



本邦シンジケート・ローン市場の現状について

藤原, 賢哉

(Citation)

国民経済雑誌, 201(5):51-64

(Issue Date)

2010-05

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/81006933>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/81006933>



本邦シンジケート・ローン市場の現状について

藤 原 賢 哉

国民経済雑誌 第 201 卷 第 5 号 抜刷

平成 22 年 5 月

本邦シンジケート・ローン市場の現状について

藤 原 賢 哉

近年、わが国でもシンジケート・ローン市場の規模が拡大しつつある。にもかかわらず、シンジケート・ローンに関する研究は多くはなく、特に、わが国に関する実証研究は、ほとんどないと言っても良い。そこで、本稿では、わが国シンジケート・ローン市場の基本的な特徴について概観するとともに、アレンジャーとシンジケート・ローン参加行の情報の非対称性の観点から、シンジケート・ローンの組成構造に関して、実証的な検討を行うことにした。本稿で得られた結論は、以下のとおりである。1) アレンジャー業務は、借入企業のメインバンクが行うことが多く、これまでの取引関係の強さがアレンジャー業務の獲得につながっている。2) 参加行に関しては、これまで借入企業と取引関係のなかった金融機関がシンジケート・ローンに参加するケースが多く、アレンジャーがこれまで取引経験のない参加行からの融資をとりまとめている。3) アレンジャーと参加行の間の情報の非対称性の問題については、非上場企業ほどアレンジャーの融資シェアが高いなど、アレンジャーの融資シェアが参加行に対する一種のシグナルとして機能していた可能性がある。

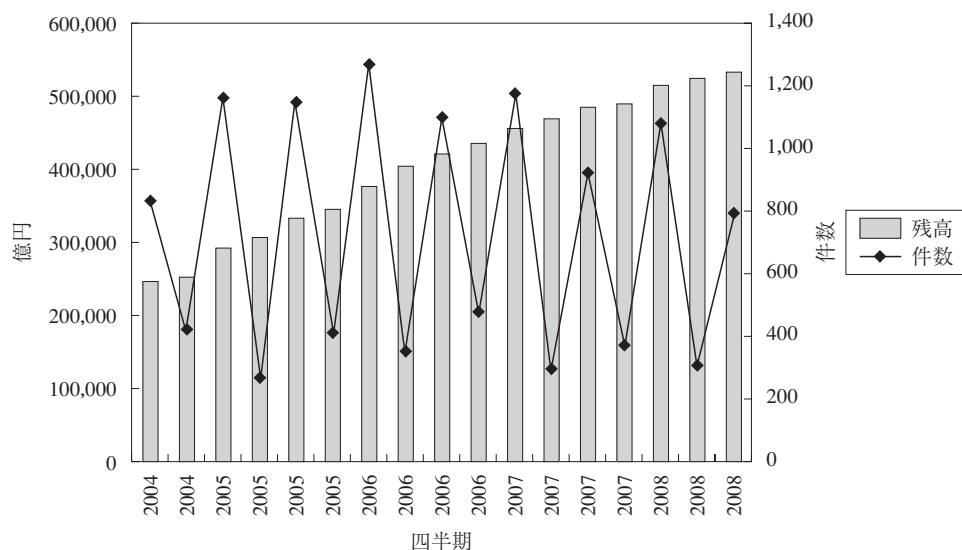
キーワード シンジケート・ローン、アレンジャー、エージェント、
情報の非対称性、組成構造

1 は じ め に

わが国のシンジケート・ローン市場は、2000年にその組成残高が20兆円程度であったが、2009年には50兆円を超えており（全銀協調べ）、リーマンショック以降の金融危機以降において、グローバルなシンジケート・ローン市場が縮小しつつ一方で、わが国のシンジケート・ローン市場は比較的堅調な動きを示している。いわゆるアレンジャー・ランキングにおいても、邦銀の活躍が目立っており、シンジケート・ローン業務がわが国の銀行においても重要な業務の一つとなりつつある。図1は、わが国のシンジケート・ローン市場の規模を組成残高と件数に関してグラフ化したものである（四半期ベース、全銀協調べ）。残高に関しては、堅調に伸びており、また、組成件数についても、四半期ごとの変動（季節性）が見受けられるものの、約600件～1,000件で推移している。米国のシンジケート・ローン市場の規模

図1 シンジケート・ローンの規模の推移（残高，件数）

シンジケート・ローンの組成件数・残高



データ出所) 全国銀行協会

が約1.3兆ドル（2005年）であることと比較すると、日本の市場規模は半分以下ではあるものの、順調に拡大していると言ってよいであろう。

また、借り手側にとっても、シンジケート・ローンは、大企業に限らず、中堅・中小企業の資金調達手段として定着しつつある。図2は、シンジケート・ローンの残高について、借り手の内訳を、上場企業・非上場企業別にプロットしたものである。この図からもわかるように、2000年代初頭においては、上場企業の割合が高かったものの、近年においては、非上場企業のシェアが高まりつつあり、現状では、残高ベースで、約4割程度に達していることがわかる。また、組成件数別には、非上場企業の一件当たりの借入金額が少ないことから、圧倒的に非上場企業のシェアが高くなっている（図3参照）。さらに、格付け取得別には、無格付け企業に対する組成件数が半分以上を占めているといわれており（三井住友銀行へのインタビューによる）、シンジケート・ローンの借り手として、中堅・中小企業の位置づけが非常に大きいことが想像される。このことは、旧来の伝統的なシンジケート・ローンのイメージ（大企業や海外インフラ等の大規模プロジェクトに対するローン組成）と大きく異なる¹⁾。

ところで、シンジケート・ローンが、近年、増加傾向にある背景には、いくつかの要因が考えられる。まず、金融機関側の要因としては、BIS規制に伴うリスクアセットの圧縮・手数料収入の確保というニーズ拡大という要因が考えられる。後述するように、シンジケート

図2 借り手の内訳（上場・非上場企業、残高）

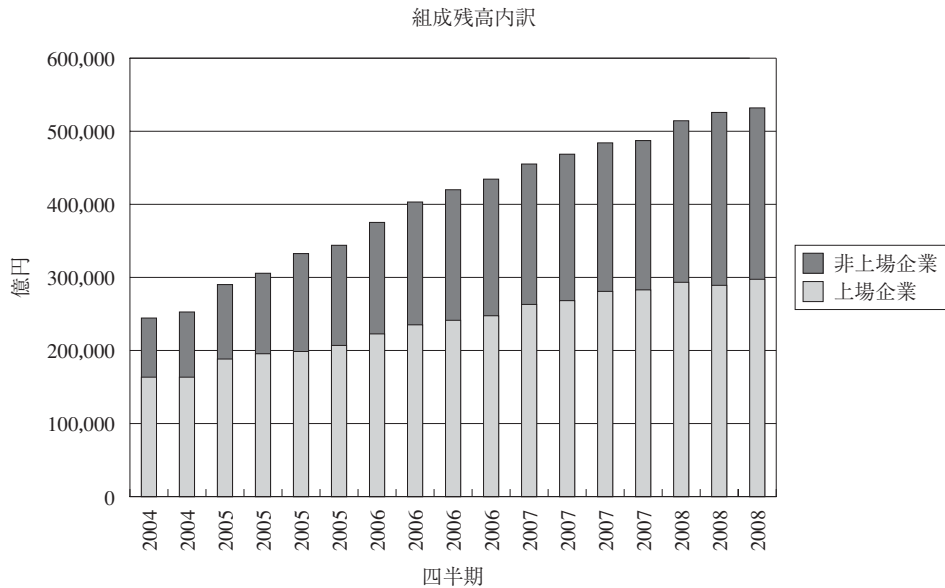
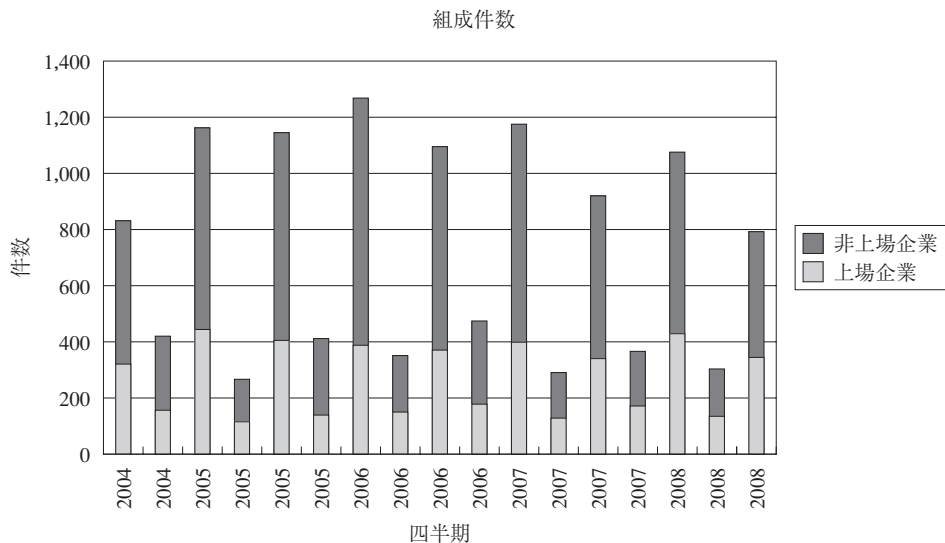


図3 借り手の内訳（上場・非上場企業、件数）



・ローンは、幹事行（アレンジャー）がシンジケート・ローンの組成事務を行い，他の金融機関に融資参加を求めるものであり，これは，アレンジャーにとっては，従来の100%自行が融資していたものを他行の融資参加を求めることで自行の融資額（リスク）を圧縮すると

ともに、手数料（アレンジャー・フィー）を確保することを可能にしている。また、幹事行以外の一般参加行にとっては（主として地方銀行）、地元の地域経済の低迷、預貸率の低下、バブル崩壊後の東京支店の閉鎖等の理由により、メガバンク等（幹事行）主導のシンジケート・ローンに参加する動機があると考えられる。

一方、借り手企業側にも、社債発行等の他の資金調達に比べて、決算報告、外部格付けの取得、目論見書の作成等の事務コストが不要であり、伝統的な融資に比べても、個々の金融機関ごとに個別の審査を受けなくてもよい（幹事行主催の「バンクミーティング」の実施）というメリットが存在する。

ところで、このようなシンジケート・ローンの拡大は、わが国の金融取引のあり方・市場特性にどのような影響を及ぼすのであろうか。シンジケート・ローンに関しては、いわゆる「市場型間接金融」の一商品として言及されることも多く、ローン市場の規格化・標準化を通じて貸出市場の流動性を高め、貸し手（銀行、機関投資家）および借り手企業双方のリスク管理を容易にする、貸し手のポートフォリオ多様化・分散化を促進する、特定の銀行ないしは銀行部門へのリスクの集中を緩和する、などの点（メリット）が強調されているが、実際のシンジケート・ローン組成に当たっては、借り手・貸し手間の情報の非対称性の問題が障害となるのではないかと考えられる。借り手の質の情報をこれまで取引のなかった複数の参加行にどのように伝達するのか、あるいはモニタリング体制をどのように構築するのか、また、借り手・貸し手間の顧客関係はどのように変化するのか（いわゆる「ホールド・アップ問題」「ソフト・バジェット問題」への影響等）、監督当局の検査の在り方はどのようにあるべきか、など、シンジケート・ローンには、様々な問題が存在する。実際、わが国のシンジケート・ローンに関しては、非上場企業が金額で約半分、件数で大半を占めており、借り手と貸し手の情報の非対称性の問題は潜在的に非常に大きいと考えられる。

そこで本稿では、貸し手・借り手間の情報の非対称性の問題に注目し、シンジケート・ローンの組成構造と情報の非対称性の程度との関係について実証的な分析を行うことにする。この問題については、Sufi (2007) が米国のシンジケート・ローンに関して実証研究を行っており、また、滝川 (2009) が理論・実証に関する展望を行っているが、わが国のデータを用いて実際に検証したケースはほとんどなく、米国の先行研究と同じ特徴が観察されるのかどうか、また、わが国のいわゆるメインバンク制度とシンジケート・ローンの関係はどうかなど検証すべき課題は多いと思われる。

本稿の構成は以下の通りである。まず次節では、具体的な実証研究の前に、シンジケート・ローンの基本的な制度的構造および経済学的・法律的な論点について整理を行う。続く第3節では、情報の非対称性とシンジケート・ローンの組成構造との関係について、Sufi (2007) 等の先行研究を紹介したのち、わが国のデータを用いて実証分析を行う。具体的に

は、アレンジャーとメインバンクとの関係（同一性）、参加行の特徴（既存行か新規行か、借り手企業との地域同一性）、アレンジャーの融資比率および手数料率に関する決定要因（回帰分析）について考察する。最後に第4節では、本稿の要約と本稿で言及しなかった課題等について述べる。

2 シンジケート・ローンの制度的概要

2.1 シンジケート・ローンの仕組み

シンジケート・ローンとは、企業の資金調達に際して、アレンジャーと呼ばれる幹事金融機関が複数の金融機関を集めて協調融資団（シンジケート団）を組成し、ひとつの融資契約書に基づいて、同一条件で融資を行う手法のことである。通常、シンジケート・ローンは、借り手企業、アレンジャー、エージェント、参加金融機関、から構成されており、図4のような流れでシンジケート・ローンが組成される。

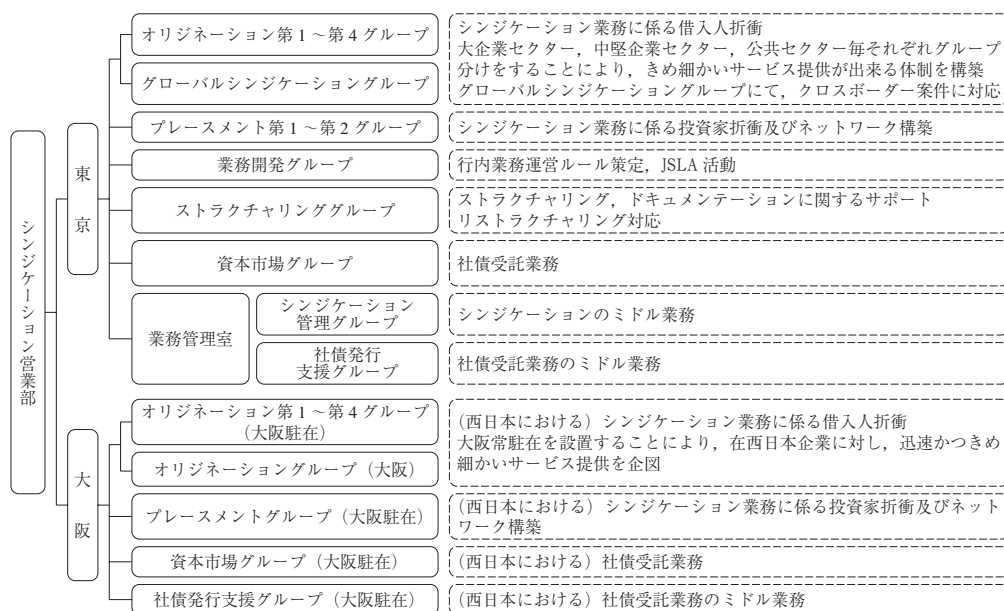
このうち、アレンジャーの業務については、融資契約書調印までの業務が該当し、具体的には、借り手企業の資金調達ニーズに関するヒアリング、貸出条件の設定（「タームシート」の作成）、参加行の招聘、契約書の作成、参加行への情報提供（「インフォメーション・メモランダム」の作成）が含まれる。ターム・シートには、融資の金額、形態（コミットメント

図4 シンジケート・ローン組成の流れ



ローン、タームローン)、組成方式(アンダーライト型、ベスト・エフォート型)、融資期間、金利、担保、資金使途、手数料率、弁済方法、財務制限条項、担保制限条項、期限の利益喪失(早期弁済)の事由、貸付人の意思結集方法(融資条件の変更、デフォルト時の対応など)、相殺(預金と債権等との相殺)、譲渡、等の項目が含まれており²⁾、伝統的な融資の形態に比べて、平等性、譲渡を前提としているという点において、社債に近い形になっている。また、インフォメーション・メモランダムについては、借入人の事業内容や財務状況、守秘義務に関する覚書であり、後述するように、借り手・アレンジャーから参加金融機関への情報提供の具体的手段であり、その有効性や法的責任に関しては大きな論点となっている。一方、エージェントの業務は、融資契約調印後の業務であり、貸出実行、貸出実行後の債権管理、弁済金の受領と貸付人(シンジケート団)への分配、当事者間の合意が必要な場合の調整等、がこれに該当する。通常は、後述のとおり、アレンジャーを務める金融機関がエージェントを兼ねる場合が多い⁴⁾。

図5 銀行におけるシンジケート・ローンの組成体制



シンジケーション営業部のシンジケーション関連業務では、地域的には東京・大阪の2ヶ所、業務的には大きく分けてオリジネーション・プレースメント・ストラクチャリング・業務開発の4グループにて国内業務を担当しております。

出所) 三井住友銀行

2.2 シンジケート・ローンの意義と論点

シンジケート・ローンの経済的意義・特徴として、複数の金融機関が参加するため、借入金利等に市場の需給が反映される、加えて、標準化された契約書を用いるため実行後の譲渡

が容易であるなど、譲渡に適した債権として組成されるため、直接金融における資金調達手段のような「市場性」を帯びているという点が挙げられる。また、その一方で、金融機関が借り手と互いを確認しながら約定条件を締結する（特定複数の金融機関と守秘義務を結んだうえで、非公開情報を含む情報を開示し、契約条件を決定する）という仕組みも残されており、従来の伝統的な間接金融が他の貸出手段の特徴（相対性）も保っていると言えよう。このような「市場型間接金融」の資金調達手段については、借り手にとっては、資金調達手段の拡大、借入条件の改善・透明化、借入事務負担の軽減、貸し手にとっては、貸出ポートフォリオの分散（異業種・地域別）、バランスシートのスリム化・手数料収入の確保、貸出事務の効率化等のメリットがあると考えられるほか、経済全体から見れば、貸出に関する価格発見機能の向上、資金仲介チャネルの多様化、マクロ的な資金配分の適正化、リスク負担の最適化、等の効果が考えられる。

しかし、シンジケート・ローンをめぐっては、債務不履行となった場合のアレンジャーやエージェントの法的責任、シンジケート団の対応の在り方をめぐって、欧米で問題（訴訟等）となっており、わが国でも、法律家を中心に、シンジケート・ローンに対しての法律的研究が行われている（野村・道垣内（2008～2009））。

アレンジャーの法的責任に関する論点としては、1) インフォメーション・メモランダムについて虚偽記載・報告があったかどうか、2) シンジケート・ローン以外の取引で得た情報の取り扱い、3) アレンジャーと参加金融機関の法的責任の関係について、「プロ対プロ」「自己責任原則」を透徹するか、等が挙げられている。またエージェントの法的責任に関しては、1) 注意義務（債務者のモニタリングおよび担保保全に関して）、2) 忠実義務（借入人の財務状況を知った場合に別口の債権を回収する可能性）、についてそれぞれ違反があるかどうか争点となっている。そのほか、債務者がデフォルト等に陥った時の対応に関しては、シンジケート団で統一的行動をとるか（あるいは多数決に従うか）、通常の債権者集会との関係、アレンジャーやエージェントのリーダーシップ、譲渡可能性がデフォルト後の利害調整に及ぼす影響などの問題が議論されている。法的には、「信認義務」に基づく責任がアレンジャーやエージェントに発生するか否か、プロ同士に説明義務が必要ななどの点が議論となっており、これまでの判例等においては意見が分かれている。

3 情報の非対称性とシンジケート・ローンの構造

3.1 先行研究

上述のように、シンジケート・ローンに関しては、借り手企業と貸し手の情報の非対称性の問題が存在しており、とりわけ、アレンジャーと参加金融機関の間で問題が深刻であるケースが多いと考えられる。アレンジャーが借り手企業に関する重要な未公開情報を入手した

上で、あえて参加金融機関に伝えずにローンを募集販売し、参加金融機関が損失を被る場合や、エージェントが借り手企業に関する情報を入手した上で、自行の債権保全を優先的に図るケースなどがその典型である。

Sufi (2007) は、シンジケート団の間の情報の非対称性が、シンジケート・ローンの組成構造にどのような影響を及ぼしているのか、あるいは、組成構造によって情報の非対称性の問題が緩和されるのかについて、米国のデータ (Loan Pricing Corporation, 1992-2003年, 約12,000件) を用いて実証研究を行っている。彼の論文では、1) アレンジャーが自ら融資することによる信頼性の確保 (いわゆる bonding 効果), 2) 借り手に近い (close) 金融機関が参加行として融資することによる非対称性の緩和, 3) アレンジャーとしての名声・評判効果, 4) 借り手の評判効果, について検証しており、被説明変数として、アレンジャーの融資比率、集中度 (ハーフィンダール指数)、参加行の数、アレンジャーの数 (複数アレンジャー)、説明変数として、借り手企業が上場企業であるかどうか、格付けの有無 (公開企業の格付けあり、公開企業で見格付け、非公開企業の3分類)、売上、組成金額、満期の長さ、資金使途 (運転資金、設備資金)、優先劣後構造を、説明変数とした回帰分析を行っている。

結論は、アレンジャーの融資比率を被説明変数とする場合には、非上場企業ほどアレンジャーの融資比率が高く、また、売上高が高いほど融資比率が低いことが示されている。また、シンジケート・ローンを複数経験している企業ほど融資比率が低く、アレンジャーのランキング (マーケットシェア) が高いほど融資比率が低くなっていることを見出している。また、無担保の融資ほど融資比率が高いことも発見している。

3.2 本稿の分析テーマとデータの出所

以下では、Sufi (2007) の先行研究を参考にしながら、わが国のシンジケート・ローンに関するデータを用いて、シンジケート団の間の情報の非対称性と組成構造の関係について実証分析を行うことにする。具体的には、1) アレンジャーと参加金融機関の特徴、2) アレンジャーの融資比率やアレンジャーの手数料率に関する回帰分析を行う。

1) のアレンジャーと参加金融機関の特徴に関しては、a) アレンジャーとメインバンクが同一であるか、b) 参加金融機関と借り手企業とは従来から取引関係があるかどうか、c) 参加金融機関と借り手企業の地域性には共通要素があるかどうか (借り手企業の本社所在地と参加金融機関の営業地域が同一か)、について考察する。また、分析の際は、アレンジャーについて、業態を区別 (メガバンク、地方銀行、政策投資銀行、商工中金) して行う。

次に、2) の回帰分析に関しては、まず、アレンジャーの融資比率 (HELD) を被説明変数として、シンジケート・ローン組成規模 (LOAN)、参加金融機関数 (NUMBER)、満期の長さ (MATURITY)、参加金融機関に占める既存取引金融機関の数 (EXISTING)、非上場

企業ダミー (PRIVATE)、過去のシンジケート・ローンを経験しているかのダミー (EXPERIENCE)、資金使途が運転資金 (WORKINGCAP)、アレンジャーがメインバンク (MAIN)、を説明変数として回帰分析を行う。予想される符号としては、組成規模が大きい、満期が長い、非上場企業ほど、情報の非対称性の問題が大きくなり、アレンジャーの融資シェアが高くなる（プラスの符号）と予想される。一方、既存取引銀行の数が多いほど、過去のシンジケート・ローンを経験している企業ほど、資金使途が運転資金（短期的）である場合、アレンジャーがメインバンクである場合は、情報の非対称性の問題が小さく、アレンジャーの融資シェアが小さくなることが予想される。

また、上記と同様の理由から、参加銀行のうち借り手企業の本社所在地が参加行の地域地盤と重なる割合 (CHIIKI)、アレンジャーの手数料率 (FEE) を被説明変数として回帰分析を行う。仮に情報の非対称性の問題が大きい（潜在的に小さい）のであれば、地域的な同一性の上昇（低下）、アレンジャー手数料率の上昇（低下）が観察されると予想される。

回帰分析で用いた分析データは、トムソンフィナンシャルのシンジケート・ローンに関するデータベース (Thomson One Investment Banking Deals, Syndicated Loan) から入手したもので、対象期間は2007年1月から2008年6月である。このデータベースには、借り手企業の名称とアレンジャー金融機関名、参加金融機関名が記されており、すべてのケースではないものの、シンジケート団の融資金額の内訳が記されている。本稿では、対象期間のうち、アレンジャーが単独ですべての金融機関の融資内訳が掲載されている（借り手が上場不動産投信である場合を除く）について分析を行った。また、アレンジャーがメインバンクかどうかについての判定については、日経会社情報で取引銀行覧に最初に記載されている銀行をメインバンクとして判断した。

3.3 アレンジャーと参加行の特徴

表1は、シンジケート・ローンのアレンジャーについて、当該金融機関が借り手企業のメインバンクかどうかをアレンジャーの業態別（メガバンク、地方銀行、政策投資銀行、商工中金）にまとめたものである。この表からもわかるように、アレンジャーとメインバンクの同一性については、業態によって多少差があり、アレンジャーがメガバンクあるいは地方銀行の場合はほぼメインバンクであることが観察される。一方、政府系の金融機関については、政策投資銀行の場合はメインバンクでないケースが大半を占めており、この点で商工中金とは対照的な結果となっている。

次に、表2は、参加金融機関（アレンジャー除く）が、借り手企業の既存の貸し手かあるいは新規の貸し手かどうかを調べたものである（新規の銀行である場合には、借り手企業の本社所在地と貸し手金融機関の地域性についてさらに分類している）。アレンジャーがメガ

表1 アレンジャーの属性（アレンジャーがメインバンクかどうか）

アレンジャー	メガバンク	地銀	政策投資銀行	商工中金
メインバンク	81.6%	82.4%	20%	84.5%
準メイン	16.8%	10.5%	20%	15.5%
それ以外	1.6%	7.1%	60%	0%
NOB	682	114	10	45

表2 参加銀行の分布状況（既存取引銀行か新規取引銀行かどうか）

アレンジャー	メガバンク	地銀	政策投資銀行	商工中金
既存銀行	29.8%	37.5%	33.3%	86.7%
新規銀行	70.2%	62.5%	66.7%	13.3%
本社が同一県内	16.7%	28.5%	0%	8.9%
本社が同一地域ブロック	9.2%	23.0%	11.1%	2.2%
それ以外	44.3%	11.0%	55.6%	2.2%

バンク、地方銀行、政策投資銀行の場合は、これまで取引関係のなかった新規の金融機関が参加銀行として参加している比率（行数ベース）が高いことがわかる。ただし、メガバンクおよび政策投資銀行では、参加銀行に関して、借り手企業との地域同一性も低い一方で、地方銀行に関しては地域同一性が観察されており、このことは、メガバンクと地方銀行では、情報の非対称性の緩和の方法が異なっている可能性を示唆しているのかもしれない。

3.4 回帰分析の結果

表4は、アレンジャーの融資比率を被説明変数（HELD）とし、借り手企業の属性やシンジケート・ローンの組成特徴を説明変数とした回帰分析（pooling ols）の結果である（表3は各変数の基本統計）。分析結果は、メガバンクがアレンジャーである場合は、非上場企業ダミーや既存参加行の比率が想定された符号で有意に効いており、アレンジャーの融資比率が情報の非対称性の緩和に貢献している可能性が読み取れる。また、メインバンク・ダミーについては、有意に負となっており、アレンジャーがメインバンクであれば、情報の非対称性の問題がさらに緩和される（アレンジャーの融資比率が高くなっても済む）ことを示唆しているのかもしれない。

一方、地方銀行がアレンジャーである場合には、非上場企業ダミーが非有意であり、地方銀行が主導するシンジケート・ローンでは、アレンジャー融資比率以外の変数がローンの組成・情報の非対称性の問題に影響している可能性がある。実際、表2では、地方銀行がアレンジャーの場合には、参加金融機関と借り手企業の地域性に共通項があることから、参加銀行のうち借り手の本社所在地が一致する割合（CHIIKI）を被説明変数として同様の回帰分

析を行ってみた（表5）。結果は、非上場ダミー変数など情報の非対称性に関する変数と地域の一致には有意な関係は見出されず、地銀のシンジケート・ローン組成に関しては、情報仮説と整合的な結果は検出されなかった。このことは、地方銀行がシンジケート・ローンに関しては、他の要因等（当局向けの単なる実績作り（リレバン政策への対応））が影響している可能性がある。

最後に、表6では、アレンジャーの手数料率を被説明変数（FEE）とした回帰分析を行ってみた。サンプルデータの入手の都合上、説明変数としては、非上場企業ダミーと満期の長さ、メインバンク・ダミーのみを用いているが、結果は、いずれも非有意な値となっており、情報の非対称性と手数料率には明確な関係は観察されなかった。

表3 基本統計

	Mean	Std Dev	Minimum	Maximum
HELD	0.52029	0.15081	0.15	0.92
LOAN	4480.261	7559.101	100	60000
NUMBER	3.81046	2.93516	1	18
MATURITY	3.20815	3.05443	0.493	18.934
EXISTING	0.23265	0.21971	0	0.82
CHIIKI	0.086928	0.24619	0	1

表4 アレンジャーの融資比率を被説明変数とする回帰分析（pooling ols）

	full sample			mega bank			regional bank		
C	0.594** (18.073)	0.593** (17.07)	0.588** (17.66)	0.598** (16.87)	0.589** (15.7)	0.592** (16.56)	0.57** (6.93)	0.655** (8.45)	0.501** (5.7)
PRIVATE	0.045** (1.954)	0.045** (1.922)	0.047** (2.04)	0.048** (1.92)	0.046** (1.9)	0.05** (1.97)	0.04 (0.75)	0.08* (1.72)	0.069 (1.13)
LOAN	-8E-07 (-0.53)	-9.9E-07 (-0.65)		-1.01E-06 (-0.64)	-1.2E-06 (-0.74)	-1.2E-06 (-0.77)	9.9E-06 (1.13)	5.9E-06 (0.78)	1.3E-05 -1.59
MATURITY		0.00034 (0.08)			4E-03 (0.827)			-0.013** (-2.52)	
WORKINGCAP	-8.10E-07 (-0.529)		0.027 (1.16)			0.027 (1.04)			0.088 -1.65
EXISTING	-0.229** (-4.141)	-0.228** (-4.03)	-0.24** (-4.28)	-0.195** (-3.14)	-0.189** (-3.03)	-0.203** (-3.25)	-0.389** (-3.38)	-0.574** (-4.71)	-0.436** (-3.89)
EXPERIENCE	-0.00018 (-0.062)	-0.0002 (-0.061)	-0.00027 (-0.09)	-5.2E-04 (-0.169)	-5.1E-04 (-0.16)	-6.9E-03 (-0.22)	-3.7E-03 (-0.17)	-0.011 (-0.64)	-0.436 -0.27
MAIN	-0.046 (-1.48)	-0.047 (-1.48)	-0.048 (-1.56)	-0.057* (-1.73)	-0.059* (-1.77)	-0.06* (-1.81)			
AR-squared	0.16	0.16	0.17	0.15	0.15	0.16	0.37	0.57	0.44
Jarque-Bera	2.25	2.25	2.54	2.07	2.22	2.33	0.68	0.95	0.47

表5 参加行と借り手企業の地域同一性を被説明変数とした回帰分析 (pooling ols)

	regional bank	
C	0.654** (4.98)	0.671** (4.87)
PRIVATE	-0.024 (-0.185)	-0.01 (-0.083)
LOAN	2.1E-05 (1.06)	1.9E-05 (0.97)
MATURITY		-0.63 (-0.55)
AR-squared	0.07	0.09
Jarque-Bera	1.43	1.47

表6 アレンジャーの手数料率を被説明変数とした回帰分析

	FEE	
C	0.110** (67.8)	0.109** (60.14)
PRIVATE	0.18E-02 (1.09)	0.5E-02 (1.60)
MATURITY		0.85E-03 (1.59)
MAIN	0.44E-02** (2.27)	0.11E-02 (0.37)
AR-squared	0.24	0.34

4 結語と今後の課題

本稿では、わが国におけるシンジケート・ローンの現状について実証分析を行った。近年、わが国でもシンジケート・ローン市場の規模が拡大しつつある一方で、シンジケート・ローンに関する研究は少なく、特に、わが国についての実証研究はほとんど行われていないのが実情であるように思われる。そこで、本稿では、わが国シンジケート・ローン規模や制度的特徴について概観したのち、欧米の先行研究の成果を参考にしながら、わが国のシンジケート・ローンのデータを用いて、情報の非対称性とシンジケート・ローンの組成構造に関して実証的な分析を行った。本稿で得られた結論は以下のとおりである。

- 1) シンジケート・ローンのアレンジャー業務は、借入企業のメインバンクが行うことが

多く、これまでの取引関係の強さがアレンジャー業務の獲得につながっていることがわかる。2) (アレンジャー以外の) 融資参加行に関しては、これまで借入企業と取引関係のなかった金融機関がシンジケート・ローンに参加するケースが多く見られ、メインバンクがアレンジャーとしてこれまで取引関係のなかった地方の金融機関からの融資をとりまとめていると推察される。3) アレンジャーと参加行の間の情報格差の問題については、非上場企業ほどアレンジャーの融資シェアが高いなど、アレンジャーの融資シェアが参加行に対する一種のシグナルとして情報の非対称性を緩和する方向で機能していた可能性がある。一方、地方銀行がアレンジャーとなるケースや、アレンジャーの獲得する手数料率に関しては、情報格差の影響は明確に観察されない。

最後に、本稿では言及されなかった問題について述べておくことにしたい。シンジケート・ローンに関しては、アレンジャーと参加金融機関の情報の格差の問題のほかに、デフォルト等の場合が生じたときの対応（再交渉）の問題もあると思われる。わが国ではシンジケート・ローンが近年に普及したこともあり、シンジケート・ローンのデフォルトおよびその後の対応が問題となったケースはないように思われるが、今後、シンジケート・ローンを組み込んだ企業の破たんが多くなれば、シンジケート・ローンが法的整理によぼす影響についても検証すべきであろう。シンジケート・ローンの中での債権者間の平等性が再交渉における利害対立を緩和するのか、あるいは、通常の債権者の中で異質な債権者集団が入ることで逆に利害対立が増大するのか、さらには、債権市場の流動性向上の法的整理への影響等については、今後の一層の理論的・実証的な分析が必要であると思われる。

注

- 1) ちなみに、非上場企業ではタームローン型のシンジケート・ローンが多く、上場企業では、タームローンおよびコミットメントローンの混合タイプが多いといわれている。非上場企業向けの融資に関してタームローンが主流であることについては、資本金3億円以下の企業については、コミットメントローンの手数料が、利息制限法に抵触するからであると思われる。
- 2) アンダーライト型とベスト・エフォート型とは、社債に関する用語と同じであり、前者は引き受けリスクがあるが、後者にはベスト・エフォート型には引き受けリスクがない。また、担保や金利については、個別の詳細については不明であるが、わが国では、無担保無保証、変動金利タイプが多いといわれている。
- 3) 契約書については、JSLA（日本ローン債権市場協会）による契約書がひな型になっている。
- 4) シンジケート組成の銀行内部の組織体制については、図5を参照のこと。
- 5) シンジケート・ローンの用語では、参加銀行が既存銀行に限定される場合をクラブ型、そうでない場合をジェネラル型と呼ぶことがあるが、現実のデータからは、どちらか100%である場合はほとんどないと思われる。

参 考 文 献

- Ahn, S., and W. Choi, "The Role of Monitoring in Corporate Governance: Evidence from Borrower's Earning Management Behavior", *Journal of Banking & Finance*, No. 33, 2009, 425-434.
- Sufi, A., "Information Asymmetry and Financing Arrangements: Evidence from Syndicated Loans", *Journal of Finance*, LXII, No. 2, 2007, 629-668.
- Focarelli, D., A. L. Pozzolo, and L. Casolaro, "The Pricing Effect of Certification on Syndicated Loans", *Journal of Monetary Economics*, No. 55, 2008, 335-349.
- Jonathan, D. J., W. W. Lang, and P. J. Nigro, "Agent Bank Behavior in Bank Loan Syndications", *Journal of Financial Research*, XXVIII, No. 3, 2005, 385-402.
- 小野有人『新時代の中小企業金融』東洋経済新報社, 2007年。
- 坂井豊・副島史子『シンジケートローン契約書作成マニュアル』中央経済社, 2004年。
- 佐藤正謙監修『シンジケートローンの実務』金融財政事情研究会, 2003年。
- 塩澤和彦・木原正裕「ローンセカンダリー市場活性化に向けた日本ローン債権市場協会の活動と今後の課題について」『証券アナリストジャーナル』, 2005年3月。
- 下山陽一・根本泉・仙當毅行「企業金融と高流動性シンジケートローンについて」『証券アナリストジャーナル』, 2005年3月。
- 菅野浩之「発展を続けるクレジット市場と日本銀行の取組み：シンジケートローンの現状と課題を踏まえて」『証券アナリストジャーナル』, 2005年3月。
- 滝川好夫「シンジケート・ローンに関する先行研究：1つのサーベイ」『国民経済雑誌』, 第199巻第4号, p. 1-14, 2009年。
- 西村ときわ法律事務所『新しいファイナンス手法』, 金融財政事情研究会, 2006年。
- 野村美明・道垣内弘人ほか「シンジケートローン基本判例研究」『ジュリスト』, No. 1368~1372, 2008年~2009年。
- 平野英則『よくわかるシンジケートローン』金融財政事情研究会, 2007年。
- 村山昌博「なぜ今、シンジケートローンそしてセカンダリー市場なのか」『証券アナリストジャーナル』, 2005年3月。
- メレディス・コフィー「米国シンジケートローン市場の歴史と発展」『証券アナリストジャーナル』, 2005年3月。