

企業価値担保権と予想信用損失引当（ECL）の活用

—貸出のビジネスモデルの転換に向けて—

経営管理研究科 教授

宮内 惇至

【要約】

2024 年に企業価値担保権が法制化され、2025 年には予想信用損失引当（ECL）の国内ルールの中協議が開始される見通しである。本稿では、先行している米国の実情を踏まえて、これらの制度変更が邦銀の貸出のビジネスモデルに及ぼす影響について考察する。とくに、従来の清算型倒産を踏まえた資産（物的担保）ベースの貸出モデルから再生型倒産を前提とするキャッシュフロー（CF）ベースの貸出モデル（いわゆる事業性融資）へと転換する道筋を展望する。また、日本経済において、産業の新陳代謝を活発化し、生産性を高め、ショックに対するレジリエンシーを改善するためには、こうした貸出モデルの転換が必要である点について検討する。さらに、転換を進めるうえで当局や金融機関が克服すべき課題や留意点を整理する。

【キーワード】

企業価値担保権、全資産担保、予想信用損失引当（ECL）、DCF 法、キャッシュフローベース貸出、資産（物的担保）ベース貸出、事業性融資

【目次】

1. はじめに
2. 効率的な米国の企業再生と後手に回る日本の企業再生
3. 企業価値担保権
4. 予想信用損失引当（ECL）
5. 貸出のビジネスモデル転換の必要性
6. 貸出のビジネスモデルを転換するための留意点
7. おわりに

1. はじめに

先進国におけるコロナ後の経済回復を比較すると、米国の強さと日本の弱さが目立つ。この点は、リーマンショック後も同様だった。いずれも米国では生産性が急上昇しており、ショック後に生産性が低迷する日本とは対照的である。この違いの原因のひとつとして、ショックに対応して資源を効率的な部門へと再配分する経済機能の格差を指摘できる。とくに米国の倒産システムの効率性が産業の新陳代謝と資源の再配分を促進している点が重要である。米国の倒産システムの効率性を支えているのは、早期に円滑な再生策を施す貸出のビジネスモデルである。そして、こうしたビジネスモデルの制度的基盤として、借手企業のキャッシュフロー（CF）に基づく経済価値を反映した「引当制度」と「担保制度」が機能している。

日本の倒産システムは、90年代の不良債権問題を経て、従来の清算型倒産に加えて再生型倒産という選択肢が加わった。もっとも、米国に比べて再生型の処理件数は依然として限られており、清算型の倒産を前提とした金融慣行が根強く残っている。借手企業の業況が悪化しても、債権放棄を伴う思い切った再生策が講じられないまま、低金利の貸出による延命が図られ、時間の経過とともに企業のフランチャイズバリュー（技術力、人的資本、顧客基盤）が失われ、資源の再配分が効率的に進まないでいる。この結果、経済はショックに脆弱で、生産性の改善が進まない。

こうしたなか、日本でもようやく「予想信用損失引当（ECL）」や「企業価値担保権」などの「貸出の経済価値」を基本とした制度の整備が動き出している。もっとも、貸手と借手が新制度の狙いを理解し、貸出のビジネスモデルの改革に繋げられるか、成否は今後の制度設計と経済主体の運用にかかっている。本稿では、これらの制度が経済の効率性を高め、ショックの下で生産性を改善するとともに、金融システムを安定化するメカニズムについて解説する。さらに、制度改革を進めるうえでの留意点を考察する。

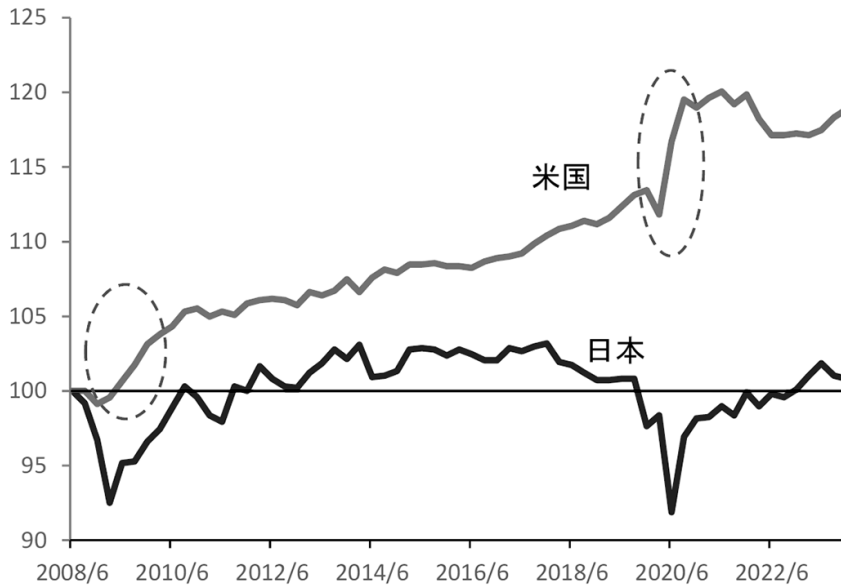
以下、第2章で、ショックに対する日米経済の対応力の格差の背景にある米国の倒産システムや貸出のビジネスモデルの効率性について展望する。第3章、第4章では、企業価値担保権とECLについて機能面を中心に整理する。第5章で、わが国にとっての貸出のビジネスモデルを転換する意義や必要性について整理し、その際の課題や留意点について第6章で検討する。

2. 効率的な米国の企業再生と後手に回る日本の企業再生

（1）経済ショック後の日米の労働生産性の格差

図表1は2008年以降の日米の労働生産性の変化を示している。15年間ほぼ横ばいの日本に対し、米国は約2割の上昇を示しており、大きな格差がある。とくに、米国の労働生産性は2008年のリーマンショックや2020年のコロナショックの際に大きく上昇し、その後も高水準を維持しているが、日本では、ショックの際に大きく労働生産性が低下し、元の水準に復するのに時間を要しており、その後も横ばいで推移している。

図表 1 日米の労働生産性



(注) 2008 年 4-6 月 = 100

(出所) 菅野 (2024)、OECD

こうした動きの一因は、ショックの直後に米国では失業が増加する一方で、日本は生産が低下しても雇用をできるだけ維持するという雇用慣行の違いが影響している面もある。しかし、ショックの後で生産が回復し、米国で雇用が回復した後も、生産性の格差は残っている。背景としては、ショックに際して、米国は高生産性部門への経済資源の再配分を効率的に進める一方、日本は資源配分が固定的なことが指摘されている。

ショックの後に資源が円滑に再配分されない背景として、日本における雇用の流動性の低さや低金利政策が挙げられるが、これに加えて、倒産制度が非効率的なために新陳代謝が円滑に進まず、いわゆる「ゾンビ企業」が増えやすいことも指摘されている。

コロナ禍に際して各国で資金繰り支援融資が広範に行われたため、その後遺症として、本来、市場から退出すべきだった企業が低金利貸出で支えられて、いわゆる「ゾンビ企業」となり、過剰債務が回復の足枷になるのではないかと、との懸念が国際的に広がった。このため、「ゾンビ企業」に関する研究が世界各国で進められたが、押し並べて「ほかの先進諸国と異なり、米国ではゾンビ企業は少なく、経済効率や景気回復の阻害要因になっていない」との結論に至っている。その背景として、米国の銀行が早期の企業再生などにより不良債権の増加を抑止していること、したがって、業況の悪化した企業を信用コストに見合わない金利で支援し続ける「エバーグリーン貸出」は米国では少ないこと、米国の効率的な倒産システムがそれらを可能にしていること、など

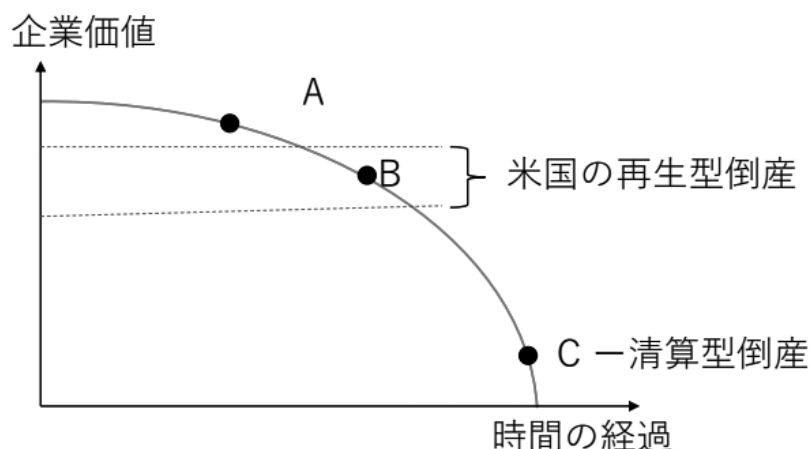
企業価値担保権と予想信用損失引当（ECL）の活用

が指摘されている¹。

（２）日米の倒産処理システムの違いとその背景

第２図は日米の倒産処理の違いを簡単に図示している。業況が悪化していく企業について、横軸に時間の経過、縦軸に企業価値を示している。米銀の場合、借手企業の企業価値が一定程度低下すると（Ａ）、その企業を Watch List に入れて、集中的な監視の対象とする。さらに企業価値が低下すると（Ｂ）、私的整理ないし Chapter 11（倒産法 11 条）に基づく倒産で、企業再生のプロセスに入ることが一般的である。日本の場合、エバーグリーン貸出で抜本的な再生が先送りされ、企業がゾンビ化し、最終的に業況改善の見込みがなくなった段階（Ｃ）で清算型の倒産に至るケースが一般的である²。

図表２ 業況が悪化する企業の企業価値（イメージ）



（出所）筆者作成

再生が遅れることで、業況が悪化した企業は顧客基盤や人的資本、ノウハウを急速に失うほか、追加融資を受けることが難しいため、有望な投資機会があっても逸失してしまう。事業再生は早期に踏み切ることが効率的であり、経済資源を有効活用することにつながる。

米国の事業再生が効率的な背景には、Chapter 11 などの法制度が整備されていることもあるが、より基本的には米銀では、企業のキャッシュフロー（CF）や企業価値（貸出の経済価値）

¹ McGowan et al. (2018)、Jorda et al. (2020)、Becker and Ivashina (2021)、Lian and Ma (2021)、Favara et al. (2024)、Kornejew et al. (2024) など。

² 日本では民事再生法が 2000 年に施行されたが、再生型の倒産の比率は限定的なものにとどまっている。これは、後述するとおり、引当や担保などの制度が清算型倒産を前提としている点が金融機関の行動様式を固定化していることも影響している。

に着目する貸出のビジネスモデルが一般的であることを指摘できる。そして、こうした「CF 貸出」を支えている制度的基盤が、①経済価値ベースの引当会計と②全資産担保である。

米国では、借手企業の業況悪化の初期から DCF 法に基づく引当が 1990 年代に導入された。これが、2020 年代に入って、さらに徹底され、すべての貸出に対して DCF 法での引当を適用する ECL を導入している。また、米国の全資産担保は日本の企業価値担保権のモデルとなっている担保の登記制度である。その対象はノウハウや顧客基盤などの無形資産を含むビジネスモデル全体である。これは、貸出の経済価値を担保としているとみてもよい。

第 4 章でみるように、米国の DCF 法や ECL では貸出の経済価値の下落分が引当の対象となり、個別引当として損失が計上され、自己資本比率が低下する。このため、本格的な企業再生に踏み切った際の債権放棄額や、貸出債権を売却する際のディスカウント額は、おおむね引当と一致するので、これらの処理に踏み切る際に新たな損失や資本比率の低下がほとんど生じない。こうしたことから、処理を先送りするインセンティブが削がれ、適時の処理がなされやすくなり、エバーグリーン貸出、ゾンビ企業、清算型倒産などが減少する。さらに、銀行は借手の CF をモニタリングし、改善しようとするインセンティブを持つ。

また、第 3 章でみるように、業況が悪化した借手の企業価値は、株主に帰属する部分がほとんどなくなっているため、概ね貸出の経済価値と一致する。これが全資産担保の対象となる。貸出の保全是、伝統的な物的担保の清算（売却による換価）ではなく、全資産担保に基づく CF の価値、すなわち企業価値ないし貸出の経済価値に依存している。経済学では、前者を物的担保ベース貸出（資産ベース貸出）、後者を CF ベース貸出と呼ぶこともある³。CF に基づく経済価値を担保するので、銀行は借手企業の CF をモニタリングし、ともに改善に取り組むインセンティブを持つ。さらに、借手企業の経営体制では、十分な再生が図れないほど業況が悪化した場合には、銀行は全資産担保を踏まえて再生のイニシアティブを取ることが出来る。

一方、日本の企業再生は依然として低調に推移している。政府は、中小企業の企業再生を促進するべく、近年、様々な施策を講じている⁴。これに呼応して、金融機関側でも、早期の経営改善や事業再生を意識した体制整備が進められている。しかし、政府の狙いどおりに早期の企業再生が軌道に乗っているとはいいがたい。倒産事例の多くは清算型で処理されている。また、銀行と企業が協議して打ち出す再生策は、多くの場合、徹底した債権放棄を伴っておらず、過剰債務状態が解消されないため、十分な再生策となりえていない。

以下では、こうした現状を打破する観点も踏まえつつ、企業価値担保権と ECL に期待される機能について整理する。

³ 日本の金融庁や銀行が「事業性融資」と呼んでいるビジネスモデルは CF ベース貸出に近いものと考えられる。

⁴ たとえば、監督指針の改正、中小企業事業再生ガイドラインの整備、REVIC（地域経済活性化支援機構）の再生支援体制の強化、再生系サービスの活用促進、経営者保証に依存しない融資慣行の醸成、など。日本銀行（2024）を参照。

3. 企業価値担保権

（１）企業価値担保権とは

2024年6月に「事業性融資の推進等に関する法律」が成立した。その目玉が企業価値担保権の創設である。日本の金融界にとって企業価値担保権の概念は新奇で、十分に理解が浸透しているとは言い難い。2026年末の施行に向けて金融機関の態勢整備が急がれている。

金融庁の解説によれば、従来の物的資産を担保とするケースと異なり、企業価値担保権は無形資産（ノウハウ、顧客基盤等）を含むビジネス全体を担保の対象としている。換言すれば、事業性、すなわち将来CFを担保にできる。この結果、事業（CF）に対する銀行の関心が高まり、タイムリーな経営改善支援が期待できることが効用として強調されている。

企業価値担保権の最大の効用は、単なる経営改善支援を超えて、早期の企業再生を円滑に実施できる点にある。また、ビジネスモデルを担保として押さえられる結果、物的担保を持たないスタートアップやサービス産業への貸出が容易になり産業構造の変化に対応できる。

（２）伝統的な物的資産担保と企業価値担保権との保全方法の違い

企業価値担保権の本質についての理解を深めるために、清算時の保全方法について、これまでの物的資産担保と比較してみよう。まず、銀座の小さな商店が店の土地を担保に借入する場合（ケース１）と、森の中のショッピングセンターを営む企業が、その土地建屋を担保に融資を受ける場合（ケース２）を比較してみたい。

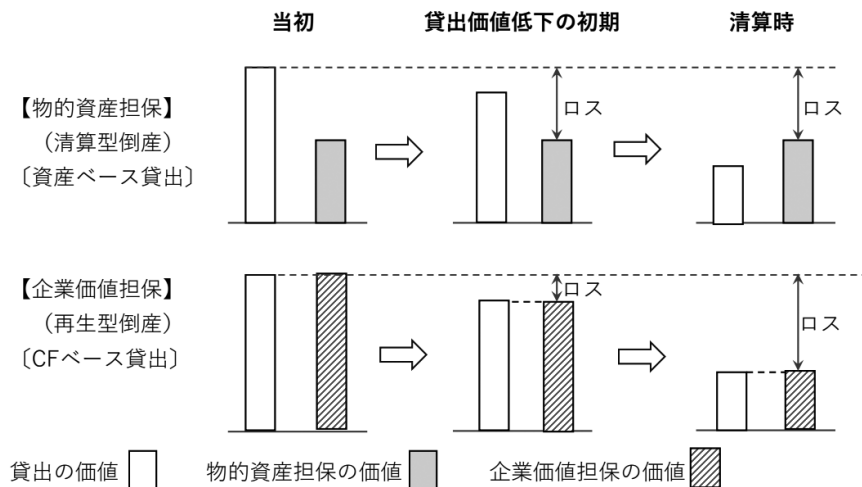
ケース１では店の業況（CF）が悪化して、利払いが滞っても、清算時に担保の土地を売却すれば十分に回収が可能になる。これは借手のCFと担保価値とが無相関だからである。一方、ケース２ではショッピングセンターの業況（CF）が悪化すれば、担保のショッピングセンターの土地家屋の価値も低下する。森の中の土地家屋の価値は、ショッピングセンターとして活用する以外にほとんど価値がないからである。このため、清算して土地家屋を売却しても貸出の回収は既に低下したCFの割引現在価値（企業価値）にとどまる。これは、ケース２では担保の価値が可変的で、CFと担保価値が相関しているためである。

CFと相関の高い担保の場合、有効な保全策は事業を継続してCFを改善することである。したがって、ケース１は清算型の倒産を、ケース２は早期の再生型倒産を前提としていると言える。ここで、ケース１は伝統的な物的担保に基づく資産ベースの貸出であり、ケース２はビジネスモデルを担保に取ったCFベース貸出と考えられる。

この点を図表３で説明する。図は伝統的な物的担保に基づく資産ベース貸出（上段）および企業価値担保権に基づくCFベース貸出（下段）とそれぞれの担保価値との関係を示している。それぞれの担保について、左から順に、当初時点、貸出価値が低下して間もない時点、清算時点、を示している。当初時点では貸出の価値は毀損していないが、右に行くにしたがって低下する。物的担保の価値は貸出の価値と無相関だから一定である。このため貸倒損失（ロス）は一定で、

貸手に早期に事業再生をするインセンティブは乏しい。一方、企業価値担保権の価値は、業況悪化時には貸出の経済価値とおおむね一致しているので、貸出価値の低下と並行して低下する。したがって、貸手のロス拡大していく。こうした状況の下では、貸手はロスを小幅に止めるために早めに事業再生に踏み切るインセンティブを持つ。

図表 3 貸出の経済価値と各種担保価値



(出所) 筆者作成

ここで、「企業価値担保は業況悪化時に価値が低下するから保全にならない」という見方は適当ではない。もし貸手に有効な企業再生策を立案する能力があるのであれば、企業価値担保権で保全したうえで、貸出価値の低下が小さい段階で再生に踏み切る方がロスは小さい。

一般に、再生型倒産を前提とする CF 貸出では、担保となる CF の最大化を図るインセンティブが働くため資源の非効率性が小さい。一方、清算型倒産を前提とする伝統的担保では、倒産までの間、十分な価値を生まない企業が温存されるうえ、担保を有効に活用するインセンティブに乏しいこともあって、マクロ経済に非効率をもたらしている。

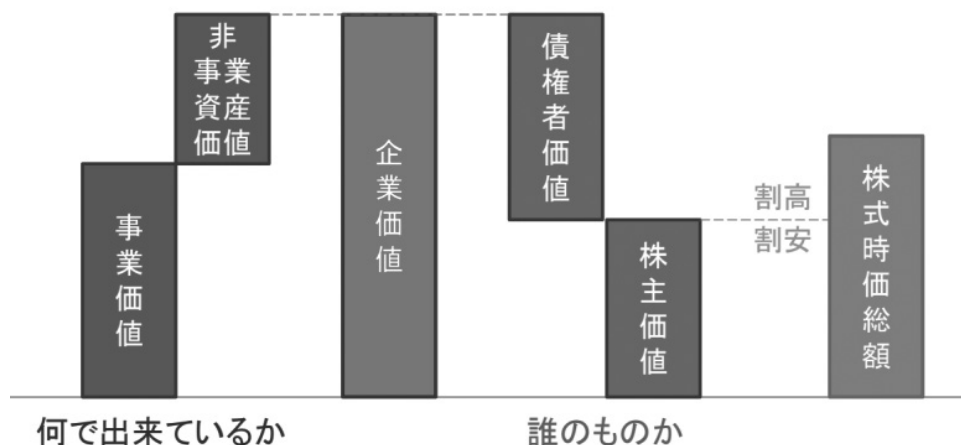
(3) 企業価値担保権と貸出の経済価値との関係

次に企業価値担保権と貸出の経済価値の関係について整理しておきたい。ファイナンスの基礎的な理論は、企業価値を図表 4 のようにブレイクダウンしている。図の企業価値の左側は、企業価値が何でできているかという構成を示している。右側は企業価値が誰のものかという帰属を示している。まず、企業価値の構成をみると、事業価値と非事業資産価値から構成されている。ここで、事業価値は事業が生み出す CF の割引現在価値である。なお、非事業資産とは事業に使われていない遊休不動産、絵画、ゴルフ会員権、純投資の株式などであるが、以下の議論では無視

企業価値担保権と予想信用損失引当（ECL）の活用

することとする。

図表 4 事業価値、企業価値、株主価値の関係



出所：石野（2022）

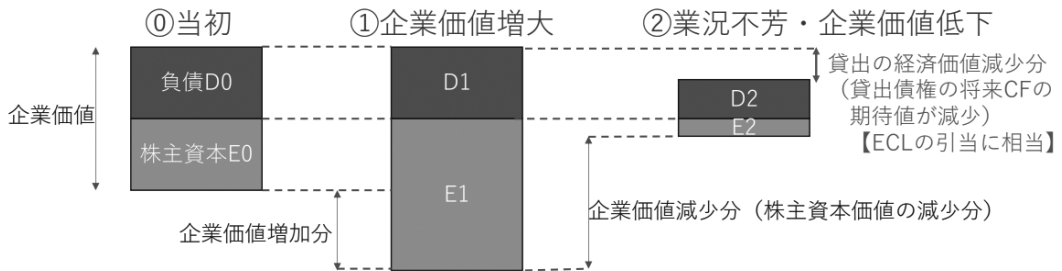
次に、図の右側は企業価値の帰属を示している。これは株主の取り分（株主価値）と貸手の取り分（債権者価値）に分けられる。企業が社債を発行していなければ、債権者価値は貸出の経済価値と考えてよい。株主価値は直接計測することはできないが、企業価値から債権者価値（多くの場合、額面）を差し引いた残余が株主価値と考えられる。

企業価値は、図表 5 のように、当初（局面①）は株主価値（資本 E0）と債権者価値（貸出の経済価値＝負債 D0）とに分けられる。

企業業績（CF）が当初の予想以上に好調になると（局面②）、企業価値が上昇する。このとき上昇部分（アップサイド）のほとんどは株主に帰属し（E1）、債権者価値（貸出の経済価値：D1）はほとんど変わらない。これは、貸出から生じる将来 CF がほとんど変わらないためである⁵。

⁵ 厳密に言えば、若干、倒産確率が低下することで、わずかながら信用コストが改善するので、将来 CF の予想も改善するが、通常は限界的と考えてよい。

図表 5 企業価値の帰属



出所：筆者作成

次に、企業の業況が悪化し、企業価値が低下すると（局面②）、株主価値（E2）はゼロ近傍まで下落する。さらに、企業価値が低下すると、信用コストをカバーするだけの利払いができなくなり、貸出の将来 CF の割引現在価値である債権者価値（貸出の経済価値：D2）も低下する。こうした状況では、E2 はほとんどゼロなので、企業価値は債権者価値（貸出の経済価値）D2 と概ね同じになる。企業価値担保権を実行できるのは、局面②のような状況なので、担保価値は債権者価値といえる。

局面②において、DCF 法ないし ECL で引当てれば、貸出の額面（D0）と貸出の経済価値 D2 の差額が引当てられる。引当額は貸出の将来 CF の現在価値の減少分だからである。したがって「企業価値担保権の価値」（貸出債権の価値）と「貸出額面－ECL 引当」とは概ね一致する。企業価値担保権と ECL は表裏の関係といえる。

（４）企業価値担保権の効用

以下では、改めて企業価値担保権の効用について整理しておきたい。これまで見てきたように、企業価値担保権に基づく貸出では、銀行は、①借手企業の CF を詳細にモニタリングする、②早期の経営改善ないし企業再生によりロスの拡大を抑止する、③担保権に基づいて企業再生を円滑に進められる。また、これらに伴い CF（ないし事業性）に関する貸手と借手の対話が深まる。

さらに、経済のサービス化、DX 化に伴って、銀行は物的担保を取って保全を図る従来型の貸出では対応できない新たな貸出を求められており、企業価値担保権を活用すれば、対応が可能になる。たとえば、IT などの物的資産を持たないスタートアップ向け貸出はもとより、資産価値と CF が相関する、リゾートプロジェクト、脱炭素等の ESGs 対応等の新技術向けファイナンス、などである。

日本の貸出市場では、担保となる資産を持つ企業へ貸出が集中しており、過当競争に陥るケースが目立つ。一方で、成長領域にある企業であっても、担保となる資産を持たないと十分に資金が供給されていない。企業価値担保権により、こうした状況を打破することができる。

企業価値担保権と予想信用損失引当（ECL）の活用

採算の観点でも CF 貸出は過当競争に陥る可能性が低く、企業再生での収益機会もある。ただし、CF モニタリングは相応にコストがかかる可能性がある点には留意が必要である。

また、清算時の担保や保証等による回収に依存しないことから、経営者保証を回避することができる。事業承継を妨げ、挑戦の意欲を削ぐ経営者保証が回避できれば、効率的な M&A の促進や起業の活性化などの効用が期待できる。

マクロ的にみると、タイムリーな経営改善や事業再生は、資源の無駄を省き、産業間での資金配分、資源配分が最適化され、日本経済の生産性向上につながることを期待できる。

4. 予想信用損失引当（ECL）

（1）ECL の仕組み

予想信用損失引当（ECL：Expected Credit Loss）は、世界金融危機後の国際的な金融規制改革の議論の中で、FSB（金融安定理事会）において国際基準として合意され、欧米各国では 2020 年前後に相次いで実施された。一方、日本では国内会計ルールの見直しに関する ASBJ（企業会計基準委員会）での議論がいまだに決着しておらず、海外に比べて大きく実施が遅れている。

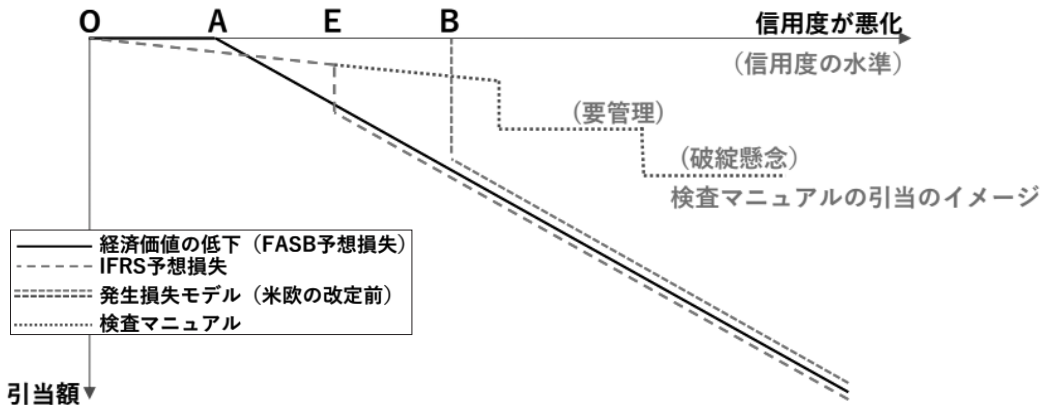
以下では、FSB や IASB（国際会計基準審議会）での議論に基づき、ECL の本質的な意味合いと狙いを説明する。

図表 6 は各種の引当モデルと貸出の経済価値との関係を示している。横軸に貸出先の信用度の悪化、縦軸に貸出の経済価値の低下と各種ルールが求める引当水準を示している⁶。A は貸出の経済価値が低下し始める信用度である。信用度がさらに悪化すると、経済価値は実線に沿って低下する。FASB（米国財務会計審議会）の ECL ルールでは、貸出債権の将来 CF の悪化による割引現在価値（DCF）の低下を引当てるので、現在価値の低下と FASB での ECL 引当は一致する。欧州が採用する国際会計基準（IFRS）は、図表 6 の E まで信用度が悪化すると DCF ベースの引当に移行する⁷。信用度が E より良好なら簡便法として 1 年間の信用コストを引当てる。

⁶ ECL は「信用度の水準」ではなく、「当初対比の信用度の悪化」が基準である。これは経済価値評価と整合的な整理である。図表 6 は当初の信用度が十分に高いケースを示している。

⁷ 信用コストベースから DCF 法に引当額の算定方法を変更する基準点（E）は SICR（重大な信用リスクの増大）と呼ばれている。

図表 6 各種引当モデルと経済価値との関係



出所：筆者作成

欧米では 2000 年前後から「発生損失モデル」を採用し、DCF 引当を広範に導入していた。このモデルでは借手の信用度が一定程度まで低くなることをトリガーとして DCF 引当を行う（図表 6 の B）⁸。また、トリガーに至るまでの間は貸倒実績率（信用コスト）を引当てる実務慣行が定着していた。

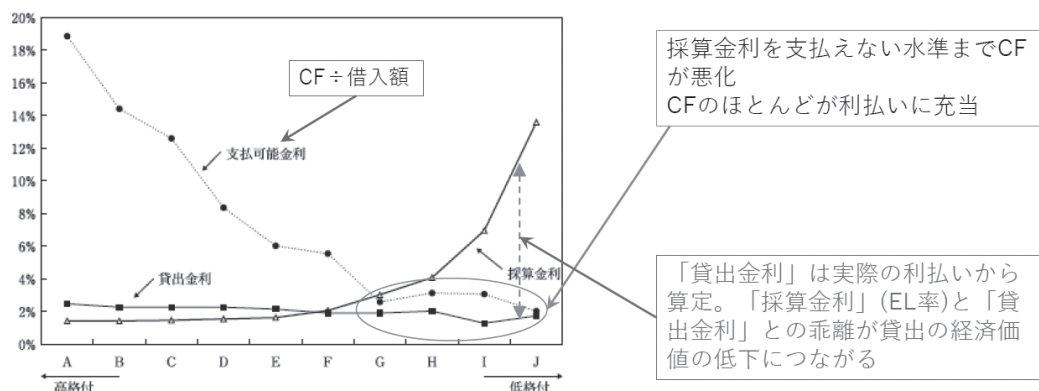
なお、米国では発生損失モデルの下で、既に CF ベース貸出が普及していた。貸出モデルへの影響という点では、発生損失モデルと ECL は程度の差はあれ、目指す方向は同じである。ECL は発生損失モデルを一段と推し進めて、より早い段階から DCF 法を適用するので、貸出の経済価値との整合性がこれまで以上に高まる。ECL の導入は、銀行により合理的な不良債権処理を促すものといえる。

次に、企業の信用度の低下、CF、貸出の経済価値の関係について整理したい。図表 7 は不良債権問題が深刻だった日本の 2000 年代初頭の貸出市場における格付別の採算状況を CRD の債務者企業の財務データをもとに示している。

⁸ トリガーは「損失事象（減損の客観的証拠）」が発生すること、すなわち「貸出をスケジュールどおり回収できない『可能性がかなり高い（probable）』場合」と定義されていた。トリガーは「信用度の水準」であり、図表 6 の横軸は「当初対比の信用度の悪化」なので、同じ軸で表わすことはできないが、ここでは当初の信用度が十分に高いケースを前提とすることで、同じ軸で表現している。なお、検査マニュアルの引当のイメージも「信用度の水準」に基づいている。

企業価値担保権と予想信用損失引当（ECL）の活用

図表 7 格付別採算状況



注：貸出金利＝（債務者企業の）支払利息・割引料÷有利子負債　採算金利＝信用コスト率＋都銀短プラ
 支払可能金利＝CF÷有利子負債　CRDの12万社が対象。格付はCRD信用評点ベース
 出所：日本銀行（2003）より筆者作成

図表7の「支払可能金利」はCFをすべて利払いに充てたときに支払える金利の水準を示している。低い格付になるほどCFが低下するので、支払可能金利も低くなる。一方、統計的に銀行が損失を被らない水準である「採算金利」は信用コストの上昇を反映して低い格付になるほど急速に上昇する。「貸出金利」は、借手企業の利払いから算出しており、不良債権については減免後に実際に支払われた金利である。

採算を確保するためには貸出金利が採算金利を上回る必要があり、高い格付けの正常先への貸出では採算が取れているが、正常先下位（G）あたりから採算金利を下回る。こうした先では支払可能金利が低下しているので、それ以上の利払いを要求すれば借手が破綻する。借手の破綻を貸手が回避しようとするれば、金利を採算水準以下に減免せざるをえない。

ここで、採算金利が貸出金利を下回る部分は実質的な貸出のCFの低下を示している。この低下が将来にわたって続くとすれば、貸出の現在価値は低下する。貸出の経済価値は図の格付Gあたりから徐々に低下し、信用度が悪化するにつれて急速に低下することがわかる。

（2）ECLの国際標準化

次に、ECLが国際標準とされた経緯を振り返るとともに、その狙いを整理したい。

リーマンショックと国際金融危機の発生を契機として、発生損失モデルの問題点が明らかになった。米欧の銀行のなかに、危機に際して、DCF法で評価するトリガーがやや恣意的なのを奇貨として、DCFベースでの引当を先送りする（図表6のBが示すトリガーを意図的に遅らせる）銀行が散見された。この結果、不良債権の処理が先送りされ、傷口が拡大した。こうした銀行は概して自己資本が脆弱な銀行だっただけに、その後の銀行破綻の続出につながり、金融システム

不安を増幅した（図表 8）。

図表 8 ECL 導入の経緯

2008 年 (リーマンショック)	米欧の銀行では、DCF 法での評価のタイミングが遅れ、不良債権処理が後手に回って銀行破綻が続出し、金融システム不安を増幅（プロシクリカリティ）
2010 年代半ば	ECL を国際標準とすることが FSB で合意された
2020 年前後	欧米主要国が ECL を実施
2020 年代半ばにかけて	段階的に ECL を自己資本比率に反映
(日本) 2020 頃から	ASBJ が ECL の国内ルールを本格化 ⇒ 24 年度中の市中協議、27 - 28 年ごろ導入を目指す

出所：筆者作成

こうした引当制度の不備はプロシクリカリティ（経済の変動を増幅する作用）として問題視され、国際的な金融制度改革の対象とされた。そして、2010 年代の半ばに、FSB（金融安定化理事会）が ECL を国際標準とすることを決定した。

FSB は、発生損失モデルのトリガーが恣意的に遅れることがプロシクリカリティの原因のひとつと特定した。トリガーのように一定の基準を境に会計ルールを変えると、いわゆるクリフエフェクト（引当の急増）が発生するので、これを回避しようとして会計制度の運用が歪みやすい。ECL はトリガーに伴うクリフエフェクトが小さいので、ECL が国際基準として採択されたのである。

国際合意を受けて、各国の会計基準策定主体が ECL の具体的な国内ルールの策定に着手し、欧米主要国を中心に 2020 年前後から相次いで実施に移された。バーゼル銀行監督委員会も、ECL の自己資本比率への反映方法を検討し、導入から数年かけて段階的に反映することとした。

（3）後手に回る日本の ECL 導入

一方、日本での ECL の国内ルール策定は世界の動きから大きく遅れている。2019 年末の金融検査マニュアルの廃止が ECL 導入の好機だったが、旧検査マニュアル別表の引当手法の継続が容認されるなど、主要国が ECL 導入を準備するさなかに、貸出の経済価値とはほど遠い、B/S 重視で清算型の倒産処理を前提とした資産査定制度に基づく引当が温存された。ASBJ は 2023 年に ECL の国内ルールについての議論を本格化し、現在は 2025 年の公表に向けて市中協議案を検討している。

2019 年の制度改正により、一般引当についてはフォワードルッキング引当などが導入された。しかし、金融機関のインセンティブに影響を与える個別引当を中心に、旧検査マニュアル廃止以前と同様の引当方法が引き続き基本とされている。このため、図表 6 のように、要管理、破綻懸念、

企業価値担保権と予想信用損失引当（ECL）の活用

実質破綻などの引当額は、ECLで算定される経済価値の低下部分を下回っている。また、資産査定基準は、経済合理性が乏しいうえ、クリフエフェクトが生じやすいため、解釈が恣意的に歪められがちで、経済価値対比でみた実質的な引当不足に拍車をかけている。この結果、処理策を先送りするインセンティブが生じている。

なお、2019年の制度改正で、一般引当については、フォワードルッキング引当の導入や貸倒実績率の長期化などの施策が導入されたが、これにより、収益好調時に会計上の損益を恣意的に平準化しながら自己資本比率を保つことが出来るようになった。これは、銀行の健全性にとってプラスにならないばかりでなく、市場に誤ったシグナルを送っている⁹。

2019年の見直しは、米銀の引当金の約8割が一般引当であることを理由に、一般引当にフォーカスしているが、的外れな改定だった。むしろ「なぜ米国では個別引当が少ないのか」という点を分析して、事業再生や債権売却により個別引当の対象が早期に処理されるメカニズムに焦点を当てるべきだった。結果的に日本の会計制度のガラパゴス化が進行してしまった¹⁰。

なお、日本で一般引当が重視される一つの背景として、海外であればECLや発生損失モデルでのDCF法で正常先下位、要注意先、要管理先などの引当は個別引当の対象となるが、日本では一般引当で対応されている。これらは「備え」としての一般引当に分類すべきではなく、既に経済価値が低下した部分なので、個別引当と分類して、規制上は資本を削って対応すべき部分である。こうした点でも、日本の引当制度に基づく自己資本規制の運用は歪められており、とくに国内基準行では国際基準に比べて資本比率が過大評価となっている¹¹。また、こうしたことが実質的なエバーグリーン貸出の増加につながっている。

（４）ECL導入のメリット

ECLが本来の形で日本に導入されれば、以下のように様々なメリットが期待できる。

- ① 将来CFベースの引当額算定は、CFに着目した貸出のビジネスモデル（事業性融資）の定着に寄与する。経営改善や事業再生につなげるため、あるいは引当額を抑制するため、CFのモニタリングを強め、CFを巡って借手と議論するインセンティブとなる。
- ② 企業再生に際して、追加的な損失が発生しない。このため、後述するように、企業再生を先送りするインセンティブが削がれる。
- ③ 経済全体の生産性向上につながる。CF重視が金融機関の資源配分機能を高め、また、借手もCFを重視して企業価値を高める経営が可能となる。適時の企業再生は、借手のゾンビ化を防ぎ、経済の資源効率を向上させる。

⁹ 国内基準行では一般引当が資本にカウントされるため、一般引当を増やしても自己資本比率は低下しない（むしろ上昇するケースもある）。

¹⁰ 一般引当を見直した背景には、金融円滑化法や金融緩和長期化などの影響で倒産が減少し、貸倒実績率が低下したため、一般引当が減少していることが問題視されていた点も挙げられる。

¹¹ 国内基準行ではTier 1とTier 2の区分がないため、一般引当増は資本比率に影響しない。

- ④ ASBJ が中小金融機関用に検討しているように、信用度の水準ベースで ECL を算定すれば、採算割れの貸出が引当の対象となるため、過剰な低金利競争が抑止される。
- ⑤ 現行の引当ルールに内在する自己資本比率の過大評価が改められる。
- ⑥ 金融機関経営の透明性が向上し、市場から適切な規律付けがなされる。不透明感の払拭は金融システムの安定につながる。
- ⑦ ECL は国際標準であり、自己資本比率規制も ECL を前提に設計されている。ECL の導入は日本の金融システムと金融機関に対する国際的な信認の向上に寄与する。

以上のメリットのベースにあるのは、経済価値を正確に把握し、それに基づいた評価・管理・会計・規制を進めることが、金融システムや経済全体の効率性の向上につながり、生産性を高められる点である。重要なのは、金融システムがよりよく機能するためには、価格体系やインセンティブを歪める基準を排除し、経済価値に基づく意思決定が行われる環境を整備することが重要という点である。

(5) ECL と企業再生、企業価値担保権

以上を踏まえて、あらためて ECL と企業再生、企業価値担保権との関係を整理しておく。

企業再生において十分な再生策を講じるためには、貸出価値の低下分を DES (Debt Equity Swap) あるいは債権放棄ないしディスカウントして売却 (M&A) をする必要がある。そうしなければ債務超過状態を解消することができず、新たな資金が既存の債権者への実質的なトランスファーになるので、追加資金を得ることが困難だからである。

貸出債権の価値の低下分を引当てることで、抜本的な再生策を打っても会計上の損失や自己資本比率の低下が発生しない。この結果、タイムリーな再生の意思決定が先送りするメリットがなくなる。DCF/ECL により価値の低下を的確に反映すれば、会計面でも規制面でも、再生を先送りするようなインセンティブの歪みを惹き起こさないということである。

企業価値担保権と ECL との関係をあらためて整理すると、業況悪化で CF のほとんどが利払いに回る局面にある企業では、

「企業価値担保権の価値」 $\div$ 「企業価値」 $\div$ 「貸出債権の価値」 $=$ 「貸出額面 $-$ ECL 引当」

という関係が成り立つ。ECL も企業価値担保権も同じ将来 CF の割引現在価値がベースにある。ECL の拡大を抑止することと、企業価値担保権の価値の低下を抑止することは、ともに同じ CF の改善を目指すことにほかならない。ECL と企業価値担保権は表裏の関係にあり、親和性の高い制度である。借手の CF のモニタリングと事業の理解、合理性の高い再生策に基づく早期の企業再生などを進めるうえで、二つの制度は車の両輪といえる。

5．貸出のビジネスモデル転換の必要性

（１）貸出のビジネスモデルの比較

ECL の下で銀行がエバーグリーン貸出で不良債権を抱え続ければ、自己資本比率が大きく低下する。このため、早期の処理が必須となる。早期の処理を視野に入れば、CF のモニタリング高度化、企業価値担保権とコベナントの設定などが広がり、再生型倒産が一般化していく可能性がある。このように、企業価値担保権と ECL が所期の効果を発揮すれば、物的担保ベースの貸出から CF ベース貸出（事業性融資）へと貸出のビジネスモデルを転換する道筋が見えてくる。

図表 9 は二つの貸出のビジネスモデルの特徴を比較している。従来の物的担保ベース貸出は、清算型倒産を前提としており、回収は担保の売却が原資となるので、貸手は物的担保の確保が重要となる。一方、CF ベース貸出のビジネスモデルでは再生型の倒産を前提としており、事業再生により CF を立て直すことで、貸出に伴う損失の抑制を図る。

図表 9 各種貸出のビジネスモデルの比較

	CF ベース貸出	物的担保ベース貸出
倒産制度	再生型 (Chapter 11、民事再生法、私的整理)	清算型 (Chapter 7、日本の大部分の倒産処理)
処理の結果	人的資本の喪失を抑止、物的資産も残存 顧客基盤等フランチャイズバリューも維持	人的資本、ノウハウ、のれんは失われる 物的資産を流動化（換金）
担保	実質的にビジネスすべて	特定の資産（不動産、設備、在庫等）
損失の抑制	早期事業再生で損失抑制、貸出価値を維持	担保の差押・売却により損失を回収
貸出の制約	貸手は CF を注視 相対的に貸出余地が広い	貸手は担保資産価値を注視
引当	将来 CF の現在価値ベースの ECL と親和的	清算価値ベース（貸出額－物的(担保)価値） の引当と親和的
経済への影響	資産価値の下落に対する耐久性が高い 貸手は CF のモニタリングを強化 借手には高い CF を生み出すインセンティブ 迅速な再生がデット・オーバーハングを抑止 経済のサービス化に適応可能	資産価値下落に対して脆弱 （担保のフィードバック効果） デット・オーバーハングが発生 経済資源の無駄が多く、生産性を阻害

出所：Lian & Ma（2021）、野村総合研究所（2024）などを参考に筆者作成

物的担保ベース貸出（清算型倒産）では、人的資本、ノウハウ、顧客基盤などが失われ、機械設備などの物的資産も清算に伴い売却される。一方、CF ベース貸出（再生型倒産）では、失業や人的資本の喪失を抑止し、機械設備やノウハウ、顧客基盤などのフランチャイズバリューも維持できるので、資源の無駄が小さい。

また、物的担保ベース貸出では、物的担保となる資産の保有状況により貸出額が制約され、物的資産に乏しい企業は貸出を受けにくい。一方、CF ベース貸出では、将来 CF が見込めれば貸出を受けやすいので、貸出の範囲が広がる¹²。

物的担保ベース貸出のモニタリングは CF よりも担保資産の価値や借手企業の財務バランスに注目しがちである。一方、CF ベース貸出では、貸手は、借手企業と CF の維持改善に努めるとともに、最適な再生処理のタイミングを計る必要もあって、CF（事業性）をモニタリングするインセンティブが強い。

経済への影響としては、物的担保ベース貸出は資産価値の下落に対して脆弱である。担保価値が下がることで貸出が抑制され、それがさらなる資産価値の低下を生む悪循環に陥りやすい。一方、CF ベース貸出は資産価値の下落に対する耐久性が高い。

また、資産担保ベース貸出では、早期処理のインセンティブに乏しく、エバーグリーン貸出に伴う借手企業のデット・オーバーハングやゾンビ化の問題が生じやすい。こうした経済資源の無駄遣いがマクロの生産性を押し下げる可能性もある。一方、CF ベース貸出は迅速な再生がデット・オーバーハングを抑止し、効率的な資源の再配分を可能にする。

（2）貸出のビジネスモデル転換の意義

日本経済の現状に鑑みれば、物的担保ベースから CF ベースへと貸出のビジネスモデルを転換する必要性が高まっている。以下では、日本の経済・金融にとっての、貸出のビジネスモデル転換の意義について整理する。

第一に、事業再生を基本とすることが、産業の新陳代謝を促進する。その結果、経済資源の効率的な配分が可能になる。従来のように、エバーグリーン貸出が経済資源の有効活用を阻む体制から脱却できる。とくに、早期の事業再生は、清算型の倒産に比べて人的資源やノウハウの喪失を抑止することができるため、失業の増加や地域経済の崩壊といった問題を抑制することができる。マクロ的に見ても、経済全体の生産性向上が期待できる。

第二に、CF や企業価値の向上に向けて、銀行と借手企業とが共通の目標として協働するインセンティブを持てる。従来の貸出モデルでは銀行は、ともすると清算価値の確保に腐心し、物的担保や保証に安住して、保守的な対応に偏りがちで、CF や企業価値の改善や事業再生への取り組みに十分な対応をしてこなかった。ビジネスモデルの転換により、コベナンツを材料に早い段階から CF の改善に関する対話を重ねるインセンティブが貸手と借手に生じることが期待できる。

第三に、貸出の余地が広がり、これまで以上に広範な企業に対して融資が可能になる。従来は物的担保が貸出額の制約となっていた。しかし、企業価値が担保の対象となることで、物的資産を持たない企業でも CF を生み出すノウハウがあれば融資を受けることができる。経済のソフト

¹² 企業価値が物的担保の価値を上回るのは、①物的資産の組み合わせは、物的資産個々の価値の合計を上回る価値を創出する、②人的資本が価値を生む、③企業特殊性があるため、多くの物的資産は清算時の価値が企業存続時を下回る、④清算に伴い流動化コストが生じる、等が原因と一般に整理されている。

企業価値担保権と予想信用損失引当（ECL）の活用

化、DX化に対応するうえでも貸出のビジネスモデルの転換が喫緊の課題といえる。

第四に、早期の事業再生により不良債権の発生を抑止できる。不良債権の広がりを抑止してプロシクリカリティを抑えることが金融システムの安定に寄与する。

第五に、閉塞感のある地域金融機関の経営状況を打開するうえでも、貸出のビジネスモデルの転換は大きな役割を期待できる。これまでの物的担保ベースの貸出はある意味でコモディティ化している。物的担保ベース貸出では、企業の価値や収益力を評価するノウハウは重要ではなく、担保評価のような低付加価値のノウハウさえあれば、誰にでもできるコモディティ化した貸出方式といえる。この結果、担保になる資産を有する企業に貸出が集中し、金融機関は低金利競争に陥って経営体力を消耗している。こうした状況から脱却するうえでも、ビジネスモデルの転換が重要である。CFをモニタリングし、企業再生を企画推進するにはノウハウと労力が必要だが、それに見合った収益性も期待できる。

6. 貸出のビジネスモデルを転換するための課題・留意点

（1）政策面の課題と留意点

以下では、企業価値担保権とECLの導入ないし再生型モデルへの転換にあたっての課題と留意点を簡単に整理する。

①不良債権関連の枠組みの抜本的な見直し

まず、現行の不良債権を実質的に定義し、引当額算定のベースとなっている旧金融検査マニュアル別表を完全に廃止し、金融再生法の開示債権を見直す必要がある。金融検査マニュアルは2019年末に廃止されたが、引当に関しては、旧金融検査マニュアル別表の手法を踏襲することが認められたため、多くの金融機関が引き続き別表を基本としている。別表が示す自己査定区分は清算型の倒産モデルや物的資産担保を前提として構築されており、ビジネスモデルの転換にとって阻害要因となる。金融再生法の開示債権も基本的には旧金融検査マニュアルと同様に清算型倒産を前提とした枠組みであり、抜本的な見直しが必要であろう。

また、自己査定や引当の際の担保評価も、CFとの関連の観点から物的担保としての有効性を厳格に検証する必要がある。物的担保への強い依存の背景には、CFとの関連が高い物的資産の信用リスク削減効果を過大に見積もってきた実務がある。清算型倒産モデルを拍車するだけに、厳格な担保評価に基づく会計処理や資本規制の運用が重要であろう。

②一般貸引と個別貸引

現在の正常先や要注意・要管理の引当は基本的に一般引当とされている。しかし、欧米では、要管理債権は企業再生の対象である。また、要注意や正常先下位でも、ECLでDCF法により算定された引当は価値の減損を表しており、将来の損失発生への備えである一般引当ではなく、個

別引当とすべきであろう。

資本規制上、一般引当は国際基準行では Tier 1 が減少するものの、一定の範囲内で Tier 2 への算入が認められている。また、国内基準行では引当の資本への算入が可能である。このため、国内基準行では引当に伴う規制資本の低下が生じないので、一般引当では企業再生の先送りインセンティブを削減できない。国際基準行でもインセンティブは弱い。引当金の分類は、引当の本来の意味合いや資本規制を通じた適時処理のインセンティブの観点から見直しが必要である。また、国内基準は国際基準との整合性を高めるべきであろう。

③誤解の払拭

ECL の効果について、多くの誤解があり、当局はこれらの誤解の払拭にも努めるべきであろう。とくに、「早期の企業再生は失業の増加に繋がる」との誤解が多い。しかし、早めの企業再生で CF を改善することは、長い目で見て雇用の維持に貢献する。むしろ再生策を先送りする方が最終的に大幅な人員整理につながる可能性が高いため、失業を増やす惧れが大きい。

「ECL で引当が急増する」との懸念も根強い。しかし、近年の信用状況の下では標準的な金融機関のローンポートの傷み度合いは小さく、ECL を導入しても大幅な引当増となる金融機関は一部にとどまるだろう。欧州の大手銀行の例を見ても 3 割程度の増加にとどまっている。当局は数値例などを示しながら、金融機関の過剰な警戒感を鎮める必要がある。

「ECL は不況時に銀行の貸出余力を削減するのでプロシクリカル」との批判もある。しかし、ECL はプロシクリカリティを抑制するために国際基準に採択されている。金融機関が先行きのリスクに高い感度を持ち、自らの自己資本の毀損を最小限にとどめて貸出余力を維持することで、金融システムが安定し、結果的にカウンターシクリカルになる点が重要である。

「将来 CF の算定が恣意的」との批判もある。確かに将来 CF の見通しはばらつきを伴うが、経済合理的に議論すれば一定の範囲に収斂するはずである。米国では将来 CF を合理的に見積もる調査会社が市場機能を支えている。むしろ現行の査定ベースの引当の方が、クリフエフェクトが発生しやすい構造に加え、経済合理性に乏しいこともあって、恣意的な運用に陥りやすく、結果的に銀行によって引当算定手法が大きく異なっている。経済合理性が高い ECL が定着すれば、恣意的な状況はむしろ改善するものと考えられる。

④市場整備

再生型モデルへの転換にあたっては、早期の企業再生を支える市場の整備も課題である。とくに、貸出債権流動化市場の活性化が重要である。現在は、市場の流動性が低いため、貸出債権の売却価格が CF ベースの経済価値の算定額と乖離している。このため、処理のインセンティブが歪められている面がある。かつての不良債権処理の過程で流動化市場が動き始めたかに見えたが、その後の金融円滑化法などの企業延命策の下で流動化市場は活力を失った。貸出債権の受け皿の拡充など市場機能を強化する施策が必要であろう。

企業価値担保権と予想信用損失引当（ECL）の活用

⑤その他

公約保証の見直しも課題である。近年、公的保証は整備強化されているが、清算型倒産を選択するインセンティブを強めるものであり、企業再生になじまない零細企業を対象を限定するなどの適切な制度設計が必要である。

私的整理の多数決制の導入や、債権放棄の慣行の確立などについても官民が協力して進めていくことが期待される。

(2) 金融機関にとっての課題と留意点

ECLの下で企業価値担保権やECLを活用してCF貸出へとビジネスモデルを転換するうえで、金融機関の側にも以下のような課題がある。

① ECLの計算方法

第一の課題は、ECLの計算方法の確立である。将来CFを適切な割引率で割り戻す必要がある。もとより将来CFの計測にはばらつきがある。M&Aなどで企業価値を求めると、立場によって算定結果に乖離があるのが普通である。もっとも「貸出の経済価値」に関しては、難易度はそこまで高くないだろう。

正常先については、例えば格付けごとにグルーピングして集合的に減損を評価することが一般的である。統計的なEL(期待損失率)の悪化からECLを算定することができる。既存の与信管理の枠組の応用で算定可能といえよう。

一方、信用状況が悪化した貸出先については、将来CFを個別に推計する必要があるが、手法はDCF法と同様で新奇なものではない。信用状況の悪化した企業のCFは低迷してほぼ一定の利払いになるケースが多いことも計算を容易にしている。また、米国では統計的手法やAIを用いて将来CFの予想をする業者が登場しており、重要な市場インフラとなっている。日本でもREIT市場の拡大に伴い、ビッグデータを用いて不動産のCF予測を行い、値付けする業者が登場しており、市場の効率化に貢献している。ニーズに合わせて、定量化を支援する枠組みは自ずと整備されていくものであり、ECLの計測に過度に悲観的になるべきではない。

なお、企業価値担保権の設定に際して、「企業価値」の計測は必須ではない。図表5に示したように、企業価値は株主と債権者が有しており、すべてが貸手のものではない。また企業価値の上昇分はほとんどが株主に帰属する。このため、銀行としては企業価値に大きな関心を寄せる必要はない。企業価値担保権は、借手企業がコベナントに抵触し、期限の利益を喪失する状況になってから実行する。前述のとおり、この段階での企業価値担保権の価値は「貸出額面－ECL」である¹³。

¹³ 株主価値の厚みはバッファとなるので、住宅ローン等ではLTV（借入額の対住宅価格比率）が重視されている。もっとも、スタートアップを除けば、バッファの厚みはインタレスト・カバレッジ・レシオでおおよそ把握できるので、企業価値を算定する必要性は乏しい。

②与信管理体制の整備

CF 貸出では、CF のモニタリング、タイムリーな経営改善策についての対話や企業再生策の準備が必要になる。そのための中間管理体制の整備が重要となる。その際、コベナントを企業価値担保権に合わせて設定し、借手との CF 改善を巡る対話のベースとすることがポイントとなる。コベナントは借手が期限の利益を喪失する状態を明示するものだが、同時に貸手と借手との共通の物差しとして中間管理における情報交換のベースとなる。金融機関は適切なコベナントを設定するスキルが必要となる。

さらに、金融機関自身での再生専門家の育成も急務である。金融円滑化法や、その後の金融行政のもとで、倒産や再生が減少するなかで、金融機関の企業再生に関するノウハウが弱体化している。米国では企業再生に関してインベストメントバンクが大きな役割を果たすが、同時に銀行も再生のタイミングや、再生後の与信や CF 改善策などで主体的な役割を果たしている。

③ポートフォリオ・マネジメントの復活

2000 年代半ばに不良債権処理を進める中で、ポートフォリオ・マネジメントが脚光を浴び、メガバンクで体制整備がすすめられた。ポートフォリオ・マネジメントとは、クレジットリスクをまとめて管理し、クレジット・デリバティブなどを用いたヘッジや機動的な債権売却などを通じてリスクの最適化を図る枠組みである。また、行内にクレジットリスクのプライシングを徹底し、業績評価に反映することで、与信業務のリスク・リターンを最適化するインセンティブを行内全体に徹底し、合理的な経営を進めることを目指している。

しかし、金融円滑化法や低金利政策の下で倒産が減少するにつれて、ポートフォリオ・マネジメントを強化する機運も後退した。メガバンクでは相次いで担当部署を廃止し、取り組みを後退させている。CF 貸出への転換を進め、経営の合理性を高めるためには、ポートフォリオ・マネジメントの強化が不可欠といえよう。

④定量的リスク管理体制の整備

再生型倒産への転換に伴い、デフォルトの定義は大きく変化するものと考えられる。これにより倒産確率 (PD) は上昇し、デフォルト時損失率 (LGD) は低下する。また、従来の格付とは異なる格付モデルとなる可能性もある。また、ECL のもとで与信コストの発生パターンは従来と異なってくる。さらに、より時価的に損失が生じる下で、UL (非期待損失) や EL をどのように定義していくべきか、新たな検討が必要である。

7. おわりに

技術革新の下で、産業構造の変化を円滑に進めるためには、企業価値担保権や ECL を活用して貸出のビジネスモデルを CF ベースに転換することが重要である。なぜなら、企業価値・経済

企業価値担保権と予想信用損失引当（ECL）の活用

価値に基づく評価・管理・ルールは、資源配分の適正化や効率性の向上につながるからである。資源の潜在価値を最も有効に活用していくためには、透明性が高く歪みのないルールを設計して、価格機能を生かした合理的な意思決定を行う必要がある。企業価値担保権や ECL は歪みのない経済価値での評価を可能にする強力なツールといえる。

現時点では、政府の諸施策にもかかわらず、企業再生は低調に推移している。しかし、企業価値担保権と ECL は革命的なゲームチェンジャーになりうる。

2002 年の竹中プランでは DCF 法での引当を大口の要管理債権に適用することで、大手行の不良債権の処理が一気に加速した。当時、既に民事再生法の整備、産業再生機構の設立、公的資本注入の枠組みなどが用意されていたが、大手行に対して不良債権処理のインセンティブ付けをするためには、DCF 法での引当が最後のピースとして不可欠だった。結果的に、DCF 法の導入により、当時、最大の課題だった大手行の大口不良債権の処理が進捗した。

今次局面でも REVI や中小企業事業再生ガイドラインなど既存の諸施策（第 2 章参照）が所期の機能を発揮するためには、金融機関が企業再生に乗り出す必要がある。合理的な判断をインセンティブ付けするうえで、ECL と企業価値担保権が強力なツールとなるだろう。

企業価値担保権は 2026 年中に実施される。ECL の実施は 2 年ほど遅れる見込みだが、ECL の実施が決まれば、処理の負担を平準化する観点から銀行は先取りして不良債権の処理に乗り出すだろう。両者は絶妙なタイミングで同時に機能し始めることが展望できる。これらの施策が企業再生を円滑に進め、さらには貸出のビジネスモデルを転換へとつなげるべく、関係者には明確な将来像をもって各施策の運用を進めることを期待したい。

【参考文献】

石野雄一（2022）、『道具としてのファイナンス（増補改訂版）』、日本実業出版社

菅野雅明（2024）、「激動する国内外の経済・金融情勢」、『幹の会』（5 月 15 日）

日本銀行（2003）、「貸出の経済価値の把握とその意義——金融機関・企業のビジネスモデルの変革に向けて」、4 月

日本銀行（2024）、「第 2 回 企業価値向上支援ワークショップ『地域金融機関による事業再生支援（早期対応等）の取り組み』を開催」、日本銀行ホームページ、7 月 4 日

https://www.boj.or.jp/finsys/c_aft/aft240704a.htm

野村総合研究所（2024）、「『事業性に着目した融資実務の影響に関する定量的な分析を行った文献調査及び有識者へのインタビュー調査』最終報告書」、金融庁ホームページ、4 月 19 日

<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20240419/20240419.html>

宮内淳至（2015）、『金融危機とバーゼル規制の経済学——リスク管理から見る金融システム』勁草書房、9 月

宮内淳至（2023）、「ポストコロナの事業再生と引当～予想信用損失モデルが整える事業再生と事業性貸出の環境～」『資本市場アップデート』3 月号

- Becker, B. and V. Ivashina (2021), “Corporate Insolvency Rules and Zombie Lending,” *ECB Forum on Central Banking* 2021.
- Favara, G., C. Minoiu, and A. Perez-Orive (2024), “Zombie Lending to U.S. Firms,” *FRB Atlanta Working Paper* 2024-7, Aug.
- Financial Stability Forum (2009), “Report of the FSF Working Group on Provisioning,” Mar.
- Jordà, O., M. Kornejew, M. Schularick and A. M. Taylor (2020), “Zombies at Large? -- Corporate Debt Overhang and the Macroeconomy,” *FRB NY Staff Report* No. 951, Dec.
- Kornejew, M., C. Lian, Y. Ma, P. Ottonello and D. Preze (2024), “Bankruptcy Resolution and Credit Cycles,” *NBER Working Paper*, 32556, May.
- Lian, C. and Y. Ma (2021), “Anatomy of Corporate Borrowing Constraints,” *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 136, Issue 1, Feb.
- McGowan, M. A., D. Andrews, and V. Millot (2018), “The Walking Dead? – Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries,” *Economic Policy*, 33 (96).
- Scott, R. (1986), “A Relational Theory of Secured Financing,” *Columbia Law Review*, Vol. 86, June.