

## 〔研究会例会報告要旨〕

1999年度第1回研究会

日時 1999年10月15日(金)

テーマ(1)「ABSと金融仲介」

報告者 北原 徹

## 〔報告要旨〕

I. ABS (Asset Backed Security : 資産担保証券)

アメリカにおいてABS (MBSを含む)の市場規模は1990年代に入り急速に拡大してきており、98年末時点で不動産抵当貸付の46%、消費者信用の28%が証券化されており、ABSの発行残高は金融機関貸出の34%にも達している。

社債・CPといった従来の証券ではその裏付けとなっているのは発行企業の信用力である。それに対して、証券発行の裏付けとなりうるものが企業の信用力だけでなく、企業から切り離された資産それ自体の信用力にまで拡張されたのがABSであり、そうした拡張を可能にした技術が証券化の技術である。これがABSの最も根本的な特質である。また、原債権者の立場からはB/Sの負債側ではなく資産側を使った資金調達(アセット・ファイナンス)という特徴を持ち、原債権企業本体の格付けより高い格付けのABSで資金調達が可能になったりするが、証券化のプロセスでは資産(原債権)を原債権者から切り離すための装置としてのSPV (Special Purpose Vehicle)が使われる。企業のオフバランス化ニーズに応えたり、原債権者が金融機関の場合はALM上の柔軟性を確保するために、ABSが活用されることも多い。

金融仲介プロセスにおける資産変換という観点からは、証券化は、相対型の個々ばらばらの金銭債権(本源的証券)を市場型の高格付の有価証券(間接証券)へと変換するものと捉えることができる。デリバティブのよう

に市場リスクを操作する金融技術をFinancial Engineeringと呼べば、それに対して証券化の金融技術は、信用リスク・信用力を操作する技術であり、高い信用力の人工的創造を行う技術であることから、Credit Engineeringと呼ぶことができる。

## II. 証券化の発展要因の考察

証券化進展の最も基本的な要因は、金融仲介コストの削減であると考えられる。①証券化を通じて従来の銀行仲介が証券市場仲介へ転換(金融仲介方式の転換)される場合には、銀行仲介に伴う資金収集・銀行組織維持コストが節約される。但し、SPV等の証券化の仕組みの構築・運営にはコストがかかっており、このコストを含めて金融仲介コストの削減が可能か否かが問題になる。証券化商品の受け皿となりうる機関投資家が発達していればいるほど、証券化による金融仲介コスト削減効果は大きいであろう。②原債権者が本体で社債発行による資金調達が可能な場合でも、本体格付けより高位の格付けをABSに対して取得し、ABS発行を通じてより低コストの資金が調達されることがある。③銀行は企業向け短期融資等の低収益資産を抱える代わりに、オフバランスのABCPプログラムに企業保有の金銭債権を取り込み、バランスシートの膨張を抑制し、リスク吸収手段としての自己資本を節約している。自己資本のコストを含めた銀行仲介のコストが証券化を通じて削減されていると理解できる。

証券化においてはキャッシュフローや収益の不確実性の縮減・見通しのよさの改善(情報コストの削減)が実現されている。このことはABSにおいて対象資産が特定化され、企業の経営力などに依存せず、キャッシュフローやリスクのプロファイルが単純で明確なものになっていることに由来するものである。こうした不確実性の縮減・見通しのよさの改善こそが、上記①~③という形の金融仲介コ

スト削減効果を生み出す根底的要因であり、このことにより証券化のもたらす利益は見せかけのものではなく、実質的なものであると考えることができる。

### Ⅲ. 証券化の日米比較とリスク

証券化を廻る環境を日米で比較してみると、契約型貯蓄・投信の拡大と機関投資家の発達という証券化商品の受け皿拡大という面では共通しており、さらに日本では貸出先が不足している預金金融機関という事実上の機関投資家も存在している。日米の違いとしては、米国ではリスクを積極的に引き受ける投資家が存在し、格付けによる資金調達コスト格差や自己資本のコスト意識が強く、銀行仲介の効率性・仲介コストの面では米国のコスト高

が顕著であり（日本でも今後は貸出利鞘拡大に伴い銀行仲介コストが高まる可能性があるが）、メインバンク制に見られるように銀行と企業との関係が日本では極めて強いといった点がある。

証券化により発生するリスクとしては、証券化対象資産の拡大に伴ってリスク資産のABSへの組み込みが増大しABSのデフォルト・リスクが高まる、金融システムの中での証券等の市場的取引領域の拡大により市場価格の大幅変動とそれに伴う金融システム不安定化の危険性が高まる、証券化の進展により銀行の営業基盤や銀行の流動性供給機能が長期的に弱体化し金融システムの脆弱性を高めるといったことがある。