

島 義夫著

## 『日本のクレジット市場、その誕生、発展と課題』

(シグマベイスキャピタル, 2006年)

松村 勝弘

良書である。「はじめに」の冒頭で、「本書は、国内社債・クレジット市場の過去10年における誕生、発展と将来の課題を論ずるものである」とその内容を一言で明快に述べられている。この10年の日本の金融市場で起こったことは何だったのか。まさに金融危機・銀行危機の勃発とその終息に向かう過程であった。この問題をクレジット市場の誕生、発展の過程を跡づける中で明らかにされている。本書はクレジット市場の観点から見た今回の金融危機の本質の解明となっている。今回の金融危機を論じた書物は枚挙にいとまがない。ところがクレジット市場の誕生と発展という視点から論じたものは本書のみではないか。しかもこの視点から論じているがゆえに、金融危機の問題点がいつそう明らかになっているところが本書の類書にない特徴である。一言でいえば、銀行経営者、金融当局の責任回避のための先送り、そのために問題はより深刻になったし、またジャーナリズムもこれに加担したかの風である。しかもこういう危機だからこそ、それまで課題でありながら整備されていなかったクレジット市場が誕生し発展した。筆者は、このような過程をクレジット・アナリストという仕事をされる中でつぶさに観察され、しかも論理的説得的に展開されて

いる。比類なき良書である。

まず読者の便のために、クレジット市場とは何かを紹介しておこう。具体的には社債市場やクレジット・デリバティブ市場などを総称してクレジット市場といわれる。一言でいえば「97年以後のクレジット・リスクを取引する市場を『クレジット市場』と呼ぶ」(140頁)とされている。

本書の概要・展開を、下記に目次をあげて紹介しておく。

はじめに

序章 本書の課題と意義

第1章 国内社債市場発展とその先行研究

第2章 1997年の経験

第3章 クレジット市場の誕生

第4章 クレジット市場の発展

第5章 クレジット市場に残された課題

おわりに

①序章から順次紹介していこう。先にも述べたとおり、クレジット市場のこの10年間の発展過程を考察し、現状をふまえつつ将来の課題を探るとされているが、とりわけ「ここでは、単にその間の現象を記述するのではなく、社債市

場よりも広義の概念としてクレジット市場という枠組みを用いて、市場の発展をとらえ、分析を加えて、将来の課題を考察する」(7頁)とされる。しかも筆者がその現場に身を置いて観察されているだけに、市場の発展をリアルに表現されている。すなわち「本書では、市場がそこに備わる学習能力を発揮しながら数々のイベントを消化して、自律的に発展してきた側面を強調している。」(7頁)さらに実際には「90年代後半以後のクレジット市場発展は、多くの市場参加者にとって予想外で急なものであった」(8頁)と言われる。これこそ市場発展の渦中に身を置いた筆者であるからこそその表現であるように思う。

周知のように、日本の社債市場は戦後の間接金融体制のもとでの経済発展を目指すという制度的枠組みの中に押し込められ、具体的には銀行の利害をおもんばかって、その発展が押しとどめられてきた。銀行や機関投資家としての金融機関もその枠内での行動にとどまってきた。それが90年代後半の金融危機の中で大きな変化を遂げざるを得なかった。その中でクレジット市場が形成されたが、「クレジット市場が更に発展するには、銀行や機関投資家の経営と行動が変化する必要がある」(9頁)と指摘される。しかも金融危機が一段落したかに見える今日「市場参加者の危機感が薄れ、同時にクレジット・リスクに関する意識が薄れてきているのは問題だ」(9頁)と言われる。しかしこれが現状なのだろう。日本の金融市場の発展のためにも、クレジット市場がなお一層発展し、グローバルに開かれる必要があるが、なお問題が残されている現状を指摘されている。

②第1章「国内社債市場発展とその先行研究」であるが、「先行研究をふまえながら1990

年代までの社債制度改革を概観した上で、90年代以降の社債市場の発展について」(11頁)述べられている。まさに80年代まで厳しい規制の下で発展を押しとどめられてきたのが社債市場であった。当時適債基準のもとで起債が制限されていたのが実情である。そのことは受託銀行にとっては利益であった。既得権益として銀行も社債市場の発展を押しとどめる側に回った。「制度改革は遅延した」(18頁)。「受託制度に伴う社債発行コストの高さ」(22頁)ゆえに、80年代には「社債発行の海外シフトによる国内社債市場の空洞化」(18頁)が起り、それが問題視された。それがようやく「1990年には適債基準の格付けへの一本化が行われ、1993年の商法改正により社債発行限度額規制の廃止があり、社債の募集受託会社が廃止されるとともに社債管理会社の導入が行われた。」(20頁)。しかし適債基準撤廃によってもクレジット市場の発展が進んだわけでもなく、「殆どの国内投資家は、97年以後の現実の市場の動きによって痛手を被り、その後になってようやくクレジット・リスクに対する意識を高め、対応を取り始めたというのが実相」(25頁)だったという。

社債制度の発展を押しとどめていたもう一つのファクターとして、格付け制度がある。戦後長らく起債会による格付け、いわゆる適債基準があり、優良企業に限って起債を認めるとされてきた。これが実のところ「社債発行を制限する口実にはかならなかつた」(27頁)と的確にも指摘されている。適債基準が撤廃され、格付けに一本化されたけれど「日本の格付業界は、国内社債市場と同様に、グローバル金融市場から孤立した世界を形成している」(26頁)という。日本の代表的な格付機関、格付投資情報センター(R&I)と日本格付研究所(JCR)は、

海外の格付機関、スタンダード&プアーズ(Standard & Poor's)、フィッチ・インベスター・サービス(Fitch)やムーディーズ(Moody's)などと比べると、発行体に対して甘く内外格付格差がある。その結果「投資家は低い金利で高いリスクを取られ、リスクの報酬を殆ど受け取っていないことになる」(40頁)という。しかしそのような「日本的格付は、現実の市場の動きに促されて、97年以降変わらざるを得ず、そして実際大きく中身が変わっていった」という(41頁)。

1990年代に入り規制緩和や自由化により、それまで海外に逃れていた日本企業の社債発行の国内回帰が始まり、さらに、90年代の銀行問題は銀行の貸出能力を制約し「企業の負債調達のある部分が銀行借入から社債へシフトせざるを得なかった。」(42頁)かくて国内社債市場の発展が見られた。社債の量的な急増により、社債市場は質的な変化を遂げ、「具体的には、社債の価格形成が大きく変化した」という(48頁)。リスクに見合ったスプレッドがみられるようになった。しかしなお、欧米の社債市場と比べたとき、「依然として日本の機関投資家はリスク・リターンの枠組みとは別の基準で行動している可能性もある」(61頁)という。「それは、規制時代の規制が特殊であったこともさることながら、規制撤廃後の市場参加者の意識と行動に問題があるためとの感を強くする」(65頁)とも言われる。機関投資家がリスクに見合ったリターンを必ずしも求めず、国内格付機関の甘い格付を口実に横並びの責任回避的な投資行動を取っているようである。

③第2章「1997年の経験」は、「97年に発生した幾つかのクレジット・イベント経過と背景を取り上げ、それらがクレジット市場形成に決

定的な役割を果たしたことを」(12頁)論じられる。圧巻というべきである。日本においては、金融危機、銀行問題に促拍されてクレジット市場が誕生したのであるから、金融危機の問題を綿密に分析せざるを得なかったのであろう。一言でいえば、日本の金融危機がこれほど大きな問題になったのは「銀行経営や銀行監督当局のこの問題に対する姿勢だった」(77頁)という。事態の進行を同時進行の形で経験された著者ならではの説得力ある分析・指摘は傾聴に値する。金融危機・銀行問題は巷間言われるようにディスクロージャーの不十分さにあったのではなく、分析能力と中立性の欠如にあったという。当初不十分なディスクローズであったとはいえ、不良債権の金額が公表された資料でもただならぬものであることが読み取れたはずであり、過去の自らの責任を問われたくないという意識があったので、銀行経営者並びに銀行監督当局者が不良債権処理の先延ばしを行いもしくは容認したと言わなければならない。しかも問題は個別銀行の危機ではなくシステムの危機なのであって、不良債権の部分的処理をもって「不良債権問題はヤマを超えた」とか「よい銀行と悪い銀行」とを区別して、問題は悪い銀行だけの問題であるかのようにいうアナリストやジャーナリズム、それをよいことに問題を先送りする銀行経営者や銀行監督当局という構図、これについて「報道機関、株式アナリスト、機関投資家、そして金融当局者達は、みんな仲良くそろって事実から目をそむけ、現実を直視しようとしなかった」(84頁)という的確な指摘がされている。

上記を事態の進行に合わせて分析・論述される。95年に兵庫銀行・木津信用組合の破綻、大和銀行NY支店損失の発覚があったが、これ

らをきっかけに「ジャパン・プレミアム」が発生した。「それは、日本の銀行に対する不安だけでなく、日本政府当局者の問題解決能力と意思に対する疑問と不安であった」(89頁)と指摘されている。さらにいう。「もともと日本の銀行問題はもっと早期に解決可能であった。それが日本にできなかったのは、政策手段を与えられていなかったからではない。政府に実行に向けた意思がなかったか、意思統一がなかったから問題解決が遅れていたのである。」(91頁)

「欧米の機関投資家と異なり、日本では機関投資家の本分(誰の利益のために行動するのかという本分)があいまいである。そのためと思われるが、リスク・リターンに基づく投資行動とは別の基準(たとえば取引関係)に基づく行動や、付和雷同・横並び的行動が目立つ。事実即ち判断よりも、周囲と同じ行動をしていれば責任から逃れられるとの考えに基づく行動である。」(93頁) こういう指摘は当時の問題先送りの要因分析としては的確である。そうなるのは「新聞報道こそが他の大勢の投資家の考えと行動の指標だからだ」(94頁)という。当時「ビッグ・バン」や「ROE重視の(銀行)経営」などという言葉にいかにも多くの人々が惑わされていたかという指摘もされている。金融危機がすでに発生しているこの時期に事態がいかにも把握できていなかったかの証左である。「証券化」もしかりであり、何か魔法の杖のようにその言葉が使われていたという。BIS自己資本比率規制の下にある大手銀行で、利益水準と比べて桁違いに大きな不良債権の償却ができない状況のもとでは、証券化が損失を表面化させることであってみれば、その不良債権処理の手段として利用できないのは明らかであるにもかかわらず、それが語られていたことも、混乱し事

態を理解できていなかったもう一つの証左である。このように当時の状況を一つずつ整理され分析されている。

1997年を変曲点と位置づけられている。2、3月に日本債券信用銀行金融債のパニック売りが起こった。「このイベントを通じて市場はクレジット・リスクとそのトレードに習熟した。これを契機にクレジット市場の本格的効率化が始まった」(103頁)という。6月には日産生命が破綻しその一部保険契約の予定利率引き下げ、つまり保険契約の「デフォルト」が起こった。「その背景としてあるのは実体経済の悪化や、銀行の体力・信用力の低下である。それに加えて、本来金融システムの秩序維持に責任のある政府・金融当局の不作为も大きな原因であった」(104頁)という。また「97年9月のヤオハンの公募転換社債デフォルトは、画期的なイベントだった。このイベントは、その直前にあった上場建設会社数社の倒産と合わせて、事業法人のクレジット・リスクと損失の実現という意義がある。デフォルトによる損失を経験したことのないクレジット市場で、デフォルト・リスクは理論的な存在に過ぎなかったが、これでデフォルト・リスクは現実のものとなった。このイベントもクレジット市場の価格形成を変える一助となった」(同上)という。さらに11月には三洋証券のコール市場におけるデフォルトが発生し、拓銀破綻と山一証券の破綻と続くショックが起こった。かくて「大手銀行への公的資金投入への道が開けていった」(105頁)わけである。

第2-4節「日債銀債をめぐる市場のパニック」は当時の状況を丁寧に分析されている。当時、日債銀債のパニック売り、したがって価格下落、急激な利回り上昇が起こり、これはまさ

に市場的现象であり、それまで本格的な市場とは言えなかったクレジット市場が誕生するきっかけとなったわけである。しかし価格下落が実現したことはその価格での買い手が現れたからであり、それは海外からの買いであったという。いくら価格が下落しても、合理的な投資対象であるとの判断がなければ買いは現れない。いくら高いスプレッドであったといえども、それはリスクを取った上での買いである。ただし国内の投資家はただただ戸惑うだけの状況であったようだ。合理的な行動を取れていなかったという。著者はしかしこのイベントについて次のように評価される。「97年を境に、クレジット・リスクに関して金融市場は様相が一変して、まるで別世界になってしまった。だからこそ、本書は前の時代と区別するために、97年に新たな『クレジット市場』が誕生したと言った方が良いと主張するわけである。」(117頁)

97年9月、中堅食品スーパーヤオハンジャパンが会社更生法の適用を申請したが、同社の発行していた国内公募転換社債など約370億円がデフォルトした。97年に公募債をデフォルトさせたのはヤオハンだけだった。それまで社債を発行していた企業が破綻してもメインバンクがこれを買取り社債所有者には損失は生じなかった。今回はそうはいかなかった。デフォルトが実現した。「このようなクレジット・リスクの実現という事実を通じて、金融市場は初めてデフォルトのリスク、クレジット・リスクを真面目に意識するようになった」し、また「ヤオハン債デフォルトのもう1つの意義は、デフォルト債処理と債権回収の事例ができたと言うことだろう」という(118頁)。デフォルトが生じたから債権価値が100%失われるわけではない。会社更生のプロセスで何%かは回収され

る。ただしヤオハン債の場合、その回収率は10%でしかなかった。ムーディーズによれば、「デフォルトした無担保シニア債の流通価格は全世界平均で額面100%に対して38.5%とのことであるが、そこから推測される回収率は40%程度かそれよりも高いことになる。それとの比較でヤオハン債の回収率の低さは異常に低い」という(119頁)。日本の場合、回収率は全般に低いという。その理由は「日本では、企業倒産は社会的に極めて重大かつネガティブに捉えられ、事業再生に伴う困難が多く、経営者の再起も困難である。それ故に倒産を避けて先送りしようと努力する。そうするとその間に、企業資産劣化が進み、結果的に、倒産時点で債権回収率は低くなる」(120頁)という。日本のメインバンクは倒産回避のために支えるが、結果的に延命が無駄な努力に終わり、資産劣化、回収率の低下をもたらす可能性があるという興味深い指摘も行われている(120頁)。「日本はデフォルト率は低い、損失率は高い国なのかもしれない。その場合、デフォルト率が低いことだけをもって、『日本企業への格付が低すぎる』という批判は必ずしも正しくない。ヤオハン債の経験はそういう問題を提起している」(121頁)とも言われている。

さて、拓銀・山一の破綻であるが、「日本の金融危機は、単に金融機関が危うくなって起きたわけではない。その危うくなった金融機関を、政府当局が適切に保護しなかったために危機が拡大したのである」(123頁)と適切にも指摘されている。当時、当局者をはじめ、拓銀・山一の破綻を金融ビッグ・バンの当然の結果のように理解し、むしろこれを歓迎する向きも多かった。しかしこれが大きなコストを伴うものであったことは事実が証明している。ビッグ・

バン実施のタイミングの悪さ、不良債権問題で銀行存続の危うかった時期、まさに最悪のタイミングでビッグ・バンが行われたという理解が十分なされていなかった。当時ジャパン・プレミアムが発生し拡大していた。「問題が拓銀だけのものであれば、そのようなことは起きなかっただろう。それは、『弱い銀行が淘汰されれば、強い銀行はより強くなる』などという考えが幻想であることを証明していた。実際に起きていたことは、銀行全体が乗っているシステムという基盤が崩れ始め、すべての銀行が危うくなり、相対的に弱かった銀行から犠牲になったということである。」(126頁) なお、山一破綻に関連して、「山一が格下げで潰された」などという格付に関する歪んだ理解、格付に対する感情的な反発が起こったが、海外格付は銀行経営や金融当局にとって都合の悪い存在であったから、「それに対する感情的反発が強まることは都合が良かった」(130頁) という指摘もされている。

④第3章「クレジット市場の誕生」は、「第2章で述べたクレジット・イベントを受けて、1997年を起点として、国内で新たな『クレジット市場』の歴史が始まったという議論を展開」(12頁) されている。著者は「97年をもって、クレジットの価格形成が完全なものになったと言っているのではない。97年は、変化の始まった年であると主張している。」(142頁) 97年2-3月の日債銀債の暴落、したがって利回り上昇、スプレッドの拡大は、それまでの日本の債券市場の常識からは考えられない画期的な事柄であった。「96年から97年初めにかけて、日債銀債スプレッドが500bpから700bp拡大したことは、当時としては全く新しい経験であった」(146頁) という。まさにデフォルト・リスクが

織り込まれて成立したものであった。95年から96年にかけての銀行劣後債の場合もクレジット・リスクを織り込んだ別の例証であったという。95年から96年にかけての中堅建設会社フジタの株価の推移にもクレジット・リスクが織り込まれているのを見ることができるという。しかし金融市場が本格的にクレジット・リスクを織り込み始めたのは97年であるという。市場は97年の日債銀債の経験からいろいろなことを学んだという。(1)デフォルトの可能性、(2)価格変動リスク、(3)債権回収率、(4)銀行債のクレジット・リスクが政府・金融当局の対応で決まること、(5)銀行の債務の違いによってリスクの異なること、(6)格付情報の限界・運行性、(7)クーポン収入だけでなく価格変動を考慮したトータル・リターンという概念が必要なこと、これらを学んだという(158-9頁)。

当時の金融危機の中では「合理性のない政府が何をやるかわからないというリスクがあった」(163頁) という。当時の政府・金融当局の迷走ぶりを知るものにとって極めて説得的である。「日本の政府・金融当局の対応は、海外の当局と比較して明らかに拙く、97年まで銀行問題の隠蔽と解決先送りをしていた。そして考えられない失敗を繰り返していた」(165頁) と指摘される。投資家側も問題有りで、当時市場の要求スプレッドは高くなかったが、「日本の機関投資家はその程度のプレミアムすら要求しておらず、その要求しない理由も情報格差などと言うよりは、相互扶助的な体質に拠るものである可能性がある。つまり、機関投資家は、資金委託者の利益よりも、投資先との取引関係を優先させている結果としてそうなっている可能性がある」(165頁) と指摘されている。金融危機は流動性危機という側面もっており、金融商

品全般が売られる中で、クレジット商品全般も売られ、その中で相対的に格付の高い社債も売られ、スプレッドが拡大した。これがR&IのA格の平均社債スプレッドの拡大からもわかるという。これらからクレジット・リスクが市場に織り込まれていった様子が読み取れるわけである。

97年の日債銀債のパニック売りの中で海外投資家がこれを買いに入ったわけだが、この時期、海外投資家がクレジット市場に登場し始めた。国内投資家も本当のデフォルトの恐怖を味わう中で、クレジット・リスクへの対応を考えざるを得なくなった。この間の事情について著者はこのようにまとめられている。「国内社債、クレジット市場に関する評論や論文には『日本の投資家と市場は未成熟』という指摘が頻繁に現れる。それは一般的な事実であり、確かに、日債銀債でパニックが起きたこと自体が市場の未熟な証拠である。しかし、国内投資家がクレジットの問題について未熟だったのは、逆に言えば、市場参加者がクレジット・リスクに未成熟になるように、日本独特の環境が金融行政と金融業界によって創られていたからでもある。それは、日本独特の起債制限や格付制度、そして機関投資家のあり方などの問題である。また、未成熟だったのは投資家だけではなく。金融行政も、新しく発生したクレジットの問題に関しては全く未成熟で対応できなかった（それどころか金融危機を発生させてしまった。）」(174頁)まことに興味深い指摘である。

そんな中でクレジット商品が拡大していった。それがクレジット・デリバティブである。具体的な商品は、クレジット・デフォルト・スワップ、いわゆるCDSである。さらには証券化商品が急拡大したが、これは97年に起きたク

レジット・イベントと関連しているという。銀行関連債の多様化も進んだ。

⑤第4章「クレジット市場の発展」は、「98年以後最近までのクレジット市場の発展を、現実に起きた動きに即して」(12頁)論じられている。第4-1節の節題「自ら学習して進化・発展するクレジット市場」という表現に見られるように、クレジット・リスクを経験する中で、「市場は次第にリスクをきめ細かいところまで織り込むようになり、クレジット市場の効率性は大きく向上した。その最も強い動きは、97年から2002年までの初期段階に起きた。」しかも「政府による、りそな銀行救済があり金融界の統合・寡占化の動きが完成した2003年以降は、その動きが弱まっているように見える」(194頁)という。

1998年長銀危機が起こった。市場は揺れ動き、事実よりも報道の見出しに左右された。98年3月決算では「金融債の残高が前年の15兆円から12兆円弱へと3兆円減少していた」ことからわかるように、静かな取り付けが始まっていたのであり、市場はリスクを感知していたという(199頁)。もはや「『強い銀行と弱い銀行の二極化』という議論も消滅して、『大手銀行一律』の公的資金注入がコンセンサスとなっていた。」(200頁)この当時長銀債のスプレッドも拡大していた。ところが市場は国有化後ですらスプレッドが拡大するという間違いをしている。それまでの不合理な楽観から一転して悲観に傾きすぎたが、これもまた不合理であったという。そして99年3月の税金投入によって、ようやくスプレッドが縮小した。「クレジット市場全体のスプレッドも縮小した。」(203頁)

とはいえ、この間クレジット市場は自ら学習して進化したと言われる。すなわち「97年初頭

の日債銀危機から1年あまりが経過した98年、今度は長銀危機が起きたわけだが、誕生したばかりのクレジット市場は早くも学習して進化を始めていた。96年6月以降の長銀に関する報道は、97年3月の日債銀債パニック時とは比較にならないほどの大騒ぎだった。しかし、金融債市場は97年の日債銀債の場合ほどパニックに陥らず、長銀債にも日債銀債にも狼狽売りが出なかった。それだけでも市場の大きな進歩である。」(204頁) このように位置づけられている。そして「日債銀危機の後初めて、日債銀債は期間に関して合理的な価格形成を開始した」(206頁) という。確かに金融債で必ずしも合理的とは言えない動きを見せているとはいえ「98年当時のクレジット市場の効率性は、97年からすれば大きく向上したのは間違いない」(209頁) と言われている。

ただし長銀の株式については投機現象が起こっていた。いわば海外投資家による「売り」が仕掛けられ、株価を下げてから株を買い戻すことで大きな利益を上げた可能性がある。それを許す当局の甘さもあった。しかし債券についてはそうはならなかった。クレジットでは売られる商品に限界があり、債券は空売りが技術的に困難であり、ヘッジファンドなどは株で十分儲かったので債券に手を出す必要がなかったという。そして「銀行債券は銀行株と異なり、政府サポートというクッションが期待できて安全性の高い商品であることは海外で良く認識されていた。そのため、このような時期であっても銀行債には海外の買手がいた」(213頁) という。

この間のクレジット市場の変動要因は銀行危機であった。「98年以降の社債・クレジット市場全体の価格変動は、基本的に市場が銀行問題

をどのように見ているかで決まっていた」(217頁) という。この間クレジット市場は効率性を高めてきたが、3月になると銀行危機が取りざたされスプレッドが拡大するというような合理的でない動きも見られた。これについてこのように言われている。「クレジット市場は誕生以来、経験から学習することで着実に効率性を増していった。しかし、98年から2003年の時点で、その効率性がこの程度にとどまっていたという例証である。」(210頁)「市場参加者は正しくない考えを持ち続けた。同様な考え方は、当時クレジット市場だけでなく、金融市場全体(国内全体)で共有されたいたものである」(220頁)ともいわれている。しかしサムライ債と公募普通社債でもデフォルトが実現し、「デフォルトの事例の増加とともに、投資家のレベルは間違いなく上がり、クレジット・リスクをよりきめ細かく考慮するようになった」(222頁)といわれる。しかし「日本以外の市場で発行できないような発行体が、海外市場より低いクレジット・スプレッドで発行しているとの指摘があった。そういう発行を支えていたのが、高い格付を気前よく出し、発行後のクレジット・リスクのモニタリングを真面目にやらない日本の国内格付機関の存在だった。」(223頁) このように日本の国内格付機関のある意味で今日まで続く問題点が指摘されている。

格付理解について5段階に整理されている。この問題についての頭の整理になると思われるのでここに紹介しておきたい(225-226頁)。

第1段階：格付は起債調整手段である。

第2段階：投資家は、格付を表面的にとらえ、  
BBBなど格付結果だけを見る。

第3段階：格付に、デフォルト・リスク表示と

いう実質を求める。また、アウト  
 ルック情報など、格付に付随する約  
 束ごとの情報を見て、変化の方向性  
 など格付結果以上の情報を読み取  
 る。格付機関による評価の違いの事  
 実を知る。

第4段階：格付レポートを読みこなし、そこに  
 格付決定に関連する重要なファク  
 ターを読み取り、格付の背景を理解  
 し、格付変化をある程度予想する。  
 格付機関による評価の違いの背景も  
 理解する。

第5段階：自らクレジット・リスクを分析・考  
 察する補助として、格付情報を利用  
 する。

「97年以前の平均的格付理解は、せいぜい第  
 2段階にとどまっていた。一部にでも、第3段  
 階の理解が発生したのは98年以降であ」り、  
 「市場参加者の一部に第4段階、第5段階に進  
 む動きが見られたのは、2000年以降のことで  
 あったと思われる。2006年現在の平均的格付理  
 解段階は、第3段階から第4段階の間くらいだ  
 ろう」という(226-7頁)。

2001年に発生したマイカル債のデフォルト  
 で、その回収率は10%に満たなかったという。  
 いかに格付が甘かったかの証左である。だから  
 次のように指摘されている。「マイカル事件の  
 問題点は、その事件内容だけにあるのではな  
 い。これほど大きく深刻な事件でありながら、  
 様々な問題点がその後も深い議論を呼ばずにい  
 ることである。」(237頁)

2001年にも金融危機が起きかけたが、それは  
 銀行問題が未解決で残っていたからである。  
 2001年の年末にかけてあさひ銀行シニア債スブ

レッドが拡大しが2002年初の小泉首相の金融危  
 機を起こさせないというメッセージで収まり、  
 その後も2002年11月の「金融再生プログラム」  
 と2003年5月のりそな銀行救済で政府当局の腰  
 が定まっていることを内外に示し、ようやくに  
 して金融危機が収まった。ところが「2003年  
 は、1997年とは別の意味でクレジット市場の変  
 曲点になった」という。逆の意味での変曲点に  
 なったという。すなわち金融危機が終わる見通  
 しがついたためクレジット・スプレッドは猛烈  
 な勢いで潰れていったという。「そしてその市  
 場の動きと共に、『日本の特殊なコーポレー  
 ト・ガバナンスにより、日本の社債デフォルト  
 率は低いから社債スプレッドも低くても良い』  
 というご都合主義的考えが強まり、まるでクレ  
 ジット市場は、97年以前の社債市場に回帰して  
 いるかのように見えた」という(245頁)。

⑥第5章「クレジット市場に残された課題」  
 は、「現在までのクレジット市場の発展をふま  
 えて、現在および将来に残された課題につい  
 て」(13頁)論じられている。熱し易く、冷め  
 易い文化のせい、危機が去ると関心が薄れて  
 きているという。「リスク管理は、危機的状況  
 は足元に不良債権がある間だけ必要なので  
 なく、平時にも必要なはずである」(259頁)に  
 もかかわらず、クレジット・リスク管理が必ず  
 しも十分でなく、融資金利も低すぎる。「融資金  
 利が低すぎることで、リスク管理実施を困難に  
 しているのかもしれない。または、リスク管理  
 が実質的に行われていないために、低収益の融  
 資が維持されているのかもしれない。」(260頁)  
 これが合理性に裏付けられているのであれば問  
 題ない。そうではないようである。「市場参加  
 者も期待される付加価値や収益が小さければ、  
 クレジット関連の人材を増やそうとはしないで

ろう。」「今後も、クレジット・スプレッドが低いままで、市場のボリューム不足も改まらない場合、現在顕在化している社債投資でもクレジット人員へのニーズはそう長くは続かないだろう」(263頁)という。

機関投資家の側でも形式的に国内格付機関による高い格付に満足して低いスプレッドを受け入れている。このような低い社債スプレッドを受け入れている「機関投資家の行動は、資金委託者の利益に反している。」(266頁)「過去も現在も『持合的』関係が存在する。つまり、保険会社は銀行の株や劣後性社債を保有する一方で、銀行は保険会社の資本性基金を保有する。国内格付機関もその仲間である。そのことを、『日本独特のコーポレート・ガバナンス体制』と誇ることもできようが、金融危機においては、それが危機を深くしたのも事実である。」(268頁)そこで日本でも「機関投資家に規律を強制する何らかの特別法」つまりはアメリカのエリサ法的なものが必要なのではないかとされる(268頁)。

各種の金融機関において、現在リスク管理や審査の面などコスト・センターで収益貢献が見えにくい分野で人材需要が低い。つまり収益貢献が目に見えないと人材をつけたり育てたりしない。「これは、国内機関投資家が、クレジット要員に限らず、依然としてプロフェッショナルを育成しておらず、また経営者もそのようなことを志向していないことの反映とも言える。」(269頁)経営層のリスク認識の低さを反映している。

リスク評価の人材も育てられていないし、だからリスクを取れない。CDS市場での「プロテクションの国内の買い手は限定的である。」(270頁)「将来のクレジット市場拡大に大きな

影響を与えるのは、大手銀行の行動」である。「銀行経営が合理的であれば、採算の低い優良企業向け融資は減少し、リスクの高い企業への融資金利は引き上げられるはず」だが、そうはなっていない(272頁)。

銀行のリスクを忘れたかのような低利融資はまたクレジット市場の発展を押しとどめている。しかも日本の格付の中立性に問題がある。「日本的格付が、実質的なハイ・リスクを隠蔽する役割を果たしている。」(283頁)「銀行が、高いクレジット・リスクの親密大企業へ低利融資を行うことが、発行体から低格付債発行のインセンティブを奪っている。」(284頁)これではジャンク・ボンド市場誕生は望むべくもない。機関投資家の行動にも問題がある。○か×で考える。どんな格付機関の格付であってもBBBでありさえすれば○で、それ以下だと×ということで、これでは高利回りの低格付債は受け入れられない。しかもそのBBBが甘い格付で、ハイ・リスク、ロー・リターンとなっている。だからこそ、機関投資家に対するエリサ法的行動規範が求められる。問題は根深い。本書を一読すればそう感じさせる。

本書の特徴は最初に述べた。クレジット市場から見た金融危機の実相とそこにおける日本の関連のシステムの問題点の指摘が現場に身を置いた著者ならではの分析・指摘が説得的になされている点が特徴だ。銀行の先祖返りをしたかのような低利融資、しかもCDS市場でのプロテクションの買い手が限定的であることからわかるように銀行のリスク評価の弱さは銀行の低収益性をもたらしている。リスク評価改善の必要、格付の改善の必要、人材育成の必要、それを可能とするためにもエリサ法的特別法が必

要、そういう著者の提案は明快である。

もちろんリスク評価にはコストがかかる。このコストを負担していないから、銀行も何とか利益が出ているのかもしれない。今の状態では銀行はこのコストを負担できないであろう。当然リスク評価をした上でこれを貸出金利に上乘せしなければならない。企業がこの負担に耐えられるのか、などなど問題はつきつぎに波及していく。リスク評価の必要、コスト負担など社会的にコンセンサスを得なければならないと思われる。リスク評価をして金利を引き上げるべきだという合理的な主張もその実行となると困難を伴うように思う。その道筋をどのようにつ

けていけばよいのだろうか。

不合理な行動がこれらをもたらしたという指摘は正しいとしても、ではどうしてそのような不合理がまかり通るのか。不合理の根拠を明らかにしないと、不合理は改まらないのではないかとも感じる。あるいはまた「日本的コーポレート・ガバナンス」が単なる口実なのか、そこに何らの根拠もないのか、このあたりも解明しないとなかなか現状は改まらないと思われる。これらはファイナンスを研究するわれわれ学徒に共通の今後の課題でもある。

(立命館大学 経営学部教授)