

## ローンの流通市場整備の動き

日本国内外の32の金融機関によって構成される日本ローン債権市場委員会により、譲渡を前提としたローンを標準化する作業が進行中である。間接金融の手法であるローンを標準化することで譲渡を容易ならしめ、かつその流通を促進することでローンの流通市場を形成しようという試みであり、今後の資本市場に大きな影響を与える可能性がある。

### 1. ローンを流動化させる動機

ローンを流動化する仕組みを整備する必要性が唱えられてきた背景には、BIS規制の制約により、銀行がリスクアセットの削減を迫られてきた事や、そうした制約下においても新規の与信や大口の融資に取り組めるようにしたいという期待等がある。また不良債権問題の処理に資するという思惑が、法整備を後押ししてきた面もある。

リスクアセットの削減に関しては、証券化等の手法の発展やそれを可能とする法整備等が既になされている。しかしながら、こうした金融機関の要求に対して、これらが十分に機能してきたかという疑問である。また、バーゼル委員会は2001年10月のワーキングペーパー上で、証券化を利用した分母対策について警戒の念を込めた論調を展開しているが<sup>1</sup>、今後の行方次第では、この手法による流動化によって障害になるとの懸念もあり、ローンの流通市場の整備が、今後重要性を増していく可能性もある。

表1 資産流動化を巡る最近の法整備

	施行日	概要
特定債権法(特定債権等に関わる事業の規制に関する法律)	1993年6月	旧通産省管轄下にある割賦販売業者のリース・クレジット債権の流動化による資金調達を目的に制定。集合債権譲渡の際の対抗要件具備の方式として「公告」制度を導入した。
共同事業法(不動産共同特定事業法)	1995年4月	投資家が共同で不動産に投資してそこから収益を分配する取引を業として営む者を規制する法律。投資家保護や不動産の共同事業の発展に資することが目的。
債権譲渡特例法(債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律)	1998年10月	民法467条の特例法。第三者対抗要件具備のための債務者への確定日付けある通知等に加えて、法務局における債権譲渡登記の制度を新設することで集合債権譲渡が容易になった。
SPC法(特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律)	1998年9月	不動産と指名債権およびこれら二つの信託受益権を特定目的会社が取得して、社債・CP・優先株(優先出資証券)を発行できる特別の仕組みを認めたもの。これらが有価証券取引法上の有価証券となる事、課税対象収益の90%超を出資金として配当すれば損金とできる事がポイント
サービサー法(債権管理回収に関する特別措置法)	1999年2月	弁護士法の特例法。債権回収業務を許可を受けた専門業者にも法的に認めた法律。サービサーとは債権回収を行なう業者を指す。
債権流動化法	2000年11月	金融危機に対応する特別法との色彩を改めSPC法を一般的・永続的なものへと発展解消。対象となる資産の範囲を財産権一般に広げた他、SPC設立に際しての登録制を届出制に変更、資産流動化計画の登録も不要とした。
改正投資信託法(投資信託及び投資法人に関する法律)	2000年11月	資産流動化関連としては、1998年改正時の会社型投資信託の導入と、2000年改正での有価証券以外の不動産等の財産権一般へと運用対象を拡大した点がポイント。これによりJ-REIT組成が可能となった。

(出所)各種資料より野村総合研究所作成

<sup>1</sup>飯村慎一「新BIS規制における証券化の取扱いについて」『資本市場クォーターリー』2002年冬号参照

表2 不動産以外の資産流動化商品の分類

不動産以外の資産・債権を裏付けとした流動化商品	リース・クレジット債権 (特定債権法に基づく)	ABS、ABCP	1996年4月より認められた方式。リース・クレジット会社が特定の資産をSPCに譲渡し、その資産からの利払等を裏付けにSPCが発行する社債(ABS)やCP(ABCP)のこと
		信託受益権	リース・クレジット会社が特定の資産を信託銀行に譲渡し、その資産からの利払等を裏付けに発行される信託受益権を小口化して投資家に販売する方式
		譲渡方式による小口債権	リース会社等が保有するリース・クレジット債権やリース資産をSPC等に譲渡することによって生じる譲渡代金請求権を分割・小口化して投資家に販売する方式
		匿名組合・任意組合方式	リース・クレジット債権を取得・保有・運用することで利益分配する事を目的に、投資家から匿名組合・任意組合への出資を募る方式
	売掛債権	ABCP	売掛債権をSPCに譲渡しこれを裏付けとしたCPを投資家に販売する方式
		売掛債権信託	売掛債権を信託銀行に譲渡しこれを裏付けとした信託受益権を投資家に販売する方式
	金融機関の一般貸付債権	貸付債権信託	貸付債権を信託銀行に譲渡しこれを裏付けとした信託受益権を投資家に販売する方式。譲渡対象債権の少なさ等を理由に別の金融機関を介在させる方式もある。証取法上の有価証券。
		SPC利用(CLO)、SPC信託併用	貸付債権やその信託受益権をSPCに譲渡しこれを裏付けとした証券化商品を、投資家に販売する方式。
		ローン・パーティシペーション	ローンの原契約を譲受せず元利息を受け取る権利の分配に参加する方式。参加者は原債権者・原債務者双方のリスクを負う。1995年6月銀行のローン債権のみに認められた。
		相対譲渡方式(バルクセールなど)	貸付債権をそのままの形で、相対で債権譲渡する形。単体では評価の難しい債権を集め、まとめて売却することを特に「バルクセール」と呼ぶ。
	その他の指名債権	地方公共団体や地方公社向けに貸付金を有する金融機関が条件が異なる債権も含め、複数の債権を一定金額以上にプールして地方債証書を発行し個別相対で譲渡する方式。	
	その他実物資産	レバレッジドリースなど	減価償却に伴う節税メリットを得る目的で投資家が匿名組合に出資を行い航空機等を購入する。

(出所)各種資料より野村総合研究所作成

## 2. ローン債権取引の手法

ローンの譲渡自体は決して目新しいものではない。民法はローンを含む指名債権についても原則として譲渡を認めており、証券化商品の組成や不良債権のバルクセール、破綻した金融機関の資産売却といった場面で、これまでも頻繁に取引が行われてきた。

### 1) ローンの前契約の譲渡

#### (1) 民法の規定する債権譲渡

民法における債権譲渡は債務者の同意を不要とし、譲渡人と譲受人との合意のみで成立する。その上で譲渡人による通知または債務者による承諾を、債務者に対する対抗要件とし(民法第467条第1項)、その通知または承諾が確定日付ある証書によってなされることをもって、第三者に対する対抗要件としている(同第467条第2項)。ただし、債務者が譲渡の通知がなされた際に「異議を留めない承諾」をしない場合には、譲渡人に対して主張できた相殺しうる地位といった事由を、譲受人に対しても引き続き主張できる事としている。

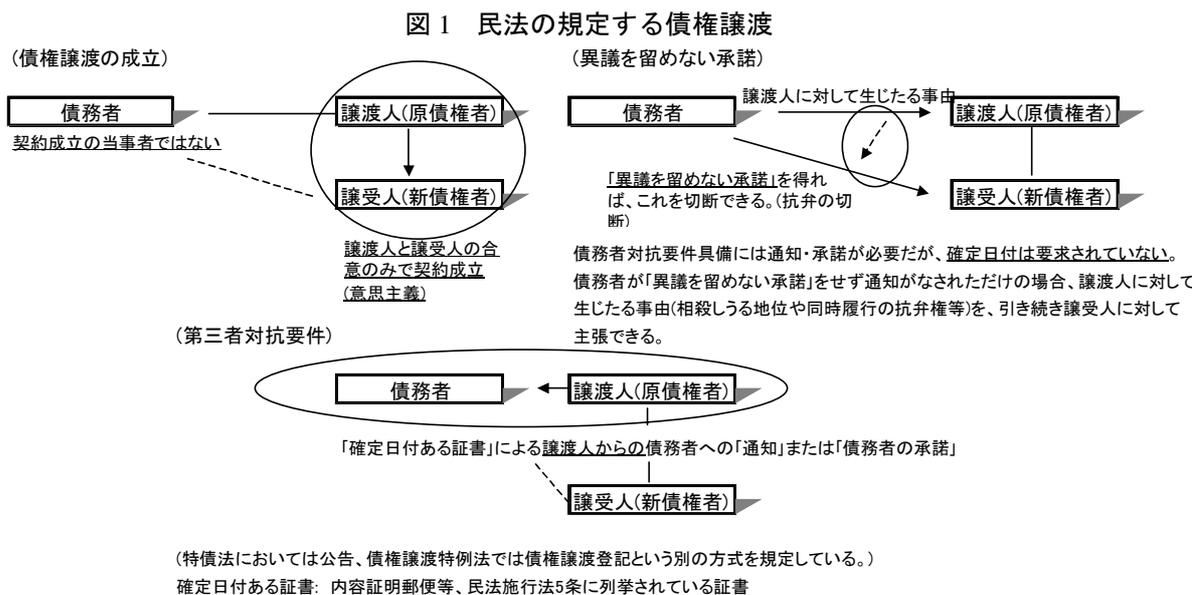
#### (2) 対抗要件の簡易化

民法に定める対抗要件具備は、証券化などの目的で債務者が多数存在する集合債権を譲

渡する場合にはかなり煩瑣になる。なぜなら全ての債務者に対して個別に通知を到達させなければ対抗要件を具備できないからである。こうした状況を踏まえ、1993年施行の特定債権法ならびに2000年施行の債権譲渡特例法においては、第三者対抗要件具備の簡易化が図られている。

特定債権法は、適用対象がリース債権とクレジット債権に限定されるものの、債権流動化を容易にする法律であり、民法の対抗要件を緩和した特別法である。同法においては、「公告」を持って民法第467条の確定日付ある通知があったものとみなすという「みなし対抗要件」の規定をしている。

債権譲渡特例法においては、第三者対抗要件と債務者対抗要件との分離がなされている。すなわち、第三者対抗要件の具備に際しての債務者への通知・承諾は不要であり、譲渡人と譲受人による新設の「債権譲渡登記」を行えばこれが確保され、また債務者対抗要件については、譲渡人もしくは譲受人が債務者に対し新設の「登記事項証明書」を交付して通知・承諾を得ることによって具備されるものと規定している。



(出所) 野村総合研究所作成

## 2) ローンパーティシペーション

ローンの真正譲渡をする際の最大の障害となる債務者対抗要件具備の困難さを克服する手法として、1995年6月に銀行のローン債権のみに認められた方法がローンパーティシペーションである。

ローンパーティシペーションとは、金融機関と債務者の原契約を維持したまま、参加人(パーティシパント)が、ローン契約の元利金を受け取る権利を取得する契約である。金融機

関と参加人の2当事者間契約であり、ローンの原債権とは別個の契約であるとみなされ、原債務者と参加人には債権・債務関係は生じない。したがって、真正譲渡とは異なり債務者対抗要件の問題は発生しない。

また、ローンパーティシペーションにおいては、債務者および原債権者である金融機関双方の破綻リスクを引き受ける事になる。したがって参加人は、債務者が破綻する場合に、元利金相当額を予定通りに受け取れない事に加えて、原債権者である金融機関を介してしか債権保全が図れない事になる。また、原債権者である金融機関が破綻するケースでは、原債務者に対する対抗要件や第三者対抗要件を具備していないため、原債務者に直接支払いを要求できず、またその金融機関の他の債権者に対してローンパーティシペーション契約によって取得したはずの権利を主張できない事になる。

なお、ローンパーティシペーションは真正譲渡ではないものの、公認会計士協会により原契約の債権者である金融機関のオフバランス効果が認められている。

### 3) SPC や信託を利用する方法

金融機関が、保有するローンを信託銀行やSPCに信託・譲渡して、信託銀行やSPCがそれを裏付けとして信託受益権やCP・社債等を投資家向けに販売する手法も知られている。

ローンの信託・譲渡にあたっては、原債権者である金融機関の破産といった状況下での譲受人による第三者に対する権利主張を可能にするために、第三者対抗要件の具備がなされる。

こうした証券化商品の信用度は、裏付けとなるローンの元利金支払いの確実性に依存するため、投資家向けの証券化商品の安全性を高位に保つ目的で、優先劣後構造や第三者による保証といった信用補完を行う事が一般的である。

### 4) シンジケート・ローン

取引の手法としてはローンの原契約譲渡の範疇に含まれるが、一般のローンとは違い、対象となるローンが将来の転売を前提として組成される例として、シンジケート・ローンが挙げられる。シンジケート・ローンとは、複数の金融機関がその中の幹事行の取りまとめにより、同一の契約により実行する融資のことである。

前述した金融機関の事情や、定められた期間内に一定の枠の範囲内で金融機関から随時融資が受けられるコミットメントライン(特定融資枠)について、手数料のみなし利息の問題が解決された事<sup>2</sup>などからシンジケート・ローンによる資金調達が増加しており、1998年度には1兆円程度の規模に過ぎなかったシンジケート・ローンは、2000年度には13兆円程度

<sup>2</sup>1999年3月29日、「特定融資枠契約に関する法律」が公布・施行されている。

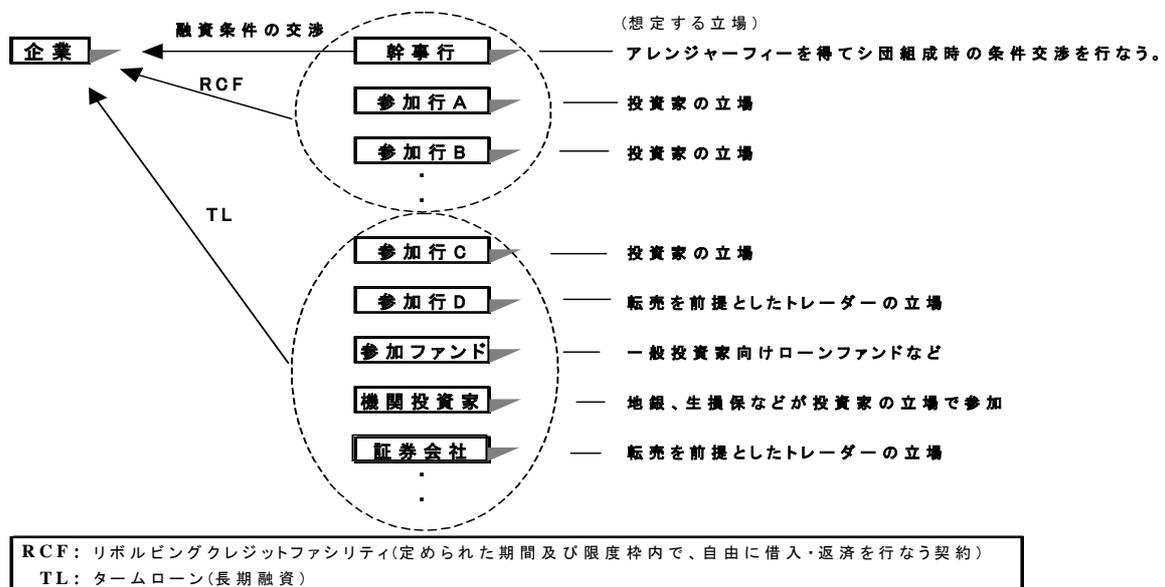
にまで増加している<sup>3</sup>。

シンジケート・ローンでは、企業が幹事行との交渉のみで取引が可能であり、企業は複数の金融機関と交渉する時間的・経済的なコストが省ける。一方、貸し手となる金融機関においては、従来取引の無かった地域や業種への与信の機会が提供される事となる。

こうしたシンジケート・ローンは、通常の事業法人向けローン以外にも、不動産を担保としたノンリコース・ローンやプロジェクトファイナンス目的に設立された SPC に対するリミテッドリコース・ローンの組成に際しても利用されるようになってきている。

シンジケート・ローンにおいては、ローンを引き受けた銀行が即座に売却する事が一般的に行われており、このマーケットの発展のためにもローンの流通市場の育成は重要であると考えられる。

図2 シンジケートローンの仮説例



(出所)各種資料より野村総合研究所作成

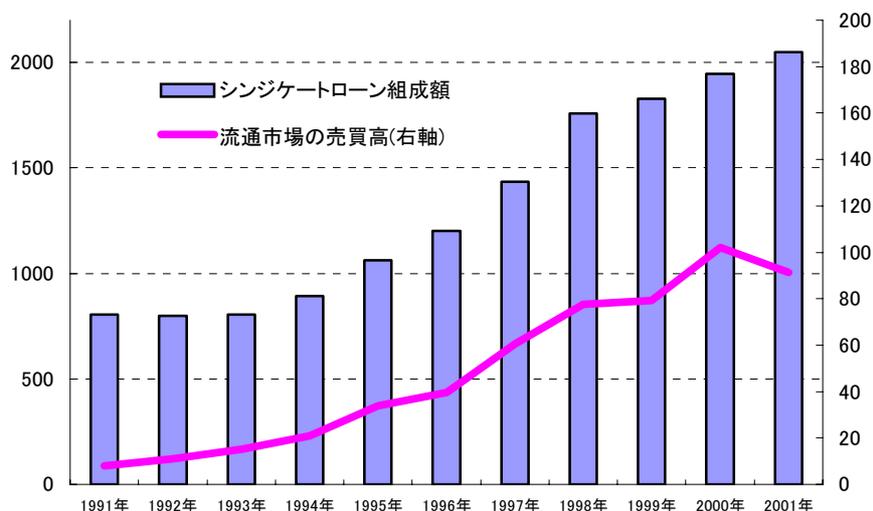
米国のローン流通市場は、1980年代後半のLBOといったM&A目的のハイ・イールド・ローンを中心としたシンジケート・ローン・ブームや、1987年頃の南米債務国向け延滞債権の活発な売買といった事を契機に拡大を始めた。1990年代前半に入ると、大手銀行による、不良債権化した一部のM&A向けハイ・イールド・ローンや商業用不動産ローンのバルチャー・ファンド向け売却が積極的に行われた事や、正常債権の比率の上昇等が売買量を増加させた一方で、この頃から投資信託や保険会社、証券会社等の機関投資家がローンの流通市場へと参入し始めた事により市場の拡大が加速した。2000年には流通市場での売

<sup>3</sup> 格付投資情報センター『レーティング情報』2001年10月号

買量は、1,000 億ドルを超える規模にまで成長している<sup>4</sup>。

図 3 をみると、シンジケート・ローンの組成金額はローンの流通市場とほぼ同様の軌跡で増加しており、シンジケート・ローンの組成と流通市場発展との相関関係が見て取れる。

図 3 米国におけるシンジケート・ローンと流通市場での売買量



注)単位：10 億ドル。2001 年のシンジケートローン総額は第 2 四半期まで  
(出所)FRB 資料、Loan Pricing Corporation ホームページ等より野村総合研究所作成

### 3. ローン債権標準化の動き

ローンの流通市場の整備を促すものとして、ローンの契約書等を標準化する動きが進行している。以下ではこの動きに注目し、その内容や影響について検討したい。

#### 1) 日本ローン債権市場委員会(以下 JSLA)

シンジケート・ローン等を除くと従来からのローンのほとんどは将来の転売を前提とはしておらず、権利関係が複雑で、かつ金融機関ごとに異なる契約書が使用されている状況<sup>5</sup>にあり、円滑なローンの譲渡にとって大きな障害となってきた。

2001 年 1 月 1 日、国内外 32 の金融機関により JSLA が設立された。主たる目的は、社債のプライマリーマーケットに相当するローン・シンジケーションや流通市場でのローンを

<sup>4</sup>米国におけるシンジケート・ローンの発展経緯等については、沼田優子・遠藤幸彦「米銀の企業向け融資業務の変容」『財界観測』1998 年 2 月号を参照。

<sup>5</sup> 2000 年 4 月には全銀協の銀行取引約定書の雛型も廃止されている。

譲渡する際の契約を標準化することにある<sup>6</sup>。

2001年6月、ローン・セカンダリー委員会が貸付債権譲渡契約に関する契約書の雛型(貸付債権譲渡に関する基本契約書及び貸付債権譲渡契約書、およびその解説書)を公表したの  
に続き、ローン・シンジケーション委員会もシンジケート・ローン契約の雛型を発表する  
予定である<sup>7</sup>。

## 2) 貸付債権譲渡に関する基本契約書及び貸付債権譲渡契約書

同契約書はローンの指名債権譲渡取引を対象に、貸付債権譲渡に関する基本契約書(以下  
基本契約書)と2通りの貸付債権譲渡契約書(以下個別契約書)という二段階の構成となっ  
ている。これらの契約書の利用はもちろん当事者の任意であるが、今後行われる大半の取引  
において利用されるものと期待される。

### (1) 前提とするローンの範囲

協会作成の雛型は、①譲渡人が単独で所有しているローンを分割する事なく譲渡する、  
②原債務者や譲渡人、譲受人等の譲渡の当事者が全て日本居住法人である、③ローンに関  
する契約が日本法に準拠している、④ノンリコース・ローン等の特殊なローンでない、⑤  
担保物件があるならそれが日本国内に存在し、保証契約の場合には日本法に準拠している、  
⑥正常債権<sup>8</sup>である、といった要件を満たすローンの譲渡を前提としており、それに合致し  
ない場合には協会作成の雛型に適切な調整を加える必要があると指摘している。

### (2) 基本契約書

ローンの売買を行う当事者が、実際にローンの売買を開始する前に締結する契約書であ  
る。同契約書においては、取引に要する費用の負担等の基本的な規定もしているが、最大  
のポイントは、譲渡人による譲受人への情報提供の範囲に関する規定である。

同契約書では、譲渡人が自らの保有する債務者の信用状況及びこれに類する情報を譲受  
人に対して開示する事を義務付けていない。まず譲渡人は他人物売買でない事や目的物  
の一部の不存在はないといったローンの原契約自体に関する一定の事項が真実である事を  
「表明」しなければならない。しかしその他の点については、原債務者についての支払いの  
停止や破産等についての表明<sup>9</sup>以外には、原債務者の信用状況に関する開示は課されていな

<sup>6</sup> ローン・シンジケーション契約書のひな型を作成するローン・シンジケーション委員会、貸付債権譲渡  
に関する雛型を作成するローン・セカンダリー委員会の他、広報活動を行う取引情報委員会を設置して  
いる。

<sup>7</sup> ローン債権売買の対象ともなるシンジケート・ローン契約のうち、現在リボルビング・クレジット・フ  
ァシリティの雛型を策定中で、まもなく公表見込みである他、タムローンの雛型作りも予定されてい  
る。

<sup>8</sup> JSLA では、「債務者の対象債務がその履行期限までに本旨に従い履行されているもの」と定義している。

<sup>9</sup> 基本契約書5条2項11号

い。

したがって、譲受人は自らの債務者の信用状況に対する調査に基づく、自己責任での取引を求められており、債権管理も同様の調査によって行う事とされている。

情報開示の範囲がこのように規定された背景には、金融機関は債務者に対する守秘義務があるという問題と、債権譲渡を民法が認めている以上は、債務者の情報を開示するのは当然という考え方との対立がある。守秘義務が遵守される事によって当事者間の情報が偏在してしまう点について、同契約の想定する当事者を、その克服が可能なローンのプロ、すなわち金融機関に限定する事で解決を図ろうとしたとも考えられる。

しかしながら、譲渡人が信用状況等に関する重大情報を開示しないままローンの譲渡が成立する事については、民法上の錯誤、詐欺、不法行為等の可能性も懸念されており、同解説書では、これらの問題を完全に排除する明確な基準の提示は困難とした上で、証券取引法第 166 条の社債取引についての内部者取引規制に規定されている重要事実に関する事項を、譲受人に開示すべき最小限度の情報とするとの考え方も付記している。

### (3) 個別契約書

個別契約書は「異議なき承諾バージョン」と「汎用バージョン」の二通りが用意されている。

債務者がローンの譲渡に関して異議を留めない承諾をし、かつ譲渡成立の後は譲受人が直接債権回収を行う事が可能なローンの売買契約の場合に限って利用されるものが「異議なき承諾バージョン」の個別契約書である。

一方で、「汎用バージョン」の個別契約書は、債務者に対する対抗要件が取得できないケースや、引き続き原債権者である譲渡人が債権回収を行う場合<sup>10</sup>など、譲渡人から譲受人への権利の移転が不十分なローンの売買に際して利用される。

### (4) 不良債権の取扱い

JSLAは、正常債権の譲渡を想定して基本契約書・個別契約書を作成したが、不良債権の売買への利用可能性も考慮し、両契約書の条項に修正案も提示している。

だが不良債権を標準化して売買することにはいくつか困難な課題も予想される。例えば、「汎用バージョン」等を利用したローンの譲渡において、原債権者である譲渡人が、譲受人に代わって債権回収を受任する場合の弁護士法との抵触の問題がある。すなわち、譲渡人が譲受人の代理で督促や担保権の行使を行うことは、弁護士法第 72 条<sup>11</sup>の構成要件とされる「法律事件<sup>12</sup>に関する法律事務を取り扱うこと」に当たるのではないかと、といわれてお

<sup>10</sup> 債務不履行に際しては最初の譲渡人たる金融機関に債権回収の義務がないことを明記しており、譲渡した債権のリスクが譲渡した金融機関から切り離されることが盛り込まれている。

<sup>11</sup> 「弁護士でない者は、報酬を得る目的で訴訟事件、非訴訟事件及び審査請求、異議申立、再審査請求等行政庁に対する不服申立事件その他一般の法律事件に関して鑑定、代理、仲裁若しくは和解その他の法律事務を取扱い、又はこれらの周旋をすることを業とすることができない。」

<sup>12</sup> 「法律事件」とは、法律上の権利義務に関し争いや疑義があり、又は、新たな権利義務関係の発生する案

り、議論の決着はついていない。またそもそも不良債権は多種多様であり、債務者の権利関係も複雑であることが多いため、契約の標準化にはとてもなじまないとの声も根強い。

#### (5) 担保について

同基本契約書では、ローンの譲渡に随伴する担保・保証等の取扱いについては留意事項が多岐にわたり、当面標準化は困難であるとして、第3条第(3)項で「原債権等に関する権利移転手続、対抗要件具備手続(移転登記も含む)等については、貸付債権譲渡契約書に記載するところによる」と定めるに留め、当事者同士の取り決めに委ねた<sup>13</sup>。

また、担保付ローンの売買で必要となる担保の評価に際して、市場参加者が広範に利用する標準的な評価手法が確立されておらず、市場拡大にとっての障害となっているといった指摘もあり、今後の課題である。

### 4. わが国における課題と展望

JSLA が取り組んでいる標準化の動きは有意義であるが、ローンの流通市場の整備・拡大のためには残された課題も多く、とりわけ既に融資契約を締結しているローンに与える影響は極めて限定的となる可能性が大きい。なぜなら、従来からのローンの売買には下記のように問題点が多いとされているからである。

#### 1) ローンを売買する場合の問題点<sup>14</sup>

今後のローンについては、契約時に将来の転売を予定した条項を組み込むといった対策がなされていく可能性があるが、既に融資契約を締結しているローンを転売する場合には以下のような問題が考えられる。

##### (1) 債務者サイドの問題点

債務者は売買の直接の当事者ではないものの、「異議を留めない承諾」が得られなければ債務者に対して十分な権利主張が出来ない。

しかしながら、わが国においてはローンが銀行に売却される理由としては、信用不安を想起しがちのようである。取引銀行等に提出する借入金の銀行別残高表の金額を変更する事などを通じて、銀行に自らが債務者であるローンを「譲渡された」ことが公になった場合に、自らの信用にあらぬ疑いが掛けられるのではないかといった不安を感じる債務者も多

---

件をいうものとしている。

<sup>13</sup> ただし同解説書では、「根担保や根保証は原則として随伴性がない」といった随伴の有無についての留意すべき点を示している。

<sup>14</sup> 吉田正之「譲渡を前提とした貸付契約を作成することで多くの法的問題は解決できる」『金融財政事情』2001年9月3日号などを参照。

いようである<sup>15</sup>。また、譲渡以前に利用していた銀行の決済機能が利用できなくなる不便さ、譲渡の度に返済先が変わり見知らぬ人間から資金回収される事の煩わしさ、ローンと債権者に対する預金とを相殺できる状況を維持しておきたいといった理由もあり、債務者の譲渡承諾を得ることは困難な状況である。

## (2) 銀行取引約定書の随伴性の問題

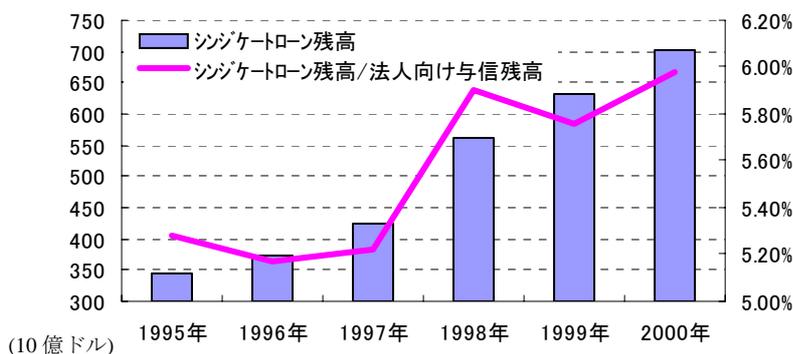
現状のローンは銀行取引約定書に準拠しているが、当初の貸付契約作成時に転売の可能性に留意していないローンを譲渡する場合には、銀行取引約定書の規定がどのように随伴していくのかといった問題が指摘されている。

銀行取引約定書の条項が随伴するとしたら、例えば典型的な銀行取引約定書に規定される増し担保請求や貸付金利の変更等が、マーケットを通じて購入した新たな債権者にも認められるのかといった問題や、随伴しない場合には、債務者の期限の利益喪失については民法上の規定(第137条)が適用されるだけとなり、民法で規定されていない手形の取引停止処分を受けた場合には債務者の期限の利益が喪失しないといった問題点が指摘されている。

## 2) ローンの流通市場整備の影響

米国におけるシンジケート・ローンの残高は、2000年末で7,006億ドルに達しており<sup>16</sup>、同じ時期の法人向け与信残高<sup>17</sup>(金融部門向けを含む)11兆7,000億ドルに占める割合は概ね6%程度となっている。わが国のシンジケート・ローン市場が将来どれくらいの規模になるかを予測する事は困難であるが、仮にこの割合を、2001年6月末における日本の法人向け与信残高(金融部門向けを含む)<sup>18</sup>約600兆円にあてはめると、30兆円台の数字になる。

図4 米国の法人向け与信に占めるシンジケートローンの残高



(出所)FRB データより野村総合研究所作成

<sup>15</sup> 中小企業による売掛債権を利用した金融に際しても同様のリスクが指摘されている。

<sup>16</sup> FRB, "Summary of Shared National Credit Program"

<sup>17</sup> FRB, "Flow of Funds Accounts"より。民間による非政府部門向け与信残高から、家計・農業・州政府向け与信額を差し引いて算出。預貯金等は含まない。

<sup>18</sup> 日本銀行『金融経済統計月報』。金融債、事業債、CP、民間金融機関貸出(保険会社、証券会社、ノンバンク等を含む)のそれぞれの残高の合計。預貯金等は含まない。

わが国のシンジケート・ローン市場が、米国並みに発展するかどうかは不明であるが、2000年度のをが国のシンジケート・ローン残高が13兆円程度に過ぎない事を考えると、規模が拡大していく余地は十分にあると考えられる。

ローン契約の標準化や、シンジケート・ローンの流通市場の整備が進展していく場合には、わが国の資本市場は大きな影響を受ける可能性がある。

### (1) 社債とローンの隙間を埋める金融手法の登場

ローンにおいては、資金調達スキームの提案者と資金の最終的な供給者とが同一である事が普通であるが、シンジケート・ローンに代表されるような転売を前提としたローンの場合には、自らが最終的な資金供給者とならない場合でも企業への資金供給ができる。この点は、社債の引受と類似しており、シンジケート・ローンの普及は間接金融偏重のわが国に、社債とローンの隙間に位置する新しい金融の流れを創る事になる。

この点 JSLA の作業において、ローンの流通市場の参加者をプロである金融機関に限定している事は、わが国が置かれている現状からすると仕方のない事とも考えられるが、ローンの標準化の意義を限定してしまうものと懸念される。流通市場を拡大させ、ローンの市場性を強化するために、金融機関以外の多くの投資家層の参加を促す仕組みを創るといった視点が長期的には必要と考えられる。

### (2) 求められるインフラ整備

米国の状況を見ると、1990年代に投資信託や保険会社といった機関投資家や証券会社が、ハイイールド債マーケットで培ったノウハウを生かしてローン売買市場に参入し始め、現在ではレバレッジドローン<sup>19</sup>の概ね50%が機関投資家によって保有されている状況にあり、ローンの市場は、もはや純粋なインターバンク市場ではなくなっている。

わが国ではそもそも JSLA の想定する参加者が金融機関に限定されているが、今後機関投資家のローン市場への参入を促すには、社債マーケットを参考に以下のようなインフラ整備が必要になると考えられる。

#### ① 格付け

JSLA のローン債権譲渡時の基本契約書においては、原債権者が保有する信用情報を譲受人である投資家に開示することは義務付けていない。しかしながら、金融機関以外の投資家が、売買の意思決定や売買後の与信管理を目的として、独自に情報を収集し調査を行う事は困難である。取引関係がこれまで一切ない場合には、信用審査の機能を保有する金融機関にとってもその作業は決して容易ではなく、売買の迅速性が大幅に損なわれ、金銭的

<sup>19</sup>ローンプライシングコーポレーションの定義によると、優先債務格付がBB+/Ba1以下(複数取得しているケースでは高い方の格付が適用)もしくは無格付で、LIBOR+150BP以上で取引されているローンとされている。

なコストも必要となる。こうした状況を打開しローンの流通市場の参加者を増やすためには、社債同様に格付けが利用できる環境を整備する事が重要であると考え。一般に公開されるケースは少ないが、わが国の格付機関においても既にシンジケート・ローン等の格付け実績がある。今後より一層広範囲のローンについて格付けがなされる事が期待される。

## ②ベンチマーク・インデックス

機関投資家がローンの投資家として参加する際には、パフォーマンス評価の基礎にもなるベンチマーク・インデックスの算出が議論になる可能性がある。米国においては、各銀行が独自にインデックスを算出して機関投資家に提供してきたが<sup>20</sup>、2001年10月、7件の機関投資家の協力を受けて、S&PとLSTA<sup>21</sup>が共同で「S&P/LSTA レバレッジドローン・インデックス(Leveraged Loan Index)」を週一回公表すると発表した。機関投資家が保有するレバレッジローンのうち約75%に相当する分が組み込まれている、独立第三者による初のローンを対象としたインデックスであり、市場での幅広い利用が期待されている。

## ③情報端末など

ローンの購入を検討する投資家が、情報端末等を通じて銘柄属性や価格情報といった情報を随時得られることは、市場の発展にとって重要である。かつそれが公正な立場にある第三者によってなされる事が望ましい。米国においては、ロイターの子会社であるローン・プライシング・コーポレーションが情報端末を利用した売買気配値や銘柄属性等の情報の配信や、取引事例等のデータベースの構築、各種計算機能の提供等を行っており、わが国においてもこうしたインフラの整備が今後の参考になろう。

## 3) 金融機関の新たな役割

シンジケート・ローンは、①長期性資金でも多額かつ一括に調達できる事や、②借り入れ条件の一本化による業務の効率化、③事業計画の説明等の時間や労力をかけずに新規の金融機関との取引が可能になる、④コミットメントラインといった短期の融資枠の組成においても有効、といった理由により、資金調達者である企業による利用が広がりつつある。

また、参加金融機関の参加金額の積上げ額をもってシンジケート・ローンの組成金額とするベストエフォート方式に加えて、幹事行が総額を一旦全額引き受けるアンダーライト方式が採用される例も出てきており、市場が拡大するに従って、金融機関にとっては引き受けたローンの販売力が問われる事となろう。

したがって銀行は、シンジケート・ローン等を数多くアレンジしていくために、自己資

<sup>20</sup> 沼田優子・遠藤幸彦「米銀の企業向け融資業務の変容」『財界観測』1998年2月号を参照

<sup>21</sup> Loan Syndications and Trading Association の略。市場におけるローン取引の公平性や効率性等を標榜して、1995年に仲介業者によって設立された非営利組織。

金で保有するローンと転売用のローンとを分別管理したり、異なったヘッジ手法を採用したりといった体制の構築に加えて、金融機関以外の多数の投資家と関係を構築し、投資家個々の実情について精通しておく事が、長期的には課題となるかもしれない。

一方、証券会社は多数の投資家に対してローンを販売するために、企業に対して自らローンを提供するか、あるいは市場で買い付けるといった方法で、転売するためのローンの在庫を調達する必要がある。また、証券会社は銀行と比較してローンの取扱い実績が少ないため、プライマリーでの引受やローン・トレーディングを行うためには社内のインフラ整備や研修等の経済的かつ時間的なコストが必要となる。

米国でのローンの流通市場の売買量がシンジケート・ローンの残高に占める割合は、1996年以降10%前半での推移となっているが、これを先に予想したわが国における将来のシンジケート・ローンの残高30兆円にあてはめてみると、わが国のローン流通市場における売買量は3兆円から4兆円程度にしかならない計算になり、2000年末におけるわが国の社債の売買量19兆円強<sup>22</sup>に遠く及ばない可能性が高い。したがって、どのようなクレジットのローンを扱うかによって差はでてくるものの、ローンに関する業務への参入自体が高い収益をもたらすかどうかは疑問である。また、ローンの在庫を積み増すことはバランスシート上のクレジットリスクの増大をもたらし、場合によっては格付けに悪影響を与えるといった一面もある。しかしながら、ローンに関連する業務とインフラが、長期的に証券会社を含む金融機関にとって当然の「装置」とされ、これを保有しない事が企業への資金調達の提案に際しての障害となるといった可能性も考えられる。

## 5. 終わりに

ローンには、金融商品会計の対象外で時価評価が不要な点や、担保制限条項等によっては信用度が社債に優先する事が多い点など社債と比較した場合のメリットもあり、今後多くの投資家が社債等の有価証券と並ぶ新たな金融商品として位置付けていく可能性がある。

一方で、余裕資金を抱えた地方銀行等からの需要が多い信用度の高いローンについては、供給が少ない一方で、銀行等の売却意向が強い「破綻懸念先」以下のローンについては需要が極めて少ないといった状況にあり、ミスマッチが生じているとの指摘もある。

間接金融偏重から生じている金融市場の歪みを是正すると同時に、わが国の不良債権問題の解決に資するためにも、ローンの流通市場に参加する投資家層の拡大と多様化を容易にするような仕組みを構築する事は、わが国の資本市場にとっての長期的課題であると考えられる。

(藤木 宣行)

<sup>22</sup> 日本証券業協会『証券業報』2001年10月号。米国のローン売買量の発表形式に合わせるため、2000年における社債の売及び買を合計した売買量38兆5,792億円を半分にした。