

証券化とアンダーライティング

— 生保に求められる金融仲介機能の拡充 —

要 旨

金融機関は、黒字経済主体に偏在する資金を独自の金融商品（間接証券）を用いて集め、それを赤字経済主体に供給する役割、すなわち金融仲介機能を業務として行っている。金融機関は、この過程で、情報の生産と資金の性質の変換という付加価値を生み出している。金融仲介業務が付加価値を生むのは、資金の円滑な流れの確保という点で国民経済的に大きな意義を有しているからである。このような役割の上で銀行と生保の差異はない。また、間接証券をオプション（選択権）という観点に立って比較すれば、預金と保険はともに金融リスク面で流動性に関するオプションを売っていると考えられ、類似性がある。むしろ、預金も保険の一種と考えられる。また、証券会社もアンダーライティング業務を通じて、広い意味での金融仲介機能を果たしている。

金融機関の付加価値は、A；貸出先の信用力の調査・判定、B；資金の性質の変換、C；経営ノウハウ、D；流動性に関するオプション・プレミアム（オプションの対価）に分けられる。これらの付加価値は、それぞれリスクと表裏一体であり、Aには信用リスク、Bには金利リスク、Dには流動性リスクが対応する。Cのリスクは特定しえないが、あえて言えば経営リスクである。

戦後の復興期～高度成長期にはB、Cの付加価値が安定的に（リスクが少なく）得られたので、金融機関のリスクへの意識は乏しかった。しかし、最近の自由化、国際化という金融環境の変化、および金利水準の低下は、金融機関のリスクへの意識を高めている。このようなリスクへの意識は、一つはALMや自己資本比率規制のようなリスクの管理・指標化という方向をもたらしている。

しかし、もう一つの方向であるリスクの軽減（リスク一単位当たりの付加価値の増大）がより重要な課題になろう。このような方向の表れが、先物、オプション、スワップという取引手法の発展であり、さらには証券化である。

証券化は、企業金融の証券化と資産金融の証券化に大別される。企業金融の証券化とは社債や株式の発行に代表される現象である。資産金融の証券化とは、金融機関が行ってきた金融仲介業務が、貸出資産の証券化の過程を通じて、いくつかの業務（金融仲介業務の構成要素）に分解されていく現象である。

資産金融の証券化は、このように分解された業務の構成要素を、ウェイトをも含め、自由に取捨選択する可能性を金融機関に与える。業務の構成要素を遂行するに際して

は付加価値とリスクがともない、またその付加価値はそれぞれが完全に相関していない。このため、各々金融機関が置かれた立場にふさわしい業務の組合わせを求めることにより、付加価値（収益）とリスクの最適化の実現（すなわちリスクの軽減）が可能となる。つまり、業務の選択が、ポートフォリオの選択と近似するのである。また、金融仲介業務のリスクの軽減は、金融仲介コストの低廉化（つまり金利の相対的低下）をもたらす、利用者の利便に資することになる。

企業金融の証券化において証券会社に金融機関的な機能が求められているが、資産金融の証券化においても、狭義の金融仲介機能とアンダーライティング機能の曖昧化が進んでいる。証取法65条は、証券化の流れの中でその意義を失いつつあると言えよう。広い意味での金融仲介機能をすべての広義の金融仲介機関に開放することが、リスク軽減の観点からは望ましい。現実的には、まず金制調で報告された特例法子会社のような形態の金融仲介機関を、すべての業態に認めることであろう。この場合、金融仲介機能という視点からは、アンダーライティング的な機能が核になることは確かである。また、証券化の過程で導入される保証、格付は利益相反を防ぐ役割を果たす。

生保も金融機関の一員として、このような証券化とリスクの軽減を促進する流れの中に、他の金融機関と同等に位置付けられるべきである。当然、アンダーライティング的な機能が中心となるが、その他に信託、ディーリング（ブローカレッジ）、外為業務等がその補完機能として必要とされよう。

1. 問題の視点

経済や金融環境が構造的な変革を遂げたため、法律ないし制度的な環境はそれに適合できなくなっている。この問題をどのようにすべきなのか。

現在まきおこっている金融制度に関する様々な議論の発端は、そもそも、このようなものである。

もちろん、証券業界を中心として、「現在の金融制度はうまく機能しており、抜本的な見直しの必要性に乏しい。」という趣旨の議論もある。しかし、このような現行制度を是認する議論は、認識の対象を証取法上の有価証券および証券業界に限定したものでしかないであろう。金融制度全体の利用者すなわち国民経済的な観点から見た場合、さまざまな問題点が生じていることは事実である。

その最大の問題点の一つが、資金調達効率性であることは論を待たない。企業は、銀行、生保というような在来型の金融機関のシステムの活用を回避するようになっている。その代わりに、資本市場からの資金の調達を活発化しているわけである。これは、資金調達の効率化への指向として理解できよう。

また、これと関連して、国内社債市場の空洞化とその補完としてのユーロ市場の流

用は、わが国の金融市場がかかえる矛盾点の一つである。さらに、現在、有価証券で資金調達できるのは上場企業もしくはそれに準ずる企業だけであり、個人はもちろんのこと、中堅企業にとっても敷居は高い。加えて、利用できる有価証券の種類とその商品性（付利方法、償還方法等）も極めて限定されている。

今後の金融市場の課題が幅広い資金調達者に対して効率的な資金調達を可能とすることであるとすれば、資金調達手段の環境を整備することは優先度が高い。とくに、個人が従来のような単なる資金供給者の地位から離脱して資金の調達をも行うようになれば、そのような小口かつ多数の資金調達の効率性をいかにして確保するかは、興味のある問題である。しかしまた、それは、現在の金融システムを前提とする限りにおいて、解決の困難な問題であろう。

以上のような資金調達に関する問題点を解決する糸口は、結論的に言えば、金融機関の金融仲介機能と証券会社の証券引受機能（アンダーライティング機能）を再整理してはなからうか。つまり、資金調達・供給に関連するすべての金融の仲介機能を、世界的な潮流である「証券化」の流れの中で認識し直すことである。どのような制度を構築することが利用者の立場からして望ましいものであり、かつまた、金融秩序の安定性を将来とも維持するために最適であるかということでもあろう。

このような一般論としての資金調達・供給に関する金融仲介機能を再検討すると同時に、そこでの結果を、金融機関として機能を発揮してきた生保に敷衍した場合、生保の金融仲介機能をどう考えればいいのか、またその現状をどう判断すればいいのかという点も興味深い。

以下では、このような観点から金融仲介機能と引受（アンダーライティング）機能の関連性についてみていくこととする。

2. 金融仲介機能について

(1) 金融仲介の必要性和金融機関

銀行や生保をはじめとする金融機関と、証券会社（正確には証取法28条2項3号免許、いわゆる引受免許を有する証券会社。以下、証券会社という場合は同じ意味。）は、「本源的な資金供給」と「本源的な資金調達」とを仲介する役割を果たしてきた。

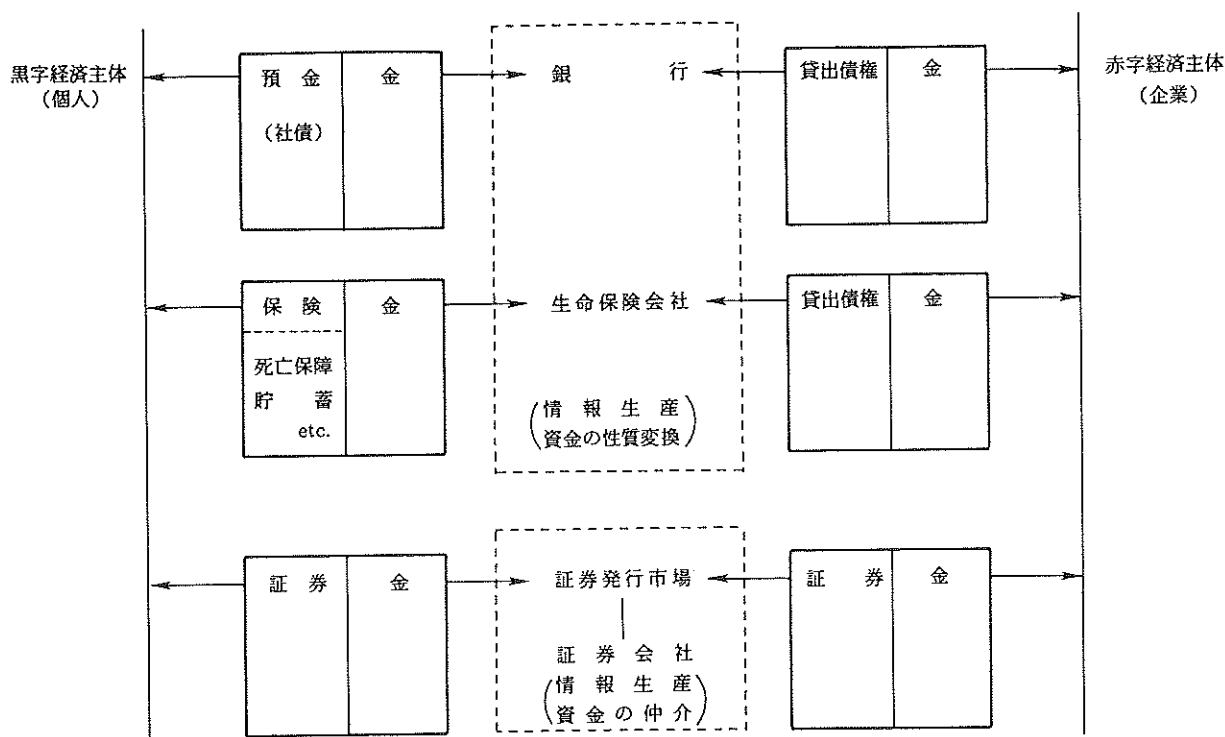
このような機能が必要となるのは、次のような理由による。

- ①資金が偏在していること。たとえば、マクロ的には、個人が黒字経済主体である（貯蓄額>投資額）のに対して、企業（日本の経済においては多くの場合、国、海外も同様）は赤字経済主体である（投資額>貯蓄額）。またミクロ的には、個人、企業内部においても資金は偏在している。
- ②経済が効率的に機能していくためには、黒字経済主体から赤字経済主体へと、資金

が円滑に流れなければならない。しかし、個々の経済主体が相対的に資金の貸し借りをを行うのは現実的でない。個々の経済主体の情報量（だれが資金の貸し借りを望んでいるのか、また望んでいるとして信用度はどうか等の情報）は限定されているし、かりに十分な情報が得られたとしても、資金ニーズ（期間、レート等の条件）は必ずしも合致しない。

そこで、このような阻害要因を取り除き円滑な資金の流れを提供するために金融機関や証券会社は存在するわけであるが、その機能は次のようなものである（図-1参照）。なお、以下の説明は黒字経済主体、赤字経済主体、金融機関もしくは証券会社という三者間の典型的な取引のみを考慮したモデル・ケースに基づいている。

図-1 金融仲介機能の概要



- ①金融機関は黒字経済主体（図では個人）に偏在する余剰資金を集めるため、独自の金融商品（間接証券）を発行・販売する。この金融商品と引き換えに、金融機関は資金を入手するわけである。なお、金融機関の発行する金融商品の性格については、後で述べることにする。
- ②このようにして集めた資金を、金融機関は赤字経済主体（図では企業）に供給する。資金供給の対価として金融機関は貸出債権を入手する。
- ③以上の過程において、銀行と生保の差異は全くない。
- ④以上が金融機関の果たしている金融仲介機能である。この過程において、金融機関

は主に次の二つの付加価値を生産している。その第一は、情報の生産であり、代表的なものが貸出先の発見と、信用情報である。第二は資金の性質の変換である。比較的短期かつ流動性を選好する（個人中心の）余剰資金を、安定的に使用できる資金に変換している。このような変換が可能なのは、小口の資金を多数集めることによって大数の法則が働くようになり、全体としての資金の性質が比較的安定的（長期的）になるからである。なお、生保は銀行に比べて、資金をより長期化するところに特色を有している。このような金融機能が付加価値を生むのは、資金の最終的な需給を円滑に結合させることが経済の発展に資するものであり、国民経済的に大きな意義を持つ行為だからである。

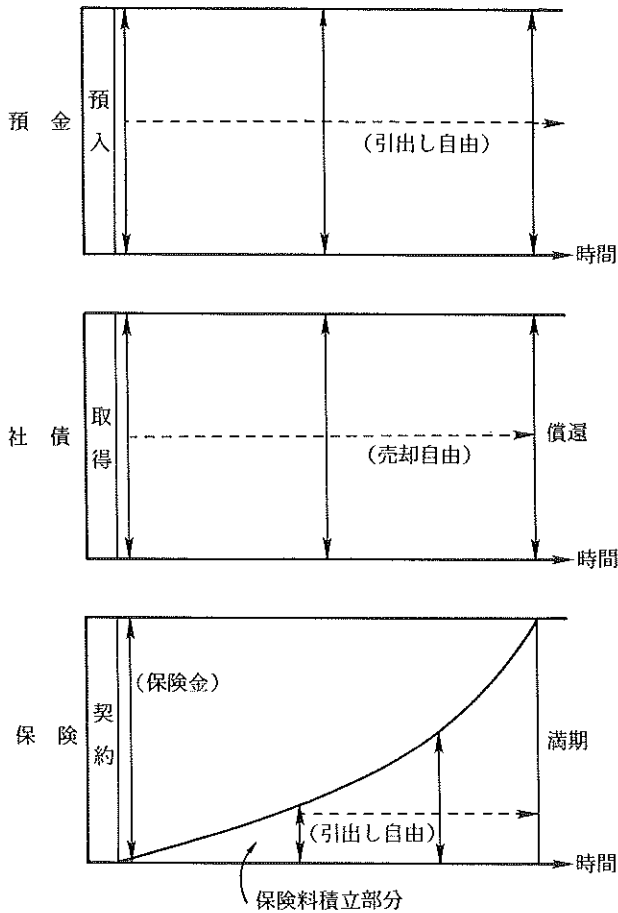
⑤証券会社も、赤字経済主体がその必要とする資金を黒字経済主体から調達することを仲介する。広い意味での金融仲介機能と言えよう（今後「広い意味での金融仲介機能」と言った場合にはアンダーライティング機能を含み、「広い意味での金融仲介機関」と言った場合には証券会社を含むものとする）。金融機関との差異は、証券会社自身が金融商品を発行しないことである。証券会社は資金調達先（証取法上の有価証券の発行先）の信用情報等の生産を行い、その情報に基づいて有価証券の発行を仲介する。黒字経済主体から見れば、結果的には、有価証券を通じて直接的に資金を赤字経済主体に供給するわけである（このため、直接金融と呼ばれる）が、情報の一部は証券会社に依存することとなる。また、もし発行された有価証券のすべてが黒字経済主体の手にわたらない場合は、証券会社はその部分について買入れる責任を持つ。以上が証券会社のアンダーライティング機能である。アンダーライティング機能と金融仲介機能とを比較した場合、資金の性質の変換機能が原則としてアンダーライティングにないことに特色がある。

⑥なお、このような金融仲介の観点からすると、資金量的に急成長しつつある証券投資信託は、金融機関や証券会社と異なった性格を有している。つまり、黒字経済主体と赤字経済主体とを直接的に結び付けていないということである。具体的には、黒字経済主体から投資資金を集めるという点では同じであるが、そのようにして集めた資金の供給先が証券流通市場であるという点で、大きな差異がある。情報生産の面からすれば、二次的な位置付けである証券流通市場とのみ直接的な係りを持っていることは、限定的である。以上から、広い意味で金融仲介機能を果たしているとは定義し難い。むしろ、投資仲介機関として定義すべきであろう。

(2) 金融商品の特色

では、金融機関が発行する金融商品はどのような特色を持っているのか（図-2参照）。オプション（行動に関する選択権）としての性格という視点から、分析してみたい。

図-2 金融商品の性質



①銀行は「預金」という形態で資金を調達している。当座預金や普通預金に特徴的なように、預金はその引出しについての自由度が非常に高い。銀行は、解約というオプション（これを拡張すれば決済機能になる）を金融商品に持たせて「預金」として構成し、資金を集めていると言えよう。一種の金融リスク（流動性リスク）の負担である。銀行は、預金においてオプションの売り手であるから、その対価としてオプション・プレミアムを徴収する必要がある。このオプション・プレミアムは預金契約上は明示されていないが、「付利水準が同種の資金の流通市場金利よりも低い部分＝プレミアム」と考えれば理解しやすい（ただその差のすべてがオプション・プレミアムというわけではない。たとえば、事務手数料に相当する部分もある）。当座預金を例にと

れば、引出しは自由で、経済取引に活発に用いられる。その代わりに預金利息は全くつかない。定期預金等の場合、中途解約が認められているが、その場合には実質的な中途解約手数料（つまりオプション・プレミアム）の徴収がある。

②一部の銀行は「社債（金融債）」という形態で資金を調達している。このような資金調達方法は、預金に付与されているオプション性を「有価証券の性質としての流通性」で代替している。このためオプション・プレミアムを徴収する必要がなく、付利水準は公社債市場での流通利回りに基づいて決定される。

③生保が発行する金融商品は「保険（生命保険）」である。保険において生保は二種類のオプション性のリスクを負担している。一つは、非金融オプション・リスクの負担である。言い換えれば、死亡、生存等の保険リスクである。これは、保険事故を対象としたオプションとして認識することが可能である。つまり、危険保険料というオプション・プレミアムを対価として、保険事故が発生すれば契約時点で定めた保険金を支払うという義務を保険会社は負っている。もう一つのオプション性のリスクは、銀行と類似の金融リスクである。主に貯蓄保険料部分によって積み立てられた責任準備金部分の引出しに応じるというリスクである。これも、預金と同様

にオプションであるから、オプションを売っている保険会社の立場からはオプション・プレミアムが必要になる。責任準備金部分の引出し（保険の解約）に際して徴収される解約控除金は、このオプション・プレミアムに相当する（理論的には解約控除金のすべてがオプション・プレミアムではないが）。

- ④なお、保険リスクは多数の法則に基づいておおよそ平準化することが可能である。これに対して金融リスクは、原則として、多数の法則に基づいた平準化は困難である。金利リスクはその代表的な存在であろう。ただ、流動性リスクは、保険リスク程ではないにしろ、多数の法則に基づいて平準化することが可能である。資金の性質の変換機能や銀行の信用創造機能は、この多数の法則を前提として成立している。
- ⑤以上のように、オプション性という視点から金融商品を分析すれば、預金と保険は基本的な差異に乏しいと結論付けることが可能である。少なくとも、一般的に認識されているように全く別の金融商品であるとするのは、誤っている。オプションを特定の金融に関する事故（たとえば資金引出しの必要性の発生や、金利水準が一定値に達するという「事故」）に対する保険とすれば、預金は広い意味で保険商品であるとも言える。金融仲介機能面の類似性と同時に、金融商品面でも類似点のあることは、生保と銀行を金融仲介業務面であえて区別して取扱うことが不適切であることを示唆している。

3. 金融仲介機能のリスク

(1) 金融仲介の付加価値とリスク

金融機関は、その金融仲介機能を果たしていく過程で付加価値（収益）を生み出している。この付加価値の源泉が、資金供給先に関する情報の生産と、資金の性質の変換であることは先に述べた。

このような金融仲介機能によって生じる付加価値を敷衍すれば、次のように分類できよう（表－1参照）。

表－1 金融仲介機能の付加価値とリスク

	付加価値（収益）	リ ス ク
A	信用力の判定	信用リスク
B	資金の性質の変換 （短期→長期）	金利リスク
C	その他のノウハウ	（経営リスク）
D	流動性のオプション	流動性リスク

A：貸出先の信用力の調査・判定。

B：資金の性質の変換（短期を長期へ）。

C：その他のノウハウ部分（資金の需要先の発見、調達に関する適切なアドバイスの提供等）。

D：流動性というオプションに対するプレミアムからの収益。

なお、Bを説明しておく、期間の差異に基づく金利差である。通常、長期金利は短期金利よりも高水準であるため、流動性の高い資金（すなわち短期資金）を調達して、それを安定的な資金（すなわち長期資金）として貸出すれば利鞘が発生する。これが付加価値となる。

このA、B、C、Dの付加価値の合計が、金融機関が調達する資金と供給する資金の金利差、すなわち利鞘の全体となる。

このような付加価値は、原則としてリスクと裏腹の関係にある。つまり、リスクの対価として、はじめて付加価値が発生すると理解することも可能である。

先に掲げた付加価値に対しては次のようなリスクが対応しよう。

Aの付加価値 \longleftrightarrow 信用リスク（デフォルト・リスク）。

Bの付加価値 \longleftrightarrow 金利リスク（金融商品の価格変動リスク）。

Cの付加価値 \longleftrightarrow （経営リスク）

Dの付加価値 \longleftrightarrow 流動性リスク。

なお、Cの付加価値は、積極的にはノウハウ、消極的には金融機関の事務コストに相当する部分であるから、直接的に対応するリスクは存在しない。間接的には、たとえば経営リスクやシステム・リスク等の経営全体に係るリスクが対応しよう。

金融機関の経営を考える場合、このような付加価値とリスクの量的な対応関係を勘案することが重要である。リスク一単位当たりの付加価値額を計測して、経営にとって最適なリスクと付加価値の対応関係を構築することである。この点については後述する。

(2) リスク意識の顕在化

しかしながら、このようなリスクと付加価値の対応関係を管理しようという明確な意識は、最近まで、金融機関全体に乏しかったようだ。このような背景を簡単に振り返っておくと次のようになろう（以下に掲げる3つの要因は主要なものだけである）。

①復興～高度成長期において、資金需要は旺盛であった。このような状況下では、金利水準を市場の決定に任せておくと極端な高水準になり、また国民経済的に望ましい先（たとえば当時の重化学工業）に重点的に資金が供給されるとは限らないという危険性があった。このため、金融制度全体は規制色が強く出され、政策当局のコントロール下に置かれた。換言すれば、金融機関の自主的な行動の余地は少なかった。

②この中で、金利は均衡水準よりも低く規制されていた。赤字経済主体の調達金利と黒字経済主体の供給金利（すなわち金融機関の調達金利）とに分けてみると、供給金利の水準は調達側に比べ、より規制的に低く抑さえられていた（もちろん、黒字経済主体＝個人の金融的蓄積がまだ十分でなかったこともあり、流動性に重点を置いた資金の供給が主流であったこともこのような状況の背景であろう）。以上の結果、金融仲介機能が得ていた金利差（利鞘）は、非常に大きかった。先に述べた付加価値で言えば、Cの部分が大きかったのである。Cに対応するリスクは不明確であるから、金融機関のリスク意識が希薄になる。

③赤字経済主体の調達金利において、とくに長期金利は旺盛な設備投資意欲もあり、高めに設定された。このような結果、イールドカーブは長期の方が短期よりも高い状況（順イールドの状態）が続いた。金融仲介機関の機能が、原則として、短期的な性格の強い黒字経済主体の資金を長期資金に変換することであるとすれば、順イールド状態は望ましい。つまり、Bの付加価値が安定的に（リスクが少なく）得られたのである。

しかし、周知のように、このような状態は終わっている。高度成長が終焉した後、着実に進行している金利の自由化と金融制度改革は、上記のような安定的な金融機関の収益構造を揺るがしているからである（表－2参照）。

表－2 金融自由化と市場の創設

1948年	証取法公布	1985年	MMC取扱い開始
51	投信法公布		格付機関設立
66	長期国債発行開始		円建BA市場創設
69	株式時価発行開始		海外からの信託業務参入認可
73	《第1次石油危機の勃発》		大口定期預金の金利自由化
75	財政特例法公布（赤字国債発行へ）		東証・債券先物市場創設
79	CD発行開始	86	海外への東証会員権開放（第1次）
80	中国ファンド発売開始		投資顧問業法公布
	新外為法施行（対外取引の原則自由化）	87	東京オフショア市場の創設
81	銀行法改正		海外金融先物取引の解禁
83	銀行の公共債窓販開始		CP発行開始
84	外為・実需原則と円転規制廃止	88	東証会員権開放（第2次）
	《「日米円ドル委員会」報告書公表》		金融先物法公布
	銀行の公共債売買業務開始		株式指数先物取引の開始
	ユーロ円債発行基準緩和始まる	89	住宅ローン債権信託の拡充
			小口MMCの取扱い開始
			株式指数オプション取引開始

つまり、黒字経済主体の供給金利が自由化し（CD、大口定期預金、小口MMC等）、利鞘が縮小するとともにイールドカーブの変動も大きくなって、安定的に長短の金利差を得られなくなっている。

収益構造の変化に拍車をかけているのが金余り現象である。金余りの結果、金利水準全体が低下し、金融機関の利鞘の縮小を促進している。利鞘の縮小は、必然的に、リスクへの意識を高める方向に作用する。

また、金融仲介機能と直接的な関係にはないが、金融の国際化もリスクへの意識を高める。まず、国際的な金融市場は本来的に自由市場であり、そこでの金利変動（ここでの金利とは株価までもを含めた広い意味でのもの）が国内市場に波及するからである。また、国際的に発生する資金の活発な移動は、金利の変動を増幅させる要因となる。さらには、為替という価格変動要素が金融業務遂行の過程で意識されるようになったのをはじめ、先物、オプション、スワップというような新しい金融取引概念と制度が導入された。これらの取引手法は主にリスクを対象としたものであるため、否応なしにリスク意識を高めたのである。歴史的には、新外為法の施行（1980年）と外為取引における実需原則の撤廃（'84年）、金融機関に対する海外金融先物取引解禁（'87年）が金融取引の国際化のエポックとなった。

では、実際のリスクはどのようになっているのだろうか。その例を次に掲げておきたい。

図-3は長期金利の代表としての日経公社債インデックス（長期=残存期間7年以上の債券の流通利回り）について、その変動性（ボラティリティー）を示したものである。これによれば、ボラティリティーは'85年前後から上昇傾向を示しているようである。少なくとも、過去の比較的穏やかな債券利回りの推移からすれば、その変動は大きくなっている。また、ボラティリティー自身の振れも大きい。

図-3 ボラティリティーの推移

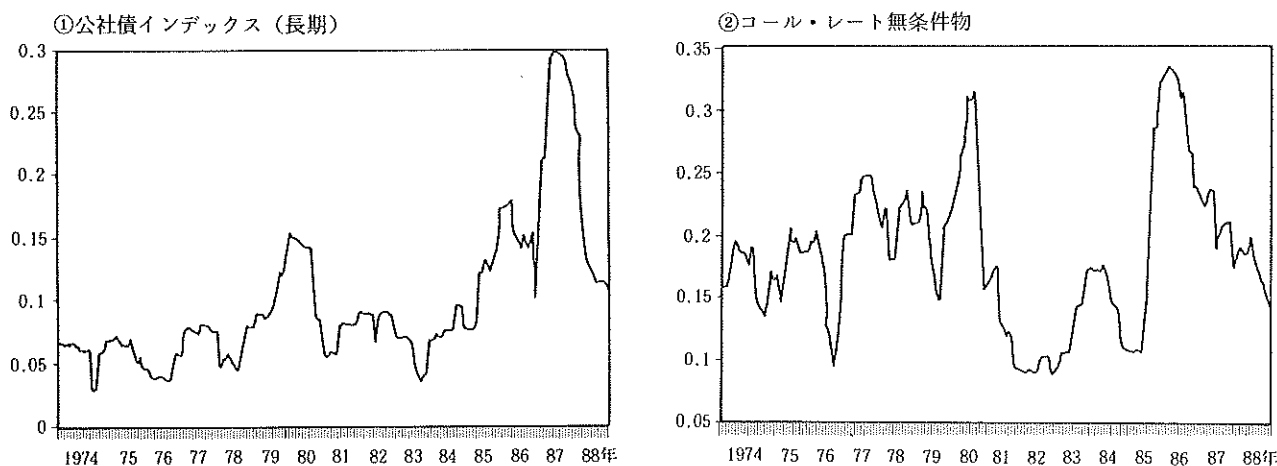
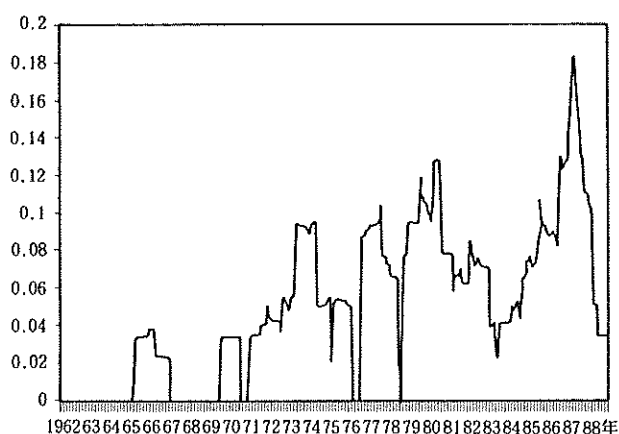


図-4 長期プライム・レートの
ボラティリティー



長期金利のボラティリティーの増大は、短期金利と比較すると一層はっきりする。同じ図表-5にコール・レートのボラティリティーの推移を示している。短期金利の振れはかつてから大きく、最近まで安定的に推移してきた長期金利と対照的である。なお、このように長短金利ともに変動性が大きくなったことはイールドカーブの形状の変化を複雑にしている。

また、このような流通市場での長期金利のボラティリティーの増大を背景に、相対

の長期金利、すなわち企業貸出金利の指標である「長期プライム・レート」のボラティリティーも増大している。図-4は、高度成長期以降の、長期プライム・レートのボラティリティーの推移を示したものである。金融機関が赤字経済主体である企業に貸出を行うに際して、その金利が安定的でないということは、安定的な収益が得にくくなっていることと同義である。つまり、金融仲介機能のリスクの増大である。

次に、リスクの増大と並行して、絶対量において安定的な収益を得られたという、従来の構造が変化している状況もある。利鞘全体の傾向的縮小である。

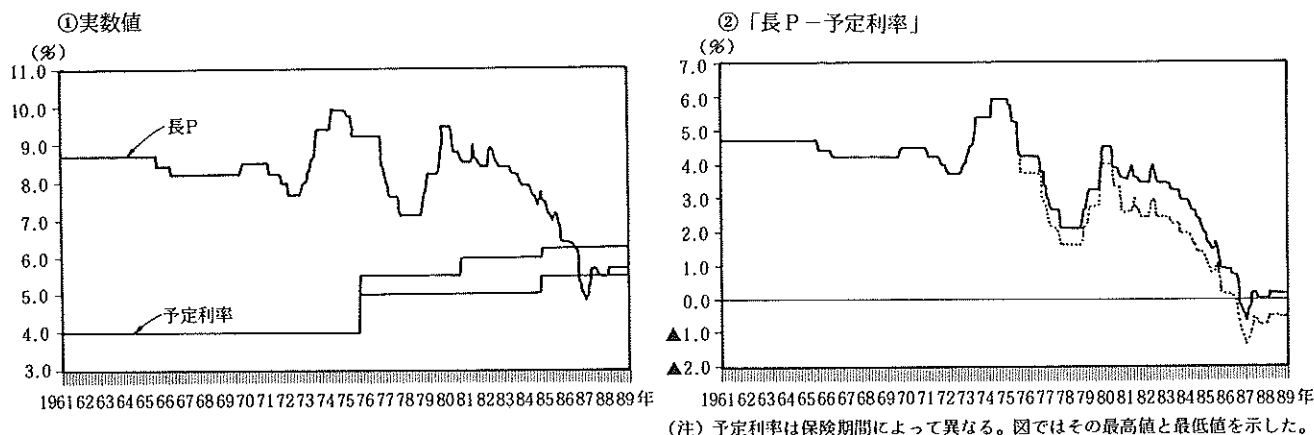
銀行における利鞘のマイナス化がそれに該当しようが、ここでは長期金融機関としての生保を例にとって、この点をもう少し詳細に見てみよう。生保の場合、保険料算定の根拠の一つとして予定利率を用いている（その他、予定死亡率、予定事業費率等を用いる）。予定利率は、保険契約締結後に入ってくる保険料や将来の支払い保険金の割引金利として、安全性を見込んで決められるものである。実現した金利と予定利率との差異は契約者配当として還元されるから、実質的な保険料の負担は予定利率の定め方に左右されない。多少のプラスの差（実現金利>予定利率）である方が保険会社の安定的な経営が確保されるので、望ましい。

この予定利率と長期プライム・レートとの差を求めれば、図-5のように、かつては大幅なプラスの差が存在したが、現在はマイナス気味に推移している。このような状況が生じたのは、一つには生保が予定利率を引き上げて契約者が当初に支払う保険料負担の軽減を図ったことにもよるが、多くの部分は、資金のアベイラビリティの上昇にともない長期プライム・レートの水準が低下したことによる。

なお、この点に関して付言しておけば、かつての長期プライム・レートは字義どおり「最優遇金利」であり、実際に企業に貸出している平均金利は、より高水準であった。しかし、アベイラビリティの上昇した現在、プライム・レートにはそのような

意味合いが乏しくなっている。予定利率と実質的な貸出金利との差を図に表せば、図-5以上の低下が見られるであろう。

図-5 長期プライム・レートと予定利率



(3) 金融仲介業務のリスクの増大と対応

このような、金融の自由化、国際化にともなう金融仲介機能のリスクの増大は、金融機関の経営に二つの方向をもたらしている。

一つは、金融仲介機能に必然的にともなうリスクを適切に管理し、経営の健全性を測定する指標（もしくは拠所）を求める方向が明確になってきたことである。その最大のもは、ALM（資産・負債の総合的管理手法）と自己資本比率規制の導入であろう。

ALMは、基本的には資産と負債の金利感応度を測定し、その差異（ギャップ）をリスクとして認識しようとするものである。ALMは、現在、銀行を中心に導入の動きが盛んである。銀行の収益構造が、資産と負債のリスクを総合的に管理しなければならない程、従来との比較の上で、利鞘の薄いかつ不安定なものになってきたことがその背景にあるという見方ができよう。

自己資本比率規制は、金融機関が負担しているリスクを、自己資本との比較で制約しようというものである。つまり、自己資本比率に関する規制の導入は、金融機関が負担するリスクの強制的な削減を迫るものでもある。このような規制が最近になって重要視されはじめたのは、ALMの背景と同様、銀行業務が収益的に安定的なものではなくなった証でもある。BIS（国際決済銀行）によって、自己資本比率規制が先進国間での共通のリスク規制として認知されたことは（'88年）、金融機関の負担しているリスクが国際的にも大きな問題となっていることを示している。

しかし、これらのリスク管理は、管理以上のものではない。金融機関としては、リスクの認識・把握を行った後に、そのリスクを相対的に削減することが重要なのであ

る。

ここから、二つめの方向である、リスクの軽減が生じてくる。しかし、自己資本比率規制のように、単にリスクを削減するだけでは縮小均衡に陥るだけである。金融機関としては、収益を確保しながらリスクを削減することが必要であり、かつ望ましい。これが、「リスクの軽減」である。このためには、リスクだけを分離して売却する、もしくはポートフォリオや業務の選択・分散の中でリスクと収益の最適な状態を実現する、という方法が求められることとなる。

前者は、先物、オプション、スワップというようなりスクを意識した取引手法の発展という形で、既に結実している。後者については、金融機関ではまだ模索中というのが現状であろうが、証券化がこの一つの回答であろう（一方、機関投資家はポートフォリオの最適化という形でリスクの軽減を実現しつつある）。この証券化については、次の節で詳細に述べる。また、日本で象徴的に見られる業際問題も、業務の多様化という観点から眺めれば、実際のところ、この後者の回答を求めたものとみることもできる。

4. 証券化とその意義

(1) 企業金融の証券化

「証券化」と一口に言っても、その概念は様々である。一般的には次の二つの用い方がされている。

一つは、金融機関からの資金借入に代替して、証券形態の資金調達が用いられる現象を指している。債券、株式、CP等証券の発行による資金調達である。これを「企業金融の証券化」という場合がある。

もう一つは、特定の実物資産や金融資産に基づいて証券を発行するものである。わが国で導入された住宅ローン債権信託（1988年）がその一例である。これを、「資産金融の証券化」ともいう。

「企業金融の証券化」を述べるときには、企業の資金調達の際に果たしている金融機関と証券会社の機能は異質のものとして認識できるということ、また、この中で企業は証券会社への依存度を高めているということが従来からの前提となっている。なお、わが国の証取法65条、アメリカのグラスースティーガル法は、このような金融機関と証券会社の異質性に立脚して制定されている。

とはいえ、「企業金融の証券化」の現状に立ち入れれば、金融機関と証券会社との違いは思ったほど大きくない、というのが客観的な印象であろう。最初に述べたように、証券会社が広い意味で金融仲介機能を担っているのは否定しがたい。

また、証券会社のアンダーライティングが金融機関的な様相を呈し始めているとい

う事実が存在する。証券業務が金融仲介業務に近似しつつあるということである。たとえば、ユーロ市場におけるボート・ディール（bought-deal）という、一旦証券会社が社債のすべてを買い取り、その後販売先を決定するという機動性を重んじた証券発行方式は、証券会社の金融機関化である。また、ジャンク・ボンド債の発行に典型的に見られるような、証券発行までのつなぎ融資は、証券会社に金融機関としての役割を強く求めている。

(2) 資産金融の証券化

しかし、金融仲介業務と証券業務の機能の接近は、特定の実物資産や金融資産を証券化する「資産金融の証券化」の過程でより顕著に見られる。ここでは、この「資産金融の証券化」について詳細に見てみたい。

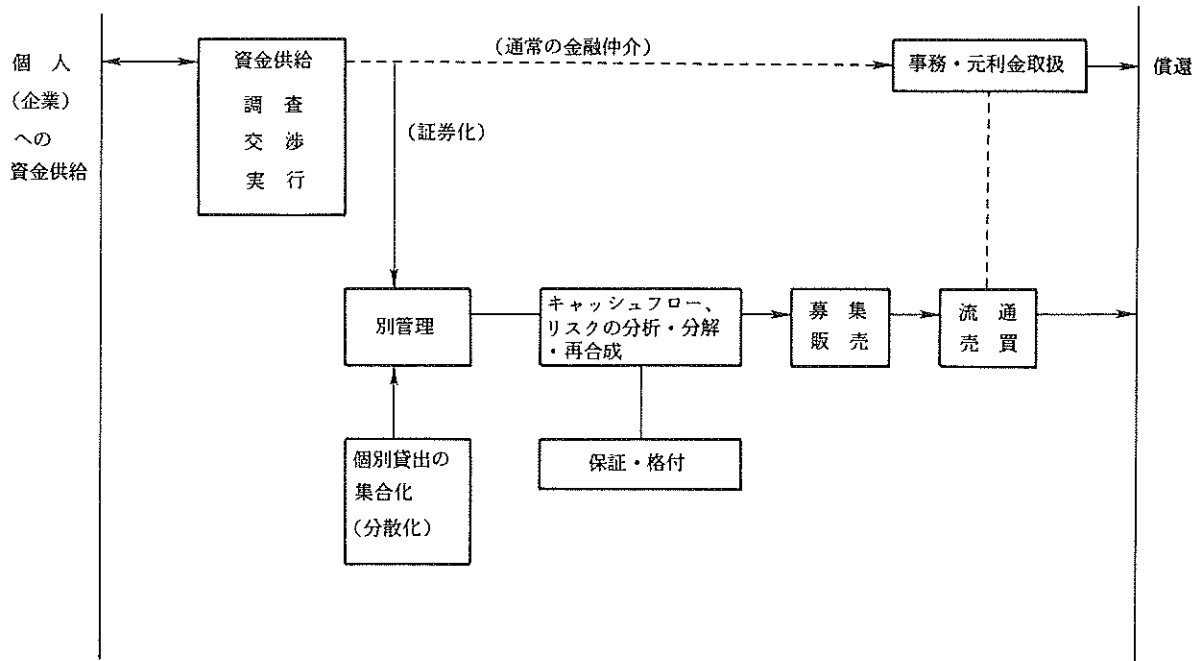
まず最初に、「資産金融の証券化」がどのような手順でおこなわれるのか。図-6は、通常の金融仲介業務と対比しつつ、この証券化の過程を示したものである。この図表に即して証券化のポイントを述べておくと、次のとおりである。

- ①個人もしくは企業に対する資金供給が行われる。
- ①' また、このような資金供給に代わって、特定の資産（多くの場合は不動産）、特定の事業（プロジェクト）に対する資金供給の決定が行われてもよい。
- ②①（もしくは①'）の特定の資産（金融資産、不動産、事業資産等）は別管理される。また、たとえば個人に対する貸出（個人ローン）であれば、一件毎の金額が小さいので、多くのローンを集めて集合的に別管理が行われる。別管理の方法としては、信託が用いられったり、特別の導管体機能（アメリカの場合、REMIC（real estate mortgage investment conduits）が代表的）が用いられったりする。
- ②' すでに流通市場で取引されている証券を取得し（もしくはそのような証券の取得を目的として資金を集め）、別管理することも行われる。わが国でも制度化されている証券投資信託がその例である。これについては、先にも述べたように、金融仲介機能とは観点が異なるので、ここでの議論の対象としない。
- ③このように別管理された資産の信用度を高めるため、デフォルト・リスク（もしくは元利金の支払い遅延のようなデフォルト類似のリスク）に対して、金融機関の保証が付与される。この保証は、当初の貸付を行った金融機関と別の機関であって差し支えない（このような場合が多い）。また、信用度を一般に認知させるために、格付が付与される。
- ④別管理され、かつ信用度を高められた資産に関する持分が、広義の証券（日本では証取法の有価証券でない）として表象・発行され、第三者に対して募集・販売される。

⑤この特定資産の持分証券は、流通市場で売買される。わが国で流通している証取法上の有価証券と同様の経済的性格を有しているのである。

⑥①の特定の金融資産の場合、その事務（元利金の受取、その他の事務処理）は当初の金融機関に委ねられることが多い。なお、①'の場合、信託会社、事業遂行会社等が事務を行うことになる。

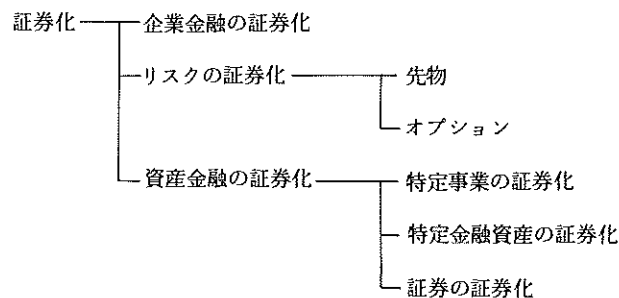
図－6 資産金融の証券化のプロセス



(注) 代表的な証券化のプロセスを示したものの。

なお、以上の説明からも推測されるように、資産金融の証券化はさらにいくつかの形態に分類される。すなわち、特定事業の証券化（その特殊な形態として特定不動産の証券化）、特定金融資産の証券化、証券の証券化（証券投資信託のような形態）の3つである。これに企業金融の証券化と、先物やオプションのようなリスクの証券化を加えれば、証券化の形態は網羅できよう（図－7）。

図－7 証券化の形態



このような資産金融の証券化の過程で、金融仲介業務は、その付加価値（収益）とリスクの観点から見て、いくつかの構成要素に分解されていくのが理解できよう。つまり、次のようなものである。

- ①資金の需給を当初に結合させるというノウハウに相当する部分（3で述べた付加価値で言えば、C）は、現在と大差なく金融機関が主に担当することになる。また、この当初の金融仲介業務に付随して発生する事務処理も同様である。
- ②信用リスク（Aの付加価値）は、当初に資金需給を結合させた金融機関と、それ以外の金融機関とが合同で保有する場合は通常である。格付も、信用リスクの一種の補完として機能している。
- ③金融資産を保有することによる金利リスク（Bの付加価値）は様々な投資家に分散される。また、このリスクは、当初の投資家が最後まで持つのではなく、流通市場において転々売買されることとなる。
- ④流動性リスク（Dの付加価値）は、預金、保険等の間接証券に付随するものである。そのままの形態で存続する。この付加価値とリスクについては今後、考慮しない。
- ⑤このように金融仲介業務の付加価値とリスクを、効率的に、いくつかの構成要素に分解するため、特定資産の別管理機能、キャッシュフローおよびリスクの分析・分解・再合成機能、特定資産の持分証券の発行・募集・販売機能という要素が必要になってくる。最初の機能と次の機能に対してはCの付加価値（リスクはほとんどない）が、また最後の機能に対してもCの付加価値とリスク（場合によってはBも同時に）が割当てられよう。

(3) 証券化とリスクの軽減効果

以上から推測されるように、資産金融の証券化の効果は、金融仲介業務に付随するリスクの軽減効果である。もちろん、リスクの軽減は、また付加価値の減少をとまらう。しかし、金融機関にとってのノウハウとも言うべき付加価値（つまりAとC）については、そのかなりの割合を依然として保有することができるのである。この点について、もう少し掘り下げて見てみよう。

証券化によるリスクの軽減効果を、より明確に把握するには、次の二つの観点からの考察が必要である。

まず最初の観点は、3で述べたような経済・金融環境の変化にともないリスクが増大したという事実と、その増大したリスクの絶対量を減少させたいという金融機関のニーズである。この観点からすれば、金利変動リスクは、金融機関が最初に減少を図るリスクである。金利のボラティリティーとイールドカーブの形状の変動の増大はB

の付加価値を極めて不安定なものとしている。この結果、金融機関にとっての金利リスクは、その対価としての付加価値と比較して大きくなりすぎたと言えるからである。

また、信用リスクも、場合によれば、減少させたいリスクに分類されるかもしれない。累積債務国に対する債権の売却が世界的な規模で実施されているのは、この例であろう。信用リスクの将来の変化の可能性が、金融機関の審査能力の（つまり従来から培ってきたノウハウの）範囲を逸脱するようになったからである。同様のことは、国内の経済状況の変化が激しい場合にも生じうる。企業買収が日常化しているアメリカにおいて、ジャンクボンド等に見られるように、特定事業のための資金調達証券化している事実は、この一つの例であろう。経営の不安定さが信用リスクを不安定にしているからである。

しかしながらより重要なのは、金融仲介業務の遂行において付加価値（収益）とリスクの自由な組み合わせを追求しようという、今までの流れでは見られなかった、第二の、新たな観点である。

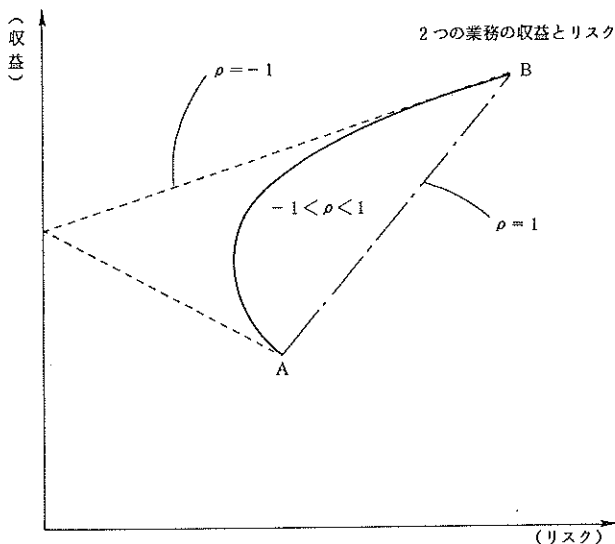
今までの金融仲介業務は、「資金の調達」が一つの業務であり、「資金の供給、資金の管理、資金の回収」がもう一つの業務として一貫して行われていた。これらの業務は、その商品と対象を何にするのかが決定されれば、その後の選択の余地は少なかった。具体的には、資金調達については「預金で行うのか社債で行うのか（その年限をどの程度にするのか）」の選択であり、資金供給については「誰にどの程度の年限で」というような選択であった。なお、この資金の調達と供給をどのように組み合わせるかは重要な技術であり、これについて現在の金融機関はALMという技術を用いようとしているのである。

これに対して資産金融の証券化は、資金供給において、「金融仲介業務の各構成要素の付加価値とリスクをどの程度保有するか」という選択の余地を金融機関に与える。この選択の可能性は次の意味から、非常に重要である。

- ①金融仲介業務の構成要素の付加価値は、それぞれが完全に相関している（相関係数が1である）わけでない。つまりどれかの構成要素の付加価値が高まった場合、他の構成要素の付加価値はいつも一定の割合で高まる（また低下の場合も同様に一定の割合で低下する）ということはない。たとえば、資産の管理業務（付加価値の変動はほとんどない）やキャッシュフローの分析・分解・再合成業務（これも付加価値の変動は少ない）と保証業務（景気循環にともない付加価値の変動がある）が、相関のない典型例であろう。
- ②金融機関の資金調達と金融仲介業務の構成要素各々との関係も、完全な相関関係にはない（調達金利と、証券化商品の流通市場金利は最も相関性が高いが、それでも完全ではない）。

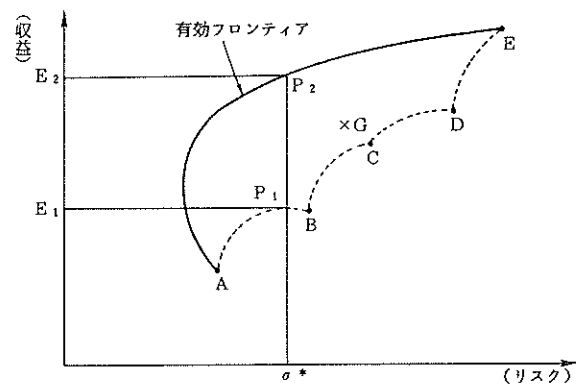
③現在の典型的な金融仲介業務の遂行においては、その仲介の決定を行えば、仲介業務の構成要素の組合わせも自動的に決定される。しかし、この自動的に決定された構成要素の組合わせは、各々付加価値（収益）とリスクの最適の組合わせであるという保証はない。金融仲介業務の構成要素間の相関係数が1でないからである。このことは、ポートフォリオ理論における、リターンとリスクの最適な組合わせ、すなわち有効フロンティアを想起すれば十分に理解できよう（図-8参照）。たとえば、相関が1でない2つの業務を組合わせれば、一方の業務の収益が低下した場合、もう一方も必ず低下するとは限らない。このことは一方の業務のみを行っている場合に比べて収益の安定性（リスクの減少）をもたらす。業務が複数になればこのような安定化効果はなお増加する。つまり、一定の収益をより少ないリスクで生みだせるようになる。

図-8 二つの業務の組合せによる
リスクと収益



(注1) ρ : 業務の相関係数
(注2) AとBを結ぶ線は、各々業務をあるウイトで組合わせた場合の収益とリスクの位置を示す。

業務の有効フロンティア



(注1) A~Eというような種々な収益とリスクを持った業務を組合わせることにより、最適な業務の組合せは「有効フロンティア」上に存在することになる。なお、A~B、B~C……D~Eを結ぶ破線は左図のA~Bを結ぶ実線に相当する。
(注2) 有効フロンティアは5つの業務A~Eの最適な組合せである。このことは(注3)により明らか。
(注3) 図の業務の組合せP1とP2を比べれば、リスクは同じで、収益はP2のほうがP1より高い。この結果、P2の組合せが選択される。
(注4) なお、現在の金融仲介業務は、たとえば図のGに位置しよう。

④最適な金融仲介業務の構成要素の組合わせは、金融機関それぞれの条件に応じて異なってくる。この条件とは、各業務の付加価値（収益）とリスクの関係以外に、自己資本比率であったり、保有しているノウハウや人材であったりする。

⑤なお、この議論を拡張すれば金融機関は金融と関連性の少ない様々な業務も行ってよいことになる。しかし、これは、ノウハウの問題（換言すればエコノミーズ・オブ・スコープの観点）、金融機関の健全性の観点から自ずと限度があろう。

(4) 証券化による金融仲介機能の変質

このように金融仲介業務は、証券化の過程を介して構成要素に分解されることにより、業務の組合わせの自由度が増大し、その付加価値（収益）とリスクの最適化がもたらされる（一定のリスクでより多くの収益が得られる、もしくは一定の収益の獲得に付随するリスクがより低下するという状況が実現する）。

このような可能性は、革命的な効果を金融仲介にもたらす。

一つは、金融仲介業務における技術の高度化である。付加価値（収益）とリスクの最適化という状態を実現するには、収益とリスクの測定技術を確認しなければならない。このような例に近いのが、ALMである。

また、金融機関においては、それぞれのおかれている条件に最も合致した金融仲介機能の構成要素に、業務内容を特化して行く傾向が生じよう。少なくとも、金融仲介業務のすべてを選び好みせずに行いうる金融機関は、限定された数になろう。

さらに、金融機関における付加価値（収益）とリスクの最適化は、その視点を変えれば、金融仲介コストの低廉化である。金融機関をはじめとした広い意味での金融仲介機能を担う機関の競争条件を確保していけば、資金の流れの効率化が促進されよう。

とくに、今まで技術革新の恩恵があまり及んでいなかった個人金融分野で、貸出利率の相対的な低下がもたらされるものと予想できる（アメリカでは、モーゲージ証券という証券化商品の登場により、住宅ローン金利の低下がもたらされた）。また、証券化を行うために多数の個人貸出債権を集合化することによって大数の法則が働くようになり、個人の信用リスクが均一化する（つまりリスクが少なくなる）というメリットも生じる。

資産金融の証券化を別の観点から見れば、それは証券会社をも含めた広い意味での金融仲介機能の類似化（相互の区分の曖昧化）である。この類似化の現象を、これまでの説明との重複を恐れずに述べておくと、次のとおりである。

- ①証券化の過程は、金融機関の金融仲介業務があくまでもベースとなっている。その金融仲介業務の（国民経済的な）効率性を追求するため、その業務を構成要素に分解し、最適な組合わせを求めるといった現象が生じようとしているのである。これはまた、今までの金融仲介業務の遂行で蓄積されてきた金融機関のノウハウを、最大限に活用する方法でもある。
- ②このように構成要素へと分解された結果、金融仲介業務に潜在的に含まれていた業務の本質が顕在化した。たとえば、それは資産を管理するという信託業務類似機能であったり、金融資産の持分に対して証券を発行し、その移転を図るといった証券業務類似機能であったりする。
- ③つまり、「金融仲介業務にともなうリスクの適切な管理と軽減」という立場をあく

までも極めていけば、ある局面では信託業務や証券業務に接近せざるをえないというのが金融仲介の実態である。

- ④企業貸出を証券化する場合や特定事業・実物資産を証券化する場合、より一層の曖昧化が見られる。企業に貸出を行いそれを証券化することと、当初から社債を発行することとの本質的な違いは何であるのか。明確な答えを出すのは不可能であろう。

証券化の問題は極めて業際的な色彩が強いものの、本来的には金融機関と証券会社を中心とした歩み寄り、その結果としての統一的な業務の認識を促すものだと考えられる。広い意味での金融仲介機能を狭義の金融仲介業務と証券業務に区分し、証取法65条でもって金融機関と証券会社に配分する方法は、証券化という大きな流れの中で、その意義を失いつつある。また、金融機関内部について、機能毎に区分する方法も、リスクの軽減という観点から通用しなくなりつつある。広い意味での金融仲介機能は、すべての金融仲介機関に開放し、リスク軽減のための創意工夫を高揚すべきである。これが個人をも含めた利用者の立場からの議論であろう。

なお、金融機関の業務拡大に際しては利益相反が一般的に問題とされる。しかし、資産金融の証券化においては保証、格付が付加されており、これが利益相反を防いでいる点に注目すべきである。

証券化が、現在の金融仲介業務と証券業務（アンダーライティング）の境界の曖昧化を意味するのであれば、証券化に対応するためにまずは投資銀行（金制調第二委員会中間報告書での特例法方式）のような新たな機関を作り、ゆくゆくは統一的に金融仲介業務を認識し、定義を行うのが望ましい方向のように考えられる。これが、金融秩序という現実的な観点を考慮した上で選択できる対応策であろう。

証券化は、金融機関のみならず、金融機能の最終的な利用者にとっても積極的な意味を持つ現象である。この観点からすれば、証券化を促進するような政策と基盤整備が望まれると言えよう。

5. 金融仲介業務の証券化にともなう新しい業務体系

ここでは、証券化にともなう金融仲介業務の変化（以下では、将来の金融仲介業務と言う）と、現時点で定義されている広い意味での金融仲介業務（以下では、現在の金融仲介業務と言う）の類型との対応関係を簡単に整理しておきたい。

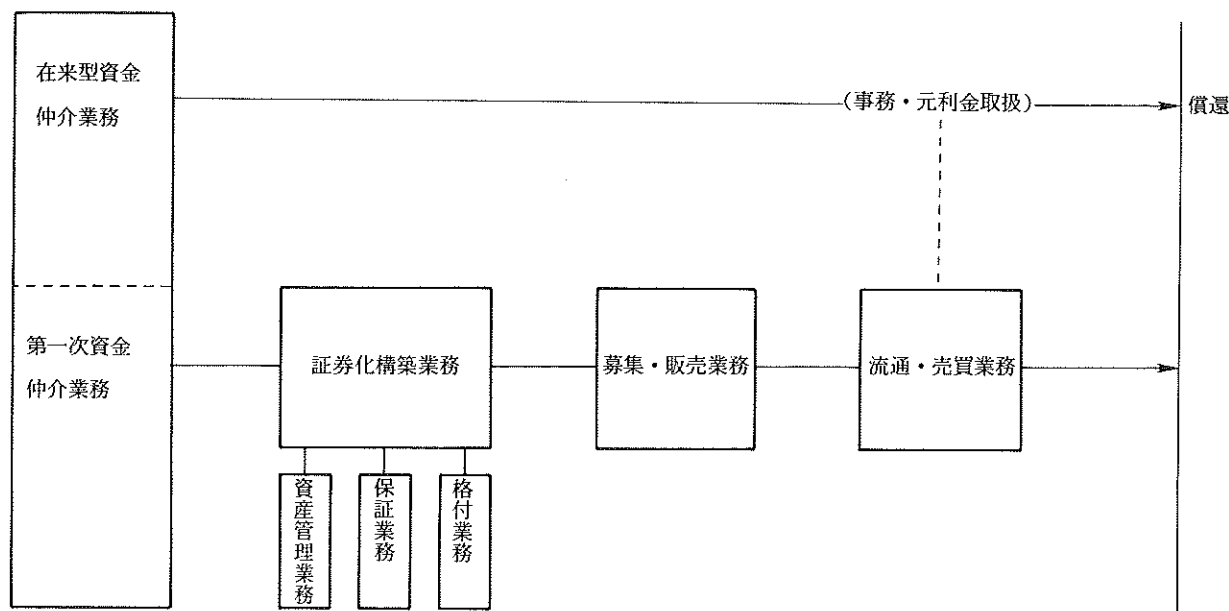
まず最初に言えることは次のとおり。

将来の金融仲介業務は、付加価値（収益）とリスクの最適化に関連して述べたように、個別の金融機関がおかれている状況に応じて、業務の各構成要素の組み合わせ方が様々になる可能性を有している。どの構成要素を選択するのかということと、選択し

た構成要素へのウェイトの置き方によって、全体としては千差万別の業務内容となり一概に類型化できない、ということである。

しかし、細かな点での差異は無視して、将来の金融仲介業務の可能性を大胆に類型化してみれば、次のようなイメージとなろう（図－9 参照）。

図－9 証券化における業務の類型



(A) 可能性としては、現在の金融仲介業務（貸出、アンダーライティング）が生き延びていくことは十分考えられる。証券化に適さない資金需要も種々あると考えられるからである。

(B) 一方、証券化によって、金融仲介業務は次のように細分化される。

- ①第一次資金仲介業務。貸出を行い、それを証券化のための材料として第三者に売却する業務。特定の資産や事業に対する資金供給のアドバイスを行い、次の②に結びつけるのも、広い意味でここに含まれる。
- ②証券化構築業務。当初の実物資産、金融資産等を用いて投資家のニーズに合致したキャッシュフローとリスクの構造を作り上げ、証券を発行する業務。
- ③資産管理業務。実物資産、金融資産の管理業務。現在の信託業務もしくはそれに類似した業務とみなしうる。
- ④保証業務。証券化によって再合成されたキャッシュフローの確実性を保証する業務。
- ⑤格付業務。証券化商品の安全性のランク付けを行う業務。
- ⑥募集・販売業務。以上の業務の集積によって証券化された商品を、投資家に販売する業務。預金、保険、CP等の金融商品を販売する業務との基本的な差異はな

い。

⑦流通・売買業務。証券化された商品の投資家間での売買を仲介する業務。現在の有価証券ディーリング・ブローカレッジ業務に近いと言える。

⑧以上のような細分化された金融仲介業務を、いくつかまとめて実施することがより現実的である。その場合の代表的な形態は、上記の①-②-⑥を一連の業務として遂行するものである（ただし、この場合①については実質的には一時的に資金供給を仲介し、それを信託等の別管理に委ねるという作業になろう）。証券化構築に必要な能力を備えている金融機関にとっては、一連の業務として認識した方がリスク一単位当たりの収益が増すからである。この理由は、証券化構築業務はノウハウの部分が大いいため、リスクが少ない割に付加価値が大いからである。この①-②-⑥の集合は、現在の有価証券のアンダーライティング業務に類似した業務である。証券化においてはこのアンダーライティング類似業務がコアとして機能しよう。

6. 生保の金融仲介業務と今後の対応

(1) 金融仲介機関としての生保

以上においては、金融仲介業務全体について、証券化という新しい金融環境の中での望ましい方向について検討してきた。

では、問題の対象を生命保険会社の金融仲介業務に限定して、その望ましい方向について検討すればどうなるのか。

先にも述べたように、生保が金融仲介業務を行ってきたというのは紛れもない事実である。とくに個人資金を、金融機関の中では最長期の資金へと変換して企業の設備投資資金として供給し、わが国経済の成長に寄与してきたことは特記すべきであろう。

しかし、金融仲介機関としての生保に許された機能（業法上ということではなく、現実に認められた機能）は極めて限定的であった。限定的な機能で金融仲介業務を遂行しえたのは、2で述べたように高度成長期における資金のアベイラビリティの低さという、金融機関にとって理想的な状況があったからである。このことは、高度成長期の終焉とともに、生保の金融機関としての地位の低下が必然の結果として生じたことを意味する。

生保の金融仲介機関としての機能に関して、次のような主張がある。つまり、生保は株式をはじめとする有価証券市場において、機関投資家（先に述べた、証券投資信託と同様の投資仲介機関）としての役割に徹するべきであるというものである。しかし、この主張には次の二つの観点から疑義がある。

①わが国において、はたして大規模な機関投資家なるものが存在するのか。機関投資

家が存在し、十分な機能を発揮するには証券市場がかなりの程度に効率的でなければならない。少なくとも、証券発行市場と流通市場は価格的に統合されたものである必要がある。しかし、現状は、証券発行条件や形態の弾力化・多様化の余地を含め、まだまだ改善すべき点が多いというのが一般の認識である。また、証券市場の規模も、生保が機関投資家として活発な売買を行うには厚みが足りない。たとえば、株式のポートフォリオの入れ換えのために、ある企業もしくは業種の持株を売却しようとした場合、短期間にどの程度が市場で売れるのか。たぶん、ごく限られた割合であろう。債券市場も外債市場も同様である。換言すれば、生保の純粹の投資行動が証券の価格形成に大きな影響を与えるのである。このような状況は、機関投資家として生保が業務を行うことの危険性を示している。

- ②生保が金融仲介機関として果たしてきた役割と、そのノウハウを今後とも活用するのが国民経済的に最も望ましいと考えられること。とくに、長期資金への資金変換機能と、長期金融機関として普通銀行にないユニークな活動を行ってきたという実績は、証券化の流れの中にあっても活用の余地は大きいであろう。つまり、このような資金の性格とノウハウを生かすことによって、他の金融仲介機関にない、独自の証券化関連の商品を個人や企業に提供できるということである。

このような金融仲介業務における生保の潜在的な可能性を顕在化するには、条件整備が必要である。また、その条件整備は、単に現在の制度を前提とした生保の金融仲介機能の強化にとどまらず、証券化という金融環境の変化に適応したものでなければならない。当然、他の金融仲介機関と、その仲介業務の遂行において、異なった条件を課されるべきものではない。

(2) 今後の金融仲介業務遂行に必要な機能

証券化という流れの中で、生保が金融仲介業務を効率的に、かつ独自の色彩を出しつつ行っていくには、具体的には次のような観点からの機能の拡充が必要になる。

- ①最大のポイントは、図-9で示した一連の業務の流れを自己完結できる体制の確保である。4で述べたように、金融仲介機能を効率的に遂行していくためには、その構成要素の最適な組み合わせを模索していく必要があるが、それには、前提として、その構成要素の選択が自由でなければならない。なお、その体制をグループとして確保できるのであれば（たとえば、投資銀行—金制調での特例法に基づく子会社—を保有できたとすれば）、一応の条件を満たしたと判定できるであろう。
- ②①をより具体的に示せば、貸出、信託、保証、アンダーライティング業務およびその類似機能の保有が制度的に保証されていることである。その中でも核となるのはアンダーライティング業務であろう。これについては5で述べたのと同様である。

- ③証券化された商品の価格形成を適切に行うには、その流通市場および類似市場のマーケット・メイクが不可欠になる。この点から、ディーリング（ないしはブローカレッジ）業務全般の保有も欠かせない。
- ④証券化は、何も国内市場や、円資金に限定したものではない、国際化の進展とともに、内外の市場は一体化し始めている。利用者に対して金融仲介業務をより魅力あるものとするには、為替予約やスワップを駆使してより有利に加工した資金の供給を行うことが望まれている。このような観点から、外国為替の取扱いの開放が急がれよう。
- ⑤同様の観点から、先物やオプションを業として取扱い、様々なキャッシュフローを作り上げる必要性がある。
- ⑥また証券化の過程でのつなぎ融資や証券化商品の一時保有等を考えれば、資金調達機能の拡充（CP発行や借入等）が望まれる。

7. 終わりに

証券化に関しては、証取審の基本問題研究会で審議され、中間報告が公表された。一方、金制調の第二委員会は金融機関と証券会社の分離制度をも含めて、専門金融機関制度の見直しについて中間報告を公表している。その中間報告書の中でも証券化は取り上げられており、金制調の審議に対しても影響を与えていることが理解できる。

今後、これらの審議会で、それぞれに中間報告書の具体化に向けての審議が行われると報じられている。これらの審議に際しては、ここで述べてきた証券化が与える国民経済的な意義を踏まえた議論を期待したい。また、それが、証取法65条の見直しを中心とした金融制度全般への新しい視点、すなわち証券化を核とした新しい、統一的な金融仲介制度を実現するための布石となることを望むものである。同時に、保険審議会においても、このような観点から生保の金融機能と業務の認識が行われることを期待したい。

（金融研究部：川北 英隆）

【参考文献】

- 小林幹司監修「戦略的証券投資」（金融財政事情研究会）
- 松井和夫「セキュリタイゼーション」（東洋経済新報社）
- 神田秀樹他「不動産の証券化」（東洋経済新報社）
- Bryan, L. "Breaking up the Bank" Dow Jones-Irwin
- 「新しい金融制度について」（金融制度調査会金融制度第二委員会中間報告）
- 「金融の証券化に対応した資本市場の在り方について」
（証券取引審議会基本問題研究会中間報告）
- 佐々木孝雄「生保会社における金融業務多様化の必要性について」
（ニッセイ基礎研究所調査月報 1989/6）
- 川北英隆「生命保険会社の金融機能とその多様化」（保険学雑誌523号）