

シンジケートローンと普通社債

松尾 順介

はじめに

近年、国内では銀行融資が縮小する中で、国内銀行による国内企業向けシンジケートローンが拡大し、市場型間接金融の拡大という議論との関連で注目されている。その一方で、普通社債とシンジケートローンが相対的に類似性を強めてきているという傾向も見られる。具体的に言うると、社債の場合、社債権者は同一の条件や権利関係を債務者企業に対して有しているが、シンジケートローンでも、複数の金融機関が同一条件や同一の権利関係のもとに貸し手となっており、社債に近い性格を持つようになってきている。また、キャッシュフローの点でも、機関投資家向け普通社債といわれるものは、公募発行であっても、事実上数社（場合によっては一桁）の機関投資家が参加するだけとなっており、数行が参加するシンジケートローンと類似している。さらに、金利設定の点でも、機関投資家向け社債の場合、ブックビルディング方式が採用され、シンジケートメンバーや機関投資家のニーズを汲み取りながら設定されるのに対し、シンジケートローンでも、従来融資の閉鎖的・相対的な金利設定方式に比して、オープンで参加金融機関のニーズが反映しやすい形となっているといわれている。このような点については、日本のみならず世界的な傾向があることが指摘され、後述するように、社債と融資のインテグレーション（統合）といった論調さえも見られるに至っている。したがって、本稿では、まずシンジケートローンの特徴について概観した上で、米国のシンジケートローンに関する制度的枠組み、SNCプログラムについて触れ、

最近OECDが「社債と商業ローン市場の統合」と題して発表したレポートを紹介する。

1 シンジケートローンは

シンジケートローンとは、「複数の金融機関が、幹事行の取りまとめにより、同一の契約により実行する融資であり、標準化された契約書を用いるため、迅速な貸出の実行と実行後の転々譲渡が容易になる」と説明されている。さらに、その特徴としては、①同一の契約であっても各貸付人と借り手の間に複数の契約が存在すること、②借り手に対する権利行使に関して、貸し手間で取り決めがなされており、資金の授受、貸付金の管理・回収、担保実行といった点について、協調の枠組みが定められていること、③シンジケートの組成段階では、借り手と参加予定の貸し手との間を取りまとめるアレレンジャーが存在すること、④シンジケートローンが実行されたあとで借り手に対する権利行使を円滑に進めるために、エージェントが任命されること（ただし、実際にはアレレンジャーがエージェントに就任することが多い）、などといった点が挙げられている。⁽²⁾

これによって、借入人は資金調達チャネルが多様化できること、多額の借入金を機動的に調達できること、アレレンジャーとの交渉だけで資金調達が可能となり取引コストを削減できること、などといったメリットを享受でき、他方貸し手金融機関は、リスクが分散化が図れ、貸出ポートフォリオの機動的な運営が可能となること、手数料収入の拡大が図れること、特にアレレンジャーにとっては、貸出を拡大せずに収益拡大が図れること、契約書の標準化、リスク査定合理化、エージェントへの元利金回収業務の一元化などによって事務効率が図れることなどが指摘されている。⁽³⁾

日本の金融機関にとって、シンジケートローンは、必ずしもなじみのないものではなく、八〇年代の途上国向

け貸出などの場合、欧米の大銀行の組成したシンジケートローンに参加した実績がある。また、国内的には、メインバンクによる協調融資もシンジケートローンと形態的には似ている側面があった。従来のメインバンク主導の協調融資では、メインバンクが準メインバンクや非メインバンク各行を束ねて融資を実行したからである。しかし、メインバンク主導の協調融資では、メインバンクによる暗黙のリスク負担が内在しており、融資先の信用リスクをさまざまな形で肩代わりする慣行が存在（いわゆる「メイン寄せ」）していたが、シンジケートローンのアレنجャーやエージェントには、そのような暗黙のリスク負担は存在しない。また、従来の協調融資には、貸し手の権利行使に関して貸し手間で明示的な契約が存在しなかったため、具体的な権利行使の場面では、メインバンクとその他金融機関との間の閉鎖的な交渉で処理されたが、シンジケートローンの場合、権利行使については当初から明示的な契約が存在する。このように、内容的には両者は大きく異なっていると思われる。したがって、現在拡大しているシンジケートローンは、かつてのメインバンク主導型の協調融資とは、大きく異なるものであり、むしろそれに対する反省あるいは批判の中から生まれてきたものと理解されるべきだろう。

日本国内でのシンジケートローンの成長の背景として、コミットメントライン契約の台頭があり、さらに従来のメインバンク制度の崩壊があることが指摘されている。⁽⁴⁾コミットメント契約とは、企業が資金逼迫に備えて、金融機関から一定の融資限度枠の範囲で機動的な借入を行う権利を取得し、逆にその対価として手数料を支払う契約である。借入を対象とした一種のオプション契約で、欧米ではすでに一般的なものであり、日本でも当座貸越の限度額がこれに類似するものとして存在していた。しかし、当座貸越限度額は、その実行に関して金融機関に広い最良が与えられているだけでなく、またその対価としての手数料も徴収されないのに対し、コミットメント契約では、細部にわたって明確な契約が存在し、手数料も徴収される。これが日本で利用されなかったのは、

その手数料が出資法や利息制限法のみなし利息に相当すると考えられたためである。⁽⁵⁾しかし、一九九〇年代後半の金融危機、さらにはメインバンクの資金供給機能の低下のなかで、資金逼迫を恐れる企業は、このような取引のニーズを強め、また金融機関側も新たな手数料収入の獲得機会としてこれに注目し始めた。⁽⁶⁾その結果、「特定融資枠契約に関する法律」が一九九九年に成立し、⁽⁷⁾このような取引が拡大した。それに伴い、コミットメントライン方式のシンジケートローンが拡大したといわれている。すなわち、九〇年代以降、旧来のメインバンク制度が崩壊していく中で、メインバンクによる資金供給能力が低下したが、それをある程度補完する役割を担ったのが、コミットメント方式のシンジケートローンであったと考えられる。

2 米国のシンジケートローン

米国のシンジケートローン市場について、シンジケートローンの拡大が、ローンの売買市場を拡大させたといわれている。つまり、シンジケートローンは、同一の契約であるために、相対型のローンよりも流通させやすいからである。さらに、ローンの流通市場が拡大することによって、流通市場でのプライシングが、シンジケートローンの組成段階でのプライシングにも影響を与え、プライマリー市場とセカンダリー市場と同様の関係を形成してきたといわれている。⁽⁸⁾

他方、米国では、シンジケートローン市場では、公的な制度的枠組み、すなわちSNC (Shared National Credit) プログラムが重要な役割を果たしているといわれている。これは、シンジケートローンに対する米国監督当局間の査定・分類の共通化のための制度であり、一九七七年に創設された。FDIC、FRB、OCCの三者が共同運営している。具体的には、三行以上の金融機関による二〇〇万ドル以上のローンおよびコミットメ

ントが対象となり、通常年一回（五月と六月）検査が実施されている。査定・分類結果は、全参加行に適用され、債務者区分の統一化が行われることとなった。これによって、債権の査定・分類の効率化が促されたとされている。

F R Bの資料によると、二〇〇三年のS N Cプログラムの対象となった債権は、一兆六四四〇億ドル、八三三二件であり、二〇〇一年のピーク時に比べて、約二〇%の減少であった。なお、その要因として、借り手側の需要の減少、引受条件の引き上げ、代替的な資本市場での資金調達が魅力的なことなどを指摘している。

なお、シンジケートローンのファシリテイについて、引受デイル、ベストエフォート・デイル、およびクラブ・デイルの三つのタイプがあり、それは借り手と貸し手の交渉力によって決定されるようである。まず、引受デイルは、アレソジャーが貸出総額を保証し、シンジケートを組成する方式である。次に、ベストエフォート・デイルは、アレソジャーグループがローン総額の引受を必ずしも確約せず、マーケットの状況に委ねる方式である。ローンが総額に満たない場合、融資は契約されないか、あるいは条件を変更しなければならなくなる。この方式は、リスクの高い借り手の場合などに使われていたが、九〇年代後半からは投資適格の借り手にも使われるようになってきている。第三に、クラブ・デイルは、小口のローン（二五〇〇万ドルから一億ドルないし一・五億ドル程度）に使われ、関係金融機関に対しプレマーケットイングを行う方式である。アレソジャーは、他のシンジケートメンバーと同等の立場にあり、各々の貸し手は手数料の全額かほぼ全額を分け前として取得する。さらに、シンジケートローンには、リボルビング・クレジット・ライン、ターム・ローン、レター・オブ・クレジットがあり、リボルビング・クレジット・ラインとは、予め定められた金額の範囲で、借り手は必要に応じて資金を引き出したり、返済したり、さらに再度引き出すことが可能な方式であり、借り手は未使用額に対し

てコミットメント・フィーを支払う。また、ターム・ローンとは、分割返済のローンであり、コミットメント期間中に借り手は資金を引き出し、満期一括返済または分割返済を行う。レター・オブ・クレジットは、通常スタンドバイまたはファイナンス・レター・オブ・クレジットであり、貸し手がさまざまな企業活動のためのサポートを提供することを保証するものである⁽¹⁰⁾。

現在、シンジケーションの組成には、銀行（このうち投資銀行が増加している）、ファイナンス・カンパニー、および各種ファンドなどの機関投資家が参加している。銀行はリボルビング・クレジットやターム・ローンに注力し、ファイナンス・カンパニーは小口のアセットベースのアレンジメントに参加することが多い。機関投資家は、銀行とは異なる融資を一般的に選択しており、固定金利のターム・ローンや長期のターム・ローン、場合によっては異なるコベナンツのついたものなどを選択しているとされている⁽¹¹⁾。

3 社債とコマーシャルローンマーケットの統合

このようにシンジケートローンの制度面での整備が進展すると、その機能は徐々に社債と類似化し、両者は統合するのではないかという見方さえもできる。実際、OECDは、「社債と商業ローン市場の統合」(原題、「The Integration of the Corporate Bond and Commercial Loan Markets」)⁽¹²⁾と題する興味深いレポートを発表し、OECD諸国において、このような事態が進展していることを指摘している。以下、その内容を見てみよう。

まず、ローンと社債の統合の背景として、①機関投資家によるシンジケートへの参加が増加したこと、②インベストメントバンクとコマーシャルバンクの統合が促進したこと、を指摘している。前者については、資金の出し手として、両者において機関投資家が台頭したために、ローンと社債とのプライシングが近似化してきている

表1 社債とローンの一般的な相違点

	ローン	社債
ステータス	上位、担保付 キャッシュフローの上位債権 特定資産への請求権	下位、無担保 キャッシュフローの下位債権 特定資産への請求権なし
その他の保護	分割償還あり 特定資産の売却請求権あり 強固な財務制限条項	なし なし なし
条件	短期 コーラブル 変動利率 四半期の利払い	長期 コール制限 固定利率 半期の利払い

表2 デフォルトの1ヶ月後の
デットプライス

上位下位の別	リカバリーレート
上位の担保付銀行融資	64%
上位の無担保銀行融資	48%
上位の担保付社債	53%
上位の無担保社債	40%

(資料) Moody's Investors Service

ことを挙げ、後者ではこれによって、提供する金融サービスのフルパッケージが進み、社債もローンも同一の金融コングロマリットによって提供されるようになったことを指摘している。

次に、ローンと社債との間の相違について、表2に示された指摘をしている。この比較にはやや荒っぽい点もあり、一概にこのような差異が当てはまるかどうか疑問な点もあるが、ローン債権は上位の請求権を有し、財務制限も強いのに対し、社債は下位で、財務制限の面で弱いことを含意しているものと思われる。その結果、表2に示されるように、社債と融資では、デフォルト後のプ

ライシングに差が生じ、社債のプライシングが低くなることを指摘している。

さらに、このレポートでは、社債とローンの選択について、過去の研究蓄積を紹介した上で、次のように結論付けている。借り手の選択として、非公開の情報やエージェンシーコストが大きい場合、借り手は相対型のローンに向かう傾向が強く、逆に貸し手の選択としては、借り手に関する情報が透明であるほど、エージェンシーコストの評価が高いほど、またローンの満期が長いほど、シンジケートになる傾向が強いことが示されて

いる。

第三に、社債とローンの収斂への原動力として、以下の点を挙げている。①銀行にとって資産の質の問題が大きくなり、バランスシートへの圧力が生じたことである。つまり、一九九〇年代初頭の世界的なバブル崩壊現象は、資産の質に対する関心を高めるとともに、債権の流通市場の必要性を高めた。②銀行間の競争圧力が高まったことである。つまり、資本市場が拡大し、より効率的になると、優良な借り手は伝統的な銀行融資からコマースナルペーパーや社債市場に流れ、それに伴って、優良企業向けローンの貸出スプレッドが魅力的でない水準にまで縮小したことである。③銀行のリスクマネジメント技術が向上したことである。近年の銀行は、低マージンの企業貸出に振り向けられた資産を減らそうとするインセンティブを強めているが、優良企業との関係を維持しておく必要がある。そのため銀行は融資先企業との関係を維持できるシンジケートローンへの参加しつつ、ローン総額を削減している。さらに、このプロセスは、リスクマネジメント技術の向上によってさらに促されている。たとえば、九〇年代後半以降、大手の商業銀行は、ローンのリターンと他のクレジット商品とを計測する手法を採用してきた。これによって、適切なリスクとリターンの関係を測定することが可能になった。なお、優良企業向け貸出の低マージン化に直面した銀行は、ローンと他のビジネスとの一体化を模索している。とくに、優良企業にリボルビング・ローンを提供することで、社債や株式の引受のような収益性の高いファイブビジネスに接近することを模索している。④金融機関の合併によって、銀行の規模は巨大化し、かつその数が少なくなったことである。その結果、合併した銀行にとって、湯量企業向け貸出は、規模に見合ったリターンを得にくいものとなった。というのは、合併した銀行にとって望ましいローンの残高は、一般的に元の銀行ローン残高の合計よりも少ないからである。さらに、投資銀行と商業銀行の合併は、貸出ビジネスからファイブビジネスへ、つまりロー

ンポートフォリオの保有からローンの組成による手数料獲得へという傾向を強める要因になった。その結果、ローンの流通市場が成長し、ローンが社債と同様の特徴を持つようになった。また、このような金融機関の合併は、いわゆるワンストップ・ファイナンスングを進展させ、借り手にとって、ローンと社債とが同一の取引として選択できるようになった。⑤九〇年代後半に発生した通貨危機などの影響が挙げられる。つまり、アジア通貨危機などでローンのスプレッドが急上昇し、とくに低格付け企業のスプレッドやファイは高騰した。これによって、貸出のあり方さえも変化を受けた。たとえば、日本では、企業倒産の増加で銀行融資は縮小し続け、優良企業は資金調達を社債へシフトさせた。また、ローンにおいても、柔軟な金利設定やローン・ストラクチャーの引受が行われるようになった。さらに、ベストエフォートのシンジケートローンが優良企業向けでも標準化した。このようにローンのフレキシビリティが高まったことで、ローンシンジケートと社債引受の差異は縮小した。⑥ローン市場への機関投資家の参加が挙げられる。ローン市場への機関投資家の参加は、九〇年代半ばにさかのぼることができるが、歴史的な低金利水準に直面して、アセット・マネージャーは代替的投資手段を模索した。その結果、変動利付きと上位担保付ローンの組み合わせは、彼らにとって魅力的な投資対象となり、伝統的な固定金利の社債やハイールド社債の投資家がレバレッジド・ローン市場に参入してきた。このような投資家にとって、社債とローンは代替可能な投資対象であり、プライシングにも影響を及ぼし始めている。

まとめ

OECDレポートの指摘するように、社債とローンは統合化を進めていることは確かだと思われる。このことが、日本の社債市場やローン市場にどのような影響を及ぼすのかは、興味がもたれるところである。たとえば、

日本では銀行融資は、貸出金利がリスクを反映したものとなっており、画一的な金利設定がなされ、高格付け企業の金利と低格付け企業の金利との間にあまり差がないといわれている。その反面、社債市場では低格付け債の利回りは高格付けに対して明確な格差を要求される。そのため、低格付け企業にとって、社債利回りは銀行貸出金利を上回ることになり、低格付け社債市場、いわゆるハイイールドの市場が拡大しないとされている。しかし、ローンと社債市場との統合化が進むと、ローンの金利設定はリスクを反映したものとならざるを得ず、信用力に応じて金利格差が明確になるものと思われる。そうになると、低格付けに企業にとって、ローンと社債は代替的なものとなりうる可能性が生じ、低格付け社債市場の可能性も浮上してくるものと思われる。

注

- (1) 日本銀行『シンジケートローン債権の担保受入れについて(別紙 シンジケートローンの特徴と市場の現状)』二〇〇三年九月一二日、<http://www.boj.or.jp/seisaku/03/moo0309a.htm#Pestsu> 参照。
- (2) 菅原正晴「シンジケートローンとは」(佐藤正謙編著『シンジケートローンの実務』、金融財政事情研究会、二〇〇三年一〇月、第一章、所収)、二一三ページ、参照。
- (3) 前掲、日本銀行、二〇〇三年、参照。
- (4) 前掲、菅原正晴、四九ページ、参照。
- (5) 融資枠に対する手数料としては、融資枠金額に対して手数料を徴収するもの(ファシリティー)と融資枠の中の未使用残高に対して手数料を徴収するもの(コミットメントフィー)があり、前者が一般的といわれる。この場合、手数料率(年)〇・五%、融資枠一〇〇億円とすると、五〇〇〇万円の手数料となる。仮に融資実行額が一億円だっ

たとすると、借入金利が〇%でも実質コスト五〇%となり、利息制限法の制限利率一五%を大幅に超えてしまう。

(6) このようなニーズにいち早く注目したのは、外資系銀行だったようである。「シテイバンクがシ団方式による新しいコミットメントライン契約を開発」、『金融財政事情』、一九九八年五月一日、一五～一七ページ、参照。

(7) 同法成立にいたる論議については、菅原正晴「コミットメントラインの法的性格とその有効性」、『金融法務事情』、一九九八年八月五日、八七～九一ページ、あるいは金融法委員会「コミットメント・フィーに関する論点整理」、一九九八年十一月二五日、金融法委員会、<http://www.flb.gr.jp/publication01-j.htm>、なほを参照。

(8) このような説明として、高田創・柴崎健『銀行の戦略転換』、東洋経済新報社、二〇〇四年七月、一一九ページ、参照。ただし、ローンは個別案件ごとの個性も強く、さらに近年クレジットデリバティブの発達も顕著であり、ローンの流通市場がプライマリー市場に対して、どの程度の規模となっているか、さらにどの程度の影響を与えているかについては、検討すべき余地があると思われる。

(9) <http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Press/berreg/2003/20030910/default.htm>

(10) “The Integration of the Corporate Bond and Commercial Loan Markets”, *Financial Market Trends*, No.85, Oct. 2003, p.56-57 参照。

(11) *ibid.*, p.57 参照。

(12) *ibid.*

(まじお じゅんすけ・客員研究員)