

金融構造と金融の証券化

花 輪 俊 哉

はじめに——山下教授との議論の思い出

山下教授とはじめに出合ったのは、たしか山下教授が日銀から中小企業金融公庫の調査部次長をなさっていた時のことである。丁度その頃、筆者は、ニューリンの『貨幣の理論』¹⁾を翻訳した直後でもあり、山下教授に頼まれて、調査部の若手研究員に講義をしたことが初めてであったろうか。中小企業問題ばかりでなく、日本の金融に関わる諸問題や貨幣供給の理論にいたるまで、折にふれて広範囲に渡って議論する機会を得られたことは幸福なことであった。

山下教授は、一橋大学に来られてすぐに大学紛争に直面し、相当困惑されたようである。始めから大学人であった者にとっても、大学紛争はかかってないショックな経験であったから、日銀、経済企画庁、中小企業金融公庫といった勤務先から、一橋大学へ移って来られ、すぐに大学紛争にまきこまれた山下教授の困惑は、言葉に言いつくせないものがあったかもしれない。運動神経をやられ、不自由な体となった山下教授は、自宅が大学から遠かったこともあり、大変だったことと思う。一橋大学退官後に予定されている八千代国際大学が、教授宅から車で数分のところにあると聞いて本当によかったと思う。健康に留意され、やり残した仕事をしっかりやって欲しい。

本稿では、山下教授と知り合ってから、時にふれて議論した金融問題のうちのいくつかを、あらためて考え論じてみたいと思う。もちろん、この議論は、もともと口頭で行われたものであって、文章とするのはこれが始めてであるし、また、ここではその議論を忠実に述べたものもあるが、その議論をきっかけに

筆者が自分で展開したものもあることをあらかじめおことわりしておかなくてはならない。

1 企業間信用は外部金融か？

かつて商学研究(16巻, 1973年)²⁾に書いた論文『金融経済の論理と金融機関の機能』の中で、ガーレイ＝シヨオ理論³⁾に関して論述したことがある。ガーレイ＝シヨオ理論以前においては、金融論は主として貨幣論という性格を強くもっていたと考えられる。すなわち、資金の融通というよりも、むしろ貨幣の需給が中心的に論じられたのである。ガーレイ＝シヨオ理論において、はじめて直接金融、間接金融および自己金融がとりあげられ、金融論に現実的視角を与えることに成功したと考えられる。

さて、自己金融は、自己の内部蓄積による資金による内部金融であり、企業の内部留保や減価償却積立金等が企業の投資にあてられることをいうのであり、減価償却積立金が多くなるにつれて莫大な資金となったのであるが、理論的には企業の内部で生ずるものである故に、外部金融のように資本主義経済全体を揺るがすような問題ではないと考えられた。もっとも後述するように、これにもまだ問題が残されているといわなければならない。

この内部金融に対して、外部金融は、企業の内部だけの取引ではなく、国民経済の他の主要構成要因である家計との取引にも関係する故に、資本主義経済全体の安定にとって重要な関係をもつと考えられるために、精しく論じられた。こうしてみると、内部金融から外部金融への移行は、単に金融技術の発展というにとどまらず、資本主義経済の安定と成長の条件に深くかかわる事柄であると考えられるのである。直接金融・間接金融は、外部金融に関係する。

ガーレイとシヨオは、究極的貸手である家計部門から究極的借手である企業部門へと資金が融通される金融技術を配分技術といい、証券市場がこれを行うと考え、直接金融と呼んだ。これに対して、究極的貸手の家計部門から究極的借手の企業部門へと金融機関を通じて行う資金の融通を仲介技術といい、間接金融と呼んでいる。仲介技術というのは、金融機関が独自の間接証券を発行す

ることによるものであり、究極的借手の発行する本源的証券を間接証券に代えるという意味で、金融機関の資産転換能力を示すものと考えられることができる⁴⁾。

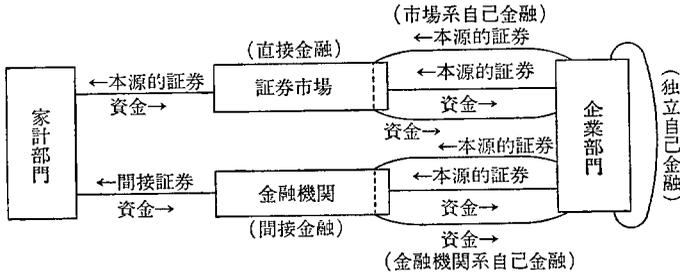
ところで、山下教授との議論は、この自己金融の解釈についてであった。個別企業の立場で考えると、資金調達の方法には今までみてきたような自己金融、直接金融および間接金融のほかに、他企業からの資金調達という方法がある。これは企業間信用と呼ばれ、わが国の高度成長期には、かなり重要な資金調達方法であったといってもよいだろう。高度成長期は、一般に資金不足期であったから、信用度の低い企業にとっては、資金調達はかなり困難であった。したがって、金融引締め期には企業間信用が利用されるのが普通であったのである。低成長期で資金余剰期である今日とは、企業間信用に対する関心が全く違っていたと考えられるのである。

山下教授は、この企業間信用を外部金融と考えられていた。もちろんこうした考えは、山下教授独特の考えであるというよりも、むしろ当時のあるいは今でも普通の考え方であるかもしれない。それ故、筆者が企業間信用を外部金融でなく、内部金融すなわち自己金融として位置づけた時、山下教授は筆者が通説に反して企業間信用を自己金融として位置づけることについて、親切心をもって注意をうながしてくれたものとする。しかし、筆者が考えをかえなかったのは、ガーレイ＝シヨオ理論を中心に問題を考えようとしていたからである。すなわち、山下教授をはじめとして通説は、個別企業の立場すなわちミクロの立場からの類別であるけれども、ガーレイ＝シヨオ理論の類別はマクロ的見地からの類別であると考えたからである。もしそうであるとすれば、個別企業の立場でみて外部金融とみえる企業間信用も、企業全体としての企業部門としてみれば、内部金融と考えられねばならないことになる。筆者が、内部留保や減価償却積立金と並んで企業間信用を自己金融と類別したのは、まさにこうしたマクロ的見地からのものであり、ガーレイ＝シヨオ理論は、こうしたマクロ的理論と考えられねばならないと考えたからである。ただ自己金融も証券市場を通じて行われるものを市場系自己金融、金融機関を通じて行われるものを金融機関系自己金融と呼ぶことができる。また、証券市場にも、金融機関にも無関

係に行われるものを独立自己金融と呼ぶことができる(第1図)。

現在、低成長期に入り、資金余剰期を迎え昔のように企業間信用が重要となることはないかもしれない。その意味では、企業間信用をどう位置づけようとした問題ではないであろう。

第1図 自己金融・直接金融・間接金融



しかし、両者の差異が、マイクロ基準対マクロ基準の差異である点で重要であると考える。こうしたマイクロとマクロのギャップを重視したのはケインズであった。貯蓄は個人にとって美德であっても、経済全体としてみると悪徳になりうるとの認識は、合成の誤謬として重要なことである。したがって、たとえその効果の差異が小さくなったとしても、マイクロとマクロの差異をあいまいにしはいけないと考える。

ところで、このことはまた、たとえマクロ的にみて不変であっても、マイクロ的にみると大きな意味をもつことを考えておかなければならない。とくに減価償却積立金が膨大な額になっている今日、これがどのような形で、個別企業に利用されているかは、個別企業としては極めて重要であり、企業間の差異が生まれてくることになるだろう。極端な場合には、重厚長大産業が軽薄短小産業にマイクロ的に変貌したとしても、マクロ的に変化が生じないかもしれないのである。

2 貨幣の管理か信用創造の管理か？

ガーレイ＝シヨオの理論では、仲介技術を営む金融機関は2つのタイプに

区別された。1タイプは銀行であり、他のタイプは銀行外金融機関である。前者は、間接証券の1つである貨幣を創造する貨幣創造機関であり、後者は、非貨幣的間接証券創造機関である。ガーレイ＝シヨオ理論が伝統的理論に対する批判は次の2点である⁵⁾。

第1点は、伝統的理論による銀行と銀行外金融機関との区別は、単に貨幣創造機関と非貨幣的間接証券創造機関との区別というにとどまらず、銀行は信用創造機関であり、銀行外金融機関は信用媒介機関であるというものであった。これに対して、ガーレイ＝シヨオの理論では、信用創造能力の有無は程度の差であり、本質的差ではないというものであった。

第2点は、貨幣管理に関するものであるが、伝統的理論によれば、中央銀行の管理は、信用創造を行える銀行だけを管理すればよく、銀行外金融機関は直接管理する必要はないというものであった。これに対して、ガーレイ＝シヨオ理論によれば、中央銀行が銀行のみを対象とし、銀行外金融機関を野放しにしておくのは、金融政策を非効率にし、また不公正と考えられるものであると批判した。したがって、金融政策の効率性および公正性のためには、銀行のみならず銀行外金融機関も対象とすべきであると主張しているのである。

山下教授は、伝統的理論の立場にあったから、銀行は管理されねばならないが、銀行外金融機関は管理される必要はないというものであった。郵便貯金は、たしかにいまのところ通常のマネー・サプライの中に入れられてはいない。かつてはマネー・サプライは M_2 (すなわち、現金貨幣+預金貨幣で、それも当初は、預金貨幣の中に定期預金は含まれていなかった) で考えられていたが、現在では、 M_2+CD (すなわち、 M_2 に譲渡可能性定期預金証券を加えたもの) がもっともよく使用されるとともに、 M_3 (すなわち、 M_2 のほかに、さらに郵便貯金等が付加される) にまで拡張されつつある。これより考えると、山下教授の主張は、郵便貯金を貨幣であるとは認めていないことによるのか、もしくは郵便貯金の貨幣機能を否定されようとしていることによるのか、この点はあまり明瞭とはいえない。

この点について、筆者は次のように考える。銀行の管理が必要なのは、銀行

が貨幣創造機関であるからなのか、もしくは銀行が信用創造能力をもつ金融機関であるからなのかということである。もし前者であるならば、銀行外金融機関が次第に貨幣的間接証券(準貨幣)を供給しようになれば、これを中央銀行としては管理することが妥当となるからである。もし後者であるならば、銀行が100%準備制の採用等により、信用創造能力をなく奪われるならば、銀行の管理は不必要になるかもしれない。逆に銀行外金融機関が多少とも信用創造能力を持ってくるとすれば、それに対応した銀行外金融機関の管理は妥当といえるのである。ところで、信用創造力の管理という時、それは単に貨幣供給量の管理を考えている場合と、貸付資金の管理を考えている場合がある。すなわち、信用創造という場合、現金貨幣の何倍かの預金貨幣の創造を言う時、それは貨幣供給量の増加だけに着目しているように考えられる。しかし、信用創造が銀行貸出による預金創造を意味する時、それは銀行のオペラビリティを意味しているものと考えられよう。信用創造の管理は、こうした銀行のオペラビリティの管理と考えることができる。

山下教授が銀行の管理を主張した時、銀行の信用創造能力を考えたのは確かだが、それが銀行のオペラビリティを意味したかどうかは確かでない。筆者は、銀行と銀行外金融機関は、程度の差はあるものの、貸出においてオペラビリティという意味での信用創造機能を持ちうると考える。したがって、その程度に応じて管理されるべきものとする。郵便貯金が貸出業務を実施せず、貯蓄業務だけにとどまるならば、信用創造機能はなく、したがって、日銀による管理の必要はないと考えられる。しかし、郵便貯金が貸出業務に進出するならば、こうしたことはいえなくなるだろう。

3 間接金融方式の多様化

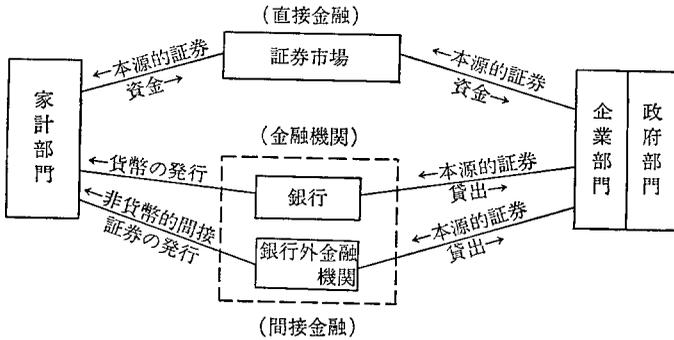
ガーレイ＝ジョー理論における金融機関の分類基準は、金融機関の負債側に注目するものであった。すなわち、貨幣にしろ非貨幣的間接証券にしろ、金融機関の負債として発行されたものに関しての区分である。それら間接証券にしろ集められた資金は、貸付資金として企業部門に貸出されたのである。これに

対して、金融機関の資産側に注目した分類が考えられる。これは保有資産が市場性のものであるか否かで区分しうる。市場性をもたない、もしくは市場性の少ない金融資産の保有すなわち貸付行動は、貸付機関であり、市場性のある金融資産を保有するものは機関投資家である。生命保険会社や年金基金等は、機関投資家の代表である。ここで銀行と貸付機関は必ずしも同一ではない。前者は貨幣創造機関であり、後者は貸付を行う間接証券創造機関である。また、銀行外金融機関と機関投資家も必ずしも同一ではない。前者は非貨幣的間接証券創造機関であり、後者は間接証券を発行し、証券運用している金融機関である。

ところで、日米の金融構造の比較分析の中では、当初、米国の直接金融方式に対して、とくに高度成長期頃の対比として、わが国の間接金融方式が特色と考えられた。しかし、日米の金融構造の対比は、間接金融対直接金融であるというよりも、むしろ間接金融のタイプの相違にあると考えられるのである。すなわち、日本の銀行中心の直接貸付型間接金融方式に対して、米国は機関投資家中心の市場証券型間接金融方式と考えられるべきものである。もちろん、現実の銀行は機関投資家の行動をするかもしれないし、逆に機関投資家の方が銀行的行動をとるかもしれない。この図はあくまでも機能的分類であり、現実には両者とも兼業的であろうが、理論的には機能的に区分することに意義があるといえよう⁶⁾。またこの図は政府部門が赤字主体となったので、第1図と異なり、政府部門を企業部門に付加させている。

さて、わが国で生命保険会社等を中心とする機関投資家は、公社債市場の未発達ということもあるが、銀行と同様に貸出業務を行ってきた。しかし、貸付機関であった銀行と機関投資家とでは、企業に対する審査能力に大きな差異がある。銀行は取引動機に基づく預金勘定を持つことによって、企業の営業状況を日々チェックすることができる。また、銀行は企業との関係を長期的顧客関係としてとらえることにより、生じてくると予想されるリスクをシェアし合っていたのである。生命保険会社は、独自の審査能力が十分でない時には、銀行等の審査能力に依存して貸出することも、コスト削減の意味からしても得策と考えられたかもしれない。しかし、その限りにおいて、生命保険会社は、限界

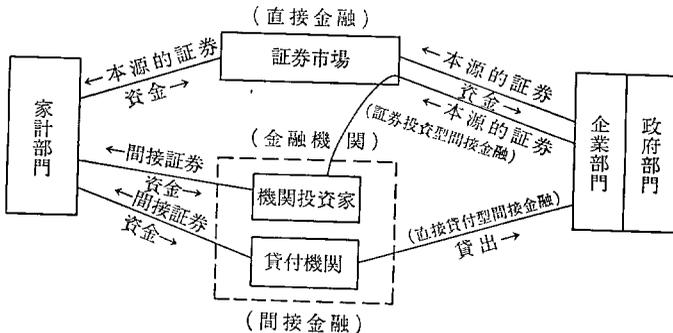
第2図 銀行と銀行外金融機関



的貸手にとどまらざるをえなかったと考えられる。すなわち、高度成長期のような資金不足期において、金融ひっ迫期になると、企業は借りうるところはどこからでも借りたいと考え、生命保険会社にまで借りにくるけれども、資金緩和期になると、生命保険会社から離れていくことがしばしばみられたのであり、これより企業からみて生命保険会社は限界的貸手とみられたのであった。金融自由化により、わが国の生命保険会社は、機関投資家としてめざめつつあるといえよう。米国では、元来生命保険会社はその資金運用のためにポートフォリオ理論を発達させたことから分るように、生命保険会社等は機関投資家たる性格を本質的にもっていたといってもよいのである。

山下教授の金融機関の分類の中には、こうした機関投資家の役割が明確では

第3図 貸付機関と機関投資家 (直接貸付型間接金融と市場証券型間接金融)



なかったように思われる。

4 金融の自由化・国際化と公社債市場の発達

金融の自由化は、金利の自由化と業務の自由化を内容としている。従来、金融機関を中心とした金利は規制金利であったので、自由金利商品への資金シフトの影響が大きくなると、対立する金融機関は金利規制を緩和して競争せざるをえない。新金融商品の誕生は、その結果である。米国では、インフレ過程の中で金融の自由化が進展したので、金融機関は、預金金利の高騰を貸出金利へ転嫁することで、金融機関経営を行うことができたと考えられる。しかし、短期金融機関と長期金融機関は、金融自由化の影響を異にすると考えられる。すなわち、銀行のような短期金融機関は、高金利の短期資金を吸収しても、それを高金利の短期貸出へ運用することが簡単にできたが、長期金融機関は、元来長期資金の調達・運用に関わっているため、そして固定金利で実施されていたこともあり、不利な競争にさらされたのである。変動金利への移行がその不利性からの脱却のひとつの方法と考えられる。

しかし、わが国では、金融の自由化が金利低下局面で生じたので、米国と全く異った状況となった。一時払養老保険のブームにみられたように、長期金融機関の相対的有利性、そして短期金融機関の相対的不利性が予想される。ただ当初懸念された金利コストの上昇による収益減少という怖れは、現実化しなかった、これは長期貸出しやスプレッド貸出等という銀行の努力もあるが、金利自由化の中では貸出金利よりも預金金利が先行して低下したことにより、銀行収益の増加がみられたのである。このことは規制金利の時代と逆であるようである。すなわち、かつては預金金利より貸出金利が先行したので、金利上昇局面で収益増加がみられたからである。

金利の自由化は、大口預金から小口預金へと進展しつつあるが、小口預金金利の自由化が遅れているのは、金融機関の経営に悪影響を与え、金融秩序をあらゆることを怖れたためであるかもしれない。しかし、その結果、小口預金者が不利の立場にあることは問題であり、早く小口預金金利の自由化が実現

することが望ましいのである。山下教授は金利の自由化をはやくから主張されていたが、この点については完全に一致する。ところで、今後わが国も金利上昇局面にいたるかもしれない。その場合の金融機関の対応が大きな課題である。

金融自由化の他の構成要素である業務の多様化については、各金融機関の垣根は確実に低くなり、それだけ相互乗り入れは進んでいるといえよう。その上、金融の機械化がすすんでいることにより、規模の経済 (economies of scale) という観点ばかりでなく、範囲の経済 (economies of scope) という観点も重要となるだろう。大規模金融機関の中には、当然総合金融サービスを行える態勢を作りたいと考えているかもしれない。投資銀行構想も、そうした第一歩かもしれない。その意味で金融機関は、大きくデパートタイプからブティックタイプにいたるまで区分されてくるかもしれない。もちろん現実には、各業界の法律が存在する故に、一挙にそうした総合金融サービス化はできないかもしれないが、子会社設立とか、金融機関の提携によって全体として総合金融サービスが可能となるようなシステムを構築することは不可能ではないであろう。

金融の自由化は、国内においてのみならず、国際的にも進行している。むしろ国際面の方が国内面よりもより自由化の程度は著しいものがあると思われる。ところで、国際的な金融自由化は、国際金融・資本市場で行われる。これは特定国の管理下にある市場と管理外にある市場とに分割することができる。前者は特定国の対外市場であり、金融仲介業務を行う間接金融と証券業務を行う直接金融に区分される。間接金融が行われる市場は対外金融市場であり、対外的な預金一貸出が行われる。また直接金融が行われる市場は対外証券市場であり、対外証券投資が行われる。後者(特定国の管理外にある市場)は、ユーロ市場と呼ばれ、間接金融業務を行うユーロカレンシー市場もしくはユーロクレジット市場と、直接金融業務を行うユーロ債券市場とに分けられる。

国際金融・資本市場のうちユーロ市場は、基本的には特定国の金融当局の規制が及ばない市場と考えられ、もっとも自由な市場といえよう。これに対して、同じ国際金融・資本市場のうちでも対外市場の方は、特定国の金融当局の管理

下にあり、それだけ自由市場の度合いが制約されていると考えられる。国際的金融自由化は、元来特定国の規制金利がユーロ市場で形成される自由金利に影響されて自由化されていく動向と考えられる。

このようにユーロ市場は、元来自由な市場として発達したものの、それが巨大化すると国際金融の攪乱要因ともなり、なんらかの管理が必要との声も強かった。しかし、ユーロ市場の国際的流動性を管理することは、国際的中央銀行がないので困難と考えられた。したがって、米国をはじめとした先進諸国では、オフショア市場を作ることによって、できるだけ自由な市場の形成と管理能力の維持を両立させようとしている。

米国ではオフショア市場として、IBF (International Banking Facility) が、1981年12月に創設されたが、これは米国の国内金融・資本市場の規制を免れている点で自由市場であるけれども、米国の金融当局の管理下におかれている点で、かつてのユーロ市場とは異なり、管理可能と考えられる。また1986年12月に発足したわが国のオフショア市場も、IBFと同様に、わが国の金融当局の管理下にあり、自由市場の程度はより低いといえよう。換言すれば、それだけ規制は強いのであるが、国内市場よりは自由の程度は大きいといえるのである。

ところで、国際金融・資本市場のうち、特定国の管理外にある市場であるユーロカレンシー市場とユーロボンド市場は、完全な自由市場であるのに対し、対外市場は、国際金融市場にしる、国際資本市場にしる、各国の金融当局の管理下におかれているために自由化の程度は制限されていると考えられる。しかし、金融の国際化が進展する中であって、次第に対外市場も自由市場化しつつあるといえよう。そしてまた、国内市場も国際市場の影響を受けて自由化の程度を大きくしているといえよう。

国際的金融自由化の中で、70年代に急成長したユーロカレンシー市場は、金融機関によるシンジケート・ローンが中心であったが、累積債務国問題が重視される中で、先進国金融機関の貸出しが慎重となったことや、原油安の影響でオイルマネーがユーロ銀行預金から流出したことによって、80年代に入ってか

ら伸び悩んできた。その頃から金融の証券化の国際版であるユーロ・セキュリタイゼーションが起こり、ユーロ・カレンシー市場の縮小とユーロボンド市場の拡大が生じてきた。これには日本や西独等の経常収支黒字国がそうした投資を選好したこと、および経常収支赤字国の米国もそうした形態での資金調達を選好したことによって一層進展したのである。証券市場や先物市場は元来自由な市場であり、各金融機関が新金融商品の発行に創意を生かせる場である。その上、残されていた為替管理や債券発行・投資に関する規制が緩和ないし撤廃されたことによって、ユーロボンド市場は一層自由性に拍車がかかり、また累積債務国問題の危機意識の中で、金融機関の健全性維持に関する規制が強化されるとの考えから、ユーロ・セキュリタイゼーションが進んだと考えられる。

国際市場の中では、とくに新金融商品の開発が盛んであり、FRN, NIF, ECPプログラム等にみられる。FRN は変動利付債で、70年代に金利リスクの回避を目的に開発され、一時シェアを伸ばしたが、85年頃より NIF に地位を譲った。NIF はユーロノート等短期証券の発行を銀行が発行者に保証するもので、実質的に中長期調達を可能にさせたのである。また最近 NIF を越える成長を示している ECP はユーロ CP であり、低コストの資金調達を可能にさせる。こうしたものの他にも、スワップやオプションを組み込んだ新金融商品が開発され、それらがしのぎをけずって競争しているのであり、その金融革新の状況は著るしいものがあると思われる。

さて、上述の金融の自由化・国際化によって、わが国の証券市場は著るしく発達したといえよう。その結果、金融機関を経由しない資金の調達・運用の効率が高まってきたと考えられる。また金融機関も、そうした資本市場およびマネー・マーケットでの資金調達・運用を増加させてきた。こうして次第に金融の証券化という現象が認知されるようになってきたのである。

金融の証券化を考察する前に、マネー・マーケットの発達と貨幣の変容の意義について考えておきたい。

5 貨幣の変容とマネー・マーケットの発達

現代社会における支配的貨幣形態は銀行貨幣と呼ばれるものであるが、昔から支配的形態であったのではない。本来の貨幣（ケインズによって、計算貨幣に照応し、その引渡しによって契約あるいは債務を履行するものと定義されている⁸⁾である国家貨幣が、商品貨幣の形態であるか、もしくは法定不換紙幣の形態であるか、もしくはその中間形態である管理貨幣の形態であるかを問わず、当初は支配的であったと考えられるのである。そこに銀行貨幣が出現し、その私的な債務の承認が取引の決済において、本来の貨幣に対する便利な代替物と考えられるようになり、現在取引決済として、本来の貨幣と併存しているのである。このように貨幣は、永久に不変の形態であると考えられるよりは、むしろ時に応じて進化していくものと考えられる。

『貨幣論』（1930年）の出版時において、ケインズは支配的貨幣を債務の承認である銀行貨幣であると考え、その代表的形態を当座預金と考えたから、貨幣は利子の付かない金融資産であり、債券は利子の付く金融資産であるというように、利子が付くか付かないかが重要な基準であった。

しかし、『一般理論』（1936年⁹⁾にいたると、ケインズは実態経済の変化を反映して、貨幣の概念を少しずつ変更してきたと考えられる。その第1の表明は、ケインズが流動性選好説を主張するにあたり、貨幣の中に大蔵省証券（TB）のような短期証券を含めることが便利であると述べていることである¹⁰⁾。大蔵省証券は、金利が付かない当座預金とはその性質を大いに異にするものである。このことは、『一般理論』時代において、英国ではオープン・マネー・マーケットが発達してきたことを反映しているのではなからうか。この点は、またフリードマンが、ケインズの貨幣と債券にとって本質的なことは、利率変化の影響をあまり受けない短期証券を、影響を受けキャピタル・ゲインやロス危険のある長期証券との区別が重要であった¹¹⁾との指摘にも合致するものである。

こうして、貨幣と債券との区別は、利子が付くか付かないかということより

も、むしろ満期が零であるか否かの方が重要となってくるのではなからうか。もちろん、ケインズにとっては、貨幣の変容はまだ十分なものではなかったようである。したがって、貨幣と債券の区分を『一般理論』においてもなお金利が付くか付かないかという古い基準で行なっていることでもわかる。

ここでいそいで付け加えておかなければならないのだが、貨幣には取引貨幣と資産貨幣があるのは、いうまでもない。ケインズが流動性選好で重視したのは、いうまでもなく後者であり、マネー・マーケットはこれに関係している。これは取引貨幣がマーシャルの k の一定で考えられるところからの帰結である。しかし、このことは取引貨幣についても、金融革新の結果による貨幣の変容を否定するものではない。MMF や中国ファンド等は、その例であるが、この場合にも、新規貨幣も含めた修正取引貨幣でみたマーシャルの k は一定と考えてよいのではないか。それ故、問題はやはり資産貨幣であり、それに関する貨幣の変容が重要なのである。これがオープン・マネー・マーケットの発達である。

その第2の表明は、『貨幣論』では、支配的貨幣として銀行貨幣を導入し、銀行の信用創造を強調したケインズは、そこでは銀行行動にまで考察を深めていたのであるが、『一般理論』においては、経済政策に重視がおかれたこともあり、民間銀行の行動よりも中央銀行の貨幣管理が問題にされた。したがって、民間の金融機関独自の行動はあまり注目されずに、中央銀行と一体となった金融政策が重要であったと考えられる。

これとの関係で、第3の表明として、金融政策手段の変更があげられよう。『貨幣論』では、金融政策手段の中でも、公定歩合政策がなお重要な役割をもっていたと考えられるけれども、『一般理論』にいたると、公開市場操作が次第に重視されてくる。これも当時の金融環境が次第に変化し、公開市場の発達ならびにオペの対象である公債の累積があったものと考えられる。公開市場操作においては、短期債のオペのみならず、長期債のオペも必要とあれば実施されることが望ましいと考えられたのである。

このように、マネー・マーケットならびに証券市場の発達が背景となって、金融の証券化への途が展かれたと考えられる。金融の証券化という言葉は、割

に新しい言葉であるけれども、そうした金融環境は序々に出来上りつつあったといってもよいであろう。ところで、同じマネー・マーケットの発達といっても、英米とわが国ではかなり異なっているように思われる。英米では、マネー・マーケットは、TB 等を中心に形成されたのであるが、わが国の場合には、コール等にみられるようにインター・バンク市場として発達し、後になって、現先市場や CD 市場また CP 市場のようなオープン・マネー・マーケットが増大してきたと考えられる。しかし、わが国ではいまだ TB 市場が十分形成されてはいない。このことから、わが国のマネー・マーケットは、まだ銀行にかたよったものであるといってもよいだろう。

山下教授の貨幣概念は、銀行貨幣を重視する伝統的立場にあるように考えられるので、貨幣の変容を強調する筆者とは立場を異にするものと考えられる。

6 金融の証券化

マネー・マーケットや証券市場の発達は、当然金融の証券化をうながすことになる。金融の証券化の定義は、いまのところまだ明確ではないが、一応企業部門が直接金融機関から資金を調達するのではなく、マネー・マーケットや証券市場から資金を調達する傾向と考えられるのである。また、金融機関が企業部門に直接貸付する場合にも、その貸付債権を分割し、証券化して売買できるような事態をいうものと考えられている。そうした中で、従来問題であった債務不履行のリスクであるクレジットリスクよりもむしろ金利リスクや為替リスク等のマーケットリスクの方がより重要となると考えられるのである。

こうした金融の証券化の進展は、次の3視角から考察することができる¹²⁾。第1は、構造的視角、第2は景氣的視角、第3は自己資本充実策の視角である。

第1の構造的視角から考察しよう。これは金融の自由化と密接な関係にある金融の機械化の進展である。これにより、まずマネー・マーケットおよび証券市場に関する情報の伝達力が著るしく増大したことがあげられる。これで国内市場のみならず国際市場をも包括し、金融取引のグローバル化がみられるようになった。次に、金融の機械化の進展により、金融資産のトランスフ

ァが容易化されたことがあげられる。EFT システム (Electronic Funds Transfer System) および EST システム (Electronic Securities Transfer System) がこれである。こうした金融の証券化に対応して、銀行は、仲介機能から決済機能へと重点を移しており、また証券会社は、ブローカー・ディーラーからファンド・マネージャーへと重点を移していると考えられる。こうした金融の機械化の進展が金融の証券化を促進した基調的背景である。

第2の景氣的視角については、金融の証券化のプロセスが金利下降局面でとくに生じているとらみれることである。金融緩和策が実施されると、マネー・サプライの増大が金利を低下させるであろう。金利の低下は証券価格の上昇に対応すると考えられる。そして証券価格が上昇する時期には、金融の証券化が進展しやすいと考えられる。転換社債が発行されるのもこのためである。したがって、株価の上昇が止まり下落局面に入ってきた時、金融の証券化はどのように展開するだろうか。第1の視角との関係があるので、金融の証券化傾向が逆転するとは考えられないが、証券価格の下落局面もしくは金利の上昇局面では、金融の証券化のスピードはにぶるかもしれない。

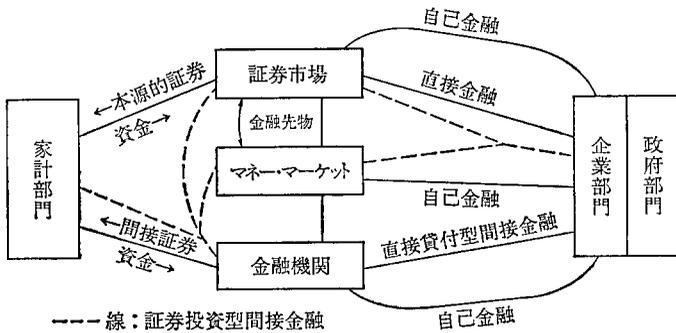
第3の自己資本充実の視角は、金融政策との関係である。高度成長期においては、自己資本の充実が叫ばれたにもかかわらず、自己資本比率は低くなっていった。金融機関の競争は制限され、金利も規制されていた。金融の自由化に伴ない、競争制限的規制はなくなってきたが、新しい規制、すなわち、バランス・シート規制や自己資本充実策などの健全経営規制は、従来よりも厳しくなることが予想される。とくに自己資本充実策は、国際的基準が設定されるなどで、わが国にとって厳しい対応が予想される。

ところで、金融の証券化は、この自己資本充実策の厳しい実施との関係で進展する可能性があると考えられる。すなわち、自己資本の充実策としては、基本的に増資の増大に努めることが必要である。しかし、増資の増大が思うようにはいかない場合には、自己資本比率(=自己資本/総資産)を高めるために、総資産を低めつつも、銀行の力を低下させないようにすることが必要となってくる。銀行の資産を流動化してオフバランス化することによる自己資本比率の

改善策がこれであり、当局が銀行の自己資本充実を強く求めれば求める程、金融の証券化がすすむと考えられる。そして、銀行は資産の流動化を行っても、保証業務を強化することにより、手数料収入を増加させ、銀行の総合力の低下とならないように努めるであろう。もちろんこの場合にも、自己資本充実策の強化と関係なく、金融の機械化の進展により、金融の証券化が進行することは否定できない。

もちろん、金融の証券化は、各国の金融環境の相違により、おのずからその態様を異にするだろう¹⁾。また金融先物取引やオプション取引の発達によって、リスク管理が向上したと考えられるが、この役割の中心を証券市場とマネー・マーケットの関係としてとらえてみる事ができる。すなわち、長期証券の短期証券化により満期構成をかえることができるからである。これらを考慮に入れ、金融の証券化を図示すれば次のようになるであろう。ここでは、市場証券型自己金融のみならず、自己金融の輪の中で貸付債権の分割売買をも考慮したい。

第4図 金融の証券化



- 1) Newlyn, W. T., Theory of Money, 1st ed., 1962, 2nd, 1971, 3rd, ed., 1978 (小泉明監修, 山田良治・花輪俊哉訳『貨幣の理論』[原書第2版訳] 東洋経済新報社, 1974)
- 2) これは後に『貨幣と金融経済』(1980 東洋経済新報社)に収録される。
- 3) Gurley, J. G. and Shaw, E. S., Money in a Theory of Finance, 1960. (桜井欣一郎訳『貨幣と金融』至誠堂, 1963; 改訳版, 1967)

- 4) *ibid.*, p. 123.
- 5) *ibid.*, pp. 218—220.
- 6) 拙著『貨幣と金融経済』1982 東洋経済新報社, p. 122.
 蠅山昌一『日本の金融システム』東洋経済新報社, 1982, ここでは相対型と市場型に金融場引が分類されている。
 池尾和人『日本の金融市場と組織』東洋経済新報社, 1985, ここでは金融システムの特徴をローン型とボンド型に分類している。
- 7) 拙稿「機関投資家としての生命保険会社」文研論集 80号, 1987年。
- 8) Keynes, J. M., *A Treatise on Money*, 2 Vols., 1930. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vols. V, VI, 1971, chap. 1.
 (小泉明・長沢惟恭訳『貨幣論』〔ケインズ全集, 第5~6巻〕東洋経済新報社, 1979—80, 第1章)
- 9) Keynes, J. M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936.
 (塩野谷九十九訳『雇傭・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社 1941, 改訂版 1955)
- 10) *ibid.*, p. 167. note. 1. 訳書 165頁, 注1.
- 11) Friedman, M., *A Theoretical Framework for Monetary Analysis*, 1972. sec 5. pp. 21—29.
- 12) 金融の証券化については, 昭和62年度金融学会秋季大会(名古屋大学経済学部)で行われた共通論題「金融の証券化」での議論を参考にした。発表者は次の4氏であった。折谷吉治氏(日本銀行), 奥村洋彦氏(野村総合研究所), 水谷研治氏(東海銀行), 熊野剛雄氏(専修大学)
- 13) 楠本博『セキュリタイゼーション』1987, 有斐閣。
 米国のセキュリタイゼーションは, 金融機関の要請により, その資産側の流動化が行われ, その先導役を証券会社が担っていると主張し, それに対して, ユーロ市場のセキュリタイゼーションは, 企業の要請に基づいて, その負債側の流動化させており, その先導役を金融機関が担っていると主張されている。そして, わが国のセキュリタイゼーションは, 国内では米国追随という形ですすみ, 国外ではユーロ市場追随という形ですすみであると主張されている。

(一橋大学教授)