

金融システム不安下 デフォルト・スワップの価格形成

——その実証分析——

近 藤 順 茂

要 旨

本稿の目的は、我が国金融システム不安を受けた1998年から1999年にかけてのデフォルト・スワップ・プレミアムの価格形成要因を実証分析するものである。デフォルト・スワップは、金融ビッグ・バンを契機に近時我が国市場に導入されたクレジット・デリバティブ商品の一形態である。同時期における商品提供者の多くは欧米系投資銀行であり、貸出資産の圧縮など資産コントロールを課題とする大手邦銀などが商品の買い手となった。本稿ではまずBIS基準の動向、資産コントロール手法としての証券化における具体的課題、またクレジット・デリバティブの機能や仕組みなどにつき概観する。

価格形成要因としては、取引手段の属性的要因（格付、年限、業種特性）や現物資産である社債スプレッドとの裁定状況に加え、日経平均株価やジャパン・プレミアムといった市場環境要因について調べている。後者は同時期における「日本売り」のシナリオ要因であり、そうしたシナリオを材料として状況増幅的とも言える振れの激しい価格形成が見られる。値動きの幅は現物資産である社債スプレッドをはるかに超えるレベルである。それからすれば同取引手段のプレミアム支払いを通じ大手邦銀から欧米系投資銀行への相応規模の所得移転が行われたとも言えよう。

こうした結果は、我が国における資産証券化にとり、市場として必須の機能が不足していたことによると考えられる。ここでは市場参加者への政策的インプリケーションとして、第一に我が国におけるデフォルト・スタディーのさらなる開発、第二にデットをも焦点に加えた内外インベスター・リレーションズ活動の必要性をあげている。

目 次

I. 背景

1. 邦銀の資産コントロール・ニーズ
2. BIS基準の今後の見直し動向
3. 直近の具体的問題

II. デフォルト・スワップの仕組みと機能

1. クレジット・デリバティブの機能
2. デフォルト・スワップの仕組み
3. クレジット・デリバティブの使用状況

III. デフォルト・スワップ・プレミアムの定性的特徴

1. デフォルト・スワップのポジション
2. プライシングにおける特徴

IV. デフォルト・スワップ・プレミアムの決定要因

1. モデル
2. 説明変数

V. 実証分析の結果

1. 有意説明変数
2. データの動きの特徴

VI. 結論と展望

1. 実証分析の結論
2. 国内シンジケート・ローンとの交差
3. 激しい値動きとその背景
4. 市場参加者への政策的インプリケーション

I. 背景

1. 邦銀の資産コントロール・ニーズ

近時の金融ビッグバンを契機として我が国に持ち込まれた取引手段のひとつにクレジット・デリバティブ (Credit Derivatives) がある。他方、同時期に進行した金融システム不安のなかでBIS (Bank for International Settlement) 自己資本比率 (Capital Adequacy Ratio) 充足のためなどの邦銀資産コントロールが重要課題であった。現実にはこの文脈を除いて我が国におけるクレジット・デリバティブを論じても議論が表面的になる感がある。ここではまず、実証研究の背景として、BIS規制をめぐる邦銀がおかれていた取引環境について概観することから始める。

現行BIS規制は1988年7月にバーゼル銀行監督委員会で決められたガイドラインであり、それ自体に法的拘束力はないが、我が国の場合には'88年12月に大蔵省銀行局長通達によって国内での法的性格を持った。同規制は'92年度決算

(日本では'93年3月決算) から各国で適用され、海外に営業拠点を持つ銀行は自己資本比率8% (国際基準)、海外に営業拠点を持たない銀行は自己資本比率4%以上の保持が規定された。当時の日本の銀行にとっては株式の含み益を算入しなければ8%水準の維持が不可能であったので、日本の金融当局は補完的資本項目 (Tier II) の中に有価証券含み益の45%を算入することを主張し、関係国の同意を得た。日本の銀行は株式の含み益という、後になって考えれば不安定な名目的資本を算入することによって8%の水準をクリアした。

しかし、'97年後半に入ると国内では不良債権問題に加え、株価が下落し銀行の含み益が減少した。評価損が発生し、自己資本勘定が減額して、その結果BIS規制を充足のため信用収縮が問題となり、主として国内中小企業等に対するいわゆる貸し渋りといわれる問題が生じるに至った (菊池[1999])。また国外では、大手銀行にとり、BIS国際基準を保持できないことで海外営業拠点から退場を余儀なくされる懸念が生じたため、貸出資産のコントロールがこの時期の

重大課題となった。

またこれと相俟って、同時期邦銀のドル資金調達におけるジャパン・プレミアムの拡大は邦銀におけるドル資産圧縮に繋がった。ファンディング上のプレミアムが生じることにより、邦銀がリターンを低いのから資産を捨てることを余儀なくされているとして、たとえばロンドンでは邦銀がリスク・ウェイトが100%（民間向与信）の英国やスカンジナビヤ向資産を売ったところ、市場で売りたかたれたことが報道されている（Rothschild[1998], p.74）。'98年3月末の邦銀の対外資産は'97年末と比較して2681億ドルも縮小したという。米国債市場を例にとると本邦投資家は残高の7.8%を保有し、このうち民間部門保有シェアは6.1%に達していると言われ（Goldman Sachs (Japan) Ltd. [1998], p. 4）、この対外資産の縮小は国際金融の話題として無視できないものとなった。このように不良債権問題・株価下落による含み益減少という経営体力の問題と、市場から課せられるジャパン・プレミアムの両面からBIS規制の充足が問題となり、邦銀貸出資産のコントロールが重大課題となったわけである。

2. BIS基準の今後の見直し動向

今後に向けてであるが、BIS規制は'99年6月にバーゼル銀行監督委員会が公表した「新たな自己資本充実度の枠組み」により11年ぶりに見直されることになっている。見直しの基本コンセプトは、従来の①「最低所要自己資本」の考え方に加え、新たに②「自己資本充実度に関する監督上の検証」、③「市場規律の活用」に重要な役割を加え、これらを「三つの柱」と呼んでいる。資産の信用リスクについては、①標準的手法による外部格付機関の格付情報を利用し

リスク・ウェイトを決める方法、②内部格付手法により各金融機関の内部格付制度に基づいてリスク・ウェイトを決める方法が提案されている（森[2000], p.104, p.106）。

現行制度では企業向融資は一律100%のリスク・ウェイトだが今回提示案①の標準的アプローチの場合、AAA格企業向け融資は20%に下がる一方、CCC格付は150%に跳ね上がる（無格付は100%）。これにより、信用リスクの高い企業向け融資の比率が大きいくほどBIS比率が低下する仕掛けになっている。これに対して②の内部格付アプローチでは、銀行が内部モデルを用いて信用リスクを計算し、そのリスクを充分カバー出来る自己資本を持っている場合には（仮に自己資本比率が8%以下でも）BIS規制をクリアする。ところが信用リスクの計量が出来ない銀行は依然として自己資本比率8%を要求されるというものである。この結果信用リスクを計量する内部モデル（大型シミュレーション技術）を持っている銀行とそうでない銀行との間で大きな差がつくことになる（今野[2000], p.158）。

見直し案の信用リスクに関わるポリシー・イシューとしては、第一にBIS基準見直しで新しいリスク管理体制に乗り出す銀行、並びに「過剰債務の一方資金調達難という二重苦にあえぐ企業」、両者の関係は今後どう変わって行くのか、といったジャーナリスティックな表現（日本格付情報センター[1999], p.6）に見られる、企業金融における貸し渋りの問題がある。現状において貸し渋り問題の存在には疑問も無しとしない。すなわち'99年3月に我が国主要銀行に公的資産による資本注入が行われたことで資本勘定の減額が一応カバーされ、かつ経営のリストラや長引く景気不透明感によって設備投資等の資金需要も出て来にくいという企業環

境において、銀行の資金はむしろ過剰ぎみであり、実際にこの貸し渋りの問題がポリシー・イッシューとして意義を持つのであろうかとの疑問もある。しかしこの問題が一般に受け入れられやすい解りやすい響きがあるためか、繰り返し語られているところがある。

第二は邦銀間債権のリスク評価である。現行ではOECD（経済協力開発機構）加盟国の銀行向けリスク・ウェイトは20%だが、これについては二つの選択肢が示されている。選択肢のひとつは所属国の信用リスクに準ずる方式で、この場合日本はAA格なので問題ない。もうひとつの選択肢は所在国にかかわらず、個別銀行の格付に応じて決める方法であるが、これによると邦銀の現状格付レベルでは大手は従来の20%から50%に上昇、低格付は100%になってしまう。外銀が保有する邦銀向けリスク・アセットのカウントが数倍に急増することになる。また邦銀同士のインターバンク市場でも同じカウントで互いに2.5倍のリスク・アセットを負担し合う格好になり、大きな痛手となる。これにより、場合によってはジャパン・プレミアムの再燃にもつながりかねない懸念する声が出ている（日本格付情報センター[1999], p.4）。しかしどちらの方式になるか未定であり、今後の議論を待ちたい。

3. 直近の具体的問題

(1) ジャパン・プレミアム

'98年1月に大蔵省は銀行が商品勘定で保有するコマーシャル・ペーパーのBIS自己資本比率規制上、優先証券とする扱いでリスク評価上のカウントを緩和して、広義の貸し渋り対策とすると発表、同時期にジャパン・プレミアムは沈静化した。コマーシャル・ペーパーのリス

ク・ウェイトが100%であった頃は、3月末、9月末のCP発行残高をその前の月と比較すると、いずれの月も残高が大きく減少していた。自己資本比率規制を意識する銀行は期末にCPの引き受けに消極的になる傾向があったからである。しかしこのリスク・ウェイトが引き下げられたことによって、貸出からCPへのシフトにより銀行が多く引き受けたとしても、自己資本比率基準の達成は容易になる（日本公社債研究所[1998], p.3）。この結果として、ジャパン・プレミアムも沈静化したわけである。このようにBIS規制上の邦銀保有資産のカウントの問題に短期市場資金プレミアム（スプレッド）の問題も結び付いていた（近藤[2000a], p.129, p.130）。この時期は'97年11月以降の北海道拓殖銀行、山一証券の破綻を受けた金融システム不安の時期に相当しているが、BIS規制の充足と資産のリスク評価カウントの問題は同時期の邦銀にとりさし迫った重要課題であった。

(2) CLO・CBOにおける実情

従来、資産の圧縮（クレジット・リスク削減）の手段といえば貸出の回収、社債の売却、ローン・パーティシペーション、保証などしかなかった。最近証券化（securitization）がクレジット・リスク移転のツールとして注目されている。またこれは広義のクレジット・デリバティブでもある。ローン・ポートフォリオなど複数の債権をバスケットにして、それを担保にシニア債と劣後債を発行することが頻繁に行なわれており、これをCLO（Collateralized Loan Obligation）と呼ぶ。また、たとえばダブルB格の債券を特別目的会社（Special Purpose Company）に持たせ、同債券を担保にしてSPCがシニア債と劣後債を発行して、信用市場での裁

定を行なうものもある。これをCBO (Collateralized Bond Obligation) という。いずれの場合にもシニア債の投資家はもとの債券(権)の金利より低い金利しか受取れないが、もしそれがデフォルトを起こし清算された場合には返済金をその額面に達するまで受取ることができる。反対に劣後債は、債券がデフォルトした場合には元本を失う恐れがあるが、その代わりにデフォルトしない場合には利回りが高く、いわばエクイティに似た性格を持つ債券である。欧米、金融機関のみならず、邦銀においてもCBOやCLOの取引の利用が活発であった(大久保[1997], p72~73)。また金融システム不安下においては邦銀による債券発行も容易ではないが、こうした債券の発行であれば、保有資産を使って、比較的高格付が得られることから、実質的資産調達策として期待があった。この点韓国の銀行についても同様の指摘がある(Rothschild[1998], p.74)。

ここでシニア債は、もとのポートフォリオに比べて劣後債の分だけ、デフォルト・リスクによる損失から保護されているので、高い格付取得が可能であり、より低利の資金調達ができ、その分劣後債の金利を高く設定できることになる。ところが劣後債部分については低格付であるから問題は信用リスクをとることができる投資家が日本の場合十分には存在しておらず、市場そのものが未熟である。米国やユーロでは劣後債を購入する投資家が存在すると、この種の商品の売り込みに優れる外資系引受業者(インベストメント・バンク)などによるプレゼンテーションでは述べられるが、然らば邦銀がオリジネーターであるCBOやCLOの場合ではどうかとなると、現実的には殆ど見つけられない。その結果、邦銀が自らの資産を証券化しても劣後債部分は自分で購入・保有するという形にな

る。すなわち最終的なリスクの尻ぬぐいを負った形での証券化となる。

この場合、仮にある邦銀が100億円分の貸付債権を証券化し、同債権のリスク・ウェイトは100%として優先部分を96%、劣後部分を4%として設定したとする。しかし優先部分は販売できたが劣後部分の投資家が見つからなく、その劣後部分を買戻した(自己保有)とする。この場合、邦銀のバランス・シート上、4億円の債権が計上されていることになる。残りの96億円はオフ・バランス化される(証券化で売却された)ことになる。ところが、金融システム不安の真只中の決算当日('98年3月31日)付官報において、この劣後部分を50億円(4億円÷8%)としてBIS規制上計上しなければならぬとのアナウンス(官報号外第65号別表第2)が出され、市場関係者を震撼させた。すなわち、もし保有劣後債の金額が8億円であったならリスク評価カウント額は100億円全部相当(8億円÷8%)となり、証券化によるBIS対策上の効果はゼロになるわけである。官報の旨は保有劣後債部分の表面金額でなく、それが実質的にとっているリスクの換算額をBIS上計上すべしとの考え方による。ここで8%とは自己資本比率であり、劣後債が銀行保有エクイティと同種のリスクであればそれと同じだけの資本勘定を要して然るべしとの考え方である。これは米銀にも適用されるニューヨーク連銀の判断に合わせたものであった。確かに劣後部分には先に述べたように信用リスクが幅寄せ・凝縮されているものであり、実質的という面ではより妥当性をもった計上方法であろう。

証券化パッケージの場合、流動化(オフ・バランス化)できるワン・ショット金額が数百億から千億円単位までと巨大なため、この扱いに

よって邦銀の資産圧縮の大きな退路が断たれたとの感があった。貸出の回収や社債の売却といった本業部分とは別に、人為的資産圧縮策によって従来のローン・パティシペーションや保証といったものでは金額が小さく手間もかかるため有効打となりにくい。次に紹介するデフォルト・スワップはこれもクレジット・デリバティブの一種であるが、こうした他商品への退路を断たれた邦銀にとり、比較的大きい金額を一挙に扱える資産コントロール手段として導入された。

Ⅱ. デフォルト・スワップの仕組みと機能

1. クレジット・デリバティブの機能

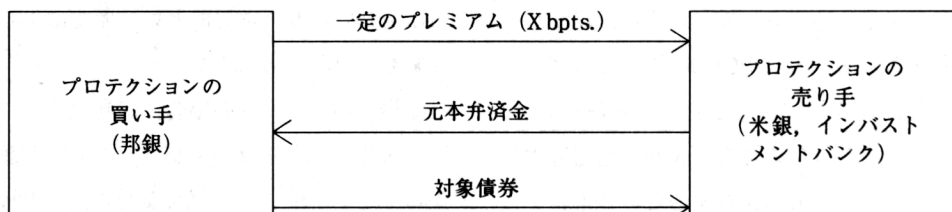
クレジット・デリバティブとは、クレジット(信用)リスクを分解・加工・移転する手段のひとつである。その名が示す通り、通常の金融取引に含まれているクレジット・リスクを金利リスク、為替リスクといった他のリスクと分離してそれに市場性を持たせて取引する(大井[1997], p.23)というものである。デリバティブ(金融派生商品)の機能として現物取引をそのリスク構成要素に分解する働きがある。具体的には、通貨(カレンシー)スワップ(正式にはCross Currency Interest Rate Swap)により為替リスクを取り除くことが可能になり、通貨

の種類に関係なくローンや債券のクレジット・スプレッド(LIBORスプレッド)を求めることができるようになった。また円金利スワップにより固定金利のローンや債券を変動金利LIBORにすることができるようになっているのはすでに見た通りである。その意味で殆どすべてのローンや債券取引がLIBORや国債との対比によりクレジット・スプレッドを算出することが可能になっている(大久保[1997], p.66)わけであるが、さらにはその信用リスクやクレジット・スプレッドそのものをヘッジしたり、加工することも取引の対象にしようとしているわけであり、それがクレジット・デリバティブである。クレジット・デリバティブの具体的な商品としては、資金を使う取引手段(オンバランス)のものとしてさきに見たCBOやCLO, クレジット・リンク債など、またスワップやオプションを使う取引手段(オフバランス)としてはデフォルト・スワップ(オプションとも言う)、スプレッド・オプション、トータルリターン・スワップなどがある(大久保[1997], p.67)。ここではクレジット・デリバティブの代表的な取引であり、かつ最もシンプルにその特徴を表しているデフォルト・スワップ(オプション)を採り上げる。

2. デフォルト・スワップの仕組み

デフォルト・スワップの仕組みは図1の通り

図1 デフォルト・スワップの仕組み



である。(クレジット)プロテクションの買い手(risk hedger, 信用リスクの売り手)は一定のプレミアム(X basis points)をプロテクションの売り手(risk taker, 信用リスクの買い手)に対して支払う。対象債券がクレジット・イベント(信用事由)を起こした場合、プロテクションの買い手は対象債券をプロテクションの売り手に渡し、元本弁済金を受け取る権利を持つ。尚、クレジット・イベントとは、倒産、支払不履行、リストラクチャリングの他に、格付の低下、参照債券の価格下落(利回りスプレッドの一定以上の拡大)といった重大事象の発生も含められる(参照債券とはクレジット・イベント発生を測るためのレファレンスとして用いられるものであり、必ずしも対象債券と同一とは限らない)。信用事由としてどのようなイベントを含めるかは原則当事者間で決定されるものであるが、商品の流動性確保のため契約を定型化する必要があり、ISDA(International Swap and Derivatives Association)でニューヨーク版雛形が用意されている。

信用事由発生により、参照債券の経済的損失をいかにプロテクション(オプション)の買い手から売り手に移転させるかという決済方法にも種類がある。現物決済(physical settlement)は、信用事由発生時、参照債券をあらかじめ取り決めた額(通常は額面価格)でそのすべての権利と交換する方法である。現金決済(cash settlement)は、信用事由発生時点で参照債券の市場価格を算出し、額面金額から市場価格を差し引いた参照債券の値下がり金額を求めて、その金額をプロテクション(オプション)の売り手が買い手に現金で支払う方法である。またこれら以外に定額決済方法や最終清算価値決済といった方法もある。本章で扱う取引例では通

常現物決済が用いられ、この場合プロテクションの売り手が渡す受渡債務はG7通貨ベースの優先債務(senior debt)が標準となっている。デフォルト・スワップのプレミアムは以下の簡便式によって表される(Tavatoli[1998], p.112)。

$$\text{Credit Spread} = P_{(\text{default})} \times [1 - R_{(\text{obligor})}]$$

但し、 $P_{(\text{default})}$: デフォルト(信用事由)発生確率

$R_{(\text{obligor})}$: 信用事由発生における債務回収率

上記決済方法の違いにより、信用事由発生後プロテクション売り手側の手元に残る参照債券の価値も変わってくる。その意味で決済方法はこの式の通りプレミアム(クレジット・スプレッド)のプライシングにも関わってくるものである。

図1を見ると、経済効果としてデフォルト・スワップは保証や保険と類似している。しかし法的性格としては保証が保証債務の履行と引換えに求償権が発生するのに対してデフォルト・スワップはそうでない。クレジット・デリバティブの参照債券とプロテクションの買い手のもつ資産は同じでない場合がある。たとえば前者は公募社債であり、後者は銀行バランス・シート上の貸付であるといった場合がある。

また大数の法則を前提に危険率に応じた支出により協同的備蓄を形成するという保険の実質的意義にも該当しない。デリバティブ取引のバリエーションと位置づけられ、等価な価値の交換を確保するための契約行為であると考えられる。また取引の適法性の観点からは、賭博の定義は偶然の事象を対象に財物を賦ける行為で、クレジット・デリバティブも参照クレジット

トの信用事由発生の有意による金銭の授受が発生するから、形式的には刑法185条の賭博罪に該当しないか、との議論がある。しかしながらこの点については正当業務行為に関しては適法性を阻却できるとの考え方が適用可能であるという(大井[1997], p.29)。

3. クレジット・デリバティブの使用状況

クレジット・デリバティブの世界マーケット規模は1996年の段階で少なくとも400~500億ドル(大田[1997], p.25)と言われ、また99年10-12月期の米国通貨監督庁(Office of the Comptroller of Currency)による報告では、米国家商業銀行416行の99年末時点の想定元本残高は2,870億ドルとその前の四半期より22.6%増加した(日本格付投資情報センター[2000], p.5)。また英国銀行協会の世界主要32行への調査によると、クレジット・デリバティブの手法を利用した融資などの残高は2000年末で8,930億ドル(約96兆円)と前年末の1.5倍に膨らむ見通しで、大手銀行では残高の5%前後を占めているという(日本経済新聞, 2000年8月11日刊)。我が国のマーケットは98年から99年にかけて急拡大したが、きっかけは大手銀行がBIS規制上のリスク・アセット圧縮のためデフォルト・スワップをヘッジに使ったこと(高橋[1999])がまずあげられる。また低金利による運用難から、損害保険会社などの機関投資家がリスク・テークによるプレミアム料を稼ぐために使っていることもある(日本格付投資情報センター[2000], p.4)。

貸出に対してデフォルト・スワップでヘッジした場合、一定の基準を満たすと貸出先に対するBIS上のリスク・ウェイトをスワップの相手

方(カウンターパーティー)のリスクウェイトに置き換えることができる。カウンターパーティーがOECD加盟国の銀行(近時は証券会社も含む)であればリスク・ウェイトは20%になる。この場合、会計上国内の取扱いとしては、OECD加盟国銀行から保証を受けている(勘定科目: 支払承諾見返り)との処理となる。マーケット・プレーヤーは、J. P.モルガン、シティ・バンク、クレディ・スイス、モルガン・スタンレー、メリル・リンチ、ソロモン・ブラザーズといった欧米証券会社であるから、それらとの取引約定により20%のリスク・ウェイトとなり、OECD加盟国銀行向けの低いリスクウェイトを現実にも享受する。但し、カウンターパーティーの信用リスクが参照債券のデフォルト・リスクと有意に関連している(例、ソヴリン・リスクへのプロテクションが同一国の銀行による)場合に対する警告が発せられている(Bank of England [1996], p.13を参照)。

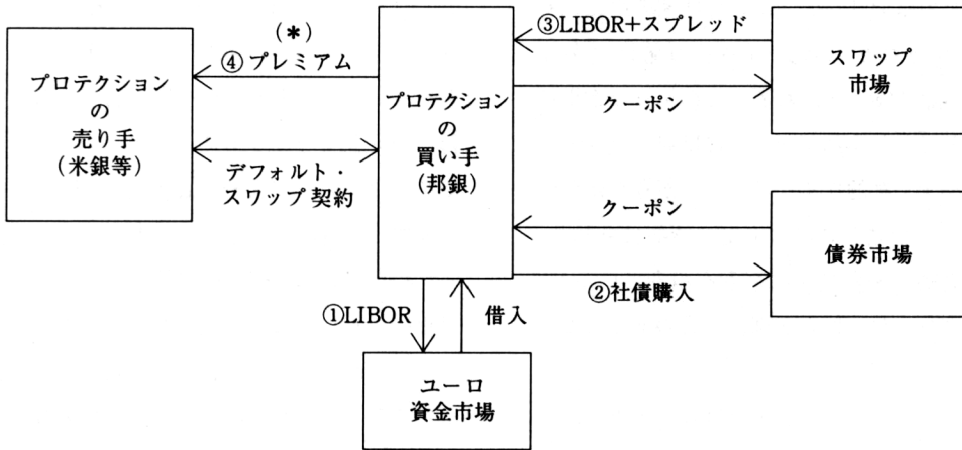
Ⅲ. デフォルト・スワップ・プレミアム の定性的特徴

1. デフォルト・スワップのポジション

デフォルト・スワップのプロテクションを買った場合のキャッシュ・フロー・ポジションを他の金融商品によって複製(replication)してみると、図2のようになる。

プロテクションの買いへのヘッジはその売りであるから、売り持ちのキャッシュ・フローを複製すると、①まずマネーマーケットでLIBORベースの資金を調達する。②次にその資金で社債を購入、③社債からの受取クーポンは金利スワップでLIBORベースの変動金利に交換する。これにより③社債のLIBORスプレッドが④プロ

図2 デフォルト・スワップのレプリケーション



(*) ④デフォルト・スワップ・プレミアムは③社債クーポン（金利スワップ後）のLIBORスプレッドに相当する。
高橋 [1999] による。

テクションのプレミアムに相当することが解る。実際にはデフォルト・スワップの流動性は社債より低く、また市場での需給関係などから④このプレミアムは③社債のスプレッドを上回る場合が多い（高橋[1999]）。

2. プライシングにおける特徴

現実論として日本でデフォルト・スワップが最も盛んに取引されていたのは、山一証券、北海道拓殖銀行が破綻した97年秋以降、日本企業全体への信用不安が高まった時期であり、多くの機関投資家が信用リスクのヘッジ手段としてデフォルト・スワップを活用した。外資系の投資銀行などに対して、高いプレミアムを支払って借入残高の多い商社や大手建設業者向けの貸出債券や社債の信用リスクを引受してもらった動きが活発だった。かかる状況下、海外投資家の間ではジャパン・プレミアムの拡大もあって日本企業の信用リスクには非常に敏感であり、当時上位都銀の信用リスクをヘッジする対価として400 basis pointのプレミアムを要求されてもそ

れを支払う海外投資家がいた。一方国内投資家は都銀に対してはそこまで危機感を抱いておらず、200 basis pointsも出せば都銀の信用リスクを引受する投資家が見つかった。その間に入って仲介するだけで200 basis pointsが抜けたと振り返る外国投資家の関係者があったと報告されている(日本格付投資情報センター[2000], p.5)。ボンド流通市場の効率性を示す指標のひとつはビッド価格とオファー価格間のスプレッド(拡ぎ)が低いことであり、市場の費用効率性と競争力を表していると言われている(Oxelheim[1996], p.312, p.332)。しかし我が国近時におけるデフォルト・スワップ・プレミアムの価格形成の特徴として、この外国証券関係者の報告に見られるような肌理の荒い非効率的市場の印象が付きまとうところ無しとしない。

またこれには、「…護送船団方式がジャパン・プレミアムの元凶である」とした上で、我が国金融機関の破綻の先行指標には海外資金市場や国内コール市場での調達困難や株価急落があったが、クレジット・デリバティブ市場がそうし

た債券価格や株式価格よりもさらに敏感な動きを示したのはデリバティブの専門家の中では有名な話であるとの外銀関係者の発言(多胡[1998], p.97-98)が加わる。このような市場情勢が見られたとすれば、これには第一にジャパン・パッシング的なイデオロギーがうかがわれる。第二に金融システム不安の時勢に乗じて、機会主義的に過剰利潤の享受を狙うといった、外資系プレーヤーによる価格形成のあり方が垣間見える。

クレジット・デリバティブは今ホットな話題だが、実は既存の金融商品を組み合わせたものとさほど性質が違うわけでもない。クレジット・スワップと称しても、契約上はスワップだが、ある貸出金をある金融機関が買って、同額の別の貸出金を売手の金融機関に見合いで売れば、この貸出金の売買というのは、限りなく信用リスクの交換、つまりクレジット・スワップに近くなる。あるいは相手の持つ貸出金を保証してやり、自分の持つ同額の貸出金、あるいは社債を相手が保証する。保証を相互にやり合えば、これもクレジット・スワップとは経済的にほとんど変わらないという(大野[1999], p.25)。

こうした現物取引が活発に行なわれないのは、我が国貸出債権の流動性の不足・欠如である。クレジット・デリバティブの第一のメリットとしてはクレジット・リスクの流動性を高める点があげられる。また第二のメリットとして取引の匿名性(債務者へのローン返済の交渉は簡単でないため、相手に知られることなくそのリスクを第三者に転嫁することが可能)があげられる(大川[1997], p.25)。これら両者が相俟って流動化が進めやすくなるわけである。

同じ経済効果のものをデリバティブとして行なう方がやりやすくなる。これを言い換えると、

「実は凡庸な伝統的な銀行マンの仕事をデリバティブの連中が奪おうとしている。クレジット・デリバティブと呼ぶことで、デリバティブをやっている連中の仕事を増やし、お客さんに新しい印象を与えようというのが本質の一部」であったという(大野[1999], p.25)。流動性の欠如した貸出資産を多く保有し、資本の毀損のため自己資本比率規制に悩む動きのとれない邦銀に対し、これを好機としてデリバティブと称してクレジットを材料にした新商品で一儲けを企てるといった市場プレーヤー側の動機付け要因も無しとしなかったであろう。

IV. デフォルト・スワップ・プレミアムの決定要因

1. モデル

ブローカー気配値画面として、ここではBloomberg PYCDページの気配値につき、二つの観測期間(98年3月から同年10月までと、98年11月から99年5月まで)に渡って分析する。第一の観測期間は、97年11月の山一・北拓の経営破綻を受けた後邦銀が最初に迎える決算(BIS比率報告義務)から次の中間決算までのプレミアム上昇期(プレミアムのデータ数708)である。第二の観測期間は、その後99年3月の金融再生委員会の金融機能早期健全化法に基づく大手15行への7兆4,592億の公的資金による資本注入実施に至り、プレミアムが緩やかに下降した同年5月までの期間(プレミアムのデータ数753)である。プレミアムの決定要因検証のため以下のモデルを考えた。このモデルは第一、第二の両観測期間に共通して用いる。

$$DP = a + bDA + cSA + dTB + eMT + fSH + gNK + hJP + iAV$$

…デフォルト・スワップ・プレミアム

決定要因のモデル式

但し、 DP : デフォルト・スワップ・プレミアム (各インディケーション毎のビッドとオファーの平均値とする)。ビッド・オファーの両サイドあるもののみを対象とし、かつビッド・オファーの拡ぎが大きい場合もあるので平均値とした。Bloomberg PYCDページより取材 (単位はベースポイント)。

a : 定数項

定数項 a は格付AAA (他の格付のダミー変数 DA , SA , TB が0) の場合に推定値 (DP) に及ぼすレベルを示す。

DA : 格付AAを表すダミー変数 (1 または0)

SA : 格付Aを表すダミー変数 (1 または0)

TB : 格付BBBを表すダミー変数 (1 または0)

MT : 年限

SH : 商社 (業種) を表すダミー変数 (1 または0)

NK : 市場環境要因としての日経平均株価

JP : 市場環境要因としてのジャパン・プレミアム

3ヶ月物ユーロ円TIBORマイナスLIBORを代理変数とする。本来ジャパンプレミアムは邦銀の米ドル短期資金調達における困難が主体であり、使用する変数としては米ドルTIBORマイナス

LIBORが望ましかったが、観測期間におけるアヴェイラビリティが欠如していたためデータの質も不充分であり、代わりにユーロ円を用いた。

AV : 現物資産 (underlying asset) 価格の代理変数として社債のLIBORスプレッド。デフォルト・スワップのインディケーションの常連銘柄である全日空 (残存9年)、三菱商事 (残存4年)、新日鉄 (残存5年) の社債LIBORスプレッド (店頭基準気配値による) の平均値を用いる。

2. 説明変数

(1) 取引手段の属性的要因

実証分析の目的として、まずデフォルト・スワップ・プレミアムでは現物の世界の社債クレジット・スプレッドと同様に格付、年限、業種といった属性的要因が有意変数かどうかの検証がある。説明変数 DA , SA , TB , MT , SH はそのために用いる。まず格付を表わすダミー変数 DA , SA , TB はプラス・サインの係数を持つと考えられる。すなわちこれら各々の格付ダミー変数が1の値をとる場合、定数項 a のレベル (格付AAAのレベル) に上乘せして、推定プレミアムがどの様なマグニチュードで上がるかを各係数が示す。また年限を表わす MT も年限が長ければリスク・プレミアムも高くなるとの一般的な考え方からプラス・サインの係数を持つと想定される。業種についてはデフォルト・スワップではいわゆる3業種 (建設、不動産、ノンバンク) はブローカー気配値画面に出て来ない。商社については都銀の貸出金額が大きく、貸出

スプレッドも比較的薄いことからデフォルト・スワップの対象になりやすいのであろうか、ブローカー気配値画面に登場頻度が高い。邦銀のバランス・シート・コントロールにおいては嫌われ者の役柄と言ってよく、デフォルト・スワップ・プレミアムに対して同ダミー変数はプラス・サインの係数を持つと想定される。

(2) 市場環境的要因

実証分析の第二の目的はデフォルト・スワップ・プレミアムの市場環境的決定要因の検証である。これはデフォルト・スワップ・プレミアムがいわゆるジャパン・バッシングを基調とする市場シナリオにおいて、それに乗じた価格形成が行なわれたかどうかの検証である。ここではNK, JPを市場環境的決定要因として用いる。NK(日経平均株価)は日本売りによりデフォルト・スワップ・プレミアムが上がるとの想定でマイナス方向の係数, JPについてはジャパン・プレミアムとデフォルト・スワップ・プレミアムは同方向に動く(プラス方向の係数を持つ)と考えられている。尚, 前者(NK)に関連して, 個々の企業のデフォルト・スワップのプライスと株価は逆相関の関係にあり, デフォルト・スワップのヘッジに株式オプションなどの利用可能性が考えられる(高橋 [1999])。しかし, ここでは個々の企業の株価でなく日経平均株価を用いている。

(3) 現物資産との価格裁定

実証分析の第三の目的はデフォルト・スワップ・プレミアムの現物価格との裁定を調べることである。同プレミアムは, セオリーとしては当該債権(券)の予想デフォルト率, 予想回収率, およびキャッシュ・フローの再構築に要するコストにより算出されよう。しかしこれらの数値は我が国に未だストックが少なく, また算出することも困難なので, これに代わるアプローチは実際の債券や融資の流通市場から判断する方法である。流通市場により形成されるクレジット・スプレッドは, 市場の判断として, その企業の予想デフォルト率や予想回収率等を織り込んでいるとの考えによる(大久保[1997], p.75)。ここでは市場のレベルを見る目的でブローカー画面の常連3銘柄の流通気配値の平均値を見ている。尚, これら常連銘柄の社債格付推移は表1の通りである。現物価格平均値(AV)はデフォルト・スワップ・プレミアム決定の判断材料であるならばプラス方向の係数を持つ変数であると想定される。

V. 実証分析の結果

1. 有意説明変数

ブローカー気配値画面上のデフォルト・スワップ・プレミアムの銘柄毎のオファー・ビッド平均値(日時データ)を被説明変数, 格付等属

表1. ブローカー気配値画面常連銘柄の格付推移

	98.3		98.4		98.5		98.6		98.7		98.8		98.9		98.10	
	JCR	R&I	JCR	R&I	JCR	R&I	JCR	R&I	JCR	R&I	JCR	R&I	JCR	R&I	JCR	R&I
新日鉄		AA+	AA	A+		AA+		AA+		AA+		A-		AA-		A-
全日空	A+	A	A+	A	A+	A	A+	A	A+		A+	A	A+	A-	A+	A-
三菱商事		AA	AA	AA		AA		#AA		AA		AA		AA		#AA

: クレジットウォッチ

性要因・市環境的要因・現物資産価格との裁定要因を説明変数（8個）とする重回帰分析を、二つの観測期間（98年3月—10月データ数708, 98年11月—99年5月データ数753）に渡って行ない、以下の推定式を得た。信頼区間は95%とした。t-valueはカッコ内の通りである。

98年3月—10月（プレミアム上昇局面）

$$\begin{aligned}
 DP_u = & 32.27335 + 70.98393DA^* + 135.80206SA^* \\
 & (.48096) \quad (4.96016) \quad (9.31601) \\
 & + 183.77809TB^* + 8.53052MT^* + 80.10997SH^* \\
 & (9.19325) \quad (4.33047) \quad (7.74618) \\
 & - .00715NK^* + 109.02618JP^* + 84.87718AV^* \\
 & (-2.33346) \quad (1.98830) \quad (2.183056) \\
 R^2_{adj} = & .51018
 \end{aligned}$$

上記Ⅳ. 1. のモデルに示した8個の説明変数のうち、推定式に見るように全8個の説明変数が信頼区間95%において有意であった。定数項についてはt-valueが有意でなかった（*は有意変数を示す）。

98年11月—99年5月（プレミアム緩やかな下降局面）

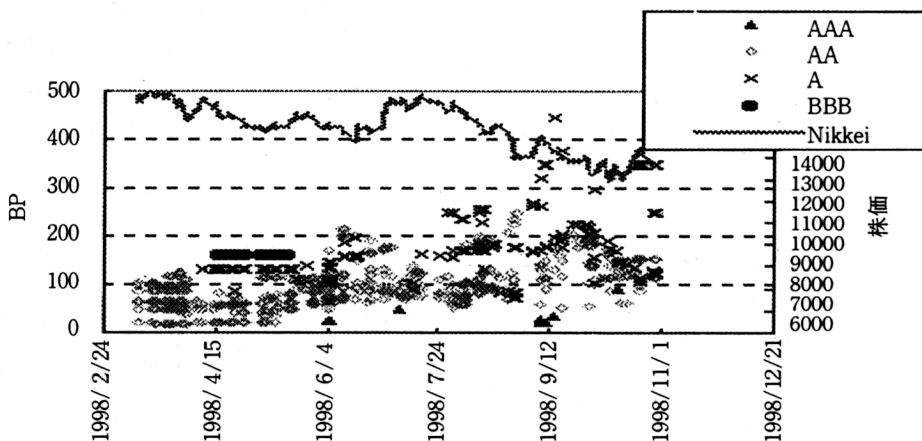
$$\begin{aligned}
 DP_d = & -190.012^* + 24.10452DA^* + 77.01206SA^* \\
 & (-2.97603) \quad (6.81841) \quad (20.13083) \\
 & + 127.2978TB^* - 1.66051MT - 1.06464SH \\
 & (12.91662) \quad (-1.59562) \quad (-.10427) \\
 & + .00143NK + 225.3984JP^* + 195.4287AV^* \\
 & (.65383) \quad (9.75078) \quad (4.01114) \\
 R^2_{adj} = & .55066
 \end{aligned}$$

上記Ⅳ. 1. のモデルに示した8個の説明変数（'98年11月—'99年5月の観測期間についても'98年3月—10月と同じ説明変数を使用）のうち、推定式に見るように計5個の説明変数が信頼区間95%において有意であった。定数項についてもt-valueが有意水準

であった。なお、ここではMT(年限), SH(商社・業種), NK(日経平均株価)の各説明変数は有意でなかった。これら有意でなかった変数の係数サインの方向はⅣ. 2. で想定した仮説と違うものが見られた（*は有意変数を示す）。

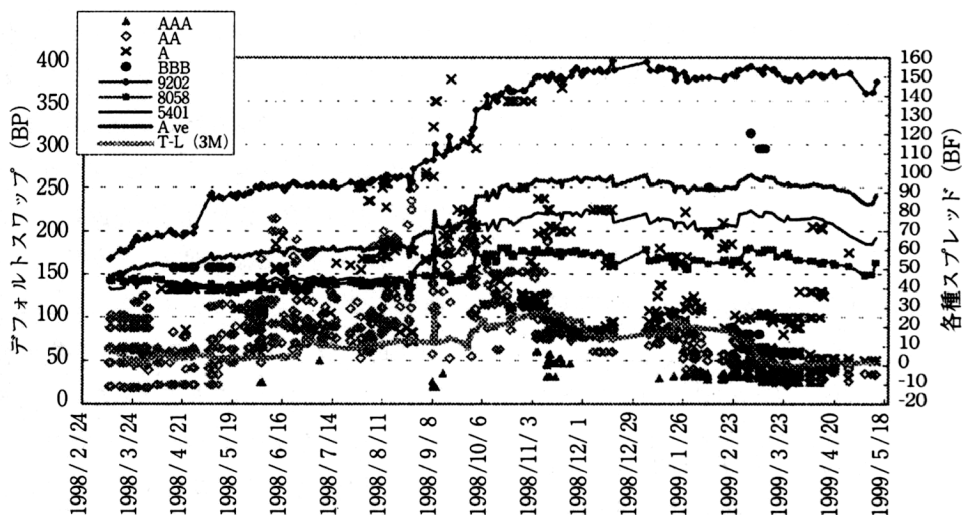
まず取引手段の属性的要因であるが、格付を示すダミー変数はすべて2観測期間とも有意であり、係数サインの方向（プラス）も正しかった。ただし定数項（格付AAAのレベルを示す）はプレミアムの緩やかな下降局面では有意だったが、プレミアム上昇局面では有意でなかった。デフォルト・スワップ契約の年限はプレミアム上昇局面においてプラス方向のサインの係数をもつ有意変数であった。しかしプレミアムの緩やかな下降局面では有意でなかった。またこの場合係数のサインはマイナス方向だった。我が国の社債の場合、高格付（電力債等）に期間の長いものが多いため、期間とスプレッドが逆相関することが見られる（近藤[1996a], 近藤[1996b]）。デフォルト・スワップの場合契約のほとんどが期間2～3年であるため、期間の問題はさほど重要と言えないようである。業種（商社）を表すダミー変数もプレミアムが上昇して行く過程では有意変数だった。邦銀による資産コントロール努力のなかで、エクスポージャー金額も大きい商社銘柄が注目される様子が反映されている。しかし金融再生委員会による公的資金注入が実施され、デフォルト・スワップ・プレミアムも緩やかながら下降した局面では、商社を表すダミー変数はもはや有意変数ではなかった。なおここでの係数サインはマイナスの方向だった。

図3 デフォルトスワップの推移



Nikkeiは日経平均株価を表す。

図4 デフォルトスワップと各種スプレッドの推移



・9202, 8058, 5401(全日空, 三菱商事, 新日鉄の証券コード)は, 社債流通気配, Aveはその平均値(日次)を表す。
・T-L (3M) はジャパン・プレミアムを表す。

市場環境的決定要因については、二つの観測期間を通じてジャパン・プレミアムがプラスの係数サインを持つ有意変数であった。ジャパン・プレミアムとデフォルト・スワップ・プレミアムは、邦銀に対して主として外国勢から課せられるクレジットの価格である点が共通して

いる。ジャパン・バッシング（邦銀タタキ）という点で両者に同根の部分があるとするなら、この結果は妥当と考えられる。株価インデックス（日経平均株価）はプレミアム上昇期には、マイナス方向の係数サインを持つ有意説明変数であった（図3参照）。株価インデックスの下

落の中、日本企業へのクレジット・リスク・テークの対価が上昇して行くという、金融システム不安の模様を表している。プレミアムの緩やかな下降期には日経平均株価は有意変数でなかった。なおここでは係数サインはマイナスの方向だった。

現物の社債スプレッド（常連3銘柄）の平均値（日次）は二つの観測期間においてデフォルト・スワップ・プレミアムと同方向に動く（プラス・サインの係数を持つ）有意変数であった。やはり現物資産の価格を参考としてデリバティブ商品の価格も決められるという両者の裁定関係が確認できた。

2. データの動きの特徴

デフォルト・スワップ・プレミアムのデータを見ると（図4参照）、98年3月—4月、同年9月—10月にプレミアムの大幅（不連続的）な増加が見られる。これは邦銀等の決算日の影響と思われる、BIS規制上の自行数値を睨みながらデフォルト・スワップへの需要増（または需要増を見越してのプライシングの提示）があったと思われる。またこれには、先に見たように、信用リスクを売却する他の商品に有効打が見当たらないことから、残された退路に殺到しているとも見ることができよう。

また二つの推定式を見ると、有意変数の係数の絶対値が比較的大きいことから、説明変数の増減に対するデフォルト・スワップ・プレミアムの値の振れも大きいと考えられる。その意味で価格ヴォラティリティが高い商品であると思われる。

推定式の説明能力としては、 R^2adj が.51018、.55066とあまり高い結果が得られなかった。

VI. 結論と展望

1. 実証分析の結論

第一の観測期間では、8個の説明変数のすべてが有意であり、かつ係数サインの方向も想定と同じであった。第二の観測期間では有意変数は3個減り5個となった。しかし有意でなかった3個の変数のうち、業種（商社）を表すダミー係数と日経平均株価の2変数が有意でなかった理由は説明が付きやすいであろう。すなわち第一の観測期間において顕著であった金融システム不安に関わる種々の危機状況は、公的資金の注入を見る第二の観測期間には若干緩んだのであって、そうしたなかで同変数も有意でなくなったという次第であろう。また期間についても、デフォルト・スワップ契約のほとんどが期間2—3年で大差ないことから、さほど重要な問題と言えないのはうえに見た通りである。以上から本章における重回帰分析は、第一の観測期間の結果に見たように、有意説明変数の発見に関する限り実質的に想定通りの結果を得たと一応総括してよいかと考える。

2. 国内シンジケート・ローンとの交差

今後の我が国の貸出市場では、経営統合や合併といった金融再編によって、それぞれの銀行が抱える融資残高を取引先企業ごとに調整する必要に迫られていると言われている。それに加えて冒頭でも触れたように、今後BISリスク・ウェートの定義が変更され、取引先の格付に応じて変わる見通しであるから、二重の意味で信用リスクを調整する必要に迫られるわけである。クレジット・デリバティブは、そうした信用リ

スクの問題解決のための有効な手段になり得る(日本格付情報センター[2000], p.3)と言われる。

他方、現在東京貸出市場では同じく主要銀行合併による残高調整のため、シンジケート・ローン市場が大きく成長しているとの所説がある。それは限られた数の主要プレーヤーがシンジケーションのフィーによってROEを向上させるといった、すでに米国貸出市場でも見られる姿へ向かっているという(Atkinson & Ishida & Ishii[2000], p.2-3)。これには我が国における徴求可能手数料のレベルの低さやローンのセカンダリー市場の不在といった問題もあり、簡単ではない。しかし、ここにおいて現物プロダクトであるシンジケート・ローンとここでとりあげたクレジット・デリバティブの両市場が今後の我が国貸出マーケットをめぐって競合または補完するということもあるだろう。

3. 激しい値動きとその背景

デフォルトスワップ・プレミアムは観測期間1年2ヶ月の間に、社債スプレッドがシングルA格で60から160bpまで上昇したのに対し(これ自体激しい上昇だが)、さらに激しく60から370bp近辺まで上昇している。クレジット・プレミアムがデフォルト・リスクをカバーするのに必要なスプレッドであり、格付別年間デフォルト率やデフォルト後の回収率などから計算されるという公式からすれば、約1年間足らずの間でこうした価格変動はそれとあまりにかけ離れたものと言える。いかに我が国経済が金融システム不安に陥っていたとしても、シングルA格へのリスク・プレミアムが370ベース・ポイントとはデフォルト・スタディからは正当化できないであろう。

株価分析では価格モデルによって正当化できる値を超える収益をアブノーマル・リターンと呼ぶ。債権関連デリバティブは株式と違うが、同じアナロジーで言えば本件もアブノーマル・リターンと言ってよかろう。もちろん金利スプレッドは信用力への対価だけから成り立っており、それ以外の要因も働いている。しかしその動きの極端さは通常局面の観測とは異なる説明変数を必要とした。この間のプレミアム変動の説明変数(の一部)を市場環境的決定要因と呼んでいる。これらの説明変数が有意であったばかりでなく、説明変数の係数の絶対値がかなり大きいことも、その間のマーケットの値動きの激しさを示している。

市場環境的決定要因とはその一部に金融システム不安の市場シナリオの代理変数を含む。株安が金融システム不安を高め、資金が海外に流出しそれが円安となる。円安が進むと海外投資家が日本株を売却し、その結果株価下落して金融不安がさらに悪化するという悪循環が危惧され、日本経済がまるで破局に向かって一直線に進んでいるかのような論調が一時支配した(小塩[1999], p.47)。日経平均株価や円/ドル為替レートなどはそうしたジャパン・バッシング的市場シナリオの代理変数であり、のみならずそれらをテーマ・材料とした価格形成が状況増幅的に行われた。邦銀のデフォルトスワップの取引相手先は欧米投資銀行であり、それらにとっての超過利潤の享受機会となった。我が国金融システム不安を機会として、邦銀から欧米勢への所得移転があったとも考えられる。

4. 市場参加者への政策的インプリケーション

邦銀にとってこうした悲惨な結果は、マーケ

ットの過激な価格形成による。いかなる切り口から原因究明、また対応策の考察が我が国金融市場や市場関係者にとって必要であるか。本稿の政策的インプリーションとして、ここでは第一に我が国におけるデフォルト・スタディーの開発、第二にデットに関わるインベスター・リレーションズ活動の必要性をあげておきたい。それらは市場の必須の機能であるが、不足していたため今次の状況を招いたと考えられる。

(1) 我が国におけるデフォルト・スタディーの知識蓄積の必要性

まず、我が国における広義のデフォルト・スタディーの知識蓄積への注力である。金融システム不安下において外資勢から日本企業のクレジット・リスクの対価を極端に高いレベルで提示された。しかし我が国企業のヒストリカルな倒産率、その後の回収率、またデフォルト補填スプレッドといったデータが欠落していたため、価格交渉上依拠すべきベースがなく、先方への反論ディベートに迫力を欠き議論に敗退した。これは格付が投資情報として機能をはじめてからまだ3年であるという我が国の事情にも拠っている。すなわち1996年の適債基準の廃止以降になってから社債の安全性についての最終判断を投資家に委ねるという意味で、格付および評価レポートが信用リスクに関する投資情報への一部として機能しはじめたばかりである(岡田 [2000], p.54)。もちろん本論文各章に示したきたように信用リスク以外のスプレッド決定要因もあるが、それをも視野に含め我が国における信用リスク補填スプレッド・レベルに関わるデータ・ベースの構築が必要である。

今年6月に日本格付情報センター(R&I)から「格付別広義デフォルト率」が公表された。

この広義デフォルト率はR&Iの長期格付を取得したことのある日本国籍の発行体すべてを対象として、1978年4月から2000年3月までの22年間にわたって格付別に社債デフォルト、法的破綻、債権放棄、債務超過などの発生率を集計したものである。米国格付機関による同種の集計はMoody'sの*Historical Default Rates of Corporate Bond Issuers, 1920-1970*(全61ページ)などがよく引用される。R&Iのものは未だ紙数も10ページと少ないが、我が国資本市場必須の情報インフラとしてこの分野の拡充努力が望まれる。また大手邦銀などでは、BIS規制見直しへの対応もあり、信用リスクの自行格付制度の徹底やそれに関わるデフォルト・スタディーへの取組みが見られるが、同じく意義がある。

(2) 内外デット投資家の開拓の必要性

第二の対応策として、本邦企業や邦銀のクレジット・リスクを購入してくれる国内外のデット投資家の開拓である。金融システム不安下のデフォルトスワップ・プレミアムが、ファシリティ供給側である外資インベストメントバンクの言い値に吊り上げられたのは、当時の邦銀にとってリスク・アセット(クレジット資産)の大きい金額での買い手が国内外に彼等以外存在しなかったからであろう。事業法人向資産への投資家の開拓は当然に発行体にとって重要である。同時に、直接金融が進行するとは言え、事実上それらリスク・アセットを大量に保有している銀行にとり、自行資産コントロールのための技術として証券化がマーケット・スタンダードへの対応上も必要である。証券化の成否は多彩な投資家の存在に依存する。また価格の極端な変動に対しても多彩な投資家の存在は裁定機能からクッションの役割を果たす。

日本の国内社債市場は源泉徴収税や決済の問題もあって、海外投資家の参加が極めて少なく、事実上欧米市場と隔絶されている(岸本 [2000], p.19)。我が国資金の運用先が多く米国社債市場にも向かっていることと対比して、これ自体大きな問題であろう。今後こうした制約の改善余地もあるが、現状では邦銀とのクレジット・デリバティブ取引経路が海外機関投資家にとり本邦事業債リスク・テイクへのアクセスのひとつであろう。もちろんユーロ市場での社債購入もありうるが、普通社債の場合従来日本人しか買わない条件のスシ(寿司)・ボンドが多く海外投資家の感心は高くなかった。ノーマルな条件のものでも本邦投資家に還流されるものが多かった。またユーロ起債と言えばスイス・フラン建転換社債などのエクイティ物が多く、デットについての関心は高くなかった。

これに加えてCLOやCBOの様なクレジットのセキュリタイゼーションに際して、劣後債部分を購入する投資家の有無はパッケージ組成の成功上決定的な意味を持つ。米国の多様な投資家には自国のこうしたハイ・リスク(ハイ・イールド)クレジットを購入する層が存在するとされている。本邦機関投資家の場合、サラリーマン投資家と言われる平板な横並び意識からリスク回避度が高く、たとえば信用の二極化が見られた'98年前半にはトリプルB格の普通社債起債が3件しかなかった(近藤 [2000b])。こうしたマインドは今後徐々に改善する余地もあるが、一朝一夕には変わらないであろう。尚、トリプルB債については金融不安が薄れたうえ大幅金融緩和で、その後発行が急増している(日経金融新聞1999年6月8日刊及び11月9日刊)。しかしこれを以って我が国社債投資家のリスク許容度が上がったとは必ずしも言えない

であろう。

これまで邦銀のIR(Investor Relations)活動は、エクイティ・リンク債や株式投資家向に限られていた。これに加え、自行資金の市場調達や保有アセットの信用リスク売却、またそれに関わる劣後債部分の販売といったデット投資家向説明会ツアーを定例的に行なう必要があるのではないかと。2000年9月より住友銀行は昨秋から解禁となった銀行普通社債投資家向に的を絞った説明会を半年毎に開催する予定と報道されている(日経金融新聞2000年11月21日刊)。株式への投資家が将来の収益を伸ばすための経営戦略に注目するのに対し、社債への投資家は足元の財務内容による返済確実性を投資判断の材料として重視する。特に社債投資家が最も注目する信用リスク、金利の適正水準の判断材料を提供すると言う。これは国内投資家向であるが、国内外にわたり株式に加えデットへの投資家向説明会ツアーやRoad Show活動を行なうのがここでの提案ポイントである。

また近年国内市場でも活発化してきた債権流動化やクレジットの証券化といった分野でも信託受益権証書などの投資家の一層の開拓をはかるべきである。その点で信託銀行が保有する債権をもとに商品化した資産担保証券の流通市場を整備するため、債券の買い値と売り値を電子媒体を通じて毎日提示するとの動きが報道されているのは意義がある(日経金融新聞2000年4月27日刊)。また大手都銀などが企業向けの貸出債権(ローン債権)を転売する市場の創設のため運営組織を発足させたとの報道も見られた(日本経済新聞2000年5月31日刊)。さらに近年の国内シンジケート・ローンについては組成実績の積上げ競争も見られるが、ここでの要点としてはそのセカンダリー市場(投資家市場)が

形成されるか否かが重要であろう。

邦銀のバランス・シートはアセット・サイドは多彩な銘柄を誇るポートフォリオ構成になっているが、ライアビリティ・サイド（投資家）の構成はドメスティックかつ単調なままで来ている。その多様化をはかる意義がある。インターネットでInvestor Relationsをサーチすると、一挙に50社の米国IRサポート会社が表われる (http://dir.yahoo/Business_and_Economy/Investor_Relations)。ここではそれらの内容はさておき、米国金融市場はこれだけの厚みの投資家サービスによって裏打ちされているという単純な事実を知るのも無駄でないと思われる。

以上、我が国における広義のデフォルト・スタディーの知識蓄積と国内外投資家向デットのIR活動推進の二つを提案した。これらは限界的な対応策に見えるかもしれない。しかし、リスク・プレミアムのスタンダードや売り手にとり不可欠な買い手（投資家）の存在といった、金融市場の基本メカニズムに関わっている。換言すれば、我が国のクレジット・スプレッドがある程度合理的に説明可能でプライス・ネゴシエーションにも耐えうるデータ・知識の背景に裏打ちされ、かつ邦銀や事業法人発行のデット取引手段が国内外の投資家から安心して売買されるネット・ワークを形成していくことが重要である。

もちろんそれには、特に海外投資家の場合、我が国会計制度の問題がある。しかし時価主義会計の導入により改善方向にあると思われる。

参考文献

Atkinson, David & Ishida, Toshimi & Ishii, Hideyuki [2000], "Growth of the Capital Markets III—Only One or Two Long-Term Winners In the Market", *Japan Banks, City Banks*,

Goldman Sachs Investment Research,
Topix: 1,717.1, February 21

Bank of England [1996], *Developing a Supervisory Approach to Credit Derivatives*, Discussion Paper, November

Goldman Sachs (Japan) Ltd. [1998], "Japanese Investment Overseas: Impact from Reduction in External Assets", *Japan Economics Analyst*, Issue No98/31, October 2

菊池 英博 [1999]「新BIS規制からの脱却」『金融ビジネス』, 9月号

岸本 達士 [2000]「Rock—Bottom Spread: 社債のクレジット・ファンデメンタルズを評価する」『ジャパン・クレジット・マンスリー』東京・香港, 7月7日号, J. Pモルガン証券会社

近藤 順茂 [1996a]「円建外債とユーロ円債のイールド・スプレッド分析」『証券経済学会年報』, 第31号

近藤 順茂 [1996b]「国内普通社債発行利回りスプレッドの回帰分析」『年報経営分析研究』, 第12号

近藤 順茂 [2000a]「金融システム不安下におけるジャパン・プレミアム」『国際公共政策研究』第5巻, 第1号

近藤 順茂 [2000b]「国内普通社債におけるローンチ・スプレッド, 店頭気配, ブローカーズ・ブローカー出会い値の比較」『国際公共政策研究』第4巻, 第2号

今野 浩 [2000]『金融工学の挑戦—テクノマーズ化するビジネス—』, 中央公論社

小塩 隆士 [1999]『市場の声』, 中央公論社

森 俊彦 [2000]「金融グローバルを日本の手で」『週聞東洋経済』, 2月12日号

日本格付投資情報センター [1999]『日経公社債情報』, No1192, 7月5日号

日本格付投資情報センター [2000]『日経公社債情報』, No1242, 7月3日号

日本公社債研究所 [1998]『日経公社債情報』,

No1120, 2月2日号

岡田 依里 [2000]「国際的市場から見た日本企業の
債権格付に関する一考察」『年報経営
分析研究』第16号

大久保 勉 [1997]「クレジットデリバティブ」『証
券経済研究』, 第9号

大野 克人 [1999]「金融技術の本質と課題」『月刊
資本市場』, No169, 9月号

大田 浩伸 [1997]「クレジット・デリバティブにつ
いて—証券会社から見たクレジットデリ
バティブ—」『公社債月報』, 3月号

大利 一雅 [1997]「クレジットデリバティブ—その
概念と今後の課題」『証券アナリストジャ
ーナル』, 10月号

Oxelheim, Lars [1996], *Financial Markets in
Transition ; Globalization, Investment
and Economic Growth*, International
Thomson Publishing Company

Rothschild, Micheal [1998], "Lenders Face a New
Balancing Act", *IFR Review of The Year*

Spillenkothen, Richard [1996], *Supervisory Guidance
for Credit Derivatives*, Board of Governors
of The Federal Reserve System, Division of
Banking Supervision and Regulation SR 96-
17 (GEN), Appendix

多胡 秀人 [1998]「信用リスクの計量化とクレジ
ット・デリバティブ」『証券経済学会年報』
第33号

高橋 賢治 [1999]「クレジット・リスクをコントロール
するために クレジットデリバティブ入門
(1) (2) (3) (4)」, 金融経済新聞, 7
月12日, 7月19日, 7月26日

Tavakoli, Janet M. [1998], *Credit Derivatives : A
Guide to Instruments and Applications*,
John Wiley & Sons, Inc.

(早稲田大学大学院商学研究科非常勤講師)