

# 業務自由化, 仲介機関の専門化, 債権流動化

深 浦 厚 之\*

## 1 はじめに

市場メカニズムが持つ効率的資源配分機能は、すべての経済活動がそれに立脚すべき基本理念であり、我々はこの理念を堅持・擁護したことにより社会主義社会に引導をわたすことに成功した。

しかし、ワルラスによって確立されたこの市場原理は純粹・普遍的原理であるが故に、それを現実の経済へ直接移植することは必ずしも容易なことではない。もとより、「市場の失敗」「公共財」「補償原理」などの補完概念が導入されているが、実際の政策運営においては今なお多様な問題が提起されつづけており、未解決のまま推移している課題も少なくない。

金融行政もそうしたジレンマに直面している。最近15年ほどの間に進められた一連の金融自由化措置は、自由競争原理の再認識・再評価という時代趨勢に沿った政策哲学の方向転換を動因としているが、その進捗が決して早くないことは周知のとおりである。自由市場を支える(1) 価格の伸縮性(2) 参入・退出の自由(3) 情報の完全性、の3要素のうち、(1)に関しては金利の自由化がほぼ完了したことによりおよそのところは達成されたけれども、残る要素については一部を除いて未着であると言っても過言ではない。

本論文では、第二の要件である参入・退出問題と密接な関連を持つ「業務の自由化」の意義を、それによって可能になる潜在的な社

会的便益を中心に考察する。そして、金融技術(financial skill)の専門性を追求することによってより効率的な仲介システムが構築されるという基本的認識に立ち、金融取引固有の問題を考慮した上で、具体的政策提言として近年話題になっている「債権流動化」について言及することにした。

最終的には以下のような結論が導かれる。すなわち、自由参入・自由退出の保証という意味での業務の自由化は、取引費用を節約することによりより効率的な仲介技術を持つ主体が金融システムにアクセスすることを容易にする。しかし、連続的な債権債務関係の束から構成される金融市場においては、既存の仲介機関の退出によって生じるネットワーク上の亀裂が信用不安を生じさせる可能性が高い。従って、一時的な利益を食い逃げする形でのHit and Run型の参入・退出は防止されることが望ましい。そのための方法としてここで債権流動化の徹底を提唱する。これにより、技術優位の主体と資金調達優位の主体が市場の評価に従って一種の分業を行うことが可能になるとともに、専門化・特化仲介機関の相互依存関係が市場評価によって確定されるため、市場規律の維持が期待できる。この

\*本稿は平成6年12月金融学会西日本部会での報告に加筆・修正したものである。有益なコメントを寄せて頂いた諸先生に改めて謝意を表したい。

1 なお、以下の考察では情報開示の問題にも言及されるが、あくまで債権流動化の議論の中にとどまっている。

意味で、特化仲介機関間の関係に非市場的要素を残す可能性のある子会社方式・持ち株会社方式・ユニバーサルバンク方式とは区別されねばならない。

## 2 参入・退出の自由と

### 「業務の自由化」

金融自由化の柱の一つとして位置づけられる「業務自由化」は、換言すれば金融機関の「ポートフォリオ選択の自由化」であり、従って、広範な資産スペクトルを持つ現代においては「参入・退出の自由化」とほぼ同義であるといつて差し支えない (Ng (1988))。すなわち、その業務にとどまることを決意させるに十分な (正常) 利潤を確保しようと予想する業務には自由に参入できるということが自由市場の原則であり、従って、企業にとっての意思決定は、その業務分野で他の事業者に駆逐されないかの判断に決定的に依存する。逆に、退出についての意思決定は、そこから駆逐されるという予想あるいは他に有利な業務分野があるという予想に基づいて行われる。こうした自由な意思決定の帰結するところは「社会的分業」と、その成果の市場交換を通じた効率的資源配分である。そして、交換比率を表す価格は生産過程にフィードバックし必要ならば当初資源配分のリシャッフルが行われ、資源はさらによりよい機会を求めて移動することになる。こうした古来の理解を金融システムに移入しようというのが、業務自由化の基本的スタンスである。

従って、金融業務の自由化は将来の発展軸として2つの可能性を持つ。「何でもできる」という側面を強調するのならばドイツ型ユニバーサルバンクが想定されるし、「分業の促進」という側面を重視すれば多種の専門仲介機関が並存する金融システムが指向されよ

う。もちろん、このいずれの方向が実現して行くかは市場が決定する問題であり、政策当局が特定の方向性を指し示すという性格のものではない。また、ユニバーサルバンクであっても基本的には銀行内での専門化が行われるのが普通であり、このいずれかに帰着するかは組織構成上の問題として別途検討されるべき側面も持っている<sup>2</sup>。

参入・退出の自由、そしてその帰結としての分業がなぜ効率的であるのかについてはいくつかの方法でそれを論じることが可能であるが、ここでは、以後の議論との関連を考慮して取引費用の概念を用いた説明を紹介しておきたい。

異なる経済主体間で行われる交換 (exchange) はすべての経済活動の基本であるが、実際に交換が完了するまでにはさまざまな阻害要因が存在する。それらは当事主体の意思の及ばない要因と、当事主体の個別事情に帰する要因とに大別できよう。前者の例としては天候の変化や災害など自然現象、あるいは空間的な距離、時間のずれなどがあげられる。これらは交換当事者に等しく影響を与える要因ということもできる。一方、後者には社会的な status、信頼性など各個人に特有の要因が含まれ、これらは観察が困難である場合が少なくない。従って、観察の難易に応じて交換当事者の行動が変化する。取引費用は (狭義には) 完全情報時の行動から実際の行動が乖離する際に生じる厚生上の損失と当面定義しておこう<sup>3</sup>。よって、取引費用が無視できない世界では、交換後に各主体が享受で

2 こうした価値観によれば、社会は専門家の集合として位置づけられる。従って、「アマチュアリズム」はこの社会からは排除される。

3 もちろん、広義の取引費用概念を考えることも可能であり、そうした議論は数多く存在する。ただし、本稿では以下の議論に関連する部分だけを選択的に説明することにした。

きる価値は、その交換対象の財の価値から取引費用分を控除した価値に等しくなる。財の種類によっては控除分が大きなものとなり、交換そのものが成立し得なくなる可能性もあるのである。<sup>4</sup>

### 3 専門化の利益

#### — 金融取引の取引費用 —

標準的な金融取引（資金貸借）の場合、現在の消費可能性を断念させることに対する最終的貸手への対価は借手の将来の所得稼得能力に強く依存する。しかし、これは借手自身にも予測不可能であるか、予測可能であっても借手が真実を申告しない懸念がある。そうした不確実性を回避するためには、許容できる貸出条件に合致するような借手を見いだすまでサーチ活動が続けるか、正直な申告を保証するような誘因機構を維持しなければならない。そのための費用を借手に負担させるとすれば価格はそれだけ上昇せざるを得ない。逆のことは借手についてもあてはまり、金融取引において「欲望の二重の一致」を確立させる費用は一般の財取引に比べて大きくなる可能性が高い。

ここに銀行を始め金融仲介機関が存在するための合理的根拠を見いだすことができる。貸借取引において、両者が直接取引を行うときには上述のような取引費用が発生する。ここで両者を仲介する別の経済主体（FI）を導入する。FIは個人Bに関して個人Aが保有する以上の情報を、同時に、個人Aにつ

いて個人Bが保有する以上の情報を持っているならば両者の仲立ちを行うことにより全体として取引費用を節約できる可能性がある（FIが両者を欺くような行動はしないと仮定する）。従って、FIは個人A(B)に個人B(A)についての情報を提供するという機能を持ち、実際に資金を提供する個人A(B)との間に一種の分業を行っていることになる。これに対して直接取引では個人A(B)が情報生産と資金提供を共に行うのである。<sup>5</sup>

さて、後者の場合、FIは個人A、B双方の情報生産に特化・専門化する必要があるが、個人Aの情報生産と個人Bの情報生産をFI1、FI2で分業するケースを想定することもできる。FI1とFI2の間に大きな取引費用が存在しないならばこの種の取引も十分可能であろう。このように、原初的な取引の各要素を分解し、それぞれ専門的に行う複数の経済主体が関与することによって全体として取引費用の節約が可能であるとき、それを専門化の利益と呼ぼう。もちろん、実際に効率性が改善されるかはここでは言及しない多くの要因に依存するが、少なくとも多くの金融取引においてこうした仲介機関が介在しているという事実は、専門化による利益が存在していること的有力な証左である（この点については深浦（1991）参照）。

個人A、個人Bの経済的条件に類似点が少ないとき、換言すれば、両者の情報を同時に生産する際に範囲の経済性が作用しにくい時、または当事者の将来事象についての期待・予想が取引形態を決定する大きな要因である時、専門化の利益が正になる可能性は高い。しかし、どの取引形態が望ましいかは取引される財・サービスの種類、取引に関与する

4 この不利益を克服するために導入された代表的手段が貨幣（money）である。貨幣機能の分析については伝統的な議論からの世代重複モデルまで多様なアプローチが可能である。本稿の視点はBrunner-Meltzerの一連の議論に近いがこの点については割愛する。

5 この点についての詳しい説明については最近の銀行理論・金融理論のテキストを参照されたい。

経済主体の特性に依存して決定されるから（すなわち、取引に固有の特性に依存して決められるから）、本研究で問題とする金融取引についても常に専門化の利益が生じるとは限らず一概に論ずることはできない。

#### 4 専門仲介機関の効率性と問題点

上述のような分業化の方向はすでに実務レベルでは模索されて久しい。たとえば、銀行業務の性格について、従来型の「総合取引」から「個別取引」へのシフトを志向する動きがある。高度成長期までの金融行政には社会インフラ整備という観点の色濃く反映されており、国民生活に必要なと思われるすべての業務を、各金融機関（都銀・長信銀・地銀・相銀等）が業務対象地域・領域についての明確な棲分けを通じて提供することが求められた。しかし、業務の相互浸透が進行するにつれ、複数銀行による業務の重複が生じ社会的効率性の低下が引き起こされる場合がある。たとえば、今では中小仲介機関でもコンピュータシステムを保有しているが、規模の経済性が強く作用するこの種のシステムは必ずしも複数機関が並行して保有する必要はない。一定地域・業種ごとにシステムを共有することも考えられてよいだろう。

このようないくつか事例を参考にすると、金融における専門化は次の二つのポーラーケースに挟まれたスペクトルを持つように思われる。<sup>6</sup>

6 もう一つの例として過疎地域の銀行をかんがえよう。銀行の公的性格を重視する考え方を反映しているのか、相当の過疎地域にも地銀が店舗を出している。しかし、業務の大半は貯蓄業務・送金決済業務に限定されており、都市圏同様の店舗は必要ではない場合が多い。こうした時、必要な業務だけを行う業務限定店舗などによって対応することも考えられてよい。さらに言えば貯蓄銀行制度の導入、過疎対策としての郵便貯金制度の位置づけなども可能であろう。

(1) 現行の制度の中で専門化を進める方法、つまり、メーカーで見られるような事業部制の導入などが一方の極に存在する。この主張は、一組織内で複数業務を並行させることにより実現できる「範囲の経済性 (scope economy)」の存在に根拠づけられる。具体的には、対象顧客による専門化（法人部、個人部、海外部など）、商品別の専門化（預金部、貸出部、証券部など）が考えられる。言うまでもなく、この方法は現行制度が一部採用している方法であり、また、現在の制度改革において想定されている形態である。「信託兼営制度」を見てみよう。短期の商業銀行業務と長期の信託銀行業務を同一銀行内の別勘定で行おうというこの方式では、利益相対問題から両勘定の独立性の維持が厳格に求められてきた。前述のように専門化の利益は独立の仲介者の相互依存関係（情報生産の分業）の発生によってはじめて実現されるのだが、兼業方式では(1) 同一銀行内での情報の相互利用が不可能であり、範囲の経済性が実現できず、また(2) 普通銀行との相互依存関係もこれまではコール市場等を通じた限定的なものにすぎず、十分な専門化利益を実現しているとは考えられない。

制度改革で議論の対象となった相互参入方式（ユニバーサルバンキング方式、金融持株会社方式、子会社方式など）は全体的な方向としては専門化の利益の実現を視野に入れていると思われるが、いずれの方式も専門化主体を何らかの方法で包括・統合する上位機構の導入が予定されている。包括・統合機構という非市場機構によって取引費用の節約が可能かどうかは慎重な議論が必要であるが、もし否定的に考えるならば、第二のポーラーケースを想定することができる。

(2) 潜在的な金融サービス産業への自由参入を完全に保証する方法。ある組織が市場的

であるか非市場的であるかを判断する基準は、自由参入が保証されているか、もしくはその圧力が明示的であるかどうかである。現在の制度改革案は、もっとも間口の広いものでも既存の仲介機関間での業務のリシャッフルを意味する「相互参入」であり、必ずしも非金融民間部門に対して門戸が開放されているとは言えない。

しかし、参入・退出の自由を容認する場合、いわゆる Hit and Run 型（食い逃げ型）の参入が発生し、信用機構に深刻な影響がもたらされる懸念がある。こうした事態を事前に防止するための措置を講ずることは確かに必要である。さらに、債権債務関係を基礎とする金融業務ではその影響の範囲が広く、参入した以上、環境が悪化したからといって無条件に退出できるという想定は現実的ではない。結果として「ズルズルと居残る」という非流動的・粘着的な結果が招来されることになる。こうした金融業務特有の事情を考慮すると、参入基準の閾値を高めを設定し、潜在的参入者の自己選抜過程によってシステムの維持をはかるのは次善策として合理的かもしれない。しかしその場合でも、可能な限り民間主体の自律性に委ねるべきである<sup>7</sup>。

劣悪仲介機関が温存されるのは、仲介機関本体と債権債務関係が分離できないことに由来する。銀行の B/S は、資産項目として貸出債権が大半を占めるというのは初歩的銀行論の第一歩であるが、これが同時に銀行の脆弱性の原因であることもしばしば強調される。このため、金融産業においては企業分布が固定し、市場環境の変化に伴うリシャッ

ルが著しく阻害される。こうした状況下では、他業種主体を含めた再編はなおさら困難となる。

以上はあくまでポーラーケースであり、現実の対応は両者の中間形態になるだろう。換言すれば、「業務の多様化」という大前提のもと、それをユニバーサルバンクによる「範囲の経済性」に求めるのか、あるいは、参入の保証による「古典的市場機構」に求めるのか、の相違といえることができる。

## 5 債権流動化の効果

参入・退出の自由化と Hit and Run の可能性はトレードオフ関係にあるから、どのような選択をするにしてもそれは選好順位の問題を内包せざるを得ず、その時代時代の社会的価値判断基準に依拠した意思決定がなされることになる。

それでは、第3節でのべたような専門化の利益を実現するための方法はあるだろうか。本報告では想定しうる現実的対応として、

(1) 一業務一法人形式、(2) 流動化債権市場の徹底、の2点を挙げたい。両者は相互補完的でありいずれを欠いても目的は達成されないが、ここでより力点がおかれるのは第二点である。これは、金融システムへの市場要因の一層の導入という意味においても今日の社会的要請に即した手法であることを併せて指摘しておこう（なお、債権流動化そのもののメカニズム・法的性格・現況等については関連文献に逐次あたられたい。以下では前節までの議論と関連する経済学的な考察に焦点をあてることにする）。

### (1) 一業務一法人形式

これは第二のケースの趣旨を最大限尊重するものである。金融技術が不確実性を対象と

7 たとえば、清算機構(clearing house)を設置し、一定の加入資格をもうけるのは一つの方法であろう(Gorton(1985), Goodhart(1988))。しかし、これは必ずしも公的に運営される必要はない。

する仲介技術であり、他業種に比して専門性が強く求められることは既述のとおりである。よって、金融仲介の各段階（預金、短期貸出、長期貸出、商業貸出、投資貸出、決済等）にそれぞれ特化した別組織法人を並存させることにより専門化の利益を実現することが可能である。もちろん、このためには非金融部門からの自由な参入を認める必要がある。なぜなら、金融仲介の全過程を遂行する技術を持たなくても、特定の業務に関する技術さえ保有していれば参入しうることを保証しなければ、既存の仲介機関に対する参入圧力は減殺されてしまう。重要なのは持続的な圧力であり、それを遮る障壁は存在してはならない。

これに対して、範囲の経済性の喪失に伴う費用面からの反論が予想される。しかし、そもそも範囲の経済性の存在は必ずしも明確ではない。仮に存在するとしても、特定技術への特化による規模の利益 (scale economy) が範囲経済性の喪失を一部もしくは全部を相殺しうる可能性があることをもってディフェンスしたい。

## (2) 流動化債権市場

一業種一法人形式は持株会社、ユニバーサルバンクなどでも実現できる。そこでは個別法人を包括する組織を導入することで一定の

8 この方式は Litan(1987) によって支持されているが、彼は個別特化主体の上位機構としての持株会社 (Bank Holding Company) を想定している。これはアメリカの銀行制度を前提とする以上むしろ積極的・現実的議論であるけれど、そうした慣行のない日本にそのまま移入することはできない。また、規模の経済性。範囲の経済性については実証的手続きによる議論が必要であることはいうまでもない。この点については Benston(1994) によるユニバーサルバンクに関するサーベイを見よ。

経営規律が期待できると考えられている。このような上位組織が望ましい選択であるかどうかは組織論分析に依存しなければならないが、ここではより直接的に市場評価を通じた特化専門機関の整序の可能性について論じてみたい。

各専門機関はミクロ的にみれば金融仲介の一部だけに関与するだけであるが、金融取引が必然的に債権債務関係の設定を伴う以上、マクロ資金循環から独立ではいられない。金融システムの固有の弱点とも言えるこの関係を逆用することにより、システム全体の統一性を確保することを可能にするのが、最近導入が進められている債権流動化である。

債権流動化は、固定した債権債務関係をより高度な financial skill を持つ主体に移転させることを可能にする。資金の取引には、(1) 借手の経済的資質の審査・監視 (=情報生産機能) と (2) 資金調達、の2面がある。現在の制度下ではこの2機能を同一の主体が行うのが一般的である。しかし、すべての情報生産主体が同時に資金調達力を持つとは限らない。そこで、情報生産に優位性を持つ仲介機関がまず借手を選別し、のちに債権を資金供給主体に移転させる、すなわち債権を流動化する、ことができれば全体として取引費用の節約が可能となる。別の見方をすれば、銀行を主とした金融仲介機関は、借手の情報生産と資金調達の2つの活動にそれぞれ資源を投入しているのであるが、事前にはどちらの業務に比較優位性を持つかは不確実であり、当初の資源配分が効率的なそれであるという保証はない (現下のように環境の変化が激しい時期には、動学的非整合性が生じることも

9 こうした関係は pervasive character of the monetary nexus (フリードマン) と呼ばれることがある。

あろう)。市場価格はそうした事前の資源配分の失敗を事後的に修正するという機能を持つが、債権債務の連続であるという金融特有の事情から、現実にはそうした修正、特に仲介機関の退出、はほとんど不可能である。債権流動化は情報機能に関する価格シグナルを資源配分にフィードバックさせ、債権の移動という形で効率性を達成しうる可能性がある。流動化債券市場の導入は不良債券の処理というネガティブな面だけでなく、本来の古典的市場機能の実現を視野にいたした施策として認識すべきであろう。

従って、positive, negative 両義の債権流動化が存在する。positive な流動化とは、情報生産優位主体がはじめに債権を保有し、後に資金調達優位主体がそれを買取るというものであり、両者の比較優位性が相互補完的に機能することになる。この場合には、流動化市場は誘因機構としても機能しうると思われる。具体的に考えよう。投資プロジェクトの審査に関して比較優位性を持つ仲介機関（投資プロジェクトの質についての高品位の情報生産を行う仲介機関）は、そのプロジェクトへの投資計画を顧客に提示して資金を調達する（銀行から借入れるのが常識的なケースであろう）。その仲介機関はプロジェクト投資後、その債権を売却することではじめて自らの専門化の利益を実現できるから、プロジェクトの質について正確な情報生産を行う誘因を持つ。こうした債権流動化によって各金融仲介機関の相互関係は債権の市場評価によって序列化される。なぜなら、債権の市場価値は債権を設定した仲介機関の情報生産能力を反映するが、これは換言すれば、各仲介機関独自の仲介技術が市場評価に曝されていることになる。よって、たとえ資金を集めても、社会的に必要とされないような投資計画にそれらを提供すれば、その債権の市場価格

は債務価値より低くなり参入すること自体がそもそも利にあわない。事後的に利益をあげようとするならば債権が十分高く評価されることが必要であり、そのためには良質の情報生産を維持しなければならず、これが参入主体に対して一定の市場規律を課すことになる。換言すれば、仲介事業を継続しようとするれば、常時一定の顧客を確保しなければならず、そのためには良好な債権を保有していることを市場を通じて継続的に情報開示しなければならない。すなわち、参入と情報開示は誘因両立的なのである。<sup>10</sup>ところが、仲介機関が銀行と非市場的關係を維持しているときは、双方に投資プロジェクトの情報を秘匿したい誘因があれば追貸など会計上の処理が発動される可能性がある。<sup>11</sup>

10 メインバンク制もこうした観点から解釈できる。すなわち、優良企業・成長企業への貸出シェアが高ければそれだけ安定した収益源泉を持っていることになり、預金者のリスク負担は少なくなる。つまり、預金者の信頼を維持するためには明示的な方法で資産構成の安定性についての情報を公開する必要があり、メインバンク関係はそのための情報伝達経路として機能するのである。また、特定形態の参入規制が山猫銀行 (wildcat banking) と呼ばれる現象を引き起こすことがアメリカの自由銀行時代 (Free banking Era) の研究から主張されたことがある (Rockoff(1974))。しかし、最近の研究ではその種の Hit and Run が実際に生じたかどうか疑問視されている (Rolic=Wever(1983) (1984) など)。

11 一時期問題になった銀行による系列ノンバンクへの迂回融資を例に考えてみよう。迂回融資が社会的に認知されるには (1) ノンバンクが借手の情報生産において銀行より優位であり、(2) 銀行が資金供給においてノンバンクより優位、でなければならない。実際に生じたことは、ノンバンクの無節操な貸出、銀行のノンバンクへの無節操な貸出であり、上記いずれの条件も満たされていない可能性が高い。仮に、銀行、ノンバンク双方が (不良) 債権を流動債権市場で売却しても、

実際の流動化市場においては、流動化証券発行のための専門機関（Special Purpose Vehicle）が設立され、SPVが債権設定者から債権を買い取り証券化した上で市場に供給するという手続が踏まれる。SPVが介在するかどうかによって、債権設定者による貸出債権の直接転売とは区別されている。ただ、本稿の文脈で言えば、SPVは債権設定者において生産された情報を市場に開示するための機関と位置づけることができ、その意味で広義の債権設定者と考えることができよう（実際、SPVの設立者は債権設定者であるケースも少なくない）。

もちろん、流動化債権市場の導入によってすべての仲介機関が自発的に市場に参入し、市場評価による債権価値の開示を行うとは限らないから、Hit and runは直ちに排除できるわけではない。しかし、良質な情報生産を持続させることが有利であるような誘因両立の制度的対応を考えることは可能である（この点については深浦（1995）で考察する予定）。いずれにしろこうした positive な流動化市場が存在すれば、潜在的参入機関に対する参入機会は保証される。他の業務同様、金融業務にもそれを円滑に運営するには一定の経営技術が必要である。現在は技術を持たず、その分野にただちに参入できない機関が、当面資金の供給という形で参入し事業経験をつむことも可能になる。逆に、通信情報技術

---

価格は極めて低くなるだろう。なぜなら、ノンバンクの情報生産能力の欠如と銀行のノンバンク選別能力の欠如が明瞭に反映されるからである。逆に、優れた審査・監視能力を持つノンバンクの債権は高く評価され、銀行がそれを買収することにより、資金供給と情報生産の間の分業が可能になる。現在、不良債権が固定化してしまった一つの原因は銀行・ノンバンク間がいわば相対関係にあったことに求められる。

の進歩の成果を直ちに金融取引に導入することも可能であろう。つまり、高度の情報処理技術を持つ主体と資金調達優位の主体との間の分業が可能になる。最近のように派生商品の開発が著しい時期には有力な方法であろう。

たとえば、近年法制化された特定債権流動化は positive な流動化の端緒となるべき性格を持っている。特定債権とは銀行の貸出債権（一般債権）に対して用いられる概念であり、割賦債権（自動車、クレジットカード等）やリース債権のことであり、金融資産証券（Asset backing Securities, ABS）の代表的存在として位置づけられている（アメリカでは証券化（securitisation）の最大の動因となり、その市場規模は既に巨大である）。これは信販会社など、資金調達面では銀行に劣位しているが、継続的取引経験蓄積に基づき当該資産のキャッシュフローに関して情報優位にある仲介機関にとって魅力的な収益機会を提供する。現在のところ、制度発足直後でもあり十分な市場規模にはなっていないが、positive な流動化市場の将来像を考える上で注目したい市場である。

これに対して negative な流動化とは、不良債権の処理に典型的に見られるケースであり、情報生産劣位主体から情報生産優位主体への債権移転である。これは当初資源配分の失敗を修正するという意味では重要である。これにより、不良債権を抱えた仲介機関が退出しやすくなる。もちろん、この場合、退出機関は損失を被るが、それは第一に退出機関の株主によって負担される。また、退出機関が銀行である場合には預金者にも損失が発生するが、これが信用機構全体の問題に関わるならば公的資金の投入も一部正当化できよう。しかし、債権流動化はそうした事態が生じないように事前に市場規律を維持させると



いう効果もある<sup>12</sup>。

こうした議論から想定できる金融システムの将来像を要約すれば、高度に専門化・特化した仲介機関が相互に市場を通じた interaction を行って資金循環を促進する一方、金融技術を媒介とした顧客関係が形成されるというものである。子会社方式・持ち株会社方式・ユニバーサルバンク方式などはいずれも専門化を志向するという意味では共通項があるが、個別機関間の関係にも厳格な市場原理を導入しようという点で本稿の見解は根本的に異なっている<sup>13</sup>。

以上の議論は仲介機関の側から流動化債権市場を評価したものであるが、一方、貸手から見た場合には別の議論が必要となる。少なくとも、貸手が、二つの機能を兼営する仲介機関と調達のみ行う機関のいずれを選択するか、また、直接金融はどのように変化するか、の二点が問題となるだろう。第一の問題は決済サービス・預金創造主体としての仲介機関の評価にも関連する。しかし、調達優位機関においても連続的な債務契約は可能である。ただし、非銀行部門が調達優位主体となるときには貨幣供給量に変化が生じてくる（この点については次稿で扱う）。直接金融については、それを広義の流動化市場と考えること

もできる。例えば個人が CP を購入し、それをオープン市場で仲介機関に売却するという取引は、本文で述べた positive 流動化に他ならないし、銀行が CP を購入し非銀行部門へ転売する場合も、銀行の情報生産機能が独立した取引と考える事ができる。

## 6 結 語

最後に、本文中では触れなかった若干の問題点を指摘しておきたい。第一の問題点は、退出仲介機関の債務履行義務をどのようにして保証するかである。預金等債務証券の場合、退出によって失われる預金者の損失の処理については慎重な対応が必要となる。預金者が払い戻しの猶予に同意するならば、より高度な技術を持つ仲介機関によって事業を継続させ、一定期間の後に払い戻しを再開することも可能である（こうした事例は実在する）。しかし、それが不可能である場合には公的資金による手当や何らかの清算機構の導入も考慮の対象となりうる。

第二の問題は本文でも触れたように、流動化債権市場の導入が非市場的処理を必ずしも排除しないことである。つまり、仲介機関の市場評価による整序が、すべての仲介機関にとって誘因両立性を保証できるかという問題である。次稿では法的規制を原則として回避するという立場から2つの方法を提示するつもりであるが、そのうち一つは貨幣供給メカニズムに対する市場原理の導入というかなり大胆内容を含んでいる。このことからわかるように、債権流動化が金融システムに与える効果は貨幣システムの将来像を含めた中長期的視点にたって論じられるべきであろう。

なお、現在までに導入された債権流動化(都銀債権の信託引き受け形式)は次のように評価できる。もし、都銀保有の累積不良債権を

12 「市場規律」あるいは「市場節度」は必ずしも定義が明確ではないが、ここでは市場において直面する需給関係を第一の制約条件として行動する態度と考える。

13 ここで参考になるのは、不動産がらみの不良債権処理機構として設立された買い取り機構である。本研究の趣旨にそって言えば、こうした方法は原理的には最も望ましい。つまり、債権の売手である銀行が資金供給優位主体、買い取り機構が技術優位主体として位置づけられるからである。従って、この機構が円滑に機能するためには、買い取り機構が十分な不動産運用技術を持っているかどうかにか強く依存する。

信託銀行を通じて他の投資家に移転させることが目的とされるならば、不動産運用等に関しての情報劣位主体（都銀）と情報優位主体（信託）との間の債権取引であるから、negative な流動化である。もちろん、現状では流動化市場そのものが標準化されていないので個々のケースについては個別的に判断すべきであろう。しかし、信託銀行の特質である資産運用技術を活用させようとするれば、広範な支店網を通じた資金調達が可能で都銀とな間での positive な流動化（信託銀行債権を都銀を通じて流動化する）も将来像の一つとして考えられるべきである。

本研究で示した方向性は幾分急性な印象を与えるかもしれない。確かに、非市場的要因には何らかの緩衝作用を期待できるから、すべてを排斥することが必ずしも最善の選択ではないかもしれない。しかしその場合でも、あくまで市場機能を最小限補完するものとして禁欲的に取り扱うことが必要であろう。自由市場の理念は、それを直接実現させることを目的とするものではなく、むしろ妥協を導くためのベンチマークであるかもしれない。そして、市場機構が本質的に欠陥を含んでおり、その結果は常に修正を必要とするという考え方（おそらくケインズの系譜をひくもので、第二次大戦後の主要国の政策理念となっ

た）もまた、現実と理念の共存のための知恵であったかもしれない。しかし、非市場的人為をもって社会を操作しようとする試みがしばしば停滞をもたらすことも戦後の経験がまた示している。<sup>14</sup> 金融自由化の背後にある市場中心思考の復権は、こうした事態に対する自省に支えられたものである。<sup>15</sup>

#### 参 考 文 献

- Benston, G., 1994, Universal Banking, *Journal of Economic Perspectives* 8, 121-143.
- Cowen, T., Kroszner, R., 1989, Scottish Banking before 1875 ; A Model for Laissez-Faire? *Journal of Money, Credit and Banking* 21, 221-231.
- ....., 1987, The Development of the New Monetary Economics, *Journal of Political Economy* 95, 567-590.
- Goodhart, C., 1988, *The Evolution of Central Banks*, The MIT Press.
- Gorton, G., 1985, Banking Theory and Free Banking History; A Review Essay, *Journal of Monetary Economics* 16, 267-276.
- ....., 1985, Clearinghouses and the Origin of Central Banking in the United States, *Journal of Economic History* 45, 277-283.
- Litan, R.E., 1987, What Should Banks Do? The Brookings Institution, (邦題「銀行が変わる」, 1988, 馬淵・塩沢訳, 日本経済新聞社)
- Makinen, G.E., Woodward, G.T., 1986, Some Anecdotal Evidence Relating to the Legal Restriction

14 市民団体・労働団体等は結局、「平和」や「福祉」を錦の御旗として自己の利権を漁る圧力団体にはかならない。この種の団体の活動により損なわれた効率性は計り知れないものがあるように思われる。彼らは公的権力に対する批判勢力であるごとく装いつつ、その一方事あるごとに公的規制を要求し、かつ、権益の既得権化をたくらむという矛盾した態度に終始する。

15 本論文の趣旨は Litan(1987) に類似しているという指摘があった。Litan(1987) の主張はいわゆる narrow bank 論であり、これは商業銀行を預金業務に特化させ、運用にあたっては低リス

ク・高流動性資産に限定させるという safety and sound banking の考え方に依拠している。しかし低リスク・高流動性資産をどのように特定化するのか (Litan(1987) では国債を想定している)、そうした要件を満たす新規商品が開発されたときどのように対応するのか、など明確でない点もある。また、貸出業務を分離させることは有利な投資プロジェクトを査定しないような商業銀行には妥当かも知れないが、投資銀行と同水準の審査技術を持つ商業銀行ならば分離することはかえって効率性を損なうことにもなる。

- tion Theory of Demand for Money, *Journal of Political Economy* 94, 260–265.
- Ng, K., 1988, Free Banking Laws and Barriers to Entry in Banking, 1838–1860, *Journal of Economic History* 48, 877–889.
- Rockoff, H., 1974, The Free Banking Era, *Journal of Money, Credit and Banking* 6, 141–167.
- Rolnick, A.J., Weber, W.E., 1988, Explaining the Demand for Free bank Notes, *Journal of Monetary Economics* 21, 47–71.
- …………, 1983, New Evidence on the Free banking Era, *American Economic Review* 73, 1080–1091.
- …………, 1984, The Causes of Free Bank Failures; A Detailed Examination, *Journal of Monetary Economics* 14, 267–291.
- White, L.H., 1987, Accounting for Non-Interest-Bearing Currency; A Critique of Legal Restriction Theory of Money, *Journal of Money, Credit and Banking* 19, 448–456.
- …………, 1990, Scottish Banking and the Legal Restriction Theory; A Closer Look, *Journal of Money, Credit and Banking* 22, 526–536.
- Wallace, N., 1983, A Legal Restriction Theory of the Demand for Money and the Role of Monetary Policy, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 1–7.
- 深浦厚之, 1991, 決済システムと銀行組織, 長崎大学経済学部
- 深浦厚之, 1995 (近刊), 債権流動化と貨幣自由発行, 金融学会報告