金融アンバンドリングによる銀行仲介の変質

神　野　光 指 郎

はじめに
1．銀行の資産売却に伴うインセンティブ問題
2．銀行規模別収益構造の変化
3．銀行業の変質と金融システムの機能
3-1. 金融仲介機能の分解と収益化
3-2. 懸念すべき金融システムへの影響
おわりに

はじめに

商業銀行による金融仲介サービスは，投資銀行が仲介する資本市場取引，ノンバンクや投資信託が提供する仲介サービスからの挑戦を受けてきた。1980年代に入ると，企業の外部資金調達に占める銀行借入の比率低下，銀行数の減少と，その影響が顕著に見られるようになった。競争の激化に対応して，銀行は大手を中心に簿外仲介を強化するようになった。それが1990年代にはローンの流通市場形成，各種証券化市場の確立へと結実した。これらの市場は，変化する金融システムの中に，重要な要素として組み込まれている。

このように，「伝統的銀行業」の衰退と呼ばれる現象は，金融システムにおける競争環境の変化を一面から捉えたものである。それと同時に，新たな競争環境に対して個別銀行がとる適応行動は，金融システムがどのように作動し，その機能を発揮するのかを規定する要素になっている。つまり，銀行

による新たなビジネス・モデルの追求は，金融システムの変容と相互規定関係にある。

銀行のビジネス・モデルが変化することに伴って，市場で取引される資産の種類が豊富化したことは，金融システムの効率性が高まったと解釈することができる。その反面，ビジネス・モデルの変化がシステムの脆弱性を高めた可能性もある。サブプライム問題の顕在化からリーマン・ショックへと至る金融危機に証券化が深く関わっていたことを考えれば，脆弱化との関係を重視すべきかもしれない。ただ，その場合でもビジネス・モデルの変化とシステムの脆弱化を直結するのでは無く，両者を金融システム変容の全体像に位置づけて理解しなければならない。

本稿ではその一環として，銀行の新たなビジネス・モデルが，「伝統的」な銀行の預貸業務と何が異なるのかを考察する。一般的に銀行は仲介過程において特殊性を持つと考えられており，それは貸出債権の継続保有が条件となっている。そこで，まずは銀行の特殊性を前提として資産売却がシステムの脆弱性を高めると主張する議論を取り上げ，売却の対象となる債権の性格および売却のための仕組みの存在により，そうした懸念が当てはまらないことを明らかにする。

次に債権売却を伴う新たなビジネス・モデルが，銀行の収益構造に与える影響を分析する。その中で，全ての銀行が競争環境の変化に晒され，小規模銀行の淘汰も進んでいるにも関わらず，ビジネス・モデルの転換と表現できるほど収益構造が変化しているのは大手だけであることを確認する。それは，売却・簿外化されるローンの性質と，収益構造に現れる大手の業務展開の対応関係を理解するためである。

そして最後に，大手の収益構造の変化を金融アンバンドリングという文脈に基づいて解釈する。それによって，大手行が採用する新たなビジネス・モデルが金融システムの機能にどのようなインパクトを与えるのかを把握する上で，注目すべき点を指摘する。

1．銀行の資産売却に伴うインセンティブ問題

金融仲介サービスの提供において，銀行が何らかの特殊な役割を果たしているという考え方は，かなり広く受け入れられているように見受けられる。簡単にいえば，その役割は代理審査と代理モニタリングのいずれか，あるいは両方である。借り手の信用に関する情報が公開されていなければ，与信のために独自の信用調査が必要であり，それにはコストがかかる。複数の与信提供者がそれぞれ調査を行うと，コストが多重になる。モニタリングにも同様の問題があり，債権者がそれぞれ他人のモニタリングにフリー・ライドしようとすれば，借り手のモラル・ハザードを引き起こしやすくなる。

そこで銀行の役割が求められる。銀行が独自の審査を行って与信を提供し，それが借り手の信用度を示すシグナルとなれば，他の貸し手は重複する信用調査を避けることができる。モニタリングにしても，銀行が債権者を代表してモニタリングを行えば，借り手の問題行動を抑止することができる。これらの効果は，借り手の事業や財務の状況が外部からは見えにくいほど大きいと考えられる。逆に借り手の信用情報が外部から容易に入手可能であれば，銀行が果たす役割の有用性は小さいであろう。それ故，銀行が保有する貸出債権は一般的に透明性が低いと考えられている。

銀行が審査とモニタリングにおいて特別な役割を果たすことができるのは，銀行が借り手に関する何らかの非公開情報を持っているからであると想定される。銀行であれば借り手口座の入出金の状況をモニタリングすることが可能であり，そこから得られる情報を貸出更新の意思決定に利用できる。預金関係が与信取引の前からであれば，初回の審査にも利用できるかもしれない。こうした立論には，借り手が取引口座を借り手の銀行に集約しているとは限らず，また入出金状況自体は将来の返済を保証しないという問題がある。それでも，継続的な取引関係の中で，何らかの情報生産が行われているのは間

違いないであろう。

それでは，なぜ銀行が独自の情報生産を行うのであろうか。借り手が銀行による独自の情報生産に対して，直接的な支払いを行うとは考えにくい。しかし，主要な取引銀行に対して，与信以外の取引を優先的に依頼するということはあるかもしれない。それが他の貸し手による情報生産へのフリー・ライドを許してでも，独自の情報生産を行う誘因になっていると考えることも可能である。あるいは，貸出契約に詳細な制限条項を付けているために，その遵守状況を注意深くモニタリングしなければならなくなっているだけかもしれない。ただ，いずれにしても外せない条件がある。それは，銀行が貸出債権を保有し続けることである。

以上のように銀行の特殊性を捉えると，貸出債権の売却・簿外化を伴う銀行の新たなビジネスモデルは，銀行の性質を根幹から変えてしまうものになる。

極めて抽象的なレベルでは，借り手と貸し手による直接的な取引と比較して，仲介機関が両者の間に介在する場合，最終的な貸し手にとっては二重のモニタリング問題が発生する。実際には，銀行がプリンシパルとして仲介を行うなら，最終的な貸し手は最終的な借り手と何ら関係を持たない。従って貸し手は銀行だけをモニタリングしておけばよく，預金者であれば預金保険の範囲では銀行をモニタリングする必要すらない。

一方で，シンジケート・ローンや証券化において，最終的な貸し手，つまり投資家は，借り手の審査をオリジネーターに，モニタリングをローン受託者に，回収をサービサーに依存することになる。これは，投資家が借り手の信用リスクを負いながら，仲介訳を務める銀行との間でエージェンシー問題を抱えるという，まさに二重のモニタリング問題が発生していることを意味する。銀行の新たなビジネス・モデルに対する懸念は，「伝統的」な銀行業では生じ得ないはずの問題が，債権の簿外化によって突然生じるようになっ

たことが背景にある。

似たような議論は多いが，例えばOCCは資産担保証券におけるオリジネーターに関するリスクとして，新規発掘量の維持に注力しすぎると，貸出の慎重さが失われる恐れがある一方，良質な資産のみを証券化すると銀行のバランス・シートが劣化する可能性を挙げている[1)]。またECBは，オリジネーターが借り手の審査やモニタリングに関する努力をしない可能性に加え，サービサーが不良債権への効率的な対応を取ろうとしない可能性を指摘している[2)]。

それでは，こうした懸念がどれほど的を射ているのであろうか。まず，良質な資産の売却による銀行バランス・シートの劣化についてであるが，この懸念は，売却可能なものしか売却できないという当たり前の理屈に由来する。確かに，1980年代のローン・セール興隆期に，民間の銀行家からも，流動化されるローンは質が高いものである傾向があり，流動化するほど銀行のポートフォリオに質の低いローンが残るという声が出ていた[3)]。

しかし，ホールセールの分野において，もともと最上級の格付けを持つ借り手は銀行からの借り入れに依存する必要がなかったことに加え，1980年代

1) OCC主席検査官Donald G. Coonley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.45. この証言では証券化に関係する主体別にリスクを挙げているが，オリジネーター以外はそれら自身にとってのリスクになっている。

2) European Central Bank, *The Incentive Structure of the ‘Originate and Distribute’ Model*, 2008, p.5. NY連銀スタッフ報告書では，より詳細に主体毎のインセンティブ問題を指摘している。それによると，サービサーは回復率が高い時に経費を膨らませる誘因，および延滞ローンの条件を変更して差押を遅らせる誘因を持つ。Ashcraft, Adam B. and Til Schuermann, “Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, No.318, March 2008, pp.8‑9.

3) Chemical Corp. 会長兼CEOのWalter V. ShipleyによるGarn議長の質問に対する回答。Senate, Hearings before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, *Comprehensive Reform in the Financial Services Industry*, part 1, 99th Cong., 1st sess., 1985, p.662.

にはそれ未満の借り手についても CP 市場，ジャンク債市場，国際市場と調達場所が広がった。また，これら市場で資金を調達するノンバンクの活動も活発化した。結果として金融仲介をめぐる競争が激化し，それが非金融企業の外部資金調達に占める銀行借入の比重が低下した一因になっている。資産の簿外化を含む新たなビジネス・モデルの採用は，銀行にとって激化する競争環境への対応策であり，それが無ければ銀行が仲介自体に関わることができなくなるケースも多いのではないかと考えられる。

別の見方をすれば，売却される銀行貸出はボンドや CP 等の負債証券の一種である。したがって，仲介機関がアレンジした商品を外部に売却しようとするのは，ある意味当然である。それによって銀行のバランス・シートが劣化するというのは，競争の激化によって信用力の高い借り手向けの貸出を行うことが困難になったということの言い換えに過ぎない。むしろ，銀行の新たなビジネス・モデルを理解する上で重要な点は，市場を通じて実現可能であるはずの取引が，なぜ銀行貸出の形態をとるのかということである。

一見，これが疑問のように思えるのは，単純な事実を忘れているからである。仲介機関経由の取引は，借り手と貸し手による直接的な取引より割高であると考えられているが，純粋に借り手と貸し手が直接取引を行うことは例外的なケースである。直接的な取引と見なされることの多い市場での証券発行には，ほとんどの場合に仲介機関が関与しており，そのための費用が発生する。また，発行する証券を投資家に受け入れ可能なものにするため，その他のコストが必要になることも多い。

公募では，発行アレンジ，引受，分売，発行後の受託機関利用の各段階で発生する手数料に加え，SEC への登録，格付け取得に伴う費用も借り手は負担しなければならない。私募であれば，SEC への登録は必要なく，格付け取得や受託機関の利用も場合によっては不要となる。仲介自体に関する費用も公募よりは低いであろう。但し，通常は流動性プレミアムのため発行利

回りを高めに設定しなければならない。

ホールセール銀行貸出は，公募に近い大型シンジケート・ローンから，規模の小さい私募案件まで多様であり，その性格によって仲介コストも異なる。つまり，銀行貸出であっても，一概に証券発行と比較して仲介コストが高いとはいえない。恐らく，銀行経由の方が高コストだと考えられているのは，銀行が外部投資家から「不透明」と考えられている借り手に貸出を提供することも多く，その場合はモニタリングとインセンティブ問題への対処に特別な努力が必要になることも多いからであろう。

しかし，容易に外部への売却ができるほど信用力の高い貸出であれば，モニタリングとインセンティブ問題への対処に特別な努力など必要なく，ただ単に証券市場において一般的に利用されている仕組みをそのまま用いればよい。後は，銀行ローンにするのか証券の形態にするのかを，借り手と投資家がそれぞれのニーズに合わせて使い分ける。

資本市場へのアクセスが容易な借り手にとっても，銀行借入は有用な資金源となりうる。1980年代の話であるが，Euromoney 誌が国際市場における主要な借り手に対してアンケート調査を行ったところ，その多くが M&A 向けにはシンジケート・ローンが理想的な調達手段であると回答した。理由はその方法が迅速性，機密性，調達可能額の大きさ，設計の柔軟性という特徴を持つからであった[4)]。また，一般的に銀行借入は証券と比較して期限前返済が容易で，引出と返済が随時可能な信用枠や回転信用といった形態での利用も可能である。

形態上の特殊性を理由にした利用の他に，資金源を多様化するための一環，あるいは証券による調達を支えるための銀行借入利用もある。通常，資本市場へのアクセスを持っていても，企業は銀行借入と資本市場の両方を利用し，

---

4) O’Donohue, Richard, “Borrowing Shortfall in Loan Market”, *Euromoney*, September 1987, p.268.

特定のチャネルに依存するのを避けようとしている[5]。短期の銀行借入と最も競合するCPは許容度が低く，業績悪化や格下げの噂だけでも極端に反応するため，信用力が最上級の企業であってもCPだけに依存するのは賢明ではないといわれる[6]。多くの場合，銀行からの信用枠がCP発行のためのバック・アップとして利用される。

一方，投資家側についていえば，銀行ローンへの投資家は当初専ら他の銀行であった。銀行が他行のオリジネートするローンを購入するのには，次のような場合が考えられる。それは，ローン・ポートフォリオの借り手，産業，地域を分散させたい，あるいは満期構成やキャッシュ・フローを調整したいと考えていても，自行では適切なローンをオリジネートできないか，購入した方が効率的な時である。活動拠点や資産規模などに応じて，個別の銀行がオリジネートできる貸出の範囲は限られている。ローン売買が可能であれば，その制約から離れて最適ポートフォリオを追求することができる[7]。

ローン売買が自己資本要求の高まりの中で活発化したことを考えれば，買い手のバランス・シート制約が売り手ほど強くないことも，ローン取引を引き起こす要因になると考えられる。1980年代はローンの買い手として外銀の存在が大きかった。当時は外銀の対米投資が急増しており，既に大手行が対米進出を果たしていた主要国でも地銀クラスがそれらに続くようになった。

---

5) 例えばTennecoは1980年代半ばにおいて，銀行借入については米銀からの借入可能額を使い果たしたため，不足分を外銀から調達するようになった。長期固定金利借入については，米市場での調達余力を維持するために外国資本市場を利用した。Tenneco財務責任者Robert T. Blakelyによる議会証言。Senate, Hearings, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, *The Internationalization of Capital Markets*, 99th Cong., 2nd sess., 1986, p.243.

6)「米欧におけるCP市場の現状（上）」『金融財政事情』1987年1月19日，44ページ。

7) 1980年代にMellon Bank執行副社長T. Ronald Casperは，ローン・セールによってかつてはできなかったような勘定のバランスとポートフォリオ分散を実現できると語っていた。“Opinion Survey : Are Loan Sales Beneficial for Commercial Banks?”, *The Journal of Commercial Bank Lending*, April 1986, p.16.

米国内では資本要求が強まっていたのに対して，バーゼル合意はようやく1988年になってからであり，適用はさらにその後の話である。大手米銀にとって保有継続が採算に合わない優良企業向けローンでも，多くの外銀にとっては自身でオリジネートできない魅力的な資産であった[8)]。

1990年代に入ると状況が変化する。バーゼル合意の適用，外銀の米市場におけるプレゼンス縮小の中で，ローンの買い手として機関投資家の重要性が高まった。1990年代半ばには金利が記録的な水準に低下し，機関投資家は比較的高めの利回りを持ったレバレッジド・ローンに注目し始める。変動金利，優先債権という，ボンドとは異なる性格を持つこともあり，格付け会社が格付けを開始するとシンジケート・ローンは一つのアセット・クラスとして投資家から受け入れられるようになった[9)]。

ローン自体の売却に加え，証券化もローンを機関投資家に売却する有効な手段となり得る。ローンではないが，企業の受取勘定を担保に CP を発行する ABCP は，アドバイザーの銀行が貸出を行わずに仲介収入を得る手段と見ることができる。その担保を銀行ローンにして，発行証券を CP に限定しなければ CLO となる。そしてシンジケート・ローン市場において CLO の存在感は高まっている。Bord and Santos の調査によると，ターム・ローンの部分について CLO は2000～2007年の期間に年平均で12.6％の新規ローンを取得しており，流通市場を含めた３年後にはそのシェアが18.2％まで上昇していた[10)]。

8) 1980 年代の半ばに，資本に対する制約がない外銀は，公益事業や地方自治体向けから LBO 案件に至るまで，安全と思われる全ての案件に飛びついたといわれる。Fairlamb, David, “Foreign banks take an increasing share of the cake”, *The Banker*, March 1986, p.88. 米銀行監督当局は借り手の信用分析の責任はローンの買い手にあることを強調していたが，スプレッドがコストに見合わないため，実際に買い手が独自の信用分析を行うことは希だったということである。Keslar, Linda, “The banks rush in where regulators fear to tread”, *Euromoney*, August 1986, p.165.

9) 関雄太「アセットクラスとして注目を集める米国レバレッジド・ローン」『資本市場クォータリー』2004 年秋，4 ページ。

技術的には回転信用を証券化することも可能で，実際 CLO による取得もあるようであるが，シェアは極めて小さい。回転信用を含む信用枠はそのほとんどを銀行が取得し続けている。恐らくマージンが小さすぎて証券化のコストに見合わないことが一因になっていると考えられる。回転信用を利用するのは信用力の高い借り手が中心になっており，実際に枠が利用されることは少ない。銀行にとって回転信用の提供は顧客から他の取引を獲得するためのロス・リーダーになっていることが多いようである[11]。

以上のように，ホールセールの分野で，銀行は資本市場での調達が可能な借り手に対して，競合する仲介手段を提供してきた。貸出債権の簿外化がそれを可能にする不可欠の要素となっており，同時にそれは他の銀行や機関投資家に対してボンドなどに代替する投資手段を提供することになった。このように見ると，優良貸出の簿外化によって銀行のポートフォリオが劣化するというのは，因果関係の理解を誤ったことから生じた懸念であることが分かる。

リテール証券化の場合は，ホールセールと若干事情が異なる。借り手はほとんどの場合，資本市場に直接のアクセスを持たず，信用力の高い顧客が代替手段を求めて銀行取引から流出するといった事態は考えにくい。それは優良な資産が銀行のポートフォリオから外部に売却されるのではないことを示唆する。リテール分野で証券化が拡大した背景には，信用履歴のデータ・ベース整備と信用評価の規格化によって地域密着が強みになり辛くなったこ

10) Bord, Vitaly 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, pp.30-31. もう一つノンバンクで存在感を高めているのが投資管理機関で，同期間の新規取得が年平均 8.7%，3 年後 12.9% であった。

11) FRB による 2001 年 5 月の貸出慣行調査では，回答行の 3/4 が CP バックアップ提供を単独では不採算で，現金管理など包括的な顧客との関係を収益的にする他のサービスを提供する手段と考えていた。Bussett, William F. and Egon Zakrajsek, “Recent Developments in Business Lending by Commercial Banks”, *Federal Reserve Bulletin*, December 2003, p.486.

とがある。さらに，証券化では地域を超えて貸出債権がプール化され，信用補完付きで証券に加工される。オリジネートした銀行にとって，プール化のために優良債権だけを選び抜く必要はない。

次に，売却や簿外化を前提にしていると，オリジネート時の審査が疎かになるという懸念についてであるが，こちらの方が現実的な問題となり得る。しかし，現実的な問題であるだけに，少なくとも買い手が主観的に問題の緩和を認識しなければ，貸出債権を売却することはできない。ローンの機関投資家向け売却で格付けが付与されるようになったことは，そのことを示している。流通市場で売買されるようなローンは，もはやボンドの一種である。流動性がボンドに劣るとすれば，それはオリジネーターの審査に不安があるからというより，標準化の程度の問題であろう。

ローンが専ら他の銀行に売却されていた段階では格付けが付与されていなかった。シンジケート・ローンでは，主幹事がローンの一部を保有し続けていることが部分的な問題の緩和につながっていたと思われる[12)]。ただし，当初のローン契約に明記でもされていない限り，事後的に全額売却されるのを阻止できない。恐らく買い手の銀行は，借り手が他の負債ですでに格付けを取得済みであることに安心していたのではないかと考えられる。実際に1980年代に売却されていたローンは格付けが高く，だからこそ売却によって銀行のポートフォリオが劣化するという懸念が生じたのであった。

この説明は，機関投資家が購入するのが主にレバレッジド・ローンであり，流通市場で取引されているのも同様であることと矛盾するように見える。しかし，銀行間のローン・セールで買い手が独自の調査を行わないことが多かったのは，利回りが小さすぎることが一因である。レバレッジド・ローン

12) Walter V. Shipley は「引受銀行が手元に残さないようなローンは信用しない。ローンの一部を手元に残している銀行からのみローンを買うようにしている。我々がローンを売却する時もこの原則に従っている」と証言している。Senate, Hearings, *Comprehensive Reform*…, part 1, 1985, p.663.

であれば，採算上の問題は小さい。流通市場で取引されるローンには銀行が不良債権処理のために売却したものも含まれていたようであるが，その場合，買い手は価格と回復見込みを秤にかけて独自の判断をしていたはずである。売り手の評価に依存しているなら，ディスカウントにはならないであろう。

いずれにしても，ローンの流通市場が成立しているということは，ローンが標準化によって比較可能になり，格付けなど外部からの分析を手助けとして，ローンの価値がつねに評価されていることを意味する。それは，オリジネーターがローンの価格に大きな影響を与えるような非公開情報を持たないことを前提としている。

証券化の場合，買い手が個々の担保資産を全て評価するのは現実的でない。そのため，投資家に購入可能な商品となるよう様々な工夫が施されている。契約で担保の対象資産があらかじめ特定され，スポンサーによる担保選択の裁量が極力排除されている。また内部補完によって発生した損失がまずスポンサーに負担されるよう設計されており，内部補完の程度が格付けにも反映される。それでも悪質な資産が大量に売却されるようなら，もはや証券化の仕組みだけでは対処できない[13)]。

自ら資産を保有していなければ受託者が真面目にモニタリングせず，サービサーも適切な回収努力を行わないという懸念についても同じことが当てはまる。資産価値がモニターやサービサーの行動に大きく依存し，かつそれらが自らの裁量に基づいて行動する場合，その管理下にある資産を売却するこ

13) サブプライム危機の一因は貸付真実法などが及ばないモーゲージ・ブローカーによるオリジネートが大きかったことであり，2008 年の住宅経済再生法とレギュレーション Z 改正がその対処策となった。小立敬「証券化市場の信頼回復のための欧米の取り組み」『資本市場クォータリー』2009 年冬，108 ページ。しかし，証券化を行う投資銀行がそれらの資産を購入しなければ，問題は生じなかったはずである。よく知られるように，一部の投資銀行は自らも多額の損失を被ったが，Ferguson は報酬体系によって CEO やトレーダーが自社の命運に無関心になっていたと指摘している。Ferguson, Charles, *Predator Nation*（藤井清美訳『強欲の帝国』早川書房，2014 年，128～158 ページ）.

とは極めて困難である。したがって，外部に売却されているのは，インセンティブ問題がもともと小さいか，もしくは小さくなるような仕組みを施された資産ということになる。

公開企業に継続的な情報公開という透明性が求められるのは，投資家が非公開情報を持つ仲介機関にモニタリングを依存しないためと考えることができる。公募証券では受託機関が代理モニターの役割を果たしているが，その権限は限られている。私募では必ずしも受託機関が設置されるとは限らないが，その場合は投資家が自らモニタリングを行わなければならない。ローンの場合，大規模シンジケートを通じて分売されるものは前者に近く，比較的小規模なものは後者に近いと考えられる。いずれにせよ，仲介機関が自らの裁量で借り手と事後的な契約の再交渉を行い，条件の変更を行うような債権を容易に外部に売却できるとは考えにくい。

証券化には必ず仲介機関が介在し，投資家は最終的な借り手と直接の関係を持たない。そのため，ローン自体が売却される場合と比較すると，投資家は仲介機関に依存する程度が高いようにも思える。しかし，証券化では発行される証券の返済原資が特定される。そのキャッシュ・フローが，最終的な借り手の行動から独立している程度が大きいほど，投資家にとって最終的な借り手の行動をモニタリングする必要は小さくなり，その役割を仲介機関に依存する必要もなくなる。それでも，発行された証券のパフォーマンスが当初の予想よりも悪化することはあるが，それは主に商品設計段階の問題であり，信用補完という形で事前に対処策が盛り込まれていることは既に述べた。

リテール貸出の証券化では，担保のキャッシュ・フローが借り手の返済行動に規定されており，理論的には借り手の行動をモニターする必要があるが，証券化されなくても，仲介機関が個別債務者の行動をモニターするのは現実的ではなく，大数の法則に依存せざるを得ない。サービサーの活動は回収率に影響する可能性があるものの，受託者がモニター役となっており，適切な

回収業務を行っていなければ，受託者はサービサーを入れ替える責任を持つ[14)]。逆にサービサーが回収力に自信を持つなら，エクイティ部分への投資を望むであろう[15)]。この場合の証券化は，優先債権を外部に売却することでサービサーが自己投資にレバレッジをかけているものと解釈できる。CLO によるディストレス債権購入も同じ文脈で理解できるかもしれない。

２．銀行規模別収益構造の変化

銀行が新たなビジネス・モデルを追求するようになったことに伴い，金融システムの健全性に対する懸念が生じたが，以上で見たように，それらの懸念が的を射ているとは言い難い。誤解が生じる主な要因は，暗黙のうちに銀行の貸出が全て同じ性質の仲介手段であるという前提をおいてしまうためであると考えられる。実際には，銀行の貸出は各銀行を取り巻く環境や貸出先の性質に応じて多様性を持つはずである。過去においても全てが「伝統的銀行業」で想定されるような貸出ではなかったであろうし，逆に新たなビジネス・モデルの普及でそうした貸出が完全に消滅する訳ではないであろう。

既述のように，借り手と貸し手の直接取引であるかのように考えられている市場取引でも，実際は多様な仲介サービスが介在している。これは銀行仲介が，市場取引を構成する各要素と，それぞれ同一では無くても類似の要素を含んでいることを示唆する。「伝統的」貸出において，銀行は案件の発掘,

14) Comptroller of the Currency, *Asset Securitization*, Comptroller's Handbook, November 1997, p.10. 但し，サービシング契約が流通市場で活発に取引されているのは抵当分野くらいである。したがって，実際にサービサーを変更するのは必ずしも容易ではないと考えられる。恐らく，通常は証券発行者兼サービサーは機械的に回収を行うだけで，回収不能債権が発生した時には専門回収業者に売却するなどの対応を取っているのではないかと考えられる。

15) ECB の報告書では，エクイティ部分の保有を行っている時にサービサーの効率性が最も高まるという議論が紹介されている。European Central Bank, *op.cit*., p.21.

分析・評価，条件設定と契約書作成，資金提供，リスク負担，モニタリングと元利回収まで含めた一括サービスを金利の対価として提供する。一方で，自らの資金繰りでは，預金者やその他債権者にリスク，規模，キャッシュ・フローが自らの保有する資産とは異なる商品を提供する。つまり資産変換であり，そこに利鞘が発生する。

資産と負債の両面で決済関連の利便性を組み込んだサービスを提供可能なことが銀行の特殊性であるが，本稿でその点に踏み込むことはできない。金融仲介に限定すると，「伝統的銀行業」の衰退とは，資産側での一括サービス提供によって採算の取れる範囲が顕著に縮小したことを指す。その要因は一言でいうと競争環境の変化であり，その中には利用者ニーズの変化，金融仲介を構成する各サービスでの競争激化，そして両者に影響する技術発展や制度変革が含まれる。そして環境変化に対応し，銀行は一括サービスでは対応が困難になった範囲の取引について，新たなサービス提供方法を模索してきたのである。

ここでいうサービス提供方法の変更は，単なる合理化にとどまらず，ビジネス・モデル自体の転換を伴うものである。それは必然的に収益構造を変化させる。サービスを各要素に分解するのであれば，金利として一括徴収していた対価もそれに応じて切り分けなければならないからである。

もちろん，一括サービスでは対応が困難になる既存の活動分野の範囲と，どのようなサービス提供方法を選択して新たな環境に対応するのかは，取り巻く環境や既に保有する経営資源の差によって個々の銀行毎に異なるであろう。しかし，全ての銀行を個別に取り扱うことは不可能である。データが入手可能で，かつビジネス・モデルの相違と関連がありそうなのは規模による分類であろう。そこで，以下では規模別の差を考慮に入れながら，ビジネス・モデルと収益構造それぞれの変化の対応関係を考察していきたい。

「伝統的銀行業」に対する認識では，銀行は非流動的な資産を短期の不安

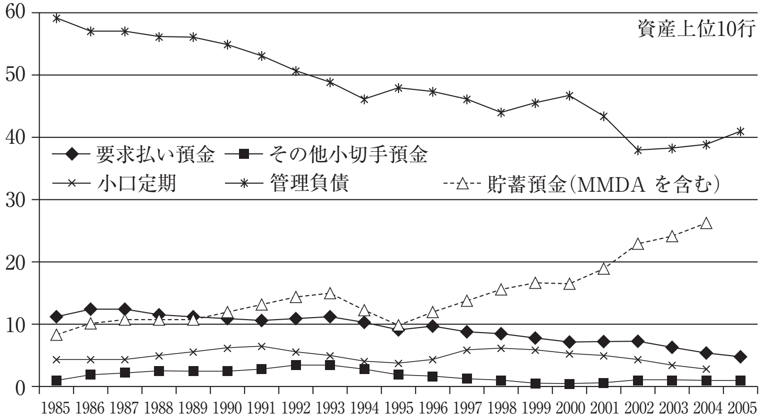
定な負債によってファンディングしており，それが金融システムを脅威にさらす構造的な脆弱性であると考えられていた。周知のように，1930年代初頭の銀行危機が契機となって，預金保険，および預金金利規制を含む競争制限規制が導入された。しかし，1960年代後半以降は預金金利規制の存在が銀行からの預金流出要因となり，大手行は市場性資金への依存を強めた。1970年代からは大口預金から徐々に金利規制が緩和され，1980年代に入ってリテール預金を含めて金利規制が廃止された。

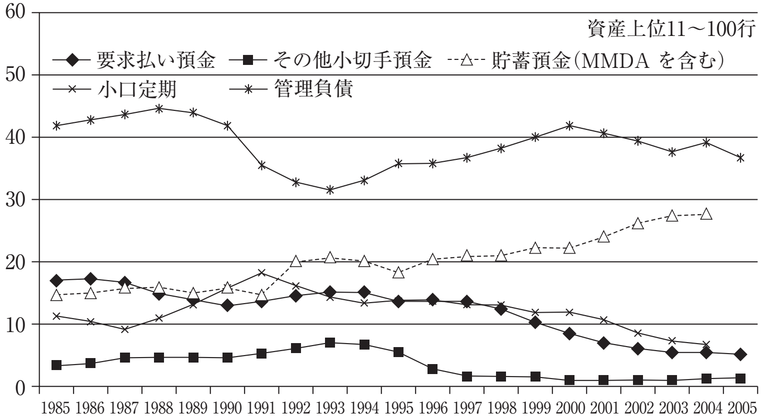
預金金利規制の廃止と並行して，議会では他の競争制限規制についても議論が進み，その中で銀行の健全性を維持する方法として自己資本要求の重要性が高まってきた。それは銀行による貸出の売却・簿外化を含む新たなビジネス・モデルの追求に拍車をかけることになった。そして，貸出の売却・簿外化は，銀行にとって負債調達に代替するファンディング方法となる。それでは，金利自由化と自己資本要求強化の中で，銀行の負債構造はどのように変化したのであろうか。

図１は負債の各項目を資産に対する比率で表したものである。大手10行は貯蓄預金の比率を高めることで，管理負債への依存を抑制していることがわかる。一般的にリテール預金の方が管理負債よりも金利感応度と金利水準がともに低いと考えられるため，大手行は負債の安定性を高め，利払いコストを抑制することに成功したとみられる。ただし，この説明が当てはまるのは大手10行のみである。大手10行を除く上位1000行までのクラスでは，貯蓄預金の比率上昇が管理負債の比率低下につながっていない。最小クラスに至っては，貯蓄預金の動きが少額定期と逆になっているだけで，管理負債は水準こそ低いものの1990年代から比率が上昇傾向にある。

図２は金利費用の資産に対する比率を表したものである。ここでは預金の分類がされておらず，管理負債に含まれる大口預金や在外店舗預金への利払いも預金への利払いの数字に含まれているはずである。これを見ると，大手

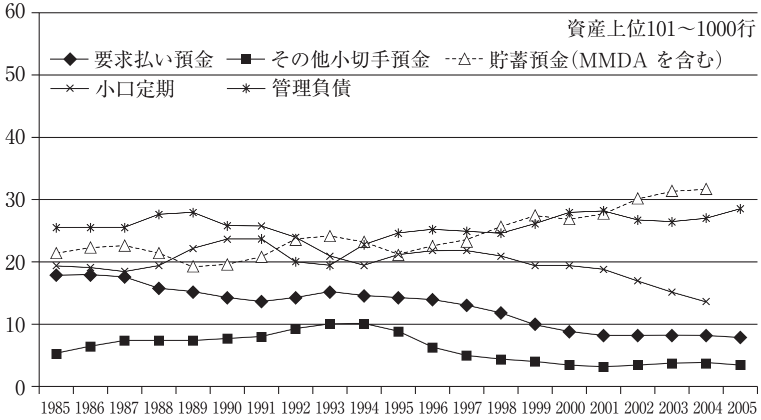
図１　銀行規模別各種負債の資産に対する比率（％）





注）2005年について公表された統計は前年のものから系列が変更された。新系列は1996年まで遡って公表されており，それを前年に公表された数値と比較すると，貯蓄預金と小口定期は系列の名称が同じであるにも関わらず，数値が0.1以上異なることが頻繁に見られたため，2005年の数値はグラフに載せなかった。要求払い預金，その他小切手預金，管理負債についても希に数値の相違は見られたが，差は最大で0.02であった。差がある場合でも，採用できない系列があるため，2005年公表分ではなく，前年に公表された数値をそのまま利用している。
管理負債は外国店舗預金，劣後負債，グロス FF 購入・レポ，その他管理負債の合計であり，2005年について公表された統計から内訳が記載されていた。2004年について公表された統計では内訳が記載されていなかったが，数値は2005年公表分のものと一致している。
出所）*Federal Reserve Bulletin* 各号より作成。

図 1　つ　　づ　　き


資産上位101～1000行
要求払い預金
その他小切手預金
貯蓄預金（MMDA を含む）
小口定期
管理負債
0
10
20
30
40
50
60
1985 1986 1987 1988 1989 1990 1991 1992 1993 1994 1995 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005

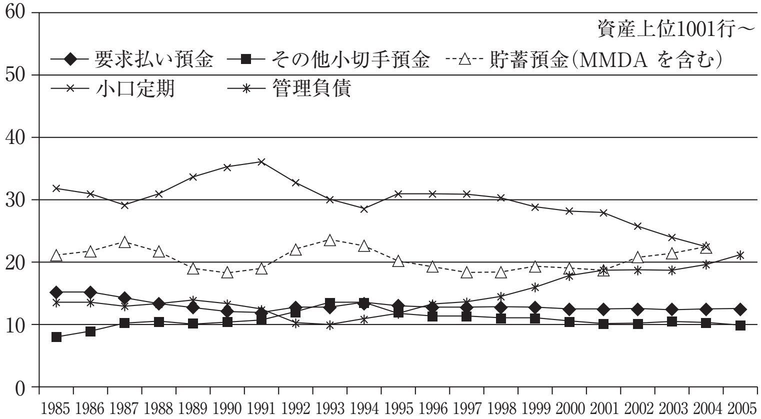
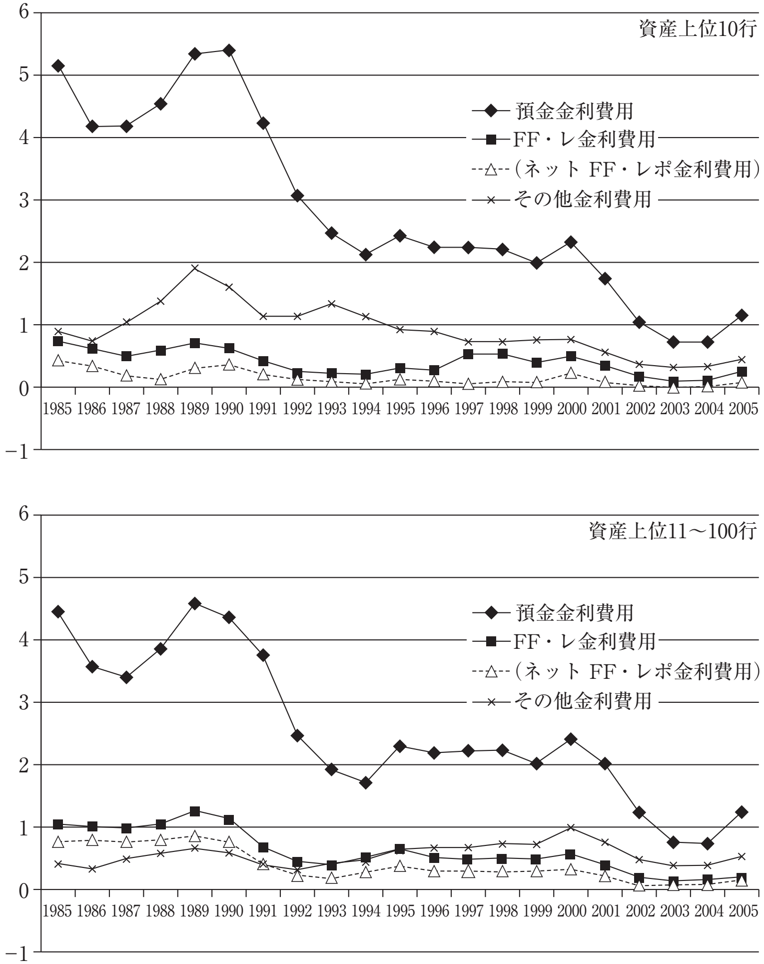

資産上位1001行～
要求払い預金
その他小切手預金
貯蓄預金（MMDA を含む）
小口定期
管理負債
0
10
20
30
40
50
60
1985 1986 1987 1988 1989 1990 1991 1992 1993 1994 1995 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005

図２　銀行規模別金利費用の資産に対する比率（%）



注）図１とは異なり，2005年公表分に系列が変更されていないため，1996～2004年の数値で前年公表分と相違があっても，2005年公表分の数値を利用している。ネット FF・レポ金利費用は，FF・レポ金利費用から FF・リバースレポ金利収入を引いた値。

出所）Federal Reserve Bulletin 各号より作成。

図2　つ　　づ　　き

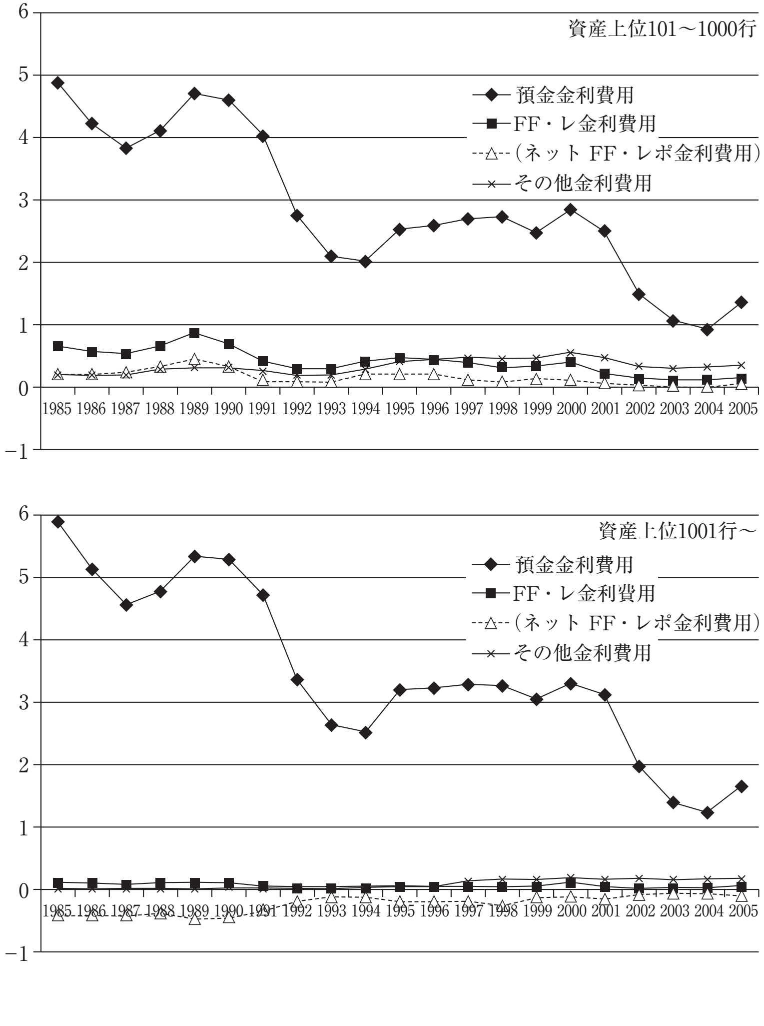
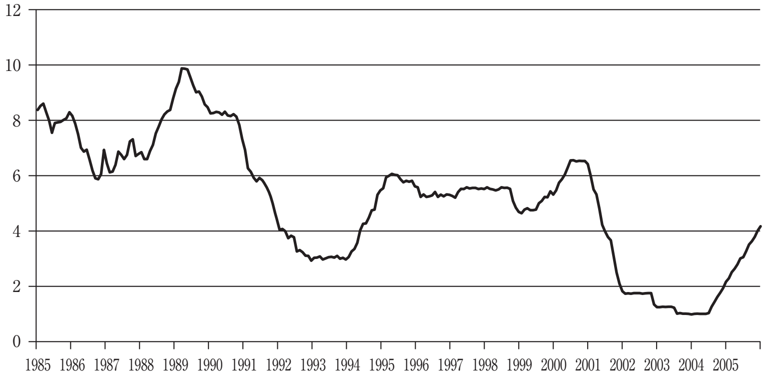

資産上位101～1000行
預金金利費用
FF・レ金利費用
(ネット FF・レポ金利費用)
その他金利費用
6
5
4
3
2
1
0
−1
1985 1986 1987 1988 1989 1990 1991 1992 1993 1994 1995 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005
資産上位1001行～
預金金利費用
FF・レ金利費用
(ネット FF・レポ金利費用)
その他金利費用
6
5
4
3
2
1
0
−1
1985 1986 1987 1988 1989 1990 1991 1992 1993 1994 1995 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005

図３　FF 金利推移（%）



注）月次データ。ブローカー経由取引の平均値。
出所）http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm

10行は管理負債への依存を抑制し，最小クラスの銀行は依存を強めているにも関わらず，同じように預金金利費用を圧縮している[16)]。しかし，図３を見ると，預金への利払い費用低下の動きは，FF レートの低下とほとんど歩調を合わせている。これは預金だけに限らない。いかなる負債構成であれ，金利の全体的な低下は，金利費用を低下させるはずである。

ただ,「その他金利費用」については，大手10行が1980年代末から目立って抑制に成功している。ここにも管理負債への利払いが含まれている可能性があるため，負債構造の変化を反映しているのかもしれない。一方，明らか

16) 1996 年と 2005 年の数値を比較すると，大手 10 行の資産に対する大口定期の比率は 3.04% から 6.28% に高まっているが，在外支店預金の比率が 27.78% から 17.51% へと低下している。これは，部分的に預金保険料引き下げによって，調達が在外拠点借入から国内 CD 発行にシフトしたためと考えられる。但し，大口定期は預金保険料引き下げ前から発行が拡大していた。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.489. 一方，最小クラスの銀行は大口定期の比率を同期間に 9.77% から 14.53% に引き上げている。

に管理負債に含まれるFFとレポでは，大手10行による費用の抑制は大きくない。むしろ上位11－100行の動きが目立つ。これは資金調達におけるFFとレポへの比重の差を反映している。そして，金利低下の影響を比較的受け難いネットの動きを見ると，全てのクラスでゼロに収斂していっている。これは，小規模銀行が余資を放出し，大規模銀行がそれを取り入れるという構図が消滅した可能性を示唆しており，大規模銀行にとっては金利費用低下要因である[17)]。

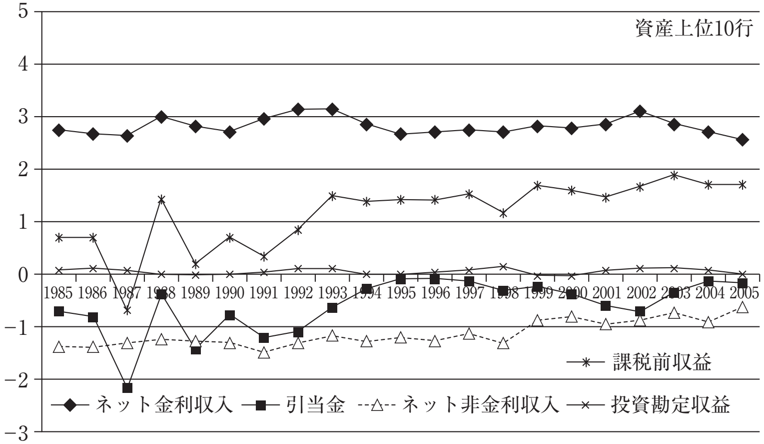
次に図４を参照されたい。これは課税前利益とその各項目の資産に対する比率である。金利低下は金利費用と金利収入の両方を引き下げるため，どのクラスの銀行にもネット金利収入に顕著な縮小傾向は見られないが，その水準は小規模銀行ほど高い[18)]。上述のように最小クラスの銀行は管理負債への依存を高めており，それは資産の伸びにリテール預金の伸びが追いついていないことを意味する。それでも高水準のネット金利収入を維持できるのは，相対的に高利回りの資産を獲得しているためであろう。これに対して大手10行は資産の伸びがリテール預金の伸びに収まっているにも関わらずネット金利収入が増加していない。資産の利回りが全体的に低いか，比較的高利回りのものを売却しているといった可能性が考えられる。

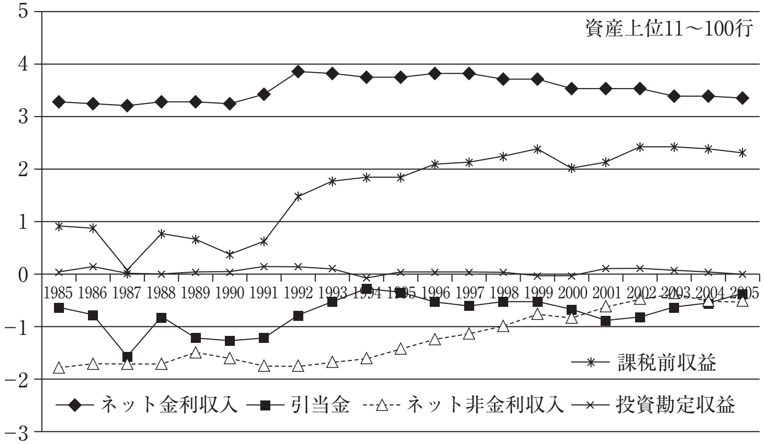
---

17) 大手 10 行の FF・レポ依存が小さいのは，注 16 にあるように在外店舗預金への依存が大きかったからであろう。ちなみに Federal Reserve Bulletin 各号の数字から FF・レポのネット・ポジションの資産に対する比率を 1985 年と 2005 年について各クラスで計算すると，上位 10 行は－4.6％ から－1.43％ へ，上位 11－100 行は－9.44％ から－4.87％ へ，上位 101－1000 行は－2.75％ から－2.71％ へ，上位 1001 行以下は 4.13％ から 1.5％ へと変化している。2 時点だけを比較すると分かりにくいが，期間中の数字をグラフにするとネット金利費用と同じくゼロへの収斂傾向が見られる。

18) 但し，上位 11－100 に顕著なように，ネット金利収入は 1990 年代初頭に上昇し，その後低下傾向をたどる。これは 1990 年代初頭に預金機関の破綻急増と銀行業界における集中化，バーゼル合意の適用などで貸出競争が鈍化したことによる。1990 年代末にはその条件が失われた。Bassett, William F. and Egon Zakrajsek, “Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 2000”, *Federal Reserve Bulletin*, June 2001, p.377.

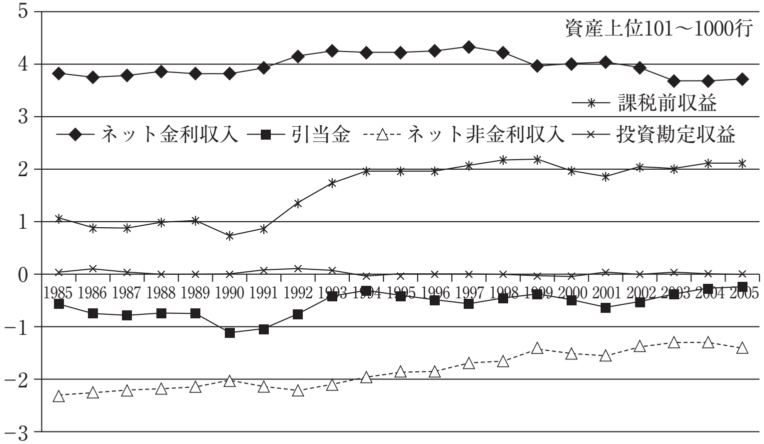
図４　銀行規模別課税前収益各項目の資産に対する比率（%）

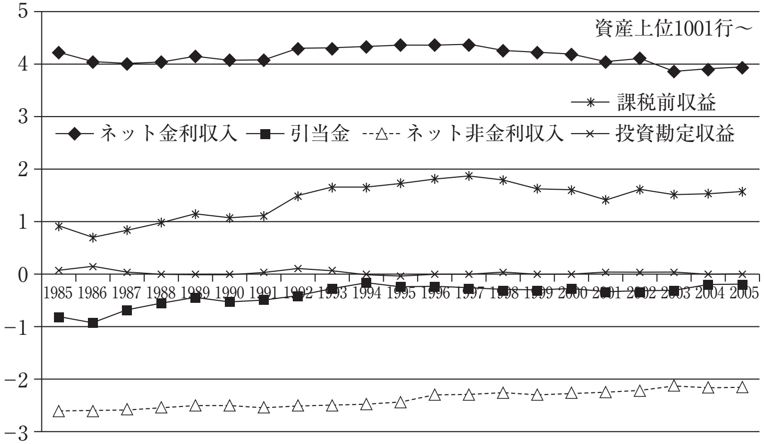




出所）図２に同じ。
出所）*Federal Reserve Bulletin* 各号より作成。

図４　つ　　づ　　き


資産上位101～1000行
課税前収益
ネット金利収入
引当金
ネット非金利収入
投資勘定収益
5
4
3
2
1
0
−1
−2
−3
1985 1986 1987 1988 1989 1990 1991 1992 1993 1994 1995 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005


資産上位1001行～
課税前収益
ネット金利収入
引当金
ネット非金利収入
投資勘定収益
5
4
3
2
1
0
−1
−2
−3
1985 1986 1987 1988 1989 1990 1991 1992 1993 1994 1995 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005

課税前収益はというと，ネット金利収入の水準が高いほど，その動きとの相似性が高いように見える。それは最小クラスの銀行では引当金とネット非金利収入の動きが緩やかなことの裏返しでもある。つまり最小クラスの銀行を除くと，引当金縮小とネット非金利収益の改善が課税前収益の資産に対する比率を押し上げている。上位10行については引当縮小の効果が，上位11－100行については非金利収益改善の効果が特に顕著である。

このうち引当金について，縮小の一因は金利の低下傾向である。企業であれ家計であれ，金利低下は既存負債の借換を促進する。新規の負債は不良化する確率がそれ自体低く，同時に借換によって通常は利払い負担が軽減される[19]。もう一つの要因は，簿外化である。1980年代後半の高水準の引当の対象は主に途上国向け貸出であった。それらの償却がローンの流通市場の整備を後押しした[20]。そして，1990年代後半からは流通市場の発達が不良債権の償却を促すようになったことに加え，流通市場の一環であるCDSが引当の代替手段として利用できるようになった[21]。もちろん，証券化を含む新規ローンの売却も引当の抑制要因となることはいうまでもない。

次にネット非金利収入についてであるが，銀行の新たなビジネス・モデルを考えるときは，こちらの方が重要である。この改善傾向は非金利収入の増

---

19) 注 18 で述べた利鞘拡大の中で審査が厳格化したという要因もあるが，これはあくまで循環的であり，利鞘拡大の条件が失われると同時に審査も緩まった。それが 2000 年代初頭の引当拡大に反映されている。

20) 図 4 で 1988 年には上位 2 クラスで大幅な引当の縮小が見られるが，銀行の同年における収益状況について，Federal Reserve Bulletin に次のような既述が見られる。「マネー・センター・バンクはローン売却と低利鞘資産を抑えることで資産を圧縮した」。「数年前に市場が始まった時は専ら投資適格借り手向けローンが売却されていたが，市場の成熟に伴い，投資適格未満の借り手向けローンも売却されるようになってきた」。「昨年，特に地方銀行は途上国向けエクスポージャーを削減するために協調行動を取った。流通市場での売却，債務交換，民間借り手による債務削減を伴う早期返済で，いずれも損失を実現した」。Wolfson, Martin H. and Mary M. McLaughlin, “Recent Developments in the Profitability and Lending Practices of Commercial Banks”, *Federal Reserve Bulletin*, July 1989, p.461, p.465, p.466.

大によっている[22)]。図５はその各項目の資産に対する比率である。これを見ると，1993年まで大手10行のトレーディング益が拡大しているのを除くと，もっぱら「その他非金利収入」の伸びが全体の押し上げ要因になっているのを確認できる。特に上位11－100行の銀行の伸びがめざましく，上位101－1000行の銀行でも2000年代初頭まで上昇トレンドに乗っている。上位10行では1980年代後半に資産の１％台に乗せた後は，１％－1.5%の間を上下しており，上昇トレンドは見られない。

「その他非金利収入」の内訳に関する情報は断片的である。1980年代半ばには，大銀行についてローン・セール，スワップ，信用補完など簿外取引が大きかったとの推測がある[23)]。1980年代末になるとM&A関連の手数料，ABS発行に関する手数料が重要になったと指摘されている[24)]。1990年代半ばには抵当サービシング，住宅ローン借換，データ処理，ロック・ボックス，カード（証券化，支払い処理，会費）など各種手数料が含まれるとの既述が出て

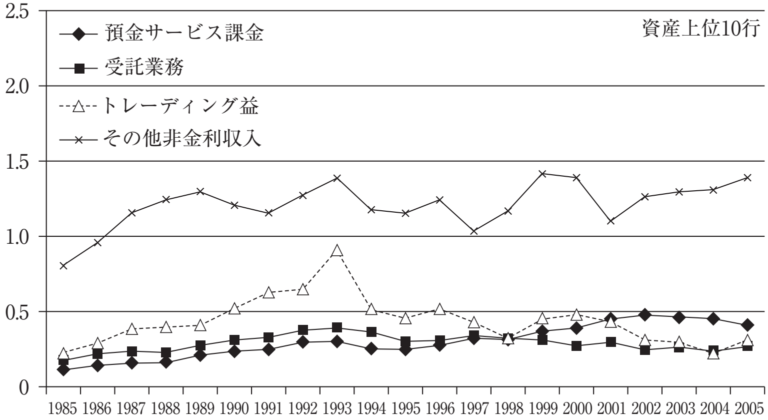
21) 商工業貸出の不良化率は1998年から上昇し，2001年には3.5%になったが，同年第4四半期に銀行が積極的に償却を行った。恐らく流通市場で売却したとみられる。Bassett, William F. and Mark Carlson, “Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 2001”, *Federal Reserve Bulletin*, June 2002, p.273. 商工業貸出について，CDSの利用が企業破綻の影響を若干緩和している。また流通市場の発達が償却を積極的に行う要因になっている。Carlson, Mark and Robert Perli, “Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 2002”, *Federal Reserve Bulletin*, June 2003, p.256.

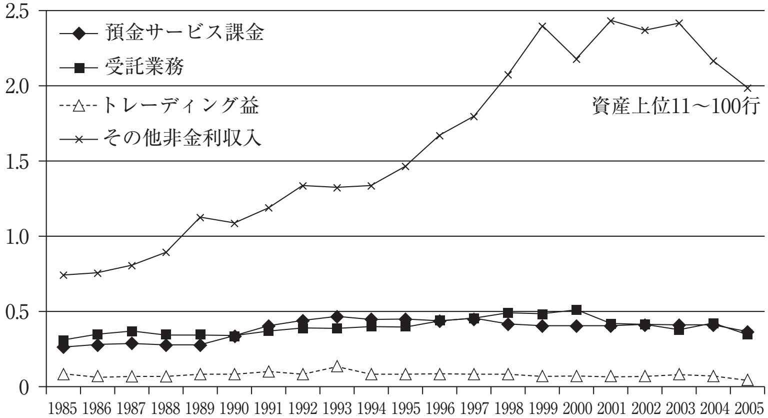
22) データは載せないが，Federal Reserve Bulletinに非金利費用の内訳として人件費，施設費，その他の数値が公表されている。このうち人件費と施設費についてはここで対象にしている期間に対資産比で大きな動きはない。その他の詳細は不明だが，合併に関連した費用や2000年問題に関連したデータ処理費用など，一時的なものが多いようである。

23) Danker, Deborah J. and Mary M. McLaughlin, “Profitability of Insured Commercial Banks in 1984”, *Federal Reserve Bulletin*, November 1985, p.842. スワップは当時，手数料ベースで取引されていた可能性がある。1980年代後半には規格化されたスワップが値鞘ベースで取引されるようになっており，ネット価値の変化がトレーディング損益として記帳されるようになったと考えられる。

24) Duca, John V. and Mary M. McLaughlin, “Developments Affecting the Profitability of Commercial Banks”, *Federal Reserve Bulletin*, July 1990, p.485.

図５　銀行規模別非金利収入各項目の資産に対する比率（%）

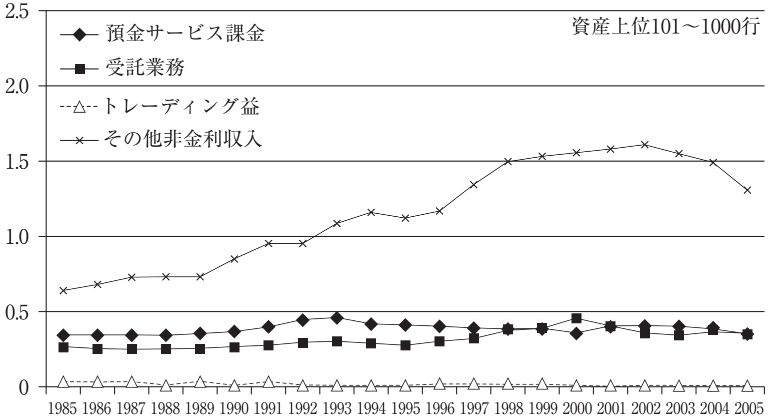


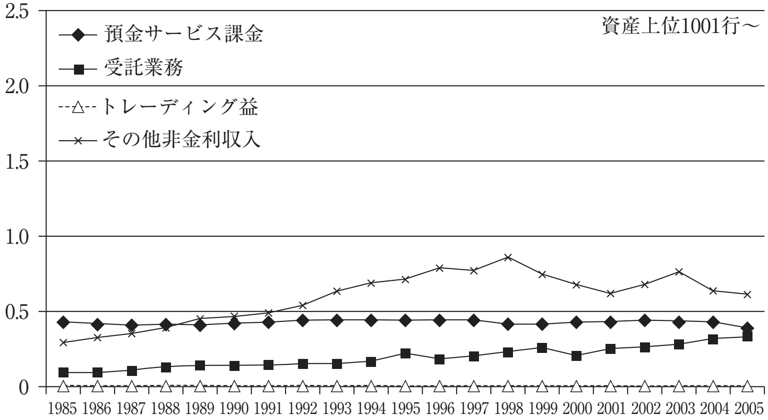


注）数値の採用方法は図２に同じ。1985～1987年のトレーディング益はトレーディング収入と外為益・手数料の合計。それ以降は金利エクスポージャー，外為レート・エクスポージャー，その他商品・株式エクスポージャーの合計。そのように計算すれば系列の名称がトレーディング収入（trading income）からトレーディング益（trading gain）に変わっても，重複して公開されている年の数値は一致する。

出所）*Federal Reserve Bulletin* 各号より作成。

図5　つ　　づ　　き


資産上位101～1000行
預金サービス課金
受託業務
トレーディング益
その他非金利収入
2.5
2.0
1.5
1.0
0.5
0
1985 1986 1987 1988 1989 1990 1991 1992 1993 1994 1995 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005


資産上位1001行～
預金サービス課金
受託業務
トレーディング益
その他非金利収入
2.5
2.0
1.5
1.0
0.5
0
1985 1986 1987 1988 1989 1990 1991 1992 1993 1994 1995 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005

くるものの，それぞれの比重は示されない[25)]。

ただ，2001年以降はコール・レポートで内訳に関する情報が収集されるようになり，詳細な数値が一度だけ Federal Reserve Bulletin に記載された。それによると2001年について「その他非金利収入」各項目の収入に占めるシェアは，証券化収入4.3％，ローン・サービシング手数料３％，資本市場手数料2.5％，ローン売却益1.2％，保険手数料0.8％，その他資産売却益0.6％，ベンチャー・キャピタル益－0.2％，その他13.9％の合計26.1％となっている[26)]。

単年の数字であるため，年によって変化するものの，資産簿外化を含む新たなビジネス・モデルに関するものが比重を高めているのは間違いない。証券化収入はそのものであるし，サービシングも証券化があってこそ独立の収入源になり得る。資本市場手数料には債券の引受・分売手数料が含まれ，証券化商品についても引受・分売からの収入はこちらに分類されている可能性はある。いずれにしても，資産の保有継続を前提としない金融仲介活動である。ローン売却も，流通市場の存在を前提としていることから，同種の活動に分類できるであろう。

ごく簡単にいえば，新たなビジネス・モデルの採用によって，銀行は仲介に関連する金利収入を別の収入に入れ替えてきた。図４にある課税前利益は資産に対する比率であり，数値の増加は資産収益率の上昇を意味する。そうすると，新たなビジネスの比重が高まるほど，資産をファイナンスするために高コストの負債を拡大する必要が小さくなると考えられる。問題は，通常，

25) 例えば1998年の「その他非金利収入」について，内訳は不明だが，住宅ローン借換の処理手数料と証券化が大きかったと考えられるといった既述はある。Bomfun, Antulio N. and William R. Nelson, “Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 1998”, *Federal Reserve Bulletin*, June 1999, p.380.

26) Bassett, William F. and Mark Carlson, “Profits and Balance Sheet developments at U.S. Commercial Banks in 2001”, *Federal Reserve Bulletin*, June 2002, p.272. その他には専門サービス，カード手数料，ATM 課金が含まれる。

大手ほど新たなビジネスの比重が高いと考えられるのに対して，上位10行の「その他非金利収入」の伸びが大きくないことである。新たなビジネス・モデルと密接に関係するトレーディング益も，下位の銀行より大きいとはいえ，1994年以降は低迷しているようにみえる27)。一方で，リテール預金獲得によって管理負債への依存度を低下させるのに最も成功したのは大手10行であった。

この状況を全て説明することになるとは思えないが，間違いなく重要な要因として指摘できるのは証券子会社の存在である。FRB は1987年から銀行持株会社に対して証券子会社の保有を認可しており，その中でグラス＝スティーガル法において禁止されている業務に，当初は収入の５％，1989年９月には10％という制限を設けた。そのため，早期に証券子会社を設立した銀行持株会社は，銀行本体でも可能な証券業務の多くを証券子会社に移管しなければならなかった。主な移管業務は財務省証券のトレーディングであるが，シンジケート・ローン関連の業務も含まれている可能性が高い。

1996年には収入上限の25％への引き上げが決定され，1997年３月から適用された。これにより，銀行本体に認められない証券業務の業容をかなり拡大させることができるようになった。そして，2000年３月にはグラム＝リーチ＝ブライリー法が施行され，その制限自体がなくなった。これらは，大手銀行の証券業務に対する取り組みを促すという意味合いに加え，大手銀行が

27) トレーディング益の資産に対する比率が 1993 年から 1994 年にかけて急低下しているのは，部分的に会計処理変更の影響もある。1993 年までデリバティブのポジションはネット価値がプラスならトレーディング勘定資産に，マイナスならその他無利子負債に計上されていたが，1994 年以降はプラスの市場価値を持つ契約が資産にトレーディング勘定評価益として，マイナスの市場価値を持つ契約が負債のトレーディング勘定評価損としてそれぞれ計上されるようになった。このため 1994 年には銀行業界全体で資産が約 900 億ドル拡大し，その 90％ は大手 10 行への影響であった。English, William B. and Brian K. Reid, “Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 1994”, *Federal Reserve Bulletin*, June 1995, pp.548-549. ちなみに上位 10 行のトレーディング勘定残高の資産に対する比率は，1993 年の 10.3％ から 1994 年 8.93％ へと低下している。

持株会社を通じて既存の投資銀行を吸収することができるようになることを意味する。持株会社レベルで見ると，大手銀行グループの資本市場業務における証券子会社の重要性は極めて大きいのではないかと考えられる[28)]。

つまり，グループ関連会社に分散されている業務を合わせると，上位10行の業務に占めるトレーディング収入や「その他非金利収入」の比重は，下位行より大きいと考えて間違いない。もちろん，グループ会社間で分散された各業務がどれだけ有機的に結びついているのかという問題はあるものの，それは単一企業体の内部にもいえることかもしれない。少なくとも，銀行子会社レベルで「その他非金利収入」の資産に対する比率が下位行よりも低いからといって，上位10行が新たなビジネス・モデルの採用において下位行に後れを取っている訳ではない。

３．銀行業の変質と金融システムの機能

3-1．金融仲介機能の分解と収益化

以上でビジネス・モデルの変化に伴って，銀行の収益構造が変化してきたことを確認したが，両者の関係を金融仲介の機能に沿ってもう少し整理しておきたい。

資産の簿外化を伴う銀行の新たな業務で，最も基本的な部分は引受と分売である。この過程で銀行は取引相手の発見，借り手とその発行する証券に関する情報の審査および投資家への伝達，証券の販売と代わり金の借り手への移転といったサービスを提供する。投資家への情報伝達といった部分を除けば，これらは従来型の銀行仲介にも含まれていた役割であり，銀行はその対

28) 例えば上述の「その他非金利収入」の構成要素である資本市場手数料は，2001年に銀行の収益に対する割合が2.5% とあったが，資産規模上位50の銀行持株会社レベルでは15% を占めると指摘されている。Bassett and Carlson, *op.cit*., June 2002, p.272.

価を利鞘に含めて受け取っていた。新たな仲介方法では対価がオリジネート，引受，分売の手数料ということになるであろう。恐らくほとんどが投資銀行手数料に含まれていると考えられる。

ローンの期間中は借り手や担保のモニタリング，借り手からの元利回収と投資家への支払いといった業務が生じる。資本市場型の仲介で発生する場合であっても，グラス＝スティーガル法でこの業務が銀行に禁止されていた訳ではない。しかし，従来型の銀行仲介では主体として行っていた活動が，新たな仲介では代理業務となり，利鞘からは切り離された独立の収入源になる。具体的にはサービシング，ローン管理や導管体運営の手数料ということになろう。サービシングは独立の項目があったが，ローン管理などからの収入が図５で受託業務の収入に算入されているようには見えない。シンジケート・ローンのエージェント収入は不明だが，証券化の受託業務については多くが証券化収入に含まれていると考えられる。

このうち，受託業務については銀行が従来から信託部門で強みを発揮してきた分野であるが，引受・分売については投資銀行との競合が激しい。証券分野で銀行が先行する投資銀行を追い上げて行くと，逆にシンジケート・ローンでは自らが開拓した分野で投資銀行との競争に直面するようになった。証券化分野については，表１に見るように，受託者業務だけではなく，引受でも銀行が圧倒的なシェアを持つようになった。しかし，二つの業務で数字の差があるのも事実である。各種の金融機能はアンバンドリングされているのであり，分担が可能になったということにも注意しなければならない[29)]。

上述のように，ネット金利収入への依存は銀行規模が小さいほど大きく，その資産に対する比率にはあまり変化がない。一方，証券化関連を含む「その他非金利収入」の資産に対する比率は規模が小さくなるにつれ低くなるとはいえ，最小クラスの銀行でも上昇傾向が見られた。これは規模による程度の差こそあれ，小規模銀行でもオリジネート，資産の売却，場合によっては

表１　資産証券化に占める各業界のシェア（1983～2008年：単位％）

	引受主幹事			受託者	
	銀行	投資銀行	その他	銀行	その他
自動車 ABS	69.4	29.7	0.9	97.9	2.1
カード ABS	65.7	32.9	1.4	98.0	2.0
学生ローン ABS	88.6	10.4	1.0	98.7	1.3
MBS/HELOCs/HELOANs	56.1	41.4	2.5	96.7	3.3
CMBS	55.2	41.1	3.7	99.3	0.7
CDOs	63.7	32.4	3.9	93.2	6.8
その他 ABS	60.8	35.7	3.5	92.1	7.9
民間 MBS	71.8	24.9	3.3	83.5	16.5

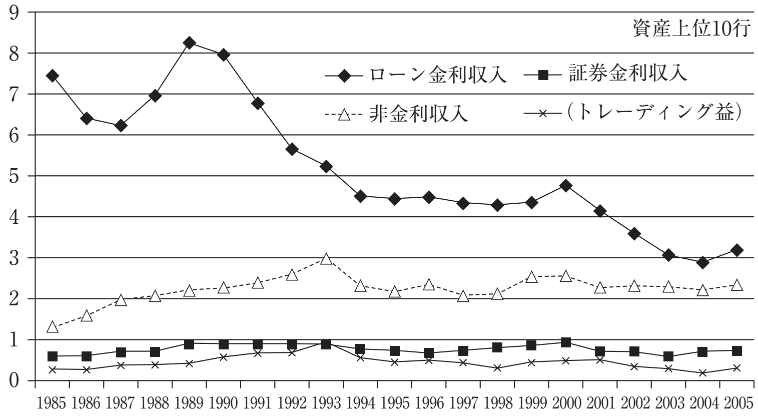
Cetorelli, Nicola and Stavrow Peristiani, “The Role of Banks in Asset Securitization”, FRB NY, *Economic Policy Review*, July 2012, p.58.

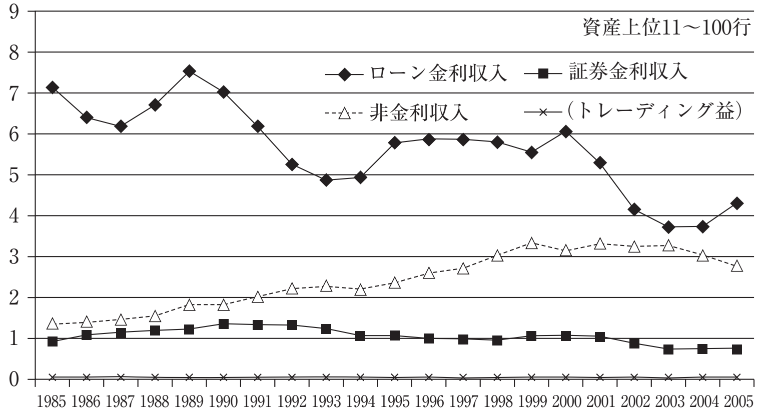
サービシングの継続など何らかの形で新たなビジネスに関わっていることを示唆している。

それでも，全体で見ると，銀行が証券化から得る収入は2001年の数字で収入全体の4.3％に過ぎない。サービシング手数料，資本市場手数料，ローン売却益がすべて証券化からのものとしてようやく10％を超える程度である。図６によって課税前収入の主要な項目の資産に対する比率を確認すると，大手行では証券化関連を含む非金利収入が伸びてはいるが，貸出からの金利収入の落ち込みを補うには全く力不足である。小規模銀行に至っては，2000年

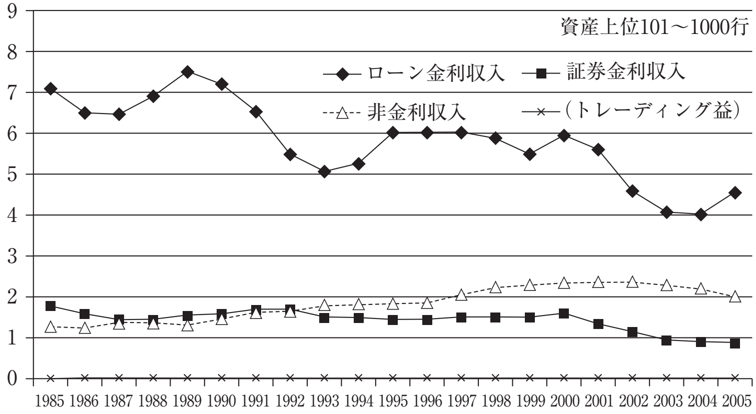
29) 証券化の場合，受託者の役割はサービサーや保証提供者が契約通りの行動をしているか監視することである。従って，利益相反の可能性から独立の第三者が提供すべきサービスである。シンジケート・ローンの場合，エージェントの役割は主幹事メンバーのどこかが担う。ブック・ランナーと同じとは限らない。ちなみにシンジケート・ローンで投資銀行もランキングに顔を出すようになっている。例えば 1998 年の世界全体の主幹事ランキングではトップ 10 に入るのが 8 位の Lehman だけであった。4 位に Salomon Smith Barney が入っているが，Citigroup と統合した期間が含まれている。Brandman, James, “Syndicated lending : Back in favor”, *Global Finance*, November 1999. これに対して 2007 年米市場のランキングでは 5 位に Goldman Sachs，7 位 Lehman，9 位 Merrill Lynch，10 位 Morgan Stanley が入っている。Thomson, *Syndicated Loans Review*, 4th Quarter 2007, http://www.efinancialnews.com/share/media/downloads/2008/01/2449488383.pdf.

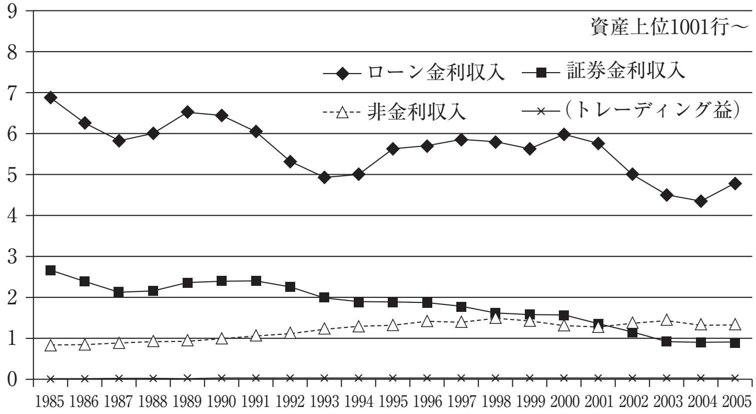
図６　銀行規模別課税前収入主要項目の資産に対する比率（%）





注）図５に同じ。
出所）*Federal Reserve Bulletin* 各号より作成。


資産上位101～1000行
ローン金利収入
証券金利収入
非金利収入
（トレーディング益）
9
8
7
6
5
4
3
2
1
0
1985 1986 1987 1988 1989 1990 1991 1992 1993 1994 1995 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005


資産上位1001行～
ローン金利収入
証券金利収入
非金利収入
（トレーディング益）
9
8
7
6
5
4
3
2
1
0
1985 1986 1987 1988 1989 1990 1991 1992 1993 1994 1995 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005

代に入っても，非金利収入の水準が貸出からの金利収入にはるか及ばない状態が続いている。

そして，貸出金利収入の落ち込みは大手ほど大きい[30]。小規模銀行の落ち込みがあまり大きくないところを見ると，小規模銀行は基本的に貸出をバランス・シートで保有しており，ファンディング・コストの比較で，状況に応じて貸出を売却することもあるといった程度なのであろう。僅かな取り組みのために引受・分売，受託者業務を自ら手がけるのは現実的でない。一方，大手の場合，ホールセールで顧客を投資銀行と奪い合い，リテールでは規模の経済を活かして地場の金融機関に対抗しなければならない。いずれのケースでも，資産の簿外化はファンディングの不可欠な選択肢である。その上，引受・分売，その他処理業務などを集約すれば，多寡はともかく，安定した収入源にはなり得る。

図５と図６を見ると，非金利収入とその中の「その他非金利収入」の水準はともに上位11－100位の銀行で最も高いが，上述のように大手10行の場合は持株会社レベルで，より大きい証券化関連の利益を得ていると考えて間違いない。関連する各業務もそれぞれの専門部署で分担され，特に取引処理では規模の経済がより効果を発揮しやすい組織を整えている可能性もある。しかし，規模の経済が働く取引は，基本的に単価が低い。大手行の全てが同じビジネス・モデルを追求しようとすれば，その傾向が強まるであろう[31]。

さて，ここまでの仲介過程ではリスクへの対処が含まれていない。引受や分売でもベスト・エフォートであればリスクを負わない。売却された資産を購入すればリスクを取ることになり，それだけでも個々の銀行がオリジネー

30) 1980 年代初頭に Continental Illinois は年数億ドルの規模でローン等多様な資産を販売していたが，仮に 30～40 億ドルの資産が販売できたとしても，0.125～0.5％の手数料では 1982 年のネット利益減少分 1 億 7700 万ドルを到底賄えなかった。執行副社長の Caren Reed も「こうした手数料業務が，貸出業務からの収入に取って代わるとはいっていない」と認めている。Osborn, Neil, “Can Continental bounce back?”, *Institutional Investor*, August 1983, p.212.

トした貸出を保有し続けるのと比較すれば，リスク分散という効果がある。ただ，その分収益を引き下げるであろう。ローンの購入については，収入が貸出金利収入に含まれていると考えられ，それは図６で見た通り，資産に対する比率が低下傾向にあった。証券化された資産については証券金利収入に含まれているはずであり，これは購入側であることが多い小規模銀行ほど低下傾向が見られる。

一方，資産を使わずにリスクを取る方法として保証がある。シンジケート・ローンでも回転信用は実際に引き出されることが少なく，保証に近い。1980年代から銀行のビジネス・モデルが変化していく中で，まず顕著に現れたのは保証業務に関連して銀行が膨大な偶発債務を抱えるようになったことであった[32)]。収入はL/Cの場合，当初手数料ということになる。信用枠であれば，引き出されれば通常の貸出と同じであるが，期間中の未利用残高についても手数料収入を得ることができる。

それらの収益性はというと，いまだ外銀の対米進出が主要国大手中心であった1970年代からすでに価格競争が激しく，米銀には書類作成経費も賄えないような水準であったといわれる[33)]。1980年代に入るとさらに外銀の影響力が強まり，CP発行のバック・アップではもっぱら外銀のL/Cが利用され

31) 例えば1990年時点で，Bankers TrustはProfitcoとして現金管理，証券事務処理，信託など，Chase ManhattanはInfoServとしてグローバル・カストディ，証券決済など，Manufacturers HanoverはGeoserveとして現金管理，信託などの業務を独立させていた。こうしたサービスの機能分化は，収益性の観点からはプラスでは無く，むしろ個々の機能の「価格」が明確になるため，パッケージ化されていた場合に比較して利益を上げるのが難しくなると指摘される。山田耕司，遠藤幸彦「“覚醒の時代”を目指す米国金融産業」『財界観測』1990年5月，27～28ページ。

32) 1985年のFRBの調査によると，スタンド・バイL/Cが非金融企業負債に占める比重は少なく見積もっても1980年の0.2%から1985年1.8%に上昇し，正式な信用枠の未利用残高が非金融企業負債に占める比重は1975年8.5%，1980年12.2%，1985年16%と上昇していた。Baer, Herbert L. and Christine A. Pavel, “Does regulation drive innovation?”, FRB Chicago, *Economic Perspectives*, March/April 1988, p.5.

33) “Here Come Foreign Banks Again”, *Business Week*, June 26, 1978, p.86.

るようになった[34]。1990年代に入ると国内での外銀からの競争圧力は低下するが，それでも信用枠の収益性は改善せず，上述のようにそれが提供されるのは他の派生的な取引を期待したロス・リーダーとしてであった。

証券化でも単純にリスクを全て投資家に転嫁する訳ではない。既に見たように，証券化では，投資家が担保をモニタリングせずに済む仕組みが必要である。格付けの取得も含まれるが，重要なのは信用補完であり，格付けも信用補完の程度が重視される。ここでL/Cを利用することも可能であり，1980年代にはやはり高格付けの外銀が果たす役割が大きかった[35]。しかし，L/Cへの依存は，保証業者の信用力によって証券化商品の格付けが規定されてしまう問題がある。そのため1990年代に入ると，優先劣後構造を中心とする仕組み設計による信用補完の重要性が高まった。

この中でスポンサーもエクイティの保有や，スプレッド口座設定などの形でリスクを取っており，担保の損失率がそれらの範囲に収まれば，残余の価値を得ることができる。この利益は，仕組みの設計に対する対価も含めて，上に挙げた証券化関連の利益のどこかに既に入っている。大手の場合は選択肢がないとはいえ，仲介過程の各種機能を分解してその一部だけを担うのであれば，それによって取引量自体を飛躍的に拡大しない限り，従来の貸出に比較して利益が減少するのはある意味当たり前である。

ここまでの話なら，競争環境の変化によって特に大きく収益基盤が浸食さ

---

34) Bankers TrustのCP部門担当部長Rosalind Alpertは「L/Cサポートで最良の取引は外銀によって提供されている。スプレッドは米銀が提示するものを大きく下回り，発行者にとってはかなりコスト効率がよい」と証言している。Gilbert, Nick, “The shape of things to come”, *Euromoney*, November 1985, p.64.

35) 例えばFirst Bostonが1986年10月にGMACによる40億ドルのローンの証券化を手がけたとき，Credit SuisseがL/Cを提供した。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, p.135. このように外部信用補完は必ずしも第三者が提供するとは限らず，グループ関係が影響している可能性がある。

れた大手銀行が，機能の分解によって失われたはずである利益の一部を取り戻したということになる。比較的，地盤を維持した小規模銀行は，大手銀行の新たなビジネス・モデルを僅かに利用するだけですんだと解釈できるかもしれない。しかし，機能のアンバンドリングは金融システムに抜本的な変化をもたらし，個々の金融機関にも多大なインパクトをもたらしている。

仲介面でそのインパクトを理解する鍵は資産変換機能であり，それはリスク管理と密接に結びついている。伝統的な貸出では，資産の信用リスクに加え，資産とは異なる性質の負債を生み出すミスマッチから金利リスク，流動性リスクも生じる。利鞘収入を獲得できるのは，これらのリスク管理に成功することが条件である。ただ，流動性預金を提供する役割と，それに付随することになった高い自己資本比率要求は，銀行が自己のバランス・シートの中でその機能を提供する上で強い制約要因となる。

結局，資産変換機能の多くは銀行のバランス・シートの外で提供されるようになっていく。その核となるのがデリバティブであり，これこそリスクのアンバンドリングによってリスク管理に革命的な変化をもたらした手段である。1980年代の半ばに大手米銀がL/Cをあまり提供しなくなったのは，採算が悪化したからだけではなく，簿外に大量のデリバティブ契約を抱えるようになっていたことも理由になっていた[36)]。その後，大手米銀の抱えるデリバティブ契約がさらに拡大し，種類も豊富化したことはいうまでもない。

デリバティブは当初，ユーロ債を中心に借り手への安価な調達手段提供を目的として多用されるようになったが，状況に応じて負債のキャッシュ・フローを変化させるものへと用途が広がった。また，投資家のニーズに沿って

36) NYで活動するBarclaysのAndrew Dysonは「Citibankは偶発債務を抱えすぎており，今では顧客関係を守るため以外にCPへのL/Cサポートをほとんど提供しようとしない」と証言している。Citibankが抱えていた偶発債務は，すでに外為とスワップでほとんどが占められていた。Gilbert, Nick, “Foreign banks in America, they’re still coming”, *Euromoney*, August 1985, p.155.

多様な商品を提供し，さらには流動性が低い商品への投資において事後的にエクスポージャーを調整するための手段としても用いられている。つまり，資産変換によって借り手と投資家の異なるニーズを結びつけ，事後的にもニーズの変化に対応する上で，デリバティブが不可欠な存在となっているのである。

もちろん顧客向けのサービスだけではなく，自行のリスク管理にも利用されている。対顧客取引のヘッジに加え，バランス・シートに抱える多様なエクスポージャーの調整も行うことができる。金利リスクが中心であろうが，上述のように貸出の信用リスクを CDS によって調整するという利用法もある。これらの活動による利益は，費用の抑制から収益変動の抑制まで幅広く，損益計算書の項目では特定できない。ただ，大手の場合は，一部がトレーディング益に反映されているはずである。銀行本体だけで見ても，この項目が重要な収益の構成要素になっているのは大手10行だけであった。

そして，もう一つ，資産変換機能を提供する上で重要なものが証券化である。これは資産変換を行うためだけのバランス・シートを新たに創出するようなものである。キャッシュ・フローが特定されたものであれば，基本的にどのような請求権でも資産として受け入れることができる。その資産を担保に全く異なるキャッシュ・フローの証券を，複数の種類，発行することができる。それにより，借り手との関係ではオリジネートを促進し，投資家との関係では多様な運用商品を提供することができる。後者はトレーディング部門にマーケット・メイクの機会をもたらすことにもつながる[37)]。

また，証券化が発行者にとってファンディングの選択肢でもあることを忘れてはならない。銀行は証券化を財務活動と結びつけることによって，ファンディングのコストを引き下げるだけではなく，ALM を通じるリスク管理を強化することができるのである[38)]。さらには，エクイティや劣後部分の保有を通じて，自行が留保するリスクの程度を選択することは，簿外を含めた

リスク管理に含まれるであろう。これは，仕組みの設計を通じて，リスクを分割するからこそ可能になるのである。

以上のように，デリバティブと証券化は，業際間競争を通じて各種機能がアンバンドリングされた金融システムにおいて，仲介機関が資産変換サービスを提供し，それに伴うリスク管理を行う不可欠の手段となっている。これだけでも，両者が銀行による新たなビジネス・モデルの追求を可能にする条件となっているといえるが，それらは銀行の新たなビジネス・モデルにとってさらなる重要性を持っている。

それはデリバティブと証券化が裁定活動を促進しているということである。デリバティブを利用して多様な取引を合成できることは，取引困難な資産の間でも理論価格と現実価格の差を狙った裁定を可能にする。証券化には裁定型と名の付いた取引が存在する。しかし，目的に関わらず証券化それ自体に担保資産の価値と発行証券の価格差を狙った裁定という性格が内在している。そして，こうした裁定活動が，資産価格の連動性を高め，金融市場の体系性

---

37) 1980 年代半ばの話であるが，Salomon と First Boston では，MBS の引受，マーケット・メイク，トレーディングからの利益が全体の 40～50% を占めていた。Senate, *Changes in Our Financial System*…, 1987, p.137. 投資銀行にとって収益源になるということは，当然，銀行持株会社の証券子会社にとっても収益源になり得る。また，ここでの引受はほとんどトレーディングの一環である。リスクを強調するためであるが，1980 年代半ばに Drexel 会長の Robert E. Linton が MBS 引受について次のような証言をしている。「それは非常にリスクが高い。ローン全体の過程でそれは最も収益性が高い。何億ドルものモーゲージを主体として購入し，それを要素に分解して買い手を見つけ分売する間，1～6 週間保有し続けなければならない」。Senate, Hearings before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, *Comprehensive Reform in the Financial Services Industry*, Part 2, 99th Cong., 1st sess., 1985, pp.989-990.

38) Marine Midland Bank は当初，証券化を自動車ローンの部門で手がけていた。しかし自動車ローン以外にバランス・シート管理手段を拡張するため，証券化機能を金融市場部門に移管した。それにより，取引実行の適切なタイミングを選択できるようになった。証券化責任者 John P. Deluca, Jr. 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.87.

を維持することによって，銀行が貸出債権を時価評価し，売却することを促しているのである。

もちろん裁定活動は銀行だけに開かれたものではなく，実際に運用専門会社など多様な主体が携わっている。銀行が顧客に対する仲介サービスを提供する以外に，裁定活動を積極的に手がける必然性は見いだせない。それでも，要素が分解されたサービスは価格競争が激しく，必ずしも収益性が高くないのに対して，自己勘定による裁定活動は銀行にとっても魅力的な分野であり，トレーディングの資源をそのまま活用することもできる。裁定活動といっても，ほとんどの場合はリスクが伴う。しかもデリバティブと証券化はレバレッジ効果が高い。そうであるからこそ裁定活動が収益の源泉になる。

3-2. 懸念すべき金融システムへの影響

銀行の新たなビジネス・モデルとは，結局のところ，一括サービスの提供と預金による資産変換では採算が取れなくなった領域を多く抱えていた大手の銀行による，機能の分解と新たなサービス提供方法であった。それは確かに「伝統的」な貸出とは異なり，二重モニタリング問題を生み出しはするが，それ自体は金融システムを危険にさらすものではないとすれば，大手銀行による新たなビジネス・モデルの追求は何ら憂慮すべきことではないのであろうか。

新たなビジネス・モデルに対して，貸出債権の売却が前提になると審査が疎かになる危険性が指摘されていることは既に述べた。これへの反論として，証券化でむしろ健全性が高まるという議論もある。通常の貸出では貸し手だけが信用評価を行うが，証券化ではそれに加えて，投資銀行がデュー・デリジェンスを実施し，格付け会社と信用補完提供者も分析・調査を実施し，資産プールの公開会計調査も行われる。それに投資家による規律付けが加わるということである[39]。格付けが付与されたシンジケート・ローンもやはり買

い手も含めた多重の信用評価が行われており，通常の貸出よりも健全性が高いといえるかもしれない。

一方でそうした役割分担によってリスクが見えにくくなり，証券化商品の発行者は複雑なリスクに晒されやすいという指摘もある[40]。信用補完によって部分的に守られているとはいえ，発行者が背負うリスクは投資家にも波及するであろう。証券化に批判的な議論の中には，情報処理技術の発達で投資家が独自に判断できるようになったといっても実際は審査の役割が格付け会社に移っただけであり，その上信用補完まで必要であることから，資産のプールは無免許銀行と同じであるとする厳しいものもある[41]。

たしかに，証券化の信用評価は信用履歴の統計的な把握に依存する度合いが高く，データが好調時のものだけに限定されたり，デフォルト相関が過小評価される問題があることはよく知られている。また，信用補完の程度は担保の不良化率と相関関係を持っているとの研究結果がある[42]。証券化ではリスクの高さが信用補完によって隠されているとの解釈も成り立つであろう。しかし，格付けへの過度の依存や相互に他人の情報生産へのフリー・ライド

---

39) Citibank 消費者銀行業財務担当 David W. Young の証言。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.138.

40) Jobst, Andreas A., “Collateralised Loan Obligations (CLOs) - A Primer”, Center for Financial Studies, *CFS Working Paper*, No.2002/13, December 2002, pp.53‐54.

41) Ely, Bert, “Commercial Banks are Not Obsolete and The Federal Gevernment Should Stop Trying to Make Them So”, FRB Chicago, *Credit Markets in Transition*, The 28th Conference on Bank Structure and Competition, Proceedings, 1992, p.371.

42) Mandel, Benjamin H., Donald Morgan and Chenyang Wei, “The Role of Bank Credit Enhancements in Securitization”, FRB NY, *Economic Policy Review*, July 2012, p.41. また Sarkisyan and Casu の研究では，信用補完（超過スプレッド，劣後証券保有，スタンド・バイ L/C）と売り手持ち分（超過担保）は発行銀行の破綻リスク増大効果を持ち，信用評価の中では特に超過スプレッドのリスク上昇効果が高いとの結果が出ている。Sarkisyan, Anna and Barbara Casu, “Retained Interests in Securitizations and Implications for Bank Solvency”, ECB, *Working Paper Series*, No.1538, April 2013, pp.6‐7.

を模索することによる信用評価の劣化，その結果としての借り手のモラル・ハザードといった問題は，銀行の新たなビジネス・モデルに特有なものというよりも，資本市場での取引に普遍的な問題ではなかろうか。

個別の投資家が投資対象に対する信用評価を各自で行い，その評価が市場取引を通じて社会的に集約され，資産価格を形成するのであれば理想的である。しかし，現実には常に他人の情報生産へのフリー・ライドが模索される。市場での取引価格を参考にすることは，自己の評価に客観性を持たせることにつながる側面を持っていても，同時に他人の評価に追随するという側面を併せ持つ。市場において資産が自由に取引される中では，ある局面では恣意的な評価を排除する効果が発揮されていても，別のところでは相互依存の評価によって同調圧力が強まるという危険性を排除するのは困難であろう。

懸念すべきことは，相互依存の評価が少なくとも表面的には情報生産コストを引き下げるために，同調圧力の波及範囲を広げ，それが増幅されることである。「伝統的」な銀行の一括サービスで採算の取れる範囲が縮小するというのは，その一例であろう。銀行貸出が売却可能なものになることで，その価格設定において債券市場の利回りや CDS のプレミアムが参照されるようになる。価格設定が市場ベースになることは，信用リスクの価格設定を適正化することにつながる一方，資金調達コストのボラティリティが高まったり，逼迫時に信用力の劣る借り手が市場から閉め出される可能性を高める[43)]。

もちろん，銀行による新たなビジネス・モデルの追求は，CP やジャンク債を通じて資本市場にアクセス可能な層が広がったことへの対応である。その意味で，市場価格の影響力が強まったことは，新たなビジネス・モデルの結果というより，原因である。それでも，新たなビジネス・モデルが問題を

43) Lumpkin, Stephen A., “The Integration of Corporate Bond and Commercial Loan Markets”, OECD, *Financial Market Trends*, No.85, October 2003, p.81. Lumpkin はメリットが潜在的なコストを上回ると主張している。

助長する面はある。ABCPや不動産証券化，程度は小さいがビジネス・ローンの証券化は，それまで資本市場とは無縁であった借り手に，間接的ながらも資本市場へのアクセスを提供する方法になりえる。そして，これら手法の存在は，案件の審査に証券化の可否が判断基準として入ってくることにつながるであろう。そうすれば，担保価値の市場評価や同種証券の価格形成に目が行かざるをえない。

同様のことはリテール証券化にも当てはまる。リテールの貸出は，もともとビジネス価値や将来性を評価して長期的な視点から提供されるものではなく，住宅価格や景気の動向に左右される程度が大きい。個人の信用力に対する判断も画一的になりやすい。いずれも銀行のビジネス・モデルに関わらず同調圧力にさらされやすいことを意味する。しかし，大手の新たなビジネス・モデルには，リテールの手法を小規模ビジネス向けに応用し，中小銀行の地盤に侵攻する戦術が含まれる。それらの貸出が必ずしも証券化される訳ではないとしても，量が多い画一的な小口の貸出が最も証券化に適した資産であることは周知の通りである。

同調圧力にさらされる可能性があるのは，審査や条件設定のプロセスだけにとどまらない。売却の可能性があると，貸出後もその債権は時価が意識されるようになる。それは貸し手と借り手の関係を根本的に変化させる可能性を持つ。「伝統的」な貸出の特徴には，事後的な再交渉が比較的容易であることが含まれていた。貸し手は自己の債権を保護するために詳細な制限条項をつけ，借り手の遵守状況をモニタリングする。しかし，仮に借り手がそれに抵触しても，すぐ取立に走るのではなく，条件の再交渉を行うケースも多い。恐らくは，そうしたプロセスが繰り返される中で，数値化できない情報生産が行われ，場合によっては信頼関係が構築されると考えられる。

これに対して，貸出債権が売却される場合は，貸し手が借り手と事後的な条件の再交渉を行う余地はほとんど無くなってしまう[44]。そもそも制限条項

の内容自体が，流通市場での取引を念頭に置くなら，標準的なものにならざるを得ない[45)]。買い手がそれらの遵守状況をモニタリングして，抵触があった際に柔軟な対応をするとは考えにくく，債権を分割して複数の買い手に分売している場合は再交渉自体が困難であろう。証券化についていえば，リテール貸出は，証券化の有無に関わらず，もともと個別の詳細なモニタリングや再交渉にそぐわないが，リテールと同様の手法が利用されるようになった小口のビジネス・ローンには柔軟性喪失の影響があるかもしれない。

事後的な再交渉が行われないのであれば，貸出債権に問題が生じた際，機械的な対応を取らざるを得ない。デフォルト宣言して回収手続きに入るか，二次市場においてハゲタカ・ファンドや回収専門業者に債権をディスカウント販売するといった選択肢が考えられる。二次市場での売却であれば，借り手による契約違反の事実は必要ない。専門業者の存在や法整備を含む事業再生のインフラが充実していれば問題ないかもしれないが，いずれにしても借り手が急場を凌ぐのは難しくなるであろう。貸し手によるデリバティブを利用したリスク管理はこの傾向に拍車をかける。CDS を保有していれば借り手のデフォルトが利益になり，借り手に短期的な支援を提供する誘因を貸し手は持たない。

繰り返しになるが，経済の振幅を拡張しかねない相互依存の評価や状況の変化への機械的な対応は，資本市場を中心とする金融システムが抱える基本

44) 1980 年代半ばに Chase 上級副社長 Bruce Rosborough は「銀行の強みは借り手の状況変化に応じて交渉できること。ローンを売却すると借り手と交渉しなくなる」と証言している。“Opinion Survey : Are Loan Sales Beneficial for Commercial Banks?”, *The Journal of Commercial Bank Lending*, April 1986, p.17.

45) Bozanic, Loumioti and Vasvari の研究によると，制限条項の標準化度合いは，シンジケート・ローンのローンチ日以降にシンジケートが継続する日数と負の相関を持ち，二次市場の流動性と正の相関を持つ。二次市場の流動性とは取引の多さ，CLO による購入の度合いを指す。Bozanic, Zahn, Maria Loumioti and Florin P. Vasvari, “Corporate Loan Securitization and the Standardization of Financial Covenants”, September 2014, https://www8.gsb.columbia.edu/faculty-research/sites/faculty-research/files/accounting/VASVARI%20PAPER.pdf.

的な課題である。そのため，しばしば銀行仲介が中心となる金融システムの方が望ましいと考えられることもある。大手行による新たなビジネス・モデルの追求は，受動的か能動的かは別にして，市場の影響力を強めることは間違いない。ローンのトレーディングや証券化の活動が確立されれば，それに不向きな資産であっても，適合するような形式に変更しようとする力が働くであろう。

今更，銀行仲介が中心の金融システムへと変化する動きが生じるとは考えにくい。また，銀行仲介では，必ず貸し手と借り手の長期的な信頼関係が構築され，資本市場仲介で生じやすいような問題発生の可能性を排除できる訳でもない。しかし，市場仲介の領域が拡大する中にあっては，評価の多様性を維持し，借り手の行動に対する規律と対応の柔軟性の最適なバランスを達成するという課題が重要性を増すであろう。

もう一点，大手銀行の新たなビジネス・モデル追求に関連して懸念すべきことは，資産変換を実現するための市場構造である。金融アンバンドリングが進行する中で，仲介機能が分割されるだけでなく，各種資産の要素が分解され，それぞれ取引されるようになる。それらを体系的に結びつける市場は決して参加者が並列的につながる構造にはならない。少数の参加者が多様な取引で中心となって相互に結びつき，その他の参加者がそれら中心となる業者に依存するような構造では，ショックの増幅効果が高まる。市場での同調圧力が高まることと合わせると，深刻な問題である。こうした問題は広く認知されているところであるが，適切な対処策を導き出すためには，市場構造の解明を，銀行のビジネス・モデル転換と結びつけて，さらに進めていく必要がある。

お　わ　り　に

競争環境の変化に対応して大手銀行が追求した新たなビジネス・モデルは，「伝統的銀行業」とよばれる仲介方法と比較すると，債権の継続的な保有という銀行が期待される情報生産機能を発揮するための条件が成立せず，それ自体が金融システムを脆弱化するという可能性が懸念されていた。しかし，そうした懸念が的を射たものであるとはいえない。銀行が売却・簿外化するローンは，市場で取引される負債と近い性格を持つか，あるいはそのように加工されたものである。それらの取引において銀行が従来のような役割を果たすことは必要とされない。

証券化を含めて銀行のローンが市場で取引されるようになる上で，評価や取り扱い手続きの標準化が進めらた。それに伴い，ローンの取引をめぐって資本市場型の分業体制が構築された。従来の一括型サービスの適用範囲が狭くなる中で，収益の獲得が可能なポジショニングを大手が模索した結果が，ビジネス・モデルの転換に他ならない。これは新たな競争環境に応じたサービス提供方法の合理化であるが，別の面から見ると一括サービスを分解することで全面的な顧客の喪失を免れたとも解釈できる。サービスが分解されれば，対価も分割される。単なる守りの対応であれば，新たなビジネス・モデルは収益性低下を免れない。

ブティック化によるニッチの追求や総合化による新たな一括サービスの創出など，収益追求には多様な方法が考えられる。ただ，本稿では業態間の競争の詳細にまで踏み込めなかったため，これら戦略の理論的な考察は別の機会にしたい。本稿で指摘した収益追求の一つの方法は，規模の経済の発揮である。それはローンの規格化，評価の簡素化，手続きの標準化によって可能になる。これにより，市場のパイが拡大したり，新たな領域への参入が容易になれば，収益向上の展望が開ける。例えばスコアリングを利用した極小貸

出の強化は，その両方にあたるであろう。

それでも，大手行は金利費用の引き下げと資産の伸びの抑制によって，ようやくネット金利収入の対資産比率を維持した程度で，証券化関連を含む非金利収入の伸びでは金利収入の減少を補えていない。しかも，非金利収入の全てを資産の売却・簿外化に関する取引が占めているわけでもない。10万ドルを下回るような貸出は，よほど数を集めなければ大企業向け大口ローンと同じ収入をもたらさないであろうし，証券化したところで，手数料は増大する事務処理量の対価である。もちろん規模の経済は働くが，単純な取引は価格競争に晒されやすい。

収入項目の特定は困難で，最上位層の場合には銀行子会社の数値に表れない可能性が高いものの，新たなビジネス・モデルで収益向上の鍵となるのは，資産変換とそれに伴うリスク管理であろう。おそらく，ニッチを追求したり新たな一括サービスの提供を目指す場合，それらサービスのほとんどにリスク管理の要素が含まれると考えられる。ローンの売却・簿外化にしても，収益源になり得ると同時にリスク管理手段でもある。また，リスク管理は顧客との取引で生じるリスクの回避だけを意味しない。自己勘定によるリスク・テイクも含まれる。しかも，その一部である裁定取引は，リスク管理の前提である各種市場の連動性を高める役割を担っている。

「伝統的銀行業」から大手行が採用する新たなビジネス・モデルへの変化を以上のように理解すると，従来指摘されていたものとは異なる懸念が浮かび上がる。一つは循環的な変動の増幅である。市場取引においては相互依存の評価と価格変動への受動的かつ機械的な対応が幅をきかせることになりやすい。市場との結びつきが限定的な領域の存在は，それらの結果として生じる一方的な動きの歯止めになり得る。逆に，それまで市場で取引されなかった資産が市場取引されるようになるにつれ，歯止めが失われる可能性がある。

もう一つはショックの波及効果である。資産変換とそこから生じるリスク

の管理には各種資産価格の体系的な連動性が不可欠の要素になっている。それを取引の仲介において中心的な役割を果たしている主体の裁定活動に依存していると，ショックの波及効果が極めて大きくなる恐れがある。そして，市場の同調的な動きが強まることは，ショックが起こる危険を高めるであろう。

ただし，独自の審査と柔軟な対応は銀行だけに期待されるものではなく，もしかするとすでに別の主体が役割を発揮し始めているかもしれない。ショックの波及効果にしても，市場ネットワークの詳細が解明されている訳ではなく，効果の大きさについても想像の域を出ない。具体像の把握をさらに進めていくことが求められる。