

証券化と金融仲介コスト

立教大学 北原 徹

1. 証券化の進展状況と問題提起

米国では近年証券化が急速に進展し、99年末時点で不動産抵当貸付の47%、消費者信用の30%が証券化され、資産担保証券ABS(MBSを含む)残高はオンバランスの金融機関貸出の62%にも達している。金融仲介という観点から見ると、証券化もその中の1つの様式であり、それが拡大してくる要因としては、金融仲介コスト面で何らかの有利性が存在するものと考えられる。本報告では、証券化をそのもたらす金融仲介コストの削減という観点から分析を行った。

2. 証券化の技術と証券化コスト

社債・CPといった従来の証券ではその裏付けは発行企業の信用力であるのに対し、証券発行の裏付けが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、それを可能にした技術が証券化の技術である。より具体的には、証券化を行うには様々な手当が必要であり、大別して証券化対象資産をオリジネーターから有効に切り離すための手当(対象資産の調査・選定、SPVを使った倒産隔離、管理システムの構築、サービシング)と証券として販売しやすくするための手当(キャッシュフロー分析、信用補完、格付け取得、ディスクロージャー)とがある。こうした手当を有効に実行するには様々なコスト(仕組み構築コスト、SPVの設立・運営コスト、管理システムの設計・構築コスト、信用補完コスト、格付コスト等)がかかる(証券化のためのコスト)。

3. 金融仲介(資産変換)方式の転換による仲介コストの削減

まず、元々は銀行によって仲介されていた取引が証券化により証券市場仲介に転換されるケースを考え、銀行仲介と証券市場仲介とをコスト面から比較してみる。銀行仲介では、比較的小口の資金を支店網を通じて預金という形で獲得・維持・管理するためにかなりのコストがかかる。それに対しロットが相対的に大きい資金源へ直接アクセスできる証券市場仲介は資金収集コストの面で割安であり、また市場流動性の付与は調達コストの削減を可能にする。こうした資金収集コスト節約効果は企業の資金調達手段の証券化(社債・CP発行の拡大)の理由でもある。しかし証券市場仲介はどんな借手にとっても利用可能だというものではなく、それが可能となるための条件は借手の経営状態にある程度の安定性があり、経営状態・資産内容等の借手情報が貸手に対し比較的容易に伝達可能なことである。証券化では、元々は相対型の金銭債権であったものに対し証券化の加工・手当を施すことにより(証券化のためのコストがかかるが)そうした条件がクリアされ、その結果資金収集コストが節減されている。

4．投資対象資産の透明性向上による情報コストの削減

原債権者が本体で社債・CP発行による資金調達が可能でケースでの金融仲介コストの削減効果について。ABSでは対象資産の特定化、当該資産の信用リスク分析、信用補完を通じるリスク分担関係、という借手情報が極めて明瞭な形で投資家に伝達される。それに対して一般の社債の評価では、企業保有資産の全体としての質は重要な要素ではあるが、裏付けとなっているのは企業の事業全体であり、今後の事業展開や人的・組織的経営力が大きく影響してくる。同じ債券でもABSは、企業発行の社債と比べて、収益生成構造の単純透明性及び本体企業の事業展開からの切離しによる収益安定性という点で優れている。ABSでは証券化の加工を通じてより見通しのよい金融商品が作り上げられ、それが投資家に提供されることにより金融仲介に伴う情報コストが削減されている。このことは優良資産を単に切り売りするということではなく、切り離れた資産への証券化加工により情報コストを実質的に削減していると考えられる。こうした情報コスト削減効果は、オリジネーター企業の知名度が低く、企業内容の不透明性が高いケース（本体企業と証券化資産との透明さに大きな非対称性があるケース）においてより大きくなる。但し、証券化の初期の段階、証券化の仕組みやABSの商品性について投資家の知識や経験が不十分な段階においては、資産の透明性向上による情報コスト削減効果は十分には顕在化しないであろう。しかし証券化が数多く行われ、投資経験が積み重ねられるに伴い、仕組みや商品性への理解が深まり、透明性向上による効果が現実に生じてくると考えられるが、近年の米国における証券化拡大要因の1つはこうした点にある。

金融仲介コスト削減効果（銀行仲介の証券市場仲介への転換及び資産の透明性向上による仲介コスト削減）が大きいほど、証券化のためのコストが小さいほど、証券化は進展する。IT革命の進展が証券化に及ぼす影響については現状では明確ではないが、本報告のフレームワークからは、銀行仲介コスト、証券市場仲介コスト、証券化コストのそれぞれにどのような影響を及ぼすかという観点から分析していくことが重要であろう。

5．アンバンドリング論批判

資産の特性により証券化に適・不適がある。本体企業の人的組織的資源・事業展開力との結びつきが弱い資産は企業からの切離しが容易であるため証券化に適しているが、逆にそうした結びつきが強い資産は証券化が難しい。従って複雑で個別性の高い貸出審査を必要とし、事後的なモニタリングや手当てを不可欠とするような貸出債権、つまり銀行による借手情報生産機能がクリティカルであるような貸出債権は、オリジネーターである銀行の事業力から切り離すことは難しく、証券化にも適していない。こう考えてくると、情報生産機能を資金提供機能からアンバンドルし、銀行が情報生産機能に特化する動きとして証券化を理解するアンバンドリング論は事態を正確に捉えていない。またアンバンドリング論では、金融機能のアンバンドルが進むほど業務効率性を高め、金融コストを削減する

とされるが、証券化における細かいアンバンドルはむしろ証券化コストの引き上げ要因である。従って、証券化をどう捉えるかという問題に対するアプローチとしては、そうしたコストをかけてまで証券化を行うメリットは何かを明確にする必要があり、本報告では、それを金融仲介コストの削減に求めたものである。