

貸出債権の市場取引拡大のための制度的対応について

淵田 康之

要 約

1. 銀行にリスクが集中しているわが国のマネーフロー構造を変革する上では、貸出債権の流動化や証券化、シンジケートローン、及びクレジットデリバティブズなど、リスクをトランスファーする手法が活発に利用されていくことが望まれる。
2. 特にシンジケートローンの組成、及びそのセカンダリー市場の拡大は、既存の貸出債権の流動化、証券化、クレジットデリバティブズ市場の拡大、ひいては相対型融資の改革や証券市場の活性化につながるものと期待されている。
3. 既に、シンジケートローンの拡大に向けた各方面の取組みが実現しているが、行政面の対応として、シンジケートローンについて、米国の SNC プログラムと同様の検査体制の導入が考えられる。
4. SNC プログラムにおいては、一つのシンジケートローンに対して、参加行全体にそれぞれ同様な検査が繰り返されず、幹事行一行での検査結果が他の参加行に通知される。行政の効率化にも、銀行における検査負担の軽減にもつながる仕組みとして評価できる。

I. 貸出債権の市場取引の動向

1. マネーフローの構造改革の3つの形態

わが国のマネーフローは、相対型の銀行貸出の割合が大きく、銀行にリスクが集中する結果、不良債権問題の深刻化につながった点が反省されている。このため、<1>銀行の相対取引におけるリスク管理の向上（資産査定 の厳格化、金利や担保・保証の適正化、自己資本の充実等）、<2>銀行を通じて貸出が行われるものの、シンジケートローンや貸出債権流動化、証券化を活用し貸出債権を市場性の高い形態で取引したり、クレジットデリバティブズ等を利用することでリスクトランスファーが行われていくこと、<3>証券市場の活性化、という3つの形態でマネーフローの

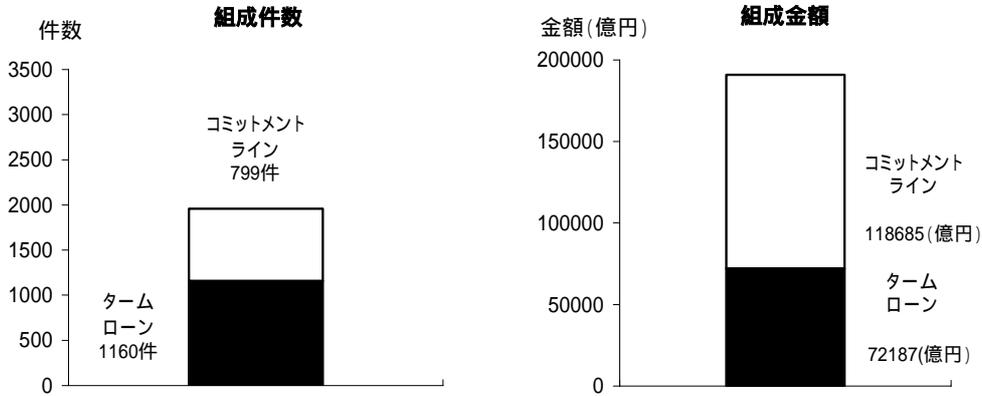
構造改革を推進していくことが必要となっている。

このうち、<3>の証券市場の活性化については、過去数年、税制改革や証券取引法の改正など、本格的な制度改革が進んできたが、企業の資金調達の多くの割合が未だに銀行を通じるものとなっていることを踏まえると、<1>の相対取引部分の改革や<2>のリスクトランスファーについても、積極的な取組みが望まれるところである。特に、リスクトランスファーは、相対取引と証券市場の架け橋となりうる性格の取引であり、証券市場の本格的活性化のためのステップとしても、その拡大を促すことが重要と考えられる。

リスクトランスファーのうち、相対型で行われた既存の貸出債権を、市場性の高い形で

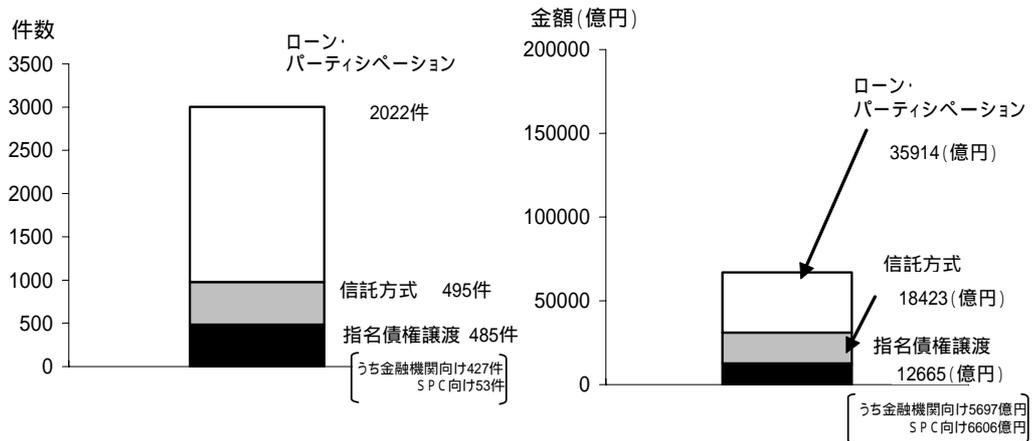
図表1 貸出債権市場取引動向(2004年度)

(1) シンジケート・ローン組成実績

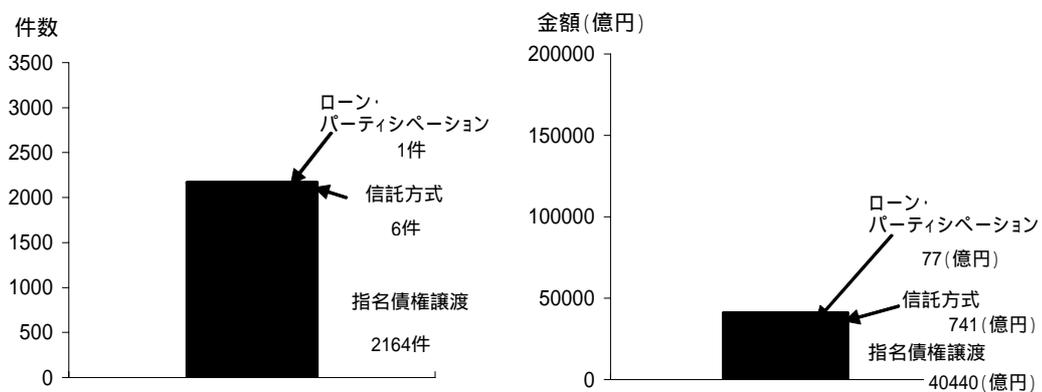


(2) 貸出債権の流動化実績

(1) 正常債権



(2) 不良債権



(注) 対象は法人向け貸出。

(出所) 日本銀行

取引していく手法である貸出債権流動化や証券化については、近年、企業再生ファンドの設立の増加や民間投資家の新規参入の増加など、不良債権取引参加者が多様化していることから、取引が増加している。この他、企業向けの正常債権の流動化や、銀行が自ら行った住宅ローンを証券化する動きも見られる（図表1）¹。

2. シンジケートローンの拡大

一方、保有している貸出債権を事後的に売却するのではなく、最初から複数の金融機関等が情報を共有する形で、従来の相対型貸出とは異なる市場性の高い融資を行う、いわゆるシンジケートローンも、銀行貸出残高全体が減少傾向を続ける中で、図表2に見られるように1999年以降、顕著な拡大を示している²。

当初は、コミットメントライン（貸出枠）の形式が多かったが、近年は、当初より実際のマネーフローを伴うタームローン（期限付き貸出）の形式も増大している。図表2はIFRの暦年データであるが、図表1に示したように日銀の統計では、2003年度の新規組成額は20兆円近くとなった。

主要行においては、みずほコーポレート銀行が、2002年10月にシンジケーションビジ

ネスユニットを創設し、従来のシンジケートローン関係部署が1部30名であったものを、6部200人体制にして取り組みを本格化させたのを筆頭に、三井住友銀行や東京三菱銀行においても、ホールセールビジネスの業務計画の中で、シンジケートローンの重視を掲げるようになってきている。

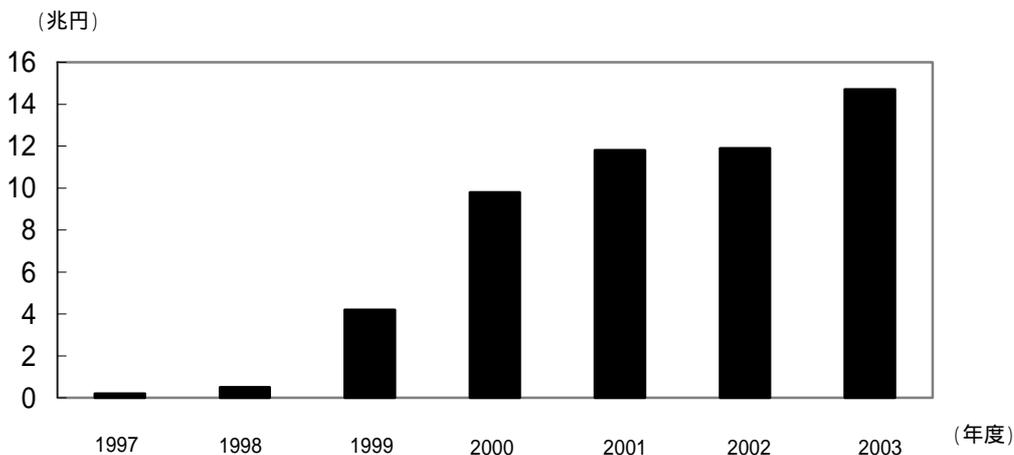
また地域金融機関においては、地方企業向けのシンジケートローンが実施されている他、運用先の多様化として大手銀行等をアレンジャーとしたシンジケートローンに参加する動きが見られる。

シンジケートローンで参加金融機関が保有した貸出債権を、流通市場で売買する動きも見られ始めている。例えばみずほコーポレート銀行は、2004年1月から、数十社の債権価格を公開し、既存のシンジケートローン債権を、地銀から買取り、別の地銀に売却するなど、流通市場での売買に積極的に取り組んでいる。

3. シンジケートローンの重要性

シンジケートローンは、相対型貸出と異なり、借り手が当初より債権が譲渡されることを容認していること、また各種の情報開示が行われることなどから、既存の相対型貸出債権の流動化や証券化に比べ、円滑なりスクト

図表2 日本におけるシンジケート組成総額



(出所) IFRデータベース

ランスファーが可能と考えられる。取引可能企業や参加者が限定的で、また会計上の課題も残るクレジットデリバティブズなど比べても³、リスクトランスファーの主流となっていくことが期待される。

プライマリーにおけるシンジケートローンの組成の活発化に加え、セカンダリーにおけるシンジケートローンの売買が今後さらに活発化すれば、シンジケートローン市場全体の効率性が高まっていこう。このことは、既存の債権の流動化、証券化、クレジットデリバティブズ市場の活性化、ひいては、相対型融資の改革や証券市場の活性化にもポジティブな影響をもたらす可能性がある。

まさに日銀の福井総裁が指摘したように、シンジケートローン市場の発展は、「わが国企業金融の姿を望ましい方向に変え、「クレジット・カルチャー」の確立を促す上に、大きな動機付けとなる可能性があると考えられ」るのである⁴。

従って、シンジケートローンのプライマリー及びセカンダリーの市場の拡大のために、官民において各種の努力が払われることが望まれる⁵。

II．市場拡大に向けた取り組み

1．これまでの経緯

既にシンジケートローンや貸出債権流動化の活性化に向けた取り組みは、関係者によって様々な形で実行されつつある。

特に重要な役割を果たしてきたのは、2001年1月に主要な銀行、証券会社、機関投資家などによって設立された日本ローン債権市場協会（Japan Syndication and Loan-trading Association - 略称 JSLA）である。JSLA は、「貸付債権の売買にかかる雛型契約書」、「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」、「事業会社向け貸出債権市場に関するアンケート調査」

等を作成、公表している他、流通市場活性化に向けた情報宣伝活動を行っている。

一方、2002年10月に金融庁が発表した金融再生プログラムにおいて、「貸出債権取引市場の創設」が盛り込まれた。これを受けて全国銀行協会（全銀協）が事務局となり、「貸出債権市場協議会」が設置された。同協議会は、貸出債権取引活性化に向けた課題を整理し、2003年3月に報告書を発表した。

同報告書における提言等を踏まえ、その後、金融庁、経済産業省、日本銀行、JSLA、全銀協などがインフラの整備、制度改善、商慣習の見直し、及び情報宣伝活動を行っている。例えば、日本銀行は、2003年11月よりシンジケートローン債権の担保受入を開始している。

2．JSLA の新たな提言

2004年4月には、JSLA が未だ残されている重要課題について、実務者として提言を行っている。同提言では、第一にシンジケートローンについて、参加金融機関の自己査定作業を充実するための取り組みが取り上げられている。具体的には参加金融機関間で自己査定結果を自主的に共有することにより、参加金融機関の査定プロセスを補強しようということである。将来的には、金融庁の検査も一行で行われたものが他行に適用されることになれば、同一債権に関する検査が各行で一から繰り返されることを回避できる。

第二の提言は、貸出債権譲渡の際に譲渡人より譲受人に提供可能な情報の範囲の明確化である。債権購入の判断において信用情報等は不可欠であるが、一方で、借入人においては未公開情報等が多数の参加者に提供されることに抵抗がある。また銀行の守秘義務上も、譲渡人が第三者に借入人の情報を提供することについて、慎重な検討が求められているのである。この問題については、JSLA での検討と並行して、金融庁の要請により、「貸出

債権市場における情報開示に関する研究会」が開催され、2004年4月に報告書が提出されている。

JSLAの提言の第三は、不良債権流通市場の活性化に関するものである。JSLAは従来、正常債権に係わる流通市場活性化の為にインフラ整備に注力してきたが、欧米市場を見ても不良債権売買が起爆剤となって市場の成長が牽引される可能性があるという観点から、実務的課題が整理されている。

具体的には、<1>市場に参入する投資家の拡大のための措置として、十分ディスカウントされた適正な時価で購入した不良債権を、開示債権とする扱いの見直し、また不良債権の買い手が同一の債務者向けの債権を既に保有している場合の経理上の扱いの明確化、<2>適正な価格形成が行われる環境の整備、<3>市場インフラ及び制度面の整備として、買い手への情報開示や推奨契約、行為規範の整備等が指摘されている。

3. 民間の役割、行政の役割

これまで貸出債権の市場取引の活性化の課題とされてきた点には、市場が拡大していない結果として、各種のコストが市場取引の潜在的なメリットよりも重く感じられていることがネックとなっている面がある。

例えば、情報開示の問題も、企業にとって必要な情報開示を積極的に行い、貸出債権の市場取引を促進することが、資金調達コストの低下につながるのであれば、スタンスも変わっていく。

実際には、市場取引がまだ成長途上であり流動性が不十分であるから、追加的に情報開示のコストを負担しても、それが追加的な資金調達コストの低下に顕著につながるという確信は得られない。情報開示の問題の解決が市場拡大を促進するのは確かであろうが、市場が拡大しないなかでは情報開示も促進されない、という鶏と卵のような性格の問題があ

るわけである。

いずれにしても企業としてどの程度の情報開示を許容するか、あるいは債権の譲受人としてどの程度の情報開示を要求するか、といった問題の多くは、基本的には、企業や参加銀行の自主的な合意や取組みで解決を目指していく必要がある。

これに対して、こうした民間レベルでの地道な取組みとは別に、金融行政として貸出債権市場の活性化に寄与できる部分もある。金融庁は、貸出債権取引市場の創設を金融再生プログラムで提唱した以上、その検討や取組みを全銀協等、民間に依頼するだけでなく、自らできることを積極的に実行していくことが望まれよう。

行政として改善可能な点の一つが、JSLAの提言にも言及されているように、シンジケートローンについて、金融庁検査による査定を参加行間で共通化していくことである。この点について、以下では、米国の事例を紹介しながら、議論をもう少し掘り下げて見ることとする。

III. 米国のSNCプログラム

1. SNCの意義

米国においては、3行以上の金融機関がシェアする形で行われる総額200万ドル超のローンないしローン・コミットメント（スタンドバイ・レター・オブ・クレジットや保証枠などを含む）で、ローン契約が参加者間で共通の物が利用されているものに対する当局の検査は、SNC（Shared National Credit）プログラムと呼ばれる枠組みの中で行われる⁶。

この仕組みでは、参加金融機関がそれぞれローンを部分的に保有するものの、事実上、一つのローンであるため、これに参加する各金融機関ごとに当局が検査を行うのではなく、幹事銀行一行に対して検査を行って債権のリスクレイトイングが決定されれば、他の参加

金融機関が保有する部分に対しても同じリスクレーティングが適用されるのである⁷。これによって、検査の効率化と金融機関の検査対応負担の軽減が図られる。そして、事実上一つのローンであるにも関わらず、参加金融機関ごとに異なるレーティングが適用されるといった事態も避けられるのである。

米国の場合、金融監督当局は、金融機関の性格によって FRB、OCC、FDIC と異なっているが、SNC 対象ローンの場合、関係する当局からそれぞれ検査官が参加し、チームでレビューを行い、彼らの投票で一つの分類を決めている。このため、当局ごとに同一のシンジケートローンに異なる分類判断が下されるという問題も避けられる。

当局にとっては、金融市場におけるリスクのより適切な管理につながるという効果もある。すなわち、個々の金融機関の持分だけ見ると、小額の独立したクレジット・エクスポージャーのように判断されるかもしれないが、実態は巨額の本一の貸出債権であるならば、トータルとしての金融市場にとってのリスクを当局としては把握するのが望ましい。SNC プログラムによって、こうした多数の金融機関が関与する大口の与信をトータルに把握し、そのリスクを評価できるのである。

実際、FRB、OCC、FDIC の三者は連名で、毎年 9 月のジョイントリリースにおいて、SNC プログラムの対象となる大口のシンジケートローンの動向を分析している。2003 年 9 月のレポートによると、SNC プログラム対象ローンは、借り手の数が 5111、件数は 8232 件、総額 1 兆 6440 億ドルとなっている。同レポートでは、シンジケートローンの借り手の業態別内訳や、全体のトレンド等についての分析が盛り込まれている。

2. SNC のプロセス

毎年 12 月、金融当局は、エージェン特行に対してどのローンが SNC プログラムの対

象となるかリストを提出するように求める。リストの期限は翌年 1 月末である。これらのローンに対する検査チームの第 1 回の検査が 3 月から開始される⁸。4 月に入手できる 1~3 月期の情報も踏まえ、5 月の第 1 月曜日に、検査チーム内でレーティングについての正式の投票が行われる。これにより 6 月に、暫定的なレーティングが決定され、幹事銀行に通知される。その後、幹事銀行からの反論や追加的な再分類の期間を経て、遅くも 7 月 31 日までに、レーティングが確定する。銀行がこの分類に異議がある場合は、幹事銀行の CEO が申し立てを行う。最終的に 8 月に、分類結果が全ての参加銀行に通知される（借り手企業も含め、参加銀行以外にはレーティング情報は開示されない）。

9 月から 10 月には、貸出債権のリスクに変化が無いか、一部のローンを選び出し、これらを対象に再レビューが行われる。再レビューは、一般的に、5000 万ドル超のローンで、doubtful ないし loss と分類されている債権を対象とする。この再レビュー対象債権に対する検査官による投票が 10 月末に行われ、12 月初めにレーティングが参加行に通知される。そしてまた翌年に向けてのレビューサイクルがスタートするのである。

もちろん、分類に影響するような何らかのイベントが生じたような場合は、上記のサイクルに拘らず、再レビューが行われる。

IV. わが国における SNC 導入について

1. SNC と資産査定との横串論

実は、わが国では過去にも SNC の導入が議論されたことがあった。すなわち、2002 年 9 月、金融担当大臣が柳澤氏から竹中氏に交代となり、金融庁の金融分野緊急対応戦略プロジェクトチームが、不良債権処理加速のプランを検討したが、一部の報道によると 10 月 22 日に明らかになった「中間報告案」

の中で、同じ企業に融資しているながら、銀行によって異なる査定をしているケースが多いことに対し、国が関与して債務者区分を統一する「シェアード・ナショナル・クレジット・プログラム」を実施する、という構想が盛り込まれたとされている。

最終的に 2002 年 10 月 30 日に発表された金融再生プログラムを見ると、「シェアード・ナショナル・クレジット・プログラム」という言葉は使われず、「主要行について正常先でない大口債務者の債務者区分に関しては、適正な資産査定を実施している先にレベルを揃えるための具体的な仕組みを導入する。」とされている。

前述の通り、米国の SNC は、シンジケートローンという実質的に一つのローンについて、複数の金融機関が分担して実施していても、エージェント行での検査結果を他行にも適用しようということである。同一の契約で行われたものであるかどうかに関わらず、単純に同一の貸し手へのローンの査定を銀行間で共通化しようという議論ではない。

わが国の場合は、銀行の自己査定が信頼できないという見方が一部にあり、厳格な査定をやっている銀行とそうでない銀行との査定に格差が大きいこと、また金融庁の検査における査定と銀行による自己査定の乖離が大きいことが批判されてきた。こうした批判を背景に、いわゆる「資産査定横串論」が生まれたのであった。この時、SNC を例に出し、「米国でも横串の資産査定を行っているではないか」、という混乱が一部に生じたのかもしれない。

実際、金融再生プログラムを巡る国会での議論でも、金融再生プログラムにおける「債務者区分のレベルを揃える」という項目に関して、野党議員より「米国の SNC の導入を考えているのか」、という質問が出ている。これに対して金融庁は、SNC はアメリカにおいて「シンジケートローンの場合に情報の

非対称性がないということから使えるものであって、日本でそのまま使うのは難しい。」という正しい認識を示している⁹。

2. SNC の日本導入における課題

冒頭見たように、今まさにわが国でもシンジケートローンが拡大しつつあるのであり、この基調を支えるために、金融行政においても資産査定横串論とは別に、本来の SNC の導入を検討すべき段階に来たと言えよう。

米国の場合、金融機関によって監督官庁が異なっていることが、SNC が必要であることの一つの背景となっているが、わが国のように金融庁がほぼ全ての金融機関の検査を行っている場合でも、事実上同じ債権の検査を各行でゼロから繰り返すことは、必ずしも合理的ではなく、そもそも検査が銀行にとって相当の負担となっていることを考えると、これが軽減されることのメリットは大きいと考えられる。また、検査当局としても、この分の労力をより重要な分野の検査に回すことができれば、検査全体のパフォーマンス向上につなげることも期待できよう。

SNC の日本導入を検討する場合、わが国の従来自己査定やこれに対する当局の検査が、債権ごとの査定ではなく、債務者を査定し、分類するものとなっている点を見直すことが必要となる。わが国の従来貸出は、融資先企業とのトータルなリレーションシップや企業全体の信用度を総合的に判断して行われていたため、個々の債権ではなく、融資先の評価が重要であったことから、債務者を区分するという査定や検査は適切であった。

しかし、「シンジケートローンについては、借入企業から開示される情報のみで信用リスクを判断し、事後管理を行うビジネスモデルであることから、検査や自己査定の作業もリレーションシップの存在を前提とした貸付金とは異なった考え方が必要¹⁰」であろう。

シンジケートローンに関して、貸出債権ご

との自己査定や検査を行う体制とするためには、債務者分類を前提とした枠組みとは異なる枠組みが必要になるということである。また債務者分類に慣れた検査担当者を、債権ごとにチェックを行うという、新たな検査手法に習熟させていく必要がある。

2004年4月に出されたJSLAの提言書は、金融庁の検査結果ではなく「自己査定結果の自主的な共有化」を提唱している。当局の検査による査定を共有する本来のSNCの導入は、上記のような事情があるため、まだ時間がかかるといふ現実的判断からか、あえて将来的展望として位置づけている。

「自己査定結果の自主的な共有化」というレベルであれば、基本的に、関係銀行が合意すれば、いつでも実行可能なことである。しかし、とりわけ地銀以下の中小金融機関においては、検査に対応する負担が重く感じられているところであり、シンジケートローンに参加した場合、その債権について当局の検査が省略されるとするならば、シンジケートローンに対する関心や実際の利用は拡大するものと考えられる。従って、金融庁においてSNCの導入が早急に検討されることが望まれよう¹¹。

V. おわりに

先述の通り、銀行に集中するリスクをトランスファーする方法としては、貸出債権の流動化やシンジケートローンの他に、証券化やクレジットデリバティブズの利用もある。証券化はシンジケートローンのような大口の債権の小口化ではなく、小口の債権をプールし、流動性を高めたり、トランシェ分けをすることで多様な投資家を動員することが可能となる。一方、クレジットデリバティブズは、債務者と債権者の関係をそのままにして、信用リスクのみをトランスファーできるため、原債権の譲渡に係わる諸問題を回避できる。

これらの手法が、わが国においてそれぞれ有効に活用され、金融システム全体としてのリスクが適切にコントロールされていくよう、民間において積極的な取組みが期待されると同時に、金融当局としても可能な限りの制度改革を推進していくことが望まれよう¹²。

¹ 図表1に示した日銀の貸出債権市場取引動向統計においては、シンジケートローン組成実績と貸出債権の「流動化」実績が発表されているが、後者は、金融機関からSPCに譲渡された分が含まれている。従ってこのSPCが証券発行を行った場合、形態としては貸出債権の「証券化」ということもできる。また、本統計は、法人向け貸出を対象としており、これ以外に銀行による住宅ローン等の流動化や証券化も行われている。

² 従来、コミットメントライン形式のシンジケートローンを組成しようにも、コミットメントフィーが利息の一部とみなされ、貸出実行残高が低レベルのコミットメントラインの場合、利息制限法や出資法に抵触するケースも生じるのではないかと考えられていた。1999年3月の特定融資契約法の制定により、同法の要件を満たす場合、コミットメントフィーは利息制限法や出資法の適用が除外される旨が定められたことから、コミットメントライン形式のシンジケートローンが本格的に拡大するようになった。

³ 貸出債権の信用リスクをヘッジする目的で利用した場合、クレジットデリバティブについては時価会計の対象となり、一方、ヘッジ対象の貸出債権については時価会計が適用されないという点が問題とされる。

⁴ 2003年11月17日、「新しい企業金融がもたらす日本再生」シンポジウムにおける日本銀行福井総裁基調講演「わが国の企業金融の変革に向けて」より。

⁵ もちろん、シンジケートローンの拡大は、こうしたわが国金融システムの構造変革というパブリックポリシーの方向性にかなうだけではなく、個々の参加者にとってメリットがあることは言うまでもない。すなわち、銀行にとっては、貸出先の集中リスクを避けることが可能となり、その分、新規の融資を行う余力が生まれる。アレンジャー行にとっては、手数料収入の拡大が期待される。企業にとっては、相対型借入や証券市場調達とは異なる第三の調達手段となり、調達手段の多様化を実現できる。

⁶ 1975年に原型がスタートし、1977年からほぼ今日の形態のものが実施されるようになった。なお1件が2000万ドル以下のローンでも、契約や参加者が同じローンを合計して2000万ドルを超えればSNCプログラムの対象とされる。海外金融機関の保有分は対象外。

⁷ 分類債権のレイティングは、Substandard、Doubtful、及びLossである。これにSpecial Mentionというカ

テゴリーを加え、Criticized credits ないし Adversely rated credits と称される。2003 年の場合、SNC プログラム対象債権のうち、9.3% が分類債権 (Classified)、12.6% が Criticized credits であった。なお、この債権分類は、各行のディスクロージャーにおける不良債権の定義とは異なる。

⁸ 対象となる全ての債権についてレビューが行われるのではなく、一定の手法による統計的サンプリング調査の他、問題となりそうな業種向け債権などについて重点的なレビューが行われる。

⁹ 衆議院財務金融委員会、2002 年 11 月 19 日。

¹⁰ 貸出債権市場協議会報告書、2003 年 3 月 28 日

¹¹ 経済同友会「あるべき金融システムへの改革 - 将来への道筋」、2004 年 3 月においても、SNC の導入が提言されている。

¹² 証券化については、日本銀行が事務局となり「証券化市場フォーラム」を設置し、関係者の議論が重ねられてきた。その成果は 2004 年 4 月に「証券化市場フォーラム・報告書」として発表されている。また日本銀行は、2003 年より資産担保証券の買入れをスタートさせた他、証券化市場の動向調査や日本銀行に対する売掛債権等の譲渡禁止特約の解除を実施する予定であるなど、証券化市場の活性化に向けた取組みを行っている。