

わが国コマーシャル・ペーパー市場の現状と課題

現在、わが国では銀行の「貸し渋り」が問題となっている。本来ならば銀行による間接金融が機能しない場合、証券市場のような直接金融がこれを代替すべきであろう。しかし、わが国直接金融市場の現状を見ると、未だそのような機能を果たし得るまでには至っていないと言わざるを得ない。ここでは、短期の直接金融市場の代表といえるコマーシャル・ペーパー（CP）市場が抱える問題点についてみていくこととする。

1. わが国コマーシャル・ペーパー市場の現状と問題点

1) わが国コマーシャル・ペーパーの現状

わが国のCP市場は、87年11月に創設され、ちょうど10年が経過した。下表は、設立当初のCPの概要と現在を比較したものである。創設当初は、発行期間が1カ月～半年までとされ、発行適格企業も限られていた。その後、随時制度の見直しが行われ、現在では、発行期間の下限が撤廃され、上限も1年未満となっている。発行適格企業については、格付け基準が導入され、さらに、当初は認められていなかった証券会社、ノンバンク、保険会社といった金融関連企業による発行も認められるようになった。CPの発行可能企業数は、制度創設当初の約170社から約800社に拡大している。

表1 わが国コマーシャル・ペーパーの概要

	87年（創設当初）	97年（現在）
法的性格	約束手形	同左
期間	1カ月以上6カ月以内	1年未満
付利方式	割引方式	同左
額面	1億円以上	同左
発行適格企業	無担保普通社債発行適格企業（約170社）。金融関連企業は不可。	A-3格相当以上の格付けを得たもの（約800社）。証券会社、貸金業者、リース・信販会社、保険会社の発行を認める（ただし調達額を貸付金などで運用するような資金運用を目的とした発行は認められていない）。
バックアップライン・保証	発行にあたっては、バックアップラインの設定または金融機関の保証が必要。ただし、一定の基準を満たした企業（商社、電力会社等40社）は必要なし。	格付機関が不要と判断した場合は不要
発行方法	販売人を通じて発行（ディーラー・ペーパー方式）	同左
販売人	金融機関、証券会社、短資会社	同左
販売対象	金融市場の動向に精通した機関投資家等	同左
印紙税	階級定額	一通当たり一律5,000円
有価証券取引税	非課税	非課税
利子源泉所得税	非課税	非課税

（注）発行方法の制限及びノンバンクのCP発行による調達資金の用途制限は98年度に撤廃される予定。

（出所）野村総合研究所

また、手形に対する階級定額の印紙税がCPにも課せられることが発行コストを引き上げていると指摘され、90年度からは租税特別措置により、一通当たり一律5,000円に軽減された。さらに、98年度からは、企業が販売人を通さず直接投資家に発行を行うダイレクト・ペーパーが認められる。また、ノンバンクに課せられているCPによる調達資金の用途制限も撤廃される。

以上のように、規制緩和が進められているにも関わらず、CPの市場規模は膨らんでいない。制度創設から2年後の89年には残高は10兆円に達し、90年には16兆円弱にまで拡大したが、バブル経済の崩壊後、残高は減少し、ここ数年は10兆円前後で推移している。同じ短期金融市場であるCDの残高が88年から97年(10月)にかけて、約2.5倍の37兆円に、コール残高も2倍強の約37兆円に拡大しているのとは対照的である(表2)。

表2 短期金融商品の残高推移

(単位:兆円)

	コール	手形	債券現先	CD	CP	FB	TB
1987	14.6	14.0	6.9	12.1	1.7	0.9	2.7
88	16.6	12.0	7.4	15.0	9.3	1.0	2.0
89	22.3	18.0	6.3	19.0	13.1	—	4.0
90	26.4	16.4	6.6	18.9	15.8	1.0	7.6
91	29.0	15.3	6.0	17.9	12.4	—	9.0
92	38.9	15.0	8.8	16.8	12.2	1.8	10.4
93	42.8	10.5	8.3	19.1	11.1	2.8	11.0
94	41.7	8.2	11.7	19.4	9.9	1.5	11.3
95	42.0	9.0	11.1	22.3	10.5	0.6	12.8
96	39.4	8.3	11.9	29.0	10.8	0.9	12.9
97	37.3	7.3	16.4	36.9	10.6	3.6	13.1

(注)コール、手形、CDは平均残高。債券現先、CP、FB、TBは末残高。

また97年についてはコール、手形は11月、債券現先は9月、CD、CPIは10月、FB、TBは11月の値。

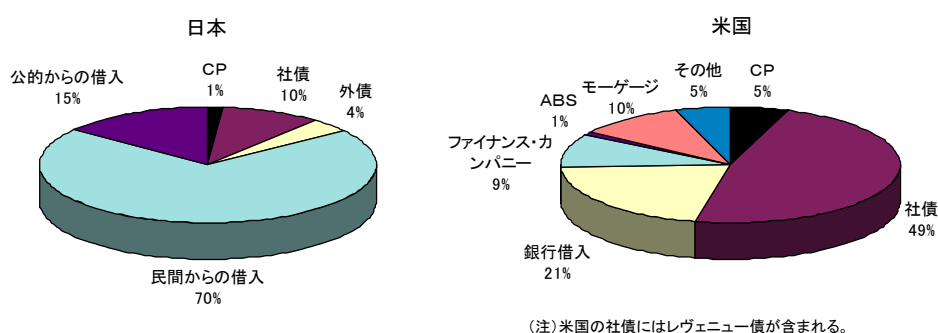
(出所) 日本銀行

また、CP発祥の地米国¹では、企業の資金調達手段としてCPが定着しているが、わが国では、まだそうした状況にはなっていない。下図は、日米の非金融企業の負債性資金の調達²について、比較したものである。米国では、CPによる資金調達が、全体の5%を占めているのに対し、わが国では、1%程度にとどまっている。しかも、米国では企業のファイナンス・カンパニー子会社が、CPの主要な発行体となっており、下の図におけるファイナンス・カンパニーからの調達の中にも、実際にはCPを通じた調達が含まれていると考えられ、企業の資金調達手段としてのCPの重要性は、より高いとみることができる。

¹ CPの原型は、18世紀初頭に商取引金融に利用された為替手形が、銀行やブローカーによって割り引かれ、銀行や余資運用を図る企業に購入されることで、代金支払いのための手形から資金調達手段に純化していったものであるとされている。川村祐介「CP=コマーシャル・ペーパー」(1987年有斐閣新書)参考。

² 有価証券、借入などを通じた調達で、企業間信用などを除くもの。

図1 企業の負債性資金調達（残高）の手段別の構成



(注)米国の社債にはレヴェニュー債が含まれる。

(出所) 日本銀行、F R B

さらに、CP発行残高を見ると、日本の約10兆円に対して、米国は100兆円と約10倍の規模となっている(表3)。

表3 日米のCP市場比較(残高)

(単位:兆円)

	日本	米国
1987	1.7	51.9
88	9.3	58.8
89	13.1	72.5
90	15.8	81.5
91	12.4	71.2
92	12.2	69.1
93	11.1	61.7
94	9.9	60.9
95	10.5	63.5
96	10.8	84.3
97	10.6	109.2

(注)為替レートは年平均値を利用。

(出所) 日本銀行、F R B

2) わが国コマーシャル・ペーパー市場の問題点

では、なぜわが国のCP市場の発展が頭打ちとなっているのであろうか。

CPの発行体である企業に、「なぜもっとCP市場を利用して資金調達をしないのか?」と尋ねると、多くの企業が「出したいのだけれども投資家を買ってくれない。」と答える。逆に、CPの投資家に、「なぜもっとCPを買わないのか?」と尋ねると、「発行量が少ないので、流動性リスクの問題から買えない。」とか「リターンがリスクに見合ったものになっていない。」といった答えが返ってくる。

こうした声を聞く限り、CP市場が発展しない要因は、「鶏が先か、卵が先か」という

問いのようにも思われてくる。見方によっては、資金調達企業と投資家との間で円滑な意思疎通が行われていないと考えることもできよう。わが国では、従来、CPはディーラーを通して発行しなければならなかった。調達サイドと運用サイドの意思が疎通していないのは、このディーラーがうまく機能していなかったためではないかとも考えられる。

わが国では、CPの発行適格企業数が大幅に増加したにもかかわらず、現実には、一部の超優良企業しか発行できないという状況が継続してきた。実際、わが国で発行されるCPのほとんどは、最高のA-1格のものである。現在問題となっている貸し渋りが発生する以前は、銀行は貸付先を確保するという観点から、こうした優良企業との取引関係を維持するために積極的にCPを引き受けてきた。実際、CP発行の8割以上が銀行経由であり、しかも、そのほとんどが都長銀で占められている。証券会社は、16.7%にとどまっている(表4)。

また、銀行が、取引関係の維持という非経済的動機を重視したため、金利設定が発行企業寄りとなりがちであり、引受手数料もゼロというのが珍しくない状況となった。同じ格付けのCPとCDでは0.05~0.1%もCPの金利が低いという例も生じるなど、投資家にとっては魅力に乏しい商品となってしまった。銀行は、こうした買い手の現れにくいCPを自ら保有し、いわば貸付の代替手段として位置づけるという行動をとってきたのである。このことは、CPの保有者別シェアをみると、投資信託や保険会社といった機関投資家の保有が全体の20%未満で、銀行等の金融機関が約半分を占めているという状況にも表れている(表5)。つまり、銀行は、CP市場における投資家と発行体のニーズをマッチさせるというディーラー機能を十分に果たしてこなかったといわざるを得ないのである。

表4 CP発行の取扱機関別シェア

(単位:%)

	金融機関合計							証券会社
	都銀	地銀	第二地銀	信託	長信銀	その他金融機関		
1988	72.4	43.0	1.5	0.1	3.5	21.0	3.3	27.6
89	75.2	53.4	1.3	0.3	3.7	14.0	2.3	24.8
90	80.9	52.5	3.0	0.3	5.6	18.3	1.1	19.1
91	81.8	46.1	4.6	0.1	2.9	27.8	0.4	18.2
92	81.7	46.6	2.8	0.2	2.9	28.5	0.7	18.3
93	79.0	49.8	2.5	0.1	3.2	21.9	1.4	21.0
94	78.7	50.8	2.3	0.1	3.4	17.5	4.7	21.3
95	82.5	53.7	1.9	0.1	3.5	16.6	6.8	17.5
96	82.4	53.0	2.3	0.0	5.1	13.3	8.5	17.6
97	83.3	52.4	2.8	0.0	5.8	8.8	13.5	16.7

(注)その他金融機関は、外銀、外銀信託、全信連、農中、商中。

(出所) 日本銀行

表5 CPの保有者別シェア

	銀行等	信託	投資信託	保険	証券会社	日本銀行	法人企業
1987	45.1	12.5	35.9	-	0.6	-	5.8
88	41.2	16.7	22.4	-	0.3	-	19.4
89	41.2	24.0	13.6	0.1	0.1	-	21.2
90	32.0	19.7	15.7	0.2	0.1	-	32.5
91	41.7	13.5	10.9	0.2	0.2	-	33.7
92	44.9	5.0	17.8	0.7	0.1	-	32.2
93	38.1	3.9	38.1	1.0	0.1	-	19.9
94	40.4	4.5	29.1	1.1	0.2	-	25.7
95	55.0	1.7	18.4	1.2	0.6	8.4	15.8
96	60.7	1.8	17.4	1.1	2.5	5.4	12.3

(出所) 日本銀行

一方、投資家サイドからは、CPの格付けが必ずしも十分に信頼できないため、投資を積極化しにくいとの声が上がっている³。実際、機関投資家は、以前からノンバンク、不動産、建設の3業態が発行するCPについては、格付けの高さにかかわらず一定の上乗せ金利を要求してきたが、最近では商社、証券、流通といった業態についても同様の扱いがなされるようになってきている。

また、発行時の事務コストの問題も無視できない。CPの発行に際して、発行企業は手形券面を作成し、それに印紙を貼付し、ディーラーである金融機関に引き渡さなければならない。このため、大きな事務コストがかかるだけでなく、時間的なロスやさらにはディーラー金融機関の本店から地理的に遠いと発行しにくいといった問題まで生じているのが実情である。

2. 貸し渋り現象とコマーシャル・ペーパー

1) 低下する銀行の資金仲介機能

こうしたCP市場の問題点は、銀行が恒常的に貸出拡大をめざすという状況の下では、それほど顕在化してこなかった。ところが、最近になって、金融機関による、いわゆる「貸し渋り」が生じる中で、本来、弱体化した間接金融機能を補完する役割を担うべきCPなど直接金融商品の抱える問題点が、改めて認識されるようになってきている。

³ CPの格付けは一般的に短期の格付けといわれているもので、長期債などに付けられている長期の格付けとは異なる。Moody'sの格付けではPrime-1、Prime-2、Prime-3、Not Primeの4段階、S&PではA-1+、A-1、A-2、A-3、B、C、Dの6段階となっている。長期債の格付けMoody's(21段階)、S&P(22段階)に比べて段階数が非常に少ないため、米国ではCPの発行や流通に際しては、短期の格付けだけでなく、長期の格付けも参考とされているという。

現在の貸し渋り現象は、来年度から銀行等の金融機関に対して早期是正措置⁴が導入されることで、金融機関が自己資本比率を維持するためにリスク資産である貸出金を圧縮しようとしていることが原因といわれている。さらに、97年度下半期に入ってから、株価が大幅に下落し、金融機関の株式含み益減少や評価損発生の可能性が高まったことで、資産圧縮の動きが加速化すると懸念が強まっている。

日銀が98年1月16日に発表した12月の金融機関の「貸出・資金吸収動向等（速報）」によると、貸出の前年比伸び率は長信銀、信託ではマイナスとなっはいるが、過去のトレンドから判断して、大きく減少しているとはいえない。しかし、一方で、日銀の12月短観を見ると、金融機関の貸出態度を示す指数（緩いと見る企業の割合から厳しいとみる企業の割合を引いたポイント）が、主要企業については9月の調査から大幅に低下し、更に中小企業では、同ポイントがマイナスとなるなど、貸し渋りを実感する企業が増加している。すなわち、現状は、実数的には顕著な貸出減少とはなっていないが、今後、金融機関の融資姿勢が厳しさを増し、年度末へかけて貸出が減少する方向にあるといえよう。

今回の貸し渋りは、早期是正措置の導入と株価の下落が重なったために生じた一時的現象と見ることもできる。しかし、銀行は、早期是正措置導入後も自己資本比率を維持する必要があり、さらには国際的に低い自己資本比率を高めていくためにも、将来的にもリスク資産の縮小を凶らざるを得ないものと考えられる⁵。いわゆる貸し渋りは、一過性のものではない。今後、数年は金融機関の金融仲介機能の低下が予想されるわけである。こうした中で、低下する間接金融機能の代替的役割を果たすものとして、証券市場を始めとする直接金融機能の充実が期待される。金融ビッグバンにおいて、金融仲介をこれまでの間接金融中心から直接金融へとシフトすることが目標とされているのは、正にこのためである。

2) 貸し渋り対策におけるコマーシャル・ペーパーの位置づけ

しかしながら、上でみたようなCP市場の現状からも明らかなように、現下の貸し渋り問題への対策において、直接金融機能が果たし得る役割は、極めて限られたものとなっている。政府は、昨年12月24日、①公的金融機関の融資及び保証の拡大、②早期是正措置の運用の弾力化⁶、③金融機関の保有株式評価への原価法の採用、などを内容とする貸し渋

⁴ 早期是正措置では、国際業務を営む銀行は、国際統一基準であるB I S（国際決済銀行）基準による自己資本比率が8%以上、国内業務だけを営む銀行は国内基準による自己資本比率が4%以上ないと経営改善計画の提出・実施が求められることとなる。更に自己資本比率がその半分の比率未満となったときには、業務の縮小などが求められ、0%未満となったときには業務停止命令が出されるというもの。

⁵ 都銀の自己資本比率（Tier 1）は、最高の富士銀行でも5%、平均値は4.6%である（97年9月末）。欧米の銀行では7%、8%というところも珍しくない。米国では6%以上がwell capitalized bankとして、新規業務進出等の際に必要な値とされている。日本の銀行でも当面の目標をこの6%にしているところが多い。

⁶ 国内基準適用の銀行について、98年4月時点で自己資本比率が4%を下回った場合でも、1年以内に自己資本比率4%以上を達成することが確実と認められる場合、是正措置命令を1年間猶予するというもの。なお、国際基準適用の銀行については予定通り98年4月から導入。

り対策を発表した⁷。また、④金融機関が保有するCPの自己資本比率算定上のリスク・ウェイトの引き下げ⁸、⑤日銀オペによるCPの買い取り⁹、などが実施されたほか、⑥土地の評価益の自己資本への組み入れ、といった対策も検討されている。

これらの対策は、いずれも銀行等の間接金融機能の強化を目的としたものであり、CPに係わるものも、CP市場そのものの機能強化というよりは、銀行によるCP引受の拡大を目指したものと云わざるを得ない。

3. わが国コマーシャル・ペーパー市場の今後

このように、貸し渋り対策におけるCPの位置付けは、いわば銀行の間接金融機能の一部といったものに過ぎない。今のところ、直接金融市場の一部としてのCP本来の機能を十分に発揮させるための対応策は目に見える形では打ち出されておらず、銀行中心のCP市場という状況が継続しかねないのが実情である。資金調達者側にとっては、過去に有利な発行条件を享受できたとはいえ、銀行に過度に依存するCP発行を続けてきたことが、裏目に出たと言うこともできよう。今後、企業は、銀行のみにとどまらない複数の資金調達ルートを確保するよう努める必要があるだろう。

一つの突破口となり得るのが、来年から解禁されるダイレクト・ペーパーであろう。ダイレクト・ペーパーは、発行体自らが、投資家を確保するためにマーケティングを行う必要があり、現実問題としては、一部のノンバンクや大手商社など、継続的に多額の発行が見込まれる企業以外による発行は、困難であると思われる¹⁰。とはいえ、銀行を通さない取引が幾分でも拡大することで、CP市場における価格の透明性・適正化に貢献することが期待される。

一方、銀行と並ぶCP引受機関である証券会社は、これまで手数料収入が期待できないということもあり、取扱に積極的ではなかった。しかし、今後は、銀行が、従来のような不自然なレート形成を行わなくなることも予想される。証券会社は、投資信託など機関投資家とのつながりを活かしながら、CPの取扱い高を増やすことで、収益をあげることも考えられよう。米国ではCPの投資家の約4割が投資信託（MMFだけで34%）であり、年金や保険会社を含めると5割が機関投資家によって占められている（図2）。ちなみに、米国のMMFは資産の約4割をCPで運用しており、CDは約1割でしかない。日本のM

⁷ 「いわゆる『貸し渋り』への対応について」という名で発表。

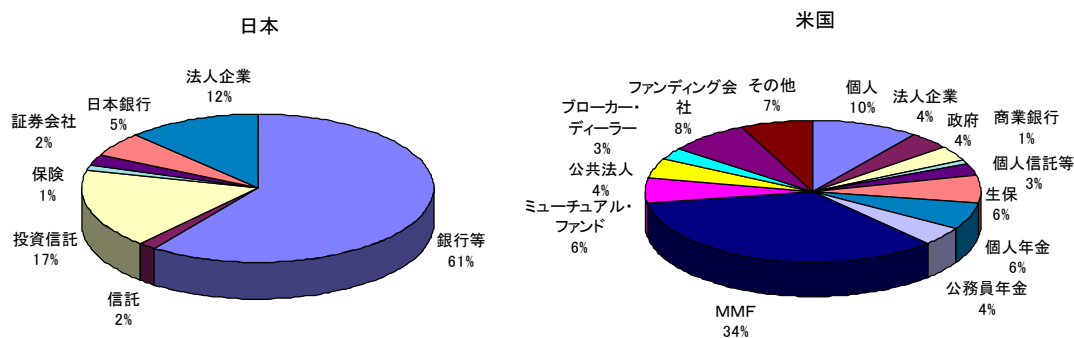
⁸ 当初、CPは、98年4月から新たに導入されるBISの2次規制（マーケット・リスクを加味した規制、林 宏美「注目されるプリ・コミットメント・アプローチ」『資本市場クォーターリー』（1997年冬号）参照。）の算定上は、リスク・ウェイト100%のその他債券に分類されていたが、これが優良債に分類されることとなり、リスク・ウェイトが約3.1～12.5%に引き下がった。

⁹ 98年1月16日に第一回目が実施された。

¹⁰ ちなみにCPの発行に占める商社の割合は5割以上となっている。

MFはCPでの運用は資産の5%以下、銀行提供商品（CD、コールなど）での運用が約6割である。

図2 CP保有者の日米比較



(出所) 日本銀行、FRB

また、最近では貸付金や売掛債権を有する企業などの資金調達手段として資産担保CPも利用されるようになってきている。国内SPC設立に向けての法整備がビッグバンのスケジュールにもあがっており、この分野の進展も期待される。

最後に、CPの発行・流通を促進するためには、印紙税の撤廃¹¹、手形のペーパー・レス化を通じたコストの引き下げや、オンライン・システムを利用した決済システムの整備といったインフラ整備も必要となろう。4月からは、改正外為法が施行され、短期の資金調達が海外へ流出することも懸念される。しかし、逆に、国内の市場を整備することにより、海外との裁定取引が拡大し、国内の市場の発展を促すことも可能である。金融ビッグバンへ向けた、CP市場の再整備が期待される。

(井上 武)

¹¹ 先述のようにCPの印紙税は、一通当たり5,000円の軽減税率となっているが、短期商品であることからこれでも発行コストに与える影響は大きく、産業界からは完全な撤廃の声もあがっている。ちなみに2週間1億円の調達の場合、年率で0.1%以上の負担となる。