

クレジット市場改革と日本銀行の取り組み

金融市場課市場企画グループ

2003年6月

Market Review

欧米諸国に比べて多様性に乏しかったわが国のクレジット市場は、近年、シンジケート・ローン市場や証券化市場を中心に活性化の兆しをみせつつある。クレジット市場の活性化は、企業金融の円滑化、金融業の収益力向上、早期事業再生の促進などを通じて経済・金融活動を活発化させることが期待される。今後、わが国のクレジット市場が一段と活性化するためには、金融機関・投資家による商品横断的な信用リスク・コントロールをベースとしたポートフォリオ・マネージメント、信用リスクの定量的把握とその予測可能性を向上させるための環境整備、金融機関や投資家による価格形成と整合的な公的主体の行動や規制・監督政策、市場における取引コストの削減を通じた市場流動性の向上などが課題となる。日本銀行は、クレジット市場の活性化に向けて、これまでも、調査・分析・広報活動面や、オペレーション・統計整備といった業務面での取り組みを続けてきた。こうした取り組みの一環として、資産担保証券買入スキームの骨子決定に際して市場関係者から寄せられた意見も踏まえ、証券化市場活性化に向けた課題につき市場横断的に議論し、解決への糸口を見出すことを目的とした「証券化市場フォーラム」を今秋を目途に開催する準備を進めている。

はじめに

わが国の「クレジット市場」は、長い間、相対取引で行われる銀行貸出が中心で、欧米諸国に比べて多様性に乏しかった。しかしながら、近年、シンジケート・ローン市場や証券化市場において活性化の兆しがみられ始めている。

本稿では、近年、わが国でクレジット市場が活性化の兆しをみせ始めた背景と、その経済・金融活動に及ぼす影響、クレジット市場の一層の活性化に向けた課題について考察する。そして、最後に、日本銀行としてのクレジット市場活性化に向けた取り組みについて説明する。なお、以下では、「クレジット市場」を貸出市場、社債・CP市場、証券化市場、クレジット・デリバティブ市場等を総称した「信用リスクを取引する市場」を指すものとする。

わが国クレジット市場の特徴

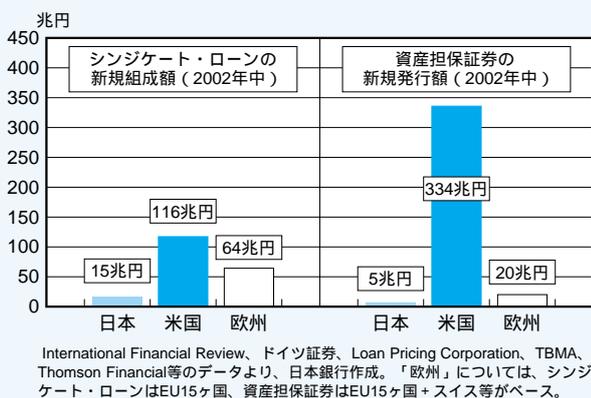
クレジット市場は、取引される商品が、債権の譲渡を想定したものか否か、債務者の一般財産を引き当てとしたものか否か、キャッシュの移転を伴うものか否か、といった視点から、幾通りかに分類できる。この観点からは、証書貸付を

中心に、伝統的な銀行貸出は、基本的には債権の譲渡を想定していない一方、社債・CPやシンジケート・ローンは、債権の譲渡を想定したものと言えよう。この観点からは、伝統的な銀行貸出や社債・CPの多くが債務者の一般財産を引き当てとしている一方、ノンリコース・ローン¹や特定資産の証券化商品などは責任財産を限定した取引と言える。また、この観点からは、信用リスクを原資産とするクレジット・デリバティブの市場が、キャッシュの移転を伴わないクレジット市場として発展しつつある。

こうした視点でみた場合、わが国におけるクレジット市場は、相対型で、企業の一般財産を引き当てとした貸出取引が、これまで主流を占めてきた。こうした貸出債権は、譲渡を前提とした取引・約定形態となっていない。このため、信用リスクも当初貸出を実行した金融機関に滞留し、市場において取引されることは、近年に至っても、不良債権を除けば、極めて稀であった。また、シンジケート・ローン市場やノンリコース・ローン市場、証券化市場、クレジット・デリバティブ市場といった新しいタイプのクレジット市場は、最近まで未発達のままであった。

この点は、欧米における新しいタイプのクレジット市場の市場規模と比較すると明らかである（図表1）。最も先進的なクレジット市場を擁する米国では、シンジケート・ローンの新規組成額が約9,700億ドル（約116兆円）、証券化商品（ABCPを除く）の新規発行額が約2.8兆ドル（約334兆円）となっており、それぞれわが国のおよそ8倍、67倍である。貸出債権流通市場の売買額も、正常債権、不良債権合わせて約1,100億ドル（約13兆円）となっている。また、従来はわが国同様相対型の貸出市場への依存度が高かった欧州市場でも、ユーロが誕生した90年代末からクレジット市場が急速な変貌を遂げており、わが国を先行した形となっている²。

【図表1】日米欧の債権流動化市場の比較



クレジット市場活性化の兆しとその背景

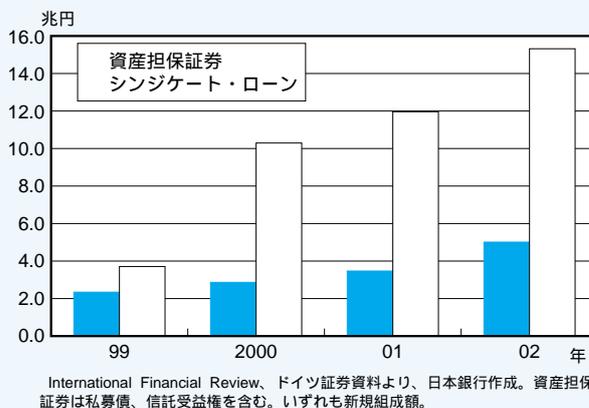
しかしながら、近年、わが国クレジット市場では、前述のように欧米との対比では未だ市場規模は小さいものの、シンジケート・ローン市場や証券化市場を中心に多様な取引手法が広がり始め、活性化の兆しがみられ始めている（図表2）。

すなわち、2002年中のシンジケート・ローン市場における新規組成額は約15兆円と前年比約3割増となった。これは、当座貸越を除く新規貸出実行額の約5%に過ぎないものの、3年前の1999年対比では約4倍となり、組成件数ベースでは米国に次ぐ世界第二の市場となるまでに至っている。また、質的にみても、次のような構造変化が急速に進展している。まず、融資形態は、当初、コミットメントライン形式が主流であったが、組成時点から実際に資金供与を行うタームローン形式が増加してきている。また、組成の方式として、既存の取引金融機関を主体に組成される「クラブ・ディール」に加えて、内外の不特定多数の金融機関・投資

家に参加を募る「ジェネラル・シンジケーション」のウェイトが増してきている。さらに、借り手の裾野も大企業から中堅・中小企業に広がっている。

また、証券化市場は、2002年中の新規発行額が5兆円程度まで増加し、クレジット・リンク債を含めると公募普通社債発行額を上回る規模にまで拡大している。ABCPも、2002年度末時点で、発行枠ベースで約20兆円、発行残高ベースで約7兆円と着実な拡大を示している。

【図表2】わが国の債権流動化市場規模の推移



こうした変化は、以下のような背景を反映したものと考えられる。

第一は、金融機関サイドの要因である。不良債権問題への対応の必要性もあって、金融機関は、不良資産のバランスシートからの切離しを加速させた。また、信用リスク管理が十分でなかったことが不良債権問題を深刻化させたとの反省から、より精緻な信用リスク定量化手法の開発が加速され、ポートフォリオベースで信用リスクやこれから稼得されるリターンをコントロールしようという考え方も徐々に浸透していくこととなった。

第二は、借り手である企業サイドの要因である。97～98年の金融危機に際して円滑な資金調達に困難を来した企業を中心に、資金調達チャネルの多様化に対するニーズが高まった。また、バブル期に積み上がった有利子負債の削減を図るために、証券化によってバランスシート・コントロールをより能動的に行おうという動きも徐々に拡大した。

第三は、投資家サイドの要因である。長期にわたる景気の低迷や日本銀行による金融緩和政策の長期化を反映して、国債のように信用リスクの無い金融資産によって十分なリターンを追求することが益々困難化したため、信用リスクのある金融資産への投資を増やし、収益増強を企図する動きが強まった。

クレジット市場活性化の経済効果

それでは、クレジット市場の活性化は、経済・金融活動にどのような効果をもたらすと考えられるであろうか。以下では、現在の経済・金融環境の中で特に重要と考えられる、企業金融の円滑化効果、金融業の収益力向上効果、早期事業再生の促進効果、に焦点を当てて考察する。

まず第一に、資金供与主体が信用リスクのコントロールをより効率的に行う結果として、金融仲介機能が強化され、企業金融の円滑化が進む効果が期待できる。例えば、バランスシートが毀損し企業全体としての信用力が低いと考えられる企業に対しても、ノンリコース・ローンや売掛債権を裏付資産とするABCPを活用することによって、特定のプロジェクトや商取引から生じるキャッシュフローを返済原資として、リスクをコントロールしながらより円滑な資金供与を行うことができる。また、証券化は、プーリング効果を通じたリスクの削減や、多様なニーズにあったリスク・リターン特性を有する証券を生成することによる投資家層の拡大を通じて、金融仲介チャネルの増強、多様化に寄与する。

第二に、クレジット市場が活性化すれば、金融業全体としての収益性が向上すると考えられる。シンジケート・ローン、証券化、クレジット・デリバティブを仲介することを通じて、金融機関は手数料収入を拡大することができる。また、信用リスクの売買市場が拡大すれば、信用リスクの一次取引市場である貸出市場や社債・CP発行市場においても、売買市場と整合的な形で信用リスクのプライシングが行われるようになる。このように、金融業の収益性が向上し、金融機関や投資家のリスク・テイク能力が高まることは、初めに述べた金融仲介が正常に機能するための前提条件ともなる。もとより、こうした金融業の収益性向上は、金融機関が新たな投資主体・資金調達主体をクレジット市場に呼び込み、企業金融仲介機能を高める結果として生ずるものであり、単純な企業部門からの所得移転を意味するものではない。

第三に、クレジット市場の活性化には、事業の早期再生を促し、これを通じて経済の構造改革を加速させる副次的効果も期待できる。クレジット市場では、信用リスクをより取引しやすくするために、信用リスクの変化に関する情報を不特定多数の投資家にタイムリーかつ透明性の高い形で伝達する仕組みが求められる。具体的には、企業財

務データ、格付情報、中長期的な経営戦略等の定量・定性情報を、債権者に対するIR活動（デットIR）などを通じて、より積極的に開示していく仕組みである。また、クレジット市場には、予期せぬ信用リスクの増加が発生した際に、これを一定限度に抑制する仕組みもビルトインされている。具体的には、市場における信用リスク自体の売買可能性の確保や、財務コベナント³をベースにした借り手に対する規律付けの仕組みである。これらの仕組みが、クレジット市場の活性化の過程で一段と発達すれば、借り手企業に対する債権者、投資家の規律付けを強め、早期の事業再生を促す効果や、事業再生に関心を有する投資家への円滑な債権の移転を促進する効果を有すると考えられる。

クレジット市場活性化の条件

価格発見機能の向上に向けた課題

クレジット市場を今後一層活性化する多様なリスク選好を持った投資家が、多様な取引手法で活発に信用リスクを取引し、結果として企業の資金調達ルートが広がるためには、「価格発見機能の向上」、すなわちそれぞれの市場参加者がリスクに見合ったプライシングを行い得る環境の整備が重要である。価格発見機能が弱い状況下では、金融機関や投資家が信用供与や債権の売買により収益機会を追求しようとしても、それに伴うリスクがリターン対比で過大となり、取引を行うインセンティブが湧かない、という事態が生じ得るからである。

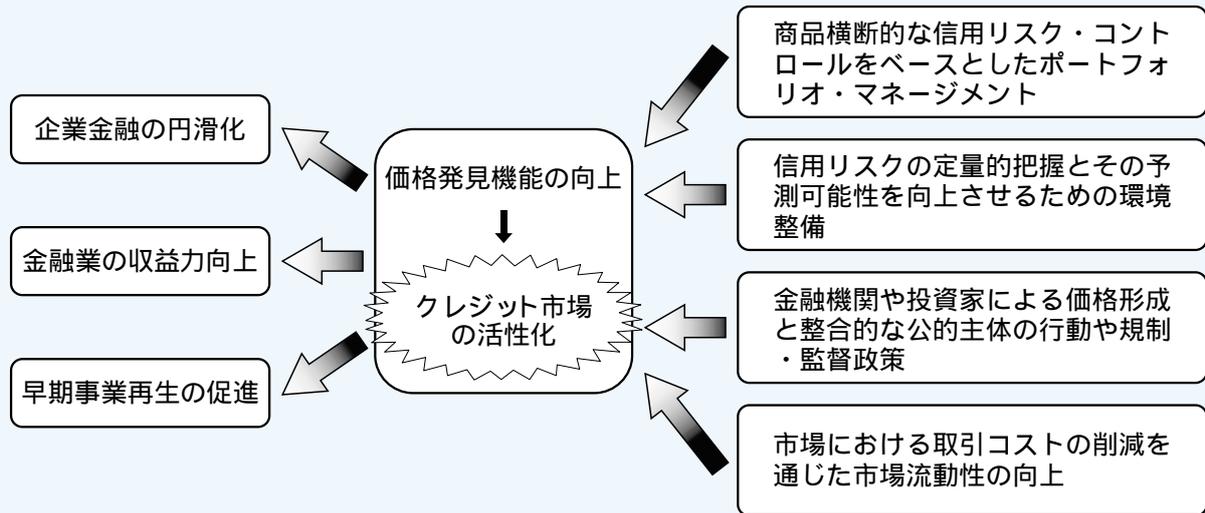
クレジット市場において価格発見機能を向上させていく観点からは、金融機関・投資家による商品横断的な信用リスク・コントロールをベースとしたポートフォリオ・マネージメント、信用リスクの定量的把握とその予測可能性を向上させるための環境整備、金融機関や投資家による価格形成と整合的な公的主体の行動や規制・監督政策、

市場における取引コストの削減を通じた市場流動性の向上、が課題となると考えられる。以下では、各々につき、より具体的にみてみよう（Box1）。

【商品横断的な信用リスク・コントロールをベースとしたポートフォリオ・マネージメント】

投資家層の拡大をもたらすきっかけとなるものとして注目されるのが、金融機関や投資家による商品横断的な信用リスク・コントロールとこれをベースとしたポートフォリオ・マネージメントの動きである。すなわち、従来は信用リスクとそれ

【Box1】クレジット市場活性化の課題と効果



に対して要求するリターンについての尺度が必ずしも精緻化されておらず、また貸出、社債・CPといった個別商品ごとに評価基準が異なっていた。このため、社債・CPについては、外部格付がAないしBBB相当以上の銘柄でなければ購入しないという基準を設定している金融機関・投資家が多い一方で、貸出についてはこれを下回る信用力の企業であっても、低スプレッドで資金供給がなされるという現象がみられてきた。逆に、不良債権処理が金融機関にとって大きな負担になる中で、さらなる貸し倒れを回避する観点から、信用リスク調整後で適正なリターンが得られるようなケースであっても、個々の貸出先の貸し倒れを懸念するあまり、信用リスクが比較的高い先に対する融資を躊躇するといった傾向が強まったようにも見える。

もっとも、ここ数年商品横断的な信用リスク・コントロールを実践しようという機運は盛り上がりを示し始めている。例えば、中小企業向け融資の小口ビジネスローンは、関連するローンの集合体として適正利鞘を算出し、これを上回る金利が設定できれば、ほぼ無条件で貸出を実行しようという仕組みである。また、こうして組成した貸出がCLO（Collateralized Loan Obligation：貸出債権を裏付資産とする資産担保証券）に再構成され市場で売却されれば、貸出市場と流通市場のリンクが強化される効果も期待される。投資家サイドでも、これまでは自己資本比率規制への対応といった受動的なポートフォリオ・マネージメント以外の動きはほとんどみられなかった。しかしながら、最近では地域金融機関を始めとする投資家の中にも、特定の地域や産業に偏りがちであったポートフォリオ上の信用リスクの分布を、シン

ジケート・ローン、証券化商品、クレジット・リンク債の購入等によって少しでも分散化しようという動きがみられ始めている。今後は、信用リスクに関する情報や市場流動性の異なる商品を横断的に評価し得るような統合的枠組みを構築すると同時に、これを実践する組織体制を早急に整備することが求められる。

【信用リスクの定量的把握とその予測可能性を向上させるための環境整備】

リスクの定量的把握を一層精緻化するための課題としては、まずクレジット・リスク関連データの整備を挙げることができる。すなわち、(a) プライシングの前提としての借り手企業の財務・経営関連情報、(b) クレジット関連商品の取引価格や取引高にかかる情報、(c) プライシングの事後の評価のためのパフォーマンス情報などを、格付機関や価格情報提供機関の機能も利用しながら、市場全体で蓄積していく必要がある。

(a) については、これまでも金融機関自身や格付機関・データベース提供機関などが様々な努力を積み重ねているが、今後は中小企業関連情報やDCF（Discounted Cash Flow）法による管理で不可欠となるキャッシュフロー情報の開示を如何に進めていくかという点が大きなポイントになる。そのためには、情報開示を充実させるほど、資金調達者にとっての取引条件が改善するというメカニズムが働くような環境作りが重要となる⁴。(b) については、JSLA（Japan Syndication and Loan-trading Association：日本ローン債権市場協会）情報ベンダー、さらには日本銀行（後述）において、組成市場および流通市場の取引情報整備に向

けた取り組みが加速しつつある。公的主体も含め、できるだけ多くのクレジット市場関係者がこうした動きをサポートすることが重要である。(c)については、特にデータが不足している証券化商品についてのパフォーマンス・データの蓄積が望まれる。

一方、リスクの予測可能性向上の観点からは、会計・税制上の取扱いや証券化商品の倒産法制上の取扱いの明確化、動産担保法制の整備などが要請される。具体的には、海外SPCを通じて発行されるABCPの税務上の取扱い、貸出債権の譲渡やクレジット・デリバティブを含む証券化商品の会計上の取扱い、証券化商品組成時に債権を譲渡した主体(オリジネーター)が破綻した場合の否認の可能性の有無等が当面の論点として挙げられよう。

このように揺籃期にある市場では、制度上の取扱いが適切なタイミングで明確化されず、市場参加者が創造性を発揮しながら、商品を組成する機会を奪っているケースも少なくない。こうした点については、市場参加者間で制度改革の必要性や効果に関する認識を共有し、システムティックに情報発信を行い得る枠組みを作るといった工夫も必要となろう。後述するように日本銀行としてこうした動きを推進するための一翼を担うことができないか検討を開始したところであるが、行政当局サイドでも、ノンアクションレターの一層積極的な活用等により、これまで以上に迅速な対応が可能かどうか検討していく必要があると思われる。

【金融機関や投資家による価格形成と統合的な公的主体の行動や規制・監督政策】

政府系金融機関は、クレジット市場における適正な価格形成を阻害しないように、「市場の失敗」を補完する機能に徹することが重要である。特に、マクロ政策的観点から政府系金融機関による融資の継続的な拡大が正当化されやすい現在のよう状況においては、それ自体が却って勃興期にあるクレジット市場の機能を阻害し、それがまた政府系金融機関による融資を正当化するという悪循環に陥ってしまう可能性が高い点には十分留意する必要がある。

同様に、市場におけるプレゼンスの高い民間金融機関・投資家などのビヘイビアが、規制・監督政策によって歪められていないかという観点も重要である。例えば、特定分野への資金供給を過度に懲憑するような規制・監督を導入すれば、価格発見機能を著しく阻害する可能性が高いと考えられる。この点、経営健全化計画における中小企業

向け貸出増加額目標や自己資本比率規制上の各資産に対するリスクウエイトの設定に当たっては、こうした点に十分配慮することが重要と考えられる。また、銀行監督上の自己査定の検証においても、ノンリコース・ローンやシンジケート・ローンに対しては、その経済価値の把握により焦点を当てるような姿勢が望まれる。

【市場における取引コストの削減を通じた市場流動性の向上】

取引コストの削減は、裁定機会の拡大や市場流動性の向上を通じて、価格発見機能を高めると考えられる。取引コスト削減のためには、第一に、資産やリスクを移転する際の制度面の制約について改善の余地がないかを不断に検証する必要がある。この点、必ずしも取引の致命的な障害になっていなくても、取引コストの上昇圧力として働いているものについては、きめ細かく改善・整備を進めていくことが望ましい。例えば、資産流動化法の使い勝手の改善や債権譲渡にかかる対抗要件具備の容易化などは緊要度の高い検討課題であるとの指摘が多い。

第二に、様々な市場慣行を整備することも重要である。この点では、既にシンジケート・ローン市場において、JSLAや全銀協などの場で市場参加者自らの活性化に向けた取り組みが進みつつあり、契約書ひな型や市場参加者の行為規範などが策定されている。また、クレジット・デリバティブ市場でも、ISDA (International Swaps and Derivatives Association: 国際スワップ・デリバティブズ協会)が、グローバルな市場整備の一環として、標準契約書等を策定しており、わが国でもこれが広く用いられている。今後は、こうした動きをさらに推進していくと同時に、証券化市場においても市場慣行面での取り組みを進めていく必要がある⁵。また、投資家が投資を行う際にベンチマークとしている債券インデックス提供サービスについては、証券化商品やクレジット・リンク債などの新しい金融商品を適切なタイミングで取り込むことによって、市場活性化を促す効果を持ち得るとも考えられる。

第三に、市場のインフラストラクチャーである取引・決済制度の整備も必要である。この点、CP市場については、2003年3月に電子CP(短期社債)市場が創設されたほか、社債市場についても、2005年後半に振替決済システムの稼働が予定されている。こうした制度改革は、ペーパーレス化を

通じて、決済システムの効率性・安定性を一層高めると考えられる。今後は、こうした新しい決済制度下で、民間の決済サービス提供主体が競争原理に即してイノベーションに満ちた新たな決済サービスを提供していくことが期待される。また、クレジット市場に関するペーパーレス化を含めた事務の効率化を進めることも当面の課題となろう。

クレジット市場活性化に向けた日本銀行としての取り組み

日本銀行では、これまで、クレジット市場の活性化に向けて、様々な取り組みを続けてきた。まず、リサーチ面では、クレジット市場の先進国である欧米の事例を紹介し、わが国市場の活性化への提言を行っているほか、JSLA、全銀協（貸出債権市場協議会）、事業再生研究機構、「中小企業金融の多様化と円滑化に向けた具体策に関する研究会」、「早期事業再生研究会」などの議論の場を通じて、各クレジット市場における問題点の特定やその解決のための具体的手段を提案してきている。また、広報・情宣活動の面でも、マーケット・レビュー、ワーキングペーパー、にちぎんクォーターリー等の調査物の刊行や、内外における講演会や地方支店における地域金融機関との情報交換会等を通じて、クレジット市場活性化の重要性や各市場参加者の果たすべき役割等について情報発信を行ってきた⁶。

さらに日本銀行では、クレジット市場活性化を業務面からサポートする諸施策を行ってきた。具体的には、(Box2)に示したとおり、資産担保

証券の適格担保化を通じた同市場への流動性供給、クレジット市場統計整備による市場の透明性向上への貢献といった施策を講じてきた。また、現在は、資産担保証券買入を2003年7月末までに実施するため、所要の準備を進めているほか、全銀協からの要請を受けて、貸出債権組成・流通市場における一層の統計整備に取り組んでいる。

さらに日本銀行では、こうした取り組みの一環として、クレジット市場の育成に特に重要な役割を果たすことが期待される証券化市場の活性化のために、市場参加者との間で「証券化市場フォーラム」を今秋を目途に開催する準備を進めている。このフォーラムを通じて、幅広い市場参加者や関連組織との間で問題意識を共有するとともに、先般の資産担保証券買入スキームの骨子決定に際して市場関係者から寄せられた意見でも示されたような、市場活性化に向けた様々な課題について市場横断的に議論し、課題克服のための手掛かりを探ることを予定している。今後、こうした試みが契機となって、市場参加者の間で幅広く議論が誘発され、クレジット市場がさらに活性化していくことを強く期待している。

- 1 債務者の財産のうち、不動産等の特定の資産から生ずるキャッシュ・フローのみを支払の原資とするタイプのローン。
- 2 欧州クレジット市場の最近の動向については、大澤真「欧州クレジット市場の活性化とわが国へのインプリケーション」(日本銀行金融市場局マーケット・レビュー2003年4月)を参照。
- 3 財務指標(純資産、経常損益等)や格付が一定の水準を下回る場合にペナルティー(新規貸出停止等)が課される契約(遵守条項)。
- 4 JSLAが全銀協と協働で実施したアンケート調査(事業会社500社に対し実施し、390社から回答)によれば、銀行が貸付金を譲渡する際、回答企業についての情報が開示されることに対して、「一定のメリットがあれば市場に対し情報を開示し、市場内で情報が流通することを許容する」との回答が約2割、「一定のメリットがあれば、情報の内容によっては市場に対し情報を開示し、市場内で情報が流通することを許容する」との回答が約7割であった。詳しくは、「シ・ローンの拡大が市場活性化の近道」(金融財政事情2003年6月2日号)参照。
- 5 証券化市場における市場整備に向けた市場関係者の取り組みの一例として、住宅金融公庫が発行しているMBSに関する検討が、日本証券業協会等の場で既に始まっている。
- 6 このようなクレジット市場関連資料については、近々日本銀行ホームページ上に特別のコーナーを設け、一覧できるよう工夫を施す予定である。

【Box2】日本銀行の諸施策

	施策の概要
99/10月	ABSの適格担保化
00/4月	「主要銀行貸出動向アンケート調査」(ローン・サーベイ)の公表開始
02/2月	ABCPのCP買現先オベ対象資産化・適格担保化、住宅ローン債権・不動産を裏付資産とするABSの適格担保化
4月	「コミットメントライン契約額未残等の推移」の公表開始
03/1月	ABCPの適格基準の緩和(日本銀行取引先の保証付ABCPの適格化)
3月	資産担保短期債券(電子ABCP)の適格担保化
6月	「資産担保証券の買入れの実施に関する件」決定(中堅・中小企業関連資産を裏付資産とするABS・ABCPの買入を7月末までに実施するための準備を進める。)電子ABCPのCP買現先オベ対象資産化

マーケット・レビューは、金融市場に関する理解を深めるための材料提供を目的として、日本銀行金融市場局が編集・発行しているものです。内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行金融市場局清水(E-mail: tokiko.shimizu@boj.or.jp)までお知らせ下さい。なお、マーケット・レビューおよび金融市場局ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。