債権流動化の研究視角*

——アンバンドリングをめぐって——

深浦厚之

要　旨

本稿は，債権流動化に関する次の問いに答えることを目的とする。すなわち，それは金融システムやマクロ経済構造の中でどのように位置づけられ，どのような機能を果たしているのだろうか。そして，債権流動化は直接金融といわれるがその理由はなんだろうか。

債権流動化に対するこうした経済学的分析が少なかった第一の理由は，その技術的・法的な側面が強調される傾向にあったためである。しかし，債権流動化も金融取引の一種であり，経済学的に解釈すれば異時点間での消費機会の移転ということなる。当然，われわれがこれまでに蓄積してきた伝統的な経済学の議論が利用できるはずであり，またそうすることによって債権流動化の社会的な意義を知る手がかりを得ることができる。

もう一つの理由は，伝統的なマクロ経済学が，金融システムによって達成される最終的な帰結に主眼を置く Money View によっていたためである。そのため債権流動化と他の金融手法の相違は相対的なものと考えられてきた。それに対して具体的な制度の相違に着目し，金融システムの構成要素・構造が経済に有意な影響を持つという Credit View の考え方が近年，支持を集めるようになってきた。この考え方に従えば，資金取引に伴うリスク(期待される消費機会)と流動性(現在の消費機会)間の交換過程で生じるさまざまな撹乱が分析の対象とならなければならない。しかし，両者は排他的な者ではない。もっとも実り多い分析は債権流動化のマクロ経済学上の機能に留意しつつ（Money View の視点），個々の局面に見られる分化・組成にミクロ経済学的な考察を加えること（Credit View の視点）である。

ここではアンバンドリング（機能分割）という概念に立脚して冒頭の問いを考

＊　本稿の作成にあたり本誌査読者からいただいたコメントは大きな助けとなった。記して感謝したい。もちろん，ありうべき誤謬はすべて筆者の責に帰する。

える。そして，投資家と債務者の間に生じる関係に軸足を置き，債権流動化をある種のベンチマークとしてマクロ経済の視点から金融システムの持つ機能を探るための機能的アンバンドリングという考え方と，原債権者・SPV に力点を置き銀行など金融仲介機関との対象の中で特質を際立たせるための組織的アンバンドリングという二つの観点を提示する。機能的アンバンドリングという視点からは，債権流動化が一体何をアンバンドリングしているのか，を知ることができる。つまり，それはリスクと流動性の直接交換過程であり，そこに債権流動化の目的がある。また，組織的アンバンドリングという視点からは，債権流動化は金融仲介機関の内部組織を外部組織に分割したシステムであることが導かれる。

考察の結果は次の三つの主張にまとめられる。第一に，債権流動化の中に直接金融・間接金融双方の要素が並列していること，第二に，どの部分に目を向けるかに応じて直接・間接金融のそれぞれの特性が投影されること，第三に「債権流動化＝直接金融」という単純な理解は債権流動化の本質を知る上で不適当であること，である。結局，債権流動化直接金融・間接金融双方の要素を持つハイブリッドな金融手法であり，少なくとも「債権流動化＝直接金融」という単純な図式は信憑性が薄い。このことは「債権流動化に適した債権は，直接金融に不適である。」というパラドキシカルな命題を検討することによっても再確認される。

目　次

Ⅰ．はじめに
Ⅱ．債権流動化の定着
Ⅲ．債権流動化の分析方法
Ⅳ．経済学から見た債権流動化――二つのアンバンドリング――
　1．機能的アンバンドリング
　2．SPV の導管性と実体性
　3．組織的アンバンドリング
　4．二つのアンバンドリング
Ⅴ．原債権のパラドックス
Ⅵ．結論

Ⅰ．はじめに

本稿は，債権流動化に関する次の問いに答えることを目的とする。すなわち，それは金融システムやマクロ経済構造の中でどのように位置づけられ，どのような機能を果たしているのだろうか。債権流動化は直接金融といわれるがその理由はなんだろうか。

こうしたいささか単純とも思える問いに答えることがなぜ重要なのだろうか。周知のように債権流動化の基本となる法律的枠組みは完成し，金融手法としての市民権もほぼ確立された。今後はより実態に即した改正・改良の段階に進むことになる。こうした法律面・実務面での検討・整備が着実に実をあげてきたのは，債権流動化が持つ現場主義的な色彩・制度の整備を求める現場からの声が強く反映されているか

らである。これまでに著された債権流動化に関わる研究論文は，法律面に関するもの，会計に関するもの，経済に関するものに大別されるが，前二者が圧倒的に多いこともこうした傾向を裏づけている。アカデミズムの役割が社会現象を帰納・概念化するものでならば，少なくとも債権流動化に関しては，いまだその責務を十分に果たしていないといわざるを得ない。

もちろん，債権流動化を経済学の立場から考察する試みが皆無というわけではない。その源流をたどっていくと，一つには1970年代半ばに始まる現代的な意味での金融技術革新（financial innovation）の考察にたどりつく。たとえば Silber［1975］や Van Horme［1985］は金融機関を与えられた規制・制度の下での利潤最大化主体と考え，規制によって生じる取引費用を低下させるために技術革新が模索されるという。そうした革新のひとつが貸出債権（健全債権）の証券化であり，それにより銀行の平均資金調達コストが低下する可能性があることが James［1988］により示された。同じような議論の例として Greenbaum and Thakor［1987］，Pennacchi［1988］［1990］などがあるが，いずれも「取引費用を最小化する手段としての金融技術革新」（BIS［1986］）という文脈からの分析と位置づけることができるだろう。

取引費用の節約という議論はこの種の問題を取り扱う際の一つの典型として多くの支持を集めているが，極論すれば，金融技術革新が「規制逃れ」の方便だということにもなり議論は矮小化されてしまう（Rosenthal and Ocampo［1988］）。確かに，自己資本比率規制は，銀行に対して資本効率を高める必要を迫り，結果として貸出債権譲渡（Loan Sale）への関心を高めたという側面があったことは否定できない。しかし，債権流動化の発展が規制緩和環境のもとでも持続している以上，規制要因とは別のより積極的な要因があると考えなければならない。

他方，情報の経済学の発展は，金融分析に情報・リスクという新たな分析ツールをもたらしたが，このことが債権流動化の分析は新たな局面を迎えることになる。Finnerty［1988］は債権流動化に固有の経済主体（後に述べる証券発行専門体など）が取引に関わるリスクをリスク負担主体に再配分していくという過程に注目することにより，債権流動化をリスク再配分機能として考えている。彼の議論は必ずしも厳密に定式化されたものではないが，債権流動化に関わる分析に新たな方向性を指し示したものとして注目すべきであろう。というのは，それまでの多くの分析が金融機関の財務面に主軸をおいていたのに対して（取引費用は財務面の効率性を抽象化した概念といえる），Finnerty［1988］は金融市場の本質であるリスク配分機能と債権流動化を結びつけることで，金融システムの中での債権流動化の占める役割を明らかにする契機を与えたからである。

以下の諸節ではこのような流れを前提に，債権流動化のマクロ経済学的な資金循環の中での役割を理論的に明らかにするとともに，いわゆる間接金融・直接金融という金融システムの理解の雛型に沿って債権流動化を考えてゆく。こうした検討は，経済学の立場から債権流動化を考える際の新たな研究視角を提供するものと思われる。なお，債権流動化の具体的な仕組みや，関連する経済主体の個別の機能についての説明は必要最小限にとどめさせていただきたい。

Ⅱ．債権流動化の定着

新機軸は常例との間に受容と摩擦を引き起こすといわれる。債権流動化についても若干の摩擦はあったが，総体としてはスムーズに受容されている。なぜ，日本において債権流動化が短期間のうちに定着したのだろうか。そこには，不良債権問題・キャッシュフロー概念の普及・関連法規の整備という三つの要因があったと思われる。

金融取引を経済学的に解釈すると，異時点間での消費機会の移転ということに集約される。すなわち，現在の消費機会を将来に持ち越す，あるいは，将来の消費機会が現在に繰り上げられるのだが，これが「金融」取引として他の取引から区別されるのは，現在・将来という時間の制約を克服する必要があるからである。そして，時間の制約を排除するために導入されたのが，貨幣（の価値貯蔵機能）であることは指摘するまでもない。現代社会において貨幣はすでに高度に抽象化された概念であるが，そうした抽象化の過程において，古来さまざまな金融資産が考案されてきた。

さて，現在の消費機会を獲得できるという金融資産の経済的性状は流動性と定義される。それに対して，将来の消費機会への請求権，言い換えれば将来の流動性への請求権は債権と呼ばれる。よって，金融取引とは，現在の消費機会請求権と将来のそれを交換することであるが，取引の双方向性に注目すれば，債権の流動化あるいは流動性の債券化と表現してもよい[1]。

こうした（広義の）理解に従うならば，いわゆる不良債権問題が債権流動化に対する関心を喚起した一因となったのは当然であった。すなわち，銀行貸出は潜在的には借手の保有する資産の収益によって裏づけられるから，収益が生じなければデフォルトする。銀行から見れば，将来消費への請求権に瑕疵が発生することになり貸出の現在価値が減価する。したがって，預金者に対する支払義務を履行するには，減価分を何らかの方法で補塡しなければならない。

このとき，借入れによって減価分を賄うことが第一に考えられる。このとき，銀行の銀行の流動性に対する需要は大きくなる。その結果，時間選好率（割引率）が事後的に上昇し，以前の割引率水準でより高い流動性が需要されるのである[2]。これに対して流動性が十分に供給されなければ，自己資本を取り崩して補塡しなければならない。日本の銀行のバランスシートが不良債権問題とともに悪化したのはこうしたことが生じたからであり，その解決には流動性に対する超過需要が解消されなければならない。中央銀行による新たな信用供与が難しいときには，非銀行部門に存在する流動性を銀行部門へ移転させなければならないが，その手段として注目されたのが債権流動化であった[3]。

しかし，不良債権問題が生じなかったとしても，債権流動化は遅かれ早かれ定着していったであろう。というのは，近年，債権そのものに対する考え方に重大な変化が生じているからである。先述のように，債権は将来の支出機会への請求権であるが，消費として実現するには購買力の裏づけがなければならない。換言すれば，債権は貨幣機能と密接に関連していなければならない。つまり，債権という概念には「財産」「蓄え」といったストックとしての意味合いと，支出可能な貨幣というフローの意味が共に含まれるのであり，特に最近はフローとしての債権概念に注目が集まりつつある。それは，

不動産鑑定評価が含み益＝ストックに着目する取引事例法から期待収益（対象不動産の効率的な利用により入手可能な現金）に中軸をおく収益還元法へと移行しつつあること，企業価値の正確な把握に際してキャッシュフロー会計が提起されているといった事実にも反映されている。このように，将来のキャッシュフローの現在価値に基づく資産価値の評価という大きな流れが，債権流動化の浸透に対する最大の追い風になった[4]。

こうした動向は，日々の市場取引の中で追求される経済合理性と既存の概念との相克の中から自然に醸成されたものだろう。しかし，それを「市場の知恵」から「制度の哲学」へと昇華させることはまた別の問題である。私法の領域においては，中でも特に金融法制の領域においては，実務の中から経験的に形作られたものを理念化させるのが法制化の重要な機能であり，それが新たな契機となってさらに市場の成熟が深まる。つまり，法制化は債権流動化が公的に認知されたことを告知し，後発主体に対する啓蒙効果を持つのである。日本においても，根拠法を制定したことが大きな意味を持っていたことは広く指摘されているとおりであるが，この意味において，公的部門の関与が一定の役割を果たしたことは記憶されてしかるべきであろう。しかし，新しい金融技術を普遍的な法理として確立しようとする以上，単なる取引技能の記述を越えたより高度の抽象化が求められることはいうまでもない[5]。

Ⅲ．債権流動化の分析方法

すべての金融取引は消費機会の異時点間配分に帰着する。経済全体の動きは消費機会の配分とそれによって達成される実物経済の動きによって支配されており，金融取引はそのための手段にすぎない。仮にこうした原則に忠実であろうとすれば，金融システムは実物経済に従属し，かつ，補完するものでなければならない。よって，金融システムの内層・金融制度の構造に関する情報は経済全体の理解にとって二次的な意味しか持たない。これは Money View と呼ばれる見方であり，ラフな言い方が許されるならば伝統的マクロ経済学が立脚する視座である。金融部門が実物経済の動向を左右するという可能性は無視されるため，金融政策は政策手段と政策効果の組み合わせとして叙述される。

しかし，究極の目的を所与とした上で具体的な制度の相違を見出していくところに，実態に即した金融理解の道があるという考え方も成り立ちうる。このときには，金融システムの具体的な構成要素・構造が経済全体のパフォーマンスに有意な影響を持つ，という予測が立てられることになるが，こうした考え方は近年，Credit View として体系化されつつあり，金融政策は政策手段・政策効果に伝達経路を加えた三つ巴の関係として表現されることになる。Credit View がもっとも重視する伝達経路は経済主体のバランスシートであり，とりわけバランスシート上でのポートフォリオの調整が当初の政策効果を増幅・相殺させると考えられている。この二つの方法論は排他的なものではないと予想されるが，今のところ両者の統合に成功した研究例は寡聞にして知らない[6]。

Money View/Credit View の方法論上の相違は，債権流動化に対する経済学的接近を考える上での非常に参考になる。実務サイドからの分析・研究は，債権流動化の各局面に関わる

技術的な論点に偏る傾向があるが，これはCredit Viewに類する接近方法であろう。債権流動化の具体的構造が，金融システム全体のパフォーマンスと定量的・定性的両義において関わりを持つことが暗黙のうちに前提されている。「債権流動化によって資産を切り離すと，資本の効率性が高まる」といった議論はこれにあたる。

また，アカデミズムの側から債権流動化を正面から論じる動きが必ずしも多くない一つの理由として，Money Viewの発想，すなわち，マクロ資金循環に関する限り具体的な金融制度の相違は二次的であるという理解が根強いこともあげておいてよいだろう。実際，複数の金融手法が併存してもその相違が市場価格（金利）に反映されるならば，用いる手法に関わらず最適な資源配分が達成されるはずである。もちろん，この種の素朴な市場観が現下の課題解決に有効であるとはいい難い。しかし，債権流動化（含めすべての金融手法）の意義をマクロ資金循環という文脈から理解しようという視点は，局所解を探索する過程で見落とした問題を拾い上げる可能性がある。

結局，マクロ資金循環を，最終的に達成される実物面での帰結に還元させて論じようとするならばMoney Viewは有効であるが，他方，本稿が目的とするように資金取引に伴うリスク（将来の期待される消費機会）と流動性（現在の消費機会）との交換過程に眼を向けて考察しようとするならば，Credit Viewに近接した方法をとることがどうしても必要である。以下に述べるように本稿においてアンバンドリングという概念に着目して金融システムの構造に立ち入っていくのは，こうした認識にたっているからである。

金融システムの力学としてのアンバンドリングは，二つの段階に分けて考えることが望ましい。すなわち第一段階において，既存の金融機能・金融機関が複数の独立した金融機能に分化・特化が進行する。ついで第二段階において，相互に関連しあう独立機能の相互接合・淘汰を経て，新しい金融システムが再編成（リストラクチャリング）される。機能分割という訳語があてられることが多いが，重要なのは後段であろう。

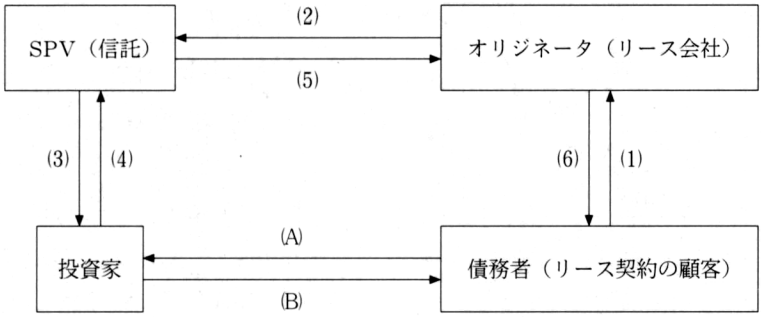
1980年代以降の日本を例にとれば，第一段階は，企業金融の軸足が貸出市場からエクイティ市場へと移動する中で生じ，90年代半ば以降，現在に至る再編過程が第二段階に相当する。したがって，アンバンドリングを現象理解の方法として捉えると，それは時系列に沿って理解されなければならない。他方，横断的に並列させればそれは構造理解の方法として有益である。すなわち，要素還元（第一段階）と総体（第二段階）という分析次元の相違が示唆されていると考えることもできるだろう。以下ではこうした視点に立ち，アンバンドリングに言及しつつ債権流動化の経済学的な意義を考察する[7]。

Ⅳ．経済学から見た債権流動化
――二つのアンバンドリング――

1．機能的アンバンドリング

まず，債権流動化の構造を模式的に表してみよう（図1）。周知のように債権流動化は四つの経済主体によって形作られる。債権流動化は四つの経済主体（債務者・オリジネータ（原債権者）・SPV[8]・投資家）が不可欠であり，それらの相互関係は図1のように記述することが

図1　債権流動化の構造



できる。リース債権を一例にすれば，リース会社がオリジネータとして，顧客とリース契約を交わす。顧客はリース料を一定期間にわたって支払う義務を負うという意味で債務者である。通常はこの二者だけで一切の取引が完結するが，リース会社はリース債権を信託に付し信託受益権証書を投資家に販売することができる。投資家が受け取る利益の源泉は債務者が支払うリース料に他ならない。このようにオリジネータから譲渡された債権に基づいて投資家に請求権を販売する主体をSPVと呼ぶ。

各主体は隣り合う主体との間にそれぞれ主体・客体としての関係を持っており，たとえば，オリジネータは債務者とSPVに対して主体として何らかの影響を与え（(6)と(2)），かつ，それらから客体として影響を受ける立場にある（(1)と(5)）。他の主体も同様である。

債務者からオリジネータ・SPVを介して投資家に至る一連の取引は，資金不足主体（債務者）と資金余剰主体（投資家）を結合させる経済行為であり，最終的には債務者と投資家間で経済価値の相互移転が達成される（(A)(B)として表されている）[9]。

(A)は債務者から投資家への作用であり，将来の消費機会が投資家に供給される。将来の消費機会は期待値で表示され，投資家はそれに見あうリスクを受け取ることになる。逆に，資金不足主体は将来の不確実のキャッシュフローを確定した現在価値に置き換えて，何らかのプロジェクトに利用できる。もちろん，将来の一定期間にわたって投資家に果実を分配しなければならず，それは（債務契約であったとしても）不確実性から解放されているわけではない。しかし，投資家によって流動性が提供されなければプロジェクトそのものを立ち上げることはできないから，プロジェクトのリスクを軽減させるアクションをとることもできない。資金不足主体によるこうした冒険が可能なのは，投資家が存在するからである。さらに，同じ大きさのリスクであっても，必要と考えるリスクプレミアムが投資家と債務者で異なっていれば，少ないリスクプレミアムを要求する主体（通常は投資家）にリスクを帰属させることで効率性を改善できる。こうした意味で(A)は債務者から投資家へのリスク移転と解釈できる。

それと対置される(B)では，投資家によって現在の消費機会に対する請求権たる流動性が供給される。したがって，図式上（矢印の向きに注意すれば），(A)が(1)(2)(3)に対応し，(B)が(4)(5)(6)にそれぞれ分離・置換されていると考えれば，債権流動化とはリスクと流動性の交換過程を，機能的にアンバンドリングしたものとして理解

表1　リスク移転と流動性の供給

リスクの移転(A)	(1)　情報生産
	(2)　債権（請求権）譲渡
	(3)　投資機会の提供
流動性の供給(B)	(4)　投資機会の探索
	(5)　流動性供給
	(6)　キャッシュフロー収受

できる（表1）。

本源的証券を用いて，投資家と資金不足主体を対応づけるのが直接金融であるから，機能的アンバンドリングとは，債権流動化を直接金融と対比する過程で抽出されるといってもよい[10]。これについては後に検討するように若干の留保が必要であるが，当面は上記のような理解において重要と思われる諸点を，債権流動化の実際に即して検討しておこう。

（1）　オリジネータと債務者の関係について（(6)と(1)）

ここでは，オリジネータによる原債権のオリジネーション及び原債権から生じるキャッシュフローの制御が行なわれる[11]。たとえば，リース契約を組成し，顧客との間でリース料支払の方法や物件のメンテナンスなど契約全般に関わる管理が行なわれる。言い換えれば，オリジネータは原債権者を特定し，その資質を評価するという情報生産活動（金融仲介理論における貸出審査機能から類推せよ）を行なうだけでなく，サービシング（リース料の収受）を兼務することでキャッシュフローに関するリスクも負う[12]。キャッシュフローの特定が債権流動化の端緒であり，他方，その収受・管理が債権流動化の到達点であることを考えれば，オリジネータは実体を伴う組織でなくてはならない。

（2）　SPV とオリジネータの関係について（(5)と(2)）

オリジネータはSPV に債権（キャッシュフローの請求権）を譲渡し，SPV は対価を支払う。これは価値の移転と対価の支払というごく普通の交換であり，そこには決済の完了性（finality）が確保されなければならない。通常の財であれば財の引き渡しと共に財の自由処分権も移転されるが，債権譲渡の場合，抽象的な権利義務関係の移動を物理的に視認することが難しい。また，担保権や抵当権のように財や資産を占有・利用する権利と，最終処分権が分離されるという金融取引の複雑性も無視できない。しかし，通常の財と同様，何らかの形で決済完了性を保証しておかなければ投資家は取引に参加しようとはしない。

真正売買・倒産隔離措置はそうした措置の代表である。前者は価値移転を確保するという意味で事前の措置であるのに対し，キャッシュフローの帰属がオリジネータの財務状況から独立であることを保障する倒産隔離措置は，倒産処理時に問題となるという意味で事後の措置といえる。いずれにしろ，オリジネータとSPV での債権の移動が決済の完了性を伴うものであることを認知させるための措置である[13]。

（3）　投資家と SPV の関係（(4)と(3)）

機能的アンバンドリングは債権流動化の直接金融的な側面に注目している。しかし，それが仕組み金融である以上，創出される証券は原債権と形状が異なっているのが普通である。これを間接証券になぞらえることができるとすれば，債権流動化には間接金融（金融仲介）の要素も残っているといってよい。ということは，投資家から見て，間接証券を利用することが

（＝SPV を介して原債権にアクセスする）望ましくなければならない[14]。

投資家は自己のリスク態度を基準に，もっとも好ましい投資機会を探索する。同じように，SPV は原債権に含まれるリスクをもっとも小さいリスクプレミアムで負担できる投資家を探索する。これが完全市場での模索過程によって行われれば，投資家と投資機会（原債権）のリスクプロファイルは完全に一致する。しかし不完全市場ではそうしたことは保証されないので，何らかの補完メカニズムが必要となる。

たとえば証券取引に一般的に適用される適合性原則は，選択可能な投資家・証券の種別を限定することにより，社会全体での過度のリスク負担を防ぐことが目的である。別言すれば不完全市場では，リスク分散が SPV と投資家の相互作用に一部代替されるのである。したがって，SPV の形態の選択は，どのような形で市場機能を補完するのが望ましいか，という意思決定と実質的に等しい。リスクプレミアムの総計の最小化というのも一つの基準であろう。いずれにせよ，SPV は実体的な機能を持つ主体でなければならない。

アンバンドリングが論じられるとき，複数の取引を一経済主体の中で行なう傾向の強い間接金融（銀行）がまず念頭に置かれ，それを個別の事業主体に分割するという方向で理解されることが多いように思われる。そして，それが事業の再編成（リストラクチャリング）を含意する概念であることも否定できない。債権流動化は一見したところ，複数の経済主体による取引の集合という形をしている。しかし，債権流動化を特徴づけるのは全体としての有機的な構造であり，単なる機能の分割という理解では不十分である。むしろ，各部位が相互の連携によってどのように総体としての有機性を維持しているのか，それに際してどのような課題が残されているのか，が問題であり，それを知るためには，債権流動化によって達成されるべき目的・金融取引としてのなすべき機能が明確にされる必要がある。われわれは機能的アンバンドリングという視点を持つことにより，債権流動化が一体何をアンバンドリングしているのか，を知ることができる。つまり，リスクと流動性の直接交換過程であり，それが債権流動化の目的なのである。

結局，債権流動化の研究に必要なことは，債権流動化の各段階を子細に掘り下げるという方向と，総体としての債権流動化の社会経済的な含意を問うことであろう。これまでの法律的・実務的検討の多くは前者に多くを傾注してきたが，経済学は第二の課題に答えることによって新たな知見を加えることができると思われる。

2. SPV の導管性と実体性

先述したように，SPV は純粋な導管体であると説明されている。このことから SPV は能動的機能を持たない法的便宜・形式であるといわれることが多い。しかしこの説明は，SPV の特定の一面を強調するあまり，経済的な意義を過小評価しているおそれがある。

というのは，（2）（3）で述べたように，SPV は原債権者が受け取るキャッシュフローを投資家に移転するだけでなく，原債権者の権利義務関係と投資家の利害を遮断する。オリジネータから SPV に債権が移転されるとき，債権に付随する一切の権利義務関係も同時に移転されることを保証するのが真正売買である。これによって債権はオリジネータから完全にオフバランス化される。したがって，その後，オリ

ジネータに（倒産を含めて）どのような事態が生じようとも，移転された債権を通じてSPVや投資家が影響を受けることはない。これは投資家にとっては非常に望ましい。さらにSPVは譲渡された債権をオンバランスに維持したまま，それに対する請求権だけを投資家に販売するから，債権それ自体についてのリスク（キャッシュフローが滞るリスク）はSPVから漏出しない。

ここに仕組み金融（structured finance）の本義がある。つまり，原債権はあくまで「原」になる債権であり，投資家から見れば，それがSPVによってどのように加工されているかが問題なのである。言い換えれば，債権流動化商品の商品性は原債権の特性と共に，その加工の巧拙に強く依存する。

通常の金融取引では，資金の受け渡しと権利義務関係の移動が同調しており，リスクの分離が行なわれない。SPVはそれらを分離させ，投資家が好むような権利義務関係だけを抽出するのである。

たとえば，税法上無存在であるという理由から信託がSPVとして用いられることが多い（SPVが被課税主体であれば投資家の利益が減少する）。このSPVは「課税されない主体」という意味で形式的である。しかし，SPVは課税効果をその存在によって「排除している」と考えてみよう。SPVは租税回避したい投資家の選好に沿って，原債権の性状を加工する能動的・実質的な存在として理解するほうが実態に促しているのではないか。少なくとも，SPVの形式性は実態的機能を具象化する便法として控えめに理解しておくほうがよい。

投資家との関係においてもSPVの果たす役割が重要であることは既に（3）で論じた通りである。結局，原債権と投資家のリンケージを維持する際に債権流動化を用いることの特異性は，SPVの利用という一点に集約されると言っても過言ではない。言い換えれば，投資家がオリジネータから直接債権を買い取る場合と，SPVを介して買い取る場合では，原債権に含まれるリスクの帰属が大きく異なっている。オリジネータから見ても，SPVを利用して債権に付加価値が加われば，投資家に直接売却するよりもディスカウントの程度を小さく押さえられる可能性がある[15]。

以上のことから，債権流動化によるアンバンドリングは，金融取引に含まれる要素を機能別に分解することによって達成され，それは原債権を源泉とするキャッシュフローと，それに付随する権利義務関係を選択的に取り扱うSPVの特性によって特徴づけられるのである[16]。

3. 組織的アンバンドリング

これまで，債権流動化は「セキュリタイゼーション」との絡みの中で論じられることが多かった[17]。こうした背景には間接金融（銀行を中心とする金融仲介）と直接金融が対照的に位置づけられ，時には相互否定関係として論じられることもあったという事情がある。しかし，債権流動化には，直接金融のみならず間接金融の要素も含まれていることは先述したとおりであり，直線的に直接金融だけに関連づけることは妥当ではない。実際，資金余剰主体と資金不足主体の結合という共通する社会機能を持つ以上，銀行による金融仲介も債権流動化も相互に無縁でありうるはずがない。しかしそれがどのような関係であるのか，補完的か代替的か，二律背反的か両立的かということについては，一部の直観的な議論を除けば必ずしも明快に論じ

られてはいないのが現状である。

標準的な見解によれば，間接金融（金融仲介機能が中心）と直接金融は，本源的証券を間接証券に変転する資産変換機能の有無によって区分される。資産変換機能は銀行の預貸業務に典型的に示されており，次の二つの機能から構成される（図2）。

1. リスク負担機能：最終的借手（企業など）のリスクを最終的貸手（預金者）に替わって負担する。仲介機関は借手を監視しなければならない（預金者から借手の監視を委託されていると解釈できる）。
2. 流動性供給機能：預金者の組織化により，流動性の相互留保を通じて，流動性の再配分を行なう。これは部分準備制度に基づく信用創造機能に帰着する。

第一の機能についての理解が深まったのは，1980年以降であるが，それによって預貸業務を統一的に記述する理論的基盤が準備された。中でも重要なのは，預金の小口性が信用創造に伴うリスク分散を可能にし，貸出に関して銀行の支払うリスクプレミアムの低下が経営の健全性を確保し，最終的に預金者のリスクを低下させるというプロセスである。そしてこれらが単一の経済主体の中で行われることによる範囲の経済性が，金融仲介機関の比較優位性を保証する。

これを債権流動化と対比させてみよう（図2）。オリジネータ・サービサーは債務者（リース契約の顧客など最終的借手）の特定・キャッシュフローの収受を行なう。投資家はキャッシュフローが分配される手続き・そこに含まれるリスクについて一定の理解を持つことが前提されるという点で預金者と異なるが，自ら債権管理を行なわないという意味では，預金者同様，モニタリングを委託していると解釈できる。つまり，金融仲介機能の第一機能はオリジネータの機能に関連している（表2）。

図2　金融仲介機関の二つの機能

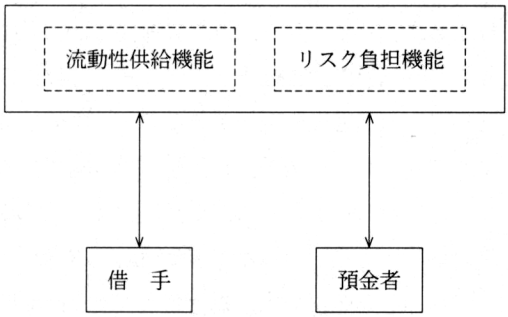


表2　資産変換機能と債権流動化

資産変換機能	リスク負担機能	オリジネータ	債権流動化
	流動性供給機能	SPV	

流動性供給機能について，債権流動化は発行主体に「new money」をもたらすと説明されることがあるが，このことと信用創造過程を混同してはならない。信用創造が預貸業務に固有の機能であることを忘れてはならない。というのは，「new money」とは他の経済主体（投資家）からSPVを通じて移転されるものであり，貨幣数量は変化しない。

しかし，リスク負担については両者は重要な接点を持つ。信用創造過程では，資金不足主体のリスク（貸出リスク）は多数の預金者に分散されており，銀行は預金者を組織する機能を持つ。債権流動化では債権を購入する多数の投資家によって分散される。このとき，多数の投資家を組織して，個々のリスク負担能力に見あう請求権を組成・配分するのがSPVである。よって，マネーサプライに関する重要な相違に留意すれば，流動性供給機能とSPVの機能を並列させることが許されよう[18]。

しかし，仲介機能の資産変換機能が単独の経済主体によって行われ，債権流動化では（少なくとも）二つの独立経済主体によって行われるという組織形態上の相違があることに注意しなければならない。金融仲介業務が同一経済主体によって行われることに伴う優位性は，近年の金融理論が主張しつづけてきた論点であった。すなわち，預金集約上，銀行が持つ優位性は貸出面での優位性の基盤であり，逆もまたしかりである。つまり，相互に関連するが異なる金融業務を単独の組織に一元化させて効率性を追求することが金融仲介のエッセンスということになる。

ここから逆説的に類推すれば，債権流動化は相互に関連するが異なる金融業務を複数の組織に割り当てることで効率性を追求することになる。字句の上からもまったく相反するものが等しく効率性に寄与しうるのは，後者では原債権の特定が相対的に狭く行われること，SPV によるリスクの遮断など，債権流動化固有のデバイスが組み込まれているからである。この点においても，SPV の実体性が重要であることが理解できよう。

つまり，間接金融機関（金融仲介機関）をベンチマークとしてアンバンドリングという観点を持ち込めば，債権流動化は金融仲介機関の内部組織を外部組織に分割し，かつ，SPV の機能を通じて全体の有機性を確保するものと考えてよいだろう。ここから金融組織のアンバンドリングという債権流動化のもう一つの側面が浮き彫りになる。

4. 二つのアンバンドリング

日本での金融制度論議は，間接金融と直接金融の相克という先入観のもとで行なわれてきた観が強い。これはアメリカやイギリスなどの金融先進国の金融制度と，日本の金融制度の相違を象徴的に際立たせる限りにおいては都合のよい視点であっただろう。とりわけ債権流動化や証券化への関心の高まりは，これまでの企業金融が過度に間接金融に依存してきたのではないかという批判や反省と裏腹であった。しかし，間接金融を無節操に批判することが許されないように，債権流動化を無批判に受容することも許されない。上に示した二つのアンバンドリングはそれぞれ直接金融・間接金融と密接な関連性を持っているが，それらは重複・重層的であり，決して排他的な議論ではないことを強調することこそ本稿の一番の目的であり，アンバンドリングに言及した理由である。

対象を二つの観点から均等に考慮すれば，次のような議論が可能になるだろう。債権流動化に関わる四つの主体のうち，投資家と債務者の間に生じる関係に軸足を置いて，原債権者・SPV の意味を問うとすれば機能的アンバンドリングという観点が浮かび上がる。つまり，最終的貸手と最終的借手の間に生じる金融機能がどのような形で分化されるかが明らかになり，「直接金融」と債権流動化の関係を知ることになる。それに対して，原債権者・SPV に力点を置けば組織的アンバンドリングに行き着くことになる。言うまでもなく，これはいわゆる「間接金融」と債権流動化の関係を示しており，銀行など金融仲介機関との対比の中で債権流動化の特質を際立たせていくことが可能となる。組織的アンバンドリングという視点は，適所間接金融から直接金融へモーメントが移動すると言われる中で（これが事実であるかについての判断は本稿では留保したい），金融仲介機関が債権流動化市場にどのように関与を深めて

いくか，といった問題について有益な示唆をもたらすことができると思われる。

それに対して，マクロ経済の視点に立脚する機能的アンバンドリングという見方は，債権流動化の機能をマクロ資金循環に投影させ，マクロ経済の中での役割を明らかにする。始めにも述べたように，金融市場は異時点間での消費機会の交換を通じてもっとも効率的なリスクの分散・負担を見出すことにその本質がある。これを社会的リスク管理と呼んでもよいだろう。この点から見れば，自然災害などのリスク，公共部門のリスク等を対象として債権流動化の利用が模索されるのは当然かもしれない。おそらく今後の債権流動化の研究は，債権流動化の固有の構成要素に関する議論から，債権流動化の考え方が金融システム全体の中でどのように実現されていくのか，というマクロ的視点により重きを置いたものへと移行していくだろう。近年になって注目を集めている PFI なども，現在は公共投資に関わる財政上の問題として取り上げられることが多いが，その構造や意義を子細に見ていけば，特にリスクや便益の評価の点などにおいて債権流動化と多くの共通点を持つことがわかるだろう（Treasury Taskforce [1998]）。

以上，述べてきたような機能的アンバンドリングと組織的アンバンドリングの重層性から，債権流動化に対する次のような評価を行なうことができる。第一に，債権流動化の中に直接金融・間接金融二つの観点が並列していること，第二に，どの部分に目を向けるかに応じて直接・間接金融のそれぞれの特性が投影されること，最後に，単純に「債権流動化＝直接金融」とはいえない，ということである。債権流動化を通じて生み出される新しい金融商品がハイブリッド商品であるということも，このような背景から導き出される必然的な帰結であるといってよい。

逆にいえば，上記のような理解によらないならば，いわゆる間接金融に見られる「相互に関連するが異なる金融業務を単独の組織に一元化させて効率性を追求する」という金融手法と，債権流動化に観察される「相互に関連するが異なる金融業務を複数の組織に割り当てることで効率性を追求する」ことの異同を知ることはできない。単純な直接・間接金融二分論からはその相違を知ることはできるかもしれないが，少なくとも債権流動化に関してはそれを単純に直接金融に分類させてしまうことによってその本質を見失うことになるのである。

V．原債権のパラドックス

「債権流動化＝直接金融」という図式の不備を，次のような思考実験によって示してみよう。まず，「債権流動化に適した債権は直接金融に不適である。」という命題を設定する。

たとえば，自動車購入資金を調達するために個人が債券を発行しても誰も引き受けない。その一方，個人向け自動車ローンは安定したキャッシュフローが期待できるため，債権流動化の有力な原債権である。ここでわれわれは次のような問題に直面してしまう。安定的キャッシュフローが期待できるなら，個人投資家が，直接，消費者に資金を供給する直接金融にも十分耐えられるはずではないか。しかし，これは消費者が自分で債券を発行できないという当初の主張と矛盾する。ゆえに，債権流動化に適した安定的キャッシュフローを伴う債権は，直接金融には適当ではないということになる。

これは単純なパラドックスであり，いろいろな答え方が可能である。本稿の議論に従い，債権流動化が直接金融と間接金融双方の要素を併せ持つ金融取引であるということに注意し，この命題を次のように解釈してみよう。

自動車ローンの場合，原債権者（信販会社など）が投資家と債務者（消費者）の間に介在する。これは投資家による投資機会探索に代置されるものであるが，これによって債務者のリスクを投資家に配分するときに発生するミスマッチングのリスクが原債権者によって一時的に負担されることになる。つまり，原債権者による情報生産機能が行なわれていることになり，投資家・債務者間の直接金融部分の機能的アンバンドリングに相当すると考えてよい[19]。

一方，原債権者が破綻するリスクが存在するから，そのためのリスクプレミアムが誰かによって負担されなければならない。これが原債権者の介在に伴う追加的費用となる。いうまでもなく追加的費用は最小のリスクプレミアムでリスク負担できる主体によって負担されることが望ましい。SPV は，倒産隔離・真正売買性によってそうした要件を体現する主体であることは容易に理解できるだろう。これは間接証券に関わる不確実性（＝介在する第三者に起因するリスク）を組織分離によって減少させる工夫である。近年の不良債権問題を思い起こせば，金融仲介機能にとって間接証券の不確実性が重大な問題であることは改めて指摘するまでもない。結局，原債権者と SPV の分離は組織的アンバンドリングとして考えればよい。

つまり，債権流動化によって創出される金融商品（たとえば資産担保証券，Asset Backed Security）が何らかの優位性を持つには，原債権の特性をそのまま引き継ぐだけでは不十分である。債権流動化を債権流動化なさしめているのは，原債権者・SPV のバランスシートを介して原債権に与えられる付加価値である。したがって，債権流動化に「適した債権」というのは，SPV や原債権者による加工の容易さを含めて考えなければならない。たとえば，個人向け自動車ローンのように一本一本の債権が小口であるという特性は，それらをプールし個別債権の破綻リスクを相互相殺する上で極めて好ましい。よって，債権流動化に適している債権であっても，必ずしも直接金融に適しているということにはならない。

VI. 結　論

本稿の主張，そしてそれは冒頭に示した問いに対する回答でもあるが，それは債権流動化に対する次のような評価としてまとめられる。すなわち，第一に，債権流動化の中に直接金融・間接金融双方の要素が並列していること，第二に，どの部分に目を向けるかに応じて直接・間接金融のそれぞれの特性が投影されること，第三に「債権流動化＝直接金融」という単純な理解は債権流動化の本質を知る上で不適当であること，である。債権流動化が銀行による金融仲介に相対峙するものとして理解されることが少なくないという現状を見れば，第三の主張こそが本稿の最大のメッセージである。むろん，「債権流動化＝直接金融」という図式が単純にすぎるのと同様，「債権流動化＝間接金融」という理解も不完全である。実際，間接金融は「相互に関連するが異なる金融業務を単独の組織に一元化させて効率性を追求する」という金融手法であり，「相互に関連するが異なる金融業務を複数の組織に割り当てることで効率性を

追求する」債権流動化とは明確に区別される要素があることも付言しておきたい。

このような議論は，債権流動化をマクロ資金循環という観点から捉えることによって可能となった。特に，金融取引を要素分解し再構築するというアンバンドリングに着目し，リスクと流動性の移転，間接金融と直接金融の対比などマクロ経済の諸問題を債権流動化に投影した。このような考察により，債権流動化の複眼的な理解が可能になるが，同時に，債権流動化を通して日本の金融システムの姿を垣間見ることもできる。

研究対象としての債権流動化の魅力は含まれる要素の多様性にある。第一に，それは金融技術革新に支えられた手法であり，純粋な商品設計という点から見ても関係者がさまざまな独創を発揮しうる対象である。ここには技術的な側面だけでなく，キャッシュフローや債権についての新しい考え方，意識の変化も反映されている。第二に，債権債務関係の譲渡に関わる法律的な論題が多く含まれている。過去数年にわたり債権流動化に関する立法の努力が続けられてきたが，根拠法の制定だけでは実際上の問題は解決しない。金融に関する法規は，根拠法それ自体以上にその運用，つまり，判例の蓄積が重要である。そうした経験の中から新たな問題の発掘・解決法の発見がなされてくる。その意味では法的検討もまた緒についたばかりといってよい。

経済が成熟し，それに伴って金融システムが高度化すれば，マクロ資金循環に占める金融システム内での資産変換の重要性も大きくなることは容易に想像がつく。こうした傾向はCredit Viewの妥当性を考える上で重要な要素である。つまり，金融システムが自律的にリスクの配分を行ない外的なショックを吸収する程度が大きくなればなるほど，Credit Viewの想定する世界が現実味を帯びてくる。それが外生的な政策手段を用いた金融政策の有効性を減退させるモーメントを持つことも理解されよう。本稿では債権流動化を契機として考えているが，直接金融と間接金融をどのような基準によって整理するかは，金融システム全体にとっても重大な問題である。

注

1) ここでいう流動性とは証券市場分析での流動性（市場の厚み，スプレッド，価格の復帰力など）とは異なり，広く決済可能性を意味している。

2) 金利の事後的な上昇と表現してもよい。割引率（時間選好率を反映）は将来の消費を得るために許容される現在消費の大きさを表すから，金利上昇の所得効果が代替効果を上回らないと仮定すれば流動性選好表の上方シフトが生じる。

3) このことについては深浦［2000］参照。

4) 資産の最終的な効用は資産が生み出す便益を消費することによって得られるというのが経済学の標準的な考え方である。このことが実社会でも認知されてくれば資産価値も将来の消費可能性に基づくものに変化しても不思議ではない。こうした考え方を公共部門に適用したのがPrivate Finance Initiativeであろう。PFIでは公的部門は公共施設の所有者としてではなく，公共サービスを購入主体として機能する。すなわち，公共部門の経済活動は，資本勘定よりも経常的な勘定によって測られるべきだということになる(Merma and Owen[1998])。

5) このことについては高橋［1999］参照。

6) Money View，Credit Viewは金融政策の有効性を巡る議論の中で次第に集約されてきた。本文中にも述べたようにMoney Viewは教科書的なマクロ経済学がよって立つものであり，それを極端に純化すれば実物部門は貨幣に何ら影響を受けないという古典派の世界に到達する。他方，金融部門の影響を重視するCredit Viewは，その源流をガーレイ・ショウの金融仲介理論に求めることができるが，アメリカの大不況における金融部門の役割を強調したBernankeらの一連の議論が発端となっている。議論の経過を振り返るには，Iturriage［2000］が要領のいいサーベイを行なっており都合がよい。

7) 産業組織論は主に実物的側面から産業の構造を探求するが，金融産業を対象とした産業組織分析の場合には名目的な要因を加えた分析が求められている（筒井［2000］）。

8) Special Purpose Vehicle。証券発行専門体，中間体などと翻訳される。原債権者から債権を譲り受け投資家に販売することのみを目的とする組織。

9）典型的な債権流動化は次のような形をとる。自動車・和服などの消費者（債務者）が信販会社を利用して割賦で商品を購入する（信販会社＝オリジネータ）。その後，信販会社は割賦債権を早期に回収するために，証券の発行のみを目的とする会社（SPV）を設立して債権を譲渡する。その後，SPV は譲りうけた債権を裏づけとする証券を投資家に販売する。その結果，債権はオリジネータではオフバランス，SPV ではオンバランスとなる。SPV は証券発行以外の業務を行なわないため消費者からの返済回収を信販会社に委託する。このため，消費者は従前どおり信販会社に支払いを続けることができる。このほかにも割賦債権を信託銀行に債権信託し信託受益権証書を投資家に販売するという方法などもあるが，この場合には信託銀行が SPV に相当する。

10）間接金融と直接金融の相違をはっきりさせるため，それぞれ厳格な定義を与えることが必要である。もっともポピュラーな定義は間接証券を用いるかどうかによる区分であろう。間接証券とは資金不足主体の債務を，資金余剰主体が受け入れやすい形に変形したものであり，預金証書などは機能的に間接証券に相当する。つまり，この議論においては単に投資家と債務者の間に第三者が介在するだけでは間接金融とはみなされない。たとえば，証券会社のブローカー業務は間接証券を発行しないから直接金融となる。しかし，ブローカー業務においても投資家は証券会社から有形無形の追加的情報を得ており，支払われる手数料にはそうした情報料も含まれるだろう。それらの情報も含めて考えれば，ブローカー業務でも広い意味での間接証券が発行されているといえる。上記のような定義に従えば，現実の金融取引は（個人間の私的な資金貸借を除けば）大半が間接金融に分類される。直接・間接金融の区分についてはなお慎重な検討が必要である。本稿では当面，銀行の預金・貸出業務を間接金融，それ以外を直接金融として言及する。

11）流動化される債権を始めに作り出すことをオリジネーションという。貸出契約やリース契約をすることなど。

12）サービシングとは発生するキャッシュフローの管理全般を言う。債務者からの取りたて，分別，SPV への支払など。債権が SPV に譲渡されるため，本来は SPV が取り立てを行なうべきであるが，債務者の詳細な状況を知る立場に或るオリジネータに委託されることが多い。結果的に，オリジネータがキャッシュフローの管理に伴うリスクを負えば他の経済主体が直面する不確実性が小さくなる。不確実性を小さくする知識のことを情報と呼ぶとすれば，サービシングも一種の情報生産活動と考えることができる。

13）真正売買とはオリジネータから SPV への債権の移動が売買契約であり，貸借契約ではないことを法的に保証することを言う。売買契約であれば，原債権に伴う諸権利がすべて SPV に移転され，事後的にオリジネータが倒産しても，移転された債権が倒産処理の対象となることはない。これを倒産隔離措置という。真正売買や倒産隔離措置が具体的にどのような形で確保されるのかについては，主に法律的な観点から論じられている。また，SPV がオリジネータの子会社として設立される場合には，SPV がオリジネータの連結非対象であることを会計上確認する必要も生じる。個別の債権の譲渡については，どの段階で会計上オフバランス化されたと考えるかという問題があるがこれについては1999年にいわゆる財務構成要素アプローチによるものと定められた。

14）そうでなければ取引が成立しない。

15）オリジネータにとって債権流動化がなぜ望ましいのかについては，流動化される債権の種類にも依存していくつかの議論がある。たとえば，銀行が良質な貸出債権を流動化する場合の利点の一つは，それによって信用分析機能（借手の審査機能）に特化できるからであるという議論がある（James［1988］など）。しかし，その場合，預金を集めるという伝統的な金融仲介業務を同一の主体の中で行なう必要があるのかどうか，すなわち，Mutual Fund でも十分なのではないかという疑問が残る。このことについては Greenbaum and Thakor［1997］が，良質債権を証券化し劣化した債権は預金で賄うというモデルを示し，特に金融当局による競争制限的な規制によるレントが預金による調達の有利性を維持していると論じた。したがってそうした規制が緩やかになればより特化が進むことになる。一方，否定的な見解としてはたとえば若杉［1995］がある。最近この問題について Obay［2000］が，銀行を特徴づけるさまざまな指標（たとえば国際業務の比率，手数料収入の比率，貸出成長率など）によって，貸出債権を証券化する銀行とそうでない銀行を区分できるという興味深い分析結果を報告している。計量経済学的な頑健性については疑問も残るが，この種の議論がいまだオープンであることを印象づけ興味深い。また，資金調達の路が限定されている反面，良質な債権を保有することがある信販会社の場合，証券化により債権の信用だけに基づく（信販会社本体の信用とは独立に）資金調達が可能となる。実際，証券化商品は原債権者の格付けより高い格付けを得ることがある。こうしたケースを考えると，債権流動化は現在のバランスシートの改善ということよりは，将来のバランスシートの改善を目的とするものだといえるだろう。不良債権を処理するための債権流動化が「一時的な避難場所」と解釈できるのも同様の議論による（深浦［1999］）。

16）SPV を一種のマーケットメイカーと考えることは理論的には非常に都合のいい解釈である。標準的なマーケットメイクモデル（Stoll［1978］，Garman［1976］）では，マーケットメイクを行なうことが有利になるために必要な（超過）利潤は，取引サイズ，初期資産量，リスク回避測度の増加関数である。典型的な債権流動化においては SPV は原債権以外の自己資産を保有せず，また，倒産隔離措置によってリスクが切り離されるならば相対的にリスク中立的となる。よって，SPV が得るべき超過利潤は小さくなり，資源配分上からも摩擦の小さな主体となる。しかし，こうした議論に拠った場合でも SPV は能動的な機能を持つことは変わりがない。

17）ここでいうセキュリタイゼーションとは，企業金融の間接金融から直接金融へのシフト全般をさし，資産金融化という狭い意味ではない。

18) ただし，銀行により供給される流動性は，決済手段になること，またそれら決済手段の確実性は中央銀行のラストリゾート機能により保証されているという違いがある。

19) よって，原債権者がSPVに債権を譲渡する際に発生する債務契約・あるいはSPVが投資家に譲渡する証券が間接証券ということになる。

参考文献

Bank of International Settlement [1986], *Recent Innovations in International Banking*, Basel, Switzerland.

Garman, M. [1976], "Market Microstructure", *Journal of Financial Economics* 3.

Greenbaum, S. and Thakor, A. [1987], "Bank Funding Modes; Securitization versus Deposits", *Journal of Banking and Finance* 11.

Iturriage, F. [2000], "More on the credit channel of monetary policy transmission: an international comparison", *Applied Financial Economics* 10.

James, C. [1988], "The Use of Loan Sales and Standby Letters of Credit by Commercial Banks", *Journal of Monetary Economics* 22.

Merma, T. and Owen, G. [1998], *Understanding the Private Finance Initiative*, Asia Law & Practice.

Obay, L. [2000], *Financial Innovation in the Banking Industry: The case of Asset Securitization*. Garland Publishing, Inc.

Pennacchi, G. [1988], "Loan Sales and the Cost of Bank Capital", *Journal of Finance* 44.

――― [1990], "Banks and Loan Sales; Marketing Non-Marketable Assets", NBER Working Paper Series #3551.

Rosenthal, J. and Ocampo, J. [1988], *Securitization of Credit: Inside the New Technology of Finance*. John Wiley & Sons (『新しい証券化技術：金融資産証券の仕組み』，藤原英郎訳，東洋経済新報社，1989年)。

Treasury Taskforce [1998], *Taskforce Guidance Series 1〜4*, http://www.treasury-projects-taskforce.gov.uk/studies

Stoll, H. [1978], "*The Supply of Dealer Services in Securities Markets*", *Journal of Finance* 33.

Van Horne, J. [1985], "Of Financial Innovation and Excesses", *Journal of Finance* 41.

高橋正彦 [1999]，「我が国における資産流動化の展開と法制整備」『ファイナンシャルレビュー』第51号。

筒井義郎 [2000]，「銀行業の産業組織」『金融分析の最先端』第三章，東洋経済新報社。

深浦厚之 [1999]，「不良債権と資源配分－証券化の効果－」『資産流動化研究』第5号。

――― [2000]，「不良債権問題と流動化の将来」『証券経済研究』第24号。

若杉敬明 [1995]，「資産証券化の経済学」『資産流動化研究』第1号。

（長崎大学経済学部教授）