

# 金融システムとしての証券化

深 浦 厚 之<sup>1)</sup>

## Abstract

The paper attempts to establish the method for comparing the traditional financial intermediation with the asset backed securitization. Understanding the function of securitization as the corporate finance skill has long been a major focus of economists, however, prior attempts to clarify its macro-economic implications have been inconclusive. Our discussion starts from stating the following question: Can the securitization be substitute for the bank oriented financial system? By using the findings of the economics of information, some possible answers to it can be reached in the last section.

## 1. 証券化の新たな動向

証券化という言葉に二通りの意味があることが指摘されて既に久しい。第一の意味は、企業財務技術としての証券化に関するもので、安定したキャッシュフローを生み出す資産を特定し、それを裏付けとする証券（資産担保証券, Asset Backed Security, 以下ABS）を発行して資金調達する取引をさす。最近は特に断りがない限り、この意味において用いられることが多い。しかし、これは高々数年来のことであり、それ以前は銀行を中心とする間接金融に対する直接金融を意味する言葉として広く定着していた。特に、直接金融

---

1) 本研究は（財）郵政資金研究協会による研究助成の一環である。

の中核を担う株式・社債などを取り扱うのが証券会社であるという事実から、この言葉は、銀行と証券会社の業態・業際問題に関する語句としても言及されることが多かったようである。業際問題が大きく進展してからは、直接金融と間接金融を対比させて論じる必要性は大きく減じたが、それも第一の用語法に関心がシフトした一因だろう<sup>2)</sup>。

不良債権の処理、それに伴う金融仲介機能の低下により、最近ではさまざまな企業が多種多様な資産を背景にした証券化プログラムを実行している。企業財務手法としての評価はほぼ確立したといってもいい。新しい証券化手法の開発において数歩先んじている海外においてはなおさらである。

しかし、その一方、従来型の企業財務志向の証券化とは一線を画する新たな証券化も登場しつつある。その代表的なものは社会資本関連の証券化であり、もう一つが保険（再保険）関連の証券化である。詳細は類書に委ねるがこれらに共通しているのは、証券化をマクロ経済政策、資金循環システムとの関連において幅広く捉えていこうという姿勢である<sup>3)</sup>。すなわち、前者においては財政政策の弾力性（財政赤字の管理）、後者においては国家的なリスク管理が目的であり、金融手法としての証券化の潜在性を示すものとして注視していく価値があろう。

アカデミズムの立場から見れば、こうした動向は証券化の意義を企業財務レベル（ミクロレベル）ではなく、金融システムの一部として広く考察する契機を与えてくれる。しかし、証券化が企業財務手法を超えたものになってくるとき、それは金融システムにとってどのような含意を持ってくるのだろうか。証券化ということを明示的に考えずに設計された従来の金融システムに何らかの修正が必要になるだろうか。実際、財政政策の中核である公共投資を証券化によって賄うのか、国債・租税によって賄うのかは、国民経済に

---

2) 証券化 (securitisation または securitization) の二つの用語法については深浦 (1997) 参照のこと。

3) Fabozzi (1998), 深浦 (1999a) (1999b) (2000d) など。

とって大きな関心事である。また、大規模自然災害などに対する再保険システムの構造は、国民の生命・財産の保護という近代社会における公共部門の存立意義にも深い関わりを持つ大きな問題である。

このように考えると、一度は過去のものになったかもしれない証券化の第二用語法が役に立つ。第二用語法は、金融仲介機関・間接金融と投資銀行（証券会社）・直接金融を並立あるいは対立させて金融システムの構造を語ろうとしているが、言い換えれば、資金循環システムの骨格をどのような思想に基づいて設計するかという議論に通じている。あわせて資金循環システムは資金移動を通じてリスクの配分・管理、情報の伝達・処理を行うという社会的機能を持っていることを想起する必要があるだろう。

しかし、証券化の第二用語法は、株式や社債など伝統的な sponsor-backed security（発行主体の総体的な信用力に基づいて発行される証券）を対象とした議論であり、資産担保証券など Asset-backed security（以下 ABS という。特定の資産の収益に基づいて発行される証券）をほとんど想定していない<sup>4)</sup>。実際、株式・社債と ABS は同じ“証券”という形をとるもののその構造は大きく異なっている。そのことに配慮せず、機械的に第二用語法をあてはめても意味のある議論はできないだろう。こうしたことも手伝って、直接金融伝統的金融仲介機能と ABS を資金循環システムとして対比するという論考は、筆者の知る限りそれほど多くはない<sup>5)</sup>。本稿では、ABS 固有の構造に配慮しつつ代表的金融仲介機関である銀行の機能と比較し、その相対関係を整理することを目的とする。

---

4) 深浦 (2000b)。

5) 川北 (2000) は数少ない例であり、ABS としての証券化を単純に「直接金融」とみなすことに対して慎重であるべきこと、証券化においても銀行とは異なる形での仲介機関が必要であり、かつそれが重要な機能を持つことを論じるなど本稿の議論と大筋において合致する。ただし、銀行の情報生産機能についての明示的な言及はない。

## 2. 銀行組織と証券化 — 3つの疑問 —

本稿の議論は端的に言えば「銀行組織と証券化は代替関係にあるのか、補充関係にあるのか」という疑問に答えようとするものである。証券化の第二用語法は、株式や社債を対象に両者を代替的に把握していたが、ABSの普及という新たな展開の中での含意にはどのような再解釈が求められるのだろうか。

銀行組織と証券化の関係に関して解かれるべき疑問を、本稿では次のように3つにまとめることにした。

### 疑問1. 証券化は銀行機能を代替することができるか。

もっとも基本的な問いである。情報経済学に立脚した現代の銀行理論では、銀行の機能は情報生産機能を中心に整理されている<sup>6)</sup>。したがって、証券化がそうした銀行の情報生産機能をどこまで代替できるか、という考察が必要となる。

### 疑問2. 銀行に資金供給をためらわせるような要因を、証券化によって除去できるか。

証券化が銀行貸出に替わる資金供給経路であるとすれば、それは銀行貸出が不可能となるような状況において貸出阻害要因を除去するはずである。不良債権処理やベンチャー投資など従来型の銀行業務体系のもとで十分に対応できない状況において、証券化が有効になりうるかどうかはこの問いに対する答えに依存する。

---

6) この点について最も要領よく整理された教科書としては Mishkin (1997) がある。後段で触れる担保制度のシグナル機能や委託された監視についても平易な解説がなされている。

**疑問3．銀行は貸出をただちに証券化することで直面する運用リスクを低下させることができるか。**

これは、銀行が貸出を行わず既発のABSを購入することに特化することが論理的に可能であるかという問題を提起しており、今後の銀行の業務体系を考える上でも興味深い論点である。これまでは貸出債権を流動化させる方法としてローンパーティシペーションなど証券化以外の方法が用いられることが多かったが、なぜ証券化が用いられなかったのだろうか。証券化技術が飛躍的に進歩した現在、ローンパーティシペーションは証券化に置き換えられるのだろうか。

### 3．銀行の情報機能

上記のような問いに解答を与えることが当面の目的であるが、そのためにはまず銀行機能について通常理解されていることを要約し、証券化との相違を比較するためのベンチマークを準備する必要がある。したがって、この領域に関する近年の研究動向を熟知している読者は本節を読み飛ばしても差し支えない。

最近の銀行理論は、金融仲介取引に関わる各経済主体（預金者、借手、銀行）がすべての情報を等しく共有していないために資源配分の非効率性が発生するという基本認識に基づいて構築されている。このような情報の非対称性にはさまざまな形態が考えられうるが、通常は逆選抜（adverse selection, AS）、道徳的陥穽（moral hazard, MH）に類別される。また、情報の非対

	逆選抜（AS）	道徳的陥穽（MH）
銀行・借手	①	②
銀行・預金者	③	④

表1 金融仲介と情報非対称性

称性が生じる個所は、銀行・借手間、銀行・預金者間の2個所であるから、結局、金融仲介には全部で4通りの情報非対称性が発生することになる（表1）。以下、順次概略を述べ、併せて銀行はどのような機能をもってそれらの問題に対処しているかを示していこう。

### 3-1. 銀行・借手間の逆選抜問題（①）

銀行は借手の財務状況・投資収益性等について情報劣位であるため、良質な借手だけを選抜できない。事後的に生じらるう貸倒れを補償するために金利を高く設定する結果、良質な借手は離脱し、結果的に高リスクの投資計画を持つ借手だけが顧客として残る。これは総体として、銀行のリスクを高めることになる。この問題を回避する有力な方法が有担保制度であり、そのシグナリング効果により良質な借手を選抜することが可能となる。

### 3-2. 銀行・借手間の道徳的陥穽問題（②）

貸借契約においては、完全な財務制限条項付き契約を作らない限り、貸手は貸出し後の借手の行動を制御できない。逆に、借手には資金調達後に機会主義的な行動をとる誘因が生じる。多くの場合、事前には想定されなかったリスクの高い企業行動が引き起こされ、返済の原資が毀損する可能性が高い。これに対して、銀行は多数の借手を対象にすることで危険分散が可能なこと、銀行貸出が長期継続的な取引関係を含むものであること等が作用し、預金者に替わってより効率的に借手を監視（委託された監視, delegated monitoring）できる。

### 3-3. 銀行・預金者間の逆選抜問題（③）

①と同様、預金者は銀行の経営状況等について情報劣位となる。よって、もし預金者が預金金利を基準にして銀行を選択するとすれば、銀行は高金利を提示する誘因を持つ、しかし、預金金利を超える貸出金利を確保しようと

すれば高リスクの貸出に傾斜せざるを得ない。逆に、高リスクの貸出が多くなり銀行の直面するリスクが高くなれば、預金者を引きつけるため預金金利が上昇する。その結果、良質な借手を持つ銀行は金利競争から脱落することになる。

### 3-4. 銀行・預金者間の道徳的陥穽問題 (④)

預金者は銀行を常時監視できないことが銀行の機会主義的行動を誘発し、預金者の利益を犠牲にしたより危険な運用を行なう可能性がある。③④に関するこうしたリスクの一部は、銀行が自己資産の一部を借手に対する運用（自己投資）に振りむけることで回避できる。たとえば、銀行自身が借手に対する融資・株式保有を行なえば、銀行は事後的な借手の監視を怠る誘因を失うだけでなく、良質な借手の選抜に努力するだろう。すなわち機会主義的行動を阻止するためには、そうしないことが当事者の利益に合致するような誘因両立的（incentive compatible）な状況を作り出さなければならない。

Diamond (1984) は、直接金融である出資契約（株式）と債務契約（社債）、間接金融である金融仲介の3通りの資金調達方法を論理的に比較した。そして、自己投資・分散投資・委託された監視を考慮すると、金融仲介が情報の非対象性を解消する上で相対的に有利であるとの結論を導いている。実証的にはオープンな部分も若干残っているが、この議論は情報経済学に基づく銀行機能の理解としてほぼ定着している。この理論は最終的な資金の出し手と最終的な資金の取り手の間に何らかの媒介機関が介在するような金融取引一般に対して、広い応用性を持つとされる。たとえば、通常、直接金融取引に分類される株式投資においても、実態としては証券会社・投資銀行・投資顧問会社・投資信託などが介在し、取引に関与する当事者の間で多かれ少なかれ情報の非対象性が発生する。当然、銀行とは異なる形で非対象性を制御するメカニズムが存在するはずであり、Diamond (1984) が示した方法

論は銀行以外の金融システムの検討に際してもきわめて有効である。

#### 4. 証券化の情報機能 — 銀行機能の代替 —

本節では、表1に示された金融仲介機関の情報機能が、証券化においてどのように機能しているのかを逐次検討していく。こうした立論は必ずしも一般的ではない。というのは、仮に（資金調達手法としての）証券化を、単純に間接金融に対すると直接金融と考えれば、そこに「仲介」する経済主体を想定することができないからである。しかし直前に述べたように、直接金融においても介在機関が一切存在しないということは実際にはありえない。したがって、介在機関というワーディングを用いるならば、そこには銀行など狭義の金融仲介機関から、証券会社など広義の仲介機関まで含まれるはずであり、それらが担う仲介機能の分類・比較対照が必要になる。もちろん、一般の株式取引などでは証券会社は文字どおりの仲介者たる場合も多いだろう。そのときには証券会社は金融システム上無色透明な存在に退化するが、だからといって情報が完全であるということにはならないのである。

証券化においては、資金の出し手（以下投資家という）が接触するのは証券発行体である。証券発行体は special purpose vehicle（以下SPVという）とも呼ばれ、証券発行だけを業務とする特殊な法人組織である。具体的には、ABSの裏付けとなる債権の法律上の所有主体となるが、以下に述べるようにこのことがSPVの最大の存在理由なのである。通常の金融取引と同様、投資家は最終的な借手（以下債務者という）の情報をほとんど持たないが、証券化においてはそうした情報の非対称性に加えて、債務者と資金調達者（以下原債権者という）が一致しないという固有の事情がある。すなわち、証券化は、投資家・SPV・原債権者・債務者の四者関係から構成されており、預金者（投資家に相当）・銀行・借手（資金調達者・債務者に相当）の三者関係により構成される銀行とは決定的に異なっていることに注意しなければ



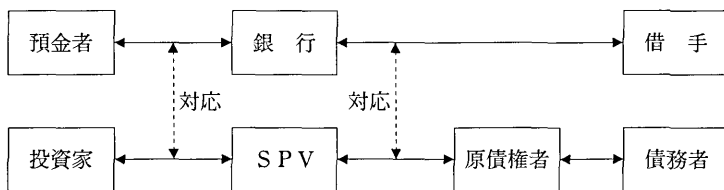


図1 銀行と証券化の対応関係

ならない(図1)。

したがって、問題は三者関係において実現される各情報機能が、四者の間にどのように割り当てられるか、ということになる。なお、銀行関係における銀行・借手、銀行・預金者の関係は、証券化においてはそれぞれSPV・原債権者、SPV・投資家という関係に置き換えられることに注意してほしい。債務者と原債権者の関係については以下の説明の中で適宜言及する(表2)。

	逆選抜 (AS)	道徳的陥穽 (MH)
SPV・原債権者	Ⓐ	Ⓑ
SPV・投資家	Ⓒ	Ⓓ

表2 証券化と情報非対称性

#### 4-1. 原債権者・債務者間の逆選抜 (Ⓐ)<sup>7)</sup>

銀行・借手間の逆選抜は、銀行が借手や借手の計画している投資プロジェクトの情報を持たないことに起因していた。それらの情報は貸出を行なうかどうかを決定する上で非常に重要であるが、証券化においてはその種の情報は二つの意味でまったく必要がない。第一に、SPVは証券の裏付けとなる資産を特定することなく証券を発行することはできない。ということは、必然的に対象資産の生み出す将来のキャッシュフローや債務者についての情報

7) 以下の記述においてⒶ等は表2の各セルの内容を表す。

が加味されることになる。つまり、asset-backed による資金調達においては、ABS の発行という事実そのものが情報開示手段になるのである。

第二に、原債権者は SPV にキャッシュフローへの請求権を譲渡するに際して、それが原債権者の更生財産や破産管財対象財産にならないことが法的に保証されなければならない（倒産隔離、真正売買性の問題<sup>8)</sup>）。これは、投資家が将来時点で受け取る利益の範囲を確定するために不可欠であり、これが確保されれば、資金調達者が倒産するかどうかは ABS のパフォーマンスと関係ない。換言すれば、資金調達者の資質に関する情報は不必要なのである。いずれにしろ、キャッシュフローのプロファイルを特定し、かつ資金調達主体から法的に切り離すことによって逆選抜の問題は回避しようとするところに、証券化を他から区別する顕著な特徴がある。

#### 4-2. SPV・原債権者間の道徳的陥穽 (⑧)

原債権者の事後的な機会主義的行動をどのようにして阻止するかという問題も、証券化においては考慮する必要がない。倒産隔離・真正売買性が制度的に保証される以上、原債権者は譲渡された資産に対する支配権を喪失しているからである。よって、原債権者が証券化により調達した資金の用途によって、原債権のキャッシュフローパフォーマンスが変わることはない。

ただし、実際には SPV は証券を発行することだけを目的とする法的便宜であり、資産管理のための経済的実態を持たない<sup>9)</sup>。よって、資産の管理行

---

8) 倒産隔離 (bankruptcy remoteness) とは原債権者の破産手続きから証券の裏付け資産が独立していること。それを達成するためには原債権者から SPV への資産の移転が担保設定ではなく純粋な売却行為であるという真正売買性 (true sale) が必要となる。ただし、真正売買性を認定するための条件については議論が残されている。最近ではより進んだ方式として credit link note と呼ばれる方法が用いられることもある (R. Thompson, E. Yun (1998))。

9) 具体的に SPV の形式性を確保することは政策的に見てもそれほど容易ではない (日本資産流動化研究所 (1996) (1998))。最近立法化された SPC (Special Purpose Company) にもなお改善を要すべき点が残されている (深浦 (2000))。

為であるサービシング（そのもっとも重要なものはキャッシュフローの回収および証券所有者への分配）は、原債権者かそれ以外の主体に委託される。しかし委託された場合でも、被委託主体（サービサー）は回収見込み額に等しい額を SPV に前払いし、その後、実際に債務者から回収するという手続きがとられる。よって、回収努力を怠ればサービサー自身の利益が損なわれるだけである。

結局、情報の非対称性という観点から見た SPV は、証券の引当てとなる資産に対する原債権者の利害関係を切断するための道具といえることができる。それに対して、銀行取引においては貸出の確実性を裏付けるのは借手の総体としての信用である。したがって、危険な投資プロジェクトを実行する際でも、それ以外の投資や業務実績を背景に資金調達ができる。これは一面において弾力的な財務戦略を可能にする。

類型化していえば、銀行取引は①・②のような情報非対象性を本質的に解消するわけではないが、それが顕在化する可能性を低下させることによって、実質的に問題を解決させていると解釈することができるだろう。たとえば、日本で広く観察されるメインバンク関係は、長期継続的な取引履歴を通じて借手の機会主義的行動を封じる効果がある。よって、メインバンク関係の希薄化は情報非対称性が顕在化する可能性を高めることになり、他に代替的な措置が講じられない限り金融仲介機能を低下させることになるだろう。

他方、証券化においては、三者関係が四者関係になるという点だけ考えれば当事者間の利害の対立・機会主義的行動が発生する可能性は高くなるのかもしれない。しかし、倒産隔離・真正売買性・サービシング委託などにより、情報非対称性の源泉を解消することができるのである。

#### 4 - 3. SPV・投資家間の逆選抜 (©)

預金者が銀行を信頼できるかという問題は、投資家が SPV を信頼できるかという問題に置き換えることができる。しかし、SPV は証券発行のため

の法律的擬制であり、その組織目的・業務は単一かつ単純である。また、具体的(金銭的)利益のみが投資家にとっての関心事であり、経営権など通常の企業で見られるような利害関係は存在しない。このような組織では利害関係者間に情報の非対象性が発生する可能性はきわめて小さい。よって、形式的にはSPV・投資家間に作用する逆選抜・道徳的陥穽を考える必要は少ない。

とはいえ、投資家が関心を持つのは最終的にどれだけの収益を得られるか、という点であるから、たとえSPVが純粹に形式的な存在であったとしても、原債権者・債務者に関する情報は意思決定上、重要な位置を占める。そこで、(SPVではなく)原債権者と投資家の間に作用する逆選抜を見てみよう。

原債権者・投資家間の逆選抜は、良質な原債権を持たない原債権者が、資金調達のために高金利を提示し、リスクの高い証券が選抜されるために生じる(これは結果的にリスクイな債務者を選抜する)。しかし、これまでに証券化された主な原債権の種類は、クレジットカード債権やリース債権、自動車ローン、診療報酬などの非モーゲージ債権、住居・建物関連のモーゲージ債権など、いずれも定型的・多数・小額の債権であった。こうした債権が選択される理由は、大量の個別債権を集約して債権プールを構成すると総体としてのデフォルトリスクを極小化することができるという統計的な性質を利用することができるからである<sup>10)</sup>。すなわち、個別債権において逆選抜問題が発生する余地があるとしても、総体としてその影響を相殺できるような種類の債権のみが裏付け資産となるように仕組まれるのである。

よって、投資家は債権のプーリングが適切に行われているかを判断しなければならないが、そのための材料になるのがターゲットレーティングである。ABSにはほぼ例外なく格付けが付与される。格付けとは収益の配分が約定どおり行われる確率を反映しているが、ABSの裏付け資産が原債権者から独立しており、かつ、債権プールの分散が小さければ当然、高い格付けが付

---

10) 個別債権はそれぞれ平均収益・分散を持つが、債権プールを組成すると分散はプールに含まれる個別債権の数に比例して0に収束する。

与されることになる。SPV では当初から一定の格付け水準に到達するような原債権を選択し ABS を組成するターゲットレーティングという方法が採用されることが多い。すなわち、証券を所与として市場が判断するという一般的な格付けとは異なり、市場の評価を所与としてそれに合致する ABS を作り出すというのが通常の手続きである。しばしば、原債権者本体の格付けよりも高い格付けが付与されるが、こうしたときには原債権者の情報を得るとのこと自体、無意味になる。

しかし、格付け会社は証券全体のデフォルト確率を評価する一方、期前償還リスク（次項参照）については必ずしも考慮しない傾向にあるという指摘もある<sup>11)</sup>。そうだとすればターゲットレーティングを過大評価することには慎重でなければならないだろう。また、近年では ABS 以外の債券でも実質的なターゲットレーティングが行われることも多く、この限りにおいては証券化だけに固有の問題とはいえない。

#### 4-4. SPV・投資家間の道徳的陥穽 (㊦)

再三述べているように SPV が証券発行のための法律上の擬制である以上、SPV が自律的な逸脱行動をとることは現実問題として想定しえない。実際、このことを制度的に担保するために SPV は定款によって定められた事柄以外のことを実行する権能を持たないように設計される。

こうした SPV の形式性を額面どおり受け入れれば問題は生じない<sup>12)</sup>。しかし前節同様、原債権者の行動をどのように牽制するかということは、ABS の商品性を維持する上で実質的な意味を持つだろう。事実、実際の証券化目論見書などをみれば理解できるように、原債権者の行動を牽制するための措置が細かく定められていることが多い。つまり、投資家と原債権者間の道徳的陥穽は（SPV の形式性という法律問題とは別に）実務レベルでは

11) 日本資産流動化研究所（2000）、Kochen(1998) 参照のこと。

12) SPV の形式性のことを導管性、SPV を導管体（conduit）と呼ぶことがある。

大きな関心事となる。

たとえば、優先劣後構造を持つABSの場合、劣後部分は原債権者の自己勘定によって所有されることが多い。これが銀行による自己投資と同等の効果を持つことは容易に推察できよう。また、原債権者の費用負担によって保証をつけることもよく行われる。これらは信用補完措置（credit enhancement）と呼ばれ、投資家の利益を侵害するような原債権者の機会主義的行動を阻止する機能を持っている。また、原債権者がサービサーを兼務する際には、回収資金を隠匿する可能性が残るが、これは前述のように回収見込み額の前払い制によって解決される。

比較的良質な原債権から構成されるABSの場合、銀行取引で想定されるように、借手が資金管理や経営努力を怠ることによる投資家の利益侵害ということはほとんど考えられていない。ABSでは債務者の機会主義的行動は銀行取引とはまったく異なる態様で生じるのである。それは、債務者が想定以上に「努力」することで債務が早期に償還されることに伴う期前償還リスクである。期前償還の可能性が排除されない証券はネガティブコンベクシティを持つコーラブル証券となり、投資家は償還後の収益を失うばかりでなく自ら資金を再投資しなければならない。金利が低下傾向にある時の再投資は困難だろう。投資家の利益が債務者に移転されるという意味では回避されるべき事象であるが、債務者の信用が高くなる行為を制限することは現実的ではない。現実のABS市場では、期前償還リスクの管理が最大の関心事であるといっても過言ではない<sup>13)</sup>。

#### 4-5. 直接金融市場の効果

表3は表1と対比させて証券化の情報機能をまとめたものであるが、はじ

---

13) ABSの原債権は一般に良質であるが、それでも債務者が破綻することはある。債権プールに大数法則が働かなくなるほど大きな毀損が生じた際には、資金調達者はすべての期限の利益を失う旨の特約がつけられるのが一般的である。

	逆選抜 (AS)	道徳的陥穽 (MH)
SPV・原債権者	倒産隔離・真正売買性 asset-back性	倒産隔離・真正売買性 サービシング
SPV・投資家	SPVの形式性 債権のプーリング	SPVの形式性 信用補完 サービシング

表3 証券化と情報非対称性

めにこの表を横方向に見てみよう。SPV・原債権者間の問題については、原債権者と債務者を切断させることによって問題の解決がはかられている（倒産隔離・真正売買性）。一方、SPV・投資家に問題については、SPVの形式性がポイントとなる。しかし、SPVの形式性を導入することによって、投資家と原債権者・債務者との間の情報非対称性が問題となる。次に表3を縦方向に読むと、逆選抜に関しては原債権・債権プールの特性が鍵となり、道徳的陥穽に関してはサービシングが重要な機能を持つことが理解できる。こうした検討によって、われわれははじめに設定した3つの疑問に対して当面の答を準備することができるのであるが、そのことに議論を進める前に、証券化が四者関係から構成されるという事実に関する比較的広く受け入れられている議論を紹介しておこう<sup>14)</sup>。

広く浸透している理解によれば、証券化は“直接金融”だから、資本市場からの市場圧力が資金調達主体に及び、行動規律（コーポレートガバナンス）として機能する。これは間接金融機関である銀行の審査機能・経営規律が低下し、預金者の利益を損なうような結果が招来されたことに対する批判でもあり、支持する論者も少なくない。

しかし、この議論は第二用語法を素朴にABSにあてはめるという誤謬に陥っている。間接金融の場合、資金調達者である借手はすなわち債務者であり、借手は自分自身がコントロールする投資・事業から逐次返済を行なう。

14) 代表的な論考として矢澤（1999）など。

資本市場の圧力は返済の原資となるキャッシュフローの源泉に効果を与えるのだが、それが資金調達者と同一主体であるがゆえに、資金調達者の行動を牽制できるのである。ところが、証券化では資金調達は最終的債務者ではない。かりに債務者に資本市場からの圧力が及ぶとしても、資金調達は既に資金を入手し、かつ債務者とは資本切断されているから直接影響を受けることはない。もちろん、継続的に証券化を行なおうとする場合には、過去の証券化実績履歴が資本市場によって評価されるだろう。しかし、そうであっても、証券化が asset backed という特性を維持する限り、その効果は限定的である。事実、資金調達者の格付けよりも高い格付けを持つ証券を発行できるという証券化のメリットは、資本市場からの圧力が上述のような単純な経路で及ぶものではないことを示しているのである。

## 5. 銀行機能と証券化

### 5-1 証券化と情報非対称性 — 疑問1に対する答 —

銀行機能①～④は、証券化の機能①～④にはほぼ対応する。つまり、証券化は銀行機能を代替することができる。くりかえしを恐れず改めて述べれば、資金の出し手側の問題は倒産隔離・真正売買性による資本関係の切断によって対応がなされ、資金の取り手側の問題はSPVの形式性により対応づけられる。一方、逆選抜については原債権の特性、道徳的陥穽についてはサービシングにより機能が補強されている。しかし、機能的に代替可能であるということと、証券化が銀行機能に優越するということは同値ではない。

### 5-2 信用リスクの分離・移転 — 疑問2に対する答 —

間接金融において阻害要因となる情報の非対称性は、資金調達者の総体としての信用リスクを銀行が正しく評価できないという形で顕在化する。信用リスクには借手の経営能力、担保物件の価値、資金が投入される投資・事業



の将来の収益性など多様な側面を持っている。倒産隔離・真正売買性は、このうち資金調達者の資質に由来するリスクと、原債権の収益性に関するリスクを分離し、後者のリスクのみに基づく証券を組成することで投資家の直面するリスクを低下させるのである。つまり、投資家が負担すべきリスクは最終的な債務者の債務履行に関するリスクであり、それは原理的に資金調達者のリスクではない。このように、間接金融から証券化への移行は、借手の信用リスクを分離して、その源泉に転嫁・帰属させるという過程を内包するのである。

別言すれば、間接金融機関である銀行は借手に関するすべてのリスクを負担しなくてはならないが、経営能力や投資プロジェクト本体のリスク等を識別することはできない。それに対して、証券化では投資家の負担は特定の債務者に関する特定のリスクに限定される。このため、異なるリスク選好を持つ投資家をそれぞれ異なるリスクに対応させるという資源配分上の効果が発生する。すなわち、リスクの総量は一定であっても、支払われるリスクプレミアムの総額を小さくできるのである。こうした意味において、証券化は銀行に資金供給をためらわせるような要因を除去できと考えられる。

しかし、証券化が無条件に銀行に優越するわけではない。上記のようにSPVの形式性は証券化を銀行と相違づける重要な要素であり、特に投資家の観点から考えるとき、それは投資家の直面するリスク構造に直結している。逆に言えば、銀行の証券化に対する相対的優位性は、銀行組織が形式的なものでなく実体的であるという点に求められるだろう。だからこそ、銀行は自立した経済主体として委託された監視を行うことが可能になる。

しかし、証券化において、将来のキャッシュフローを管理・監視する機能が不必要だということにはならない。特に、小額・多数の債権プールに対して投資家が個別に監視することは不可能である。このようなSPVの形式性と監視の必要性という矛盾した要請を満たすために導入されるのがサービシング機能にはかならない。

したがって、証券化は銀行に貸出を躊躇させる要因の有無を端緒とし、その比較優位性はサービシングに必要な費用とSPVの形式性によってもたらされる便益によって決まることになる。いうまでもなく後者が大きいときに限り、証券化は銀行取引に優越するのである<sup>15)</sup>。

### 5-3 原債権者としての銀行 — 疑問3に対する答 —

銀行は貸出をただちに証券化することで直面する運用リスクを低下させることができるか。これまでの議論に素朴に従うならば、こうした行動には積極的な意味はない。優良債権の場合、それは条件①～④が満たされていることになるから、あえて証券化によって条件A～Dに転嫁させる必要はないだろう。これまで貸出債権の証券化が低調だったのはうなずける<sup>16)</sup>。

しかし、証券化ではなくローンパーティシペーションを利用した貸出債権を流動化はこれまでも行われてきた。ローンパーティシペーションでは、原債権に関わる銀行・借手間の権利義務関係を変更することなく、元利を受け取る権利（収益参加権）だけが投資家に譲渡される。この場合でも、借手はそれまでどおり銀行に対して返済を続ける。また、預金者と銀行の債権債

---

15) 深浦 (2000a) は将来のキャッシュフローを証券化によってもたらされる便益とし、それを証券の仕組みによって確保する場合、サービシングによって確保する場合を比較した。その結果、仕組みとサービシングはキャッシュフローを確保するためのデバイスであるという意味で共通する性格を持つが、そのいずれがより効果的であるかは、原債権者自身がキャッシュフローを回収できる能力と裏付けとなる資産の収益実現確率に依存することが示された。証券化をより広義に考えれば証券会社・投資銀行が株式等を引受けるケースに対応するといえるかもしれない。もちろん、asset backed という要素は希薄になるが、債務者（株式発行企業）の情報を証券会社を通じて投資家に伝達するという点では類似点がある。また、仲介機関である証券会社がりiskを負わないという点も共通している。よって、証券会社・投資銀行と商業銀行は共存が可能であるという類推を得ることができるだろう。Puri (1999) は仲介機関の評判効果 (reputation effect) という異なる観点からこの問題を扱っているが、結論はほぼ等しい。

16) ここでいう銀行とは商業銀行を意味し投資銀行は含まない。

務関係も変わらない。銀行に貸出を躊躇させる要因があるかどうかが証券化の端緒となるとするなら、ローンパーティシペーションでは銀行貸出はそのまま継続しており、貸出機能そのものが置き換えられているわけではない。

しかし借手のデフォルトリスクは投資家に転嫁されるから、表1②の部分に関するリスクのコントロールが問題となる。また、銀行（ローンパーティシペーションをオリジネートするという意味で原債権者に対応）と借手（投資家の収益の源泉という意味で債務者に相当）が資本切断されていない。さらに、借手は銀行に元利返済を行なうということは、銀行がサービシングを行っていることに等しい（投資家からの委託という解釈も可能<sup>17)</sup>。

もっとも、ローンパーティシペーションと別に、1996年ごろからは欧米を中心に貸出債権の証券化が少しずつ増えてきた。しかし、それは自己資本比率規制を満たすために貸出債権をよりリスクウェイトに低い資産に転換させる必要が生じているという外生的な理由によるところが大きい。証券化する場合でも、借手（債務者・資金調達者）との緊密な関係を維持したままで実行されることが大半である。具体的には、銀行・借手双方が合意して設立した信託基金（マスタートラストなど）を経由させて証券を発行し、かつ、流通市場には流さない。要するに、銀行と借手間の融資関係の中に証券化を囲い込むのである。当然、自己資本比率規制をクリアできれば証券化を行なう誘因は失われてしまう<sup>18)</sup>。

ところで日本に目を転じれば、銀行と証券化の関係を論じる際、不良債権の問題を避けることはできないだろう。不良債権化は債権が劣化したことによって事後的に道徳的陥穽が発生したということに等しく、（結果的に）銀

---

17) ローンパーティシペーションは法令上債権譲渡とみなされいサイレント取引である（債務者対抗要件が不必要）。

18) これらの問題については永野（1999）を参照。そこでは商業銀行業務の中で自己資本比率規制のためだけに証券化を行う事例が少ないこと、欧米のように投資銀行が定着しているときには異なる理由で貸出債権の証券化が行われる可能性があることが指摘されている。

行が情報生産機能を喪失したということを意味する。したがって、問題は、条件②④を証券化によって代替できるかという問題に帰着する。いいかえれば、不良債権証券化の正否は、(表3を見れば理解できるように) 倒産隔離・真正売買性・SPCの形式性のほかに、信用補完・サービシングの具体的設計が鍵となるだろう。

不良債権とは現況では収益が発生しない債権だから、収益を回復させない限りその本質的な解決はありえない。表3から導かれる解決策の第一は、延滞債権など債務者の怠慢による収益の漏出を減少させることである。場合によっては法的な対応など回収に関わる特殊な技術が必要であり、そうした技術を持つサービサーが必要となろう。さらに、信用補完によって外科的に収益を発生させるという第二の方法が示唆される。

アメリカのスペシャルサービサーは上記の二つの機能を持つサービサーと考えることができる。スペシャルサービサーとは不良債権の回収業務に特化したサービサーであり、不良債権証券の劣後部分を自己勘定で保有する(これに対してマスターサービサーは優良債権のサービシングを行なう)。これが信用補完として機能するために投資家の直面するリスクを下げるのである。併せて強力な法的権限のもとで収益を回収する。しかし、スペシャルサービサーの収益の大半は自己勘定取引から生じている。原債権に関わるリスクを資本市場に幅広く分散させるという証券化のマクロ的な機能を考えれば、投資家との関係の中で証券化の情報機能を維持することが必要不可欠である<sup>19)</sup>。

---

19) この点については深浦(2000a)参照のこと。

## 6. 結 論

金融取引はその大半が異時点間の消費・投資機会に関する意思決定を伴う。したがって、それは交換媒体機能と価値貯蔵機能を持つ媒体を用いて行われる必要があり、かつ、将来の不確実性に対する評価を含むものでなくてはならない。金融システムはこの二つの条件をもっとも効率的に達成するシステムとして構築される必要がある。

古来、さまざまな機構が金融システムとして創案されてきたが、なかでも銀行を中心とした金融仲介システムは有効な手段として歴史の評価をくぐり抜けてきた。近代以後、その成熟の度合いが、その経済の成長の程度と密接に関連するようになったことは既に定着した見解になっている。したがって、われわれが証券化について評価をするときには、暗黙のうちに既存の間接金融を評価することになる。

本稿では銀行による金融仲介機能を情報の非対称性という観点から整理し、証券化はそれらをどのように代替・補完するものであるかを考察した。両者はどのような種別の情報非対称性を想定するかに依存して、その相互関係が変わってくるのであり、直接金融対間接金融といった素朴な対比だけで評価できるものではない<sup>20)</sup>。

---

20) 証券化の進展が金融政策に与える効果についても最近議論が進んでいるが、その中で証券化が銀行の決済機能を脆弱にするという議論がある。銀行が信用創造機能を通じて流動性を供給しているから、貸出債権の流動化は決済手段の供給プロセスに新たな要因を持ち込むというのがその根拠であるが、これは正確ではない。証券化はある時点で非流動的な資産と流動性資産（貨幣）の持ち主を変えるだけであり、経済から流動性を引き上げたり増加させたりするものではないからである。流動性を決済性と定義するならば、経済全体に存在する流動性の総量は決済媒体として用いることができる財・サービスの総量によって上限が決まる。貨幣とは最も高い決済性を持つ財にすぎないから、持ち主をかえても流動性を増やすことはできない（深浦（1999c））。すなわち、証券化の進展は貨幣供給に影響を与えないが、当初の状態に比べて、消費性向の低い経済主体に流動性が集中すれば実物経済への効果は弱くなる。しかし原債権者は相対的に投資性向が高いと考えるのが自然だろう。

金融手法としての証券化は今なお発展途上であり、さまざまな新機軸が刻々誕生している。本稿では議論の見通しをつけるため、ある程度普及している証券化プログラムを念頭においているが、こうした範疇には属さない証券化の動向も看過するわけにはいかないだろう。

そのような事例としては冒頭で触れたように、再保険の証券化と社会資本整備に関わる証券化をあげることができる。再保険の証券化とは、地震・大規模風水害に関するリスクを、再保険市場だけでなく広く資本市場全体に分散させようというものである。これは証券化の持つリスク配分機能を極限まで追求するものであり、そのマクロ的な意義に引き続き注目していく必要がある。後者は、財政に負担をかけることなく社会資本を整備するために導入が試みられているものであるが、社会資本の受益と負担の問題とも絡み検討を要する。特に日本においては、財政投融资・郵便貯金資金の運用など関連する諸問題が少なくない。いずれにしても、金融技術としてだけでなく金融システム全体の問題として証券化を論じる必要性が今後一層高くなっていくことは間違いない。

#### 参 考 文 献

- D., Diamond, 1984, Financial intermediation and delegated monitoring, *Journal of Economic Studies* 51.
- N., Kochen, 1998, Securitization from the Investor's View: Meeting Investor Needs with Products and Price. in *A Primer on Securitization* edited by L.Kendall, M., Fishman (2000年3月, 東洋経済新報社から翻訳出版).
- F., Mishkin 1997, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Addison Wesley.
- M., Puri, 1999, Commercial Banks as underwriters: implications for the going public process, *Journal of Financial Economics* 54.
- S., Schwarcz, 1993, *Structured Finance: A Guide to the Principles of Asset Securitization*, 2<sup>nd</sup> edition, Practising Law Institute.
- R., Thompson, E.Yun, 1998, Collateralized Loan and Bond Obligations: Credit Value

- Through Arbitrage, in *Handbook of Structured Finance Products*, edited by F. Fabozzi.
- 川北英隆, 2000, 証券化・資産流動化が金融に果たす役割, 「資産流動化研究」第5巻。
- 永野 学, 1999, 銀行の貸出資産証券化について —技術と哲学—, 「資産流動化研究」第4号。
- 日本資産流動化研究所, 1996, 資産流動化と投資家保護に関する調査報告書, 平成7年度  
—————, 1998, 資産流動化と投資家保護に関する調査報告書, 平成9年度  
—————, 2000, 資産流動化と投資家保護に関する調査報告書, 平成11年度
- 深浦厚之, 1997, 債権流動化の経済学, 日本評論社。
- , 1999 a, 不良債権と効率性 —証券化の効果—, 「資産流動化研究」第5巻。
- , 1999 b, 流動化と証券化 —マクロ経済の視点から—, 資産流動化研究所 SFI  
会報第23号。
- , 1999 c, Money and Good, Liquidity and Acceptability, 長崎大学経済学部 Discussion Paper.
- , 2000 a, 証券化におけるサービサーの機能, 「資産流動化研究」第65巻。
- , 2000 b, ノンバンクの資金調達 —社債と証券化—, 「クレジット研究」第23号。
- , 2000 c, 不良債権問題と証券化の将来, 「証券経済研究」。
- , 2000 d (近刊), リスク管理から見た資産の証券化, 「計測と制御」第39巻第7号 (金融工学特集号)。
- 矢澤 聡, 1999, コーポレートガバナンスメカニズムとしての資産担保証券, 「資産流動化研究」第5号。