

証券化の拡大と裁定取引

神 野 光 指 郎

はじめに

1. 各種事業ローンの証券化
 - 1-1. ABCP
 - 1-2. CMBS
 - 1-3. 小規模事業ローンの証券化
 - 1-4. 小規模事業ローンとリテール金融の融合
2. 証券化市場を機能させる裁定取引
 - 2-1. オリジネートとディストリビューートの分離
 - 2-2. 信用補完と裁定取引

おわりに

は じ め に

第二次大戦後に安定期を過ごした米銀行業界は、1980年代から1990年代初頭にかけて苦境に陥った。直接の原因は不良債権問題であるが、その背景には資金調達手段の豊富化と業態間競争の激化によって、それまでのビジネス・モデルでは存続が危ぶまれるという、いわゆる「伝統的銀行業」の衰退があった。ホールセルの分野では早い段階から貸出の収益性が悪化し、特にその影響が大きいマネー・センター・バンクは新たなビジネスの追求を迫られた¹⁾。シンジケート・ローンとローン・セール、デリバティブを含むト

1) 資産 10 億ドル以上の製造企業に限定すると、短期負債に占める銀行借入のシェアは 1975 年の 48% が 1986 年には 27% に低下した。これはもっぱら CP による影響で、特にニューヨークのマネー・センター・バンクに打撃を与えた。Baer, Herbert L. and Christine A. Pavel, "Does regulation drive innovation?", FRB Chicago, *Economic Perspectives*, March/April 1988, p.4.

レーディング、CLOの組成は、それら自体が業態間の競争を激化させる性格を持つとはいえ、彼らが見出した生き残り策であった。

ただ、銀行業界全体で見た場合、新たなビジネス・モデルの対象となる顧客はごく限られた層であった。ローン・セールが活発に行われるようになった1980年代後半において、CPを発行する非金融企業の中で年商10億ドル未満の借り手は12%程度であった。その規模がCP発行の壁であると同時に、ローン・セールにとっても壁であると考えられていた。一方、銀行の商工業貸出では年商5億ドル未満の借り手向けが75%以上を占めていた²⁾。これらの借り手は「伝統的銀行業」の対象から外れることはないと考えられている³⁾。またCP発行が可能な借り手であっても、格付けが最上級でなければ、CP市場を恒常的に利用できる訳ではなく、そこにも「伝統的銀行業」の存続余地がある。

それでも、競争環境の変化はホールセール市場に限定される現象ではない。簿外仲介を軸とする新たなビジネス・モデルは、専らマネー・センター・バンクを中心とする大手行が採用したものであるが、それによって小規模銀行でも競争相手、大手から提供されるサービス、顧客のニーズなどが変化する状況に直面した。また、ローンやデリバティブのトレーディングおよび証券化は、金融・資本市場において取引される資産の多様化を意味し、市場の構造にも変化をもたらしたと考えられる。これらの変化が金融システムの機能にどのような影響を及ぼしたのかが問われなければならない。

そこで、本稿ではホールセール市場において「伝統的銀行業」を衰退させ

2) Kerr, Donald E. and Jean-Louis Lelogeais, "Loan Sales: No Immediate Threat to Traditional Lending", *The Journal of Commercial Bank Lending*, February 1989, pp.11-14.

3) DLJの上級アナリストは、格付けと知名度が低く、規模が小さすぎたり複雑すぎるローンは売りにくく、また銀行も投資銀行に対する強みとしてリレーションを捨てないと指摘している。Salem, George M. C.F.A., "Loan Selling: A Growing Revolution That Can Affect Your Bank", *The Journal of Commercial Bank Lending*, January 1987, p.23.

た変化の圧力が、その他の市場ではどのような現象として現れたのかを、証券化市場に焦点を当てて検証する。それは、証券化が、それ自体では市場での取引が困難な資産を取引可能な形に転換する手段だからである。そして、証券化市場の拡大がどのような仕組みによって可能になっているのかを整理することによって、証券化の広がりに伴う市場構造の変化の一面を浮き彫りにしたい。

1. 各種事業ローンの証券化

1-1. ABCP

CP はもともと米大手企業のみが運転資金の調達に利用していたが、1979年破産法見直しで L/C を利用した CP の格付け取得ができるようになると、保証の提供を巡る競争が激しくなった⁴⁾。企業は保険会社や銀行、特に格付けの高い外銀からの L/C を取り付けることによって、自分では得ることのできない最上級の格付けを獲得し、CP を発行するようになった。また受取勘定や抵当負債を裏付けにした ABCP の利用も始まった⁵⁾。1980年代前半はこれら保証や担保の付いた CP プログラム設定が増加し、Moody's の格付けを取得する発行者のネット増加分のほとんどを占めた。ただし、発行残高では10%未満しか占めず、プログラムの規模は小さかったと考えられる⁶⁾。

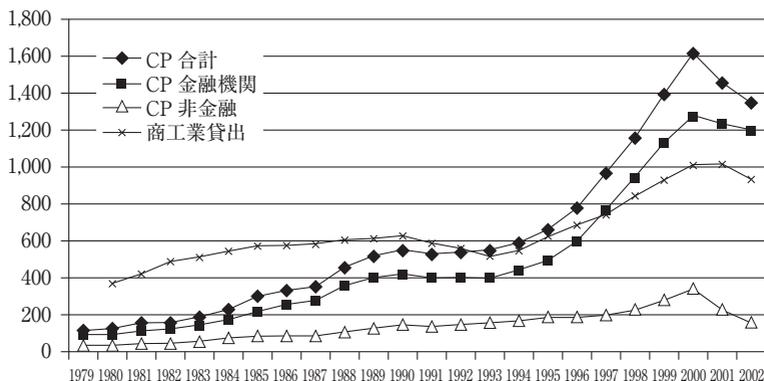
図1を参照されたい。1980年代は特にその後半に CP 残高が大きく伸び、1990年には銀行による商工業貸出とほぼ同じ水準に達している。しかし、その大部分は金融機関による発行になっている。1980年代の後半は外国金融機

4) Walsh, James M., "The growing use of the commercial paper market", *Euromoney*, May 1981, p.160.

5) Gilbert, Nick, "The shape of things to come", *Euromoney*, November 1985, pp.63-64.

6) Post, Mitchell A., "The Evolution of U.S. Commercial Paper Market since 1980", *Federal Reserve Bulletin*, December 1992, p.884.

図1 CPと商工業貸出の残高(単位10億ドル)



注) 商工業貸出は被保険銀行のもの。資産総額と資産に占める商工業貸出の割合から計算しているため、実際の数値とは若干の差があると考えられる。

出所) *Federal Reserve Bulletin* 各号より作成。

関による米市場への参入が拡大した時期であり、それらのCP発行が急増した。図にはないが、1979年に金融機関のCP残高で26%しか占めなかったディーラー経由発行が1990年には直接発行を上回った。そして1991年にはディーラー経由発行の金融機関CP残高で外国金融機関のものが50%を超えていた⁷⁾。1980年代にCP発行層が広がったものの、それは非金融企業の資金調達を直接支えたというより、外銀等を通じて間接的に資金源を広げたと見える。

CP発行の増加は、発行層の広がりに加え、投資家による許容範囲の拡大を伴っていた。ところが1989年半ばにデフォルトが発生し、さらに同年中に2件、1990年に4件と続いたことで状況が変化した。CP発行拡大はMMMFの成長によって支えられていたため、CP市場の信用不安はMMMFに波及

7) *Ibid.*, p.885. 外国金融機関の米CP発行で半分は在米調達子会社によるもので、代わり金は在米店舗やオフショア店舗に移転された。残りは国外拠点、主に本体によるものであった。

しかねなかった。そこで SEC は1991年に規則を修正し、MMMF の投資制限を強化した。格付けは上位 2 番目までに限定され、2 番目の格付けは資産の 5% まで、単一主体のものは資産の 1% までに制限された。SEC の規則変更は1990年に提案されたが、その段階からすでに P2/A2 格付けの CP は信用プレミアムが拡大し、借り手によっては銀行借入の方が低コストになった⁸⁾。

一方で銀行はバーゼル合意の段階施行開始を控えており、貸出を拡大できる状況ではなかった。そこで ABCP の本格的な利用が始まった。ABCP プログラムでは、導管体が企業から受取勘定を購入し、それらを担保として CP が発行される。銀行はプログラムを運営することによって、資産を拡大すること無しに顧客へのファイナンス提供を行うことができる。CP の格付けは受取勘定データの数理的な評価に基づき、適切な分散が求められる。これに信用補完を付与すれば最上級の格付けが得やすく、自社の CP 格付けが P2/A2 以下でも企業は CP 市場へのアクセスを維持できた⁹⁾。

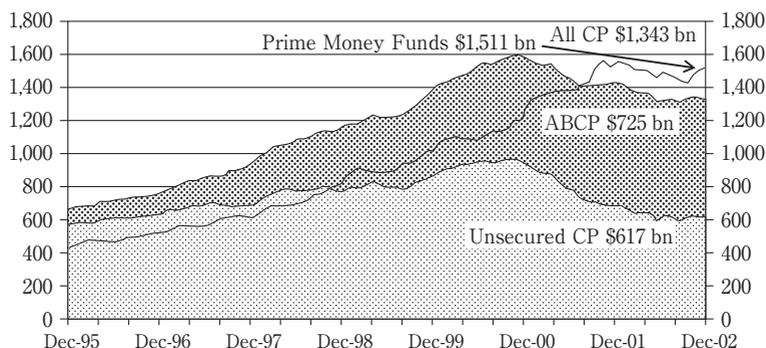
CP 発行残高は図 1 を見ると1990年代初頭に伸びが落ち込んでいるが、ABCP は設定数が1988年の20から1992年の120に、残高は同時期に100億ドル未満から600億ドル弱へと拡大した。そのうち銀行がアドバイザーを務めるプログラムが設定数で半分以上、残高では1992年に86%程度を占めた¹⁰⁾。図 2 では CP 残高の推移を ABCP と無担保 CP に分けて見ることができる。図 1 と上記の数値から ABCP 残高が CP 全体に占める比重は1992年でも1980年代前半からほとんど変わっていなかったと見られるが、1990年代には徐々に

8) *Ibid.*, pp.888-889. 1980～1991年にMMMFの資産は6倍に増加しており、CP投資の比重は1982年24.4%が1989年には49.9%まで上昇していた。*Ibid.*, p.881. CPの格付けはMoody'sがP1～P3まで投資適格、S&PがA1～A3まで投資適格に分類されている。

9) Kavanagh, Barbara, Thomas R. Boemio and Gerald A. Edwards, Jr., "Asset-Backed Commercial Paper Programs", *Federal Reserve Bulletin*, February 1992, pp.107-113.

10) Cantor, Richard and Rebecca Demsetz, "Securitization, Loan Sales, and the Credit Slowdown", FRB NY, *Quarterly Review*, Summer 1993, p.34.

図2 ABCPと無担保CP残高推移 (単位10億ドル)



原資料) Federal Reserve, iMoneyNet, Inc.

出所) Moody's Investors Service, *The Fundamentals of Asset-Backed Commercial Paper*, Structured Finance Special Report, 2003, p.16.

比重を高め、2002年には過半を占めるまでになった。

1990年代後半には銀行の商工業貸出も伸びを取り戻すが、それをはるかに上回る勢いでCP残高が拡大している。これは部分的に借り手が銀行借入からCP利用へとシフトする流れが加速し、銀行もそれを後押しするようになったことを意味する。1990年代にはABCPの主要な形式が複数の借り手から受取勘定を集めたものであったことから、それが分かる。表1を見ると2002年時点にマルチ・セラーがプログラム数で約45%、CP発行残高で約57%を占めている。借り手が独自にプログラムを設定することが多いシングル・セラーと異なり、この部分は銀行が顧客向けにCP市場へのアクセスを提供している。つまり、証券市場を利用しながら、銀行が新たな競争環境に対応しているのである。

ただ、そこで話は終わらない。新規プログラムで証券裁定もかなりの比重を占めており、2002年時点にはプログラム数で24%、残高で約19%を占めている。さらに2002年時点のデータでは証券裁定とは別項目にSIVがある¹¹⁾。ABCPによる証券裁定とは証券化商品を含む多様な証券への投資を導管体経

表1 ABCPプログラムのタイプ別内訳

2002年6月30日時点

タイプ	件数	件数シェア (%)	残高 (100万ドル)	残高シェア (%)
マルチセラー	147	45	400,891.7	57
証券裁定	79	24	131,920.7	19
シングルセラー	58	18	86,078.4	12
ハイブリッド	17	5	32,300.1	5
SIV	15	5	32,946.0	5
ローン担保	11	3	15,263.5	2
その他	1	0	8,073.9	1
合計	328		707,474.3	

各年の新規プログラム数推移

	1998	1999	2000	2001	2002
ハイブリッド	0	1	4	4	4
ローン担保	1	2	3		
マルチセラー	26	25	16	10	9
その他	5				
証券裁定	10	20	16	6	11
シングルセラー	9	13	9	12	7
合計	51	61	48	32	31
合計導管体数	269	323	339	358	363

出所) Moody's Investors Service, *The Fundamentals of Asset-Backed Commercial Paper*, Structured Finance Special Report, 2003, p.16.

由で行い、そのファンディングにCPを利用することである。1990年代末にスポンサーが裁定機会を発見し、金利の期間構造とCP発行環境が急変しないことを前提にABCPプログラムの活用を始めた¹¹⁾。

ローン担保ABCPも利用方法として似た性格を持つ。これはCLOと実質的に同じである。CLOの利用が開始された当初はタームABSが発行されて

11) Moody'sの説明では証券裁定を信用リスクに注目したものと市場リスクに注目したものに分類できる。前者の主要形式が信用裁定プログラムで、後者の主要形式がSIVということである。Moody's Investors Service, *The Fundamentals of Asset-Backed Commercial Paper*, Structured Finance Special Report, 2003, p.21。しかし、表1では証券裁定とSIVが別項目として記載されており、p.67には信用裁定プログラムの2002年9月末におけるCP発行残高として666億ドルという数字が記載されている。

いたが、1990年代末にはコスト削減のためCPが利用されるようになった¹³⁾。またCLOに限らず、どの証券化プログラムでも、タームABSを発行するまで導管体に資産を蓄積する過程でABCPが利用されることもある¹⁴⁾。

このようにABCPは、それ自体が銀行貸出を代替したというだけでなく、あらゆる証券化プログラムを短期市場に結びつける役割を果たしているといえることができる。

1-2. CMBS

証券化に必要な条件として次の二つがあげられる。一つはプール化と証券管理のコストが、借り手の支払いと投資家の受け取りで定義される利鞘より小さいこと。もう一つは投資家に適時の元利払いを保証し、投資家による借り手のモニタリングを不要にする仕組みが構築されていることである¹⁵⁾。後者はひとまず置くとして、前者についてよく知られるように住宅・カード・自動車ローンなど標準化された比較的小口の契約で、信用履歴の入手が容易な資産が証券化に適している。事業向けの貸出、中でも小規模事業向けものは多様性が大きく、評価が困難なことから証券化に適していない。

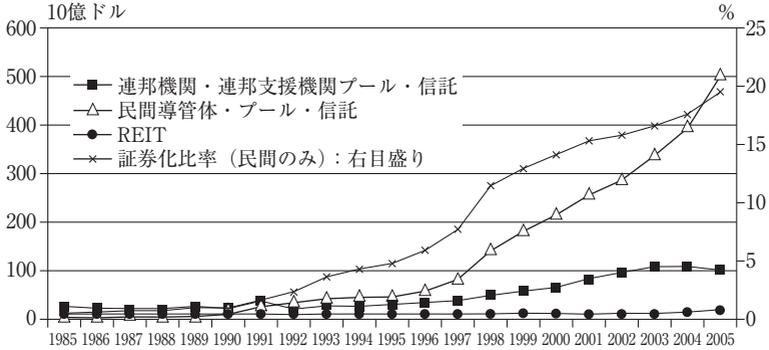
12) Anderson, Richard G. and Charles S. Gascon, "The Commercial Paper Market, the Fed, and the 2007-2009 Financial Crisis", FRB St. Louis, *Review*, November/December 2009, p.600. これらプログラムでは信用補完は無いことが多いが、流動性補完は提供される。信用裁定ABCPでは担保証券の格下げがあると、流動性補完者が額面で証券を買い取ると規定している場合がある。Moody's Investors Services, *op.cit.*, p.21.

13) Rizzi, Joseph V., Michael G. Maza, and Michael McIntyre, "Getting More with Less : Commercial Loan Securitization", *Commercial Lending Review*, Volume 14, Number 4, Fall 1999, p.26. しかしローンの質低下とともに信用補完の必要程度が高まり、コストが上昇すると銀行はプログラムを撤回するようになった。Moody's Investors Services, *op.cit.*, p.23.

14) *Ibid.*, p.15. 特に2005~2007年の期間にABCP残高が倍増したが、それはMBS発行までのつなぎ金融として利用されていたことが要因であった。Anderson and Gascon, *op.cit.*, p.602.

15) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Report to the Congress on the Availability of Credit to Small Business*, 1997, p.36.

図3 CMBS 残高推移



注) 商業用抵当は複数家族向けと非農業非住宅向けの合計。プール・信託はMBS元本の残高。証券化比率は商業用抵当合計に対する民間導管体・プール・信託の比率。REITは複数家族向け抵当と商業用抵当のREITが資産として保有する金額合計。

出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, Mortgage Debt Outstanding, <http://www.federalreserve.gov/econresdata/releases/mortoutstand/mortoutstand2014.htm> および、*Financial Accounts of the United States, Historical Annual Labels* より作成。

それでも、証券化可能な部分はある。商業用不動産担保ローンは標準化された引受基準と比較可能な履歴の存在のため、その一例である¹⁶⁾。それでも小口かつ、連邦機関・連邦支援機関が適時の支払いを保証する住宅用不動産抵当の証券化に比較すると条件が悪く、本格的な証券化が始まるのは1990年代に入ってからであった。1980年代末から1990年代の初頭はクレジット・クラッシュと称される現象が生じ、その大きな原因がLBO関連と商業用不動産担保ローンの分野で広範に不良債権が発生したことである。図3を参照されたい。CMBSの残高が不良債権問題の生じていた時期から徐々に拡大し、エクイティ型の資金を提供するREITを凌ぐ不動産市場の重要な資金源になっていったことが分かる。

16) Board of Governors of the Federal Reserve System and U.S. Securities and Exchange Commission, *Report to the Congress on Markets for Small-Business and Commercial-Mortgage-Related Securities*, 1998, p.2.

CMBS 発行拡大のきっかけになったのは、S&L 問題を受けて設立された RTC が破綻機関の資産を処分するために利用したことである。不良債権を抱えていた銀行や保険会社もバランス・シートのリストラを進めるため発行した。そのため1991年には CMBS 担保の98%が既存のローンで構成されていた。しかし、それで市場が立ち上がると、証券化を前提とするローンが提供され、CMBS 担保に占める新規ローンの比重が高まっていった。特に1990年代半ばになると、大手投資銀行が導管体を設置し、特定のコレレス機関からローンを買って CMBS を発行するプログラムが主流になった¹⁷⁾。

証券化プログラムには、多数の小口ローンを束ねた伝統的導管体、少数の5000万ドルを超えるローンを束ねた大口プログラム、小口と大口を混ぜ合わせたフュージョン案件、短期変動ローン・プログラムがある。1998年には伝統的導管体とフュージョン案件で合計の2/3を占めていた。ただ、小口とはいえ100万ドル未満のローンがプールに入ることはあまりなく、CMBS 市場の成長に伴ってプールに入るローンの規模は拡大した。プログラム自体の大型化も進み、平均規模は1995年の1.91億ドルから1998年の9.18億ドルまで跳ね上がった。案件の大型化で、発行者は固定費比率を引き下げ、投資家は高い流動性を得ることができた¹⁸⁾。

しかし1998年8月のロシアによるデフォルトは、CMBS 市場にも波及した。低格付け証券は信用スプレッドが急拡大し、いくつかの導管体は証券化途上の在庫からの損失に加え、在庫をヘッジするための財務省証券ショートからも損失を被った。そのため CMBS 業務から完全に撤退するところも現れた。その後、商業不動産市場自体は活況を維持し、CMBS 市場もすぐに

17) *Ibid.*, p.9. CMBS 担保に占める新規ローンの比率は 1998 年前半に 90% を超えた。また証券化向け導管体による CMBS 発行が発行額に占める割合も 1998 年前半には 90% 近くに上昇した。

18) *Ibid.*, p.5, pp.9-10. 小口の商業用不動産担保ローンは小規模事業向けローンと同じで、きめ細かい審査とモニタリングが必要ということである。

危機的状況を抜け出したが、証券化活動は鈍化した。発行業者が在庫の価格低下を恐れてより頻繁に発行するようになったため、案件の平均規模は2000年前半の5.3億ドルに低下した。それは単一借り手案件のシェアが1998年の3%から1999～2000年前半の12%程度まで上昇したことに現れている¹⁹⁾。

単一借り手向けローンを証券化する場合は、資産のプール化という機能を全く果たしておらず、オリジネーターから資産を隔離するだけである。ローンの保有を継続するか証券化するかを選択は、当該機関が直面するバランス・シート制約の度合いや代替的な資金調達源の利用コストなどに規定され、それはプール化が容易な資産であっても同じである。ただ、商業用不動産担保ローンの場合、同じ呼び名であっても性質の差が大きいと考えられる²⁰⁾。銀行貸出の中で売却あるいは証券化されやすい部分がそうされるように、商業用不動産担保ローンの中で証券化されやすい案件がCMBSに加工されるということであろう。

1-3. 小規模事業ローンの証券化

商業用不動産担保ローンで証券化されるものは基本的に案件の規模が大きく、CMBSは中間市場向けであるといえる²¹⁾。市場のセグメントとしてさら

19) Board of Governors and SEC, *Report to the Congress on Markets for Small-Business and Commercial-Mortgage-Related Securities*, 2000, pp.6-8. 商業用不動産担保ローン残高は1998年末の13億ドル未満から2000年3月末の15億ドル以上に増大し、損失率は2%を下回り続けたが、フローで見た証券化比率は1998年の50%程度から、1999年の25%程度に低下した。

20) リーマン・ショック後に銀行が抱えていた商業不動産担保ローンでは、条件変更や満期延長によってデフォルトが回避されているローンや、ワークアウト過程のものも多かったと推測されている。関雄太、井上武「欧米で注目されるリファイナンス問題」『資本市場クォーターリ』2010年春、94ページ。

21) CMBS金額を担保ローンの件数で割ると、1997年にはローン平均が100万ドル未満の発行が4件あり、その全てが既存ローンで構成されていた。これに対して証券化向けにオリジネートされたローンの平均は700万ドルであった。Board of Governors and SEC, *op.cit.*, 1998, p.13.

に下になる小規模事業向けは、ローン金額が100万ドル以下の小口や10万ドル以下の極小の取引が多いと考えられる²²⁾。これらは件数が多くそれぞれ金額が小さいものの、借り手の事業内容や資金の用途があまりに多様なため、最も証券化が困難な分野に属する。また個別機関は市場全体の信頼できる信用履歴を作成するのに十分な借り手と取引を行っておらず、なおかつ競争要因と反トラストの懸念によって価格データの共有や契約書類の標準化が阻まれている²³⁾。

こうした問題を緩和する方法として政府保証が挙げられる。1953年に創設されたSBA (Small Business Administration) は、創設翌年には小規模事業向けに直接ローンを提供したり、銀行によるローンを保証するようになっていた。1975年にはSBA保証ローンの流通取引が行われるようになり、さらに1984年には小規模事業流通市場改善法の成立によってSBAローンのプール化が可能になった²⁴⁾。その結果、1985年からはSBAプログラムである7(a)ローンの保証部分は1/3~1/2程度が証券化されている。表2からもそれが確認できる。証券化には政府保証の役割が大きいが、標準化の程度が高く、担保と契約書類に共通性が見られることも一因と考えられる²⁵⁾。

それでも7(a)ローン保証外部分は証券化比率がほとんどの年で10%に満

22) U.S. Small Business Administration の定義によると、小規模事業は従業員 500 人未満の事業体を指し、数では米事業体の 99% を占める。うち企業形態が小規模非金融事業と信額の 80% 以上を占める。非金融非企業では信用市場負債の 3/4 程度を抵当信用が占めている。Board of Governors, *op.cit.*, 1997, p.3, p.10, p.14. FRB による 1998 年小規模事業金融調査では、小規模事業向け与信で 100 万ドル超は件数で 5% 程度だったが、金額では 60% の比重を占める。Board of Governors, *Report to the Congress on the Availability of Credit to Small Business*, 2002, p.36.

23) Jackson, Howell E., "What should the Federal Government do to promote a secondary market for business and commercial loans", House, Hearing before the Subcommittee on Economic Growth and Credit Formation of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, *Secondary Market for Commercial Business Loan*, 103rd Cong., 1st sess., 1993, p.62.

24) Prudential Securities 提出資料。 *Ibid.*, p.127. および <https://www.sba.gov/about-sba/what-we-do/history>。

表2 小規模事業向けローンの証券化推移（単位100万ドル）

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
SBA 7(a) ローン・オリジネート金額								
合計	8,177	8,257	7,695	9,462	9,016	10,146	10,523	9,894
保証部分	5,993	5,995	5,736	6,007	6,181	6,733	6,890	6,839
保証外部分	2,184	2,262	1,959	3,455	2,835	3,413	3,633	3,055
SBA 7(a) ローン証券化金額								
合計	2,457	2,042	2,667	2,993	3,074	3,673	3,538	3,495
保証部分	2,300	1,900	2,409	2,703	2,792	3,229	3,239	3,244
保証外部分	157	142	258	290	282	444	299	251
SBA ローン以外の証券化金額	45	99	384	428	938	1,868	149	82

注) SBA 7(a) ローン・オリジネート金額は各年9月末に終わる財政年度内のもの。証券化金額は暦年のもの。
出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Report to the Congress on the Availability of Credit to Small Businesses*, 2002, p.60.

たない。これらは受取勘定，商業用不動産，設備などの資産担保証券という性格を持ち，信用補完の割合も高い。規模は比較的大きく，中間市場向けになっていることが多い。それ以外の証券化活動はさらに小さく，受取勘定やフランチャイズのオーナー向けローンが私募で証券化されている程度である²⁶⁾。これらの活動はごく一部の金融会社が大部分を占め，しかも1990年代の末から2000年代初頭にかけて大手が相次ぎ買収された後に証券化活動を停止した。それは，親会社を通じるより有利な資金調達方法を獲得したためと見られている²⁷⁾。

表2で，7(a)ローン保証外部分とSBAローン以外の証券化が1999年に急増し，その後急減しているのを確認できる。要因は金融会社の活動停止であ

25) Board of Governors, *op.cit.*, 1997, pp.37-38. また貸し手もSBAからpreferred lenderの地位を得るため，一貫したローン提供基準を持つと考えられる。7(a)ローンの名称はSmall Business Actのセクション7(a)でSBAによるローンと保証の提供権限が規定されていることによる。保証率は15万ドル以下の案件で上限85%，15万ドル超は上限75%である。Dilger, Robert Jay, "Small Business Administration 7(a) Loan Guaranty Program", *CRS Report for Congress*, 2013, p.2.

26) Board of Governors, *op.cit.*, 1997, p.38. 損失保護の割合は10~20%ということである。

27) Board of Governors, *op.cit.*, 2002, p.61. 1998年にFirst Unionが⁸⁾The Money Store買収，1999年にFINOVAが⁹⁾Fremont Financial買収，2001年にUPSが¹⁰⁾First Internationalを買収した。

ろう。ただ、銀行の活動も影響していると考えられる。銀行は7(a)ローン保証外部分の証券化が認められていなかったが、1997年から暫定的に解禁され、1999年にはルールが確定した。解禁を受けて一部の銀行が証券化に乗り出したものの、頻繁に検査を受ける義務を伴ったこともあり活動が広がらなかった²⁸⁾。いずれにしても、SBA ローンには政府予算の制約があるため、銀行による商工業貸出に占める比重は限られたものにならざるを得ない。

一方、SBA ローン以外については、やはり多様性、共通基準の欠如、信用履歴の入手困難といった問題が大きい。それに加えて、小口ローンは利回りが良く、損失率も低いため、銀行が保有の継続を好むことも、証券化されない要因と指摘される²⁹⁾。小規模事業向け金融では、小規模な銀行が主要な担い手であるが、それら銀行にとって単独で証券化に必要なローンを集めるのは困難であるし、証券化のために必要な信用補完の程度が高くなれば、採算に合わない。また、商工業貸出は小規模な銀行にとって数少ない差別化可能な分野と考えられる。差別化を追求したようなローンは、そもそも証券化に向かない。こうした事情から、保有の継続が選好されるのであろう。

1-4. 小規模事業ローンとリテール金融の融合

小規模事業向け貸出の分野で起こった大きな変化に、リテール向け手法の活用が進んだことがある。その一つが信用スコアリング・モデルの利用である。信用スコアリング自体はすでに1960年代には消費者信用向けに利用され

28) 保証無し部分の証券化を行う銀行は、preferred lender の地位を維持するため、四半期毎にポートフォリオ検査を受けなければならない（活動を行わない場合は半年ごと）。1998～1999 年は Zion First, Sierra West, First Source Corp., First International Bank, Bank of Yorba Linda が小口ローン証券化で 1/3 を占めた。Board of Governors and SEC, *op.cit.*, 2000, pp.10-11.

29) Board of Governors and SEC, *op.cit.*, 1998, p.15. Board of Governors and SEC, *op.cit.*, 2000, p.9. これら報告書では市場での流動性が豊富であることを保有継続の要因と指摘しているが、流動性が逼迫すると今度は証券化自体が困難になると考えられる。

ようになっていたようであるが、事業向けに利用され始めるのは1990年代に入ってからである。それは事業主個人の信用履歴に注目することで可能になった。個人であれば審査が簡単で、信用履歴の入手も容易である。そして、事業規模が小さいほど、事業内容と切り離れた事業主個人の属性だけで評価される度合いが高まる³⁰⁾。

信用スコアリング・モデルは、独自開発した一部の銀行を除くと、ほとんどの貸し手が外部業者の開発したものを利用している。最も一般的なのは Fair, Isaac 社が開発したモデルであり、2000年までには300以上の主要な貸し手が導入していた。利用機関が改良を加えたとしても、Fair, Isaac 社は貸し手間の比較が可能なおよび、それが共通の基準によって評価された多数のローンを生み出す。それでも、オリジネートされた小規模事業向けローンは上述のように当初の貸し手に継続保有され、証券化のために売却されることは少ない³¹⁾。

しかし、信用スコアリング・モデル利用の広がりは、小規模事業向けローン市場に新たな競争を持ち込んだ。顕著な例は Wells Fargo や Nations Bank で、それら大銀行が全国キャンペーンを打ち出して、支店展開を行っていない場所でもかつて小規模な貸し手が独占していた領域に侵攻し始めた³²⁾。小

30) Board of Governors, *op.cit.*, 1997, p.33. Board of Governors, *op.cit.*, 2002, p.54. 1990年代には大手企業向けでも内部格付けシステムの見直しが進んでいた。方向性は担当者の主観に依存しないことで、主に財務数値からなる企業の内在的情報と資本市場の評価から単一のスコアを決定することが目指されていた。Altman, Edward I. and Robert Haldeman, "Corporate Credit-Scoring Models: Approaches and tests for successful implementation", *The Journal of Commercial Bank Lending*, May 1995, pp.11-12.

31) Board of Governors and SEC, *op.cit.*, 1998, p.16. Board of Governors and SEC, *op.cit.*, 2000, pp.12-13. Fair, Isaac 社のモデルは Robert Morris Associates メンバー銀行が提供したデータによって構築されている。データには消費者信用部報告データ、事業信用部報告データ、借り手財務比率、借り手による与信申請データが含まれる。Asch, Latimer, "How the RMA/Fair, Isaac Credit-Scoring Model Was Built", *The Journal of Commercial Bank Lending*, June 1995, p.14.

32) Board of Governors, *op.cit.*, 1997, p.34.

規模事業向けでも借り手とローンの規模が比較的大きい場合は、信用スコアリング・モデルを利用していても独自の調査を追加して与信の判断が行われるようであるが、事業主個人の属性だけで統計的に判断可能であれば貸し手と借り手の距離はほとんど無関係であると考えられる³³⁾。つまり、独自の調査を追加する必要性が低い案件ほど、新規参入者からの競争にさらされやすい。

その典型的な分野が、証券化されやすいリテールの貸出である。小規模事業向けローンで、事業主個人の属性を重視して信用評価を行うようになったことで、その分野とリテール業務の境界が曖昧になった。仲介機関はリテールと同じ方法で小規模事業の顧客を開拓することができる。リテールの分野では1980年代後半から証券化を利用したノンバンクの活動が活発になった³⁴⁾。それは、小規模事業向けローンについても、ノンバンクの活動余地が広がったことを意味する。データ分析における規模の経済を考えれば、域外の大手行にとっても参入機会が大きい。特に年商が数十万ドル程度の借り手は、小さすぎて地元の中小銀行がきめ細かい対応をするのが採算上難しく、むしろ大手の画一的な大量処理に向いているということである³⁵⁾。

33) FRBによる小口(100万ドル以下)・極小(10万ドル以下)ローンの調査を1997年と2001年で比較すると、2001年には約320の都市部と約2340の非都市部地域それぞれで、地域内に店舗を持たずにローンを提供した貸し手の数が1997年より大幅に増えていた。そして、都市部の極小ローンでは域外貸し手のローン金額が倍増していた。Board of Governors, *op.cit.*, 2002, p.46.

34) 例えば大手ノンバンクが一般目的カードに参入するようになったのは、1986年のSearsによるDiscoverカード発行である。これにAmerican Expressが続き、既存の旅行・興行カード保有者にOptimaカードを提供するようになった。さらにAT&TもUniversalの提供を開始した。これらは証券化の拡大に対応している。ABA代表のRichard A. Kirkによる証言。House, Hearings before the Subcommittee on Financial Institutions Supervision, Regulation and Insurance of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, *Restructuring of the Banking Industry*, 102nd Cong., 1st sess., 1991, p.226.

35) 日本政策金融公庫総合研究所『米国銀行における中小企業金融の実態』日本公庫総研レポートNo.2013-8, 2014年3月25日, 105~106ページ。

表3 小規模事業のクレジットカード利用

クレジットカードを利用する事業者の割合(%)							支払い繰り越し無しの割合(%)		
	事業カード			個人カード			事業・個人		
	1993	1998	2003	1993	1998	2003	1993	1998	2003
	28.8	34.1	48.1	40.7	46.0	46.7	75.1	79.3	70.7
フルタイム被用者数別									
0-1	21.4	20.1	32.0	42.6	45.6	48.6	69.0	75.2	69.6
2-4	24.3	28.8	45.7	41.5	47.1	48.1	74.2	72.5	65.9
5-9	39.5	43.2	56.8	42.1	45.4	47.8	73.2	76.5	68.5
10-19	36.4	50.8	59.7	39.5	51.5	45.6	79.9	78.5	79.4
20-49	43.9	56.9	61.7	30.1	41.7	34.4	87.1	88.5	85.2
50-99	44.2	58.6	63.5	26.4	31.3	34.6	88.8	94.1	93.9
100-499	37.4	62.5	71.4	25.3	23.7	32.2	90.7	97.5	92.4
現オーナー下の事業継続年数別									
0-4	22.9	28.7	46.6	42.1	46.0	45.2	73.6	68.9	67.5
5-9	29.0	38.2	49.7	41.1	48.7	44.6	74.2	74.0	63.4
10-14	33.4	34.3	48.7	42.9	46.6	49.8	74.5	79.1	72.2
15-19	27.0	37.5	52.3	40.8	43.7	48.5	76.2	78.7	71.9
20-24	29.0	34.2	50.7	43.0	46.2	46.9	71.2	84.1	74.9
25-	30.1	32.5	43.1	34.3	42.8	46.6		80.9	78.6

出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Report to the Congress on the Availability of Credit to Small Businesses*, 1997, p.57, 2002, p.75, 2007, p.77.

リテールとの融合が顕著なのはクレジット・カードである。表3に小規模事業によるクレジット・カード利用状況の推移をまとめている。銀行は1990年代から事業カードの普及に注力しており、比較的規模が大きいところを中心に利用が広がっている。個人カードを事業目的に利用する割合もわずかながら上昇している。こちらは規模が小さいところほど利用割合が高くなっているものの、従業員100人以上のところでもそれなりに利用されている。カード利用は出張や備品購入の利便性が主目的で、毎月の全額支払いが基本であると考えられる。しかし残高繰越をしない割合は全体的に低下しているように見られ、特に小規模で事業継続年数が短いほどその傾向が強い。

カード以外に個人の資金調達でよく利用されるものに住宅ローンがある。新規購入目的のローンであれば、カード利用と競合することは少ないが、ホーム・エクイティの信用枠やローンの場合はカード利用と競合度が高い。1996年6月末時点で金融会社は1-4家族向け抵当信用を470億ドル保有し、他

表4 各種与信残高が小規模事業向け信用に占める比率 (%)

	銀 行				ノンバンク				合 計			
	1987	1993	1998	2003	1987	1993	1998	2003	1987	1993	1998	2003
与信枠引出額	26.5	33.8	28.9	25.2	7.5	10.2	5.1	6.5	34.0	44.1	34.1	31.7
抵当ローン	19.7	8.8	20.9	20.3	11.5	5.1	14.2	18.7	31.2	13.9	35.1	39.0
設備ローン	6.3	6.8	6.0	2.0	4.2	4.5	3.7	3.0	10.5	11.3	9.6	5.1
自動車ローン	3.2	3.0	2.8	3.4	2.9	3.0	2.7	3.8	6.1	6.0	5.5	7.2
資本リース	0.9	1.7	1.6	0.2	3.1	4.5	4.2	3.0	4.0	6.2	5.8	3.2
その他ローン	6.7	7.2	5.1	5.6	7.6	11.4	4.8	8.1	14.3	18.6	9.9	13.7
合計	63.3	61.3	65.2	56.8	36.7	38.7	34.8	43.2	100.0	100.0	100.0	100.0

注) 抵当ローンは事業目的に利用されている商業抵当と住宅抵当の両方を含む。

Cole, Rebel A. and John Wolken, "Bank and Nonbank Competition for Small Business Credit: Evidence from the 1987 and 1993 National Survey of Small Business Finances", *Federal Reserve Bulletin*, November 1996, p.988. Board of Governors of the Federal Reserve System, Report to the Congress on the Availability of Credit to Small Businesses, 2002, p.78, 2007, p.80.

に残高230億ドルの証券化を行っていた。合計710億ドルのほとんどがホーム・エクイティであり、金融会社は低金利で返済期間が長く、利払いの所得控除を受けることができる商品として、カード金融の借り換え用に売り込んでいた。そして、小規模事業は個人向け抵当金融も事業目的に利用することが多いといわれる³⁶⁾。

表4を参照されたい。小規模事業の伝統的な信用手段の利用において、与信枠は1990年代初頭にシェアが一時的に高まった後は低下傾向にある。これは1980年代末から1990初頭における不動産市場の低迷が影響していると考えられる。その後は抵当ローンの利用が増え、特にノンバンクがシェアを伸ばしている。その他の手段については金額に占めるシェアこそ小さいものの、ノンバンク経由が銀行を上回っている。この中で自動車ローンの多くはディーラー金融であろうが、被用者1人以下の事業でも利用しているところを見ると、他の調達手段と競合している部分はあると考えられる³⁷⁾。

36) August, James D., Michael R. Grupe, Charles Luckett, and Samuel M. Slowinski, "Survey of Finance Companies, 1996", *Federal Reserve Bulletin*, July 1997, p.545, p.548.

37) FRBによる2003年の調査では常勤被用者1人以下の事業で自動車ローンを利用する割合は17.4%であった。一方で同じ被用者数の事業で抵当ローンを利用する割合は5.6%であった。どの従業員数クラスで見ても自動車ローンの利用割合の方が大きくなっている。Board of Governors, *op.cit.*, 2007, p.75.

表を見る限り、小規模事業向け与信で銀行のシェアがノンバンクに大きく浸食されたとはいえない。この表にはカード信用が含まれておらず、それを含めるとなおさらである。しかし、銀行を取り巻く競争環境が変化していることは明かである。確かに借り手との継続的なコンタクトが必要で、証券化されないローンも残っているものの、企業活動全体の信用リスクから特定の部分を切り出した与信方法がその適用範囲を広げている。商業用不動産担保ローンがそれに当たる。スコアリング利用やカード・ローンも事業主個人の信用力に注目する点ではそれに当てはまるが、これらは住宅や自動車を含めて大量一括処理の要素が強いであろう。

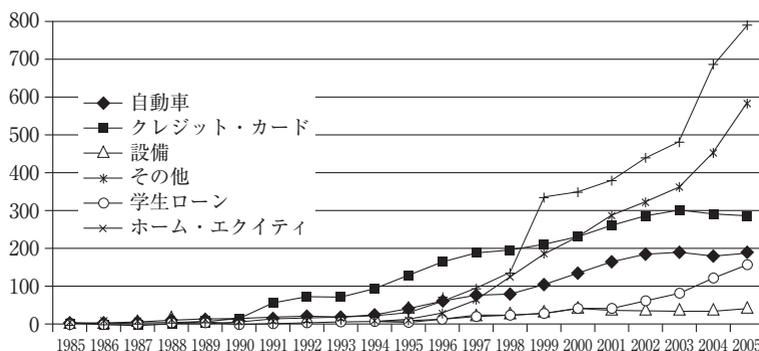
地元市場に関する知識と顧客へのきめ細かい対応を強みとしてきた銀行は、1980年代以降はそれらを欠いているノンバンクや域外の大手行と競争する場面により頻繁に直面するようになったと考えられる。数字の上では銀行、あるいは銀行持株会社が小規模事業向けの与信でシェアを維持していたとしても、それは「伝統的銀行業」という表現でイメージされるビジネス・モデルが強みを維持しているということ必ずしも意味する訳ではない。そして、リテールや小規模事業向けの市場において資本市場を巻き込んだ競争が展開されることは、それら市場の連動性が強まることにつながると考えられる。

2. 証券化市場を機能させる裁定取引

2-1. オリジネートとディストリビュートの分離

周知のように住宅ローンの分野では1970年代には証券化が始まり、1980年代にはCMOや元利のストリップなど商品の多様化が進んだ。それに伴って市場参加者も拡大した。そうした基盤があったにも関わらず、1986年末までの段階で証券化されたのは自動車ローンで4%、商業用不動産担保ローンやカード・ローンでは1%程度であった。一因として手続きが確立されていな

図4 ABS 残高推移 (単位10億ドル)



注) ABS の内訳には住宅関連 (レンタルや未回収金など) もあるが、数値が小さいため省略した。「その他」にはCDOが含まれている。図の期間外であるが、2014年末の数値では「その他」7267.2億ドルのうち6131.3億ドルがCDOとなっており、この数値は図5で利用したGlobal CDO残高の米ドル建て分とはほぼ一致している。ホーム・エクイティの数値は抵当関連のデータに記載されていたものを利用しており、HELOC、低順位抵当、スクラッチ&デント、サブプライムなどで構成されている。

出所) SIFMAのUS ABS Issuance and OutstandingおよびMortgage-Related Issuance and Outstandingより作成。

かったことが挙げられる。当時は複雑な仕組みの証券を設計し販売に持って行く過程で、弁護士や会計士が詳細を詰めるのに半年から1年もの時間がかかっていた³⁸⁾。

1980年代後半からの証券化拡大を後押しした要因は、ローンの規格化と同時に手続きの標準化が進んだことである。1990年代初頭において上位10の発行者がABS市場で7割近くを占めた。それら大口発行者が信用条件、引受基準、書類作成、支払い条件、デフォルト・回復規定について統一したアプローチを採用したことで、ABS市場が成長軌道に乗った³⁹⁾。図4を参照されたい。ABSの特定分野としてまず離陸を遂げたのは自動車ローンであった。

38) McKinsey & Co., Inc. のLowell L. Bryanによる証言。Senate, Hearings, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, *Changes in Our Financial System: Globalization of Capital Markets and Securitization of Credit*, 100th Cong., 1st sess., 1987, p.136.

この分野はビッグ・スリー金融子会社が強みを持つ。そのため、規格化されたローンを一定数確保し、証券化における規模の経済を達成しやすかったと考えられる⁴⁰⁾。

ただし、その後すぐにカード・ローンが自動車を追い抜いている。クレジット・カードは外部信用情報とスコアリング・モデル利用の典型的な対象であり、VISA や MASTER がネットワークとして普及したことを考えれば、審査・引受基準の標準化は証券化の有無に関わりなく不可欠だったといえる。証券化が拡大した要因には、1970年代末に金利上限規制の緩い州を拠点とする州際貸出が可能になったことでリテールの貸出競争が生じたこと、および1990年代にマスター・トラスト方式が普及し、短期のローンを追加しながらターム ABS を発行するのが容易になったことがある⁴¹⁾。

同じことはホーム・エクイティ、特のその信用枠型のものにも当てはまる。上述のように1990年代には抵当金融会社がカード・ローンの借換にホーム・エクイティ・ローンを売り込んでいた。図4を見ても、1990年代後半にホーム・エクイティ関連のABS残高が急激に伸び、2000年代に入るまでには

39) First Boston の Joseph M. Donovan による証言。House, *Secondary Market for Commercial Business Loan*, 1993, p.75. ちなみに1985-1992年のABS発行上位10と各機関のシェアはCitibank (13.4%), GMAC (12.8%), Chrysler Financial (11%), Household (5.9%), Ford Credit (5.7%), Sears (4.8%), MBNA (3.9%), SecPac (3.7%), Discover (3.5%), First Chicago (3.4%)であった。*Ibid.*, p.83.

40) 例えばFord金融子会社の財務担当者は自社の証券化成功要因を次のように整理していた。①単一の信用評価基準と引受基準の存在。②消費者・ディーラーの支払いをモニターする基準、および遅延が発生した場合の対処手続きガイドラインの存在、③自動車という評価が容易な担保の存在。*Ibid.*, p.71.

41) 1978年のマーケット判決によって、金利上限規制の緩い州で活動するカード会社が、当該州の金利を他州の顧客にも適用できるようになった。沼田優子『図解』米国金融ビジネス』東洋経済新報社、2002年、75ページ。カードは一定の枠内でいつでも利用でき、返済時期も自由であるため、カードABSは原債権と証券の満期にずれが生じる。そこでリボルビング期間には回収元本で新たな債権が購入され、担保残高が維持される。その担保に基づき、複数シリーズ証券が機動的に発行される。大野克人「米国の証券化の現状について」日本銀行金融研究所『金融研究』1996年4月、18ページ、27ページ。

カード ABS 残高を抜いているのが分かる⁴²⁾。住宅分野で開発された証券化の仕組みが、この頃には他分野での応用方法も確立し、再び住宅分野に戻って政府保証のない部分でも活発に利用されるようになったということであろう。

リテールの資金源を持たない金融会社にとって、1980年代における CP 市場の拡大は外銀同様に業容の拡大を後押しする力になった。しかし、一般的には負債の拡大とともに、当該借り手に対する市場の許容度と信用力の評価は低下する。1980年代後半から証券化の技術が発達し、高い格付けを取得することが容易になったことで、金融会社は本体の信用力に影響されず業容を拡大し、同時に銀行借入や CP への依存を引き下げることができるようになった⁴³⁾。どの程度それが可能かは、オリジネートした資産に証券化の技術を応用するのがどれほど容易かに左右される。

歴史的に消費者向け中心であった金融会社の貸出は、1970年代から事業向け中心へと変化していった。それが1990年代には事業向けの比率が過半を下回るようになった一方で、消費者向けの比率が高まった。部分的には事業向けの分野における金融会社のシェア低下が要因になっているが、前述のように小規模事業では個人向け抵当金融、カード金融を事業に利用するケースがあり、金融会社による貸出の事業向け比率低下を額面通りに受け取ることはできない⁴⁴⁾。しかし、いずれにしても比率を高めたのはリテールの性格が強

42) 図4のホーム・エクイティの数値について、1999年と2003年に系列が変更されているかのような増加が見られるが、SIFMAの表に関する注釈には、この増加に対する説明は見られない。

43) 1990年と1996年を比較すると、金融会社の負債に占めるCPの割合は30.9%から20.6%へ、銀行借入は5.9%から2.1%へと低下した。上昇したのは「その他」であるが、それは優良会社によるMTN発行拡大を反映しているとされる。また、金融会社がオリジネートした貸出残高で証券化された比率は1996年半ばに13.25%であった。August, Grupe, Lockett, and Slowinski, *op.cit.*, 1997, p.550. 証券化比率は1992年時点では5%程度とされている。Cantor and Demsetz, *op.cit.*, 1993, p.32. これは金融会社の貸出が証券化に向いているという説明の中で紹介された数字である。

く、証券化しやすい分野である。リテールにおける貸出競争の激化と証券化の拡大は、相乗効果を持っていると考えられる。

もちろん銀行がこの競争に取り残された訳ではない。ノンバンクの台頭という、ややもすれば銀行が地盤を奪われたと考えてしまうが、それは一面的な見方である。ノンバンクにはS&Lなど貯蓄機関が含まれ、その中には1980年代に経営危機に直面し、銀行に吸収されたものが少なくない。金融会社にしても、従来から大手銀行持株会社が州際業務を展開するため利用してきた。そのため銀行持株会社傘下の金融会社でも、銀行本体による進出が可能な業務を手がけている⁴⁵⁾。そして、自動車ローンはメーカー系金融会社が主要勢力になっているが、カード・ローンでは銀行持株会社傘下の金融会社およびカード銀行のシェアが大きい⁴⁶⁾。また抵当会社でも銀行系が高いシェアを占める⁴⁷⁾。

このように、ノンバンクの台頭は、銀行持株会社グループ内部における分業体制の再編という側面を合わせ持つ。規模の経済が発揮しやすい分野の貸

44) 1990年6月末と1996年6月末を比較すると、金融会社のオリジネート残高で事業向けは51.2%から44.2%に低下し、消費者向けが36.7%から42.3%、不動産関連が12.1%から13.5%に上昇した。金融会社オリジネートの事業向け比率低下には、CRAの義務が強化されたこともあって銀行が小規模事業向け貸出に積極的になったことも作用している。August, Grupe, Luckett, and Slowinski, *op.cit.*, 1997, pp.544-545.

45) 1988年における銀行持株会社傘下のノンバンク資産の内訳は商業金融17.7%、証券ブローカー15.4%、抵当金融13.1%、消費者金融11.5%、その他預金機関9.4%、リース4.4%であった。このうち証券ブローカー業務にも銀行本体で進出可能なものが含まれている。Liang, J. Nellie and Donald T. Savage, "The Nonbank Activities of Bank Holding Companies", *Federal Reserve Bulletin*, May 1990, p.285.

46) August, Grupe, Luckett, and Slowinski, *op.cit.*, 1997, pp.547-548. カード銀行とは、マーケット判決を受けて、金融上限規制の緩い州に銀行持株会社が1980年代初頭から設立するようになった銀行である。ほとんどの州で金利上限規制が障害で無くなった後も、恐らくは規模の経済を理由としてそのまま維持されている。1996年末時点でカード銀行の資産に占めるカード債権の比率は83.98%であった。なおかつ、同時点でカード銀行によるカード・ローン残高の半分は証券化されていた。Nelson, William R. and Ann L. Owen, "Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 1996", *Federal Reserve Bulletin*, June 1997, p.476.

出事業は、それぞれの専門子会社が担うようになった。その中で証券化は、激化するリテール競争によって膨らんだバランス・シートの規模を調整するという役割を持っていた⁴⁸⁾。そして、これほどリテール貸出が拡大した要因には、貸出の規格化によって、それまで借入にアクセスできなかった層が新たな借り手になったこともあると考えられる。つまり貸出における規模の経済発揮は市場の拡大を伴っていたのである。

一方、証券化がバランス・シート拡大の結果であるということは、証券化が容易な債権であっても、全てが証券化される訳ではないことを意味する。しかし証券化それ自体もまた規模の経済が必要な分野である。固定費を賄うためには一定量以上のローンをパッケージしなければならず、消費者ローンの証券化が軌道に乗ると同時に、一部の銀行やスリフトが大手行にカード勘定を売却するようになったと指摘されている⁴⁹⁾。これは独自の証券化機能を持たない銀行がオリジネートと保有に特化し、部分的に外部の証券化機能を利用することを意味する。

当然、独自の証券化活動を行う側も、それが散発的なものでは採算に乗らない。大手の銀行は1980年代末から20条子会社を經由して証券業務に乗り出しており、もちろんその中には証券化商品の引受・分売も含まれている。投資銀行との競争を考えれば、証券業務自体が収益センターとして自立しなけ

47) 2001年第1四半期の抵当金融オリジネート上位25社(市場シェア合計65%)のうち、商業銀行系が11社(35%)、貯蓄金融機関系が5社(11%)、金融会社系が9社(19%)を占めた。飯村慎一「拡大する米国金融機関の住宅ローン・ビジネス」『資本市場クォーターリー』2003年夏、2~3ページ。

48) FRBによる1996年5月の貸出慣行調査で、多くの回答銀行がABS発行拡大要因として挙げたのは、消費者ローン急増でバランス・シートに載せたい量を大きく超えたこと、および証券化の手続きに慣れてきたことであった。それより頻度は低いが、市場の受入が良くなったこと、資産保有のコストが高まったことも指摘されていた。Nelson, William R. and Brian K. Reid, "Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 1995", *Federal Reserve Bulletin*, June 1996, p.488.

49) Cuca, John V. and Mary M. McLaughlin, "Developments Affecting the Profitability of Commercial Banks", *Federal Reserve Bulletin*, July 1990, p.480.

ればならない。当初はファイヤー・ウォールによってむしろ自行オリジネート資産の取り扱いが制限されていたが、いずれにしてもグループ内取引に依存しているようでは自立が望めない。

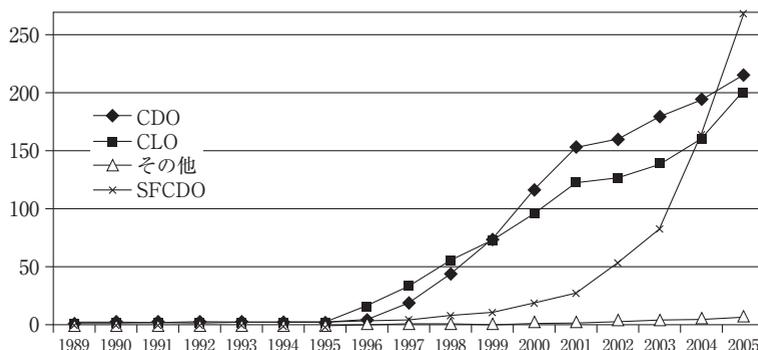
一般的に OTD モデルとは販売するために資産を発掘する収益獲得方法を指す。例えばシンジケート・ローンで当初からほとんど全てを売却できるよう案件設計するのはその典型であろう。しかしローンの流通市場が発達するにつれ、主要機関でシンジケート部門とトレーディング部門が相互に独立するようになった。リテールについても、貸出部門が証券化の容易な資産を発掘するにしても、売却だけが貸出の目的ではない。一方で投資銀行部門にとって、証券化のための原資産を全てグループ内に求めるのは効率的ではない。そうすると、もはやオリジネートとディストリビュートは分離しなければならない。

それを端的に示すのが CDO 中でも SFCDO (Structured Finance CDO) の拡大である。図 5 から分かるように、一般の CDO に少し遅れて、1990 年代末から SFCDO の残高が急激に増加している。一般の CDO でも裁定目的のプログラムはあるが、SFCDO の場合は専ら裁定取引に利用されるもので、担保資産は流通市場で購入される。ABCP でも裁定目的のプログラムが増えたことと併せて考えると、この時期から証券化活動全体の中で裁定取引の重要性が高まったといえる⁵⁰⁾。この活動がオリジネートと切り離されていることはいうまでもない。

そしてより重要なことは、この裁定取引が、各種の専門機関がオリジネートし、それぞれ証券化された個別の資産に受け皿を提供すると同時に、ホー

50) SIFMA のデータによると、すでに 1998 年には裁定型 CDO の残高がバランスシート型のそれを超えている。ちなみに、2007 年のデータによると、CLO でも 97% は担保となるローンがオリジネートしていない金融機関によって組成された。Bord, Vialy M. and Joao A.C. Santos, "The Rise of the Originate-to-Distribute Model and the Role of Banks in Financial Intermediation", FRB NY, *Economic Policy Review*, July 2012, p.21.

図5 CDO 残高推移 (単位10億ドル)



注) CDOはCBO, 担保不明, 混合担保, トラスト型優先CDO, 公益事業担保負債などで構成されている。SFCDOはABS/MBS, CDOs of CDOs, SF指数など仕組み金融担保およびCRE CDOで構成されている。「その他」にはCFO(Collateralized Fund Obligation), 未分類スワップなどが含まれる。

出所) SIFMAのGlobal CDO Issuance and Outstandingより作成。

ルセール市場とリテール市場の両方を含めたそれら資産価格を連動させていることである。もちろん、各資産は市場で売り出された段階から、割安であれば買われ、割高であれば売られる、あるいはCDSでショートされるといった裁定圧力を受ける。ただ、裁定プログラムは、それ自体が選択的に担保を組み入れる裁定活動であると同時に、CDSを含めて各種資産の受け皿にもなっている⁵¹⁾。しかも状況に応じてABC Pが調達手段として利用される。

全ての資産が証券化される訳ではなく、場合によっては根本的に証券化には向かない分野も存在するが、それでも特定の要素を切り出すことは可能か

51) 2003年に発行されたSFCDOの担保構成はRMBSが39% (うちHELが55%, プライム19%, 移動住宅2%), CMBSが19% (うち導管体76%, 大口ローン22%, 信用テナントリース2%), 消費者ABSが16% (うちカード44%, 自動車34%, 消費者ローン20%), CDOが15%, 企業ABSが6% (うち小規模事業ローン61%, 設備28%, 仕組み決済7%), REITが3%, その他ABSが2%であった。J.P. Morgan Securities Inc., *Structured Finance CDO Handbook*, Global Structured Finance Research, CDO Research, 2004, p.3, p.5. 合成CDOでも複数の参照資産に対するCDSが組み込まれる。

もしれない。そして一度証券化されれば、その資産は資本市場の中で多様なチャンネルが複雑に結びつく金融仲介システムに組み込まれ、市場の変動圧力に直接晒される。また証券化されなくても、標準化された与信には、外部信用データと市場の価格データが審査とモニタリングにおける評価基準として利用されやすい。いかに差別化を目指したとしても、顧客との長期的な関係を前提とする取引手法が、以上のような金融業界の展開と無縁でいるのは困難であろう。

2-2. 信用補完と裁定取引

資産の標準化と証券化手続きの確立で証券化活動に規模の経済が働くようになり、そのコスト削減効果が証券化市場の拡大に寄与したのは間違いない。ただ、市場の拡大以前に、証券化の実現には、投資家に適時の元利払いを保証するというもう一つの条件が満たされなければならない。証券化は担保付き貸出とは異なり、原債権の担保価値が下落したからといって投資家がそれを差し押さえすることはできない。投資家を惹きつけるには、投資家による借り手や担保のモニタリング自体を不要にしなければならない。その役割を果たす上で核となる仕組みが信用補完である。

信用補完の仕組みは、証券化手続きの確立とともに発達してきた。上述のように1990年代における証券化市場の拡大は、リテール分野での貸出競争激化と歩調を合わせたものであった。カード会社はダイレクト・メール攻勢で顧客を掘り起こし、審査基準を引き下げていった。ホーム・エクイティ担保の証券化では合算 LTV (Loan-to-Value) が1994年までの60~70%から1995年の90%に上昇し、貸倒や支払い遅延経験のあるローンを担保とする ABS が増加していた。それにも関わらず、信用補完技術の発達と信用補完率の引き上げによって、それら ABS は AAA の格付けを得ることが可能になっていった⁵²⁾。

信用補完にはいくつかの方法があり、取引によってそれらの組み合わせ方は異なる。いくつか初期の事例を紹介すると、1985年9月の Franklin Savings による MBS 発行では原資産への政府保証に加え超過担保が併用された。同年12月の Olympia & York による CMBS 発行では、一括償還の満期をテナント・リース契約期間より短くし、加えて保険会社の保証を付けた。1986年10月の GMAC による ABS 発行では GMAC が一次損失の5%を保証、引受担当の First Boston が資本投資（発行額の1%に相当）、Credit Suisse がスタンバイ L/C の提供を行った。以上はいずれも AAA の格付けを取得した⁵³⁾。

このように1980年代にはすでに多様な信用補完の手法が利用されていたが、やはり外部保証の役割が大きかった。外部保証は保証料というコスト以外にも問題がある。1980年代末から1990年代初頭の数年間に Standard & Poor's は公募 ABS 発行の8%にあたる31本を格下げしたが、それは全て保証提供者の格下げに伴うものであった。このように外部保証の利用は証券化商品の格付けが保証者の信用力に規定される。そこで、この問題を避けるため、現金担保や優先劣後構造といった証券化の仕組み設計によって信用補完を生み出す内部補完の利用が促進された⁵⁴⁾。内部補完でカバーする範囲が広がれば、外部保証の必要性が低下し、保証料も低下すると考えられる。

内部補完にもいくつかの方法があり、やはり組合せ方は多様である。最も基本的なものはスプレッド口座であり、そこに超過スプレッド（原債権から

52) 大野克人「米国の証券化の現状について」日本銀行金融研究所『金融研究』1996年4月、27ページ、30ページ。

53) Bryan, Lowell L., "Securitized Credit: The Potential for a Sounder, More Effective Financial System", McKinsey & Company Inc., 1987, in Senate, Hearings before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, *Changes in Our Financial System: Globalization of Capital Markets and Securitization of Credit*, 100th Cong., 1st sess., 1987, pp.134-135.

54) Standard & Poor's 執行役員 Clifford Griep の証言。House, Hearing before the Subcommittee on Policy Research and Insurance of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, *Asset Securitization and Secondary Markets*, 102nd Cong., 1st sess., 1991, p.128.

の受取金利と ABS 利払いおよび各種手数料の差額）が蓄積される。超過スプレッドが期待損失を上回る水準に設定されることで、予期せぬ損失への対処が可能である。OCC の説明では、これとは別に当初から現金担保口座に損失に備えて資金を準備しておくことがある。原資は売り手が提供するが、借入によって賄われる。また現金担保口座と同じ役割を果たすものとして CIA（Collateral Invested Amount）があり、これはプール金額のうち証券化されず、私募で売却された所有者持ち分ということである⁵⁵⁾。

CIA が外部に売却されなければ売り手持ち分ということになるが、これは一般的にカード・ローン、HELOC、シンジケート・ローンの回転信用など、借り手による信用枠からの引出額を担保とする証券化で利用される。この性格を持つプログラムでは、借り手が引出時期も返済時期も任意に選択できるため、担保残高が不規則に変動する。売り手持ち分とは、その変動を吸収することによって、投資家に固定的な元利払いを提供しやすくするものである⁵⁶⁾。そのため、必ずしも信用補完の一種に数えられるものではない。それでも、プール残高と発行証券残高の差額であるという意味では超過担保、あるいはエクイティと共通している。

優先劣後構造の場合は明確な信用補完になる。トランシュ化自体は CMO で期限前返済リスクに対する影響度を調整するため用いられており、回転信用に対する売り手持ち分はこれと同じ機能を果たしている。このクラス分け

55) Comptroller of the Currency, *Asset Securitization*, Comptroller's Handbook, 1997, p.22. 但し、現金担保口座はほとんどが外部保証者のローンにより提供され、CIA も外部保証者に販売される。いずれも全投資家への償還後のみ支払いが行われるため、両者は外部信用補完と分類されることもある。FDIC, *Credit Card Securitization Manual*, 2007, pp.41-42, https://www.fdic.gov/regulations/examinations/credit_card_securitization/pdf_version/ch6.pdf.

56) Comptroller of the Currency, *op.cit.*, p.24. 売り手持ち分が変動を吸収しなければ、担保増減に応じて発行証券の量を調整しなければならない。売り手持ち分は SPV に対する資産の売り手（スポンサー）の持ち分権として保持され、平均的にはプール残高の 3～5% になる。Rizzi, Maza and McIntyre, *op.cit.*, Fall 1999, p.27.

を信用リスクについて行ったのが優先劣後構造ということになる。優先クラスの目標格付けを達成するため、必要になる劣後クラスの比率は基本的に格付け会社が決定する。一般的には期待損失率の3～5倍の劣後クラスが必要になる⁵⁷⁾。上述のCIAが証券化されれば最劣後クラスになる。この優先劣後構造を利用することによって外部補完のコストを圧縮することが可能になるが、場合によっては売り手が劣後証券の一部を留保しなければならない⁵⁸⁾。

以上の内、劣後クラス証券の留保分はもちろん、スプレッド口座や売り手持ち分も売り手へのマイナーな遡及と見なされる。倒産隔離が適切になされていれば、売り手からSPVへの資産移管は売却として会計上処理できるが、売り手が預金機関である場合、自己資本要求は免除されない。リーガル法の規定に基づき、マイナーな遡及付き売却資産に対して遡及上限額の100%の自己資本が求められることになった⁵⁹⁾。リスク加重を考慮しなければ、銀行は遡及限度額合計をプールの8%未満に抑えなければ、証券化によって債権の保有継続より多くの自己資本が必要になる。格付け取得コストやその他の支出を考慮すれば、採算ラインの数字はより小さくなるであろう。

結局、信用補完コストを引き下げながら売り手への遡及を抑制する上で、劣後クラスの外部への売却が鍵となる。当然ながら劣後クラスの格付けは低くならざるを得ず、年金や保険など一般的な機関投資家の購入には限界があ

57) Comptroller of the Currency, *op.cit.*, p.19.

58) FDIC, *op.cit.*, pp.40-41.

59) Comptroller of the Currency, *op.cit.*, p.60. リーガル法とは Riegle Community Development and Regulatory Improvement Act of 1994 のことである。350条に自己資本要求が契約上責任を負うべき金額を超えてはならないと規定されている。<https://www.congress.gov/bill/103rd-congress/house-bill/3474>。リコース付き資産移転を売却として会計処理するための条件はFASB基準書No.77で次の三つと規定されている。
(a) 移転者が受取勘定に関して将来発生する経済的利益のコントロールを放棄。
(b) 移転者は遡及規定の義務を合理的に見積可能。(c) 譲受者は遡及規定に基づく以外に移転者へ受取勘定を返却できない。<http://www.fasb.org/summary/stsum77.shtml>.

る。高いリターンを求めてヘッジ・ファンドなどが購入する部分はあると考えられる。しかし、証券化の拡大を可能にする存在として、それよりも重要なものは、証券化活動そのものといえるかもしれない。

SFCDO が証券化商品の受け皿になっているというのは上述のとおりであるが、実はそれが特に当てはまるのは劣後部分についてである。例えばアメリカで2003年に SFCDO が劣後 HEL 発行額の32%、劣後 CMBS の80%を購入した。このように購入を CDO に依存しているため、証券化商品の劣後クラスは、その利回りが CDO の投資から極めて大きい影響を受けるといわれる⁶⁰⁾。

SFCDO 発行の増大は証券化分野における裁定活動の活発化を反映していた。この場合、スポンサーによる劣後部分の留保やエクイティ部分の保有には、外部への証券販売に必要な信用補完という以上の意味がある。バランス・シート型証券化がオリジネーターによる資産の簿外化を目的とするのに対して、裁定型証券化は優先部分を外部に売却することによって高利回り資産への投資にレバレッジをかけているのである⁶¹⁾。これは、運用額を負債によって膨らませる行為と同じであり、単にその活動を導管体経由で行っているだけである。

投資対象が高利回り資産であれば、レバレッジが小さくても問題ない。投資対象が高格付けで低利回りであれば、レバレッジを引き上げなければならないが、劣後部分の必要も小さい。つまり留保部分が少なくても、残りを容

60) J.P. Morgan Securities Inc., *op.cit.*, p.26. SFCDO の担保構成比率は大まかに各証券化商品の市場規模と比例しながら、最大の市場規模を持つ RMBS のプライム担保物が例外的に小さい構成比しか持たないが、それは劣後部分の少なさを反映している。 *Ibid.*, p.6.

61) 北原徹「証券化における資産担保とマネジメント裁量性」『立教経済学研究』第58巻第3号、2005年1月、123ページ。ただし、これはあくまで目的の差であって、実質的な機能は同じである。バランス・シート型でもスプレッド口座の残余部分はスポンサーの収入となるし、劣後クラスの売却は利益の外部流出になる。

易に外部へ販売できる。また優先クラスをさらに分割し、短期証券でファンディングするスーパー・シニアを設定することも可能である⁶²⁾。そうすれば、より大きくレバレッジをかけることができる。そして、担保を高格付け資産に限定し、短期証券のみでファンディングするものを裁定型 ABCP、あるいはその一種である SIV と見ることができる。

これら裁定活動の証券化市場における役割は極めて大きい。各種の市場を結びつけ、資産価格を連動させる機能はあらゆる裁定取引に当てはまるが、裁定型証券化ではそれ自体がレバレッジとなって新たな証券化商品を生み出している。また劣後部分の吸収によって信用補完コストを引き下げることでも、証券化市場の規模拡大に貢献している。そして、取引ボリュームの拡大と裁定活動からの利益は、金融機関において証券化を担当する部門が収益センターとして自立することを容易にしている。裁定型証券化は、証券化市場の拡大にとって不可欠な存在といえるであろう。

お わ り に

「伝統的銀行業」の衰退が、情報生産機能における銀行の優位性が低下したことを指すのであれば、それはごく一部の借り手にしか当てはまらない。金融仲介が銀行の預金と商工業貸出以外のチャネルで行われるようになる傾向は確かにある。それを促す一つの要素は、簡単な指標、例えば格付けと流通市場価格などで評価が可能な高利回りの投資適格証券を求める投資家のニーズである。証券化は、多くの投資家にとって直接的な取得が難しい資産を担保に、投資が容易な新たな資産を生み出すという意味で、まさに投資家

62) J.P. Morgan Securities Inc., *op.cit.*, p.37. SFCDO はレバレッジが8~25倍と幅広い。担保が高利回りのものはレバレッジが大きく、担保の質が高いものはレバレッジが大きい。*Ibid.*, p.25.

のニーズに適合した仲介手法である。しかし、その適用範囲は限られている。

ABCPは直接的なCP発行が困難な借り手に、市場へのアクセスを提供する手段になりえるが、利用拡大の一因はMMMFの投資対象が制限されたことにあった。CMBSにしても、当初は破綻したS&Lやおそらくは小規模銀行の貸出を代替するような役割を果たしていたものの、ロシア危機を契機に担保資産の大型化が進んだ。小規模事業向け貸出にいたっては、SBAの保証がなければ、ほとんど証券化することができない。結局、従来から市場へのアクセスが可能であった借り手には新たな調達手段が増えたかもしれないが、銀行借入に依存していた借り手にとっては、引き続き銀行借入が主な外部資金源になっていると考えられる。

そうすると「伝統的銀行業」の衰退という表現は、顧客に貸出とは異なる多様なサービスを提供しなければならなくなった大手銀行だけに当てはまるもので、顧客の多くが銀行借入に依存する小規模銀行にとっては全く意味をなさないのかというと、そうではない。ホールセルの収益性低下によって、大手でも中間市場やリテールに注力する傾向が強まった。そこでの競争において鍵となるのは、規模の経済を発揮することである。契約の標準化、評価の簡素化がそれを可能にする。特にリテールでは規模の経済が働きやすく、小規模銀行がきめ細かいサービスで対抗するのは困難である。そして一部の小規模事業者は、リテール向けローンを事業目的に利用している。

リテール向けのローンはもっとも証券化が容易な部類に入る。それは小口の「伝統的」な銀行貸出が、規格化されたローンを通じて常に市場取引との比較対象になることを意味する。仮に証券化されなくても、それは貸し手が証券化と他の調達手段のコストを比較しているだけで、規格化されたローンの条件や調達の容易さが市場の短期的な動きに強く規定されることには変わりない。そうであるからこそ、長期的な取引関係に基づく評価や柔軟な対応が価値を持ったとしても、評価の簡素化や画一的な事後対応によって当初の

調達コストが下がるような借り手にとっては、規格化されたローンが魅力的に映ることも多いであろう。

このように、「伝統的銀行業」を衰退させた変化の圧力は、リテールとそれに隣接する事業向けの市場にも波及している。それは、大手行が中心となってリテールと市場を結びつける基盤を整備したからでもある。その基盤にはローンの標準化と証券化手続きの定型化が含まれる。業務の定型化が進むほど、ローンの取扱量が収益性を左右するようになる。そのため関連する機能が複数の部署に分割され、専門化されようになる。場合によっては外部化されることもある。こうしたアンバンドリングには、ローンの標準化が出发点としてあり、金融システムの機能を考察する上で、単に一連の業務フローを分割したという以上の意味を持っている。

また、販売とトレーディングも独自の重要な役割を果たしている。そこでは投資家に販売可能な新たな資産が生み出されるだけでなく、裁定取引によって多様な資産の連動性が高められている。そして、裁定活動はトレーディング部門の収益源であり、かつ証券化商品の劣後部分の受け皿になっている。この活動が、証券化市場の拡大を実現している。そして、市場の取引ネットワークにその活動が組み込まれることは、やはり金融システムの機能に影響を及ぼしているのではないかと考えられる。