

証券化と信用保証

片桐, 謙

<https://doi.org/10.15017/2920788>

出版情報 : 経済論究. 79, pp.85-126, 1991-03-26. 九州大学大学院経済学会
バージョン :
権利関係 :

証券化と信用保証

片 桐 謙

目次

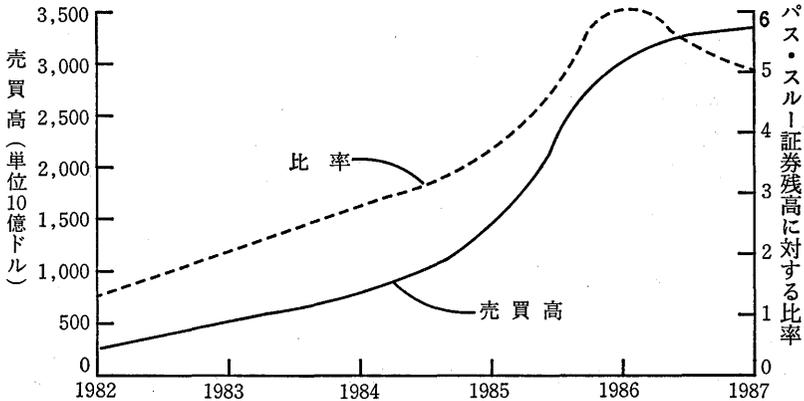
- I 問題の視角
- II 第一次公的信用保証
- III 第二次公的信用保証
- IV 結び

I 問題の視角

アメリカでは1980年代に入り、消費者信用債権、リース債権、企業の売り掛け債権等の流動化・証券化 (Securitization) が進行している。単なる貸付債権の売却とは異なり、この「証券化」には、通常そのままでは流動化が困難な小口の貸付債権を広範な投資家層に対して売却しようとするに意味がある。そして証券化に必要な不可欠な技術が信用保証である。証券化と信用保証との密接な関連は、例えば次のような場合に顕著に現れている。企業が短期資金の調達手段として CP (コマーシャル・ペーパー) を発行する場合、一方でバックアップ・ライン銀行が貸し出し枠 (credit line) を提供し、他方で保証銀行は信用の格付けを上げるため信用状 (letter of credit) を提供する。また、ユーロ市場での証券化における NIF (Note Issuance Facility) で、銀行が引受業者として機能することを前提として、契約時に設定された信用枠に対してバックアップ・ファシリティを供与する。そして証券化の進行過程で、保険会社、商業銀行によるこの信用保証業務への進出は、著しい。本稿の課題は、証券化と信用保証の関連を明らかにすることである。そしてその分析対象として、モーゲージ (mortgage) を取り上げる。それは、現在の証券化の起点とな

るのがモーゲージを担保とした証券、モーゲージ担保証券 (mortgage-backed security) であることによる。このモーゲージ担保証券は資産担保証券の中で最大規模であり、その仕組み、手法は他の種類の資産を証券化する際の基本となっている。1970年代にモーゲージ担保証券が登場したことにより、モーゲージ市場は著しい拡大を遂げた (図 1)。そしてモーゲージ市場は、住宅市場と

図 1 既存モーゲージ証券の売買高の推移



出所) C. A. Pavel, *Securitization*, Probus Publishing, 1989, p. 76.

原資料) Federal Home Loan Mortgage Corporation, Board of Governors of the Federal Reserve System.

資本市場の連繋の場として機能している。住宅需要に対してモーゲージ市場が拡大してきたのはなぜか。信用理論的には、管理通貨制下での貨幣資本蓄積の現実資本蓄積からの乖離の問題。この問題の解明のため本稿では、私的信用を支持するシステムとしての信用保証に焦点をおく。モーゲージの信用保証は1930年代に壊滅状態にあった住宅建築の回復をはかるため、ニューディール政策の一環として公的な形で開始された。まず1934年から連邦住宅局 (Federal Housing Administration) が住宅モーゲージ貸付から生じる損失を保険 (Insurance) した。第二に、第二次大戦後の復員軍人局 (Veterans' Administration) によるモーゲージの保証 (Guarantee) である。以下ではこの二つをモーゲージそのものに対する信用保証という意味で、第一次公的信用保証と呼ぶ。第三に、1968年に政府抵当金庫 (Government National Mortgage Asso-

ciation) が設立され、1970年から GNMA パス・スルー証券 (GNMA Pass-through security) の保証を開始した。この GNMA の保証をモーゲージ担保証券に対する信用保証という意味で、第二次公的信用保証と呼ぶ。以上のように信用保証の観点からは、まず公的に、そして多層的に信用保証が展開していること、これがモーゲージを対象とするもう一つの理由である。モーゲージ市場は、これら FHA, VA, GNMA の三つの公的信用保証によって段階的に発展してきた。

そこでまずモーゲージについて説明しよう。モーゲージとは、第一に不動産を担保とする金銭貸借契約を指す。その内容は、不動産の所有権を債務弁済の担保として、債務弁済不能の時、当該不動産の所有権を、債務者＝モーゲージ設定者 (mortgagor) から債権者＝モーゲージ権者 (mortgagee) に譲渡し、債務弁済にあてるものである。ただし、モーゲージ設定者の占有権は弁済不能になるまで保たれる。この契約をモーゲージ契約といい、それによって担保される貸付をモーゲージ貸付という。アメリカでは個人住宅金融の大半が、このモーゲージでなされる。抵当権は機能的に「金銭借入れ・信用保全の手段」から「投資の対象」へと発展してきた¹⁾。モーゲージは不動産の価値を支配することによって、資金調達と投資とを媒介する手段の役割を果たす。モーゲージは、債務者からみれば担保物を資金化する手段である。債権者からは資金を投下する手段であり、貸し付けた貨幣に対する請求権を持つ。これを証券に表したのがモーゲージという貨幣請求権である。この貨幣請求権は、貸し付けられた貨幣元本の他に利子に対する所得請求権を持っている。それ故、モーゲージは、担保物、担保権など、担保としての意味と共に、そのような担保権付きの債権という意味を持つ。こうして不動産はモーゲージを通じて金融システムに取り込まれる。

住宅金融は開発段階と所有段階の二つからなる²⁾。この二つの段階は次のようにいいかえることもできる。すなわち、不動産による金融、つまり不動産を担保としての金融と、不動産のための金融、つまり不動産を調達するための金融である。前者は住宅建築のための資金需要に応ずるための金融であって、これにより住宅が建てられる。関与期間は短期で、資金調達は建築融資 (con-

struction loan) といわれる。後者は、関与期間は中長期で、パーマネント・ローン (permanent loan) といわれる。所有段階でのパーマネント・ローンの特徴は、第一に個人に供与する信用としては一般に一回の融資額が巨額であること、第二に不動産への長期の投資であること、第三に不動産への投資資金が固定してしまい、流通過程から分離して存在する傾向がある、従って固定しがちな資本を再び流通過程に引き戻す手段も同時に予定しなければならないこと、にある。そのため不動産に投資した資本をどのように流通させるかが、最も重要な課題となる。

第一次公的信用保証は第二次大戦後、モーゲージ・カンパニーを核としたモーゲージ「市場」を形成した。が、ここでは「市場」といっても売り手と買い手との相対での売買にとどまった。これにモーゲージ担保証券に対する第二次公的信用保証が新たに加わることにより、GNMA パス・スルー証券は相対取引の次の段階、店頭市場で取り引きされるに至った。本稿では、FHA, VA, GNMA の三つの公的信用保証に即してモーゲージ市場の形成・発展の過程を追うことにより、証券化と信用保証の一体性を明らかにする。

注

- 1) 我妻 栄『近代法における債権の優越的地位』、有斐閣、1953年、85—86頁。
- 2) 伊藤 進『担保法における理念の変革』日本土地法学会『不動産金融・水資源と法土地問題双書10』、有斐閣、1978年。

II 第一次公的信用保証

1 第一次公的信用保証

大恐慌は、住宅建築活動とモーゲージ市場に打撃を与えた。金融機関および投資家による新規モーゲージ貸付は、大恐慌中にほとんど中断した。更に1920年代に締結された住宅モーゲージ債権の元利支払いが停滞して、抵当流れと金融機関の倒産が相次ぎ、モーゲージ市場は事実上崩壊した。そこで1930年代壊滅状態にあった住宅建築の回復を図るため、ニューディール政策の一環として連邦政府の関与が始まった。このうちモーゲージ市場の形成にとって意味を持

つのは、連邦住宅局（FHA）の住宅モーゲージ貸付の保険である。FHA は、1934年全国住宅法（National Housing Act）に基づいて、連邦政府の住宅・都市開発省（Department of Housing and Urban Development）のもとに設立された全額政府出資の連邦保有機関である。FHA 保険対象の典型的な貸付は、タイトルⅡのもとでの原則として1—4家族用住宅の建築ないし購入のための貸付である。債務者であるモーゲージ設定者から徴収された保険料は、相互不動産保険資金（Mutual Mortgage Insurance Fund）に集中される。借り手に返済不能が生じた場合、当該不動産は貸し手の手に移り、貸し手はそれを FHA コミッショナーに渡し、引き換えに FHA 社債を受け取る。この FHA 社債は相互不動産保険資金引き当てに発行されたものである。保険金支払いの際に、FHA 社債と回収不能になった住宅モーゲージとを交換する方法がとられた点に、特徴がある。

FHA がモーゲージ金融で果たした第二の役割は、定期償還方式（Amortization）という独特の返済方式を導入したことである。FHA 保険導入以前は、融資率（loan to value ratio）は40—50%、貸付期間は5年程度で、利息のみ毎年支払い、元本は最後に一括返済という方式がとられていた。1930年代の不況期に返済不能に陥る場合が多かったのは、そのためであった。ところが FHA がその典型的なプログラムであるタイトルⅡセクション203（b）のもとで定期償還方式を導入したことにより、FHA 保険の付かないコンベンショナル・モーゲージにも、この方式が用いられるようになった。

この定期償還方式の浸透を金融機関別にみると（表1）、S & Lは1920年代から既にこの方式をとっていた。生保も貸付の3/4以上が部分的あるいは完全定期償還方式をとっていた。これに対して商業銀行は、1934年以前は非定期償還方式が一般的であった。しかし1940年代以降、生保と商業銀行は定期償還方式をとっている。

1944年には復員軍人再調整法（Servicemens' Readjustment Act）に基づいて復員軍人局（VA）が設立され、民間金融機関の復員軍人向けモーゲージ貸付の保証を行った。FHA とは異なり、VA では保証料は無料であって、連邦政府の財源負担によって保証する。返済不能の場合、保証限度額と抵当権実行

表1 生命保険会社，商業銀行，貯蓄貸付組合によるコンベンショナル非農業モーゲージ貸付 (%)

貸付のタイプ	1—4家族用住宅			そ の 他		
	生 保	商業銀行	S & L ^a	生 保	商業銀行	
1920—1924年 ^a						
完全定期償還	27.5%	15.5%	94.4%	1.7%	5.8%	
部分的定期償還	56.2	42.4		77.6	40.7	
非定期償還	16.2	42.1		5.6	20.7	
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
1925—1929年						
完全定期償還	18.9	16.2	b	6.3	10.7	
部分的定期償還	58.9	37.9	b	66.1	43.4	
非定期償還	22.2	45.9	b	27.6	45.9	
計	100.0	100.0	b	100.0	100.0	
1930—1934年						
完全定期償還	33.4	17.1	94.1	3.8	10.3	
部分的定期償還	50.4	38.1		69.8	39.7	
非定期償還	16.2	44.8		5.9	26.4	
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
1940—1947年 ^a						
完全定期償還	90.6	48.8	99.8	53.1	51.9	
部分的定期償還	8.4	41.3		44.1	37.3	
非定期償還	1.0	9.8		0.2	2.8	
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	

注) 24の生保，116の商業銀行，92のS & Lによる1920年1月1日以降になされた貸付に関するNBERのサンプル調査。

- a. 1—4家族用住宅以外の216の貸付（全体の約5%）を含む。
- b. 1925—29年のS & Lの貸付は1920—24年のそれに含まれる。
- c. S & Lに関しては，1942—47年になされた貸付。

出所) R. J. Saulnier et. al., *Federal Lending and Loan Insurance*, NBER, 1958, p. 358.

の費用およびそれまでの未回収利息が請求次第即座に現金で支払われる。貸し手の側からはFHA保険とVA保証には差異がないので，以下では両者をモーゲージに対する信用保証という意味で，第一次公的信用保証と呼ぶ。

2 第一次公的信用保証と商業銀行

第一次公的信用保証は第一に，商業銀行のモーゲージ貸付への参入をもたら

した。商業銀行は1930年代以降、ターム・ローン、消費者信用と並んで、モーゲージ貸付に積極的に進出した。商業銀行のこれらの中長期信用供与の展開の背後にあったのは、巨額の過剰準備 (excess reserves) であった。商業銀行のモーゲージ貸付は既に1920年代に相当拡大していたが、1930年代半ばからのそれは、第一次公的信用保証が登場したという点で決定的に異なる。1930年代に商業銀行は、連邦準備銀行 (Federal Reserve Banks)、復興金融公社 (Reconstruction Finance Corporation) をはじめとする公的金融機関の補完が存在してこそ本来の商業銀行業務以外の部面へ積極的に進出しえた。つまり商業銀行の変容が管理通貨制の枠組みの中で生じたことが、分析すべき問題である。

まず第一次公的信用保証における商業銀行の位置を見ると、1935—53年のFHA 保険住宅モーゲージのうちの36.7%が、1944—54年のVA 保証住宅モーゲージのうちの25.9%が、商業銀行によってオリジネートされた³⁾。そして1950年の全被保険商業銀行の1—4家族用住宅モーゲージ貸付残高の57.5%が、公的信用保証付き——FHA 保険が27.2%、VA 保証が30.3%——であった⁴⁾。表2の通り、第一次公的信用保証の導入以降、商業銀行のモーゲージ貸付はモーゲージ信用拡大期には上昇し、収縮期には低下しながら、1940年代にかけて傾向的に上昇した。

このような商業銀行のモーゲージ貸付への参入の動因として重要なのは、先述の定期償還方式の導入である。表3が示す通り、商業銀行のモーゲージ貸付は公的信用保証が付かない場合でさえ、非定期償還から定期償還への移行が生じ、1940年代には定期償還方式が定着した。1950年、全被保険商業銀行の1—4家族用住宅コンベンショナル・モーゲージ42.5%のうち38.0%が完全および部分的定期償還方式で、1—4家族用住宅モーゲージ残高総額のうち非定期償還方式はわずか4.5%である⁵⁾。

商業銀行はモーゲージの作成にあたり、モーゲージ設定者の審査、不動産の審査、貸付条件を考慮する。これらの商業銀行のリスク審査はいずれも、FHAのそれに基づいていた⁶⁾。FHA 設立当初からのプログラムであるセクション203がリスク審査の際に重視したのは、1. オリジネートの時期、2. 定期償

表2 不動産タイプ別の全商業銀行保有モーゲージ負債残高* (10億ドル)

計	モーゲージ負債残高				商業銀行保有分			
	計	非 農 業		農 業	計	非 農 業		農 業
		1 — 4 家 族 用 住 宅	多数家族 および 商 業			1 — 4 家 族 用 住 宅	多数家族 および 商 業	
1929	47.0	19.5	17.8	9.6	b	10.1%	b	10.4%
1930	47.8	19.6	18.8	9.4	b	9.9	b	10.1
1931	46.5	19.0	18.4	9.1	b	9.5	b	10.3
1932	44.0	17.9	17.7	8.5	b	9.3	b	10.5
1933	39.5	16.7	15.1	7.7	b	9.1	b	9.2
1934	38.4	17.0	13.9	7.6	b	7.1	b	6.6
1935	37.3	16.8	13.1	7.4	b	7.6	b	6.6
1936	36.6	16.7	12.8	7.2	b	8.2	b	6.8
1937	36.4	16.8	12.7	7.0	b	8.7	b	7.2
1938	36.5	17.1	12.7	6.8	10.9%	9.3	14.7%	7.7
1939	36.9	17.6	12.7	6.6	11.5	10.0	15.3	8.1
1940	37.7	18.4	12.9	6.5	12.0	10.5	16.1	8.4
1941	38.8	19.4	13.0	6.4	12.6	11.9	15.6	8.4
1942	37.9	19.2	12.7	6.0	12.5	12.3	14.9	8.0
1943	36.4	18.8	12.2	5.4	12.4	12.3	14.3	8.3
1944	35.7	18.8	12.0	4.9	12.4	12.2	13.9	9.1
1945	36.4	19.2	12.5	4.7	13.1	12.6	14.6	10.8
1946	42.8	23.6	14.4	4.8	16.9	15.7	19.7	14.3
1947	50.1	28.6	16.7	4.9	18.8	17.4	21.8	16.2
1948	57.5	33.5	19.0	5.1	18.9	17.0	22.8	16.6
1949	63.8	37.3	21.1	5.4	18.2	16.4	22.0	16.3

注) a. 商業銀行保有の農業用モーゲージ以外のデータは Bureau of Foreign and Domestic Committee, *Survey of Current Business*, October 1950, tables 6, 7, p. 15. 農業用モーゲージ貸付のデータは Department of Agriculture からで被保険商業銀行の保有分のみ。

b. n. a.

出所) C. F. Behrens, *Commercial Bank Activities in Urban Mortgage Financing*, NBER, 1952, p. 33

還方式であるか, 3. 頭金, 4. 持ち家住宅であるか, の四つであった。FHA は経験的に, 完全定期償還, 小額貸付, 低融資率, 持ち家住宅, のモーゲージ貸付が平均以下の抵当流れ率を記録する, と認識していたからである⁷⁾。

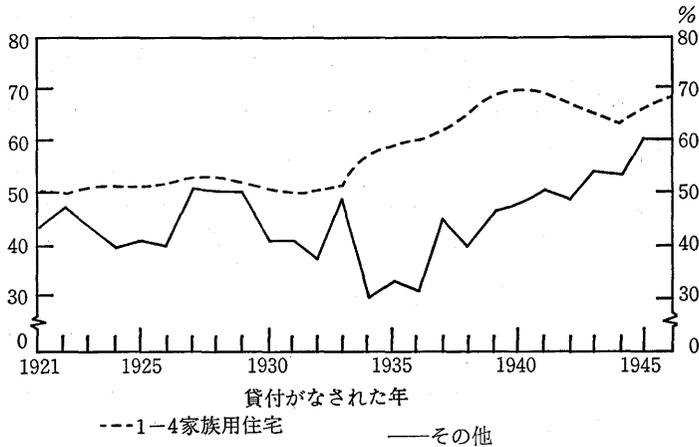
表3 116の商業銀行による都市モーゲージ貸付のタイプ (オリジネート額は10億ドル)

	1920—24年		1925—29年		1930—34年		1935—39年		1940—44年		1945—47年	
	貸付の数	オリジネート額										
1—4家族用住宅												
保 険	—	—	—	—	.2%	.1%	41.8%	43.6%	44.5%	50.6%	38.3%	41.2%
VA	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	25.5	28.4
FHA	—	—	—	—	.2	.1	41.8	48.6	44.5	50.6	12.8	12.8
非 保 険	99.1%	98.7%	99.2%	98.9%	99.0	93.9	58.0	51.3	55.4	49.3	61.4	58.1
完全定期償還	15.4	14.7	16.0	10.2	16.9	13.4	24.7	20.3	26.0	22.3	31.4	27.3
部分的定期償還	42.0	43.5	37.6	38.3	37.7	35.3	20.7	20.7	24.0	23.3	23.9	27.1
非定期償還	41.7	40.5	45.6	50.4	44.4	50.2	12.6	10.3	5.4	3.7	6.1	3.7
n. a.	.9	1.3	.8	1.2	.7	1.0	.2	.2	.1	.1	.4	.7
計	714	2,781	1,097	5,060	403	1,749	1,012	3,794	1,371	5,464	1,017	5,336
そ の 他												
保 険	—	—	—	—	—	—	4.0%	.3%	1.4%	2.8%	7.0%	1.1%
VA	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	5.7	1.0
FHA	—	—	—	—	—	—	4.0	.8	1.4	2.8	1.3	.1
非 保 険	100.0%	100.0%	99.3%	99.8%	98.5%	97.6%	93.6	96.9	96.6	96.6	92.4	98.7
完全定期償還	5.8	2.4	10.6	7.5	10.1	4.8	35.5	13.8	41.5	19.6	56.1	27.8
部分的定期償還	40.7	9.2	43.1	38.8	39.1	45.1	36.3	31.4	44.9	74.3	26.1	52.3
非定期償還	53.5	88.4	45.6	53.5	49.3	47.7	21.8	51.7	10.2	2.7	10.2	18.6
n. a.	—	—	.6	.2	1.4	2.4	2.4	2.3	2.0	.5	.6	.1
計	86	2,396	160	3,264	69	2,643	124	2,766	147	3,027	157	6,871

出所) 表2に同じ。p. 50.

住宅の買い手はモーゲージ審査を通過するために頭金を必要とする。貸し手が、抵当流れで対象資産を売却しなければならない時、頭金があればモーゲージ残高 (mortgage outstanding) をカバーできるからである。また売却時の市場価格が当初の購入価格を下回ったとしても負債をカバーできるから、対象資産売却時の見込み違いに対し幅が持てるとも言える。対象資産の価値に対するモーゲージ残高の比率を融資率といい、貸し手のモーゲージに係わるリスク回避相当分を表す。融資率が低ければ低いほど、安全性は高くなる。例えば10%を頭金として支払い、残りをモーゲージで調達しようとする住宅の買い手の場合、当初の融資率は90%となる。図2は商業銀行のモーゲージ貸付の契約条

図2 116の商業銀行による都市モーゲージ貸付の融資率



出所) 表2に同じ。p. 51.

件のうちの融資率の推移を表す。1935年以降の融資率の上昇は、商業銀行が高リスクのモーゲージ貸付を行うようになったことを意味する。商業銀行にとって、モーゲージ貸付は自己流動的ではない。しかも高リスクの貸付を積極的に行うようになった。これはFHAの保険、そしてFHAが導入した定期償還方式により可能となった。FHAは返済不能の場合に保険をするという以前に、信用供与の際に月毎の定期償還方式をとった。そのため商業銀行は返済のキャッシュ・フローを確保できたのである⁸⁾。

ここで問題となるのは、1930年代に商業銀行が展開した他の部面——ターム・ローン、消費者信用——との関係である。まずターム・ローンについては⁹⁾、モーゲージ貸付の場合の公的信用保証と同じく、RFC 融資、連邦準備銀行の貸付といった公的金融機関の補完があった。この、公的金融機関が民間金融機関のみでは進出しえない部面を開拓したという点で、両者は同じ役割を果たした。両者の相違は、対象とする借り手の違いである。それは、ターム・ローンが企業へ、モーゲージ貸付が個人へ、ということだけではない。ターム・ローンの場合、公的金融機関との協調融資がなされたのは限界的な、高リスクの中小企業に対してであり、しかもその時、担保付きであった。そして大企業への中長期貸付は、借り手企業の財務状態、特に収益力に基づいて、無担保でなされていた。他方、モーゲージ貸付で公的信用保証が対象としていたのは、住宅の価格、借り手の所得階層の点で中位のものである（表4）。モーゲージ貸付の公的信用保証は、貸付の中核部分を対象としていたのである。また個人が住宅建築・購入をするという意味では、モーゲージは消費者信用の範疇に入る。

表4 住宅購入者の住宅価格および所得別のコンベンショナルと保険・保証第1順位モーゲージ金融

	FHA保険	VA保証	コンベンショナル	計
住宅の購入価格				
5,000ドル未満	10%	11%	79%	100%
5,000— 7,499	15	26	59	100
7,500— 9,999	26	31	43	100
10,000—12,499	27	30	43	100
12,500—14,999	16	29	55	100
15,000以上	19	8	73	100
住宅購入者の年所得				
3,000ドル未満	19	21	60	100
3,000— 3,999	16	30	54	100
4,000— 4,999	21	30	49	100
5,000— 7,499	29	18	53	100
7,500以上	15	13	72	100

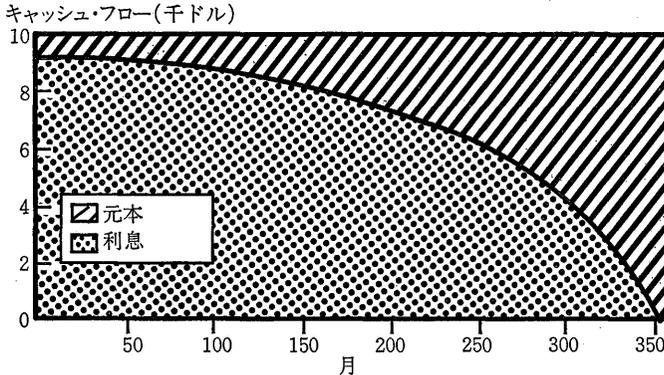
注) 1950年10月12日から1951年3月15日までの新規および既存の1—2家族用非農業持家住宅に関するサンプル調査。

出所) 表1に同じ。p. 306.

そして事実、消費者の負っている最大の負債はモーゲージ負債である。1930年代以降のモーゲージ負債の増加は、FHA, VA, 連邦抵当金庫 (Federal National Mortgage Association), GNMA, 連邦住宅貸付銀行 (Federal Home Loan Bank), 等のさまざまな公的金融機関に負うところが大きかった。これに対して消費者信用は、民間金融機関が新しい金融技術を導入しつつ参入していった分野である¹⁰⁾。筆者がモーゲージにおける信用保証の役割を強調するのは、これらの点にある。そして特に、公的信用保証がモーゲージ貸付の中核部分を対象としていたことに注目する。このことは FHA の定期償還方式が一般的となったことと共に、以下で考察すべき問題である。

先述の通り、モーゲージは不動産を担保とした債権・債務関係を意味する。モーゲージに投下される貨幣資本の側からは、モーゲージは貨幣資本を利子生み資本として運動させる媒介手段である。モーゲージに投下された貨幣資本は、金利は固定金利で、元利月払いで、長期間で還流する。このとき図3のよ

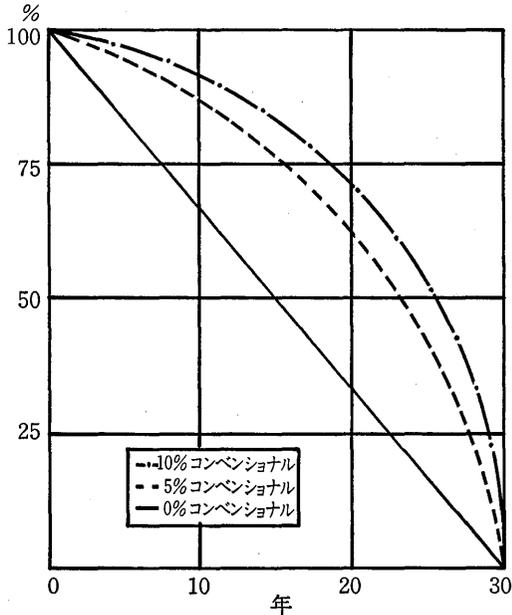
図3 金利11%、期間30年モーゲージの100万ドル・プールの予定キャッシュ・フロー・パターン (期限前償還なし)



出所) F. J. Fabozzi ed., *The Handbook of Mortgage-Backed Securities*, Probus Publishing Co., 1985, p. 111.

うに元本償還は増加、金利支払いは減少し、毎月の返済額(元利合計額)が等しくなるように設計される。この増加する元本償還と減少する金利支払いの合計が常に一定となるキャッシュ・フロー・パターンを定期償還方式といい¹¹⁾,

図4 ローン3種類のモーゲージ残高例



出所) 図3に同じ。p. 33.

FHA によるモーゲージへの適用を嚆矢とする¹²⁾。モーゲージへの流通性の付与という点から、この独特のキャッシュ・フロー・パターンが意味を持つ。図4のように、毎月の分割返済額のうち元本部分はモーゲージ残高を減少させる。モーゲージ残高とはある時点における未返済のモーゲージ貸付額であり、住宅の買い手がまだ所有していない住宅価値と見なすことができる。これに対して、買い手が所有している住宅価値はエクイティ (Equity) という。エクイティは、住宅の価値とモーゲージ残高の差である。時間の経過と共に分割返済によってモーゲージ残高は減少し、融資率も低下する。逆にエクイティは上昇する。この買い手が所有する住宅価値の上昇は、住宅金融の所有段階を不動産を調達するための金融といいかえたことにあらわれている。

先の定期償還方式では月次の返済額のうち、支払い利息＝モーゲージ残高×金利、と設計されていた。この式から、支払い利息／金利＝モーゲージ残高、

であり、収益を金利で除すことにより、「資本額」、モーゲージ権者が「担保として」所有している住宅価値がえられる。これは一定の所得からその貨幣元本を逆算して資本価値を想定すること、「資本化」、「資本還元」に類似する。それゆえ貸し手であるモーゲージ権者にとっては、モーゲージ貸付からの利息が、資本の収益、住宅価値を「担保として」所有することによって得られる収益であるかのように、転倒して観念される。モーゲージへの貨幣資本の投下は、貨幣資本の貸付資本としての運動からみれば、貸付である。しかしモーゲージに投下された貨幣資本は長期間で還流し、従ってその運動形態も、手形割引とその還流を基礎とした貨幣資本の運動形態と著しく異なる。

不動産を担保とした債権・債務関係を化体するという意味では、モーゲージは証書にすぎない¹³⁾。モーゲージにいかにか流通性を付与するか。そのためにまず返済のキャッシュ・フローの確保と自立化、そして定期償還方式という独自のキャッシュ・フロー・パターンを作り出すことにより、モーゲージに「資本化」的性格を付与すること、これがFHA保険の意義である。そして、モーゲージ貸付の公的信用保証の対象が必ずしも限界的な借り手ではなく、中位の階層であったことの意味もここにある。

3 モーゲージ「市場」の形成

第二次大戦後のアメリカ経済は住宅建築の激増を伴った。これは1930年代の大不況と、これに続いて戦時中に抑えられていた住宅の繰延べ需要が戦後、解放されたためであった。この時期重要な役割を果たしたのが、VA保証である。

表5の通り、モーゲージの実際の流通は第二次大戦後始まった。住宅需要の増加はモーゲージ市場形成の必要条件ではあるが、十分条件であるとは必ずしもいえない。同時期のモーゲージ市場の核として機能したのは、モーゲージ・カンパニーである。FHA、VAの第一次公的信用保証がモーゲージ・カンパニーを成立させた。モーゲージ・カンパニーは、モーゲージのオリジネーターではあるが、保有者ではない。住宅売買に関するモーゲージ手続き一切を、住宅購入希望者とモーゲージ貸し手との間にたって行う仲介専門業者である。モーゲージ・カンパニーはモーゲージをオリジネートし、これが適当な規模になる

表5 FHA保険住宅貸付のモーゲージ権者間の移転（額は100万ドル，数は1,000）

年	移転された貸付の額面		移転された 貸付数 (3)	年 末 の 貸 付 数 (4)	(3)/(4) (%)
	計 a (1)	連邦機関除く b (2)			
1935—36	65	54	n.a.		
1937	115	93	n.a.		
1938	199	153	n.a.		
1939	309	230	n.a.		
1940	401	343	n.a.		
1941	442	400	n.a.		
1942	492	462	n.a.		
1943	594	480	n.a.		
1944	463	429	n.a.		
1945	478	395	n.a.		
1946	266	244	56	940	6.0
1947	278	276	51	912	5.6
1948	887	784	134	1,088	12.3
1949 c	1,100	841	157	1,302	12.1
1950 c	1,421	1,292	202	1,511	13.4

注) a. 購入・売却された貸付の額面。連邦機関間の移転を除く転売含む。

b. (1)—連邦機関のネットの購入・売却。

c. 1949年からは、セクション610に従ってセクション 603での保険モーゲージを含む。

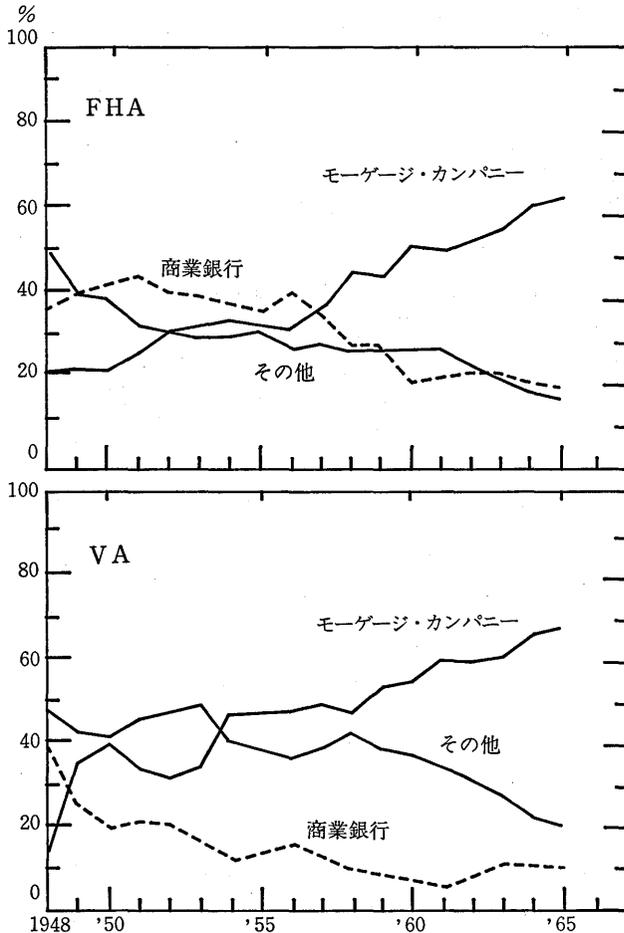
出所) L. Grebler, *The Role of Federal Credit Aids in Residential Construction*, 1953, p. 72

まで手持ち高を増やしたうえで最終投資家に売却する。最終投資家にとっては担保物件の管理，元利金の回収，政府保険の保険料支払い事務をモーゲージ・カンパニーに任せただけで，モーゲージ貸付が可能になる。他方，モーゲージ・カンパニーの収益はモーゲージのオリジネートと先のサービス手数料からなる。

図5の通り，モーゲージ・カンパニーは戦後のFHA・VAモーゲージのオリジネートで比重を高め，1965年末にはFHAモーゲージの64%，VAモーゲージの68%をオリジネートした。モーゲージ・カンパニーのオリジネートは商業銀行からの借入れによって行われる。この商業銀行の貸付は，「在庫金融(warehousing)」あるいは「つなぎ融資(interim finance)」といわれ，モー

ゲージを担保とした形態で行われる¹⁴⁾。商業銀行の在庫金融は1950年代に連邦準備制度理事会によって注目され始めた。この在庫金融は貸付—預金の信用操作の反復によって行われた。そして形式的には短期の貸付であっても、実質的にはこれを次々と更新して長期の貸付を行っている。商業銀行にとって重要なのは、モーゲージ・カンパニーのモーゲージ取扱業務から生じる預金残高であ

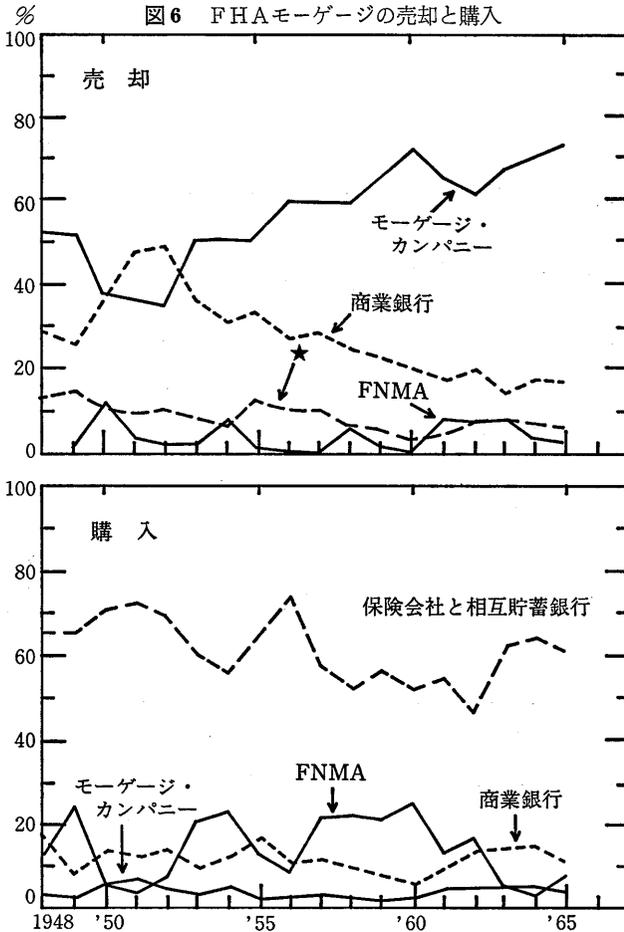
図5 政府引受モーゲージのオリジネート



出所) J. A. Cacy, "Specialized Mortgage Marketing Facilities," Federal Reserve Bank of Kansas City, *Monthly Review*, July-August, 1967, p.7.
 原資料) Federal Housing Administration, Federal Home Loan Bank Board.

る。在庫金融の後、商業銀行は貸し出した資金を再び自己の預金として獲得することができ、資金の流れを自己の管理下におくことができる。

モーゲージ・カンパニーは、こうしてオリジネートしたモーゲージをほぼ全額売却する。そして図6の通り、FHA モーゲージ売却の大半がモーゲージ・カンパニーによってなされた。モーゲージ・カンパニーからのモーゲージの購入者は、S & Lを除く民間金融機関、そのうち特に生保と相互貯蓄銀行、そし



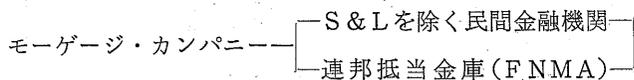
注) ★S & L, 相互貯蓄銀行, 保険会社。

出所) 図5に同じ。p.8.

原資料) Federal Housing Administration.

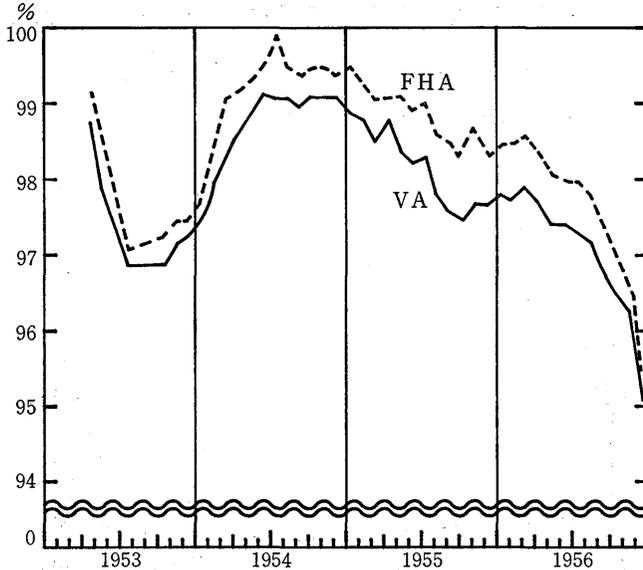
て連邦抵当金庫 (FNMA) である。特に生保は直接個人に貸し出す方法はとらず、ほとんどすべてコルレス関係にあるモーゲージ・カンパニーからモーゲージを購入する。

1940年代半ば以降、FNMA が政府引受モーゲージの売買を開始した。1938年に RFC 資金によりワシントン国法抵当金庫 (National Mortgage Association of Washington) が設立され、FHA 保険付きモーゲージの売買にのり出した。これが改称されたものである。実際は、FNMA がモーゲージを売却するのは稀で、もっぱら購入をおこなった。そしてその相手はモーゲージの数では75%¹⁵⁾、額では84%¹⁶⁾ がモーゲージ・カンパニーであった。以上より、第二次大戦後形成されつつあったモーゲージ市場は下のように表される。そしてその核として機能したのは、モーゲージ・カンパニーであった。



ところでモーゲージがこの市場で売却される時、オリジネーターであるモーゲージ・カンパニーは売り手となり、その他 FNMA を含めた金融機関は買い手となる。買い手が注目するのはモーゲージ貸付の利回りである。オリジネーターが保有するモーゲージ貸付の金利は既に決定されているため、売り手が買い手に対して利回りを変える唯一の方法はモーゲージ価格を調整することである。例えば、モーゲージの金利6%、額面10,000ドルであるとすると、利回りは6%となる。売り手が買い手を引き付けるために6%を上回る利回りを提示しなければならない場合、モーゲージを10,000ドルを下回る価格で売却しなければならない。利回りを高くするため額面価格の割引が必要になる。実行済みのモーゲージ貸付の元本残高は毎月定期的に変わるため、ドルでの価格の評価は困難である。そこで価格は、 $\text{価格} = \text{売却時のモーゲージ残高} / \text{額面価格} \times 100$ 、とパーセントで評価される。そしてモーゲージ手形の元本残高に係わらず、 $\text{割引} = 100 - \text{価格}$ 、である。図7には1953—56年の FHA・VA モーゲージの平均価格が表されている。1955—57年ブーム期の反インフレ金融政策のもとでは約5%の割引がなされた。金融逼迫期に利回りを上昇させ割引引くためには、価格を下げねばならない。そのためには先の式より売却時のモーゲージ

図7 FHA・VA金利4.5%モーゲージの平均価格



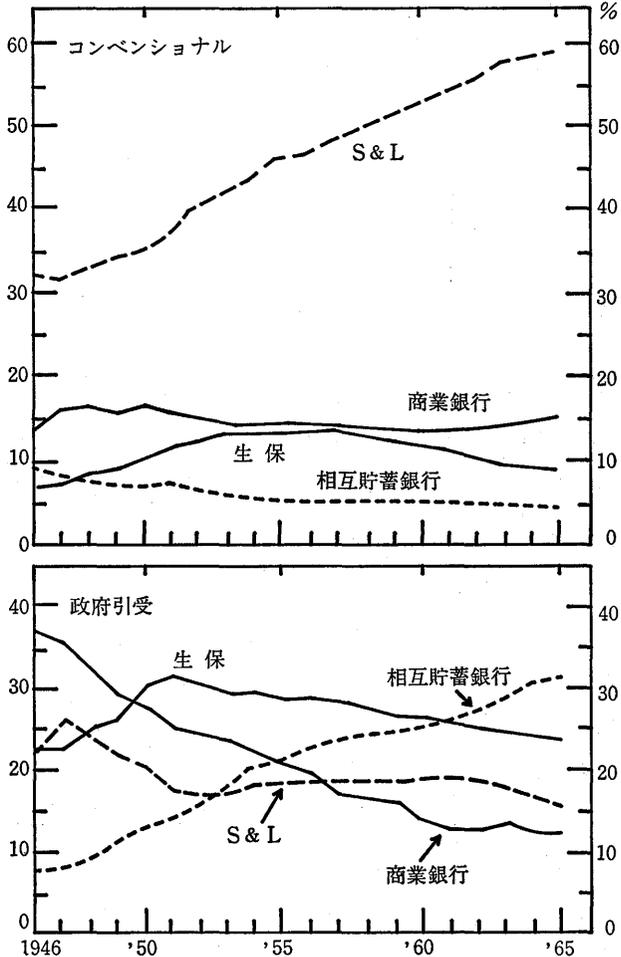
出所) S. B. Klamman, *The Postwar Residential Mortgage Market*,
NBER, 1961, p. 91.

原資料) Federal National Mortgage Association.

残高を下げねばならない。すなわち、オリジネートと売却とが時間的に背離するほど高い利回りを設定できる。しかし売り手であるモーゲージ・カンパニーにとってはモーゲージを在庫として保有する間、モーゲージの売却価格が下落するリスクを被る。そのためモーゲージ・カンパニーは長期間保有することはできず、通常数カ月保有した後、売却する。そして利回りは、金利と貸付期間にわたって均等にならされた割引率とからなり、FNMAが決定した利回りを基準としている。こうして決定された利回りはモーゲージ投資家の収益と見なせる。しかしいうまでもなく、この利回りは平均的利子率ではない。それはモーゲージ「市場」といっても、第一にその姿は先の図の示す通りであったこと、第二にオリジネートされたFHA・VAモーゲージのうち売買されたのは10~20%に過ぎないこと¹⁷⁾、そして第三にFNMAとの間で相対的に決定された利回りであること、による。モーゲージの買い手は当初のモーゲージ貸し手

と同じく、自らが「担保として」所有する住宅価値を「資本還元」的に逆算できる。しかしモーゲージはあくまで貨幣請求権であって、国債、社債、株式と

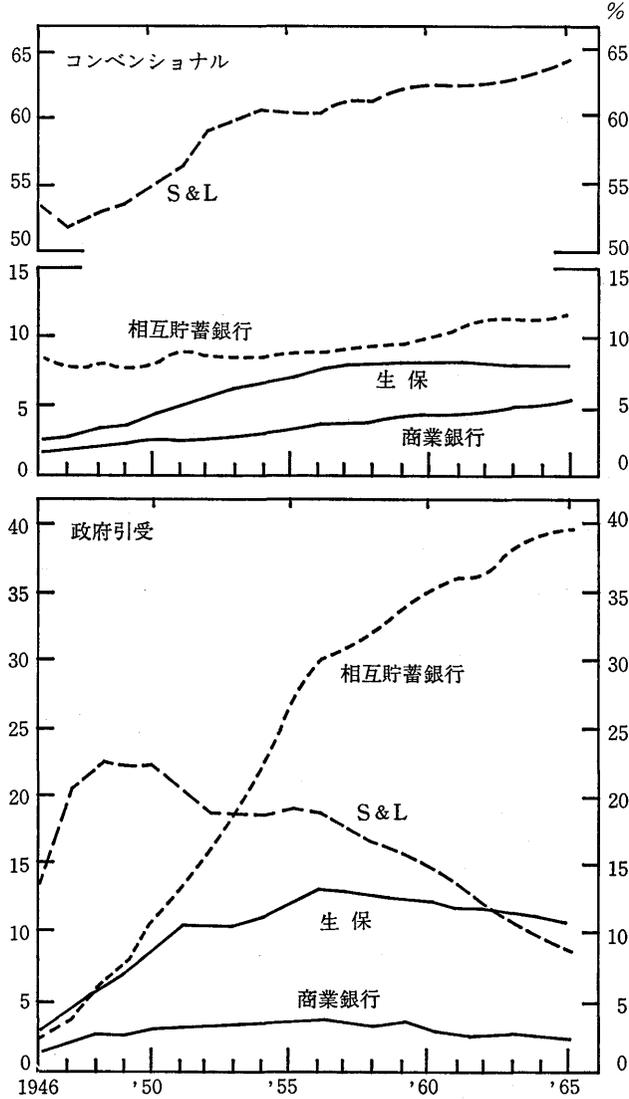
図 8 住宅モーゲージ負債総残高に占める割合



出所) J. A. Cacy, "Financial Intermediaries and the Postwar Home Mortgage Market," Federal Reserve Bank of Kansas City, *Monthly Review*, January-February, 1967, p. 13.

原資料) Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Home Loan Bank Board, Department of Housing and Urban Development, Institute of Life Insurance.

図9 総資産に占める住宅モーゲージの割合



出所) 図8に同じ。p. 16.

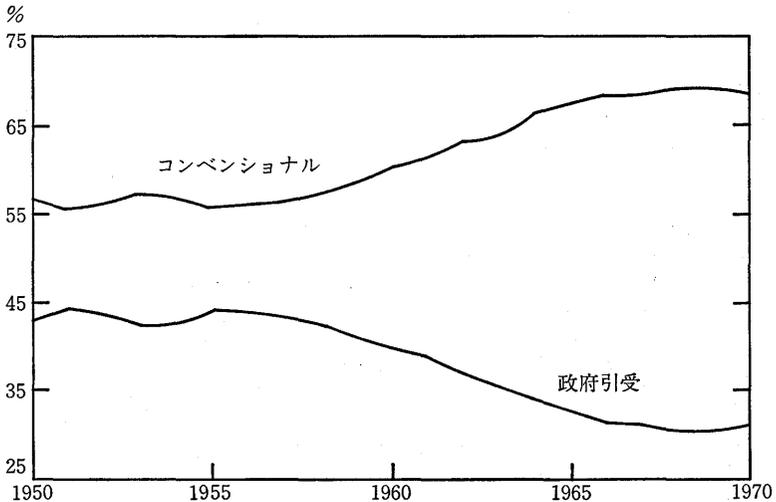
いった擬制資本と同列におくことはできない。

4 戦後の住宅金融

戦後のアメリカ経済は小規模の景気循環を繰り返しつつ、全体的には成長を続け、消費市場を代表する住宅需要は増加した。住宅モーゲージ貸付を行ったのは、商業銀行、S & L、相互貯蓄銀行、生保である。これら民間金融機関のモーゲージ負債総額に占める割合をみると（図8）、FHA・VAの付かないコンベンショナル・モーゲージではS & Lが一貫して上昇した。政府引受モーゲージでは、民間金融機関の他にFNMAが加わり、突出した金融機関はない。その中でも顕著なのは、商業銀行の低下と相互貯蓄銀行の上昇である。

次に総資産に占めるモーゲージの割合では（図9）、コンベンショナル・モーゲージはS & Lがその割合を増加させ、1965年末には資産の65%を占めた。他方、政府引受モーゲージの保有は、相互貯蓄銀行を除いた全てが低下させ

図10 住宅モーゲージ負債総額に占めるコンベンショナルと政府保険モーゲージ貸付



出所) G. H. Sellon, Jr. and D. VanNahmen, "The Securitization of Housing Finance," Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, July-August, 1988, p. 7.

原資料) Federal National Mortgage Association.

た。1965年末に、生保11%、S & L 9%、商業銀行2%に対して、相互貯蓄銀行は40%を占めた。

そして、コンベンショナル・モーゲージと政府引受モーゲージの住宅モーゲージ負債総額に占める比率を示したのが、図10である。コンベンショナルと政府引受は1955年まで5.5:4.5の比率を維持したが、1950年代半ば以降コンベンショナルの上昇、政府引受の低下が続き、1965年には両者の比率は7:3となった。戦後20年間で、モーゲージ負債の大半をコンベンショナル・モーゲージが、しかもS & Lが担う方式が定着していたのである。そのため住宅金融は以下のような脆弱性を持つ。第一に、コンベンショナル・モーゲージは地域の市場であるから、貯蓄過剰地域から不足地域への資金の流れは閉ざされる。第二に、モーゲージ貸付に特化している貯蓄金融機関は、市場金利上昇局面では預金流出を招き、かつ過去の低金利期のモーゲージ貸付が平均収益を押し下げ、貯蓄性預金金利を市場金利なみに引き下げることが許さないため、打撃を受ける。これが実際に生じたのが、1966年、1969—70年のディスインターミディエーション (disintermediation) であった。

この二つの信用逼迫期に商業銀行とS & Lは共に、モーゲージ貸付を低下させたが、1966年と1969—70年とは注目すべき相違がある。それは1966年にはS & Lのコンベンショナル・モーゲージが低下したのに対し、1970年には政府引受モーゲージ、特にFHAモーゲージが119億800万ドルと前年比30%増加したことである。これは主としてFNMAによって購入された。その結果、1968年以降、FHAモーゲージはコンベンショナル・モーゲージよりも急速に増加している。FNMAはモーゲージの購入を通じて金融政策の効果の一部を相殺することが可能である。特に1969—70年にはFHAとVAモーゲージ貸付はそれぞれ10%、8%増加し、1966年の16%、2%の低下と対照的である。1969—70年は1966年と比べて公的金融機関が住宅金融に深く関わりを持ったといえる。そしてコンベンショナル・モーゲージに特化したS & Lが1966年にディスインターミディエーションを経験したことにより、その後の住宅金融政策は以下の方向に向けられた¹⁸⁾。

1. 貯蓄金融機関の流動性を向上させ、信用引締め状態によりうまく対応す

る。

2. 住宅モーゲージの市場性を増すことによって魅力的にし、貸し手がポートフォリオ・ポジションをより容易に信用引締め状態に調整する。
3. 住宅モーゲージ資金の配分を向上させ、信用引締め期に信用のより効率的な配分を確保する。
4. 住宅モーゲージ投資にとって利用可能な資金源の拡大。

これらは貯蓄金融機関の資産・負債構造の改善を意図した 1. と、モーゲージ市場の拡大を目指した 2. 3. 4. に分かれる。以下では後者を考察する。モーゲージの証券化は、1960年代半ばまでに定着した S & L によるコンベンショナル・モーゲージ方式を改めようとするものであった。

注

- 3) R. J. Saulnier et. al., *Federal Lending and Loan Insurance*, NBER, 1958, p. 305.
- 4) C. F. Behrens, *Commercial Bank Activities in Urban Mortgage Financing*, NBER, 1952, p. 7.
- 5) *Ibid.*, p. 7.
- 6) *Ibid.*, p. 75.
- 7) E. M. Fisher and C. Rapkin, *The Mutual Mortgage Insurance Fund*, Columbia University Press, New York, 1956, p. 106-108.
- 8) FHA の導入した定期償還方式はターム・ローンにも用いられていった。(G. E. Moore, "Term Loans and Interim Financing," B. H. Beckhart ed., *Business Loans of American Commercial Banks*, The Ronald Press Company, 1959, p. 212.)
- 9) 川波洋一「信用供与の技術革新と商業銀行(上), (下)」九州大学『経済学研究』第 55 巻 4・5 合併号, 6 号, 1990 年 7 月, 参照。
- 10) 同「米国商業銀行によるリテイル・バンキングへの進出過程(1)」『証券経済』第 173 号, 1990 年 9 月, 参照。
- 11) 定期償還方式については, F. J. Fabozzi ed., *The Handbook of Mortgage-Backed Securities*, Probus Publishing Co., 1985, p. 29-34. (日本債券信用銀行セキュリティゼーション研究会訳『証券化の戦略と実務』東洋経済新報社, 1987 年, 25-27 頁。)を参考にした。
- 12) 先に見た通り, 1920 年代には定期償還方式は一般的ではなかった。そのためいったん不況になり所得が減少すると, 元本を一括返済する負担に耐えられず, 住宅の抵当流れや投げ売りが生じた。このことは住宅価格の低下をもたらし, 住宅建築の不振と

商業銀行の資産内容の劣悪化を促した。定期償還方式により、借り手にとっては、返済金額の一時的負担増を軽減することになり、同時に、貸付期間は第二次大戦後までに20～30年に延長された。が、以下で述べるように、定期償還方式の導入は、モーゲージの貸し手にとってこそ意味を持つ。

- 13) モーゲージは、モーゲージ貸付が行われる際にモーゲージ設定者からモーゲージ権者に交付される書類一式を指す時にも用いられる。このうちモーゲージ契約証書を、狭義のモーゲージという。
- 14) 商業銀行の在庫金融については、拙稿「モーゲージの流動化機構と商業銀行」九州大学大学院『経済論究』第76号、1990年3月、参照。
- 15) S. B. Klamann, *The Postwar Residential Mortgage Market*, NBER, 1961, p. 224.
- 16) J. M. Guttentag, "The Federal National Mortgage Association" G. F. Break et. al., *Federal Credit Agencies*, Prentice-Hall, Inc., 1963, p. 84.
- 17) 拙稿「公信用と金融市場」九州大学大学院『経済論究』第77号、1990年7月、参照。
- 18) "Monetary Policy and the Residential Mortgage Market," *Federal Reserve Bulletin*, May 1967.

Ⅲ 第二次公的信用保証

1 モーゲージ「市場」の拡大

1970年代以降のモーゲージのオリジネート状況をみると、表6の通り、1970年代後半から貯蓄金融機関の低下とモーゲージ・カンパニーの上昇が対照的である。オリジネーターは、自らのポートフォリオにモーゲージを保有するとは限らない。商業銀行と貯蓄金融機関は1970—78年に、オリジネートの78%、保有の増加の72%を占めた。連邦抵当金庫 (FNMA) と連邦住宅貸付抵当会社 (Federal Home Loan Mortgage Corporation) といった連邦関連信用機関は金利上昇期に保有を増し、金利低下期に減らす傾向がある。そしてモーゲージ・プール (mortgage pools) は1978年以降、S & Lに次ぐ保有者となっている。このオリジネートと保有の動向は1970年代以降、モーゲージ「市場」がそれ以前とは比べものにならない程度で拡大したことを示している。モーゲージの第二次市場売却は、1970—81年に500億ドル (360%) の増加で、これはオリジネートの増加の大半を占める。表7は、金融機関別のモーゲージの売却・購入を示す。このモーゲージ「市場」拡大の要因として、以下の点をあげることがで

表 6 単一家族非農業住宅パーマネント・モーゲージ貸付のオリジネート (%)

年	預 金 金 融 機 関			モーゲージ・カンパニー	連邦政府系金融機関 (GNMA を含む)	合 計
	商業銀行	貯蓄金融機関				
		貯蓄貸付組	相互貯蓄行			
1970	21.9	41.6	5.9	25.0	3.9	100.0
1971	21.8	46.0	6.1	21.6	3.1	100.0
1972	23.3	48.4	6.7	17.5	2.6	100.0
1973	23.8	48.5	7.5	16.1	3.0	100.0
1974	23.9	45.8	5.8	19.3	3.7	100.0
1975	18.5	52.9	5.5	18.0	3.7	100.0
1976	21.7	54.9	5.7	13.9	2.4	100.0
1977	22.7	53.3	5.4	15.9	1.9	100.0
1978	23.7	48.6	5.1	18.6	2.6	100.0
1979	21.8	44.4	4.8	24.3	2.4	100.0
1980	21.5	45.7	4.0	22.0	3.3	100.0
1981 ¹⁾	20.4	44.0	4.3	24.5	4.6	100.0

注) 1) 第3四半期分。

出所) D. J. Larkins, "Recent Developments in Mortgage Markets," *Survey of Current Business*, February, 1982, p. 19.

きる。第一に、1971年に FNMA と連邦住宅貸付抵当会社 (FHLMC) がコンベンショナル・モーゲージの購入を始めた。これ以前、FNMA の購入は政府引受モーゲージに限られていた。FHLMC は1970年 緊急住宅融資法 (Emergency Home Finance Act) により連邦住宅貸付銀行および他の認可金融機関から住宅モーゲージを購入する 目的で設置された。第二に、モーゲージ需要が、S & Lの預金流入とモーゲージの返済以上に増加した。そして第一の点ともあいまって、S & Lのモーゲージ購入・売却により、コンベンショナル・モーゲージの「市場」が形成されていった。

第三に最も重要な要因は、モーゲージ・プールによって担保されたモーゲージ担保証券の導入であり、モーゲージの証券化である。表 8 は、モーゲージ担保証券を比較したものである。以下ではこのうち、モーゲージ担保証券の原型として GNMA パス・スルー証券を考察する。

表7 単一家族非農業住宅パーマネント・モーゲージの売買高の機関別構成

年	預金金融機関			連邦政府 系金融機 関 (GNMA を含む)	モーゲ ージ・ プー ル	モーゲ ージ・ カン パニ ー	合 計	
	商業銀行	貯蓄金融機関					%	金 額 (10億 ^{ドル})
		貯蓄 貸付組合	相 互 貯蓄銀行					
売却高全体に占めるシェア (%)								
1970	12.0	5.6	2.1	11.3	0.7	67.6	100.0	14.2
1972	9.1	12.0	0.8	15.8	0.8	59.3	100.0	24.1
1974	6.9	13.4	0.9	10.8	3.0	64.5	100.0	23.1
1976	9.8	18.8	1.2	26.4	1.2	42.3	100.0	40.9
1978	10.0	22.1	0.4	13.4	2.1	51.6	100.0	67.8
1980	11.4	23.6	1.1	10.9	4.9	47.9	100.0	65.8
1981 ¹⁾	7.6	20.6	0.7	12.8	6.5	51.3	100.0	39.8
購入高全体に占めるシェア (%)								
1970	3.7	25.4	10.4	40.3	13.4	0.7	100.0	13.4
1972	4.0	37.8	10.8	19.9	19.1	5.6	100.0	25.1
1974	1.7	20.9	4.3	38.3	27.4	3.9	100.0	23.0
1976	1.9	25.9	4.9	22.4	38.3	5.1	100.0	42.8
1978	2.7	16.3	4.4	29.8	36.8	6.0	100.0	63.0
1980	6.2	17.7	1.4	20.6	38.2	4.9	100.0	69.9
1981 ¹⁾	5.3	16.6	0.5	19.9	38.3	7.7	100.0	41.3

注) 1) 第3四半期分。
出所) 表6に同じ。p.23.

2 第二次公的信用保証

まず図11に従って GNMA パス・スルー証券 (以下 GNMA) について説明する。GNMA はモーゲージ・オリジネーターが満期、金利、質等が同一のモーゲージをプールして信託し、それを裏付けに発行した債券である。GNMA 作成後も、モーゲージ・オリジネーターは引続き元利金の取り立てや記帳などのサービス業務を行う。モーゲージの借り手は自分のモーゲージが証券化されていようがまいが、従来通りオリジネーターの集金に応じる。モーゲージの借り手が毎月支払う元利金は、サービス手数料を差し引いたうえで、そのまま証券保有者に送られる。元利金がモーゲージの当初のオリジネーターを通過してそのまま投資家に支払われることから、パス・スルー証券と称

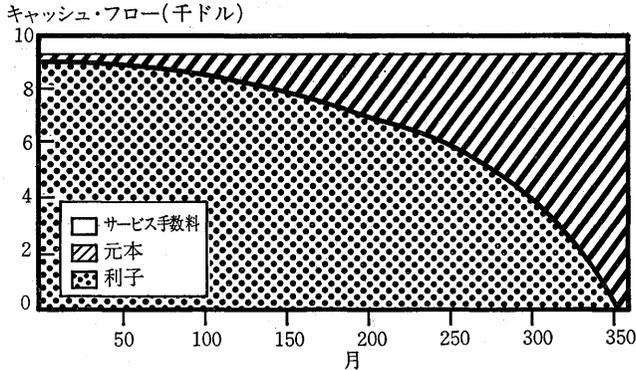
表 8 モーゲージ担保証券の比較

系 統	パス・スルー証券				モーゲージ担保債券		ペイ・スルー債券	
	政 府 系			民間系	民間系	政府系	民間系	
商 品 名	ジニーメー	FHLMC-PC	FNMA-MBS	—	—	FHLMC-CMO	CMO	
発 行 者	FHA認可の民間の貸し手	FHLMCと認定セラ—/サービサ—	FNMAと認定セラ—/サービサ—	銀行、貯蓄金融機関、民間媒介会社	貯蓄金融機関等	FHLMC	証券会社、住宅建設業者、貯蓄貸付組合	
担保となるローン	FHA/VA付保ローン	コンベンショナル・ローンおよびオリジネーション後1年以上たったFHA/VAローン	コンベンショナル・ローンおよびオリジネーション後1年以上たったFHA/VAローン	コンベンショナル・ローンおよびFHA/VAローン	FHA/VAローンおよびコンベンショナル・ローン	パス・スルー証券およびコンベンショナル・ローン	パス・スルー証券およびコンベンショナル・ローン	
保証機関	GNMA(実質政府保証)	FHLMC	FNMA	民間保険会社/(格付)	(格付)	FHLMC	(格付)	
保証内容	元利金の期日通りの支払	利子の期日通り支払い、元金の完全な支払	元利金の完全かつ期日通りの支払	利子の期日通りの支払、保険内容に応じた元本の究極的回収	—	不 明	—	
導入時期	1970年	1971年	1981年	1977年	1975年	1983年	1983年	
券面金額	最小 2万5,000 ^円	最小 2万5,000 ^円	最小 2万5,000 ^円	最小 2万5,000 ^円	不 明	1,000~ 2万5,000 ^円	1,000~ 2万5,000 ^円	
元利金払い	毎月	毎月	毎月	毎月	年2回	年2回	年2回、4回	
モーゲージ・プールからのキャッシュ・フローと証券の元利金払いとの関係	直 結	直 結	直 結	直 結	分 離	連 結	連 結	
発行者の行為	資 産 の 売 却				債 務 の 増 加			
法的性格	モーゲージ・プールに対する直接的所有権(持分権)				発行者に対する債権			

出所)「アメリカにおけるセキュリティゼーション」

『東京銀行月報』1986年10月号, 12頁。

図12 金利11%, 期間30年のクーポン・レート10.5%パス・スルー証券の予定
キャッシュ・フロー・パターン (期限前償還なし)



出所) 図3に同じ。p. 111.

証とパス・スルー証券に対する政府機関の保証という、二重の保証があるため、実質的にはデフォルト・リスクはない。GNMAs は「合衆国の完全な誠実と信用」(the full faith and credit of the U.S.)によってバック・アップされ、それゆえ市場性、安全性の点で財務省証券と同等といわれている。とはいえ、借り手である住宅の買い手がモーゲージ債務の返済を契約通り実行しない場合は起こりうる。この時、GNMAs 発行金融機関は自己資産を取り崩して、投資家に対する予定支払分を立替払いする義務を有する。パス・スルー証券を保有することはモーゲージ貸付を保有することであり、パス・スルー証券投資に伴う危険と収益は、その背後にあるプール内の貸付に結びついている。そのため貸付に返済不能が生じれば、そのままパス・スルー証券の元利支払が不能になる恐れがある。そこで個々の貸付の信用力を、政府機関のそれに置き換えた。GNMA が「元本+利息」の毎月の期日通りの支払を保証するということは、パス・スルー証券のキャッシュ・フローをモーゲージのそれから自立化させることを意味する。

第三に、GNMAs の発行金融機関は通常、民間金融機関とされているが、実際にはモーゲージ・カンパニーである。1983年末時点で、GNMAs の公認発行者の60%がモーゲージ・カンパニーである¹⁹⁾。モーゲージ・カンパニーは

GNMAs の発行時点までモーゲージの所有権を有する。そして GNMAs を発行することにより、そのモーゲージの所有権を GNMAs の所有者に譲渡する。GNMAs の発行者であるモーゲージ・カンパニーにとっては、GNMAs の発行はモーゲージの売却にあたり、B/S 上資産の売却となり債務とはならない。

ここで問題となるのは、第一次公的信用保証と第二次公的信用保証の関連である。すなわち、なぜ第一次公的信用保証の上に第二次公的信用保証が重層的に導入されたのか、という問題である。以下ではこれについて考察する。

アメリカ・モーゲージ・バンカー協会 (Mortgage Bankers Association of America) の M. L. コールアン (Colean) は、1961年、当時のモーゲージ・カンパニーの問題点について次のように述べた。

「重大なのは政府との絡み合いの問題だ。もしこれ（第一次公的信用保証：筆者）が住宅金融で主要な要因であり続けるなら、モーゲージ・カンパニーの直面する問題を述べない。そしてたとえ FHA システムが全国的な民間住宅モーゲージ市場のより効率的なメカニズムとなっても、生保と相互貯蓄銀行への依存によってモーゲージ・カンパニーに課せられた配分額が、モーゲージ・カンパニーの活動を定める。それはまた、モーゲージ市場全体と比べたこれらの機関の多分低下するポジションのゆえに、モーゲージ・カンパニーの拡大率が過去よりも将来、低下するかもしれないことを意味する。²⁰⁾」

以上では、戦後モーゲージ市場の核として機能してきたモーゲージ・カンパニーの活動を制約する要因が指摘されている。第一に、モーゲージ・カンパニーがオリジネートするのは政府引受モーゲージであった。しかし政府引受モーゲージのモーゲージ残高に占める割合は1950年代半ば以降、低下していた。その結果、モーゲージ・カンパニーの地位は相対的に、かつ絶対的に低下しつつあった、ということである。第二に、モーゲージ・カンパニーのモーゲージの売却ルートが閉ざされたということである。1965年以降、生保のモーゲージからの撤退によって、1950年代の生保とモーゲージ・カンパニーのコルレス関係は崩壊した。モーゲージ・カンパニーの直面するこれらの問題の解決策として、先のコールアンはモーゲージ担保証券の発行を提案している。

「もし彼らが、モーゲージそのものよりも、モーゲージによって担保された

証券を提供することができたら、モーゲージ投資の年金基金への魅力は増すだろう。²¹⁾」と。

個々のモーゲージ貸付の転売の代替手段として、個々のモーゲージ貸付のプールに対する持ち分権を投資家に売却する、という方法である。モーゲージ担保証券の発行は1960年代半ばにまさに必要となり、1968年のGNMAの設立によって可能となった。第二次公的信用保証は、モーゲージ・カンパニーの限界を打開する手段であった。そして彼の当初の意図通り、GNMAsの保有で、S&Lは1971年の49.2%から1981年の18.2%に低下し、逆に年金・退職基金は5.1%から9.0%に上昇した(表9)²²⁾。

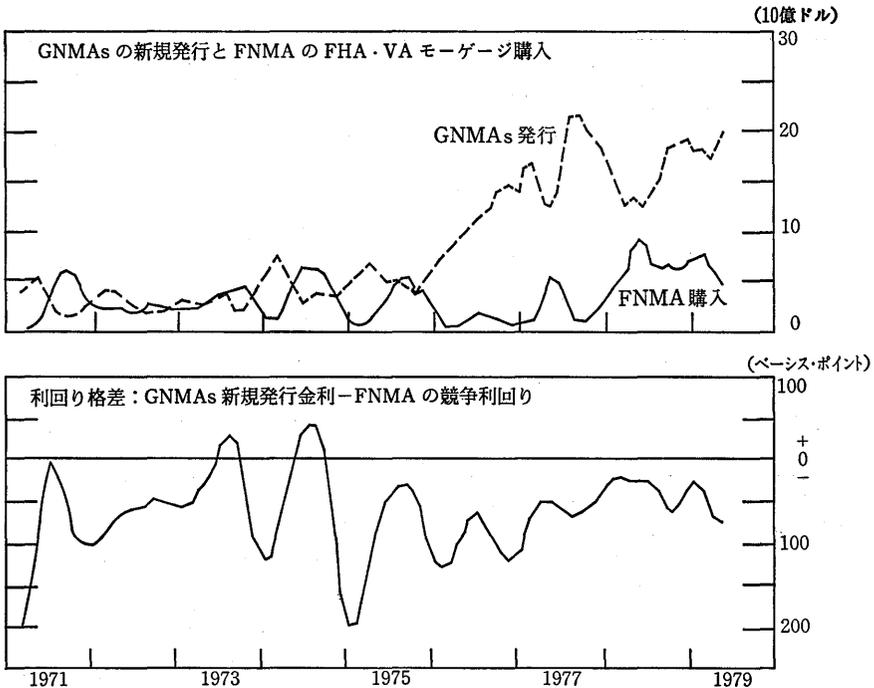
モーゲージ・カンパニーはモーゲージを集め書類を完成させ売却するまでの間、通常3～4カ月、在庫に伴うリスクを負う²³⁾。具体的には第一に、GNMAsを売却する以前に資本調達金利が上昇し、モーゲージを在庫として保有するコストが上昇するリスク、第二に、モーゲージを売却する以前に金利が上昇し、

表9 GNMAパス・スルー証券発行残高の保有者構成

年	発行残高 (10億ドル)	保有者 全体 (%)	保有者タイプ別(%)							
			預金金融機関			信用 組合	年金・ 退職 基金	モーゲ ジ・カン パニーと 投資銀行	個人	ノミニ ー・ その他
			商業 銀行	貯蓄金融機関						
				貯蓄 貸付 組合	相互 貯蓄 銀行					
1971	3.1	100	4.0	49.2	19.2	6.7	5.1	7.5	1.0	7.7
1972	5.5	100	5.2	41.7	20.2	6.1	5.0	9.4	1.3	10.4
1973	7.9	100	5.7	33.3	21.6	5.1	7.1	10.1	1.9	15.3
1974	11.8	100	5.9	30.4	18.0	4.0	7.7	10.6	1.6	21.7
1975	18.3	100	4.8	27.3	14.7	3.2	7.9	18.9	1.2	22.0
1976	30.6	100	5.3	19.6	13.0	2.6	10.0	20.3	1.1	28.1
1977	44.9	100	6.0	14.7	11.7	2.6	11.4	17.3	1.2	35.0
1978	54.3	100	5.9	13.7	11.0	2.4	11.5	13.1	1.4	41.1
1979	76.4	100	5.9	15.3	9.8	2.1	9.8	6.6	1.6	48.9
1980	93.9	100	5.3	17.2	9.7	2.0	9.2	6.8	1.8	48.0
1981年7月	101.6	100	5.2	18.2	9.4	1.8	9.0	6.2	1.8	48.4

出所) 表6に同じ。p. 26.

図13 GNMAパス・スルー証券発行とFNMAの購入



出所) D. F. Seiders, "The GNMA-Guaranteed Passthrough Security," *Staff Studies* 108, 1979, p. 23.

原資料) Government National Mortgage Association, Federal National Mortgage Association.

モーゲージの売却価格が下落するリスクである。図13に示される GNMA の発行額は、モーゲージ・カンパニーのモーゲージ在庫管理に依存する。証券化以後、モーゲージ・カンパニーのモーゲージ売却先は、それ以前からの民間金融機関、FNMA に、GNMA モーゲージ・プールのルートが加わることになった。表10が示す通り、オリジネートした FHA・VA モーゲージそのものを民間金融機関に売却することは1970年代半ば以降、ほとんどなくなった。残るルートは、FNMA か GNMA モーゲージ・プールへの売却である。GNMA 発行額と FNMA の購入額を比較したのが、図13である。これから GNMA 発行額と FNMA の競争利回りとの関係は明らかである。FNMA は1968年に、

表10 政府引受住宅モーゲージ市場でのFNMA購入とGNMAパス・スルー証券発行 (10億ドル)

年	FHA・VA オリジネート	FNMAの FHA・VA 購入	GNMA モーゲージ 担保証券 発行	FNMAとGNMAの割合 (%)		
				FNMA (2)/(1)	GNMA (3)/(1)	計 (4)+(5)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1971	11.8	2.7	2.7	23	23	46
1972	12.6	2.6	2.7	20	21	41
1973	9.2	3.2	3.1	34	34	68
1974	9.8	2.3	4.5	23	46	69
1975	11.2	2.9	5.2	26	47	73
1976	14.2	0.8	11.2	6	78	84
1977	21.7	2.3	17.4	11	80	91
1978	24.3	6.6	15.4	27	63	90

出所) 図13に同じ。p. 60.

原資料) Federal Housing Administration ; Veterans' Administration ; Federal National Mortgage Association ; Government National Mortgage Association.

「自由市場競売方式 (free market auction)」を導入した。「競争」という言葉が表わすように、モーゲージを売却しようとする者は各自が売却しようとするモーゲージの収益を特定することによって値付を行い、FNMA は 特定期間内に予約から提示されるモーゲージを購入する契約を行う。FNMA への受渡し方法については、選択方式 (optional delivery) と強制方式 (mandatory delivery) とがある。選択方式では、FNMA に対してモーゲージを実際に売却するかどうかは、モーゲージ・カンパニーの自由である。FNMA のコミットメントをもつモーゲージ・カンパニーは 通常、金利が上昇する場合には FNMA に対してモーゲージを引渡し、逆に金利下降期には他の投資家に対してより低い利回りで売却しても構わない。モーゲージ・カンパニーは在庫管理に伴う第二のリスクの一部を、選択方式によって回避することができた。

そして新たな GNMA 発行について。GNMA モーゲージ・プールに組み込まれるモーゲージは、オリジネート後一年以内のものに限定されているため、GNMA モーゲージ・プール額と GNMA 発行額はほぼ等しい。GNMA

モーゲージ・プール→GNMAs 発行、の比率は、表10の通り1970年代半ば以降上昇し、オリジネートされた FHA・VA モーゲージの70%以上がこのルートを経て投資家の手に渡った。そして第一次公的信用保証に第二次公的信用保証が重層的に加わることによって、モーゲージ・カンパニーはモーゲージ在庫に伴う第二のリスクを回避しつつ、在庫管理を円滑に行うことができるようになった。

それでは第二次公的信用保証の導入以後、モーゲージ・カンパニーと第一次公的信用保証の関係はどうなったであろうか。表6の通り、モーゲージ・カンパニーのオリジネートにおける地位は上昇している。そしてモーゲージ・カンパニーは1978年以降、政府引受モーゲージの80%をオリジネートしている(表11)。第一次公的信用保証に第二次公的信用保証が加わることにより、政府引受モーゲージのオリジネートはモーゲージ・カンパニーに収斂されていった。

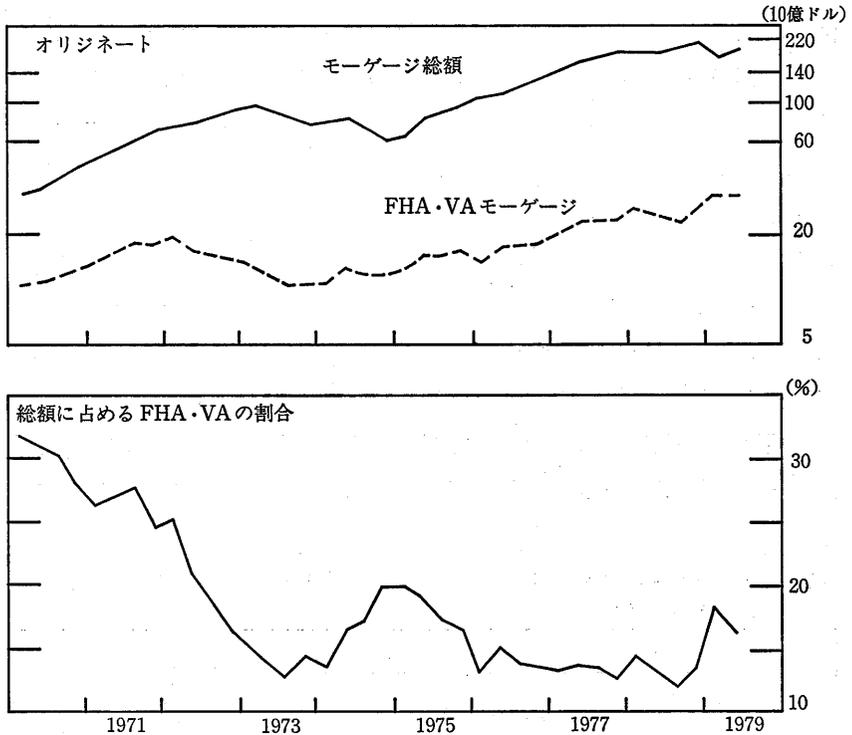
表11 モーゲージ・カンパニーによる単一家族非農業住宅パーマネント・モーゲージ貸付のオリジネート

年	連邦政府保証付		コンベンショナル		(1)	(3)	(3)
	モーゲージ・カンパニー	合計	モーゲージ・カンパニー	合計	(2)	(4)	(1)+(3)
					(%)	(%)	(%)
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	
1970	8.5	12.6	0.4	23.0	67.8	1.8	4.7
1971	11.9	17.8	0.6	40.0	66.6	1.6	5.0
1972	11.2	16.2	2.2	59.7	68.8	3.6	16.3
1973	8.6	12.8	4.1	66.4	67.1	6.2	32.3
1974	9.4	12.4	3.7	55.1	75.4	6.6	28.1
1975	10.9	15.1	3.1	62.8	72.3	4.9	21.9
1976	12.5	17.4	3.3	95.4	71.6	3.4	20.8
1977	19.9	25.4	5.8	136.6	78.3	4.2	22.6
1978	24.0	30.6	10.5	154.4	78.3	6.8	30.4
1979	32.9	39.5	12.3	147.1	83.4	8.4	27.2
1980	21.7	27.1	7.7	106.7	80.3	7.2	26.1
1981 ¹⁾	12.0	14.6	6.7	62.5	82.2	10.7	35.8

注) 1) 第3四半期分。

出所) 表6に同じ。p.20.

図14 長期住宅モーゲージのオリジネート

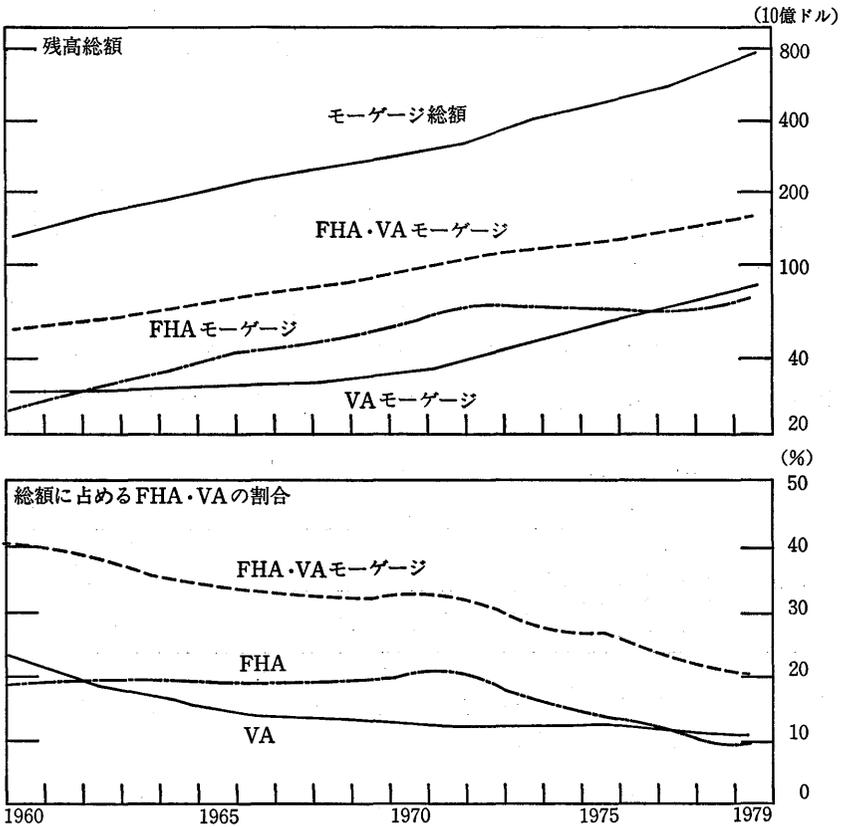


出所) 図13に同じ。p. 48.

原資料) U. S. Department of Housing and Urban Development; Federal Housing Administration; Veterans' Administration.

そして図14のように、第二次公的信用保証の導入以降、モーゲージのオリジネートに占める政府引受モーゲージの割合は金利上昇期、金融逼迫期には上昇した。第一次公的信用保証に第二次公的信用保証が加わることで、モーゲージの流動化が容易になったためである。そしてGNMAsの売買回転率は上昇し、1981年に1.2、'82年に1.6、'83年に2.9を記録した²⁴⁾。公社債市場の担い手であるディーラーが市場を形成する中心的な機能を果たしたのと同様に、モーゲージ・カンパニーはモーゲージ市場の核として機能した。モーゲージ・カンパニーの成立は、第一次公的信用保証導入の結果であり、第二次公的信用保証導入の原因である。

図15 住宅モーゲージ負債残高



出所) 図13に同じ。p. 57.

原資料) Board of Governors of the Federal Reserve System; Federal Housing Administration; Veterans' Administration.

3 公的信用保証と民間信用保証

先にみた1960年代半ばまでの政府引受モーゲージの比率の低下は、第二次公的信用保証の導入以降も続いている(図15)。特にFHAモーゲージの低下が目立つ。このFHAの低下とコンベンショナルの上昇の背後には、二つの要因がある。一つは、既に1940年代には定期償還方式が定着していたことであり、もう一つは民間信用保証の展開である。1957年ウイスコンシン州で、最初の民間モーゲージ保険会社、Mortgage Guaranty Insurance Corporationの設立

が認可された。そして1970年には、14の民間モーゲージ保険会社が全国規模で活動した。これらの民間保険会社はすべて FNMA と FHLMC によって第二次市場での購入の適格モーゲージ保険者として認められている。表12の通り、1970年代に入ってから民間モーゲージ保険の上昇は著しく、1978年には保険付きモーゲージ貸付の1/2を越えた。

民間モーゲージ保険が匹敵するのは、FHA 設立当初からのプログラムであるセクション203 (b) の持ち家住宅貸付保険である。民間モーゲージ保険は、家計の所得、モーゲージ額の点で、公的信用保証のそれと同じ層を対象としている²⁵⁾。そして民間モーゲージ保険は、保険方法について FHA から学んだ²⁶⁾。両者を融資率で比較すると、平均スプレッドは1969年の17.0%から1974年には

表12 1—4家族用住宅のモーゲージ保険会社保険コンベンショナル貸付、FHA保険・VA保証貸付(1—4家族用住宅戸数)

年	モーゲージ 保険会社保険 コンベンショナル ・モーゲージ	FHA*			VA	全保険付 貸付
		新 規	既 存	計		
1970	59,384	55,580	247,798	303,378	167,380	530,142
1971	163,334	59,133	277,654	336,787	282,145	782,266
1972	396,008	58,393	178,323	236,716	353,761	986,485
1973	499,895	28,940	109,740	138,680	304,788	943,363
1974**	330,646	22,559	130,300	152,859	305,314	788,819
1975**	322,204	35,946	192,594	228,540	293,594	844,358
1976	450,810	32,128	200,230	232,358	321,586	1,004,754
1977	617,398	42,786	246,386	289,172	371,610	1,278,180
1978	695,620	40,409	263,056	303,465	352,797	1,351,882
1979**	578,111	62,960	368,013	430,973	345,708	1,354,792
1980**	392,808	58,964	289,450	348,414	255,631	966,853
1981**	268,522 P	30,981 P	130,687 P	161,668 P	118,842 P	549,032

注) ★ セクション203 (b), 234, 244, 245, を含む。

★★ モーゲージ信用の制限期を含む。

P 第三4半期分。

出所) Hearings before the Committee on the Budget House of Representatives, *Budget Issues for Fiscal Year 1983*, 97th Congress 2nd Session, 1982, p. 29.

原資料) Department of Housing and Urban Development, Federal Housing Administration, Veterans' Administration.

11.5%に減少した。コストの点では、民間モーゲージ保険はFHAよりも低コストで保険を提供している。それはまずFHAが100%の保険をカバーするのに対して、民間モーゲージ保険は貸付額の一部——通常20~25%——にしか適用されないこと、そして民間モーゲージ保険料率が低く、モーゲージの最初の数年間のみ適用されることによる。

民間保険モーゲージのオリジネートの内訳は1977年前半に、S&Lが70%、モーゲージ・カンパニーが17%、商業銀行が8%、相互貯蓄銀行と信用組が5%であった²⁷⁾。民間モーゲージ保険を主として利用するのは、モーゲージを自らのポートフォリオに保有する傾向が強かったS&Lである。これに対して先にみたように、政府引受モーゲージのオリジネートは1970年代以降、モーゲージ・カンパニーに集中化される傾向があった。モーゲージ「市場」拡大の過程で、公的保険はモーゲージ・カンパニー、民間保険はS&Lという分業関係が成立していた。そして、まず第一次公的信用保証、第二次公的信用保証、そして民間信用保証、という段階性が認められる²⁸⁾。信用保証の観点からは、S&Lの証券化への関与は、第三の段階であった。

注

- 19) 以下、26%が貯蓄金融機関、残りが商業銀行その他の金融機関である。(ファースト・ボストン、穴井郁夫・大瀬尚信共訳『合衆国連邦債ハンドブック』マネックス出版会、1985年、87ページ)
- 20) M. L. Colean, *Mortgage Companies*, Prentice-Hall, Inc., 1962, p. 40.
- 21) *Ibid*, p. 45.
- 22) 表9の「ノミニエー・その他」の保有比率のうち約1/3が、年金・退職基金の持ち分と推定されている。
- 23) F. J. Fabozzi ed., *op. cit.*, p. 438-443. (邦訳、363-367ページ)
- 24) M. Stamper, P. M. Dodson and R. J. Watson, "Mortgage-Backed Securities: track record," *Mortgage Banking*, December 1984, p. 24.
- 25) 1973年に、MGIC, FHA203(b), VA が対象とした家計の平均年間所得は、それぞれ、14,352ドル、13,334ドル、8,868ドルであった。また平均モーゲージ額は同じく、それぞれ、24,616ドル、19,242ドル、23,928ドルであった。(C. Rapkin, "Growth and Prospects of Private Mortgage Insurance Activity," *American Real Estate and Urban Economics Association Journal*, Vol. 2 Spring 1974, p. 96.)
- 26) J. Grasskamp, "Developments and Structure of Mortgage Loan Guaranty In-

- urance in the United States," *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. 34 No. 1 March 1967.
- 27) Hearings before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U. S. Senate, *Future of FHA*, 95th Congress, 1st Session, 1977, p. 47.
- 28) 公的信用保証の重点が、第一次 (FHA・VA) から第二次 (GNMA) へ移行している、との指摘がある。(井村進哉「アメリカの住宅金融市場と金融機構の再編」『証券研究』第80巻, 1988年1月。)

IV 結 び

本稿では、信用保証の視角からモーゲージの証券化を考察してきた。第一に、本来、貸付債権にすぎないモーゲージがいかにして市場を形成し、拡大していったのか。まずその前段階として、抵当権の重心が「金銭借入れの手段」から「投資の対象」へ移行したことが認められる。所有者が不動産を担保として借り入れようとし、貨幣資本家がこの需要に応じて貸し付けることによって、不動産担保は成立する。この意味で両者は表裏一体のもので、法律的形式からはなんら差異はない。しかし経済学的には重大な相違が認められる。抵当権が投資の仲介となると、その目的は投資家を中心としなければならない。そしてこのもとでは、投資家の権利が譲渡可能 (negotiable) であることが最も重要な要件となる。従って抵当権制度がその中心を、金銭借入れから投資へと移すことは、抵当権投資の流通性を導入したことであるといえる。

次にモーゲージにいかにして流通性＝譲渡性を付与するか、という問題である。借り手の返済能力を基礎とし、対象の不動産を担保にとる。そのうえ更に公的な第三者の保証が付き、いわば三重に担保にとる。モーゲージそのものに対する第一次公的信用保証は、「元本+利子」の返済のためのキャッシュ・フローを確保した。その時とられたのが、月毎のキャッシュ・フロー分析に基づいた定期償還方式である。これによって貸し手であるモーゲージ権者にとっては、モーゲージ貸付からの利息が、住宅を「担保として」所有することによって得られる収益、であるかのように観念される。モーゲージへの貨幣資本の投下は、貨幣資本としての運動からみれば、貸付である。しかし長期間に、人為

的に独特のキャッシュ・フロー・パターンを作り出すことにより、モーゲージに「資本化」的性格を付与した。

そしてモーゲージ担保証券に対する第二次公的信用保証で、モーゲージは実質的な流通性を獲得した。まずモーゲージの持つ個別性を止揚すること、抽象性が考えられねばならない。それがモーゲージを担保とした証券、モーゲージ担保証券、である。この貸付プールの持ち分権の売却という方法も、やはり1930年代に始まったといわれている²⁹⁾。そして先に考察した GNMA であれば、GNMA が毎月の「元本+利子」の、期日通りの支払い (timely payment) を保証する。これはモーゲージの返済の実際の流れを修正 (modify) することを意味する。モーゲージ担保証券の信用保証は、貸し手——まず貸付金融機関、そしてモーゲージ担保証券への投資家——に対する元利返済のキャッシュ・フローを、第一次のモーゲージ借り手のそれから分離し、自立化させるものである。この点が第一次と第二次の信用保証の相違である。モーゲージ担保証券への第二次公的信用保証によって、抽象度を増し、キャッシュ・フローの自立化をいま一步進めた。こうして、第一次・第二次公的信用保証は、モーゲージへの流通性の付与に貢献した。

以上のように、証券化の基軸は一貫してキャッシュ・フローをいかに確保するか、ということであり、その時とられたのが信用保証という金融技術であった。収益力ないしキャッシュ・フローに基づいた金融方式は、既に19世紀半ばにみられた³⁰⁾。それを、計算されたキャッシュ・フローとして確立したのが、FHA の定期償還方式である。1930年代に、まず公的な形で導入されたこの金融技術は、先の貸付プールの持ち分権の売却方法とともに、今日の証券化の基礎を形づくっている。筆者は証券化が1930年代から進行していた、と述べているのではない。今日の信用拡張のための金融技術は、その端緒を1930年代にまでさかのぼることができる。そしてそれは、まさに管理通貨制の枠組みが形成されてゆく過程で、公的な形態で導入された事に、意義がある。モーゲージに対する信用保証も、モーゲージ担保証券に対する信用保証も、まず第一に公的なものでしか作動しえなかった、ということが重要である。今日の証券化の過程で、ようやく民間信用保証の展開がみられるようになった。逆にいえば、そ

の技術を公的なものから受け継いだ民間信用保証が、今日の証券化をモーゲージ以外の分野へ拡大させている。そして従来の有価証券の定義の枠に入らない「新しい有価証券」概念が生まれている³¹⁾。モーゲージ担保証券に始まり、消費者信用債権、リース債権等の流動化・証券化は資本証券の系譜に位置づけることができよう³²⁾。

更に、商業銀行のターム・ローンの場合の連銀、RFC との協調融資と異なり、モーゲージの場合は、証券化のなかで公的から民間信用保証への移行が生じることはあっても、信用保証そのものの意義が喪失することは、決してない。それはモーゲージの信用保証が、あくまで中位の層を対象としていることから理解できる。この点が、ターム・ローンにおける第三者（この場合、公的金融機関）が1930年代にのみ、しかも限界的な借り手に対して意味を持ったのと異なる。

本稿で証券化と信用保証の一体性を論じるうえで、筆者が強調してきたのは、キャッシュ・フローである。パス・スルー証券のキャッシュ・フロー・パターンが、モーゲージのそれと同一であることが、GNMA パス・スルー証券の限界であった。そしてその後の革新は、モーゲージ担保証券のキャッシュ・フロー・パターンそのものを組替えることに向けられる。

注

- 29) 松井和夫「米連邦政府による貸付債権の証券化」『証券研究』第80巻，1987年2月。
- 30) 佐合紘一『企業財務と証券市場』同文館，1986年，40—42頁。
- 31) 1990年6月15日にわが国の証券取引審議会の第一部会は、証券化の進展に対応して、証券取引法上の有価証券の範囲を拡大し、CP や住宅ローン債権信託なども含めた米英型の包括的な有価証券概念に切り換える旨の中間報告をまとめた。
- 32) 有価証券概念を構成するもう一つが、貨幣証券の系譜である。貨幣証券も資本証券もともに、利子生み証券である。貨幣証券を代表する手形は、それに引受信用、割引信用が付加されることにより、金融市場で「商品」として売買される。手形の「流通証券」への転化については、平田 央『有価証券法史論』清水弘文堂書房，1968年，第一章および第九章第二節，参照。