

流動化概念と債権流動化(4)

- 債権流動化が貨幣供給量に与える効果について -

深 浦 厚 之

Abstract

In this paper we consider the effect of the Asset-Backed Security market on the monetary policy, especially the money stock. When an asset securitization scheme is introduced, the effect which gives to the money stock is decided by depending on the households' cash demand. In the case when the cash/deposit ratio increases, the money stock decreases temporarily, but if transaction ends and settled its level is recovered. On the contrary, money stock increases when the households are not actualized cash need, by transmitting their bank deposit.

At the glance, the securitization process looks the simple property transaction between the households and the originator. Because of that, it is tend to think that there are no special effects onto the money stock. But, due to the movement of the cash in the banking sector, which accompanies the transaction of property, the bank has to change their behavior. All of these acts as the transmission mechanism between the asset backed security market and the whole monetary system .

Keywords: asset backed security, money stock, banking sector

1 はじめに

一般に金融政策とは、中央銀行が貨幣供給量を操作して資金循環及び実体経済に直接・間接に影響を与える一連の手順とされる。そして、本稿は債権

流動化市場が貨幣供給量に及ぼす効果、ひいては金融政策への効果について理論的に検討するものである。

債権流動化市場は中央銀行当局が直接的に政策介入を行う市場ではないから、短期金融市場が金融調節に密接に関連しているのと同じ意味で債権流動化市場が金融政策に関連しているということにはならない。また、債権流動化市場は民間非銀行部門の間で相互に債権や流動性の交換を行う市場であると限定的に考えれば、経済全体での流動性の総量、したがって貨幣供給量が債権流動化市場の取引に連動して直接的に変わるわけではない。こうした視野に限っていえば、債権流動化市場と金融政策の関連について特段の考察を行う必要はないだろう。

しかし、流動性はその総量とともに、経済内の各部門にどのように配分されるかという資源配分という観点から考えることが非常に重要である。つまり、流動性の配分が変われば、各部門における貨幣のアベイラビリティが変化する。これが実物経済活動に大きな影響を与えることは、不良債権の処理や事業再生・継承問題を見ても容易に想像できよう。本稿の議論は、このように債権流動化市場が流動性の分布に影響を与える可能性を認めるところから出発する。

ところで、現代の資金循環システムにおいては、何らかの金融政策措置が講じられると、銀行部門のバランスシート上の調整を介して貨幣供給量に影響が及ぶ。貨幣供給量を現金と預金の和であるが、預金は基本的に民間非銀行部門の意思決定に従って動くため政策当局が直接介入できる余地は限られる。したがって、貨幣供給量が変化するときには、市中銀行が保有する現金(準備)の量が変わり、中央銀行のバランスシートが変化するか(=ハイパワードマネーが変化するか)、そうでなければ、派生する預金額が変わるか、のいずれかでなければならない。したがって債権流動化市場によって引き起こされる流動性の分布が金融政策上の効果を持つかどうかを知るためには、市中銀行の行動変化が生じ、貨幣供給量と密接な関わりも持つバランスシート

上に変化が生じるかどうかを確かめる必要がある。

以下の議論を通じて明らかにされることは、(1)民間非銀行部門の流動性分布の変化に伴い銀行部門に滞留する現金の量が変わり、準備率との関係から銀行部門になんらかの調整を行う必要が生じる場合、(2)銀行部門自身が貸出債権を流動化する結果、保有する準備量に変化が生じる場合、に応じて、債権流動化市場は貨幣供給量に一定の影響を与える可能性があるという点である。

ただ、債権流動化と呼べる具体的な取引・スキームは近年急速に多様化しており、それぞれが異なる経路で銀行部門のバランスシートに影響を与える。そこで、以下の記述においては、いくつかの代表的な債権流動化スキームを取り上げ、それぞれの場合で銀行のバランスシートに起こる変化を順次考えていくことにする。

2 債権流動化の類型化と銀行部門

2 - 1 当初の状態

以下で扱う経済主体は、家計(H)、企業(F)、市中銀行(B)、および債権流動化スキームに従って設立されるSPV(Special Purpose Vehicle、証券発行に特化する組織)の4つである。家計は資金の最終的な出し手(黒字主体)であり投資家である。企業は資金の最終的な取り手であり、唯一の生産主体である。一方、銀行は預金・貸出業務を通じて経済に交換媒体(貨幣)を供給する唯一の経済主体である。よって、この経済では物々交換は行われない。

債権流動化が行われる前の経済全体の状態(当初の状態)は次の3つのバランスシート(以下BS)で表される。

				H					F					B
D	100	PA	100	PA	90	L	90	L	90	R	10	D	100	

BS1(当初の状態：貨幣供給量 = 100単位)

経済には物的資源 PA (100単位) が賦与されており、当初は家計部門が保有する。PA から有用な価値を生み出すのが企業の社会的機能である。言い換えれば消費主体である家計は PA を利用する手段を持たない。PA はまず銀行に預金 D(100単位)として預けられ (=預金通貨に転換され)、その後、貸出 L(90単位)として企業に貸出される。ただし、銀行は預金のうち10%を準備 R(10単位)して留保するので、企業が用いる PA は90単位である。このとき貨幣供給量が100単位であることはいうまでもない。

もし、PA がそのままの形で預金や貸出になれば、銀行の BS には D や L ではなく PA と記入されるべきである¹。そのように書かれていないのは、PA はそのままの形では経済主体間を移動できないこと (=物々交換が不可能)、そして資源の移動を可能にするには、それがすべての経済主体が受け入れることのできる形に転換されていなければならない、ことを仮定しているからである。このため、PA の価値をアンカーとする交換手段としての(預金)貨幣が存在する必要がある²。

経済全体を一つのBSで表せばDとLは相殺できるので、物的資源100単位が企業のもとに90単位、準備として10単位に配分されるというのがこの経済の実物的な状態である。これが債権流動化市場の導入によってどのように変

1 このとき物的資源を企業が利用できる形に転換する必要がある。企業が利用できる形を資本 (capital) と考えれば、このことは物的資源の物理的な属性を生産のための資源として認識しなおすことを意味しているが、具体的には家計が企業に物的資源の利用権を移譲するという手順が必要になる。同時に収益に対する家計からの請求権を独立の権利として確立しておくことも必要である。このような権利義務関係の経済主体間の移転が制度化されるためには私的所有権が確立されていなければならないが、本稿ではそれを前提として議論を進める。De Soto(2000)は物的資源を資本として認識するための社会的制度が準備されているかどうかを経済発展の初期段階においてきわめて重要であることを論じた。

2 PA の用途という点から解釈すると、準備に回される PA の機会費用が貨幣システムを維持するための固定費用になると考えられる。

わっていくのかを考えてみよう³。

2 - 2 通常の証券化

ここでいう通常の証券化とは、企業がオリジネータとなり SPV を利用して家計（投資家）に証券を販売することで資金調達するスキームである⁴。このときに生じる BS の変化は、取引の過程で家計（投資家）が現金を需要するかどうかに対応して二通りに分かれる。

(A) 家計が現金を需要しない場合

家計が現金を需要しない場合には、証券の購入に際して家計預金がそのまま企業預金に振替えられるので現金が銀行部門から流出しない。別言すれば、家計から企業（オリジネータ）に供給される流動性は、一度も現金形態を経ることなく常に預金形態で存在する。このとき、SPV を含めた全経済主体の BS は BS2 のようになる。

H				SPV			
DH	90	PA	100	PA	10	S	10
S	10						
F				B			
PA	80	L	90	L	90	D	100
DF	10			R	10	(=DH+DF)	

BS2-1：通常の証券化(A)

BS1との違いは非銀行部門に現れる。企業は保有していた PA のうち10単位を SPV に移転、SPV は PA を裏づけとする証券 S(10単位)を家計に向け

- 3 以下の議論はさまざまな証券化スキームを簡単なバランスシート群を用いて表現することによって進められる。これに関連する議論として深浦(2007)を参照。
- 4 証券化を含め仕組み金融がそもそも何を意味するのかについては見解が定まっていな
いが、資金調達を目的とするかリスク分散を目的とするかによって定義が変わってくる。
本稿において各スキームを BS を使って表しているのは、債権流動化・証券化が資金調
達を目的とするという前提に立っているからである。また、原債権としては、割賦債権・
リース債権・売掛債権等、その特定化が比較的容易なものをイメージしている。これら
の点については Davis(2005)を参照のこと。

て発行する。家計は預金の一部を証券購入に充て、預金 DH(90単位)が残る。証券の対価は家計預金から SPV 預金を経て(こうしたフロ一部分は以下の BS においても記入されない)企業預金 DF(10単位)となる。銀行の預金総額は一定にとどまる。

こうした調整の結果、企業は新たに流動性を伴う資源(預金形態, DF)を手に入れるが、DF を支出する対象は SPV あるいは家計が保有する PA のみである。ところが、SPV も家計も PA を稼働させる機能、すなわち PA を用いて生産活動を行う機能を持たない。よってこの状態では、PA の(潜在的な)収益が実現せず、証券 S の収益率もゼロになってしまう。冒頭で述べたように債権流動化市場は民間非銀行部門の間で債権や流動性の交換を行う市場でありそれ以上のものではないから、何らかの実物的生産活動を伴わない限り、現状を変えることはできない。もし何らかの改善効果を期待するならば、SPV や家計が保有する PA と企業が持つ生産機能を結合させる必要があり、たとえば SPV は PA の稼働(PA を用いた生産活動)を企業に委託するのである。

しかし、企業が PA を稼働できるなら、なぜ当初の状況(BS1)を離脱するのだろうか。それは BS2-1 の企業は流動性を保有しており、BS1 ではそれを保有していないことに理由がある。つまり、物々交換が不可能であるとき、流動性がなければ PA を稼働させる費用(賃金など)をファイナンスできない。この意味で、債権流動化は流動性の分布と生産機能の分布の不一致を一致させる機能を持つのである⁵。

5 このことから流動性と信用についてもう一つの説明を与えることができる。信用とは何らかの交換において対価を支払うという約束が維持されると他の経済主体に信じさせる程度である。このとき、支払約束をもっとも確実に裏付けるのは、すべての経済主体が受容するデバイスを持っていることであり、流動性とは種々の財貨が固有に保有する受容性の程度を表す。通常の経済においては現金(あるいは法貨)はそうした要件を満たすから、現金を多量に保有する経済主体は流動性を保有するとともに、信用があるということができよう。また、受容性が高ければそれをを用いた交換が容易であることから、他の財に転換できる容易さをもって流動性と定義することもできよう。こうした議論はケインズ「一般理論」第17章に詳しく述べられている。

金融政策に関連して指摘されるべきことは、このスキームにおいて銀行部門のBSに変化が生じないという事実である。つまり、通常の形での証券化が行われることが直接の契機となって、貨幣供給量が変化することはない。したがって、通常の形での債権流動化市場を整備促進することは金融政策手段としては効果がない。もし、何らかの効果が生じるとすればPAの稼動という実物的経路を通じてである。

(B) 家計が現金を需要する場合

次に家計が現金を需要する場合を考えてみよう。実際の証券市場取引で現金が用いられることは考えにくい。しかし、貨幣供給量への効果を探るための一つの思考実験として次のBS2-2を考えてみよう。なお、後述するように、この検討は債権流動化スキームの純粋な効果を抽出するためにも必要である。

H				F				B			
D	90	PA	100	PA	90	L	90	L	90	D	90
C	10							<u>R</u>	<u>0</u>		

BS2-2：通常の証券化(B)

証券の購入を予定している家計が預金の一部を現金C(10単位)として手元に保蔵すると、銀行の準備が低下する(BS2-2。この場合にはゼロになる)。むろん、この減少分は後に発行される証券に対応して銀行に還流するが、もし銀行がこの時点で準備率(10%)を回復させようとするれば、企業向けの貸出Lの一部を回収する以外に手段はない。この結果、BSはBS2-2'のように変化し、企業による実物資産の利用は低下する(遊休資源が発生する)。

H				F				B			
D	90	PA	100	PA	81	L	81	<u>L</u>	<u>81</u>	D	90
C	10							<u>R</u>	<u>9</u>		

BS2-2'

マクロ均衡を回復するために、家計が企業に出資すると BS2-2'' を得る⁶。

H			F				B			
DH	81	PA 100	PA	81	L	81	L	81	D	90
C	10		DF	9	K	9	R	9		
K	9									

BS2-2''

この段階で企業が PA を10単位だけ証券化したとしよう。すると家計の現金が SPV を経由して企業預金に転化する。

H			SPV			
DH	81	PA 100	PA	10	S	10
S	10					
K	9					

F			B				
PA	71	L	81	L	81	D	100
DF	19	K	9	R	19		
<u>PA1</u>	<u>90</u>	<u>L1</u>	<u>90</u>	<u>L1</u>	<u>90</u>	<u>D1</u>	<u>90</u>

BS2-2''' (貨幣供給量：190単位)

準備が10単位から19単位に増加するため、必要準備率を超える超過準備9単位が発生していることに注意しよう。これが新規貸出 L1 (よって D1) に振り向けられれば、それに対応して新たな物的資産 PA1 が生産される (BS 2-2''' 二重下線部分)。ただし、PA の初期賦存量は100単位だから、新たに実現する90単位の物的資源は新技術によって新たな資源が生産されるか、新鉱脈の採掘や人口増等によって賦存資源が増加するか、あるいは海外からの輸入などによって賄われる必要がある。いずれにしても貨幣供給量も同量だけ増加して経済に対して拡張的な効果を与えるのである。むしろ、国内に余剰資源がなく輸入も不可能ならば貸出 L1 は裏づけを持ち得ない。よって貸出しは実行されず、貨幣供給量は一定にとどまる⁷。

6 これが可能であるために家計から企業へ資金が移動する直接金融的な経路が準備されていないなければならない。

7 こうした信用創造がどの程度の時間の幅の中で行われるかについては、明確な議論はできる材料はない。ただ、銀行にとって超過準備の機会費用が大きければ大きいほど、すなわち、金利の水準が高いか、超過準備が存在する時間が長ければ長いほど、新規貸出を実行しようとの誘因は強くなるのではないかと推論することはできる。

ところで、この貨幣供給量の増分は、当初に生じた準備の不足分に準備率の逆数を乗じた大きさになる。換言すれば、家計が預金を現金化した際に銀行部門から供給された現金がハイパワードマネーの純増につながったのである。貨幣供給量の変化が生じるかどうかは、一連の取引の過程で銀行の準備に変化をもたらす事態が生じるかどうか、家計や企業が現金をどの段階でどの程度用いるか、に依存して決まるのである。

2 - 3 事業の証券化⁸

事業の証券化のスキームはBS2に含まれるSPVのBSを二つに分割して描くことができる。この場合も、通常の証券化同様、家計の現金需要の動きに応じて考察すべきBSの形が変わる。

(A) 家計が現金を需要しない場合

BS3-1は現金の動きがなく、取引が預金勘定の上で行われる場合の状況を表している。SPV1は企業からPAを購入するかわりにSPV2に向けて貸付LS(10単位)を行い、SPV2が企業からPA(10単位)を購入する。証券が表象する請求権がPSV1のSPV2に対する貸出債権に置き換えられることによ

8 オリジネータが保有する特定の資産(原債権)に基づく通常の証券化と異なり、事業の証券化ではある事業全体から生じる収益を証券化するものである。企業が事業を継続させるには、有形の物的資源だけでなく経営ノウハウなど無形の資源、安定的なキャッシュフローなどが必要であるから、一部の資源だけを特定して原債権とすることが難しい。このため、事業全体を証券化するときにはBS3-1に示したように、企業に対する貸付債権を介在させるという方法が取られる。事業の証券化スキームは英国で発達したが、それは投資家に比較的に有利な倒産法制が存在したからだといわれている。つまり、事業の証券化の場合、特定の資産に加えて資産を経営するノウハウを確保することが投資家の利益保護にとって決定的であるからであり、原債権を物理的な意味で確保することが求められる通常の証券化と異なる。この点においては日本の倒産法制は必ずしも事業の証券化に有利な法律構成になっていない。事実、日本において事業の証券化と称されるスキームの中には、伝統的な不動産証券化との間に本質的な区別を見出しにくい例もあり注意を要する。

り、証券のリスク構造がコントロールされることになる⁹。前節同様、事業の証券化においてもそれが発端となって貨幣供給量の変化が生じることではなく、100単位のままである¹⁰。

	H		SPV1		SPV2
DH 90	PA 100	LS 10	S 10	PA 10	LS 10
<u>S 10</u>					
		F		B	
	<u>PA 80</u>	L 90	L 90	D 100	
	DF 10		R 10		

BS3-1：事業の証券化(A)

(B) 家計が現金を需要する場合

家計が現金を需要する場合について考察するためには、前掲のBS2-2'''に二種類のSPVを挿入してみればよい。企業の保有するPA81単位のうち10単位がSPV2に移動し、それはSPV1の貸出債権、家計に対する証券発行を通して、家計の保有する現金10単位を企業の資産側に還流させる(BS3-2)。

	H		SPV1		SPV2
DH 81	PA 100	LS 10	S 10	PA 10	LS 10
<u>S 10</u>					
K 9					
		F		B	
	PA 71	L 81	L 81	D 90	
	DF 9	K 9	R 9		
	<u>C 10</u>				

BS3-2：事業の証券化(B)

9 これ以外にもPAの経済的屬性や投資家保護といった側面において、事業の証券化は興味深い特徴を持っているがそれらについては深浦(2005)を参照されたい。

10 以下の議論においても共通することであるが、本稿で論じているのは貨幣供給の量的な変化を起こす発端となる取引の抽出である。したがって取引の過程で結果的に生じる金利の変化が家計の流動性選好とあいまって貨幣供給量に変化を与えるという可能性については考慮していない。

企業が新たに入手した現金は、企業がそのまま保有するか種々の取引に支出されるかを問わず、最終的には銀行預金に戻ってくる。したがって預金総額は100単位に復帰し、また銀行準備は19単位に増加する。このためBS3-4と同様に、超過準備に基づく預金が創造され貨幣供給量は190単位に増加する。BS2-1とBS3-1、あるいはBS2-2とBS3-2を比較すればわかるように、事業の証券化は通常の証券化のSPVのBSが二つに分割されたものであり、銀行のBSとの関連について言えば構造上、異なるところはない。

2 - 4 貸出債権の証券化¹¹

以上のことから、銀行のBSに変化が起こらない限り、通常の形であれ事業の証券化であれ債権流動化が貨幣供給量に影響を与えることはない。では、何らかの形で銀行のBSが変化するような債権流動化を考えることはできないだろうか。この点を考えるために、銀行自身がオリジネータとなる貸出債権流動化を取り上げてみよう。具体的には、貸出債権流動化の一連の取引の中で銀行準備に変化が生じるかどうか、それによって信用創造過程が起動するかどうかを考察すればよい。これまで同様、家計の現金需要に応じて二通りに分けて考えることができる。

(A) 家計が現金を需要しない場合

貸出債権の証券化においては、銀行がSPVを通じて貸出債権を証券化する。家計は預金Dを使ってSPVの発行するSを購入する。このため、準備Rは変わらないが、預金が10単位だけ減少するので、超過準備1単位が生じる。その結果、超過準備に必要準備率(10%)の逆数を乗じただけの新規貸

11 具体的な貸出債権証券化スキームにはいくつかのタイプがある。本稿では、これまでの議論とのつながりを重視し、SPVを用いたスキームを基に考えている。ただ、各種の解説書を見る限りは信託受益権を使った方法が典型的スキームとして取り上げられる機会が多いようである。

出 L2 (D2) が生み出され、BS は BS4-1' のように変わる。

		H				F				SPV				B	
D	90	PA	10	PA	90	L	90	L	10	S	10	L	80	D	90
S	10											R	10		

BS4-1 : 貸出債権の流動化(A)

		H				F				SPV				B	
D	90	PA	10	PA	90	L	90	L	10	S	10	L	80	D	90
S	10											R	10		
				D2	10	L2	10					L2	10	D2	10

BS4-1' : 貸出債権の流動化(A')

しかし、追加的信用創造が起こっているものの貨幣供給量が100単位のままにとどまっていることに注意されたい。これは、証券発行額 $S =$ 新規貸出額 $L2 =$ 創造された預金 $D2 = 10$ 単位という関係があるからにほかならない。このことは次のようにして確かめられる。変化前の預金を D 、変化後の預金を D' 、準備率(変化前は満たされている) $k = \frac{R}{D}$ とすると、変化後の必要準備は、 $D' \times k = D' \times \frac{R}{D}$ となる。実際の準備は変化前後で変わっていないから、超過準備 $ER = R - \frac{D'R}{D} = \frac{R}{D} (D - D')$ と表すことができる。ここから貨幣供給量の増分を求めると、 $ER \times \frac{1}{K} = \frac{R}{D} (D - D') \frac{D}{R} = (D - D') = S$ となる。いうまでもなく S は当初の預金の減少分に相当するから、結局、貨幣供給量は100単位にとどまるのである。

(B) 家計が現金を需要する場合

次に家計が銀行から貸出債権を購入する際に現金を用いる場合を考えてみよう。家計は預金を現金化するので銀行準備はゼロになる。このため、銀行は企業貸出を回収し、企業は債務超過に陥る。企業に資金を供給できるのは家計による企業への出資であるが、それが企業預金を構成すれば BS2-2''' の状態になる。ここまでは通常の証券化と同じである。

次に、家計は手元流動性を（SPVを通じて）銀行に払い込んで証券Sを手にする。このとき銀行の準備がその分だけ増加するから次のBS4-2を得る。

H			F			SPV		
D	81	PA 100	PA	81	L 81	L	10	S 10
S	10		DF	9	K 9			
K	9							
B								
			L	71	D 90			
			R	19				

BS4-2：貸出債権の流動化(B)

この結果、10単位の超過準備が生じる。銀行が新規貸出を行うと、BS4-2はBS4-2'に変わる(BS4-2'下線部分。ただし、企業の新規借入がそのまま預金としてとどまっている)。結局、貨幣供給量は100単位だけ増加することになるが、超過準備の大きさがちょうど証券化された貸出債権量に等しくなっていること、貨幣供給量の増加分（100単位）は、証券化された貸出債権量(10単位)×準備率(0.1)の逆数(10)に一致することに注意されたい。

H			F			SPV		
D	81	PA 100	PA	81	L 81	L	10	S 10
S	10		DF	9	K 9			
K	9		<u>D2 100</u>	<u>L2 100</u>				
C	0							
B								
			L	71	D 90			
			R	19				
			<u>L2 100</u>	<u>D2 100</u>				

BS4-2'：貸出債権の流動化(B')

2 - 5 動産担保融資

動産担保融資（Asset Based Loan，以下ABL）とは、「企業の事業そのものに着目し、事業に基づくさまざまな資産の価値を見極めて行う融資」（経

済産業省)と定義されている。

銀行と借手の間には情報の非対称性が存在するとき、銀行による事業モニタリングの精度は低下する。これは借手の意思決定の過程が観察不可能であり、借手が虚偽の申告を行う可能性が否定できないことから生じている。したがって、借手の“内心”とは独立に生じし、かつ、事業の継続性を反映する観察可能な事象を抽出することができれば、それに基づいて貸出を行うことで情報の非対称性に伴う問題を解消する余地が生じてくる。ABLはこうした考え方に基づき、企業の保有する動産(現金・商品在庫・家財など形を変えず移転できる不動産以外の財産)に基づいて行われる貸出である。実際、こうした動産は観察が比較的容易であり企業による情報操作が行われる時間的余裕が少ないこと、経常的な企業活動を反映すると考えられること、といった特性があり、貸手にとっては有用な情報源となるだろう。

よって、借手の事業の状況を適切に反映し、かつ、観察が容易な情報をどのように銀行が手に入れるかが鍵であるが、こうした条件を満たす代表的な指標として商品在庫・売掛債権などが用いられることが多い。

有担保貸出で用いられる不動産はその企業の過去の経営実績を反映する。言い換えれば、有担保貸出は、過去の実績がそのまま将来に向けて外挿されるという考え方に基づく。また、債権流動化や証券化に用いられる原債権は、将来の(期待)収益を資本化したものであり、単なる外挿に比べれば将来にむけた事業の継続性をより強く反映すると考えられている。他方、ABLは継続性という視点をさらに限定したものといえるだろう。すなわち、将来の継続性を裏付けるもっとも有力な根拠は、現時点での事業の継続性であるという考え方に基づき、在庫状況などを観察することでそれを将来に外挿するのである。

よって、外挿という意味では有担保貸出とABLには類似点がある。ただ、常時観察できる情報を重視することで、まさにゴーイングコンサーンという

観点から継続性を担保しようとするのである¹²。

他方、ABLと債権流動化・証券化は、有担保貸出とは異なる根拠によって事業の継続性を予測し、それに基づいて資金調達に契機にするという点で共通点がある。事実、売掛債権などはABLでも債権流動化・証券化でもとにもよく用いられる。しかし、ABLは既存の貸出スキームをほぼそのまま用いることができるという意味で、SPV等を設立しなければならない証券化に比べると費用は小さくなるという利点があり、これが銀行との継続的な取引関係を持つ中小企業にとっては有効な資金調達方法といわれている¹³。もっとも、在庫や売掛債権の大きさはおのずから上限があるから、大規模投資のファイナンスには用いることはできない。必然的に中小企業に限定されるといってもよい。

さて、売掛債権(LA)を使ったABLを単純な形で表現したのがBS5である。

H				F				B			
D	100	PA	100	PA	0	L	90	L	90	D	100
PA	90	LA	90	LA	90			R	10		

BS5-1：動産担保融資

家計が企業から購入したPAに対して、企業が売掛債権を保有する。このため企業のBSにおいてPAがLAに置き換えられ、それを裏づけとする銀

12 しかし、このことはABLが長期金融であるということの意味するわけではない。経常的企業活動を反映するということは、外部者による状態依存のモニタリングが相対的に容易であることを意味し、企業の継続可能性を反映するものである。しかしここでいう継続可能性は短期的な意味でのそれであり、企業の長期的な成長可能性を動産の動向から知ることは難しいと言わざるを得ない。大標的動産の一つが売掛債権であるが、売掛債権は機能的に手形取引に近い。手形割引が（商業）銀行業務の原点であり、長期金融と区別されるものであることを思い起こす必要がある。

13 一定の基準を満たした動産担保は2007年3月期決算から銀行の自己資本比率の計算上、有利に取り扱われることが決まっている。その基準とは、銀行が対象動産の状況を継続的に点検でき、かつ、客観的な評価が可能であることとされるが、これらが本文中で述べたように情報の非対称性が発生する余地を狭めるものであることに注意されたい。

行借入(L)が行われる。

ABLと債権流動化・証券化との類似性は次のようにして確認できる。BS 3-1から、家計とSPV2のBS、企業とSPV1のBSをそれぞれ統合する。その上で、企業が発行した証券S(90単位)を企業預金DF(90単位)で消却すると、最終的にBS5-2を得ることができる。同様に、BS5-2のLSをLAに置き換えれば、ABLのBSと等しいことに気づくだろう。このことは、家計にとって売掛金勘定は実質的に企業からの借入に等しいということを意味するが、当然の帰結というべきだろう。また、貨幣供給量は変化していないことも確認されたい。

H+SPV2				F+SPV1				B			
DH	100	PA	100	PA	90	L	90	L	90	DH	100
PA	90	LS	90	LS	90			R	10		

BS5-2：事業の証券化とABL

2 - 6 貸出債権売却 (loan sale)¹⁴

貸出債権を用いた金融取引としてはほかに貸出債権売却 (loan sale) がある。しかし、貸出債権売却は貸出債権の所有者が入れ替わる取引であり、新たな請求権が作り出されるわけではない。しかし、これまでの議論と同様、家計の現金需要が顕在化するかどうかで貨幣供給量に対する効果は異なってくる。このことを確認しておこう。

(A) 家計が現金を需要しない場合

BS 1を出発点として、家計が銀行から貸出債権 LH を10単位買い取る。この取引に際して、家計が現金需要を顕在化させない場合は、以前の議論と同じく最終的にBS6-1を得ることができる。企業の借入は銀行からの借入 LB(80単位)と家計からの借入 LH(10単位)に分割されている。また、銀行

14 日本では債権譲渡というほうがとおりがよいのかもしれない。ただ、債権譲渡の意味は民法上厳密に定められており、ここで述べるようなスキームに合致しない部分があるかもしれない。よって、ここでは直訳して貸出債権売却とした。

預金は一時的に90単位に減少するが、直ちに新規貸出に伴う預金 D3によって回復するから、貨幣供給量は100単位のままである（BS6-1下線部分）。

H			F			B		
D	90	PA 100	PA	90	LB 80	LB	80	D 90
LH	10				LH 10	R	10	
			PA	10	L3 10	L4	10	D3 10

BS6-1：貸出債権売却(A)

(B) 家計が現金を需要する場合

家計が預金を取り崩して債権を購入する時には、先述同様の過程（銀行による貸出回収、家計から企業への出資等々）が進行する。BS2-2'''を経た後、現金が銀行に払い込まれ貸出債権 LH10単位が家計のBSに移動した状態がBS6-2である。企業が家計と銀行双方から借り入れていることはBS6-1と同様だが、さらに、10単位の超過準備に基づいて新たな信用創造(L3, D3)が行われ、これが追加的な生産(PA)に振り向けられるとBS6-2'になる（BS6-2下線部分）。

H			F			B		
D	81	PA 100	PA	81	LB 71	LB	71	D 90
LH	10		DF	9	LH 10	R	19	
K	9				K 9			

BS6-2：貸出債権売却(B)

H			F			B		
D	81	PA 100	PA	81	LB 71	LB	71	D 90
LH	10		DF	9	LH 10	R	19	
K	9				K 9			
			PA	100	L3 100	L3	100	D3 100

BS6-2'：貸出債権売却(B')

BS4-2'とBS6-2'を比較してみると、貨幣供給量はともに90単位から190単位に増加する。また、企業の総借入あるいは預金総額は等しいから、貨幣

供給量の観点に限って言えば貸出債権流動化と貸出債権売却の間に相違はない。

3 債権流動化と貨幣供給量の関係

以上の準備の下で、債権流動化と貨幣供給量の関係について考えてみよう。実は、これまでの議論である程度の結論は示されている。すなわち、家計が証券化商品に直面するとき、それを購入するための“財源”をどのように調達するかによってその後の経緯が変わる。このことを見落とすと債権流動化の効果について見誤る恐れが生じる。

すなわち、通常、家計は預金の振替えによってオリジネータ(厳密にはSPV)から証券を買い取る。通常の証券化(2-2節)や事業の証券化(2-3節)など銀行がオリジネータならない証券化については、家計とオリジネータ間での単純な資産移動が生じているだけに見える。そのため、効果が経済全体で相殺され、貨幣供給量も影響を受けないと考えがちである。

しかし、実際には資産の移動に伴う銀行預金の動きが生じるため、銀行の行動にも影響が及ぶ(BS2-1とBS2-2で銀行のBSが変化していることに注意せよ)。すなわち、家計が預金を移動させ、それが企業預金を通じて銀行に還流するまでの時間と、預金の変動に伴って生じる準備の変動が調整されるまでの時間のずれに応じて、貨幣供給量への効果が変わるのである。銀行がオリジネータとなる貸出債権流動化(2-4節)ではそうした関係がより直接的に生じることになる。この点についてさらに詳しく論じてみたい。

3 - 1 銀行準備と債権流動化スキームの効果

通常の証券化であれ貸出債権流動化であれ、家計の現金需要が顕在化しない場合には貨幣供給量は100単位に留まっており、現金需要が顕在化するときには190単位に増加する。つまり、重要なのは家計の現金需要であり、ス

スキームの違いは準備の動きの態様を決めるという意味で副次的な影響を与えるにとどまっている。

一般に金融政策効果を分析するときは、貨幣供給量の直接的な変化と、それに伴い資金循環過程で生じる間接的・二次的な効果に分けて考えることが多い。後者は金融政策の発動に対する市中銀行の反応であり、それが中央銀行の行動とアコモデートするかそうでないかに依存して政策効果の伝播の程度が変わる。この視点がしばしばクレジットビューと呼ばれていることは周知の通りであろう。

クレジットビューが重視する資金循環システムとは、誤解を恐れず単純化していえば債権債務関係を調整する種々のメカニズムの総体である。そして、ベースマネーの変化など資金循環システムにとって外生的に与えられる変化(A)と、フィードバックされる効果(B)を分けて考える必要がある。加えて伝播機構の中で生じる事後的な調整や変化(C)も考慮に入れなければならない。

債権流動化スキームは、債権に代表される非流動性と貨幣に代表される流動性を交換し、新たな債権債務関係を構築するメカニズムの一つであり、伝播機構の一構成要素である。つまり、債権流動化市場を構築するという政策が(A)にあたる。それがどのような意味合いを持って経済に影響を与えるのかは伝播機構を経由する部分の作用を(B)(C)に区別して論じなければならない。本稿に即していえば、家計が現金需要を顕在化させない場合が(B)、現金需要を顕在化させる場合が(C)にそれぞれ対応することは改めて指摘するまでもないだろう。また、貸出債権流動化(BS4-1)では伝播機構の中核たる銀行がオリジネータとなるので経路(B)の影響が大きくそれだけ金融政策との関連が深いように見える。確かに準備の変動が直ちに生じるという意味ではこの直感は正しいが、家計の行動まで考慮すると貨幣供給量が変わらない場合もあることは先の分析が示すとおりである。

3 - 2 資源配分への影響

これまで、債権流動化が貨幣供給量に及ぼす影響を主に考察してきたが、そうした量的な効果に加えて、流動性の分布が変化することによる二次的効果があることにも注意しておく必要がある。たとえば、BS2-2やBS3-2などで示したように、銀行が準備を調整する過程で、一時的にせよ信用供与が縮小することに伴う効果には注意を要する。実際、最終的に貨幣供給量が増加しても、それが当初に借入を失った企業に改めて貸出されるとは限らない。つまり、流動性分布の変化が実物面での資源再配分を誘発する可能性がある。また、債権に対して供給される流動性をどこから入手するかも考慮する必要があるだろう。本稿のモデルでは預金から支出されるが、これが新たな借入によってなされるとすれば、交換される債権の期間構造と新たな借入の期間構造の組み合わせに応じて、金利水準や実物経済活動への効果の態様が異なっていると考えられる。言い換えれば、本稿で展開された議論は最も短期的な金融資産である預金と、その経済価値の実現に時間を要するPAに裏付けられた長期債権の交換に限定された議論である。この点については今後、さらに詳細な分析を行う必要がある。

3 - 3 市場型間接金融と債権流動化

BS2-2に表されるように、現金需要に伴う企業部門の債務超過を補うために家計から企業への出資が起こることがある。つまり、企業の資金調達の一部が銀行による間接金融から直接金融に置き換えられることになる。この意味において、債権流動化・証券化は銀行の間接金融機能の一部を直接金融市場に委ねるといえるかもしれない。

しかし、このことから、債権流動化・証券化市場の存在が銀行による金融仲介機能が後退していると論じることには、なお慎重でなければならない。たとえば、証券化といっても、通常の証券化と貸出債権流動化は投資家の観点から見れば大きく異なっている。前者を購入する家計はオリジネータの事

業継続能力を意思決定の材料とするが、後者において家計に証券を購入させる誘引を与えるのは、金融仲介機関（銀行）のスクリーニングを経由した貸出債権が裏付けであるという事実にほかならない¹⁵。強いて言えば、金融仲介機関の事業継続能力であり、企業による PA の価値実現のための生産活動ではない。

また、日本の証券化市場が進展してゆく過程においては、（注2で示したような）広い意味で金融に関連する債権が主たる原債権として用いられてきた。たとえば和服割賦債権の流動化スキームは、和服の販売収入そのものというよりはオリジネータから消費者に供与される信用が原債権なのである。つまり、投資家は和服消費者の信用状態に関するオリジネータの情報に依存して意思決定を行うことになる。むしろこれを金融仲介機能と呼ぶことはできないが、それに共通する側面があることは否定すべきでない。

特に、BS4-1やBS4-2で示したように、貨幣供給量が減少するわけではないという事実は、債権流動化市場が金融仲介機能を縮小させるものではないだけでなく、場合によっては銀行による追加的な信用創造を引き起こす可能性も含んでおり、やはり、銀行部門との密接な関連に留意すべきである¹⁶。

4 結 論

本稿は、債権流動化市場の成熟が、金融政策の効果に対してどのような含意を持つのかについて考察した。その結果、債権流動化スキームが導入されるとき、それが貨幣供給量に与える効果は、家計が取引の際に現金需要を顕

15 このことは事業の証券化において一層顕著に現れてくる。

16 最近、原債権の範囲を急速に拡大している。特許や著作権などの知的財産権、不動産賃料、興行権など金融債権ではなく、事業そのものに直結するような債権を対象にしたスキームも登場している。スキーム構造に関してはこれらは本稿で扱った通常の証券化により近いものといえよう。ただ、この場合でも、スキームの内部に信託銀行が関わるようなスキームでは、信託銀行の役割をどのように評価するかという問題が生じる。

在化させるかどうかには依存して決まる。この場合には現金預金比率が高まるので一時的に貨幣供給量は低下するが、取引が終了し預金水準が回復すれば貨幣供給量は逆に増加する。家計が現金需要を顕在化させないときには、貨幣供給量は変化しない。

もし、本稿の議論がそのまま当てはまるとすれば、現在の日本の債権流動化・証券化市場の規模（約5兆円）と準備率の水準を考慮すると、これら市場の動向に応じて引き起こされる貨幣供給量の増加はかなりの規模に達することになる。しかし、これは現金取引が行われた場合の議論であり、実際の証券取引での慣行とは大きく異なることは改めて指摘するまでもないだろう。にもかかわらずこのような議論を進めてきたのは、次のような理由からである。

債権流動化や証券化市場は、経済主体間での購買力（流動性）の移動を促進し、生産要素や資源の移動を助けることによって効率的な資源配分の実現に資する可能性を持っている。このような議論は基本的に正しいのだが、現代経済において、流動性を配分する機能を第一義的に持つのは銀行組織であり、債権流動化・証券化市場の動向がどのように銀行行動に関わってくるのかという問題は、必ずしも十分に論じられてはこなかった。

その理由の一つとして、債権流動化が直接金融市場の問題であり、間接金融の中心に位置する銀行の機能とは切り離して論じることは必ずしも不適當ではないという理解があったからではないかと思われる。しかし近年では、市場型間接金融という言葉にも示されるように、何らかの形で銀行組織との関連が積極的に言及される傾向にある。本稿の関心に照らせば、現代の金融システムは銀行を通じて流動性が創造されるという一方の事実と、かつては銀行が単線的に担っていた流動性の配分機能が、近年は証券市場を含めた複線的な配分機能へと姿を変えつつあるというもう一方の事実が重なりあったところに市場型間接金融という視点が成立するということになるだろう。

参 考 文 献

- 深浦厚之, 2007, 金融機能のアンバンドリングとリバンドリング 事業の証券化スキームに基づく試論, mimeo(応用経済学会2007年度大会報告論文)
- Davis, H., 2005, The definition of Structured Finance: Results from a Survey, The Journal of Structured Finance, Fall
- De Soto, H., 2000, The Mystery of Capital why capitalism triumphs in the West and fails everywhere else, Bantam Press

