

金融スキームの類型化と金融リバンドリング¹

深 浦 厚 之

Abstract

This study adds new consideration about the financial unbundling and rebundling, with taking into account the recent development in Japanese financial market. Especially, it focuses on the rebundling, because the opportunity where it is excessively discussed so far is not many. We try to construct several types of financial transactions by rebundling the various financial functions included in the standard scheme for the Whole Business Securitization. Concretely, usual deposits and loans business by the bank, property mortgage financing and the like of direct financing borrow claim are discussed. It is general to start from the fact that indirect financial system (bank system) is disassembled in plural financial functions, but it is also logically possible to reproduce the indirect financial system by allotting the individual element to the economic agents (households and firms), other than the bank. Via these considerations, it makes clear what the concept and methodology of unbundling do means.

Keywords: Financial unbundling, Financial rebundling, whole business securitization

1 本稿は応用経済学会全国大会（平成19年6月）での報告論文を加筆修正したものである。報告の際にコメントをいただいた鈴木泰氏（立命館アジア太平洋大学）・柳川範之氏（東京大学）に謝意を表したい。無論ありうべき誤謬は筆者の責に帰するものである。

1. はじめに

日本の金融システムにおいて、相互参入や異業種からの新規参入が日常的な光景になってすでに久しいが、最近ではさらに一歩進んで、金融商品やそれらの取引市場の細分化・多様化が目立つようになっている。すなわち、金融自由化によって高いモビリティを得た経営資源が、既存の市場間を水平方向に移動するという形で資源の再配分を行うだけでなく、いまでは新たな市場の創出あるいは細分化する垂直方向へのモーメントを持つようになり、このことが経営資源の流動性をさらに高めているのである。こうした動きを共通し、かつその背景を説明する有力な概念の一つとして注目されるようになったのが、金融機能のアンバンドリングである。

金融アンバンドリングについてはすでに定評ある論考も数多く公刊されているが、それらの先行研究をもとに金融アンバンドリングを理解するとすれば次のようになるだろう。すなわち、複数の金融取引・金融機能の集合体である銀行による金融仲介機能は個別要素に分解することができる。分割された個別の要素あるいは組み合わせごとに独立の意思決定主体・市場を創出することができる。そして、そのような分割・再構成が金融システムの姿を変貌していく力となる。事実、近年顕著になってきた異業種からの金融産業への参入は、既存の金融業務の一部に特化したり、業務と業務の間隙を突くものが多い。

この議論に従えば、金融仲介機関である銀行に集約されていた資金循環に関わる取引や、一定の規制の下に置かれたプロトコルにしたがって整然と行われていた資本取引は、それらを構成する個別の要素に分解（アンバンドリング）できることになる。そして個々の要素は、それぞれが専門化された金融サービスを提供する土台を形作る。たとえば、既存の金融商品からある特性を抽出して新たな取引機会（裁定機会）を作り出してきたデリバティブ市場はその一例である。また、分解した要素を再構成（リバンドリング）すれ

ばこれまでにはない新たな金融商品や市場を創出することができるが、さまざまな仕組み金融の隆盛はこうした流れの中で起こってきたといえよう。情報通信技術の発展もあいまって、既存の銀行や証券会社の業務の一部に特化した企業が数多く登場し、日本の金融システムの姿を急速に変化しつつあることを見ると、アンバンドリングという概念が一定の正当性を持つということは確かなことのように見える。

また、金融理論の展開という面から見ても、要素分解を通じて金融取引にどのような機能が含まれているのかを考察することで、情報生産という角度から金融機関の機能や取引を分析する方法論（1980年代以降、議論が深化した）の正当性を補強することにもなった。

本稿は、このような展開を背景として、アンバンドリングとリバンドリングに対して新たな考察を加えるものである。とりわけ、これまであまり論じられる機会が多くなかったリバンドリングに焦点をあてる。以下の議論においては、事業の証券化（Whole Business Securitisation, 以下WBS）において用いられる標準的なスキームをベンチマークとし、そこに含まれる種々の金融機能をリバンドリングすることにより、他の金融取引を再現してみたい。具体的には、銀行による通常の預貸業務・直接金融・貸出債権の流動化・動産担保融資等を取り扱う。これらを通じて、アンバンドリングという概念・方法論が真に何を意味するものであるのかを明確にする²。

2 事業の証券化のスキーム

2-1 事業の証券化の基本的な構造

まず、WBSの基本的な構造について論じた深浦（2005）を利用して、議

2 アンバンドリングに関しては藤井(2002)、大垣(2004)などを参照するとよい。他方、リバンドリングについては必ずしも十分な議論が行われているわけではないが、実務界では本文中に示したような意味で用いられることが多い。ただ、機能よりも合併や持株会社による組織の再編成過程をさして用いられる場合もある。こうした点についての平易な解説として加護野(2005)がある。

論の出発点となるスキームを説明する。WBSは、1995年ごろまでに英国で基本的なスキームが確立された³。通常の証券化では、企業の持つ特定の資産だけを裏づけとした証券が発行されるが、WBSでは、事業全体から得られる期待収益を裏づけとして資金を調達するスキームであるため、若干混み入った構造になっている。BS1はWBSの典型的なスキームである⁴。

家計				SPV1				SPV2			
DH	10	PA	100	LS	90	S	90	PA	90	LS	90
S	90										

企業				銀行			
DF	90	L	90	L	90	D	100
				R	10		

BS1 事業の証券化

企業は二つの特定目的会社 (Special Purpose Vehicle, 以下SPV) を100%子会社として設立する (SPV1, SPV2)。SPV1は家計に証券 (S) を発行して得た現金を事業SPVに貸付ける (LS)。SPV2は借入金 (LS) により企業から物的資産 (PA) を購入する。しかし、SPV2はPAを運用する能力を持たないので、その技術を持つ企業にPAを用いた生産活動を委託する。こうしてスキーム全体として物的資産を活性化 (activate) し、事業として成

- 3 欧米の状況については Gasser(2000), Ambery(2003), Harris(2004)など参照のこと。また、Adams(2005)によればヨーロッパで発行されるABS(資産担保証券)のうち約9%が事業の証券化によるものである。
- 4 本邦での2006年のWBSによる資金調達総額は一兆七千億円程度と見積もられている。最近急激に調達が増えているため、強気の見方も一部には出ているが、WBSはそれに適した事業が限られていることに留意する必要がある。この点については深浦(2005)および深浦(2006)を見よ。なお、本稿で扱うスキームをBS1のような形で表すのは、これらのスキームが企業の資金調達を目的とするという前提による。証券化等の仕組み金融の主たる目的が資金調達なのか、リスク分散なのかということについては見解が一定しておらず、そのことは仕組み金融の定義を巡る議論の錯綜につながっている。これについては Davis(2005)を参照のこと。

立させるのである。家計の保有する証券(S)を直接裏づけているのは SPV1 の SPV2 に対する貸出債権 (LS) であるが、貸出債権を裏づけているのが PA を用いた生産活動全体であることはいうまでもない。さらに、銀行は預金(D)を家計と企業から受け入れ (DH, DF), 貸出 (L) および準備 (R) として保有する⁵。

経済学においては、企業は「物理的な投入物と生産技術など企業が保有する技術を組み合わせて新たな価値を作り出す仕組み」と定義される、このスキームでは資産金融の手法を併用しつつ、物理的な投入物 (PA) に基づく継続的な生産活動の存在が前提とされている。そして生産活動自体の経済価値が資本市場に反映されるという意味で「事業の証券化」と称されるのである⁶。

ところで、BS1の辺々を整理して（債権債務関係を消去して）経済全体のBSを書くと、資産側に物的資産90と準備10、負債側に物的資産100が残る。つまり、究極においてはこの経済は天賦の資源を利用しているにすぎない。しかし、資源の分布に偏りがある以上、資源配分機構が必要であり、さらに交換経済を前提とするならば、ただ資源を利用するためだけであっても諸々の追加的機能が必要とされる。金融分析とはこうした機能に着目した経済分析の方法論にはかならない⁷。

ところで、企業が手に入れたニューマネーは、何らかの新たな事業活動に振り向けられなければ、企業は単なるカネの通り道になってしまう。本稿で

5 SPV1は“発行SPV”と呼ばれることもある。また、SPV2には“借入SPV”“事業SPV”といった呼称がある。なお、BS1は最終的な状況であり企業がSPV2に売却するPAを入手するための資金は銀行借入でまかなわれると仮定している。

6 事業を継続するには、生産過程に投入される資源（物的資源や無形資産）とそれを用いるノウハウが必要である。通常の証券化はこのうち前者のみを用いるのに対しWBSは両者を用いている。

7 また、アンドリングは金融産業に限った論点ではない。たとえば、情報通信産業や電力・ガス業界において規制緩和とともに新たなサービスが登場してくる過程がアンバンドリング概念で論じられることもある。一例として伊藤(2002))がある。

は、証券化等の取引が終った後に実体経済に生じる効果については考慮していないため、ニューマネーを預金や現金として退蔵される形（ある種の両建て取引になっている）で表現していることに注意されたい。

2-2 個々の金融機能

事業の証券化には、スキームそれ自体にも論ずべき問題が多く含まれているが⁸、本稿ではとりあえずBS1をベンチマークとして以下の議論を進めていく。すなわち、BS1をもって資金循環に必要な種々の金融機能がアンバンドリングされた状況を表現していると仮定するのである。はじめにBS1の各経済主体が資金循環の中でどのような金融機能を持っているのかを順次見てきたい⁹。

(1) 企業

企業は資金の最終的な取り手であり、したがって流動性の需要主体である。それはまた、資金調達サービスの需要主体である。また、天賦の物的資産に働きかけて新たな価値を生み出す機能(生産機能)を持つ。

(2) 家計

家計は資金の最終的な出し手であり、したがって流動性の供給主体である。それはまた、資金運用サービスの需要主体である。また、自らは生産機能を持たず、企業によって生み出された価値を消費する。

(3) SPV1

SPV1は流動性の供給を実体化させる機能を持つ。家計は資金を運用する手段を持っていないので、そのままでは流動性を保蔵するのみである。SPV1は、それがなければ保蔵されたであろう流動性を需要主体に対して顕在化させる主体であり、そのためになんらかの金融上のデバイスを用

8 詳しくは深浦(2006)。

9 家計と企業はこの経済を構成する不可分の最小単位である。

いなければならない。

(4) SPV2

SPV2は流動性の需要を実体化させる機能を持つ。企業は資金を調達する手段を持っていないので、そのままでは保有する生産技術を保蔵するのみである。SPV2は、企業が必要とする流動性需要を供給主体に対して顕在化させる主体であり、そのためになんらかの金融上のデバイスを用いなければならない。

(5) 銀行

一部の例外を除いて、実際に資金が家計・企業の間を移動する際の経路を提供する。また、準備を保有することを通じて、交換手段である貨幣を供給する（ただし、この機能については本稿では特に論じることはいない）。

上述のように、5つのBSを統合すると、負債側に物的資産100、資産側に物的資産90および準備10だけが残る。つまり、実物面からこの経済を見れば、天賦の資源の9割を消費する一方、1割を準備として保有することになる。しかし、物々交換によらずしてこの状況を達成するには、BS1のような金融システムが必要であり、準備はそのために用いられる資源であると解釈できよう。

さて、資源の最終的な保有者である家計は、追加的な機能が付加されない限りは資源を自ら利用する機能を持たず、さらに資金不足主体である企業部門に資源を還流させる機能も持たない。同様に、企業は資源を利用する技術を持つが、家計から資源を吸収する機能を持つわけではない¹⁰。

10 厳密に言えば、SPV1,SPV2のような組織を考えるだけでは十分ではない。企業・家計間の資源移動を可能にするには、交換媒体として機能すべき貨幣の存在を仮定する必要があるが、この仮定によって、われわれは資源の需要・供給を貨幣の需要・供給（すなわち金融取引）に置き換えて考えることができる分業を基礎とする現代経済においては、物々交換ができない限り、金融機能の存在は経済活動を維持する前提条件となる。Shumpetarが強調しているように、有形・無形を問わず資源の分布にも偏りがあるときには、資源を組み合わせる新たな価値を生み出す企業活動にとって、金融市場の果たす意味は大きい。

SPV1は、余剰資金を供給するためのデバイスを家計に提供し、SPV2は資金需要を顕在化し、家計から余剰資金を調達する機能を企業に提供する。前者が家計に向けて発行する証券、後者はSPV2が企業から購入するPAに対応する。最後に、銀行は、SPV1・SPV2によって顕在化された資金需給のベクトルにしたがって、資金を移動させる経路を提供すると同時に、準備を通じて貨幣を供給している。ただし、最後に述べるように、準備を明示的に考慮すると金融政策との関連にまで考察を広げる必要があるが、本稿では単純化のためこの点は省略したい。

3 リバンドリングによる金融取引の再現

3-1 個々の金融機能の組み合わせ

いうまでもなく、金融システムを上記5つの機能（流動性の供給・流動性の需要・流動性供給の顕在化・流動性需要の顕在化・資金循環経路の提供）以上に細かく分割することは可能だろう。しかし、ここではこれ以上踏み込むことはせず、これら5つの機能の抽出をもってアンバンドリングされた状況とし、これらを出発点としてリバンドリングに議論を進めていきたい¹¹。よって、リバンドリングとは、これら5つの機能をどのように組み合わせるか、また、それらをどの経済主体に割り当てていくかという問題として考えることができるのである。

とはいえ、本稿の議論が金融取引に限定される以上、資金の最終的な出し手と取り手は必ず存在するはずだから、それら（家計・企業）がほかの機能に吸収されて隠伏的に取り扱われるという場合は考えないことにする。むろ

11 後にも言及するが大垣(2003)はアンバンドリングされるべき機能としてオリジネーション、サービシング、マニファクチャリング、リスク管理・資金調達の5つを挙げる。本稿に即して言えば、流動性の需要はオリジネーションに、流動性需要の顕在化はサービシングに、流動性供給の顕在化はマニファクチャリングに対応するだろう。リスク管理および資金調達は流動性需給の健在化双方に関わるのかもしれない。

ん、家計が流動性を需要しないわけではない。たとえば、家計が住宅資金などを借入れるときは、流動性需要主体となるが、その場合は家計が住宅という物的資産あるいは居住サービスを生産すると考えれば、BS1上では企業に分類することができる。

したがって、以下の議論は、潜在的な資金需給顕在化機能をどの経済主体に割り当てるかという問題を主に考える（WBSでは、それらはSPV1とSPV2に割り当てられている）。はじめに、考えられうる組み合わせをすべて列挙すれば、表1のように整理できるだろう。たとえば、①は、家計（企業）が流動性供給（需要）機能を持ち、かつ、顕在化させる機能を併せ持つというケースである。SPV1+SPV2は、二つの機能を併せ持つ単独の機関を意味する。なお、後段の議論のため、それぞれの組み合わせによって実現されるスキームもあわせて記入しておいた。ケース⑤は事業の証券化である。

番号	機能の割り当て		実現されるスキーム
	流動性供給 顕在化機能	流動性需要 顕在化機能	
①	家 計	企 業	ディスインターメディエーション 銀行の金融仲介
①'	家 計	銀 行	銀行主導
②	企 業	家 計	動産担保融資
②'	企 業	銀 行	投資信託
③	銀 行	企 業	貸出債権証券化
③'	銀 行	家 計	—
④	SPV1+SPV2		通常の証券化
⑤	SPV1	SPV2	事業の証券化

表1 リバンドリングの類型

3-2 ケース①(家計=流動性供給顕在化機能, 企業=流動性需要顕在化機能)

BS1において、家計 (H) と SPV1の BS, および、企業 (F) と SPV2の BS を統合して、銀行 (B) の BS とあわせて表示すると次の BS2を得る。

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

BS2 ケース①

F+SPV2を見てみよう。企業は総借入180 (L+LS) のうちの90を預金 (DF)として保蔵し、残りの90を実際に生産過程に投入する (PA)。もし、企業が預金と銀行借入 (L) を相殺すると、BS2は次のBS2-1に置き換えられる。

ここで家計は企業に直接貸出し (LS) を行っているから、BS2-1はいわゆる直接金融あるいはディスインターメディエーションに対応しているといえる。逆に言えば、企業が銀行借入に依存せずに生産活動を行うということになる。また、銀行は家計預金 (DH) 全額を準備 (R) とする100%準備銀行になっていることに注意しよう。つまり、銀行は銀行券 (現金) を発行するだけの機能に特化しているのである。

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

BS2-1 ケース①(ディスインターメディエーション, 100%準備銀行)

しかし、企業は預金 (DF) を使って家計からの借入 (LS) を相殺するというもうひとつのオプションを持つ。このとき、家計が手元資金を銀行預金 (DH) として保有すれば BS2-2のような状況が生じる。これが銀行による典型的な金融仲介を表していることに注意されたい。BS2-1と BS2-2は、機

能が同じように割り当てられているにもかかわらず、それによって生じる帰結は対象的であることに注意しよう。つまり、リバンドリングの形態だけが実現する金融システムの種類を決めているわけではないのである。

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

BS2-2 ケース① (銀行による金融仲介)

3-3 ケース①' (家計=流動性供給顕在化機能, 銀行=流動性需要顕在化機能)

ケース①' (BS3)は、ケース①において流動性需要顕在化機能が企業から銀行に移したものである。

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

BS3 ケース①' (銀行主導)

銀行が家計からの借入 (LS) を使って、預貸業務以外の生産活動 (PA) を行っており、企業本体は、単に借入 (L) と預金 (DF) の迂回経路を提供しているに過ぎない。本稿では物的資産を用いて生産する主体を企業と呼んでいるから、BS3は、銀行が企業の活動を兼ねていることになる。銀行が特定の企業を完全に支配化に置くケース、銀行が連結子会社を使って本来業務以外の事業を展開しているようなケース、あるいは、何らかの理由で形式的に貸出を積み上げるケースなどが想定できる。いずれにしても、資金循環上の重要な特徴は銀行が資金循環上での主導的な役割を担っているという事実である。

3-4 ケース② (企業=流動性供給顕在化機能, 家計=流動性需要顕在化機能)

家計 (H) と SPV2の BS を統合し、企業 (F) と SPV1の BS を統合し、

銀行（B）のBSとあわせて表示したのが次のBS4である。

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

BS4 ケース②

さて、企業が預金（DF）を用いて家計からの調達資金（S）を相殺すると、BS4-1を得る。

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

BS4-1 ケース②（動産担保融資）

BS4-1には興味深い解釈を与えることができる。まず、企業が保有していた物的資産（PA）が家計に移動し、対応する勘定として、家計が企業に対する債務（LS）を負う形になっている点に着目しよう。たとえば、PAが企業の商品（在庫）であれば、LSは家計に対する売掛債権（もし相手が企業であれば企業間信用）を表すことになる。銀行の貸出は、企業の持つ対家計債権に基づいて行われていることを併せて考えると、BS4-1は近年注目されるようになってきた売掛債権担保融資（より一般的に言えば動産担保融資、Asset Backed Loan, 以下ABL）に相当する取引であるということが出来る。また、家計がはじめに企業+SPV1からLSを借り入れて、その後PAを購入すると考えれば、これは消費者金融などのノンバンクの家計向けの貸出を表しているとも読むことができよう¹²。

ここで重要なのは、企業は銀行と違って信用創造を行うことができないの

12 2006年に実施された動産担保融資は金融庁の集計によれば55件（調達額約38億円）であり、農産物を担保とした事例が目立っている。動産担保融資についての簡潔な解説については経済産業省(2006)が適当である。

で、流動性供給顕在化機能が割り当てられても別のデバイスを用いなければならぬということである。そのため、家計の流動性需要に対応するには、既存の物的資産か流動性を用いざるを得ない。このため企業自身が信用リスクを負担することになるのだが、それにはおのずから限界がある。これが従来の掛売りや消費者金融の弱点の一つであった。この意味で、ABLは企業の流動性供給顕在化機能が、銀行によって金融的に補完されるという点に意義があるといえそうである。また、ABLは商取引慣行の中で発生する債権債務関係を基点として構築されるのであり、古典的な意味での商業銀行業務と極めて近い関係にあるということも可能である¹³。

ところで、銀行が家計に向けて貸出を行っていないにもかかわらず、家計に流動性需要顕在化機能が割り当てられるという解釈には違和感が残るかもしれない。しかし、家計と企業が現金取引を行うときには、そもそも銀行から企業への貸出が行われない。つまり、家計が企業から掛売り等の形で信用を受け取ることで需要を顕在化させることによって、派生的に銀行と企業の関係が生じるのである。

3-5 ケース②' (企業 = 流動性供給顕在化機能, 銀行 = 流動性需要顕在化機能)

BS1において、企業 (F) と SPV1の BS を統合し、銀行 (B) と SPV2の BS を統合し、家計 (H) の BS とあわせて表示すると BS5を得る。

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

BS5 ケース②' (投資信託)

13 ちなみに、企業が DF を用いて銀行借入 (L) を相殺するときには、①で述べたように銀行の役割が縮小し、家計と企業の間で売掛債権となんらかの証券 (S) を用いた直接的な取引が行われることになる。

実際の生産活動が銀行によって行われているので、ケース①'と同様、銀行が連結子会社を使って本来業務以外の事業を展開しているような状況に相応する。ただ、銀行はそのための資金を、家計からではなく企業+SPV1という組織から調達している点に注意が必要である。

家計から資金調達し銀行に貸出すという F+SPV1のような組織は多少イメージしにくいかもしれないが、これに類した機能を持つ経済主体を想像できないわけではない。たとえば、S を投資信託受益証券、LS を銀行の社債に対する投資と考えれば、F+SPV1はある種の投資信託会社と考えることができる¹⁴。ただし、F+SPV1は生産機能を持たないので、厳密には企業と呼べないことに注意しておきたい。

3-6 ケース③(銀行=流動性供給顕在化機能, 企業=流動性需要顕在化機能)

BS1から企業 (F) と SPV2の BS を統合し、銀行 (B) と SPV1の BS を統合し、家計 (H) の BS とあわせて表示すると次の BS6を得る。

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

BS6 ケース③ (貸出債権の証券化)

銀行は通常の預貸業務 (D, L, R) に加えて、証券 (S) を用いて資金を別途調達し、それを企業に貸出している (LS)。銀行の企業向けの貸出債権 (L) は原債権として証券 (S) を裏づけることが可能だから、これは銀行による貸出債権 (L) を原債権とする証券化ということが出来るだろう。た

14 むろん、実際の投資信託会社も労働力や什器などの物的資産を投入しているが、本稿では金融面と実物面の区別を明確にするためにこの点は無視している。あるいは、物的資源との関わりに限定せず、企業を何らかの価値を生み出す組織と広義に定義すれば、ここでいう投資信託会社も企業と呼べるが、こうしたことは言葉の問題に過ぎない。

だし、会計的・法律的な要件が満たされていないので（=原債権 L と証券 S が銀行の BS からオフバランスされていないので）正しくは証券化と言えないが、資金循環上の機能を分析する限りにおいては、それに等しいスキームとして考察できよう。なお、BS6は BS1を単純に統合しているため、証券の発行額が他の項目に比して極端に大きいが、たとえば $S=10$ として同様の BS を描いてみれば（したがって、貸出90が証券10を裏づける）、より実態に近い取引を表すことができるはずである。注意すべきことは、LS が超過準備をもとに創造される貸出ではなく、単純に手持ち現金を貸出したものであり、この部分に限って言えば銀行は資金の単純な導管になっている。

企業が DF(90)をどのような用途に振り向けるかを考えてみよう。もし借入 L(90)を返済すれば、銀行の資産が $L=0$ 、 $R=100$ となる。部分準備制度のもとでは超過準備が生じるので、もし銀行が追加的な貸出を行えば、最終的には BS2-2(既出)と同じ結果が実現される。逆に、銀行が超過準備を放置すれば100%準備銀行に帰着するが、このようなことが起こるとは考えにくい¹⁵。

3-7 ケース③' (銀行=流動性供給顕在化機能, 家計=流動性需要顕在化機能) および ケース④ (流動性供給顕在化機能と流動性需要顕在化機能を統合)

BS1から銀行(B)とSPV1のBSを統合し、家計(H)とSPV2のBSを統合し、企業(F)のBSとあわせて表示すると次のBS7を得る。これをケース③'としよう。企業は銀行からの借入(L)をそのまま預金(DF)として保蔵しており、また、生産活動も行っていない。つまり、銀行と企業間の取引は、資金循環上での実質的な効果を持たない。また、家計は天賦の物的資産の大半を

15 最近では、投資家に債権を売却することを予め前提とした融資が増えている。正確な数字を得ることはできないが、日本経済新聞の報道によれば2006年で約2000億円程度に達している。ただ、これらの中で証券化という形を取るものがどの程度になるのかははっきりしない。

そのまま保有している。このような経済は一種の自給自足経済であり、論理的可能性を別にすれば、考慮の対象外としてもよいだろう。

H+SPV2				F				B+SPV1			
D0	10	PA	100	DF	90	L	90	L	90	D	100
S	90							R	10		
PA	90	LS	90					LS	90	S	90

BS7 ケース③' (銀行の金融仲介機能空洞化)

H				SPV1+SPV2			
DH	10	PA	100	LS	90	LS	90
S	90			PA	90	S	90

F				B			
DF	90	L	90	L	90	D	100
				R	10		

BS8 ケース④ (通常の証券化)

ケース④は SPV1 と SPV2 を統合した BS8 で表される。SPV1+SPV2 は、企業が保有していた PA を資産として受け入れ、それに裏づけられた証券 (S) を家計に向けて発行している。これは通常の証券化そのものに他ならない。

ここでケース④において、企業・銀行が果たしている役割に注意しておこう。まず、企業は PA を保有していない。先の議論に従えば、生産活動主体としての企業の実態が失われていることになるが、証券化スキームの実態に即して言えば、若干の注意が必要である。

まず SPV とオリジネータ (企業) の役割分担を考慮してみよう。オリジネータによって設立される SPV は証券化のための法的便宜・器 (vehicle) であり、PA を用いて実際に生産活動を行う機能は当初から期待されてい

いという事実がある。そのため、PAに関わる生産活動は、SPVからオリジネータに委託されるのが通例である。したがって、企業とSPV1+SPV2はBS上では隔離されているが、経済的機能については一体化されていると見なければならない。すなわち、生産機能は暗黙のうちに企業に帰属しているのである¹⁶。

次に、銀行のBSを見てみよう。銀行の貸出(L)が企業の負債に入り、それが預金(DF)として還流していることから、先のBS7で説明したように単に資金が往復する以上の意味はないということになるかが問題である。そうであれば、証券化スキームは直接金融的色合いの強いスキームということができるだろう。

しかし、本稿ではそのような立場は採らない。つまり、証券化スキームをスキームとして単独に考えれば、確かに証券化には銀行の関与が薄く直接金融的といえる。しかし、資金循環システム全体として考えれば、そこには銀行の金融仲介機能がやはり関与しているというべきなのである。

第一に、企業はSPV1+SPV2と機能上一体化しているが、そもそも企業は銀行借入(L)を用いなければ証券化の原資産に充当するためのPAを入手できない。PAがSPV1+SPV2に移動した後、家計と企業の間で証券を介した取引が行われるものの当初の銀行借入はそのまま企業のBSに残っているのである。

第二に、家計の行動に目を向ければ、家計はSPV1+SPV2が企業から譲渡されたPAを保有しているということを拠り所として資金を供給する。言い換えれば、SPV1+SPV2の資産であるPAを通じて、最終的な資金の取り手である企業(証券化においてはオリジネータ)の情報が家計に伝えられているのである。そもそも間接金融とは、資金の最終的な借り手についての情

16 両者をBS上で分離させる法的措置のことを倒産隔離措置という。しかし、企業が実態的に生産活動に関わる程度やその方法によっては、別法人であることが否認される場合もある。

報が専門機関（代表的には銀行）によって行われるシステムである。ケース④では証券を発行するSPV1+SPV2がPAの保有を通じて、銀行が果たしていた情報生産機能を代行する機関になっていると考えられる。この意味で、通常の証券化のスキームの中には間接金融の要素が含まれているのである¹⁷。

むしろ、企業は証券化の過程で得た預金（DF）で借入（L）を返済することができる。そのときには銀行と企業の関係は切断されてしまう。しかし、それは事後的な推移の一つに過ぎず、証券化スキーム全体を通して、銀行の金融仲介機能が持つ意味合いを弱めるものではない。事実、企業が証券化を行う理由は、借入を減少させるためというよりは、新たに入手した流動性（DF）を用いて新たな生産活動を行うためであることが多く、むしろ証券化後も銀行との関係が継続されることが多いのが現実の姿である¹⁸。

証券化であれ債権流動化であれ、原債権に関する情報（生産活動に関する情報）は経済が完全情報でない限り、必ずどこかで生産されなければならない。その部分に銀行が関わりを持つのであれば、その後の取引が市場をより多く経由するかどうかとは関わりなく、銀行による金融仲介機能が作用していると考えべきなのである¹⁹。

3-8 金融仲介機能と市場型間接金融

ケース③'のように、銀行・企業間の取引が実質的に資金循環機能を持た

17 こうした議論に基づき、深浦(2005)は証券化スキームを単純に直接金融的スキームとは呼べないことを指摘した。ほかにも高橋(2004)など参照。

18 企業が証券化を行う教科書的な理由はFabozzi(1998)などにいくつか挙げられているほか、(財)日本資産流動化研究所による企業関係者のインタビューなども参考になる。

19 日本の証券化市場が全体としてどの程度の規模なのかは、証券化スキームが多種多様であることも合ってなかなか把握しにくい。参考になる数値として、不動産・金銭債権を対象とした証券化の発行残高が2006年9月松でおよそ50兆円であったことを指摘しておく。

ない状況について、銀行の金融仲介機能が空洞化していると言い表すことができよう。しかし、企業と銀行が単純に資金の受け渡しだけを行うときには、必ず金融仲介機能が空洞化するというわけではない。

繰り返しになるが、金融仲介機能とは資金の流れだけに着目して論じられる問題ではない。資金が金融仲介機関を経由する前後で、資金の取り手・出し手間に生じる情報格差に変化が生じるかが重要である。近年の金融理論の成果に従えば、貸出は、借手の情報を預金者に伝播させるビークルの一つであるとされる。銀行の貸出には、第一に、借り手のデフォルトリスクが銀行の負担できる範囲内にあること、第二に、自らのリスクをとって貸出を行うことによって、借り手に関する判断の正当性を預金者にアピールすること、という情報発信としての意味がある²⁰。別言すれば、預金者が知りえない借り手の情報が銀行自身の行動を通じて発信されており、その意味で銀行は情報生産機能を持つ。

預金者は、自ら企業に投資する（株主になるか社債権者になる）ときに必要な情報費用と、銀行の行動を観察するための費用を比較して行動を決定する。すなわち、企業に直接投資を行うときにかかる費用は、借り手の行動をモニターする費用と、借り手に契約を守らせるための費用から構成される。他方、銀行を経由するときには、銀行にモニターを委託する費用と、銀行それ自体をモニターする費用が必要になる。よって、もし銀行が貸出行動を通じてこれらのコストを小さくできれば（預金者に銀行の行動を信頼させることができれば）、預金者は銀行預金を選択するのである²¹。

したがって、銀行の金融仲介機能が空洞化しているかどうかを判断するためには、一連のシステムの中に、銀行によって生産された情報が資金の出し手にフィードバックされるメカニズムが内包されているかどうかを確かめな

20 銀行固有の業務の中に、多種多様な借り手に資金を分散させる、銀行の発信する情報を預金者に信頼させる、ことを可能にするメカニズムが存在すると考えられている。

21 この議論については Diamond(1984)を参照のこと。

ければならない。たとえば、ケース③'のように、貸出が企業の生産活動と接点を持たないまま預金として銀行に還流してしまえば、金融仲介機能は空洞化しているといえるだろう²²。

証券化の場合、確かに企業と銀行間では単純に資金が往復しているだけである。また、銀行がSPVとは直接接しないという特性のため、銀行と生産過程との関係が間接的になる。加えて、家計はSPVとのみ接触する。それにもかかわらず、情報生産機能としての金融仲介機能が失われているわけではないと考える必要があるのは、実物面において生産過程がSPVと企業にまたがるという証券化固有の要素があるからである。

本稿がこのような問題にこだわるのは、証券化スキームの性格づけを巡ってさまざまな議論が交わされた経緯を踏まえてのことである。創設当初、証券化市場は日本の金融システムの直接金融化を象徴する事象として注目された。最近では他の関連する市場ともあわせ「市場型間接金融システム」を形づくる有力市場として言及されることが多い。こうした言葉の変遷は、金融システムと不確実性が不即不離である以上、何らかの形で情報生産機能が不可欠であることを考えれば妥当なものといえるだろう。すなわち、借り手・貸し手以外の第三者による情報生産機能の存在が金融仲介機能の本質であるならば、それを銀行に短絡させる必然性はなく、また、銀行が隠伏的に関与する場合を排除する必要もないのである。

言い換えれば、本稿では、借り手についての情報生産機能が貸し手から第三者に委任されており、そしてその際に委任に伴って発生するエージェントコストのほうが、委任によって得られる利得より小さくなるような金融システムを間接金融システムと考えている。この解釈を前提とすると、証券化は、第一に、銀行借入によって得られた資源が原債権になっており、つまり、その段階で最終的資金の出し手から銀行への委任がなされていると解釈

22 S2-1で示した100%準備のケースも、これとは異なる意味合いであるが、空洞化が起きている例になりうる。

できる。特に、事業の証券化では、SPV1による貸出債権が存在し、さらにSPV1, 2が銀行によって設立されることが多いという事業の証券化の実情を見ると、そこには間接金融という要素を見出さないわけにはいかない。

第二に、実際に生産活動が物的資産を企業から譲り受けたSPVで行われるわけではないことにも注意が必要である。このことは実務的な問題にとどまる論点ではなく、証券化スキームの本質に関わる重大な問題であろう。証券化において、実際の実活動はオリジネータによって行われているということに着目すれば、それは（生産活動という）実物的要素を残したままで、ファイナンス部分をだけ切り離す金融手法ということができる。その過程において、生産活動に関する情報は証券を発行するSPVによって投資家に伝達されるという構造になっており、ここに情報生産の委任という側面が垣間見えるのである。

4 金融アンバンドリングの起因と帰結

以上述べてきたように、さまざまな金融取引スキームは、金融取引に含まれる個別要素のリバンドリングすることによって再現することが可能である。しかし、このこと自体は、リバンドリングという分析視点の有効性を追認するものであり、一つの思考実験として興味深いとしてもそれ以上のものではない。本稿が強調したいことは、この分析を通じて金融アンバンドリングという現象の意味するところを改めて問い直してみたいからである。

ただし、金融アンバンドリングと金融システム全体の関連を考えるときには、いくつか注意を要する点がある。第一に、アンバンドリングによって、資金循環経路そのものが拡大するかどうかという問題がある。アンバンドリングが「分解」である以上、資金循環の経路が増加するということはあるだろう。しかし、総体としてみたとき、分解前の経路を凌駕するだけの「幅」が生じるかどうかは一概に論じられない。たとえば、一つの取引を5つの要素に分解すれば、そこから全部で31通りのリバンドリングが可能であ

る。これら31の経路をすべて集計して得られる資金循環経路と、もとの一つの経路のどちらが大きいか、またはどちらが効率的かは単純には決められない。経路の複線化によって新たな資金需要が掘り起こされる場合、個々の市場間競争が激化し不安定性が増す場合、二重投資が行われる場合など、さまざまなケースを想定して検討しなければ金融アンバンドリングの社会的な含意を得ることはできない。言い換えれば、アンバンドリング以上にリバンドリングの際に何が起こるか考察することが重要なのである。

第二の、そしてより重大な問題は、リバンドリングの過程・帰結とその前提となるアンバンドリングが区別しにくくなる場合があるという問題である。たとえば、ケース①において、最終的に実現するのは伝統的な間接金融スキームや100%準備銀行だが、これらは金融アンバンドリング以前の状況そのものにほかならない。ところが、SPV1やSPV2に体化される金融機能は家計・企業に割り当てられている。つまり、リバンドリングにおいて各機能を金融仲介機関ではなく、家計・企業に割り当てても、同じように金融仲介機能を作り出せるのである。そうだとすれば、銀行の金融仲介機能は金融アンバンドリングの起因になりうると同時に、金融アンバンドリングの帰結としても解釈することができるのである。いったい、金融アンバンドリングとは何を意味するのだろうか。

この循環論を克服する一つの方法は、資金の最終的な出し手(本稿の場合は家計)および資金の最終的な取り手(本稿の場合は企業)を起点として考え、金融仲介機能それ自体もまたリバンドリングの結果として解釈するというものである。すなわち、はじめに資金余剰主体(家計)と資金不足主体(企業)のみから構成される経済を考える。この状態では余剰資金の再配分ができないため経済は自給自足となる。ここに新たに資金需給顕在化機能を導入し、それを企業や家計、あるいは銀行にどのように割り当てるかによって、種々の金融システムが形作られていくことになり、その中の一つに金融仲介(間接金融)があるのである。要するアンバンドリングの基点とされる銀行

による金融仲介機能もリバンドリングの帰結として考えることができる。こうした方法論のもとでは、銀行の金融仲介機能を起点としてアンバンドリングを論じることは、特定のリバンドリングの形を前提とした限られた描写に過ぎないということになる。

この整理が有効だと思われるのは次の理由からである。まず、中世・ルネサンス期以降の東方貿易の発展の中で、銀行業が生まれてきた歴史的経緯に合致する。われわれは現代の金融システムを間近に見ながら論じているため、銀行機能が分解される過程にだけ目を奪われがちである。しかし、歴史的には、富の偏在や事業家の勃興、地理観の拡大といった社会変動の中で、生産活動と金融活動の分離が進行し、それが銀行業の発展を促してきた。つまり、銀行業もまた経済の分業化の中で生じたリバンドリングの成果なのである。このように考えれば、前節で述べたように、金融仲介機能を構成する要素が銀行以外の経済主体に割り当てられたとしても、決して不自然ではない。

さらに、この方法論は理論的にも正当である。最初に金融仲介理論を展開し間接金融という理論的枠組みを最初に提供したガーレイ・ショウらが、実はこれに類した方法を用いていたことは意外に知られていない。彼らの議論はもともと経済成長に伴う金融制度の発展過程をモデル化しようとしたものであった。そこでは、家計と企業の間で物的資源が（物々）交換される原始的な経済を出発点とし、何らかの金融デバイスを用いた直接金融システムを経由して、一次証券・二次証券を用いた間接金融システムが形作られていく経緯が描かれている。つまり、家計や企業が担っていた余剰資源の配分機能が、次第に専門化されていくことに主張の重点が置かれており、間接金融それ自体が、家計・企業・金融機関の間での金融機能の割り当て・組み合わせの変化の結果として認識されている。これは本稿の立場にかなり近いものといえるだろう。

これに対して、アンバンドリングの議論は必ずしも“銀行による”金融仲介機能を分割することだけに限定されるものではなく、本稿の議論は狭義に

過ぎるといふ反論が可能だろう。確かに、分割対象となる機能を持つ組織を銀行に限定しなければならないア・プリアリな理由はない。しかし、分割されて複数の機能を抽出する以上、分割される以前の状況が必ず存在するはずであり、かつ、それは一つの組織に包含されると考えるべきである²³。そうでなければ分割の意味をなさないだろう。

むしろ、アンバンドリングは機能の分割であり、組織の分割とは異なるという議論もできる。たとえば、大垣(2004)は個別要素を機能的に捉え、アンバンドリングは4つの要素（オリジネーション、サービシング、マニファクチャリング、リスク管理・資金調達）を抽出する過程として考察している。この議論は傾聴に値するものであり、また筆者自身もかつて機能的分割と組織的分割を区別することの重要性を指摘した²⁴。しかし、機能はそれを実現する行為体と一体となって始めて意味を持つ。アンバンドリングの議論がかくも注視されるのは、これらの機能が特定の行為体に集中したという事実観察があったからであり、複数の機能の存在が問題だったということではない。そうであれば、このリストに含まれた要素を持つ分割以前の組織体として銀行をイメージすることはきわめて自然であろう。事実、証券会社の機能をアンバンドリングするといった種類の議論は、（理論的には可能だが）銀行に関する議論に比べれば少ない。

このことは、近年の金融コングロマリットについての議論に対しても示唆を与えるものである²⁵。金融コングロマリットは銀行・保険・証券業務を単一の組織によって提供するという発想であり、相互参入の究極的な形である。本稿の論旨に当てはめれば、金融コングロマリットは上記の三業態のバランスシートを統合した状態（あるいはBS1の銀行BSに証券・保険機能を含め

23 たとえば藤原(2005)は組織を基点にアンバンドリングを定義している。

24 深浦(2001)参照のこと。

25 金融コングロマリットに関する議論の展開をまとめたものとして前多・永田(2004), Joint Forum(2003)(2005)などを参照のこと。

た形)であり、やはりリバンドリングの一つの形態として考えることができる。よって、もしメガバンクや大手証券会社が今後の組織戦略として金融コングロマリットを視野に入れようとするならば、組み合わせられる金融機能と組み合わせによって生じる資金循環上の効果を含めてその当否を考慮する必要がある。現在のところ、金融コングロマリットに対しては否定的な議論のほうが幾分多いように見受けられるが、それは、異なる業務を組み合わせることに伴って顕在化するリスクの評価など、本稿では十分に考察できなかった問題が重視される傾向にあることに由来するものと思われる。

最後に、多少現実的な観点から、議論の応用可能性をいくつか指摘して今後の展望としよう。第一に、金融政策の観点にたつて、本稿の議論を拡張していくことができよう。たとえば、ケース②・③においてはBSを統合する過程において、銀行の準備が変化している。したがって、そのときの必要準備率の水準に依存して貸出量(貨幣供給量)が変化する可能性がある。

第二に、リレーションシップバンキングに関して一定の含意を引き出しうる可能性がある。リレーションシップバンキングは、地域経済との密接な関係を維持強化するなかで、地域金融機関間の金融仲介機能を高めていこうとする政策指針であり、地域経済レベルでの伝統的な間接金融への回帰をもたらすとも言われている。現時点でリレーションシップバンキングの全体的な評価を行うことは難しいが、アンバンドリングの流れに棹差す動きとして把握することができる一方、本稿の立場に立つならばBS2-2で描かれたような現象が生じたという解釈も可能である。この場合、リレーションシップバンキングはアンバンドリングとリバンドリングの帰結であるという逆の評価が可能になる。逆に、全国規模のメガバンク業務において資本市場に軸足を置いた銀行業務が志向されるのは、BS2-1で示された状況が一般的であるからかもしれない。

5 結 論

本稿は、債権流動化市場・証券化市場を巡るさまざまな議論の中で、金融機能のアンバンドリングという概念がクローズアップされていることを契機とし、事業の証券化のスキームを用いてその意味するところを考察したものである。その結果、アンバンドリングに関わる議論は間接金融システム（銀行システム）を複数の金融機能に分解することから出発するのが一般的であるが、個々の要素を銀行以外の経済主体(家計や企業)に割り当ててアンバンドリングを行うと、間接金融システムを再現することも可能であることが示された。つまり、間接金融システムはアンバンドリングの起点であると同時に、帰結にもなりうるのである。

今後に残された課題として次の点を挙げておく。第一に、個々の金融機能の類型化・定義をより明確にすることが必要である。本稿では、事業の証券化のBSによって金融機能の個別要素を表すことができるという暗黙の仮定に基づき、事業の証券化スキームを議論の出発点に据えている。これが議論の見通しをつけるための方法論的便宜であることは言うまでもなく、この仮定の妥当性が厳密に吟味されているわけではない。第二に、議論の応用可能性を高めていくことが求められる。貨幣供給量との関連、リレーションシップバンキングとの関連などを先に指摘したが、応用可能な対象を拡大することは、もっとも効果的に議論の頑健性を高めることになると思われる。

参 考 文 献

- 伊藤 真弘, 2002, オープンシステムにおける金融機能のアンバンドリングと経済性, 情報通信学会論文集
- 大垣尚司, 2004, 金融アンバンドリング戦略, 日本経済新聞社
- 加護野忠男, 2005, 京都・祇園に学ぶ「アンバンドリング」という手法, 「月刊プレジデント」5月号
- 野村総合研究所, 2006, 動産・債権等の活用による資金調達手段

- 高橋正彦, 2004, 証券化の法と経済学, NTT出版
- 深浦厚之, 2001, 債権流動化の研究視角 ―アンバンドリングをめぐる―
「証券経済研究」第26号
- 深浦厚之, 2005, 通常の証券化, 事業の証券化と間接金融, 「証券経済研究」第49号
- 深浦厚之, 2006, 事業の証券化の具体的手法と課題,
「月刊ターンアラウンドマネージャー」8月号
- 藤井真理子, 2001, 金融システム分析への機能的アプローチの視点,
「ファイナンシャル・レビュー」September
- 藤原洋二, 2005, 新しい金融ビジネスモデルの構築, 早稲田商学第406号
- 前多康男, 永田貴洋, 2004, 金融コングロマリットと範囲の経済, 金融研究研修センター
- Adams, P., 2005, An Introduction to the European Securitization Markets, *The Journal of Structured Finance*, Fall
- Ambery, R., 2003, Securitisation in the UK: The Final Frontier, *IFLR-International Financial Review*, 1 July 2003
- Davis, H., 2005, The definition of Structured Finance: Results from a Survey, *The Journal of Structured Finance*, Fall
- Diamond, D., 1984, Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies* 51
- Fabozzi, F., 2006, *Introduction to Structured Finance*, John Wiley & Sons
- Gasser, R., 2000, European secondary market perspective : Whole business securitisation: The new corporate finance, UBS Warburg
- Harris, H., 2004, on Whole Business Securitisation,
<http://www.webcom.com/offshore/solomons/artwholesecuritisation.htm>
- The Joint Forum, 2003, Trends in Integration and Aggregation
-----, 2005, Outsourcing in Financial Service