

わが国の金融機関における与信ポートフォリオ・
マネジメントの現状と課題

2007年4月

与信ポートフォリオ・マネジメントに関する勉強会

目次

はじめに	2
第1章 CPMの概説	4
1. CPMの特徴	4
2. CPMの種類	6
3. CPM発展の歴史	6
第2章 CPMの基本的な枠組みと大手銀行の現状	11
1. CPMの目的	11
2. 与信ポートフォリオの評価	12
(1) 与信ポートフォリオ評価の方法	12
(2) CPM基本方針の決定	15
3. 信用リスクのコントロール方法	17
(1) コントロール手段の選択	17
(2) 希望価格の算定	20
4. 効果の検証	20
5. CPMの組織体系	22
(1) 貸出のオーナーシップと収益認識	22
(2) 営業部門との連携	23
(3) CPM部署の位置付け	24
第3章 わが国のCPMの課題と改善に向けたアプローチ	25
1. 貸出取引の経済価値評価に関する客観性の向上	25
(1) 貸出保有採算の「可視化」	26
(2) 移転価格制度の導入の検討	27
2. 貸出債権の流動性の向上	30
(1) 債権譲渡が容易な貸付契約への切り替え	31
(2) 非公開情報の公正な取り扱いに関する慣行の確立	33
おわりに	36

はじめに

「与信ポートフォリオ管理」(Credit Portfolio Management、以下 CPM)とは、金融機関が与信ポートフォリオのリスクとリターンの状況を評価し、信用リスクの移転取引等を通じて、その健全性や収益性を高めていく活動である。伝統的な貸出運営と比較すると、貸出資産の信用リスクや収益性を個別にみるだけでなく、与信ポートフォリオ全体としてのリスク/リターンをコントロールしようとする点に特徴がある。

近年、グローバルに活動する欧米の金融機関では、クレジット市場の機能を最大限に活用しながら、貸出資産の入れ替えを活発に行う能動的な CPM を実践する動きが広がっている。そのように活発な市場取引は行わないが、例えば、与信集中リスクを評価して、その軽減を次の契約更改期に調整することなども、広い意味で CPM に含めて考えることが多い。

わが国の現況をみると、金融システムの健全性は全体として増しているものの、金融機関の収益力や与信集中リスクの面でなお課題が残っている。こうした課題への対応には、CPM の活用が有効な手段となり得るとの認識が、大手銀行を中心に広がってきている。もっとも、わが国の金融機関の CPM は、未だ緒についたばかりである。専担部署を設置して積極的に取り組み始めた一部の金融機関においても、クレジット市場が未発達であることなど様々な制約に直面しながら、試行錯誤の段階にある。

こうした状況を踏まえ、大手銀行で CPM に取り組んでいる実務家と日本銀行の金融機構局金融高度化センターを中心とするメンバーは、「与信ポートフォリオ・マネジメントに関する勉強会」を、2006 年 4 月から同 11 月に計 7 回実施した¹。

本勉強会を開始するにあたり、その目的は以下の 3 点とされた。

各行の実務に関する情報交換を行い、CPM に対する理解を深める。

これまでの取組みを通じて明らかになってきた実務上の論点や制度・慣行上の障害など、メンバーに共通する課題について意見交換し、改善に向けたアプローチを検討する。

勉強会における議論の結果を対外的に公表し、CPM に関心を持つ金融機関などの参考に供するとともに、わが国で CPM に関連する議論がさらに深まることを期待する。

¹ 事務局は日本銀行金融機構局金融高度化センター。勉強会メンバーは別添を参照。

本稿は、上記の趣旨に沿って、本勉強会の議論を取りまとめたものであり、構成は次のとおりである²。

第1章はCPMの概説であり、伝統的な貸出運営との対比でCPMの概念を整理したうえで、欧米でCPMがどのように発展してきたかを紹介する。第2章では、CPMの基本的な枠組みを、目的、与信ポートフォリオの評価、信用リスクのコントロール、効果の検証、組織体制といった切り口でより具体的に説明し、それぞれについてわが国大手銀行の現状を紹介する。最後に、第3章では、より機動的なリスクヘッジ、さらにはリターンの向上へとCPMを進化させていくうえで、「共通の課題」として認識されている論点を取り上げ、その改善に向けて実践ないし検討されているアプローチを紹介する。

² 本稿において、「大手銀行」とは、本勉強会の参加メンバーである4行を意味する。また、本稿では、国内におけるCPMを議論の対象としており、海外拠点の動向はカバーしていない。

第1章 CPMの概説

1. CPMの特徴

伝統的な貸出運営では、貸出利息自体が収益の源泉として重要な位置を占めていることに加え、将来の各種ビジネスチャンスを展望しつつ顧客との良好な関係を築いていくうえでも、貸出の継続・積み上げは重要と認識されている。そうした考え方のもとでは、営業部門が、貸出を実行するとともに、満期あるいはデフォルト時点まで保有するのが一般的である。借入人の信用度悪化などに対応してエクスポージャーを削減しようとする場合には、新規与信の抑制や、既存与信ロール・オーバーの減額が行われる。貸出債権を途中で売却することは、顧客との関係を悪化させるおそれがあると考えられており、通常は行われない。また、市場売却を想定していないため、原則として貸出債権の評価に時価（あるいは理論価格）は用いられない。

これに対して、CPMを前提とした与信は、借入人の信用度を個別に判断するだけでなく、与信ポートフォリオ全体のリスク/リターンへの影響や、場合によっては市場で売却する際に得られる収益なども予め念頭に置いて、実行される。したがって、顧客との取引関係や貸出シェア、業務粗利益などだけではなく、その貸出がポートフォリオに加わった場合のEL（期待損失）、UL（非期待損失）、信用コスト控除後収益率（RAROC）なども、与信方針において重要な判断材料とされる。

与信実行後も、与信ポートフォリオのリスク/リターンの改善に必要であれば、売却やクレジット・デリバティブ市場、証券化市場を通じて信用リスクのエクスポージャーを機動的に削減する。逆に、資本に追加的な活用の余地があれば、新規与信に限らず市場取引を活用してエクスポージャーを増加させる。このように、CPMでは、クレジット市場も活用した信用リスクの移転取引（リスクヘッジとリスクテイク）が想定されているため、内部管理では貸出債権を時価（あるいは理論価格）で評価することが多い。

こうした信用リスクとリターンのコントロールは、営業部門とは別の組織である専担部署（CPM部署）が中心となっていく場合が多い。

CPM の特徴を伝統的な貸出運営との対比で整理すると、下表のとおり³。

	伝統的な貸出運営	CPM
投資方針	満期保有 (Originate & Hold to the maturity/default)	必要に応じて売却 (Originate & Distribute if necessary)
貸出取引の評価基準	個社判断 (Stand-alone Analysis)	与信ポートフォリオ全体の 中での相対評価 (Relative to Existing Portfolio)
貸出のインセンティブ ⁴	貸出利息の獲得 貸出残高(シェア)の確保	手数料業務等へのエント リーチケット ⁵
管理の指標	業務純益	リスク調整後の収益
貸出の評価	取得原価	取得原価 / 時価
リスク / リターンの調整手段	与信実行段階での調整のみ	クレジット市場も活用
リスク / リターンの調整主体	営業部門 / 審査部門	専担部署 (CPM 部署)

(出所) Smithson and Hayt [2] 等をもとに作成

³ 本表は、伝統的な貸出運営と CPM の概念的な違いをあえて対極的に整理したものである。実際には、CPM と呼ばれている貸出運営とそうでない貸出運営との境界線は、必ずしも明確ではない場合も多い。

⁴ 貸出のインセンティブの一つである「顧客との取引関係の構築・維持」の重要性については、伝統的な貸出運営と CPM に共通する。例えば、米国の商業銀行の CPM においても、個社のレベルでリスクヘッジを行う場合には、顧客との取引関係への影響に配慮して、サイレント方式でのリスク移転が可能な個社対象のクレジット・デフォルト・スワップが多く利用される。また、貸出債権の売却でもサイレント方式のローン・パーティシペーションが利用されることもある (The Thomson Corporation [2004] を参照)。

⁵ 貸出の実行は、より収益性の高い手数料業務 投資銀行業務 を顧客から獲得するためのエントリー・チケット(入場券)として位置付ける考え方。投資銀行的なビジネスモデルを採用している金融機関では、貸出は顧客との取引関係の構築・維持に必要な品揃えの一つに過ぎず、収益の主たる源泉は総合的な金融サービスの提供力にあると考えられている。こうした考え方をとる場合は、貸出および手数料ビジネス等をトータルでみたリスク / リターンのパフォーマンスが、CPM の枠組みの中で厳しく問われることになる。

2 . CPM の類型

CPM のスタイルは、信用リスクの移転取引を行う市場の発展状況、与信ポートフォリオの特徴（与信集中の度合い等）、顧客との長期的な関係の重要性、より広く各種ステークホルダーとの関係、それらを踏まえた経営戦略などによって様々な姿をとり得る。あえて類型化すれば、「リスクヘッジ主体の CPM」と「リターンの向上も狙う CPM」の二つに大別するのが、以下の議論のために便利である。

「リスクヘッジ主体の CPM」とは、与信ポートフォリオのリスク削減とリターン向上のうち、リスク削減に重点を置いたものであり、典型的には与信集中の是正を通じて経済資本（あるいは規制資本）の解放を目指すものである。わが国の大手銀行が現在実践している CPM は基本的にこのタイプであり、例えば、与信限度額を超過している大口貸出について、減額ロール・オーバーや貸出債権の売却等を進めている。

一方、「リターンの向上も狙う CPM」とは、単にリスクを削減するだけでなく、リターンも向上させることによって、両面からリスク/リターンのバランス改善を狙うものである。すなわち、経済資本の解放だけでなく、解放された経済資本の有効活用が強く念頭に置かれるスタイルであり、与信ポートフォリオの機動的な入れ替え操作（リスクヘッジとリスクテイク）のために、クレジット市場を活発に利用するのが通常である。次の「歴史」で述べるとおり、欧米では、まず「リスクヘッジ主体の CPM」から始まり、それが一部の金融機関で「リターンの向上も狙う CPM」へと発展した。

3 . CPM 発展の歴史⁶

【リスクヘッジ主体の CPM】

1980 年代後半、米国の商業銀行は、不良債権問題を背景に、自己資本比率の低下さらには資金調達コストの上昇に直面した。この結果、銀行経営において、バランスシート圧縮や収益力強化が強く意識されるようになり、不良債権等の売却や、信用リスク管理体制の整備が進められた。そのことが、その後の米国クレジット市場発展の出発点となった。

1990 年代になると、大手の商業銀行は、過去の経験を踏まえ、リスク管理部門等に置かれた CPM 部署が、大企業向けの与信ポートフォリオを対象として、

⁶ IACPM [1]、Walenta [2003]を参照。

与信集中リスクの削減に積極的に取り組み始める。最初の段階では、与信実行段階でのリスク調整 (control of the loan approval process) や大口貸出の売却 (loan sales) のほか、個社の信用リスクを対象としたクレジット・デフォルト・スワップ (Credit Default Swap、以下 CDS) によるヘッジなど、個社レベルでの取組みが活発化した⁷。その後、特定のセグメントを対象とした CDS の利用や証券化等によって、より多面的にポートフォリオ・レベルでリスクが削減されるようになった。

こうした銀行部門による積極的なリスクヘッジ行動は、クレジット市場に保険会社や機関投資家、ヘッジファンド等の新たな投資家を呼び込み、クレジット市場の発展に貢献したと言われている。

【リターンの向上も狙う CPM】

1990 年代後半になると、大企業向け融資の収益性が低下する一方、クレジット市場の流動性が高まるもとの、商業銀行は CPM を ROE (ないし株主価値) 向上の有力な手段と位置づけるようになる。具体的には、経済資本のコストを明確に意識させる CPM の枠組みのもとで、収益性が低い大企業向け融資を大胆に削減する一方で、資産回転型ビジネス 通常の企業向け貸出のほか、企業再生や M&A 案件など付加価値の高い貸出の機動的な実行と投資家への売却 や手数料ビジネス等の投資銀行業務、個人や中堅・中小企業を顧客とするリテール業務など、より収益性の高い取引に対する経営資源の集中を急速に進めた。こうしたビジネスモデルの転換は、信用リスクの計量化技術の進展を背景としながら、株主価値を意識する経営陣からの強力なトップダウンで進められたと言われている。

さらに、近年では、営業部門が実行した大企業向け貸出を、市場価格 ないしはそれに準じる理論価格 で CPM 部署に移管する枠組み (移転価格制度、Credit Transfer Pricing) が、用いられるようになってきている。そうした先の営業部門では、新規貸出のプライシングが、クレジット市場の視点で明示的に規律づけられており、それ以下の金利を適用するなら他の経済的メリットによるはっきりした形での埋め合わせが必要になる。CPM 部署も、クレジット市場をリスクヘッジだけでなく、リターン向上の面でも機動的に活用し、組織全体に課された高い ROE 目標の達成に向けて一翼を担うことが求められる。

⁷ 米国の商業銀行が個社対象の CDS によるリスクヘッジを行ったのは 1991 年が最初と言われている (Smithson and Mengle [2006] を参照)。

(BOX1) ドイツ銀行の事例

ドイツ銀行では、2002年に、コア業務への特化、信用リスクの削減、コスト削減等を柱とする新経営計画を策定した。本経営計画では、中期的な経営目標として税引き前ROE 25%の達成が掲げられ、ROEに基づく事業部門別の経済資本管理制度が導入された。

本経営計画のもと、2003年には、将来の景気後退局面で想定される損失を抑制する（preparing for next downturn）とともに、大企業向け貸出をリテール部門や投資銀行部門に振り替えてリスク/リターンの改善を図るため（De-risking Strategy）Loan Exposure Management Group（LEMG = CPM 部署）が新設された。

LEMGは、欧州、米国、アジアの大企業向けと、ドイツ国内の中堅企業向けの与信ポートフォリオ管理を所管しており、主要なミッションは、「与信集中リスクの削減（経済資本の解放）」と、「与信プロセスの透明性向上」とされている。

与信集中リスクの削減（経済資本の解放）

LEMGでは、与信限度額管理の枠組み（Threshold Policy）のもとで、CDSや証券化、貸出債権の売却といった手法で積極的にリスクヘッジ操作を行い、所管ポートフォリオにおける与信集中リスクの削減に取り組んでいる。また、LEMGでは、以下のとおり、リスクヘッジの操作対象を段階的に拡大している。

<2003年> 原契約期間180日超の投資適格貸出

（ドイツ国内の中堅企業向けを除く）

<2004年> 原契約期間360日超のドイツ国内の中堅企業向け貸出

（既存実行分を除く）を操作対象に追加

<2005年> より短期の貸出および既存実行分を操作対象に追加

こうした取組みによって、以下のような成果が報告されている。

【総貸出残高】 13%（01年末2,650億1-0 03年6月末2,300億1-0）⁸

【与信限度額の上位100社合計】 40%

（01年末1,070億1-0 03年6月末640億1-0）

【経済資本額】大企業向け貸出 38%（03年 04年）

個人・中小企業向け貸出 + 10%（同） 投資銀行部門 + 5%（同）

大企業向け与信ポートフォリオ（06年6月末480億1-0）については、CDS（主

⁸ 連結子会社3社の売却による貸出減少額（650億1-0）を除いている。

に個社を対象とした CDS) や証券化によって中長期コミットメントライン枠の 45%程度がヘッジされており、次の景気後退局面で想定される信用コスト率(06 年上半期は年 0bp) は 20bp 以下に抑制可能としている⁹。また、与信限度額管理のもとでリスクの分散も進んでおり、最近ではリスク/リターンの改善に向けてよりアクティブな CPM が実践されている。

一方、ドイツ国内の中堅企業向け与信ポートフォリオ(同 180 億ユーロ)については、CDS や証券化によって中長期コミットメントライン枠の 20%程度がヘッジされており、このヘッジ比率は 06 年 12 月末までに 40%程度に高まる見込み。この結果、景気悪化局面で想定される信用コスト率(06 年上半期は年 5~15bp 程度) を 50bp 以下に抑制できるとしている。また、中堅企業向け与信ポートフォリオのリスク/リターンの改善に向けた取組みとしては、大企業向け与信ポートフォリオのような市場取引を通じた積極的な入れ替え操作よりも、与信審査体制の合理化によるコスト削減や手数料収益(クロスセル)の積み上げのほか、貸出実行時のプライシングの厳格化(strong pricing discipline)が重視されている。

与信プロセスの透明性向上

LEMG では、営業部門における与信プロセスとプライシングの透明性の向上を図り、クレジット市場を通じた機動的な CPM を実現するための内部インフラとして、所管する与信ポートフォリオを対象に、以下のような移転価格制度(Credit Transfer Pricing)を導入している。なお、同制度の対象となる与信ポートフォリオは、上記の与信集中リスクの削減対象と同じタイミングで段階的に拡大されている。

(a) 市場価格による貸出の評価

営業部門が新規貸出を行う際、LEMG はクレジット市場でのヘッジコスト(例えば CDS プレミアム等)から算出した時価を、参照価格として営業部門に示す。クレジット市場での取引がない貸出(ドイツ国内の中堅企業向け貸出等)の場合は、内部格付、貸出規模、貸出期間、担保の種類、同種案件の取引事例等をもとに、参照価格を算出する。

(b) 営業部門の判断

営業部門は、LEMG から示された参照価格を踏まえたうえで、顧客との取引関係や手数料収益の獲得見通し等を総合的に判断し、新規貸出実行の可否および貸出金利を決定する。

(c) 営業部門の収益

貸出実行後、当該貸出ブックは上記参照価格によって営業部門から LEMG に移管され、この内部取引に伴う売却損益が営業部門で認識される。低めの貸出金利

⁹ ここでの「信用コスト率」は、ヘッジ効果を勘案した財務上の不良債権処理損失の貸出残高に対する比率をいう。

を設定したために売却損が発生するような場合、その補填は手数料収益の拡大等、営業部門の自助努力で行う。

(d) LEMG によるリスクヘッジ

一方、LEMG は、移管された貸出を対象として、与信限度額管理のもとでリスクヘッジ操作を行う。当該貸出は上記参照価格で取得しているため、仮にその後も市場価格が変動しなければ、リスクヘッジ操作は LEMG の収益に対して中立的となる。

こうした移転価格制度の導入によって、個々の貸出について適正な価格でオリジネートする責任と、与信ポートフォリオ全体の観点からリスクをコントロールする責任が、営業部門と LEMG との間で明確に分離されている。

なお、ドイツ銀行では 2007 年から財務会計上も、大企業向け貸出の多くの部分を IFRS (International Financial Reporting Standards、国際財務報告基準) に準拠して公正価値で評価するとしている。

(本 BOX はドイツ銀行の Annual Report、投資家向け IR 資料等をもとに作成)

第2章 CPMの基本的な枠組みと大手銀行の現状

わが国の大手銀行では、現状、大企業向け与信集中リスクの削減を主な目的としてCPMを実践している。

以下では、CPMの目的、与信ポートフォリオの評価、信用リスクのコントロール、CPMの効果の検証、CPMの組織体制といったポイント別に、それぞれ一般的な考え方を整理したうえで、大手銀行における実際の実践状況を紹介する。

1. CPMの目的

CPMの目的は、最終的にはリスク/リターンの改善に集約されるが、どの側面を直接の目標とするかは以下の3つに大別される¹⁰。

与信集中リスクの削減

金融機関では、その営業方針や営業基盤、融資慣行など様々な要因を反映して、特定の地域、業種、個社に対する与信集中が発生し得る。わが国では、メインバンク制が特定の取引先に対する与信集中をもたらす要因になった、との指摘もある。また、地域金融機関の場合には、特定の地域や業種に強い営業基盤を有するため、貸出先の分散が難しいとの指摘もある。

与信集中リスクが、景気後退期などのストレス時に金融機関経営に大きな影響を与えることは、バブル崩壊以降の経験からも明らかである。与信集中リスクの削減は、多くの金融機関にとって重要な経営課題であり、CPMはそのための有効な枠組みとなり得る。

信用リスク（経済資本）の削減

もちろんCPMは、上記与信集中リスクの削減に限らず、より一般に、信用リスクに対する資本の十分性を確保する枠組みとして有効である。現在の信用リスクが過大でないと判断される場合でも、次の景気後退局面などストレス時を想定して予防的に信用リスク削減を進める、といったリスク・プロファイルの調整にCPMは広く応用可能である。以上とは、大きく括ればともに「リスクヘッジ主体のCPM」に当たる。

¹⁰ 欧米の大手金融機関など44先を対象とした2004年の海外サーベイ（Rutter Associates LLC [2004]を参照）によると、CPMの実務担当者が最も重要と考えるCPMの目的は、与信集中リスクへの対応（Management of concentrations）であり、次いで、信用度悪化に対する予防的な対応（Protection against risk deterioration）、経済資本の削減（Reduction of economic capital）、与信ポートフォリオのリスク/リターンの最適化（Portfolio risk/reward optimization）、規制資本の削減（Reduction of regulatory capital）の順になっている。

リスク/リターンの改善（リターンの向上を意識した資本の有効活用）

株主価値の向上を明確に意識する場合には、リスクの削減だけでなく、リターンの向上も通じて両者のバランスを改善させることが、CPMの直接の目的となる。その場合は、主としてリスク調整後の収益指標をモニターしながら、リスク対比リターンの低い与信を高い与信へと機動的に入れ替え、リスク/リターンの常時最適化を目指すことになる。こうした「リターンの向上も狙う CPM」は、通常は「リスクヘッジ主体の CPM」からの発展という過程をたどる。例えば、特定業種や大口個社に対する与信集中の削減で解放されたリスク資本（リスクテイク余力）を、新規分野や重点業務等に割り当てる、といった戦略がそうした発展へのきっかけとなる。

【大手銀行の現状】

現状、わが国の大手銀行では、CPMの目的として、上記の与信集中リスク削減が重視されている。組織における権限体系についても、CPM部署には、与信ポートフォリオのリスクヘッジに関する権限と予算、責任が付与されている。この背景には、不良債権処理が進んだ後も、経営統合の影響もあって特定の取引先や業種への与信集中がみられるため、将来ストレスが生じた場合の経営面への影響を考慮すると、与信集中リスクの削減が引き続き重要な経営課題であるとの共通認識がある。なお、与信集中リスクは、2007年3月末から適用されるバーゼルⅠの第一の柱（最低所要自己資本）では捕捉されない。大手銀行では、経済資本をベースとした経営管理など、より高度な内部管理体制の構築・運営を目指して、各行のやり方で取組みを進めている。

このように、大手銀行の CPM は、現状「リスクヘッジ主体の CPM」である。もっとも、大手銀行の CPM 部署には、与信集中リスクの削減で一定の成果を挙げ、CPMの効果や有用性について組織内で強いコンセンサスが形成されれば、リターンの向上も意識したより積極的な CPM へと、徐々に進化させていくことが可能なのではないかとの見方がある。

2. 与信ポートフォリオの評価

（1）与信ポートフォリオ評価の方法

与信ポートフォリオの評価とは、CPMを行う目的に応じて、与信ポートフォリオの集中度やリスク量、リスク/リターンの状況等を把握することである。より具体的には、与信集中先やリスク量の大きい資産、低採算先などをなるべく客観的に炙り出し、与信ポートフォリオ操作方針の策定に資する判断材料を提供することである。

【大手銀行の現状】

大手銀行では、与信ポートフォリオを、内部格付別、業種別、個社・グループ別、地域別などいくつかのサブ・ポートフォリオに分割したうえで、以下のような評価指標を用いている。

	具体的な指標の例
与信額の指標	(純)与信額、未保全額
収益額の指標	業務粗利益、業務純益 ¹¹
与信集中の指標	与信限度額の遵守状況(限度超過額の状況) 分散度指数(実質分散社数、HHI等) ^{12 13}
リスク量の指標	EL(Expected Loss <期待損失>) UL(Unexpected Loss <非期待損失>)
リスク調整後収益の指標	(収益額に着目した指標) 信用コスト控除後収益 ¹⁴ 資本コスト控除後収益(SVA) ¹⁵ (収益率に着目した指標) 信用コスト控除後収益率(RAROC、RAROA等) ^{16 17}

¹¹ 貸出単体の採算性を評価する場合には貸出収益のみを勘案する。手数料収益を含めた総合的な採算を評価する場合には、貸出収益と手数料収益を合算してリターンを計算する。

¹² 実質分散社数 = (総与信額の2乗) ÷ (個社与信額を2乗した値の合計)
実質分散社数を指標として活用する場合には、計算対象のカバレッジや名寄せの方法によって計算結果が変動し得る点に留意する必要がある。

¹³ HHI(Herfindahl-Hirschman Index)
= 業種別(あるいは個社別)与信額のシェアを2乗した値の合計
同指標の逆数が「実質分散社数」になる。

¹⁴ 信用コスト控除後収益 = 業務純益 - 信用コスト(EL)

¹⁵ SVA(Shareholders Value Added) = 信用コスト控除後収益 - リスク資本(UL) × 資本コスト率

¹⁶ RAROC(Risk Adjusted Return on Capital) = 信用コスト控除後収益 ÷ リスク資本

¹⁷ RAROA(Risk Adjusted Return on Asset) = 信用コスト控除後収益 ÷ 与信残高

大手銀行では、信用リスク計量化の高度化を進めており、上に例示した様々な指標を概ね月次ベースで計測している。もっとも前述のとおり、現在の CPM の主たる目的は与信集中リスクの削減にあるため、CPM の実践において重視される評価指標は、個社・グループ別の与信限度超過額や、EL/UL などである。リスク調整後の収益指標については、CPM における評価指標としては、与信ポートフォリオや個別取引の収益性に関するモニタリング、次に述べるシミュレーション分析などの際に、参考指標として利用されることが一般的である。

与信ポートフォリオの評価に当たっては、以上のような静態的な指標だけでなく、以下に述べる動的な分析や市場情報なども、補完的に活用される。

ストレステスト

ストレステストには、一定のストレスが、(a)与信ポートフォリオ全体に与えるインパクトの分析(自己資本充実度の検証)、(b)特定の個社・グループや業種に与えるインパクトの分析(与信ポートフォリオ内にストレス耐性が著しく弱い部分がないかどうかの検証)の2つがある。

大手銀行では、前者の分析をリスク管理部署が、後者の分析を CPM 部署が実施している。すなわち、CPM 部署では、内部格付が2~3ノッチ低下した場合に個社のELやULがどの程度増加するか、財務上の引当負担がどの程度増加するか、などを検証している(いわゆる「感応度分析」)。また、経済成長率や地価動向等のマクロファクターを、格付別のPD(デフォルト確率)やLGD(デフォルト時損失率)等と紐付け、一定のシナリオのもとで特定業種のELやULがどの程度増加するかなどについても確認している(いわゆる「シナリオ分析」)。

CPM 部署では、これらストレステストの結果を、CPM におけるヘッジ対象資産や重点モニタリング先の選定のほか、与信ポートフォリオのリスク認識に関する経営陣や営業部門とのコミュニケーションに活用している。

シミュレーション分析

シミュレーション分析とは、与信ポートフォリオの一部について特定のリスクヘッジ操作を行った場合の影響を把握するものである。

大手銀行では、例えば、与信限度額を超過している特定個社に関するヘッジ操作を検討する際に、当該ヘッジ操作による信用リスク(EL/UL)の削減効果を、個社あるいは与信ポートフォリオ全体のレベルで分析している。また、リスク/リターンのバランスへの影響についても確認を行っている。このほか、ヘッジ操作に伴う将来収益の減少、ヘッジコストの大きさ、引当負担の軽減効果など、財務会計への影響も分析している。

クレジット市場の情報

大手銀行の CPM 部署では、与信ポートフォリオの評価に当たって、重点モニタリング先を中心に、社債スプレッドや CDS スプレッドなどの市場情報を活用している。こうしたクレジット市場のシグナルを活用することで、定期的なスクリーニングではカバーし切れない信用状況の急速な悪化にも、機動的に対応できる。

(BOX2) 信用リスク量のファクター別分解

今回の勉強会では、マートン型の信用リスク計量モデルを例に、与信ポートフォリオの信用リスク量(UL)を、個社別だけでなく、ファクター別マクロリスク要因と個別リスク要因に寄与度分解する手法を取り上げた。

与信ポートフォリオのリスクのうち、マクロリスクと個別リスクの大きさが把握できれば、その結果を CPM におけるリスクヘッジ戦略に応用することも考えられる。例えば、主に景気変動との関係が強いと考えられるマクロリスク部分を国債など金利系商品によってヘッジできれば、信用リスクに割り当てるべき資本は、信用リスク量(UL)全体をカバーするのではなく、ULのうち個別リスク要因に対応する分だけでよいことになる。こうした考え方を、信用リスクと市場リスクの統合的な管理に応用していくことも考えられる。

そのためには、いくつかの条件がある。第一に、勉強会で扱ったマートン型信用リスク計量モデルの「マクロリスク要因」は直接観察できないため、これを金利、株価など観察可能な指標とできるだけ客観的に結び付ける必要がある。第二に、信用リスクと金利リスクの相関の安定性について、多くの検証を通じた認識の共有が進む必要がある。とくに二番目の点で明確な進展があれば、財務会計や自己資本比率規制におけるヘッジ効果の反映や、組織内における与信部門と市場部門との連携強化など、マクロリスク要因に着目した信用リスク管理を実践しやすい環境の整備も、進む可能性が高まると考えられる。

(2) CPM 基本方針の決定

与信ポートフォリオの評価に基づく CPM の基本方針は、組織内での議論を経て最終的には経営陣から承認を得る。同時に経営陣は、基本方針遂行に必要な与信ポートフォリオの操作権限を CPM 部署に与える。

【大手銀行の現状】

大手銀行の CPM 部署では、与信ポートフォリオの評価に基づいて、期初に CPM の基本方針を策定している。基本方針の策定では、定期的な評価指標の一覧を作成するだけでなく、現状の与信ポートフォリオの問題点、改善に向けた取り組みの必要性と数値目標、ヘッジ操作の規模、具体的な対象や手法、コスト対効果等を盛り込み、CPM 部署としてのリスク認識やメッセージが明確になるよう工夫している。この基本方針は、経営陣や営業部門に提示され、顧客との長期的な関係から得られるビジネス上のメリットといった視点も踏まえて、議論が行われる。

経営陣は、CPM 基本方針の承認と同時に、当期のリスクヘッジの規模（取引金額ベース、リスク量ベース）、リスクヘッジに関する予算（ヘッジコスト）、リスクヘッジの手段等も包括的に決定し、CPM 担当部門のライン（役員、部長等）にリスクヘッジ権限が授権される。以後、CPM 部署は、個々のリスクヘッジ取引について経営陣の承認を得る必要はなく、授権された範囲内で機動的にヘッジ操作を行う。

なお、CPM の基本方針に関する議論において、CPM 部署と経営陣、営業部門との間で意見が分かれるケースも少なくない。こうした状況を踏まえ、大手銀行の CPM 部署では、与信ポートフォリオの評価に関する共通の基準作りに向けた検討を進めている（第 3 章第 1 節で紹介する貸出取引の経済価値評価に関する改善アプローチはその一例である）。

（BOX 3）政策投資株式の位置付け

わが国の金融機関は、相当規模の政策投資株式を保有している。現状、CPM の一環として株式を売却してしまうと、顧客との長期的かつ安定的な取引関係を損なうとの認識が強いこと、インサイダー情報の管理を厳格化する必要が生じること、などから、政策投資株式を CPM の対象とする動きはない。

しかし、保有株式の価値変動を通じた自己資本への影響が大きなものとなり得ること、今後 CPM がリスク/リターンを改善をより明確に意識したものへと発展していく可能性があること、などを踏まえると、CPM における政策投資株式の位置付けは、将来、重要な論点の一つとなり得る。

3. 信用リスクのコントロール方法

以上の与信ポートフォリオの評価に基づいて、実際に信用リスクのコントロールを行う段階では、(1) コントロール手段の選択、(2) 希望価格の算定がポイントとなる。

(1) コントロール手段の選択

CPMにおける信用リスクのコントロール手段¹⁸には、以下のようなものがある。

	具体的な手段
与信実行段階での調整	・ 新規与信実行および既存与信ロール・オーバー段階での調整
非市場取引による調整	・ 貸出債権の売買 ・ 債務保証 ・ ローン・パーティシペーション (これらを組み合わせたポートフォリオ交換)
市場取引による調整	・ クレジット・デリバティブ (CDS 等) ・ 証券化 ・ 貸出債権の売買

与信実行段階での調整

金融機関にとって、最も基礎的な信用リスクのコントロール手段は、新規与信実行および既存与信ロール・オーバー段階でのリスク/リターンの調整である¹⁹。金融機関は、貸出を実行する都度、相手先の信用リスクを評価し、リスクが増大していると判断される場合には、貸出ボリュームを削減し

¹⁸ Smithson and Hayt [1]を参照。

¹⁹ 前出の海外サーベイ (Rutter Associates LLC [2004]を参照)でも、CPMの実務担当者が最も重要と考えるCPMの手段は、新規与信実行および既存与信ロール・オーバー段階でのリスク調整 (Approval / Disapproval of new business and Renewal / Non-renewal of existing business) であり、次いで、個社を対象としたクレジット・デフォルト・スワップ (Single-name credit default swaps)、貸出債権の売買 (Loan sales and trading)、証券化 (Securitizations)、ポートフォリオを対象としたクレジット・デフォルト・スワップ (Portfolio credit default swaps) の順となっている。

てリスクを抑制する、あるいは、貸出金利を引き上げてリスクに見合うリターンを確保するよう努める。また、貸出ボリュームや貸出金利の調整だけでなく、貸出期間を短期化することでリスク/リターンの関係を点検・調整する頻度を引き上げる、あるいは、追加的な担保を徴求することで債権保全を強化する、といった対応が取られることもある。

与信実行段階でのリスクコントロールは、どの貸出先にも適用可能であるほか、法的ないし会計上の曖昧さが無い。しかし、この手段は機動性に問題があり、この手段だけで与信ポートフォリオのリスク/リターン特性を変化させるには長い時間を要する。

非市場取引による調整

非市場取引による調整とは、公開情報が乏しい債務者について、貸出債権の売買や債務保証などを通じて、特定の金融機関との間で信用リスクの移転取引を行う手法である。中堅・中小企業や非上場企業等の信用リスクを、の手段よりも機動的にコントロールすることができる。しかし、公開情報が乏しいがゆえに希望価格で取引が成立しないケースも多いほか、後述のとおり非公開情報の取り扱いを巡る難しさもある。

市場取引による調整

市場取引による調整とは、ある程度公開情報がある債務者について、多数の投資家が参加するクレジット市場で、CDS や証券化商品、貸出債権の売買等を通じて、信用リスクの移転取引を行う手法である。最も機動性が高い手法であるが、わが国におけるクレジット市場の規模は拡大傾向にあるものの、未だ小さく、取引可能な銘柄等に制約がある。

【大手銀行の現状】

大手銀行のCPMにおけるコントロール手段は、現状、主として与信実行段階での調整となっている。それだけでは機動性が乏しいため、非市場取引や市場取引も併用しているが、様々な制約から十分に活用できてはいない。

具体的にみると、まず非市場取引については、例えば、2つの金融機関が、それぞれの与信限度額超過債権（売却候補）を開示し、相対交渉で価格を決定して売買を行うケースなどがある（事実上の「ポートフォリオ交換」）。こうした貸出債権の売却に際しては、借入人が、金融機関との安定的な関係を求め、譲渡承諾を好まない場合がある。そのような場合には、指名債権譲渡ではなく、ローン・パーティシペーションや債務保証など、借入人との金銭貸借関係を表面上は維持して信用リスクのみを移転する「サイレント」形式とする。これら非市場取引は、限られた信用情報に基づくものであるため、取引を成立させるのに時間がかかる場合が多い。

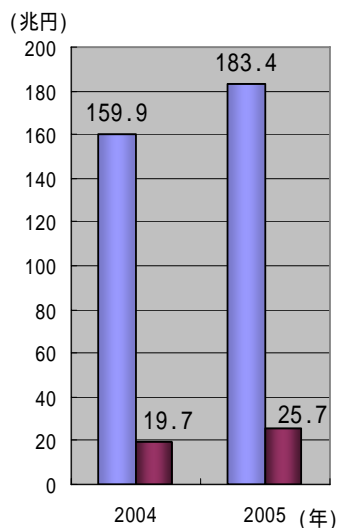
次に、市場取引については、第一に、CDS のプロテクション購入 (= 信用リスクの「売り手」となること) である。大企業の個社 CDS を、証券会社等のブローカーを經由して、最終投資家から購入するというケースが一般的であるが、特定業種を構成する複数の企業の債務を参照する CDS も購入し始めている。第二に、ローン市場における貸出債権の売却である。わが国では、現状、売却相手が地域銀行等に限定されており、売買市場の規模はまだ小さいが、売買価格を常時オファーしておけば取引の成立に至るケースも多く、市場規模には拡大の余地がある。第三に、証券化である。流動性の問題や顧客との関係から個別には売却しにくい債務者のグループを切り出し、投資家に対して証券化商品を組成して販売する、というケースが多い。

以上のような形で、大手銀行では徐々に市場取引を進めており、一部には、CDS のプロテクション売却や証券化商品の購入等、CPM 部署によるリスクテイクを始めているケースもある。しかし、欧米の CPM で中心的な役割を果たしている CDS 市場の規模が、わが国ではまだ桁違いに小さい。

<日米のクレジット市場の比較>

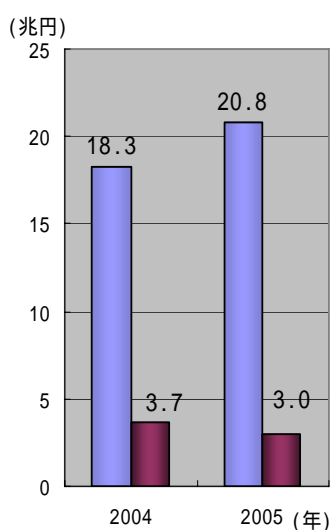
<シンジケート・ローン>

(組成額^ハ-ス)



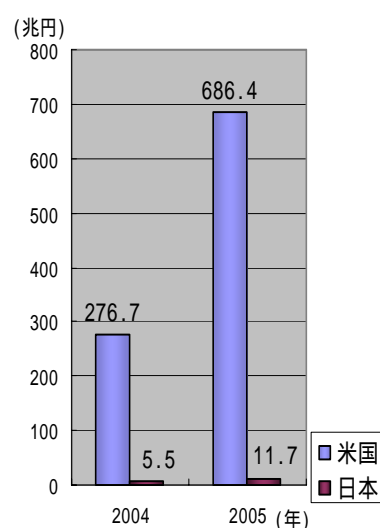
<セカンダリー・ローン>

(売買高^ハ-ス)



<クレジット・デリバティブ>

(残高^ハ-ス)



(出所) <シンジケート・ローン> 日本銀行、トムソン・フィナンシャル、<セカンダリー・ローン> 日本銀行 (除く不良債権)、ローン・プライシング・コーポレーション、<クレジット・デリバティブ> 日本銀行、FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation、米連邦預金保険公社) 等のデータより推計

(注) 基準日は年末。米国市場の実績は1ドル=117.9円で計算

(2) 希望価格の算定

非市場取引、市場取引のいずれかを問わず、リスクヘッジ対象とする貸出債権については、内部格付などに基づいて希望売却価格（＝理論時価）が算出されている。その際、原契約の内容（金額、期間、約定金利、期限前償還条項や譲渡制限条項の有無等）や、貸出市場における需給関係等も考慮される。

4. 効果の検証

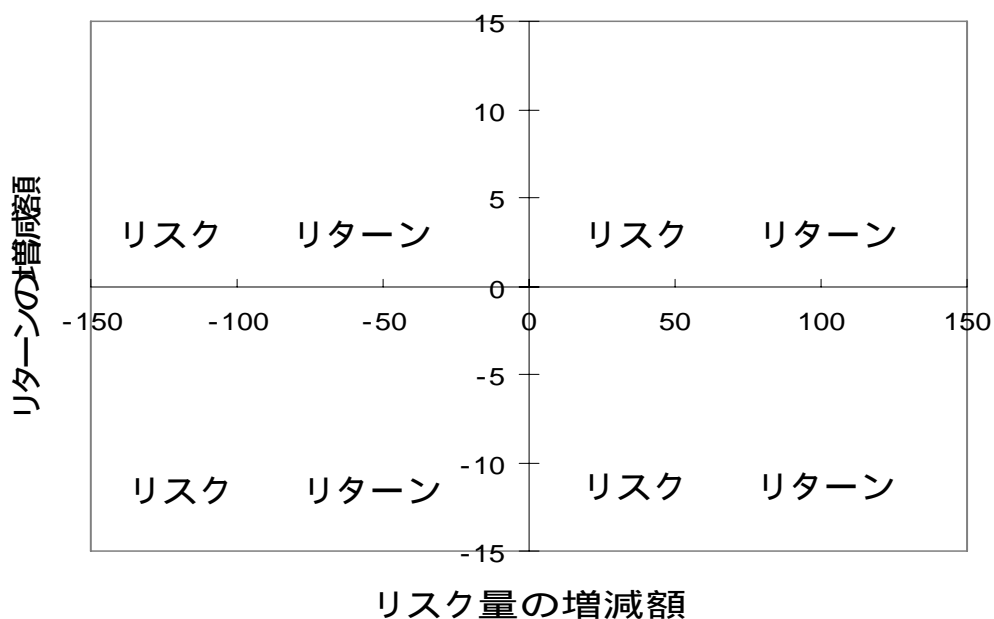
CPM の効果を検証するためには、最初に目標を明確にし、その達成度合いを事後評価する枠組みが必要である。CPM の結果を適切に評価することによって、責任部署の貢献度が明確になり、より効果的な実践に向けたインセンティブが生まれる。また、検証の結果明らかになった課題等を踏まえて、CPM の基本方針や内部の組織体制を見直すきっかけにもなり得る。

【大手銀行の現状】

大手銀行では、リスクヘッジを主たる目的とした CPM に取り組んでいるため、個社別、企業グループ別、業種別の与信削減額、与信ポートフォリオ全体としての EL/UL の削減額などについて、期初に目標を設定している。CPM の効果の検証も、当然こうした指標に即して、経営陣を交えて行われる。その際、与信実行段階の調整など時間のかかるコントロール手段が主体となっている実態などを踏まえ、複数年度で評価する枠組みを導入しているケースもある。また、実際に与信額の削減まで至らなくても、貸付契約を譲渡性の高いものに切り替えて与信ポートフォリオの流動性を高めれば、目標へ向けた前進として評価される場合もある。

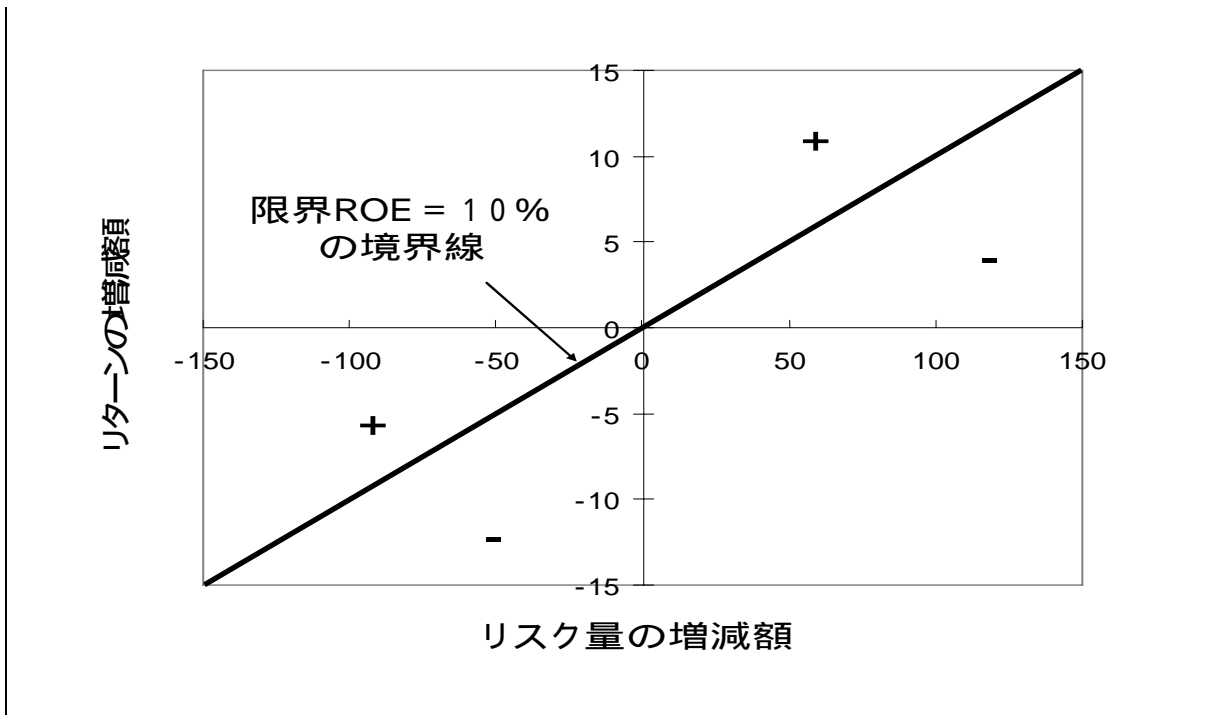
(BOX 4) CPMのパフォーマンス評価の概念整理

縦軸に期中のリターン増減額、横軸に期中のリスク量増減額をとり、与信ポートフォリオ全体および、個社別、企業グループ別、業種別などのサブ・ポートフォリオをプロットする。図において、領域⁺の「リスク減少・リターン増加」がCPMのパフォーマンス良好、領域⁻の「リスク増加・リターン減少」がパフォーマンス不芳であることは、明らかである。



それでは、領域⁺（リスク増加・リターン増加）および領域⁻（リスク減少・リターン減少）はどのように評価できるだろうか。CPMが限界的にROEをどの程度高めたか、に着目するのが一つの方法である。下図において、斜めの直線は、限界ROEの目標値（ここでは+10%）を達成するリスク増減とリターン増減の組み合わせである。新たなリスクテイクによってリターンが増加した領域⁺のうちでも、領域⁺ではCPMに課された限界ROE+10%という目標をクリアしているが、領域⁻では未達である。また、領域⁻のうちでも、領域⁺においては、絶対リターンが低下していてもリスクがそれ以上に減少しているため、目標とされた限界ROE+10%は達成されている。

リスク量削減を主たる目的とし、そのために一定のヘッジコストがかかるのはやむをえない、という考え方に基づくわが国大手銀行のCPMは、領域⁺（可能であれば領域⁻）を目指す戦略であると位置づけることができる。



5 . CPM の組織体系

(1) 貸出のオーナーシップと収益認識

伝統的な貸出運営では、営業部門は貸出をオリジネートすると同時に貸出のオーナーでもあり続け、貸出から得られるスプレッド収益を獲得する。これに対して、CPM では、貸出の満期保有を前提としていないため、処分権限や損益の帰属等を巡り、営業部門と CPM 部署との間で組織上の取り決めが必要となる。

【大手銀行の現状】

大手銀行の CPM 部署を、第 1 章で紹介した CPM を積極的に推進している欧米の金融機関と比べると、貸出のオーナーシップを保有しない (= 営業部門が保有する) リスクヘッジ取引は CPM 部署にとって通常赤字になる、といった特徴がある。すなわち、組織全体でみたときに、リスク削減に必要なコストはもっぱら CPM 部署が支払う形になっており、貸出を保有する営業部門の側では、そのリスク削減にかかるコストを直接意識させられる体制とはなっていないケースが多い。

なお、一部の大手銀行では、限定的ではあるが、主に大企業向け貸出について、オーナーシップを営業部門から CPM 部署に移管する試みを開始している。これにより、CPM 部署は貸出債権の処分権限を獲得できるため、リスクヘッジ操

作の機動性を高めることができる。ただし、移管のプライシングについては、CPM を積極的に推進している欧米の金融機関のような市場価格に基づく移転価格ではなく、従来通り、信用リスク削減に必要なコストを CPM 部署が負担することを前提とした水準となっている²⁰。

(BOX5) 貸出のオーナーシップの移管を巡る論点

貸出のオーナーシップは、概念的には、当該貸出の「償却責任」 貸出収益が帰属し、クレジット・イベントが発生した場合に損失を負担する責任 と「処分権限」 売却等のリスクヘッジを行う権限 に分解できる。オーナーシップの移管の形態としては、償却責任と処分権限の双方を CPM 部署に帰属させる、あるいは、償却責任は営業部門に残し処分権限を営業部門と CPM 部署の共管にするなど、いくつかのパターンが考えられる。

なお、オーナーシップを CPM 部署に移管する場合でも、その後の中間管理 内部格付の見直し、自己査定作業など は営業部門が担う。このことは、償却責任を営業部門に残す場合は当然であるが、償却責任を CPM 部署に移管する場合でも、営業部門が引き続き中間管理を行う形態がやはり基本となる。市場との間でリスクヘッジ取引を行う CPM 部署が、内部格付の付与や自己査定上の債務者区分の判定に必要な非公開情報を入手することは、避けるのが望ましいと考えられるためである。この場合、CPM 部署が営業部門に対して中間管理の対価（委託手数料）を支払うこともあり得る。

(2) 営業部門との連携

CPM 部署は、貸出をオリジネートする営業部門との間で十分な連携を確保し、CPM の目的に応じて必要な働き掛けを行う。CPM の主たる目的がリスクヘッジであれば、現状の与信ポートフォリオの問題点などについて、営業部門と認識を共有することが重要である。

【大手銀行の現状】

こうした問題意識から、大手銀行では、前述した CPM 基本方針に関する経営陣を交えた協議の機会だけでなく、営業部門内に CPM 部署とのコンタクト部署を設置する、CPM 運営に関する横断的なミーティングを定期的を開催するなど、

²⁰ 移転価格制度のもとでは、リスクヘッジのコストは営業部門に転嫁される。詳しくは、移転価格制度の解説（27頁）を参照。

両部門の円滑な連携体制の確保に取り組んでいる。CPM 部署自体を、営業部門の一部として位置づけるケースもある。

CPM 部署は、CPM が営業部門にもたらすメリットとして、与信集中リスクを削減すれば新たな貸出実行の余地が拡大すること、CPM 部署の視点で顧客別のリスク/リターンをチェックすることにより、手数料ビジネスを伸ばすべきターゲット顧客の選定など営業上の指針を与え得ること、などを説明している。

(3) CPM 部署の位置付け²¹

CPM 機能の役割と責任の明確化のほか、CPM に関する企画立案・推進力の強化や実務的なノウハウの蓄積の観点から、専担の CPM 部署を設置するのが通例である。

【大手銀行の現状】

大手銀行の CPM 部署の位置付けは、いくつかのパターンがある。与信集中リスク削減への重点の置き方など、経営陣が CPM 機能に何を求めるかによって、組織や権限・責任体系のあり方は異なる。

帰属部門	特徴	留意点
経営管理部門	<ul style="list-style-type: none"> 経営陣の考えを CPM 運営に直接反映できる 	<ul style="list-style-type: none"> リスク管理機能の重複が発生する可能性がある
リスク管理部門	<ul style="list-style-type: none"> 与信集中への対応などリスクヘッジを目的とした CPM 機能を発揮しやすい 営業部門との役割分担や責任の所在がより明確 	<ul style="list-style-type: none"> 営業部門との調整コストが大きい
営業部門	<ul style="list-style-type: none"> 営業部店との協調体制を構築しやすい 貸出市場の動向に関する情報を入手しやすい 	<ul style="list-style-type: none"> 営業部門の収益目標に影響され、機動的なリスクヘッジに制約がかかりやすい より厳格な非公開情報の管理が必要になる

²¹ Ingrassia and Greatrex [2005]を参照。

第3章 わが国のCPMの課題と改善に向けたアプローチ

大手銀行では、これまでのCPMの実践を踏まえていくつかの課題を認識し、与信プロセスの透明性やリスクヘッジの機動性などの点で、改善に向けた取り組みを始めている。こうした動きは、現在の「リスクヘッジ主体のCPM」をさらに効果的なものとし、将来的には「リターンの向上も狙うCPM」へとつながり得る要素を内包している。現在、大手銀行が進めている主な改善策は、貸出取引の経済価値評価に関する客観性の向上、貸出債権の流動性の向上、に大別され、いずれも貸出取引の市場性を高めるうえで重要な側面である。本章では、それぞれについて共通に認識されている課題を整理したうえで、改善に向けたアプローチの例を紹介する。

1. 貸出取引の経済価値評価に関する客観性の向上

【共通の課題】

近年、金融機関の貸出競争が激化する中で、大企業向けや優良企業向けの貸出スプレッドは縮小傾向にあり、現行の計量手法を前提とすると、信用リスクに見合うリターンが確保できているかどうか、明確でないケースも少なくないと考えられる。貸出のオリジネーション段階におけるこうしたプライシングが、貸出債権の希望価格での売りにくさ、ひいては高コストのリスクヘッジの一因となっている可能性がある²²。

また、例えばある大口の貸出取引について、CPM部署が「与信集中を是正するためリスクヘッジが必要」、「リスクとリターンの観点からみた収益性が低いので売却が妥当」と評価した場合でも、営業部門からは「顧客との取引関係に悪影響が出る」、「長期的なリレーションから得られる手数料収益を考慮すれば一概に収益性が低いとは言えない」といった反論が出やすい。このように、貸出取引の経済的評価を巡り、組織内で認識を共有すること自体が必ずしも容易ではない。

そこで、一部大手銀行のCPM部署では、評価が曖昧になりやすい長期保有貸出の経済価値について、様々な角度から「可視化」する工夫をし、それを通じて組織内の議論の活性化、貸出ビジネスに関する経営判断のサポートに取り組んでいる。もう一つの取組みは、移転価格制度(Credit Transfer Pricing)の導入の検討である。これは、欧米型のCPMの核とも言えるメカニズムであり(BOX 1のドイツ銀行の事例を参照)、その導入は「形から入って組織に市場規律を認

²² もちろん、クレジット市場の規模が小さいために流動性が低く、bid-ask spreadが大きい、という点も影響しているとみられる。

識させる」アプローチであると言える。以下ではこれら二つの取組みを紹介する。

【改善に向けたアプローチ例】

(1) 貸出保有採算の「可視化」

CPM 部署と営業部署など、立場によって貸出の収益性に関する評価が異なるのは、信頼に足る評価基準が確立されていないことも一つの要因と考えられる。この点で、一般的なリスク調整後収益指標が持つ最大の問題は、それが「単年度」の計数として計算される点である。こうした単年度指標は、顧客との長期的な関係に収益機会を見出すわが国の金融機関のビジネスモデルにおいては、「実態に合わない」、「長期的な総合採算で見れば問題ない」という反論を招きやすい。そこで、継続保有の実態により即した形で貸出取引の採算性を「可視化」する必要がある、そのために例えば次のような指標が考えられる。

満期までの信用コスト控除後収益率（満期ベースのRAROC）²³

$$= \frac{(\text{満期までの想定業務純益} - \text{満期までの想定 EL}) \div \text{残存年数}}{\text{満期までの想定 UL}}$$

満期までの資本コスト控除後収益額（満期ベースのSVA）

$$\begin{aligned} &= \text{満期までの想定業務純益} - \text{満期までの想定 EL} - \text{満期までの想定資本コスト} \\ &= \text{貸出取引の価値} (\text{貸出取引の含み損益}) \end{aligned}$$

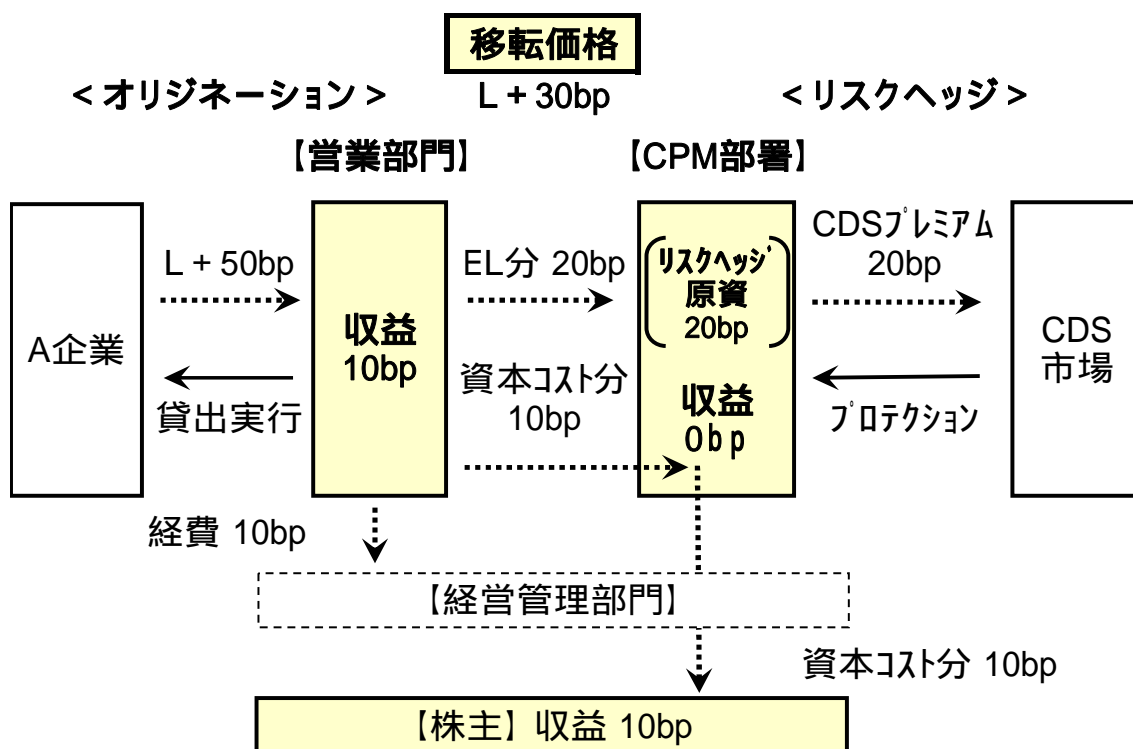
ここで、「満期までの想定業務純益」には、手数料収益も含める。したがって、このような形で貸出の価値を可視化しようとするプロセスのもとでは、貸出がもたらす総合採算の評価について、見通しに甘さがないかどうかを含めて組織的なチェックがかかりやすくなる。また、信用コストや資本コストを加味した評価であるため、リスク対比の採算性や貸出保有の機会費用なども議論できる。もちろん、こうした評価手法については、ロール・オーバーに関する仮定や長期的な格付遷移の見通しなど、様々な想定が必要であり、それらによって数値がかなり変わり得るものであることは否定できない。しかし、総合採算を共通の枠組みでなるべく客観的に評価しようという姿勢が、経営陣も含めて組織に浸透していけば、大きな意義があると考えられる。

²³ ここでいう「満期」とは、ロール・オーバーがなされる場合はその継続期間を含め、最終的に貸出の回収に至るまでの期間である。

(2) 移転価格制度の導入の検討

貸出取引の経済価値をより客観的に捉えようとするもう一つの試みは、「移転価格制度」(Credit Transfer Pricing)を、大企業向け貸出を主な対象として導入することについての検討である。移転価格制度は、クレジット市場の視線を貸出オリジネーションに反映させる内部プロセスであり、欧米型の CPM では重要な役割を果たしている。具体的には、貸出のオーナーシップは営業部門から CPM 部署に移管する²⁴、その際の価格はクレジット市場の価格(あるいはクレジット市場の論理で合理的に算定した理論価格)をベースとした「移転価格」(shadow market price)とする、というものである。

< 移転価格制度の仕組み²⁵ >



²⁴ 将来的に、例えば、営業部門から大企業向け貸出のオーナーシップを全て移管する枠組みを想定すると、内部格付の付与など中間管理の機能を営業部門から切り離すことも検討課題となる。この場合、非公開情報に係る取り扱いを整理した上で CPM 部署が中間管理を行う、あるいは、CPM 部署と異なる内部格付付与・見直し部署を設置する、などの対応が考えられる。

²⁵ Dev and Kim [2006]を参照。なお、移転価格制度のデザインは金融機関の経営方針や営業戦略等によって様々な形を取り得る。ここでの移転価格制度の仕組みは、株主への利益還元を重視した経営管理の枠組みを前提とした例である。

- (a) 営業部門が A 企業に対する融資案件を発掘
- (b) 組織内の中立的な部署の評価を反映させて、例えば、A 企業の信用コスト (EL = 20bp) と資本コスト (個社 UL × 資本コスト率 = 10bp) を基準として「移転価格」を $L + 30\text{bp}$ と決定²⁶

クレジット市場において A 企業の信用スプレッド (ヘッジコスト) が入手できる場合には、これを基準に移転価格を決定することが考えられる²⁷。

- (c) 営業部門は、上記移転価格を踏まえて、A 企業に対して $L + 50\text{bp}$ の貸出を実行
- (d) 営業部門は移転価格 (30bp) と経費 (10bp) を控除した 10bp を収益として認識
- (e) CPM 部署は営業部門から移転された 30bp のうち資本コスト分 (10bp) を控除した 20bp をリスクヘッジの原資として利用

リスクヘッジ取引において、クレジット市場に支払うリスクプレミアムが 20bp であれば、CPM 部署の収益はゼロとなる。

一方、CPM 部署が、クレジット市場の状況をみながら A 企業を 15bp のリスクプレミアムでリスクヘッジできた場合には、差額の 5bp が CPM 部署の収益として認識される。逆に 25bp でのリスクヘッジを余儀なくされれば、差額の 5bp が損失として認識される²⁸。

- (f) 資本コスト分の 10bp は株主に還元 (あるいは内部留保) される

こうした移転価格制度がうまく機能すれば、適正なプライシングでの貸出実行という営業部門の役割と、信用リスクの一元的管理という CPM 部署の役割が明確に分離されると同時に、両部門それぞれがリターンを高めるインセンティブを持つことになる。

²⁶ 移転価格の水準は、営業部門がオリジネートする貸出の採算評価だけでなく、CPM 部署におけるリスクヘッジの採算評価にも大きな影響を与える。このため、営業部門と CPM 部署の双方から独立した部署 (例えば、リスク管理部門) が、移転価格の適切性を評価する枠組みが必要となる。

²⁷ 欧米の金融機関では、クレジット市場で観察される債務者の信用スプレッドをベースに移転価格を決定する方法が主流となっている。

²⁸ 仮に CPM 部署がリスクヘッジを行う前に A 企業がデフォルトした場合には、その損失は CPM 部署が負担することになる。

営業部門の収益向上インセンティブ

通常、わが国の金融機関における貸出金利は、営業本部が提示する格付別のガイドライン金利をもとに、最終的には審査部門も判断に加わる形で決定されている。この場合、ガイドライン金利や最終的な決定プロセスなどに、経済合理性の面で曖昧さが残る可能性を否定できない。

これに対し、移転価格制度のもとでは、貸出原資には経済合理性に基づくコストがチャージされている。営業部門がそのコストに見合わない貸出を実行すれば、自部門の損失となり、経営陣への説明責任を負う。したがって、営業部門には、チャージされたコストを上回る金利で貸出を実行する²⁹、手数料ビジネスを拡大する³⁰、といったインセンティブが生まれることになる。

CPM 部署の収益向上インセンティブ

前述の通り、現在大手銀行の CPM 部署は、リスクテイクによる収益が限定的である一方、リスクヘッジにかかるコストを負担しているため、通常赤字となっている。

これに対し、移転価格制度のもとでは、貸出スプレッドのうち、合理的に算定された信用コストに見合う部分は CPM 部署が獲得する。したがって、その部分が市場の要求するリスクプレミアムに比べて大きいか小さいかによって、リスクヘッジの損益はプラスにもマイナスにもなり得る。そうした仕組みのもとでは、CPM 部署は、単にリスクヘッジを行うだけでなく、同じリスクヘッジを、タイミングや相手先などをうまく選んでより低コストで行い、CPM 部署自体としてリターンを上げるインセンティブを持つことになる³¹。

これは、CPM 部署の組織内での位置づけが、もはやコストセンターではなく、市場取引の中で収益を挙げることも期待されるプロフィットセンターへと、変化することを意味する。割安と判断される信用リスクを市場から「買う」など、CPM 部署独自のリスクテイクもしながら、収益を上積みしていく、という欧米の金融機関の一部で実践されている CPM への第一歩とも言える。

²⁹ 与信集中リスクに相当する資本コストがチャージされていれば、大口先への貸出を抑制するインセンティブにもなる。

³⁰ 営業部門として、「貸出金利は低めにするが、その分手数料で稼ぐ」という総合判断は自由である。ポイントは、ともすれば曖昧になりがちな「総合採算」についても、移転価格を基準にしてプラスかマイナスかをはっきりさせることが可能という点にある。

³¹ 貸出収益から資金調達コストに見合う部分を ALM 部署に移転し (Fund Transfer Pricing = スプレッド・バンキング) ALM 部署が組織内の金利リスクをなるべく低コストで一元的に管理する、という枠組みと同様の考え方である。

移転価格制度がうまく機能するかどうかは、移転価格の決め方による面が大きい。この点、わが国では現状クレジット市場が未発達であるがゆえに、移転価格は、EL/UL 積み上げ方式の「理論価格」とせざるをえないケースが多いと考えられる。しかし、貸出の経済価値を経済合理性の観点から掘り下げる議論が組織内で進むことこそ、クレジット市場発展の素地を形成するものと考えられることができる。

2. 貸出債権の流動性の向上

【共通の課題】

前節のような取組みを通じて、貸出のプライシングをより客観的に規律づけていくことは、クレジット市場の拡大へ向けた重要な条件である。しかし、そうした取組み以外にも、貸出債権の流動性を高める余地はあると考えられる。以下では二点取り上げる。

第一に、借入人との交渉により、債権譲渡が容易な貸付契約への切り替えを進めることである。債権譲渡を行わなくとも、CDS 市場でのリスクヘッジは可能である。しかし、現状の CDS 市場は取引銘柄や規模の面で制約があるほか、会計上 CDS が時価評価の対象となることを踏まえると³²、ヘッジ手段の多様化の観点からも、貸出債権の譲渡という手段を積極的に活用していく必要がある。しかし、債権譲渡は、借入人にサイレントのままリスクヘッジできる CDS と異なり、その承諾が必要とされる。ここで問題となるのは、借入人が、金融機関との長期安定的な関係への選好や、非公開情報の拡散への懸念などから、債権譲渡を承諾したがない傾向が強いという点である。そこをいかに借入人と交渉し、理解を得ていくかがポイントになる。

第二に、非公開情報の公正な取り扱いに関する慣行を確立することである。信用リスクの売り手と買い手の間に大きな情報格差が存在している可能性を、買い手に疑われるようなケースでは、取引は成立しにくい。この点、わが国大手銀行の CPM 部署は、債務者に関する非公開情報から厳格に隔離されたパブリック・サイドではなく、プライベート・サイドとパブリック・サイドの中間的な

³² 現在の会計処理では、ヘッジ対象である貸出は取得原価、ヘッジ手段である CDS は時価による評価となっているため、会計上のミスマッチが生じている。例えば、CDS によるリスクヘッジを行った後、対象債務者の信用度が改善した場合には、CDS のヘッジ損失が発生する一方、貸出の質が向上している分（＝いわば時価の上昇分）は、財務諸表に反映されないため、金融機関全体としての経済価値が正しく投資家に伝わらない、という問題が指摘されている。

形態で運営されているのが一般的である（下表参照）³³。こうした形態のもとでリスクヘッジ取引を円滑に成立させるには、少なくとも取引の対象となる債務者に関する限り、CPM 部署が信用リスクの買い手に対して大きな情報優位を持つことはありえない、と説明できるように内部の手続きを整備しておく必要がある。

CPM 部署の位置付け	特徴点
プライベート・サイド	非公開情報を完全に入手可能
中間的な形態	非公開情報を限定的に入手可能 緩やかな情報隔壁
パブリック・サイド	公開情報のみ入手可能 厳格な情報隔壁

【改善に向けたアプローチ例】

（１）債権譲渡が容易な貸付契約への切り替え

貸出債権の流動性が増せば、金融機関にとって、「流動性リスクプレミアムの減少 資本コストの減少 与信ポートフォリオ価値の増加」といったメリットがある。借入人である顧客にとっても、特定金融機関との関係希薄化が見方によってはデメリットかもしれないが、投資家層の拡大による将来の資金アベイラビリティの向上というメリットもあるはずである。一部の大手銀行では、大口貸出を主な対象として、顧客にとってのこうしたメリットについて理解を求めると同時に、金融機関自身のメリットも顧客に一部還元しつつ、債権譲渡が容易な貸付契約への切り替えを交渉している。

具体的には以下のとおりである。

候補リストの提示

CPM 部署が、貸付契約の切り替え候補先（例えば、貸出残高が一定額以上の大口顧客）を選定し、営業部門に提示する。

³³ こうした中間的な形態となっているのは、現状クレジット市場が未発達であり、パブリック・サイドとして行える CPM 活動には限界があることによる面が大きい。

顧客との交渉

営業部門は、リストアップされた顧客との間で、貸付契約の切り替え交渉を行う。顧客との交渉では、(a)債権譲渡時に債務者である顧客が異議をとどめずに譲渡承諾を行う旨を契約書に予め記載する、(b)債権譲渡特例法登記の利用（第三者対抗要件のみ取得して債務者対抗要件の具備を留保）を可能とするため、顧客が自らの預金債権と借入金債務を相殺することを禁止する特約を入れる、(c)非公開情報の開示可能先と開示内容の範囲を明定するなど、現在の貸付契約書を将来における譲渡を想定した内容に変更することが目的とされる。

営業部門へのインセンティブ付与

営業部門の積極的な取組みを促す観点から、貸付契約書の切り替えを実現した場合には、CPM 部署が営業部門に対してインセンティブ収益（成功報酬）を付与する³⁴。

顧客へのメリット還元

営業部門は、上記の顧客との交渉において、貸出債権の流動性が高まることで創出される金融機関の貸出余力を背景に、顧客サイドもタイムリーな資金調達が可能となることを説明できる。また、金融機関が得るメリットを還元する方法として、顧客によっては貸出条件を工夫することなどが考えられる。これらにより、顧客の納得感を高めることが可能となる。

コンプライアンス対応

営業部門が、インセンティブ収益の獲得を目的として顧客に譲渡承諾を強要しないよう、関連の事務取扱要領やチェックシートを整備して、コンプライアンス面の体制を強化する。

以上の取組みは、伝統的な貸出運営における満期保有の考え方を大きく変えるものであり、現状においては必ずしも期待通りに進んでいない。もともとの貸出スプレッドが小さく、顧客に還元できるメリットが限られていることも、その一因ではないかと考えられる。

³⁴ 一定残高以上の大口貸出について、営業部門にペナルティ・コストを賦課しておき、貸付契約の切り替えに成功すればペナルティを解除する、という方法もあり得る。

(2) 非公開情報の公正な取り扱いに関する慣行の確立

一部の大手銀行では、信用リスクの買い手に対して大きな情報優位に立ったリスクヘッジ取引の可能性を排除するため、債務者の非公開情報の取り扱いについて以下のような自主ルールを策定し、それを遵守する旨、買い手に説明していくことを検討している。

社債の売買取引を行う場合

CPM 部署が上場会社発行の社債を取り扱う場合、証券取引法上の「インサイダー取引規制」に抵触するリスクを回避する観点から、組織内に「社債券等の売買に係る重要事実」(デフォルト情報)が存在する時には、社債の売買を行わない。

リスクヘッジ取引を行う場合

リスクヘッジ取引の対象となる債務者について、自行が「社債管理者」、「シンジケート・ローンのエージェント」の地位にあるかどうか確認する。そのうえで、その地位にありながらリスクヘッジ取引を実施すれば、後で当該債務者がデフォルトした場合に善管注意義務違反を問われるリスクがある、という点に留意する³⁵。

また、情報格差を利用した不公正な取引を防止する観点から、CPM 部署では、実行予定のリスクヘッジ取引が予め定めたチェック基準に該当するか否かを確認する³⁶。チェック基準に該当する場合には、営業部門に対して、ヘッジ取引の対象となる債務者の信用に係る重要な非公開情報を保有していないか、今後一定期間内に債務者がデフォルトする可能性を把握していないか、などを確認する。

営業部門が債務者に関する重要な非公開情報を保有している場合には、組織内のコンプライアンス部署や外部弁護士等と事前に協議し、そもそもリスクヘッジ取引を行うことの可否、リスクヘッジを行う場合には相手先への情報開示の要否と範囲を個別に判断する³⁷。

リスクヘッジ取引において取引の相手方から情報開示を求められた場合

³⁵ こうしたリスクがあるケースとしては、例えば、シンジケート・ローン契約において、エージェントがその地位に基づいて受領した債務者の信用悪化情報を他の債権者に通知する義務を負っている場合などが考えられる。

³⁶ チェック基準としては、例えば、リスクヘッジ取引の対象となる債務者の信用度が一定水準を下回る場合などを定めることが考えられる。

³⁷ 貸出債権売買取引における情報開示に関する行為規範は日本ローン債権市場協会[2002]を参照。

取引の相手方への情報開示は、債務者に対する守秘義務との関係を考える必要がある。そのことを踏まえ、全国銀行協会報告書「貸出債権市場における情報開示に関する研究会報告書（2004年）の5要素 情報開示の目的、開示する情報の内容、債務者企業に及ぼす影響、情報の開示先、情報の管理体制 を総合的に勘案して、情報開示の妥当性を個別に判断する。

情報を開示する場合、(a)情報開示の相手方は当局による一定の監督下にある金融機関など一定の基準を満たす先に限定する、(b)情報開示の相手方と守秘義務契約（目的外使用の禁止、情報漏洩の禁止、漏洩時の損害賠償規定、売買交渉中止時の情報返還・破棄義務等）を締結する、(c)「開示する情報の内容」については個別取引毎に判断する、などの原則にしたがうこととする。

非公開情報の取り扱いについては、判例・学説等で法的な見解が示されていない論点もある。そうした制約のもとで取引の透明性をなるべく確保するためには、上記内部手続きのような何らかの行為規範について、市場参加者で議論を深め、共有していくことが望ましい。

もとより、非公開情報の取り扱いが論点となるのは、現状、CPM 部署が非公開情報を入手し得る立場にあるからである。将来、クレジット市場の参加者が、貸出を本業とする銀行等の金融機関だけでなく、保険会社、投信、年金、ヘッジファンドなどへと多様化していく状況が想定できる場合や、法的環境の動向などによっては、そもそも CPM 部署をパブリック・サイドに置き非公開情報と隔絶することが、現実的な選択肢となっていく可能性もある。

（BOX 6）市場型融資における内部格付付与・自己査定の考え方

勉強会では、クレジット市場における債務者情報の円滑な流通を促していく観点から、シンジケート・ローン等の市場型融資に関する内部格付の付与や自己査定の債務者区分判定の考え方についても議論を行った。

現行の内部格付付与・自己査定は、金融機関と借入人との長期的なリレーションを前提として、金融機関が借入人の相当程度詳細な信用情報を入手し得ることを想定している。一方、CPM では、借入人とのリレーションがなくてもセカンダリー市場を通じて貸出債権を購入する場合がある。この場合、金融機関は借入人の実態把握に必要な信用情報を必ずしも入手できず、貸出債権の中間管理において現行通りの内部格付付与・自己査定を実施できないケースが起り得る³⁸。

³⁸ このため現在は、購入する貸出債権を、内部格付付与や自己査定に必要な信用情報を自行の営業部門から取得できる既存取引先向けのものなどに、限定することが多い。

近年のわが国の貸出市場をみると、シンジケート・ローンのような市場型融資が増加している。こうした状況を踏まえ、市場を通じて得られる情報（例えば、貸出債権の時価や外部格付）を基にした内部格付付与・自己査定が可能な仕組みにすれば、クレジット市場の発展に資するのではないか、という問題意識が提示された。

まず、時価の活用については、時価のある有価証券に関する現在の自己査定の考え方を準用し、一定の売買実績のもとで信頼できる時価が取得できる貸出債権については、債務者区分の判定を行わずに当該時価（あるいは、内部モデルで評価した理論時価）を帳簿価格とする査定方法が提案された。また、外部格付の活用については、債務者が取得した外部格付を適切なルールのもとで内部格付に読み替え、これに基づいて債務者区分の判定を行う方法が提案された。これらの方法に対しては、「債務者の急激な業況悪化などストレス時には、信頼のできる時価や外部格付を取得しにくい」、「時価の活用については、貸出金に対する時価会計適用の是非を慎重に議論する必要がある」との指摘があった。

別の切り口として、米国の SNC（Shared National Credit）プログラムのよう³⁹に、シンジケート・ローンの参加者間でエージェントに対する当局の査定結果を共有する仕組みが参考になるのではないか、との指摘があった。これに対しても、「米国ではシンジケート・ローンの参加者に対する債務者からの情報開示が充実しており、そのことが SNC プログラムの基礎的な条件となっている」、「債務者がメイン行への情報提供に消極的になる可能性がある」等の意見が出された。

いずれにせよ決め手が見つからない基本的な背景の一つは、債務者に関して市場参加者で共有できる情報が必ずしも十分ではなく、その結果、そもそもわが国の「市場型融資」は、少なくとも米国ほど「市場型」ではない、という点にあると考えられる。

³⁹ SNC プログラムは、組成額 20 百万ドル以上、3 行以上が参加するシンジケート・ローンについて、金融当局がエージェント行に対して実施した査定の結果を各参加金融機関に通知し、各参加金融機関は原則としてそれを自己査定とする制度。

おわりに

金融機関が、クレジット市場の機能を活用しながら、与信ポートフォリオ全体の健全性と収益性を高めていくという創造的な活動に取り組み始めたことは、近年の金融機関経営における重要な変化の一つであると言える。こうした動きは、個々の金融機関経営の向上に資するだけでなく、クレジット市場の一段の発展を促し、金融資本市場の機能向上、マクロ的な資源配分の効率化へとつながる可能性を持つ。

本稿では、勉強会に参加した大手銀行のCPMの現状を紹介したが、それらはいずれも過渡的なものであり、今後急速に変化していく可能性もある。また、CPMのスタイルは、経営目標や営業方針、リスク特性、営業基盤、企業文化等に依拠して、個々の金融機関ごとに様々であり得る。いずれにせよ、自らの与信ポートフォリオを客観的に分析し、ストレスに対する脆弱性の所在と採算に関する問題意識を組織内で共有する努力が、経営改善に欠かせない最初のステップである。そのうえで、与信集中への対応、信用リスク全般のコントロール、さらにはリスク/リターンの向上、株主価値の向上など、様々な経営課題に取り組む際に、CPMは有効な枠組みとして機能し得る、というのが本稿の基本的なメッセージである。

本稿が、わが国の幅広い金融機関に対して、CPMへの関心を強めるきっかけとなれば幸いである。

以 上

<照会先>

「与信ポートフォリオ・マネジメントに関する勉強会」事務局
(日本銀行金融機構局金融高度化センター内)

甲斐 電話 03-3277-1136、e-mail fumio.kai@boj.or.jp

新見 電話 03-3277-2838、e-mail akihisa.shinmi@boj.or.jp

【本文で参照した資料】

- Dev, A. and Kim, Y., “ Active Credit Portfolio Management of Middle-Market Exposures: Transfer Pricing of Credit ” The RMA Journal, September 2006, pp.62-68
- Ingrassia, W. and Greatrex, P., “ Placing Credit Portfolio Management within the Organizational Structure ” The RMA Journal, July/August 2005
- Rutter Associates LLC, “ Excerpts from 2004 Rutter Associates Survey of Credit Portfolio Management Practices ” 2004
(www.rutterassociates.com から入手可能)
- Smithson, C. and Mingle, D., “ The Promise of Credit Derivatives in Non-financial Corporations ” Journal of Applied Corporate Finance, Volume 18 Number 4, fall 2006
- Smithson, C. and Hayt, G. [1], “ Tools for Reshaping Credit Portfolios ” The RMA Journal, May 2001, pp.34-38
(www.rutterassociates.com から入手可能)
- The Thomson Corporation and Bank loan Report, “ Prelim Guidelines Set for Participations ” October 2004
- The International Association of Credit Portfolio Managers (IACPM) [1], “ Accounting Issues in Credit Portfolio Management ” February 2005
- Walenta, J., “ Rethinking Large Corporate Banking Part - ” The RMA Journal, May 2003 (pp.52-55), June 2003 (pp.72-77), July-August 2003 (pp.44-47)
- 全国銀行協会、「貸出債権市場における情報開示に関する研究会報告書」 2004年4月
(www.zenginkyo.or.jp から入手可能)
- 日本ローン債権市場協会 (JSLA) 「ローン・セカンダリー市場における情報開示に関する行為規範」 2002年10月
(www.jsla.org から入手可能)

【CPM 全般に関する参考資料】

Guill, G., “ Credit Portfolio Management: an introduction to the challenges and opportunities in this emerging field ” The RMA Journal, July - August 2005

Kuritzes, A., “ Active Credit Portfolio Management ” Oliver, Wyman & Company, July 1998

Smithson, C. and Hayt, G. [2], “ Implementation of New Approaches to Credit Portfolio Management ” The RMA Journal, October 2001, pp.67-71
(www.rutterassociates.com から入手可能)

The International Association of Credit Portfolio Managers (IACPM) [2],
“ Sound Practices in Credit Portfolio Management ” November 2005
(www.iacpm.org から入手可能)

「与信ポートフォリオ・マネジメントに関する勉強会」参加者

(みずほコーポレート銀行)

ポートフォリオマネジメント部	次長	梅宮 真
	調査役	椿 幸太
戦略投資部	次長	西田 雅彦
	調査役	山崎 哲生

(三井住友銀行)

信用リスクマネジメント部	部長	宇戸 俊雄
	上席推進役	芝原 光浩
ポートフォリオ・マネジメントグループ	グループ長	辻野 裕彦
	上席部長代理	柳澤 克行

(三菱東京 UFJ 銀行)

融資企画部	CPM 室長	亀澤 宏規
CPM 室	上席調査役	山本 卓司
	上席調査役	牧野 泰三
	調査役	杉江 伸一
	調査役	梅原 ひかる
	調査役	小林 薫

(住友信託銀行)

ホールセール企画部	主任調査役	吉村 眞一
リスク統括部	審議役	井上 一幸
	主任調査役	多良 康彦

(日本銀行)

金融機構局	審議役	門間 一夫
	参事役	宮野谷 篤
	参事役	甲斐 文朗
	企画役	米山 正夫
	企画役	肥後 秀明
	企画役	新見 明久
金融市場局	シニア・リサーチャー	河合 祐子

(注) 所属部署名、役職名は 2006 年 11 月の勉強会終了時点のもの