

「証券会社が銀行へ業態転換するとは一体どういうことか？」

2008年9月24日

アセットマネジメント部

チーフ・エコノミスト 黒瀬浩一

今月21日に米ゴールドマンサックス証券とモルガンスタンレー証券は、銀行持ち株会社へ業態を転換すると発表した。証券会社が銀行に変身するとはどういうことか、背景についてまとめる。

尚、米国では複数の州で営業を展開する銀行は持ち株会社を設立する。その意味で21日発表の銀行持ち株会社というのは、実体は銀行である。

1．銀行と証券会社の差異

銀行と証券の定義を明確にするには、金融の機能から解きほぐす必要がある。そもそも金融の機能は、資金の余剰主体から不足主体への移転であるが、同時にリスクも移転する。このリスクの移転について、銀行融資による資金調達の場合はリスクが銀行にとどまる一方、証券会社を通じた証券発行による資金調達の場合は証券会社を経由して証券の保有主体へと移転する。これが銀行と証券の本質的な差異である。

要するに銀行と証券会社は、資金の移転においてはほぼ同等の機能を有するが、リスクの移転においては全く異なる機能を有するのである。

2．証券化ビジネスに付随した証券会社と銀行の類似点

伝統的な証券会社の業務は、証券発行（プライマリー）市場での引受業務と販売業務、証券流通（セカンダリー）市場での自己売買（ディーリング）業務と仲介業務の4つから成る。しかし、金融自由化に伴い新たな業務としてM&Aのアドバイザー業務や証券化ビジネスも急拡大していた。こうした新たな業務分野で主流を成した証券会社は、米国で投資銀行と呼ばれる。

近年の米国投資銀行が急拡大させた証券化ビジネスの1つに、オリジネート・トゥー・ディストリビュート（以下、OTD）と呼ばれるビジネスモデルがある。これは、市場調達した資金を原資に貸付を行い、後に貸付債権を証券化して転売し、転売代金で市場調達した資金を返済する、手数料を収益源とするビジネスモデルである。対照的に銀行のビジネスモデルはオリジネート・アンド・ホールド（以下、OAH）と呼ばれ、預金を原資（注1）に貸付を行い、貸付債権をそのまま保有して利鞘を収益源とするビジネスモデルである。収益源が手数料か利鞘かの差異は、証券会社と銀行がリスクの移転においては全く異なる機能を有することと対応する。

米国投資銀行の経営危機の問題は、簿外のSIVと呼ばれる子会社を作り、OTDとOAHの中間の形態へと傾斜していったことに始まった。共通したスキームは、親会社の投資銀行が組成した貸付債権の証券化において、その一部を子会社のSIVが市場で調達した資金を原資に買い取り、利鞘を収益源としていた。利鞘を収益源とする点は銀行と同じなので、当然のことながら信用リスクを負うことになる。また原資を市場から調達していたため、流動性リスクも負うことになる。

サブプライム問題が表面化してからは、SIVの取った信用リスクと流動性リスクがあまりに過大だったことが表面化した。背景には結果的に不適切な格付けもあった。これが、今年にはいっ

て米大手投資銀行の経営危機が深化した直接的な原因である。

3．証券会社が銀行へ業態転換

もともと米国には大手投資銀行は5社あったが、既に3社は何らかの形で再建されることとなった。そして残りの2社が、21日の報道で銀行へと業態転換することとなったのである。

背景は、OTDを行っている親会社の経営基盤を揺るがす程のリスクを、OAHに近い形で子会社が信用リスクの形で取っているのであれば、実態としてOAH、つまり銀行と大差はないという考え方とみられる。銀行であれば、既に信用リスクについては自己資本比率などによる規制が整備されているし、流動性リスクの観点でも市場での資金調達より預金の方が預金保険制度の存在もあり流動性リスクは低い。こうしたリスクの監督体制についても銀行の方が整備されている。

尚、一部では、銀行であれば保有資産を商品勘定と投資勘定に分けることで、適用される会計基準を分離することが可能になるとも見られている。

4．今後の展望

今回の措置は、暴力的に動く市場を安定させるための窮余の策の1つでしかない。不良債権問題の解決には市場機能の1つである価格発見機能を早く回復させることが不可欠で、そのためには証券会社などマーケットメーカーの経営基盤の安定が必要である。しかし、市場の安定という観点では、自己資本の充実など他に重要な施策があるのも事実である。

22日付けのニューヨークタイムズの報道（注2）によると、1単位の自己資本に対しゴールドマンサックス証券は22単位、モルガンスタンレー証券は30単位の資産を保有しているのに対し、バンク・オブ・アメリカは11単位である。今後も資産圧縮が続くことであろう。

長期的な観点では、証券化の経済的利益が虚構だったわけでは決してないと考えられる。また、各種提言や報告書により、規制、インセンティブ、監督体制など問題点はほぼ出尽くしている（注3）。業界標準を再構築した上で、できるだけ早く機能を回復することが望まれる。

以上

（注1） 単純化するために「預金を原資に資金を貸付」と書いたが、実際には原資がなくても貸付は可能で、貸付と同時に預金は生じる。これを信用創造と呼ぶ。

（注2） 9/22「Shift for Goldman and Morgan Marks the End of an Era」

（注3） Financial Stability Forum、Institute of International Finance、等。

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。