

貸出債権市場協議会 報告書

平成15年3月

貸出債権市場協議会

はじめに

貸出債権取引市場の拡大は、わが国の信用仲介機能の強化や、リスクが間接金融に偏在しない金融システム構築等のための重要な課題であり、銀行界としても、これまで取引環境の整備等に向けた取組みを行ってきたところである。

こうしたなか、平成 14 年 10 月 30 日に金融庁が公表した「金融再生プログラム」において、あらためて貸出債権の取引市場活性化の重要性がうたわれ、金融庁より全国銀行協会（以下、「全銀協」）に対して、平成 14 年 11 月 22 日、同市場整備のための新たな体制について検討するよう要請があった。同時に、預金保険機構、整理回収機構、日本政策投資銀行、住宅金融公庫に対して、検討への積極的な参加が要請された。

こうした要請を踏まえ、平成 14 年 12 月 17 日、貸出債権取引活性化に向けた今後の課題について、全銀協を事務局として、関係者と広く議論を行うことを目的とする「貸出債権市場協議会」（以下、「協議会」）を設置した。

協議会では、貸出債権の信用度により取引の参加者や直面する課題も一部異なっているとの判断から、下部組織として2つのワーキング・グループ（WG）を設置し、第1WGでは正常債権を対象とした取引について、また、第2WGでは不良債権を対象とした取引についての議論を行うこととした。本報告書は、協議会および両WGにおける議論を集約した成果である。

第1WGでは、貸出債権市場の拡大に関して、既に実行済の貸付金を譲渡することにより市場を拡大する、新しく譲渡を前提とした貸付金の市場を拡大する、という2つのアプローチから、実務家の視点から市場発展に寄与すると考えられる具体的施策を提言している。一方、第2WGでは、不良債権取引の実態と今後予想される変化を把握した上で、投資家層の拡大、取引の円滑化に資するインフラや制度面の整備について提言している。

協議会および2つのWGには、貸出債権に係る貸出人、借入人、投資家、金融監督当局をはじめ、その他関係者、法律学者、格付機関、民間サービス会社等が出席し、さまざまな観点から幅広い議論が行われた。協議会では、このように幅広い関係者が一堂に会して「貸出債権取引市場の拡大」というテーマで議論することにより、参加者間の貸出債権取引市場に関する共通認識の醸成、活性化への取組みの重要性の再認識、取引活性化のための課題の明確化が図られたと考える。また、こうした協議会での共通認識等を土台にして、報告書に掲げた提言をさらに具体化に向けて検討することにより、同テーマの推進に大きく寄与していくものとする。さまざまなご指摘やご意見をいただきながら、この報告書が次に進む一ステップになることを期待したい。

貸出債権市場協議会委員名簿

委員

(副会長)	みずほ銀行	常務執行役員	西浦 三郎
	東京三菱銀行	常務取締役	永易 克典
	りそな銀行	副頭取兼企画部担当役員	梅田 明彦
(会長)	UFJ銀行	常務執行役員	中村 正人
	三井住友銀行	常務取締役	北山 禎介
	みずほコーポレート銀行	常務執行役員	杉山 清次
	横浜銀行	取締役CIO	大久保 千行
	紀陽銀行	常務取締役東京本部長	瀧川 千秋
	住友信託銀行	取締役常務執行役員	宮川 和雄
	広島総合銀行	専務取締役	榎並 毅
	びっ・エフ・ピー・エフ銀行	東京支店長	井上 博明
	農林中央金庫	専務理事	能見 公一
	信金中央金庫	常務理事	坂戸 俊夫
	野村證券	取締役	揚村 康男
	ゴールドマン・サックス証券	戦略投資部 マネージング・ディレクター	新美 秀哉
	住友生命保険	常務取締役嘱常務執行役員	佐竹 新一郎
	東京海上火災保険	常務取締役財務本部長	岩間 陽一郎
	整理回収機構	常務執行役員	森屋 松吉
	預金保険機構	特別業務部長	岩橋 義明
	日本政策投資銀行	プロジェクトファイナンス部長	高橋 洋
	東京電力	取締役経理部長	布野 俊一
	三井物産	上席執行役員財務部長	森 修

オブザーバー

金融庁	監督局証券課長	金井 達也
日本銀行	金融市場局長	山本 謙三
財務省	大臣官房政策金融課長	谷口 博文
経済産業省	経済産業政策局産業資金課長	板東 一彦
国土交通省	住宅資金管理官	伊藤 淳
住宅金融公庫	証券化支援準備室長	鈴木 孝一
産業再生機構(仮称)設立準備室	参事官	大森 泰人

アドバイザー

慶應義塾大学	法学部教授	池田 眞朗
東京大学	法学部教授	岩原 紳作

事務局

全国銀行協会	専務理事	鵜飼 克
--------	------	------

第1WG委員名簿

委員

みずほ銀行	証券・I B部長	谷	充史
東京三菱銀行	執行役員投資銀行企画室長	生野	雄一
りそな銀行	法人部部長	岩田	直樹
(副座長) UFJ銀行	コーポレートファイナンス部長	若原	正彦
(座長) 三井住友銀行	投資銀行営業部副部長	小林	博司
みずほコーポレート銀行	デリスト化・ユージョン第一部長兼シブ ケション業務管理部長	蓑田	秀策
横浜銀行	経営企画部ALM担当部長	山田	健次
紀陽銀行	経営企画部協会担当部長	為岡	英喜
住友信託銀行	資産金融部長	雨宮	秀雄
北洋銀行	東京支店 副支店長	藤井	文世
ビ・エヌ・ピー・エー・パ・リ・カ 銀行	法人営業本部国際企業統括部長	鳴島	真清
農林中央金庫	開発投資部長	新納	善郎
信金中央金庫	理事・事業法人部長	藤井	春雄
野村證券	アセット・ファイナンス部次長	岡野	能和
ゴールドマン・サックス証券	戦略投資部マネージング・ディレクター	新美	秀哉
住友生命保険	クレジット投資統括部次長	荒巻	晋
東京海上火災保険	執行役員金融開発部長	本田	大作
整理回収機構	信託業務部部長	村田	耕一
預金保険機構	特別業務部次長	石川	紀
日本政策投資銀行	プロジェクトファイナンス部次長	君浦	康友
東京電力	経理部部長	豊島	健
三井物産	財務部企画業務室長	江戸野	治久

オブザーバー

金融庁	監督局証券課長	金井	達也
日本銀行	金融市場局金融市場課長	大澤	真
財務省	大臣官房政策金融課長	谷口	博文
経済産業省	経済産業政策局産業資金課課長補佐	福永	哲郎
国土交通省	住宅資金管理官	伊藤	淳
住宅金融公庫	証券化支援準備室長	鈴木	孝一
産業再生機構(仮称)設立準備室	参事官	大森	泰人

アドバイザー

慶應義塾大学	法学部教授	池田	眞朗
日本リスク・データ・バンク	社長	大久保	豊
新日本監査法人	金融サービス部パートナー	原田	昌平
ベリングポイント	ディレクター	山上	聰

事務局

全国銀行協会	業務部次長	岩本	秀治
--------	-------	----	----

第2WG委員名簿

委員

	みずほ銀行	執行役員与信企画部長	井上 和章
(副座長)	東京三菱銀行	執行役員融資企画室長	原沢 隆三郎
	りそな銀行	融資企画部長	田村 泰博
(座長)	UFJ銀行	企画部金融調査室室長	坂 雄二郎
	三井住友銀行	戦略金融統括部長	安藤 圭一
	みずほコーポレート銀行	与信企画部長	山本 茂
	横浜銀行	融資部調査課長	大橋 康寛
	紀陽銀行	経営企画部協会担当部長	為岡 英喜
	住友信託銀行	融資業務部長	渡邊 義夫
	京葉銀行	融資第二部管理課課長	石井 喜久雄
	びんぽう銀行	法人営業本部営業推進部部長	今井 正之
	農林中央金庫	開発投資部長	新納 善郎
	信金中央金庫	理事・事業法人部長	藤井 春雄
	野村證券	アセット・ファイナンス部次長	岡野 能和
	ゴールドマン・サックス証券	戦略投資部マネージング・ディレクター	新美 秀哉
	住友生命保険	運用審査部次長	作井 治人
	東京海上火災保険	財務企画部長	井上 修一
	整理回収機構	信託業務部部長	村田 耕一
	預金保険機構	特別業務部次長	石川 紀
	日本政策投資銀行	信用リスク管理部次長	徳田 康行
	三井物産	財務部企画業務室長	江戸野 治久

オブザーバー

	金融庁	監督局証券課長	金井 達也
	日本銀行	信用機構室信用機構課長	梅森 徹
	財務省	大臣官房政策金融課長	谷口 博文
	経済産業省	経済産業政策局産業資金課課長補佐	福永 哲郎
	産業再生機構(仮称)設立準備室	参事官	大森 泰人

アドバイザー

	東京大学	法学部教授	岩原 紳作
	モルガン・スタンレー証券	マネージング・ディレクター	大久保 勉
	モルガン・スタンレー証券	イクゼクティブ・ディレクター	久保 知樹
	全国サービス協会	事務局次長	天利 静雄
	オリックス・サービス	マスターサービス部ジェネラルマネージャー	渡辺 吉彦
	ムーディーズ・ジャパン	ストラクチャードファイナンスマネージングディレクター	北山 慶
	KPMGビズネスアドバイザーLLC	東京支店長	大信田 博之

事務局

	全国銀行協会	企画部次長	神門 隆
--	--------	-------	------

目 次

第 1 部 第 1 ワーキング・グループ報告書

問題の所在	1
1．貸出債権市場の必要性	1
2．譲渡という側面から見た貸出債権の特性	2
3．市場発展のためのポイント	4
論点整理	6
1．譲渡承諾	6
(1) 問題の所在	6
(2) 法律論	6
(3) 取引当事者の利害	7
(4) 施策	8
2．情報開示	8
(1) 問題の所在	8
(2) 法律論	9
(3) 取引当事者の利害	10
(4) 施策	11
3．信用リスク評価のあり方	14
譲渡を前提とした貸出取引 - 市場型間接金融	15
1．市場型間接金融の必要性	15
2．市場型間接金融の効果	16
3．借入企業の認識と今後の方向性	17
4．参加金融機関へのインセンティブ	17
借入企業と転売先の関係： 売買市場のイメージ	20
提言及び検討課題	20
1．市場活性化のための具体的提言	20
2．更なる市場活性化のための検討課題	21
3．モニタリング	23
貸出債権市場に関するアンケート	24

第2部 第2ワーキング・グループ報告書

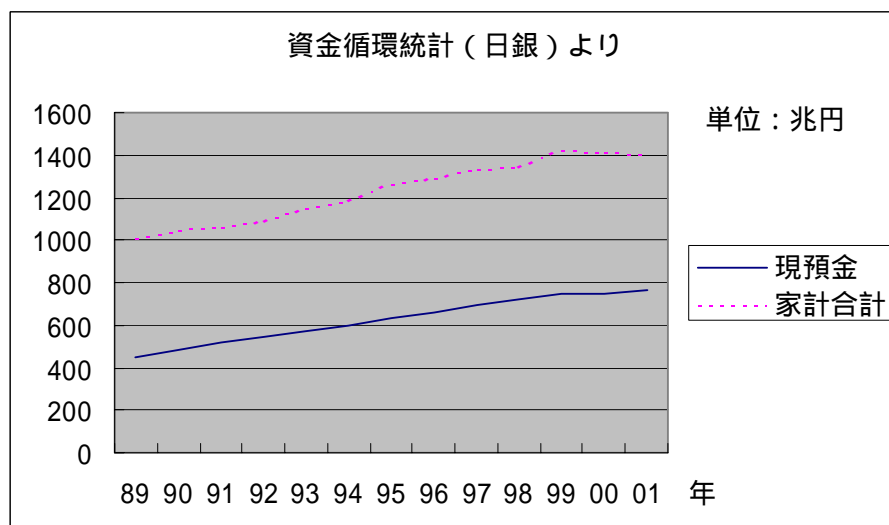
不良債権取引の実態について	31
1. わが国の不良債権取引の変遷	32
2. 不良債権取引の参加者	33
3. 不良債権取引の種類	36
4. 現状の不良債権取引に対する認識	37
今後の変化と対応策	38
1. 今後予想されている変化	38
2. 変化の中での課題とその対応策	40
投資家層拡大の可能性	41
1. 不良債権を直接購入するプレイヤーの拡大	41
2. 不良債権関連商品への投資家層拡大	42
不良債権取引活発化のための課題	43
1. 取引実績・取引機会情報の集約・開示	43
2. 証券化・流動化の推進	44
3. 制度面の整備	48
4. 市場統計の整備	53
WGとしての結論および銀行界の課題	54
図表 わが国における不良債権の取引経路	56

第 1 部 第 1 ワーキング・グループ報告書

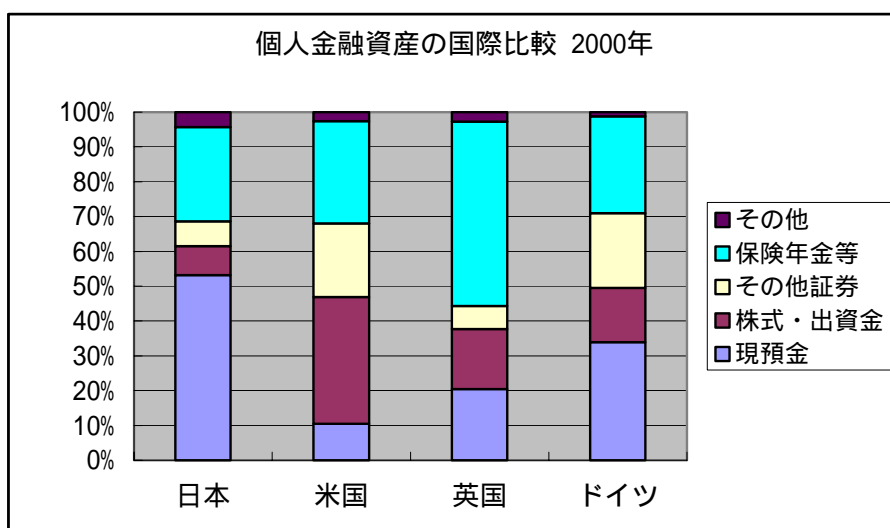
問題の所在

1. 貸出債権市場の必要性

日本の個人金融資産(約 1,400 兆円)の半分以上は、現預金である。資金循環統計によれば、2002 年 6 月末現在、個人金融資産に占める現預金の比率は 54%となっている。この個人金融資産が現預金に偏重する構造は、「日本版ビッグバン」が提唱された 1996 年以降も基本的に変化していない。その後、金融関係の規制緩和が進展したが、この傾向は不変であり、規制緩和の効果は明示的には現れていないようである。



日本の個人金融資産が現預金に偏重していることは他国と比較するとわかりやすい。2000 年の数字で個人金融資産の国際比較をしてみると、日本は株式の占める比率が 7%であるのに対し、米国ではそれが 37%と大きく異なっている。日本の現預金の比率は米国、英国、ドイツに比べて際立って高い。



このように日本の資金は現預金（銀行）に吸収される傾向があるため、その裏返し（銀行資産）である貸付金（貸出債権）が市場性（流動性）を持つことは、銀行間での信用リスク移転手法の充実につながり、わが国における国内資金の循環の円滑化に大きく寄与するものと考えられる。¹

したがって、貸出債権市場の創設は、金融界のみならず、日本経済全体における重要なテーマのひとつであると言える。

また、障害を取り除く（規制緩和）だけでは市場は育成されない。市場参加者に対する何らかのインセンティブがない限り構造を変革するような大きな資金の流れは作れない。²

2. 譲渡という側面から見た貸出債権の特性

貸出債権は指名金銭債権である。指名金銭債権は譲渡禁止の特約がなければ譲渡可能である（民法第 466 条）。現在の貸付金実務において明示的な譲渡禁止特約はほとんど存在しないものの、借入企業及び貸付人は貸出債権の譲渡を意識していなかった³。

¹ 規制金利時代と比べかかる資金循環の重要性は飛躍的に増してきていると考えられる。

² 東京オフショア市場、円建 BA 市場、不良債権証券化市場、等は取引当事者のインセンティブを十分に反映する形で市場が成熟しているとは言い難い。

³ リレーションを前提とした金融慣行下では、貸出債権譲渡が行われないということについて

かかる状況下、本報告書においては、貸出債権市場の発展に対して、次の2つのアプローチを採ることとしたい。

アプローチA：現在既に実行済の貸付金譲渡を行うための障害を取り除きインフラ整備を進めるアプローチ

アプローチB：従来存在しなかった「譲渡を前提とした貸付金」の市場を新しく育成するアプローチ

これら2つのアプローチを比較した場合、歴史的経緯や従来の取引慣行に縛られないアプローチBの方が法律面を含め全ての議論がすっきりすることは明白である。実際、シンジケート・ローンを始めとした「市場型間接金融」は茲許急速に拡大してきておりこのアプローチをする際には「こうした動きをどうすればより加速できるか」という観点からの議論が重要になる。

しかしながら、アプローチBにおいて市場型間接金融の活性化を加速するために求められる要件を明らかにするためには、既存の貸出債権譲渡の障害となっている要因を洗い出すことが有益であると考えられ、アプローチAでの論点整理もまた重要と考える。また、アプローチAでの論点整理の結果明らかになる「既存貸出債権の譲渡を行うための障害を取り除くための施策」はアプローチBで検討される新しい金融手法の加速に貢献する部分があるという意味もある。

借入企業は、借入による調達、従来型のものからいきなり全てアプローチBの「譲渡を前提とした貸付金」にシフトしてしまうという事態は望んでいないと推測されるし、そうした事態が正当化されることもなからう。市場が認知されるためには借入企業自身が「市場型間接金融」と「非市場型間接金融」を自らの意思で選択できるような形態で発展していかなければならない。

市場型間接金融の進展は銀行からすれば、いざとなれば「オフバランスできる貸付金」と「オンバランスの（資本コストがかかる）貸付金」との区別を明確化することを意味し、ポートフォリオ管理などの面において異なる手法を得ることを意味する。

内容と条件が異なる2つのタイプの貸付金を用意した上で、借入企業がいずれかを選択することになると思われるが、こうした判断を借入企業が行う際にアプローチAから論点整理がされていれば理解に役

黙示の合意があったと認められるような事案もありうる。しかし「意識していなかったこと＝譲渡禁止」と単純に結論できるものではなからう。かかる不安定な状況の解消を目差す場合には明確に譲渡禁止を約定することが考えられる。

立つと考える。

貸出債権譲渡の議論は極めて密接に商慣行に結びついており過去の長い歴史を無視できない。このため今回の一連の議論の中から「より広く中堅企業等の意向を聴取すべきである」との意見が出され、現実を認識する意味から日本ローン債権市場協会（以下「JSLA」）と協働し、借入企業に対し、市場型間接金融、貸出債権譲渡にかかるアンケート（以下「アンケート」）を実施した⁴。

なお、貸付金については従来より、法的には譲渡ではなく貸付金に存在するリスクとリターンの移転を別契約するローン・パーティシペーション（参加利益契約）という取引が頻繁に行われてきた。しかしながら、本報告書では貸出債権の譲渡をあくまで真正面から議論することとし、そのようなタイプの取引を議論の対象としないでおく⁵。

また、中堅以上の企業宛貸付金を対象とし、中小企業宛貸金は今回の議論の対象としないこととした⁶。

3．市場発展のためのポイント

貸出債権が流動性を持つ際の問題点は、それが（債券ではなく）貸付金であるがゆえの問題点であり主に次の3点に集約される。

- (1) 借入企業による債権譲渡承諾の問題。
- (2) 銀行の守秘義務（投資家に対する情報開示）の問題。

具体的には、投資家としては幅広い情報開示を望むが、借入企業としては開示される情報は少ないことを望み、その間を取り次ぐ立

⁴本アンケートは、経済産業省のサポートの下、全国銀行協会及びJSLAの協働プロジェクトとして電通リサーチに委託し実施したもの（実施時期 2003年2月）。アンケートは以下の要件を満たす中堅企業・大企業あてに実施、電通リサーチより事前に電話でアンケート協力確認の上500社にアンケート依頼、390社より回答を得たもの。

【対象企業要件】業種毎に以下の要件を満たす企業を電通リサーチにて無作為抽出。ただし、金融機関は対象外。

卸売業	：資本金1億円超かつ常用従業員100人超
サービス業	：資本金50百万円超かつ常用従業員100人超
小売業、飲食店	：資本金50百万円超かつ常用従業員50人超
それ以外の業種	：資本金3億円超かつ常用従業員300人超

⁵平成12年1月31日付会計制度委員会報告第14号「金融商品会計に関する実務指針（中間報告）」によればローン・パーティシペーションによる貸付金のオフバランス効果はリスク経済価値アプローチを採用するものであり、あくまで経過措置とされている。

⁶中小企業宛貸付金の譲渡は実務的にはCLO、CDO形態のプール型証券化案件として行われることが多いなど、全く別のアプローチが必要になるため今回の議論から外した。なお、中小企業としては脚注4にあるアンケートの対象企業より規模の小さい企業を想定している。

場にある銀行は守秘義務に関する問題を抱えるという問題。

(3) 信用リスクに対する評価の問題。

歴史的に日本の金融機関は信用リスクについては「ワンサイド」（売一色、もしくは買一色）に振れることが多く、たとえば特定の時期に特定業種に対してどの銀行も貸出を行わないといった現象が起こることがある。一方、一部マスコミには「貸付金については一物一価となる『正しい』価格が決まっていないために市場が拡がらない」といった論調が見られる⁷が、まず理論価格ありき、とすることは実務の立場からは現実的ではない。本来、売り手・買い手のリスク評価が異なるからこそ市場（取引）は成立する。様々な評価を行う投資家が存在しうる素地無しに市場が発展することはありえない。信用リスクに対して異なった評価を行うことを許容する金融風土が必要である。

以上3点につき、2つのアプローチ（アプローチA、B）で検討する。

アプローチAの場合、上記(1)(2)はともに日本の商慣行に関連し様々な問題が発生する（後述）。なお、上記(3)については、そもそも論であり、アプローチAでは解決できない。

アプローチBの場合、上記(1)の譲渡は明示的に承諾されることになる。上記(2)については、譲渡の際どの程度情報を公開するかが借入企業との交渉で個別に決定できるため守秘義務等の問題は発生しない⁸。なお、上記(3)については、アプローチA同様、解決困難ながら、シンジケート・ローンを始めとする市場型間接金融が拡大し様々な投資選好を持つ投資家が現れてくれれば解決されていく可能性がある。

⁷ 一物一価の状況はより流動性があるとされる債券の世界でも存在しない。実際の取引価格と評価上の価格を混同した議論と思われる。

⁸ シンジケート・ローンを中心とする市場型間接金融では個々に借入企業と打ち合わせた上でインフォメーション・メモランダムを作成、開示する情報を詳細に定めることになるが、開示する項目のガイドラインのようなものが業界で作成されることも情報公開の円滑化に資すると思われる。

論点整理

1. 譲渡承諾

(1) 問題の所在

譲渡承諾に係る問題として、次の事項が挙げられる。

従来は日本の金融慣行として貸出債権が当初貸付人(銀行)から譲渡されることは明示的に想定されていなかった⁹。

貸出債権が譲渡される場合には、借入企業に後述の通り悪影響が及ぶ可能性があり、譲渡について了解を取得することが必要となる。(貸出債権の譲渡について黙示の合意があったとされる可能性がある場合も同様に譲渡について了解を得ることが求められよう。)

投資家からすると、承諾の有無(特に異議の有無)により権利内容に影響がある。

(2) 法律論

譲渡承諾に係る法律論として、次の事項が挙げられる。

貸出債権は指名金銭債権であり、譲渡を禁止する特約が存在しない限り譲渡可能である。

貸出契約一般では、明示的な譲渡禁止条項が存在するものは稀であり、法的観点からは債権譲渡ができないというものではない。ただし、黙示の譲渡禁止合意があったと考えられるケースは、現状の金融取引慣行に鑑みれば少なからず存在しよう。

もっとも、借入企業が異議を留めず譲渡を承諾しない限り、貸出債権に関し借入企業が主張しうる抗弁権は完全には切断されることはなく、投資家はクリーンな形で貸出債権の利益を享受できない。

一般金銭債権と異なり、貸出契約上の権利には貸出債権の要素とはならない特約条項(銀行取引約定書等に規定される)が存在する。債権譲渡とは債権の同一性を維持して移

⁹ 事実関係として、暗黙のうちに譲渡禁止を合意していたと想定されるケース、譲渡をしないことに対する期待があったと推察されるケース、全く意識しなかったケース等様々なケースが考えられる。

転を行うものであり、債権の内容となっていない特約は当然に随伴するものではない¹⁰。

(3) 取引当事者の利害

借入企業は譲渡承諾に消極的である理由として、次の5つを挙げている。

貸付金と預金、デリバティブ取引等との相殺ができなくなる。

借入企業が望まない相手への譲渡を回避したい。

誰に返済すれば免責されるのか不明になる。

借入残表（取引銀行別貸金残高表）が変更される。

銀行の自動引落機能が使えなく不便になる。

このようなデメリットについて、今回実施したアンケートの結果は以下の通りとなっている。

(a)相殺ができなくなり困る：37.4%

(b)取引序列が変動して困る：47.9%

(c)真の債権者管理が困難になり困る：37.4%

また、これらのうち最も重視するものについては、(a)が31.5%、(b)が22.8%、(c)が37.7%となっている。

この比率は決して低いものではないが、譲渡承諾に対してさほど悲観的になる必要もないと思われる。ただし、上記のデメリットを上回るメリットが借入企業側になれば、彼らとしては貸出債権の譲渡を承諾するインセンティブが生じない。アンケートの結果からは、回答者のうち「貸出債権の譲渡をすべきではない」という回答は全体の22.6%にとどまっており金融機関の貸出債権譲渡への理解度は相当に高いと思われる。また、実際に貸出債権の譲渡を承諾するか否かについては「(メリットがあれば)承諾する」が56.9%となっており、まさにメリット次第ということになる¹¹。

¹⁰ 「特約が当然に随伴するものではない」ということは、銀行取引約定書の規定が一切随伴しないということの意味しない。銀行取引約定書上の規定であっても、それに基づく貸出債権が発生すると同時に債権の内容となったり、債権の付款として効力が発生するものは、債権が譲渡された場合に債権に随伴すると考えられる。(例えば、貸出債権は消費貸借契約に基づく債権であり、弁済期の定めが要件になるため、弁済期の定めに影響する期限の利益喪失事由は弁済期の定めに関する付款として、債権発生時にその内容になっていると考えられる。)

¹¹ 既存貸出の譲渡の場合、借入企業としては貸付人の貸出余力の復活等のメリットがありうるが、当初より譲渡を前提とした貸付金に比してメリットの度合いは低くなる可能性が高い。譲渡承諾を行うことにより借入企業がメリットを享受できないとなれば、承諾してもよいと考える企業の比率は低下する可能性もある。

(4) 施策

借入企業にとって譲渡承諾しやすい環境を作り出すために、以下の施策が挙げられる。

そのメリット（インセンティブと言い換えてもよい）として具体的には「借入企業にとっての借入条件面（スプレッド）での優遇」及び「その裏付として貸手側に『譲渡適状』にある貸金評価（査定、行内格付）を上方修正すること¹²」が想定される。

また、上記借入企業のデメリットのうち「相殺ができなくなる」点を除いては「信託宣言」を許容すれば、自ら保有する貸出債権を信託勘定に譲渡することが可能となり全て解決できる¹³。（信託宣言を利用した手法は欧米でも実績があるものの、わが国の現行法制では信託宣言は認められないというのが通説¹⁴であり、この点に関する法制面の整備が必要である¹⁵。）

また、実務的には当面借入企業に安心感を与えることを優先し、a．譲渡できる相手を何らかの形で限定すること、およびb．当該譲受人には銀行のような調査権（銀行取引約定書第12条）がないこと¹⁶を明快にしておくことが必要であろう。

2．情報開示

(1) 問題の所在

情報開示に係る問題として、次の事項が挙げられる。

一般に、メインバンクには借入企業についての情報が多く

¹² かかる上方修正の根拠としては、貸出債権の流動性が高まることにある。逆にいえば、譲渡適状でない貸出債権には流動性プレミアムが要求されるということになる。一方、借入企業は流動性プレミアムの低下を享受しうる。

¹³ 2001.9.17 付金融財政事情 P.34「宣言信託はローン債権市場の活性化をもたらす」ご参照。

¹⁴ 信託法第1条は「他人をして」管理処分をさせると規定しており、自己信託となる「信託宣言」は許容されないと一般に解釈されている。受益者が明快である商法等と比べ、信託法は法改正による受益者が誰なのかが明確でなく、改正の議論が進みにくいという側面があると思われる。

¹⁵ もっとも「受託者の忠実義務をどのように担保するのか」等、別途検討を要する事項もある。

¹⁶ 換言すれば「調査権が債権譲渡には随伴しない特約事項であることの明確化」である。ただし、借入企業が同意する場合には、投資家の要望にこたえる形で、調査権を随伴させる旨合意することは可能と考える。

集まり、譲受人（投資家）は相対的に少ない情報しか入手できない（情報の非対称性）。

法人に対する当初貸付人（銀行）の守秘義務は、個人（基本的人権の保護）の場合と異なり、財産権の保護を根拠にしたものながら、どこまで及ぶのか範囲が明確でない（明文規定が存在しない）。

投資家の必要とする情報（信用リスクの判断以外に自己査定作業のために必要な情報等）については守秘義務上の扱いが不明確。

(2) 法律論

情報開示に係る法律論として、次の事項が挙げられる。

当初貸付人（銀行あるいは金融機関）は、顧客との取引で得た秘密情報に関する守秘義務を負うと考えられる。これは、当初貸付人が顧客との間で明示的な守秘義務契約を締結した場合はもちろん、それ以外の場合でも、商慣習説、黙示の契約説、信義則説等により存在する義務とされている。

守秘義務がある場合であっても、顧客の同意を得た場合については、正当事由があるものとして情報開示が許容される。

以下の情報については、守秘義務の対象となる秘密情報に該当しないと考えることが妥当である。

- a 民法により貸出債権は譲渡禁止特約がない限り譲渡可能であり、譲渡のために必要な情報開示は許容されると考えられる。当然のことながら債権を譲渡する場合には、譲渡対象である債権が特定される必要がある。従って、対象債権を特定するための貸出債権にかかる情報は守秘義務の対象とはならないと考えられる。しかしながら、これは債権譲渡が可能というところから導かれる結論であり、債権譲渡以外の目的でこれら情報が開示されることまで認めることにはならないし、譲渡禁止特約が存在する場合も同様に開示は認められない。
- b 商法上公告義務が課されている情報（貸借対照表また

はその要旨〔商法第 283 条第 4 項〕、ならびに大会社における貸借対照表及び損益計算書またはそれらの要旨〔株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律第 16 条第 2 項〕) については、そもそも公告義務がある情報であるため、これらを秘密情報として取り扱う必要性はない。

- c 公開情報（有価証券報告書等）は当然に秘密情報には該当しない。

(3) 取引当事者の利害

しかし、現実的には非公開企業は商法上要求されている情報でさえ開示することに対し心理的な抵抗感が強いと言われている。また、銀行別借入残表は投資家にとって未だに重要な情報（資産の自己査定上も要求されている）ながら、守秘義務の対象となるか否かが不明確である。なお、借入残表の内容については、商法施行規則第 84 条第 1 項第 8 号にて、営業報告書の一事項として規定されており、計算書類として債権者の閲覧謄写権が及ぶ範囲である。従って、債権を譲り受けようとする者は将来債権者になることを目指しているものであり、実際に債権者となった段階では閲覧請求できる情報であることから、一定の制限の下で秘密情報とはしないとする考え方も検討の余地があるのではないか¹⁷。

この点について、アンケートの結果を参照すると、以下の通りである。

¹⁷ 公開を義務化されている情報とは水準感は異なるものの、法的に閲覧謄写権を許容している内容が「財産権侵害を引き起こす借入企業にとっての秘密情報」とは考えにくい。

(全回答先：390社、下記 の対象は324社)

対象となる情報	許容できないとの回答比率
貸出債権の条件	24.1%
財務諸表	13.8%
商法第283条で公告義務のある情報 ¹⁸	12.8%
商法特例法第16条で公告義務のある情報 ¹⁹	10.8%
借入残表	20.0%

(非公開先の回答状況：対象は169社、下記 のみ対象は109社)

対象となる情報	許容できないとの回答比率
貸出債権の条件	26.0%
財務諸表	21.9%
商法第283条で公告義務のある情報	18.9%
商法特例法第16条で公告義務のある情報	16.5%
借入残表	28.4%

このアンケート結果を見る限り、投資家から見て貸出債権譲受検討のために最低でも必要になると思われる財務諸表及び借入残表についてはさほど問題視されていない。ただし、情報開示への姿勢については、当該情報が流通する範囲が制限されるか否かということにより判断が異なってくることも考えられる。もちろん、譲渡承諾に伴うメリットの有無が大きく影響することはいうまでもない。

(4) 施策

情報開示に係る施策として、次の事項が挙げられる。

借入企業保護（財産権保護）と情報開示を両立させるためには、当初貸付人が個別に借入企業から提供を受けた情報

¹⁸ 貸借対照表またはその要旨

¹⁹ 貸借対照表および損益計算書またはそれらの要旨

(一般的には非公開情報とされているもの。公開情報は明らかに守秘義務の対象とはならないため、ここでは議論の対象としない。)につき、(a)都度借入企業の同意を得ずに開示可能な情報(以下「パブリック情報」²⁰)と(b)個別に同意を得なければ開示が不可能な情報(以下「プライベート情報」)の区分を明確化することから始めたいと考える。

具体的には、パブリック情報は当面限定的に解釈し、商法等にて開示が「想定」されている情報(上記 2.(2)および(3)参照)に限定し、かかる情報については守秘義務の範囲外であると考えたい²¹。しかしながら、上記アンケート結果からもわかるように、法的に公告や債権者による査閲の対象となっている情報についても商慣行上、開示を望まない借入企業も現に存在するため、あえてかかる情報についても開示先を合理的な選定基準に基づく限定された先とし(以下、かかる先を「適格開示先」²²という。)当初貸付人と適格開示先である投資家の間で「情報の目的外使用を禁止する約定書」を締結することが必要である。また、かかる約定に違反する者(目的外使用をした者)に対して罰則として以降そのような情報提供を行わないなどといった対応を採ることも必要であろう。

上記守秘義務と情報開示に関するルールは「一貸付人、一投資家」の問題ではないことから、開示行為の正当性を補強する(違法性の議論を緩和する)ために、市場参加者が共通して依拠できる文書として明確にする必要がある。また、かかるルールは、本来民事法上の問題を扱っていることから、広く世の中に意見を求めて了解を得る(合意形成の明確化)ことも検討すべきである。

²⁰ 本報告書で用いている「パブリック情報」という用語は一般に用いられる「公開情報」とは異なった意味で用いられている。

²¹ 銀行法務 21(No.586)2001年2月号 P.50 慶応大学池田真朗教授は「債権流動化からみた21条2項の必要性」の中で「『金融機関相互間限りでの情報の提供で慣習として認められている範囲のものを行う場合』は守秘義務の『範囲外となる場合を定めるもの』と位置づけられるべきである。」と述べられている。

²² 情報の流通を許容した際に発生しかねない不適正な情報流出・不適切使用に対し借入企業が抱きうる不安を解消するためには、パブリック情報についても、債権譲渡に伴う情報流通に関する慣行が定着するまでの暫定的措置として、開示範囲を限定しておくことがスムーズな環境整備に資するとの観点である。具体的には、たとえば、銀行法第2条第1項に規定する銀行、長期信用銀行法第2条第1項に規定する長期信用銀行といった形式で個々に定めていく必要がある。

債権売買市場に参加する者（情報が欠如した状態で売買が実施されることは想定しがたく、適格開示先に限定されると考えられる。）にとっても、投資対象が貸付金であるがゆえに自己査定の問題が発生する。この点に関し、運用面（作業に必要な情報）で上記パブリック情報以上の情報であって借入企業が開示に同意しない情報を、投資家が当初貸出人や借入企業に求める必要がないようにしなければ、実務的には身動きが取れない。例えば、パブリック情報のみに基づき自己査定を行うことが許容されるといったような、何らかの対応が必要である²³。

ここまでの議論は主としてアプローチ A で進めてきた。冒頭にも述べたように実際の貸付金は譲渡につき議論がなされないで、実行されることが多い。いわば譲渡承諾に対して「白紙」状態での議論である。よってここでは最低限の情報開示を議論せざるをえないが、実務的には新しい金融手法として「譲渡を前提とした貸付金」の動きこそ活性化すべきである。

アプローチ B から情報開示の問題を検討した場合、守秘義務の問題は個別に決定されるため、借入企業の開示に対する姿勢如何である。そこでは「情報開示に積極的であればあるほど、市場型間接金融での資金の出し手が増え、コストの低い調達が可能となる」といったインセンティブ・コンパティビリティの高いシステムを構築できる可能性がある。最終的にはかかるシステムを目標とすべき問題であり、その意味で、情報開示に関し借入企業について「現在検討しているパブリック情報（最低限の情報）開示で十分」ということを意味するものではない。

²³ パブリック情報のみで自己査定を行うことが許容されない場合には、既存貸出債権の流通は困難といえよう。また、そもそも、譲受人のリスク管理において必要な情報がパブリック情報では不足する場合も同様に流通が困難となる。

3. 信用リスク評価のあり方

個々の貸出債権（信用リスク）に対して異なる評価を行うことを許容する環境がなければ、貸出債権市場は育成されない。市場に「透明感」があるというのは、ある信用リスクに対する「正しい理論価格」が存在するといった状況をいうのではなく、「共通の基盤（「公開情報」＋「パブリック情報」）」をもとに、市場参加者がそれぞれ独自に合理的な判断を行える環境整備がなされている状況と考える。この際「市場の参加者の中で特定の誰かに対してより多くの情報が提供されているわけではない」という安心感こそが大切である。この意味で共有すべきパブリック情報を定義することに意味があり、これを順次広げていくことが肝要である。²⁴

また、取引実勢価格の形成は市場育成の過程を把握する意味でも重要であるが、情報端末（スクリーン）を通じた取引形態をもって「透明感」とする考え方も採用できない。実務の観点からは、まず相対取引が頻繁に発生し、その集積からブローカーが自然発生（電話による相対取引）、最終的にはスクリーンを通じた情報交換、売買と発展するものであって、「先に理論価格、先に相場情報のスクリーンありき」の議論は現実的ではない。

信用リスクに対する評価がすべての市場参加者において同じであった場合、「売り手の損は買い手の得」、「売り手の得は買い手の損」となるので、売買取引は成立しない²⁵。すなわち、同じ信用リスクに対して、市場参加者が異なる評価をする素地がなければ、売買は成立しない。一方、個々の貸金を単体のリスクと評価するのではなく、当該投資家のポートフォリオの一部として評価すれば、参加者毎に評価は異なるので売買は成立する。

よって、市場にそれぞれ固有のリスク選好を有する多様な当事者が参加することは、市場における出会い（売買）の可能性を増加することになり望ましい。なぜならば、同様のリスク選好を有する当事者の

²⁴ 「情報の非対称性」の議論にはきりがなく、貸付金に関しては借入企業とリレーションシップを持つ当初貸付人と投資家が、情報面において対称性を持つことはありえない。

²⁵ すべての当事者が同じ評価であった場合には、かかる評価（理論価格）より高い価格で売買が行われた場合には売り手は利益を得、買い手は損失を蒙り、理論価格より低い価格で売買が行われた場合にはその逆になるということである。実際には、当事者のポートフォリオ構成、リスク選好により当該当事者による特定の貸出債権の評価は異なりうるはずである。

みの市場では、特定の債権については売りニーズ（あるいは買いニーズ）のみが存在し、売買が成立しないという事態が容易に起こりうるからである。

こういったことに鑑みれば、借入企業の心理的抵抗感から貸出債権の譲渡先や情報の開示先を限定するようなルール（適格開示先の指定）は市場の育成を阻害することになる。今回のアンケート結果は、当初我々が予想したよりも、市場型間接金融に対する借入企業の理解が進んでいることを示唆しているように思われるが、貸出債権が譲渡されるという事象が借入企業にとって不利益となるものではないということが借入企業のコンセンサスにまで高められた段階で、かかるルールは見直していくべきであろう。

譲渡を前提とした貸出取引 - 市場型間接金融

1. 市場型間接金融の必要性

いわゆる「間接金融（＝貸付金）」については、貸付人と借入企業の継続的かつ安定的な関係を前提としており、貸出債権の譲渡が明確に意識されることはなかったといえる。これは商慣習であり、かかる環境下で組成された貸出債権を流通させることに困難を伴うのはある意味当然であるが、既に実行された貸付金の流動性欠如にかかる論点を整理し解決の方法論につき相当の議論を行った（アプローチA）。

アプローチAの根底にあるものは「譲渡承諾あるいは情報開示承諾に伴う借入企業のデメリット（もしあれば）と等しい、もしくはそれを上回るほどのメリットの存在が必要」という考え方である。当初より譲渡を想定せずリレーションに依存する取引関係の結果取り組まれた貸出債権は、固定的であることにこそメリットを見出しているものである。よってこれをそのままの形態で譲渡させるというものはある意味合理的ではない。一方、従来の商慣習とは異なる新しい間接金融のスタイルを導入する（新しい市場を作る）という発想はきわめて明快である（アプローチB）。

このような新しいスタイルは、借入企業がメリットを感じる場合に導入されるわけであり、譲渡承諾・情報開示承諾の側面だけを取り上

げてインセンティブの議論をするよりはずっと合理的なアプローチといえる²⁶。情報開示に積極的である借入企業であればあるほど（開示をすればするほど）市場型間接金融のメリット（調達が多様化、コストの削減）を享受できるというインセンティブ・コンパティビリティの高いシステムを議論すべきである。

さらに、市場型間接金融の拡充は、以上のような借入企業におけるメリットをもたらすことに加え、以下のような意義を併せて有するものと考えられる。

- (1) 投資家の信用リスク・テイク手段の多様化を通じた、投資パフォーマンスの向上。
- (2) 市場における、より客観的な信用リスク評価を前提とした適正なスプレッドでの貸付金の実現、及び（シンジケート・ローン組成等にかかる）手数料収入等を通じた銀行セクターの収益性向上。
- (3) （当初貸出を行う）銀行、投資家双方におけるポートフォリオのリスク分散効果。これを通じた金融システムの安定性向上。

2. 市場型間接金融の効果

市場型間接金融は、譲渡を許容することで貸付人を貸出当初のみならずその後も開拓できる（あるいは当初貸付人が譲渡できることで貸出余裕枠を復活させる）、戦略的情報開示（デットIR）を通じてより有利な調達コストを実現する、従来以上の資金ソースを確保できる、等のメリットを享受することを目的としている。

そのようなメリットが理解される場合には、借入企業は個々の約定として譲渡を承諾し、情報開示を許容することになる。従って、上記の譲渡承諾あるいは情報開示にかかる守秘義務の問題は基本的に約定ですべて解決可能である。

また、借入企業の要望に応じ譲渡できる先を制限することができ、開示情報についても自らの個々の判断で多くも少なくもなる。つまり開示情報の多寡に応じて市場原理が機能していくということから借入コストや借入余力が変化するという世界が現出する。さらに、シンジ

²⁶ 貸付人側にもメリットがなければかかる手法が浸透しないことは当然であろうし、また、投資家がメリットを感じなければ、かかる手法が導入されても現実の売買は活性化しない。

ケート・ローンを始めとする市場型間接金融が拡大し、様々な投資選好を持つ投資家が現れてくれば、リスク評価の多様性も自ずと向上していくこととなる（同時に価格形成も行なわれ易くなる）。

ただし、こういった一連の市場型間接金融の世界は従来の「借入企業 - 銀行」のリレーションシップ自体を変質させるものである。その意味であくまで借入企業が従来型の金融と市場型間接金融のいずれかを選択できるようにしなくてはならない。

3．借入企業の認識と今後の方向性

今回のアンケートによれば、シンジケート・ローンを導入あるいは検討したことがある企業は40.3%となっており、借入企業が市場型間接金融について検討を始めつつあることがうかがえ、逆に、未だシンジケート・ローンについて検討をしたことがない企業が59.7%であることは、今後検討が進む余地も十分あることを意味する。シンジケート・ローンは、通常の場合には、貸出実行後における譲渡を想定しており、今後、市場型間接金融手法が従来型の譲渡を前提としない間接金融と併行して浸透することで、「譲渡適状」の貸出債権が増加していくことが期待できる²⁷。

アンケートの別の設問において、市場型間接金融にメリットを感じないという回答は22.8%にとどまっており、適正な借入コストの実現、調達余力の拡大といったメリットが実感できれば、市場型間接金融の浸透が十分に期待できるのではないかと考えられる。

4．参加金融機関へのインセンティブ

アプローチAを中心に各種施策を述べたが、アプローチBにとって最も大切なものは、新しい市場型間接金融を定着させ市場を拡大させるインセンティブである。

あまり認識されていないようだが、貸付金という資金運用方法は金

²⁷ もっともシンジケート・ローンであっても、貸出実行後の譲渡に制限を付す取引もありうる点には留意が必要である。

融機関にとって極めてコストの高い運用形態である。借入企業の信用リスクの調査、稟議、与信管理、自己査定といった貸付金にかかる一連の作業は歴史的な経緯もあり膨大であり、債券運用対比相当に高コストである。貸付金と債券の中間に位置する市場型間接金融については従来の貸付金とは別の金融商品であることを明確にし、柔軟に対応できることが投資家側のインセンティブにつながると考える。

特に、シンジケート・ローンにおいては、以下の2点により実務面で従来型の貸付金とは信用リスク管理の考え方が異なる。

- (a) 組成の段階で借入企業より開示される情報（インフォメーション・メモランダム等）は、一義的には借入企業がその範囲を決定するものながら、参加金融機関が自己責任にて検討するために必要と認められる情報については適宜追加開示を要求し、アレンジャーがかかる要望を借入企業との間で調整する類のものであること。即ち、「こういった情報が信用リスクの判断のために必要であるか」ということが参加金融機関とアレンジャーの間で議論され、それを踏まえ、借入企業が参加金融機関に情報を開示していること
- (b) 同時に「どのようなチェック項目にて貸出後の信用リスクを管理していくか」ということが組成の段階で議論され、貸出後における契約上の義務として借入企業が行う情報開示の内容が具体的に決定された上で、借入企業が（通常はエージェントを通じて）参加金融機関宛に情報提供していくこと

貸出当初に上記（a）（b）の議論を経て実行されるシンジケート・ローンについては、借入企業より貸付人に開示される情報が当該ローンに参加する貸付人の間ですべて共通となる。また、譲渡を前提としたシンジケート・ローンであれば、かかる情報は貸出実行後に売買が行なわれた際に投資家宛伝達が許容され、投資家は参加金融機関の立場を引継ぐことになる。しかもその場合においても契約書はすべての貸付人に共通しており、貸出条件は同一である。

このようにシンジケート・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、事後管理も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となる²⁸。貸付人相互

²⁸ 信用リスクについての判断という点では、シンジケート・ローンの参加者に自己責任が要求

間で契約格差、条件格差、情報格差が生じない取引であることから、作業面において全貸付人で共有できる何らかの枠組みを導入、負担を軽減することに合理性がある²⁹。

極めて些細なことのようにつえられがちだが、こうした負担軽減のインセンティブは必ずシンジケート・ローンの市場拡大に貢献すると信じる。

また、別の問題として「当初貸付人が投資家に貸出債権を譲渡した後も、債権を回収し続けることができるのか」という問題（弁護士法）を明快にしておくことも投資家にとって必要である。信用リスクに問題が発生した場合においても、投資家が当初貸付人の債権回収能力に期待できる（回収することが法的に認められる）か否かは、投資家にとって貸出債権を購入するかどうかの判断にもかかわる大きな問題である。

されるのは当然であり従来型の貸付金と異ならない。しかしながら実行後の信用リスク管理はリレーションの存在を前提としない取引であり異なった対応が必要となろう。

²⁹ 具体的には、シンジケーションの募集に用いられるインフォメーション・メモランダム及びその後の契約上の開示情報を以って査定作業の資料とするといったことが考えられる。

借入企業と転売先の関係：売買市場のイメージ

今までの議論を借入企業と転売先の関係から表に整理すると以下のようになる。

借入人	公開企業	非公開企業（除く中小企業）
転売先 適格開示先 (銀行、機関投資家等)	情報開示の問題は最も少なく、現在もそれなりに取引は存在する。借入残表と守秘義務の関係が明快になれば、取引はより活性化。	市場型間接金融(シンジケート・ローン)が急成長している部分であり、今回WGにおける議論の中心
ノンバンク及び一般事業法人	ノンバンク及び一般事業法人に対する平均的なイメージとして、借入残表といえども、借入人の情報開示に対する心理的抵抗感は強いものと思われる。	情報開示に対する抵抗感が最も強い部分と考えられる。一般事業法人を対象とした場合には、その業種次第では競合他社への情報流出が財産権の侵害となるのではないかと懸念が存在することが考えられる。
今回開示が議論されているパブリック情報	借入残表	借入残表に加えて、商法に規定される情報（大企業にとってのB/S、P/L 株式会社にとってのB/S）

パブリック
 情報を開示
 する対象候補

今回のアンケート調査のターゲット

提言及び検討課題

1. 市場活性化のための具体的な提言

貸出債権については、「貸付金」であるが故に逃れられない特有の事情・慣行（稟議形態、与信管理、資産査定）が存在する。貸出債権取引市場活性化のためには、これらの事情・慣行に柔軟に対応することが必要であり、今までの議論を総括すると以下の措置が有効と考えられる。

- (1) 借入企業についての情報開示に関して、パブリック情報とプライベート情報を「線引き」し、とりあえず銀行と機関投資家のみの世界（適格開示先）で情報交換を可能とする³⁰。

³⁰ 「 2.(4)施策の 」にて既述の理由による。

- (2) 貸出債権の譲受人については、借入企業宛に当初貸付人が銀行取引約定書に基づき有する権利のうち、調査権のように貸出債権の要素ではない権利は、債権譲渡のみでは移転しないことを明確にする。
- (3) 適格開示先の間における情報交換につき「情報の目的外使用を禁止する約定書」を締結しルール違反者は適格開示先から排除する。
- (4) 「線引き」は、一企業の問題ではないため、市場参加者が広く一般的に確認できる文書で明確にされることが必要である。
- (5) 「譲渡前提の貸付金」と「譲渡を前提としない貸付金」を区分し、それぞれの評価（自己査定、行内格付等）において、流動性の違いを勘案し、前者を後者よりも高い行内格付を付与することを許容する。
- (6) シンジケート・ローンについて参加金融機関の査定作業を合理化する。
- (7) 「信託宣言」解禁のための法整備を前向きに検討する。
- (8) 当初貸付人である銀行が行う貸出債権回収関連行為について係る弁護士法上の問題がないことを何らかの形で確認する³¹。

2. 更なる市場活性化のための検討課題

以上、貸付債権の譲渡に関する諸問題を検討してきたが、特にわが国において構造的に問題を困難にしているのは情報公開一般に対する姿勢である。これは従来の「企業 - 銀行」のリレーションシップ、メインバンク制にも関連するものである。先にも何度か述べたが、借入企業が自らの信用情報を市場に開示することにメリットを感じ、その積極的な姿勢が評価されて市場調達の面でメリット（調達コストの低下、資金の出し手の多様化）が生まれていく環境が整えばこうした議論は不要となる³²。

³¹当初貸付人を銀行に限っているのは、社会的なインフラとなっている銀行の決済機能に鑑み、銀行が行う債権管理回収行為の扱いがどうなるのか明快にして欲しいとの投資家の要望があるためである。

³²将来的には、会社について公的な登録制度を設け、インターネットの技術を応用し財務諸表をXBRL言語で表記するといったことも考えられる。(XBRL=eXtensible Business Reporting Language)

しかしながら、現実の世界では、I Rに関する理解が深まっているとはいえ、「情報はできるだけ公開したくない」、「特定の情報はメインバンクにのみ提供したい」といった考え方も残存している可能性が否定できない。この状況を打破し融資慣行を変革していくためには、何らかのインパクト、トリガーが必要である。

そのような観点より、本報告書では、既存貸出を巡る問題点を整理のうえ、現状の商慣行を踏まえたうえでの方策をまず提示した。

これらの中には、今後市場型間接金融市場が本格的な稼働を開始するまでの暫定的な措置と位置付けられるものも多く含まれる。将来的には、借入企業による積極的情報開示や多様な投資家の市場参入が、借入企業の調達力向上といったようなメリットにつながる機能を内包したインセンティブ・コンパティビリティの高い市場を実現していくことが求められる。

かかる観点より、市場型間接金融の一層の活性化のためには、以下の点に関する検討が必要である。

- (1) 貸出債権譲渡にかかる借入企業のスタンスの変化などに応じて、適宜ノンバンク・一般企業を市場参加者とできないか³³。
- (2) 中小企業宛貸付金を市場型間接金融の対象にできないか。中小企業については個別の債権の売買取引ではなく、CLO、CDOといった証券化スキームとして市場の発展を捉えるべきである³⁴。情報開示に関しては、個々の借入企業の内容ではなく、ポートフォリオの属性(格付レポート)という内容になるが、個々の借入企業の顔が見えない貸出債権ポートフォリオを審査できるか、自己査定できるかという問題となる。また、格付レポートの内容を超えた借入企業の情報を提供することについては、同様に守秘義務の問題が発生する。また、中小企業の情報開示については、情報そのものの質の問題もあり、情報の質を向上させるための環境整備も必要である。

³³ ただし、ノンバンク(「貸金業の規制等に関する法律」(以下、「貸金業法」)という貸金業者)の参入については、貸金業法の関係で、ノンバンクが当初貸し出した債権の譲渡に際しての書面交付義務を巡る問題(当初貸出人が回収を行う場合でも貸金業法第24条第2項で準用する第17条の書面交付義務があるのか否か、そもそも、銀行が譲受した場合にも貸金業法を適用すべきなのか)、当初銀行が貸し出した債権がノンバンクに譲渡された場合に貸金業法の適用があるのか否か、といった問題が解決される必要がある。また、一般企業が参加する場合、貸金業の登録を要するか否かも検討されるべきである。

³⁴ 2002.8.5付金融財政事情 P.78「CLOが中小企業金融に変革をもたらす」ご参照。

3. モニタリング

今回の議論・提言の実現の結果、市場がどのように反応していくのかについては注意深くモニタリングしていく必要がある。そこで、以下について今後の対応が必要である。

- (1) 貸出債権市場（含むシンジケート・ローン）の市場規模を統計的に把握し（できれば四半期毎に）、その成長プロセスを把握すること。
- (2) 今回実施のアンケートに類する手法で、市場参加者の思想の変化を定期的にモニタリングすること。

以 上

貸出債権市場に関するアンケート

T - 021557

2003年2月

調査企画 全国銀行協会
日本ローン債権市場協会

調査実施 (株)電通リサーチ

【ご記入のお願い】

- ・このアンケートは貴社で財務関係を担当なさっている責任者の方にお願ひします。
- ・回答は、あてはまるものの番号を で囲んで下さい。回答の数は質問ごとに（ はひとつ）あるいは（ はいくつでも）と指示してあります。
- ・「その他」という回答の場合は、その内容を の中にご記入下さい。

勝手なお願いでまことに恐れ入りますが、2月14日(金)までに別添封筒に入れてご投函いただけると幸いです。

（切手は不要です）

なお、このアンケートにつきまして不明点等がございましたら、お手数ですが、下記担当者までご連絡下さい。よろしくお願ひ致します。

調査実施機関 (株)電通リサーチ
矢嶋、黒部
TEL : 03-3289-6735

アンケートに入る前に、最近の間接金融（＝お借入れ）の環境変化に関してご説明いたします。

いわゆる「間接金融（＝借入金）」は、伝統的に「譲渡されない（貸出行が変わらない）取引」でしたが、昨今シンジケート・ローンのように従来型の銀行取引とは異なった新しい調達手法が拡がりを見せてきています。こうした動きは貸付金にある種の流動性（譲渡性）を与える動きですが、特に間接金融比率の高い我が国においては、新たな市場として発展するのではないかと注目されています。

また、借入人にとっても「借入金」という形態を採りながら、市場性の資金調達が可能となるといった、新しいタイプの資金調達手段として、今後活用できる可能性が十分にあると考えられます。

つきましては、こうした新しい調達手段の一つとして「譲渡を前提とした貸付金（＝市場型間接金融）」の市場育成、整備のために何をしていけばよいかを検討するため、お手数ながら借入人側のお考えを調査させていただきたいと存じます。

何卒アンケートにご協力方宜しく願いいたします。

【設問 1】

貴社ご自身に関し、ご回答下さい。該当する回答の番号に をお付け下さい。

資本金についてご回答下さい。 (はひとつ)	1 資本金 10 億円以上 2 資本金 5 億円以上、10 億円未満 3 資本金 3 億円超、5 億円未満 4 資本金 3 億円以下
公開 / 非公開の別についてご回答下さい。(はひとつ)	1 上場 2 店頭公開 3 非公開
貴社の資金調達形態について、直接金融（社債・CP等の証券発行）と間接金融（お借入）の概ねの割合についてご回答下さい。（「間接比率」を間接金融 ÷ [直接金融 + 間接金融] と定義します。）(はひとつ)	1 間接比率が 7 割以上 2 間接比率が 5 割以上 7 割未満 3 間接比率が 3 割以上 5 割未満 4 間接比率が 3 割未満 5 直接調達も間接調達もほとんど実施していない。
シンジケート・ローンの実施・検討状況についてご回答下さい。 (はひとつ)	1 実施したことがある。 2 実施を想定し検討している。 3 検討したことはある。 4 検討したことはない。

【設問2】「譲渡を前提とした貸付金 (= 市場型間接金融)」についてお伺いします。

市場型間接金融では、借入金の形をとりながら、銀行等から広く調達を可能とする道が開けるといった直接金融に準じたメリットを享受できる可能性があります。借入れコストは従来と異なった形態で決定され、市場実勢に応じて変化することになります。但し、直接金融に準じた調達手法としてお借入れ実施後に銀行が貸付金を譲渡することが想定されます。

以上を踏まえ、以下の各問いに対する貴社のお考えをご回答下さい。
該当する回答の番号に を付けて下さい。

市場型間接金融には右のようなメリットがあると考えられます。貴社として導入を検討されとした場合、どのような点を重視されますか。(既に導入済みの場合には、導入にあたって重視された点をご回答下さい。)
(はいくつでも)

- 1 適正な調達コスト実現(貴社の信用状況に応じ市場で決定される利率でのお借入れ。)
- 2 調達余力拡大(取引銀行以外にも借入できる余力の確保。)
- 3 銀行取引の集約化(主たる銀行を窓口として他の銀行からも調達を実現。)
- 4 その他のメリット
(具体的にご記入下さい。)

- 5 市場型間接金融のメリットは感じない。

市場型間接金融を導入するとした場合、どのような導入方法を想定されますか。右より最も近いものを回答下さい。(既に導入済みの場合には、その際の導入方法をご回答下さい。)
(はひとつ)

- 1 従来型借入をベースとしつつ、適宜市場型間接金融を導入する。
- 2 従来型借入と市場型間接金融を一定の比率でバランスをとりながら並行的に利用する。
- 3 主として市場型間接金融に移行する。
- 4 その他
(具体的にご記入下さい。)

- 5 市場型間接金融の導入意向はない

【設問3】銀行の行う貸付金譲渡についてお伺いします。

銀行が行う貸付金の譲渡に関して以下の問いに対する貴社のお考えをご回答下さい。
該当する回答の番号に を付けて下さい。

銀行が、新しい貸出余力を創出するために貸付金の譲渡を行うことについてどのようにお考えになりますか。 (はひとつ)	1 そうすべきである。 2 貸付債権の譲渡をすべきでない。 3 止むをえない。 4 どちらでもよい。
譲渡について以下の項目はどのようにお考えですか。	
(a)借入残高で取引銀行の序列をつけているので、譲渡されるとその序列が変動してしまうので困る。 (はひとつ)	1 その通りである。 2 特に困らない。
(b)貴社が銀行に対して有する預金債権等の債権と相殺できなくなるので困る。(はひとつ)	1 その通りである。 2 譲渡を前提としている貸金であれば仕方ない。 3 特に困らない。
(c)譲渡されると真の債権者が管理しずらくなり困る。(返済事務の変更、借入先別残高管理事務の増加等。)(はひとつ)	1 その通りである。 2 シンジケート・ローンのように譲渡されても返済先が変わらないのであればよい。(注) 3 特に困らない。
(注)シンジケート・ローンでは、エーエージェントが全ての貸付人のために元利金の回収を借入人より受領する仕組みとなっており、貸付人が変更になった場合でも、借入人はエーエージェントに返済することになります。	
(d)その他の理由があって困る。 (はひとつ)	1 その通りである。(その他の理由を具体的にご記入下さい。) <div data-bbox="938 1532 1378 1756" style="border: 1px solid black; height: 100px; width: 100%;"></div> 2 特に困らない。

上記(a)～(d)の中で、最も重要視する項目はどれでしょうか。 (はひとつ)	1 (a) 2 (b) 3 (c) 4 (d)
--	----------------------------------

上記(a)～(d)の点について許容し、譲渡を承諾することができますか。 (はひとつ)	1 (一定のメリットがあれば)承諾する。 2 (一定のメリットがあろうとも)承諾できない。 へ
--	--

【設問3 で、1の方がお答えください。(2をお答えの方は へお進みください。)】上記一定のメリットとして具体的にどのようなことを期待しますか。右の枠の中にご記入ください。
(具体的に記入)

【全員】市場型間接金融に限定した場合、貸付金の譲渡先(=投資家)として許容できる範囲についてご回答下さい。 (はひとつ)	1 預金取扱金融機関(銀行等)であればよい。 2 機関投資家(預金取扱金融機関に加え保険会社等も含む。)であればよい。 3 当社が指定する特定の銀行しか許容できない。 4 譲渡は許容できない。
--	---

【設問 4】情報開示についてお伺いします。

銀行が貴社あての貸付金の譲渡をしようとする場合には、貴社に関する情報を譲渡先に開示することが想定されます。(一般的には、開示情報量が多いほど、適正な評価が実現すると考えられます。)そこで、そのような情報開示について、貴社のお考えをご回答下さい。該当する回答の番号に を付けて下さい。

貸付金に関する取引条件(金額、期間、金利等)が開示されることについてどのようにお考えになりますか。なお、法律論としては、貸付金は譲渡禁止特約がない限り譲渡可能であり、譲渡取引に必要な情報(取引条件)の開示は許容されると考えられています。 (はひとつ)	1 問題ない。 2 止むをえない。 3 問題である。
貴社の財務諸表が開示されることについてどのようにお考えになりますか。(はひとつ)	1 問題ない。 2 止むをえない。 3 問題である。
銀行が貴社に関する貸借対照表を開示することについてはどのようにお考えですか。なお、商法第 283 条は、株式会社は定時総会の承認後、貸借対照表(またはその要旨)を公告する義務がある旨規定しています。 (はひとつ)	1 問題ない。 2 止むをえない。 3 問題である。
【商法特例法上の大会社(=資本金 5 億円以上または負債の合計額が 200 億円以上の株式会社)の方のみご回答願います。】 銀行が貴社に関する貸借対照表及び損益計算書を開示することについてはどのようにお考えですか。なお、「株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律」(商法特例法)第 16 条によれば、定時総会の承認、あるいは同条により承認不要で定時総会に報告した場合には、貸借対照表及び損益計算書またはその要旨を公告する義務があります。(はひとつ)	1 問題ない。 2 止むをえない。 3 問題である。

<p>【全員】貴社の借入先明細(借入残表)が開示されることについてどのようにお考えになりますか。 (はひとつ)</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1 問題ない。 2 その要約(例えば上位10位までの借入先についてのみ)のようなものであれば問題ない。 3 止むをえない。 4 問題である。
<p>貴社が市場型間接金融のメリットを享受するためには、情報開示が不可避となります。このような取引に限定した形で情報開示を行うことに対してどのようにお考えになりますか。 (はひとつ)</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1 (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 2 (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。 3 (一定のメリットがあろうとも)市場に対し情報を開示し、市場内で情報が流通することは許容できない。
<p>市場型間接金融における情報が流通する範囲についてどのようにお考えになりますか。(情報開示を受けた者は、そのような限定された範囲外には情報を開示しないという守秘義務を負担するという前提でご回答下さい。)(はひとつ)</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1 預金取扱金融機関(銀行等)に限定されるのであればよい。 2 機関投資家(預金取扱金融機関に加え保険会社等も含む。)に限定されるのであればよい。 3 開示される相手先を当方が限定できるのであればよい。 4 一切許容できない。
<p>市場型間接金融において開示してもよいと考える情報の範囲についてご回答下さい。(はいくつでも)</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1 貸付金に関する取引条件 2 財務諸表 3 借入残表の要約(主要借入先例えば:上位10行)のみ) 4 借入残表(上記3の要約ではなく全借入先) 5 定量的・定性的な財務・経営情報(設備投資計画、経営戦略等)のうち信用力に重要な影響があるもの 6 いっさい開示できない

アンケートへのご協力ありがとうございました。

第2部 第2ワーキング・グループ報告書

不良債権問題の早期正常化は、銀行界のみならず日本経済の重要な課題であり、不良債権処理手段の多様化に資する不良債権市場の育成は、この課題を解決していくための重要な一手段と考えられる。また、産業再生や企業再生を促進する観点からも、リスクマネーを供給して再生ビジネスに参加する機会を提供する場となる不良債権市場の育成が重要と考えられる。金融審議会の「中期的に展望したわが国金融システムの将来ビジョン」でも指摘されている通り、現在のわが国の金融システムは、最終的なリスクの負担が間接金融（銀行）に偏ったものとなっている。今後の金融システムのあり方としては、従来のような「産業金融モデル」から、「市場金融モデル」が並存する「複線的な金融システム」への移行が不可欠な課題となっている。不良債権を含めた貸出債権取引の活性化は、市場原理が働くことによる信用リスクの価格形成の透明性向上、銀行が自らのリスク負担能力を勘案した貸出ポートフォリオ最適化行動をしやすくする等の点で、こうした金融システムへの転換に資するものと考えられる。また、2003年2月に公表された早期事業再生研究会の報告書において、貸出債権取引の活発化について、投資家が事業再生に参加する機会を提供する事業再生にハイリスク・ハイリターン資金を供給する債権の時価が事業再生のシグナルとして作用するといった効果を通じて、事業再生の早期着手と再生の迅速化に寄与するものとしている。上記のような変化の芽を大切に育み、貸出債権取引の活発化を促すことは、わが国経済にとって極めて重要な課題であると考えられる。

不良債権取引の実態について

【要旨】

- (1) わが国の不良債権取引は、1999年頃から参加者・取引手法の多様化等が進展し、破綻先・実質破綻先向け債権を中心に成長。基本的には入札・相対を問わず様々な形式で広く実施されている
- (2) ただし、破綻先・実質破綻先向け債権以外のカテゴリー、複雑に利害関係・法的関係が錯綜した案件等、必ずしも円滑に行われているとは言えない面もある

わが国の不良債権取引を考えるにあたっては、まずわが国の不良債権取引の実態を明らかにしておく必要がある。ここでは、これまでの取引手法や取引参加者の変遷・取引参加者・取引の種類等などの観点から、不良債権取引の実態を整理しておきたい（56頁の図表参照）。

1. わが国の不良債権取引の変遷

わが国における不良債権取引は、1990年代前半から行われているが、当初は、手法や参加者が限定された特殊な取引という性格が強かった。1990年代前半の不良債権取引は、1993年に買取を開始した共同債権買取機構（CCPC）への売却や、1995年に制度として手当てされたローン・パーティシペーション取引（参加契約）による流動化が大宗であった。その後、1997、1998年頃から、債権譲渡（アサイメント方式）による不動産担保付不良債権の相対での売買が本格的に行われ始めたが、この時期の取引についても、購入サイドの担い手は海外投資銀行や海外投資ファンド等に限定されていた。

わが国における不良債権取引の変遷をみる場合、1999年から2000年頃が1つの転機になっていると考えられる。まず、不良債権取引の参加者という面で見ると、購入者については1999年に重要な取引参加者として整理回収機構（RCC）が金融再生法53条買取業務を開始したほか、民間投資家の新規参入などもあり、多様化が進んだ。売却者についてもこれまで大手銀行に限られていたものが、この時期に地銀・生損保・CCPC・ノンバンクなどへの広がりをみせた。またこの時期、生損保の破綻に伴う資産処分が発生したことが、破綻懸念先、要管理先等が売却資産として強制的に取引の対象にされるという形で、取引の多様化をもたらしたと考えられる。

取引手法についても、大手銀行を中心に入札による売買という形態も行われるようになった。さらに、1999年には、債権管理回収業に関する特別措置法（サービサー法）、債権譲渡円滑化法の2法が施行されるなど、不良債権取引の活発化を支援する制度も徐々に整備されてきている。

以上のような経緯もあり、現在の不良債権取引の現状を俯瞰すると、1990年代に比べて、取引参加者、取引手法などに関して、かなりの広がりを見せているといえる。最近でも、日系の投資ファンドも積極的に不良債権取引参加者として参入してきている

ほか、デューデリジェンス等のサービス業者が中小独立系ファンドを組成する動きをみせたり、サービス会社が投資家からの回収業務の受託のみならず自らが投資家側に回ったりするようなケースも見られるようになっている。また、2002年1月には、金融再生法の改正により、RCCについて、入札への参加等の機能拡充が実施されている。

さらに今後については、2003年春の産業再生機構の設立や担保・執行法制の見直しの動き等もあり、公的機関も交えた形で取引参加者、および取引の一層の多様化が期待される状況となっている。

2. 不良債権取引の参加者

不良債権取引については、(1)売却者である銀行とそれを購入する者との間の取引、(2)投資家が(1)の購入者が組成する証券化商品やファンドに対して投資するという形の取引、の2つに大別できる。前者の取引参加者は売却者と直接購入者、後者の取引参加者は直接購入者と証券化商品などへの投資家ということになる。さらに取引に際しては、専門家の立場からこうした参加者をサポートする機能を担うものが存在する。

以上より、ここでは取引参加者を、(1)不良債権の売却者、(2)売却者からの直接購入者、(3)証券化商品・ファンド等への投資家、(4)これらをサポートする機能提供者の4つに分類し、現状における取引の概要等を順にみていきたい。

(1) 不良債権の売却者

不良債権の売却者については、一部ノンバンクや生保なども売却者となっているものの、その大宗は銀行である。また、2002年12月には、RCCが保有債権の流動化・証券化についての基本的な考え方を公表しており、今後経済合理性次第で不良債権の売り手になる可能性がある。

(2) 売却者からの直接購入者

不良債権の直接購入者としては、外資系投資銀行、民間サービス、外資系投資ファンド、RCC、事業会社等がある。

外資系投資銀行は、わが国において不良債権売買が開始された時から取引に参加し、現在においても不良債権取引の主要プレーヤーの1つとなっている。外資系投資銀行は、投資として自己資金により銀行等から不良債権を購入するほか、不良債権の証券化商品・不良債権投資ファンドの組成・運営も手がけている。また、近時では事業再生案件において大手金融機関と協働の方向にあり、ノウハウと資金提供の両面において密接な連携を図っているケースもある。このように外資系投資銀行が主要プレーヤーとなり、大きな存在となっている背景には、自らサービス機能を持っていること、海外投資家などに強固な販売ルートを持っていること、不良債権回収等に関する法律的なノウハウを豊富に有していることなどがあると考えられ、そうした面が総合的な強みになっているものと考えられる。

一方、外資系投資ファンドについては、多額の投資資金を有し、それを背景に積極的な購入を行っている。大手では自らサービス機能等を持っているところもあるが、中小等では、サービシング業務などについて外部のインフラを利用している場合もある。また、大手ファンドにおいては、不動産担保の売却を前提とした不良債権投資から事業再生・企業再生のための投資まで、幅広い投資を行っている。

なお、前述のように、わが国の不良債権取引が上記の外資系投資銀行、外資系ファンド等の外資系プレーヤーを中心に進められた背景には、不良債権最終処理促進の中で、買い手サイドの国内系金融機関が不在となり、外資系の金融機関が不良債権処理の受け皿として機能したという側面があったと考えられる。

RCCは、金融再生法の改正により、買取価格の弾力化、入札への参加など、機能の充実が図られており、不良債権取引における存在感を増している。

回収受託業務を行う民間サービス会社も、一部において、ファンド等からの受託だけでなく、無剰余債権の投資を自ら手がけたり、中小規模の不動産バルクセールへの自己投資を行うところが出てきている。また、回収の一環として債権の売却を活用するといったことで売り手になるといった動きもみられる。民間サービス会社については、1998年にサービス法が成立し、また、2001年に取り扱い債権の範囲の拡大や業務の規制緩和等の改正が

なされるなど、順次関連する仕組みが整備されてきている。近年では、こうした法手当てもあり、民間サービス会社の設立が相次ぎ、2003年2月末日現在で法務大臣が営業許可をした民間サービス会社は74社に達しており、出資母体毎のバックグラウンド、得意分野、人材を活かした形で債権管理・回収のノウハウを蓄積し、業務を展開している。

事業会社においては、自らが純投資プレーヤーとして前面に出てくることはまれであるが、本業に関連する事業買収やスポンサーシップ供与等の一環として、出資だけでなく銀行の貸出債権の取得を通じたデット・エクイティ・スワップなどという形で不良債権売買取引に顔を出すケースが見受けられる。

(3) 証券化商品・ファンド等への投資家

以上が、不良債権を直接購入する取引参加者である。こうした不良債権の直接購入者は、自ら投資家として保有・回収・再生にあたりると同時に、証券化商品やファンドを組成し、一方、証券化商品・ファンドに投資する投資家は、そうした証券化商品やファンドへの投資という形で取引に参加する。証券化商品については、エクイティ部分への投資は海外投資家が中心であり、国内投資家は主としてシニア部分への投資に止まっているのが現状である。直接購入者へのローンファイナンスは、国内の金融機関・機関投資家・ノンバンクがその大部分を供給するという構図になっている。また、ファンドへの投資家の場合、ファンドの中身である資産の質や回収可能性を独自に判断するというよりは、投資判断の際にそのファンドを運営するファンドマネージャーの実績・運用能力・信頼といったものを重視する傾向がある。

(4) 機能提供者

不良債権取引に係る機能提供者としての取引参加者としては、サービス会社、格付機関、デューデリジェンス機関などがある。

格付機関は、証券化商品への投資などにおいて、投資対象商品のリスクを分析・評価するために不可欠な存在であると同時に、発行体やアレンジャーにおいても信用力の向上に資する重要な役割を担う機関である。現在、日本においては日系、外資系合わせて5社の民間格付機関が活動しており、個別に発行された商業用

不動産担保債券(C M B S)に対する格付や一部の格付機関によるサービス会社に対する格付を行っている他、不良債権証券化一般に対する格付基準の公開も行うなど、ここ数年で新たに立ち上がった不良債権投資取引に関する啓蒙にも力を入れている。

投資判断をするにあたって投資対象である売却対象債権に係る情報の収集、内容の精査、リスク分析を法律面、財務面、ビジネス面等において多面的に行うデューデリジェンス機能については、不良債権投資の実際のプロセスにおいて、特にその入口段階において、投資家にとって最も重要なポイントとなっている。こうしたデューデリジェンスは投資家の社内スタッフだけでなく社外の専門家を交えて行われるのが一般的である。社外の専門家としては、法律面をカバーする法律事務所、投資家が行う情報収集や財務分析等を手伝う会計事務所系を中心としたアドバイザリー会社、担保不動産の実査等を行い、担保不動産の時価や流動性等を把握する不動産鑑定事務所、信用調査等を行う調査機関等が挙げられる。

3. 不良債権取引の種類

不良債権取引は、購入者がその債権からどのようなキャッシュフローを得ようとしているかによって2つに大別できる。1つは、債務者の清算配当価値および不動産等の担保売却価値に着目した回収型の取引であり、もう1つは、不良債権の債務者の事業持続性に着目し、債務者の事業から期待できるキャッシュフローに着目した事業再生型の取引である。現状をみると、不良債権取引の主流は前者であり、投資金額ベースでも大宗を占めていると思われる。これは、回収型の取引が、投資家から見れば予想される回収見込額、諸経費、期間をある程度正確に見積もることが可能であり、結果として売り手と買い手の価格ギャップが比較的小さいため、取引が成立しやすいことによるものと考えられる。

一方、後者の事業再生型の取引は、銀行の債務者区分で言えば、破綻懸念先や要管理先向けの債権に該当するものが多く、今後取引の拡大が予想される分野である。ただし、このような取引については、ある程度長期間にわたる将来のキャッシュフローを見積もる必

要があり、不確定要素が多いことから、結果的に投資家のシナリオ分析や信用分析のノウハウの違いなどによって評価がばらつきやすい。また、購入サイドでは、債権に関する情報を十分に入手できず、先行きを保守的に予測し、高めの割引率を設定せざるを得ないといった点も、売り手との価格ギャップを生みやすい要因になっている。

4．現状の不良債権取引に対する認識

以上、不良債権取引に関するこれまでの経緯、取引参加者、不良債権取引の種類という観点からみてきた。ここで、不良債権取引に関する現状認識をまとめておきたい。

日本における不良債権取引は、破綻先、実質破綻先向け債権を中心に成長してきた。金融機関からの不良債権のバルクセールは、基本的には入札・相対を問わず様々な形式で広く行われつつある。また、不良債権への投資資金の側面からみても、まだ十分な広がりを見せているとはいえないものの、外資系投資銀行、ファンド等を中心に最終投資家からの資金調達は滞りなく行われており、各投資家とも積極的に不良債権投資取引に臨んでいるとの見方ができる。

ただし、破綻先、実質破綻先向け債権以外のカテゴリーも含めて、不良債権の取引が円滑に行われているか否かについては議論がある。また、複雑に利害関係・法的関係が錯綜した案件や、サービス機能が十分でない地方の案件では、売買困難として残存しているものも存在する。さらに、保証協会保証付債務を有する債務者向け債権の売り先問題などもあり、今後は、こうした案件への対処も含め、破綻懸念先以上の取引が本格化した場合に、多様な参加者のもとで取引が行われ、かつ円滑な価格形成が行われるかどうか注目される。また、わが国の場合は、自らサービス機能や資金を持つ銀行が、不良債権の買い手になっていない点も、現状の不良債権取引に関する問題点であると考えられる。

今後の変化と対応策

【要旨】

(1) 今後の変化

～再生目的の破綻懸念先向け債権以上の売却増、RCCの売却、事業再生目的の投資増、企業再生ファンドの設立増、民間サービス会社設立増等

(2) 今後の対応策

～破綻懸念先向け債権以上の売却が増加するなか、リスクマネーの供給増、取引を円滑・迅速に行うための制度面の手当て等が重要

1. 今後予想されている変化

わが国の不良債権取引の現状認識については以上のようにまとめることができるが、今後どのような施策によって取引を活発化させていくかを考える場合には、こうした現状認識に加えて、今後どのような変化が予想されるかを認識しておく必要がある。ここでは、現時点で想定される今後の変化を、(1)売却(供給)サイド、(2)購入(需要)サイド、(3)機能提供者の3点からみておくことにしたい。

(1) 売却(供給)サイド

売却サイドの変化としては、まず金融機関から売却される不良債権の変質・増加が挙げられる。これまで不良債権取引の中心は、前述のように破綻先、実質破綻先向け債権であったが、こうした債権の処理が一段落し、今後は破綻懸念先、要注意先向け債権にも広がっていくことが見込まれている。また、金融再生プログラムで掲げられた「2005年3月までに主要行の不良債権比率を半減させる」という目標を達成するためには、その最終処理を加速させる必要があると考えられる。

売却サイドに関して予想される変化として、RCCが売却サイドの参加者となる可能性があることもあげられよう。RCCは、2002年12月に保有債権の流動化・証券化についての基本的な考え方を公表しており、そのなかで経済合理性の観点からRCCが自ら回収に努めるよりも有利と判断される場合には、今後ともより一層積極的に流動化・証券化の検討を行っていくこととしている。これに従って、不良債権の買い取りだけでなく保有債権の売却・

証券化も始まることになれば、不良債権取引マーケットに大きなインパクトを与える可能性がある。また、前述のように、複雑な権利関係やサービシング機能の限界などから残存している、いわば最終処理が困難な債権が存在する。今後、2年3年ルールに基づいた処理を進めていく銀行等にとっては、こうした債権への対応も重要な課題となっている。

< R C C の保有債権の証券化・流動化についての基本的な考え方
(2002年12月20日) >

<p>1. 基本的考え方</p> <p>経済合理性の観点から R C C 自らの回収よりも有利な場合は積極的に流動化・証券化を検討</p> <p>その際、回収所要時間・コスト・各債権の特性、預保の調査権活用の必要性などに十分留意</p>
<p>2. 具体的な今後の対応方針</p> <p>買い取り後一定期間内での回収が困難なものは原則として流動化・証券化を検討</p> <p>資産調査を実施し、自己評価額が外部評価額を下回る場合には積極的に流動化・証券化</p> <p>(i) 自己評価額：回収見込額から回収にかかる経費、金利負担、担保劣化リスク等を控除し、回収までの期間を考慮した D C F 法等による合理的に算定される現在価値 (= 回収価値)</p> <p>(ii) 外部評価額：外部評価機関等による市場での処分を前提とした評価又は複数業者の入札等による提示価格 (= 市場価格)</p> <p>迅速性・効率性の観点から、各債権の特性に応じたグルーピングや売却方法等を検討</p>
<p>3. 資産流動化対応室の設置</p> <p>RCC 内に資産流動化対応室を設置(12月18日)</p>

(2) 購入(需要)サイド

不良債権の購入者サイドの変化としては、売却債権の内容が破綻懸念先、要管理先まで広がってくるという売却サイドの変化に呼応して、単なる担保処分を中心とした回収を念頭に置いた投資から事業再生を視野に入れた投資にまで幅が広がっていくという変化が考えられる。こうした動きの中で、産業再生機構が設立さ

れ、また民間においても企業再生ファンドがいくつも立ち上がり、今後、債権の取得を積極的に図っていくことが予想される。また、既存のプレーヤーも事業再生に軸足を移すところも出てくることが考えられ、様々なタイプの投資家がマーケットに参入し、厚みが加わっていくものと予想される。

(3) 機能提供者

一方、機能提供者に関する今後の変化としては、民間サービス会社設立の増加といった変化が考えられる。前述のように関連する法律の整備や規制緩和もあり、すでに民間サービス会社の設立件数は近年増加傾向をみせているが、こうした動きは今後も続くものと見込まれる。

2. 変化の中での課題とその対応策

以上述べた変化を勘案すると、今後の不良債権取引については、従前と比べやや様相を異にした環境が存在していると思われる。そうした変化の中で提起される課題は次の2点である。

- (1) 今後、主要な売り手である銀行等から、破綻懸念先以上の債権が放出された場合、評価のばらつきによる取引の成立のしにくさ、高いリスクを負担する投資家の一部のプライベート・エクイティ・ファンド等を除いて国内に育っていないこと等を如何に克服し、取引の活性化を図っていくかということである。
- (2) 従来と異なった売買を、しかも迅速に行うにあたっての制度面の手当てが充分なされているかという問題である。不良債権の取引においては、わが国の従来からの融資慣行、根抵当権制度などの担保執行法制、税体系が大きな影響を与えていることは事実である。こうした慣行、法制、税制の安定性がわが国において極めて重要であることを前提としても、不良債権取引の促進の観点からこうした制度面についても検討がなされることが期待される。

以上の課題に対する対応策としては、リスクマネーを供給する投資家層の拡大や売り手と買い手のコンセンサス形成に必要とされるインフラ整備と、不良債権の迅速な取引の障害となっている制度面の課題を解消することの2点が重要であると考えられる。

投資家層拡大の可能性

【要旨】

今後期待されるプレイヤー -

- ~ 直接購入者：既存プレイヤー拡大、産業再生機構、企業再生ファンド、銀行等
- ~ 不良債権関連商品への投資家：年金、生保など国内機関投資家等

上記のような、インフラ面、制度面の整備について考えるにあたり、まず不良債権に対する取引参加者の潜在ニーズ等を検討しておきたい。

1. 不良債権を直接購入するプレイヤーの拡大

不良債権を売却者から直接購入し収益を上げていくビジネスを遂行していくには、売り手への営業、投資判断のためのデューデリジェンス、サービシング、回収判断も含めたアセットマネジメントと多面的な業務を展開する必要があり、サービシングなどを民間サービサー会社へ外注するにしても相当量の機能を自ら保有する必要がある。このため、これまでの不良債権を直接購入するプレイヤーは、前述のように、外資系投資家を中心とした一部の担い手に限られてきたのが実情であった。今後もこうした既存プレイヤーが不良債権購入の中心的役割を担う可能性は高く、その取引量の拡大、購入対象債権の多様化が期待される。

また、マーケット規模全体の拡大と活性化には、既存プレイヤーに加え、新規プレイヤーの参入、特に再生を目指す形の投資リスクを背負うプレイヤーの参入が促進される必要がある。そうした中、産業再生機構が本年より買い取りを開始する予定であるし、企業再生ファンドの新規設立なども活発にみられている。また、再生案件についてはわが国証券会社も積極的な取り組みを見せており、大手機関投資家についても、サービシング業務の外注等も視野に入れれば、直接購入の可能性も多分に存在する。以上のような新規参入が見込まれるプレイヤーの中では、特に企業再生ファンド等の今後の活発化が期待されるが、こうしたプレイヤーが活躍するためには、再生のための実務的なノウハウを有する人材と、資金提供者のネットワークが広がり、そこに適切な情報が提供されることが重要であ

ると考えられる。

一方、不良債権購入者の拡大に関して、銀行が不良債権の購入者として登場できるようにすることも重要な課題と考える。銀行は、現状では概ね不良債権の売却先として認識されているが、不良債権処理の機能を十分備えていることから、取引市場の流動性向上に寄与する主体としての潜在力は大きいものがある。銀行が購入者として登場することは、単に購入者層の拡大を意味するだけでなく、再生を視野に入れた取引の増加という状況下、再生を行うプロセスの透明性・公平性・迅速性の向上に資するという意義があると考えられる。

2. 不良債権関連商品への投資家層拡大

一方、不良債権関連商品（証券化商品、ファンド等）への投資家層拡大についてみると、日本の金融資産の大きさに着目すれば、その大部分の受け皿となっている年金、生保等の国内機関投資家に対する不良債権商品投資への期待は大きい。ただ、現実的にはその保守的な投資基準の厳しさから、投資適格であるシニア部分への投資が中心となろう。また、投資適格の証券化商品については、個人投資家が直接投資する形態も充分想定される。さらには、政府系金融機関についても、資本市場・民間金融機能の高度化を進める観点から、平成 16 年度までの不良債権集中処理期間においては、シニア部分について市場の補完的役割を担う投資家となる可能性はあろう。不良債権商品への取引活性化が図られるためには、シニア部分のみならず、エクイティ等リスクマネーの取り手が充実することが不可欠である。現状においてはこの部分は、かなりの部分をオリジネータ - 自らが抱えた形での商品設計になっている。エクイティ部分に対する投資家層の拡大については、高い利回りを求めつつ、ある程度リスク許容が期待される大手機関投資家に加え、投信等が想定される。また、やや切り口は異なるが、売り手が自らローンを付けるセラーズファイナンスも、会計上の問題等をクリアーしていけば、買い手にとっては資金調達手段の多様化につながるものと考えられる。

不良債権取引活発化のための課題

【要旨】

(1)取引実績・取引機会情報の集約・開示

(2)証券化・流動化の推進

～不良債権格付、サービサー情報の充実、デューデリジェンス情報の充実・定型化、各種モデルの開発

(3)制度面の整備

～根抵当権の元本確定、流動化に係る担保権移転コスト、投資信託・投資顧問に対する規制緩和、新BIS規制における劣後部分のリスクウエイト軽減、銀行が不良債権購入者として参加できる環境の整備

(4)市場統計の整備

以上を踏まえ、次に投資家層の拡大、合理的な価格形成、取引活発化等のためのインフラの整備・制度面の整備に関する具体的な課題をみていきたい。

1. 取引実績・取引機会情報の集約・開示

投資家層の拡大を図るためには、過去に売買された個別債権やポートフォリオについて、債務者の業種・財務諸表、取引価格、担保状況など「取引実績」情報を一覧できる形態で集約・公開することが、投資家が投資判断をする際の「あたり」をつけるのに役立つと考えられる。

一方、取引の対象が不良債権という特殊なものであるという事情もあり、投資家にとっては、将来どのような取引機会が存在しているのかということの把握自体が必ずしも容易ではなく、これが参入障壁の1つになっている可能性もある。可能な範囲での将来の「取引機会」情報の集約・公開についても、こうした問題を解消することに一定の効果があると考えられる。

ただし、こうした情報の公開については、(1)情報開示の対象をどうするか、(2)債務者に関する情報がどこまで開示可能か、(3)収集する主体は誰か、(4)情報を提供する側のインセンティブをどうするかといった様々な問題点があるとの指摘も多かった。また、取引を行うかどうかの実際の判断には、回収目的であれば担保物権関連書

類、再生目的であれば分野毎にまで細分化された財務諸表など、いずれも詳細な情報が必要であり、「あたり」をつけるための目録情報と具体的な検討を行う際の詳細情報という2段階の開示が必要との意見もあった。

不良債権となっている債務者の情報をどこまでどのように守るべきかという問題は、様々な議論が存在するものである。今後こうした点の明確化や有効性の検証について、さらに慎重な検討を加えていくことが、不良債権取引の活性化につながると考える。

2. 証券化・流動化の推進

(1) 不良債権格付

証券化等を通じて資本市場において機関投資家に販売するためには、格付が有効なツールであり、第三者である格付機関によって対象証券化商品のリスクが分析され符号という形でその結果が公表されることで、投資家の投資判断形成の一助となる。

不良債権に対する格付については、現行のレ・ティングスケールでは、最低の格付に収斂してしまうため、投資家に有益なものにするためには新しいレーティングスケールを考案する必要があると考えられる。個別の不良債権に対する格付は、投資判断の材料として有益ではあるものの、回収率などによって評価が大きく左右されることなどから、現実的には困難との意見が多かった。一方、債権プールに対する格付については、多数の個別債権に対する評価の積み上げであることから、相当の時間と体力を要し、迅速さを要求されるという難しさがある一方、大数の法則が成立するようなプールであれば、担保価値やプールの分散度を加味したものにすることで有効な指標になる可能性があると考えられる。

(2) サービサー情報の充実

サービサー業務は、不良債権取引において、投資家の収益に直接反映する重要なプロセスの一つである。投資家が投資判断を行うにあたって、誰がサービサーであり、そのサービサーがどんな回収実績をあげているかという情報が、重要な投資判断の要素の一つとなる。例えば、銀行系サービサー会社では出資母体が保有している破綻先・実質破綻先・破綻懸念先向債権の管理回収業務の受託、ノンバンク系では小口延滞債権の管理回収業務、外資系で

は不良債権のプライマリーマーケットで購入された様々な不動産担保付き債権のサービシングを得意とするように、各々に様々な特色や強みがある。また、今後のサービサー会社の事業展開としても、正常・要注意債務者向債権の管理回収を行うプライマリーサービサー、破綻先・実質破綻先・破綻懸念先向債権の管理回収を行うスペシャルサービサー、そしてこれらを統括し、回収実績やポートフォリオのパフォーマンスを投資家や格付会社等に報告する機能を有するマスターサービサーなどに、業務内容の特化が進んでいくものと思われる。債権回収方法も従来の不動産担保物件処分やDPO（一部弁済、残債放棄）だけでなく、管理対象の不良債権の内容が複雑化するなかで、当該債務者の事業内容の分析を基に財務体質・事業基盤を改善する為の助言を行うような事業再生に近い立場に立ち、回収額の極大化を図るノウハウも必要となる。不良債権の直接購入するプレーヤーや不良債権ファンド、証券化商品への投資家の層が拡大するにつれ、機能分化が進み、回収の分野で専門的ノウハウを有するこうしたサービサー会社の存在・機能はますます重要になってくると考えられる。

証券化関連の商品等では、サービサー会社が実際の債権管理回収のみならず、最終投資家や証券保有者に対しての利益配分やレポート機能等の一部を担うなど、最終投資家や証券保有者との関係も深く、極めて重要な役割を果たす可能性がある。そのため、各サービサー会社についての情報の開示・拡充が取引活性化の大きな要因になると考えられる。

現在、日本では、サービサー会社に対する格付は4つの格付会社から付与されている。格付会社の分析方法は様々であるが、基本的にはサービサーの事業計画・経営戦略、財務内容、従業員の能力、ガバナンス、システムの構築、対投資家レポート、内部・外部監査の面からの分析を基に、サービサー全体の能力を包括的に評価する形となっている。今後は、各サービサー会社についてポートフォリオ別や債権種類別の回収実績を公開すること、サービサー格付についてはプライマリー・マスター・スペシャルといった役割別、取り扱い債権種類別（事業会社向け、個人向け、住宅ローン等）といったきめ細かな分類をしたうえでの格付を行うことなどにより、投資家側で各サービサーの特色をより精緻に判断することが可能になるようなインフラの整備が重要である。

(3) デュー・デリジェンス情報の充実・定型化

オリジネーターから投資家等へ提供されるデューデリジェンス情報については、オリジネーターの情報収集の視点が流動化を前提としたものでなかったこと、債権が不良化した場合にオリジネーターにとって情報収集のインセンティブが低下してしまうことなどから、必ずしも投資家にとって十分でない場合があると考えられる。また、債権管理担当者のキャパシティーの限界等もあり、投資家が債権購入する際に重視する詳細な情報、例えば債務者の営業状況や担保不動産の状況（特に、収益物件の場合はテナント、賃料水準、返還義務を有する保証金等の状況）等の取得がなされていないケースが見受けられるとの意見があった。

各金融機関が、事務コストを勘案しつつできる限り債権管理情報の標準化、即ち投資家に公開する項目（債務者、保証人、債権、担保情報の詳細項目）や形式の標準化をはかり、開示情報の精度を高めたり、情報のばらつきをなくすことが、デューデリジェンス・コストの削減、価格の合理性の向上等に寄与すると考える。

(4) 各種モデルの開発等

プライマリー・マーケットにおいて不良債権を直接購入するプレーヤーだけでなく、金融商品に投資する機関投資家や個人投資家の拡充のためには、簡素化された倒産確率モデルや不動産担保評価モデルの開発が望まれる。またその内容も、必ずしもプロと言えない機関投資家や個人投資家などでも容易に利用できるよう、標準化・簡素化されることが重要と考えられる。不動産については、国土交通省や民間調査機関等によって既に取り組みが開始されているが、実際の取引事例のデータベース化を含めて評価基準・データが増加していくことが期待される。また、米国では既に構築したとされている回収率推定モデルについても、わが国において近い将来取り組まれるべき課題と考えられる。

一方、ファンド組成者等自体を評価する尺度等の開発・普及ももう一つの課題である。機関投資家の立場からは、現在の情報開示だけではファンド組成者自体の特徴の把握やスキル評価が難しいという指摘があり、こうした点の改善等が投資家の判断の助けとなり、ひいては取引の活発化に資するものと考えられる。

以上、証券化等を通じた不良債権投資に有用なインフラの整備について考えてきたが、不良債権証券化商品の売買活性化については、韓国・イタリアなど、政策として不良債権処理の迅速化や証券化商品による処理促進を掲げ、比較的短期間で成果をあげてきた諸外国の取り組み状況なども、わが国の参考にしていくことが有効であると考えます。

< 韓国における不良債権処理機関 >

韓国資産管理公社 (KAMCO、97年)

政府保証債発行で資金調達し不良債権買取(買取時加重平均割引率 62%)
処理は、直接回収・競売・ABS発行・外資との合弁資産管理会社への売却等
処理済債権の買取時割引率 59%、処分時割引率 54%と、若干の利益計上
(01年末現在)

証券化については、優先劣後に切り分け、1割程度の劣後部分を保有し信用
補完。原債権者である金融機関が優先部分の 30%程度の信用補完供与等
企業構造調整専門会社 (CRC、99年)

中小企業再生(買取、再生、再生後の再売却)のための特別会社

業務は、KAMCO などからの不良債権買取、企業への投融資、企業合併仲介、
法的整理代行等

企業への投資等における譲渡益課税・証券取引税の非課税等の優遇措置

< イタリアにおける証券化促進策 >

新証券化法施行 (99年)

イタリア国内設立の SPV への自己資本規制(最低 5,165 百万ユーロ)の適用除外
海外での SPC 設立が不要になるなど、証券化スキーム簡素化・コスト削減に寄与
不良債権の売却損に関わる税制優遇措置 (99年)

銀行が不良債権を SPV に売却した際の評価損(不良債権の簿価と時価の差
額)について、その後 5 年間に渡る繰越し控除(損金算入)を容認(2001 年上
期までの時限措置)

01 年上期に駆け込み的な不良債権証券化が集中(その後証券化ペース減速)
回収期間の短縮化

不良債権回収に必ず裁判所が関与することとし、債権の回収金額・回収期
間等のデータを裁判所に蓄積。裁判官の競売手続き監視権限を各地に駐在す
る公証人に委譲等

不動産担保付債権の回収期間が平均 4~8 年程度から 2~3 年に短縮

3. 制度面の整備

(1) 根抵当権の元本確定問題

根抵当権のついた貸出債権については、根抵当権に債権との随伴性がないことから、貸出債権取引の大きなネックになっているケースが多い。特にバルクセールでは、時には数百の債務者が売却対象となっており、根抵当権元本確定事務を簡素化すれば、売り手・買い手双方の事務負担が軽減されることになる。

現在、「債権譲渡円滑化臨時措置法」では、金融機関が債務者に対して、RCC・民間サービサー会社（特定債権回収機関）へ債権を売却すること及び当該根抵当権の担保すべき元本を新たに発生させる意思を有しない旨を書面通知することによって、金融機関は根抵当権元本確定の手続きを行うことが出来ることとなっている。

一方、特定債権回収機関以外に債権売却を行う場合の根抵当権元本確定方法としては、債務者の同意、自行競売、滞納税金による差押、債務者破産がある。実務的には債務者の同意が得られなく、滞納税金による差押がなく、債務者が破産していない場合は、当該担保物件について競売申立て、あるいは確定登記請求訴訟が必要となる。競売申立する場合は事務手続きや予納金の発生等の非効率が発生し、確定登記請求訴訟についても通常6か月ほどの時間がかかる、訴訟費用が発生する、といった問題がある。

2003年2月5日の法制審議会の答申において、根抵当権元本確定の問題については、「根抵当権者は、担保すべき元本の確定を請求することが出来る」といった改正の方向性がすでに示されているが、売り手サイド買い手サイド双方の事務負担の軽減、取引の迅速化につながる改正の実現を期待したい。

(注)法制審議会答申(担保・執行法制の見直しに関する要綱、2003年2月5日)

1. 根抵当権者の主導による元本確定

根抵当権者は、担保すべき元本の確定を請求することが出来るものとする。但し、担保すべき元本が確定すべき期日の定めがある場合は、この限りではないものとする。

2. 元本確定の登記

1.の本文により元本が確定した場合の元本確定の登記は、根抵当権者が単独で申請することが出来るものとする。

3. 元本不発生に係る確定事由

担保すべき債権の範囲の変更、取引の終了その他の事由により担保すべき元本が生じないこととなったことは、根抵当権の担保すべき元本の確定事由にはならないものとする。(民法第398条20第1項第1号の削除)

(2) 流動化に係る担保権移転コストの問題

現在、担保権付債権の取引をする場合、その債権に係る担保権移転のための費用は購入者の負担となっており、債権購入者は担保権移転に伴う登録免許税を売買金額から差し引いて入札価格を提示するのが一般的である。

担保権付債権の取引においては、地価下落の影響から、担保権設定額が実際の担保不動産価値を大幅に上回っているケースが殆どである。

現在の法律では登録免許税の課税標準となる担保権極度・金額の変更には利害関係者の承諾が必要となっているが、大量な事務作業となるバルクセールの場合や利害関係者が行方不明の場合等、利害関係者の承諾を得ることが困難なケースがある。しかるに、元本確定済の根抵当権及び抵当権の減額については、担保権設定者・債務者・後順位債権者等、利害関係者が不利益な状況に陥ることはないと考えられることから、担保権設定者・債務者に対する通知により、担保権者単独で元本確定済根抵当権の極度や抵当権の債権金額の減額・抹消・放棄を申請することが可能になれば、上記例のように必要以上に発生するコストを軽減でき、入札価格の上昇に繋がることから、法制度面の手当てが望まれる。

(注)全銀協では、平成15年度税制改正において、登録免許税の税率をその手数料的な性格から低額の定額税率とするよう要望している。

(3) 投資信託、投資顧問に対する規制緩和

現行、投資信託については、投資可能な資産の種類が「特定資産」として限定列挙されている。特定資産の種類は金銭債権をはじめ有価証券以外にも既に拡大されてきているが、現状では証券投資信託(投資信託財産の50%以上を有価証券に投資)や不動産投資信託などが広く普及している一方、不良債権関連商品への投資を主目的とした投信商品の組成の動きは見られていない。組み入れ資

産のディスクロージャーや基準価格の客観性確保など投資家保護の観点にも配慮しつつ、幅広いタイプの投資信託の実現への取り組みが期待される。

一方、投信や投資顧問において、例えば不良債権ファンドに投資するファンド・オブ・ファンズ型の運用が可能となれば、こうした投資家層のニーズに応えると同時に、不良債権市場に対するリスクの担い手を拡げていくことにも繋がることとなる。ただしその際、信託の受益権、匿名組合出資持分、投資事業有限責任組合出資持分は特定資産として認められているが、不良債権ファンドや企業再生ファンドにおいて多く見られるリミテッド・パートナーシップ、リミテッド・ライアビリティ・カンパニーに対する出資持分は、性質に類似性が見られるにも関わらず認められていない。

こうした規制は、投信が「投資家の資金を集合して有価証券に投資するための制度」として発展してきたという経緯によるところが大きい。しかし、オルタナティブ投資に対する注目が高まっているなか、従来は貸出債権流動化市場にアクセスすることが難しかった投資家層（年金基金等）にとっても、リスク分散を図りつつファンド等へ運用手段を多様化したいというニーズは大きいと考えられる。

従って、こうした運用については、組み入れ資産のディスクロージャーや基準価格の客観性確保など投資家保護の観点にも配慮しつつ、規制緩和の実現が望まれる。

(4) 新BISにおける劣後部分に対するリスクウエイト

国内金融機関が機関投資家として不良債権投資を行う場合に、証券化商品の購入の形で投資することが典型例として考えられるが、現在導入準備が進められている新BIS規制では格付別のリスクウエイトが設定され、BB格においては、標準的手法では350%、内部格付手法では250%～650%という高い数値が検討されている。コーポレート貸におけるBB格のリスクウエイト100%と比較して、証券化商品のBB格以下の部分に対するリスクウエイトが極端に高くなっている。また、同じ証券化商品でもA格以上のものについては大幅なリスクウエイトの軽減が図られており、その比較においても、BB格以下の証券化商品のリスクウエイト

が極端に高くなっている。

このように非常に高いリスクウエイトを設定することについては、B I S 規制を適用される銀行から、適用されない機関投資家等への劣後部分への移転を促すという意義はあるものの、銀行による劣後部分の購入を過度に抑制しかねない懸念がある。また、無格付が一律で「自己資本控除」とされるため、シャドー格付けでも「自己資本控除（1250%）」になってしまう点も、シャドー格付けが信頼性に劣るとの懸念に基づく扱いとされているが、日本のように市場がまだ発展段階であり私募形式の証券化商品が多数あるような場合、大きな問題があると考えられる。

今後、第3次案の公表とパブリックコメントの手続きが進められていく予定にあるが、不良債権投資を証券化商品の形でも進めていくためには、本来、他の投資とバランスの取れた形でのリスクウエイトを設定し、誘引していくことが重要と考える。

(注) この点に関しては、全銀協としても、B B 格のリスクウエイトがB B B 格の 100%から突然上昇することの問題点等を指摘しているところである。

(表) 新B I Sにおける証券化商品のリスクウエイト一覧

保有部分の格付	標準的手法		内部格付手法		(参考) コーポレート貸
	オリジネーター	投資家	オリジネーター	投資家	
A A A	20%	20%	Kirb 以下 :	7 ~ 20%	20%
A A	20%	20%	自己資本控除	10 ~ 25%	20%
A	50%	50%		20 ~ 35%	50%
B B B	100%	100%	Kirb 以上 :	50 ~ 100%	100%
B B	自己資本控除	350%	格付方式・当	250 ~ 650%	100%
B 以下	自己資本控除	自己資本控除	局関数方式等	自己資本控除	150%
無格付	自己資本控除	自己資本控除		自己資本控除	100%

(注) 1. 内部付手法オリジネーターについては、証券化実施前よりも所要自己資本が増えないようにキャップ制度が設けられている。

2. Kirb : 証券化を実施しなかったと仮定した場合の所要自己資本

(5) 銀行が不良債権購入者として参加できる環境の整備

現在、不良債権の最大の出し手である銀行自身が、買い手となるケースは殆どみられないが、債権の売買活性化が事業再生に果たす役割を考えた場合、銀行を買い手として機能させることは極めて重要な課題である。つまり、投資家として銀行が活動できるようになれば、市場の拡大、および競争による価格形成の透明化が期待でき、かつ債務者の負債圧縮や事業再生のきっかけを作ることにも可能になると考える。

現在、銀行が不良債権への購入に向かわない理由は、時価で購入した場合であっても、購入債権を不良債権として分類、公表しなければならない点にあるとの見方がある。銀行が不良債権処理に全力を傾け、公表不良債権に注目が集まっている現況下、不良債権を購入することに経済合理性がある場合においても、銀行に不良債権購入のインセンティブが働かないのが実情である。

銀行の不良債権購入を円滑にするためには、適正な時価で購入した不良債権については、既存の債務者区分を軸とした債務者単位の償却・引当制度とは異なる、債権単位での評価や減損措置等を検討していくことが、市場型間接金融の円滑な拡大に資するのではないかと思われる。具体的には、特定取引勘定におけるローン取引の規制撤廃や、バンキング勘定における既存の償却・引当制度の見直しなどが考えられる。

もっとも、米国においては、個々の債権に着目した評価がなされており、上記のような取り扱いが認められているが、わが国では債務者区分を重視した査定が行われていることから、そのまま米国の取り扱いを認めることには慎重な意見もある。わが国において、米国並みの取り扱いが実現可能性をもつためには、貸出債権に対するプライシング手法の確立が求められることとなり、また、そのためには正に取引市場が活性化する必要がある。ただし、問題の重要性に鑑み、例えば、再生を目的に時価購入した不良債権については金融再生法開示債権やリスク管理債権の表示上別書きにする等した上で、いわゆる不良債権処理ルールにおける取り扱いを弾力化する等検討に値する方策は存在すると思われる。

4. 市場統計の整備

基本的な市場統計の整備は、民間においては全体の流れを知る参考値、行政においては政策決定の材料として有益であり、ひいては貸出債権取引の活発化に資すると考える。正常債権については、第1WGにおいて、貸出債権市場（含むシンジケート・ローン）の市場規模・成長プロセスをモニタリングするための四半期毎の統計整備が提言されているが、不良債権についても、公的な機関が、不良債権の指名債権譲渡、ローン・パーティシペーションの件数・金額を銀行から収集し、マクロ統計として公表することが有効と考える。

< 不良債権取引に関する市場統計のイメージ >

- ・ 法人向け貸出債権
- ・ 全国銀行ベース。国内債務者向けの債権譲渡につき譲渡人より聴取して集計
- ・ 一つの債権を分割して複数の投資家に譲渡した場合の件数は、投資家数で把握
- ・ 具体的記入用紙例

（債権譲渡実績）

	2003年1～3月		2003年4～6月	
	譲渡件数	譲渡金額	譲渡件数	譲渡金額
指名債権譲渡				

（参考）ローン・パーティシペーション実績

	2003年1～3月		2003年4～6月	
	件数	金額	件数	金額
ローン・パーティシペーション				

WGとしての結論

【要旨】

- (1)取引実績・取引機会情報の集約・開示、サービサー情報の充実等
～ 今後、実務者間で具体的に有為性、実現可能性を検討。特に、
事業継続価値に着目した不良債権取引の円滑化に資する枠組み
について検討
- (2)投信・投資顧問に対する規制緩和、新BIS規制における劣後部
分に対するリスクウエイトの軽減
- (3)銀行が買い手サイドで参加できる環境の整備

以上、投資家層拡大や価格の合理的な形成に資するインフラ面の整備、取引の活性化・迅速化に資する制度面の整備に関する課題をみてきた。当WGでは、優先的に取り組む課題として以下の3点を結論とする。

- (1) 不良債権に関する取引実績・取引機会情報の集約・開示、サービサーに関する情報等の充実である。取引実績・取引機会情報の集約・開示については、既に述べたように、投資家が投資判断をする際の「あたり」をつけたり、どのような取引機会が存在しているのかを知ること役立つ。今後、ベンダー（情報会社）、会計士、弁護士、格付会社、金融庁、金融機関などによる専門的な検討の場を設けて、その有為性・実現可能性を見極め、有為性・実現可能性がある場合には実現に向けた検討を継続していく必要がある。特に、今後の破綻懸念先向け以上の貸出債権取引の活発化を見据えた場合、事業継続価値に着目した不良債権取引の円滑化に資する枠組みについて検討を進めること、個別企業情報の集約、売り手買い手の適切なマッチングを行う仕組みについて、産業再生機構等とも協力して検討していくこと等が有益であると考えられる。
- (2) リスクマネーの供給増に資する制度面の課題としては、投信・投資顧問に対する規制緩和、登録免許税の軽減新BIS規制における劣後部分に対するリスクウエイトの軽減、などが期待される。日本は、従来からローリスク・ローリターン風の風土があり、ハイリスク・ハイリターンの積極的な投資になかなか資金が回らないと言われている。しかし一方で、市場の自生的な動きのなかで、徐々にリスクマネーが育っているとも言われている

る。また、わが国の資金が低金利で運用難に陥っているなか、ハイリターンを求める資金が顕在化していない可能性もある。リスクマネーの増加や顕在化の障害となる可能性のある制度については、極力排除ないし改善していくことが必要と考える。

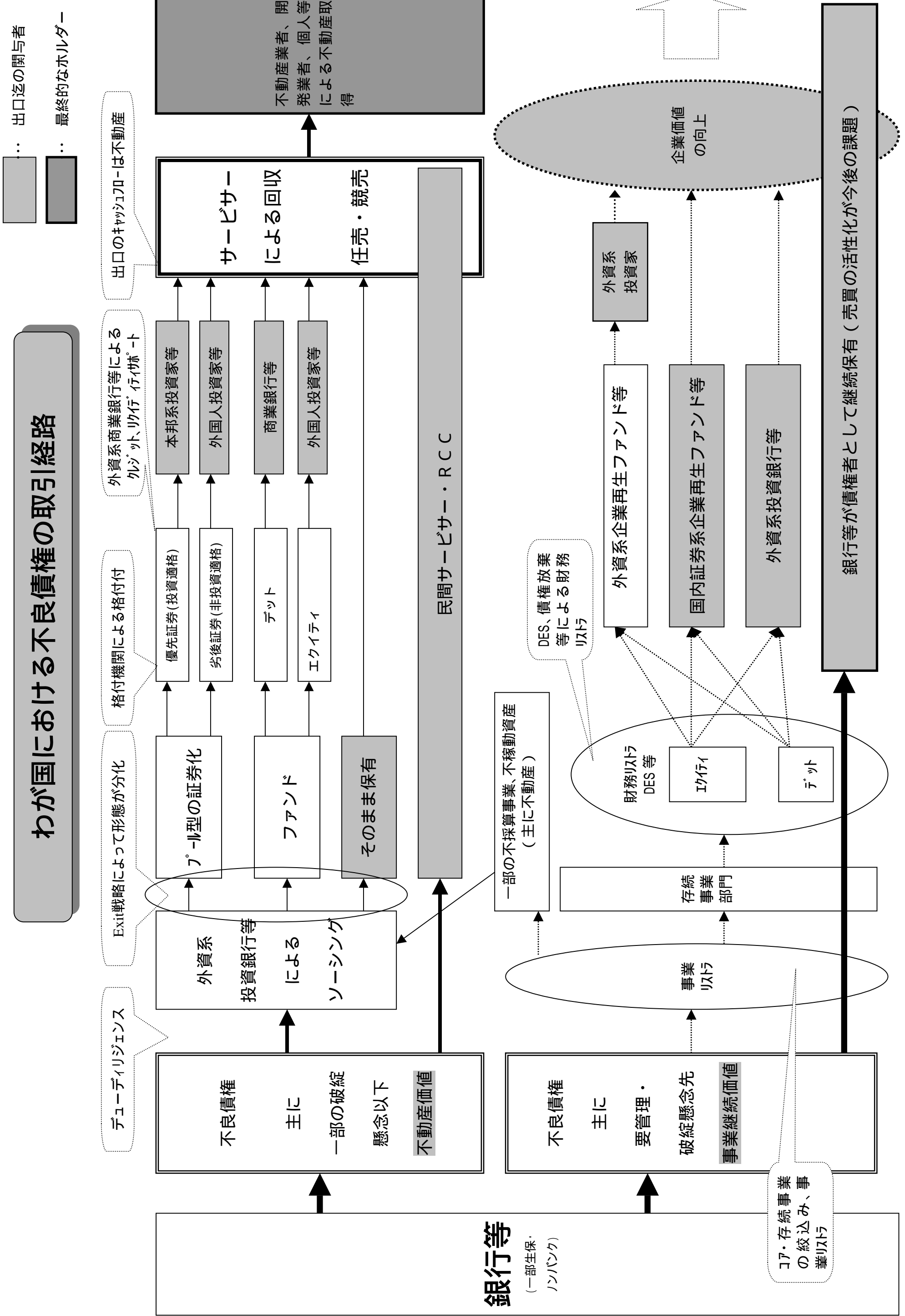
- (3) 「市場型間接金融の拡充」の前提となる、銀行が買い手サイドで参加できる環境の整備が期待される。前述のように、債権の売買活性化が事業再生に果たす役割を考えた場合、銀行を買い手として機能させることは、債務者の負債圧縮や事業再生のきっかけを作ることにも可能になるという意味で重要な課題である。また、投資家として銀行が活動できるようになれば、市場参加者の多様化・市場の拡大を通じて、競争による価格形成の透明化などにも寄与するものと考えられる。

以上のとおりWGとしての結論を述べたが、わが国における不良債権の取引が本格化するためには、その前提となる事柄がいくつか存在する。例えば、リスク資産投資に対する投資家の意識変革、不良債権の経済価値をより適切に把握する手法の確立、そして銀行のビジネスモデルの転換等である。

銀行に関して言えば、現状の貸出債権流動化は償却・引当、税負担の問題と切り離すことはできず、また、不良債権処理の延長線上で捉えられているが、機動的なポートフォリオの構築や企業（事業）再生を進める重要な手段として、貸出債権の売買に各行が主体的に取り組んでいくことが求められるところである。

以 上

わが国における不良債権の取引経路



貸出債権市場協議会事務局

全国銀行協会

〒100-8216 東京都千代田区丸の内 1-3-1

電話 03-3216-3761

<http://www.zenginkyo.or.jp/>