証券化の基本的な仕組みも住宅ローンの証券化の仕組みとほぼ同様である。しかし、対象資産が抱えるリスクの特性に応じて若干の工夫が必要になることや、公的 MBS とは異なり、信用リスクに関する政府の保証がないこと等から、信用補完のためのより複雑な仕組みが必要になる。

ここで、発行する証券を CP として、CP 売却で調達した資金を一定の条件を満たす新たな資産の購入に向けた仕組みを備えたものは ABCP と呼ばれ、売掛金の証券化などで重要な役割を果たしている。

他にも、金融機関による一般貸付の返済金をひとまとめにプールし、そのプールを原資として数種類の証券を発行する CLO や、格付けの比較的低い複数の債権をひとまとめにしたプールを原資に証券を発行する CBO がある。

1-6 関係者のニーズと証券化の効果

ここでオリジネーター、投資家、金融機関の証券化ニーズを再度まとめておこう。証券化の関係者は、次のような効果を目的として証券化案件に取り組むのである。

- (1)オリジネーター... オリジネーターは原債務者との間に結んだローン契約の原債権者（譲渡人）として SPV（譲受人）に当該債権を譲渡する。証券化はオリジネーターが引き金となる場合が多く、上記でみた証券化対象資産を保有し、かつ、資金調達やオフバランス化のいずれかまたは双方のニーズを抱えたオリジネーターであれば業種を問わずオリジネーターとなり得る。

証券化は、オリジネーターにとって貸借対照表の左側に分類される資産を利用するアセット・ファイナンスの1種である。通常、企業の資金調達には内部留保、負債、エクイティ・ファイナンスがあり、アセット・ファイナンスとしての証券化の効率性は、これら3つの便益・費用と比較したうえで判断される。オリジネーターにとって、このいずれよりも証券化が効率的であると判断されることが実施への第一歩であることはまた、証券化が一次的にはオリジネーターのニーズに応えるために生まれた金融技術であることを意味している。オリジネーターにとっての証券化のメリットとは、金融債権の回収を短期化すると同時に、企業本体より高い格付けの証券を発行することにより資金調達を低コスト化・多様化することなのである。

ただし、本来は資金調達的手段として生まれた証券化スキームであるが、実際は膨れ上がったバランスシートから資産を切り離すことを目的として用いられることも多いようである。近年、日本でも株主重視の経営が謳われるようになってきており、企業は、ROAやROE、さらにリスクの相対量比較を施したRAROC⁶等の収益性指標を向上させるために証券化を行うこともある。

(2)投資家... 投資家にとっての証券化のメリットは、多様な商品への投資を可能にするという一言に尽きる。これを支えるのが、資産の内容や価値・リスクの測定、および、倒産隔離や信用補完といった投資家保護の工夫により確保されるキャッシュフローの安全性、流動性、収益性である。

したがって、証券化商品を企画するアレンジャーは、信用補完などにおけるリスク管理体制を整えて、投資家のニーズに応えるようなリスク＝リターンの組み合わせ（分散投資）を可能とする多様な商品を提案しなくてはならない。また、オリジネーターは格付機関や投資家が的確な投資判断をするために必要な資産情報の開示をする必要がある。なぜなら、前述したキャッシュフローの確実性は適切な格付付与や情報開示により初めて実現するものだからである。

(3)金融機関... 金融機関にとっては、証券化は新しいビジネスチャンスをもたらす一方で、伝統的な既存の金融業務は奪われることになる。例えば、現在の日本はオーバー・バンキング状態であることに加えて、形式的・実質的にマーケットが整備されるに従い資本市場型の金融が低コスト化してきている。このような状況下で銀行がビジネス・モデルの見直しを図るとき、証券化商品の企画や信用補完などによる手数料収入の占める重要性は高まっていくであろう。この点に関しては第二部で詳しく議論していく。

⁶ RAROC (Risk Adjusted Return on Capital) とは、1970年代後半にバンカース・トラストによって開発されたリスク調整後資本利益率であり、資本配分に係わる経営指標として用いられている。

第2章 証券化の変遷と進展状況

第1章では証券化の意義と基本的なスキームの説明、代表的な証券化商品の紹介をした。本章では証券化の発展過程を概観し、現在の進展状況を説明する。

2-1 米国の証券化市場

まず、証券化の発祥の地である米国での市場の発展過程と現状を説明する。

証券化の原点はMBSである。米国では、国民の持ち家促進という政策的な観点から、政府主導で住宅ローンの証券化が進められた。具体的には、S&L(貯蓄貸付組合)などの金融機関が持つ住宅ローン債権を政府の専門機関が買い上げることで、金融機関の資金調達を援助する仕組みである。始まりは1970年、政府系金融機関であるGNMA(Government National Mortgage Association, 通称ジニ・メイ)によって、住宅ローン債権を裏づけに証券を発行する手法として開発されたMBS(住宅モーゲージ担保証券)であった。これは、モーゲージバンクやS&Lが貸し出したVA(退役軍人局)や、FHA(連邦住宅局)の保障付き住宅ローン債権をプールして、GNMA(政府抵当金庫)の再保証を受けて発行するパススルー証券である。続いて、1971年には同じく政府系金融機関であるFHLMC(Federal Home Loan Mortgage Corporation, 通称フレディーマック)によって発行された。これは、FHLMC(連邦住宅金融抵当金庫)が、民間金融機関から住宅ローン債権を買い取って発行するパススルー証券で、71年に開始された。FHLMCはS&Lのための中央銀行に相当する連邦住宅貸出銀行制度の中に設立された。さらに1981年にはFNMA(Federal National Mortgage Association, 通称ファニ・メイ)も、住宅ローン債権の証券化を開始した。FNMA(連邦抵当金庫)は住宅ローン債権の買い上げを目的とする政府機関で、住宅都市開発庁のもとに置かれた。

米国では、MBSの大半は、こうした政府機関もしくは政府系金融機関の保証によって発行されている。これらは公的MBSと呼ばれ、民間MBSと区別されている。これらの保証を行っている政府系金融機関は、わが国で言えば住宅金融公庫に対応する。個人向け住宅建設への資金供給の円滑化を目的に、住宅ローンの証券化を促進してきた。このような米国MBSの効用は、政府による保証と流通市場のマーケット・メイクという定型を創り出したことだった。結果、住宅ローンの証券化市場は飛躍的に発展を遂げ、現在では非常に大きな市場となっている。2001年の第3四半期の実績では、住宅ローン債権の貸付残高が7兆ドル(日本円で800兆円程度)ある中で、証券化されて市場で保有されている額は3兆7千億ドルである。つまり、今日では米国の住宅ローンの半分以上が証券化され

ていることになる。そのうち政府関連 MBS は 2 兆 7 千億ドルもの規模を占めている。2 兆 7 千億ドルのうち、約 7 千億ドルが CMO 形態で市場に流通しており、市場拡大の過程で非常に重要な役割を果たしている。⁷

このように開発された証券化の手法は、1980 年代には、自動車ローン債権やリース・クレジット債権など資産へと応用されていった。また、投資家のニーズに合わせて単純なものから複雑な支払いの構造をもつ証券まで次々に開発され、証券化市場はますます発展することになった。

クレジットカード債権及びオートローン債権の証券化は 1985 年から 86 年にかけて始まった。以後現在に至る十年間で発行の大型化が進み、スキームの標準化が行われ、投資家層が急激に拡大した。96 年以降、ホームエクイティローン⁸の証券化、航空機リースの証券化、フランチャイズローンの証券化⁹、税金の証券化¹⁰、Sallie Mae (米国学生金融公庫) によるスチュ - デントローン¹¹の証券化など、商品の多様化が進んだ。

CMBS 市場の展開については、Resolution Trust Corp (整理信託公社) が、破綻した金融機関の債権の証券化で、大規模な商業用不動産担保ローンの証券化を行ったことから本格化した。91 年頃からは生命保険会社の融資残高の減少分がほぼそのまま CMBS 市場に流れてくるようになった。さらに、97~98 年あたりから、CMBS の発行を前提にノンリコースローン貸出を行う機関が増加してきている。ここ数年で、ストラクチャーの基準が出来あがり、以後、殆どが民間業者によって市場を拡大させてきている。

このように、80 年代以降の米国では、民間主導で市場の拡大と商品の多様化が一段と進んでいる。1985 年から 2001 年の累積内訳で最も多いのはホームエクイティローンで全体の 4 分の 1 を占め、次いでクレジットカードが同じく 4 分の 1 を占めている。あとはオートローンが 2 割程度とその他が 3 割程度となっている。

2-2 日本の証券化市場

次に、わが国における証券化商品市場の発展過程と現在の規模を説明する。米国の証券化市場が 70 年代から始まったのに対して、日本の証券化はそれより 20 年ほど遅れたスタートであった。米国で生まれ発展した証券化は、まずイギリス、フランスを始めとするヨ

⁷ より様々なリスク選好に対応するので、より多くの投資家を住宅ローン債権の証券化市場に呼びこぶこととなった。

⁸ 不動産担保貸付債権で資金使途が特定されないもの

⁹ マクドナルドやケンタッキーに代表されるフランチャイジーへの親会社からの貸付債権

¹⁰ ニューヨーク市が初めて採用した

¹¹ 米国の教育者による 98%保証

ヨーロッパ各国に伝わり、次にカナダ、オーストラリア、そして香港、シンガポールなどのアジア諸国に広まっていった。この動きが日本に到来したのは 80 年代の後半になってからであった。証券化が始まる以前は、わが国企業においてはそもそも資産売却を通じて資金調達を行う誘因が働かなかったのが実状であった。理由としては、法制面での環境整備が不十分であったことや取引の仲介人が不在であったことが挙げられる。しかし、近年の株価低迷基調の持続に起因するエクイティ・ファイナンスの困難化やバランスシート圧縮を図る動きの高まり、そして金融危機に伴う銀行不信と新たな資金調達手段の模索といった要因を受けて証券化を求める動きは本格化してきた。証券化が本格的に進展し始めるのは、リース・クレジット債権等を対象とする 93 年のいわゆる特償法（特定債権法）の制定・施行¹²によってである。その後、98 年 SPC 法施行¹³、同年債権譲渡特例法施行¹⁴、99 年サービサー法の施行¹⁵、2000 年 SPC 法抜本改正（名称を資産の流動化に関する法律に変更）と、法制面の整備は進められた。

その間の市場の発展過程は次のようなものであった。まず、特償法が制定された 93 年から 96 年までの間は、実際に商品がマーケットに余り出てこなかった。しかし、97 年から 98 年にかけて、特償法に基づくリース・クレジット債権の証券化が 1 兆円弱の規模で行われ、98 年から 99 年にかけては債権譲渡特例法に基づく証券化の実施により、住宅ローン債権の証券化が活発化し、市場は急激に拡大した。これらを、赤井〔2002〕は、「第一の拡大過程¹⁶」と評している。

2000 年に入ると、C M B S、R M B S の証券化¹⁷もある程度市場において浸透し、証券化の種類が多様化していった。例として、99 年の都市銀行によるユーロ市場での住宅ローン債権の証券化、2000 億円を超える生命保険会社の私募発行の住宅ローン証券化などが挙げられる。また、R E I T について言及すれば、2000 年 11 月に改正投資信託法が施行され、日本版 R E I T、即ち J - R E I T が解禁された。今後、不動産市場に資金を供給し、市場を活性化する手段として期待されている。A B S 市場の現状をみてみると次の点が指摘できる¹⁸。

クレディ スイス ファースト ポストン証券会社調べによる私募発行分を含む発行額をみると、一貫した増加を続け、2000 年度には 2 兆 6559 億円の規模になっている（図

¹² 公告制度により対抗要件を具備することが可能になった。

¹³ 対象資産・主体の範囲を広げ、より容易に証券化を行う制度を整備した

¹⁴ 担保の第三者対抗要件の取得が簡便化された。

¹⁵ 民間の業者にもサービサー業務が認められるようになった。

¹⁶ 平成 14 年 3 月 平成 13 年度『資産流動化と投資家保護に関する調査報告書』資産流動化市場の実態分析と将来展望に関する委員会 「資産流動化市場の新たな展開」赤井厚夫

¹⁷ C M B S は 99 年に発行が始まった。アメリカの商品に比べるとローンのバリエーションが単調すぎるといふ問題点はある。

¹⁸ なお、わが国の証券化市場に関する統計はまだ、十分整備されているとは言い難い環境にある。しかし、限られたデータをもとに、市場の特徴を挙げると以下の点が指摘できる。

2-1)。大和証券 SMBC も概ね同様の傾向を示し、2001 年度上期末には 1 兆 3163 億円となっている（図 2-2）。対象資産別データでその推移を見てみると、リース、オートローン、ショッピング・クレジット債権といったわが国の資産流動化を牽引してきた特定債権法対象資産が引き続き大きなウェイトを占めてはいるものの、住宅ローン債権などの新しい債権の流動化がぐんぐん成長してきており、近年の市場全体の拡大がもたらされている姿が窺われる（図 2-3）。2000 年以降は発行額が 2 兆円を越える時代となってきた¹⁹。このようなアセットタイプの多様化とその定着を受けて、企業経営における実務的な手段として証券化は認知されてきている。即ち、オリジネーターサイドから見ても金調達の一手段として認知され、広範な目的に証券化が活用されるようになってきている。実験段階から実務段階に入ってきたと言えるであろう。これを評して、赤井〔2002〕は、「第 2 の拡大過程に入った」と述べている。

（図 2-1） A B S 発行額の推移

	A B S 発行額
1994	432
1995	249
1996	2,514
1997	15,746
1998	18,144
1999	23,924
2000	26,554
2000 年度前期	13,492

（図 2-2） A B S 発行額の推移

	A B S 発行額
1994	299
1995	367
1996	1,773
1997	13,897
1998	18,803
1999	22,357
2000	17,937
2000 年度前期	11,816

図 2-1 出所 クレディ スイス ファースト ポストン証券会社調べ²⁰より作成

図 2-2 出所 大和証券 SMBC²¹調べより作成 「ABS 発行額」(大和証券 SMBC)

¹⁹ モルガンスタンレーの集計に拠る。

²⁰ 公募 ABS、私募 ABS、信託受益権などの個別の資産流動化案件について、各種メディアの報道、格付会社のプレスリリース等をもとにクレディスイスファーストポスト証券会社が確認し、一部推計を加えて集計したもの。同社の独自調査であり、個別案件を拾い上げる基準や推計の過程などが必ずしも明確ではないこと、残高データがないこと、等の利用上の制約がある。

²¹ 公募 ABS、私募 ABS の個別案件について、各種メディアの報道、格付会社のプレスリリースなどをもとに、大和証券 SMBC が確認し集計したもの。脚注 20 と同様の利用上の制約がある

2-3 証券化市場の規模の比較

次に、現在のわが国証券化市場の状況を他国と比較して見ていきたい。

各国の市場の規模については、共通のベースで比較できる統計は残念ながら存在しない。このため、部分的なデータをつなぎ合わせて全体像を大掴みで把握するしかないのが現状である。ここでは、資産流動化研究所の調査結果²²を取り上げる。

まず、住宅ローン債権の証券化について日米比較を行う。日本では、消費者信用貸付額をみると、証券化発行額はごくわずかである。一方、米国では、発行額の多い年で70兆円以上の証券化が行われている。これは、実に日本の住宅金融公庫が保有している住宅ローンの残高に匹敵する。単純に日米比較をすることには難はあるが、米国では、住宅金融公庫まるごとの証券化金額に相当する証券化商品の発行が1年間で行われているのが現実である。しかし、日本の消費者信用貸付ローンの質が劣るわけでは決してなく、むしろ、人口100万人当たりの自己破産の件数は米国の方が日本の4、5倍も多い。適用金利についても日本の方が超過スプレッドにおいて圧倒的に高いこともあり、本質的に証券化に適している商品であるということが出来る。よって、今後の発展が期待できる分野である。また、CMBS市場について日米比較を行うと、こちらは僅かながら日本の成長がみられる。

次に、ABSの発行残高について検討する。日米比較をしてみると、わが国の1兆3163億円（公募発行分のみ）に対し、米国は1兆9408億ドル（私募発行分含む）となっている。因みに、わが国の私募発行によるABSを、公募分の約4倍と仮定すると²³全体では約6兆6千億円となり、米国約241兆24億円（円換算）の3%の規模となっている（図2-3）
（図2-3）日本・米国ABS発行額（公募発行分のみ）

年	日本	米国
1996	559	8,633
1997	1,662	10,766
1998	7,339	13,980
1999	11,400	16,214
2000	13,760	18,296
2000/上	13,163	19,408

出所 日本証券協会『資産担保型社債発行額』より作成

²²平成14年3月 平成13年度『資産流動化と投資家保護に関する調査報告書』資産流動化市場の実態分析と将来展望に関する委員会

²³わが国における2000年度中のABS発行額のうち、公募発行分は、日本証券業協作成の統計によると5585億円であるが、私募発行分に関する統計はない。ただ、ABS発行額全体について、民間の市場関係者による独自調査はいくつか公表されており、このうち、CSFB証券の調査では、2兆6566億円となっている。この二つのデータを用いて推計すると、公募発行分の割合は全体の二割強ということになる。

また、ABS については日欧比較をしてみると 2001 年中の発行額は、わが国の 247 億ドルに対し、英国 531、ドイツ 44、フランス 55 各億ドルとなっている。ちなみに、2000 年だが、米国の ABS 発行額は公募分のみで 2303 億ドルに上っている（図 2-4）。

（図 2-4）日欧比較 ABS 発行額

年	日本	イギリス	ドイツ	フランス
1997	15	238	0	175
1998	108	175	54	70
1999	129	263	111	63
2000	171	350	81	57
2001	247	531	44	55

出所 Thomson Financial International 「Securitization Report」より作成

主要国の市場規模については、共通のベースで比較できる統計は、現在のところ存在しない。そこで、以上に挙げたような部分的なデータをつなぎ合わせて全体像をおおまかに把握するのが精一杯である。そのような手法で大胆にイメージを描くと各国の市場規模は日本：米国：英国：ドイツ：フランス = 1：30~40：2：0.5：0.5 となるのではないかといえる。米国の証券化市場の規模の突出した大きさが分かる。米国は、証券化市場の先行モデルといえる。それに対して、日本は証券化に関しては未だ後発国なのである。

第3章 金融システムへの機能的アプローチ

ここまで第1章・第2章において証券化の説明と推移について分析してきたが、この第3章では証券化が金融システムに与える影響を考察するために、金融システムを機能的アプローチで分析する手法を取り入れる。以下、なぜ機能的アプローチで見ると、どのような機能的アプローチが存在し、使用するか、そして機能的アプローチで金融システムの変遷を俯瞰するとどうなるか、という段階を踏んで分析を進める。

3-1 なぜ金融システムを機能的アプローチで見ると？

各国の金融システムは、大陸欧州に多い銀行中心型システムや米国・英国が代表的な市場中心型システムなど、特色のあるシステムが多数存在し、各国・各時代によってかなり異なった姿となっている。それは金融システムが「信用」という一国の経済システムの根幹にかかわるものであり、歴史的な展開や産業との関係に依存するだけでなく、各国の法制度のあり方そのものにも深く関係しているからである。そのためこれまでの金融システムの分析は制度分析と一体として行われることが多かった。

ただ制度分析は金融システムを分析する上で不可欠な方法ではあるが、前述のように金融システムは国や時代の違いとそれに伴う各制度の違いによって様々な展開をみせており、金融システムをより統一的に俯瞰し、分析しようとする際に困難を伴う。また金融システムのプレーヤーである銀行や市場ごとに分析しても、その時代や国によってその主体の役割やプレゼンスが大きく異なるために、主体別分析のみでは統一的な分析は難しい。

そこで考えられるのは、金融システムをシステムが担う機能に分けて分析しようという、「機能的アプローチ」という分析方法である。金融システムが担っている機能は、時代や国によって担っている主体や効率性の度合いの面で異なる部分はあるものの、基本的には一定の機能が存在する。そのため、金融システムを時代や国を超えて統一的に分析するにはより有意な分析方法であるといえる。また、機能の存在を前提にした上で、時代や制度の変化によってその機能がどのような主体に担われてきたかという分析を行うことで、その変化を金融システムの変遷として捉えていくこともできる。

よってより全体的・統一的に証券化が金融システムに与えた影響を分析しようとする場合には、機能的アプローチが有意な分析方法であるので、以後その視点で分析を進めていく。

3-2 どの機能分類の仕方を採用するのか？

金融システムが果たしている役割を機能別に捉えるとしても、その機能の分類方法は実は一様ではない。分類に関してはそれぞれの識者によって異なる分類方法を採用している。それは分析の目的に応じて各々独自の定義を施しているためだが、ただその分類の内容が大きく異なるようなものは少なく、表現の違いという場合も多い。

そこでここではいくつか例を挙げ、どのような機能分類を使用するかを考察する。

(表 3-1) 金融システムについての機能分類の仕方

基本的と考えられる機能	Bodie and Merton[1995]	Rybczynski[1997]	Levine[1997]	Hubbard[2000]
決済サービスの提供	決済機能	決済機能 流動性付与機能	財 サービスの交換の容易化	流動性の提供
資金のプールと仲介	資源のプーリング 資源の移転機能	資金の収集配分機能	貯蓄の動員 資源配分	貯蓄と投資のマッチング
リスクの管理と分担手段の提供	リスク マネージメント	価格決定およびリスク再配分機能	リスクの取引、ヘッジ、分散、プールの容易化	リスク シェアリング
リスクのプライシングなどの情報生産	分権的意思決定のための価格情報の提供	同上		情報の収集と伝達
インセンティブ問題の解決	インセンティブ問題の解決	モニタリングおよび債務者管理機能	経営者のモニターと企業統治の実践	

藤井眞理子[2001]、Rybczynski [1997]などより作成

機能分類の例を上記の(表 3-1)にまとめてみた。機能別アプローチを取り扱った識者の中で一番著名であるのがBodie and Merton [1995] であるが、他にも金融システムの変遷を分析した Rybczynski [1997] や金融発展と経済成長の問題を取り扱った Levine [1997]、そして Hubbard [2000]なども代表的な機能分類として挙げられる。ただ「基本的と考えられる機能」としてまとめた項と比較してもわかるように、ニュアンスの違いや多少省略されている機能などがあるものの、どの機能分類もそこまで大きな違いは存在し

ないと考えられる。

ただ、後述する金融システムの変遷の部分において Rybczynski の議論を使うので、整合性を保つため基本的には Rybczynski[1997]の定義を使う必要がある。しかし「基本と考えられる機能」がその部分もカバーしていると考えられるので、識者の定義をまとめた形となるその機能分類を使用することにする。

3-3 この論文で使用する機能分類

この節では、前節で考察した結果を踏まえて、この論文で使用する機能分類について説明を加える。今回使用する機能分類は「基本と考えられる機能」に則り以下の五つの機能とする。

決済サービスの提供機能

財、サービスや資産の交換を容易にするように取引を清算し、支払いを決済する方法を提供する機能。

資金のプールと仲介機能

黒字主体から資金を収集し、異地点間・異時点間の赤字主体へと配分する機能。

インセンティブ問題の解決

資金の貸付・供与に伴い返済や利益配分を行わせようとする際、情報の非対称性による問題を解決するためにその対象をモニタリングし、履行させる機能。

リスクのプライシングなどの情報生産機能

経済の様々なセクターで行われる意思決定を調整するような、リスクのプライシングの情報を生産し、提供する機能。

リスクの管理・分担手段の提供

リスクをコントロールしやすいようなリスク管理手法を提供し、リスクのプライシングに応じて、よりリスクを負担能力のある主体にリスクを配分する機能。

3-4 金融システムの変遷

以上で機能的アプローチによって分析するための準備が整ったわけであるが、ここでは、これまでの一般的な金融システムの変遷というものを機能的アプローチで分析を試みる。その際参考とするのが Rybczynski[1997]の金融システムの進化に関する議論である。この議論は主に米国を対象としており、その金融システムの進化とコーポレート・ガバナンスについて論じているものである。米国を中心に分析している点や抽象的で大胆な議論とな

っている点は考慮しなければならないが、それでも銀行主体の金融システムからより市場を利用した金融システムへと、という一般的に考えられる金融システムの変遷を考察する際に有用であるので、以下その議論に則って分析を進めていく。

まず基本的な考えとして、金融システムの担う機能は基本的に一定とし、その機能を誰が担うようになっていくかで金融システムの局面が変化していく、とする。そして機能の
である決済サービスの提供に関しては、金融を裏で支える機能であり、安定的な供給の
必要性などの特殊性からどの局面においても銀行が担うと想定する。一方で、機能の

に関しては、金融システムの機能の核心であり、これらの機能の担い手がどのように
変わっていくかで局面が変化していく、と考える。

次に、局面の変化がなぜ起こっていくのかという要因に関しては、大きく三点挙げる
ことが出来る。それは

- (1) 技術の発展や人的資本の充実などが促す富の蓄積の度合
- (2) 情報技術・金融技術の発展と、それによる様々なコストの低減・新しい金融商品の
登場による多様化・銀行以外の専門的金融機関の出現などの変化
- (3) 規制体系の変化

である。他にも様々な要因は考えられるが、基本的にはこの三点がどの程度進展していく
かで、局面が変化していくと考えられる。

そして具体的に金融システムの局面を考えると、以下のようになる。

[金融システムの変遷]

銀行主導局面 市場主導局面初期 市場主導局面 証券化局面

[銀行主導局面]

富の蓄積度合や法制度の不備、技術の発展が不十分であるなどの理由から、まだしっ
かりとした資本市場が存在せず、金融機能を担うコストが高い状態である。そのためた
くさんの主体がそれぞれ機能を担うよりも、銀行が機能を一手に担うことによる範
囲の経済性が高いために、銀行の機能独占がおきている段階である。

[市場主導局面初期]

まだ銀行が主なプレーヤーであり、機能を一手に担っていることは変わらないが、(1)
~(3)の条件の進展により段々と資本市場が発達するようになり、機関投資家などの
別のプレーヤーが現れるようになる段階である。

[市場主導局面]

市場主導局面初期よりもさらに資本市場の完備化が進んだために、銀行以外のプレー
ヤーのプレゼンスが拡大し、
の機能において競争を起こすようになり、徐々に銀行

以外のプレーヤーに担われるようになる段階である。

さらに、市場主導局面初期との決定的な違いとしては、それまで企業の所有と経営が分離されていない状態であったのが、資本主義・市場の進展に伴って所有と経営が分離するようになった状態に変化することになる、という点である。

[証券化局面²⁴]

もはや銀行は の機能を果たすに止まるようになり、残りの機能に関しては他のより効率的に担える専門的金融機関が競争状態のなかで担い、市場によってそれらが結合されるようになる段階である。そして競争の中で、新たな金融新商品が次々と生まれ、より効率化が図られていくという正の循環が生じることとなる。

このような観点で金融システムの変遷を見ていくと、一つの重要な視点として、「これまで伝統的に銀行によって束ねられてきた金融仲介業務が、より効率的に担えるような別の主体に担われるようになり、銀行の金融仲介独占が分解（unbundling）されるようになってきた」という点が挙げられる。

ただし、今回の分析で証券化局面において銀行が完全に機能 しか担わなくなるという仮定は、かなり大胆に抽象化・簡略化した結果の一つの帰結にしか過ぎない。実際の経済においては、アンバンドリングはある程度は進展するものの、後述するように銀行部門の優位性なども考慮に入れると、銀行や市場を通じた経路が競合しながら複線的に存在するという段階に落ち着く、と考えられる。

そしてここでの証券化局面は広義の意味であり、辿り着いた結論も重要であるが一つの側面でしか捉えておらず、狭義の意味での証券化が金融システムにどのような影響を及ぼすのか、ということについては、次章でより詳しく分析していくこととする。

²⁴ ここで言う証券化とは、狭義の意味での証券化も含むが、より広義の意味での証券化が十分進展した状態である、という意味で使用している。

第4章 証券化の機能的分析

第3章において金融システムの局面を各機能によって説明するフレームワークを概観した。以下、証券化スキームが金融機能にどのような変化をもたらし、その結果システムとしてどのような寄与をしていくかを考察していく。その手段として、前節で定義したうち、金融局面を規定するとされる ～ の側面に際した説明を試みる。機能別分析に加え、オフバランス化の効用という、制度に対する機能も考察する。

機能の分類 段階	資金プール 仲介	インセンティブ問題の 解決	リスクのプライシング	リスク管理及び分担
証券化スキーム以前	銀行 資本市場 による仲介	債務履行の モニタリング装置が必要	企業ベースの 信用リスクプライシング	情報生産者による リスク負担
A 商品設計と 証券化実効の段階	投資家のニーズに 見合った商品の供給	債権債務関係の モラル・ハザード 除去 透明性の高いICFに依拠	企業から担保資産の 評価へ	プーリング
				信用補完
	新たな資金仲介 チャンネルの確保	格付機関が制度を評価		リスクの高さに応じた 商品設計
プライシングとリスク負担機能が分割可能に				
B 証券化市場拡大の段階	従来型金融から アセットファイナンスへ	オリジネーターの 自主的な透明性確保	レコードの蓄積 オリジネーターが フォーマットに沿う 資産形成に努める	マクロ規模での リスク再配分へ
主な担い手				
証券化スキーム以前	銀行業	銀行のモニタリング	銀行業	銀行業
証券化実行段階	資本市場を利用	法制度・サービサー	銀行 格付機関	投資銀行 投資家
証券化市場拡大期	市場型金融	"	トラックレコード+格付	"

(オリジネーターにとって銀行借入れが証券化スキームに代替されるケース)

図 4 - 1

証券化による変化は、A 組成するストラクチャー自体が問題を軽減し新たな金融チャネルを可能とする段階と、B.スキームとしての定着を各主体が所与的に捉え反応する段階に分類できる。これらを機能別・時系列に整理したものが（表 4-1）である。なお、オリジネーターが銀行より借入れを行っていた場合の担い手の変化を表の下半分に付記してある。以下では、証券化が導入される以前と A の段階を比較し機能別に分析した上で、結果的に B の段階でもたらされる変化や反応を述べていく。

4-1 証券化スキームの導入による変化

現状において、証券化スキームの利用は本論文を通して考察していくように過渡的段階にあるといえる。そのような中で証券化が導入される事により、どのような機能の代替が行われていくのだろうか。前章で取り上げた金融機能分類に即して ~ に分けてみていく。

資金仲介機能

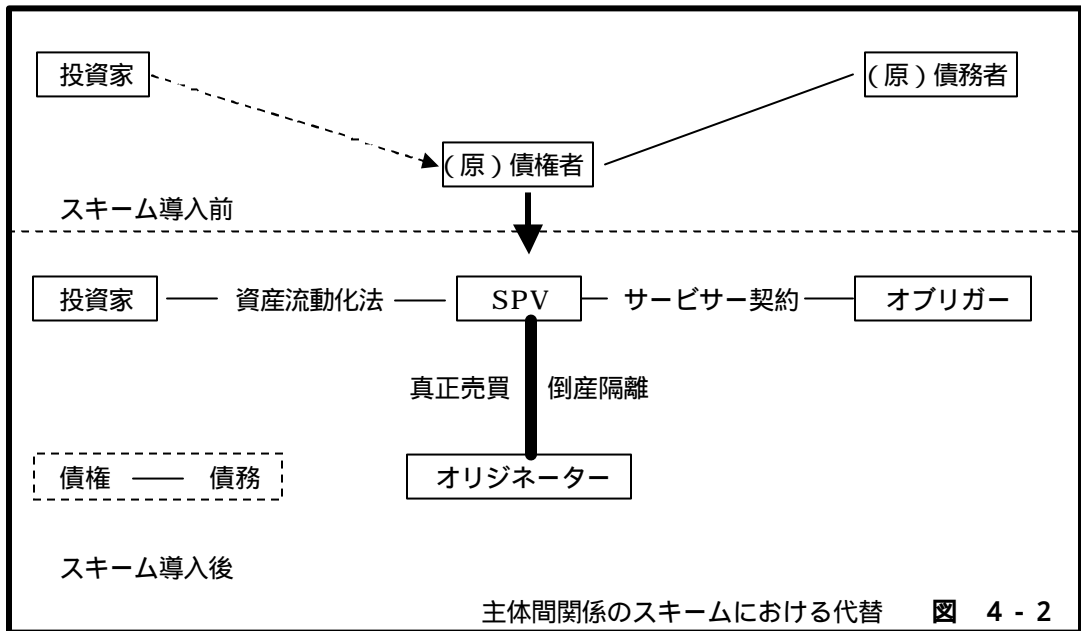
既存の金融仲介は銀行・投資信託・ノンバンク・個人投資家などといった直接・間接の金融チャネルにより担われている。証券化スキームのメカニズムは、後述していくように ~ の機能を異なる形で担う事を可能にする。また、資金の入口側では投資家の目からも金融商品としてのバリエーションとして、出口側ではアセット・ファイナンスという形で資金仲介ルートが提供されることになる。

インセンティブ問題の解決

不完備契約の下での債権債務関係では、債務者が契約を履行する事を強制（Enforce）するメカニズムが必要である。金融システムは Rajan[1997]に述べられているように、金融契約の不完備性を所有権の規定や、銀行の相互監視により克服したことにより、発展してきた経緯がある。銀行・企業間の長期的取引も、完備性を強化する例として挙げられる。

証券化スキームが存在しない下では、債権契約の履行を担保するために、債権者・株主によるモニタリング・サービングと、それを保証する法体系が必要とされる。証券化スキームにおいては、証券化する資産を予めモニタリングの必要性が低い物に限定した上で、元の債権債務関係を形式上四者間の関係へと（図 4-2）が示すように代替している。

原債権者（オリジネーター）の原債権は証券化にあたって SPV に譲渡される。その際、真正売買により SPV へ原債権の所有権が移転されるため、原債権者が事後的に原債権を私的に利用する事を不可能にしている。また、倒産隔離を行う事により、仮にオリジネーターが倒産しても、原債権が差し押さえられる事がなくなる。



投資家はSPVの発行する証券に対する債権者になるが、資産流動化法がSPVの活動範囲を限定している。そのため、SPVが自ら主体として資金を他の用途に振り向けるような機会主義的行動（モラル・ハザード）を起こす余地がなくなる。

また、原債務者が行っていたサービシングにあたる業務を、サービサー契約によってオリジネーターが倒産した場合でも引き続き第三者企業が行うため、SPVに対する原債務者のモラル・ハザードも抑止できる。

証券化スキームは、以上に述べたメカニズムによって、従来銀行のモニタリングや法制度が保証してきた債務を履行させる機能を代替している。すなわち、債権債務間と主体間に存在するエージェンシー問題を、ストラクチャーの構造によって解決しているのである。

リスクのプライシング機能

証券化において赤字主体があるキャッシュフローを担保に資金調達を行う、という行為は表層的には従来の担保付き金融と同じである。実際、担保契約を付与する事は、貸し手にとっても相手の信用リスクをヘッジする手段であり、非対称な借り手の情報に対して一種のスクリーニング機能を果たしてきた。しかし、担保自体が企業より信用力が安定している場合（優良企業への売掛債権など）でも、その企業が受ける資金調達条件は、当該する企業（Going Concern）の信用リスクを反映したものであった。その理由としては、資金調達者が倒産した際の、担保の保全状況に不完備性が高かったためと考えられる。既述の倒産隔離措置は、スキームにおいてその不完備性を解消している。そのため、完備性の増加が資金調達条件を向上させる意味合いを持ち、企業が証券化によって調達する資金の条件は、譲渡された資産の信用力に依拠することが可能となる。

リスクの管理・分担機能

まず、組成における効果を考察する。債権の証券化では通常、プーリングが行われることにより個別リスク²⁵が除去され、証券化の内容によっては大幅にリスクを軽減する事が可能となる。同時に、優先劣後構造の設置といった内部信用補完と、外部信用補完（信用状やクレジット・デリバティブ²⁶などによる補完）を行う事によって、プールした債権は信用リスクの明確化したトランシェに分割され、各々リスク量の確定したプライシングのしやすい商品へと加工される。

次に、フロンティアの増大を考察する。元来、ある債権に対して、その債権者の行うプライシングの情報は非対称的な性格を持つ。例えば、銀行の保有する貸出債権を第三者が評価する場合、第三者が新たな情報生産を行う事は大きなサンク・コストを招く。よって、銀行側によるプライシングが信頼できない場合には、この状態は逆選択問題を招き、第三者への債権売却を困難にする。換言すれば、情報の非対称性が存在する以上、情報生産を行う事とその債権を保有する事の間に範囲の経済性が存在していたことを示している（第5章3節で詳述）。もっとも当然だが、その際、情報生産者は債権の持つリスクも抱える事になる。証券化による金融は、モニタリングの必要性の低さや、キャッシュフローの確定度合いが高い。証券化スキームは既述の透明性の確保から、生産された情報をより対称性の高い物とし、第三者によるプライシングにもディスカウントが生じにくい環境を創出している。この事により、前述の範囲の経済性が低下する事が考えられる²⁷。その結果、リスク保有に関するコスト（Ex. 相対的危険回避度の高さ）がより低い主体への債権譲渡を行う事により、効率化を図る事が可能になる。

以上、～の機能に対して証券化が与える影響を見たが、現状ではスキームの構造が機能していることを格付会社が格付を付与することによって保証している。投資家の観点からは、この最終的なシグナルによって複雑な構造を持つ商品の完備性が高いことを認識し、投資対象としての地位が確立されると考えられる。

最後に、組成プロセスが確立される事による効果を概観する。証券化の組成に際しては大きな固定費用がかかるが、その後繰り返しによる限界費用は低いと考えられる。換言すれば組成に対して規模の経済性が働くため、この行動は、証券化スキームが手段として定着するほど強まるものであると考えられる。詳しくは、次節において述べる。

²⁵ 個別リスク(idiosyncratic risk)... 債権をプールした際、多数の法則により除去されるリスク

²⁶ オプションの売り手が、買い手に対してある企業の信用リスク（倒産時の引当コスト）を負担する事と、月々の保険料の支払いをスワップの形で結ぶ契約

²⁷ とはいえ、特に初期のプライシングにコストや専門性を有する（貸出債権等）場合、オリジネーターが劣後部分を部分的に保有することは、プライシングに関する逆選択を予防する措置となる。

4-2 証券化スキームの定着が、各々の主体の行動に与える影響

投資家にとって商品として認知され、組成コストが低下することで証券化スキームが金融手段の一形態としてデファクト化することは、各々の主体にとっての行動を変化させていく誘因となる。ミクロ的な行動分析としては、資本コスト（利子率・スキームの利用コストなど）と便益（リスク負担コストなど）の変化として表される。

証券化は、本質的には企業ベースでリスク評価がなされる社債よりも、資産の限定とモニタリングの必要性の低下によって、透明性が高くなっていると考えられる。そのため、投資家に認知された導入段階では、より有利な資金調達条件を求めて自然に増加する傾向を持つと考えられる²⁸。また、証券化対象となりうる資産に関しては、それが容易に行えるよう企業による積極的な透明性の確保がなされていくことを示唆している。この事が、投資家にとって証券化商品の位置付けを確固たる物へと強化し、これらの取引履歴がトラックレコードとして蓄積される事で、証券化は継続的な資金調達手段としての重要度を増していくことになる。当然ながら、これらの過程で証券化スキームの利便性はスパイラル的に向上し、より強固なチャンネルとしてのプレゼンスを増していくと考えられる。

また、自らリスクを保有することが相対的に高コストであれば²⁹、よりリスク・キャパシティの高い主体へと債権を売却する事が合理的行動となる。マクロ規模ではそのリスク移転が促進される側面からも、より引受能力が高い主体へとリスクが配分されていくことが考えられる。また、応用的な例として、ある地域特有のリスクを除去するために、一国全体からの債権をプールする事によって、リージョナルなリスクを除去するような商品を考えていくこともできる。この事を敷衍すると、金融資産におけるマーケット・リスク以外のリスクによるディスカウントの回避が可能となる。

これらの変化は全て、証券化が情報生産・リスク配分に対するフロンティアを広げることによって、新たな手段を確立していく過程として捉える事ができる。そして、前節で示した組成に関する規模の経済性や、本節で述べた補完性は、証券化技術が新たな金融ツールとして自己増殖的な性格をもっていくことを示唆している。その結果、ミクロ的な行動の集積が、マクロ的な効率性への寄与となっていく事が示されている。

²⁸ MM定理は、本来社債であろうと証券化であろうと資金調達コストが変化しない事を示唆している。すなわち、優良部分をオフバランス化した場合、本体が不良化し、社債の起債条件（格付など）が悪化する事への懸念がある。しかし、銀行業では経験的に優良資産の20%程度まで証券化によってオフバランス化した場合でも、本体部分の信用評価が変わらない事が認識されている（白石[2001]）。その理由として、部分的にでもより透明性が確保される事は、全体として信用リスク評価を向上させている事が挙げられる。

²⁹ Ex: 機関投資家は負債の性質上、利子率に対して、銀行業より長期のリスク・キャパシティを持つ。自己資本制約なども存在しない事から、理論的には信用リスクも含めてより大きなキャパシティを有する。

また、これらの金融システム中での機能変化に加え、企業の視点からは新たに二つの機能をみることができる。

・流動性の付与機能

金融機能の ~ の変化は最終的に企業にとって資産の流動性を高めることへ寄与している。すなわち、企業資産の価値を毀損させずに、短期間で現金化することができる行動のフロンティアが拡大している。この事は間接的にはあるが、第三章で挙げた金融機能のうち、の機能である流動性の付与に対して、ある程度代替の機能を担っていることを示唆している。無論この事は、流動的資産（現金）と非流動的資産（企業資産）のリサイクルを可能としているだけで、新たに流動性の創出を行っているのではなく、機能としての付与機能を向上させている、と捉えるべきである。

・オフバランス化の機能

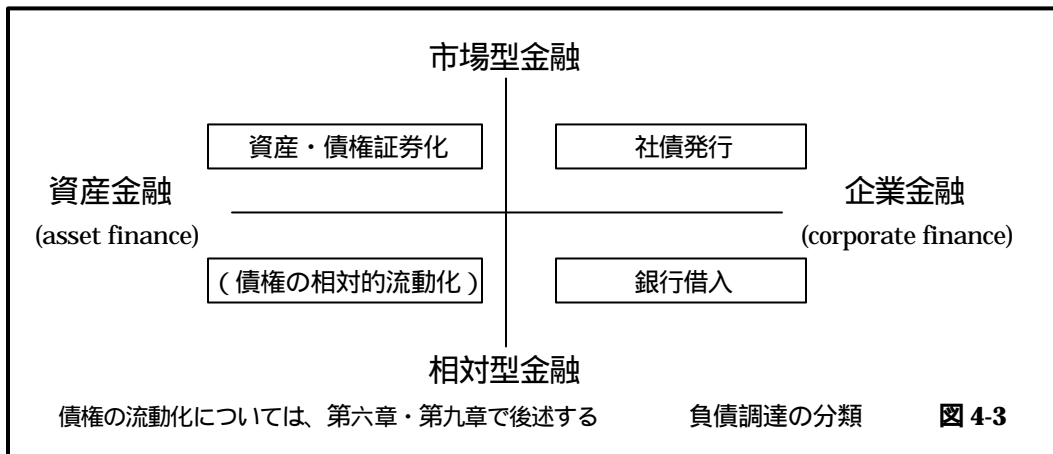
企業にとって、証券化を行うことはバランスシートを縮小させることを意味している。このことは、既存の資産からの現金収入があることと、実際の負債レバレッジを減少させることにつながっている。

、の議論は、緊急的な流動性需要を持つ場合や、企業が負債を圧縮させるニーズを持つ場合には、金融ニーズに関係なくとも、証券化が必要となると考えられる。

4-3 証券化のカバーしない範囲

無論、考察してきたような金融手段の代替の結果、全てのキャッシュフローが証券化に代替されていくわけではない。つまり、銀行貸出がキャッシュフローを生むからといって、銀行貸出の全てが証券化されるわけではない。A.第三者にプライシングの正当性を立証する事が困難な債権や、B.キャッシュフローの透明性が確保できないような債権（例えば中小企業向けの相対的情報に基づく債権契約）、においては、前述の非対称性に基づく情報生産とリスク分担の範囲の経済性が存続する事になる。また、銀行業が相対的に機関投資家よりリスク許容度が低いとはいえ、銀行自らが持つリスク・キャパシティによって収益を確保する、という意図も、銀行に自己資本によるキャパシティがある限りは普遍的だろう。また、相当に証券化市場が進展した米国でも、中小企業向け貸付は商業銀行によって担われている側面がある。

このように、証券化の導入による変化は、あくまで相対的な（パイの拡大という意味での）変遷として捉えていくべきである。企業の負債調達は、(図 4-3)のように分類できる。



証券化は、あくまで負債型金融の一形態であり、既述の機能変化によるメリットの創出が、二節で述べたように企業の経営戦略上重要と考えられた場合に採用される。

第二部 銀行業と貸出債権証券化の分析

第5章 貸出債権証券化と銀行業

第一部において証券化全般の議論を取り扱ってきたが、第二部ではその議論を踏まえた上で、より具体的に「日本における貸出債権の証券化の影響と実現可能性」について考察をしていきたい。そのために、この章ではなぜ上記のようなテーマ選定を行ったのか、そして貸出債権証券化が銀行、そして金融システムにどのような影響を与えるのか、を考察していく。

5-1 なぜ銀行の貸出債権証券化に焦点を当てるか

第一部の議論では、“証券化”という概念・手法・歴史と現状・影響などを、対象資産の限定や実際に行われる状況下での話へ言及することなく、一般的・抽象的な分析の下で体系的に明らかにしてきた。特に結語としては、証券化がいかに金融機能に影響を与え、それによって金融システムがどのように進化を遂げていくかを明らかにした。

しかし、第2章でも述べたように、証券化の進展状況はアメリカが圧倒的に進んでおり、各国で格差が生まれている。また金融機能に関しては基本的にどのような国においても一定の機能が存在するものの、やはり各国においてその効率化の進展度合いや金融システムの形というのは異なる部分も大きい。そこで第二部においては、これまで行ってきた抽象的な議論を踏まえた上で、より一歩具体的な形で、現実に照らし合わせた上での議論を進め、実際に証券化がどのように浸透し、影響を与えていくかをみていく。そしてそのために、ケース・スタディとして対象を日本に絞ることにする。

ただし、日本に対象を絞るとしても、日本における証券化全てを分析することはしない。なぜなら日本に注目することによってより議論されるべきなのは、ここまで述べてきた部分の議論と大きく重なるような一般的な日本の証券化の議論ではなく、日本の特殊性故に一般的な議論とは異なる動向・影響を与える証券化の議論である、と考えるからである。

今論文において日本の特殊性として挙げるのは、「銀行のプレゼンスの大きさ」である。第一部でも述べたように、証券化が金融システムに与える影響を大枠で取り上げたときに強調できたのは、「証券化は従来の銀行による機能独占の状態をアンバンドリングすることを可能にする」ということであり、銀行の変容が大きなメルクマールとなりうるのである。もちろん現状としては銀行にも比較優位性は存在するので、銀行が完全に一部の機能しか

担わなくなるということではなく、資本市場などと競合しながら複線的な金融経路が存在し続ける、という形がより一般的に考えられる姿である。しかし、日本においてははまだ資本市場の十分な発展を経ないまま、銀行が大きなプレゼンスを持ち、機能中枢を担い続けているという金融システムが続いている。そのような状況下で、証券化が“輸入”されるという形で入ってくるのが、日本の銀行、そして金融システムにどのような影響を与えるのか、またそのような日本においては証券化が定着するのか、といったものが特殊性から来る着眼点となる。そして、我々が証券化の中でも特に銀行の変容に大きな影響を与えると考えたのは「貸出債権の証券化」であり、以下、本論文では日本における貸出債権の証券化を研究の対象とすることにする。

5-2 銀行業のファンダメンタルなニーズ

ここでは債権証券化のメリットを明示化するために、銀行業が根本的に抱えるニーズを指摘していく。銀行業のニーズは、リスク管理と経営戦略の部分に大別される。より細かな分類として、金融仲介業として構造的に元々抱える問題点への解決ニーズと、外部的規制によって、いわば外生的に与えられる制約についての解決ニーズについても述べていく。

(1) リスクに関するニーズ

A. 金利リスク

銀行業に限らず、金利リスクを管理する際に有用な視点は ALM (Asset-Liability Management・総合資産負債管理) である。ALM において重要と考えられるのは、負債サイドで調達した負債の価値の変動と、資産サイドの資産の価格変動をマッチングさせる事によって、何らかのストレス状況下(ここでは金利変動)におかれた場合でもそのバランスシートが毀損しにくい性質を作り出す事である。

A-1 ALMに関するニーズ

銀行業のバランスシート上において、負債サイドには比較的預入期間が短いとされる預金が存在する一方で、貸出は長期的な資産であった。過去にはこの短期資金を長期資金に変える性質を「銀行の資産変換機能」として扱われたこともあったが、機能的分析のフレームワークにおいては、これらはリスク管理と引受けの機能として扱われる。その中でも、第4章に挙げた様に、情報生産とリスク引受けの間のシナジー性が低下している状況では、性質として「銀行の」機能である必要は無い。その為に、ここでの分析は旧来的な資産変換機能を競争力とした銀行ニーズではなく、あくまで ALM としてのニーズを議論する。

金融資産に対して、金利の変動リスクが与える影響は、大まかにはデュレーションの概

念が合致している。デュレーションはある債券から発生する各キャッシュフローの現在価値における、残存期間の加重平均のことを意味しているが、同時に「最終利回りの変化による債券価格の変化率」にも対応している³⁰。つまり、例えばイールド・カーブ自体が上方移動する（短期のみ・長期のみではなく）場合に、債券価格が下落する度合いを示している。銀行業のバランスシートは資産サイドにデュレーションの長い貸出債権を保有し、負債サイドにて短期の預金債権を発行しているのと同じポジションを構造として持つ。つまり、イールド・カーブが上昇する際には、資産サイドにおける債権の割引価値が負債サイドの価値を下回すため、金利の上昇リスクを抱えることに繋がる。これらを管理するためには、債務サイドのデュレーションを資産サイドのデュレーションに近づける為に、先物市場の利用による調整を行うか、貸出資産を短期化する、といった行動をとる必要がある。

貸出債権証券化においては、銀行はいったん組成した複雑なデュレーションのポートフォリオを、キャッシュとして短期化する（デュレーションを0にする）。この事により、そもそも抱える ALM へのニーズを即座に満たしてしまう結果が得られる。

A-2 借り換え・預け換えリスク

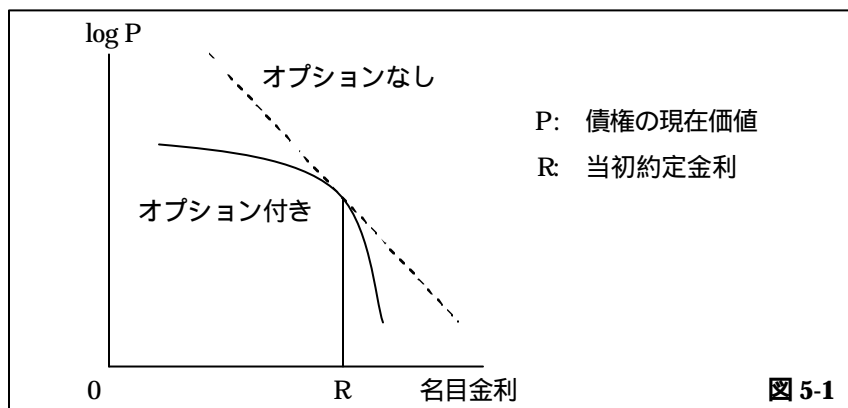
債権者が期限前償還の権利を借り手に対して付与している場合、これは債権者が貸出という商品に対してコール・オプションを付与していることと同じ状況になる³¹。期限前解約は 限定合理的な（必ずしも裁定に動くわけではない）債務者の性格と、再契約にかかる取引費用、より金利が上昇するという予測に基づくウェーティング・オプションの価値、によって左右される。

借り入れにおける金利低下のリスクは（図 5-1）の様に表される。図の様に、借り換えオプション付きの債券価値は金利低下に伴い下落していく。この際グラフを対数値で表すと、債券価値曲線の傾きはグラフにおいてデュレーションを表す³²。グラフは、金利低下に伴い早期償還が起こることから、資産サイドのデュレーションが短期化していくと考えられる。金利下落によるデュレーションの変化を回避する為には、これらをポートフォリオの長期化や、固定金利スワップ契約を行っていく必要がある。それに加えて、好景気になった場合や、遺産相続などの機会があった場合には、金利が低下しなくとも、借入の乗り換えが起きることを意味している。

³⁰ より厳密な（とはいえ近似であるが）概念として、デュレーションに、コンベキシティを加えたものがある。

³¹ 同様の議論が預金の早期解約についてもプット・オプションとして成立する。Miyazaki & Saito[1999]によれば、郵便貯金が民間預金に対して、その早期預け換えのオプション料を適切に反映するようになった、と考察している

³² $-(\log P / r) = -(P / r) / P = \text{デュレーション}$



齋藤[2001B] 齋藤[2000]より引用

これらの乗り換えのリスクを実際にモデル化するにあたっては、債務者の行動を織り込んだ複雑な評価モデルを構築する必要がある。また銀行が必ずしもその処理能力に長けているわけではない。債務者に関する変化のリスクを一括化して売却する貸出債権証券化は、これらのコストがかかる処理を、他の主体へと移転する側面も持っていることがいえる。

金利リスク管理においては、以上挙げてきた様に、銀行が本来長期金利リスクの引受能力が低い事と、乗り換えに関する管理に必ずしも長けていない点が強調できる。これらの点に対し、貸出債権証券化は、代替的とはいえ解決のツールを提供している。

B. 信用リスク

B-1 信用リスクの引き受けコスト

信用リスクは、貸付先企業が債務不履行となった際に、最終的にその投資を完全に回収できないリスクである。そもそも、信用リスクが存在する理由は、企業株主が有限責任において、倒産時の企業価値以上の債務返済を免れるからである。この事は、実際には債権者全体と株主の間にオプション契約がなされていることに等しい。つまり(図 5-2)において表されるように、企業が債務超過状態に近い場合、債権者は株主に対して、行使価格(=満期における債務残高)Kのコール・オプションを付与していることと同等のポジションにある³³。言い換えれば、このオプションの価値が信用リスクの持つコストである。よって、企業価値のボラティリティー・債務比率と満期期限に依存させたブラック＝ショールズ公式に当て嵌めることによって、このオプションの理論的評価は可能である。

³³ 株式は企業に対する残余請求権、債権はある約定日に対する固定額の請求権である。だが、破綻時の資産分配面においては株主が債権者に劣後することが、この構造を生み出している。

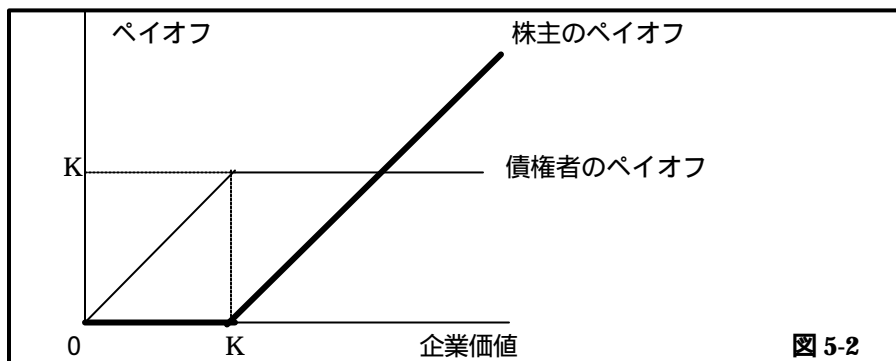


図 5-2

引用： 齋藤[2000]

だが、実際にはボラティリティーの計測が困難なことから、現実には負債が資本と社債以外の要素で構成される以上、他の指標も正確に把握することは困難である。よって、通常は、銀行業などが経験的に得てきた倒産確率と債権回収率を元に、スプレッドを推計している。仮に、このスプレッドに関する情報の対称性が高い場合、債権に関する資本市場取引が可能となってくる。貸出債権証券化などの現実の例では、これらの情報の対称性を表す為に、指標としての信用格付が用いられるようになっている。

機関投資家のプレゼンスが増大する場合、長期のリスク・テイクに加えて、信用リスクの引受けに関しても銀行からリスクを積極的に移転するニーズが存在する。勿論、記述のように、その際債権に関する情報についての対称性が確保される必要があるが、第4章で議論したようにその解決がある程度可能であるとして、議論を進める。

経済主体の効用関数を $U(x)$ が3回微分可能であるとする、ある分散を持つ不確実性に対して確実同値額は；

$$\hat{x} = \bar{x} - \frac{1}{2} R(\bar{x}) \text{Var}(x)$$

$$\bar{x} = E(x) \text{ (期待値)} \quad \text{Var}(x) = E((\hat{x} - x)^2) \text{ (分散)}$$

$$U(\hat{x}) = E(U(x)) \text{ (}\hat{x}\text{は確実同値額)} \quad R(x) = \frac{U''(x)}{U'(x)} \text{ (絶対的危険回避度)}$$

として近似できる³⁴。である。ここで、主体間において危険回避度に差異がある場合、要求する(売買する)リスク・プレミアム(下線部分)に開きができるため、裁定取引の余地が発生する。仮に、ある生命保険のポートフォリオの危険回避度が、銀行のそれよりも小さい場合、同じ債権に対して生命保険業者は高い確実同値額を提示する事ができる。その

³⁴ 詳しい証明は ミルグロム・ロバーツ [1997] p272-273を参照。ここでは信用リスクを VaRではなく分散として考察しているが、資本に対する毀損の度合いを加味する結論は同じと考えられる。

ため、両者にとって効率的な取引が可能である。

経済全体で黒字主体が少なく、リスク回避度が銀行より高いマクロ環境下では、リスクを自らテイクする事が銀行にとっての最適戦略となるが、現状において機関投資家の台頭している中では、上記のようなリスク移転に関する収益ニーズを、貸出債権証券化などの手段は満たしていく事ができる。

B-2 セクター・地域間リスク分散のニーズ

貸出債権においては、債務者企業の立地・業種の間一種のシステムティック・リスクが観察されるはずである。すなわち、「九州経済」や「建設業」の間では、ある程度景気面などの相関が見られるはずであり、債権者側から見れば共通したリスクが存在すると考えられるだろう。その際、これらを地域間において分散することが、証券化商品の売買によって可能になる。日本において、地方銀行や第二地銀の存在は、これらのニーズと密着している。証券化によって、地場的なコネクションを競争力とする一方で、リージョナルなリスクから開放されることが可能となる³⁵。

(2) 経営環境に関するニーズ

C-1 内生的制約

銀行業の本来的なニーズの一つとして、不完備性に基づく資金調達コストの高さも挙げられる。本来、銀行のバランスシートの内容は、銀行でしか評価できない貸出債権も多く含まれているため、銀行自身の信用リスクに対する情報の不完備性が高い。その為に、預金などの代替手段もある事から一概にはいえないものの、金融債のような、信用リスクが勘案される形態での資金調達に際して、割高な資本コストを求められる事があろう。

C-2 外生的制約

銀行業は業務の外部性を反映して、金融行政の中で様々な規制の適用を受ける。金融業に対して規制が存在する理由は柳川[2002]において次のように挙げられている。

決済システムの安定性

決済システムの外部性は、各経営者・預金者の判断に任せただけの場合に十分に保全されない可能性があるため、介入・保持の制度が必要とされる。

預金者保護

- ・ 不十分な情報に基づいて預金商品を購入してしまう消費者を保護
- ・ 最低限の、リスクが非常に小さい貯蓄手段（預金）が供給されることが弱者保護の立場から必要

³⁵ 将来的には地域間債権のプール証券によって、リージョナル・リスクが除去されることが可能になる

- ・ 預金者が債権者として銀行のガバナンスの役割を十分に果たせない

ボトルネック外部性

金融産業は、経済全体のボトルネックとしての立場にあり、制度設計の中では無視できない

(柳川[2002]p102-103 著者意識)

これらのうち、については議論の余地があるものの、と の点において何らかの処置が必要であることは明らかであり、銀行の経営内容に対する健全性確保が必要とされる。現実には、預金者保護の観点から預金保険制度の適用、そして決済システムの保持に関して今後は全額保護を前提とした決済性預金を導入される見込みである³⁶(2002年11月現在)。また、国際的な決済の保全を目的とした BIS 規制も、銀行業にとって外生的な制約として存在している。

これらの制約は、現実的に重要と考えられる中では、金融再生法による BIS 基準の徹底と、預金保険料の徴収という形でコストとして表面化している。詳細は第 8 章以降で扱うが、BIS 基準の達成は自己資本比率をリスク・アセットに対して高める事により行われる。

これらの環境のもとでは、銀行自体の信用リスク不安の解消と、規制という強制的な形の二方向により「自己資本の充実」が求められていることがわかる。だが、自己資本の充実は現実には株式を新規に発行する必要³⁷があるため、結果として規制下でない機関に比べれば高い資本コストを求められる事がいえる。

貸出債権証券化は、このように高い資本コストのもとで運用を行うよりは、より低コストで運用できる主体への移転を可能とする。つまり、オリジネーションに特化する形での経営にメリットを与えるものである。また、資金調達の側面のみをみても、第 4 章で記述したように証券化した商品の透明性は高く、不完備性が十分なレベルまで低下している事により、より低い調達コストの実現を可能としている。

5-3 環境変化下における銀行の貸出債権証券化へのニーズ

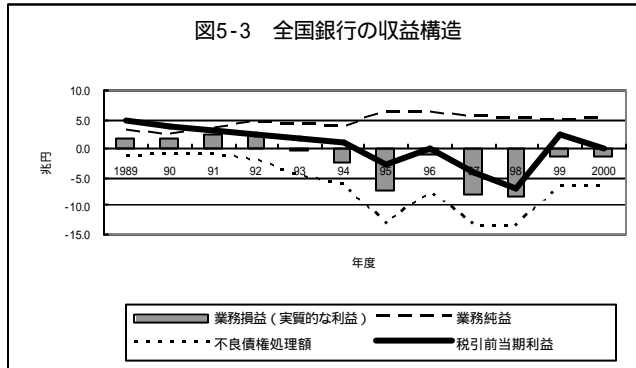
第二節での銀行の本来的なニーズを踏まえた上で、現状の邦銀がどのような貸出債権証券化のニーズを持ちうるのか、ということにより現実に即して考察する。

³⁶ モラル・ハザードの抑止という観点からは、ナロー・バンキングの概念に基づく(例えば銀行が決済性預金に対して同額の準備高を行う)制度の方が望ましい、という議論もできるが本章の目的と乖離する内容の為、割愛する

³⁷ 株式の発行には、投資家に対して現状の株価は過大評価である、というシグナルになりかねない

(1) 銀行の低収益性

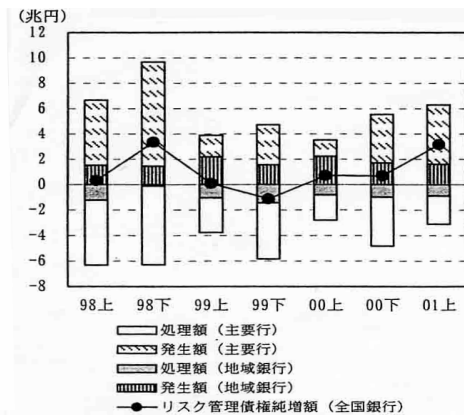
現在銀行経営において一番の経営課題として挙げられるのは、銀行の低収益性の問題である。全国銀行の収益構造をみると業務純益分を不良債権処理額が相殺しており、全体として業務損益は赤字を出し続けている構造となっている(図5-3)。それでは、低収益性の要因とはいったいどのようなものなのか。



深尾光洋 2002 「デフレ、不良債権問題と金融政策」より作成

まず挙げられるのは、大量の不良債権の存在である。バブル崩壊期に大量に発生した不良債権に加え、処理をしても毎年新規発生額として積み上がっていく不良債権の処理のために(図5-4)、バブル期に蓄えた余剰はほとんど使い果たし、特に都銀を中心に体力も磨り減っている(図5-5)。このような状況下では、毎年利益を出してもそれを上回るような額の不良債権処理額を出さなければならない、ということになってしまう。

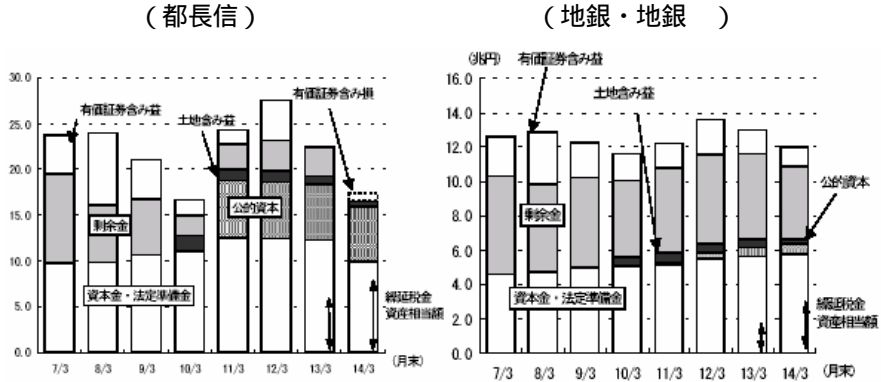
(図5-4) 不良債権の処理と発生



(備考) 1. 金融庁「リスク管理債権等の状況について」、全国銀行協会、新生銀行およびあおぞら銀行決算資料により作成。
 2. 98年度以降は新生銀行(旧日本長期信用銀行)およびあおぞら銀行(旧日本債券信用銀行)の影響を調整済。
 3. 付-1では96年度のリスク管理債権に占める破綻・延滞債権は97年度と同比率と仮定。
 4. 不良債権の処理額は直接償却時の回収率を20%と仮定して推計。内閣府(2001)を参考にした。

出典 日銀調査月報 2002 「全国銀行の平成13年度決算について」

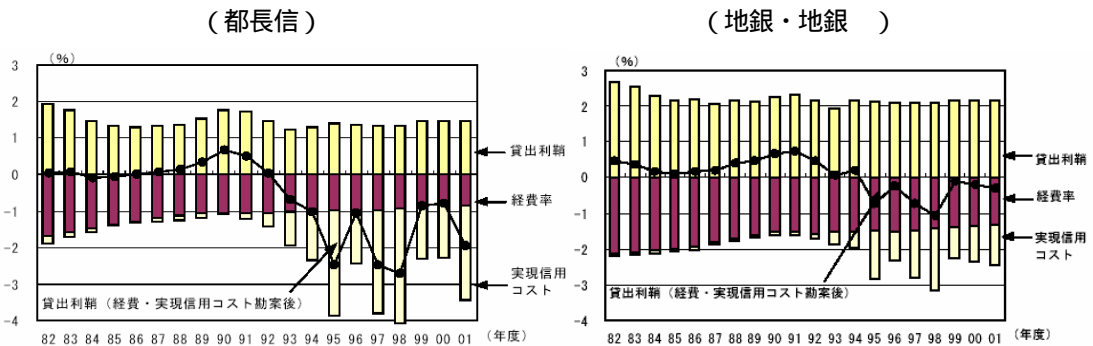
(図 5-5) 銀行の経営体力



出典 日銀調査月報 2002 「全国銀行の平成 13 年度決算について」

ではなぜ毎年新規発生不良債権処理に追われてしまうような状況になるのだろうか。その根本的な要因は適正利鞘の確保な利鞘を確保できていないからである。貸出利鞘に信用コストと経費率³⁸を勘案すると、貸出利鞘がマイナスとなり、貸出を積み増すほどに抱える信用コストが上昇するという構造に陥っていた(図 5-6)。また、適正な利鞘がとれていない現状は、貸出金利と社債スプレッドを比較すると³⁹、貸出金利がシングル A 格の社債スプレッドとほぼ同じことからわかる(図 5-7)。なぜなら貸出金利が信用リスクを反映しているとする、借入企業が平均的にシングル A 格を有していることと同義となるわけだが、現状の企業の状態を考えるとそんなことは考えられないからである。

(図 5-6) 貸出利鞘 (信用コスト・経費率勘案後)

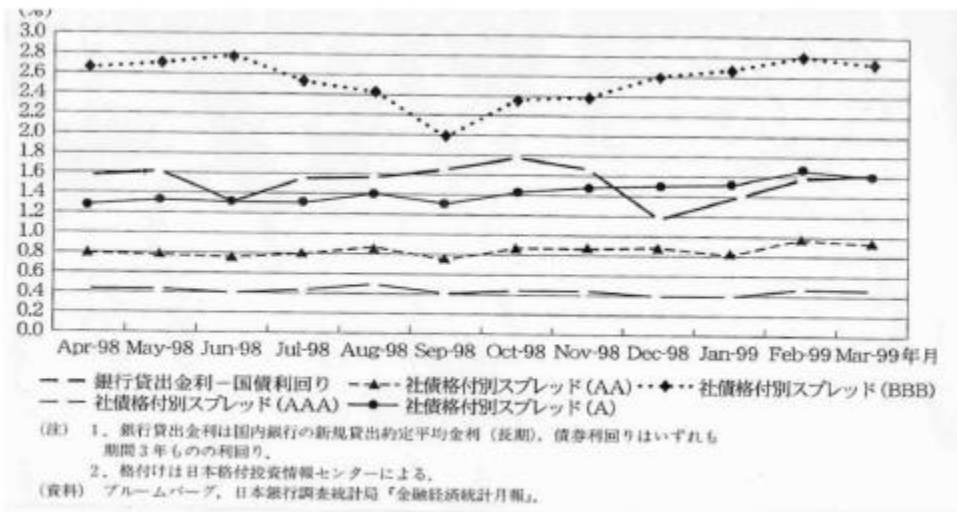


出典 日銀調査月報 2002 「全国銀行の平成 13 年度決算について」

38 部門別の経費率が日本では不明のため、国内業務のものを使用。

39 都市銀行による貸付金の平均残存期間は通常三年程度とされるため、債券利回りも三年ものを扱う。

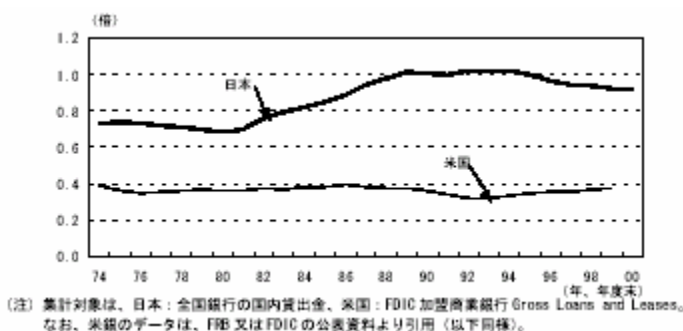
(図 5-7) 銀行貸出金利、社債利回りの国債利回りとのスプレッド比較



出典 鹿野嘉昭 2002 「ハードランディングを求める日本経済」

このように適正利鞘が確保できてこなかった背景としては、まずオーバー・バンキング状態による過剰な貸出競争が挙げられる。現在の状態を日米で比較すると、金融構造の違いをある程度許容したとしても、日本の経済の発展状況がキャッチアップ型・資金不足から成熟型・資金余剰に変化しており、資本市場も発達しつつある現状で、対 GDP 比の貸出残高はむしろ伸びているという現状を考慮に入れると、オーバー・バンキングの状態に陥っていることは明白であるといえる (図 5-8)。また、バブル時代からの担保主義の影響も重なって、不況による企業の信用コストの増大によって利鞘を上乗せしなければならないのに、そのような対処ができていないということがいえる。

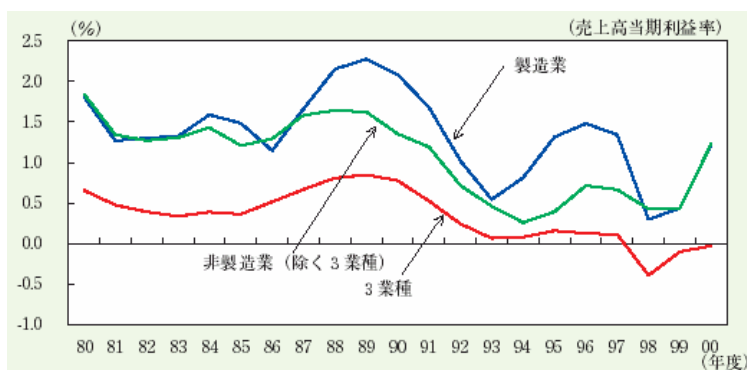
(図 5-8) 貸出債権の対名目 GDP 比



出典 日銀調査月報 2002 「全国銀行の平成 12 年度決算と経営上の問題」

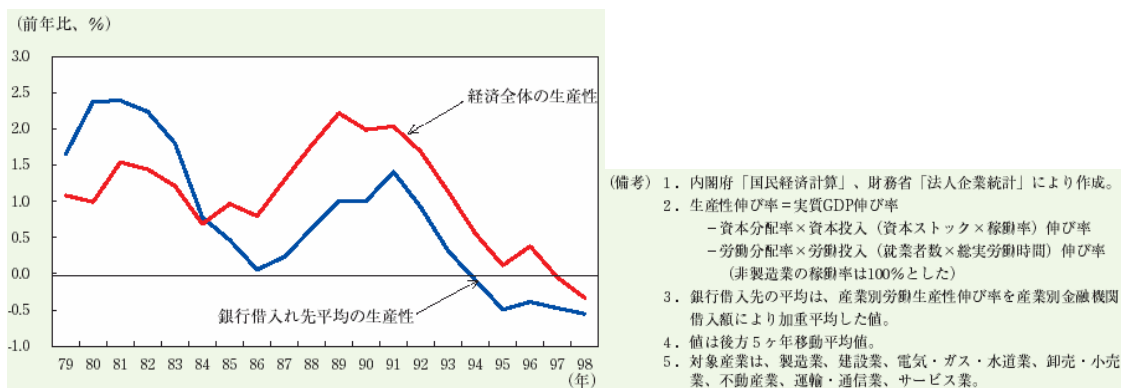
そして、この適正利鞘が確保できない要因は内部的なものだけでなく、むしろ企業側にある、ということもいえる。10年にも及ぶ不況の中で多くの企業の収益性が低迷しており（図 5-9、図 5-10）しかも有望な大企業は直接金融へ移行してしまう中で、低収益しか出すことのできない企業を貸し手に持っている以上、その相手に対して払える以上のプレミアムを課すことは難しい、と考えられる。さらには98年の金融危機の際に制定された「金融機能の早期健全化のための緊急措置に関する法律」によって、公的資金を注入された銀行は一定額中小企業への貸付を義務化され、それによって低収益に喘いでいる中小企業にまで貸付を行わなければならないとなっている。

（図 5-9）企業の収益性



出典 内閣府 2001 「平成十三年度 経済財政白書」

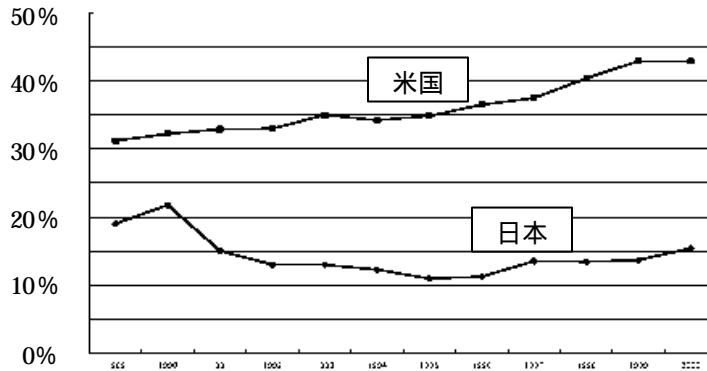
（図 5-10）銀行借入先の生産性



出典 内閣府 2001 「平成十三年度 経済財政白書」

しかも、現在の銀行は貸出の積み増しという方法以外の、いわゆる手数料収入などの別の利益獲得のルートが非常に弱いということがある。これは米銀などと比較すれば明白である（図 5-11）。

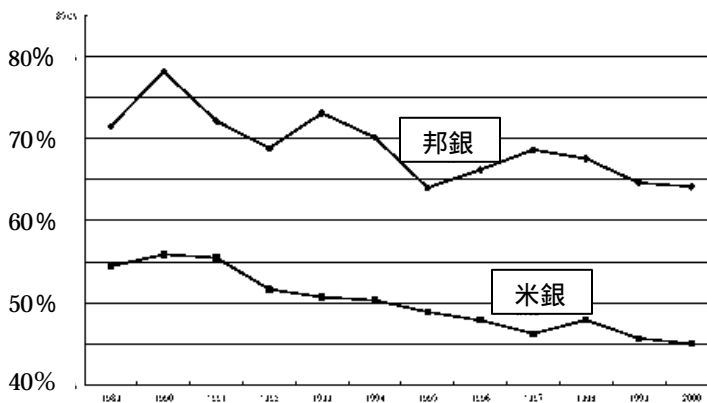
（図 5-11）日米銀行業の非金利収入の推移（89-90年）



出典 藤原祐之 2002 「日米銀行業の効率性格差とその要因」

また、経費面から見ても邦銀と米銀の差は明らかである（図 5-12）。そしてこのような状況下を総合して米銀と比較を試みると、米銀と邦銀の効率性の格差は非常に広がっているといえる⁴⁰（図 5-13、図 5-14）。

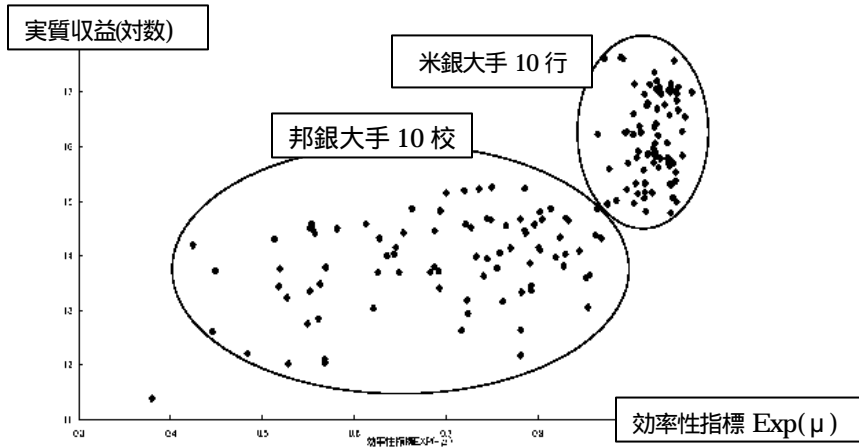
（図 5-12）日米銀行業の粗利経費率（経費/業務粗利益）の推移（89-00年）



出典 藤原祐之 2002 「日米銀行業の効率性格差とその要因」

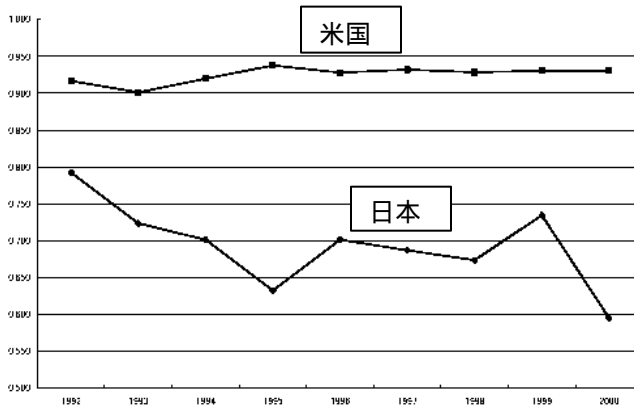
⁴⁰ 藤原[2002]の実証分析による。

(図 5-13) 確率的フロンティアによる日米銀行業の効率性 (92-00年)



出典 藤原祐之 2002 「日米銀行業の効率性格差とその要因」

(図 5-14) 時系列でみた効率性の比較 (92-00年 大手 10 行：平均値)



出典 藤原祐之 2002 「日米銀行業の効率性格差とその要因」

よって経営判断上貸出を積み増すという方式を取り続けると、適正利鞘を確保できない以上リターンよりもリスクを抱えてしまう構造となってしまう、さらに経営が追い込まれるという問題が生じている。よってこのような状況を回避するには、一つとして銀行が貸出利鞘によったビジネスモデルから、よりフィービジネスモデルへの変革のニーズを持ちうる。そしてそのことが貸出債権証券化を活用するインセンティブとなる。

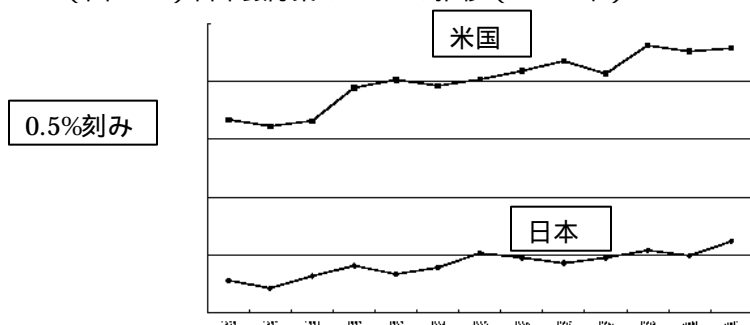
(2) BIS 規制や ROA 重視経営によるバランスシート改善のニーズ

前節の銀行の根本的なニーズの部分でも述べたが、現在の銀行にとって BIS 規制による自己資本比率の維持は非常に大きな経営課題であるといえる。BIS 規制を守れないと国際業務を取り扱えなくなるために、特に大手都銀にとっては国際評価やリストラなどの経営

戦略上どうしても達成させなければならない課題として扱われている。また自己資本比率は銀行にとって自行の経営の健全性・体力のありようを示す重要な指標であるために、本来は最低ラインである 8%を大きく上回るような値にしなければならず、またしようとするインセンティブが働くはずである。よって株安による株式含み損や不良債権の処理による圧迫などから、通常の経営ではこの基準を達成できそうにない場合は、なんとかバランスシートを改善しようとする強いニーズが生まれる。そしてそのことが証券化の利用を促進させる。

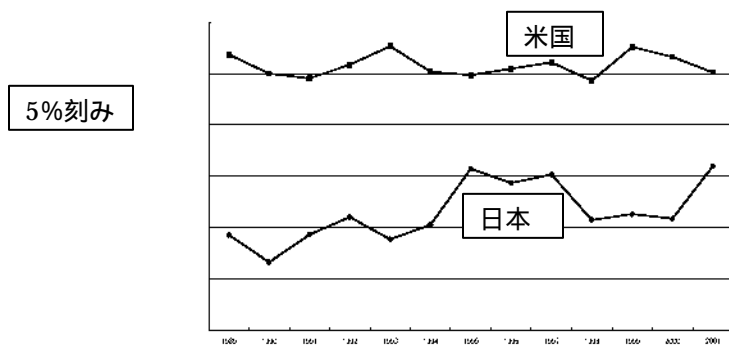
また、世界的な潮流として銀行に対する格付けや銀行株主による ROE・ROA 重視の経営を行っていくべきである、という経営圧力が增大している。邦銀はこれまでなりふり構わない拡大路線をとり続けていたために、米銀などと比べると ROA・ROE が極めて低く（図 5-15、図 5-16）国際競争上大きな問題となっている。よってこれからも、銀行が証券化などを利用することによってバランスシートを改善しようという強いニーズが生まれる。

（図 5-15）日米銀行業の ROA の推移（89-01 年）



出典 藤原祐之 2002 「日米銀行業の効率性格差とその要因」

（図 5-16）日米銀行業の ROE の推移（89-01 年）



出典 藤原祐之 2002 「日米銀行業の効率性格差とその要因」

(3) 銀行によるリスク負担の限界

上記の銀行の低収益性の問題や BIS 規制などのために、銀行のリスク負担能力は著しく減少しているといえる。

そもそもなぜ銀行という金融仲介機関が歴史上優位を保ってきたのかということを考えると、堀内[1997]によれば、それは情報生産機能とリスク負担機能を同時に行うことによる範囲の経済性によって優位性が確保されていたということになる。本来まず金融仲介機関の存在理由としては、情報生産を代わりに行う専門的業者というものの存在が経済全体にとって必要である、ということがある。なぜなら資金調達者と供給者の間の情報の非対称性の問題は、社会的費用上の最も重要なものだが、供給者それぞれが情報生産を行うことは禁止的なコストを生む上に重複の無駄も多い。よって情報生産を一手に行う専門業者の存在意義が生まれるのである。しかし、情報生産の専門業者が信頼に足る情報を有しているのか、という新たな情報の非対称性の問題が発生するために、専門業者は情報の確かさを投資家に伝えるためになんらかの手段をとらなければならない。それがリスクの負担機能であり、自らの資産を資金調達者に供給してみせることによるシグナル効果なのである。ここに金融仲介機関の情報生産とリスク負担の範囲の経済性が示され、そのような金融仲介機関の存在意義が確立するのである。

しかし、リスク負担能力が著しく低下するという状況が生まれるとすると、従来の範囲の経済性が発揮できないという場合が考えられる。つまりリスク負担能力の低下が、有望な融資機会が存在したとしても融資活動の抑制も行わざるを得ない状況を作り出し、情報生産活動の抑制へとつながるのである。そこでそのような状況下では、金融仲介機関はリスク負担を一部切り離し、より情報生産に特化するインセンティブを持ちうる、と考えられる。その際証券化を用いてリスクを投資家に一部転嫁することでリスク負担を軽減することが考えられる。

(4) 機関投資家の拡大によるリスク負担能力の相対的優位性

銀行のリスク負担能力が低下してきている中で、相対的な形で機関投資家のリスク負担能力が優位になってきているといえる。なぜなら銀行が上記のような圧迫を受けており、かつ決済機能を有するなどシステミックリスク上ローリスクな運営に終始しなければならないのに対して、そのような制約のない機関投資家はより自由にリスクをテイクすることが可能だからである。そして日本においても機関投資家のプレゼンスは拡大しつつあり、そのような意味においてもよりリスク負担の可能な主体が増大している、といえる。

5-4 貸出債権証券化が金融機能に与える影響

前節までで銀行が貸出債権の証券化を行うニーズを本来的・实际的に分析したが、ここ

では貸出債権の証券化が金融システムにどのような影響を与えるか、ということを一部の議論に則って考察する。

資金のプールと仲介機能

この機能に関しては第1章では金融経路の複線化という結論に達したが、これまでの日本での銀行のプレゼンスの大きさというものを考慮に入れると、しばらくは銀行が依然主要な役割を果たし続けるのでは、ということが考えられる。ただし、貸出債権証券化の十分な進展を経ればそのプレゼンスも縮小し、機関投資家が次第に拡大していく過程も考え合わせると、金融経路の複線化という事態も将来的には十分考えられる。

インセンティブ問題の解決

企業へのモニタリングという観点からは、銀行が依然主要な役割を果たし続けるものの、次第に機関投資家等に役割が移っていく、という上記と同様の議論が可能である。

また銀行自身へのモニタリングの観点からは、まず投資家ヘリスクを移転することによって将来の収益の不確実性を減少させる、という意味でモニタリングの容易化が図られることになる。そして銀行がオリジネーターとして活動する場合、市場における証券化商品の価格変動と投資家からのリスク評価という形で、市場からの評価に直面することになる。よって市場の適正な評価を経ずに形成されていた金融資産の価格が形成されるようになったことで、市場からのモニタリングがきくようになり、銀行もそのような状況に沿うような資産形成に努めるようになる。

リスクのプライシングなどの情報生産機能

この機能は日本の銀行においてはほとんど機能が果たされていなかったものといえる。日本の市場の未発達と従来の担保主義の横行は、クレジット・リスクを反映したリスク・プレミアムを設定する、というプライシングの機能を阻害することとなった。しかし、証券化によって金融資産の価格形成がなされるようになることで、リスクのプライシングが機能するようになる。そのことで銀行も担保型金融からキャッシュフロー型金融へと移行するようになる、と考えられる。

リスクの管理・分担手段の提供

証券化によってリスクのプライシングがなされるようになり、また流動性が付与されることによって、信用リスクの移転をスムーズに行える環境を作り出せたと言える。よって前述のようにリスク負担が低下しつつある銀行に代わって機関投資家ヘリスクを移転できるようになり、これまでよりも効率的なリスク負担分担を達成できるようになる。

以上の考察により、銀行業にとってはファンダメンタルな面からも、より実際的な面からも貸出債権証券化に対するニーズは十分に存在しうることがわかり、また貸出債権証券化が進展することが金融システム全体にとってもよいことである、という結論に達した。

第6章 貸出債権証券化の現状

前節において、銀行が根本的にも、また環境変化によっても貸出債権を流動化するニーズを持つことを明らかにした。では実際に証券化は活発に行われているのだろうか。本節では、日本における銀行による貸出債権証券化の現状を見ていく。

6-1 日本におけるCDO発行は不活発

データを分析する前に、商品の種類について説明を加える。ABSのうち、企業向け貸出を担保とした証券化商品はCLO(Collateralized Loan Obligation)と呼ばれるのに対し、社債や国債を担保にした証券化商品はCBO(C Bond O)と呼ばれる。しかし、実際は担保対象商品を貸出債権または社債に限定している場合よりも、限定しないでデット(Debt、有利子負債)を対象とする事が多いので、双方を併せて、CDO(C Debt O)という。以下では、CDOの発行額のデータを見ていく。

(図6-1) 米国におけるCDOの年間発行額

1997	2000	2001
\$50billion	\$100billion	\$85billion

出所：Fitchratings.com 社HPより作成

(図6-2) 日本におけるCDOの年間発行額 (推定額)

1997	1998	1999	2000
2900億円	4392億円	5424億円	2336億円

出所：日興ソロモン・スミスパーニー証券調べ

図6-1～6-2は、米国と日本のCDOの年間発行額である。証券化商品の多くは私募形式で発行されている。米国は私募債に関するデータが整備されているので、全体を把握することが可能だが、日本ではそのようなデータ整備がなされていないので、実情を正確に把握するのは不可能に近い。私募形式の場合、日本では第三者には発行の事実すら感知できない、あるいは、格付取得段階やSPC登録段階までで、発行予定ベースで概要を知るに留まるケースも多い。よって、日本のデータは民間業者などが独自に調査した結果であるので、単純に比較できないという側面があるのは否めない。しかし、得られたデータに拠る限り、日米の比較において日本におけるCDO発行はまだまだ不活発であると言える。

(図 6-3) 2001 後半-2002 の銀行業における C D O の発行

2002 年	9 月 25 日	みずほコーポレート銀行 :CLO 及びクレジットフォルトスワップ・1兆 2 千億円
	9 月 5 日	UFJ 銀行 :中小企業向けローン裏付 CLO5,000 億円発行へ
	9 月 5 日	整理回収機構 :UFJ の債権を対象とする企業再生ファンド設立
	8 月 21 日	RCC :不良債権証券化 :定期的に実施 :対象債権を拡大
	7 月 10 日	新生銀行 :CLO400 億円・1 億 5 千万ユーロ・1 億ドル
	6 月 7 日	三井住友銀行 : 中小企業向けローン裏付 ABCP プログラム
	3 月 28 日	東京都 CLO :ABCP 方式及びサムライ私募債 :最終発行金額
	3 月 20 日	住宅金融公庫 : 住宅ローン債権裏付 ABS500 億円 :本日発行
	3 月 18 日	あさひ銀行 :住宅ローン ABS 489 億円 :条件決定
	2 月 14 日	新生銀行 :600 億円の CLO 発行へ
2001 年	12 月 2 日	新生銀行 :総額 1150 億円 CLO
	11 月 9 日	あおぞら銀行 :都銀等から貸付債権買取 1 行当たり 1000 億円規模

出所： Fin Tech Global Incorporated. HP より

図 6-3 は直近における CDO の動向を個別ベースで集めたものであるが、新生銀行による CLO⁴¹が目立つ他には、概して現状においても規模は発展していないことが考えられる。

6-2 銀行の貸出債権流動化の存在

銀行における貸出債権証券化を論じる際には、貸出債権流動化の存在を考慮する必要がある。日本では、流動化という言葉は証券化と同様の意味で使われてしまっている。従って、証券化と流動化という言葉の用い方について統一的な明確な定義というのは存在しないのだが、本論文では、大垣〔1997〕の定義に準拠することとする。大垣による流動化の定義を以下に引用する。

企業や銀行が、保有資産に対する対外コントロールを維持しながら、資産に対する、法的・会計的・税務的支配権の全部または一部を第三者に移転することによって、法的・会計的・税務的オフバランス化の全部または一部を実現すると同時に、当該資産の保有にかかる資金調達を行うこと。なお、この場合の第三者は、多くの場合、以前は同様の資産を保有することがなかった新しい投資家層であることが期待される。

大垣によると、流動化は、 対外コントロールを維持したままの資産の処分 オフバ

⁴¹ 第 9 章において、新生銀行によるスキームのケース・スタディを行う

ランス化 ファイナンスとしての位置付け 新しい市場 という4つの要素から構成される。目に見える明らかな証券化商品との違いは、発行証券が有価証券形態を採るか否かという点である。しかし、機能的な面から二つの商品の違いを見ると、それは高い客観性と流動性が備わっているかどうかで帰結する。証券化商品はそもそも有価証券形態をとっていることから、流動化商品に比べ多くの顧客を対象としフォーマットが確立されているので、より客観性を持つ。そして、有価証券という流通しやすい形態を持っていることから、本来的に高い流動性が備わっている。さらには、そのような性質から証券化商品では転売し易いことからセカンダリー・マーケットが形成され易い。セカンダリー・マーケットが具備されていることはすなわち、出口戦略が確保されていることなので、投資家を惹きつけることになり、市場の厚みが増すため、プライシングはよりの確なものとなり、客観性・流動性が更に高まっていく。このように証券化商品と流動化商品の機能的な相違は、証券化商品が有価証券であり、セカンダリー・マーケットを具備していることによって、より高い客観性・流動性を持つ点に集約される。

しかし、この点に関し、日本において貸出債権証券化商品にはまだまだセカンダリー・マーケットが具備されているとは言えない状態である。故に、日本の貸出債権証券化商品は、上述の議論ほど高い客観性・流動性を持つには至っていない。

銀行による貸出債権流動化は、銀行が自らの貸出債権を債務者との関係は維持したまま他の金融機関や機関投資家に売却し、会計・税務上売却と同様の効果が発生する取引を行い、対価として当該貸しつけ債権の時価を代金として受け取る取引をいう。日本においては、まずBISの自己資本規制対策として、オフバランス効果を狙って登場した経緯がある。現在日本における貸付債権流動化の形態には、指名債権譲渡型とローン・パーティシパシオン型の2種類が存在する。

指名債権譲渡型とは、銀行の借入人に対する指名債権⁴²を譲受人に単純に指名債権譲渡する方式である。第三者対抗要件は取得しておらず、対債務者対抗要件についてはどちらでもよい。概述したように、貸出債権流動化はオフバランスが達成されればその目的は果たされるので、対債務者対抗要件を取得して、完全な譲渡が起こってもメリットはない。むしろ、顧客のもとへ別の銀行から取り立てがいくようなことが起こってはマイナスである。つまり、貸出債権流動化は対債務者対抗要件を取得しない形態が本来の目的と合致した形態なのである。しかし、制度が導入された当初は、1 経済界からの反発 2 そもそも対債務者対抗要件を具備していない譲渡を会計・税務上譲渡として認めてよいのかという議論 3 債務者の倒産リスクは譲受人が負担しているので、自らは権利行使が出来なくなるという問題 があり、譲受人の承諾を得ることが義務付けられた。具体的には、銀行取引約定書や金銭消費貸借契約のひな型を変更して、事前の包括承諾文言を挿入した。この

⁴² 手形や証券でない一般の金銭債権

ような承諾方式では、顧客からの譲渡の包括承諾を事前に得ないと流動化の対象にできない。顧客には承諾を与えるメリットはなく、現状における銀行の対企業との力関係を鑑みると承諾取得は困難な作業となる。そこで、承諾を行わないサイレントな流動化を可能にする手法の開発が期待され、その期待に応える形でローン・パーティシペーション方式が登場した。

ローン・パーティシペーションとは、金融機関の貸出債権の全部または一部を第三者（パーティシパント）に売却する取引形態である。貸付債権とは独立した銀行とパーティシパントの二当事者契約であり、法理としての債務者の承諾取得が具備されているか否かは問題とならない。この形態の特徴としては、当初の権利・義務を移転させずに、その経済的利益とリスクを第三者に移転させることが挙げられる。従って、債務者に知られずに売却できるので、銀行が保有する貸出債権を迅速にかつ大量に圧縮する際には有効な手法である。導入にあたっては、債権譲渡ではないこのような契約に、譲渡と同様の会計・財務上のオフバランス効果を認めてよいかということが最大の論点であったが、国際的な取り扱いに従い、最終的にはオフバランス効果を認めるという公認会計士協会の見解が発表された。

貸出債権流動化については第 9 章で詳述することにし、本章ではその存在を説明するに留める。日本における貸出債権流動化は、データ不備のため実情は把握できていない。従って、流動化の進展具合は不明だが、少なくとも CDO においては活発に取引されているとは言い難い。

第7章 インフラの問題点

オリジネーターのニーズがあるにも関わらず証券化市場の規模が小さい理由として、法制度や会計制度ないしマーケットが整備されていないということが考えられる。本章では、これらインフラの問題点を検討する。

7-1 金融インフラとは

前章までで見たように、オリジネーターとしての銀行は、リスク分担や資金調達、オフバランス化といった証券化に対するニーズを抱えているにも関わらず、現実の資産流動化市場の規模は約16兆円足らず(2001年度上期末残高)と、米国の4兆5,766億ドル(2001年上期末残高)に比べて遥かに規模の小さいものである⁴³。

そもそも証券化は、投資家のリスク＝リターン嗜好に適合したキャッシュフロー・システムを仕組むことにより金融の一チャネルとしての役割を果たすものであるが、そこでは黒字主体と赤字主体双方のニーズがマッチすることが必要である。このうち銀行が赤字主体として証券化によるメリットを享受したいというニーズは、オーバー・バンキングや諸規制等、現在の日本における金融システム事情を考慮するならば存在するはずであることを確認した。

このようにニーズがあるにも関わらず証券化の現状規模が他国(特に米国)と比べて小さい理由は何であろうか。考えられる理由として、まず法制度等の金融インフラ上の問題がある。証券化ニーズがあったとしても、それを実現する法制度や会計制度、マーケットがなくては実行に移すことはできない。また、前述した銀行のニーズが実は外部者からの判断であって、銀行の財務事情を内部者として再度検討してみると意外にも証券化の費用が便益を上回っているとも考えられる。本章では前者、すなわち金融インフラの問題を取り扱う。後者、すなわち証券化ニーズの再検討については次章で検討する。

金融インフラの種類には、法制度、会計制度等、市場参加者のルールを一旦大枠で固定するために設けるいわば(自由度が少ないという意味で)ハードなインフラ、及び、取引や清算を行う機関の参加を可能とするマーケットという(自由度が比較的大きく漸次的に発展するという意味で)ソフトなインフラがある。

第3章でみたように、金融システムを機能別アプローチで見るとは時間と場所に依拠

⁴³ 「資産流動化市場の実態分析と将来展望に関する委員会」『平成13年度 資産流動化と投資家保護に関する調査報告書』第1分冊(資産流動化研究所、2002年) p.12 参照のこと。

しない安定性を有するが、現実にはこれらの機能を提供する制度や組織は安定的ではなく、様々なインフラを整備することによって、ニーズを有する各プレーヤーが安定的な機能提供をできる土壌の形成が必要不可欠である。そして、ここでいう金融システムを根底から支える土壌がハード・ソフト両面での金融インフラである。これらのインフラは時間や地域ごとに一定ではなく、金融商品のイノベーションと市場間競争の促進の程度によって異なる様相を呈している。したがって、金融インフラを論ずる際には、時間・場所の特定が重要である。本章では主に現在の日本に焦点を当ててインフラの整備具合を検討する。

7-2 法制度・会計制度

まずハードなインフラとしての法制度および会計制度を整理・評価する。証券化に関連する法律は、特定債権法、資産流動化法が重要である。

特定債権法（「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」）は、信販会社やリース会社の有するクレジット債権やリース債権を証券化するために1993年に制定された。この法律は、自らが債権者であることを主張する対抗要件につき、債務者への通知または債務者からの承諾を債務者対抗要件とし、さらに債務者以外の第三者への対抗要件はこれらが確定日付証書によってなされることであるとする民法の原則（民法第467条⁴⁴）を緩和し、主にクレジット債権やリース債権を対象として、公告をもって債権譲渡の債務者・第三者への対抗要件とするものである（特定債権法第7条⁴⁵）。ここで債権譲渡特例法に基づく債権譲渡登記制度の創設に当たって登録免許税を非課税としたことは評価できる。

この法律が日本における証券化を始動させたといっても過言ではない。その後、1998

⁴⁴ 指名債権譲渡の対抗要件について民法467条が以下の通り定めている。

(1) 指名債権ノ譲渡ハ譲渡人カ之ヲ債務者ニ通知シ又ハ債務者カ之ヲ承諾スルニ非サレハ之ヲ以テ債務者其他ノ第三者ニ対抗スルコトヲ得ス

(2) 前項ノ通知又ハ承諾ハ確定日付アル証書ヲ以テスルニ非サレハ之ヲ以テ債務者以外ノ第三者ニ対抗スルコトヲ得ス

また、ここでいう確定日付につき民法施行法第5条は以下のように定めている。

(1) 証書ハ左ノ場合ニ限り確定日付アルモノトス

一 公正証書ナルトキハ其日付ヲ以テ確定日付トス

二 登記所又ハ公証人役場ニ於テ私署証書ニ日付アル印章ヲ押捺シタルトキハ其印章ノ日付ヲ以テ確定日付トス

(以下略)

⁴⁵ 特定債権法第7条は以下のように対抗要件の具備手続を簡易化した。

(1) 前条の規定により特定債権の譲渡に係る計画について確認を受けた特定事業者は、当該計画に従って特定債権等譲渡業者に特定債権を譲渡したときは、経済産業省令で定めるところにより、その旨の公告をすることができる。

(2) 前項の規定による公告（以下この節において単に「公告」という。）がされたときは、当該特定債権の債務者に対して民法第467条の規定による確定日付のある証書による通知があったものとみなす。この場合においては、当該公告の日付をもって確定日付とする。

年には実務家から対象拡大の要請を受けて債権譲渡特例法(「債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例に関する法律」)が施行され、債権譲渡登記ファイルへの登記という簡便な方法により第三者対抗要件を具備することが可能となった⁴⁶。また、同年に施行されたサービサー法は証券化における債権回収をスムーズに行うための法律であり、担保となる原債権の回収について、オリジネーターが窮地に陥ったときその業務を専門家(サービサー)に委ねられる体制のほうがスキーム的に安定的であることから、サービサー業務に暴力団等の反社会的勢力が参入しないよう規定されている⁴⁷。さらに2001年に施行された改正サービサー法では対象資産の限定を緩和し⁴⁸、ノンバンクの貸付債権も証券化の対象とすることが可能となった。これによりノンバンク等の債権者である金融機関の不良債権処理も進むと思われる。

次に、資産流動化法(「資産の流動化に関する法律」)は、1999年の大蔵省金融審議会による「横断的な集団投資スキームの整備」に関する提示を受けて1998年のSPC法(「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」)を改正したものである。証券化商品の発行体であるSPVの種類には、SPC(特定目的会社)、信託等があるが、従来は法人税の課されないタックス・ヘイブンで設立された海外SPCが多かった。しかし国内で完結できるスキームのほうが法的に安定であるため、国内SPCを利用することが望ましい。資産流動化法はプレーヤーのニーズに合わせて、対象資産の拡大等、証券化を促進するための工夫を施していることから⁴⁹、投資家にとってより安定性の高いキャッシュフローの確保が可能となった。

さらに、会計制度についても、2000年4月に金融商品会計基準の変更が行われ、従来から問題とされていた「消滅の認識」に対する処置が施された。これはアメリカのFASB(財務会計基準審議会)のSFAS(財務会計基準書)第125号に倣い、証券化との関連で

⁴⁶ 債権譲渡特例法第2条における第三者対抗要件は以下の通りである。

(1)法人が債権(指名債権であって金銭の支払を目的とするものに限る。以下同じ。)を譲渡した場合において、当該債権の譲渡につき債権譲渡登記ファイルに譲渡の登記がされたときは、当該債権の債務者以外の第三者については、民法第467条の規定による確定日付のある証書による通知があったものとみなす。この場合においては、当該登記の日付をもって確定日付とする。

(以下略)

⁴⁷ サービサー法は反社会的勢力の参入を排除するため、法務大臣、警察庁長官及び日弁連の協力体制が構築され(法務大臣の許可制とし、要件として最低資本金5億円、暴力団の関与がないこと、常務に従事する取締役1名以上に弁護士が含まれていること等)、取り扱える債権を「特定金銭債権」「金融機関が有する」または「有していた」貸付債権が中心)に限定していた(ノンバンク貸付債権の回収は必ずしも緊急性・必要性のない先や悪質な先を助力することになるとの判断から金融機関等と一定の関係を有する者に限定。対象も不動産担保付かつ事業者向けのものに制限)。しかし脚注8でみるように対象債権の緩和がなされた。

⁴⁸ 改正サービサー法は資産流動化法に基づいて設立されるSPCの債権を対象としており、キャッシュフローを生むあらゆる金銭債権がサービサーによる債権回収の対象となり得る。

⁴⁹ 資産流動化法は、対象資産を拡大し(不動産・指名債権 財産権一般)SPCの設立手続を簡易化(登録制届出制、最低資本金300万円100万円)商品設計の自由度を増している(転換社債・優先出資引受権付社債の発行を可能に)。また、特定資産取得のための借入を認めたことにより、オリジネーターが信用補充の一環としてSPCの発行する劣後債を購入するのではなく、貸付という形で資本増強をすることが可能となった。

トラックレコードや信用リスクの分析を困難にするとされている真正売買問題について、オリジネーターのバランスシートの健全化を試みたものである。これにより「飛ばし」と呼ばれるようなオリジネーターの身勝手な証券化は相当程度回避できるようになった。しかし、SPC とオリジネーターの関係には目に見えない主従関係が存在すると考えられるため今後も整備の必要があろう⁵⁰。

以上をふまえてハードなインフラを総合的に評価するならば、効率的な証券化を促進するための制度は基本的に揃っているといえる。そもそも法制度・会計制度というインフラの性質上、実務の要請により適宜改正がなされるものであり、また、実務に沿うものでなくてはならないことから、目立った問題が出てきて改正または新たに整備する必要に迫られるのは、証券市場での流通が盛んになってからであると考えられる。

インフラを整備する際は、個々の制度だけでなく、証券化と関わりのある全ての制度・規制・マーケットの現状をみる必要がある⁵¹。間接金融に頼っている中小企業や個人が今後資本市場における直接調達を考える場合にインフラに基づく流動化・証券化スキームを基本としたストラクチャーが重要な位置を占めることを考慮したうえで、これらのプレーヤーが参加するマーケットの要請に応える、迅速かつ確実な改正が望まれる。

7-3 マーケット

そこで短期的に整備を急ぐ必要があるのはマーケットということが分かる。マーケットには発行市場（プライマリー・マーケット）と流通市場（セカンダリー・マーケット）があり、発行市場は主にオリジネーター、流通市場は主に投資家のニーズにより発展していくと考えられる。

しかし日本で証券化商品を普及させていく場合、発行市場が先行し、流通市場の醸成は重要であるにも関わらずおざなりにされる危険がある。なぜなら、日本のアレンジャーは証券発行までのアレンジに力を注ぎがちで販売ノルマを達成することに必死となり、流通市場を含めた証券市場全体の形成まで配慮がなされない可能性があるからである。しかし、発行市場は流通市場とともに発展することによってはじめて発行市場でも適切なプライシングがなされるものである。現状のままでは流通市場での流動性の低さを反映して、発行市場でも割安にプライシングされるおそれがある。

⁵⁰ ただし、このような会計制度の変更が頻繁に行われるようであれば、システム変更に伴う事務コストや煩雑な手続の観点からは証券化商品の普及に支障が出てくることもあろう。

⁵¹ 流通を促進する税制（オリジネーターの資産売却利益に対する繰り延べ課税等）等、証券化スキーム周辺に関するインフラの一層の効率化を検討しなくてはなるまい。

このように日本の流通市場はその機能の基礎を欠くことから、オリジネーターが適正価格で資産を譲渡したいと思っても不可能な状況にあるといえる。したがって、未熟な流通市場は投資家の意欲のみならず、オリジネーターのニーズにより発展しうる発行市場の醸成をも阻害しているといえよう。日本のマーケットは、発行市場と流通市場が共に発展するという方向に向かう必要がある。

それにもかかわらず我が国では長い目で見た場合に金融システムを機能させるために欠かせない流通市場は未発達のまま現在に至っている。このままでは、せっかく投資家が証券を購入する意欲を示しても、いわゆる「持ち切り」の形でしか購入することができず、流動性選好の強い個人を含む幅広い投資家にとって証券化商品の敷居が高いものとなっている。投資家にとって、投資利益におけるキャッシュフロー重視の傾向が出てきたとはいえ、実際の利益にはキャピタルゲインも含まれることから、投資における重要な要素として、利回りと並んで出口戦略（Exit Strategy）があげられる。したがって、競争的で裁定の働く流通市場は投資家が出口戦略を考えるうえで非常に重要である。証券発行の形式をみると私募形式が公募形式の4倍にも上ることは⁵²、流動性選好の比較的弱い、限定的な投資家しか購入できないようなマーケットであることを暗示している。

では、どのようなマーケットが望ましいのだろうか。そして今後そのようなマーケットを形成するためのキー・ファクターは何であろうか。上述した流通市場のみならず、発行市場についても考えてみる。マーケットの醸成には、オリジネーターの直接的な証券化ニーズの増加（特に発行市場に関して）ないし投資ニーズの増加を介した間接的な証券化ニーズの増加（特に流通市場に関して）を通じたクリティカル・マスへの到達が必要である。

まず、発行市場については、企業が資金調達を間接金融主体で行っている限りにおいては、銀行が貸出金利をリスクに見合う程度まで引き上げることによって企業の市場依存度を高くしたり⁵³、本稿の提示する銀行の貸出債権証券化をしたりなど⁵⁴、間接金融の枠内で埋もれている金融ニーズを活かして発行市場自体のボリュームを大きくする必要がある。ボリュームを大きくすることによって公募発行が主流になれば、投資適格性に基いてスプレッドに格差がつくようになる。私募形式や間接金融ではそれほど差が広がらない、信用リスクや流動性リスクに見合ったスプレッドを価格に反映しなくてはならない。金融に

⁵² 「資産流動化市場の実態分析と将来展望に関する委員会」『平成13年度 資産流動化と投資家保護に関する調査報告書』第1分冊（資産流動化研究所、2002年）p.10参照のこと。

⁵³ 本来、銀行が（特に中小企業向け貸付において）適切な利鞘設定を行っていれば、現在ほど間接金融の規模は拡大しなかったと思われる。貸出におけるダンピング状態を脱し、金融市場全体で合理的な取引を可能としなくてはならない。すると、当然、企業は資本市場と銀行借入との調達コストを比較することになり、資本市場を利用したほうがコスト安であれば間接金融への依存度は少なくなるはずである。

⁵⁴ 仮に（そして現実的に）オリジネーターである銀行にとって資産売却によるキャピタルロスが出るのであれば、証券化のニーズは薄れよう。しかし、今後は自己資本比率を高める必要性からキャピタルロスを生じさせても資産を切り離す必要に迫られるのではないだろうか。

も競争原理を導入して、企業が資金調達をする際には高リスクの企業は高いスプレッドを、低リスクの企業には低いスプレッドを乗せるという根本的な問題が解決される必要がある。

しかし、このような流れを阻害するのが低金利である⁵⁵。今のように金融緩和のマーケット状況では、わざわざ資本市場から調達しなくても、銀行貸出によるほうがオール・イン・ベースのコストで計ると安いコストで調達できるというのが実態である。そうなると、オリジネーターの資本調達ニーズに疑問符が打たれることになる。オリジネーターのニーズが資本調達ニーズ以外のニーズ⁵⁶にあるということになれば、本来金融の一チャネルとして存在すべき証券市場の意義は薄れるのではないだろうか。今後、日本においてもリスク管理が進み、リスクとスプレッドの関係が正常に戻るまでは、市場が成熟しているとは到底言いがたい。このように資本調達コストの適正化がなされたときこそ、企業の財務管理をしている人間から見て、様々な金融ツールから証券化を選択するだけのメリットがあると言えるのである。

流通市場についても、日本ではなきに等しい。流通市場とは、「単に取引のための市場があるというだけではならず、少なくとも投資家が投資対象を売却したいと思ったときには、必ず、（規制価格ではなく）自由市場原理にもとづいた購入希望価格（ビット・プライス）を提示する者が存在することが制度的に確保されている金融資産の流通市場」⁵⁷をいう。

しかし、発行市場同様に、ボリュームが小さいことや、情報の非対称性のもとで多様な投資家が生まれにくいこと、金利が低いこと等が理由となり、マーケットとしての機能を果たせていないのが現状である。また、ボリュームや投資家層の問題と関連するが、定型的商品がないということも証券化商品を流通しにくくしている一因である。

投資ニーズを介した証券化増加のためには質の高いプレーヤーの登場が望まれる。投資家のニーズあるところにビジネスチャンスがあるのだから、オリジネーター側の証券化ニーズが所与であると考えれば、証券化により投資家を惹きつける商品の提供が可能である点を市場参加者の共通認識として、投資家を増やす必要があるからである。すなわち、投資家の求める質の高いサービスを各プレーヤーが提供し、結果的に証券化商品が蓄積されて市場のボリュームが大きくなり、適切なプライシングが可能となるのである。

投資家のニーズに合わせた様々なリスク＝リターン・バランスを有する証券化スキームにおいては、キャッシュフローの安全性、流動性、収益性の複雑化に伴い、キャッシュフローを分析する格付機関や、さらにこれを投資家に分かりやすいように説明するアンダーライターの登場が証券化には不可欠である。また、キャッシュフローが滞りなく SPV に流れるのを助けるサービサーも重要である。

⁵⁵ 詳細は後述する（第8章、第9章）。

⁵⁶ 詳細は後述する（第8章）。

⁵⁷ 大垣尚司『ストラクチャード・ファイナンス入門』p.78参照。

第8章 貸出債権証券化 不活発の理由：仮説の提示

前章までにおいて、効率性の観点からは銀行のニーズに対して、貸出債権証券化は拡大することが考えられたが、実際に経済主体としての行動に至っていないことが示された。本章では、記述してきた貸出債権証券化が不活発である理由を、銀行行動に対する仮説の提示と検証を通じて考察していく。そして第9章において、これらの事実から演繹される今後の展開を述べていく。

仮説 資金調達に関するニーズが存在しない

第5章二節では、銀行の資金調達の際に、規制下でない他の主体に比べて高い資金調達コストが求められる点を考察した。特に自己資本の拡充の観点と、金融債などの信用リスクが顕在化しやすい環境下において、調達コストが不利になるために、貸出債権証券化による代替は、効率性の観点からは望ましいと結論付けた。しかし、現状に対してそれが顕在化していない。その理由を、ここではA.オーバー・バンキング、B.金融緩和、C. Too Big to Fail 構造の三点より考察していく。

検証 A. オーバー・バンキング現象⁵⁸

国内の銀行は約 720 兆の資産に対して、約 520 兆円の資金調達を預金で行っている（2002 年度三月期末）。図 8-1 に示される様に預金量は 90 年代以降も増え続けており、超の付く低金利による資金調達が可能となっている。この預金規模が通常過大とされ、オーバー・バンキングと呼ばれるが、その理由としては ストック面のデフレが続く中で政府保証のある安全資産であること、オルタナティブな投資対象（例：ミューチュアル・ファンド）が収益性・認知度・利便性などの観点から確立されないこと、などが挙げられる。

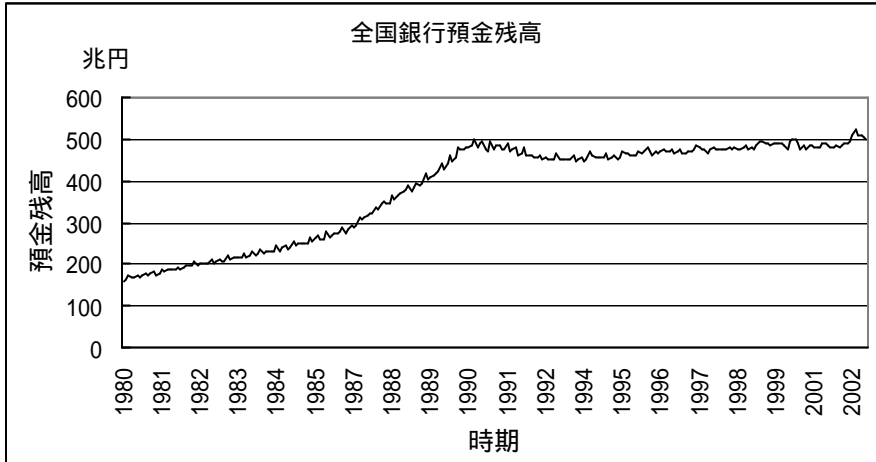
預金に対しては現在、0.084%の定額預金保険料が預金保険制度によって徴収されているが、リスクに見合った保険料が徴収されるわけではない（銀行のモラル・ハザードに左右されない）。米国においては、預金保険制度が各銀行のリスク・エクスポージャーに応じた適切な保険料を決定する為に、却って預金がコストの高い資金調達とすらなった経緯がある。これらの事を加味すると、現状の制度は預金を銀行にとって有利な資金調達手段となっている可能性がある（預金保険制度については第9章においてより詳しく検討する）。

ただ、預金に関する維持管理（キャッシュディスプレイ、ATM など）費の存在を加味すると、預金が必ずしも有利な資金調達であるともいえない。

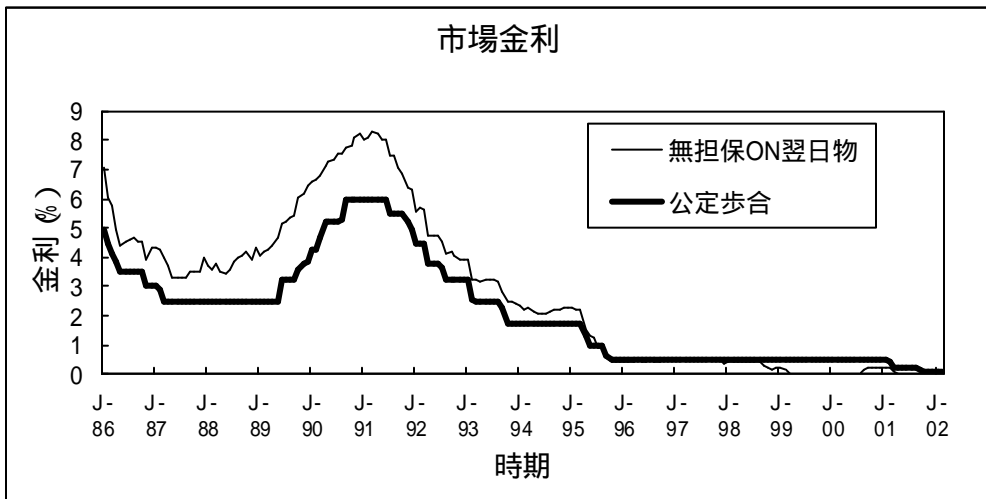
検証 B. 金融緩和下における資金調達の容易性

銀行業は、業態的な運用ニーズと、流動性のラスト・リゾートとして、非金融部門には無い短期金融市場と公定歩合による日銀貸付、という二つの資金調達手段も有している。図 8-2 に示される様に、90 年代後半以降、短期金融市場・日銀貸出における調達レート

⁵⁸ オーバー・バンキングには 過大な預金、銀行による過剰貸出、銀行数が多すぎること、の三種類の理解があると考えるが、Bankingの直訳である をここでは使っている。



(図 8-1)日本銀行調査統計局より作成



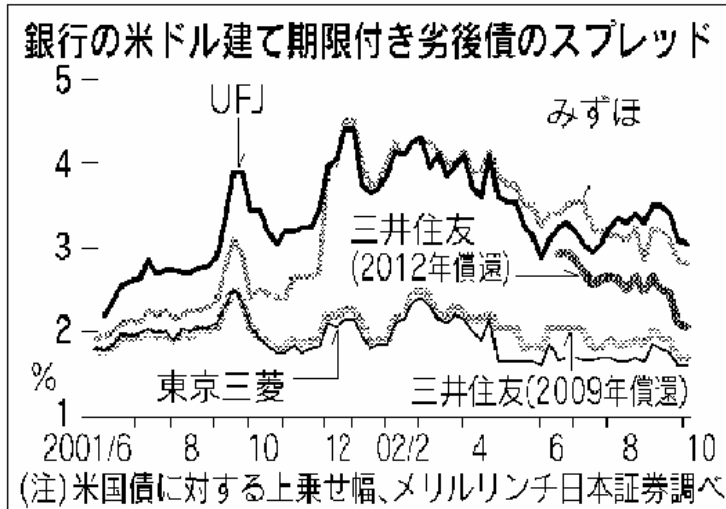
(図 8-2) 日経 NEEDS より作成

は、金融緩和により急速に低下した。長期的に低水準となった金利水準は、銀行が流動性を確保する場合のみならず、資金調達が必要な場合にも、その調達コストを低下させた。そのため、あえて貸出債権証券化という手段を取らなくても、BIS 規制の及ばない範囲では資本コストが低いままで維持されたことを示している(BIS 規制については後述する)。

検証

C. Too Big to Fail 構造による信用リスクの消滅

前述の資金調達における困難は、部分的には資金提供者からの自己資本拡充ニーズに依拠するものだった。だが、クレジット・リスクが認識されない状況下では、このニーズが消滅するとも考えられる。その理由の一つとして考えられるのが、一般に Too Big to Fail と呼ばれる、銀行不倒の想定である。すなわち、大きな銀行の倒産の外部性が大きい場合に、「銀行自体がデフォルトに陥る前に公的な介入が行われ、少なくとも債務不履行には至



(図 8-3)
2002/10/03
日本経済新聞朝刊
p18 より引用

らない」、という期待を資金調達者が抱く事によって、資金調達条件の緩和とリスクが認識されなくなることである。

銀行へのモニタリング機能を担うとされる劣後債の спреッドを見ると、公的介入の可能性が高くなった現状（2002年10月現在）には却って縮小する傾向にある事が示される（表 8-3）。銀行業の債務償還が暗黙の政府保証として認識されている場合、当然ながら銀行業は資金調達コストが低下する。

仮説 に対する結論

現状において銀行業は、少なくとも量的緩和と不倒の想定の中では資金調達において新たなスキームを確立する必要がないと考えられる。つまり、第 5 章における「銀行貸出債権の質が非対称情報である事による、資金調達コストの相対的なハンディキャップ」が、コール市場を始めとするゼロ金利調達によって、無効化している事が考察される。

仮説 経営モデルの変化は志向されていない

第 5 章においては、現状において環境変化により銀行の経営転換が望まれることも考察した。つまり、不良債権のカバー能力が低下し、ROA・ROE が低迷している中で、資産規模の縮小とより付加価値生産を行えるビジネスモデルの追究が必要とされていると考えられる。その過程で貸出債権証券化は、過大な貸出資産を切り離すツールであり、情報生産へ特化できるパスとなる、と捉えられたものの、やはり実行段階にはないといえる。その理由として A. 資産規模縮小への抵抗、B. ビジネスモデル変更への調整コスト、C. 証券化に際する前提条件の欠落、D. 証券化による不良債権の表面化、を挙げる。

検証 A 規模縮小への抵抗

池尾・永田[2000]によれば、ビジネスモデルの転換において必要な再編内容は 資産規模の圧縮、雇用・資金構造の見直し、であり、雇用者総数を大きく減らす必要はない、と考えられる。つまるところは、より少ない資産に対するサービス産業を志向し、賃金水

準を経営内容の生産性に応じて下方調整することができれば、今後も同じ雇用規模は保つ事ができる、ということである。しかし、既存の銀行は規制レントをいかに獲得するか、という規模拡大志向のもとに発達してきた経緯があり、それが従業員の人生設計や要望にビルトインされてきたことを考えると、賃金を下方調整するのも、リストラを行う事も難しいと判断される。結果、より多くの案件（貸出資産）を抱える戦略が維持されやすいことにもつながる。これは、次の項でビジネスモデルの調整コストとして扱う。

検証

B. ビジネスモデル変更の調整コスト

前述の新たなビジネスモデルへの移行は、収益性の面では米国での先例もあり評価されるが、実務的に移行することは困難である、という見解をより強調する意見として、経営方針の変更に関して、銀行業の組織的な意思決定に着目する。

現在、依然として従来利ざやによるモデルが追求されている理由として、リストラが困難である、というだけでなく、Coate & Morris[1995]の「政策の持続性」とミルグロム・ロバーツ[1997]の「インフルエンス・コスト」をまとめると以下のように要約される。

組織の戦略転換を行う際；

- ・ 変更による利益と損失の分布が事前には不確定である
- ・ 政策を維持する為には改めて合意を取り付ける必要がない
- ・ 既存の政策を変更することは、企業特種的なサンク・コストを誘発する
- ・ 複数の意思決定が、多数の意見伝達者のもとで行われる
といった条件のもとでは、調整コストが肥大化し、転換が行われにくくなる

四大メガバンクに限って見れば、元々は複数の銀行であり、極めてユニバーサル志向であることから、特定のビジネスに注力する事は合併の前提とはされていない。また、日本における新たなビジネスモデルが実践されていないこともあって、既存の戦略への合理性が存在するように捉えられている可能性も否定できない。

その様な中で、例えばリテール・ビジネスへの拡大は D.アトキンソン[2002]が指摘するように、既存の必ずしも専門には基づかない業務への集中が必要とされる。また、池尾・永田[2000]が主張するように、サービス化にあたっては、より専門的な人材が職務ごとに異なる賃金体系に基づいて働く必要がある。その結果、既存の「集権的人事決定とそれに伴うジェネラリスト的訓練」という形態から「分権的人事管理と集権的な意思決定・情報伝達」という組織形態への移行が必要である。この事は、法人を専門の収益源とし、ジェネラリストとして訓練され、人事的な社内風土の中で働いてきた銀行内の従業員に対し、かなりの企業特種的なコストがサンクすることを意味している。

この様に、新しいビジネスモデルに対する転換が大きな調整コストを必要とする中で、仮説 A の様に貸出分野で追加的に利ざやを上げる可能性が残されている場合、新たな政策（ビジネスモデル）を追及するよりも、信用リスクをテイクする従来の収益構造が維持されることにつながる。

以上のA,Bを強化する背景として、日本はリコース・ローンを中心に貸出が行われていたという事実も挙げられる(内藤[2002]など)。リコース・ローンとは企業の純資産(純資産が乏しい中小企業の場合は、経営者の個人保証)が見合いになって信用が提供されるパターンのローンであり、平たく言えば求償権が企業の資産にまで及ぶ形態である。具体的には、担保付債権そのものであり、たとえ契約上無担保融資が行われていたとしても、企業の資産が信用を裏付けていた。これは、企業価値に強く依存する概念であり、実際に当該企業のキャッシュフローの割引現在価値としての意味が薄かったと思われる環境においては、担保(特に不動産価格を参照しただけの情報生産が行われやすかったことも示唆している。この事は、各々のローンに対して、証券化の際に情報生産を行う際には、もう一度評価を行う必要があったのではないかと⁵⁹、と考えられる。

それに対して、欧米ではノン・リコースの融資形態、すなわち、「特定の事業のキャッシュフローに着目し、これを見合いに融資し、場合によってはこのキャッシュフローを差押さえることによって債権を保全することが、金融界の一般通念とされ」(内藤[2002] p5より引用)していた。つまり、融資案件に関する情報生産がかなり機能的に行われることで、実際にCLOの組成を行うにあたっては情報を加工するだけの状態があったと考えられる。つまり、準備があったので組成費用が日本に比べ割安だったのではないかと、ということである。

第5章に述べたように、過当競争状態にある銀行業保有債権は、既存のバランスシートにおいて内部評価してきた債権価値が、市場評価によって下落する可能性がある。これらの場合、十分な引当やクレジット・スプレッドが上乘せされていないまま証券化を行うと、オフバランス化やALMニーズによるメリット以上にその債権評価が下落することが考えられる。また、不良債権に関する引き当てが十分でないような場合においても、市場評価は銀行内部に債権を保有するインセンティブを与える。後者の不良債権の場合は、市場評価の適切性も問題であるが、前者の場合においては確実にロスが発生し、損失の計上が必要であるため、証券化への障壁となっていると考えられる。

仮説 に対する結論

以上見てきたように、日本の銀行における証券化が困難であることの背景には、企業内部の経路依存性が強く関わっていることがあげられる。換言するなら、ドラスティックな経営転換を迫られた場合には、これらの状況が打破されることも考えられる。詳しくは第9章にて後述する。

⁵⁹ 齋藤[2001A]では、このような背景を前提として、大口不良債権の証券化に伴う価値評価からノン・リコース・ローンの情報生産能力を養うべき、という議論を述べている

仮説 現状において、証券化ニーズは全く無い

仮説、による消去法的な考察からすれば、現状における国内の貸出債権証券化への取り組みは、ニーズが存在しないので行われぬ。しかし現行において細々と行われている理由としては、BIS基準のリスク・アセット削減のニーズとして捉えられている事が考えられる。

検証

金融庁は1998年10月以降、早期健全化法の適用がBIS基準を満たせない銀行に対して行われてきた。対外取引を失う事に対するプレッシャーは大きく、リスク・アセットの縮減へのニーズがこの時期多くなった頃から、大手銀行のCLOの組成が行われ始めたと考えられる。

また、2001年以降の株安がもたらした自己資本の収縮が、2002年後半における新たな組成案件を招いていると考えられる。これらの組成においては、信用リスクからリターンを得る誘因があるが、BIS規制の存在の為に、自己資本制約を満たすべくリスク・アセット削減を渋々行っている、と捉える事もできる。これを本末転倒と取るべきかについては議論しないが、銀行業は第5章で述べた内生的制約やファンダメンタル・ニーズにこたえるのではなく、外生的制約によって証券化を行っている、と結論付ける事ができる。

総括

以上、証券化ニーズが、銀行主体にとってどのように捉えられているかを、多少主観的な仮説に基づいて考察した。主な結論としては、経路依存的な銀行内部の意思決定と環境、そして外生的なBIS規制によって現状の証券化市場は促進されていると考えられるだろう。しかし、効率性に中立な観点から考えれば、第5章で述べたその他のニーズを満たすことも十分可能性としてはある。これらの可能性を、第9章ではシナリオ想定とシミュレーションにより分析していく。

第9章 今後のシナリオ想定

前章における仮説の検証において現在貸出債権の証券化が進んでいない理由としては、証券化を基本的に BIS 対策としてしか捉えていないからではないか、という結論に達した。ただ今後の状況を考えると、2002 年現在の大幅な株安などの経営圧迫によって BIS 規制ニーズからでも証券化がかなり進展する可能性はある。しかし、それでは今後においても貸出債権証券化が BIS 対策としてのニーズしかないのか、ということについては別途検証の必要がある。そこでここでは貸出債権証券化の今後の進展を、シナリオを想定するという形で検証する。シナリオについては、将来取られ得る、もしくは起きる可能性の高い状態において、現行の不活発な貸出債権証券化市場が変わる可能性をみていく。特に 流動化の進行 預金保険制度の変更 金融引き締め の三つの状態に関して述べ、また現状において BIS 対策ではなく行われている CLO のケースをみる。

9-1 今後考えられるシナリオ1

まず仮説の検証から、銀行が経営モデルを変更しないがゆえに、今後も貸出を積み増していくという経営戦略を銀行がとり続けた場合、果たしてそれがうまくいくのか、ということを考える。

前述したように適正利鞘の確保という観点からは、銀行の内部的な要因だけではなく、企業の低収益性、オーバー・バンキング、大手企業の銀行離れ、中小企業への貸付義務化などの、銀行によって改善することは難しい外部要因の影響が非常に高い。そしてそれらの要因は、放置されたままだと今後悪化する可能性はあっても改善される方向にあるとは考えにくい。よって適正利鞘の確保に向けて銀行が努力を続けても、それが完全に実を結ぶという結論は導きにくい。

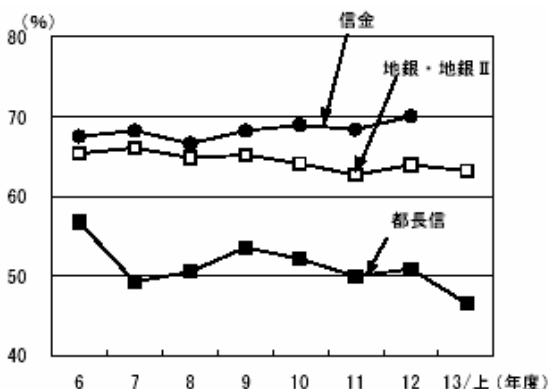
しかもそもそも貸付とは（特に日本において）、貸付業務のみならずモニタリングやその他サービスなどのもっと総合的な関係までを範疇に入れて考えられている。しかし、このようなオーバー・バンキングの状態では数少ない有力企業に多くの金融機関が貸付を行っている状態では、そのような総合的な関係を持ちうるのはごく少数の大手金融機関だけである。そしてその他の貸し手は、実はその会社の社債を購入した機関投資家と大差ないような、投資的な貸付にとどまってしまっているといえる。

このように同じ銀行を考えてもタイプとしては二つ考えられ、一つは大手都銀を中心とした伝統的な貸出を行いつづけている銀行、もう一つは地銀など中下位の金融機関で、貸付を行っているとしても投資家と差異のない、（ただ参加しているという意味で）参加型の貸

出を行わざるを得ない銀行とに分かれるのではないかと想定できる。この参加型の貸出を行わざるを得ない銀行がどのくらい存在するのか、ということは一概にはいいきれないが、大垣[1997]によると基準として第二地銀以下、もしくは貸付上位5行以外という基準から、少なくとも27~42兆円程度の規模については、相当融資取引の形骸化が進んでいるとみている。

このような状況が今後も続くと想定した場合、まず考えられるシナリオは銀行業界内での激しい貸付競争と、それに伴う中下位金融機関のクラウドアウトである。オーバー・バンキング状態で他のビジネスモデルもままならず、今後さらに経営状態が悪化していくことを考え合わせると、多くの銀行にとって何とかして貸出積み増しを達成しようと激しい競争を行うはずである。しかもコスト面から考えると、有力先からある程度値切られても貸付を行うほうが、苦勞して新規貸出先を見つけることよりも断然優れていると考えられる。しかし中下位の金融機関は通常、これまでのコスト削減面(図9-1)などから大手銀行の優位性を突き崩すことは難しいので、多少の無理があっても何かしらの経営転換を積極的に行っていかなければ、生き残っていくことができないことになる。

(図9-1) 業務別の経費率(経費/粗利益)



出典：日本銀行検査局 2002 「本邦金融機関による経営課題への対応状況」

この経営転換に関しては全てを一括りにしては分析できないところはあるが、現状の手数料ビジネスは金融先進国の米国でもそれを完全に軸においた経営はなされてはいないことからわかるように、貸付の利鞘を完全に補えるほどの収益性を持っているものはいまだ存在しない。また、リテール分野に関しても、かなりニッチに特化するということも考えられるが、基本的にはブランド力の勝負、全国的なサービスの提供勝負などが中心となるため、大手に対抗し難い部分が多い。このような状況下では中下位の金融機関は絶対的な規模の縮小を余儀なくされてしまう。ただそれがある程度免れないものだとしても、今後金融機関として生き残っていくためには、すでに形骸化してきた貸付をこれまで以上

に純粋な投資と割り切り、実質的な機関投資家として効率性を高めていく、という経営方針が一つ想定可能な経営戦略となる。

そして参加型の貸出を行っていた金融機関がより機関投資家型にシフトするなかで、正式な貸付に比べ収益性が劣るとしても、ローンの譲渡やローン・パティシペーションといった流動化が活用されることになる。流動化は日本においてはデータが存在しないのでどの程度進展が行われているかを知ることはできないが、そもそも地銀などはポートフォリオ上自分の地域以外のローンを欲するというニーズも存在し、流動化に対するニーズは相当存在するものと考えられる。

また大手金融機関に関しても、有力先等への貸出の積み増しは行っていくものの、過大なリスクを負ってしまう可能性があることや BIS 規制・ROA を重視せざるを得ない状況では、そこまで貸出の積み増しを行い続けることはできない。そこで自行は表面的な貸し主としての地位を保ったまま、ローン・パティシペーションなどによって参加型金融機関にセルダウンしていく、という新しい形のシナリオも想定することができる。実際の動きとしても大手銀行が系列地銀にセルダウンしていく動きは強まってきているという。

このようにデータ上は判断しづらい部分はあるが、中下位の金融機関を中心として、貸出債権の流動化は今後十分進展していく可能性があるといえる。

9-2 シナリオ1に対する証券化の可能性

前節において今後貸出債権の流動化は進展していくのではないかと、いう結論には達したが、では貸出債権の証券化まで進展するのか、ということには検討が必要である。

まず証券化においては公募形式と私募形式とがあり、米国の経験からみても、貸出債権はその商品の特殊性から一般投資家に直接的に向いている商品ではなく、主に機関投資家を対象に私募形式で取引されることとなるはずである（私募形式であっても機関投資家同士であれば取引可能となる）。

そして流動化と私募の証券化を比較した場合、ケースバイケースの側面があるとしても、基本的に証券化はセカンダリー・マーケットを有するという観点からみると、証券化のほうが有利な商品であるということがいえる。流動化は確かにカスタマイズした形で商品を提供できるが、一度購入すると買いりの状態に陥ってしまうために、おのずと狭い範囲でしか取引がされないようになってしまう。それに比べると証券化が十分進展すれば参加者・サービスの拡大やデータの整備、フォーマットの確立などから、より低コストで発行できるようになるはずである。

ではなぜ流動化より証券化を選ばないのかということを見ると、一つは証券化の市場が充分整備されていないという点と、もう一つは当面の間は機関投資家への販売を避けた

いという点が考えられる。それは市場の整備がある程度進展しないとコスト面で証券化を行うインセンティブが下がってしまい、また機関投資家型の金融機関にとっては流動化商品にとどまったほうが、当面の間はライバルなどの関係上有利になる部分があるためである、といえる。しかし後者の点については規模が拡大していけば、一般の機関投資家も巻き込むことになる可能性が高く、市場整備の点だけが問題となる。

逆に言えば市場整備をしっかりと行うことができれば、貸出債権の流動化の進展、そして私募形式の証券化へというシナリオが現実のものとなる可能性があるわけである。

9-3 オーバー・バンキングと預金保険制度

Miller[1995]は預金保険制度と銀行の資金調達に対して興味深い見解を示している。

「当時、メリルリンチは米国内最大の銀行であった。そこでは、要求払い預金を資金調達の手段としては捉えられていなかった。また、政府による預金保険制度は、保険の提供と保険料の徴収を天秤にかけ、1990-92のS&L危機の際には制度はネットの補助金として捉えられていたが、現状では多くの銀行家が保険料は保険の便益よりも割高である、と考えている。」

(Miller[1995] p.485 を著者意訳)

日米の預金保険制度は、以下の表の様に要約される。

(表 9-1)

	日本	米国
設立年月	1971年(86年に制度拡充)	1971年
監督権限	なし・業務上必要な資料提供に対する請求権	あり・FRB非加盟・FDIC加盟州法銀行
対称金融機関	銀行,信用金庫,信用組合,労働金庫	連邦免許銀行, FRB加盟州法銀行, 連邦免許貯蓄金融機関
正味流動資産	3兆1167億円(2002年3月末)	417億ドル(2002年第二四半期)
保険料	保険対象預金の0.048% + 特別保険料0.036%	保険対象預金の0~0.27%
保険限度額	一人当たり1000万円(名寄せ・債務相殺の必要あり)	一人当たり10万ドル
破綻処理上の役割	ペイオフ、または合併などに対する資金援助を行う。	ペイオフ、資金援助のほか、P & Aやブリッジバンクの設立等も行う。

翁百合[1998]を 預金保険機構、FDICの貸借対照表により著者が改訂

第5章でも述べた三つの外部性の中でも、銀行業が預金保険制度によって保護される理由は主に 決済システムの安定、預金者保護、の二点である。だが、現状において RTGS⁶⁰ による決済リスクの低下と、決済性預金の創設が導入に向かっていることを鑑みると、これらの外部性は一様に低下していると考えられる。現に、ペイオフ凍結は預金の全額保護を意味していたが、先送りと漸進性に悩まされながらも少額預金の保護へと制度は変わりつつある。

しかし、冒頭に挙げたような、米国で意識された預金保険制度がコスト高である、という議論は残存している。日本では預金保険料が同一条件にて付与される為、銀行業がよりリスクを取る行動に出るモラル・ハザードの余地がある。具体的には、預金保険の提供コストにおいて、米国ではリスク・エクスポージャーに応じた変額の保険料が取られるのに対して、日本では一律合計 0.084% という固定額が徴収されている。よって、銀行が自主的に健全性を高める誘因と整合的でないため、モラル・ハザード抑止の観点からもリスクに対して適切な預金保険料が徴収される事が望ましい。同様の議論は池尾[1990][1995B]においてもなされている。

規制の観点から考えれば、リスクと保険料の整合性を取る預金保険料制度が将来的に導入される可能性は高いと考えられる。特に現状において、預金が有利な商品となり過ぎていた側面は、銀行に対する資金調達面でのガバナンスを弛緩させていると考えられることから、競争促進策として採用されることが考えられる。

その際には、銀行は預金に対しての保険料を預金者自身か、自らの収益内より負担する事になる。前者の場合ならば、資金の収益率の差異から預金が他の対象へと向かう事が考えられ、後者の場合では銀行の資金調達手段としての預金が割高になる事が考えられるだろう。どちらにせよ、銀行の資金調達面に対する供給が、コスト面が量的な面において不利となり、冒頭で述べたメリルリンチのように、預金を主な調達源としなくなることも考えられる。その際、代替的となるのは債券（金融債）もしくは株式であるが、債券の発行金利が預金の高コスト化に伴って上昇し得るし（需要の増大）、株式の新規発行にはより高いコストが高株価のシグナリングによって起こってしまう。このことにより、前述の貸出資産削減の傾向とあわせると、CLO を用いた資産金融は有用な選択肢となると考えられる。

⁶⁰ Real Time Gross Settlement ... 時点ではなく即時決済の形式を取る制度

9-4 金融緩和状態からの脱却

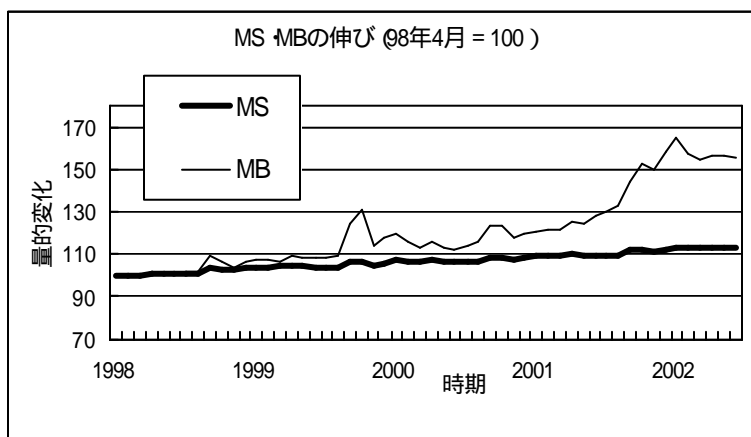
(図 8-2) の様に、日本は 90 年代後半より金融緩和側面にある。銀行が低金利の恩恵を受け⁶¹、この緩和政策に対して、いずれ将来には引き締めが行われる可能性は十分に考える必要がある。その際、金利上昇が起こる条件は、以下のような場合ではないかと考えられる。

量的緩和の費用（過剰流動性の供給）が、流動性制約解消の便益を明らかに超えている、という理解が浸透した場合

実際にインフレーションが管理できない水準まで上がる、もしくは上がりそうだとの観測がもたれた時

国債発行に対するクラウドアウトが、民間資金需要の増大により高まった場合

に関しては、金融政策の独立性にも関わるが判断が困難である事と引き締めは政治的な抵抗を受けやすい事から、実施される見通しは、80 年代の運営⁶²を考えると低いといえる。だが、 については現状において、マネタリーベースがマネーサプライの増加に繋がらない原因（図 9-2、信用乗数の逡減）が何らかの形で解消された場合に、過剰流動性が現実化し、物価上昇に繋がる可能性が考えられる。その際には、日本銀行はそれを放置せず、



(図 9-2)
日本銀行調査統計局より作成

金融引き締めを行う事が考えられる。 のケースは、民間において投資需要が増えた際に、

⁶¹ 川本[2001]は日米の資産運用リターン之差として、10年間で国民にとって32兆円の逸失利益があったと述べている

⁶² 上川[2002]は80年代バブルにおいて、日本銀行の独立性の低さがその原因ではなく、資産インフレを認識できなかった点を強調している。ただでさえ、政府・大蔵省から緩和要求を受ける中で、引き締めの必要性がこのように不明確な実態を考えると、現状認識の正しさと独立性を保つことは今後の難題であることが伺える。

物価上昇を招かずに国家財政と企業金融をファイナンスできない場合に、顕在化しうる。

～ に関してはより緻密な想定が必要だが、ここでの目的では将来の金融引締め想定に足り得るシナリオの提示なので割愛する。

これらの金利上昇において重要なのは、銀行が二つのルートにより損失を被ることが考えられる。一つ目のルートは ALM リスクである。銀行は現在過剰な金利上昇のリスクをとることで収益をあげている、と考察される（齋藤[2002]）。この状態で既述の金利上昇が起こると、デュレーションの極端なミスマッチから、一時的に時価では債務超過に陥る事も考えられる。二つ目のルートは、資金調達部分であり、実際に金融引締めやクラウドアウトは実質金利の上昇を伴う為、経営の効率性に対してプレッシャーがかかる点が挙げられる。

以上、この節では金利上昇の可能性に言及したが、これらの際、銀行は金融緩和によって受けてきた資金調達面での恩恵を失う事になる。これは第 8 章で述べてきた部分的な資金調達ニーズの顕在化を招くといえる。資金調達は、その単一の側面だけでなく、資本コストの要求が企業のプロジェクトの採用にまで響く為、この影響は大きいといえるだろう。

貸出債権証券化はこの環境下で、経営転換・資金調達側面の緩和という二方向での触媒となると考えられる。また、歴史上あまり例の無いゼロ金利下において、規制産業からの脱皮を図れていない外部性の強い産業、という環境そのものが、現代の金融機関の置かれるファンダメンタルからの乖離である、という捉え方もできなくはない。そのような文脈では、金融機関がいずれこのようなファンダメンタルなニーズへと回帰していく、という表現が合うだろう。

9-5 具体例

ここまでで、活発化しない CLO 市場に対して、保護的・特殊とも思われる金融機関の環境が是正される状態を想定した。ただ、ファンダメンタル的なニーズに応えている証券化の例が無いわけではない。ここでは、ある程度説明力を持つと思われる新生銀行の CLO と、クレジット・クランチ期のケースを例としてとりあげる。

ケース 「新生銀行による CLO 『シンセイ・ファンディング』」

新生銀行は、旧日本長期信用銀行が 1998 年に預金保険機構により国有化され、公的資金の注入処理がされた後、リップルウッド・ホールディングスが新生銀行として復活された経緯を持つ。現状では黒字転換（01 年度は 600 億）しているものの、資産規模が 8 兆

円であるのに対し、資金調達には金融債が 2.8 兆円、預金が 1.8 兆、自己資本部分が 6200 億円となっている（Cf. 東京三菱：総資産 74 兆、預金 45 兆、債券 20 兆、資本 2.5 兆）。預金と金融債に依存する財務体質を改善する為に、現状では証券化プログラムによる長期的資金調達の効率性を高めることが課題となっていた。

2001 年 10 月に新生銀行は SPC（シンセイ・ファンディング・ワン）を設立し、投資適格級、正常債権の大部分である 1.439 兆円相当（610 社、2286 件）の債権を真性売却した。そして、シリーズ として 450 億円規模、シリーズ として 700 億円規模のプールを格付 AAA〔フィッチ基準〕にて販売した（新生銀行自体の格付は BBB - ）。

ケース に対する考察：

新生銀行の CLO スキームは、新生銀行にとって安定的、かつ低コストの資金調達がプライオリティーとなっている（金融債は再度の発行ができない可能性がある。預金業務にも注力中だが時間がかかる）中で行われた。そのような意味で、BIS 対策の期末越えとは異なり、資金調達ニーズをスキームによって果たしている所に特徴がある。また、金利面の優遇だけでなく、資金調達のチャンネルを増やす、という側面も無視することができない。

ケース 「ジャパン・プレミアム期の外貨調達」

1995 年の大和銀行事件以降、日本の金融システムに対する不信が募り、日本企業が外貨を調達することが困難になった（現在は沈静化している）。この時期には、邦銀（特に日本興業銀行と日本長期信用銀行）が海外におけるローンを証券化して AAA の格付を取得し、資金調達を行った。

ケース に対する考察：

このケースでは、ジャパン・プレミアム期に外貨の調達ニーズを証券化により調達した点が特徴的と考えられる。つまり、企業（sponsor）の信用力が低下している状態で、情報開示と透明性が格付機関により裏付けられた証券化商品を用いて、資金調達を行った、という非常に基本的なニーズの満たし方をした、と考えられる。

これらのケースにおいて共通しているといえるのは、資金調達における逼迫している状況において、アセット・ファイナンスという形で問題解決が図られた点である。二・三節のシナリオ想定のようなケースでは実質金利の上昇という形で扱ったが、現実には資金供給者の不在、という形でも資金調達の逼迫は起こりうる。それらに対して、確実な手段を提供し、新たな投資家を導くことができるのも、貸出債権証券化の特性であると考えられる。

結論

以上第9章では、シナリオ想定とケースの考察を通して、今後貸出債権証券化がどのように発展し得るかの可能性を説明した。一節では、ダウンサイジングに伴う必然的な証券化へと繋がることを、二節以降ではある程度想定可能な環境の中で証券化が有用化していくことをみた。しかし、実際に施行されるにあたって現状とのギャップを埋める際には、市場発展がその過程として円滑に行われる必要がある。その可能性をより高めるための方法論を、政策提言として次章で取り上げる。

第10章 公的金融機関による証券化

10-1 戦略的に影響を与えるクリティカル・マスへの到達

前章において、市場の整備が進めば、貸出債権の流動化、そしてその後の私募形式での証券化へ発展する可能性があることを述べた。では、市場の整備のためには一体何が出来るだろうか。

まず、法律の制定は市場整備の必要条件であって十分条件ではない。より使いやすいインフラが利用可能となったとしても、必ずしもそのシステムに属する主体（本論文では銀行業）がそれを利用する訳ではないのである。また、基本的に法律は実務上の要請から生まれるものであり、基礎的な法律を先に制定したとしても、それ以上の細かい法律や慣行といったものは、実際の行動が起こらなければ整備されていかない。この点に関して、青木[2001]は次のように述べている。

環境変化がドラスティックでないならば、共有された思考様式（mind-set）として、制度は安定的であり持続的である。制定法の単なる変更は、経済主体の認識を同時的かつシステムティックに変更し、したがって彼らの実際の戦略的選択にクリティカル・マスでの質的变化を誘導しないならば、制度変化とはならない。

即ち、「戦略的選択に影響を与えるクリティカル・マス」への到達が、制度として貸出債権証券化が採用される素地を作ることになるのである。それでは、貸出債権証券化スキームに関与する主体たちの「戦略的選択にクリティカル・マスでの質的变化を誘導」するにはどうしたらよいか。

まず、貸出債権証券化商品を発行する銀行側のニーズを所与とし、クリティカル・マスに到達するだけのニーズはまだ存在していないとすると、いかに投資家を市場に引寄せられるかがポイントとなる。投資家にとって商品購入に際しての一番の関心事は出口戦略が確保されているか否かである。即ち、商品を売却しようと思ったときに、必ず市場原理に基づいた価格（ビット・プライス）を提示するプライス・メイカーが存在するか否かが問題となる。特に、証券化商品のように認知度が低く複雑な金融商品の場合、どのような出口戦略が確保されているかが商品性決定に関して重要な要素となる。そして、セカンダリー・マーケットは、出口戦略を確保するための最も高度化された形態である。セカンダリー・マーケットが具備され正しく機能していれば、自動的に投資家には出口戦略が提供されていることとなる。本来、証券化はその名の通り証券形態をとり、機能上通常はセカンダリ

ー・マーケットが具備されていなければならないものだが、わが国における貸出債権証券化商品には、まだまだセカンダリー・マーケットが具備されているとは言えず、発展途上の段階にある。ただし、トラックレコードがない現在のような状態では民間から自発的にサービス提供者が登場するとは考えにくい。理由は次の通りである。証券化という技術は安定的なキャッシュフローを生み出すかどうかが決定的な要素であり、その測定においては過去に積み重ねられてきた実績、即ちトラックレコードが重要な役割を果たす。トラックレコードのない状況では、理論的裏づけの可能な合理的なプライシングを行うには大規模な固定費が必要になる。しかも、出口戦略が確保されていない状態では、投資家、付随サービス提供者が十分に存在しないことから証券化を行おうという銀行側の誘因は弱まる。すると、トラックレコードが蓄積されないでマーケットメーカーも登場しない、という堂々巡りを繰り返す結果になってしまう。このような負の連鎖を断ち切るには、他に先んじて、まとまった分量の貸出債権の証券化を行う主体の登場が期待される。なぜならば、ある程度の分量のトラックレコードが蓄積されることで投資内容についてのデータが積みまれ、投資判断がより容易になれば、合理的プライシングの提示も容易となり、サービスを提供する業者が登場すると考えられるからである。すると今度は、マーケットメーカーの登場によって合理的プライシングが提示され、出口戦略が確保されるので投資家層が拡大し、銀行はよりコストをかけずに証券化を行うことが可能となるので銀行の証券化に対する誘因は高まり、ますますデータが揃い、プライシングは的確なものになっていく、という正の連鎖に転じて市場の拡大が見込まれる。当然、この過程では、商品のスタンダード・スキームの慣行がそれぞれ形成され、商品性も高まるであろう。

10-2 現実妥当性

公的金融機関が民間に先んじて証券化を行うことによってソフトなインフラが整備され、民間金融機関が証券化を行う環境が整うこと述べた。では公的金融機関が証券化を行うことに現実妥当性はあるのか。我々はあると考える。それは、肥大化し非効率が累積されている公的金融機関の改革を進めるにあたっては証券化が重要な役割を果たすからである。

公的金融機関見直しが必要な理由

近年、行財政改革論議が高まる中で、財政投融资改革の側面からも、公的金融の見直しが迫られてきた。公的金融に関して指摘されている問題点は以下の通りである。

公的金融機関による民間金融機関の逼迫

公的金融機関の巨額の融資残高の存在は民間金融機関の収益構造に悪影響を及ぼしてい

る（表 10-1）。現在、公的金融機関のシェアは全貸出額中三割弱を占めている（表 10-2）
 しかも、それが銀行にとって最も利鞘が厚いと考えられる住宅金融と中小企業金融に集中
 している。

（表 10-1）公的金融機関のプレゼンス（2002年9月末 単位：億円）

(2002/9末、単位億円)			
公的金融機関	貸出総額	民間金融機関*1	貸出総額
住宅金融公庫	752,303	都市銀行	2,130,362
公共企業体金融公庫	231,354	地方銀行	1,340,142
国際協力銀行	208,450	第2地方銀行	480,083
政策投資銀行	181,435	信託銀行/銀行協定	312,351
商工組合中央金庫	110,364	専任信用銀行	295,057
国民生活金融公庫	108,985		
中小企業金融公庫	76,551		
農林漁業金融公庫	40,834		
沖縄振興開発金融公庫	17,529		
中小企業総合事業団(旧国民生活)	5,715		
合計	1,733,519		4,058,815
シェア	27.8		72.4

*1 国内銀行のみ (資料) 日本銀行「金融経済統計月報」

出典 住友生命総合研究所 2002 「経済見通し」

（表 10-2）住宅・中小企業金融における官民シェア対比（2002年9月末）

住宅*		中小企業			
億円	%	億円	%		
住宅金融公庫	678,784	42.3	公的機関合計	2,95,907	11.2
民間(銀行5業態)	671,210	50.1	国民生活金融公庫	108,985	
			中小企業金融公庫	76,551	
			商工中金	110,364	
			民間(銀行5業態)	2,320,468	88.7
合計	1,340,994	100.0	合計	2,616,365	100.0

*住宅融資は「簡便返済方式」のみ (資料) 日本銀行「金融経済統計月報」

出典 住友生命総合研究所 2002 「経済見通し」

累積される非効率

また、各機関の財務状況をみると、旧日本開発銀行（現日本政策投資銀行の一部）、旧日本輸出入銀行（現国際協力銀行の一部）、商工組合中央金庫、中小企業総合事業団を除くと、これらの収益は基本的に赤字である。毎年の損益は、一般会計からの補給金などにより何とか均衡させているという現状である。（表 10-3）各機関の赤字幅拡大の原因にあるのは、旧来からの直接融資方式を踏襲しているため、本質的に金融仲介活動に伴うべき信用リスクと金利リスクの双方を各政府経金融機関、ひいてはわが国の財政が、融資の返済期限まで丸抱えしていることに求められる。証券化という金融技術の登場と活用の機会が与えられているにもかかわらず、各公的金融機関はこれを取り入れてこず、赤字は嵩み、毎年相当額の財政資金を投入せざるをえない結果となっている。

(億円、%)

機関名	設立年月	資本金 (政府出資比率)	貸付金残高	リスク管理債権合計 (対貸付金残高比率)	一般会計からの 受入額 (／年)	政策コスト (／年)
住宅金融公庫	1950年6月	1,687 (100.0)	745,413	7,570 (1.02)	4,548	244
日本政策投資銀行	1999年10月	10,723 (100.0)	187,545	7,413 (3.95)	18	45
国際協力銀行	1999年10月	72,707 (100.0)	215,212	7,177 (3.33)	202	224
国民生活金融公庫	1999年10月	3,219 (100.0)	109,569	8,374 (7.64)	512	61
中小企業金融公庫	1953年8月	4,150 (100.0)	76,272	3,953 (5.18)	397	47
農林漁業金融公庫	1953年4月	3,116 (100.0)	40,810	2,113 (5.18)	999	218
公営企業金融公庫	1957年6月	166 (100.0)	225,342	n.a. (n.a.)	50	4
沖縄振興開発金融公庫	1972年5月	674 (100.0)	17,721	655 (3.70)	99	27
中小企業総合事業団	1999年7月	31,386 (100.0)		n.a. (n.a.)	0	n.a.
商工組合中央金庫	1936年11月	4,749 (79.6)	111,693	7,573 (6.78)	—	n.a.

- (注) 1. 日本政策投資銀行の前身(1999年度の統合前、以下同じ)は日本開発銀行・北海道東北開発金融公庫、国際協力銀行の前身は日本輸出入銀行・海外経済協力基金、国民生活金融公庫の前身は国民金融公庫・環境衛生金融公庫、中小企業総合事業団の前身は中小企業事業団・中小企業信用保険公庫・繊維産業構造改善事業協会。
2. 原則として2000年3月末ベース。資本金のみ2002年3月末予定額ベース。ただし中小企業総合事業団の資本金は2000年3月末ベース、商工中金の資本金は2001年3月末ベース。
3. 各機関のリスク管理債権は、民間金融機関と同様の基準に従い算出されたもの。
4. 一般会計からの受入額は、1990～2001年度の年平均。統合前の旧機関の分も含めて算出。ただし99年度までは実績、2000年度は実績見込み、2001年度は当初予算ベース。
5. 政策コストは2000年度公表分の計数(対象期間は機関ごとにまちまち)を年当たり換算(割引現在価値ベース)。
6. 表示単位未満は四捨五入。表示単位に満たない場合は「0」、該当計数なしの場合は「-」と表示。

(出所) 大蔵省『財政金融統計月報』『財政投融資特集』『政府関係金融機関特集』各号、大蔵省主計局『政府関係機関決算』『政府関係機関予算』各号、大蔵省理財局『財政投融資リポート2000』、各機関2000年度版アニュアル・レポート、各機関ホームページ資料等から日本総合研究所作成。

(表 10-3) わが国の政府系金融機関の概要

以上のように、わが国の公的金融機関が、今後もなお現在と同じプレゼンスを維持していくなれば、民間金融機関の業務と競合、それを逼迫するに留まらず、損失が毎年発生し、それを補填するための財政負担が将来的にも膨張し続ける状況にあるのである。肥大化した公的金融のウェイトを小さくすることを抜きに金融システム改革を論じることはできない。公的金融の改革が求められているわけだが、公的金融機関が貸出債権の証券化を進めることは、抜本的な改革に最も合致する。第一に、究極的に望ましい民営化との関係は補完的である。改革が実現することは暗黙の政府保証の喪失と同値である。しかし、証券化が実現するとディスクロージャーが進展し、ファンド上場によって市場価格が形成される。そして、それによって特殊法人の透明性は格段に増し、民営化に向けた環境作りになるのである。また、たとえ抜本的な改革がすぐに実施されなくても、市場原理を働かせ得る資金調達手段となり、改革の趣旨に沿うことになり、望ましい。

実際の動き

以上のような公的金融見直しの論議を受けて、2001年度から、本格的な財政投融资改革が実行段階に入った。これを受け、今後は郵便貯金・簡易保険などは資金を自主運用し、財投機関は、財投債や財投機関債等によって、資金調達を行うことが原則となった。しかし、財投機関債発行に関しては、格付けに格差が生じる、投資家の厳しい反応などから予定発行額を発行することが困難となるといった事態も発生しており順調な進展を遂げているとは言い難い。その中で、注目されているのが住宅金融公庫による住宅ローン債権の証券化（RMBS）である。

RMBS型財投機関債は2001年3月に第一号が500億円規模で発行された。2001年末には類型発行残高が2500億円に達しており、2002年度には6000億円の発行が予定されている。また、2005年には残高が3兆円に達する計画となっている。70兆円を越える資産を有する最大の政府系金融機関であり、わが国最大の住宅金融機関である住宅金融公庫をオリジネーターとする今回の案件は、公的機関による初の証券化事例として、また、本格的なRMBS市場形成の契機と成り得るものとして、画期的な意義を持つと評価できる。

また、「特殊法人等整理合理化計画」（2001年12月19日、閣議決定）により、住宅金融公庫は5年以内に廃止され、その後、新たな独立行政法人が設置されることになった。これに対応して、住宅金融公庫および国土交通省は、同公庫が民間金融機関から住宅ローン債権を買い取り、これを裏づけとするRMBSを発行したり、民間MBSの元利払いを同公庫が保証するといった、証券化支援業務を2003年度から開始することを検討している。

このような証券化支援業務は、GNMAのような公的MBSに通じるものがある。「証券化は、公的MBSから始める」という米国のセオリーがようやくわが国においても採用される可能性が出てきたということである。第2章において述べたが、米国型公的MBSの効用は、政府による保証と流通市場のマーケット・メークという証券化の定型をつくりだしたことである。これによって、米国の公的金融では、政府は信用供与か証券化を媒介するだけで、その資金自体は資本市場から直接調達する仕組みが確立されたのである。この仕組みによって公的MBSの金利も市場に連動することとなった。

日本でも改革が進むにつれ、先鞭性効果によって証券化市場が拡大し、そこで培われたノウハウが他の資産にも応用されて、さらなる市場の拡大が促されていくはずである。また、米国では中小企業金融の円滑化の必要性がかねてより認識され、証券化市場の整備のため、中小企業庁による保証プログラムが設けられ、一定の効果は得られている。中小企業に対する融資は基本的に民間金融機関が行い、政府系金融機関としては、民間金融機関による融資をより容易にするために中小企業ローン担保債権の流通市場を育成する役割を果たすというモデルは、日本でも目指すべきものとして認識されるべきである。銀行による貸出債権とて例外ではない。日本においてもアメリカという先行モデルに倣って、官民の住宅ローンの証券化を中心として、証券化が進んでいくのではないかと考えられる。

参考文献

- 青木昌彦 [2001] 『比較制度分析に向けて』 NTT 出版
- 浅子和美・加納悟・倉沢資成 [1993] 『マクロ経済学』 新世社
- 飯村慎一 [2002] 「金融機関経営 躍進する米国の中堅銀行」『資本市場クォーター』野村総合研究所 2002.5
- 池尾和人 [1990] 『銀行リスクと規制の経済学』東洋経済新報社
- 池尾和人 [1995A] 『金融産業への警告』東洋経済新報社
- 池尾和人 [1995B] 「金融規制と制度改革」『経済学とファイナンス』東洋経済新報社
- [1996] 『現代の金融入門』 ちくま書房
- [2001] 「構造改革シリーズ(4) 金融再生のための課題 独自のビジネスモデル構築が必要」『日本経済研究センター会報』2001.11.15 日本経済研究センター
- ・永田貴洋 [1999] 「銀行行動と規制枠組みの進化」『フィナンシャル・レビュー第51号』
- [2000] 「銀行：規模に隠された非効率」日本経済の効率性と回復策に関する研究会
- [2002] 「金融システムと銀行」『日本の「金融再生」戦略』中央経済社
- ・飯島高雄・黄圭燦 [2001] 『日韓経済システムの比較制度分析』日本経済新聞社
- 石田和彦・三尾仁志 [2000] 「わが国銀行業の将来像」『金融研究』2000.6 日本銀行金融研究所
- 遠藤幸彦 [1999] 「証券化の歴史的展開と経済的意義」『フィナンシャル・レビュー』June-1999
大蔵省財政金融研究所
- 大垣尚司 [1997] 『ストラクチャード・ファイナンス入門』日本経済新聞社
- 岡崎哲二 [2002] 『経済史の教訓』ダイヤモンド社
- 岡部光明 [1999] 『環境変化と日本の金融』日本評論社
- 翁百合 [1998] 『情報開示と日本の金融システム』東洋経済新報社
- [2001] 「銀行業の将来像と監督政策のあり方」『Japan Research Review』日本総合研究所
- 小野浩二 [2000] 「証券化の意義と将来展望について」『信用金庫』2000.8
- 上川龍之進 [2002] 「バブル経済と日本銀行の独立性」『平成バブルの研究』東洋経済新報社 立
教大学経済学研究会
- 加藤出 [2001] 『日銀は死んだのか』日本経済新聞社
- 川本裕子 [2001] 「収益向上を軸にした変革を」『日本経済研究センター会報』日本経済研究セン
ター
- 北原徹 [2002] 「ストラクチャード・ファイナンスと証券化の展開」『立教経済学研究』第56巻第
一号
- [2002] 「証券化と資産変換」『証券経済学会年報』証券経済学会
- 久保田敬一 [2001] 『よくわかるファイナンス』東洋経済新報社

- 小林慶一郎・加藤創太 [2000] 『日本経済の罨』 日本経済新聞社
- 小宮隆太郎編 [2002] 『金融政策論議の争点』 日本経済新聞社
- 齊藤誠 [2000] 『金融技術の考え方・使い方』 有斐閣
- [2001A] 「不良債権処理と銀行経営のあり方」 『エコノミクス6』 東洋経済新報社
- [2001B] 「証券化の経済学：リスクの玉手箱？」 『金融機能と規制の経済学』 東洋経済新報社
- [2002] 「リスク移転機能から見た日本の金融システム」 『日本の「金融再生」戦略』 中央経済社
- ・柳川範之編 [2002] 『流動性の経済学』 東洋経済新報社
- 白石洋一 [2000] 『貸出債権証券化の方法』 東洋経済新報社
- 白鳥哲哉・大山剛 [2001] 「近年における邦銀の収益低迷の背景と今後の課題」 日本銀行金融研究所 Discussion Paper No.2001-J-1
- 日本銀行「全国銀行の平成12年度と経営上の課題」『日本銀行調査月報』2001年8月号
- 「全国銀行の平成13年度決算について」『日本銀行調査月報』2002年8月号
- 野口悠紀雄 [1995] 『一九四〇年体制』 東洋経済新報社
- 原田喜美枝 [2001] 「金融資産証券化に関する経済分析のサーベイ：経済分析の必要性と役割」『証券経済研究』第34号証券経済学会
- 深浦厚之 [2000] 「金融システムとしての証券化」『経営と経済』長崎大学経済学会
- [2001] 「債権流動化の研究視角」『証券経済研究』第32号日本証券経済研究所
- 藤井真理子 [2001] 「金融システム分析への機能的アプローチの視点」『フィナンシャル・レビュー』Sep-2001 財務省財務総合政策研究所
- 藤原祐之 [2002] 「日米銀行業の効率性格差とその要因」日本リサーチ総合研究所
- Z.ボディ・R.マートン [2000] 『金融の本質』 野村総合研究所 野村総合研究所
- 前多康男 [2001A] 「金融取引と情報」『金融機能と規制の経済学』 東洋経済新報社
- [2001B] 「銀行の規律付けとナローバンク制度」 『金融機能と規制の経済学』 東洋経済新報社
- P.ミルグロム・J.ロバーツ [1997] 『組織の経済学』 NTT出版
- 柳川範之 [2002] 「新しい金融制度・金融規制のあり方」 『日本の「金融再生」戦略』 中央経済社
- 山本真司 [2002] 「邦銀再生戦略」『月間金融ジャーナル』（金融ジャーナル社）43（1）2002.1
- 山田雅章 [2000] 「わが国における証券化の進展と展望」『証券アナリストジャーナル』日本証券アナリスト協会
- 湯野勉 [1999] 「金融構造の証券化」『龍谷大学経済学論集』39(1) 龍谷大学経済学会
- Coate.S and Morris.S [1995] "Policy Persistence," CARESS Working Paper, #95-19 University of Pennsylvania
- Miller.H.M [1995] "Do the M&M propositions apply to banks?" *Journal of Banking & Finance* 19

Miyazaki.K and Saito.M [1999]”On the market risk involved in the public financial system in Japan: A theoretical and numerical investigation” *Journal of Banking & Finance* 23
Rajan.R.G. [1998] “The Past and Future of Commercial Banking Viewed through an Incomplete Contact Lens” *Journal of Money, Credit, and Banking* Vol.30 pp. 525-550

会報・年報など

内閣府 『平成十三年度版 経済財政白書』 財務省印刷局

資産流動化研究所 『資産流動化研究』 ~

『SFI会報』 1~36号

『資産流動化と投資家保護に関する調査報告書』 第一・二分冊

日本銀行 『日本銀行調査月報』 2001・2002 日本銀行調査統計局

野村総合研究所 資本市場クォーターリー 資本市場研究部

Web 上データベース

フィッチ・レーティングス <http://www.fitchratings.co.jp/>

FinTech Global Incorporated <http://www.fgi.co.jp/>

日経 NEEDS

メリルリンチ日本証券 [2001] 「積極的に活用した住宅金融のあり方懇談会」

<http://www.mlit.go.jp/jutakukentiku/house/dainikai/3-7ozeki.pdf>

パート長のあとがきにかえて

「10月。この月は、株式投機に向かうにはとくに危険な月である。他の危険な月は、7月、1月、9月、4月、11月、5月、3月、6月、12月、8月、そして2月である。」⁶³

論文作成もまだ初めの頃、幾度と考えた事があった。テーマを仕組み金融、特に貸出債権証券化に絞るのは投機的な試みなのではないか、と。もっと分散させたテーマにおいて、バランス感覚のある論文を作る誘惑もあることにはあったが、八月初めに先生に相談して頂いた時にそこそ良いシグナルが出ると、何かに後ろ支えされるかのように一本化した論文はスタートを切った。

Jack Queen King とサッチャーで構成される我がパートは、肝っ玉の据わった人が多かった。もともと、締め切り間際でもう一本余計に異なる論文を書く、という宿命を背負ったパートでもあった。昼御飯の選択に関する集中力には目を見張るものがあり、Queen のところで止まった？交換日記すら存在していた。King の情報収集・分析、Queen の社交界との繋がりや戦略論、サッチャーの弛まない論理の追究、と何気なく役割分担もはっきりしており、Jack は楽なジェネラリストの立場を貫くことが出来た。見えざる手、はたまに何もしてなかったりしたんだけど...

論文の話に戻ると、考える対象を一本化した時、気分は大変楽なものとなっていた。余計なことを考えずに、あるテーマに沿った思考を重ねていけばよかったのだから。成功する投機はよい投機、どうせなら極端な投機にしたいと思い、色々と資料を掻き集めた。ただやはり、というか当たり前なのだが、「内部者でもない Kids が銀行の将来を予測する論文に意味があるのだろうか」という不安が募り、先生にお願いして銀行業の先輩を紹介していただいた⁶⁴。あの黄昏時の丸の内ですれ違ふ示唆と、偶然出会うことのできた資産流動化プロのお言葉は⁶⁵パートをストレスから解放してくれた。そして、そのリスタートからは、夏合宿・最終発表と絵表紙付きのレジユメを作るほど、奇妙な余裕の下に今回の論文が終わった感がある。投機の流れに身を任せて、旅は意外と早く終わってしまった、とかっこよく書ける内容と評価があればよいのだが。

最後にですが、本当に下らない質問にも応じていただいた池尾先生なくては、この論文の完成は無かったと思います。ご指導本当にありがとうございました。

⁶³ Mark Twain Pudd'nhead Wilson [1894] と見せかけ、「組織の経済学」からの再引用です

⁶⁴ みずほコーポレート銀行の森田倫史先輩にはお忙しい中、いろいろな質問に丁寧に答えて頂き、分析上大きな助けとなりました。記すだけでは足りませんが、ここにて深く感謝申し上げます。

⁶⁵ 債権流動化研究所の木下正俊先生には、色々とアドバイスと応援のお言葉を頂き、心理的にも大きな支えになりました。深く感謝申し上げます。