

報告論文に対するコメント

村 木 利 雄

1. 序
2. ディスクロージャーの機能について
3. プロジェクトファイナンス
4. セキュライゼーション
5. デリバティブ
6. 結び

1. 序

現在、わが国の金融機関の多くは、バブル崩壊の後遺症としての多額の不良債権の重圧に苦しんでおり、ともすればこの問題の処理に目を奪われ新しい業務分野に積極的に挑戦していこうとする意欲が低下しているのではないかとの指摘もある。

本論文は、間接金融から直接金融への流れとともに、伝統的な預貸金業務を中心とした銀行経営は変質を迫られるが、銀行はその情報と知恵を活用してプロジェクトファイナンスやセキュライゼーションといった金融の構造化の流れの中で、プロジェクトや証券スキームの管理者として大きな役割を果たしていくことができるし、デリバティブ業務についても金融資産等のボラティリティーの引受者として銀行が果たすべき役割は大きいと主張している。

また本論文は、今後金融業務がどのように変貌を遂げていくべきなのかという問題について「構成要素への分解」というキーワードを用いて明快な理論的整理を行っており、今後の金融業の在り方について極めて示唆に富

むものとなっている。

以下、本論文について評者が気の付いた点をいくつか述べてみたい。

2. ディスクロージャーの機能について

本論文では、いわゆる「貸し渋り」問題に関連して、企業と投資家との間に生じている情報の非対称性の問題（リスク観の捻れ）を解決するオーソドックスな手法の1つとしてディスクロージャーの拡充の問題を取り上げ、たとえ時価主義会計が採用されたとしても、現行の企業会計的なディスクロージャー制度の下では企業が負担しているリスクの状況をそもそも表現しきれないのではないかとし、この問題を解決するためにはリスク情報に関する定量的なパラメータを追加的に開示することが必要ではないかとしている。このような考え方は、会計原則の主たる役割は、資産・負債の状態の正確な把握や損益認識のルールを規定することであるが、ディスクロージャーにはそうした側面以外に金融機関のリスク・エクスポージャーやリスク管理能力の評価という会計原則では表現できない情報を提供する役割もあるのではないかという

問題意識のもとに、マーケット・リスク等のディスクロージャーについての提言を行った BIS ユーロカレンシー・スタンディング委員会のレポート（いわゆるフィッシャーレポート）の考え方とも軌を一にするものであり、評者も同じ意見である。

ディスクロージャーの役割をこのような視点から捉えることは、金融機関が多様化、複雑化したリスクを抱えるデリバティブ業務のディスクロージャーの在り方を検討する際にはとくに重要であると考えている。現在、金融制度調査会ディスクロージャー作業部会のワーキンググループでも、このような考え方を参考にしながらオフバランス取引のディスクロージャーの在り方についていろいろと議論を行っているところである。

3. プロジェクトファイナンス

本論文では、プロジェクトファイナンスのメリットの1つは、投資対象のリスクプロファイル（リスクとリターンの関係）を明らかにし、市場機能を活用した効率的な資金配分を行うことにあるとしている。

評者としても、このような手法の有効性を認めるものであり、現実の問題としても、今後金融機関の果たすべき役割としてプロジェクトファイナンスの管理者等としての機能が大いに期待されるところである。

ただ、理論的な問題としては、企業が行うさまざまな事業をプロジェクトファイナンスとして区分し資金調達主体を細分化することが、さまざまなプロジェクトを単一の企業体で行い資金調達も一本化した場合に比べ総体としてのリスクプレミアムが小さくなるかどうかについては、一概にどちらともいいきれないのではないと思われる。企業はさまざ

まな事業に従事し、そのシナジー効果により事業体（事業そのものではない）として成立しているものであり、ある程度の事業間の利潤の移転が行われることは企業として当然のことともいえる。

言い換えれば、投資家からみて、いくつかのプロジェクトを「企業体」として総合的に実施することによって発揮できるシナジー効果、あるいはリスク負担能力の高まりに基づくリスクプレミアムの低下幅と、いくつかのプロジェクトが錯綜しているが故にリスクプロファイルが不透明なことによるリスクプレミアムの上昇幅のどちらが大きいかはアブソリュートにはいえないのではないかと考えられる。

したがって、プロジェクトファイナンスは事業ごとに資金調達主体を独立させるという点でリスクプロファイルの明確化を図る手法の1つとして評価できようが、その他の選択肢（社内資本金の導入により事業部門ごとの財務情報を明らかにする等）も含め、企業のリスクプロファイルを明らかにし、全体としてのリスクプレミアムの低減、ひいては収益の極大化を図っていくところに正に経営者の手腕が求められるといえるのではないか。

4. セキュリティゼーション

本論文は、米国でセキュリティゼーションという手法が急速に発展した背景には、それがエージェンシー問題の解決方策になっていたという事情があることを指摘している。確かに本論文でも述べられているように、1980年代に入って米国企業の信用度は大きく変化し、高い格付けを有する債券ですら無視できないデフォルト率を記録している。このことと表裏一体をなす現象であるが、この時期の

Ⅲ. コメント論文

米国の企業社会では企業買収や大胆な事業再編成が流行したところである。そうした状況の下では、債権者からみれば、その事業内容がどのように変化するか解らない企業そのものに投資するよりも、元利払いの源泉となる資産を特定し信用補完の厚みも確定してある資産担保証券に投資する方がリスクプレミアムが小さくなるのは当然であろう。

評者も、今後のわが国の金融業の方向としてさまざまな形態でセキュリタイゼーションが進むであろうと考えるものであるが、本論文でも述べられているように、米国で発達した金融手法は日本でも発達すると単純に考えるのではなく、米国でセキュリタイゼーションが急速に進んだ背景として以上のような事情があったことは十分念頭に置いておく必要があるように思われる。

5. デリバティブ

本論文では、銀行にとってデリバティブ取引とは原資産から分離された資産価格のボラティリティーを引き受けることであるとしたうえで、「現在の派生商品市場をみる限り、市場のプロフェッショナル達が顧客達に対し、価値のある情報を提供する枠組みが必ずしも整っていない」ことが問題であるとしている。また、「米国のヘッジファンドの成功や銀行の派生商品部門の発展は伝えられるが、損失の噂もしつこく囁かれる。何よりも、そうした成功や発展が保険利益と同じように顧客との取引で得られたものなのか、業者間の取引で得られたものなのか、よく分からない。顧客の立場からすれば、業者間取引で大損するような業者は頼りないし、顧客取引で巨額の利益をあげるような業者は信用できない。その意味では、派生商品市場は、まだ

まだ未成熟であり、情報を生み出す力に乏しいといわざるをえない。この市場を銀行が将来の経営の『軸』としようとするのならば、取引情報やリスク情報の公開を含めて、顧客の信頼を得るためにはどうしたらよいか、どのような枠組みを用意すべきか、これから真剣に考えていく必要があるように思われる」とされているが、全く賛成である。銀行が派生商品取引を行うことに対する極端な警戒論も、本論文で指摘されているように派生商品市場が未成熟であり、情報を生み出す力に乏しいこと、言い換えれば派生商品取引がどのような理論的背景があって成立するものであり、その利益の源泉は何か、その取引にはどのようなリスクが内在しているのか、どのような取引の結果、利益や損失が生じているのかという問題に対する理解やディスクロージャーが不足していることから生じているように思われる。

したがって、金融制度調査会基本問題検討委員会でも、デリバティブ取引の本質についていろいろと御議論いただくとともに、金融機関がデリバティブ業務を円滑に行っていくためのインフラ整備としてどのようなことが必要かという観点からも御審議をお願いしたいと考えているところである。

6. 結 び

本論文が指摘しているように、銀行にとって単なる預貸金業務から収益を得ることは次第に難しくなり、資産や負債の取引に際し、そのリスクや管理について優れた情報と知恵をどれだけ提供できるかが収益の多寡に直結するようになるであろう。

このように考えるとき、間接金融から直接金融への流れの中でも銀行がプロフェッショ

金 融 研 究

ナルとして果たすべき役割は依然として大きなものがあると思われる。要は銀行業の内容が変化するにすぎないわけであり、銀行業の将来は決して暗いものではないであろう。問題は、銀行がデリバティブ取引やセキュリティイゼーションを積極的に受け止め、これらの業務に適した組織体制やリスク管理体制、さ

らには人材をいかに備えていくかにあるのではないか。銀行業がそのように変化していく中で、今後、金融制度や規制の在り方も自ら必要な見直しを迫られるようになると考えられる。

以 上

[大蔵省銀行局調査課長]