慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	我が国の金融システムと市場型間接金融：銀行の債権譲渡に関する一考察
Sub Title	Financial system and market-oriented finance in Japan
Author	前多, 康男(Maeda, Yasuo)
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	2007
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.99, No.4 (2007. 1) ,p.827(221)- 844(238)
JaLC DOI	10.14991/001.20070101-0221
Abstract	金融技術革新や情報技術革新を経て, 我が国の金融システムは変貌を遂げてきている。本稿は, 金融システムの変化を踏まえて我が国における市場型間接金融, 特に銀行の債権譲渡の位置づけを行うことを目的としている。我が国の資金の流れが銀行中心であり, 成熟経済においてはより厳密なリスク評価とリスク管理が必要とされることをまず再確認する。このような経済のマクロ的な環境の変化に伴い, 金融の在り方も従来の銀行中心のものから, その他のチャネルも使用する複線的なシステムに移行することが望ましいことが指摘されている。しかし, 銀行中心のシステムを市場を通じた資金の流れも活用していくシステムへ移行させることは, 言うには容易いがその実現は一朝一夕には達成できないことが予想される。まずは市場の整備が必要になるが, その整備も長期のスパンで行っていく必要がある。したがって, わが国が現在銀行を中心とした金融システムにあるという前提に立つと, 複線的なシステムへの移行期の姿として銀行の債権譲渡の活用が浮かび上がってくる。 Following the financial, technological, and information technological innovations, the financial system in our country is experiencing a dramatic change. This study, in light of changes in our financial system, investigates our country's market-oriented indirect financing, particularly focusing on the assignment of bank claims. First, given the fact that the flow of funds centers around banks in Japan, this study reconfirms the necessity of comparatively strict risk assessments and risk management in a mature economy. With changes in the macroenvironment of the economy, it has been argued that a shift to a multitiered system utilizing other channels is preferable over the existing system centered on banks. However, shifting from a bank-centered system to a system utilizing the flow of funds in the market is easy to say, but it cannot occur overnight. First, it is critical to develop the market and said development shall necessarily occur over a long span of time. Therefore, working from the premise that our country currently has a bank-centered financial system, the assignment of bank claims is an idea that can be utilized during a period of transition to a multitiered system.
Notes	論説
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-20070101-0221

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

我が国の金融システムと市場型間接金融―銀行の債権譲渡に関する一考察―
Financial System and Market-Oriented Finance in Japan

前多 康男(Yasuo Maeda)

金融技術革新や情報技術革新を経て，我が国の金融システムは変貌を遂げてきている。本稿は，金融システムの変化を踏まえて我が国における市場型間接金融，特に銀行の債権譲渡の位置づけを行うことを目的としている。我が国の資金の流れが銀行中心であり，成熟経済においてはより厳密なリスク評価とリスク管理が必要とされることをまず再確認する。このような経済のマクロ的な環境の変化に伴い，金融の在り方も従来の銀行中心のものから，その他のチャネルも使用する複線的なシステムに移行することが望ましいことが指摘されている。しかし，銀行中心のシステムを市場を通じた資金の流れも活用していくシステムへ移行させることは，言うには容易いがその実現は一朝一夕には達成できないことが予想される。まずは市場の整備が必要になるが，その整備も長期のスパンで行っていく必要がある。したがって，わが国が現在銀行を中心とした金融システムにあるという前提に立つと，複線的なシステムへの移行期の姿として銀行の債権譲渡の活用が浮かび上がってくる。

Abstract

Following the financial, technological, and information technological innovations, the financial system in our country is experiencing a dramatic change. This study, in light of changes in our financial system, investigates our country's market-oriented indirect financing, particularly focusing on the assignment of bank claims. First, given the fact that the flow of funds centers around banks in Japan, this study reconfirms the necessity of comparatively strict risk assessments and risk management in a mature economy. With changes in the macroenvironment of the economy, it has been argued that a shift to a multitiered system utilizing other channels is preferable over the existing system centered on banks. However, shifting from a bank-centered system to a system utilizing the flow of funds in the market is easy to say, but it cannot occur overnight. First, it is critical to develop the market and said development shall necessarily occur over a long span of time. Therefore, working from the premise that our country currently has a bank-centered financial system, the assignment of bank claims is an idea that can be utilized during a period of transition to a multitiered system.

「三田学会雑誌」99 巻 4 号（2007 年 1 月）

我が国の金融システムと市場型間接金融*

——銀行の債権譲渡に関する一考察——

前　多　康　男

要　　旨

金融技術革新や情報技術革新を経て，我が国の金融システムは変貌を遂げてきている。本稿は，金融システムの変化を踏まえて我が国における市場型間接金融，特に銀行の債権譲渡の位置づけを行うことを目的としている。我が国の資金の流れが銀行中心であり，成熟経済においてはより厳密なリスク評価とリスク管理が必要とされることをまず再確認する。このような経済のマクロ的な環境の変化に伴い，金融の在り方も従来の銀行中心のものから，その他のチャネルも使用する複線的なシステムに移行することが望ましいことが指摘されている。しかし，銀行中心のシステムを市場を通じた資金の流れも活用していくシステムへ移行させることは，言うには容易いがその実現は一朝一夕には達成できないことが予想される。まずは市場の整備が必要になるが，その整備も長期のスパンで行っていく必要がある。したがって，わが国が現在銀行を中心とした金融システムにあるという前提に立つと，複線的なシステムへの移行期の姿として銀行の債権譲渡の活用が浮かび上がってくる。

キーワード

金融システム，市場型間接金融，リレーションシップ取引，債権譲渡

1.　はじめに

本稿では，我が国における市場型間接金融，特に銀行の債権譲渡の経済的機能についての考察を行う。金融技術革新や情報技術革新を経て，我が国の金融システムは変貌を遂げてきている。この変化を踏まえて我が国における銀行の債権譲渡の活用の位置づけを行うことにしたい。

まず，第 2 章では我が国の金融システムの現状をデータから検証する。家計の金融資産構成，企業の金融負債構成を国際比較することによって，我が国における資金の流れが銀行を中心としたものであることを再確認することができる。銀行のバランスシートの負債側に入っている預金は安全資産であるので，経済全体としての資金の流れが銀行中心であると銀行部門にリスクが滞留しやすいシステムになる。このようなシステムにおいては，経済に存在する信用リスクの多くの部分を銀

＊　本研究に対して財団法人清明会からの研究費助成を受けた。ここに記して感謝の意を述べたい。

行が引き受けていることになる。しかし，金融システムにおける銀行の機能は情報生産であることを考えると，銀行のバランスシートにリスクが滞留していること自体を問題視することはできない。むしろ，銀行のコアコンピタンスを情報生産に求めると，銀行は自ら借り手の信用リスクを評価した上で，そのリスクを負い収益の源とすることが銀行の本来の姿であるとも言える。

しかし，日本経済の実物的な側面を見てみると，経済自体は1960年代の高度経済成長の時代から徐々にその成長率が鈍化し，現在では成熟経済に移行してしまっている。高度経済成長期には，借り手の信用リスクも成長の中で吸収されてしまう傾向にあり，ビジネスサイクルの過程における景気後退期に顕現化したリスクも，経済全体の成長の中で消滅することが期待できた。しかし，成熟経済においてはそのような効果に期待することはできず，高度経済成長期と比較するとより厳密なリスク評価とリスク管理が必要とされる。実際に企業倒産負債額などのデータを見ても，過去の高度経済成長期より現在の成熟期における負債額が飛躍的に大きくなってきていることが見て取れる。したがって，従来のリスク評価・管理体制を前提とした銀行のリスク負担限度は，以前に比べて小さくなってきていることになる。このことから発生する問題は，銀行の許容限度を超えたリスクが顕現化することであるが，実際にわが国はそのような事態に陥り，銀行の破綻が相次ぎ，公的資金の注入が行われたことは記憶に新しいことである。

このような経済のマクロ的な環境の変化に伴い，金融の在り方も従来の銀行中心のものから，その他のチャネルも使用する複線的なシステムへ移行が望ましいことが指摘されてきている。複線的なシステムを用いることによって，最終的な借り手の信用リスクを家計部門も分散して負担することになり，ビジネスサイクルに伴うマクロリスクに対する金融システムの頑健性も向上することになる。しかし，銀行中心のシステムを，市場を通じた資金の流れも活用していく複線的なシステムへ移行させることは，言うには容易いがその実現は一朝一夕には達成できないことが予想される。まずは市場の整備が必要になるが，その整備も長期のスパンで行っていく必要がある。したがって，現在わが国が銀行を中心とした金融システムにあると言う前提に立つと，複線的なシステムへの移行期の姿として市場型間接金融の活用が浮かび上がってくる。

第3章において，債権譲渡に関する理論的な考察を行う。金融取引を，資金の最終的な出し手である黒字主体から，資金の最終的な取り手である赤字主体への資金の流れとして俯瞰した場合に，直接金融対間接金融という類型化がある。間接金融では金融仲介機関が金融を仲介しているが，わが国においては間接金融の中でも銀行が中心的な資金の仲介者となっている。間接金融の中でも，投資信託などのように，ファンド・マネージャーが資金の運用を行っている形の間接金融では，リスクはファンドを通り抜けて資金の出し手，つまり投資家が負うことになる。しかし，銀行が仲介する場合には，銀行がリスクの変換を行っているので銀行がリスクを負うことになる。投資信託は，間接金融の中でも，市場における価格付けがファンドのポートフォリオの価値に直接反映することから市場型間接金融と呼ばれているが，この形の金融形態が拡大することによって経済に存在する

リスクが多数の経済主体に分散され，経済全体としてのリスク許容度が向上することが期待される。このような形態の市場型間接金融を今後拡大させていく必要があることは当然であるが，現状の銀行中心の金融システムを前提としたときには，他の形態の市場型間接金融にも注目する必要がある。

銀行は，他の銀行とネットワークを構築しており，全体として決済システムを形作っている。この決済システムには公共性があり，この公共性故にシステミックリスクを防止するセーフティネットが用意されており，個別銀行の破綻を防止するための規制や早期是正措置などの監督体制が整備されている。つまり，銀行の破綻には社会的な損害が発生すると考えることができ，この意味で銀行が把握するリスクと，このような公共性を持っていない他の経済主体が把握するリスクに差が出てくることになる。このような場合には，たとえば経済の状態に応じて不良化する確率が高まった債権に対して，銀行が保有している場合の社会的な評価と市場の評価が乖離する可能性が存在する。このときに，銀行の保有する貸出債権を機動的に市場において譲渡・売却することが可能であれば，経済の資源配分がより効率化することになる。間接金融において発生した貸出債権を機動的に市場で売却するという意味で，このスキーム自体は市場型間接金融の一種と捕らえることができる。

銀行の機能を経済学的に分析したときには，銀行の情報生産機能がクローズアップされてくると同時に，銀行が借り手の企業と長期の関係を保ちながらより効率的な情報生産を行うというリレーションシップ取引の重要性も浮かび上がってくる。リレーションシップ取引は，情報の非対称性と並ぶ金融取引のもう１つの特徴である契約の不完備性との係わり合いも深い。契約の不完備性とは，将来の不確実な状態そのものを記述し尽くすことができないことから生じており，契約の不完備性を前提にした場合には，将来明らかになる状態に応じて契約そのものを見直す可能性を具備することにより，契約そのものがより効率的になることも考えられる。リレーションシップ取引を行い契約の見直しを暗黙的に認めることによって，資源配分が効率化する側面があるのであるが，同時に，契約の見直しの可能性を背景に貸し手が努力を怠るという，いわゆるモラルハザードの問題も発生する。このモラルハザードを防止するためには，先ほどのケースと同じく，債権を市場において評価し，機動的な譲渡・売却が可能であればよいのであるが，この場合に障害となるのは銀行の評判リスクである。具体的には，債権を簡単に売却するような銀行の評判が低下するリスクであるが，このようなリスクを減少させるには，契約を締結する段階で市場における売却の可能性を盛り込む，または多数の銀行が共同して融資を行うなどの手法が考えられ，この手法を具体化したスキームとしてシンジケートローンを考えることができる。このスキームは，リレーションシップ取引に伴う問題点を市場の評価を取り入れることで緩和すると捉えることができる。つまり，リレーションシップ取引の利点を生かしながら，欠点を解決するために市場型間接金融の形の取引を行うと考えることができる。これらのスキームは銀行中心の金融システムにおいて，銀行の保有する貸出債権の評価に市場の評価を取り入れるとことに特徴があり，銀行が保有する信用リスクを他の経済主体へ市場を通じて移転することになる。このような問題意識を持って，銀行の債権譲渡に関する理論モデ

ルの構築を第3章において行い，銀行が保有する貸出債権の譲渡が可能になることにより資源配分が効率化することを示す。また，このようなスキームが円滑に機能するためには，銀行が保有している情報が債権の譲渡先に円滑に開示される仕組みが重要であることが分かる。

2. 金融構造の国際比較

2.1 家計の金融資産構成

表1に日本の家計の金融資産，表2に米国の家計の金融資産の保有状況をまとめている[(1)]。これらの表を比較すると，日本と米国の家計の金融資産の保有状況が明らかになる。まず，日本の家計では保有資産の54.3％が安全資産である現金・預金で保有されているのに対して，米国の家計では13.4％しか現金・預金は保有されていない。また，リスク資産である株式・出資金については，日本の家計が8.4％しか保有していないのに対して，米国の家計では資産の32.2％が株式・出資金で保有されている。株式以外の証券についても，日本の6.4％に対して，米国では18.4％となっている。これらのデータから，日本の家計では，米国に比べてリスク資産の保有比率が低く，安全資産の保有比率が低いということが分かる。

表1　家計の金融資産構成（日本　2004年）

資産内訳		%
現金・預金		54.3 %
株式以外の証券		6.4 %
	国債・財融債	2.0 %
	地方債	0.5 %
	金融債	0.3 %
	事業債	0.2 %
	投資信託受益証券	2.6 %
	信託受益権	0.7 %
株式・出資金		8.4 %
保険・年金準備金		26.1 %
預け金		0.8 %
未収・未払金		2.3 %
対外証券投資		0.5 %
その他		1.2 %

（資料）金融経済統計（日本銀行）

表2　家計の金融資産構成（米国　2004年）

資産内訳		%
現金・預金		13.4 %
株式以外の証券		18.4 %
	国債・財融債	3.1 %
	地方債	2.0 %
	事業債	1.1 %
	投資信託	1.1 %
株式・出資金		32.2 %
保険・年金準備金		29.1 %
その他		6.9 %

（資料）Flow of Funds Accounts (Board of Governors of the Federal Reserve System)

(1)　米国の統計と比較可能にするために，日本の表では家計と対家計民間非営利団体を合計している。表2の現金・預金には，Foreign Deposits，Checkable Deposits and Currency，Time and Saving Depositsが含まれ，国債・財融債には，Open Market Paper，Treasury Securities，Agency-and GSE-backed Securitiesが含まれ，事業債には，Corporate and Foreign Bondsが含まれる。

表 3　家計の金融資産構成（ドイツ　2004 年）

資産内訳	%
現金・預金	37.5 %
債券	11.0 %
投資信託	11.4 %
株式・出資金	11.4 %
保険・年金準備金	29.9 %
その他	1.4 %

（資料）Financial Accounts for Germany 1991 to 2004 (Deutsche Bundesbank)

表 4　家計の金融資産構成（フランス　2004 年）

資産内訳	%
現金・預金	33.5 %
債券	2.5 %
投資信託	9.8 %
株式・出資金	16.1 %
保険・年金準備金	33.7 %
その他	4.6 %

（資料）Annual Financial Accounts (Banque de France)

表 3 は，ドイツの家計の金融資産残高[(2)]，表 4 は，フランスの家計の金融資産残高[(3)]を示しているが，ドイツの家計の現金・預金の資産構成は 37.5 %，株式・出資金は 10.6 %，フランスの家計の現金・預金の資産構成は 33.3 %，株式・出資金は 16.1 %となっている。日本，米国，ドイツ，フランスを比較すると，現金・預金比率の多い順に並べると，日本，ドイツ，フランス，米国となり，株式・出資金の多い順に並べると，米国，フランス，ドイツ，日本となる。つまり，家計の金融資産構成から，家計のリスク保有に対する態度を推し量ってみると，日本が最も安全に対する志向が高く，逆に米国が最もリスクに対する志向が高いことが分かる。また，フランスとドイツの欧州の国々がその中間に入っていることも分かる。

2.2　企業の負債構成

表 5 には，日本の企業の金融負債の構成をまとめてある。借入による資金調達が 33.4 %，株式・出資金による調達が 36.1 %，株式以外の証券による調達が 9.2 %となっている。一方，表 6 にまとめてある米国の場合には，借入による資金調達が 9.3 %，株式・出資金による調達が 52.1 %，株式以外の証券による調達が 15.2 %となっている[(4)]。これらのデータから日本と米国の企業の資金調達の手段を比較すると，日本においては借入による資金調達の割合が高く，米国では，株式・出資金や証券による資金調達の割合が高いことが分かる。つまり，日本と米国を比較すると，日本では米国に比べて銀行などを通じた間接金融による資金調達の割合が高く，米国では市場を通じた直接金融の割合が高いことが分かる。表 7 にはドイツの企業の金融負債構成，表 8 にはフランスの企業の金融負債構成をまとめてある[(5)]。日本，米国，ドイツ，フランスを比較してみると，ドイツは日本よりも

(2)　保険・年金準備金には，Claims on Insurance Corporations，Claims from Company Pension Commitments が含まれる。

(3)　Households と Non-profit Institutions の合算。

(4)　債券には，Commercial Paper，Municipal Securities，Corporate Bonds が含まれる。

(5)　年金債務には，Claims from Company Pension Commitments が含まれる。

表 5　企業の金融負債構成（日本　2004 年）

負債内訳	%
借入	33.4 %
株式以外の証券	9.2 %
株式・出資金	36.1 %
預け金	3.4 %
企業間・貿易信用	14.0 %
未収・未払金	0.9 %
その他	3.0 %

（資料）金融経済統計（日本銀行）

表 6　企業の金融負債構成（米国　2004 年）

負債内訳	%
借入	9.3 %
株式以外の証券	15.2 %
株式・出資金	52.1 %
企業間・貿易信用	7.1 %
未収・未払金	0.4 %
その他	15.9 %

（資料）Flow of Funds Accounts (Board of Governors of the Federal Reserve System)

表 7　企業の金融負債構成（ドイツ　2004 年）

負債内訳	%
借入	36.9 %
債権	2.4 %
株式・出資金	46.2 %
年金債務	5.9 %
その他	7.9 %

（資料）Financial Accounts for Germany 1991 to 2004 (Deutsche Bundesbank)

表 8　企業の金融負債構成（フランス　2004 年）

負債内訳	%
借入	21.6 %
債権	6.8 %
株式・出資金	58.2 %
貿易・企業間信用等	13.3 %

（資料）Annual Financial Accounts (Banque de France)

借入による資金調達の割合が高く，フランスは日本と米国の中間に位置し，また，株式・出資金による資金調達は，フランスが米国よりその割合が高くドイツは日本と米国の中間に位置していることが分かる。株式・出資金と株式以外の証券を加えてみると，日本（45.3 %），米国（67.3 %），ドイツ（48.6 %），フランス（65.0 %）となり，日本とドイツが近く，米国とフランスが近いことが分かる。また，借入による資金調達の傾向を見ても同様のことが言える。

2.3　日本の金融システム

図 1 は，直接金融と間接金融に関する基本的な図式を示している。間接金融においては貸し手と借り手の間に金融仲介機関が介在し，直接金融においては貸し手から借り手に直接資金が流れる。日本と米国を比較すると，家計においては，日本は米国より現金・預金比率が高く，企業においては日本は米国より借入比率が高いので，日本においては間接金融の比重が高く，米国においては直接金融の比重が高いことが分かる。

金融仲介機関とは貸し手と借り手の間に入っている機関であるから，銀行の他にファイナンス・カンパニーや投資信託も含まれる。日米のファイナンス・カンパニーの負債構成を図 2 にまとめてあるが，これを見ると日本のファイナンス・カンパニーは借入の比率が 71.7 %と非常に高く，市場か

図１　間接金融と直接金融

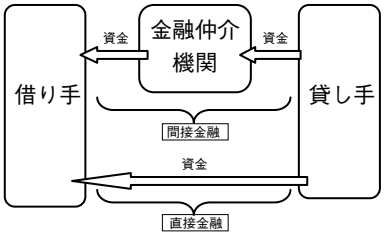
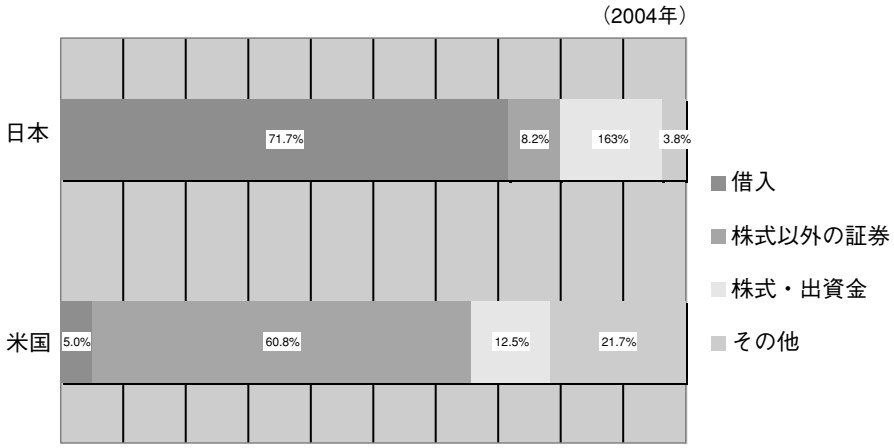


図２　日米におけるファイナンス会社の負債構成

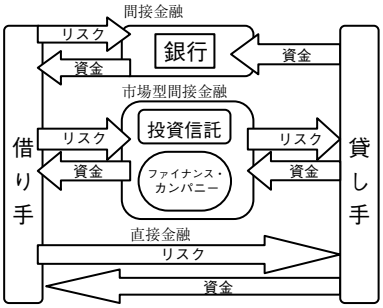


（資料）日本銀行，Flow of Funds Accounts of the United States

らの資金調達である株式以外の証券は 8.2 %と低い。これに対して，米国の場合は借入は 5.0 %と低く，株式以外の証券は 60.8 %と過半を占めている。つまり，日本の金融システムでは銀行が中心となって資金が流れており，米国の金融システムでは市場も重要な役割を果たしていることが分かる。

図 1 の矢印は資金の流れを示している。資金が借り手から貸し手に流れると貸し手はリスクを負うことになる。このことを図示しているものが図 3 であるが，資金の流れと逆方向にリスクが流れ

図３　リスクの負担



る。しかし，貸し手である家計から銀行の預金に資金が流れるときには，銀行の預金は安全資産であるのでリスクが銀行によって遮断されることになり，図 3 では貸し手から銀行へ流れる資金の矢印のみが描かれている。間接金融の中もより詳しく見てみると，投資信託を通じた資金の流れにおいては貸し手までリスクが流れているのに対して，銀行通じた資金の流れにおいては銀行でリスクの流れが止まることになる。日本においては銀行を流れる資金の割合が多いので，銀行部門にリスクが滞留しやすいシステムであり，また米国においては直接金融および投資信託を通じた資金の流れの割合が多いので，経済に存在している多数の貸し手が広くリスクを分担しているシステムであると言える。

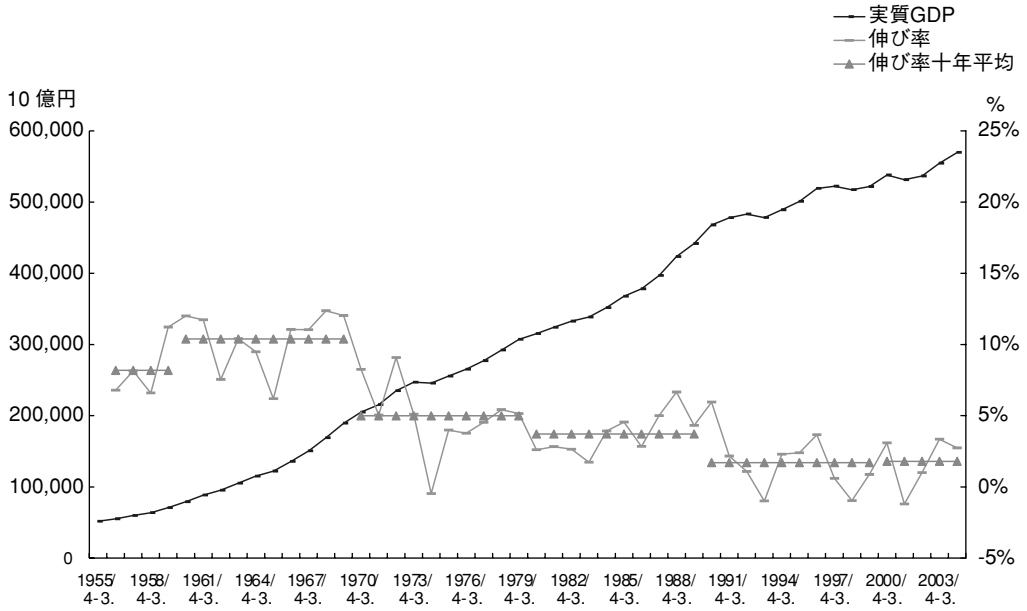
2.4　日本のマクロ経済環境

図 4 の濃い実線は日本の実質 GDP を示している。基本的に右肩上がりで上昇してきていることが分かる。同じ図に描かれている薄い実線は対前年度の伸び率を示している。この線は基本的に右肩下がりになっている。つまり，日本の実質 GDP はその値そのものは伸びてきているが，その伸び率は鈍化してきていることになる。図 4 の三角印が付いている線は実質 GDP の伸び率の 10 年間ごとの平均値を表している。最も高い平均値を記録しているのは 1960 年代でありおよそ 10 %の平均伸び率になっている。その後 1970 年代では平均伸び率は 5 %に半減し，1980 年代は 3.5 %，1990 年代以降は 2 %程度に鈍化している。つまり，日本は 1960 年代のいわゆる高度経済成長の時代から徐々にその成長が鈍化し，現在では約 2 %程度の成長を持続する成熟経済に移行したことを示している。

図 5 は商工リサーチの企業倒産件数と企業倒産負債額，図 6 は帝国データバンクの企業倒産件数と企業倒産負債額をグラフにしてある。両方の図とも，折れ線グラフが企業倒産件数，棒グラフが企業倒産負債額を示している。三角印が付いている線は企業倒産負債額の 10 年ごとの平均値を示している。この平均値を見ると企業倒産負債額が増加してきていることが分かる。図 4 と合わせて見ると，経済が高度成長の段階から成熟経済の段階へ移行するにしたがって企業倒産負債額が増加していることが分かる。この企業倒産負債額は企業に対する信用リスクが具現化したものであるから，信用リスクそのものが増加してきていることが予想される。

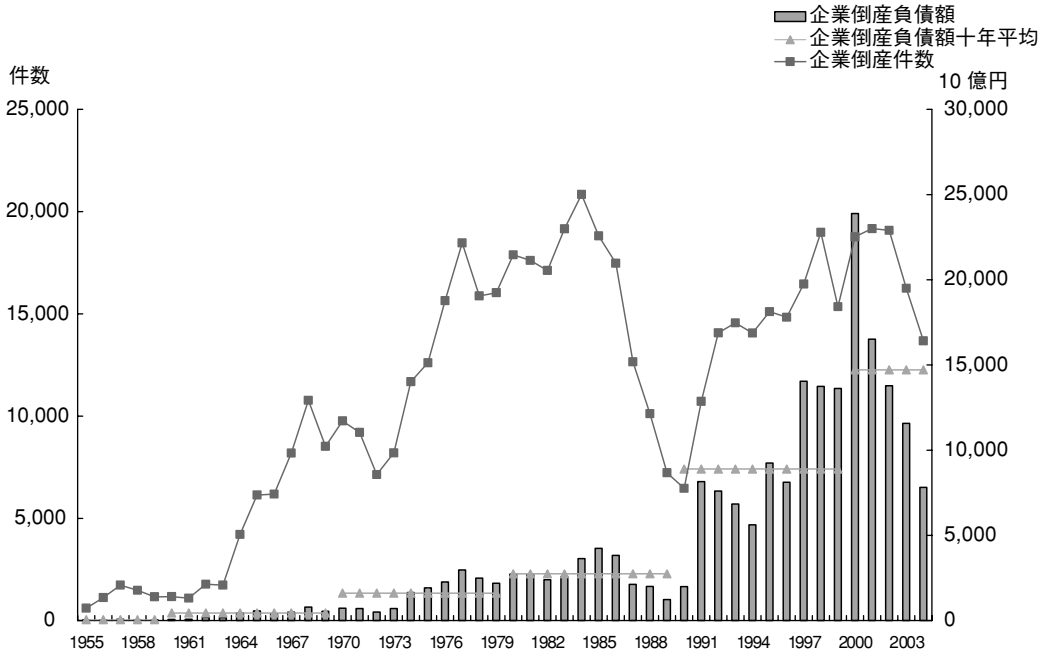
図 3 に戻って考えてみると，日本において信用リスクは多くの部分が銀行部門に滞留しており，経済が成長経済から成熟経済に移行するにしたがってその滞留部分も大きくなってきている。図 7 は日本企業の金融負債構成の時系列データのグラフである。日本のマクロ経済環境が大きく変化してきていることに対して，企業の負債構成は余り変化していなことも分かる。

図 4　実質 GDP（日本）



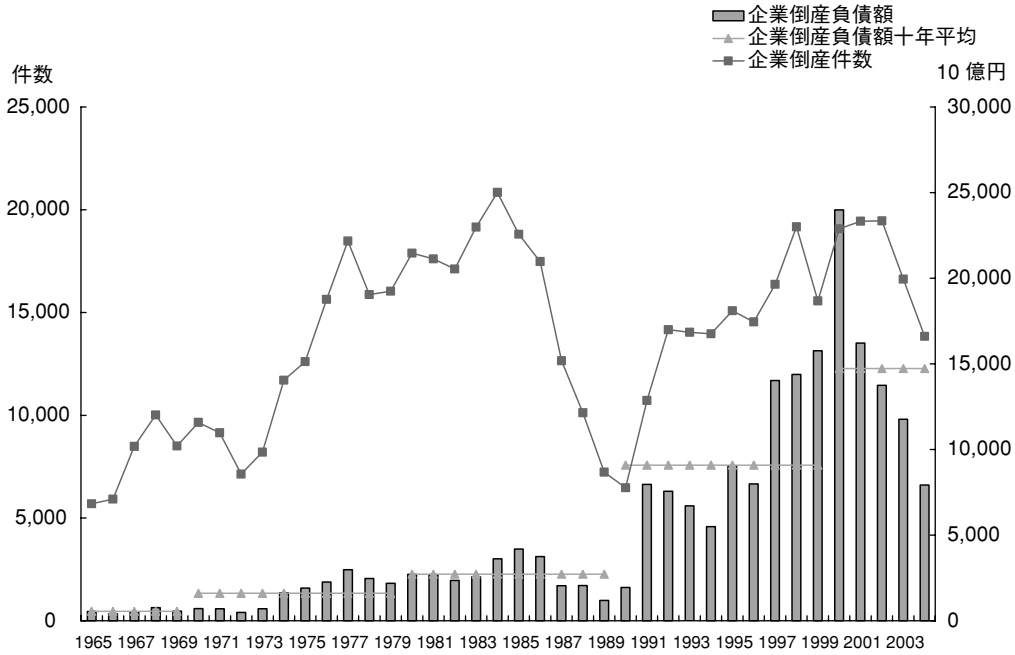
（資料）　金融経済統計月報，内閣府

図 5　企業倒産件数，負債額（1）



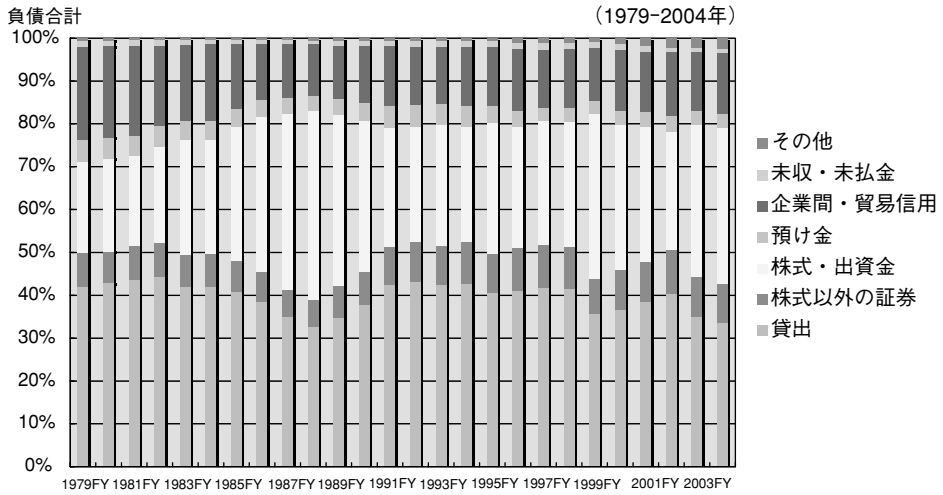
（資料）商工リサーチ

図６　企業倒産件数，負債額（2）



（資料）帝国データバンク

図７　日本企業の金融負債構成



（資料）日本銀行

3. 銀行の貸出債権の譲渡：理論的考察の試み

3.1 リレーションシップ取引と債権譲渡

市場型間接金融とは，その名が示しているとおり間接金融という金融の形態の中で市場が何らかの形で役割を持っているものを指している。本稿では銀行が保有している貸出債権を譲渡する形の市場型間接金融についての考察を行う[(6)]。我が国においては，銀行を流れる資金が相対的に多いことは既に述べたが，そのような資金の流れの中で銀行は情報生産機能を果たしている。この情報生産機能は銀行の行うリレーションシップ取引と関連している。

リレーションシップ取引とは，貸し手と借り手が親密な関係を保ちながら行う取引のことで，金融取引の一形態である[(7)]。金融取引は，貸し手と借り手との間に情報の量と質に差があるといういわゆる情報の非対称性に特徴付けられる。金融取引が円滑に行われるためにはこの情報の差を埋める必要があるが，この方法としては貸し手の情報発信と借り手の情報生産がある[(8)]。貸し手が借り手の情報を生産する手法として，相対取引を基本として借り手と密接な関係を築くことにより他の経済主体が簡単に手にすることができない情報を取得し，この情報をもとに貸出のリスクを制御することが考えられ，この手法をリレーションシップ取引と呼んでいる。このリレーションシップ取引は，その手法の特徴から長期的な視点にたつことになり，貸し手と借り手の関係が長期に渡ることが期待されている[(9)]。銀行はリレーションシップ取引を行うことによって，より効率的な情報生産を行う

(6) 市場型間接金融という言葉は，一般的にもっと広い意味で使用されており，市場型間接金融という取引形態もいくつかのカテゴリーに分類することができる。これらの分類に関しては前多（2005）を参照すると良い。

(7) リレーションシップ取引に関する理論的分析の展望としては，Boot（2000）を参照すると良い。

(8) 情報の非対称性，借り手の情報発信，貸し手の情報生産については，池尾他（2004），酒井・前多（2003，2004）を参照すると良い。

(9) 情報は一般的な財と異なり，ある人の情報の使用が他の人の利用を妨げることがない。したがって，費用をかけて生産した情報を他の人が利用できる状況にあると，フリーライダーの問題が発生し，経済における情報生産が過小になってしまう。リレーションシップ取引においては，貸し手が生産した情報が貸し手の内部に蓄積されていくので，フリーライダー問題を避けることができる。このフリーライダー問題は，Grossman and Hart（1980）で分析されている。また，借り手の企業の立場に立つと，たとえば，新製品に関する情報などは他のライバル企業に漏れることがあってはならないことである。この情報の秘匿性の観点からもリレーションシップ取引の利点を考えることができる。この観点は，Bhattacharaya and Chiesa（1995）で分析されている。リレーションシップ取引をトランザクション取引に対比することも良く行われており，この分析に関しては，Boot and Thakor（1997），Petersen and Rajan （1994），Chemmanur and Fulghieri （1994），Diamond（1991）などを参照すると良い。また，リレーションシップ取引の相対性に注目して契約の柔軟性に着目する分析もある。これらの分析に関しては，Boot， Greenbaum，and Thakor（1993），Bolton and Scharfstein（1996），Dewatripont and Maskin，Berlin and Mester（1992），Sharpe（1990）， Ongena and Smith（2000）， Von Thadden（1995）などを参照すると良い。

ことが可能になるが，その結果銀行のバランスシートに貸出しが累積し，その信用リスクも銀行に累積する。このリスク管理を効率的に行うために，市場を用いた貸出債権の譲渡・売却を考えることができる。

3.2　債権譲渡の理論モデル

3.2.1　基本モデルの提示

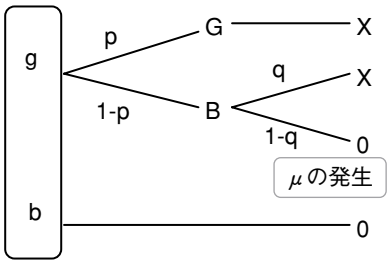
この節では，市場型間接金融の一つの形態と考えられる債権譲渡に関する理論的フレームワークの提示を行う。ここで提示する理論的なフレームワークは，まだプリミティブなものであるが，核心的な部分のみを取り出して単純化した定式化を行っている。いまだ，この分野では定型となるモデルが存在しない中で，単純で見通しの良いモデルを試みとして提示することにする。

（経済主体）

経済に多数の企業と銀行が存在している 3 期モデルを考える。各企業は投資プロジェクトを保有しており，第 0 期に 1 単位の財をプロジェクトに投入すると第 2 期に収益が発生する。経済には 2 種類の投資プロジェクト g（good）と b（bad）が存在し，各企業はどちらかのプロジェクトを 1 つ保有している。第 1 期の経済の状態として G（Good）と B（Bad）の 2 つがあるとする。

プロジェクト g は，第 1 期の経済状態が G のときには第 2 期に確実に X の収益が発生する。しかし，第 1 期の経済状態が B のときには確率 q で X の収益が発生し確率 $1-q$ で収益が 0 になるとする。プロジェクト b は，状態に限らず収益は 0 であるとする。各プロジェクトの収益は図 8 にまとめてある。また，経済にはこれらのプロジェクトの他に収益率 1 の安全な投資機会が存在するとする。

図 8　プロジェクト



プロジェクト g の状態 G における価値を $V^g(G)$，状態 B における価値を $V^g(B)$ とすると，$V^g(G) = X$ および，$V^g(B) = qX$ と計算できる。ここで $V^g(B) > 1$ を仮定する。ここから $V^g(G) > 1$ も導出される。つまり，プロジェクト g の社会的価値はどちらの状態でも正であることになる。プロジェクト g の第 0 期における価値 V^g は，

$$V^g = pV^g(G) + (1-p)V^g(B) = pX + (1-p)qX$$

となる。ここで $V^g > 1$ となることが分かる。また，プロジェクト b の第 0 期における価値 V^b は 0 となる。

3.2.2　長期の貸借契約

（モデルの構造）

各企業は自らが保有するプロジェクトを開始するために銀行借入を行うとする。銀行は，企業のタイプを知ることができると仮定する。したがって，銀行はプロジェクト g を保有する企業を選別し，貸出を行う。

銀行は，第 1 期と第 2 期の収益の和が 0 のときに $\mu > 0$ の非金銭的損害を被るとする。この損害は，BIS 規制に抵触するリスク，金融庁の早期是正措置が発動されるリスク，市場で評判が落ちるリスクなど，また，緊急に追加的な資金調達が必要になりそのコストが大きくなることなど，債権が不良化したことにより被るリスクを代表しているとする[10]。ここで $(1-q)\mu > V^g(B)$ を仮定する。したがって，状態 B が実現したときにはプロジェクトそのものの価値は正であるにもかかわらず，収益が 0 であるとき銀行が被る損害の期待値を考慮すると銀行にとってのプロジェクトの価値は負になってしまう。

（銀行の参加制約）

貸出の利子率を R とすると，第 0 期における銀行の期待利益は，$pR+(1-p)qR-(1-p)(1-q)\mu-1$ となる。したがって，銀行の参加制約は，$R(p+(1-p)q) \geqq (1-p)(1-q)\mu+1$ となり，ここから，$R \geqq [(1-p)(1-q)\mu+1]/[p+(1-p)q]$ と計算できる。

---

(10)　ここで銀行が破綻したときに銀行が被る非金銭的なコストを μ と置いている。同様の単純化した定式化は，たとえば豊福（2005）などでも行われている。銀行の破綻とその他の経済主体の破綻の違いは，銀行が決済システムを構築していることから発していると考えることができる。つまり，銀行が破綻したときに社会的なインフラとして公共財的な性格を持つ決済システムが混乱する社会的なコストをまず考え，そのコストを考慮して，規制・監督体系が設定されていると考える。そのような規制・監督体系は，たとえば，銀行に破綻の危機が訪れたときに，当局が早期に介入する形となって現れ，このような措置のコストをここでは μ として捉えてる。この μ の設定は，言うまでもなくアドホックな設定であり，その中身については，ある意味でブラックボックス化している。μ の中身まで詳細に説明するフルモデルを構築するとすれば，たとえば，モデル上で銀行が破綻し，そのことが決済システムを破壊するようなシステミックリスクをモデル化する必要がある。そのようなモデルの構築は将来の課題として，ここでは，まず基本的な枠組みの提示のみを行うこととした。また，他の定式化として，経済主体をリスク回避的な形で定式化することも考えられる。このような定式化を採用し，リスクを銀行に集中するのではなく，広く社会に分散することによって，資源配分がより効率的になることを示すことも可能であると思われる。しかし，そのような定式化も将来の課題として，ここでは本質的部分を取り出すことを目的としてアドホックとも思える定式化を採用することにした。

（企業の期待利益）

企業の状態 G における期待利益を $P(G)$，状態 B における期待利益を $P(B)$ とする。具体的には，$P(G) = X - R$，および，$P(B) = q(X - R)$ と計算できる。第 0 期における企業の期待収益 P は，

$$\begin{aligned} P &= pP(G) + (1-p)P(B) \\ &= p(X-R) + (1-p)q(X-R) \\ &= pX + (1-p)qX - (pR + (1-p)qR) \\ &= V^g - (p + (1-p)q)R \end{aligned}$$

と計算できる。したがって，企業の期待収益最大化問題は，

$$\max P \text{ subject to } \quad R \geqq \frac{(1-p)(1-q)\mu + 1}{p + (1-p)q}$$

となり，この問題の解は，

$$R = \frac{(1-p)(1-q)\mu + 1}{p + (1-p)q}$$

と計算できる。また，均衡における企業の期待収益は，

$$V^g - 1 - (1-p)(1-q)\mu \tag{1}$$

となることが分かる。したがって，

$$\frac{V^g - 1}{(1-p)(1-q)} < \mu \tag{2}$$

が成立するときには，企業の期待収益が負になるのでプロジェクトは開始されない。プロジェクトが開始されるには（2）式が成立していないことが必要になる。以下は，（2）式が成立していない状態を想定する。

長期の貸借契約においては，プロジェクトから収益が 0 であるということから生じる非金銭的損失を，銀行が避けることができない。したがって，非金銭的損失を考慮したプロジェクトの社会的価値は $V^g - 1 - (1-p)(1-q)\mu$ となる。このモデルでは企業が契約を提示しているので，均衡においてはこの社会的価値が企業に配分されることになることが分かる。

3.2.3. 債権譲渡

前節では，状態が B のときにおいても，債権を銀行が保有しつづけることを前提として議論を行っていた。しかし，状態が B のときに第 2 期の収益が 0 になる可能性を見越して，その前に債権を譲渡（売却）することが考えられる。収益が 0 のときに発生した非金銭的損失は，銀行に特有のものである。銀行が決済機能を担っていることから，システミックリスク等を勘案して銀行に課せ

られた規制などによるものである。したがって，決済機能を担ってない他の金融機関や一般の投資化にはこの非金銭的損失は発生しないのであるから，この債権をそのような主体に売却することで資源配分を効率化することが可能になる。

この節では，第 1 期において貸出債権を市場で売却できることを考える。まずここでは，貸出債権の譲渡に際して，貸出先のプロジェクトの内容が適切に開示される場合を考える。つまり，貸出先のプロジェクトが g であることが市場で適切に開示されることになる。

（銀行の参加制約）

状態 B においては確率 q で R の利子が受け取れるので，第 1 期における貸出債権の市場価格は qR である。したがって，銀行が状態 B において債券を売却できるときの期待収益は，$pR+(1-p)qR-1$ となる。この場合の銀行の参加制約は，$R(p+(1-p)q) \geqq 1$ となる。ここから，$R \geqq 1/[p+(1-p)q]$ と計算できる。

（企業の期待利益）

第 0 期における企業の期待収益 P は，

$$\begin{aligned} P &= pP(G) + (1-p)P(B) \\ &= p(X-R) + (1-p)q(X-R) \\ &= pX + (1-p)qX - (pR + (1-p)qR) \\ &= V^g - (p + (1-p)q)R \end{aligned}$$

となる。企業の期待収益最大化問題は，

$$\max\ P \text{ subject to } R \geqq \frac{1}{p+(1-p)q}$$

となり，この問題の解は，

$$R = \frac{1}{p+(1-p)q}$$

と計算できる。また，均衡における企業の期待収益 $P*$ は，

$$P* = V^g - 1 > 0 \tag{3}$$

となることが分かる。したがって，企業の期待収益が正であるので，プロジェクト自体が必ず開始されることになる。

（債権譲渡の意義）

（1）式の値を（3）式の値と比べると，証券化が行われる方が $(1-p)(1-q)\mu$ だけ企業の期待収益が大きくなることが分かる。これは，銀行のリスク管理上，貸出債権を譲渡する必要が出てきたときにそれが可能になることによって，当初の貸出において銀行の要求する利子率が低下することが原因で，それにより，企業の期待収益も大きくなる。銀行の必要に応じて機動的にリスク管理を行えることが，社会的な資源配分を効率化していることが分かる。

3.2.4 情報が適切に開示されない場合

（基本モデル）

ここでは，銀行の保有している情報が，完全市場に伝達されない場合を考える。以下のような状況を想定することとする。銀行にも質の悪い銀行が存在し，プロジェクトの選別能力がなく，プロジェクト b に貸し出してしまった銀行が存在していることを想定する。情報が適切に開示できないときには質の悪い銀行の貸出債権も市場で売却され，それらの区別がつかないとする。

第 0 期において，非生産的な企業 b と生産的な企業 g のすべてに貸出が行われたとする。質の良い銀行は，企業 g に貸出を行っているのであるが，そのうちの状態が B に陥ったものが市場で売却される。また，質の悪い銀行が貸出を行っている企業 b への貸出債権は，すべて市場で売却される。

企業全体の中で，p^g の割合で生産的な企業が存在し，$p^b = 1 - p^g$ の割合で非生産的な企業が存在していることを想定する。状態 B において，市場で売却される企業の集合の中で，生産的な企業の割合は，

$$\hat{p}^g = \frac{(1-p)p^g}{(1-p)p^g + p^b}$$

で，非生産的な企業の割合は，

$$\hat{p}^b = \frac{p^b}{(1-p)p^g + p^b}$$

となる。市場で売られている企業のタイプについての情報が開示されないので，市場における債権の価値は $\hat{p}^g qR$ と計算できる。

（銀行の参加制約）

銀行の収益は，$pR + (1-p)\hat{p}^g qR - 1$ と計算できるので，銀行の参加制約は，$R(p + (1-p)\hat{p}^g q) \geqq 1$ となる。ここから，$R \geqq 1/[p + (1-p)\hat{p}^g q]$ と計算できる。

（企業の期待利益）

均衡における企業の期待収益は，

$$\begin{aligned}\hat{P}^* &= V - (p + (1-p)q)R \\ &= V - (p + (1-p)q)\frac{1}{p + (1-p)\hat{p}^g q}\end{aligned}$$

となる。ここで，$\hat{P}^*$ は，$\hat{p}^g = 1$ のとき $\hat{P}^* = P^*$ となることが分かる。一般的に $0 \leqq \hat{p}^g < 1$ のときは $\hat{P}^* < P^*$ となる。

企業がプロジェクトを開始する条件は期待収益が正であることであるので，このことは，

$$V - (p + (1-p)q)\frac{1}{p + (1-p)\hat{p}^g q} > 0 \tag{4}$$

と書くことができる。

（情報開示の意義）

銀行が適切にリスク管理を行っていく上で，貸出債権を適宜証券化し市場で売却することが，資源配分の効率性を向上させることを前節の分析で見てきたが，この節の分析では，市場で売却するときに貸出債権が適切に評価されることが重要であることが分かる。$\hat{p}^g$ が大きくなるにつれて（4）式は成立しにくくなる。したがって，銀行の保有している情報が信用される形で市場に伝達されないとすると，そのときの市場条件の状態によっては，円滑に貸出債権が売却できないことが起こりえる。このことにより，銀行のリスク管理にも影響を与え資源配分を非効率にしてしまう可能性が生じてくる。

4. 結語

本稿では，我が国における市場型間接金融の役割と機能についての分析を，銀行の債権譲渡に焦点を当てて行った。バブルが崩壊して 15 年以上の月日が流れたが，我が国の経済もようやく本格的な回復が見られるに至った。バブルの崩壊後は，金融機関も不良債権の処理に追われ将来へ向けた金融システムの基盤の整備を行う余力に乏しかったが，制度的な側面では債権の流動化を行う法的な手当ても着実に進んできている。市場型間接金融，なかでも銀行債権の譲渡を円滑に行うことの意義をここでもう一度再確認し，その推進のために努力することが我が国の金融システムの将来のために最も重要な課題であると言える。そのためには，今後も，理論的・実証的な分析を進めていくことが重要で，本稿がその小さな第一歩になることを希望したい。

（経済学部教授）

参 考 文 献

M.Berlin and L.Mester. “Debt covenants and renegotiation” Journal of Financial Intermediation, Vol.2, pp.95–133, 1992.

S.Bhattacharaya and G.Chiesa. “Proprietary information, financial intermediation, and research Incentives” Journal of Financial Intermediation, Vol.4, pp.328–357, 1995.

P.Bolton and D.S.Scharfstein. “Optimal Debt Structure and the Number of Creditors” Journal of Political Economy, Vol. 104, pp.1–25, 1996.

A.W.A.Boot. “Relationship banking: What do we know?” Journal of Financial Intermediation, Vol.9, pp.7–25, 2000.

A.W.A.Boot, S.I.Greenbaum and A.V.Thakor. “Reputation and discretion in financial contracting” American Economic Review, Vol.83, pp.1165–1183, 1993.

A.W.A.Boot and A.V.Thakor. “Financial system architecture” Review of Financial Studies, Vol.10, and pp.693–733, 1997.

T.J.Chemmanur and P.Fulghieri. “Reputation, Renegotiation, and the Choice between Bank Loans and Publicly Traded Debt” Review of Financial Studies,Vol.7, pp.475–506,1994.

M.Dewatripont and E.Maskin. “Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies” Review of Economic Studies, Vol. 62, pp. 541–555, 1995.

D.W.Diamond. “Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt” Journal of Political Economy, Vol.99, pp.689–721, 1991.

S.Grossman and O.Hart. “Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the Corporation” Bell Journal of Economics, Vol.11, pp.42–64, 1980.

S.Ongena and D.C.Smith. “What Determines the Number of Bank Relationships? Cross-Country Evidence” Journal of Financial Intermediation, Vol.9, pp. 26–56, 2000.

M.Petersen and R.Rajan. “The benefits of lending relationships: Evidence from small business Data” Journal of Finance, Vol.49, pp.3–37, 1994.

S.A.Sharpe. “Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships” Journal of Finance, Vol. 45, pp. 1069–1087, 1990.

E.Von Thadden. “Long-Term Contracts, Short-Term Investment and Monitoring” Review of Economic Studies, Vol. 62, pp. 557–575, 1995.

池尾和人・大橋和彦・遠藤幸彦・前多康男・渡辺努（2004),「入門 金融論」，ダイヤモンド社。

酒井良清・前多康男（2003),「新しい金融理論」，有斐閣。

酒井良清・前多康男（2004),「金融システムの経済学」，東洋経済。

豊福建太（2005),「劣後債による市場規律と公的介入」，現代ファイナンス，No.17。

前多康男（2005),「複線的金融システムへ向けての市場型間接金融の活用」，(「市場型間接金融の経済分析」（池尾和人編著，日本評論社）所収，241–267 頁)。