

「第7回 社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」議事要旨

日 時 平成22年2月1日(月)午後4時～5時30分

場 所 日本証券業協会 第1会議室

出席者 吉野主査ほか各委員

(外部有識者)

大久保豊氏 日本リスク・データ・バンク 代表取締役社長

議事概要

1. 銀行融資における信用リスクプライシングについて

外部有識者から、銀行融資における信用リスクプライシングについて、次のとおり、配付資料等に基づき報告・説明があった後、意見交換が行われた。

(銀行融資の現状(デフォルト発生状況と残高の推移))

- ・ 銀行貸出先における日本リスク・データ・バンク(以下「RDB」という。)企業デフォルト率は、2007年春より、金融危機と言われた2002年から2003年のRDB企業デフォルト率を超えて上昇を続け、3%を超えた異常事態でリーマン・ショックに突入していたが、景気の下げ止まりや政府による各種の資金繰り対策等の効果もあり、2009年3月をピークに足下では低下している。ただし、景気が回復しなければ、RDB企業デフォルト率は、再び上昇局面に転じる可能性がある。
- ・ 2000年代前半のRDB企業デフォルト率の上昇期には、銀行貸出残高が大きく減少し、信用収縮と信用リスクの拡大が同時に進行していたが、2007年3月以降のRDB企業デフォルト率の上昇期には、大企業向け融資残高がRDB企業デフォルト率の上昇とともに増加し、特に2008年11月以降の伸びが顕著であった。
- ・ RDB企業デフォルト率が3%を超えることは、銀行にとって、融資取引先100社のうち3社が1年以内に倒産している状態である。

(銀行における貸出金利の決定方法)

- ・ 貸出金利とは、理論的に採算金利(原価)と利ザヤ(利益)で構成されている。採算金利

は、次のとおり、調達金利・経費率・信用コストの大きな3つに因数分解できる。

調達金利は、銀行が資金調達に要した金利であり、貸出期間に合わせて決められるほか、銀行の信用力にも左右されることがある。また、市場金利に近い動きと言われている。

経費率は、貸出業務に係る人件費・物件費等であり、貸出金額が大きいほど経費率は小さくなる傾向である。

信用コストは、予め、貸出先が返済不能になった場合に負担することになる損失を見積もって、割合に換算したものである。なお、信用コストには、銀行側の資本の維持費用として、「資本コスト」を反映するケースもある。

- ・ 信用コストの計算方法は、「信用コスト(EL) = 予想デフォルト率(PD) × 予想デフォルト時損失率(LGD)」である。
- ・ 信用コスト(EL)は、債務者格付別に設定(過去に倒産した会社の財務指標等の動きを踏まえた企業の格付モデル)される予想デフォルト率(PD)と案件格付別に設定される予想デフォルト時損失率(LGD)を乗じて算出される。

(銀行におけるプライムレート)

- ・ プライムレート(最優遇貸出金利)とは、銀行にとって信用コストが最小の先(最優遇先)に対して適用する貸出金利のことであり、一般には期間1年、無担保・無保証融資の条件下で適用される金利である。
- ・ 1980年代後半の金利自由化以降、固定的な利ザヤ(預金金利と貸出金利の差)が稼げるような環境ではなくなったため、銀行では、自らALM(企業が、自社の資産や負債から、満期や金利などの性格を把握し、キャッシュフロー、流動性、為替リスク、金利リスクなどの管理をすること。)を行わなければならなくなった。
- ・ 従来、銀行では、貸出金利の設定に際して、公定歩合に連動する規制金利体系であったが、1980年代後半より、調達金利に連動する「短期プライムレート」(導入当初は新短プラ、新長プラと呼称された。)によって、貸出金利を決定するようになった。
- ・ ALMの目下の中心は、運用と調達の「金利のミスマッチ」を精緻に捕捉し、金利に係るリスクとリターンを最適化する運営にあり、短期プライムレートを基準とした貸出金利運営は、金利リスクの消化に十分な役割を果たしてきた。
- ・ 日本の銀行は、米国と比べて、金利リスクで大きく自己資本が棄損する可能性が極めて小さい。その理由は、短期プライムレートが預金金利と連動して自動的に動くことについて社会的なコンセンサスを得ているため、金利が変動すれば自然と貸出金利が上下するためである。

る。

- ・ 貸出業務が本源的に内包する「信用リスク」は、短期プライムレートを基軸としたALMの枠組みにおいて直接的にバランスさせるメカニズムが形成されていないと言われており、1990年代後半以降の信用コストの上昇局面では問題点が指摘され始めた。
- ・ 各銀行では、顧客に提示する指標金利である短期プライムレートが貸出金利に連動しても信用リスクには連動していない。すなわち、信用リスクを消化する方法が確立されていないため、景気が悪くなり大きな貸倒損失が発生しても貸出金利で吸収することができず、赤字決算に陥る状況である。

(貸出金利と採算の動向)

- ・ 2009年10月時点において、実際の貸出金利の平均値は1.267%であるが、短期プライムレートは1.475%であり、実際の貸出金利の平均値が、既に短期プライムレートを下回っている状況である。そもそも、短期プライムレートは、信用リスクを勘案した動きになっていないが、現状では、実際の金利が平均的に下回っており、信用リスクを反映するような貸出金利のプライシングメカニズムは殆ど機能していない。

(【RDBの提言】新しい貸出指標金利「信用プライムレート」)

- ・ 信用コストは、ある企業がどの程度の予想デフォルト率(PD)であり回収率であるかをもとに原価計算ができるようになっているものの、信用リスクに見合う貸出金利の組成といった融資慣行は、社会制度上、構築されていない。
- ・ RDBでは、銀行界若しくは社会的な金融システムとして、是非とも、従来のプライムレートに信用リスクを連動させた「信用プライムレート」を確立して欲しいと考えている。
- ・ 信用プライムレートの計算方法は、「信用プライムレート = 調達金利 + (経費 + 利ザヤ) + (最上位格のPD × 無担保・無保証先のLGD)」である。
- ・ 信用プライムレートとは、調達金利、経費に加えて、内部格付の最上位格の債務者を前提とする信用コストを考慮して算出される採算金利に、目標利ザヤを上乗せした貸出基準金利である。貸出金利が変動することを社会的な仕組みとして作り上げていくことは、間接金融の採算性の向上と透明化によるオリジネーション機能の強化を通じて、社債市場を含めた直接金融市場の活性化にも寄与するのではないかと考えている。
- ・ 信用プライムレートのポイントは、次のとおりである。

従来のプライムレートでは、「最優遇先(銀行にとって信用コストが最小の先(すなわ

ち「最優優先」)に対して適用する貸出金利)」の定義が曖昧であったため、「最優遇」とは、「内部格付の最上位格」向けの無担保・無保証債権と明確化する。

信用リスクの算出に際して定量化可能である「予想デフォルト率(PD)」と「予想デフォルト時損失率(LGD)」を正しく反映してプライムレートを算出する。

アンダープライム(短期プライムレートを下回る金利)であっても、採算を割ることがないように採算金利と利ザヤ分を明確に区分して管理する。

算式及びパラメーターを一般に利用可能とすることで、借り手・貸し手双方における金利の共通尺度として機能させる。

- ・ 銀行界においては、各銀行が貸出先について、どの程度の「予想デフォルト率(PD)」と「予想デフォルト時損失率(LGD)」を見込んでいるのか、顧客に対して一定の開示を行って欲しい。銀行界が一定の開示を行わなければ、信用リスクの水準に対する社会的な共通認識の醸成が困難であり、結果として信用リスクに連動する貸出金利体系の社会的な認知とそれに伴うプライシングの機能強化に繋がっていかない。
- ・ 2009年10月時点のRDB信用プライムレートは1.67%であり、同時期の短期プライムレートは1.475%であることと比べれば、非常に高い水準である。最上位格の予想デフォルト率(PD)が上昇すれば、信用プライムレートも上昇することになり、景気が良くなれば、予想デフォルト率(PD)が下降することになる。
- ・ 銀行界が金利動向を予想デフォルト率(PD)と連動させることによって、信用プライムレートは、非常に公正なプライシングの仕組みとなり、間接金融の基盤となると考えられる。

(プライムレートの理論値と実績値)

- ・ RDB信用プライムレートは、過去において、短期プライムレートと一致している時期が長かったが、いわゆる社会変動の現れの中で、短期プライムレートと銀行の貸出金利の間に齟齬が生じているのではないかと考えられる。

(低過ぎる銀行貸出金利の背景)

- ・ 銀行の貸出金利は、信用コストの動きを考慮していない金利設定である。現状の貸出金利は市場金利に連動しているが、デフォルト率、回収率といった信用コストの連動が短期プライムレートの算出において十分に考慮されておらず、デフォルト率の上昇局面では、特に信用コストの価格転嫁が進んでいない。
- ・ 実際の短期貸出金利の平均は、短期プライムレートを下回っており、短期プライムレート

は、「最優優先」への貸出基準金利として機能できていない。つまり、「最優遇」とは、名ばかりのプライムレート運営となっている。

- ・ 大手主要銀行と地方銀行のデフォルト率は、融資先の企業の規模が異なるため、本来であれば、プライムレートは、各銀行によって異ならなければならない。一方で、一部の銀行のプライムレートが高い場合は、営業上、得策ではないといった議論があるが、信用プライムレートが変動することは、どの銀行がどの程度リスクを取って、借り手と付き合うかといったサインとなるため、多様な貸出プライシングに繋がるのではないかと考える。
- ・ 金融検査マニュアル、バーゼル 等の「汎用的な」信用リスク管理基準の浸透により、各銀行による審査基準が債務者の貸借対照表の健全性・流動性重視の方向に進むため、各銀行では、審査手法の独自性、多様性が薄れ、結果として、金利価格競争以外に商品差別化要因が見当たらなくなっている。
- ・ 各銀行においては、事後検証可能な客観的な経営が求められている中、各々の格付モデルや企業評価のモデルについて、柔軟性をもって対応して欲しい。

(銀行融資と社債の違いのまとめ)

- ・ RDBでは、金利の構成要素である信用コスト、調達金利、経費率及び資本コスト並びに貸し手にとっての流動性及び借り手にとっての機動性の点で、次のとおり、銀行融資と社債の違いを取りまとめた。

「信用コスト」は、銀行融資においてダンピングが可能であるため、銀行融資の方が優位である。銀行融資の金利決定メカニズムでは、取引総合採算の名目で、信用コストが小さく見積もられる可能性がある。

「調達金利」は、銀行にとって預金金利であるため、社債の市場金利より低いことから、銀行融資の方が優位である。

「経費率」は、銀行融資に特有の要素があるため、社債の方が優位である。

「資本コスト」は、取引先が大量に分散している銀行ポートフォリオの方が限界的に負担する信用VAR(一定の信頼区間における最大損失額)のコストが小さいため、銀行融資の方が優位である。

「貸し手にとっての流動性」は、売買が可能な点で社債の方が優位である。

「借り手にとっての機動性」は、相対交渉が可能な点で銀行融資の方が優位である。

- ・ 現状の金融市場では、借り手、銀行の双方にとって、社債よりも銀行融資のメリットが大きいと考えられる。適正なプライシングであれば、資金循環は起こるため、銀行界において

は、信用リスクに見合ったリターンを形成するよう努めて欲しい。

【 意見交換 】

- ・ マクロショックが起きた場合は、どのように予想デフォルト率(P D)に反映させているのか。
- ・ R D B企業デフォルト率は、各金融機関で発生している実際のデフォルト状況であり、将来予測ではない。R D Bでは、複数の金融機関に対して、1年後の実績デフォルト率の定量的な予測に関する情報提供サービスを実施しており、統計データから合理的に推計した値を将来予測に反映させる試みが行われている銀行もある。
- ・ R D Bでは、将来予測を合理的に推計するため、G D Pといったマクロ経済指標、企業の財務の動向及び各種金融市場の指標を主たる構成要素として活用している。
- ・ 2006年頃より、R D B信用プライムレートと短期プライムレートの間で乖離が生じているが、その理由は何か。例えば、金融政策等があって乖離が生じたのか。
- ・ 乖離が生じた理由は、R D B企業デフォルト率が急上昇したことから、銀行のプライシングの仕組みも追いつくことができない程度に、大きく社会構造が変化したためと考えられる。
- ・ R D B企業デフォルト率が3%を超えていることは、2000年代初頭と比べて極めて高い水準であり、第一次金融危機を超えた水準である。
- ・ 「信用プライムレート」の算出方法は、経済学の観点から言えば、供給サイドである銀行によって積み上げられたと考えられる。しかしながら、実際の金利は、需要サイドを前提としてマーケットが決定すると考える。このような状況下、金利は、どのような調節が行われて決定するのか。具体的に言えば、銀行では、信用リスクにおいて、ある程度アローワンス(引当金)をとっており、需要が低下した際に、本来であれば、融資を行わない相手に融資を行うことがあるのか。
- ・ 「信用プライムレート」の算出方法は、供給サイドの仕組みで構成されている。現状の銀行融資は、貸出に対する需要が弱いため、銀行間で金利のダンピング競争が行われていることなどから、利ザヤが非常に薄くなっている。また、銀行では、融資先から担保の差し入れを受けることにより、信用コストをゼロとしているケースもある。融資先の経営状態が良ければ、低いレートでの融資となり、一方、悪ければ、多くの担保の差し入れを受けることに

なると思われる。

- ・ デフォルト率を検証した場合、事前に算出した予想デフォルト率（PD）と事後的に確認したデフォルト率を比べたパフォーマンスについて、違いはあるのか。
- ・ RDBでは、基本的な考え方として、母集団のデフォルト率に応じて個別会社のデフォルト率を推計値として算出しており、この仕組みのことを統計スコアリングモデルと呼んでいる。例えば、マクロショックが起きた場合などは、推計値の前提が大きく変わることになるため、事後的に確認したデフォルト率は、予想デフォルト率（PD）から乖離することがある。
- ・ RDBでは、事後的に確認したデフォルト率と予想値との乖離を極力小さくするために、フォワードルッキング的にデフォルト率を推計したいと考えており、現在、大手銀行向けを中心に将来予測を踏まえたデフォルト率予測モデルの開発を進めている。
- ・ 「銀行融資と社債の違いのまとめ」にある考え方で算出したデフォルト率は、社債においても、銀行融資と同様に利用して良いのか。例えば、ある企業が、銀行から融資を受けるタイミングで社債を発行した場合、このまとめの考え方で社債のデフォルト率は算出できるのか。
- ・ 一般的に、マーケットでは、株価の変動に伴う自己資本の毀損の可能性を示す信用リスクモデルが活用されているが、RDBでは、財務からの積み上げによるデフォルト率を算出している。マーケットにおける一般的な信用リスクモデルと異なる角度からデフォルト率を算出していることは、証券界にとって新たな視点となるため良いのではないかと考える。
- ・ RDBでは、事業規模に応じて信用リスクモデルを構築しているが、監査法人による監査を受けている大手企業の方が、中堅・中小企業と比べるとモデルが推計するデフォルト率の精度は高い。
- ・ RDB企業デフォルト率は、元本のデフォルト率であって、元本の回収率ではない。したがって、銀行が融資先から担保を受け入れている場合は、元本回収率が高くなるため、「デフォルト＝元本全額の損失発生」ではない。例えば、中小企業の利用が多い信用保証協会保証付き銀行融資は、借入先企業のデフォルト時に、信用保証協会から原則として元本全額が銀行に支払われるため、デフォルトが生じても元本回収率は100%になる。また、信用保証

協会保証付きの融資は、あらかじめ比較的低利な上限金利が設定されており、銀行が金利水準の決定権を持っていないものも多く、市場原理に基づいた金利設定にならない。

- ・ RDBによれば、「信用プライムレート = 調達金利 + (経費 + 利ザヤ) + (最上位格のPD × 無担保・無保証先のLGD)」として融資金利への各銀行の経費の転嫁を提言しているが、この提言は、銀行にとって現実的な提案ではないと思う。どのように経費率を下げるのか、銀行にとって共通の課題ではあるが、各銀行の経営努力によって経費率が異なることから、自らの経営努力が足りず他行より経費率が高いことをもって、融資先の借入金利にその分の経費を転嫁することは、銀行として取るべき政策ではない。実際に、そのような政策を取っている銀行は、他行競争上の観点からも少ないのではないか。
- ・ 大手主要銀行が社債を発行している大手上場企業に対して、短期プライムレートを基準に融資を行っていることは少なく、今は市場金利連動型のスプレッドローンが一般的であると思う。大手上場企業が短期プライムレートで銀行借入を行うことは、返済期日が決まっていない当座貸越借入や、事前市場調達を行わず即日借入をするためにマーケット金利の連動ができないときに、短期プライムレートで融資を行っているなどのケースではないか。したがって、RDBの提言は、今回のワーキング・グループにおける射程である大手上場企業は当てはまらない部分も多いと思う。
- ・ 短期プライムレートは、最優遇貸出金利としての意味において完全に形骸化している。社債を頻繁に発行する大手企業にとっては、短期プライムレートを前提とした議論ができないと思う。
- ・ 社債を発行することができる中堅より若干大きい企業とそれ以外の企業との間では、コスト分析が異なると思われる。また、社債を頻繁に発行できる企業に対して、銀行貸出を含めたデフォルト率と銀行貸出を含めないデフォルト率には相違があると思われるが、どうか。
- ・ 2007年3月以降、大企業向け融資残高は増加しており、2009年3月をピークに減少している。2007年3月以降、大企業が社債を発行することは困難な状況であったため、その代替手段として、大企業向けの融資が増加したのか。また、最近、社債市場は活性化してきているが、その活性化のために、2009年3月以降、大企業向け融資残高が減少しているのか。
- ・ RDBでは、中堅企業を中心に注視しているため、大手企業の動向は把握していない。
- ・ RDBのモデルを活用すれば、中堅企業は大手企業より高い金利で社債を発行することに

なると思うが、高い金利においても、中堅企業は社債を発行するのか。仮に社債を発行できるのであれば、別の調達方法も考えられるのか。

- ・ 日本の中堅・中小企業は、資本が充実していない点で大きな課題を抱えていると思う。RDBでは、日本の中堅・中小企業が永久劣後債を発行できれば、社債市場の活性化に繋がり、面白いのではないかと考えている。
- ・ 日本の中堅・中小企業にとっては、事業承継が重要な議論となっている。中堅・中小企業のオーナーや創業者は、多くの資産を保有しているが、その資産が有効活用されていないため、中堅・中小企業としては、事業承継に向けた資金循環の観点で、資金調達の方法があるのではないかと考えている。
- ・ 信用リスクの検討に際して、現場の担当者は、目利きを重要視しており、統計的な方法について、非常に違和感を覚えると聞いている。信用リスクの算出は、定性的な部分と定量的な部分があると思うが、銀行では、両方の部分を活用して、融資等を行っているのか。それとも、どちらかに偏っているのか。
- ・ 各銀行は、他の債権者と比べて最も大きな損失を被る債権者になる可能性が高いため、信用コストの管理を極めて厳密に行っていると思う。モデル等を用いた定量的な予想デフォルト率(PD)の評価は、過去の実績に依存するなどの一定の前提が付くため、信用リスクの精緻な把握において一番重要なことは、目利きであると思う。
- ・ 実際に現場に行かなければ、粉飾決算や詐欺の事実を見抜くことはできない。また、良い会社を発掘することもできない。例えば、どんなに財務体質が脆弱な会社であっても、作っている商品が良ければ必ず売れるため、その会社の力を見抜くためには、現場の目利きが重要である。各銀行では、目利きを養うことに最も注力しているのではないか。
- ・ 各銀行では、目利きと言われる定性的な評価について、可能な限り、客観化しようと取り組んでいると思う。例えば、「社長に後継者がいる」、「社長の持ち家がある」といった定量的な評価が可能な定性情報を評価し、目利きの部分を定量化していると思う。
- ・ 大手企業向けの信用リスクモデルと中堅・中小企業向けの信用リスクモデルでは、どのような違いがあるのか。
- ・ RDBの信用リスクモデルは、顧客の財務データから算出しているため、大手企業であっ

ても、中堅・中小企業であっても、予想デフォルト率（PD）を算出する基本的なメソッドロシーは同じである。ただし、RDBの顧客のニーズは、大手企業の場合には、統計的なデフォルト率ではなく格付の把握であり、一方、中堅・中小企業の場合には、外部格付がないため統計的なデフォルト率の把握である。そのニーズの違いが、大手企業向けと中堅・中小企業向けの信用リスクモデルの違いに繋がる。

2. 発行市場関係の検討課題

発行市場関係の各課題について、次のとおり、意見交換が行われた。

【意見交換】

(1) ハイ・イールド債市場の整備

- ・ トレーダーの立場で言えば、ハイ・イールド債の流動性が低いとは考えていない。ハイ・イールド債の発行量が増えれば、マーケットは構築されるのではないか。ハイ・イールド債市場の活性化のためには、レポ取引の実現やフェイルのルールの整備が重要ではないかと考える。
- ・ ハイ・イールド債のセカンダリーマーケットは存在するが、ハイ・イールド債のプライマリーマーケットは、殆ど存在しないと言える。セカンダリーマーケットは、プライマリーマーケットにおいて低いスプレッドであった銘柄がワイド化したと考えられる。
- ・ 現状の日本では、プライマリーマーケットの段階で、スプレッドがワイドに発行される銘柄がないため、その銘柄の拡大策が議論になると思う。日本の発行会社は、そもそもスプレッドがワイドな社債の発行意欲がないのか、それとも、社債以外で資金調達ができるため社債を発行しないのか、若しくは、ハイ・イールド債の投資家を増やせば市場が活発になるのか、様々な議論が必要である。なお、ハイ・イールド債の投資家層には偏りがあり、国内の機関投資家は、買い手として参加していない状況にある。

(2) 社債の貸借市場・レポ市場の整備

- ・ 現状の日本では、レポ市場が存在しない。日本と欧米では、マーケットの慣習が異なるものの、日本においても、レポ取引ができる仕組みが必要であると思う。社債を貸す者がいれば、レポ取引のスキームとしては動いていくと考えている。しかしながら、仮にレポ取引で社債を借りてショートを振ったとしても、マーケットの中で買い戻せるかと言えば、日本ではバイ・アンド・ホールドの投資家が非常に多いため、買い戻せないと思う。また、レポ市

場を整備することによって、すべての問題が解決され、社債市場の活性化に繋がるとも考えにくい。

- ・ 各証券会社では、商慣行として一部の投資家を意識して、可能な限り、フェイルを発生させないことを考えている。各証券会社と投資家にとって、フェイルのルールに基づくフェイルは容認される環境が整備されれば良いと思う。
- ・ 日本の社債市場ではレポ取引ができないが、欧米では、レポ取引が一般的に行われている。日本においてレポ取引ができない問題は、インフラが存在しないためである。今後、レポ取引のためのインフラを整備するとともに、日本の投資家の意識をバイ・アンド・ホールドからレポ取引によりフィーを得ることなどができるといった意識へ変えることができれば、社債市場は活性化するのではないか。
- ・ レポ取引ができるインフラを整備することは、基本的にデメリットがなく、非常に良いことである。ただし、バイ・アンド・ホールドの投資家が多い日本市場では、レポ市場のインフラの整備が、投資家の売買の活性化に繋がるかどうか疑問である。
- ・ 仮に、レポ市場のインフラが整備されたとしても、1銘柄当たりの発行額が多くなければ、レポ市場を活用しづらいと思う。日本の社債市場は、海外と比較すれば、発行規模が小さく、ベンチマークとなる 이슈が少ない。したがって、証券会社の立場で言えば、レポ市場が整備されたとしても、発行額の小さい社債は、マーケットの中で買い戻せないことが想定されるため、社債を借りてショートを振るインセンティブがないのではないか。
- ・ レポ市場は、発行額が少なければ活性化しないと思う。レポ取引でショートできるマーケットを整備するためには、ベンチマークとなる起債のロットを増やさなければならない。
- ・ フェイルのルールは整備されたものの、実際に投資家がフェイルを容認しておらず、日本の投資家は、ルールが整備される前とフェイルに対する姿勢が変わっていない。一部の市場関係者によれば、フェイルをする証券会社は投資家が取引相手として認めない考えを持っているとのことであり、フェイルを容認するように文化を変えなければならない。

(3) 社債ファンド

- ・ 投資信託における問題点は、そもそも、社債の利回りやスプレッドの低さであり、その結果、ファンドの組成に見合うフィーが取れない。現状では、信託報酬が相当圧縮されているため運用会社の収益が少なく、販売会社である証券会社や銀行においても同様に販売する二

ーズがない。したがって、現状の日本では、社債ファンドが組成できる構造ではない。将来的に、日本の金利水準が上昇することが最低条件であり、さらに、スプレッドが大きくなること、そして、社債の銘柄数が増えることであり、社債ファンドの組成のためには、ハードルが非常に高い。

- ・ 将来的に、シンセティックCDO（複数のクレジット・デフォルト・スワップを原資産として持つ資産担保証券の一種。債券を擬似的に保有することから「合成資産担保証券」と呼ばれる。）の組成が拡大することによって、社債ファンドの代替的な機能を期待できるのではないかと思っていたが、リーマン・ショック、サブプライム・ショックでマーケットが機能停止している中、その組成は厳しい状況にある。

(4) 私募債市場の拡大

- ・ 私募債は、一部の発行会社においてニーズがあるものの、銀行ローンとの比較で発行量が増えていないと認識している。公募社債と比較すれば、私募債は手数料を安価に設定できるメリットがあるが、銀行ローンの場合は手数料が金利に含まれているため、発行会社としては、ローンを実行できるのであれば、可能な限り、ローンにて資金調達をしたい方向にある。
- ・ 私募債が発行できた事例としては、ローンで行った場合、大手主要銀行に他行から借り入れた事実が発覚してしまうため、私募債を発行した会社があった。そもそも、日本の公募社債マーケットは、買い手の多くが機関投資家であるため、実質的には適格機関投資家限定の私募債化している状況であり、また、銀行保証付きの私募債は、銀行が満期保有するため、殆ど売買が行われない状況にあるのではないか。

(配付資料)

- ・ 銀行融資における信用リスクプライシング

以上