

米国における一般事業会社の負債調達の概観
- シンジケート・ローンを中心として -

2003年10月

日本政策投資銀行
ニューヨーク駐在員事務所

要約

1 日本の企業金融の分野では、従来からの資本市場による直接金融、従来型の相対を中心とした銀行貸出に加え、最近、市場型間接金融と呼ばれるシンジケート・ローンが高い伸びを示して注目されてきている。本稿では、これらを踏まえ、シンジケート・ローン(シ・ローン)の利用が進んでいる米国一般事業会社の社債やローンの負債調達状況について、同ローンの基礎的事項の整理を含め、主として市場データによって概観せんとするものである。

2 米国の一般事業会社の負債調達は、早くから社債が調達の柱になってきた。銀行借入は、短期・中期資金を中心に社債に次ぐウェイトにあるが、趨勢的に残高割合が減少してきている。組成の段階から直接的に資本市場を使う社債、CP等の直接調達と銀行借入等の間接調達を比較すると、前者の割合が漸増してきている。

3 また、ローンについても、組成の方式が社債に類似したシ・ローンが中心的な位置づけになってきている他、相対的に信用度の低い企業向けに組成されるレバレッジド・ローン市場を中心に、近年、機関投資家の直接的な関与割合が高まってきており、セカンダリー市場でのシ・ローンの売買も徐々に増えてきている。このように、一般事業会社の資金調達においては、「市場化」とローンを含めた資金供給者としての機関投資家の直接的な関与の拡大が進んできている。

4 社債とローンを比べると、幅広い投資家を資金提供者とする社債市場は投資適格企業クラスの利用が中心で、信用力の高さが求められる。これに対し、ローンの方は、相対的に信用度の低い企業まで幅広く利用されている。ローンから社債へ移行する信用度の一般的な目安はBBB格～A格前後とみられている。

社債とローンは、利用企業の信用度、金利の固定・変動の違い、調達期間の長短等の各種の属性の違いを持ち、相互補完的な関係にあり、企業が状況に応じた利用選択をしている。一方で、シ・ローンのセカンダリー市場の成長などもあり、社債、シ・ローン、クレジット・デフォルト・スワップの3者間でスプレッドが相互にチェックされる状況にもなってきている。

5 社債が一般的には無担保で、コベナンツ(企業による誓約条項)も僅かなのに対し、ローンは、信用度が低くなるにつれて、有担保、財務制限条項等のコベナンツを伴い、与信可能範囲を広げていると共に、業況悪化時には早めからの対応を可能にし、資金提供者側にとって社債を上まわる債権回収率をもたらしている。

企業の資金調達における「市場化」の進展と、ローンを含めた機関投資家の直接的な関与の拡大は今後も続いていこうが、資金貸借(金融)における企業と資金提供側とのクレジットを巡っての密接な情報交換、金融の原点である「クレジットを見極める」ことの重要性は変わることはないものと思われる。

目 次

<u>要約</u>	1
<u>目 次</u>	2
<u>はじめに</u>	3
<u>第一章 米国一般事業会社の負債調達</u> の概要.....	4
(1) <u>負債調達のトレンド</u>	4
(2) <u>企業規模と調達状況</u>	7
(3) <u>信用度と調達状況</u>	7
(4) <u>調達期間</u>	10
(5) <u>金利形態</u>	13
<u>第二章 シンジケート・ローンの概要</u>	15
1 <u>シンジケート・ローン市場の概要</u>	15
(1) <u>市場規模と推移</u>	15
(2) <u>ファシリティの概要と利用状況</u>	19
(3) <u>ファシリティ組成の概要</u>	23
(4) <u>シンジケーションのプロセス</u>	31
(5) <u>セカンダリー市場</u>	31
(6) <u>格付利用の進展</u>	32
2 <u>シンジケート・ローンの諸側面</u>	34
(1) <u>利便性</u>	34
(2) <u>企業と金融機関の取引関係</u>	34
<u>第三章 社債とシンジケート・ローンの比較</u>	37
(1) <u>コストの比較</u>	37
(2) <u>デフォルト時の債権回収率</u>	37
(3) <u>社債とシ・ローンの比較</u>	38
<u>結びに代えて</u>	40
<u>参照資料一覧</u>	41
<u>別表 目次</u>	42

米国における一般事業会社の負債調達の概観

- シンジケート・ローンを中心として -

はじめに

その国の金融市場のあり方は、そのよって立つ歴史的背景や何を重視するかというビジネス風土を基盤にしており、これらを念頭に置かずに単純に他の国の状況と比較して議論をすることには注意が必要である。しかし、我が国の今後の金融のあり方を考える上で、欧米の企業金融の実態をできるだけ冷静に正確に把握しておくことも重要である。

日本の企業金融の分野では、従来からの資本市場による直接金融、従来型の相対を中心とした銀行貸出に加え、最近、市場型間接金融と呼ばれるシンジケート・ローンが高い伸びを示して注目されてきている。

本稿では、これらを踏まえ、シンジケート・ローンの利用が進んでいる米国における一般事業会社の負債調達の状況を、同ローンの基礎的事項の整理を含めて、主として市場データによって概観せんとするものである。始めに、金融関係を除く一般事業会社の負債調達を全般的に概観し（第一章）、次に、シンジケート・ローンの概要を整理し（第二章）、これらを受けて、社債とシンジケート・ローンを比較してみたい（第三章）¹。

一般事業会社も多様であるが、中堅以上の規模の企業を念頭に置いている。データ面での制約により、データによっては金融機関の資金調達をも含んでいるケースがあること、及び、同一分野についても対象範囲を異にすることなどから複数のデータが併存している点にご留意いただきたい²。

¹ 本レポートではローンと社債を中心とする負債調達だけを対象としているが、実際の企業の資金調達行動では、株式による調達と負債による調達とが比較考量され、相互に振り替わったりすることも多い。

² なお、内容によっては1990年代のデータしか確認できていないものも多いが、2001年～2002年を中心にエンロン・ワールドコムに代表される大手企業の破綻や企業不祥事の頻発があり、事業会社のクレジットをみる環境に大きな影響が及んでいる可能性がある点には留意が必要であろう。また、資金の需給関係等を背景に、期間等の調達条件も常に動いているので、本稿での各種の数値が必ずしも固定的とは言えない点も付言したい。

第一章 米国一般事業会社の負債調達の概要

始めに、本章で、米国一般事業会社の外部資本負債、特に、社債と銀行ローンの全般的な利用状況を概観してみたい。

(1) 負債調達のトレンド

米国の一般事業会社（非農業、非金融機関）の全体の外部資本負債の残高は表1（詳細は別表1）の推移をたどってきている。

表1 米国一般事業会社の外部負債残高構成比の推移³ (%)

	1970 末	1980	1990	1995	2000	2002
外部負債残高総額(10億ドル)	361.3	909.1	2,533.3	2,909.1	4,583.9	4,908.5
短期・中期	37.6	40.5	44.8	41.7	37.9	31.7
CP	2.0	3.1	4.6	5.4	6.1	2.6
銀行ローン a	28.7	25.3	21.5	20.7	19.4	15.3
他ローン等	6.9	12.1	18.7	15.6	14.2	13.9
ファインソシアル ³ コー	5.4	8.6	9.5	9.3	9.0	8.3
海外借入 b	0.0	1.6	6.8	4.2	2.6	2.6
ABS 発行体保有ローン c	0.0	0.0	0.2	1.0	2.0	2.3
長期	62.4	59.5	55.2	58.3	60.3	68.3
社債(含む歳入債 ⁴)	46.2	45.2	44.3	50.8	51.9	55.0
モーゲージ d	16.3	14.3	10.8	7.5	8.4	10.0
(参考) a+b+c+d	45.0	41.2	35.3	33.4	32.4	30.2
調達の直接/間接比(%)	96	99	100	132	140	158

社債

これによれば、早くから社債が外部長期資金調達の柱になってきていたことが確認できる。伝統的に、銀行ローンが大きな役割を占めてきた我が国と比べ、歴史的に金融風土が違うことを示唆している。また、長期的な金利低下も背景に、90年代後半以降のシェア拡大が目立っている。

銀行ローン（海外借入およびモーゲージの相当部分を含む）

銀行ローンは、短期・中期のローンに加え、表1で長期に扱っているモーゲージ（不動産を担保とした借入の総称。商業不動産ローン等）にも相当程度含まれると考えられる。銀行ローンは

³ FRB, Flow of Funds Accounts. 詳細は別表1。中期は概ね3~5年程度を指すものとみられる。短期・中期と両者を併せているのは、銀行ローンが実質的な短期資金を中期のファシリティの中で供与する実態が影響を与えているものとみられる（具体的には、第二章 p 21 を参照）。

⁴ 産業歳入債 Industrial Revenue Bond 自治体により発行され、事業遂行企業に転貸される。そのウェートは別表1参照。

全体として社債に次ぐウェートにあり、特に、短期・中期資金の調達では、銀行ローンが中心となるが、全体としては趨勢的に低下してきている。

これは、長期的には、CP市場の発展やファイナンスカンパニーの台頭などがあったのに加え、ここ足下では、企業サイドで、歴史的な金利の大幅な低下を受けて、中・短期の銀行ローン（変動金利）を返済し、長期の社債（固定金利が大宗）にシフトし、低金利をエンジョイする動きが続いたこと、及び、銀行サイドでもエンロン・ワールドコムに代表される一連の企業不祥事・大型倒産の頻発を受けて与信スタンスを厳しくしてきたことが影響を与えていると言われている。また、90年代以降は、ローン債権をCLO（collateralized loan obligation）等の組成により銀行のバランスシートからはずす動きも影響を与えているとみられる（ABS発行体保有ローン）。

また、海外借入の大宗は、米国内の外銀（銀行ローンに含まれる）ではなく海外にブッキングがされている外銀による銀行ローンとみられるが、やや突出した1990年をピークに漸減傾向になり、近年は横ばいとなっている。

モーゲージやABS発行体保有ローンの相当程度を銀行ローン分とみてこれと海外借入分を銀行ローンに含めても（表1のa+b+c+d比率）残高全体に占める銀行ローン全体のウェートは、趨勢的に減少傾向にある。

但し、後述のように、短期・中期の資金においては、コミットメント期間の中であればいつでも資金供与に応じるクレジットラインを供与しており、実質的なクレジット供与枠は残高ベースよりも大きいものがある。

なお、一般事業会社のモーゲージ借入の大宗はコマーシャル・モーゲージ借入（Commercial Mortgage）であるが（2002年末のMortgage負債残高4,914億^{ドル}の内、4,463億^{ドル}（91%）がCommercial Mortgageで、事業用不動産関連借入とみられる）コマーシャル・モーゲージは、下表2のように商業銀行、生保等が主たる供与先となっている。

表2 コマーシャル・モーゲージの残高状況（2002年末）⁵ (10億^{ドル})

	借入額		貸出額		
一般事業会社	446.3	31.8	商業銀行・貯蓄組合	785.2	56.0
非営利法人	755.4	53.9	生命保険会社	193.3	13.8
個人セクター	139.7	10.0	ABS発行体	268.3	19.1
REITs	60.4	4.3	ファイナンスカンパニー	37.8	2.7
			その他	117.2	8.4
計	1,401.8	100.0	計	1,401.8	100.0

ファイナンスカンパニー

ファイナンスカンパニーは短期・中期資金の調達で銀行ローンに次ぐウェートにあるが、90年代以降は、銀行ローンほどではないもののウェートは漸減傾向にある。

ファイナンスカンパニーとは、預金受入機関以外で貸付を行う金融機関の総称で、ノンバンクと呼

⁵ FRB, Flow of Funds Accounts

ばれることもある。製造業が自社製品販売促進目的でスタートさせたクレジット会社（ex. GE キャピタル、フォード・モーター・クレジット、GMAC 等）や金融機関系列（ex. シティグループ傘下のシティキャピタル（旧アソシエーツ）、AIG 傘下のインターナショナル・リース・ファイナンス等）が多い。銀行のような預金という調達手段が無い代わりに、CP や社債による資金調達の比率が高い。

コマーシャルペーパー

コマーシャルペーパー（CP）調達は、一般事業会社全体でみると、ウェートは小さいが、信用度の高い企業においては代表的な短期調達手段となっている。CP の発行主体の顔ぶれをみると、ほとんどが A 格以上の格付の高い企業になっている⁶。高格付企業は短期資金については CP により調達し、マーケットの混乱時等に備え、流動性補完を目的とした CP のバックアップファシリティ（Back up Facility 第二章参照）を商業銀行等に設定するのが一般的である。

但し、最近、一般事業会社の CP 残高の減少が顕著となっている。要因としては、高信用度でデフォルトは無いとされてきた CP 市場において 2001 年初にユーティリティ企業（電力・ガス）CP でデフォルトが発生したりして投資家サイドが CP 市場に慎重に臨むようになったこと、企業サイドが歴史的な金利低下を受けて CP 等の短期調達から長期の社債発行にシフトしたこと等が挙げられている⁷。

直接調達と間接調達

組成の段階から直接的に資本市場を使う CP、社債（歳入債を含む）を直接調達とし、これら以外のローン等⁸を間接調達とすると、直接調達の間接調達に対する割合は、漸増傾向にあることが確認できる⁹（表 1）。

負債残高とフローの対比

以上、負債の残高での趨勢を示したが、残高のウェートとフローでの調達額ウェートはやや様相が異なると思われる点には留意が必要である。期間が短い資金の頻繁な出し入れを別として、期間が 1 年以上の分野についてみても、後述の通り、調達期間は総じて、銀行ローンの方が比較的短く、社債がかなり長いと思われる為、仮に、1 年以上の銀行ローン等の調達期間が社債の約半分であるとする、フローでの銀行ローン等の調達金額ウェートは、残高ベースでの約 2 倍に

⁶ 格付機関 Moody's は、CP を P-1(Prime-1 の略)、P-2, P3, NP(Not Prime)の区分で格付しているが、同社によれば、2000 年初の世界の CP 残高の約 89%が top-tier、10%が second-tier としている。（Federal Reserve Bank of Kansas City, Shen, Pu “Why Has the Nonfinancial Commercial Paper Market Shrunk Recently?”, Economic Review Articles, 2003, First Quarter）

⁷ 上記脚注 5 引用文献

⁸ 第二章で取り上げるシンジケート・ローンは、表 1 の区分では、銀行ローンを中心としつつ、他ローン等やモーゲージにもある程度またがっているものと推察される。

⁹ 直接調達は CP、社債、歳入債、間接調達は銀行ローン、ファイナンスカンパニー、海外借入、ABS 発行体ローン、モーゲージとしたが（別表 1 参照）証券化という観点であれば、ABS 発行体が供与するローンも（モーゲージ供与元の分も含め）、CP・社債と組み合わせて考えることもできよう。

なり、社債調達額とほぼ並ぶことになる。調達する事業会社からみて、銀行ローン等はフローベースでは上記の残高ウェイトを超えて依然かなり重要な位置づけにあるものと思われる。

(2) 企業規模と調達状況

次に、企業規模と調達状況との関係を米国の製造業を例にみてる。中堅以上の規模の製造業の企業間信用等を除いた負債調達残高は表3の通りである。

総資産10億ドル(約1200億円)以上の大手企業では、短期(1年以下)資金の調達はCPが銀行借入を大きく上まわっており、長期も社債調達が銀行借入を上まわっている。これに対し、総資産25百万ドル(約30億円)~10億ドル(約1200億円)未満の中堅クラスの企業になると、短期、長期共に銀行借入が主体となる。

企業規模と信用度はリンクしている訳ではないが、大手企業の中に信用度の高い企業が多く含まれることを考えると、総じて、大手企業になるほど資本市場の利用が増える傾向にあると言える。

表3 米国製造業企業の負債調達残高¹⁰ (10億ドル, %)

(2002年3月末時点)		製造業 (総資産10億ドル以上)		製造業(同 25百万ドル~10億ドル未満)	
短期		141	14.2	29	12.7
	銀行借入	25	2.6	23	10.2
	CP	73	7.4	1	0.3
	その他	42	4.3	5	2.3
長期		851	85.8	202	87.3
	銀行借入	210	21.1	108	46.6
	社債	321	32.4	33	14.4
	その他	321	32.3	61	26.3
負債調達(長短)計		992	100.0	231	100.0
総資産		3,802		683	

(3) 信用度と調達状況

社債

格付機関Fitch社による米国でのコーポレートボンド(社債)の2002年の社債発行は、総額約6千億ドルで、BBB格以上の投資適格が82.3%、BB格以下の非投資適格が17.7%、2003年6月末の残高は、総額約2兆7千億ドル、投資適格が8割、その他が2割となっており、総じて、社債市場は信用度の高い企業によって利用されている市場であることが伺える(詳細は別表4)。

¹⁰ U.S. Census Bureau, "Quarterly Financial Report for Manufacturing, Mining, and Trade Corporations: 2002" バランスシート全体は別表3。

表4 米国のコーポレートボンドの発行額および残高

(10億ドル)

	発行額 (2002年)	残高(2003/6末)		
			BBB以上	BB以下
銀行・証券・保険	286 (47%)	1,021 (37%) [100%]	1,002 (45%) [97%]	19 (3%) [3%]
一般事業会社	323 (53%)	1,730 (63%) [100%]	1,202 (55%) [69%]	528 (97%) [31%]
合計	609 (100%)	2,751 (100%) [100%]	2,204 (100%) [80%]	547 (100%) [20%]

但し、業種別にみると、銀行等の金融関係と、その他の一般事業会社とでやや色合いが異なる。発行額ベースで5割弱、残高ベースで4割弱を占める銀行・証券・保険は、ほとんど投資適格企業による利用となっているのに対し、発行額で5割強、残高ベースで6割強を占める事業会社は、投資適格クラスが7割と依然高いものの、非投資適格クラスも3割利用をしている。調達年限が事業会社の方が金融関係に比べ長い為、残高ベースになると発行額ベースよりも事業会社のウェイトが高まる。

銀行ローン

表5は、銀行ローンの中で中心となってきたシンジケート・ローン(シ・ローン)の米国での組成額のデータである(Loan Pricing Corporation(LPC)社データ 明細は別表9)。企業規模としては比較的大手が中心と思われる(データの対象等は第二章p15参照)。

これによれば、格付を持たない企業へのローンの内訳に留意する必要があるものの、組成額全体の内、格付を有する企業で投資適格クラス向けの割合は全体の概ね半分程度である。

表5 米国シンジケート・ローンの組成額

(10億ドル, %)

	1993年	1998	1999	2000	2001	2002
合計	389(100)	872(100)	1,017(100)	1,196(100)	1,107(100)	969(100)
格付						
BBB以上	252 (65)	346 (40)	462 (45)	650 (54)	696 (63)	502 (52)
BB以下	65 (16)	137 (15)	161 (16)	159 (13)	131 (12)	138 (14)
その他企業	72 (19)	389 (45)	393 (39)	387 (33)	280 (25)	329 (34)

業種別のウェイトは、LPCの投資適格企業のデータ(表6)によれば、社債市場に比べ、金融関係は約1/4と小さく、約3/4が一般事業会社による利用とみられる(別表9)。

表6 米国シンジケート・ローンの業種別組成額ウェイト(2002年投資適格銘柄)(%)

Financial Services	26.7
その他	73.3
計	100.0

これらのデータで留意が必要なのは、シ・ローンの組成額は実際に引き出されていない資金枠を相当程度含んでいることである。特に、信用度の高い企業でその傾向が強い(第二章のp23表19「Moody's社のシ・ローン格付状況」参照)。従って、実際に企業が資金を借り入れたベ-

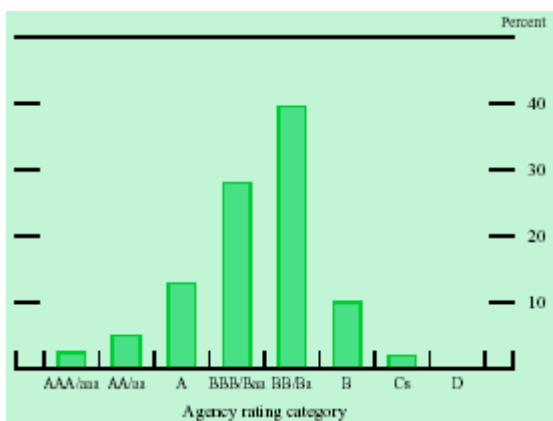
スとなると一層、企業の信用度が下方にシフトすると考えられる。

また、LPC のデータは大手の企業が中心であり、実際には、この範疇に入っていない企業へのローンも相当あると考えられ、中堅以下を含む全体となると、これも総じて信用度が下方にシフトするとみられる。

下記の2つのグラフは米国大手商業銀行50行中の26行のローン債権(1997年末残高ベース)を融資先の内部格付を外部格付に沿ってマッピングし直したものである¹¹。融資先は大手企業等に限らず、当然あらゆる先となる。

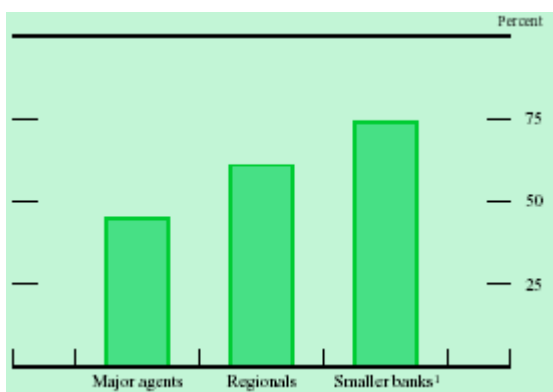
グラフ1は、26行全体の債権の格付別分布をみたもので、最もウェートの大きいのがBB格相当、次に、BBB格クラスとなっており、合わせて約65%を占める両者のゾーンが1997年末時点での銀行ローンの中心であったことが伺える。

グラフ1 大手米銀の格付別ローン債権の分布



また、上記の26行を3グループ、即ち、主要なシ・ローンのエージェント行(major loan syndication agents)、小規模銀行(smaller banks 総資産250億ドル未満)、その中間の銀行(regionals)に分け、それぞれのグループ毎にBB格以下(外部格付に沿ったベース)のローン割合を示したものがグラフ2である。

グラフ2 BB格以下のローンの割合



¹¹ FRB, "Credit Risk Rating at Large U.S. Banks" Federal Reserve Bulletin, 1998 November グラフを形成した米銀大手26行は1997年末時点で銀行業界の総資産の75%以上を占めている。

平均して、主要エージェント行で約 45%、中間行で約 60%、小規模行で約 75%が BB 格以下となっている。

以上のように、事業会社の資金調達において、社債市場は主として信用度の高い企業中心に利用されており、これに比べ、ローン利用は社債利用企業に比べ、信用度が相対的に低くなっている。銀行ローン等から社債発行にシフトする格付の目安は BBB 格～ A 格とされている。但し、格付が高い企業にあっても、CP のバックアップファシリティーを中心に、シ・ローンも併用している。

(4) 調達期間

米国製造業（大企業）のバランスシート¹²から中・長期負債調達の平均調達年限（長期負債/1年以内返済長期負債）を試算すると、表7の右から2つめの欄の通りとなる。3手段の中で、社債が最も長く、次に、その他からの借入等、銀行借入が一番短い。

表7 米国製造業（大企業）の中・長期資金調達期間試算 (2002/3 末)

形態	残高	同構成比	年数試算 A	年数試算 B
銀行借入	2,098 億\$	24.6%	9.4 年	4.0 年
社債	3,211	37.7	19.6	8.3
その他借入等	3,205	37.7	15.4	6.6
計	8,514	100.0	14.3	6.1

各期間は予想外に長く試算されるが、データ性格上の留意点（1年以内返済分が正しく流動負債に含まれている度合い、期限前リファイナンスの利用等によって左右され得る）もあり、額面通りには受け止めにくい。中期の銀行借入の主力になっているとみられるシ・ローンにつき期間的に3～5年物が多いとみられること等を踏まえると、企業の1年以上の銀行借入は平均すれば5年よりも短いと考えられる。銀行借入を仮に4年とし、全体と1年以内返済額のバランスが3手段でほぼ同じと考えれば、社債は8.3年、その他借入（ファイナンスカンパニー・親会社等からの借入）は6.6年と試算される（上表の太字斜字）。

¹² U.S. Census Bureau, "Quarterly Financial Report for Manufacturing, Mining, and Trade Corporations: 2002"。その他借入等は、株主・非連結主体・ファイナンスカンパニー・保険会社からの借入、リースを含む。

社債

社債の発行年限の状況を Thomson Financial-IFR のデータで投資適格銘柄を対象としたある整理によれば表 8 の通りで（詳細は別表 5）、10 年物が 4 割、5 年物が約 3 割、10 年以下全体で約 85%を占め、残り 15%が 10 年を超える。信用度別にみると、投資適格の中では、信用度が下がるにつれ、平均年限が長めとなっているように見受けられる。

表 8 社債年限別発行状況(2002 年)¹³

(注) 平均年限等は金額割合

	本数	発行額 (10 億ドル)	平均発行額 (百万ドル)	平均 年限	年限割合(%)						
					2年	3年	4年	5年	7年	10年	30年
AAA	70	83	1184	8.0	-	35	1	30	3	20	10
AA	141	96	682	8.1	6	13	0	39	1	33	8
A	319	165	517	11.1	3	2	-	29	5	45	16
BBB	348	140	401	13.1	1	4	0	17	4	52	22
合計/平均	878	483	551	10.5	3	11	0	28	4	40	15

また、全格付を対象にしていると思われる Fitch 社のデータによれば、現存の社債の平均償還期間は下表 9 の通り 8.9 年と試算される（詳細は別表 4）。年数 = 残高 ÷ 償還予定額で試算しているので、趨勢的に発行残高が増加している局面では長目に算出される面がある。いずれの区分でも、2002 年末残高での試算に対し、2003 年 6 月末残高での試算値が伸びているが、低金利を背景とした社債の発行増を反映していると思われる。

金融関係と一般事業会社とに分けてみると、前に触れた通り、前者に比べ後者は調達年限が一般に長いものの、一般事業会社平均で 10 年を超える年数は考えにくく、試算値は割り引いて考えられるべきであろう。

表 9 社債の平均償還期間試算

(年)

	2002/12 末ベース	2003/6 末ベース
銀行・証券・保険	4.0	4.9
一般事業会社	14.8	17.1
計	7.4	8.9

¹³ 年限は基本的に当該年限以下のものを指すが、少しだけ当該年限を上まわるものを含む可能性は残る。30 年債は 10 年超 30 年までのものが含まれることになる。平均年限はこれらを全て 30 年債として試算しているが、実際にはもっと短いものと考えられる。

ローン

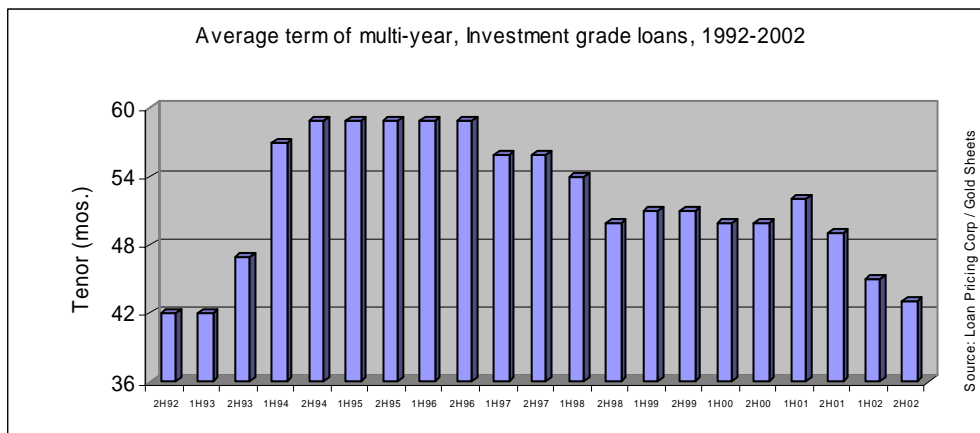
社債に比べれば、ローンの調達期間は短い。下表は、1994年～1998年の約5千件のローン契約(LPC データ)の期間を整理したものである。平均で4.5年、非公開企業の方がやや長めとなっている。また、格付を有している企業の平均格付をみると、非公開企業の方がやや低めとなっており、総じて、信用度の低い方がローン期間はやや長めとみられる(詳細は別表8)。

表10 ローン契約の期間

	契約数	期間(月)	格付企業割合(%)	平均格付 4はBBB+、6はBBB-に相当
公開企業	2,094	50.4 (4.2年)	43	4.76 (BBB+とBBBの間)
非公開企業	2,896	57.6 (4.8)	47	5.94 (ほぼBBB-)
計	4,990	54.6 (4.5)	45	5.44 (BBBとBBB-の間寄り)

また、次のグラフは、LPCの投資適格企業向けのmulti-yearのシ・ローン組成額の平均年限の推移である。年限の幅は60ヶ月(5年)弱から42ヶ月(3.5年)の幅で推移し、最近数年間は期間が少しずつ短くなる傾向にある。

グラフ3 シ・ローン契約の期間月数の推移(投資適格 multi-year ファシリティ)



但し、これを投資適格クラスの中で格付別に分けてみると、元々、信用度が高い方が期間が長かったのに加え¹⁴、近年の期間短縮化の度合いは、次頁の表11の通り、信用度が下がるにつれて大きくなっている。LPCでは、ファシリティ・フィーについても同様のトレンドにあるとし、クレジットに対する見方の厳しさが信用度が下がるにつれ強まっていると指摘している¹⁵。

¹⁴ 表10の公開・非公開企業の比較とは逆になっている。投資適格および非投資適格を合わせた全体のローン期間のグラフは、(実際の資金の取り入れの有無を考慮外としてローン期間を比べると)投資適格・非投資適格の境界前後をボトムとして両側が高い緩やかなV字型になっている可能性が強い。

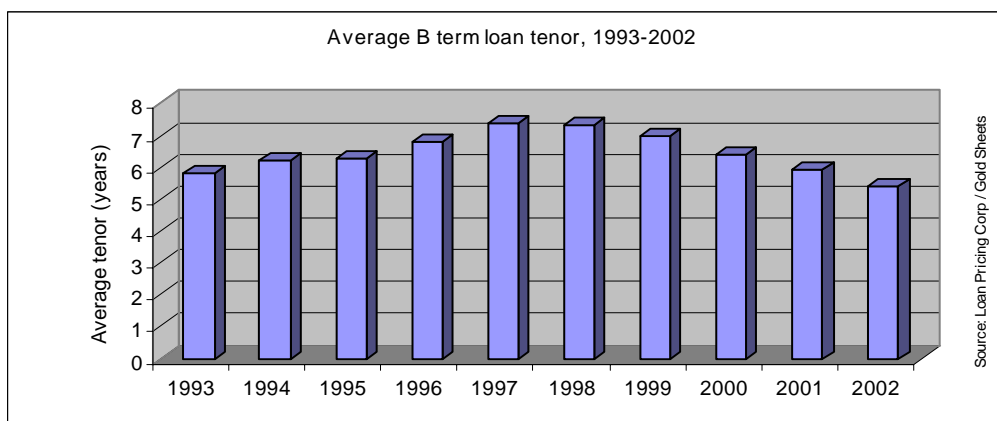
¹⁵ Loan Pricing Corporation, 2003 Annual, Understand Your Local Market

表 1 1 投資適格企業へのシ・ローンとタームローン B の平均年限(multi-year 物)

	1997 年	2002 年	減少度合い (97年 2002年)
AA 格	約 5.1 年	4.9 年	2 ヶ月
A 格	5 年弱	4 年	9 ヶ月
BBB 格	約 4.3 年	約 3.3 年	1 年強
Term loan B	7.4 年	5.4 年	2 年

また、非投資適格クラスの利用が圧倒的に多く、機関投資家の引受¹⁶の多いシ・ローンであるタームローン B (Term Loan B 第二章参照) の平均年限は投資適格クラスのシ・ローンよりかなり長くなるが、近年の期間の短縮傾向は同様であり、減少幅はより大きい(別表 2 1)。

グラフ 4 タームローン B の平均年限



いずれにしても、ローンの平均期間はせいぜい 5 年前後までと考えられる。信用度の高い企業の利用が中心となる社債市場は期間の長い資金が調達でき、これに比べれば銀行ローンは期間が短くなっている。

(5) 金利形態

社債は、変動利付債もあるものの、中心は固定金利物である。一方、銀行ローン固定金利も可能ではあるものの、原則的に変動金利である。近時、40 年来で最も低い金利水準となり、これを長期に亘り固定化せんとして銀行ローンや CP から、社債発行にシフトが進んだ大きな要因は両者の金利の固定・変動の違いにある。

ところで、社債発行は難しいものの、長めの期間に亘り金利を固定化したいというニーズは事業会社側に相応にあると思われる。このニーズをスワップ市場を活用することで賄っている面が

¹⁶ 「引受」(underwrite) は、本来的には、販売先が他に見つからなかった場合に自社で責任を持つことを指すが、本稿では、クレジット供与をコミットするという意味で幅広く用いている。

あることを示唆する研究がある。

データはやや古いが、1993年・1994年時点でスワップ利用状況と企業概要及びS&P格付のデータが揃う米国一般事業会社のスワップ取り組み状況（各345社、347社）を整理した研究¹⁷によれば、表12の通り（詳細は別表16）、スワップ取り組みで固定払い・変動払いの両方を行う企業、固定払いのみ行う企業、変動払いのみ行う企業とに分けると、両方を行う企業群が最も信用度が高く、次に、変動払いのみ行う企業群で、固定払いのみ行う企業群は相対的に最も信用度が低い。

同研究では、固定払いのみ行う企業群は他グループに比べ、負債比率も高く、銀行ローン等のプライベートなソースからの資金調達の高割合とみられる、としており、また、変動金利の銀行ローンを借り入れて、固定金利払いのスワップに取り組んでいる可能性があるとしている。

表12 信用度別スワップ取り組み状況（1993年） （社数, %）

	固定払いのみ		変動払いのみ		固定・変動両方払い	
BBB - 以上	41	28.1	32	51.6	46	73.0
BB+ 以下	27	18.5	10	16.1	7	11.1
格付有り	68	46.6	42	67.7	53	84.1
格付無し	78	53.4	20	32.3	10	15.9
計	146	100.0	62	100.0	63	100.0

スワップ市場の利用に関するこのような一般事業会社の状況は、再確認は必要であるが、スワップ市場の市場構造が大きくは変わっていない限り、現状でもほぼ類似の状況ではないかと推察される。¹⁸

以上、本章での一般事業会社の外部負債調達の全体像を念頭に置きつつ、次章と三章で、シンジケートローンおよびその社債との比較をみてみたい。

¹⁷ Haitao Li, Connie X. Mao, "Corporate use of interest rate swaps: Theory and evidence" *Journal of Banking & Finance* 27(2003) 1511-1538

¹⁸ 信用度が低い企業へのローンでは、金利の変動リスクを排除するために、スワップによる金利の固定化を企業側に義務付けるコベナントが付されることも多いと言われている。

第二章 シンジケート・ローンの概要

本章では、米国での特に大手の事業会社向けローンの中で近時、その中心的役割を担うようになってきているシンジケート・ローン(シ・ローン)について、基礎的事項の整理を含め具体的にみてみたい。シ・ローンは日本では市場型間接金融と呼ばれ、近時、その伸びが注目されていることに加え、従来の相対をベースとした融資取引と、社債マーケットの双方の特徴を併せ持っており、日本での今後の企業金融のあり方を考える上で、参考になる形態と思われるからである。

米国での一般事業会社の負債に占めるローンのウェイトは、第一章でみたように、趨勢的に低下しつつあるものの、フローベースでは社債と類似の金額ウェイトをもっていると推察され、また、シ・ローンの組成額自体は全般的な財務規律回帰・バランスシート修復の流れの中で足下では減少しているものの、その中身をみると、特に、利回りの厚い信用度の相対的に低い企業向けのシ・ローンを中心にローン市場のある種の構造的な変貌とでもいべき動きが静かに進展しているように見受けられる。

シ・ローンは、1社(場合によっては複数)の商業銀行ないし投資銀行がアレンジャーとなり、銀行や機関投資家から構成されるグループで単一の契約書により供与するローン形態を指す。シ・ローンの形態そのものは、国際的には第一次石油ショック後、産油国に蓄積した資金(いわゆるオイルダラー)の環流を目的として、途上国向け融資を行ったことに端を発し発展してきた。他、米国の企業金融においては、州際業務規制などの制約から借り手としての一般事業会社に比べ相対的に規模が小さかった米国銀行業界で昔から行われてきた。そして、米国内では1980年代半ばから大型のLBO(Leveraged Buyout Loan 買収先企業の資産を担保にした買収資金ローン)で利用されるようになって以降、その利用が急拡大し、現在では、M&A 資金に限らず、一般の事業資金用途全般に用いられるようになってきている。

1 シンジケート・ローン市場の概要

(1) 市場規模と推移

市場データ

米国のシ・ローンに関する市場データは、大きく3種類のものがある。

第一に、米国のFRB, FDIC等の監督当局が調査しているShared National Credit(SNC)というプログラムのデータである。これは監督対象金融機関3行以上(1998年以前は2行以上)により引受分担されるシ・ローン(20百万ドル(24億円)以上が対象)につきフォローし、資産査定区分等債権の健全度状況などを把握をしているもので、残高がベースとなり、最も悉皆的なものである(別表6~7)。

第二に、第一章でも触れたLPCやThomson Financialといったマーケットデータの情報サービス機関が収集・蓄積しているものである。これは、公開企業企業におけるSECへの登録開示内容や、引受金融機関がリーグテーブル(引受順位表)上の実績確保の為に自ら進んで関与案件

をこれらの機関にレポートしてくる情報等に基づいている。上場企業は基本的に網羅されていると考えられ、非公開企業についても規模が相対的に大きい企業を中心に補足されているものと思われる。

第三のカテゴリーとしては、S&P、Moody's、Fitch といった格付機関による情報である。S&P、Moody's の両社は 1995 年頃よりシ・ローンの格付を始め、今では相応の規模・本数をカバーするようになっている。タイプとしては第二のカテゴリーに近い。

市場規模と推移

SNC により同市場の規模(残高ベース)をみると 2003 年 6 月末時点で、ファシリティ額(コミットメント額)が 1 兆 6440 億^{ドル}、ファシリティの利用残高が 6,000 億^{ドル}、利用率 36.5%となっている(下表 1 3 および別表 6)。

同市場は、米国経済と歩調を併せ 90 年代半ば以降急速に拡大、2001 年にコミットメント額、利用残高ともにピークとなり、その後は、両者共に減少傾向にある。近年の減少の要因としては、企業サイドの借入意欲の減退、M&A の減少、代替手段である社債市場の条件が金利の趨勢的低下傾向を背景に良好だったことに加え、金融機関サイドでも、大企業の倒産等が頻発する事態を受け審査基準を厳格化させてきたこと、収益的にメリットの乏しい取引からの撤退を含め注力分野の選別強化を図ってきたこと、合併等によるプレーヤーの減少などが挙げられる。

表 1 3 シンジケート・ローン市場の推移(SNC)(10 億^{ドル})(データは各年 3 月末時点)

年	コミットメント額 (A)	利用残高 (B)	利用率(%) (B)/(A)
1990	769	321	41.7
1995	1,063	343	32.3
2000	1,951	705	36.1
2001	2,050	769	37.5
2002	1,871	692	37.0
2003	1,644	600	36.5

公開企業等の大手企業を中心にシ・ローンをフォローしている LPC や Thomson Financial のデータも、組成額(フローベース)の推移は同様の傾向を示している。シ・ローン市場は、借入企業の信用度を軸にして、目安が BBB - 格以上のインベストメント・グレード(Investment Grade 投資適格、High Grade とも称される)市場と、BB+ 以下のレバレッジド市場(非投資適格 Leveraged loan market)とに分けて整理されている¹⁹。後者は相対的に借入企業の信用度が低く、利回りも高い(一般的には L+150bp 以上。利回りが L+250bp 前後以上の一層高い分野を Highly Leveraged と呼ぶ)。金額的には、インベストメント・グレードの方が大きい。

¹⁹ 非投資適格(Non investment grade, 投機的グレード Speculative grade)は、格付に着目し、BB 格以下を指し、Leveraged は Libor Spread に着目し、+150bp (あるいは、+125bp ~ +175bp) 以上を指すものとして使われることが多いものの、しばしば、BB 格以下を Leveraged と呼ぶなど、相互に混じり合って使われている。

CPのバックアップ等を念頭においたコミットメント枠(Line of Credit/ Revolver と称されることが多い)が中心で、実際の資金が利用されている割合は小さいのに対し、レバレッジ市場になると、全額が供与される中期のターム・ローン(Term Loan)が増えてくることに加え、Line of Credit/ Revolver の実際の引き出し額(drawn)の利用割合も高まる傾向にある。最近期 2002 年は、インベストメント・グレードの大幅減少で全体のシ・ローン額も減少しているものの、レバレッジ市場ではむしろ増加している。

表 1 4 シンジケート・ローンの信用度別組成額の推移²⁰ (10 億ドル)

データ区分	年	全体金額	Investment Grade	Leveraged
LPC	1999	1,017	462.2 (45%)	320.2 (32%)
	2000	1,196	650 (54%)	310 (26%)
	2001	1,107	696.3 (63%)	217.9 (20%)
	2002	969	502.2 (52%)	264.5 (27%)
Thomson Financial	2001	1,211.1	881.1 (73%)	330.0 (27%)
	2002	1,044.7	708.1 (68%)	336.6 (32%)

シ・ローンの引受先は商業銀行だけでなく、機関投資家、投資銀行等にまたがっているため、必ずしも対応が十分に合っている訳ではないが、米国商業銀行の企業向け貸出残高(概算)と上記 SNC シ・ローン残高の割合をラフに試算すれば、下表 1 5 の通りで、シ・ローンが多用されているとみられる商工業ローン(Commercial & industrial loans: C&I ローン)との対比をみると相当のウェートになる。下表の企業向け貸出額は個人企業等零細事業者、小企業等を含んだ数値であり、これらをはずした相応の規模以上の企業向け貸出に占めるシ・ローンのウェートはより高まるものと思われる。

表 1 5 商業銀行の企業向け貸出残高とシ・ローン残高 (10 億ドル)

区 分	金 額
企業向け貸出残高 ²¹	Loan secured by real estate
	Commercial real estate 577.2
	Construction and development 218.7
	Commercial & industrial loans 890.9 (A)
	計 1,686.8 (B)
シ・ローン残高	600 ×48% (米銀コミットメント割合 後出) = 288 (C)
C/A (C/B)	32% (17%)

²⁰ LPC データは別表 9 , Thomson Financial データは別表 1 3 ~ 1 4。なお、LPC では、BBB - 以上の企業で all-in drawn spread が Libor+150 超である場合、もしくは BB + 以下の企業で Libor +150 未満の企業のディール、ないしはプライシングや企業の格付情報のないディールを Investment Grade ・ Leveraged には含めていない。

²¹ FDIC, Quarterly Banking Profile, Second Quarter 2003

また、シ・ローンの利用が多いと言われている商工業ローン（C&I ローン）を規模の大きな商業銀行とそれ以外とに分けてみると大手銀行が 75%を占めており、不動産を担保とするローン（モーゲージローン）の残高割合に比べ、商工業ローンが大手行中心になっている。

表 1 6 米国商業銀行の規模別ローン残高内訳²² (10 億ドル, %)

	合計		大銀行 81 行		その他	
	金額	%	金額	%	金額	%
Commercial & industrial loans	890.9	100	667.3	75	223.6	25
Commercial real estate	577.2	100	265.8	46	311.4	54
Construction and development	218.7	100	111.5	51	107.2	49

商工業ローン残高におけるシ・ローンのウェイトについて調べた FRB の金融機関へのアンケート調査でも、米銀では大手銀行の方がその他の銀行に比べ、かなり高くなっており、シ・ローンが大手銀行を中心に構成されている様子が示されている。また、米銀に比べ、取引する米国企業の範囲が相対的に狭いと考えられる外銀については、シ・ローンへの関与が C&I ローンビジネスの大部分を占めていることが伺える。

表 1 7 商工業ローン残高におけるシ・ローンのウェイト²³

	米銀 56 行						外銀 22 行	
	計		大手銀行 31 行		その他銀行 25 行		回答行	%
	回答行	%	回答行	%	回答行	%		
50%超	7	12.5	7	22.6	0	0.0	17	77.3
35～50%	4	7.1	7	12.9	0	0.0	1	4.5
20～35%	10	17.9	7	22.6	3	12.0	0	0.0
5～20%	20	35.7	9	29.0	11	44.0	4	18.2
5%未満	15	26.8	4	12.9	11	44.0	0	0.0
計	56	100.0	31	100.0	25	100.0	22	100.0

²² FDIC, Quarterly Banking Profile, Second Quarter 2003 年。詳細は別表 2。

²³ FRB, Senior Loan Officer Opinion Survey, 2000 年 8 月。回答米銀 56 行の総資産合計は 2.68 兆ドル（米銀全体 5.08 兆ドル）、うち大手銀行（国内資産計 200 億ドル以上）31 行合計は 2.44 兆ドル。回答外銀 22 行の総資産合計は 2800 億ドル（外銀全体は 8060 億ドル）（2000 年 3 月末現在）

(2) ファシリティの概要と利用状況

平均的な利用イメージ

別表6の SNC データによれば、同プログラム対象のシ・ローンの本数等は表18の通り。ファシリティ数やファシリティの平均金額をみれば、シ・ローンが一定水準以上の企業向けであることがわかる。且つ、平均すれば1社あたりファシリティ数は1.61本と少なく、シ・ローンを組んだ場合には、それが当該企業の借入における屋台骨的なものになっていることが伺える。即ち、シ・ローンを組むような企業の調達においては、まとめた金額をシ・ローンとして固め、日本で現時点ではまだ一般的である個別のローンを取引銀行毎に分け、何本も積み上げているというスタイルではなくなってきていると推察される。

表18 シ・ローンのファシリティの概観

ファシリティ総額 a	1,644 (10億 ^{ドル})
利用残高 b	600 (10億 ^{ドル})
ファシリティ数 c	8,232
借入者数 d	5,111
1社あたりファシリティ数 c/d	1.61 本
1社あたりファシリティ額 a/d	322 (百万 ^{ドル})
1社あたり利用残高 b/d	117 (百万 ^{ドル})

シ・ローンのファシリティの形態

シ・ローンのファシリティは、細かくみれば色々な区分が可能であるが、大きくは Revolving Credit Line (RC), Term Loan (TL), Letter of Credit (LOCs)の3つに大別される。

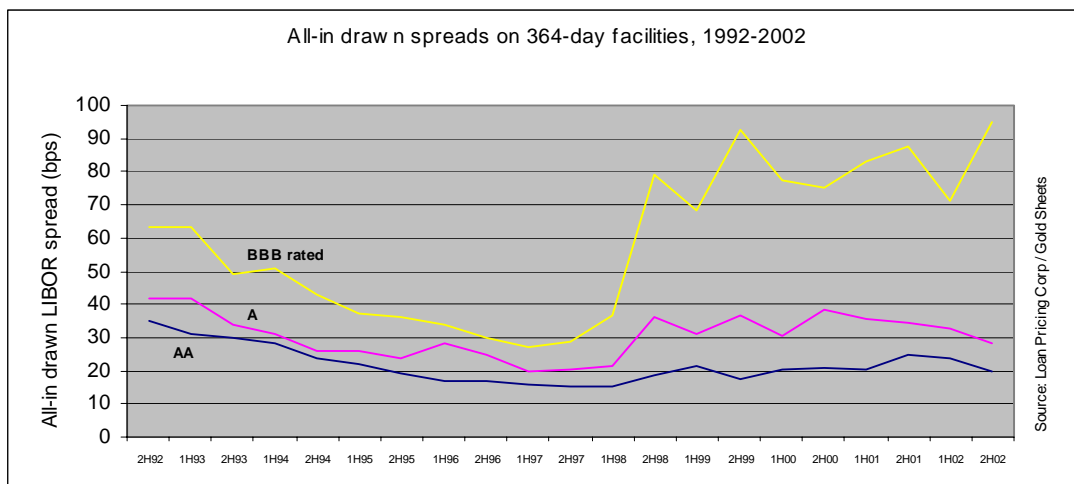
a) Revolving Credit Line

Revolving Credit Line は、Line of Credit や Revolver, Revolving facility などとも呼ばれ、一定期間内に企業の要請に応じ借入、返済、再借入ができるもので、コミットメント期間に応じ、1年未満のもの(364日ファシリティ)と複数年物(multi-year 3~5年が中心)に大別できる。ファシリティが multi-year 物であっても、実際に借り入れる(drawn)資金は短期資金であることが一般的である。

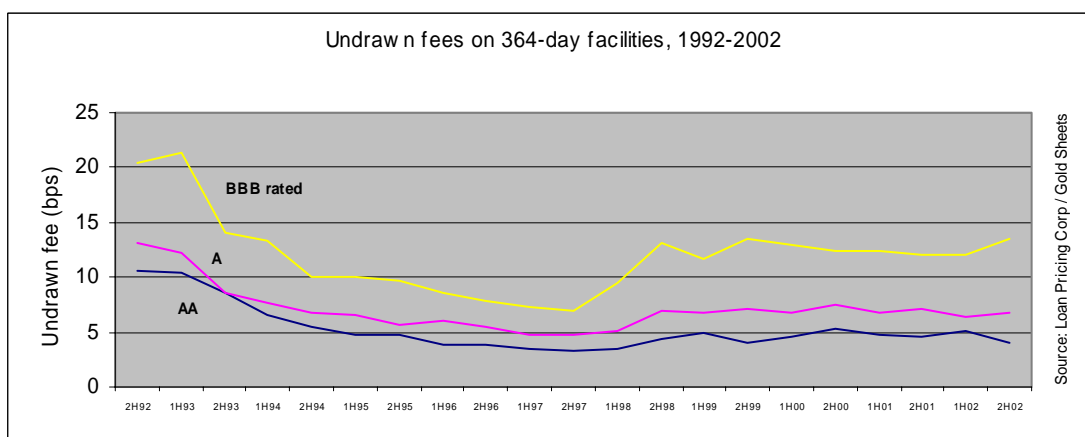
引き出された分に関する金利は Libor や Prime Rate をベースに Spread を載せた形が一般的である。また、クレジット枠の未利用残高に対してもコミットメント・フィーが発生する。

以下は、364日ファシリティ、multi-year ファシリティでの実際に借り入れられた(drawn)資金への Libor Spread と未利用枠に係るフィーの水準の推移である。(以下次頁)

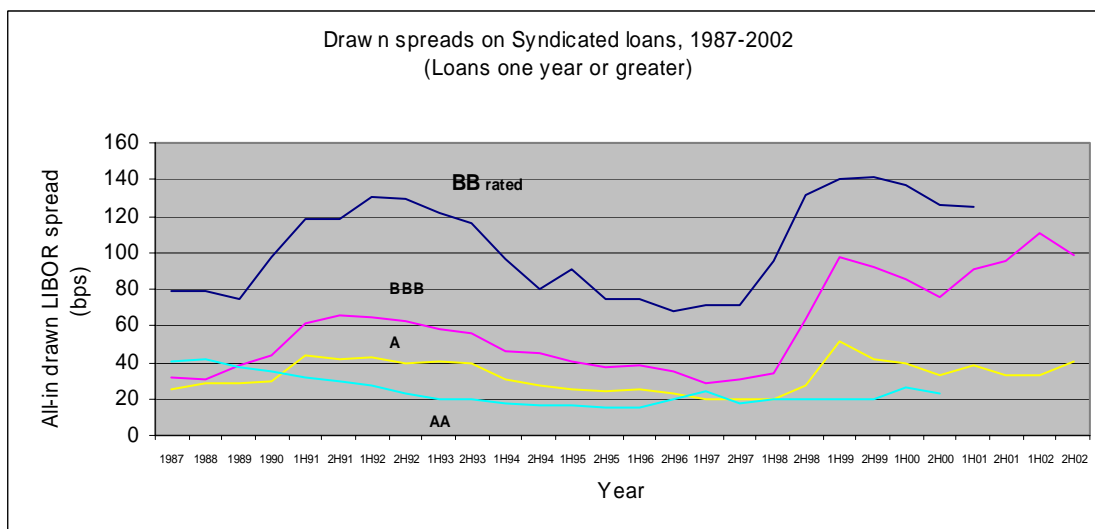
グラフ5 Drawn Spread の推移 (364日ファシリティ)



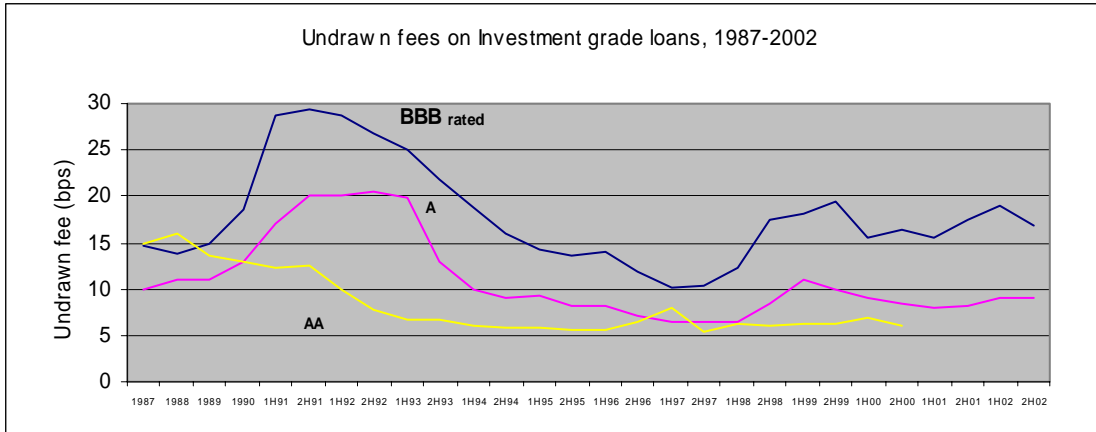
グラフ6 Undrawn Fee の推移 (364日ファシリティ)



グラフ7 Drawn Spread の推移 (multi-year ファシリティ)



グラフ 8 Undrawn Fee の推移 (multi-year ファシリティ)



偶々、multi-year ファシリティのグラフの対象期間の方が長いので、対照の為には対象時点を揃えてみる必要がある。Spread の水準および未利用枠に係るフィーは、364 日ファシリティに比べ multi-year 物の方が若干高いが、さほどの大きさではない²⁴ (詳細は別表 2 2)。364 日ファシリティであっても、ファシリティの更新を前提にすれば、両者の差はあまりなくなることがあるのかもしれない。multi-year 物の中では、期間が長くなるにつれ僅かずつ Spread 等が高くなるようであるが、データの的には multi-year 物として一括りに扱われている。また、multi-year 物の drawn の Spread は下記の Term Loan の Spread と基本的に同一である (借入金利の Spread およびファシリティ・フィーについては別表 1 7 ~ 2 0)。これらを見る限り、ローンを 1 年を境に短期・中期と分けることは一般的であるものの、1 年未満も multi-year 物も包括的に短・中期と一括りにすることも、また、かなり実態に即している面もあると言えよう。

また、純粋に短期の金利となる CP との比較では、通常では multi-year 物の金利水準の影響も受け、未利用枠にもフィーが発生する Revolving Credit Line の方が割高となるのは明らかで、CP を発行できる信用度の高い企業は、短期性資金は CP により調達し、CP が市場の混乱等により利用できない場合に備え、そのバックアップとして Credit Line (Back Up Credit Facility と呼ばれる) を用意するのが一般的である²⁵。

信用度の高い企業は、Credit Line も、CP のバックアップ用で、実際の利用残も無く、ファシリティ・フィーを払っているのみ、ということが多いのに対し、信用度が低くなってくると極度枠の例えば 20 ~ 50%を引き出しているなど実際の利用度が高まる傾向にある。

担保は、投資適格企業 (BBB 格以上) 向け案件は無担保、BB 格以下の非投資適格案件には

²⁴ 銀行は 1 年以上の revolving credit line になると、未利用枠についても自己資本比率計算上のリスク資産に勘案される。364 日物になると対象外となり、その分 multi-year 物に比べ、低いファシリティ・フィーの提示が可能となる。

²⁵ CP の発行ファシリティを有する場合に、これと同等の Back Up Credit Facility を有しているかは格付機関が格付審査でチェックするところとなっている。社債へのシフト等で CP の発行ファシリティ枠を縮小させた場合には、シ・ローンの Back Up Credit Facility も縮小できることになり、特に、近年の投資適格企業のシ・ローン金額減少の一因になっている。

第一順位で設定されるのが一般的である。担保は、引き出された資金に対してではなく、ファシリティに対して設定される。形態は、売掛金、工場、会社の資産一切（含む子会社株式）等各種ある（後述）。Revolving Credit Line はこれ単独で設定されることもあり、また、下記の Term Loan 等と組み合わされて設定されることもある（表 19 参照）。引受の主力は商業銀行となる。

b) Term Loan

Term Loan は中期のローンで、契約金額満額が貸し出され、分割等により返済される。大きくは2つに区分され、主として銀行（商業銀行に加え投資銀行も含む）を対象とし、期間も概ね6年以下（多くは3~5年）で、元本均等返済が一般的なローン（Term Loan-A と呼ばれる）と、これより1年程度ずつ期間が長く、償還テーブルも期末一括返済ないしこれに近い型が多く、専ら機関投資家を対象とし設計されているローン（Term Loan-B, Term Loan-C 等と呼ぶ）とに分かれる。Term loan-A は、Revolving Credit Line と組み合わせて設定させることが多い。Term Loan-B 等の後者は、機関投資家を対象としていること、償還が満期一括ないしこれに近い形態である点で、社債に類似している。

金利は、Revolving Credit Line が各社に合わせベースレートが選ばれることがあるのに対し、Term Loan の場合には基本的に Libor ベースで変動である。固定金利はあっても例外的である。Spread は上述の通り Revolving Credit Line の drawn の Spread と基本的に同一である。Term Loan-A より Term Loan-B 等の方が、期間が長いこと、償還がテールヘビーになっていること等からやや高めとなることが一般的である。

担保も Revolving Credit Line と同様に、通常、投資適格企業向けは無担保、非投資適格案件は有担保である。

c) Letter of Credit

内容は各種あるようであるが、一言で言えば、企業が債務の履行に困難をきたしたときに、これに代わりその債務を弁済することを約する保証である。

シ・ローンは上記の大別した3形態を中心に、それぞれ単独ないし組み合わせられてファシリティが組成されている。3種類の中で、Letter of Credit の利用は金額的には少なく、Revolving Credit Line および Term Loan が最も多用されており、実際には Revolving Credit Line と Term Loan -A を中心とした銀行向けのローンと Term Loan-B 他を中心とした機関投資家向けのローンとに分かれていると言われている。

企業の信用度との関係でみると、下表19の格付機関ムーディーズ社の格付付与シ・ローンの内訳（詳細は別表15）に明らかなように、信用度の高い企業は Revolving Credit Line だけを設定しているケースが多く、信用度が下がってくると Revolving Credit Line と Term Loan の組み合わせが一般的である。非投資適格クラスになると Term Loan の中に占める Term Loan-B 他の機関投資家向けローンが5割以上を占める。Term Loan-B 他の機関投資家向けローンに

限ると、そのほとんどが非投資適格クラス向けのものとなっている。公募債市場での債券発行が容易でないこれらの企業群にとっては、シ・ローンの Term Loan-B 等の機関投資家向けトランシェ (tranches) がこれに代わる売買可能な私募債的存在になっている観がある。

表 1 9 Moody's 社のシ・ローン格付状況 (ドル - ファシリティ企業のみ)

		社数	ファシリティ合計金額 (10 億 ^{ドル})			
			Revolver /Line	Term Loan	内 TL-B 以下	
合計		737	496	289	205	101
投資適格企業 (BBB 以上)	RC のみ	122	149	149		
	RC+TL	21	27	12	16	0
	TL のみ	10	4		4	1
	計	153	181	161	20	1
非投資適格企業 (BB 以下)	RC のみ	122	49	49		
	RC+TL	415	250	78	170	95
	TL のみ	36	15		15	6
	計	573	313	127	185	100
NR (Not rated)		11	2	1	0	0

(3) ファシリティ組成の概要

エージェント (アレンジャー)

別表 6 ~ 7 の SNC データでは、ファシリティの引受状況も示している。ファシリティの引受サイドは、組成と事後の管理に主体的役割を担うエージェント (Agent) と、これに参加し引受・クレジット供与の分担をする参加者 (Participant) とからなる。1999 年時点で見ると、エージェントを務めている金融機関は 200 以上にまたがっているが、組成額トップ 10 行による金額シェアが 5 割を超え、また、ファイシリティ組成が 2 件以下の金融機関の割合も徐々に少なくなってきており (1996 年 35% 1999 年 28%)、シ・ローンのエージェント機能が特定の大手金融機関を中心にした寡占状態になってきていることを示している。

大手企業へのシ・ローンが中心である Thomson Financial データによれば、組成額全額をトップの引受金融機関 (ブックランナー bookrunner) にクレジットするベース (別表 1 3) でみると、上位 15 行で 91%、トップ 3 行 (JP Morgan Chase, Bank of America, Citi/Salomon Smith Barney) で約 7 割を占める。更に、金額の大きい High Grade (投資適格) 市場で見ると、3 行のシェアは 75% 前後に高まる。ブックランナーはリードアレンジャー (Lead Arranger) と呼ばれることがあり、企業と金融機関等引受団の間に立ち、ファシリティを組成する中心的な役割を担う。少なくとも当該ファシリティに関しては、企業のメインバンク的な立場にたつことになり、後述のように、当該企業のその他の取引にも関与することが多く、企業にとっての主要取引金融機関であることが多い。米国でのシ・ローンの組成では信用度の高い企業を中心に米銀大手 3 行が圧倒的な地位にあることが伺える。

Lead Arranger の他に、元利金の受払やローンのモニターを担当するアドミニストラティブ・エージェント Administrative Agent や担保の管理を担当するコラテラル・エージェント

Collateral Agent 等が設けられる。Lead Arranger がこれらの他の Agent を兼ねる場合もあり、別々の金融機関が努めることもある。別表 1 4 はシ・ローンの組成額をファシリティに主要 Agent として関与している機関数で均等にクレジットした際のリーグテーブル表で、bookrunner ベースのものよりトップ 3 行、上位 15 行のシェアが共に多少下がり、関与機関の幅が広がっていることがわかるが、それでもそれぞれ約 5 割、約 8 割のシェアとなっており、シ・ローン市場での組成に主要な役割を果たしている金融機関は比較的限られたグループであることが伺える。

参加者および投資家

a) 引受状況

しかし、上記のシェアは実際の引受分担額ベースではない点、注意が必要で、実際の引受割合は別の様相となる。SNC データ（別表 6）では、1999 年時点で 1 ファシリティ当たり約 10 者のメンバーで引受されており、エージェン特行の平均的な引受割合は 2 割強である。また、同データ（別表 7）は機関の種類別の引受割合を下表 2 0 のように示している。シ・ローンのアレンジ業務は上記のように 3 大銀行を中心とした寡占状態になっているが、ファシリティの引受先では外銀も 40%を超えるシェアを有し、外銀のブックが相対的に多く使われていることが判る。

表 2 0 シ・ローンの引受割合（SNC）

	コミット外額の引受割合		不良債権比率	
	2003 年	2000	2003 年	2000
米銀	45 %	48%	5.8%	2.8%
外銀	44	45	9.0	2.6
投資銀行・ 機関投資家等	11	7	24.4	10.2
計	100	100	9.3	3.2

また、近時、米銀および外銀の商業銀行の引受割合が漸減している一方で、投資銀行、機関投資家の引受割合が上昇してきている。この主要因は、機関投資家の積極的な参入、特に、利回りの高い Leveraged loans 分野への参入が活発であること、及び、投資銀行においては、投資銀行と商業銀行の相互乗り入れによる競争激化を背景に、社債・株式の引受業務や M&A アドバイザリー業務といった投資銀行業務でのビジネス確保の為にシ・ローンに積極的に関与するようになってきたことが挙げられる。

加えて、不良債権化したシ・ローンを低価格で購入する動きもシェア上昇につながっているものとみられる（表 2 0 の SNC データは額面ベース）。近年は、シ・ローンの中で不良債権化したローン（Distressed と呼ばれる。LPC データでは取引価格が額面 100 に対し 90 未満のものを指す。これに対し額面前後のものを Par と呼ぶ）を機関投資家等がセカンダリー市場で積極的に購入していると言われている。

b) 銀行の関与の絞り込みと機関投資家のウェートの拡大

上述の通り、銀行、特に商業銀行は、**Revolving Credit Line**、**Term Loan-A** でシ・ローンに関与するのが一般的である。しかし、1990年代前半より、アセットのリターンを吟味するポートフォリオ・マネージメントを高度化させてきた大手行を中心に、ローンはそれ単体では魅力が乏しいものとなり、その他の各種取引を合わせた取引全体でリターンが期待できないと、クレジット供与にネガティブになる流れとなってきたと言われている。シ・ローンが企業との取引の糸口的位置づけになっているのは、投資銀行に限ったことではなく、むしろ商業銀行で従来より典型的にみられることであり、各商業銀行にとってシ・ローンへの関与を窓口として、キャッシュマネージメントサービスや為替関連、年金関係、投資銀行業務等の獲得を目指し、むしろ、後者によって利益確保を目指していると言われている。

Revolving Credit Line、**Term Loan-A** は、これらを含めた商業銀行との総合取引の中に位置づけられるのに対し、**Term Loan-B** 等は専らローンそのもののリターンを追求する機関投資家を対象としてプライシングされる。信用度の相対的に低い **Leveraged loans** 市場で **Term Loan-B** 等を引き受ける銀行もまだあるものの、年間 10 件以上引き受けているアクティブな銀行は 1999 年時点で 110 行あったのに対し、2002 年までにその数は 1/3 に減少し、その関与額も減少してきていると言われている²⁶。

表 20 はシ・ローン全体のコミットメント金額ベースの引受シェアであるが、前述の通り、信用度が高い企業向けのローン枠は実際の利用額は少なく、信用度が低くなると実際の借入割合が高くなっている。従って、実際の資金供与額でみると銀行に比べ、機関投資家のウェートは上記の表 20 よりも高くなる。S&P 資料によれば **Leveraged loans** の中でも一層利回りの高い **Highly Leveraged loans** になると、銀行以外の機関投資家に向かうのが 90 年代を通じて徐々に上昇し、2001 年時点では、その 5 割強が銀行以外の機関投資家、残り 5 割弱の顔ぶれが国内銀行（米銀）・証券会社（投資銀行）・ファイナンスカンパニー・外国銀行とされている²⁷。機関投資家が中心となってきた **Leveraged loans** 市場について言えば、“銀行ローン”と呼ばれることが実態に合わなくなってきた。

プライシング

プライシングは、上述の通り、**Libor** 等をベースに **Spread** を載せる形態が通例であるが、**Spread** の水準は、当初ある水準に設定されるものの、借入企業の格付や財務比率の水準と連関させ、これらの変動に応じて、**Spread** の水準も変更される方式（**Performance Pricing(PP)** と呼ばれる。プライシングの変更テーブルを **Pricing Grid** と言う）を使うことが一般的である。

S&P では、**Investment-Grade loans** では格付に、**Leveraged loans** では財務比率にリンクさせることが一般的であり、通信分野のローンでは負債とキャッシュフローの比率を利用するのが

²⁶ S&P, “A Guide to the Loan Markets”, October 2002

²⁷ S&P, “Syndicated Loans—A Rated Markets, at Last!”, 2002.2.12

通常であるとしている²⁸。また、全般的に格付とリンクしていることが一般的との見方もある。

少しデータが古くなるが、LPCの1994年から1998年までのデータを分析した研究がある(詳細は別表8)²⁹。この分析によれば、Performance Pricingを組み込んでいる約8千件のローン契約のうち9割以上が単一の比率等を基準としたPricing Gridを採用しており、その内の5割強は負債額とEBITDA(利払前税前償却前利益)の比率を採用し、格付を採用しているのが2割程度などとなっている。Pricing Gridの階層数は基準となる比率等の如何に拘わらず、4~5区分が多く、契約開始時の階層は、格付基準の場合が中位から、その他の比率の場合には良好な比率からスタートしていることが多い。

また、Performance Pricingの有る契約と無い契約を約5千件のデータについて比較しているが、公開企業、非公開企業共にPerformance Pricingを組み込んでいる契約の方が、無い契約に比べ契約期間が長く、その一方で、Libor Spreadが小さくなっている。これは、Performance Pricingを設定する過程で、金融機関側による借入企業に関するクレジットリスク把握がより可能となっているか、あるいは、Performance Pricingによって期中での企業のクレジット悪化に備えることができることでリスクプレミアムを相対的に低く抑えて契約することが可能となっていると解釈できる。

ちなみに、第一章で触れたように、公開企業に比べ非公開企業の方が、契約期間も長く、Spreadもかなり厚くなっている。ローンの契約期間は平均で約3年半(公開企業 Performance Pricing(PP)無し)から約5年(非公開企業 PP有り)までの幅に広がっている。

同研究によれば、Performance Pricingの利用例は1970年代まで遡れるようであるが、実際に利用されるようになってきたのは1990年代に入ってからであり、LPCのデータベースでカバーされるローンについては、1994年時点では約4割が、1998年までには7割を超える割合で採用されているとしている。

同研究が典型的なPerformance Pricingの例として挙げているBWAY's Corp(Atlanta-based steel container maker)のRevolving Credit Lineのケースは次の通りである。Spreadは当初L+100bpでスタートし、四半期毎に、負債額とEBITDA(利払前税前償却前利益)の比率の直近4四半期平均値に応じて下記のPerformance Pricing Gridに対応するSpreadが適用される内容である。

²⁸ S&P, "A Guide to the Loan Markets", October 2002

²⁹ NBER, Summer Institute 2002, Corporate Finance, Paul Asquith, Anne Beatty, Joseph Weber, "Performance Pricing in Debt Contracts" March 7, 2002,

BWAY's Corp. \$175 million revolving line of credit agreement

LOAN TYPE:	Revolver
PURPOSE:	Takeover, debt repay, working capital
SIGNING DATE:	06/17/1996
EXPIRES DATE:	06/17/2001 (60 months)
SECURED :	YES
DISTRIBUTION :	Loan Syndication
SPREADS (AT CLOSE):	LIBOR+100bp
GRID:	YES
ADJUSTMENT PERIOD	Quarterly, using average debt-to-EBITDA for previous four quarters.

Performance Pricing Grid

Level	Debt/EBITDA Ratio	LIBOR Plus (bp)
1	4.00	225.00
2	3.75 <4.00	175.00
3	3.25 <3.75	150.0
4	2.5 <3.25	125.0
5	1.75 <2.5	100.0
6	1.0 <1.75	65.0
7	<1.0	50.0

Covenants

1. 100% of the proceeds from assets sales must be used to pay down debt.
(資産処分代金は全額をローン返済に充てる)
2. Maintain a debt-to-EBITDA ratio < 4.25.
(debt-to-EBITDA ratioは4.25未満でなければならない)
3. Maintain interest coverage and net worth.
(利払い能力は1以上、債務超過は不可)
4. Dividends restricted to 50% cumulative consolidated net income.
(配当は累積連結純利益の50%以下)

Performance Pricing で定められる Grid は原則として契約期間内は変更されない。期中に、信用度に応じたリスクプレミアム水準に市場全体として大きな変動が生じることもあり得るが、原則としてこれには対応できず、契約期間が満了し、ファシリティの更新や改編をする時に、市場水準の変動を反映させることになる。

コベナンツ

シ・ローン契約にはいくつかの誓約条項（コベナンツ Covenants）を含んでいるのが通例であり、総じて、Investment-Grade の企業向けの場合には、少なくともシンプル、Leveraged クラスの企業向けは、信用度が低く、将来に向けた不確実性が増す為に、コベナンツも多くなり、意味合いがより重要となる。

コベナンツは、概念的には Affirmative、Negative、Financial の3つに分けられる³⁰。Affirmative Covenants は企業が行わなければならない事項（例えば、保険の付保）を定めている。Negative Covenants は企業のある種の行動を制限するもので、一定額以上の新規投資、新規借入、担保提供、資産売却、買収、保証行為等を抑制させる。

Financial Covenants は財務制限条項と呼ばれ、企業の財務状態に関し遵守すべき最低限の水準を規定するものである。企業のリスク度合いが高まるにつれて、財務制限条項は広範になり、厳しくなる。これらは、一般に、coverage, leverage, current ratio, tangible net worth, maximum capital expenditures の5つのタイプに分類できる。

- a) coverage covenants は、特定の支出(典型的には、利払い額、元利払い額(debt service)、fixed charges(元利払い+設備投資 and/or 家賃の合計額)に対するキャッシュフローないし利益の最低水準を定めるものである。
- b) leverage covenants は、キャッシュフローないし資本勘定に対する負債額の上限を定めるもので、負債額対キャッシュフロー（例えば、EBITDA）の比率は最も利用されている。
- c) current ratio covenants は、流動負債に対する流動資産の最低比率を定めるもので、在庫をはずした quick ratio が代用されるケースもあると言われている。
- d) tangible net worth (TNW) covenants は、純資産額から企業買収で底上げされたのれんや知的所有権等の無形固定資産を控除した金額(TNW)の最低限を定めるものである。
- e) maximum capital expenditures covenants は、企業の設備投資の上限額を定めるものであるが、キャッシュフローの状況や株式発行次第でかさ上げができたり、未利用額については翌期に繰り越すことも可能なことが多いと言われている。

また、Leveraged loans の場合には、キャッシュフローの余剰額や、資産売却、社債発行、株式発行による手取り資金があった場合に、強制的にローンに充当返済させる条項（cash sweep と呼ばれる）を有しているケースも少なくない³¹。

- a) キャッシュフローの余剰額（excess cash flow）は、典型的には、全ての費用支出、配当所要額、設備投資資金、増加運転資金を控除した残額とされ、その50-70%をローン返済に充当させることが多いとみられている。

³⁰実際のシ・ローン契約書では、Affirmative と Negative とに大きく2つに分かれ、Negative の中に Financial 部分が含まれる形態も多いようである。

³¹ S&P, "A Guide to the Loan Markets", October 2002 等による。

- b) 資産売却額は、多くは売上債権・在庫見合いの金額を控除後の売却手取り資金で、100% 充当が多い。
- c) 社債発行は、100% 充当が多い。
- d) 株式発行の場合には、ローン返済は 25-50% が一般的とする見方 (S&P) や、IPO の場合には、1/3 は充当を要さず、1/3 は 50-75% の充当、残り 1/3 は 100% 充当という調査結果 (Fitch) もあり、ややまだら模様である。

なお、キャッシュフロー余剰や株式発行の場合には、企業が負債/EBITDA 比率等で事前に定められた水準をクリアーしていれば、ローンへの強制充当をしなくても良いケースも多いとされている。

前出の約 5 千のローン契約の調査では、全体の約 6 割が cash sweep 条項を有しており、公開企業 49% に比べ、非公開企業の方が 68% と高い割合になっている (別表 8)。

また、上記調査と同様に 1994 ~ 1998 年の LPC のデータから Leveraged loans の 200 事例を調査した格付機関 Fitch 社は、代表的 Financial Covenants と強制ローン充当弁済条項の適用状況を次のように示している³²。

表 2 1 コバナンツの適用頻度状況

Leverage	Total Debt/EBITDA	78 %
	Senior Debt/EBITDA	11
	Debt/Capitalization	7
	Debt/Net Worth	5
	Senior Debt/Capitalization	1
Coverage	Interest Coverage	70
	Fixed-Charge Coverage	54
	Senior Interest Coverage	4
強制充当	Excess Cash Flow Sweep	69
	Asset Sales Sweep	95
	Debt Issuance Sweep	76
	Equity Issuance Sweep	64

Fitch 社によれば、Leveraged loans の財務コバナンツについては、leverage covenants と coverage covenants からそれぞれ最低一つ組み合わせで適用するケースが多く、leverage covenants についてはバランスシート項目からなるコバナンツは大幅に減り、キャッシュフローをベースとしたコバナンツが主流となってきている。また、ほとんどの財務コバナンツは、直近の 4 四半期の平均値を四半期単位でチェックされている他、cash sweep 条項も相当の割合で組み込まれている。

³² Fitch IBCA, "Loan Preserver, The Value of Covenants", March 4, 1999, Loan Products Special Report

コベナンツが最も問題となるのは、企業の財務状態等がこれに抵触しそうになるときである。コベナンツに抵触すると、デフォルトを意味することが多く、企業はローンの全額繰り上げ償還（即、倒産を意味することが多い）等に追い込まれることとなるが、通常は、企業がコベナンツに抵触しそうになってくると、シ・ローンの金融団に対し、条件の緩和(amendment)を申請してくる。これに対し、メンバーは、一時金として **up-front fee** をもらって変更に応じる、**Spread** を上げる、無担保だったのを担保付きにする、期間を長目にする等の各種の対応を行う。通常は、ローンの過半数（50%超）の持分の同意が必要で、非常に重要な場合（期間延長、借入主体の変更等）には基本的に 100%必要となる。通常は、**agent bank** が最も大きい持分を保持しているので、彼らが持分の大きいところから同意をとりつけていき、下位行の反対意見はなかなか通りにくいとされている。

担保

担保は前記の通り、**Investment-Grade** では付されず、**Leveraged loans** では差し入れられるのが通常である。上記の約 5 千件のローン契約の調査でも、全体の 76%（公開企業では 66%、非公開企業では 84%）が担保付きとなっている（別表 8）。

担保の種類としては、多くは、有形資産、無形資産の一切というケースが多く、また、特定の資産であることもある。在庫あるいは売上債権を担保とし、ローン金額がこれらと結びついている場合のローン上限額は、在庫の 50%、売上債権の 80%が一般的と言われている。勿論、特定の設備類、不動産等を担保としたローンも行われている。

企業の一切の資産を担保とするような場合、当然、子会社の株式なども担保に含まれることになる。米国では、オペレーションをしている事業会社だけでなく、持株会社への融資も多い。特に、純粋持株会社向け与信の場合には、傘下の事業会社の株式が重要な担保となる。この場合には、アップストリーム保証の有無がポイントとなる。

純粋持株会社（親会社）が株式を持っている事業会社（子会社）は、当然ながら、子会社単独で資金調達することがある。金融機関が純粋持株会社（親会社）に融資をし、その担保に子会社株式を担保に徴求していた場合、仮に、子会社がデフォルトしたとすると、子会社が直接調達した負債があれば、親会社への貸付に係る金融機関の担保株式を通じた子会社資産への求償権はこれに対し **Subordinate**（劣後）になってしまう。純粋持株会社（親会社）への融資・子会社株式の担保徴求にあたり、事業会社（子会社）からの保証も取っておけば、子会社の直接調達負債に対し、**Senior/Junior** の別が無くなり、同順位となる。このように金融機関が子会社株式を担保に徴する際は、子会社の借入の有無、借入が無ければ子会社が単独で借入を起こせるかどうか、アップストリーム保証の要否のチェックを行うようである。

(4) シンジケーションのプロセス

上記のような内容のシ・ローンの組成（シンジケーション）は、大きくは 1)企業によるエーエージェントバンクの選定、2)企業とエーエージェントバンクの契約内容の概略協議、3)エーエージェントバンクによる関心を有する特定の金融機関を集めたバンクミーティングの開催、バンクブック（Bank Book あるいは Information Memo）の提示、4)各金融機関での検討・審査承認・コミットメントレター発出、5)ドキュメンテーション、6)調印・クロージングという流れになる。

企業によるエーエージェントバンク（Arranger）の決定（マンデートの付与）までには、候補金融機関が企業に市場の見方や調達戦略等を提案し、マンデート獲得を競う。エーエージェント行が決まると、これを軸にしてシンジケーションが進められる。エーエージェント行は、企業情報やシ・ローンの条件等をまとめた Bank Book を用意し、企業と共にバンクミーティングを開催し、説明をする³³。Bank Book には、公開情報だけでなく、関係者限りで非公開情報も盛り込まれる為、企業やシ・ローンを検討する上で重要である。ミーティング後、出席各機関は、シ・ローンへの参画の是非を内部で検討する。この過程で生じる企業、シ・ローンに関する質問、条件提示等は関係者からエーエージェントバンクに寄せられ、企業にはエーエージェントバンク経由で連絡され、また、関係者にはエーエージェントバンクから返答がなされることになる。

関係者の検討期間は通常 2 週間程度で、極めてタイトなスケジュールと言われている。しかも、ポイントとなる財務コベナンツ等が応諾期限が近づいた段階で、関係機関に提示され、タイトなスケジュールに一層拍車がかかることもしばしばあるようである。財務コベナンツ等が応諾期限が近づいた段階で出てくるのは、財務コベナンツ等の検討に時間が掛かることを示唆している。

シンジケーションのメンバーの範囲については、企業との取引関係に入ること、非公開情報も開示されること等から特定の範囲に限られることになる。特に、金融機関に対し力関係の強い信用度の高い企業群になると、メンバー候補の選定に企業側の意向（例えば、あまり取引金融機関数を増やしたくない等）が反映される度合いが高まるようである。

一連のシンジケーションプロセスは、細部の違いはあるものの、社債発行や株式発行でのシンジケーションプロセスとかなり類似したものとなっている。

(5) セカンダリー市場

シ・ローンは社債市場と同様に、組成完了直後から市場で売買することができる。公募社債市場ほどの流動性はまだないものの、徐々にセカンダリー市場も大きくなってきている（表 2.2 および別表 1.0）。取引は実際の利用がされていないことの多い Revolving Credit Line よりも Term Loan の売買が多く、Term Loan が多く出ている Leveraged loans の分野の取引が多いとみられる。Investment Grade では Term Loan がそもそもさほど多くはないが、他の投資銀行ビジネス獲得を狙ってローンの引取に入る投資銀行が持分をセカンダリーに出してることが目立つと言われている。また、近年は、Distressed の取引額も大きくなってきている。

表 2 2 セカンダリー市場の取引規模(LPC)

(10 億ドル、%)

年	セカンダリー取引金額			シ・ローン組 成額(B)	(A)/(B)
	Par	Distressed	計(A)		
1991	3.6	4.4	8	234	3.4
1995	25.6	8.2	33.8	817	4.1
2000	78.0	24	102.0	1196	8.5
2002	64.9	47.6	112.5	969	11.6

2000年初よりSEC規制により、銀行ローンを主体としたミューチュアルファンド(mutual fund)のポートフォリオ評価において、可能な mark-to-market 方式(推定価格ではなく、市場に妥当と思われる price がたっている場合にはこれを採用して評価をする方式)を採用しなければならなくなったことを受け、市場での値付け関係のインフラも発展してきている。この分野で最も利用されていると思われる LSTA/LPC Mark-To-Market Pricing によれば、同システムで値付けをカバーしているファシリティ数は740(99年1月) 1936(2002年7月)に急増し、daily で bid/offer の値を付けている金融機関数は30を超える、としている。

セカンダリー市場での売買方式には、assignment (lender の名前が変わり、企業もこれを認識し、企業との債権債務関係も完全に移行する)と participation (裏保証のようなもので、企業に対する lender の名前は変わらず、実質的な買い手は、表面的な lender に購入代金を払い、元利払いを lender 経由で受け、default risk も全面的に引き受ける)との2形態がある。Participation の場合には、問題があったときなどでも企業と直接交渉することが出来ず、更には、double credit (実質的な買い手は、企業の default risk に加え、間に立つ lender の default risk も負うことになる)の問題も残るため、基本的には好まれない。

また、信用度の高い企業の中には、シ・ローンの持分が馴染みのない先に移るのを好ましく思わないケースもあり、引受団が自ずと売買を控えざるを得ないケースもあるようである。

なお、引受金融団の中で、エージェントバンクが積極的に売りにできることはあまり無いと思われる。企業と当該シ・ローンに関する情報を最も有しているエージェントバンクが売りに回れば、それは市場に対するネガティブなメッセージとなり、エージェントバンクの評価を下げる(reputation risk)ことになるからである。

(6) 格付利用の進展

シ・ローン市場において、個別のシ・ローンに関し、90年代半ば以降において急速に格付が付与・利用されるようになってきている。また、社債市場で使われているほどの広がりにはなっていないものの、S&P社では6年前はゼロだったものが、2002年時点では約1,200社のローンに格付を付している。特に、機関投資家の関心の強い Leveraged loan market の大きな金額の案件については、格付付与の割合が高く、750百万ドル超のファシリティに限ると、1998年組成案

³³ 日本でも近時、シ・ローン(協調融資)の伸びに伴い、バンクミーティングの開催が増えつつある。

件では 57%の付与だったものが、2001 年には 89%まで上昇している³⁴。また、Moody's 社でもドル以外の通貨のファシリティも含め約 830 社（2003 年 9 月現在）のシ・ローンへの格付を公表している。

ローンへの格付の水準は、同一の会社であっても、担保や各種のコバナンツの存在などで、最終的な債権回収確率が勘案され（第三章参照）、社債格付に比べ、若干、良好になっているケース（主として notch レベル）も見受けられる。

S&P 社では、機関投資家等の市場参加者の拡大、発行者・投資家・仲介業者にとってのクリアで合理的なビジネスルールの進化（ex. プライシングにおける margin 事前確定方式から、loan の closing 時までの応諾希望状況をみて margin (Spread) の確定を行う market-flex pricing への移行等³⁵）や、格付・価格情報が広く利用可能となってきたことなどが相俟って、少額のローンでは従来方式が続くこともあるだろうけれども、米国のシ・ローン市場は全体として、10 年前の inefficient（非効率的）で traditional な（伝統的な）private, relationship-based "bank loan market"から、more efficient（効率的で）で investor-driven（投資家主導型）の securities market 的な"loan market"に確実に変わりつつあり、更に進んでいくであろうとしている。

S&P 社の見方は、格付の利用を広めたい格付機関としての立場はあるにしても、マーケットの全般的なトレンドを示しているのではないかと思われる。

（以下次頁）

³⁴ S&P, "Syndicated Loans—A Rated Markets, at Last!", 2002.2.12

³⁵ market-flex clause には引受金融団の裁量の幅において幅広なものから狭いものまで色々なものがあるようである。逆に、reverse market-flex と称し、需要状況によっては事前想定条件よりも低いプライシングにできる裁量権が企業側にあるような条項もあると言われている。また、投資適格グレードの 364 日ファシリティの多くには、満期時点で同ファシリティを 2 年物等の Term Loan に移行させるかどうかのオプションを企業側が持つ term out option が含まれていると言われている。

2 シンジケート・ローンの諸側面

以下では、企業や引受金融機関、市場からみたシ・ローンに関する幾つかの論点について触れてみたい。

(1) 利便性

企業側

借入主体である企業にとってのシ・ローンは、多くの場合、相対借入よりも手続き的に利便性が高いものと思われる。多額の調達をまとめて1つのファシリティで可能であり、多数に亘る金融機関と個別に借入協議をする必要がなく、開示情報の管理、借入後の弁済手続き、経営状況等の必要な報告も含め、事務的な負担が楽である点が考えられる(もともと、ある自動車メーカーのように、個別に金融機関と交渉をした方が有利な条件を引き出せるとして、シ・ローン形態に消極的なケースも無い訳ではない)。特に、社債等との優先劣後関係等への配慮が必要な企業の場合には、少ない借入本数で済む点はかなり重要ではないかと思われる。

逆に言えば、大型の金額のファシリティをシ・ローンで組むような企業に金融機関が取引を持とうとすれば、極めて少ない数のファシリティの段階で関与していない限り、それ以外の取引機会を探っても、取引に至るのは極めて困難になることを意味する。

金融機関側

金融機関側にとっても、各種の事務手続きがエージェントバンクや *administrative agent* などを經由して行えること、シ・ローンは転売もし易い為、金融機関側のポートフォリオ管理が容易になること、企業の業績悪化時への対応として金融機関がまとめれば企業に対し交渉力が増すこと等の利便性があるとみられる。また、米国ではシ・ローンに掛かるFRB等監督官庁の検査は、エージェントバンクが代表して対応することになっており、他の引受者にとっては検査負担が大きく軽減される。また、ドキュメントのリーガル面のチェック等も契約文書の標準化の進展やエージェント行の存在等により相対的に負担が軽くなっていると言われる。

金融市場に対する側面

シ・ローンの流動性が一層高まっていけば、社債、CDS(クレジット・デフォルト・スワップ *Credit Default Swap*)と並んで、企業のクレジットに関する市場が多層的になり、その点では市場の高度化に資すると言えよう。

(2) 企業と金融機関の取引関係

「保証」手段としての色彩

シ・ローンは、信用度の高い企業を中心に、CP等資本市場が上手く利用できないときのバックアップとして利用している面が強い。幅広い投資家からなる社債市場に比べ、シ・ローン市場

の関係者の方がクレジットをみる眼が洗練されているとすると、通常の資金調達には社債市場で賄い、それが難しい時の「保証」をシ・ローン金融機関にしてもらい、というのは自然の棲み分けかも知れない。金融機関、特に、商業銀行は、日本でいう「融資」だけでなく、短期資金、流動性を中心として「保証」機関、バックアップ機関の色彩をかなりの程度有している。

資金調達のアベイラビリティと金融機関による経営へのチェック

シ・ローンは、特に、公募債発行が難しいような信用度の低い企業においては、コベナンツや担保等でリスク対策のストラクチャーを上手く構築していくことで、資金調達の可能性が広がる市場と言える。他方で、コベナンツ等が重要視されるようなケースでは、四半期毎の経営指標のチェックを中心に金融機関側からの企業経営へのチェックも行われ易くなると考えられる。逆に、企業側としては、コベナンツ等の約定条項さえクリアーしていれば、ファシリティの利用が可能とも言え、relationship-based な関係の際に生じやすい金融機関側からの企業経営への関与の余地をより遠ざけていく側面もあると思われる。

企業と金融機関の取引の流動化

シ・ローンはセカンダリー市場での売買が容易であり、特に、Term Loan を中心に、持分の転売は徐々に増えてきているが、この動きは、当然ながら、企業と金融機関の関係に影響を与えよう。シ・ローン参加者の多くは、「投資家」として企業に関与していくことになる。お互いに「顔の見える」「相対」の世界から、誰が関係者になるかわからない「不特定」の世界（「市場化」の一つの側面と思われる）が広がる方向へのシフトと言えよう。

企業と金融機関の情報ルートの一元化

企業のローン調達が少数のシ・ローンファシリティに集約され、その組成が比較的限られたエージェントバンク経由で行われるようになると、企業と金融機関間の情報交換ルートもこれに集約されるようになってくると考えられる。一面では効率的であり、他方では、画一的になりがちな環境になるとも言えよう。

クレジット審査への影響

企業の信用リスクのチェックは、企業と金融機関間の情報ルートの一元化や、バンクミーティングからシ・ローンへの参画申し出期限までの短さ（通常約2週間）などにより、直接的に企業と接することからの個別情報を中心とした審査・モニタリングから、エージェントバンク経由で提供されるバンクミーティング情報や外部格付、シ・ローン契約のコベナンツ条項のフォロー等のどちらかといえば外部情報により依存した審査やモニタリングにウェイトが移りつつあるものと考えられる。

シ・ローンが発達した米国では、このような流れの中で、エージェントバンクを務める一部の大手行はともかくとして、一般の米銀では内部での企業審査を重要視する度合いがかなり低まっ

ていると言われている³⁶。日本では従来、金融機関が社内に審査機能を抱えてきているが、米国のようなシ・ローンのスタイルが広まると、従来、日本の金融機関が社内中心に、企業との直接的な情報交換を軸にして抱えてきた審査機能のあり方についても、影響を与えていく可能性があると思われる。

エージェントバンクとその他の引受機関

シ・ローンのエージェントバンクないし引受シェアの高い金融機関は、当然ながらシ・ローン以外のビジネスもより多く獲得することが多いと思われ、企業のクレジットに関する情報蓄積も他の引受者に比べ厚くなると考えられる。

これは、当然、シ・ローンの契約内容を修正するような場合のスタンスにも影響を与える。持分シェアの低い金融機関が条件緩和に厳し目のスタンスになりがちなのに対し、その他のビジネスも獲得することの多いエージェントバンク等の上位機関はやや企業寄りになり易いと言われる。

エージェントバンク等の業務の質の変化

エージェントバンクを務めることのできる多い JP Morgan Chase 等の米系有力商業銀行は、近年とみに、自らのバランスシートの利用を抑え、貸出債権による利鞘収益ではなく、アレンジによるフィー収益へのシフトを加速させていると言われている。即ち、シ・ローンのファシリティに関し貸出債権の保有を継続し、その利鞘から利益を得る伝統的な銀行業務（ストック重視）ではなく、ファシリティのアレンジ（組成）自体を目指す、即ち、資本市場で投資銀行（証券会社）が企業に社債・株式発行を勧誘し社債等の組成・引受販売を行っているのと同様に、ローン市場において Transaction-Oriented（取引自体の生成・フロー重視）な業務性格を強めてきていると言われている。米国では、1990年代末より持株会社を介して、商業銀行分野、投資銀行分野の相互乗り入れが可能となり、有力金融グループでは、資本市場とローン市場のどちらにおいても企業の選択やニーズにあわせた対応が幅広くできることを目指してきているが、このような金融機関の経営の流れも、ローン市場が社債市場に類似した面を強めてきていることと表裏一体の関係になっているとみられている³⁷。

³⁶ 他方で、アセット全体のポートフォリオ・マネジメントを一層重要視する流れがあると言われている。

³⁷ ちなみに、商業銀行業務（ローンの提供等）と投資銀行業務（社債等の引受、M&A アドバイザー業務等）を勧誘に際しリンクさせ、一方で有利な条件を提供することで他の業務も獲得することをタイニング（Tying）と呼び、米国内では問題視されることがある（特に、商業銀行の投資銀行業務獲得に関連して指摘されることが多い）。これに対しシティバンクでは、Anti-Tying と称し、ローン供与の際には他のビジネスは求めない旨の説明を顧客に行うのを内部ルール化している。

第三章 社債とシンジケート・ローンの比較

ここでは、改めて社債とシンジケート・ローンと比較してみたい。これまでに挙げた点に加え、次の2点、コストの比較とデフォルト時の債権回収率に触れ、整理してみたい。

(1) コストの比較

負債調達の際に、社債やシ・ローン等が企業にとってコスト的にどのような状態にあるかは、選択できる企業にとって極めて重要である。調達手段別のコスト比較は、引受先の金融機関・投資家に対する利回りに加え、発行手数料等の各種フィーを加えた最終コストをみなければならず、それぞれに要する各種のフィー等を含めた別途の検討が必要である。

市場に流通利回りがある場合には、引受先等投資家に対する利回りが、チェック可能となる。現在、市場では、比較可能な銘柄については、社債、シ・ローン、加えて CDS (Credit Default Swap) を含む3者について相互に流通利回り等が比較チェックされることが一般的になってきている(別表11はその一例である)。

案件数として多いのは、信用度の低くなる非投資適格分野で、社債(利回りの高い High Yield bonds) とシ・ローン (Leveraged loans) の対比が中心であり、これらの投資家としては共に機関投資家の関与度合いが大きい。

ハイイールドの分野で利回りを比較すると、一般的に、後者の方が前者より Libor ベースでの Spread が小さいと言われている。別表12は、市場情報サービス機関によるハイイールドの幾つかの銘柄の両者の Libor ベースに調整した Spread 比較であるが、ほとんど Leveraged loans の方が社債より Spread が小さい。

これは、一般に、後述の社債とローンのデフォルト時の最終的な回収率の格差に対応したものと説明されている。これは、逆に言えば、最終的な回収率の格差を除けば、クレジットに関する各種市場間での裁定は相当程度働いている、ということも意味している。

まだまだ需給状況等により局面に応じて特定の市場が有利になったり不利になったりということはあるにしても、シ・ローン等のセカンダリー市場が引き続き成熟していけば、クレジットに関する各種市場間での裁定も一層進んでいくと考えられよう。

(2) デフォルト時の債権回収率

社債(公募債)は一般に、無担保、コベナンツも一般的には少なく(財務制限条項は無いのが普通)、発行企業の業況が悪化した場合でも、社債権者総体としてこれに対応した各種の措置を講じることが簡単ではない。

他方、シ・ローンに代表されるローンの場合には、信用度が低い会社の場合には、担保付きが通常であり、財務制限条項を含む各種コベナンツも含まれて、四半期毎に引受団に報告をされる仕組みになっている。仮に、企業の業況が悪化してきても、これを早期にキャッチして、追加担保の差し入れや弁済方法の変更、追加資金供与等の改善策が機動的に講じられやすい。

これらの結果、最終的に企業がデフォルトした場合の債権回収率をみると、ローンの方が社債より明らかに回収率が高くなっている。

表 2 3 社債とローンのデフォルト時の債権回収率 (S&P 1988-2001 年)³⁸

		元本回収率 (%) (平均値)	事例数
ローン	Bank Debt	83.5	528
社債	Senior secured bonds (優先 担保付き)	68.5	204
	Senior unsecured bond (優先 無担保)	48.8	247
	Senior subordinated bond (上位劣後)	34.4	278
	Subordinated (劣後)	31.7	321
	Junior subordinated bond (下位劣後)	18.7	40
計			1,618

上記は S&P 社のデータであるが、同じく Fitch 社も、2000-2001 年及び 2002 年にデフォルトした High yield bonds と Leveraged loans の平均回収率をそれぞれ、16%・31%(bonds)、68%・69%(loans)としている³⁹。

(3) 社債とシ・ローンの比較

これらを含めて社債とシ・ローンを比較整理すると次頁の通りであり、社債とシ・ローンは企業の信用度、期間、金利等で相互補完性を持ちながら併存していることがわかる。更に、社債は公募債の場合、情報も開示情報に限られる一方で、シ・ローンは非公開情報へのアクセスも可能になる他、社債は一般的に個人を含む幅広い投資家層を対象にするのに対し、シ・ローンの方が銀行、機関投資家といういわばクレジットをみる上での金融の専門家を専ら対象にする点で違いがある(これらの点も相互補完的とも言える)。このような違いが、信用度の低い企業レベルでは、担保、コベナンツ等の有無・きめ細かさにつながり、信用供与が慎重に行われる度合いの差が、デフォルト時の債権回収率の格差につながっている、と言える。

相互補完的に併存する両者の違いを一言で言えば、企業のクレジットの見極めとこれに応じたリスク低減の為の仕組みの有無・精緻さの差にあると整理できよう。

(以下次頁)

³⁸ S&P, "A Guide to the Loan Markets", October 2002、データは S&P U.S. Loss Recovery Database

³⁹ Fitch, "Lenders Maintain Recovery Edge Over Bondholders", 2003. 2.13 Press Release

	社債	シ・ローン
調達の対象	全額調達	信用枠と実額の調達の併存。信用枠は CP のバックアップ用が中心で、資本市場と相互補完的
利用企業	投資適格レベルの企業が中心の市場	信用枠は投資適格企業が、実際の資金調達は非投資適格企業が多用
期間	平均 8~9 年程度とみられ、かなり長い資金が調達可能。投資適格企業の中では、信用度が低い企業ほど長目となっている可能性がある	1 年未満の信用枠を別にすれば、3~5 年程度が多い。信用度的には、投資適格企業の中では、信用度が高いほど長目の期間になっている。他方、非投資適格企業になると投資適格企業より期間が長目となっている可能性がある
金利 及び 調整余地	固定金利が一般的 調整はまず無い	変動金利がほとんど 多くは Performance Grid が適用
プライシング	同一企業の High Yield bond と Leveraged loan のセカンダリー市場での Libor ベース（調整後）Spread 比較では、後者の方が Spread が小さい	
組成アレンジ	社債は投資銀行中心、シ・ローンは商業銀行中心ながら相互乗り入れ的になってきている	
引受販売方式	シンジケート方式で類似	
投資家	社債は機関投資家・個人投資家、シ・ローンは商業銀行、機関投資家等で、Leveraged loans 分野は機関投資家の関与が増える傾向	
セカンダリー市場	発達している	成長中
情報開示	SEC 登録情報等公開情報	公開情報に加え、非公開情報も
コベナンツ	一般的には僅か	有る。信用度が低くなると財務制限条項等が厳しくなる
担保	一般的には無担保	一般的に、投資適格銘柄は無担保、非投資適格は有担保
業況悪化時の対応	対応策に乏しく、機動的ではない	契約内容修正等対応余地が広く、早期対応が可能
デフォルト時の債権回収率	シ・ローンの方が社債より明らかに回収率が高い。これを反映し、社債格付とローン格付は、通常、同一か、又は、ローンの方が若干良い。	

結びに代えて

本レポートでは、シ・ローンを中心に米国の一般事業会社の資金調達を概観してきた。

米国の事業会社の資金調達では、元々、社債調達のウェイトが大きく、また、そのウェイトを近年、徐々に高まってきている。ローンについても、社債市場に類似した性格を持つシ・ローンが大手企業、大手銀行を中心に、主要な形態となってきた。中でも利回りの高い **Leveraged loans** を中心に機関投資家の直接的な関与が高まってきており、セカンダリー市場での売買も徐々に増えつつある。

これらを要約すると、企業の資金調達における「市場化」の進展と、市場化の中であってローン形態を含め実際の資金提供者としての機関投資家の直接的な関与割合の増大と言えるであろう。他方で、従来からの商業銀行による役割も、実際の資金供与シェアこそ下がってきているが、信用度の相対的に高い企業への流動性を中心とした保証的機能や、信用度が相対的に低い企業への機関投資家資金も呼び込んでのクレジットのアレンジ機能などで、相応の機能を果たしてきていると言える。

社債とシ・ローンについては、シ・ローンが少しずつ社債に近づいていく形で両者間の距離を縮めながら、依然、相互に補完的な特徴を持ちつつ併存しており、一般事業会社は、主として自らの信用度のレベルを踏まえながら、特徴を異にする両者を選択利用してきている。両者の間には、主として投資家層の違いを背景として、企業のクレジットの見極めとこれに応じたリスク低減の仕組みの有無・精緻さの差があり、これが企業サイドではクレジット供与を受けることのできる範囲の違いに、また、資金提供者側からみでの債権回収率の格差につながっている。

これは、資金提供者と資金需要者の間での資金貸借（金融）において、両者間でのクレジットを巡っての密接な情報交換が引き続き双方にメリットがあることを物語っている。企業の資金調達における「市場化」の進展と、ローンを含めた機関投資家の直接的な関与の拡大は今後も続いていっだろうが、金融の原点としての「クレジットを見極める」ことの重要性は少なくとも一定の分野においては引き続き変わることはないということであろう。

以上

（日本政策投資銀行 ニューヨーク駐在員事務所
松川力造 matsukawa@dbj-us.org）

参照資料一覧

- FRB, Flow of Funds Accounts
- FRB, Senior Loan Officer Opinion Survey, August 2000
- FRB 他, Shared National Credit review
- FDIC, Quarterly Banking Profile
- U.S. Census Bureau, "Quarterly Financial Report for Manufacturing, Mining, and Trade Corporations:"
- FRB, "Credit Risk Rating at Large U.S. Banks", Federal Reserve Bulletin, November 1998
- Federal Reserve Bank of Kansas City, Shen, Pu, "Why Has the Nonfinancial Commercial Paper Market Shrunk Recently ?", Economic Review Articles, 2003, First Quarter
- Federal Reserve Bank of Chicago, Jonathan Jones, William W. Lang, Peter Nigro "Recent Trends in Bank Loan Syndications: Evidence for 1995 to 1999", May 2001
- Journal of Banking & Finance, Haitao Li, Connie X. Mao, "Corporate use of interest rate swaps: Theory and evidence", 27(2003), 1511-1538
- NBER, Summer Institute 2002, Corporate Finance, Paul Asquith, Anne Beatty, Joseph Weber, "Performance Pricing in Debt Contracts", 2002.3.7
- S&P, "A Guide to the Loan Markets", October 2002
- S&P, "Syndicated Loans—A Rated Markets, at Last!", 2002.2.12
- Moody's, Syndicated Loan Ratings List, 2003. 9.17
- Fitch IBCA, "Loan Preserver, The Value of Covenants", 1999.3.4
- Fitch, "Lenders Maintain Recovery Edge Over Bondholders", 2003.2.13
- Fitch, "2002 Ends on a Down Note for the U.S. Bond Market", 2003.2.13
- Fitch, "U.S. Bond Market: Signs of Improving Credit Conditions Continue in the Second Quarter", 2003.8.21
- Loan Pricing Corporation, 2003 Annual, Understand Your Local Market
- LPC 9th Annual Gold Sheets Corporate Finance Conference (2003.9.18) プレゼンテーション資料 プロモーション資料(Gold Sheets, 2003.9.15)
- Investment Dealers' Digest, 2003.1.27

別表 目次

別表	頁	表	内容
	1	表 1	米国一般事業会社の資金調達（外部負債残高）状況
	2	表 2	米国の商業銀行・貯蓄組合のバランスシート
	3	表 3	米国製造業のバランスシート・資金調達状況
	4	表 4	米国コーポレートボンド（社債）マーケット
	5	表 5	米国コーポレートボンド（投資適格）の格付別・年限別発行状況
	6	表 6	米国シンジケート・ローンの推移（SNC）
	7	表 7	米国シンジケート・ローンのコミットメント額内訳（SNC）
	8	表 8	パフォーマンス・プライシングのローン契約概要調査
	9	表 9	米国シンジケート・ローン組成額（LPC）
1 0		表 1 0	米国シンジケート・ローンのセカンダリー市場規模
1 1		表 1 1	ローン・ボンド・CDS のスプレッド比較の例
1 2		表 1 2	ハイイールドのローン・ボンドのスプレッド比較
1 3		表 1 3	米国シンジケート・ローン組成額リーグテーブル（1）
1 4		表 1 4	米国シンジケート・ローン組成額リーグテーブル（2）
1 5		表 1 5	Moody's 社のシンジケート・ローン格付状況
1 6		表 1 6	一般事業会社の金利スワップ利用状況
1 7		表 1 7	Drawn Spread と Undrawn Fee の推移（BB 格～AA 格）
1 8		表 1 8	Drawn Spread と Undrawn Fee の推移（A 格）
1 9		表 1 9	Drawn Spread と Undrawn Fee の推移（BBB 格）
2 0		表 2 0	Drawn Spread と Undrawn Fee の推移（364 日ファシリティ）
2 1		表 2 1	平均ローン期間（multi-year ファシリティ、B Term Loan）
2 2		表 2 2	Multi-year ファシリティと 364 日ファシリティの Spread・Fee 比較