

- ・ 日本銀行国際局が実施する外部への委託調査・研究に関する報告書です。
- ・ 本報告書の著作権は日本銀行に帰属します。
- ・ 本報告書の内容や意見は、執筆者に属し、日本銀行あるいは国際局の公式見解を示すものではありません。

邦銀からみたアジア・中国の シンジケートローン市場の潜在的な成長性 (委託調査)

平成18年2月

JAPAN CENTER FOR INTERNATIONAL FINANCE

財団法人 国際金融情報センター

はじめに

本報告書は、平成 17 年度に日本銀行から委託された「邦銀からみたアジア・中国のシンジケートローン市場の潜在的な成長性」に関する調査結果をまとめたものである。

この 1～2 年、邦銀は不良債権処理に目処をつけ、収益力強化に本腰を入れるために、国際業務に再び注力している。運用機会の多様化を求める中で、アジアのシンジケートローン（以下、「シ・ローン」）は重要な位置づけとされる。

アジアのシ・ローンは 1998 年の通貨危機により取引量が急減したが、この数年取引量が増え、2005 年には過去最高の組成額 US\$1,470 億を記録した。豪州を含むアジアの組成額は、日本とほぼ同規模である。組成額で見ると、豪州、香港、台湾の順であり、インド、中国の資金需要の伸びも強い。また、アジアの資金調達手段としても、オフショア債券市場規模（2005 年 US\$511 億）を大きく上回り、シ・ローン市場が安定的に発展することは、アジア地域の発展にとって重要である。

この調査では、アジアのシ・ローンの fact finding に注力し、以下の観点からアプローチした。

- ・ どのような案件が組成されているか？ アジアの企業の資金需要はどうか？
- ・ BRICS である中国、インドの資金需要はどうか？ 邦銀が対応できる案件か？
- ・ アジアで活躍している欧米の金融機関、アジアの金融機関はどのような戦略で事業展開しているか？ 邦銀の取組状況はどうか？
- ・ 日本のアジアの金融市場におけるプレゼンスを高めるために、どのようなことが考えられるか？

こうした問題意識で、アジア各国の主要金融機関を往訪（延べ 60 件強）、シ・ローン担当者、融資統括部署の多くの方から、生の声を聞かせていただいた。基礎的な資料としては、Reuters の子会社である Loan Pricing Corporation（以下、「ロイター LPC」）から情報提供を受け、これを紹介している。また藤井の派遣元であるみずほコーポレート銀行の本店、アジア各海外支店より、各国市場の概況、案件動向につきレクチャーを受けた。

調査対象国（地域）は、香港、中国、韓国、台湾、シンガポール、マレーシア、タイ、インド、インドネシア、フィリピンの 10 カ国である。

本書の構成は以下の通りである。

- I. アジアのシ・ローンの全体観
- II. 各国市場の概要要約、出張報告要約
- III. 各国市場の動向
- IV. アジアのシ・ローンへの邦銀の主要取組案件
- V. 主要案件（2005 年組成分）

このうち、III. 各国市場の動向は、ロイターLPC の 2005 年 Annual Book をもとに、2005 年中にリリースされた主要なニュースを反映させたものである。アジアの各市場の動向を的確にまとめており、先方の了解を得て邦訳した。アジアのシ・ローンの取引状況については、日本で紹介された文献は少なく、このレポートによって、市場発展の経緯、アジアの企業動向が理解いただけると思う。ロイターLPC の執筆担当者とも数回面談を行ったが、日本では馴染みのない企業、取引手法が多く含まれる点や、また日本語として十分にこなれていない点について、ご容赦願いたい。

本報告書が、アジアのシ・ローン市場への理解、市場の安定的な発展、邦銀のプレゼンス向上等につながれば幸いである。

執筆者

調査部 部長 藤井 資久

調査部 主任研究員 荻野 和之

この他、(財) 国際金融情報センターより、アジア第 1 部の研究員、及びシンガポール事務所の吉田駐在員が協力。

平成 18 年 2 月

財団法人 国際金融情報センター

目 次

I. アジアのシ・ローン全体観	1
1. アジアのシ・ローン取引概観	1
2. 2005 年の取引動向	4
3. 中国のシ・ローン動向	8
4. 今後の成長性	12
5. 邦銀の取組状況、課題	19
II. 各国市場の概要要約、出張報告要約	25
III. 各国市場の動向	43
1. 香港	43
2. 中国	56
3. 韓国	64
4. 台湾	78
5. シンガポール	88
6. マレーシア	94
7. タイ	102
8. インド	109
9. インドネシア	117
10. フィリピン	123
11. セカンダリー市場	128
IV. アジアのシ・ローンへの邦銀の主要取組案件	139
V. 主要案件（2005 年組成分）	143

I. アジアのシ・ローンの全体観

1. アジアのシ・ローン取引概観

要旨

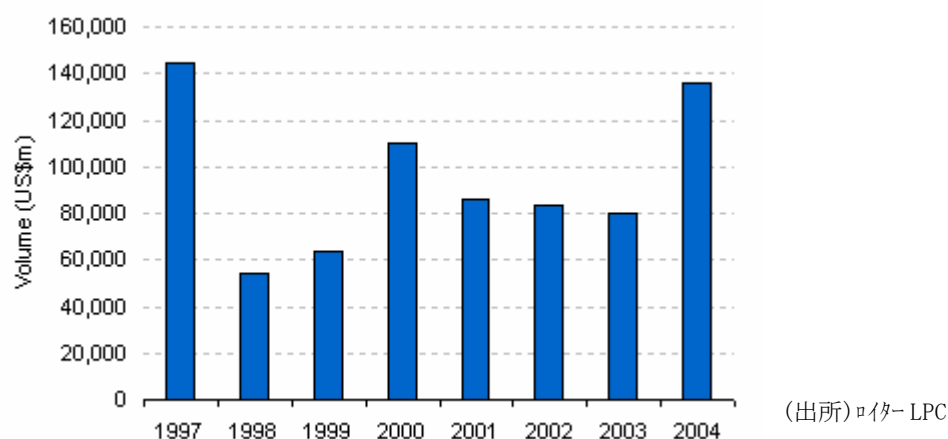
アジアのシンジケートローン組成額は、通貨危機後激減したが、この1～2年再び取引量を増加させている。案件組成金額（リーグテーブル）では欧米系金融機関が上位を占めるが、邦銀の取り組みも活発化している。ここでは、市場規模、参加金融機関の動向、欧米市場と比べたアジア市場の特徴、主要金融機関の担当者コメントにつき紹介したい。

(1) アジアのシンジケートローン市場概観

イ. 市場規模

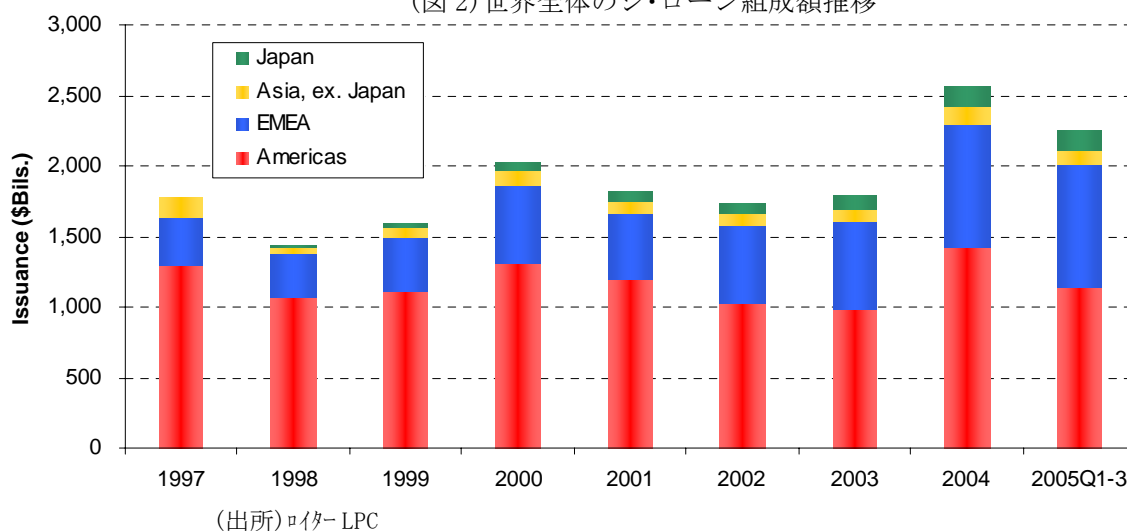
アジアのシンジケートローン（日本を除き、オセアニアを含む。以下、「アジアのシ・ローン」とする）組成額は通貨危機直後には激減したが、2000年にはIT企業のM&Aによる大規模な資金調達などで大幅に伸ばした。その後いったん減少したが、2004年の組成額はUS\$1,360億と通貨危機以前の水準にまで戻してきた。2005年は、第3四半期までにUS\$1,010億の組成があり、通年では2004年の組成額を上回る見込みである（図1）。

（図1）アジアのシ・ローン組成額推移



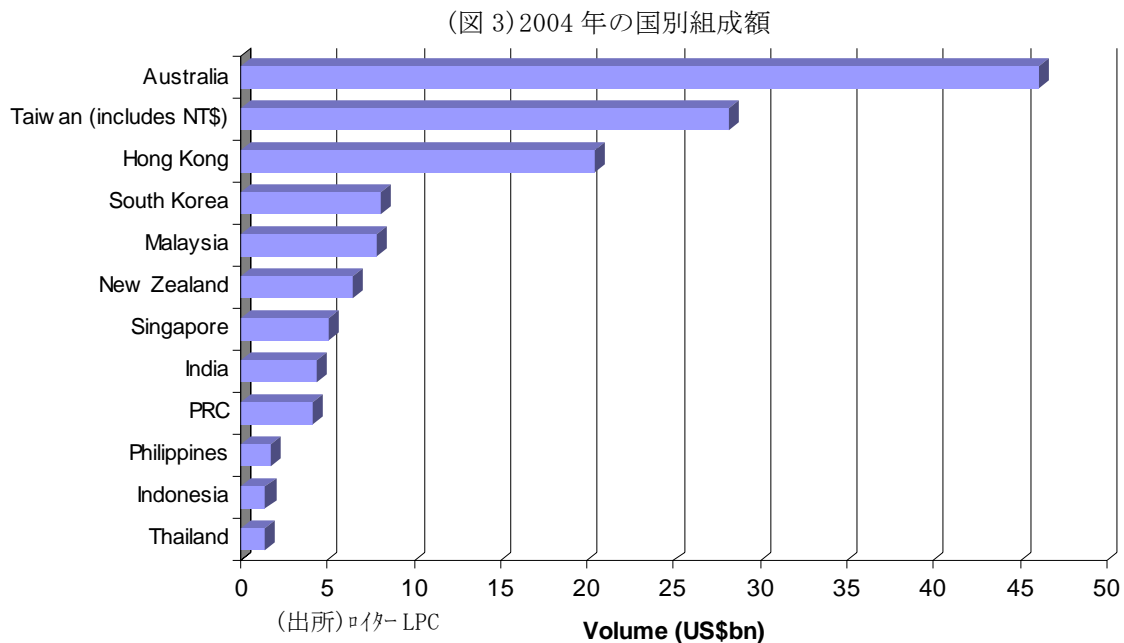
また、世界全体のシ・ローン市場規模は、2004年において約US\$2兆5,700億に達している。内訳は米州がUS\$1兆3,480億（全体の55.4%）、欧州・中東・アフリカ（下図 EMEA）US\$8,680億（33.7%）、日本US\$1,410億（5.5%）、アジア（日本を除き、オセアニアを含む）はUS\$1,360億（5.3%）である。アジア・パシフィックから、オセアニア案件（2004年組成額 豪州\$US460億、ニュージーランドUS\$65億）、閉鎖性の強い台湾の自国通貨案件（同US\$214億）を除くと、アジアのシ・ローン市場規模は約US\$621億である（図2）。

（図2）世界全体のシ・ローン組成額推移



ロ．国別市場規模

2004 年の国別の組成額では、日本 US\$1,410 億を筆頭に、豪州 US\$460 億、台湾 US\$282 億（台湾ドル建ての案件を含む）、香港 US\$204 億、韓国 US\$81 億、マレーシア US\$79 億、シンガポール US\$51 億、インド US\$44 億、中国 US\$41 億の順である（図 3）。



ハ．ローンスプレッド（調達ベースレートへのマージン）状況

アジアのシ・ローンのスプレッドは、金融機関による引受競争を反映して、意外なほど低い。アジアではボロワーの調達コストは 2001 年以降、一貫して低下しており、2004 年の平均的な調達資金のスプレッドは 1 年物で LIBOR (以下、「L」)+47.8bp、5 年物で L+89.5bp である。ボロワーは調達コスト低下のメリットを享受するために、既存債務の借り換えを金融機関に求め、より良い条件での調達に成功しているところが多い。

米国のように厚みのあるマーケットではないので、ベンチマークといえる銘柄は少ないが、A-から BBB 格付をもつ香港の財閥企業（Cheung Kong、Hutchison、Sun Hung Kai 等）は 5 年物を L+30bp 台のスプレッドで調達している。米国の BBB 格のローンが L+70bp 程度のスプレッドがあることと比較すると、アジアのプライシングはタイト（調達者に有利）と言えよう。

中国の一流国有企業による外貨資金調達が今年に入って活発化しているが、調達レートは 5 年物で L+40bp 程度と低い。中国国有企業の案件としては、China Unicom (携帯電話)、SINOPEC (石油精製。2005 年 8 月アンゴラでの油田買収資金のため US\$25 億を調達)、COFCO (食料商社)、COSCO (海運)、China Eastern Airlines などが挙げられる。

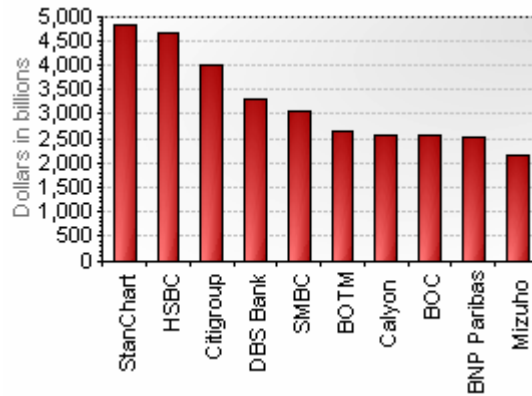
また、株式市場への資金流入が著しいインドでは、代表銘柄の Tata Group、Reliance Group の案件は、インドのソブリン格付が S&P BB+と非投資適格 (Moody's 社は Baa3) にあるにもかかわらず、5 年物で、スプレッドが L+80bp 程度である。

(2) 金融機関のシ・ローンへの取組

イ．アジアのシ・ローンリーグテーブル

2004 年のアジアのシ・ローン市場でのアレンジャー案件組成額のリーグテーブルは、上位から Standard Chartered、HSBC、Citi の順となった。この三行は「アジアの御三家」で、アジアに強力なネットワークを持ち、シ・ローン以外にも各地域でのリテール、貿易金融などのホールセールなどでも全般的に強い（図 4）。

(図 4)リーグテーブル



(出所)ロイターLPC

3 行の他は、順に DBS (シンガポール)、三井住友、東京三菱 (現三菱東京 UFJ)、Calyon (仏)、Bank of China、BNP Paribas、みずほの順となった。邦銀はアジア通貨危機、2001、2002 年の不良債権処理対応で、海外シンジケートローンなどの非日系業務を大幅に絞り込んだが、再度、当該分野への注力している。

また、DBS、Calyon、BNP Paribas はアジア通貨危機以降に、アジアでのシ・ローンに本格的に参入した銀行といわれる。一方、欧米での活動に比して、アジアでのプレゼンスが低い例として、JP Morgan Chase (グローバルでは、リーグテーブル 1 位、アジアでは 77 位)、Bank of America (グローバル 3 位、アジア 19 位)、Deutsche Bank (グローバル 6 位、アジア 43 位) など挙げられる。

ロ. アジア金融機関ヒアリング

今次、香港、シンガポールにおいて欧米、アジア、本邦金融機関のシ・ローン担当者にヒアリングをする機会を得たので、印象深いものを紹介する。

(欧米金融機関)：アジアのシ・ローン市場は参加者が銀行だけで、機関投資家も参加する欧米金融市場とはかなり異なる。それでも銀行間の過当競争で、ローンのスプレッドは低下している。邦銀だけではなく、アジア各国の金融機関にも優良なシ・ローン案件への投資ニーズは強い。当方はアジアの金融機関の多彩な運用ニーズを掴んでいる。

(欧米金融機関)：再び活発化してきた邦銀のプレゼンスは大きい。しかし、アジアのシ・ローン投資は 3 大メガバンクだけで、合計しても通貨危機前の水準には達していないのではないかと。

(邦銀、3 大メガバンク)：欧米金融機関と邦銀との差は、彼らがローンと証券の両方を取り扱えるのに比べて、邦銀は銀証の垣根により分断されていることだ。欧米銀は顧客の資金調達において、債券とローンと組み合わせで提案してくる。シ・ローンは、現地企業との取引の糸口。他にどの取引がとれるかに注力している。

(邦銀、3 大メガバンク以外)：アジアのシ・ローンには投資しづらい。理由として、①ボロワーに格付があるものが少ない、②債券に比べ利回りは特に有利ではない、③香港ドルのファンディングが必要となり、調達プレミアムが若干発生する場合がある。元々、スプレッドの低い案件なので、数 bp でも影響はある。

(アジア金融機関)：シ・ローンチームの役割は、行内の ALM 上、有利な運用案件を確保すること。そのため、他の金融機関よりも引受玉の持切比率は高いと思われる。リスク／リターンの点から国内の案件よりも有利な海外の案件を取得して、銀行としてのポートフォリオの質を高め、リスク分散を図ること等を行っている。

2. 2005 年の取引動向

要旨

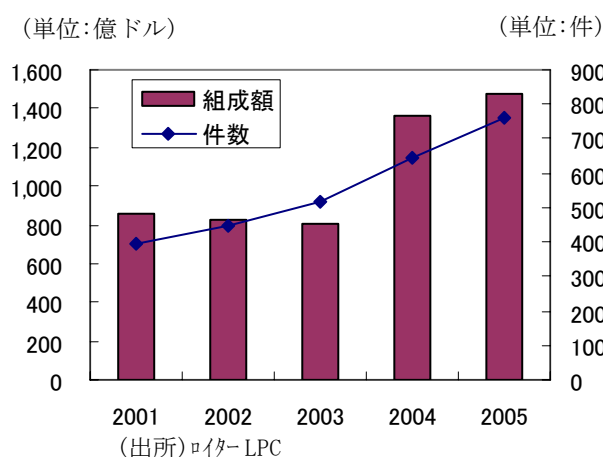
2005 年、アジアのシ・ローン組成額（日本を除く）は、活発な M&A 等を背景に過去最高を記録した。組成額は豪州、香港、台湾の順であり、インドと中国では前年比で急増した。ここでは、組成額の増加要因、代表的な貸出等と併せて紹介したい。

(1) 組成額は過去最高を記録

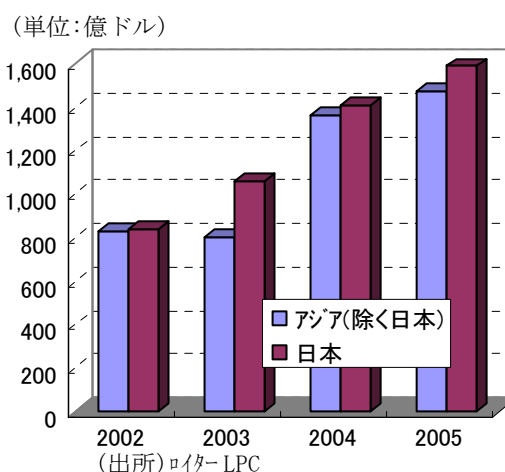
イ. アジアのシ・ローン組成額

2005 年、アジアのシ・ローンの組成額は、地域全体を通じて組成された画期的な M&A、および活発なリファイナンス（借換）によって過去最高を記録した。組成額は US\$1,470 億と前年比 8%増加し、アジア通貨危機以前の最高組成額である 1997 年の US\$1,450 億を上回った（図 1）。なお、日本のシ・ローンの組成額は 2005 年で US\$1,590 億と、アジアのシ・ローン組成額をやや上回っている（図 2）。

（図 1）アジアのシ・ローンの組成額、件数



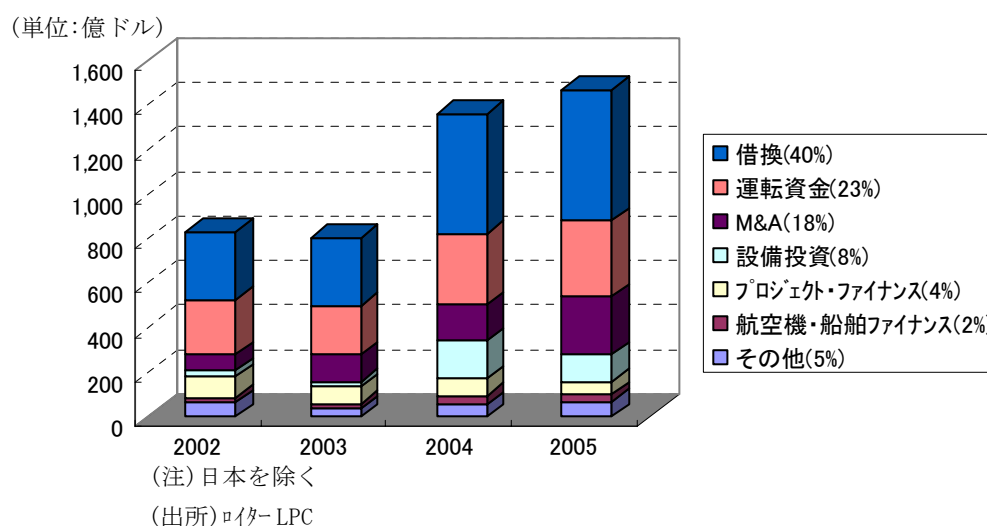
（図 2）日本のシ・ローン組成額はアジアのシ・ローン組成額をやや上回る



ロ. 増加要因は M&A と借換

借換は 2005 年においても主要な組成目的の 1 つであり、総組成額の 40%を占めた。さらに注目すべき点は、買収関連貸出（以下「M&A 貸出」とする）の占める割合が前年の 13%から 18%へと増加した点である（図 3）。

（図 3）M&A 貸出と借換が組成額増加に貢献

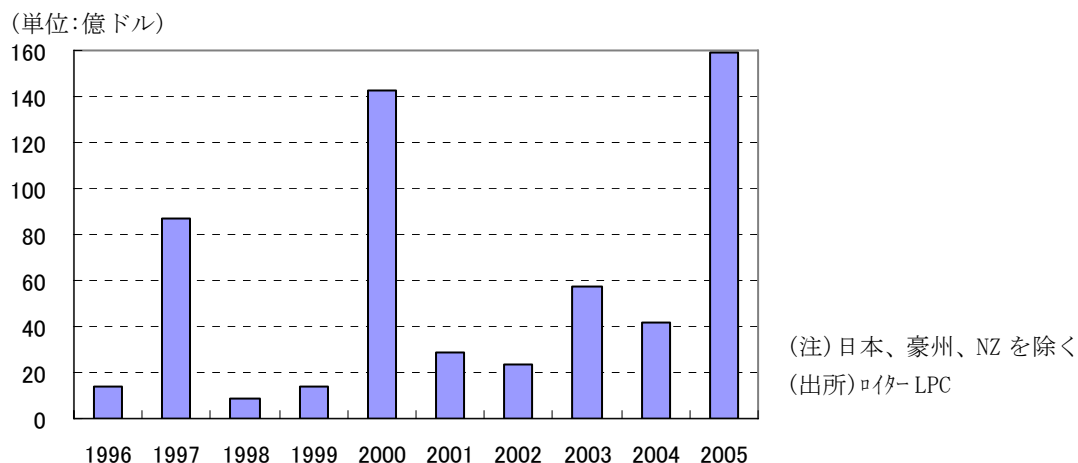


(2) M&A 貸出の急増

イ. M&A 貸出額は過去最高を記録

2005 年、アジア（日本、豪州、ニュージーランド（以下「NZ」とする）を除く）の M&A 貸出額は US\$160 億と前年比 3.8 倍増加し、過去最高を記録した（図 4）。多くの銀行は 2006 年も増加基調が続くと予想している。M&A 貸出は主に、成長企業による戦略的な買収活動、プライベート・エクイティ投資家による LBO（被買収会社の資産を資金調達の際の担保とし、買収後に被買収会社の収益・資産により借入等を返済する M&A）によって増加した。

（図 4）アジアの M&A 貸出は過去最高を記録



ロ. 2005 年の代表的な M&A 貸出

貸出先	概要
レノボ（中国）	2005 年初、中国の民間企業レノボは IBM のパソコン部門を買収し、買収資金を ABN Amro 等からのシ・ローンにより調達した（期間 5 年、US\$6 億）。中国企業が著名な欧米企業を買収した最初のケースである。
中国石油天然気集団（CNPC、中国国有石油業界のトップ企業）	2005 年 8 月、CNPC は在カザフスタンの石油会社ペトロカザフスタン（カナダの外資系企業）を買収した。買収に際し、CNPC のアドバイザーである Citi は、CNPC に対して Standby L/C を供与（期間 3 ヶ月、US\$41.8 億、買収に際し、売却企業のために、買収企業の支払能力を保証するもの）。
San Miguel（フィリピン、南アジア最大の食料品メーカー）	2005 年 5 月、San Miguel は豪州の食料品メーカー National Foods を買収した。買収調達資金総額は US\$18 億とフィリピン史上最大の案件であり、フィリピンの 2005 年シ・ローン組成額 US\$25.9 億の約 70% を占めた。この案件のために、多くの銀行は、フィリピン向けカントリミットを拡大した。 さらに別途、買収された National Foods が 8.5 億豪ドルを豪州で調達した。この貸出には、親会社 San Miguel の保証はついていない。

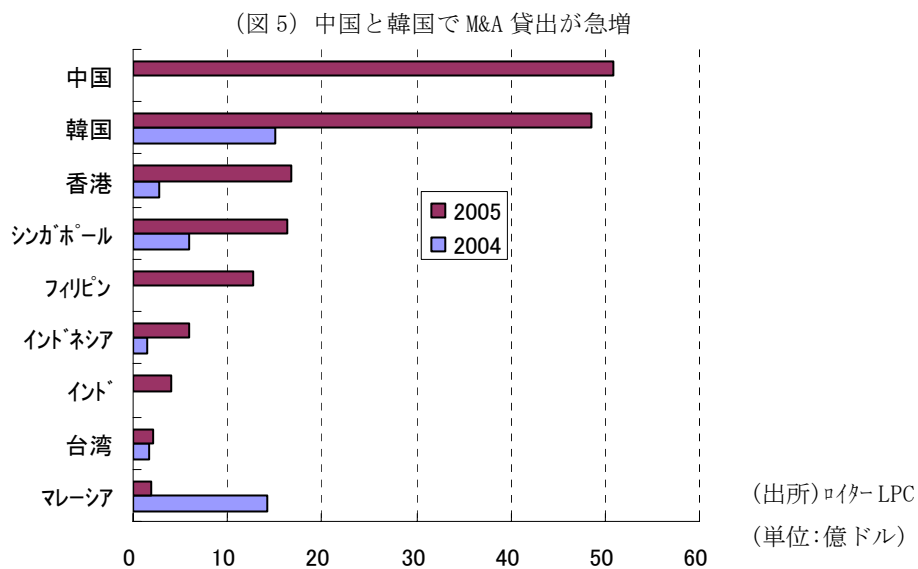
ハ. シンガポールのラッフルズホテル買収に係る LBO ファイナンスの組成

2005 年は、M&A 貸出のほかに、画期的な LBO ファイナンス案件も組成された。米国の Colony Capital によるシンガポールのラッフルズホテル買収にかかる LBO ファイナンスである（期間 5 年、US\$7 億、Colony Capital がエクイティを買取り、シ・ローンによりデットを付けたもの）。この貸出は、日本以外のアジアで組成された最大の LBO ファイナンスの 1 つであり、クレディ・スイス・ファースト・ボストン（以下「CSFB」）がアレンジした。

この貸出は買収のレバレッジが高い。不動産価値を高く評価しており、CSFB は総借入額を EBITDA の 8.8 倍に設定した。この倍率は、通常の LBO 案件の負債／EBITDA 倍率に比べると、相当高いと言われる。

二. 中国、韓国で M&A 貸出が急増

M&A 貸出は、シンガポールのほかにも、中国、韓国で大幅に増加した。特に、中国の M&A 貸出額は US\$51 億と、アジア（日本、豪州、NZ を除く）で最大となった。これに次いで、韓国が第 2 位（US\$48.6 億）である（図 5）。



(注 1) 2004 年、中国、フィリピンおよびインドは組成実績なし (注 2) 日本、豪州、NZ を除く

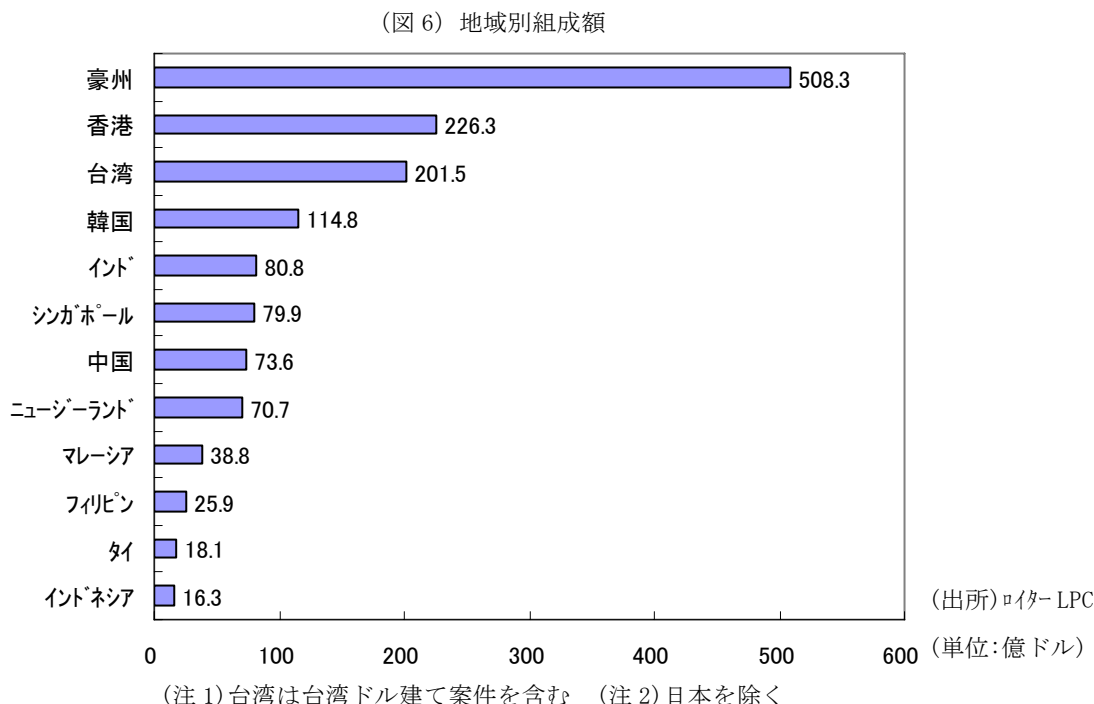
ホ. M&A 貸出は豪州、ニュージーランドでも増加

一方、従来から M&A 貸出が多かった豪州、NZ でも増加し、2005 年の貸出額は両国合わせて US\$217.3 億と前年比 64%増加した。この中には、NZ 史上最大の M&A 貸出となった Rank Group Investment (英国の娯楽産業) による Carter Holt Harvey (豪州の木材製品製造等) の 100%買収に伴う 34 億 NZ ドルの貸出も含まれる。

(3) 地域別の概況

イ. 組成額は豪州、香港、台湾の順

組成額は豪州が、昨年同様、最大であり、US\$508.3 億と過去最高を記録した。続いて香港が US\$226.3 億と、US\$201.5 億の台湾を抜いて第 2 位となった（図 6）。なお、台湾とマレーシア以外の地域ではすべて組成額が前年比で増加した。



ロ. インド、中国は前年比で大幅増加

インドでは、堅調な経済成長を背景に、多くの既存の借り手が需要の増加に見合う設備投資を行うために、シ・ローンでの調達を増加させた。借り手にとって好ましい借入期間、スプレッドが実現したため、借換額は前年比 200%以上増加した。

インドのシ・ローン組成額は 2004 年に前年比 120%増加したが、2005 年も引き続き同 83%増加し、東南アジア・南アジア地域で初めて年間組成額が US\$80 億を超えた (US\$80.8 億)。

一方、中国のシ・ローン組成額は、前述した M&A 貸出の急増等により、US\$73.6 億と前年比 78%増加した。

ハ. マレーシア、台湾では減少、マカオの案件登場

マレーシアでは、主に地場の借り手による設備投資や政府による借入が減少した。一方、台湾では液晶パネルメーカーの借入減少が響いた。台湾では、同メーカーの設備投資目的の巨額借入により 2004 年のシ・ローン組成額が前年比 127%増加したが、2005 年はその反動で減少した。

また、2005 年はこれまで案件が少なかったマカオで、カジノ向け大規模案件が 2 件組成された (総額 US\$13 億)。2006 年も新たなカジノ向け案件が生じる予定である。マカオ、さらにはカジノ向け貸出についてのリスクが高いと見ている銀行がまだ相当数あるため、マカオのカジノ向け貸出は、依然として相当高いスプレッドとなっている。

3. 中国のシ・ローン動向

要旨

中国企業の投資活動、外国企業の中国現法の活動を支えるために、中国企業向けのシ・ローンが増加している。中国のシ・ローンには外貨建と、人民元建があり、前者は中国企業の海外投資、輸入関連、後者は中国国内のインフラ整備、設備投資、建設資金等に充当される。中国の金融機関は巨額の不良債権を作ってきた。今後、外資系金融機関を巻き込んで、バンカブルな貸出市場を作ることができるか、中国の金融機関改革の正念場である。

(1) 中国のシ・ローン市場概観

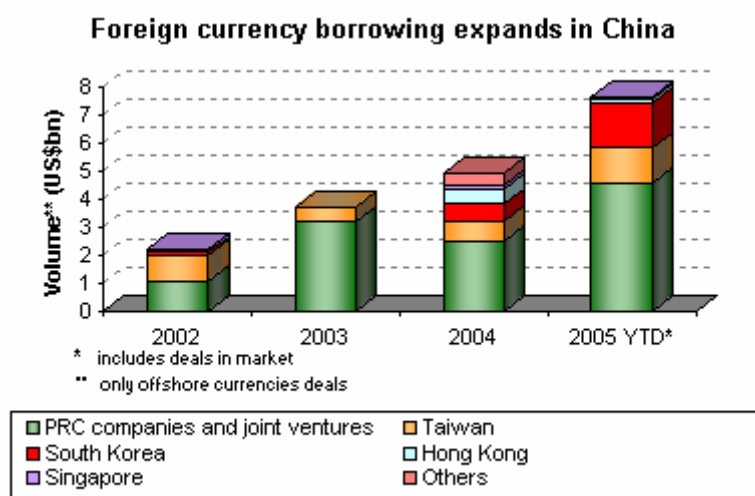
イ. 外貨建ローン

外貨建ローンは主に香港で組成され、外銀がアレンジャーとして主要な地位を占める。中国の金融機関の香港法人（特に中国工商銀行、中国銀行）も運用のために積極的に参加している。

主な借り手は①外資系企業の現法（欧米、台湾、韓国等）、②中国の国有企業である。

年間組成額は、2004 年が US\$41 億、2005 年が US\$73 億である。1997～1998 年には年間 US\$80 億の組成があったが、アジア通貨危機、広東国際信託投資公司（GITIC）の破綻の後は急減し、最近再びボリュームが増えてきている（図 1）。

（図 1）中国国内での外貨建て借入が増加



（注）2005 年は 8 月末時点での集計
（出所）ロイター LPC

貸出レートは、2005 年実施の国有企業案件で、L+40～50bp 程度（5～7 年物）と低い。中国の一流国有企業の外貨借入は当局による外貨繰管理と、政策金融機関である国家開発銀行等によるモニターで、リスクは低いといわれる。しかし、中国ソブリンリスクと同じとはいえず、無格付であり、一般的な海外のシ・ローンと比べてプライシングは低く、期間は長い。

2005 年は国有企業の外貨調達案件が増加した。中国は豊富な外貨準備をバックに国有企業の海外投資積極化を進めている。特に海外資源取得（石油、鉱山）、交通・輸送インフラ整備（航空機輸入、港湾整備）に注力している。現状、外貨調達が低利で可能なため、シ・ローンを活用する方針である。

ロ. 人民元建ローン

人民元建のシ・ローンの取引ボリュームには統計がない。中国の金融機関の貸出残

高は 2004 年で約 24 兆元、2004 年の年間貸出実行額は 2.3 兆元である。中国最大の銀行である中国工商銀行の法人向け貸出残は 2.7 兆元、うちシ・ローン残高は約 1,000 億元 (3.7%、同行 HP より) である。仮に中国全体のシ・ローンの比率を 2%とすると、残高は 4,800 億元 (US\$600 億) と推定される。2005 年に組成された案件で判明分は 600 億元 (US\$75 億) である。このうち最大の案件は南北水資源開発 (揚子江と黄河を結ぶもの) の 480 億元 (US\$60 億) である。

なお、人民元貸出は、貸出金利と預金金利の間に 3%程度の利鞘が設けられている。人民元建貸出案件は、一般的に期間が長く、設備案件で 7~10 年、プロジェクト案件では 10~20 年が普通である。プロジェクトの成否を地方政府が握っており、現状では外資金融機関は取扱いづらい。

(2) 中国の金融機関の何が問題か

貸出業務からみて、中国の金融機関の抱える問題点を挙げる。

イ. 与信集中

中国では企業や政府の資金調達に占める銀行借入の比率は極めて高い (2004 年は 83%)。銀行セクターの総資産の中で、国有 4 大商業銀行 (工商、建設、中国、農業) は 55%を占める。中国の金融機関の大口与信先残高等の開示はないが、当局・金融機関関係者の話でも与信集中を問題視している。

背景として、中国の金融機関には、取引先との取引を独占しようとする姿勢が強いこと、当局より貸出・預金の数量目標が課せられており、残高の減少につながるシ・ローン組成へのインセンティブが弱いといわれる。また、預貸残高をみると、高貯蓄率の下、国有 4 大商業銀行では預金の伸びが貸出を上回っており、収益確保の観点からも、シ・ローン組成のインセンティブに欠ける。

ロ. 不動産証券化の未整備

中国では 2005 年になって初の資産担保証券が発行された。内容は、①2005 年 9 月に中国通信連合 (China Unicom) の売掛債権 32 億元 (US\$4 億)、②12 月に国家開発銀行のローン担保証券、建設銀行のモーゲージローン証券合わせて 73 億元 (US\$9.1 億) が発行された。しかし、依然として不動産証券化の事例はない。現在、中国で進められているオフィスビル、マンション開発等はデベロッパーに対するコーポレートファイナンスになっている。上海、北京での建設ブームをみると、大手デベロッパーには数千億円の与信残が積み上がっていると思われる。

ハ. 地方政府主導の案件

地方政府が進める投資プロジェクトへの融資が多いが、案件の収支 (例えば料金設定) は地方政府が握っており、プロジェクトリスクを銀行が背負うことになる。銀行行政は地方政府の管轄であり、銀行は人事的にも地方政府の影響下にあることから、地方政府案件に融資を拒絶することは難しい。

二. 規制金利

中国では 2003 年末まで、銀行貸出金利は法定貸出金利の上下 10%の範囲までしか認められていなかった。現在は、上限規制は撤廃され、下限 10%の範囲内までとされている。このため、銀行がリスクに応じたプライシングを設定するには、まだ相当な時間がかかるものと思われる。貸出に伴う手数料は最近まで不法とされ、銀行はシ・ローンに伴う組成手数料、融資のコミットメントフィーを徴求することはできなかった。

一方で、人民元金利は預金レートと貸出レートの間に 3%程度 の金利差が設定されている。先進国の市場では高格付のボロワーに対し、L+20bp 程度の金利で貸出が行われていることと比較すると、銀行側の利潤が厚く保護されている。

ホ．調達とのミスマッチ

商業銀行の調達手段は、大半が 1 年以内の預金であり、ALM のミスマッチが起こる。国家開発銀行の政策金融債を除き、銀行による債券発行は限定的である（図 2）。

（図 2）国有 4 大商業銀行の経営指標

	中国銀行			建設銀行			工商銀行			農業銀行		
	2002年末	2003年末	2004年末	2002年末	2003年末	2004年末	2002年末	2003年末	2004年末	2002年末	2003年末	2004年末
不良債権比率（％）	23.4	16.3	5.1	15.2	4.3	3.9	25.4	21.2	19.0	36.6	30.7	26.7
対前年末比（ポイント）	-5.0	-7.1	-11.2	-4.0	-10.9	-0.4	-4.1	-4.2	-2.3	-4.7	-6.0	-3.9
不良債権額（10億元）	429	351	110	268	85	87	761	721	704	701	696	692
預金残高（10億元）	2,750	3,036	3,342	2,600	3,194	3,489	4,101	4,606	5,061	2,480	2,997	3,492
貸出残高（10億元）	1,836	2,157	2,146	1,766	1,996	2,226	2,994	3,393	3,705	1,913	2,268	2,590
業務純益（10億元）	44	55	58	31	51	61	35	50	65	-1	-3	-1
経常利益（10億元）	17	38	34	15	48	58	19	16	15	-5	-8	-5
税引き前利益（10億元）	14	39	35	4	38	50	7	3	3	3	2	8
総資産額（10億元）	3,536	3,980	4,270	3,083	3,553	3,905	4,777	5,279	5,671	2,977	3,494	4,014
自己資本比率（％）	8.2	7.0	10.0	6.9	6.5	11.3	5.5	5.5	NA	NA	NA	NA
貸倒引当積立金カバー率（％）	17.0	67.3	68.0	10.2	63.8	61.6	1.8	2.9	3.0	NA	NA	NA

（注）業務純利益は貸倒引当金繰入前の額。経常利益は＝業務純益－貸倒引当金繰入額、税引き前利益＝経常利益－特別損益。

農業銀行の不良債権額は発表されていない。同行不良債権比率と貸付残高に基づいて算出。

（出所）各銀行の年報よりJCIF作成

以上、問題点を列記したが、振り返ると日本の数年前の状況とあまり変わらない。

中国の状況	日本の状況
与信集中	メインバンク制の下で与信集中。統合したメガバンクでの与信集中。案件が大都市に集中し、地方金融機関は運用難。
規制金利	金利の自由化は 1985 年の定期預金金利自由化から段階的に実施。
不動産融資への傾斜	バブル経済では不動産担保による貸出多数。不動産証券化の普及は 2000 年以降。
地公体主導のプロジェクト	地公体、第三セクター主導のプロジェクトは、破綻案件多数。損失は銀行も負担。
手数料ビジネス	シ・ローン、コミットメントラインの普及は 2000 年以降。昭和 22 年制定の臨時金利調整法が平成 11 年に改正されるまでは貸出に伴う手数料はタブーとされてきた。

(3) 中国の金融機関の方向性

中国の金融機関は、現状をただ傍観している訳ではない。北京、上海の本部では海外留学経験者や優秀な若手が要職につき、また独立運営している香港法人から人事交流により、シ・ローン業務、リスク管理などのノウハウはかなり得ている様子である。

シ・ローンの普及は与信集中の是正、ローンプライシングの適正化に資するが、中国のシ・ローン整備の経緯は以下の通りである。

1997 年	人民銀行は「シンジケートローン暫定規則」を公布、国際金融界の方式を中国国内の人民元・外貨建融資取引に適用しようとするもの。
2005 年 2 月	外銀アレンジ（Citi）による初の人民元建てシ・ローン実施（上海港コンテナ向け）

2005 年 2 月	上海銀行協会「シンジケートローンについての協力申し合わせ」約定書の標準化、ローン債権流動化促進措置を検討。1 件あたり、人民元 10 億元以上の中長期貸出については、原則的にシ・ローン組成を行う（強制力のない申し合わせ）。
2005 年 12 月	上海銀行協会主催で、みずほコーポレート銀行より日本のシ・ローン市場の発展経緯、銀行内部での対応につき説明。

2005 年に建設銀行は香港で上場、2006 年中にも中国銀行、工商銀行が上場の予定である。中国の銀行に出資した欧米金融機関も、与信面で出資先に発言力を強めてくると思われる。また、2007 年より中国の金融機関にも BIS の自己資本規制が適用されるため、貸出需要の強い国有 4 大商業銀行は、相対的に BIS に余裕のある地方の金融機関（株式制銀行、都市商業銀行）との協調融資、あるいはローンの転売を行う必要性が強まるものと思われる。

こうした動きを加速させるには、日本でも行われたように、与信集中を解消するために当局の指導・協力、業界団体での取引ルールの制定（例えば中国版 JSLA、シ・ローン協会）、国有企業に強力な力をもつ国家開発銀行（日本の政策投資銀行に相当）を軸とした市場形成推進が必要である。

4. 今後の成長性

(1) アジアのシ・ローンの現状評価

2005 年のアジア（日本を除き、オセアニアを含む）のシ・ローン組成額は US\$1,470 億、日本のシ・ローン組成額が US\$1,590 億であり、アジア全体では日本を少し下回る規模である。なお、オセアニアを除いたアジアでは US\$891 億（2004 年 US\$621 億）である（図 1）。

（図 1）アジアのシ・ローン、日本のシ・ローン、アジア債券市場の組成額

（単位：億ドル）

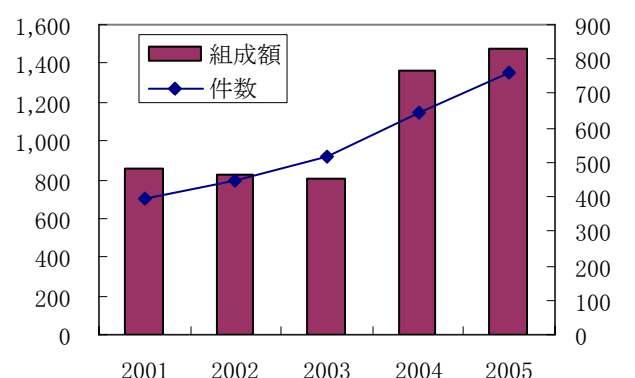
	2004 年	2005 年
アジア（除日本、含オセアニア）	1,360	1,470
アジア（除オセアニア）	621	891
日本	1,410	1,590
アジア債券市場	434	511

（出所）ロ이터 LPC

アジアのシ・ローンの組成額は、債券市場の発行額を上回り（2005 年は債券 US\$511 億、ローン US\$891 億）、アジアの企業、ソブリンの主要な資金調達手段であることは間違いない。また 2005 年は、通貨危機以前のシ・ローン組成額を上回り（1997 年 US\$1,450 億、2005 年 US\$1,470 億）、「潜在的な成長性」というよりも、既に相当に発展したマーケットであると言える（図 2）。世界のマーケットの中でも、日本とほぼ同等のシェアを占める（図 3）。参加プレーヤーの顔ぶれを見るとアジアが欧米、アジア、本邦金融機関の競い合う国際的なマーケットであることを示している（詳細 5 (1) リーグテーブル）。

（図 2）アジアのシ・ローン組成額

（単位：百万ドル）



（出所）ロ이터 LPC

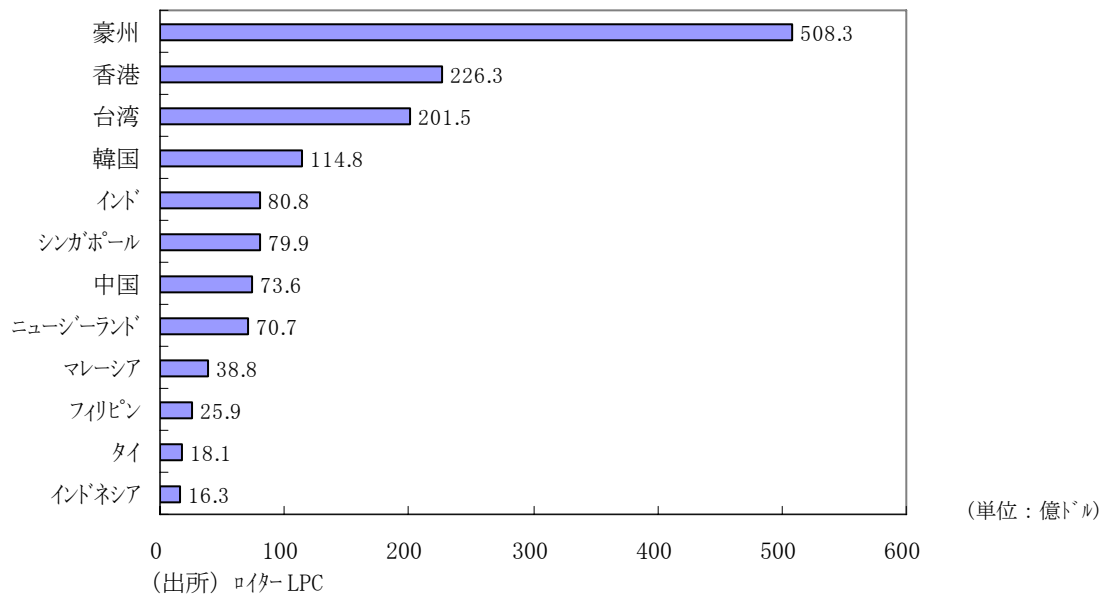
（図 3）世界全体におけるシェア (2005 年)

（単位：兆ドル、%）

	組成額	シェア
全体	3.18	100
米州	1.61	51
欧州	1.26	40
日本	0.16	5
アジア	0.15	4

2005 年の国別組成額をみると、豪州 US\$508 億、香港 US\$226 億、台湾 US\$201 億、韓国 US\$115 億の順である（図 4）。

(図 4) 2005 年のシ・ローン国別組成額



(2) 国別組成額の評価

イ．香港、台湾

香港は財閥企業（不動産デベロッパー事業等）の資金調達が中核であり、新興企業（mid cap）向け貸出も増えているが、市場としては成熟している。

台湾は、2004 年、2005 年と半導体、液晶画面メーカーによる設備投資目的の多額の調達が集まったため、ボリュームが増えたものである。

香港と台湾については、今後、大幅な拡大は見込みにくいと思われる。

ロ．韓国

韓国は、通貨危機の影響によって混乱したが、その後の回復は最も順調だった。通貨危機前の 1997 年のシ・ローン組成額は US\$160 億と大規模な資金流入があったが、通貨危機の 1998 年には約 US\$10 億と激減した。その後、組成額は 2003 年 US\$66 億、2004 年 US\$81 億、2005 年 US\$115 億と増加している。その背景に、韓国経済の好調と、韓国企業の長期資金調達のために韓国産業銀行（KDB）の果たした役割は大きい。

また、韓国の案件のうち、約 4 割がインフラ整備プロジェクトファイナンスである。韓国は、財政の制約が厳しい中、民間資金、国際金融界の資金を導入して、空港、道路、都市基盤整備を進めている。

ハ．インド、中国

インド、中国の 2005 年組成額は、前年比ほぼ倍増している（図 5）。

(図 5) インド、中国のシ・ローン組成額

(単位：億ドル)

	2004 年	2005 年
インド	44	80
中国	41	73

(出所) ロイター-LPC

インドの増加要因としては、①2004年にMoody'sが投資適格に格上げ(Ba1→Baa3)し、国際金融界にとって受け入れやすくなったこと、②欧米企業によるインド投資ブームと、インド企業の成長から、企業の知名度が高まったこと、③2004年、2005年前半までは、インド案件のスプレッドが相対的に高かったこと、が挙げられる。

インドは、今後とも強い資金需要が見込まれる。これまで、借入の主体は、インドの金融機関、三大財閥(Tata、Birla、Reliance)、ソブリン銘柄であったが、これらに加え、インフラ整備(交通、水道、電力)のための資金需要が年間約US\$1,000億見込まれており、その何割かは民間ベースでの調達が必要になるだろう。

中国は、通貨危機前の1997～1998年には国際信託投資公司(ITICs)を中心に年US\$80～90億のシ・ローンが組成された。しかし、1998年の広東国際信託投資公司(GITIC)の破綻により、2000年初めにかけて組成額が急減した。この2～3年、組成額が再び増えているが、要因としては、①外資系企業の中国現法向け貸出(欧米、台湾企業等)、②特に2005年は中国国有企業の海外投資案件(例 Sinopecによるアンゴラ油田買収 調達額US\$11億)、が挙げられる。

中国企業の外貨調達は、当局による外貨管理の対象であり、2000年初めには当局は抑制していた。現在、中国政府は現在約US\$8,000億という豊富な外貨準備をバックに、中国企業の海外展開を促す方針であり、国際金融界は総じて前向きである。

一方、中国国内の人民元建シ・ローン取引については統計がないが、2005年度に組成された案件でシ・ローンと判明されているものはUS\$75億である(このうち、US\$60億が揚子江と黄河を結ぶ運河開発プロジェクト)。中国で2004年に実行された人民元建貸出は2.3兆元(US\$2,900億)である。中国の金融機関では、これまで協調して融資を行うスタンスが弱かったため、国有4大商業銀行では与信集中が問題とされている。今後、当局や、強力な影響力を持つ国家開発銀行が主導して、中国国内においてもシ・ローン取引が整備される見込みである。問題は、中国の金融慣行にある。①10～20年といった超長期与信が多いこと、②プロジェクトファイナンスにおいて通常はコベナンツによりリスクヘッジされる案件の収支が地方政府に委ねられていること、などについては、現状のままでは国際金融界には受け入れにくい。中国の金融機関は、外資から出資を受け入れるとともに、人材導入を通じて改革を進めており、こうした点の是正が必要である。

今後、資金需要の強さ、国内市場規模から、中国、インドのシ・ローン市場拡大が見込まれる。両国とも、債券、株式の資本市場規模が小さく(中国では9割が間接金融)、銀行

融資によって発展を支える必要があるだろう。

ニ. マレーシア、タイ

マレーシアは 2004 年の組成額 US\$78 億から 2005 年 は US\$38 億に減少した。減少要因として、①政府機関 (Khazanah) による資金調達動向に左右されること、②債券とローンによる調達の区別が薄れつつあること、が背景にある。

タイは、通貨危機前である 1997 年の組成額が US\$60 億に達し、シ・ローンは重要な位置づけであったが、2001 年から 2003 年までは年間数億ドルにとどまり、2005 年も US\$18 億と、まだ規模は小さい。マレーシア、タイともに、今後、大型インフラ整備プロジェクト (特にタイについては約 5 兆円規模とも言われる) が構想されているが、その中で、シ・ローン調達がどの程度のウェイトを占めるのかは未定である。

ホ. インドネシア、フィリピン

インドネシア (Moody' s B2、S&P B+)、フィリピン (同 B1、同 BB+) は、ソブリン格付が低く、本格的なシ・ローンは少ない。その中で、フィリピンでは 2005 年、東南アジア最大の食品メーカーである San Miguel が、買収資金として US\$18 億の調達を行った。

しかし、東南アジア有数の優良企業である San Miguel の調達は例外的な事例であり、ソブリン格付けが投資適格にならないと、国際金融界が本格的にコミットするのは難しいだろう。

(3) 今後の成長性

アジアのシ・ローン市場の今後の成長性について、客観的な尺度はないが、考慮すべき要素としては以下の点が挙げられる。

イ. アジア経済の成長

アジアの経済成長率は今後 6~8%の高い成長率が見込まれる (図 6)。

(図 6) 世界の経済成長率 現状と見通し

(単位 : %)

	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年
世界全体	4.0	5.1	4.3	4.3
米国	2.7	4.2	3.5	3.3
ユーロ圏	0.7	2.0	1.3	1.8
日本	1.4	2.7	2.8	2.0
中国	10.0	10.1	9.9	8.2
インド	7.4	7.3	7.1	6.3
アジア途上国	8.1	8.2	7.8	7.2
韓国	3.1	4.6	4.0	5.0

(注) 2005 年の米国、ユーロ圏、日本、中国および韓国については各種報道による

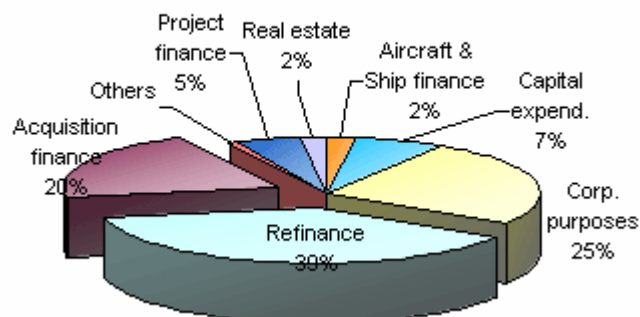
(出所) IMF WORLD ECONOMIC OUTLOOK September 2005

ロ．資金需要

シ・ローンの資金使途は、既存債務の借換や、運転資金目的が半分程度を占める（図 7）。現状、設備投資やプロジェクトファイナンスは合計しても 20%弱である。今後、経済成長のために、設備資金需要は強まると思われる。

（図 7）2005 年第 1～第 3 四半期の資金使途

Refinancing dominates Asia-Pacific lending volume



（出所）ロイター-LPC

さらに、電力、交通、都市基盤等、インフラ整備のための投資が増加するだろう。中国等、東アジアの今後 5 年間のインフラ投資は年間 US\$2,000 億と予想される。¹インドでは、8%以上の成長を続けるために、今後 5 年間、年間US\$1,000 億以上のインフラ投資が必要といわれる。このうちの何割かは、民間金融機関からの資金調達が必要となる。

また、資金調達の取引手法も多様化している。この 1～2 年、アジアでも企業買収のための資金調達（M&A、LBO）が増加、2005 年には、US\$160 億が M&A 関連である（日本、オセアニア除く）。プロジェクトファイナンス、その一種である PFI も増加しており、韓国では 2004 年に US\$50 億のプロジェクトファイナンス案件が組成されている。

ハ．途上国の格付

アジアの中で、インドネシア（Moody's B2、S&P B+）、フィリピン（同 B1、BB+）は、資金需要が強いにも関わらず、格付けが低いために、一般的なシ・ローンの対象から外されている。また、インドも Moody's は Baa3 であるが、S&P が BB+ と投資適格未満であるため、投資対象から外している投資家も多い。今後、こうした途上国が経済成長を遂げ、投資適格になると、シ・ローンの対象となるボロワーが増える。

ニ．他の資金調達の発展度合

シ・ローンの増加は、他の資金調達手段とも関連してくる。現在、シ・ローンの方が債券よりも出来高が多い（2005 年 債券 US\$511 億、シ・ローン US\$891 億）。また、バイラテラルローンからシ・ローンへのシフトも起こる。日本のシ・ローンの大半はバイラテラルからのシフトと思われる。なお、米国ではバイラテラルとシ・ローンの残高がほぼ等しい（図 8）。

¹ 2005 年 3 月 国際協力銀行、ADB、世銀主催「東アジアのインフラ整備に向けた新たな枠組み」

(図 8) 日米の市場規模 (2004 年)

(単位：兆円)

	バイラテラルローン	シ・ローン	社債
米国	135	139	307
日本	271	22	63

(出所) Thomson Financial、FRB、日銀、日本証券業協会

ホ. 金融機関のスタンス

市場を発展させるには、各国の金融機関が安定的に取組を継続することが重要である。アジア通貨危機の原因には、欧米金融機関からの短期的な資金が流入し、それが短期間に一斉に引上げられたことも挙げられる。こうした不安定な取引には注意を要する。

ヘ. 国際的資金の流れ

アジアから米国への資金の流入は、約 US\$2,700 億に達する (図 9)。このうちの一部がアジアのシ・ローン投資に振り向けられる可能性はあるだろう。

(図 9) 証券投資全体の年間増加額 (2004 年 8 月～2005 年 8 月)

(単位：億ドル)

	アジアから米国に流入	米国からアジアに流入
アジア全体	2,690	295
うち中国	1,212	9
うち日本	781	224

(出所) 米国財務省

ト. セカンダリー取引市場

現状、アジアのシ・ローンは、満期まで保有を続ける銀行が多く、セカンダリー取引は活発ではない。取引先への与信枠を確保するために、インド、香港などで売買が散見される程度で、取引量の統計はない。しかし、ポートフォリオ管理上、セカンダリー売買のニーズはあるだろう。取引ボリュームが増え、米国のコーポレートローンのように、企業業績を反映したプライシングが形成されるようになると、シ・ローンへの投資家層は増えるだろう。

チ. データ把握の向上、中国の人民元建取引の把握

現在、中国の人民元建のシ・ローン取引の実態は把握できていない。中国の人民元建て貸出実行額は、2004 年に 2.3 兆元 (US\$2,900 億) といわれ、このうちどの程度がシ・ローンとして組成されたかは不明である。現在、中国では、国有 4 大商業銀行を中心にシ・ローン協会設立の動きがあり、取引基盤を整備していく方向である。人民銀行や当局も金融機関における与信集中是正のために、協調融資を進めていく方針である。

以上の要因から、アジアのシ・ローン取引は、アジアの経済成長とともに今後も増加を続けるものと思われる。ちなみに、米国のシ・ローン組成額は 1991 年の約 US\$2,000 億から、2004 年には US\$1.35 兆へと約 7 倍に増加した。

5. 邦銀の取組状況、課題

(1) 3大メガバンクの取組状況

3大メガバンクは、アジア通貨危機以後、国内不良債権処理の過程で、アジアのシ・ローン業務を含めた海外の非日系業務の取扱、人員を大幅に縮小した。下記はアジアのシ・ローンのリーグテーブルでの邦銀の順位であるが、2002年にはおおむね順位が後退している。その後、2004年にかけて大幅に順位を上げ、2005年もほぼ同レベルを維持している（図1）。

（図1）リーグテーブルにおける邦銀の順位

（単位：位）

銀行名		2001	2002	2003	2004	2005
みずほ	top-tier	12	26	18	10	7
	mandated arranger					10
	bookrunner					13
三井住友	top-tier	6	10	10	5	5
	mandated arranger					6
	bookrunner					9
三菱東京UFJ	旧東京三菱	top-tier	17	13	11	6
		mandated arranger				11
		bookrunner				16
	旧UFJ	top-tier	8	49	69	26
		mandated arranger				—
		bookrunner				—

【注1】三菱東京UFJについては、2004年までは別々のランキング

【注2】2004年以前は、top-tierのランキングのみ

（出所）ロイター-LPC

イ. シ・ローンの人員配置

3大メガバンクのアジアのシ・ローン人員配置は、アジアにおけるプロダクツ営業部（「アジア営業部」等）に属しており、香港とシンガポールに要員を置いている。香港、シンガポール駐在の担当者が北はソウル、北京、東はシドニー、西はムンバイに至るまでをカバーし、アジア各地にある現地支店の担当者と営業活動を展開している。

一方、欧米銀では、アジアのシ・ローンの本部は香港にあり、シンガポールには現地担当を置く程度である。債券・ローンの両方を取扱うグローバルなシンジケーション体制が組まれており、香港→ロンドン→ニューヨークとブックを回す体制になっている。

ロ. リーグテーブル

ロイター-LPCによると、シ・ローンのリーグテーブルは、①Top tier、②Mandated arranger、③Bookrunner の3種類が作成されている。シンジケーションにおける金融機関の立場（Mandated lead arranger 等）は案件ごとにつけられ、恣意的なものになっているが、同社によると、以下のような基準となっている。

①Top tier

参加行から平参加行を除いた上位参加行を対象とする。案件への参加金額を計る指標。

②Mandated arranger

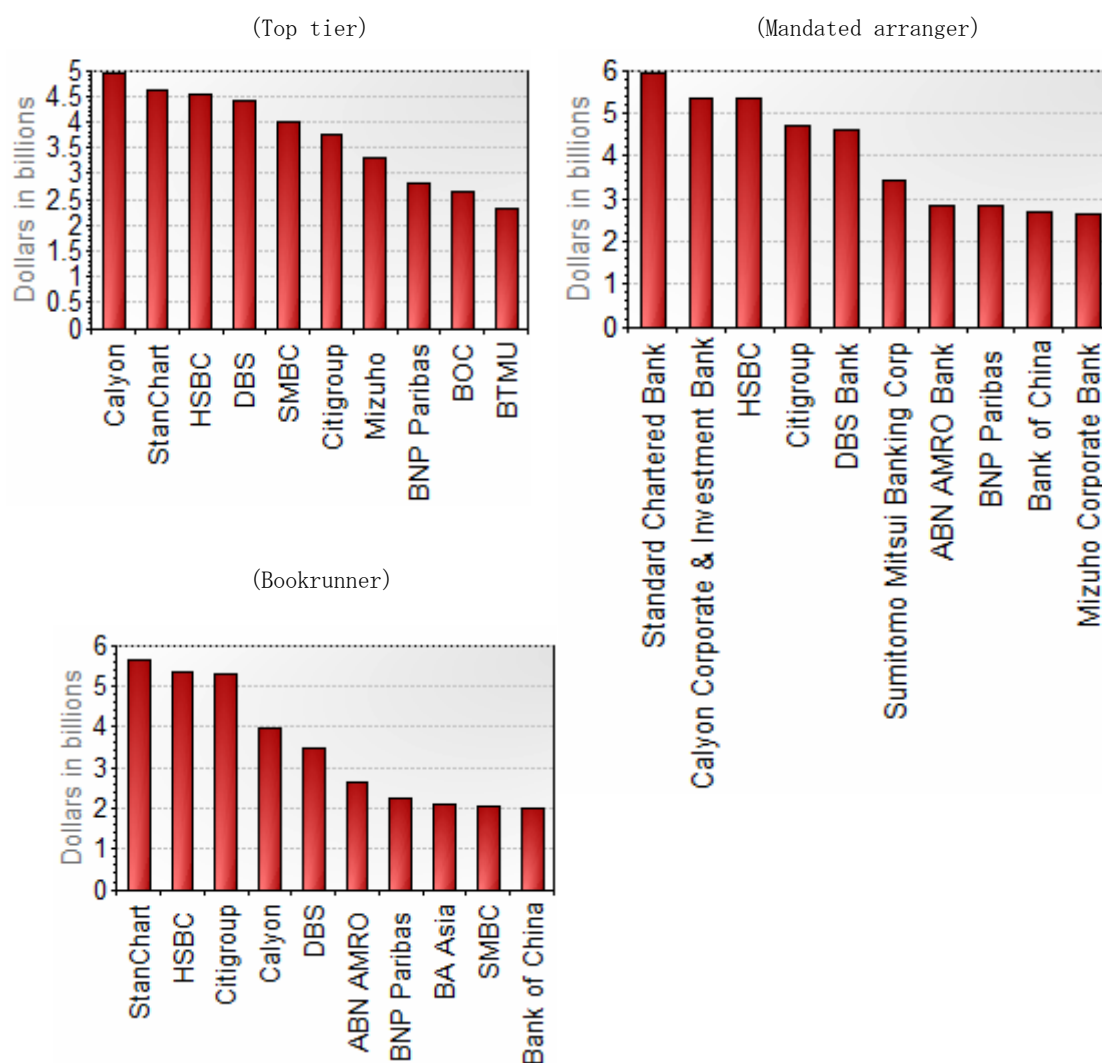
代表幹事。取引・シンジケート団を組成する。1 つの案件に複数の mandated (lead) arranger が存在することもある。

③Bookrunner

Mandated arranger のうち、他の引受業者の参加など全体の管理をする金融機関。真の代表幹事とも言える。

図 2 は、2005 年のリーグテーブルを、上記の Top tier、Mandated arranger、Bookrunner の基準で集計したものである。いずれのリーグテーブルにおいても、HSBC、Standard Chartered、Citi、さらには最近順位を上げた Calyon が占めることに変わりはない。

(図 2) 2005 年のリーグテーブル



(出所) ロイター LPC

(2) 邦銀全般の活動状況

アジア危機以前、邦銀のシ・ローン参加金額シェアは、市場の総額の4分の1程度あったが、取引の復活した2004年においても、10%程度にとどまっている（図3）。アジアのシ・ローンへの参加金額において、邦銀は1997年にはトップだったが、2000年には台湾の金融機関がトップとなり、2004年もその地位を守っている。参加した邦銀数は、1997年の51行から、2000年には23行へと減少し、2004年にはわずか13行となった（図3、図4）。

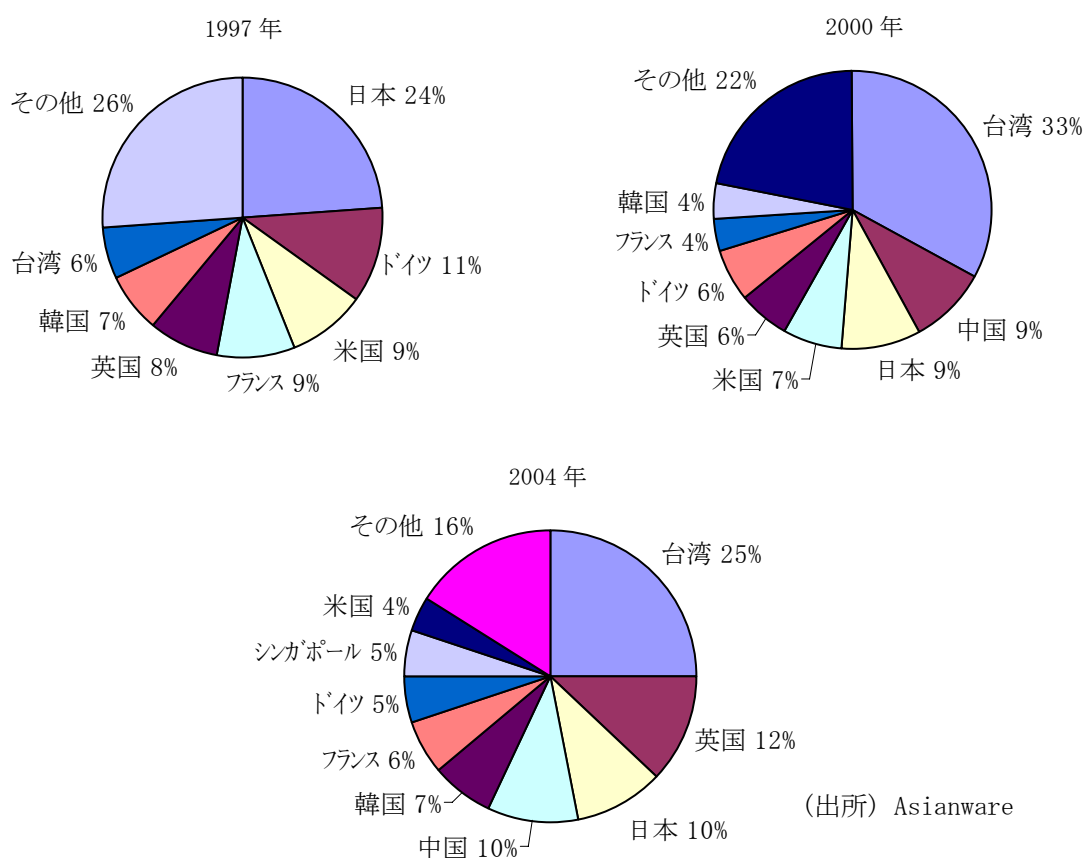
（図3）アジアにおける邦銀のシ・ローン参加額推移

（単位：百万ドル、%）

	1997年		2000年		2004年	
	参加金額	銀行数	参加金額	銀行数	参加金額	銀行数
総計	106,300	474	70,402	334	93,363	319
邦銀	25,318	51	6,211	23	9,404	13
シェア(%)	23.8	10.8	8.8	6.9	10.1	4.1

（出所）Asianware

（図4）アジアにおけるシ・ローン参加金額シェア推移



（出所）Asianware

筆者が面談した印象では、3大メガバンクはいずれも各地域でかなりアグレッシブに案件に対応しているが、そのほかの邦銀は概して冷淡である。アジアのシ・ローンに投資しづらい理由として、以下の点を挙げている。

- ①ボロワーに格付があるものが少ない（格付けがなくても、アジアで十分消化される）。
- ②事務手間の軽い債券に比べ、ローンが特に有利ではない（金融機関のローン競争から、同じ銘柄で、ローンの方が5～10bp程度、スプレッドが低いことも起こる）。
- ③代表的な香港の案件の場合、通常、香港ドル建てであるが、香港ドルのファンディングが必要となり、調達プレミアムが数bp発生する。もともと利鞘の薄い取引であるため、数bpでも利鞘に与える影響が大きい。

どれも取引自体に起因するもので、本邦金融機関の対応により解消するものではない。3大メガバンク以外の金融機関の一部は、米国のコーポレートローンには投資しているが、アジア物への投資はまだ限定的である。結局、国内の運用難の度合と、アジアのローン商品の投資対象としての魅力との相対比較でしかない。

現状、アジアのシ・ローンの個別銘柄は本邦金融機関への知名度が低い。3大メガバンクにおいても、国際部門の担当者以外にはあまり知られておらず、ましてや海外拠点の少ない国内金融機関・機関投資家への情報浸透は乏しい。今後、シ・ローンへの投資活発化のためには、アジアのマーケット概況、ボロワー概要などの情報発信が必要だろう。

この点、当方が面談した台湾の金融機関の投資スタンスは参考になる。台湾の金融機関は国内に十分な運用機会がなく、それを海外に求めている。一部の台湾の金融機関は、リスク分散、収益基盤の多様化の観点から、香港、シンガポールといったアジアにとどまらず、ロシア、カザフスタンといった東欧諸国のシ・ローンへの投資を増加させている。ある台湾の金融機関は、「東欧諸国のシ・ローンは収益性が高いので、今後も投資基準（Moody's Ba3、S&P BB- 等）を遵守しながら積極的に投資していく。借り手も投資家の範囲を広げたい」と語っており、双方にとってメリットがある」と語っている。

また、同様に面談したインドの金融機関においても、邦銀の投資先が、政府機関、インドの三大グループ（Tata、Birla、Reliance）に限られるのに比べ、台湾はその下の広範囲な企業に投資していると語っていた。

(3) 邦銀がプレゼンスを強化するためには

今後、邦銀がアジアのシ・ローンでプレゼンスを向上させるためには、以下の点が課題として挙げられる。金融機関の自助努力により対応すべき課題と、金融当局に求められる課題と分けて整理する。

イ．金融機関の自助努力により対応すべき課題

(i) プレーンバナナな案件から、value added な案件に

アジアのシ・ローンのプライシング水準は、アジア危機直後は高かったものの、その後は下落基調である（2001年 1年物スプレッド平均 L+100bp→2004年 L+40bp）。代表銘柄である香港の財閥 Top tier 案件は5年物でも L+30bp を切る水準である。

こうした中で、欧米銀、邦銀は、value added な案件、ニッチ案件に注力しており、2005年には M&A に伴う買収ファイナンス、Private Equity Fund（PE Fund）を絡めた LBO ファイナンスが数件組成された。LBO ファイナンスは、欧米では1990年から一般的に行わ

れてきたが、アジアではまだ数件である。これは、アジアでは事業が代々世襲される傾向が強かったためだが、最近になって、世襲が行われず売却先を見つける事業が散見されるようになってきた。そこで、アジアでの投資機会を窺っている PE Fund が、Equity 投資に併せて、金融機関からローンを供与している。

欧米の金融機関によると、アジアではまだ取引が黎明期であるため、条件が銀行に有利となっている模様である（例 負債／EBITDA 倍率が、アジアでは 4 倍以下であるが、欧州では通常 6 倍以上等）。アジアでは LBO 案件のスプレッドは L+200bp 程度見込まれるが、欧州ではもっと低い水準である。

また、2005 年は大型の M&A に伴うシ・ローンが組成された。残念ながら、邦銀・本邦証券がアジアで大型の M&A を組成し、そのファイナンスを手掛けた事例はない。欧米の有力インベストメントバンクは、M&A のアドバイザーと資金調達のアレンジャーを務め、多額の収益を上げている模様である。

(ロ) 日系企業のシンジケーション、アジア企業の東京での円建てシンジケーション

アジア各国で、日系企業の活動が拡大するにつれ、地場金融機関は、日系企業との取引開始の機会を窺っている。これまで、日本企業の海外での取引は、邦銀がかなりのシェアを占めてきた。しかし、現地通貨の確保の点からも、日系企業は地場銀行との取引も必要であり、現地銀行を含めたシンジケーションの可能性がある。2005 年では、スズキ自動車のインド現法、森ビルの上海での世界金融センタービル建設資金が、地場金融機関を交えたシ・ローンとして組成された。

また、サムライ債と同様に、アジア企業の東京での円建てシンジケーションも検討されている。円の調達ニーズのあるボロワーを発掘し、東京で国内投資家向けにシンジケーションを組成することができれば、邦銀のプレゼンス向上にも資するだろう。

(ハ) ポートフォリオ管理

欧米銀のシ・ローン上位行では、シ・ローンを満期まで持ち切る前提で運営している例は皆無である。邦銀では、relationship banking の伝統が強いため、RM 中心に運営がなされるが、欧米の金融機関では、ポートフォリオ管理統括部門の権限が強く、業種、規模基準を定め、リスク・リターンの度合いから、弾力的に売却を行っている。シ・ローンの引受ポジション（フィー）を獲得するために、「ネットテイクで多めにシ・ローンを取り込み、2～3 年後にバランスシートから落とす」弾力的なポートフォリオ管理体制で臨まないと、邦銀が外銀に同一土俵に立てない。

(ニ) アジアのシ・ローンの情報発信、投資家開拓努力

邦銀として本邦金融機関に対する情報発信の必要性については前述の通りである。

今回のヒアリング調査で特に印象に残ったのが、欧米金融機関の担当者の言葉である。

「われわれは、アジアの金融機関の投資選好を掴んでいる。」

「アジア→ロンドン→ニューヨークとブックを回し、世界中でどこに売れるかを知っている。」

邦銀と同様に、台湾、中国、マレーシア、シンガポールの地場金融機関は、運用難という共通の課題を抱えている。こうした金融機関の選好を掴んだセールスチームの強化が必要である。

ロ．金融当局に求められる課題

(イ) 国内外での証券業務と銀行業務の一体営業の解禁

欧米銀のシ・ローン上位行の多くは、銀行証券一体運営を行っているため、顧客への資金調達提案においては、債券とローンを組み合わせが一般的である。例えば、期間 10 年のゾーンはグローバル債で、2～3 年の短期ゾーンはシ・ローンというように、市場環境に合わせた最適な組み合わせで提案する。また、シンジケーションのチーム自体が債券とローン一体であり、案件の執行段階で債券、ローンのどちらを選択するか、について決まることが多い。

一方、邦銀はローン一辺倒となるケースが多く、系列の証券会社と連携営業を行うことにも制約が多い。邦銀がリーグテーブル上位を目指すにあたっては、一体営業が一般化している外銀に比べて、ハンディがある。

(ロ) 外貨流動性リスク対応

邦銀は、1990 年代末に深刻な外貨流動性不安に直面した。山一証券、旧日本長期信用銀行の破綻から、海外の金融機関は、邦銀に対する外貨放出を手控えたからである。調達プレミアムは数十 bp から瞬間風速では 1% 以上にものぼり、為替スワップにも応じない金融機関も見られた。数十兆円の外貨資産を運営し、その何割かを市場性短期資金に依存する邦銀にとっては、資産積み上げに対し、外貨流動性への不安は完全には払拭できない。合理的に考えれば、邦銀の場合、預金、債券が潤沢にあり、外貨へのスワップが機能すれば、資金繰りに窮するはずはないが、1990 年代末には一時的にパニック状況に陥った。また、アジア通貨の場合は、資金、為替市場の規模が小さく、一時的にマーケットからの調達、為替スワップが困難になるような事態もある。

金融機関は、外貨の資金繰りには従来以上に慎重な運営をしているものと思われるが、市場の混乱回避のために、各国の通貨当局間での緊密な連携が必要である。

以 上

Ⅱ．各国市場の概要要約、出張報告要約

アジアのシ・ローンの取引状況を把握するために、各国の主要金融機関を訪問し、シ・ローン担当等と面談した。

(主なヒアリング項目)

- ・ シ・ローンの市場環境、顧客の資金ニーズ、主要案件、プライシング動向
- ・ シ・ローンに関連する規制
- ・ シ・ローンの取組体制、レポーティングライン

1．第1回出張（2005年10月）

出張先：香港、シンガポール、中国（上海、北京）

目的：香港、シンガポールにおいて、シ・ローンの主要プレーヤーと面談し、アジア市場の概観を把握

最近、国有企業の大型シ・ローン案件が登場している中国において、中国の主要金融機関がどのようなスタンスで対応しているか把握

2．第2回出張（2005年11月）

出張先：韓国、台湾、香港、シンガポール、マレーシア、タイ、インド

目的：各国毎の市場動向について把握

3．第3回出張（2005年12月）

出張先：中国（上海、北京）

目的：上海銀行協会が主催したシンジケーション・セミナーに出席

中国の主要金融機関、当局を訪問し、シ・ローンの取組状況やマーケット拡大のための方策について議論

アジアのシ・ローン 各国調査 要約

国	特 徴
香港	<ul style="list-style-type: none"> ・ 組成額、金融の機能としてもアジアのマーケットの中心であり、大半の欧米銀が本部を設置している。 ・ マーケットは、(1)財閥（不動産・デベロッパー含む）、(2)2nd、3rd tier、(3)mid cap、(4)red chip に分けられる。金額が大きい財閥（Cheung Kong、Sun Hung Kai 等）向け貸出スプレッドは、5年物でL+30bpと低い。
中国	<ul style="list-style-type: none"> ・ 外貨シ・ローンの借り手は(1)欧米日企業の中国現法、(2)台湾企業の中国法人、(3)中国の国有企業。2005年は中国国有企業の海外展開活発化に伴い、外貨調達が増えた。 ・ シ・ローンは中国国内では導入段階。
韓国	<ul style="list-style-type: none"> ・ 外貨建てでは船舶ファイナンス、ウォン建てではプロジェクトファイナンスの案件が目立つ。 ・ 韓国企業の外貨調達において、KDBが重要な役割を果たす。
台湾	<ul style="list-style-type: none"> ・ 2004年の組成額は香港を抜き、アジアでは日本、豪州に次ぐ組成額。 ・ 半導体、液晶メーカーの借入が主。 ・ 台湾の金融機関はアジアのシ・ローンの最大の投資家である。
シンガポール	<ul style="list-style-type: none"> ・ 香港が年間US\$200億程度の案件組成があるのに比べると、シンガポールはUS\$80億程度と市場規模は小さい。 ・ 今年組成された、投資ファンドによるラッフルズホテル買収へのファイナンスは、アジアで初のLBOファイナンス案件。
マレーシア	<ul style="list-style-type: none"> ・ 2004年は政府関連の調達等で組成額US\$80億とボリュームが膨らんでいるが、政府関連以外の調達はあまり多くない。2005年の組成額は政府関連の調達減少から、US\$39億と減少に転じた。
タイ	<ul style="list-style-type: none"> ・ 石油危機以降、外貨のシ・ローンでの調達は毎年US\$10億程度と低調。企業が調達を外貨シ・ローンからパーツ建てのバイラテラル（相対貸出）に変更したことも一因。 ・ 今年に入り、石油化学のPTTグループの調達により、ボリューム増。今後、タイのインフラプロジェクト（約5兆円）の調達に注目される。
インド	<ul style="list-style-type: none"> ・ 2004年の外貨シ・ローン組成額US\$44億、2005年はUS\$80億へ増加。 ・ 主な借り手は3大グループ(Tata、Birla、Reliance)、政府系(Power Finance Corp、Infrastructure Development Finance)、金融機関の外貨調達が主。 ・ インドは格付Baa3/BB+であるが、スプレッドは大幅に縮小。

香港

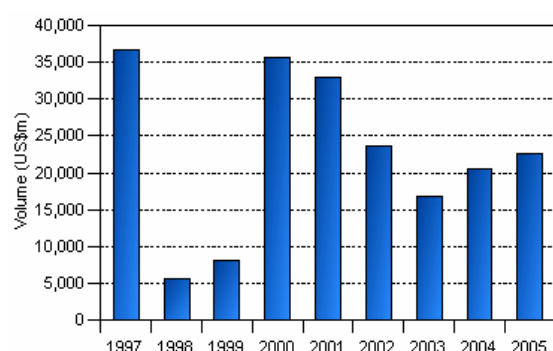
取引ボリューム

2004年 US\$204 億

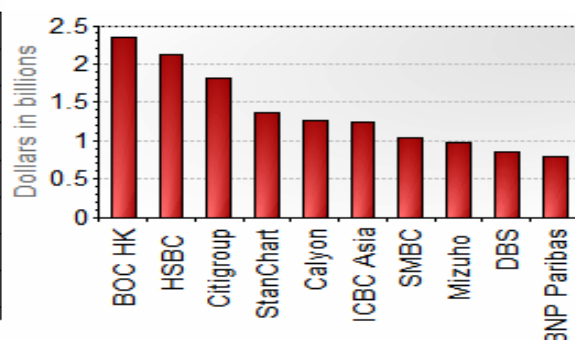
2005年 US\$226 億

HSBC、Citi、Standard Chartered のほか、中国の金融機関（Bank of China、ICBC）、邦銀も主要な地位を占める。

1. オフショアローン組成額推移



2. リーグテーブル（2005 年）



市場環境・規制

- ・ 香港は、名実ともにアジアのシ・ローンの中心地である。リーグテーブル上位行はシ・ローン組成部隊を香港に構え、ノウハウ・情報が集積している。
- ・ 香港での取引は、香港ドル建てが 7 割、外貨建て（大半が US\$）が 3 割を占める。
- ・ マーケットの層は①top tier（財閥系デベロッパー）、②second-third tier、③mid-cap、④red-chip に分かれる。スプレッドは各層とも低下傾向にある。
- ・ Top tier（Cheung Kong、Sun Hung Kai、Hutchison 等）の調達に 2004 年では総額 US\$204 億のうち、US\$80 億を占める。調達スプレッドは 5 年で L+30bp 前後で銀行の収益は薄い。こうした優良企業では、借入側がレート、期間等を提示して参加行を募るセルフアレンジ案件が増えている。
- ・ Mid-cap（中堅企業）は調達スプレッド L+100bp 程度であるが、デフォルト事例も散見される。

面談先コメント

【欧米銀】

- ・ アジアの各地域で積極的に展開しているが、香港、台湾の市場は収益性がない。東京は 3 大メガバンクに押さえられ、参入できる見込みがない（複数欧米銀）。
- ・ アジアのシ・ローン参加行の間で競争が激化しており、10 位以内の

	<p>リーグテーブルに残るための手数料競争が厳しく、トータルの貸出額に占めるアレンジャーなどへの集中が顕著。一気に大量の額を引受けてバランスシートを使う体力勝負になっており、アレンジャー以外の参加銀行の貸出規模は減少。また、香港では利幅を求めて、信用力の低い mid-cap へのシ・ローン組成も増加しているが、デフォルト事例が散見される。シ・ローン実行後に、株式取引停止、コベナント違反、経営陣や監査人の逮捕といった問題が表面化する案件もみられ、案件組成時のデューディリジェンスやクローズ後のモニタリングが重要になっている（欧米銀）。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 当方はアジアの金融機関の投資選好を掴んでおり、販売先には困らない。リーグテーブルは重要だが、ボーナスの評価基準は収益額。プレーンバナナから、収益性の高い LBO ファイナンス、スプレッドの厚い人民元取引を開拓している（欧米銀）。 ・ 欧米銀がローンと債券と同じチームで取り扱えるのは邦銀に比べて優位。ローンか、債券かは、顧客に同時に提案し、最後のタイミングで決まることが多い。経験的には、柔軟性のあるローンの方が使いやすい（欧米銀）。 ・ Top tier も含めて香港のスプレッドが低いというが、米国で A 格相当の企業はローンではなく、CP で調達する。コミットメントラインでも引き出されることは少ない。それからすると、利鞘を稼ぐには貸出残高を伴う香港の財閥案件は悪くない（欧米銀）。 ・ 大きなバランスシートの使える邦銀のプレゼンスは大きい。しかし、積極的なのは 3 大メガバンクだけで、合計しても通貨危機以前のレベルにはならないのではないかと（欧米銀）。 <p>【中国の金融機関について】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ この数年で、中国の国有 4 大商業銀行の香港法人がメジャープレーヤーとして出現。中国案件以外にも、韓国やフィリピン、マレーシアの案件にも積極的にアレンジャーとして参画してプレゼンスを高めている。中国の国有 4 大商業銀行は、外資系金融機関が中国国内に入っていく中で、逆に海外への拡大戦略を取ってきた。これは、中国による資源獲得のファイナンスニーズや、中国企業の海外展開・買収戦略の支援を見据えたものと言える（現地金融機関）。 ・ 中国の金融機関が中国以外のアジアのシ・ローンを積極的に買っているのは、①上場の前に、分母（ローン資産残高）を増やして不良債権の比率を下げる、②中国国内の案件よりも、海外案件の方がリ
--	---

	<p>スクリターンに優れることの反映。上場後は、購入は一段落するのではないか（複数欧米銀）。</p> <p>【邦銀】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 香港の財閥系案件では、アレンジャーフィーは 1-2bp にしかならず、銀行側の交渉力は弱い。しかし、残高が大きく、非日系ローン収益の中核的位置づけである。 ・ 邦銀の貸出シェアは 1997 年には 25%あったが、取引が増えた 2004 年においても 10%程度にとどまっている。 ・ アジアのシ・ローンには投資しづらい。ボロワーに格付けがあるものが少ない。債券に比べ利回りは特に有利ではない。HK\$の調達プレミアムが若干発生、元々スプレッドの薄い案件なので影響はある。 ・ 銀証分離によるハンディ：アジアのシ・ローンの営業の現場では、例えば 3 年後の社債発行を前提に 2 年間のシ・ローンを組むといった案件が多く、証券部門と銀行部門の一体営業（クロスセリング）が通常である。しかし邦銀は国内の銀証分離のため、クロスセリングができず、外銀に太刀打ちできない。 ・ シ・ローンは証券と銀行の中間的な業務。P/L のブレを許容しない銀行の管理に馴染まないところがある。欧米銀のシ・ローン上位行は、シ・ローンを満期まで持ち切るのではなく、ポートフォリオマネジメントとして入れ替えている。しかし、邦銀では支店毎のリソース配分、RM 中心の決裁体系により、ポートフォリオ運営はしづらい。 ・ シ・ローンはアジア企業との取引の糸口。他の部門でどれだけの収益機会を見出せるかが鍵。一旦、撤退した分野から再びチームを立ち上げ、プレーンバニラ案件から入っていったが、買収ファイナンスの組成も手掛けている。 ・ 香港の財閥系企業の規模は大きく、Cheung Kong（長江実業）などは時価総額で NTT にも匹敵するが、日本での地名度は低く、邦銀の関心も低い。
--	---

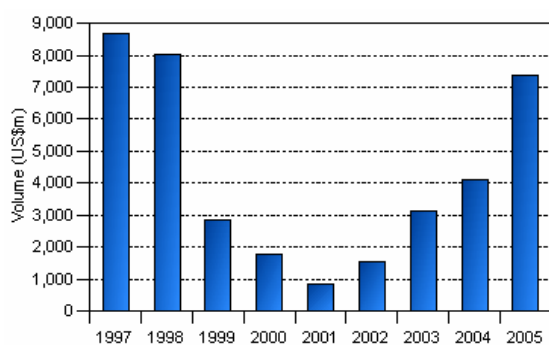
中国

取引ボリューム

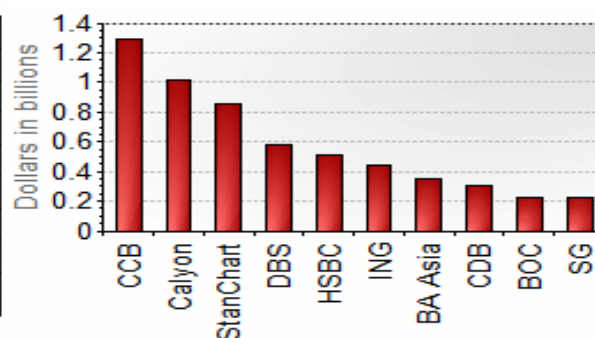
2004 年 US\$41 億（オフショアローン）

2005 年 US\$73 億（同上）

1. オフショアローン組成額推移



2. リーグテーブル（2005 年）



人民元建てのシンジケート・ローンは統計なし。

市場環境・規制

【シ・ローン発展の歴史】

- 1997 年 10 月、人民銀行は「シンジケート・ローン暫定規則」を公布。国際金融界の慣行を中国国内での人民元建て、外貨建て融資取引に適用しようとしたもの。
 - 大型の中長期、短期、人民元貸出、外貨建て貸出に適用。
 - 貸出行は人民銀行に届出が必要
 - 貸出対象は国有大企業、企業集団、国家計画に組み入れられる重点プロジェクト
 - 「借主に対しては、約定利息以外にはいかなる費用も請求してはならない。」→現在、人民銀行は適用していない。
 - 2005 年 2 月に「上海港コンテナ株式会社」に対し、Citi をリードアレンジャーとする人民元建のシ・ローンを実施（外銀による中国資本向けの人民元建初のシ・ローン）。
 - 上海銀行協会は 2005 年 2 月、「シンジケート・ローンについての協力申し合わせ」を取り決め、1 件当たり金額が人民元 10 億元以上の中長期貸出案件については、原則的にシ・ローンを組成することとした。
 - また、対外借入に際し、外貨管理局の承認が必要。
- （以上、「中国の金融制度と銀行取引」みずほ総研より）

	<p>【主な借入人】</p> <p>① 欧米企業の中国法人、JV (Joint Venture)</p> <p>② 台湾企業の中国法人;2004 年台湾企業の中国法人の調達は約 US\$9 億、中国の外貨シ・ローンの約 18%。</p> <p>③ 中国企業の借入</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 国有企業 ; 石油、通信、海運等 ・ 民間 ; Lenovo による IBM の PC 部門買収 (US\$6 億)
最近の 主要案件	<ul style="list-style-type: none"> ・ China Unicom ; (中国の携帯電話) US\$5 億 ・ Sinopec ; アンゴラ油田の買収資金調達 US11 億、Calyon、SCB が アレンジャー ・ COFCO (中国の食料商社) ; US\$1.5 億

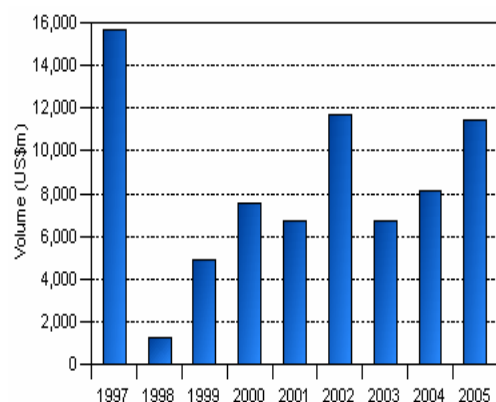
韓国

取引ボリューム

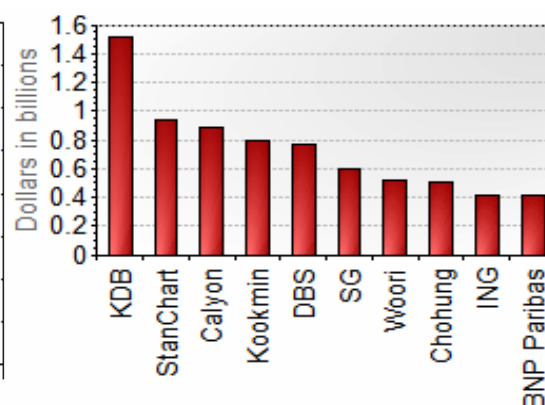
2004年 US\$81 億（オフショアローン）

2005年 US\$114.8 億（同上）

1. オフショアローン組成額推移



2. リーグテーブル（2005 年）



市場環境・規制

【概観】

- ・ 韓国のシ・ローン市場は、1998 年の通貨危機により取引が急減したが、2000 年以降の韓国経済の安定化に伴い、取引量が復活した。
- ・ 主な借入は、①韓国金融機関の外貨調達、②Samsung、Hyundai 等の大手財閥による調達、③リストラ、買収ファイナンス、④プロジェクトファイナンス、⑤船舶ファイナンスである。
- ・ 外貨（オフショア）、国内ウォン建て市場に分かれる。韓国企業の外貨建て調達は当局に届出が必要（銀行 US\$50 百万、企業 US\$30 百万以上）。外貨建てトランシェ、ウォン建てトランシェの両方を持ち、前者は外銀、後者は韓国地場銀行が中心となって組成される案件も目立つ。
- ・ 外銀にはウォン調達にかかるプレミアムがあり、インターバンクで 20-30bp 程度上乗せされる。

最近の
主要案件

- ・ Korean Gas 向け LNG 輸送のための船舶ファイナンス案件（Hyundai Merchant Marine, STX Pans Ocean）、US\$5 億
- ・ Aromatic Oman 韓国とオマーンの合同プロジェクトへの案件、総額 US\$8 億。KEXIM が主導し、民間銀行の貸出割合は 55%。
- ・ Hite Brewery による Jinro 買収、7 年、US\$9.58 億相当

面談先コメント	<p>【金融機関向けシ・ローン】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 韓国の銀行の外貨調達のためのシ・ローンは2004年約US\$20億。調達スプレッドは、3年物で2003年のL+70bp程度からL+20bp程度に低下。銀行が調達した外貨資金は、取引先の中堅・中小企業向け貸出に充当される。 ・ 韓国の格付け上昇に伴い、金融機関の借入れコスト低下し、調達には好機（地場銀）。 ・ 韓国の銀行に対して外貨建てシ・ローン貸出をするメリットは①韓国の金融機関は開示が進んでおり、リスクが低いと考えられる、②リスクウェイトが低い、の2点である（邦銀）。 ・ 韓国の金融機関は、アジアのシ・ローンの買い手でもあるが、アジア通貨危機時の教訓から、海外のシ・ローン案件投資には慎重に対応（地場銀）。 <p>【プロジェクトファイナンス】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 韓国では、空港、高速道路、港湾設備等の建設に、民間資金を導入しておりプロジェクトファイナンスが多い（PFI、2004年US\$50億）。 ・ 代表的な案件は以下の通り。 <ul style="list-style-type: none"> ➢ New Songdo City Development（仁川新空港周辺の都市開発、総額 US\$120億相当） ➢ Pusan New Port US\$7.7億相当 ➢ 仁川新空港鉄道 3.3兆ウォン ・ 韓国のプロジェクトファイナンス案件は、こうした施設の利用率から償還され、政府がプロジェクトの最低収入を保証しているものが多い。ウォン建ての長期取引で、実質韓国ソブリンリスクに仕上がっているため、韓国の機関投資家が主である（欧米銀）。 <p>【船舶ファイナンス】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 海運市況の強含みにより、船舶ファイナンスが好調である（2004年US\$12億、10件）。船舶ファイナンスは銀行の与信判断により、取組姿勢が大きく異なる。 ・ 船舶ファイナンスは、案件の期間が10年程度と長く、船舶のオペレーター、リース終了期の買戻し先のリスク、万一、デフォルトになった場合の海運市況の影響を受ける。現在、海運市況は強いがサイクルがあり、与信判断が難しい。
---------	---

	<p>【Korean Development Bank (KDB) の役割】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ KDB は、韓国企業の外貨調達において重要な役割を果たしており、韓国のシ・ローン組成額はトップである。 ・ KDB によると、韓国企業の長期調達が最も重要な業務であることは変わらないが、韓国企業の業況安定により、シ・ローン以外の投資銀行業務、債券引受、M&A 仲介等、運用、デリバティブを強化し、アジアを代表する投資銀行になることを目指している。
--	--

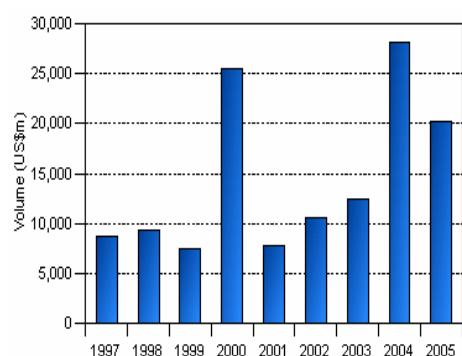
台湾

取引ボリューム

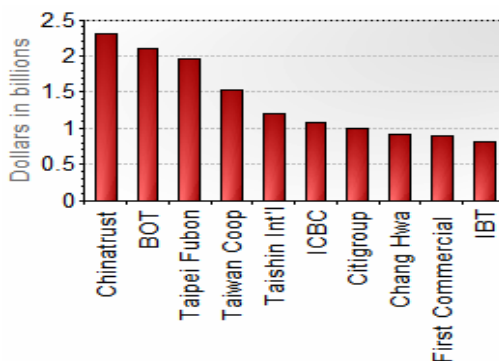
2004 年 US\$282 億 香港を抜き、日本、豪州に次ぐ組成額

2005 年 US\$201 億

1. シ・ローン組成額推移 (NT\$含む)



2. リーグテーブル (2005 年)



市場環境・規制

【概況】

- 台湾は、台湾ドル建ての案件が 9 割程度を占める。2004 年は台湾の液晶パネル、半導体メーカーの設備資金需要から、組成額が積み上がり、香港を上回った。
- 2005 年は、昨年目立った半導体メーカーの大型借入が少ないため、組成額は減少している。
- オンショア行は台湾地場銀行と台湾内に支店を持つ外資系金融機関。オフショア行は台湾内に支店を持たない中国本土以外の外資系金融機関。オフショア行は台湾のシ・ローン参加にあたり、台湾証券取引所の許可が必要。貸出額は 1 件あたり US\$50 百万まで。

【台湾企業の中国現法案件】

- 最近は、大手企業を中心に中国現法のシ・ローン案件が増えている。中国現法は、ケイマン諸島等のタックスヘイブンに設立された持株会社を通じて外貨調達するケースが多い。ほとんどの案件には、親会社の台湾企業の保証がつく。
- しかし、台湾の地場銀行は中国本土に支店を持ってない。
- 台湾の地場銀行が中国本土の企業（台湾企業の中国現地法人を含む）に対してオフショア貸出をする場合は 10%の源泉徴収税がかかる（今年は実績 1 件、Chinatrust がアレンジャー）。中国本土に支店をもつ外資系金融機関にとって有利であり、台湾企業の中国案件は、台湾以外の外資系金融機関にとって、良いビジネスチャンスである。

最近の 主要案件	<ul style="list-style-type: none"> ・ 半導体メーカートップ AU Optronics US\$13.28 億相当 ・ 半導体メーカー第 2 位 Chi Mei Optoelectronics US\$13.36 億相当 ・ Dragon Steel Corp (鉄鋼メーカー) US\$10～12 億相当 <p>なお、3 件とも台湾ドル建てで調達</p>
面談先コメント	<ul style="list-style-type: none"> ・ オーバーバンキングのため、スプレッドは低下傾向である。また、コベナンツも緩い案件が増えてきた（地場銀）。 ・ 外資系金融機関が関わるのは一部大手企業案件のみ。多くの中堅・中小企業は自力で債券市場から調達するほどの信用力もないため、台湾国内でのシ・ローン調達に依存している（地場銀）。 ・ 台湾の地場銀行は、自らの収益基盤拡大のため、海外のシ・ローン案件への投資を積極的に行っている（欧米銀）。 ・ 業界トップ、第 2 位といった大手企業に与信が集中するため、銀行の業界に対する与信枠が埋まってしまい、中堅企業は調達に苦勞するケースも多い（邦銀）。

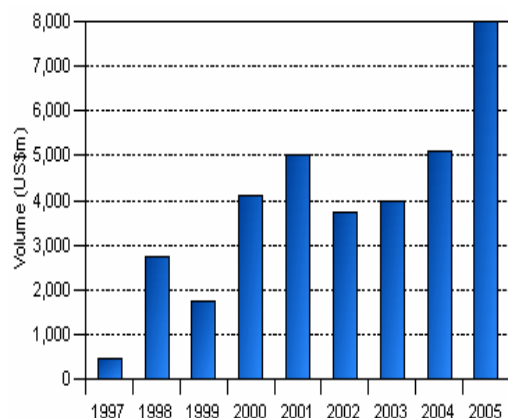
シンガポール

取引ボリューム

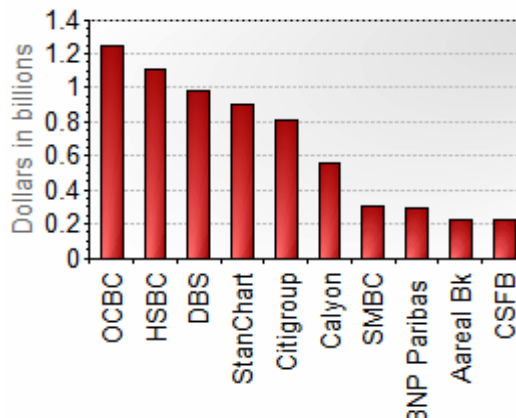
2004年 US\$50 億

2005年 US\$79 億

1. オフショアローン組成額推移



2. リーグテーブル (2005 年)



最近の
主要案件

- ・ Raffles Holding アジア初の本格的 LBO 案件、Colony Capital による Raffles Hotel 買収案件 (US\$7 億)。CSFB がアレンジャー。

面談先コメント

【地場】

- ・ シンジケーションの役割は銀行に必要な運用資産を確保すること。他行に比べて、引受けてホールドする比率が高いこともある。

【欧米系】

- ・ シンガポールの中では案件は少ない。インドネシアや、フィリピンなど、他の銀行があまり参加しない地域でニッチな案件を手掛ける。

【邦銀】

- ・ 3 大メガバンクは、シ・ローンの担当者を香港とシンガポールに配置している。
- ・ シンガポールのカバー領域は、豪州からインドまでと広い。最近のインド案件の増加により、インド案件のブッキングオフィスとしての位置付けもある。
- ・ アジアのプロジェクトファイナンス案件に注力しているが、プロジェクトファイナンス仕立てにしなくても、地場銀行がコーポレートファイナンスで安価に資金を出す傾向がある。

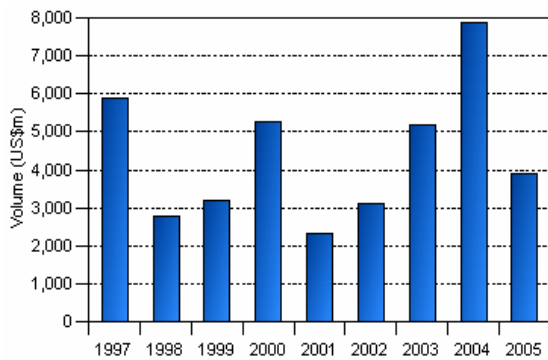
マレーシア

取引ボリューム

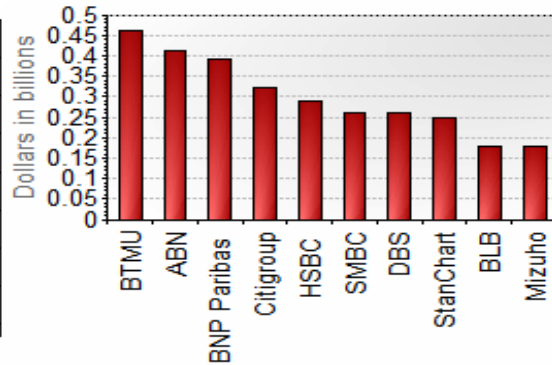
2004年 US\$78 億（オフショアローン）

2005年 US\$38 億（同上）

1. オフショアローン組成額推移



2. リーグテーブル（2005 年）



最近時

主要案件

Khazahah（政府の投資庁）US\$5 億、L+11.3bp、1 年

Titan Capital（Titan Chemical）US\$5 億、リストラ案件

Megan Media Holdings US\$63 百万

面談先コメント

【債券、貸出動向】

- ・ 法人の資金調達において債券の占めるウェイトが高い(10 億バーツ)。営業戦略上、ローンと債券の垣根が低くなりつつある。

(10 億 MR)

	1997	1999	2003	2005 見込み
銀行貸出	88	1	22	43
債券	15	23	43	33
株式	18	6	8	6

- ・ マレーシア中銀は、貸出での運用機会が十分でないため、銀行の運用資産につき、満期持ち切りを前提に、債券を貸出資産と同様にブックリングすることを認めた。
- ・ ローンの借り手はソブリン、優良企業と、社債発行が難しい信用力の劣るセクターに分けられる。
- ・ マレーシアの特徴として、インフラプロジェクト案件が多いため、10 年程度の長い満期が設定される。
- ・ 日系では Toyota Motor Finance が当地で債券発行をした。

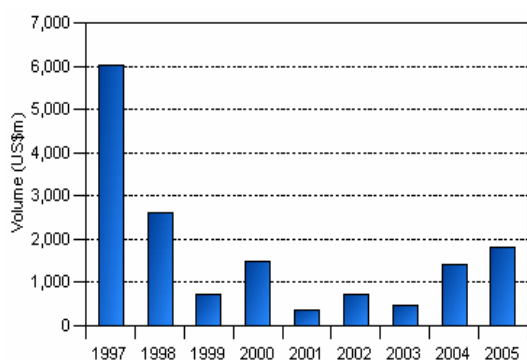
	<p>【イスラム債】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ イスラム債は、マレーシアの有力な長期運用手段で、現在は債券の約 7 割がイスラム債の形で調達される。投資家はマレーシアの外資系生保が 5 割程度を占める。「イスラム」と言っているが、運用－調達手段の 1 つである。マレーシアとしては、オイルマネーの取込も視野に入れている。 ・ イスラム債で調達した資金は、期中の利払いを要しないこともあり、建設期間の長いプロジェクトファイナンスの資金調達に適する（地場銀）。 ・ 非日系の貸出先はソブリン、準ソブリンに限られ、取引社数は少ない。政府機関債のスプレッドは 10bp 以下にまで縮んでいる。 ・ 日系企業は、生産拠点をマレーシアからタイにシフトする動きが見られる。日系企業もシ・ローンを組むほどの資金需要は少ない（邦銀）。
--	---

出張国 タイ

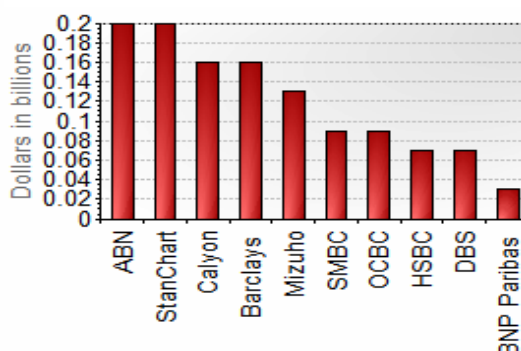
2004 年 \$14 億 (オフショアローン)

2005 年 \$18 億 (同上)

1. オフショアローン組成額推移



2. リーグテーブル (2005 年)



市場環境・規制

- ・ 海外からの資金調達には法律上の制限はなく、パーツに転換し、国内の資金需要に利用することができる。
- ・ シ・ローン組成額は少ない。2005 年に入り、石油化学の PTT グループの調達等により組成額が増加傾向にある。

最近の
主要案件

- ・ Total Access Communication (携帯電話) US\$1.8 億、7 年
- ・ Gulf Power Generation US\$3 億 (電力のプロジェクトファイナンス案件) みずほがアレンジャー
- ・ Thai Olefins US\$1 億、5 年、みずほと DBS がアレンジャー

面談先コメント

- 【シ・ローンが少ない理由】
- ・ タイのシ・ローンで動きのある分野は石油・ガス。しかし、シ・ローンのボリュームが積み上がらない理由は、①通貨危機以前、企業はパーツがドルに連動していたため、ドル建て借入れを増やしたが、フロート化以降、パーツ建ての国内調達に切り替えたこと、②資金需要の強い一部の企業グループに対しては、中央銀行で定められた各金融機関の single exposure limit (企業グループ単位に資本金の 25%まで、超過部分は同額を中銀に当座預金積み増しが要件) に近づきつつあること、が挙げられる。
 - ・ 銀行セクターの外貨調達もあるが、スプレッドは L+10bp 程度にまで低下している。
 - ・ 政府が掲げる 1.8 兆パーツ (5 兆円) のインフラ整備プロジェクトが注目される。まだ具体的内容、調達方法は見えていない。

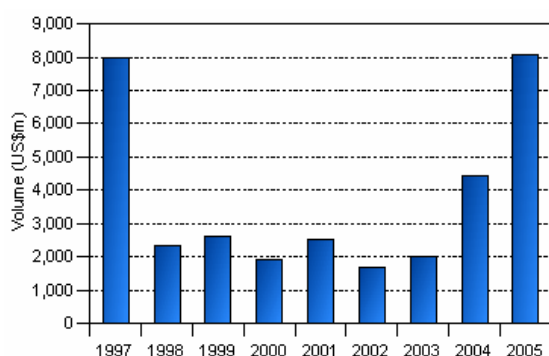
インド

取引ボリューム

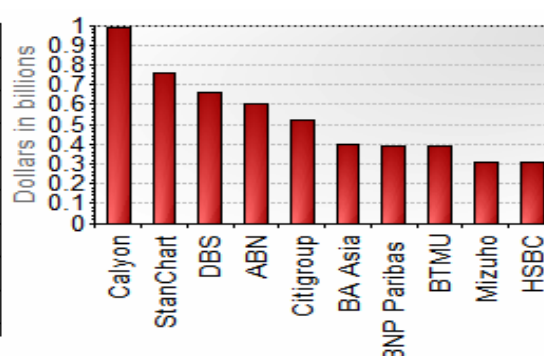
2004 年 US\$44 億

2005 年 US\$80 億

1. オフショアローン組成額推移



2. リーグテーブル (2005 年)



- ・ インドの格上げ (2004 年 Moody's がインドは Ba1 から Baa3 に引き上げ) を反映し、インドのオフショアローンは 2002 年 US\$17 億、2003 年 US\$20 億から大幅増加。

市場環境・規制

- ・ 国外からの調達 (External Commercial Borrowing) は調達額が US\$20 百万までは平均期間が 3 年以上、US\$50 百万以上の案件は平均期間が 5 年以上あることが要件。このため、5 年ブレットの案件が多い。また一企業の海外調達額は年間 US\$5 億以内。
- ・ 国外調達は設備投資目的のみに限られる。転貸や株式投資には使えない。
- ・ 国外で組成される外貨建て貸出には源泉徴収税が課せられるため、金利の低い円で調達し、ドル、ルピーにスワップする取引も多い。

最近の 主要案件

- ・ インドでは、石油、電力、通信等、インフラ関連の資金需要が強い。ボロワーは政府系か、三大財閥 (Tata、Reliance、Birla) が主。

通信

Reliance Infocom US\$5 億

Hutchison US\$1.4 億

エネルギー

Hindustan Petroleum US\$2 億

Reliance Energy US\$2.5 億

Indian Oil

電力等

Power Finance Corp. of India

Infrastructure Development Finance Corp. US\$1 億

	<p>財閥</p> <p>Tata Motors US\$1 億</p> <p>Tata Iron & Steel US\$4 億</p> <p>金融機関の外貨調達</p>
面談先コメント	<ul style="list-style-type: none"> ・ インドの企業は、シ・ローンほかに、株の先高感から外貨建転換社債による調達も増やしている。この分野では、Morgan Stanley、Merill など米系投資銀行が強い（欧米銀）。 ・ 最近、日本の銀行の参加が増えているが、インドではTop tier の会社に限られている。台湾、中国の銀行は、もう少し下のゾーン、スプレッドの高い先にも貸出している（地場銀）。 ・ インドでは、電力、水道、道路、空港などインフラ整備案件が目白押しである。この1～2年、三大財閥を中心に欧米金融機関から大量の資金が流入しているが、インドの発展のためには、これまでの数倍の資金が必要となる。これらのプロジェクトのために円滑な資金流入を図ることができるかがポイント（地場銀）。 ・ アジアで最も資金需要は強いが、カントリーリミットをどのように考えるか悩ましい（邦銀）。

Ⅲ. 各国市場の動向

1. 香港

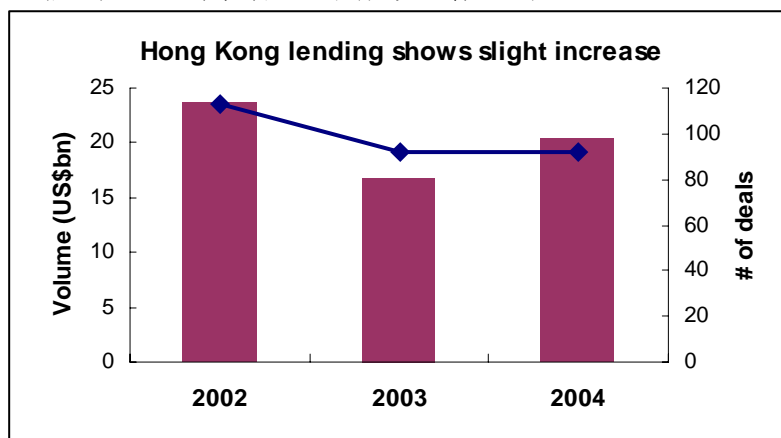
(要旨)

- ・アジアのシ・ローンを中心。2004年の組成額はUS\$204億（域内3位）。2005年はUS\$226億（域内2位）と約11%増加
- ・組成件数を企業規模別にみると、約40%が中堅企業（mid-cap企業）による調達
- ・企業買収に伴うファイナンスが増加
- ・スプレッドは低下傾向。優良企業は借り手が調達額、調達期間について条件を銀行に提示し、参加銀行を募るセルフ・アレンジが増加
- ・隣接するマカオでは、カジノ施設向け貸出が増加

(1) 組成額

2004年の組成額はUS\$204億と、前年のUS\$168億から増加した。2003年前半のSARSによる低迷から立ち直ったためである。しかし、2004年の組成額は2002年のUS\$237億には及ばなかった。香港経済の回復が他の地域に比べて遅れていたからである（図1）。なお、2005年はUS\$226億となり、前年比約11%増加している。

（図1）2004年、香港の組成額は増加に転じる



（出所）ロ이터 LPC

(2) 企業規模別の組成額比較

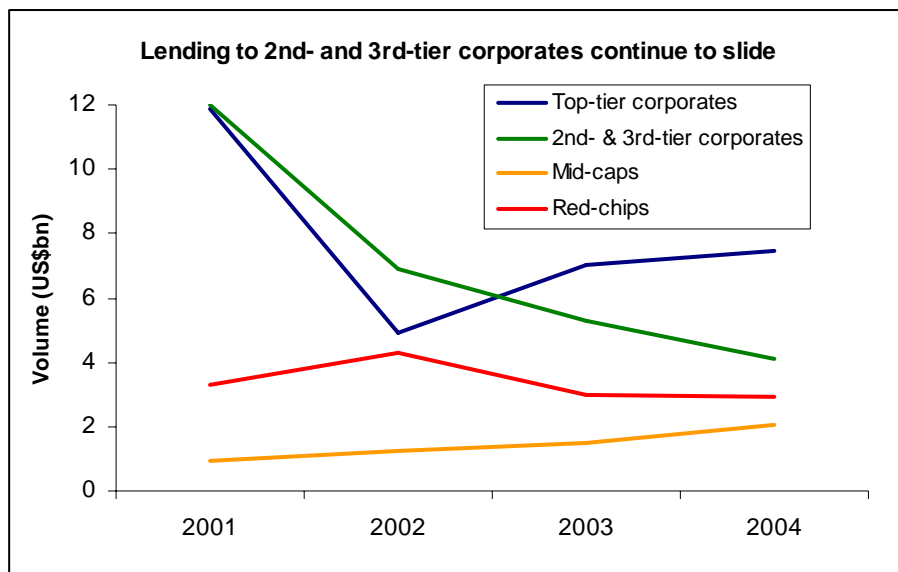
ここでは、香港のシ・ローンの借り手を属性により、①top-tier 財閥（Cheung Kong, Hutchison, Sun Hun Kai など）、②2nd 及び 3rd-tier③mid-cap（中堅）④red-chip（中国資本）に分類している。

2004年は、香港経済の主要な柱を形成している top-tier の不動産デベロッパーにより、大規模な資金調達が行われた。2002年以降、3年間シ・ローンでの起債を控えていた Henderson Land Development は、セルフ・アレンジ・ディールによりアレンジャーと参加行合わせ23行、HK\$100億の大規模資金調達を行った。

シ・ローン組成額の増加は、Top-tier 企業（借入額が前年比6%増加）と、mid-cap 企業（同38%増加）による。Red-chip 企業の借入は1.7%減少し、2nd-および3rd-tier の企

業による借入は、2001 年以降基調として減少している（図 2）。

（図 2） 2nd-および 3rd-tier 企業の借入は減少（組成額による比較）

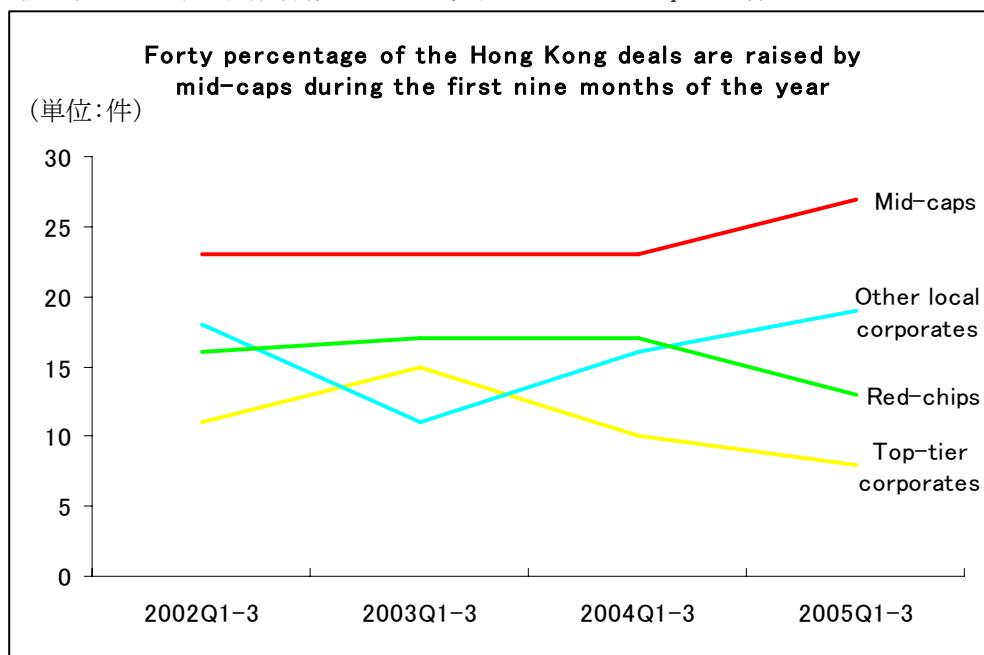


2nd-tier および 3rd-tier 企業は資金需要が弱く、返済が先行した。Second-tier の企業で活発に資金調達した企業は、Kerry Properties、Wharf (Holdings)、Wheelock & Co、Shui On Centre といった不動産デベロッパーである。

（2005 年のトピックス 1：組成件数の企業規模別比較）

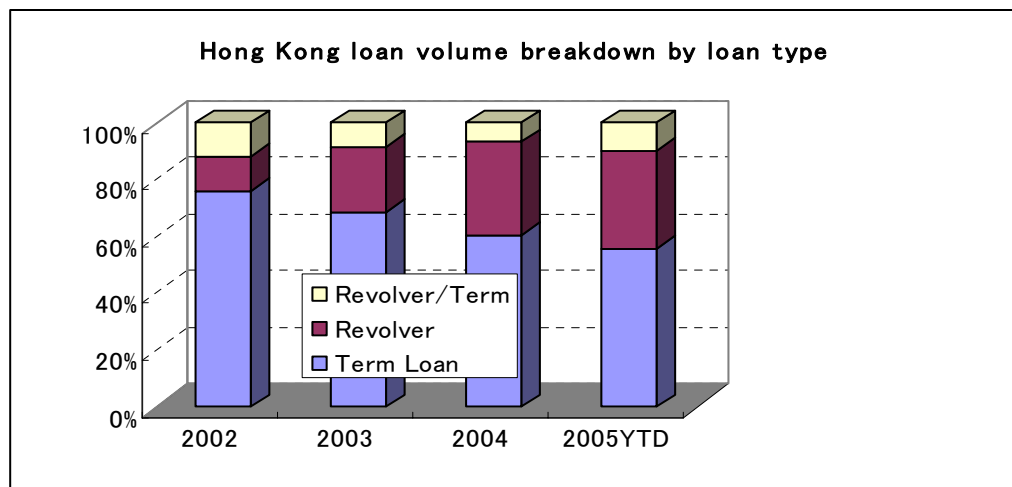
2005 年第 3 四半期終了時点における tier 毎の組成件数をみると、mid-cap 企業が全体の約 40%を占めている（全 67 件中 27 件）。また、ローンのタイプをみると、ここ数年でリボルバーの占める割合が徐々に高まっている（図 3、図 4）。

（図 3） Tier 毎の組成件数をみると、約 40%が mid-cap の企業



(出所) 〆イター LPC 各年とも第 1～第 3 四半期で比較

(図 4) リボルバー形式のローンが増加中

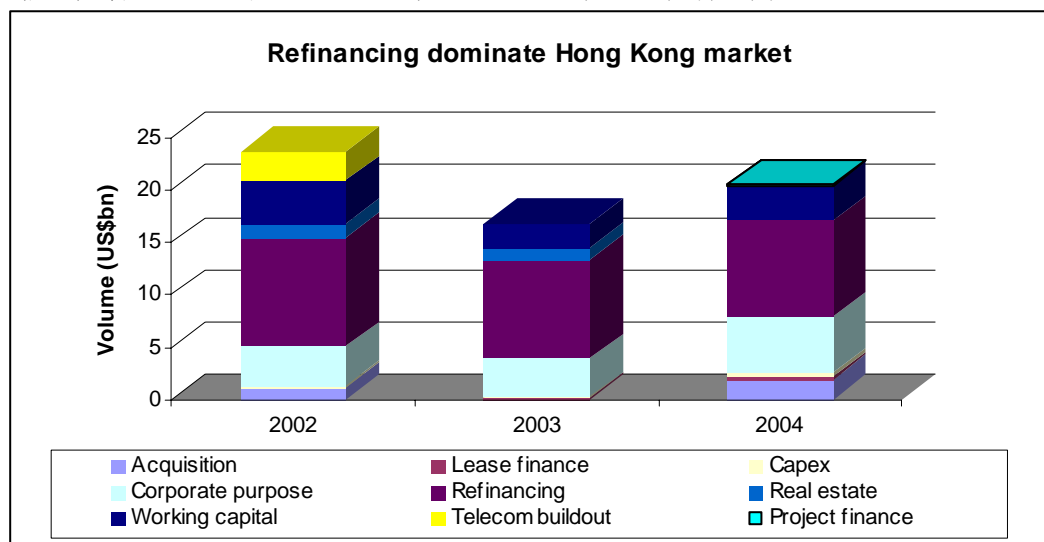


(出所) ロイター LPC 2005 年は 11 月末時点の集計

(3) 買収ファイナンスが増加

2004 年において、香港の借入の大部分は、借入コスト削減が目的のリファイナンス案件である。新規案件では、買収ファイナンス、LBO ファイナンスの案件が数件組成され、組成額が積み上がった (図 5)。

(図 5) 香港マーケットではリファイナンスの占める割合が高い



(出所) ロイター LPC

2004 年の香港での最大の買収ファイナンス案件は、Hutchison Whampoa が AS Watson Finance を通じてドイツの健康美容チェーン Dirk Rossmann Gmbh を買収した案件 (€12.8 億) である。

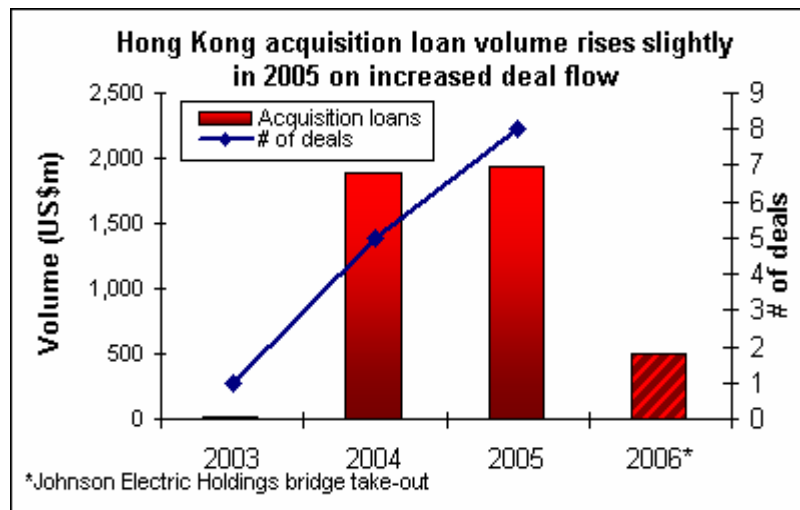
他の買収案件では、Prosperity Lamps & Components による深セン証券取引所に上場されている Foshan Electrical & Lighting の買収ファイナンス (期間 3 年、HK\$1.5 億)、China Resources Cement Holdings 向け案件 (HK\$4 億)、Sun World のカザフスタン石油

採掘地帯への投資にかかる案件（US\$1 億）が実行された。

（2005 年のトピックス 2：2005 年の買収ファイナンス動向）

2005 年も引き続き買収案件が増加している（図 6）。

（図 6）買収案件は増加基調



（出所）ロ이터 LPC 2005 年は 11 月末時点の集計

最近の大きな案件としては、自動車メーカー Johnson Electric Holdings¹によるスイスのメーカー Saia-Burgess Electronics Holding²の買収にかかるブリッジ・ローン、7 億スイスフランがあり、Citi がアレンジャーを務めた。この案件は 2006 年 1 月に借換される予定であり、借入期間等は現在交渉中である。この借換ローンの入札に際しては、Citi 以外にも Calyon、HSBC、Standard Chartered (SCB) が参加したが、最終的にはブリッジ・ローンと同様に Citi がアレンジャーを務める予定である。

その他の買収ファイナンス案件としては、Kingboard Chemical Holdings によるプリント基板メーカー Elec & Eltek International Holdings の買収（期間 5 年、HK\$30 億、L+81bp）、レノボによる IBM の PC 部門の買収（期間 5 年、US\$6 億）、Techtronic Industries による Atlas Copco AB の買収（期間 3 年、US\$2 億）などが挙げられる。

（4）プライシング水準の低下

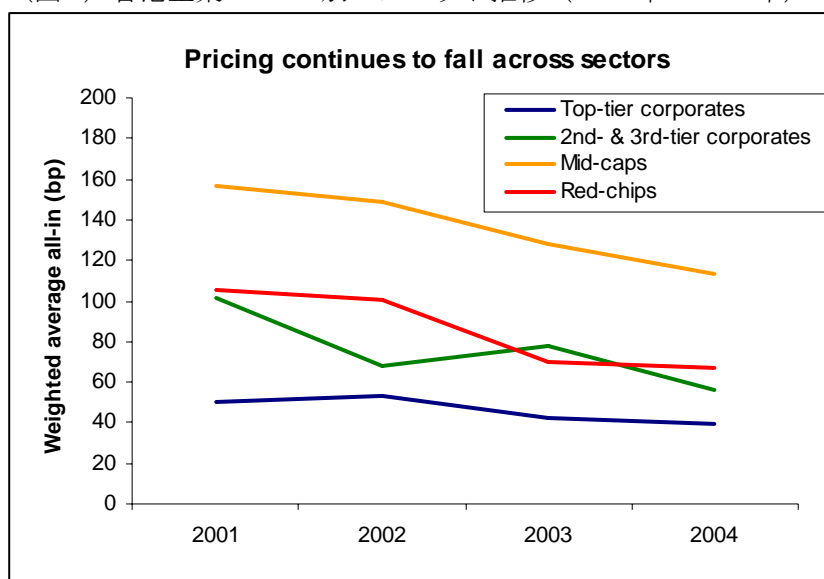
スプレッドには継続的に低下傾向にあり、どのセグメントでもアジア通貨危機以前のレベルまで低下している。銀行間の激しい競争により、スプレッドは下げ続けている。香港における大部分の資金調達活動は新たな設備投資資金ではなくリファイナンスが中心であるから、新規案件についてもスプレッドが低下する傾向が見られる。

¹ 同社は香港証券取引所に上場している世界有数の機械、電機メーカー。本社は香港、世界 15 カ国に拠点をもち、従業員数は約 33,000 人。2005 年 3 月期には純利益 US\$11.4 億を計上。

² 1998 年からスイス証券取引所に上場し、従来から Johnson Electric と業務提携していた。本社はスイス、欧州、北米、アフリカ、アジアに生産・販売拠点をもち、従業員数は 3,719 人、純利益 CHF5.7 億を計上。

最もタイトなスプレッドになっているのは top-tier のブルーチップ企業であり、1997 年の危機以前のレベルまで低下した。1997 年の水準に比べて、2004 年のスプレッド水準は Top-tier 企業で 8%、Mid-cap 企業は 12%、Red-chip 企業はそれぞれ 5%低い。さらに、準ソブリン銘柄である Hong Kong Electric などは top-tier 企業よりもスプレッドが低く、期間 5 年を L+20bp 台前半でシ・ローンを組成できた（図 7、図 8、図 9）。

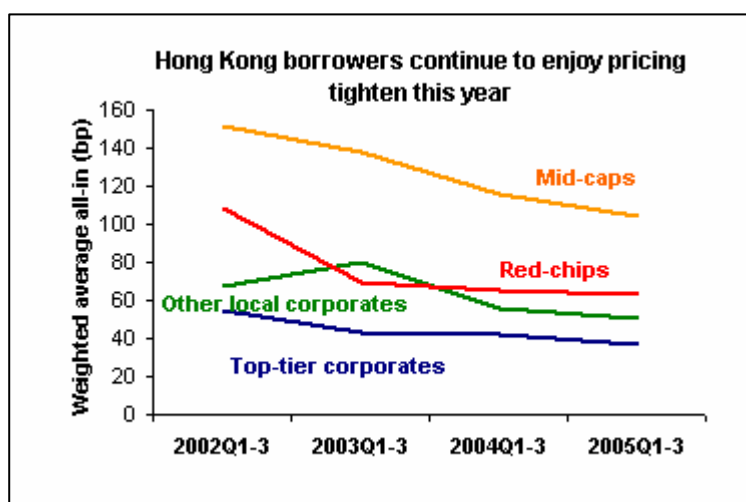
(図 7) 香港企業の tier 別スプレッド推移 (2001 年～2004 年)



All-in (bp)	2001	2002	2003	2004
Top-tier corporates	50.6	53.3	42.2	39.0
2nd- & 3rd-tier corporates	101.5	67.6	77.5	55.9
Mid-caps	156.3	149.0	128.4	116.6
Red-chips	105.6	100.7	70.3	65.0

(出所)ロイター LPC

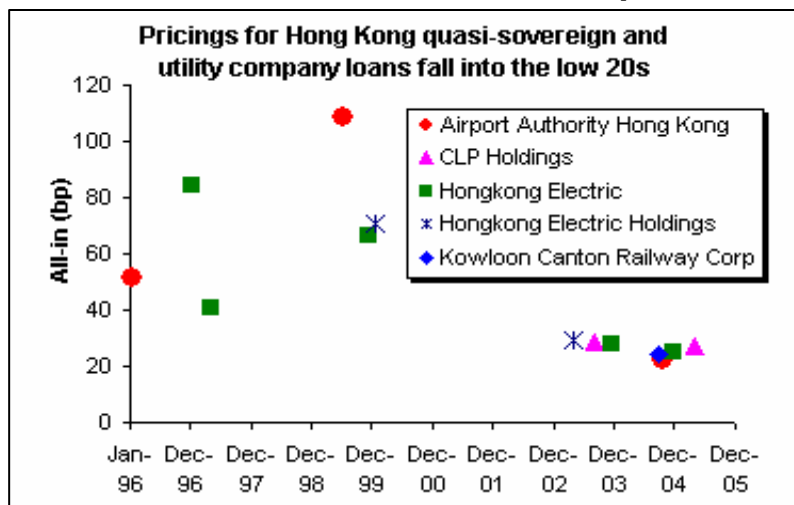
(図 8) 2005 年第 1～3 四半期も引き続きスプレッドは低下基調



(出所)ロイター LPC

各年とも第 1～3 四半期で比較

(図 9) 準ソブリン銘柄のスプレッドは L+20bp 台前半



(出所)ロイター-LPC

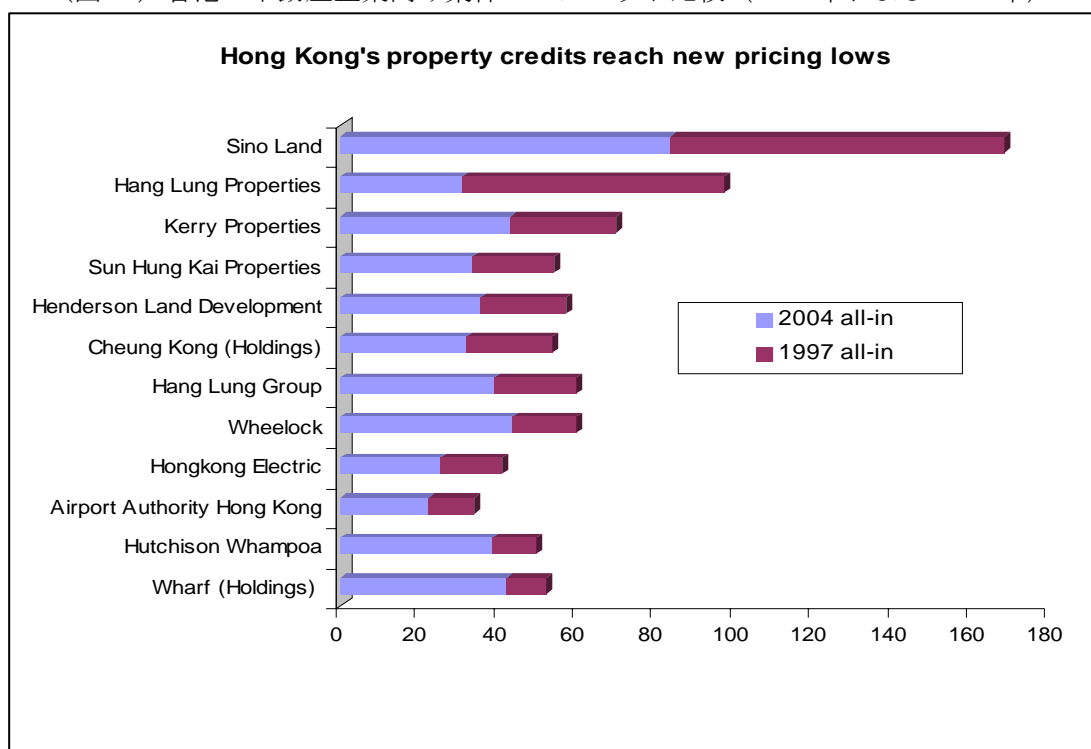
2005 年は 9 月末時点の
集計

2004 年にシ・ローンを契約した Top-tier 企業には、Cheung Kong、Henderson および Sun Hung Kai Properties が含まれる。これらの企業は、期間 5 年でオールイン L+30bp 台前半でリファイナンスできた。

しかし、最もスプレッドが低下したのは、2nd-および 3rd-tier の企業である。このカテゴリーでは借入額が急減し、銀行間の激しい競争の結果、約 27% のスプレッド低下をもたらした。

Second-tier 企業である Sino Land は、アジア通貨危機以前のレベルと比較してスプレッドが半減した。1997 年の案件（期間 5 年、US\$2 億）は L+168.3bp だが、2004 年 1 月の案件（期間 3 年、HK\$10 億）は L+83.7bp である（図 10、図 11）。

(図 10) 香港の不動産企業向け案件のスプレッド比較（1997 年および 2004 年）

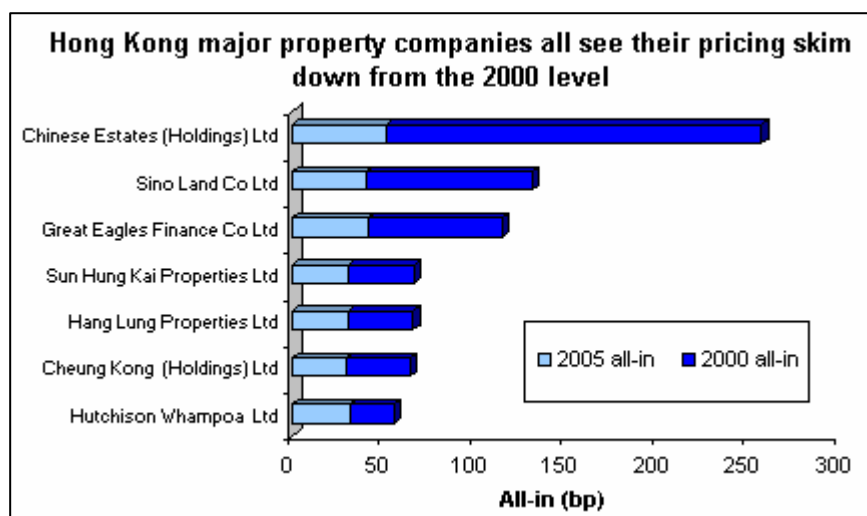


(単位:bp)

債務者	2004 all-in	1997 all-in	縮小幅
Sino Land	83.7	168.3	84.6
Hang Lung Properties	31.0	97.5	66.5
Kerry Properties	43.0	70.0	27.0
Sun Hung Kai Properties	33.4	54.0	20.6
Henderson Land Development	35.5	57.0	21.5
Cheung Kong (Holdings)	32.0	53.5	21.5
Hang Lung Group	39.0	60.0	21.0
Wheelock	43.5	60.0	16.5
Hongkong Electric	25.0	41.0	16.0
Airport Authority Hong Kong	22.0	34.0	12.0
Hutchison Whampoa	38.5	49.5	11.0
Wharf (Holdings)	42.0	52.0	10.0

(出所)ロ이터 LPC

(図 11) 香港の不動産企業向け案件のスプレッド比較 (2000 年および 2005 年)



(単位:bp)

債務者	2005 all-in	2000 all-in	縮小幅
Chinese Estates (Holdings)	51.3	257.6	206.3
Sino Land	41.0	132.1	91.1
Great Eagles Finance	42.0	115.0	73.0
Sun Hung Kai Properties	31.0	67.0	36.0
Hang Lung Properties	31.0	66.5	35.5
Cheung Kong (Holdings)	30.0	65.0	35.0
Hutchison Whampoa	32.0	56.5	24.5

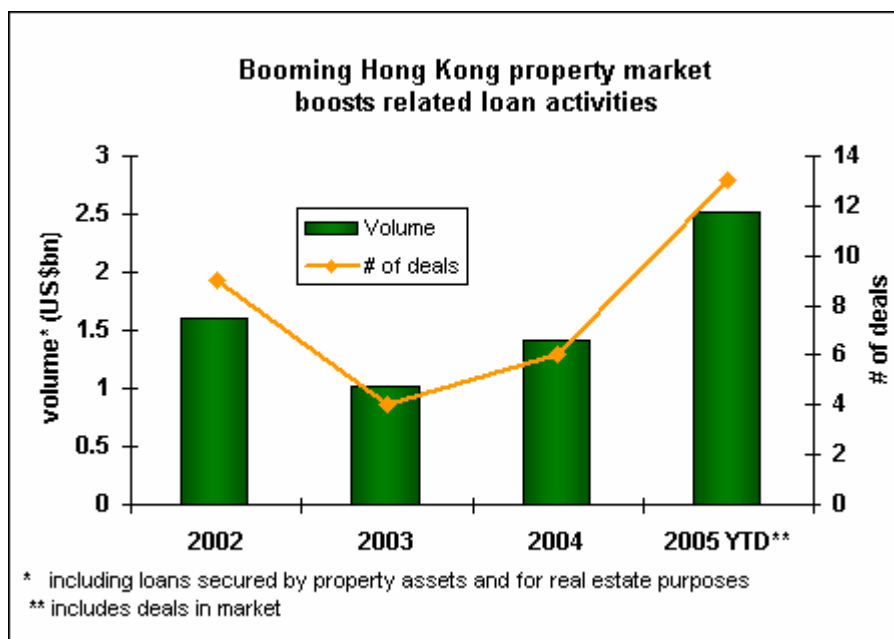
(出所)ロ이터 LPC

(2005 年のトピックス 3：不動産ファイナンスの動向)

いくつかの大手不動産デベロッパーは、REIT によって資金調達することも検討している。REIT はオーストラリア、日本、シンガポールの証券取引所に上場されているが、香港においてはまだ馴染みが薄い。しかし、香港においても今後 REIT は普及していくと考えられている。Cheung Kong (Holdings) も資金調達方法として REIT を検討している企業の 1 つである。同社は年末に、Cheung Kong Real Estate Investment Trust の IPO を予定している。この IPO に関連して、5 年、HK\$10~19 億の Cheung Kong REIT 向けローンが L+50bp 程度でローンチされた (2005 年 12 月に香港初の REIT 案件として実行)。

なお、Cheung Kong(Holdings)は 2005 年 5 月に、5 年、HK\$40 億のリボルビングローンを L+30bp で調達している。今回の REIT 案件が L+50bp となったのは、ノンリコースローンとなったからである。こうした案件を含め、2005 年は不動産関連貸出が香港のシ・ローン残高を増加させる一因となった (図 12)。

(図 12) 不動産関連貸出が増加



(出所) ロ이터 LPC 2005 年は 9 月末時点の集計

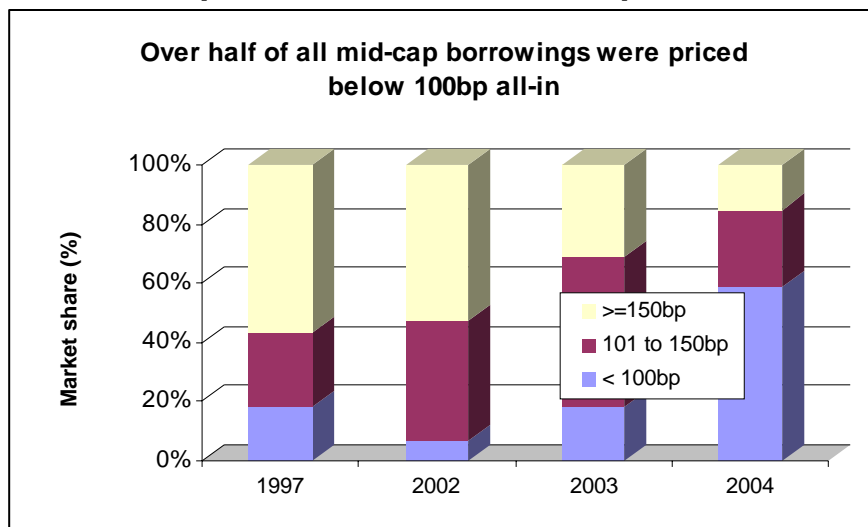
(5) 企業間のスプレッド格差縮小

ここ数年、tier 間のスプレッド格差が急激に縮小し、中国系企業も恩恵を受けている。

2nd および 3rd-tier 向けクレジットのスプレッドが大幅に低下した結果、香港における異なる tier 間の格差は、過去数年間で縮まった。中国関連企業もこの恩恵を受け、銀行は中国企業向け貸出についても同様にスプレッドを引き下げている。

一方、香港の銀行は、新たな収益分野を探す過程で、mid-cap 企業への融資を取り上げ、そのなかで、mid-cap 企業のスプレッドを低下させている。Mid-cap の借り手の過半数は、平均残存 2~5 年の場合、スプレッド 100bp 以下となっている (図 13)。

(図 13) mid-cap 企業向け貸出の過半数は L+100bp 以下



(出所)ロイター LPC

2004 年、銀行は既存の mid-cap 向け貸出をリファイナンスして更新する一方、mid-cap 向けに新たなシンジケーションをアレンジした。

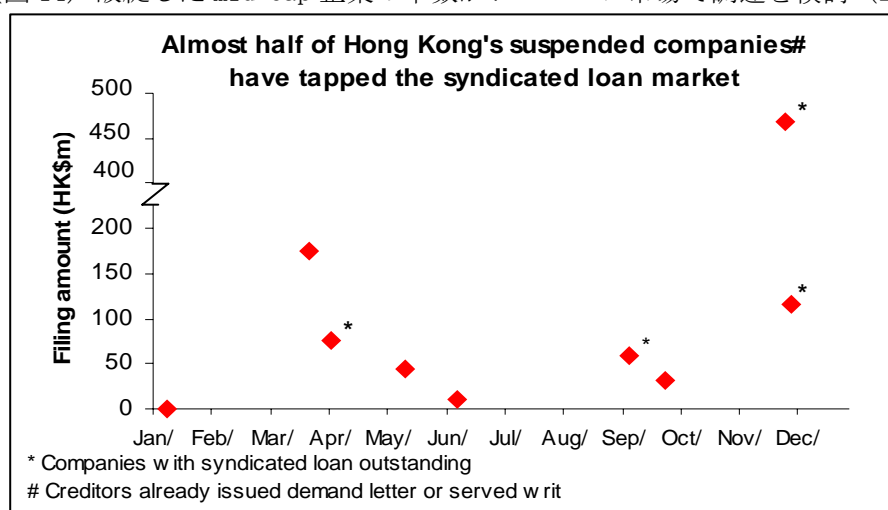
銀行は、シ・ローン調達で何回も実績のある mid-cap の借り手にはタイトなスプレッドを提示している。こうした企業は、銀行と良好な関係を築き、mid-cap 企業への貸出についての懸念を和らげているからだ。

Golik Holdings はリファイナンスを通じて借入金のコストを大幅に減らした mid-cap 企業の 1 つである。同社向け案件は DBS 銀行のアレンジによりスプレッド L+124bp でローンチされた (3 年、HK\$1.2 億、平均残存 1.9 年)。これは、2003 年 1 月の案件 (3 年、平均残存 2.1 年、L+200bp、CITIC Ka Wah Bank がアレンジャー) に比べて、76bp スプレッドが低下している。

(6) Mid-cap 企業向け貸出の破綻事例

破綻した mid-cap 企業の半数がシ・ローンでの調達を検討したことがあり、シ・ローンが実際に破綻した事例もある (図 14)。

(図 14) 破綻した mid-cap 企業の半数がシ・ローン市場で調達を検討 (2004 年)



(出所)ロイター LPC

Mid-cap を年間 10 件取引すれば、1 つは破綻するだろう、との見方もある。

Skyworth TV Holdings は、社長と他の役員が汚職容疑で逮捕されたが、借入金（期間 3 年、US\$60 百万）は返済した。シ・ローンを組成後破綻した事例は、Far East Pharmaceutical Technology (2004 年調印、期間 3 年、US\$80 百万)、Wah Sang Gas Holdings Ltd（2002 年調印、期間 3 年、HK\$2.2 億）がある。

香港の銀行は、mid-cap 企業に対しては財務、法的トラブルの可能性があると見て、コベナントを厳しくしている。中国系の企業に対してはより一層厳しい。しかし、Skyworth TV Holdings のように粉飾を行った企業に対し、万全の策はない。

(7) セルフ・アレンジ取引が増加

去年の香港ローン市場を特徴づける傾向として、どのセクターにおいてもアレンジャーから参加行に売却される部分が減少した点が挙げられる。

ローンの供給量よりも、貸出意欲のある銀行数が増えるに多いため、激しい競争となっているマーケットでは、銀行はスプレッド低下を受け入れざるを得ない。

香港のブルーチップ企業は、ビッド・プロセスを省略し、直接取引行に対してローンの形態や希望スプレッドを打診できる（セルフ・アレンジ取引）。香港の貸し手は、クレジット基準に合致した企業にかかる貸出資産を積み上げたいため、選択肢はほとんどなく、借り手から指示を受けた期間での貸出に同意している。こうした結果、当初厚かったスプレッドも低下してきている。

(8) Top-tier の借り手は取引を主導

香港のブルーチップ不動産デベロッパーは、自らの借入プライス、期間を決められるため、スプレッドは低下し続けている。それでも、取引銀行のローン引受意欲は極めて強い。

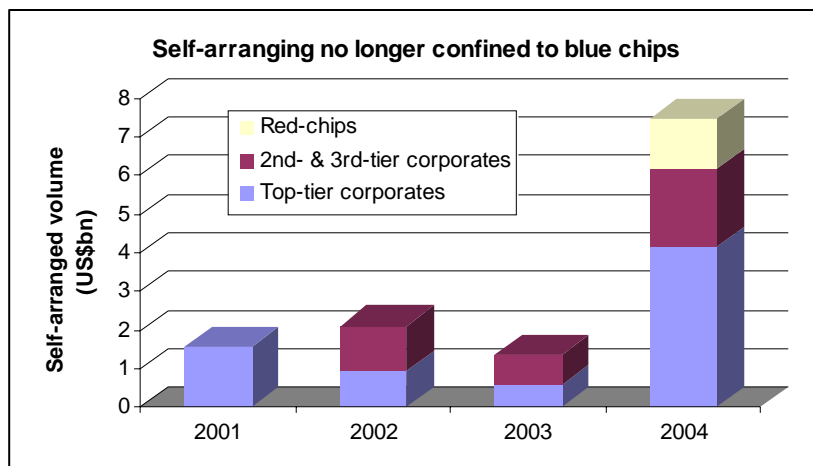
2004 年に多くのセルフ・アレンジ取引にかかわった銀行は、「銀行には選択肢はあまりなく、全く妙味のない案件にも多くの業者が寄せ集まっている状況」と語っている。

2004 年にセルフ・アレンジしたブルーチップ企業には、香港で最も知られている借り手である Sun Hung Kai Properties や、Hang Lung Properties、Henderson が含まれる。それぞれの案件は、自ら組成したシンジケート団の参加行以外には 16%、14%、12%しか売却されなかった。

(9) Second-tier 企業でもセルフ・アレンジは増加傾向

しかし、セルフ・アレンジの傾向はブルーチップに限らない。2nd-、3rd-tier の企業と中国資本のレッドチップもセルフ・アレンジによる調達を試みている（図 15）。

(図 15) tier 別セルフ・アレンジ案件組成額



(単位:億ドル)

各 tier	2001	2002	2003	2004
Top-tier corporates	15.8	9.6	5.9	41.7
2nd- & 3rd-tier corporates	–	11.5	7.7	19.9
Red-chips	–	–	–	13.2
Total	15.8	21.1	13.6	74.8

(出所)ロイター LPC

セルフ・アレンジ取引が次々と成功すると、よりクレジットの低い企業もセルフ・アレンジの動きが出てくる。かつて、2nd-tier 企業でセルフ・アレンジをした企業は Wharf Holding だけだったが、去年はいくつかの 2nd-、3rd-tier 企業が自分の希望の期間を指定して借入に成功している。

Citic Pacific や Kerry Properties は、ゼネラル・シンジケーションに代えて、初めて新たなセルフ・アレンジ型のシンジケーションを追求した非ブルーチップ企業の例である。

ブルーチップ企業と同等とみなされている Citic Pacific は、レッドチップ企業として初めて、HK\$52 億をセルフ・アレンジで組成した。Citic Pacific はみずから 13 行のコーディネート・アレンジャーグループを組成した。それぞれが引受行となり、ゼネラル・シンジケーションとして後で売却されたのは 10% だけだった。

Kerry Properties のケースでも、HK\$70 億の案件を 16 の引受行を通じて借りたが、ゼネラル・シンジケーションとして後で売却されたのは 6% だけだった。

ローンの売却率が低下すると (引受けたアレンジャーが持ち切る)、特にレッドチップ、2nd-tier 企業においてはクラブ・ディールが組成され、一般的なシンジケーションとならない。

China Merchants Holdings では 3 行に対して計 HK\$7 億のマンドートを与えた。しかし、China Merchants は事後にアレンジャー行を 7 行に増加させ、クラブ・ディールとして HK\$12 億へと借入額が増加した。

(10) Mid-cap 企業は依然としてゼネラル・シンジケーションを組成

現在のところ、香港の案件では、mid-cap 型企業は依然としてゼネラル・シンジケーションを組成している。

Mid-cap 企業の多くにとって、シ・ローン組成は初めてであり、条件やプライシング交渉は通常経験がなく、有利に交渉できるノウハウを持っていない。この結果、過去数ヵ月において、mid-cap 企業向け案件は、取引採算の低いブルーチップ企業案件を購入できない銀行にとって貴重な投資機会となった。

しかし、これも当面の現象であり、将来的にはこうした mid-cap 企業でさえも借換時や、いったん銀行との間で密接な関係を築けば、セルフ・アレンジで調達できるようになるだろう、と予測されている。

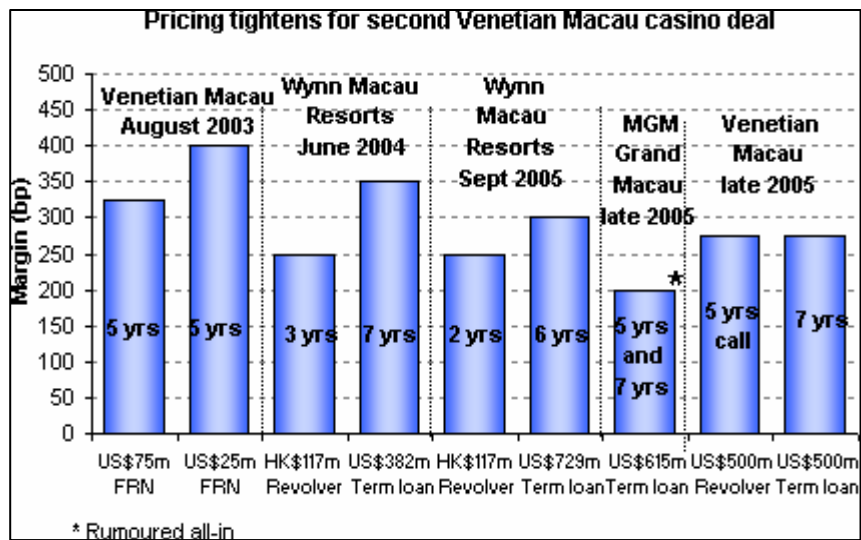
(2005 年のトピックス 4：マカオにおけるカジノ施設案件)

ゴールドマン・サックス、リーマン・ブラザーズ、Citi が Venetian Macau 向け US\$25 億のプロジェクト・ファイナンス案件について、参加行を集めた上で 2006 年初にローンチする予定である。同案件は、2006 年最初のマカオにおけるカジノ案件となる見込みであり、アジアにおいて US\$11 億、米国において US\$14 億を調達する。

マカオのカジノ案件のスプレッドは厚く、Venetian Macau の案件は期間 5～7 年で L+275bp 前後となる見込みである。ただし、2003 年 8 月に Venetian Macau がシ・ローンで調達した際には L+300bp 以上のスプレッドがあったため、今回の案件は若干スプレッドが縮小したと言える。

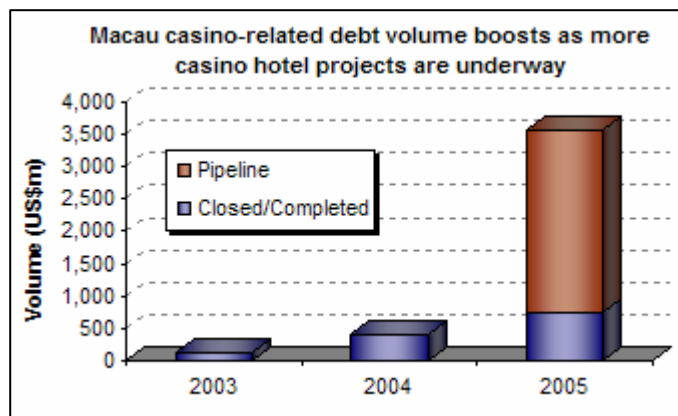
マカオにおいては最近、特に中国を中心としたアジアからの観光客が増加しており、カジノの需要増加が期待されている。このため、カジノにかかるシ・ローン案件も増加し、2005 年には、Wynn Resorts (Macau) 向け US\$7.5 億相当(計 2 件)の案件や、MGM Grand Macau 向け US\$6.2 億の案件などが組成され、特に後者には三井住友が共同アレンジャーとして参加している。すでに、カジノを含めた娯楽産業向けのエクスポージャーが限界に近づいている銀行もあるようだ。一方で、これまでカジノ案件に消極的だった銀行も、興味を示すところもある(図 16、図 17)。

(図 16) マカオにおけるカジノ施設案件



(出所)ロイター-LPC

(図 17) カジノ施設案件は 2005 年に入って急増



(出所)ロイター-LPC 2005 年は 11 月末時点の集計

2. 中国

(要旨)

- ・外貨建て・ローン組成額は US\$41 億 (2004 年) → US\$73 億 (2005 年) へと 78%増加

(要因)

- ・リファイナンスよりも新規貸出案件が中心。特に、石油、ガス等の海外資源獲得に伴う買収ファイナンスが増加
- ・外資系企業、特に台湾企業による中国本土への投資のための資金調達も増加基調
- ・中国経済の安定的成長見通し等を背景に、中国企業に対する貸出も増加

(1) 新規案件により組成額増加

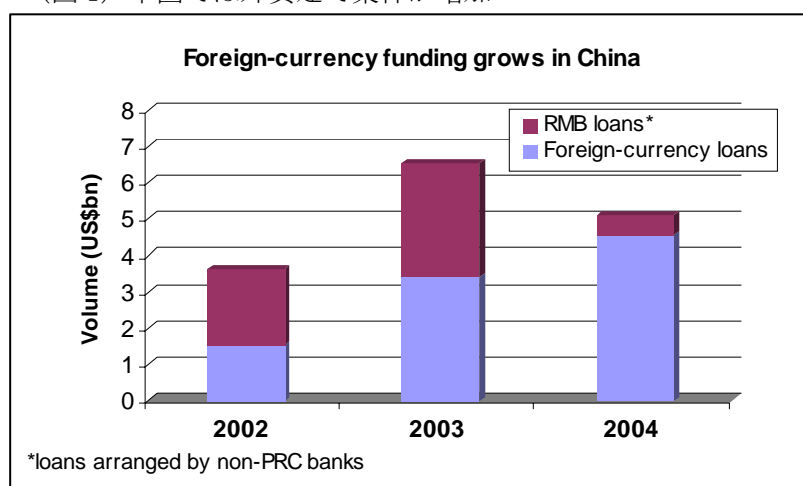
2004 年において、香港を基盤とする銀行の多くが中国へ進出した。アジア太平洋地域を通じてスプレッドが低下し続ける中、主要な金融機関は、魅力的な貸出機会を求めて中国へと進出した。多くの銀行は、中国企業からの新規借入需要の大幅増加を予想し、香港よりも中国向け融資に力を入れ始めている。

2004 年、中国における外貨建てシ・ローン組成額は、設備投資と新たなプロジェクトに伴うかなりの借入需要を背景に前年比 33%増加し US\$41 億となった (図 1)。なお、2005 年には US\$73 億とさらに同 78%増加した。

「中国向け案件は、リファイナンスではなく新規貸出案件だ」とある銀行は前向きである。資金需要の強い中国企業向けシ・ローンは、香港の銀行にとって、香港企業のリファイナンスに代わる新たな資産積み上げ手段である。

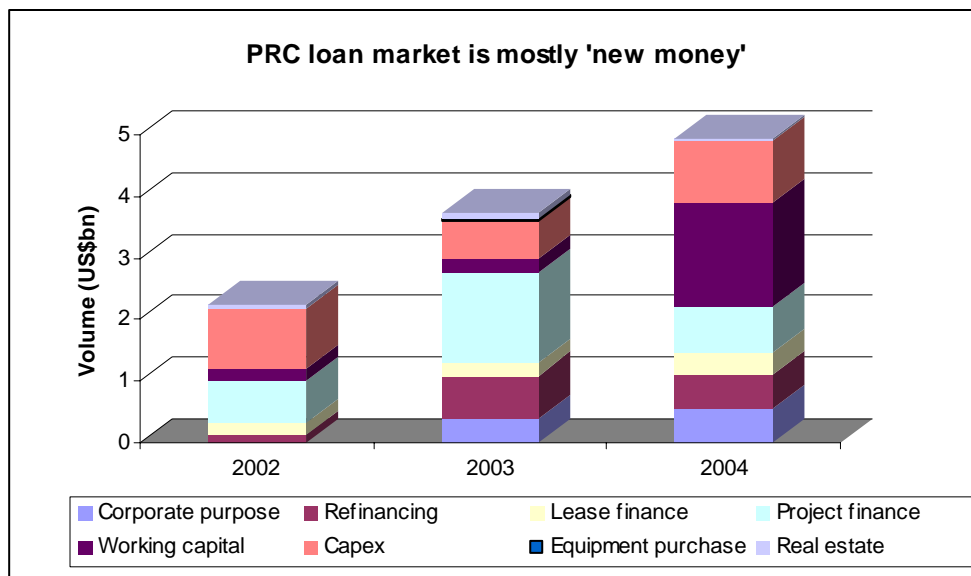
資金使途内訳をみると、オフショア・ローンのうちリファイナンスが占める割合はわずかに 11%であり、運転資金 (34%)、設備投資 (21%) の方が多い (図 2)。

(図 1) 中国では外貨建て案件が増加



(出所) ロイター LPC

(図 2) 中国シ・ローン項目別内訳

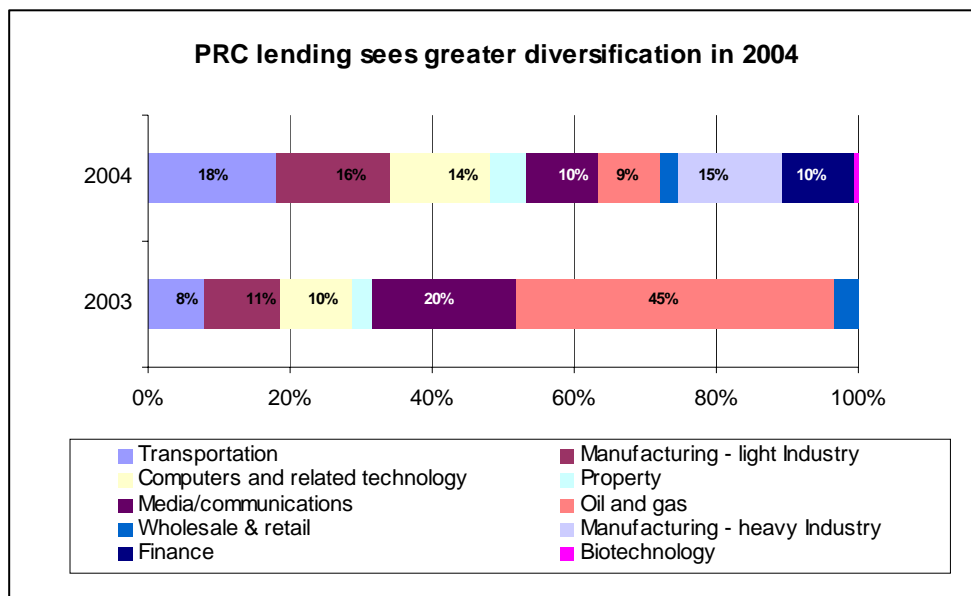


(出所)ロイター-LPC

中国企業からの設備投資のための調達ニーズの高まりと併せて、中国経済の発展と安定を背景に、香港の銀行は中国向け貸出に積極的に対応している。S&P が 2004 年、中国の外貨建債務格付けを 1 ノッチ引き上げ BBB+としたことも追い風となっている（2006/2/13 現在、Moody's A2、S&P A-）。

2004 年において、銀行は様々な業種に対して貸出しているが、その中でも特に IT、軽工業、繊維、衣服業種向けが増加している（図 3）。

(図 3) 資金使途は多様化している

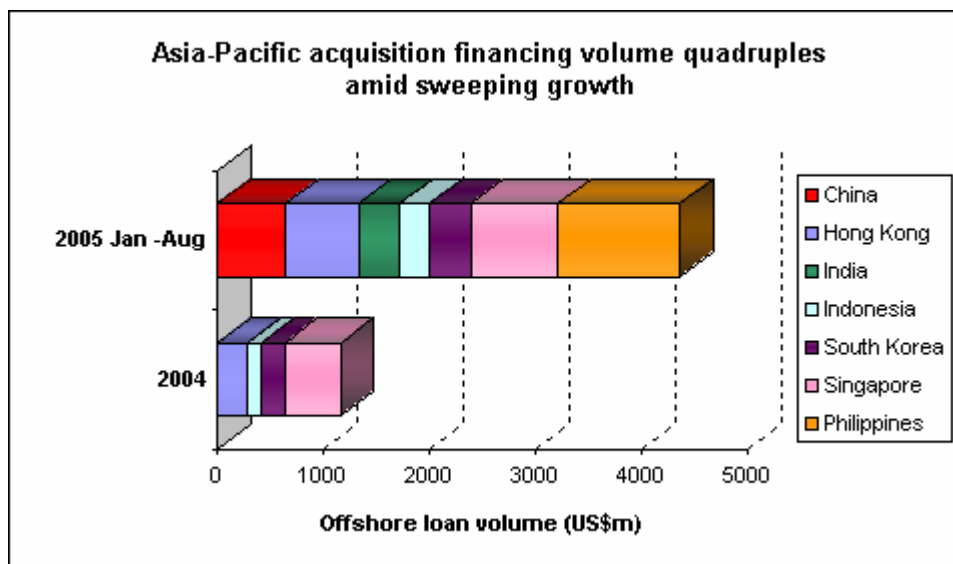


(出所)ロイター-LPC

(2005 年のトピックス 1：買収案件の増加)

2005 年、中国では香港と同様に買収案件が増加している。なお、アジア太平洋地域全体でみると、8 月末時点で前年比 4 倍以上増加している（図 4）。

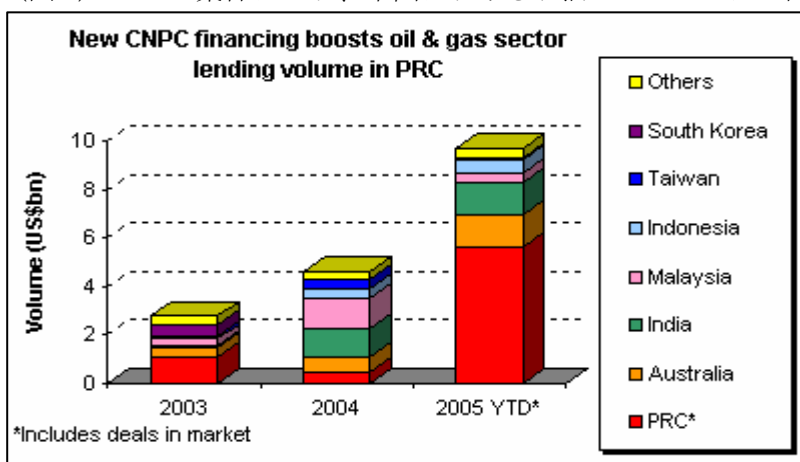
(図 4) アジア太平洋地域では買収案件が急増



(出所)ロイター LPC 2005 年は 8 月末時点での集計

最も大きな案件は、8 月末に締結された中国石油天然気集団（CNPC）によるペトロカザフスタン（カナダの企業）の買収にかかる standby の L/C、US\$41.8 億であり、Citi がフィナンシャル・アドバイザーを務めた。買収企業（CNPC）の資金繰りを格付の高い Citi が保証している。この案件はアジア企業による史上最大規模の買収案件である（図 5）。

(図 5) CNPC の案件により、中国における石油・ガスセクター向け貸出額が急増

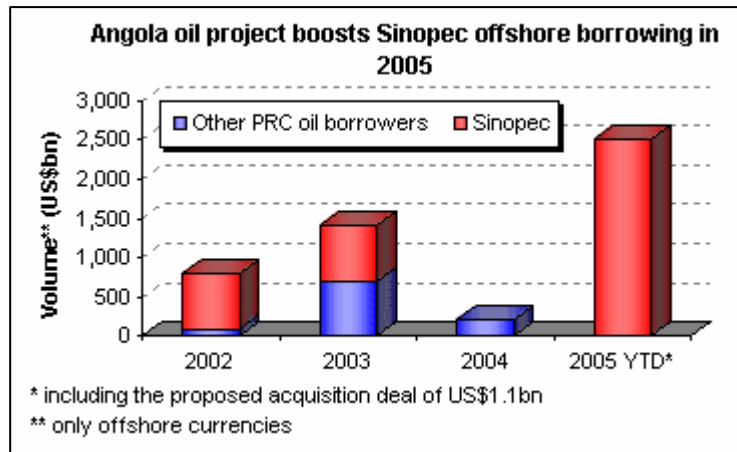


(出所)ロイター LPC
2005 年は 8 月中旬
までの集計

最近、中国企業は、石油・ガスといった資源を求めて海外進出を計画している。なお、多くの銀行は、国策上の重要性や、資産内容や買収企業との統合効果を比較的査定しやすいことから、資源関連企業の買収融資案件に前向きといわれる。

また、7 月には、中国石油化工股份有限公司（Sinopec Group）による案件も組成された（期間 5 年、US\$11 億）。資金使途は、アンゴラにおける原油採掘事業であり、アンゴラの国有石油会社 Sonangol Group と共同で行う予定である。Bank of America、Bank of China Hong Kong、および ING が共同アレンジャーを務め、スプレッドは L+36bp だった。これと平行して、Sonangol Group が US\$30 億という大型リファイナンス案件を組成し、Calyon がアレンジャーを務めた。邦銀では三井住友と UFJ が参加した（図 6）。

（図 6）アンゴラにおけるプロジェクトにより、Sinopec のオフショア借入が急増



（出所）ロ이터 LPC 2005 年は 8 月中旬までの集計

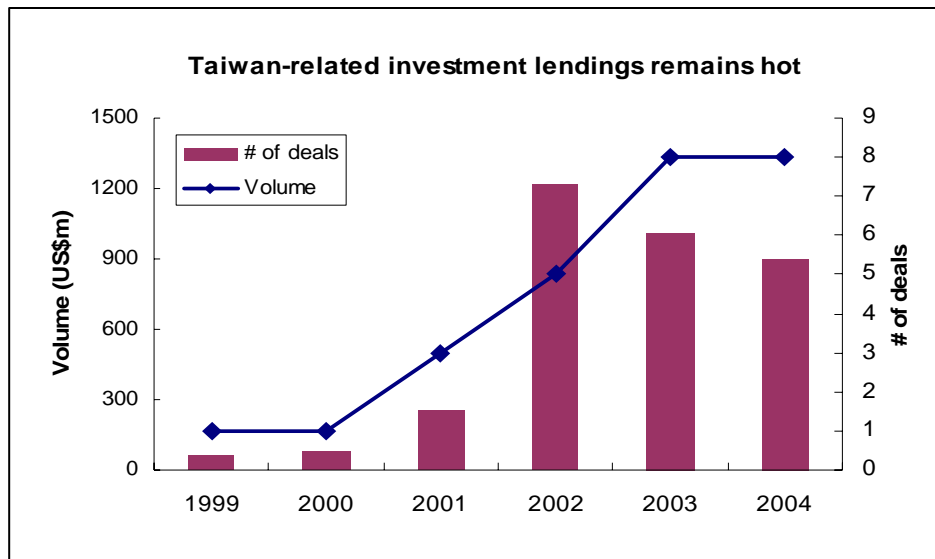
この他にも、Citic Resources Holdings 向け案件（期間 5 年、US\$1.2 億）もあり、みずほ、National Australia Bank、および Rabobank が共同アレンジャーを務めた。Citic Resources の子会社である Citic Petrochemical Investments はタイの石油関連企業である Thai Petrochemical Industry Public の株式取得を目指しているが、デューデリジェンス作業に時間がかかる見込みである。

買収失敗となった案件としては、CN00C による Unocal 買収構想が挙げられる。CN00C は最終的に Chevron との競争に負けたものの、もし落札した場合には、ゴールドマン・サックス、JP モルガン、中国工商銀行（ICBC）からのブリッジ・ローンを見込んでいた。

（2）台湾企業の中国本土への投資増加

多くの台湾企業は、新規プロジェクトや事業拡大に中国をターゲットとしている。台湾企業にかかるシ・ローンは過去最高を記録した 2002 年より取引件数は減ったが、組成額は相変わらず多い（図 7）。

(図 7) 2004 年は、引き続き台湾関連企業向け貸出が多い

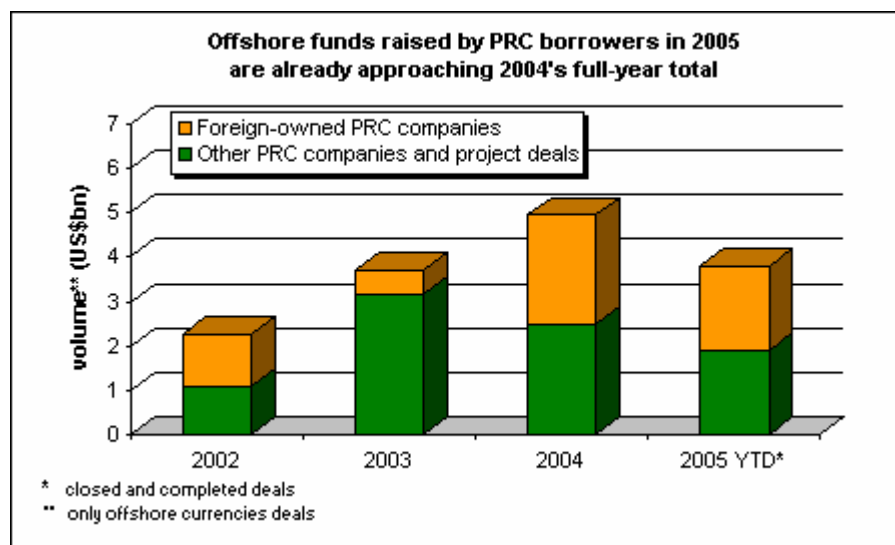


(出所)ロイター-LPC

2004 年、台湾の借り手は外貨建てシ・ローン総額の 18%を占め、中国事業のために 8 件のローンを借りた。そのほとんどが IT 企業であり、Quanta Computer (期間 5 年、US\$2 億)、AU Optronics (期間 5 年、US\$1.5 億)、Dongguan Walsin Technology Electronics (期間 5 年、US\$30 百万) などである。

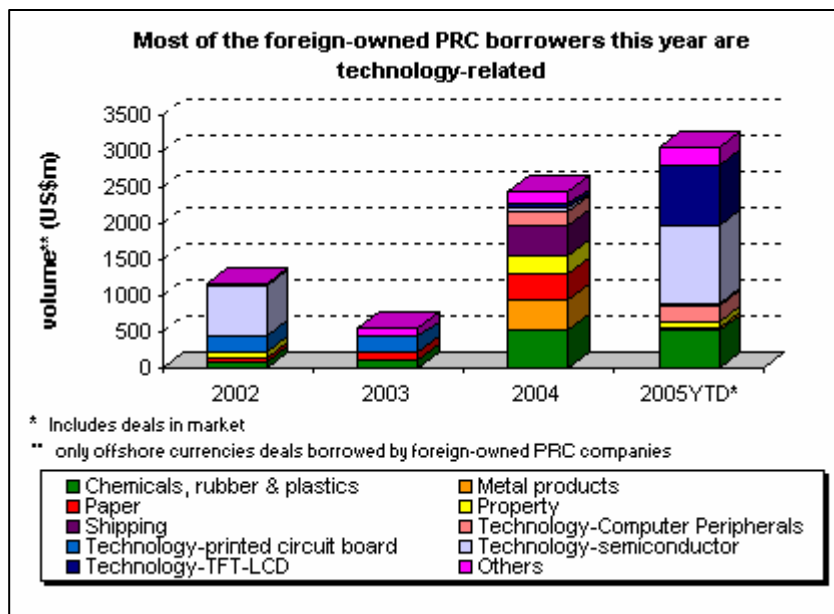
これら台湾の企業に代表される外資系企業は、2004 年の中国における外貨建てシ・ローン総額のほぼ半数を占め、前年比 4.5 倍増加した。2005 年に入っても同様の傾向が続く、IT 関連の借入が多い (図 8、図 9)。

(図 8) 外資系企業の借入が増加



(出所)ロイター-LPC なお、2005 年は 7 月中旬までの集計

(図 9) 2005 年は IT 関連の借入が目立つ



(出所)ロイター LPC

2005 年は 8 月末時点での集計

(3) 外資系企業への貸出増加

アジア通貨危機以前、外資系銀行の中国向け貸出は主に国際信託投資公司（ITIC）に向けられ、1997 年の危機以前、US\$270 億を超える外貨建て貸出の大部分を占めていた。しかし、1998 年に広東国際信託投資公司（GITIC）が破綻した後、銀行は中国リスクの案件に慎重になり、代わって中国の外資系企業に対して貸し出すようになった。外資系金融機関にとって、外資系企業は中国リスクである政府関連企業よりも取り組み易かった。

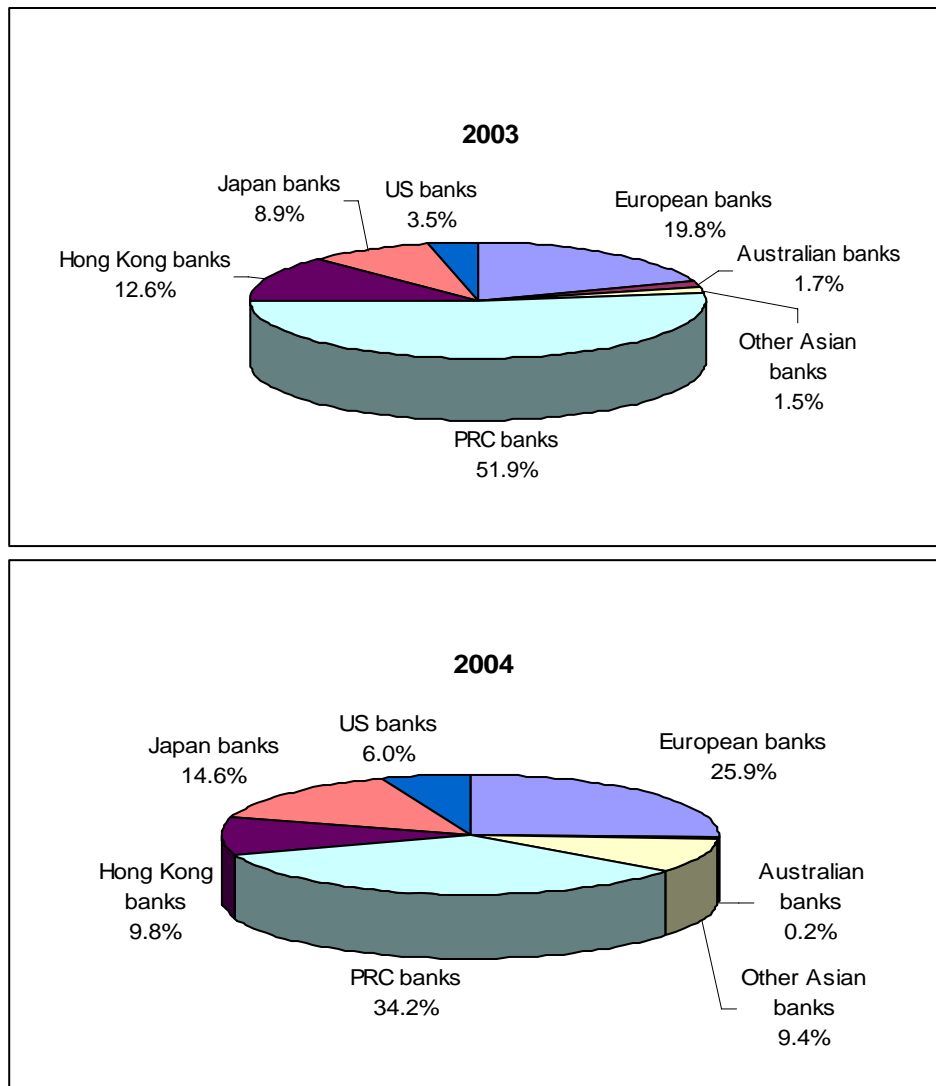
これら外資系企業の平均調達額は、ITIC 向けの案件に比べて小さくなっている。ITIC は大規模な額を運転資金、借換のために調達していたが、外資系企業の借り手のための案件は、小規模な金額で対応できる工場の建設や拡張といった資金使途が多い。

(4) 当局は外資系金融機関に対して門戸を開放

一方、政府は中国経済の過熱をコントロールするために、中国の金融機関による中国地場企業への外貨建て貸出を厳しく抑制している。このため、外資系金融機関は事業拡張資金を必要としている数多くの中国地場企業に対する米ドル建て貸出を拡大できた。特に中国のセメント、不動産、鉄鋼関連企業は、中国の金融機関から貸出を抑制された。これらの企業は、設備投資のために資金を必要としている。

多くの外資系金融機関は、この機会を、中国に対する貸出を増加させるチャンスとして捉えていた。特に、日本、米国、欧州の銀行は中国に対する外貨建て貸出を増加させており、それぞれ 2.4 倍、2.4 倍、89%増加した。マーケットシェアはそれぞれ 14.6%、6%、25.9%となり、この結果、中国の金融機関の外貨建て貸出のマーケットシェアは、51.9%から 34%へと低下した（図 10）。

(図 10) 日米欧の金融機関は中国での貸出に注力 (2003 年と 2004 年の比較)



(出所)ロイター-LPC

最近になって、中国経済の安定的成長見通しにより、外資系金融機関は再び中国企業に対する貸出に力を入れ始めている。China Unicom による 3 年、US\$5 億の調達、中国本土において中国地場企業が初めて単独で組成した G3 通貨（米ドル、ユーロ、日本円）によるシンジケートローンである。それ以前の通貨危機以降の国際的な通貨取引は、外資系の合併企業のためであり、中国企業向けの案件ではなかった。この案件は Citi が引受け、US\$3 億のローンチを行い、US\$5.3 億の参加申込があった。結果として、Citi 等 7 行のアレンジャー行、4 行の一般参加行からなるシンジケーションを組成した。

これに続き、中国輸出入銀行が China Unicom の案件同様、5 年、US\$5 億のローンを調達した。この案件は、中国の金融機関向けに初めて組成されたシ・ローンだったが、借り手のソブリン格付け (Moody's A2) が高かったことから大きな反響を呼んだ。従来、同行は債券発行によって資金調達していた。同行のローンは引受段階で US\$2 億から US\$5 億へと増加した。Citi をリードアレンジャーとして加えて、13 行による引受が行われた。

(5) 中国向け案件の増加

金融機関は中国案件をかなりの程度、積み上げている。2005 年最初にローンチされたのは、Sinopec Group として知られる China Petrochemica の 5 年、US\$1.8 億の案件だった。HSBC と SCB がマンデートを取得し、国有の石油精製企業がアジア通貨危機以降初めてシ・ローンで調達した案件である。

さらに、中国企業が事業拡大に伴い海外進出しているため、数年後大きな買収にかかる借入が発生するかもしれない。

2005 年の中国市場での画期的案件は、レノボグループによる IBM パソコン事業の買収であろう。共同アレンジャーである ABN Amro、BNP Pariba、ICBC Asia、SCB は、ゴールドマン・サックスが 2004 年末にレノボに対して提供した US\$5 億の短期貸出をリファイナンスする US\$6 億の案件をアレンジした。スプレッドはオールインで L+99.6bp だった。同様の案件で、TCL International Holdings がフランスの Thomson のテレビ製造部門を買収した案件があり、こちらは 5 年で L+77bp だった。

また、China Minmetals によるカナダの鉱山会社である Noranda の買収も検討されている。提案されている 100%買収は、US\$50 億相当の費用がかかり、中国企業としては史上最大規模の外貨建て調達となるだろう。しかし、Minmetals に 2004 年 11 月まで与えられていた独占交渉権の期限は既に過ぎている。交渉は継続していると言われているが、独占交渉権がないため、Noranda は別の手段を取ることができる（2004 年、本件は買収失敗に終わる）。

中国経済を取り巻く熱狂にもかかわらず、中国企業が国際会計基準の導入などの面で立ち遅れていることから、中国における融資の可能性に疑問を持つ銀行もいる。また、免許を持っていないことを理由に中国ビジネスから退く銀行もいる。中国のローンマーケットはまだ立ち上がったばかりであり、今後徐々に発展していくと見られている。

3. 韓国

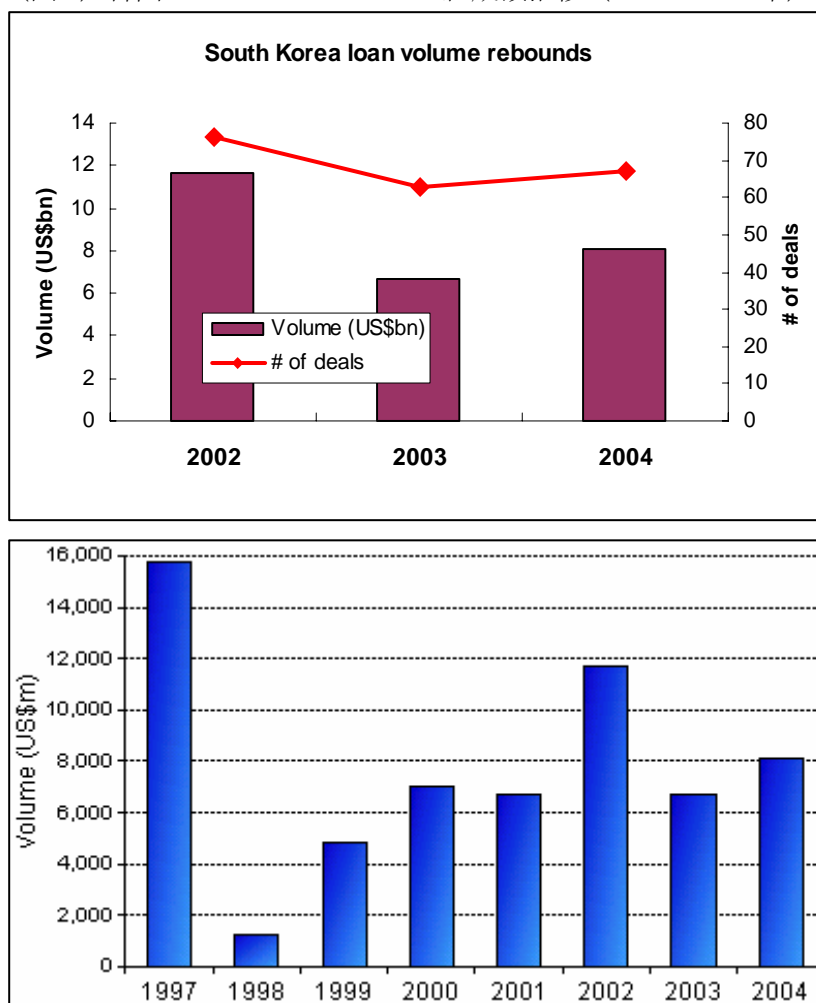
(要旨)

- ・ 組成額は US\$66 億 (2003 年) → US\$81 億 (2004 年) → US\$115 億 (2005 年) と順調に増加、域内第 4 位の組成額
- ・ 2005 年は買収ファイナンス、金融機関向け案件が多数組成される
- ・ 船舶金融はアジアの中でも顕著に多い

(1) 組成額

2004 年、韓国におけるオフショアのシ・ローン組成額は US\$81 億と 2003 年の US\$66 億から 22%強増加したが、案件数は 63 件から 67 件へと若干の増加にとどまった。これは、いくつかの著名企業の経営が不安定だったため、貸し手のスタンスが依然として韓国の借り手に対して消極的だったことによる (図 1)。

(図 1) 韓国オフショアシ・ローン組成額推移 (2002～2004 年)



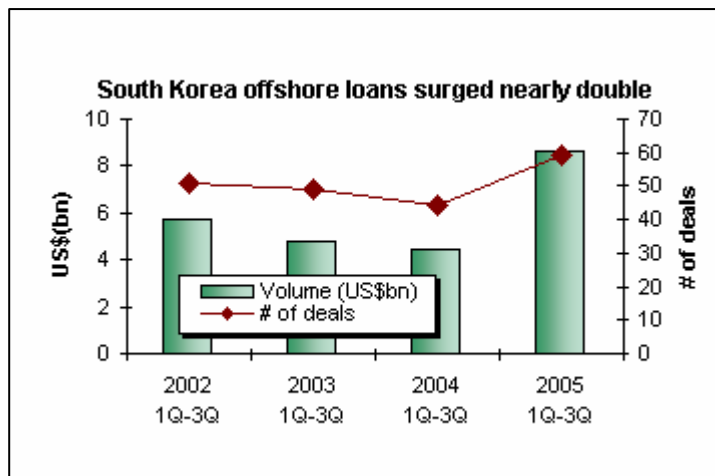
(出所)ロイター-LPC

(【注】2002 年は、特に第 4 四半期を中心に、韓国の地場銀行による企業向け貸出が急増したため、組成額が増加した)

(2005 年のトピックス 1：組成額は大幅増加)

2005 年はオフショア・ローン組成額が急増している。1～9 月実績で US\$86 億に達し、前年同月比で約 2 倍の増加となり、2004 年の組成額 US\$81 億をすでに超えている。なお、通年では US\$115 億となった (図 2)。

(図 2) 2005 年第 3 四半期までの組成額は前年同月比で約 2 倍の増加



(出所)ロ이터 LPC

各年とも第 1～第 3 四半期での比較

2004 年中において、貸し手からの反応が良くなかったため見送り延期になった案件が数件ある。その 1 つが、2 回見送りとなった SK Chemicals の 3 年物 FRN (変動利付債)、US\$15 百万の案件である。SK Chemicals は当初、US\$30 百万の FRN を発行予定であったが、US\$15 百万に減額してシ・ローン調達を試みた。

SK Chemicals のケースでは、反応が良くなかった要因はプライスだけではなかった。銀行関係者によると、プライスレベルが芳しくないことに加えて、SK グループに対するクレジットラインに余裕がなかった、とのことである。同様に、LG Card の倒産も、現状の債権者が、政府の資金援助による企業救済措置への取組み過程で、LG Card に対してさらに貸出するよう依頼されるため、LG グループ向け貸出に消極的になったものである。

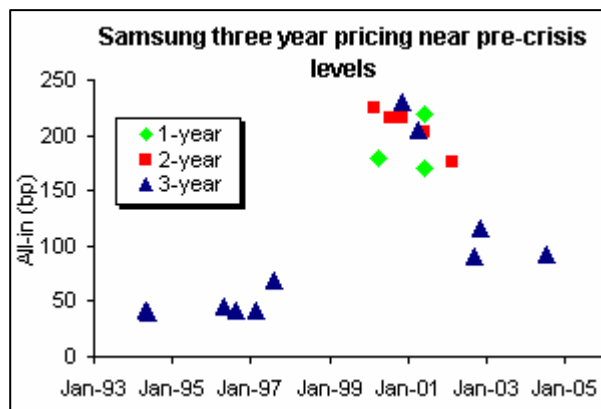
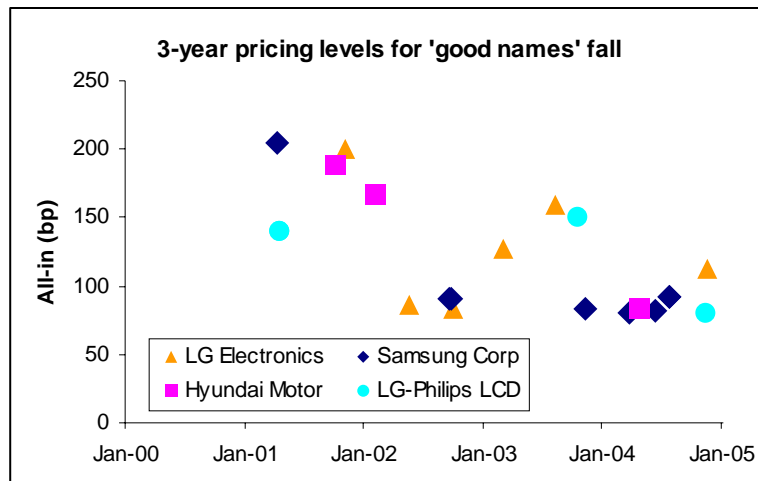
いくつかの LG 銘柄への貸出は可能だが、グループ全体に対するクレジットを取る場合は LG Card の問題が影響する、とある銀行関係者は述べた。

(2) 優良企業向け貸出のスプレッドは低下

韓国のトップ企業、サムスン電子、現代自動車等は、銀行の貸出意欲に呼応し、うまく資金調達を行っている。

2004 年、韓国企業のスプレッドは、再度下限を試すように低下し、top-tier 企業のスプレッドは通貨危機以前のレベルまで低下した。3 年の調達において、サムスンや現代自動車はオールイン 80～90bp で調達できる。「グッドネーム」案件を勝ち取るためのアレソル銀行による競争が激しいため、多くの借り手は希望通りのプライシングを確保することができた (図 3)。

(図 3) サムスン電子等優良企業向け 3 年貸出のプレッドは低下



(出所) ロ이터 LPC

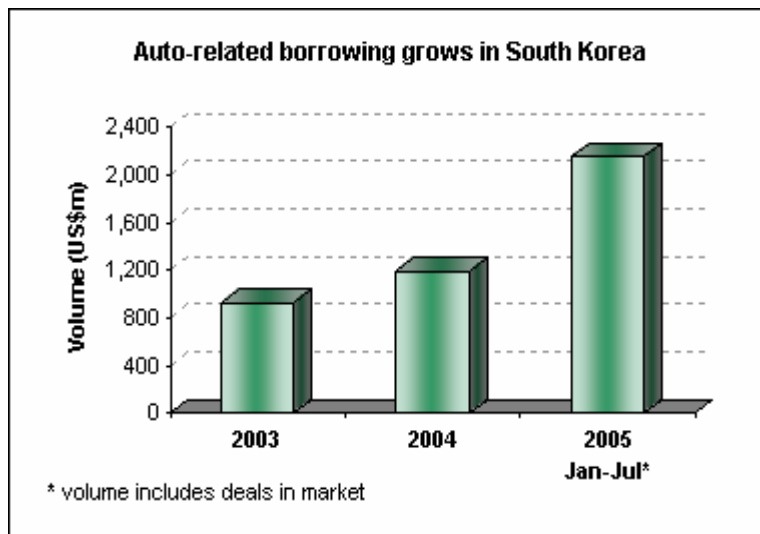
特に外資系金融機関は、借り手優位の状況が続くと、韓国のシ・ローンのプライスが急激に低下する可能性がある、と懸念している。外資系金融機関は貸出先を必死に探しているため、あらゆる優良銘柄の案件にかかわる、と予想されている。

(2005 年のトピックス 2：自動車産業向け貸出が増加)

2005 年上半期は、自動車産業向け貸出が増加し、約 US\$20 億に達した。自動車関連企業はあまりシ・ローンでの調達が行っていないため、貸出意欲の強い銀行にとって貴重な案件となっている。一例として、Hyundai Motor Manufacturing Alabama（現代自動車の米国製造現法）は三井住友のアレンジにより、US\$2 億の借入を 2 口にわけて行った（期間 1 年、US\$1 億、L+45bp、及び期間 3 年、US\$1 億、L+55bp）。

8 月には、起亜自動車 Slovakia がクラブディールで €3.5～4 億をリファイナンスし、Calyon、ING、ソシエテ・ジェネラルがアレンジャーを務めた。期間は 5 年で、スプレッドは L+60～70bp 前後となる見込みである（図 4）。

(図 4) 2005 年上半期は自動車産業向け貸出が増加



(出所)ロ이터 LPC

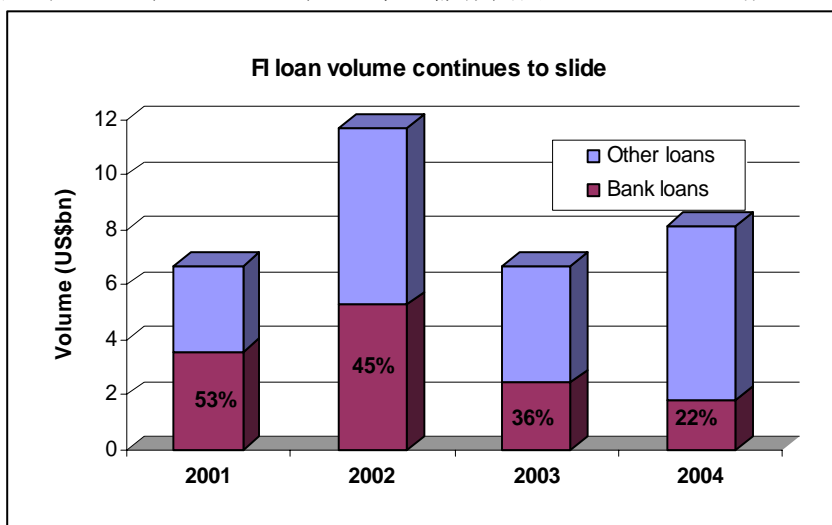
2005 年は 7 月末時点での集計

(3) 韓国の銀行の新たな戦略

一方、金融機関向け貸出額は、韓国の銀行が資金調達の際に債券を選好する傾向があるため、2004 年にかけて減少し、銀行による借入は、2003 年の US\$24 億が 2004 年には US\$18 億となった。同時期では、マーケット全体に占める金融機関向け貸出の割合が 22% と、2003 年の 36%、2002 年の 45%、2001 年の 53%から減少した (図 5)。

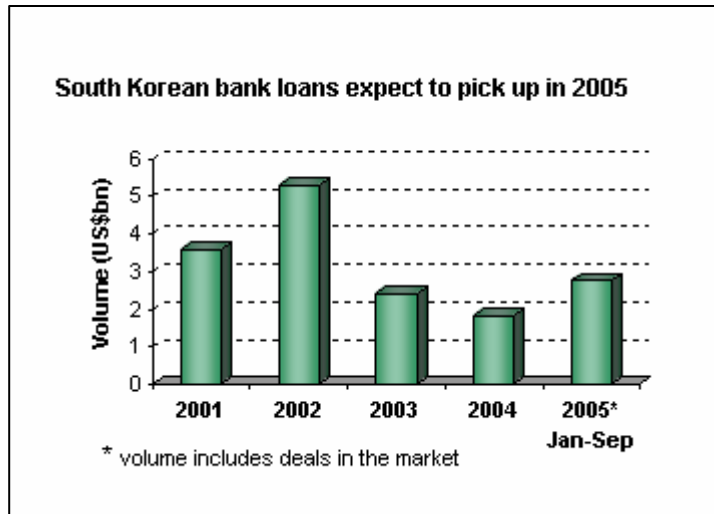
ただし、2005 年は韓国のソブリン格付け、有力銀行の格付け上昇に伴い、シ・ローンでの借入が増加している。第 3 四半期までの実績は US\$27 億、年末には US\$30.5 億に達する見込みである (図 6)。

(図 5) 2002 年から 2004 年まで、金融機関向けシ・ローンは減少



(出所)ロ이터 LPC

(図 6) 2005 年、金融機関向けシ・ローン増加に転じる



(出所)ロ이터-LPC

2005 年は 9 月末時点での集計

2004 年、金融機関向け案件は異なる 7 行の借り手による 9 件の案件しかなかった。国民銀行と新韓銀行はそれぞれ 2 回調達した。

多くの韓国の銀行が債券での調達を選好している。ある銀行は、新韓銀行が発行しようと試みた「schuldschein darlehen」—約束手形に似たドイツ式ローンを試そうとした。

新韓銀行が通常とは異なる方法を試みるのはこれが初めてではない。新韓銀行はリボルビング・クレジット・ファシリティ型によって資金を調達した最初の韓国地場銀行である。韓国の金融機関は、他の新たな資金調達手段を試すだろうと予想されている。

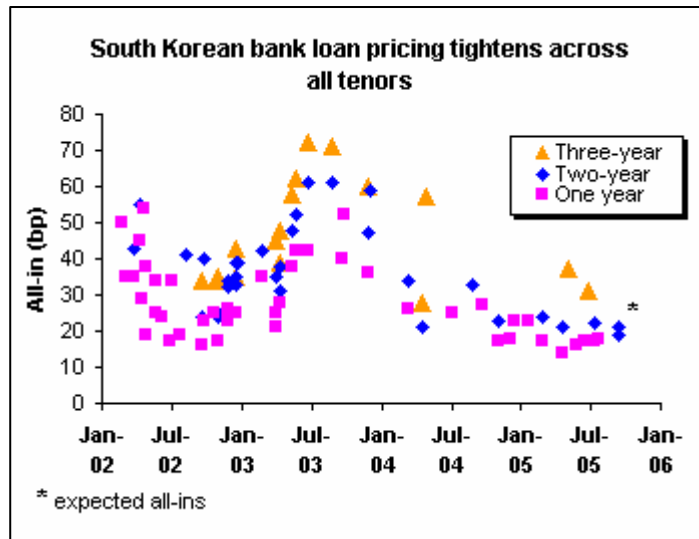
一方で、2004 年において、韓国の金融機関向け貸出のベンチマークプライスは低下した。1 年物で平均 10bp は低下し、貸し手の金融機関は厳しい条件を突きつけられている。

韓国の金融機関向け貸出のプライスは、2004 年初めから低下し始めた。貸し手は企業向け案件を避けたため、限られた数の韓国金融機関向け貸出競争が、スプレッド低下へとつながった。

(2005 年のトピックス 3 : 2005 年の金融機関向けシ・ローン)

2005 年も金融機関向け案件のスプレッドは低下し続けている。貸し手の貸出意欲が引き続き強いためであるが、それに加えて、S&P が韓国のソブリン格付けを A に引き上げたこと、さらには 6 月に朝興銀行、新韓銀行、ウリ銀行の格付けを BBB→BBB+へ引き上げたことがスプレッド縮小につながっている (図 7、図 8)。

(図 7) 金融機関向け貸出のスプレッドも低下基調



(出所)ロ이터 LPC

(図 8) 2005 年における韓国地場銀行のシ・ローン借入実績

銀行名	借入日	期間	金額	スプレッド [*] (L+)	備考(資金用途等)
国民	4/21	1 年	US\$1 億	14bp	当初予定の合計 2 億から 25 百万増額
		2 年	US\$1.3 億	21bp	
ハナ	7/15	1 年	US\$1 億	17bp	一部借換
		2 年	US\$1 億	22bp	
	11/29	1 年	US\$2 億	14bp	借換
朝興	1/21	1 年	US\$2.3 億	23bp	
	7/16	1 年	US\$2 億	17bp	借換
	11/15	2 年	US\$95 百万	21bp	
		3 年	US\$1.6 億	25bp	
新韓	5/27	1 年	¥330 億	16bp	借換
	7/25	1 年	US\$3 億	18bp	借換

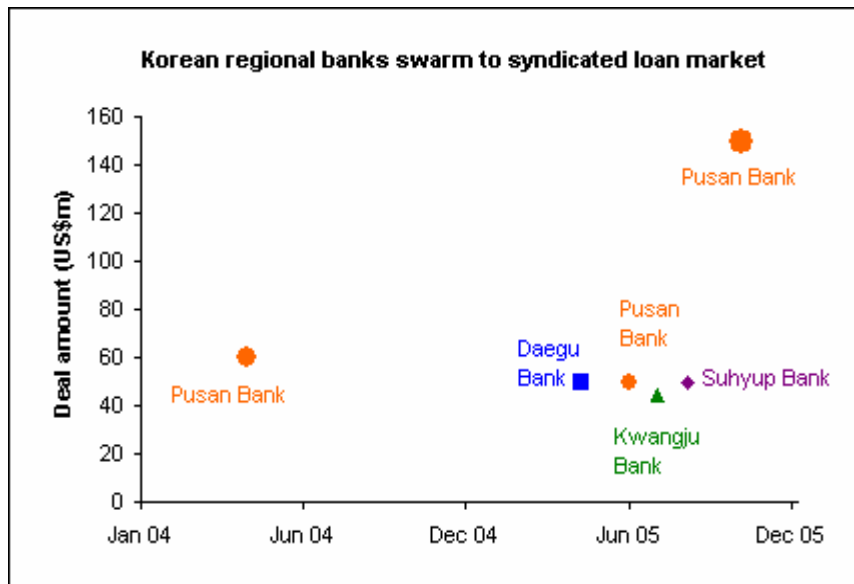
(出所)ロ이터 LPC

また、2005 年に入ってから地方銀行も頻繁にシ・ローンで調達し、釜山銀行をはじめとして合計 4 行が US\$2 億相当を借り入れている。このうち釜山銀行以外の 3 行は初めてシ・ローンで調達した。韓国のソブリン格付け、韓国主要銀行の格付けの上方修正が好影響を及ぼしており、地方銀行にとっては借入のチャンスである。

釜山銀行は 2005 年に 2 回、シ・ローンで調達した。6 月には 3 年、US\$50 百万を L+31bp、直近では 1 年、US\$50 百万を L+16bp、2 年、US\$1 億を L+26.5bp、合計 US\$1.5 億を調達し、Calyon、Standard Chartered Bank(SCB)、三井住友がマンデートを取得している。

4 月にはデグ銀行が 3 年、US\$50 百万を L+37bp で調達している (図 9)。

(図 9) 韓国の地方銀行がシ・ローン市場に登場



(出所)ライター LPC

(参考) 2005 年のアジア全域の金融機関のシ・ローン調達動向

このような韓国国内における調達増加傾向を反映して、2005 年における金融機関のシ・ローン調達額は、アジア全域で増加した。2004 年は 47 件、US\$65 億だったが、2005 年は 56 件、US\$78 億となる見込みである。調達額は 20%増加となる。

韓国とともに顕著な伸びを見せたのがインドである。インドの金融機関のシ・ローン調達額は 42%増加して US\$30.9 億となった。なお、韓国は 67%増加して US\$30.5 億となる見込みである。

2005 年には過去シ・ローンでの調達事例の少ない銀行の案件も散見された。例えば、インドネシア、スリランカ、タイの銀行もシ・ローンで調達した。これまで債券発行による調達が多かった韓国の中小企業銀行（政府系金融機関）も、2005 年は US\$2 億をシ・ローンで調達した。

金融機関のシ・ローンのスプレッドが低下した理由は、やはり格上げが大きいと思われる。2005 年は、韓国と同様に、インドネシアのソブリン格付けも上方修正された。

さらに、個々の銀行における資産内容の改善、ドルと地場通貨のスワップレートの好転も借り手にとって好都合となった。2003 年半ばに格付け BBB+の銀行が 2 年物を調達する際、最低 L+30bp 程度のスプレッドを支払っていたが、現在は L+20bp 前後、あるいはそれ以下のレベルまで低下している。

2006 年も金融機関のシ・ローン調達額は多いと予想される。特に、インドネシアに注目が集まる。インドネシアでは 2002 年以降、全く金融機関のシ・ローン調達がなかったが、2005 年は 2 件実行され、2006 年も案件が見込まれる。

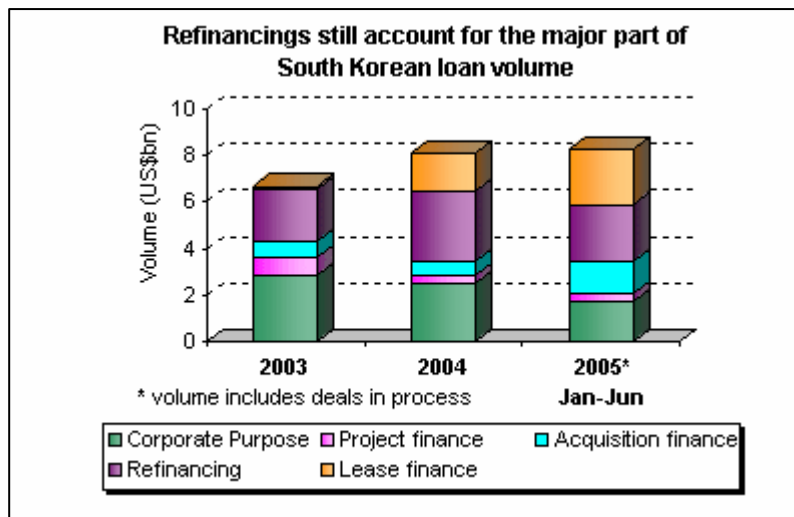
(4) リファイナンスと船舶金融が増加

オフショア・ローン増加の主要因はリファイナンスであり、新規借入は少ない。リフ

ファイナンスの額は全体の 3 分の 1 に達している。

リファイナンスの額は 2004 年が US\$30 億と 2003 年の US\$22 億から増加した。2005 年も引き続きリファイナンスが占める割合は大きい。オフショア・オンショアを合算した数字では、6 月末時点で 2004 年組成額の半分以上に達している（図 10、図 11）。

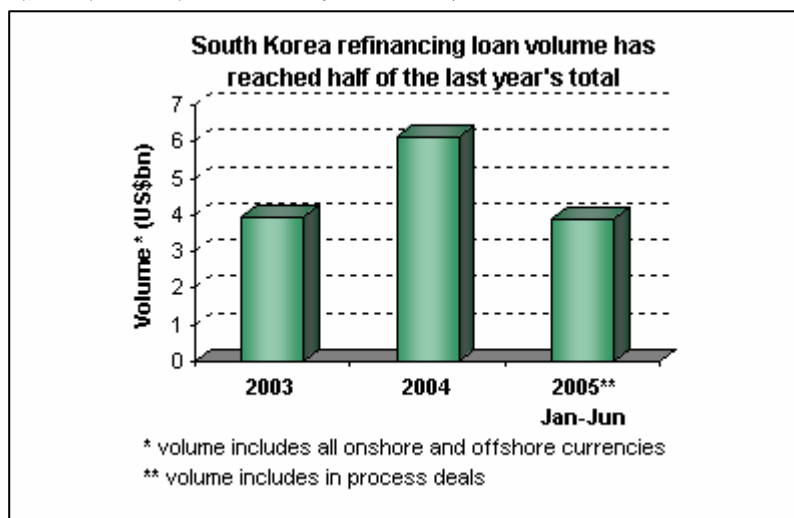
（図 10）リファイナンスは韓国シ・ローンにおいて相当の部分を占める



（出所）ロイター LPC

2005 年は 6 月末時点での集計

（図 11）リファイナンス額は 2004 年を超えるペース

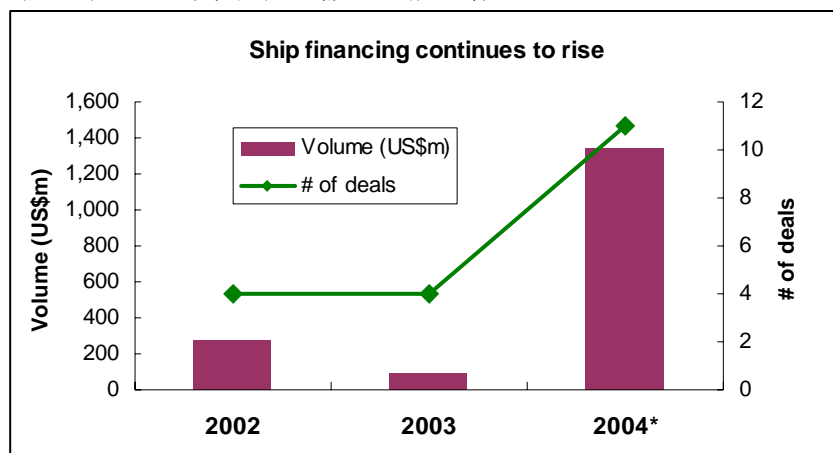


（出所）ロイター LPC 2005 年は 6 月末時点での集計

（注）リファイナンス額はオフショア・オンショアを合算したもの

また、リース・ファイナンスのうち、船舶金融も増加しており、2003 年の US\$93 百万から 2004 年は US\$13 億へと増加した（図 12）。

(図 12) 2004 年、船舶金融は大幅に増加



(出所) ロ이터 LPC

2004 年は船舶金融の一形態として、造船会社による払戻保証をつけたスキームが一般的だった。リース・ファイナンス総額のかなりの部分を占め、少なくとも US\$6 億に達した。

韓国の船舶金融は、2004 年上半期に少なくとも毎月 1 件のディールが成立していた。

2004 年末にかけて、市場は主要な造船会社である Daewoo Shipbuilding & Marine Engineering や Hyundai Heavy Industries、Samsung Heavy Industries による償還保証付ローンが続々と実行された。

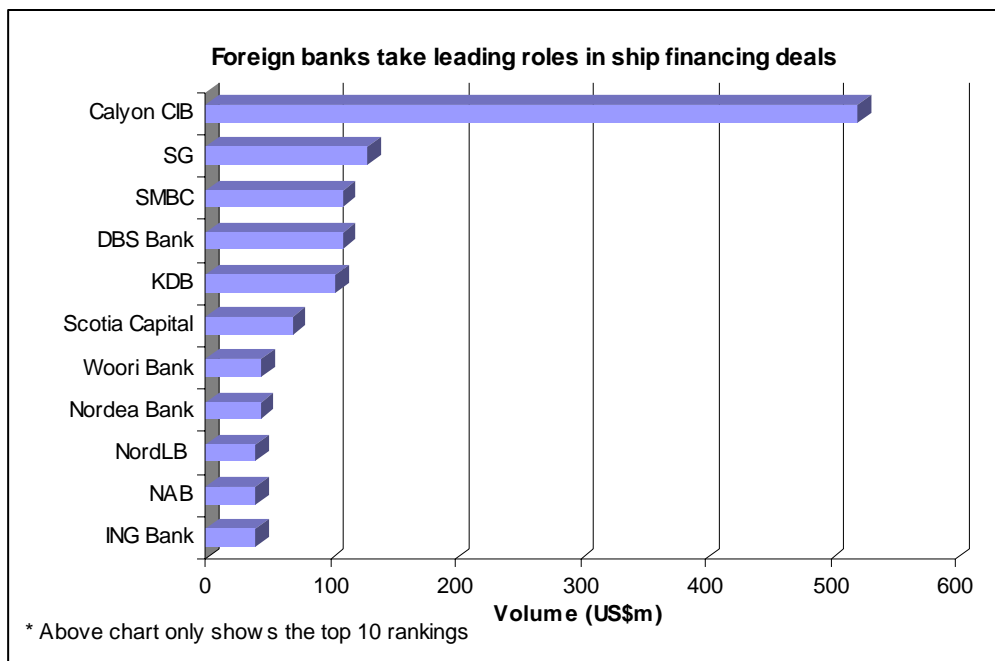
その上、少なくとも 2 社の船会社がシ・ローンマーケットに複数回登場し、マーケット規模を大きくした。これらの会社の中には、Hyundai Merchant Marine や Korea Line が含まれている。

2005 年は、2 つの主要な案件がすでに組成されており、リース・ファイナンスは 2004 年同様活発なマーケットになると予想されている。Hanjin Shipping の US\$2 億の船舶金融、Korean Airlines の US\$4.7 億の航空機ファイナンスである。

国際的な運送業者に加えて、韓国国内の船舶会社、Daeyang Shipping や Panstar Enterprise and Seyang Shipping は新規あるいは中古船舶を購入するためにシンジケートローンで調達した。

韓国の船舶金融で先頭を走っているのが Calyon であり、2004 年は 4 つの案件で US\$5.2 億を組成している。Calyon は、3 件、US\$1.3 億を組成し、第 2 位につけているソシエテ・ジェネラル(SG)の 4 倍の額を組成している。主に外資系金融機関が活発に取引しており、邦銀では三井住友が第 3 位につけている (図 13)。

(図 13) 船舶金融では外資系金融機関が強みを発揮

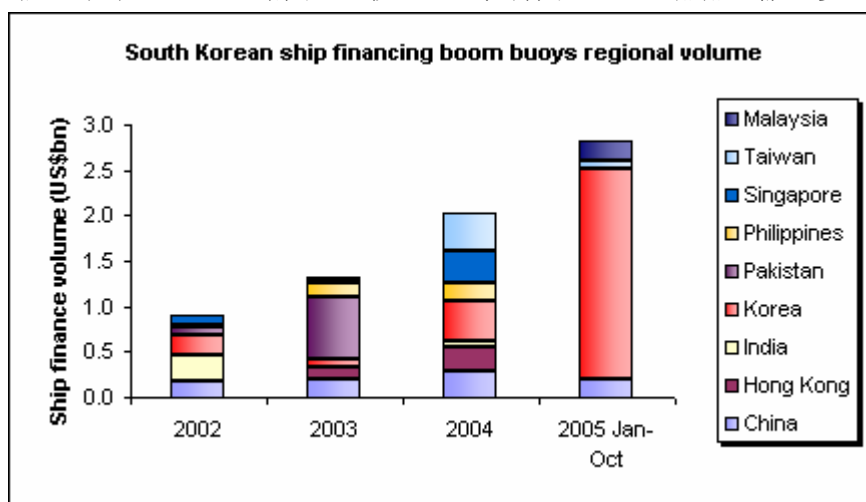


(出所) ロイター LPC

(2005 年のトピックス 4：韓国の船舶金融の動向)

2005 年は、船舶金融の総額が US\$23 億程度にまで増加する見込みである。11、12 月の両月だけでも、少なくとも 2 件の船舶金融が見込まれる。他の地域と比較しても、韓国での組成額の多さが目立っている (図 14)。

(図 14) 他のアジア諸国と比較しても、韓国における船舶金融の多さが顕著



(出所) ロイター LPC

このうち、STX Pan Ocean は 3 隻の中型タンカー購入のため、US\$1.3 億を調達する予定だが、それに先立ち、10 月に 7 年、US\$16 百万を試しに調達した。KDB がマンデートを取得し、L+70bp 程度となっている。

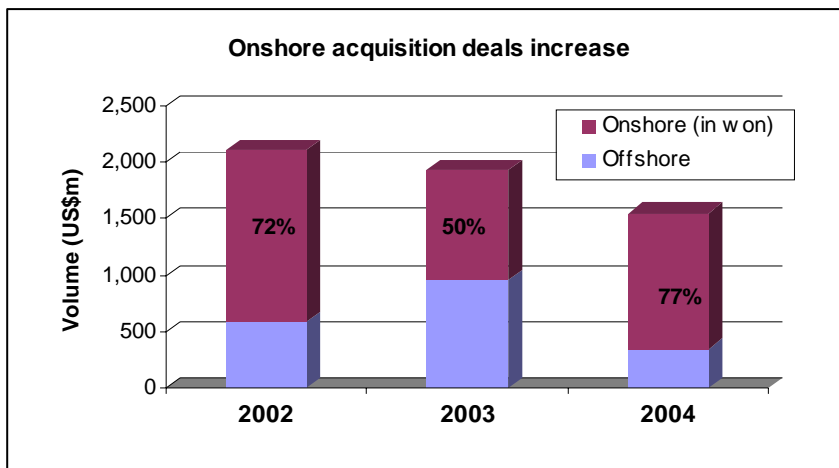
また、Hanjin Shipping は少なくとも 4 隻のタンカー購入のために、US\$2.5 億を借り入れる見込みである。同社も 2005 年 2 月に 3 年、US\$1.41 億を L+73.2bp、12 年、US\$2 億を L+113bp、さらに 8 月には、7 年、US\$45 百万を L+90bp 前後で調達している。

(5) 韓国の地場銀行は M&A 取引を多数組成

リース・ファイナンスと並んで、2004 年は M&A 取引にスポットライトが当たった。2004 年、外貨での買収案件は US\$3.5 億と半分に減少した。韓国企業によるいくつかの買収が実行されたものの、ほとんどが国内においてウォン建てで調達された。

歴史的に、韓国における M&A や LBO 市場は主に 2003 年を除いてウォン建てが中心である、2003 年はウォン建てとオフショア通貨建てがほぼ同じだった（図 15）。

（図 15）買収案件のオンショア・オフショア別比較



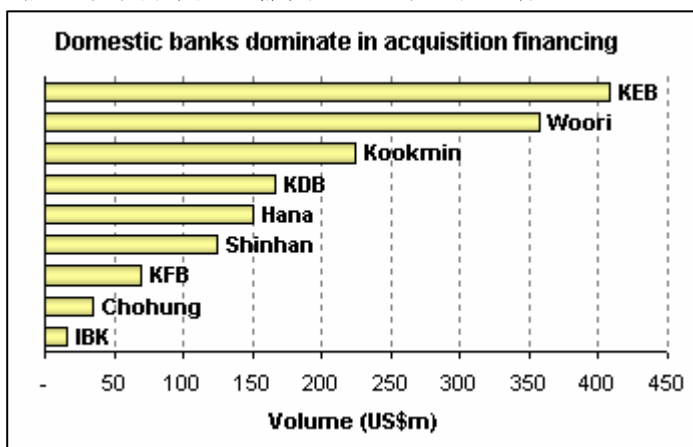
（出所）ロ이터 LPC

2004 年、ウォン建て案件は再び M&A 市場の大半を占めた、ウォン建て発行額は 2003 年の US\$9.6 億相当から 2004 年は US\$12 億へと、約 25%増加した。

買収に伴う融資のほとんどがウォン建てであるため、買収ファイナンスにおける最も活発な貸し手は韓国の銀行である。

M&A マーケットのシェアという点では、韓国外換銀行とウリ銀行が 1 位と 2 位であり、両者で買収案件総額のほぼ半分を占めている（図 16）。

（図 16）買収関連の融資では地場銀行が有力



（出所）ロ이터 LPC

2004 年の韓国の買収ファイナンスの代表案件は、インドネシアの財閥企業、Indika Group による石炭炭鉱 PT Kideco Jaya Agung の株式 41% を取得するための 5 年、US\$1.4 億の案件である。収益性は高いが、インドネシアの US\$ 建てリスクを取る案件である。

韓国の銀行は、アジア通貨危機の際にインドネシアにおいて大きな打撃を受けているため、インドネシアリスクを取りにくい。この案件は、韓国の銀行と外資系金融機関から融資を引き出すようストラクチャーを工夫している。その貸出は Indika Inti Corpindo への求償権に加え、Kideco の過半数の所有権を売却した韓国企業、Samtan からの信用補完もある。韓国の主要鉄鋼メーカーの 1 つである Samtan はエネルギー関連コングロマリットである Samchully の傘下である。信用補完の内容は、Kideco からの毎年の配当が US\$20 百万以下になった場合、または Kideco が破産した場合に Indika 社に売却した 41% の株全部を Samtan が買い戻すという内容である。Samtan の信用補完により、この案件は韓国の銀行団によって募集額以上の申し込みがあった。

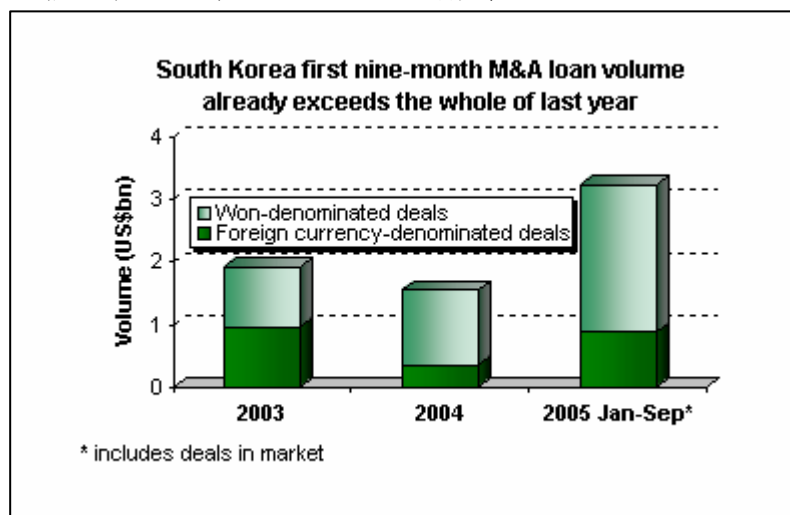
2005 年も、韓国市場ではさらに大きな買収案件が見込まれている。既に上半期においてマンドートされ、またはローンチ準備となっている案件が出てきている。これらの案件の中には、Doosan Heavy Industries & Construction による Daewoo Heavy Industries & Machinery の買収案件 (W9,000 億) や、Shanghai Automotive Industry による Ssangyong Motor の買収を支援する M&A 案件がある。

証券会社向け案件は M&A 市場で大量に増えると期待されており、少なくとも 3 件が交渉中である。Daehan Investment Securities、Korea Investment Trust & Securities、さらには LG Investment & Securities について現在進行中である。

(2005 年のトピックス 5 : 2005 年の M&A 関連案件)

2005 年における M&A 関連案件の組成額は、第 3 四半期までの実績で、すでに 2004 年 1 年間の実績を上回っている。11 月末時点では、年末にかけてさらに US\$15 億程度の案件が見込まれる。また、LBO も好調に推移しており、8 月末時点で 2004 年実績の倍近い数字となっている (図 17、図 18)。

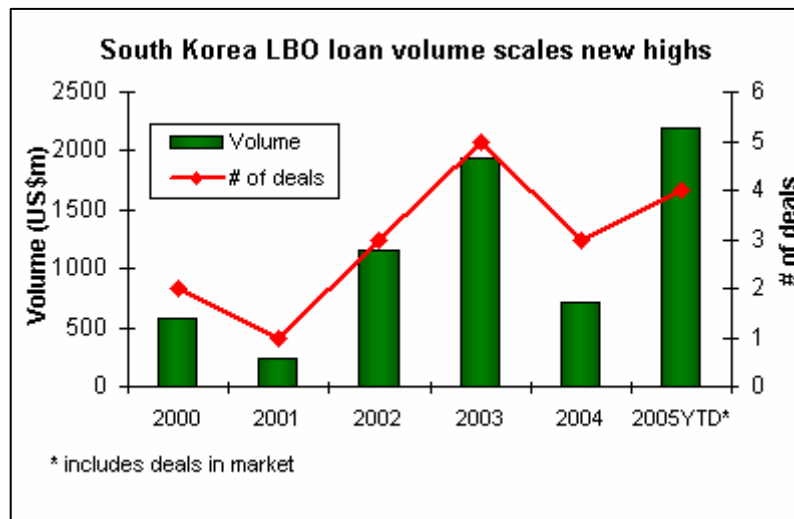
(図 17) 2005 年はさらに M&A が活発化



(出所) ロイター LPC

2005 年は 9 月末時点での集計

(図 18) LBO 案件も増加



(出所) ロイター LPC

2005 年は 8 月末時点での集計

2005 年 11 月には、ドイツ銀行がアレンジャーとなり、CVC Asia Pacific による WiniaMando 買収にかかる US\$2.3 億という案件が実行された。さらに、CJ CableNet がケーブルシステム会社を買収するために期間 5 年、3,500 億ウォンの調達をする見込みである。いずれの案件も US ドル、ウォンの両通貨で調達されるため、韓国地場銀行、外資系金融機関のいずれも参加しやすい。

また、DC Chemical が米国に基盤を置く Columbian Chemicals を買収する案件では、少なくとも US\$5 億が調達され、L+200bp 程度となる見込みである。

一方、ウォン建てのみの案件では、Morgan Stanley Private Equity による Ssangyong の買収案件 4,000 億ウォンが組成され、ハナ銀行、新韓銀行、ウリ銀行がマンデートを取得した。さらに、Hyosung による Daewoo Precision Industries の買収案件 1,000 億ウォンでは、朝興銀行、韓国産業銀行、ウリ銀行がマンデートを取得した。

(6) プロジェクト・ファイナンスが急増

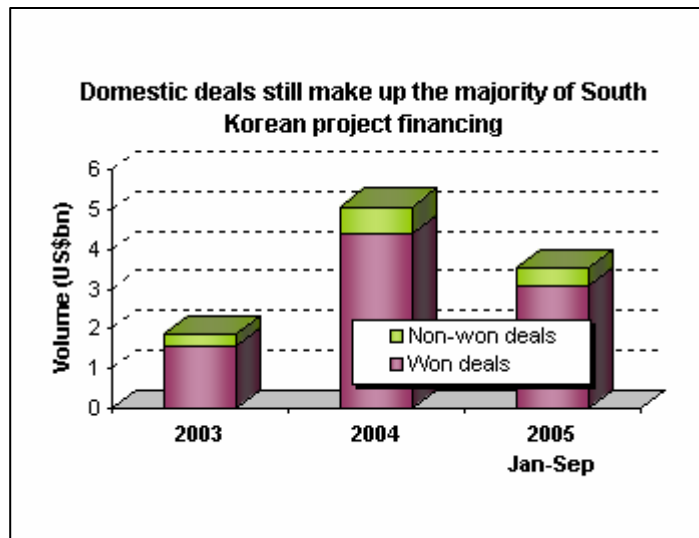
プロジェクト・ファイナンスも急激に増加する見込みである。これまでは韓国の銀行が独占していた市場だったが、2004 年から外資系金融機関に開放された。

韓国のプロジェクト・ファイナンスは、2003 年の US\$16 億相当から 2004 年は US\$50 億相当へと大幅に増加した。額が急増していることで、取引数が少なかった時代に国内取引から締め出されていた外資系金融機関にとって、収益拡大の機会が与えられた。

ドル建てプロジェクト・ファイナンスは、2003 年の US\$3.2 億から 2004 年には US\$6.8 億へ増加したが、マーケット全体で見るとまだ一部分にとどまっている。

なお、2005 年第 3 四半期までの組成額は US\$30.8 億、うちドル建ては US\$4.5 億である(図 19)。

(図 19) プロジェクト・ファイナンスが急増



(出所)ロ이터 LPC

2005 年は 9 月末時点
での集計

2004 年におけるプロジェクト・ファイナンス実行額の大部分は、国内鉄道と港湾案件である。少なくとも 5 件の港湾プロジェクトがあり、釜山新港向け US\$7.7 億相当の案件が外資系金融機関から最も人気を博した。2004 年は、少なくとも 4 つの道路や橋のプロジェクト・ファイナンスが組成された。仁川国際空港道路公団向けに韓国産業銀行がアレンジした 3.3 兆ウォンの 5 つのトランシェに分かれた巨大プロジェクト・ファイナンスの案件が 2004 年の組成額を増加させた。

釜山新港向けプロジェクト・ファイナンスは、総額 US\$7.7 億相当のうち US\$4.7 億がオフショア・トランシェである。シンジケーションの引受を打診した段階で人気を博したため、6 行のリードアレンジャーはゼネラル・シンジケーションとする計画をキャンセルした。最終的に全部で 12 行が契約に参加し、うち 11 行が外資系金融機関だった。

同様に外資系金融機関が参加した国内プロジェクトは、New Songdo City Project 向け案件であり、2 つのトランシェに分けられる US\$1.8 億相当のタームローンである。この案件の開発主体は、Gale と Posco Engineering & Construction のジョイントベンチャー（ゼネコンが大規模な建設工事を共同で請け負うこと）である New Songdo City Development である。2005 年において、このプロジェクトのために追加調達案件が見込まれる。これは巨大プロジェクトであり、借り手はここ 2 年間で既に 2 回調達している。当プロジェクトのための必要調達資金は全部で US\$12 億に達すると予想されている。

その他パイプライン案件として、大企業の工場建設や発電設備があり、外資系金融機関は高イールドでの貸出機会が見込める案件として注目している。

一方、ウォン建てプロジェクト・ファイナンスは、2003 年の 1.6 兆ウォンから 2004 年の 4.4 兆ウォンへと 2.8 倍増加した。いくつかの主要プロジェクトがデューデリジェンスの最終段階にある。プロジェクト向け資金調達がここ 2 年以内に生じるため、増加傾向が続くと予想される。

4. 台湾

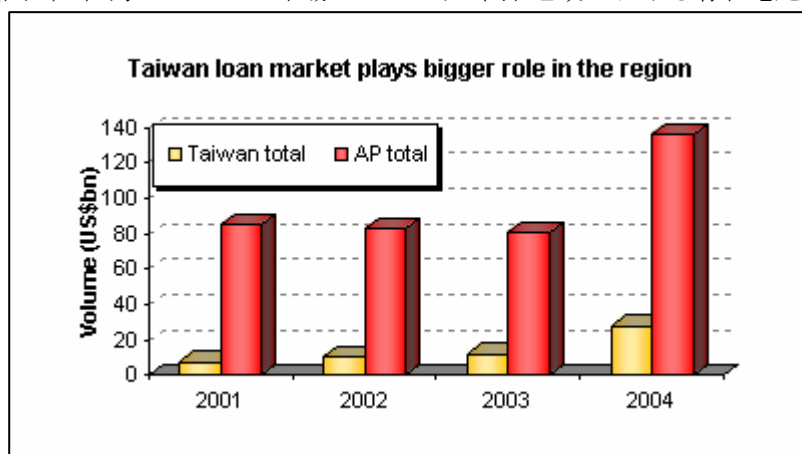
(要旨)

- ・2004 年の組成額は液晶パネルメーカーの大規模借入を背景に US\$282 億と香港を上回る
- ・2005 年はこの反動で US\$201 億と 29%減少、液晶パネルメーカーに代わり、鉄鋼・通信産業向け案件が増加

(1) 組成額

2004 年、台湾のシ・ローン市場は US\$282 億と前年比 2.2 倍増加し、初めて総額で香港を上回った。日本を除くアジア太平洋地域は全体的に市場が急速に回復したが、台湾の成長は同地域の他の国と比べて最も高く、全体の 20%以上を占めている (図 1)。

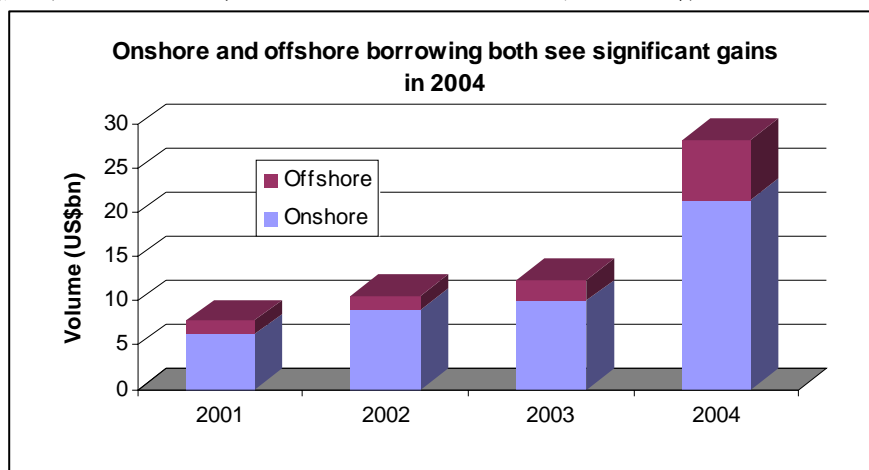
(図 1) 台湾シ・ローン市場はアジア太平洋地域における存在感を高める



(出所)ロイター LPC

一方、台湾企業は 2004 年、前年に比べてオフショアで多く調達した。オフショアでの調達額は 2003 年 US\$24.5 億から 2004 年 US\$68 億と 2.8 倍増加し、ローン全体に占める割合も 24%と 2003 年の 20%、2002 年の 16%より増加した (図 2)。

(図 2) オンショア、オフショア・ローンはいずれも急増



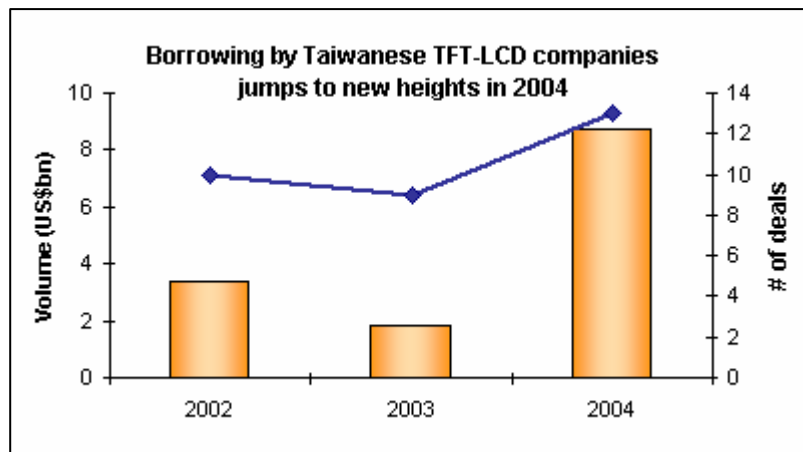
(出所)ロイター LPC

(2) 液晶パネルメーカーによる借入が組成額を押し上げる

液晶パネルメーカーによるオフショア、オンショア市場の調達急増が、2004 年の台湾ローン市場の取引量を増加させた。液晶パネルメーカーは、以前から台湾のローン市場での取り手であったが、2004 年はこれまで以上に顕著であった。

2004 年、液晶パネルメーカー向け融資は約 US\$90 億組成された。これは 2003 年の 4 倍、液晶パネル産業が登場した 2002 年の 2 倍と急激に増加した (図 3)。

(図 3) 液晶パネルメーカーの借入急増



(出所) ロイター LPC

2004 年において、液晶パネルメーカーによる借入を支えたのは、Cathay United Bank、Cathay Life Insurance および Cathay Century Insurance を保有する Cathay Financial Holdings である。Cathay Financial Holdings は 2004 年、総額 US\$7.4 億を液晶パネル業界に貸し出した。これは 2003 年の 10 倍以上である。

直近の過去 3 年 (2002~2004 年) における液晶パネル産業に対する全貸出のうち、上位 10 行がすべて地場銀行であり、この期間における同分野貸出の 56% を占める (図 4)。

(図 4) 液晶パネルメーカー向け貸出ランキング

TFT-LCD borrowings (2002- 2004)

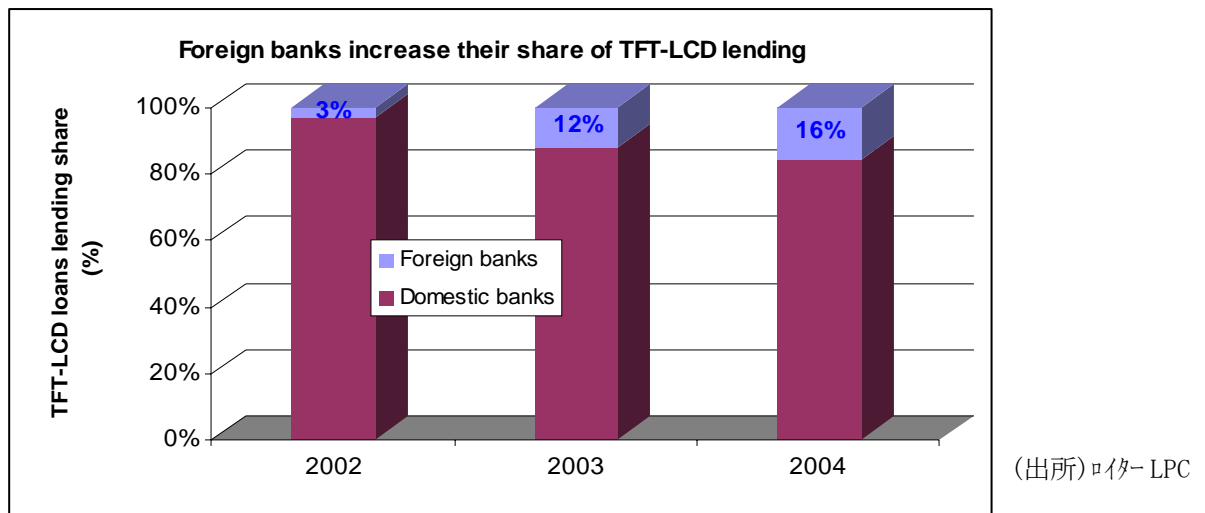
No.	Lenders	Actual commitment (US\$m)	Deals
1	Chinatrust Commercial Bank	893.43	21
2	Cathay Financial Holdings Co Ltd*	881.11	14
3	Taiwan Cooperative Bank	809.02	20
4	Chang Hwa Commercial Bank	771.67	23
5	Bank of Taiwan	763.75	16
6	International Commercial Bank of China	762.33	15
7	Hua Nan Commercial Bank	762.18	21
8	Chiao Tung Bank	753.94	15
9	Land Bank of Taiwan	737.58	15
10	First Commercial Bank	707.31	20
	Total market	13,993.70	32

*Includes Cathay United Bank, Cathay Life Insurance and Cathay Century Insurance

(出所) ロイター LPC

対照的に、外資系金融機関は同時期のシェアが 12%であり、シェアはまだ小さいが、過去数年で液晶パネル産業向け貸出を着実に増やしている。外資系金融機関の同分野貸出シェアは 2002 年が 3%、2003 年が 12%だったが、2004 年は 16%まで伸びた（図 5）。

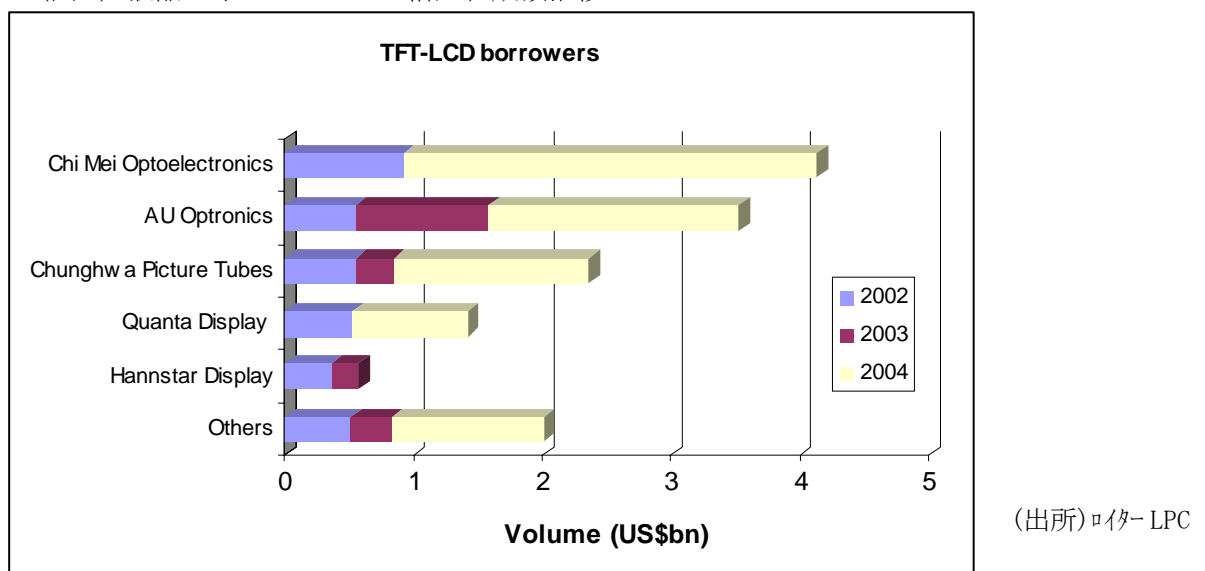
（図 5）液晶パネル産業向け貸出において、外資系金融機関のシェアは増加基調



(3) CM0 が液晶パネル分野では最大の借り手

4 大液晶パネルメーカーによる調達は、2004 年の液晶パネルローン組成額全体の 87%、約 US\$75.6 億に達している。4 社とは AU Optronics (AU)、Chi Mei Optoelectronics (CMO)、Chunghwa Picture Tubes、Quanta Display である（図 6）。

（図 6）液晶パネルメーカーの借入組成額推移



台湾の液晶パネルメーカーで 2 番目のシェアを持つ CM0 は、2004 年の液晶パネル向け貸出組成額の約 37%、US\$32 億以上を調達している。

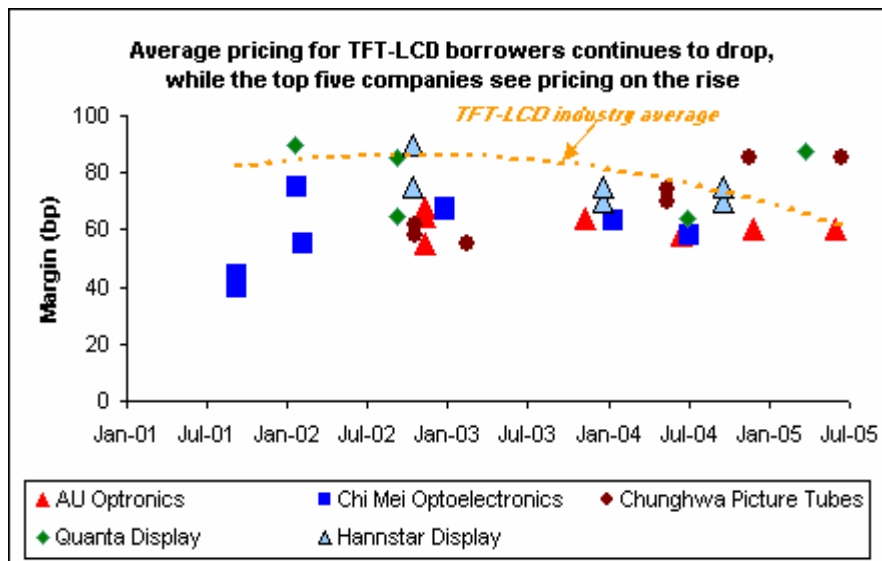
液晶パネルメーカーの借入急増により、IT セクターのローン組成額が 2003 年の不振から復活し、2002 年と同様、2004 年は台湾のシ・ローン市場のほぼ半数を占めた。2004 年、

液晶パネルメーカーの調達額は IT セクター全体の調達額 US\$136.8 億の 64%を占めた。

(2005 年のトピックス 1：液晶パネルメーカー向け貸出の動向)

2005 年に入り、液晶パネルメーカー向け貸出のスプレッドは全体で見ると低下しているが、トップ 5（前述の 4 社に、Hannstar Display を加えた 5 社）向けスプレッドは若干拡大傾向にある。これは、ここ数年の台湾地場銀行の同分野向け貸出の急増に伴い、貸出組成額が各行の限度額に近づいているためである（図 7）。

(図 7) 液晶パネルメーカーのトップ 5 向け貸出スプレッドは若干上昇



(出所) ロイター LPC

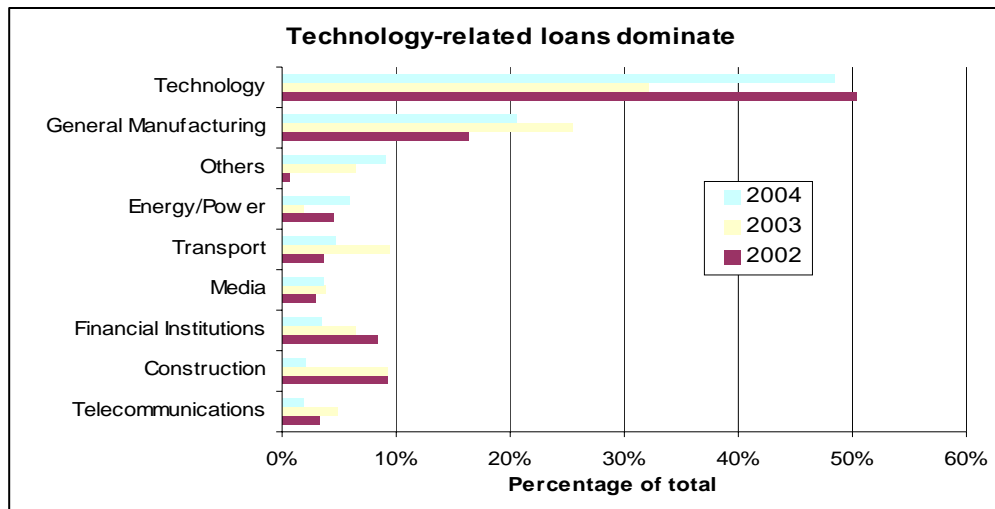
地場銀行は、エクスポージャーが過大とならないように、借り手に対して借入額圧縮を働きかけ、また外資系金融機関からの借入を勧めている。ある地場銀行は、液晶パネルメーカーのトップ 5 がいずれも 2004 年は赤字となったため、スタンスを慎重なものに切り替えている。

シ・ローンでの調達コストが上昇しているため、液晶パネルメーカーのトップ 5 は他の調達手段を検討している。例えば、CMO、Chunghwa Picture Tubes は ADR (American Depository Receipts、米国で発行されニューヨーク証券取引所に上場されている預託証券。なお、預託証券とは、自国以外の国に株式を上場させる場合に株式そのものは自国に預け、株式に代わってそれに見合う証券を上場させて、投資家の便宜を図るもの。) で資本市場から直接資金調達している。なお、同様に、GDR (Global Depository Receipts、主にロンドン証券取引所に上場されている預託証券) という方法でも資金調達できる。

(4) IT 産業の借入額増加

IT 産業の調達額は 2003 年の US\$39.8 億から、2004 年は 3.4 倍増加した（図 8）。

(図 8) IT 関連貸出が増加



(出所) ロイター-LPC

調達額が増加したのは、半導体メーカーが景気の回復期待から、工場増設を始めたからである。半導体産業は最近2年間の不振から脱却し、復活の兆候を見せている。

2004年、事業拡張のため最初にマーケットから調達した半導体メーカーは Optimax Technology である。Chio Tung Bank、International Commercial Bank of China、Taiwan Cooperative Bank が5年、NT\$120億のアレンジを行い、13行に62.5%売却した。

DRAM メーカーによるその他の大規模な資金調達としては、Powerchip Semiconductor の5年、NT\$150億の案件や、Nanya Plastics によって保証された Inotera Memories の5年、US\$8.4億相当の案件があった。

半導体産業の復活兆候はいくつかあるが、銀行の見方は分かれ、慎重対応の銀行や案件を見送る銀行もある。半導体産業の浮き沈みが大きく、リスクを取れない場合がある。

半導体産業のリスクに関する注意事例として、1つの案件が挙げられる。Taiwan Cooperative Bank がDRAM メーカー ProMos Technologies の5年、NT\$100億の案件をアレンジしたが、2004年7月にローンチして以来、シンジケーションが長く続いた。

この取引は、NT\$25億のタームローンとNT\$75億のタームローンに分かれ、工場・設備により担保されている。90日のプライマリーCP+175bp を含んだオールインL+179.6bp でシンジケーションを募集し、6ヶ月のうちに、11行がNT\$95億まで参加することとなり、最終的には2005年2月に終了した。

(5) 2004年はエネルギー企業がリファイナンスを実施

2004年の台湾市場の特徴として、IT企業による借入の他に、エネルギー・電力セクターの借入増加が挙げられる。組成額は2003年のUS\$2.4億からUS\$16.7億へと約7倍増加した。急増の主な要因はリファイナンスである。2004年にリファイナンスを行ったエネルギー関連企業の中には、Ever Power IPP、Star Energy Power、Sumba Power などがある。

3つのエネルギー企業の中では、Sumba Power のリファイナンス案件がNT\$140.9億と

最大の案件であり、China Development Industrial Bank、Chinatrust Commercial Bank、First Commercial Bank、Land Bank of Taiwan、Taiwan Cooperative Bank がアレンジャーだった。

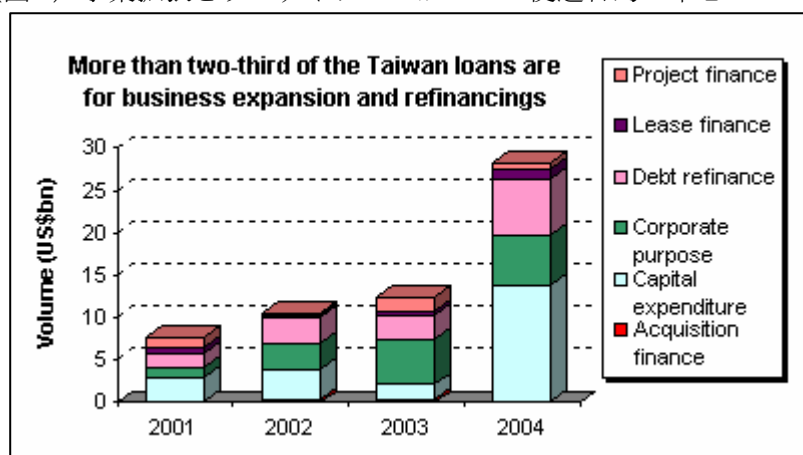
Ever Power IPP の NT\$110 億の案件は、Bank of Taiwan (台湾銀行)、Cathay United Bank、Chiao Tung Bank、ICBC がアレンジャーで、10 年及び 5 年のタームローン、タームローンまたは CP バックアップラインとして利用できる 1 年の枠の 3 つのトランシェからなる合計 NT\$10 億のファシリティーである。

Star Energy Power の借換え案件 (NT\$78.5 億) は台湾銀行がアレンジし、3 つのトランシェから構成された。3 つのトランシェは、①債券の保証またはタームローンとして利用可能な枠、NT\$37.1 億。期間 7 年に加え 5 年の延長オプション付き、②12 年、NT\$40 億のタームローン、③12 年、NT\$1.44 億の履行保証枠である。

(6) 設備投資拡大が貸出額増加につながる

2004 年は台湾の経済見通しが改善したため、台湾企業の投資が活発化し、設備投資のための資金が多く調達された。2004 年の全ローン組成額の約 48%、US\$135 億が設備投資絡みである。2003 年の US\$18.2 億から大幅に増加した (図 9)。

(図 9) 事業拡張とリファイナンスがローン使途目的の中心



(出所) ロイター LPC

設備投資の融資が増加したのは、主に液晶パネルメーカーの調達による。2004 年のアジア各国のシ・ローンの増加要因はほとんどがリファイナンスによるものだったが、台湾では設備投資のための資金調達が貸出増加の主要因である。

しかし、2005 年も台湾において設備投資がこのペースで持続するかは不明である。2005 年は液晶パネルメーカーによる資金調達の伸び悩みを指摘する声や、先行き見通しを不安視する調査機関もある。こうした中、メーカーは新工場建設を延期したり、既存工場の生産量を減らす可能性がある。

台湾の液晶パネル業界第 1 位と第 2 位の AU と CMO は既に建設資金調達は終えていたが、工場新設を延期した。この 2 社は、仮に 2005 年中に拡大方針を打ち出したとしても、既に調達した資金があるため、2005 年に新たな借入を行う見込みは少ない。

(7) 運転資金調達の増加

それに代わり、2005 年は、運転資金が設備投資に代わって調達目的のトップになると見られる。これらは、貿易金融など既存のビジネスを支えていくための資金調達である。

2003 年には台湾企業の調達目的のトップは運転資金目的であり、全体の 42%、US\$52.7 億を占めていた。2004 年は US\$60 億で、全体の 21%を占めた。一方、リファイナンス案件も多く、2001 年以降常にシ・ローン額の約 4 分の 1 を占め、2004 年は 23%強であった。

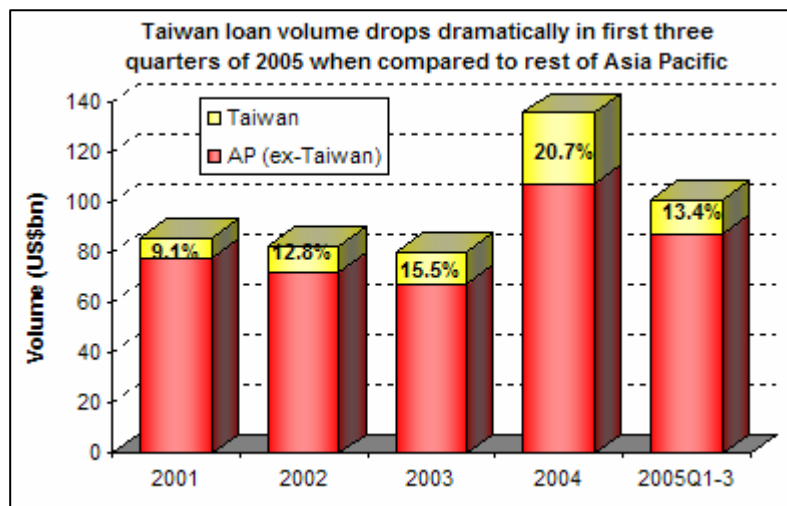
2004 年は液晶パネルメーカーによる大規模借入が中心であったが、2005 年は減少する見込みである。しかし、他のアジア太平洋地域、米国での経済成長に伴う需要増加に対応するために、借入を行う他業種の製造業による調達増加は見込まれる。また、市場環境が借り手に有利に推移しており、リファイナンス額は 2005 年も堅調に推移するだろう。

(2005 年のトピックス 2 : 2005 年のシ・ローン組成額推移等)

2005 年の組成額は、オンショア・オフショアローンともに減少した。両者合計の組成額は前年比 28%減少の US\$136 億である（2005 年第 3 四半期までの実績、以下同様）。

内訳を見ると、オンショア・ローンの組成額は同 23.8%減少し、US\$110 億であり、オフショア・ローンの組成額は同 42%減少し、US\$26 億である。アジア太平洋地域全体に占める割合も 20.7%から 13.4%へと低下した（図 10）。

(図 10) 2005 年の組成額は前年から減少

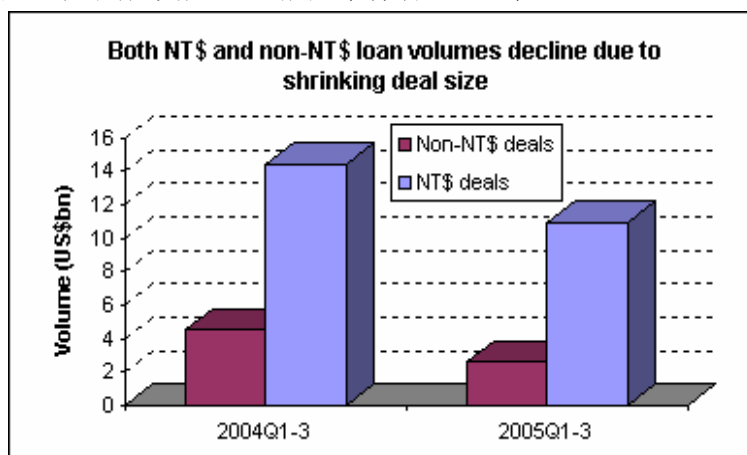


(出所)ロ이터 LPC
2005 年は 9 月末時点
での集計

ただし、案件数は 139 と前年の 135 から増加しており、組成額減少の大きな要因は案件 1 件あたりの額が小さくなったことである。案件 1 件あたりの額は US\$98 百万と前年の US\$1.4 億から大幅に減少している。これと併せて、設備投資にかかる大型案件が減少したことも響いている（図 11、図 12）。

なお、最終的に 2005 年通年の組成額は US\$201 億と、前年比 29%減少した。

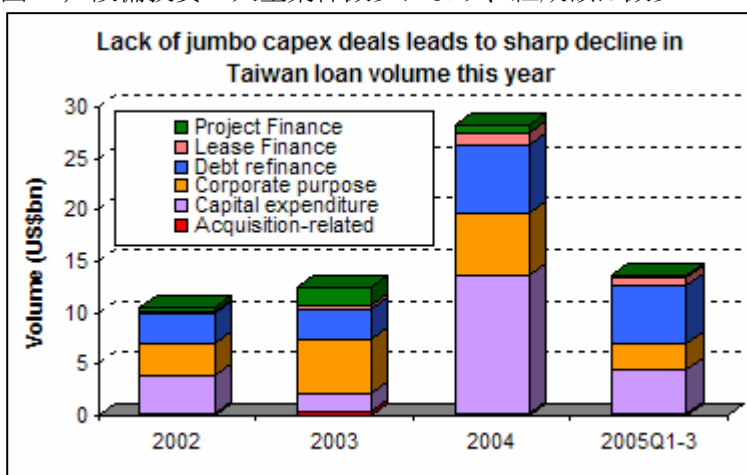
(図 11) 組成額減少の要因は、案件の小型化によるもの



(出所)ロイター LPC

両年ともに第1～第3四半期での比較

(図 12) 設備投資の大型案件減少により、組成額は減少



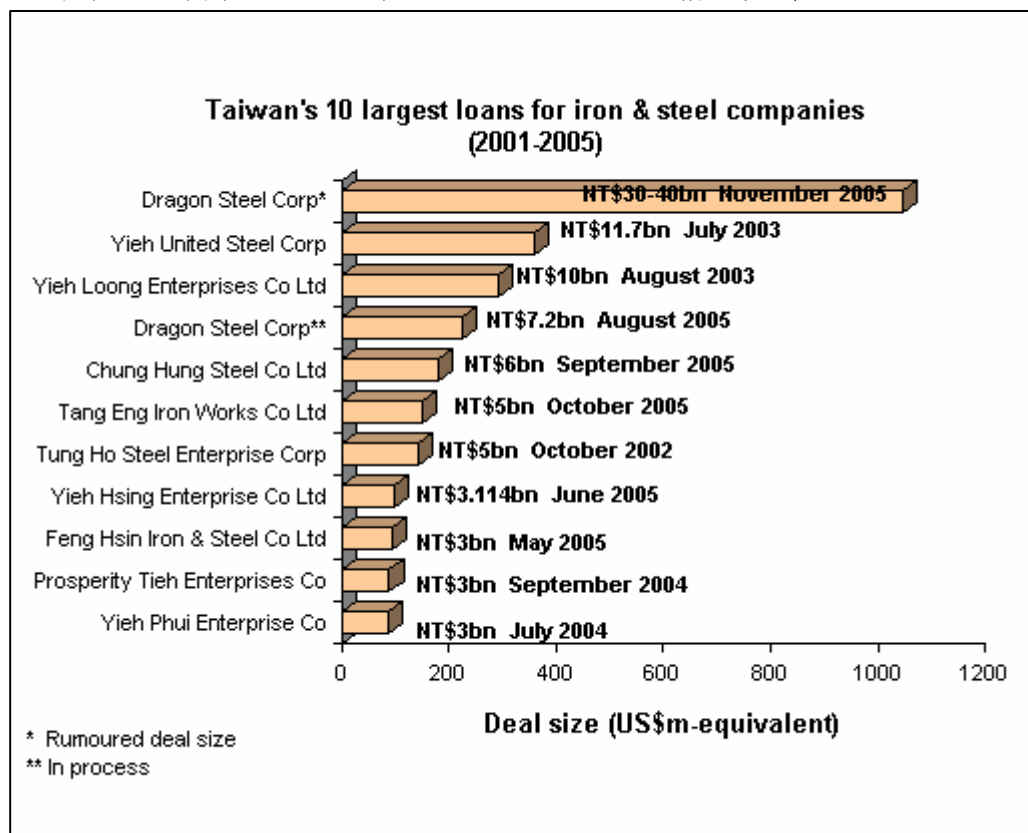
(出所)ロイター LPC

2005 年は 9 月末時点での集計

オフショア・ローンの組成額が減少したのは、外貨の調達コストが上昇したことも要因の 1 つである。また、2004 年の台湾における主要な借り手だった企業の業績が落ち込んだことも挙げられる。例えば、液晶パネルメーカートップである AU の 2004 年業績は、前年の NT\$116.7 億の黒字から NT\$21.3 億の赤字へと転落した。同様に、CMO、Chunghwa Picture Tubes、Quanta Display、Hannstar Display といった大手企業も 2004 年はそれぞれ NT\$19.7 億、NT\$39.8 億、NT\$44.8 億、NT\$40.5 億の赤字を計上した。

液晶パネルメーカーに代わって、鉄鋼・通信関係で大型案件が登場している。鉄鋼メーカーは、2005 年の台湾シ・ローン市場の代表銘柄となっている。11 月には Dragon Steel が NT\$30～40 億規模のシ・ローン調達を検討し始めた。直近 5 年間では最大案件であり、期間は 5～7 年、スプレッドは L+40～60bp 程度、親会社である China Steel の保証が付く見込みである。Dragon Steel の案件を含め、直近 5 年間における借入額上位 10 社を下記にリストしている (図 13)。

(図 13) 直近 5 年間に於ける鉄鋼メーカーのシ・ローン借入額上位 10



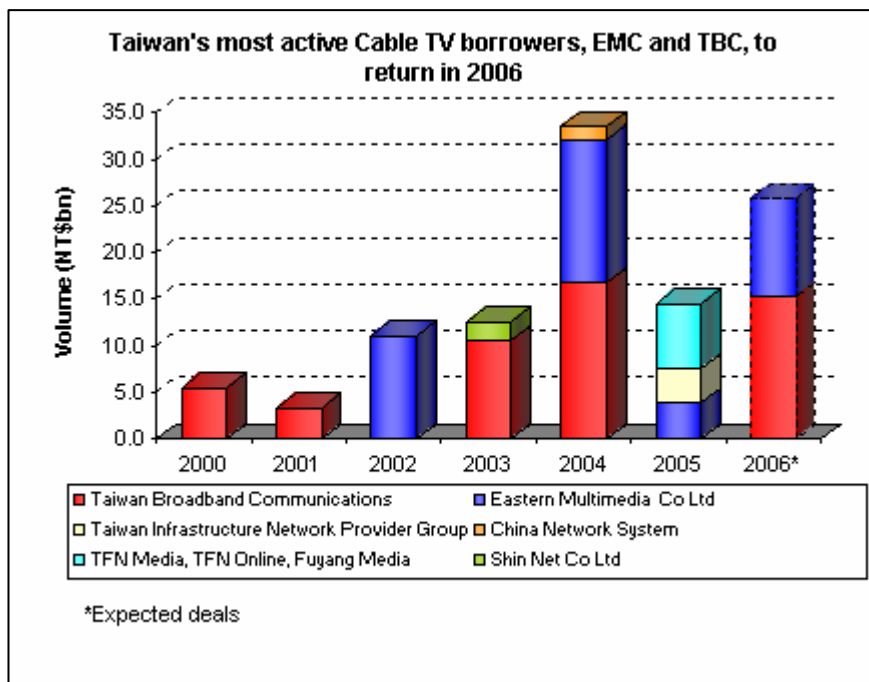
(出所)ライター LPC

上図において第 2 位の規模である Yieh United Steel 向け NT\$11.7 億のスプレッドは L+228.2bp、また第 3 位の規模である Yieh Loong Enterprises 向け NT\$10 億のスプレッドは L+171.5bp となっており、ここ 2 年間でスプレッドが急低下したことが窺える。

また、通信業界では、11 月に Taiwan Broadband Communications(TBC)向け NT\$153 億のレバレッジド・ローンが組成される見込みとなった。この案件は、米国のカーライルグループが保有する TBC の株の過半数を、オーストラリアのマッコーリーが買収するもので、2006 年初めにローンチされる予定である。11 月末現在、Chinatrust、Citi、DBS、ING、Taipei Fubon Commercial Bank がマンデート取得に向けて活動中である。

2006 年もケーブルテレビ業界は台湾シ・ローン市場で借入が拡大する見込みである。TBC の案件以外にも、Eastern Multimedia Co(EMC)向け NT\$105 億の案件が 2006 年 1 月に組成される予定である (図 14)。

(図 14) ケーブルテレビ業界はシ・ローン市場における積極的借り手



(出所)ロ이터-LPC

これ以外にも、2005年3月には Eastern Broadcasting Co が期間5年、NT\$38億の案件を組成した。スプレッドは L+275.9bp と高いが、2002年8月に組成された期間6年、NT\$30億の案件と比較すると、227.5bp スプレッドが低下している。

5. シンガポール

(要旨)

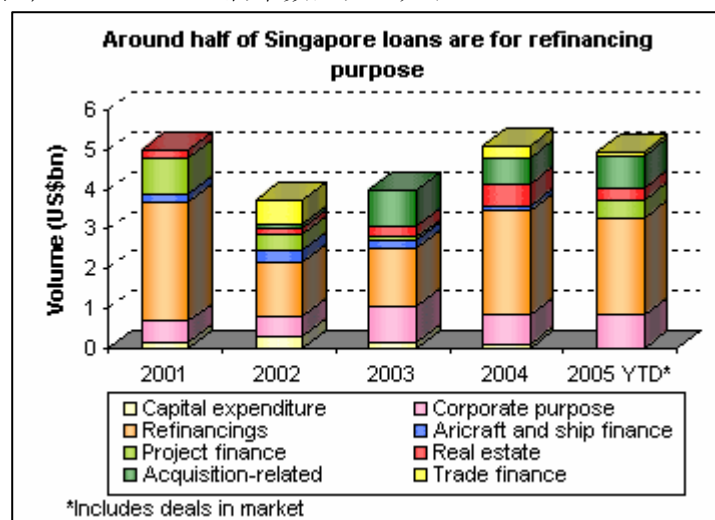
- ・全組成額の約半分がリファイナンス（借換）
- ・組成額は US\$40 億（2003 年）→US\$51 億（2004 年）→US\$80 億（2005 年）と増加
- ・2005 年、ラッフルズホテル買収にかかる LBO ファイナンスが組成される。これは日本以外のアジアで組成された最大の LBO ファイナンス
- ・政府関連企業の借入も増加

(1) リファイナンスの急増により組成額増加

2004 年、シンガポールにおけるシ・ローン組成額は US\$51 億と 2003 年の US\$40 億から 27%増加したが、これはリファイナンス（借換）の急増によるものである。2005 年の組成額は 57%増加し、US\$80 億となった。

2004 年のリファイナンス額は 2003 年比で 83%増加し、過去最大だった 2001 年の実績に近づいた。実際、リファイナンス額は US\$26.2 億と 2004 年の総ローン額の半分以上を占めた。2005 年も同様の傾向が続いている（図 1）。

（図 1）シ・ローンの約半数はリファイナンス



（出所）ロイター LPC

2005 年は 7 月時点での集計

2004 年は、第 4 四半期に US\$10.8 億と全体の 41%にも及ぶリファイナンスが実施されたため、年間の組成額が大幅に増えた。

2004 年、借入企業は、アセットハングリーな銀行から有利な条件を引き出し、調達を行った。市場環境がリファイナンスにとって好ましい環境が続いた一方、シンガポールの主な借り手は、ここ最近の取引で調達済である。多くの銀行は、リファイナンスの可能性のあるローンが減少しているため、2005 年におけるリファイナンス額は減少する、と懸念している。

2005 年、シンガポール経済は回復が見込まれ、銀行は運転資金のための新規借入案件に期待している。運転資金のための借入は、長い間シンガポールの金融機関にとって安定的な収入をもたらしていた。運転資金目的は 2003 年より若干減少したが、これらの借

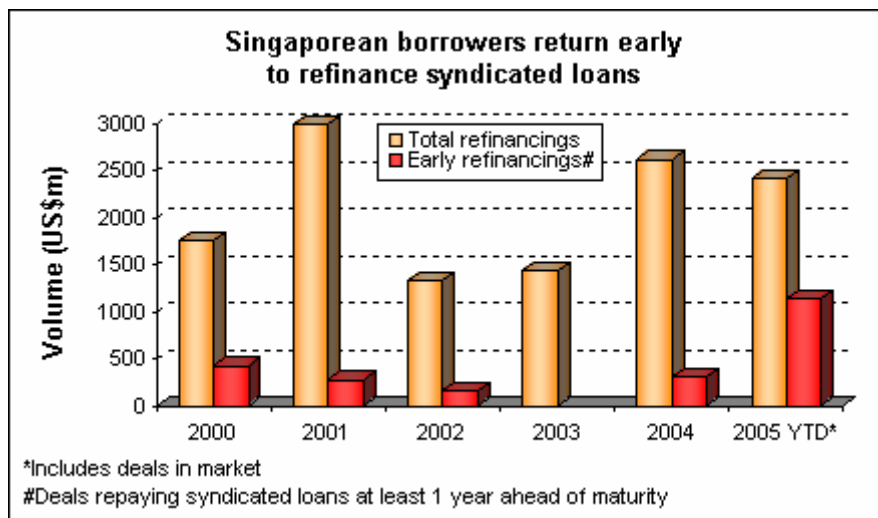
入は 2004 年における総シンジケート額の 2 番目の地位を占めている。2003 年は全体の約 15%、US\$7.4 億であった。

2004 年にマクロ経済を停滞させた原油価格の高騰のような外的要因がない限り、2005 年は企業が運転資金のための借入を続けるだろう、と予測されている。

(2005 年のトピックス 1 : 2005 年の借入動向)

2005 年に入っても、シンガポールのシ・ローンではリファイナンスが目立つ。リファイナンス額のほぼ半数は、満期まで 1 年以上ある案件となっており、借り手が早めのリファイナンスへと動いている様子が窺える (図 2)。

(図 2) シンガポールの借り手は早めにリファイナンスしている



(出所)ロ이터-LPC 2005 年は 7 月末時点での集計

ある銀行によれば、こうした傾向はリファイナンス以外の資金使途が少ないためではないか、とのことである。アレンジャー行が手数料収入の年間目標を達成するために、借り手に対してリファイナンスを勧める場合もある。しかし、参加行はアレンジャー行のようにフィーを得られず、スプレッド低下の悪影響をより受けやすいため、こうした状況を歓迎していない。さらに、スプレッド低下とともに、コベナンツも借り手にとって有利となっている。

(2) 買収ファイナンスが急増

2004 年、M&A 関連の借入は US\$6.7 億へと前年から減少したが、それでも全体の 13% を占めていた。2001 年にはゼロだったが、2002 年に増加し始め、2003 年は US\$9 億のピークをつけていた。

2004 年は、2 件の大きな買収ファイナンスが組成された。まず 1 つが Singapore Power 向けにアレンジされたブリッジ・ローンである (期間 364 日、S\$6 億)。もう 1 つは、JP Morgan Partners Asia が Metalform の株式 51% を取得するための LBO ファイナンスであ

る（期間 5 年、US\$1.3 億）。

Singapore Power のブリッジ・ローンは Citi、National Australia Bank、DBS によってアレンジされ、S\$のスワップ・オファーレート+10bp のスプレッドを含めて、オールインで L+15bp 以下と言われている。

Metalform の買収案件は、DBS がアレンジャーを務め、優先債務/EBITDA 比率が 2.75 倍以内という条件がついており、プライシングは L+265bp だった。本件は、シンガポールの LBO 案件としては 2 件目である。最初の案件は 2003 年、CVC Asia Pacific と JP Morgan Partners Asia が Singapore Telecommunication から SingTel Yellow Pages を購入するための資金だった（期間 6 年、S\$1.5 億）。平均残存年数は 3.5 年、最高で L+277bp であり、DBS と SCB がアレンジャーを務めた。

（2005 年のトピックス 2：ラッフルズホテル買収にかかる LBO ファイナンス）

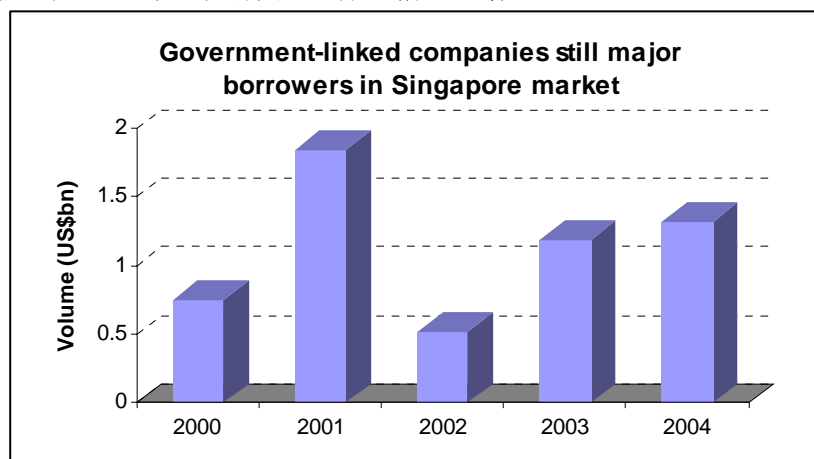
2005 年は、画期的な LBO ファイナンス案件も組成された。米国の Colony Capital によるシンガポールのラッフルズホテル買収にかかる LBO ファイナンスである（期間 5 年、US\$7 億、Colony Capital がエクイティを買取り、シ・ローンによりデットを付けたもの）。この貸出は、日本以外のアジアで組成された最大の LBO ファイナンスの 1 つであり、クレディ・スイス・ファースト・ボストン（以下「CSFB」）がアレンジした。邦銀では三井住友と東京三菱が参加し、スプレッドは L+250～263bp だった。

この貸出は買収のレバレッジが高い。不動産価値を高く評価しており、CSFB は総借入額を EBITDA の 8.8 倍に設定した。この倍率は、通常の LBO 案件の負債／EBITDA 倍率（4 倍程度）に比べると、相当高いと言われる。

（3）政府関連企業との取引

2004 年に政府関連企業はシンガポールで最大の借り手であり続け、総額は US\$13.2 億と全体の約 4 分の 1 を占めた（図 3）。

（図 3）2004 年は政府関連企業の借入が増加



（出所）ロイター-LPC

シンガポール政府の投資活動の主体である Temasek Holdings の傘下企業は、2003 年以

降シ・ローンでの調達を増やし、2003年には借入額がUS\$11.9億と前年比倍増した。2004年はさらに11%増加してUS\$13.2億となった。

さらに、Temasekは成長のために国境を越えて事業展開している。近年、Temasek関連企業はアジア各国、豪州及び欧米で資産を購入している。銀行はTemasekの買収活動が2005年も継続し、シンガポールにおいてシ・ローン市場の残高を増加させるだろう、と予測している。

Temasek関連企業による買収は、公益・通信セクターの借入増加をもたらした。

公益セクターへの貸出は倍以上増加した。これはSingapore Powerによる米エネルギー企業TXU Corpのオーストラリアの資産購入のための借入増加が主因である。

同様に、通信セクターの借入は前年比2.5倍に増加した。増加要因の1つとして、2002年にSTT CommunicationがPT Indonesian Satelliteの株42%を買収するために調達したブリッジローン（期間1年、US\$6.3億）を代替するために使われたタームローン（期間5年、US\$4.8億）が挙げられる。

この案件は、ING、OCBC、SCB、三井住友、UOBがアレンジした。ブレット・ローンはSub-underwritersでL+121bp、managerとして参加する銀行にはL+118bpでオファーされた。5行がこの案件にmanagerとして参加し、24%を他の金融機関に売却した。

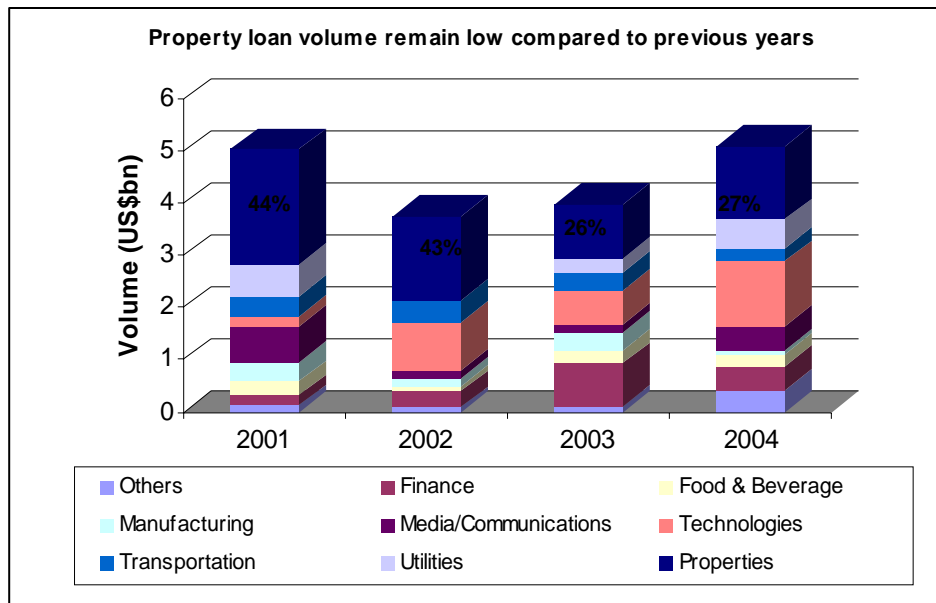
この他にも、シンガポール航空、Sing Tel、DBS、SMRT Corporation、Singapore Technologies、PSA International、Keppel、Semb Corp Industriesといった政府関連企業がここ数年積極的な借り手であり、今後も積極的な借入が続くと予想される。

(4) 不動産関連ローンの重要な位置づけ

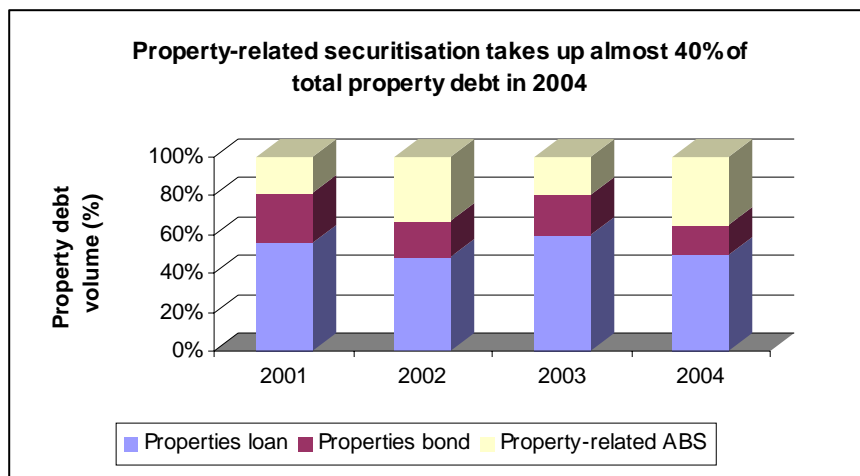
不動産企業向け貸出は、シンガポールにおいてシンジケートローンに参加する銀行にとって依然重要な収益源である。不動産目的の貸出額は2003年、2004年ともに全体の4分の1強と、40%以上を占めていた以前に比べると割合は低下したものの、業種別に見ると不動産企業は2004年のシンガポールにおける最大の借り手である（図4）。

2004年の不動産関連ローン額はUS\$13.9億と、2003年のUS\$10.4億から増加した。しかし、不動産企業は2001年にはほぼ2倍の額を借りていた。これらの企業はしばしば債券やローンの代わりとして、証券化（ABS）についても検討している。2004年において、ABSを通じて調達された資金は、不動産業界総負債の35%以上を占めており、2003年の20%から増加した（図5）。

(図 4) 不動産関連ローンは増加したが、2001～2002 年のレベルには及ばない



(図 5) 不動産証券化は、不動産関連調達額の約 40% 近くに達する



(5) IT 企業の資金調達再開

2004 年、IT 企業による借入は前年比 86%増加し、US\$12.4 億となった。半導体業界が過去数年の低迷から回復しており、多くの半導体企業がリファイナンスを行った。銀行によれば、これら IT 企業は、有利な条件を引き出してリファイナンスを行っている。

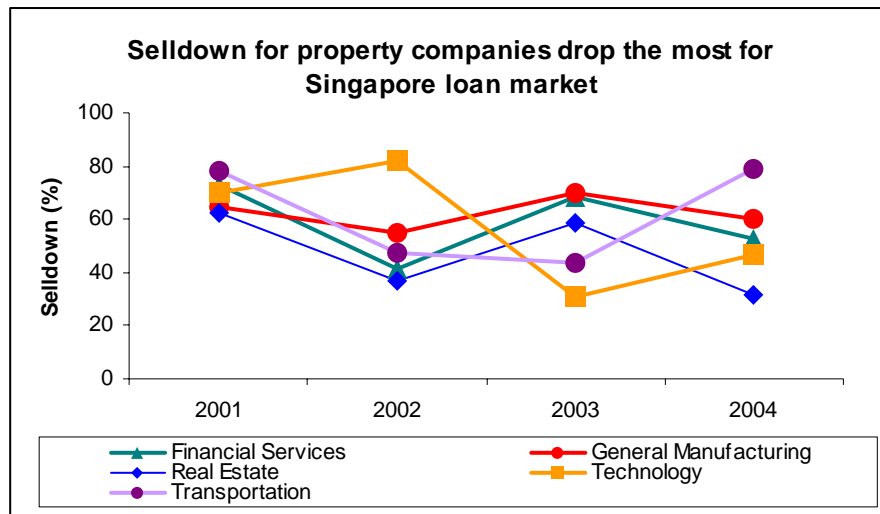
2004 年、Chartered Semiconductor Manufacturing、Systems-On-Silicon Manufacturing、Tech Semiconductor (Singapore) を含む半導体企業は、総額 US\$8.7 億を借りた。これは IT 向けローン総額の約 70%を占めた。

(6) 輸送関連、IT 企業案件の参加行への売却増加

2004 年、シンガポールのシ・ローン参加行の中では、輸送関連企業と IT 企業が人気を博していた。輸送関連企業向けローンの平均売却率は 2003 年の 43.9%から 2004 年は 79%へと上昇した。また、IT 企業向けローンは、業界の回復期待により 31%から 46.5%へと増加した。しかし、IT 企業向けローンに対する貸し手の意欲は、売却率が 80%まで達し

ていた 2002 年の高水準までには戻っていない（図 6）。

（図 6）不動産関連ローンの売却率は大幅に低下



（出所）ロイター LPC

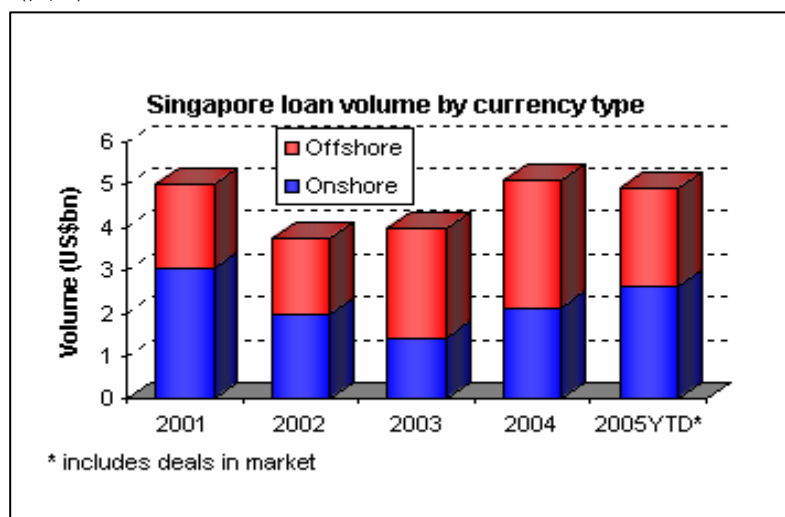
2004 年、他の業種向けローンは人気がなかった。金融機関、製造業、不動産向けローンの平均売却率は低下した。最も低下したのは、不動産企業向け貸出である。2004 年平均で、アレンジャーは不動産ローンを約 31% しか売却できず、2003 年の 58% から低下した。

（7）オフショア・ローンの増加

オフショア・ローン市場は、シンガポールの借り手にとって重要な資金調達源である。2003～2004 年におけるオフショア・ローン額はローン市場全体の約 60% まで増加した。なお、2001 年は 40% 以下であり、2005 年は上半期終了時点で 47% を占める（図 7）。

シンガポールの国内経済が停滞から、シンガポール企業は成長分野を求めてシンガポールの外へと拡大してきた。こうしたシンガポール外の市場への拡大は通常オフショア・ローンによって調達される。

（図 7）シンガポールのシ・ローンのオフショア・オンショア比率



（出所）ロイター LPC

2005 年は上半期終了時点での集計

6. マレーシア

(要旨)

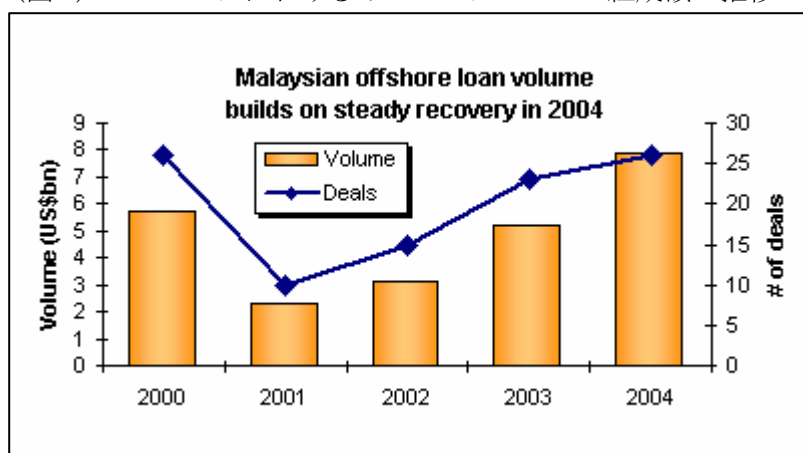
- ・ 組成額は US\$52 億 (2003 年) → US\$79 億 (2004 年) → US\$39 億 (2005 年) と推移
- ・ 2005 年の減少要因は、地場の借り手による設備投資や政府による借入が減少したため
- ・ リファイナンスが占める割合は 40%前後と高い

(1) 組成額

2004 年、マレーシアの資金調達活動は「第 1 号案件が数多く生まれた年」と表現するのがふさわしい。オフショアのローン額は記録的な高水準へと増加したが、これはマレーシアの資本市場発展によってもたらされた。

増加基調は 4 年前から始まり、2004 年におけるマレーシアのオフショア・ローン額は US\$79 億と 2003 年の US\$52 億から 50%以上増加した。一方、取引数は 13%増加にとどまっており、1 件当たりの平均組成額が増加した (図 1)。

(図 1) マレーシアにおけるオフショア・ローン組成額の推移



(出所)ロイター-LPC

2004 年の組成額は、マレーシアのオフショア・ローン額としては 2000 年の US\$57 億を大きく超え、アジア通貨危機以前における最高水準に近づいている。

取引隆盛の兆候は、すでに年の中ほどに現れていた。2004 年上半期のオフショア・ローン額は過去最高であり、下半期に組成された一握りの案件がさらに組成額を増加させた。

政府当局者は、GDP の成長が 2005 年の事業拡大計画を下支えすると予想している。事業拡大計画は、国内企業による海外での設備投資の増加をもたらすだろう。一方で、2005 年の成長は鈍化するとの見方もあった。

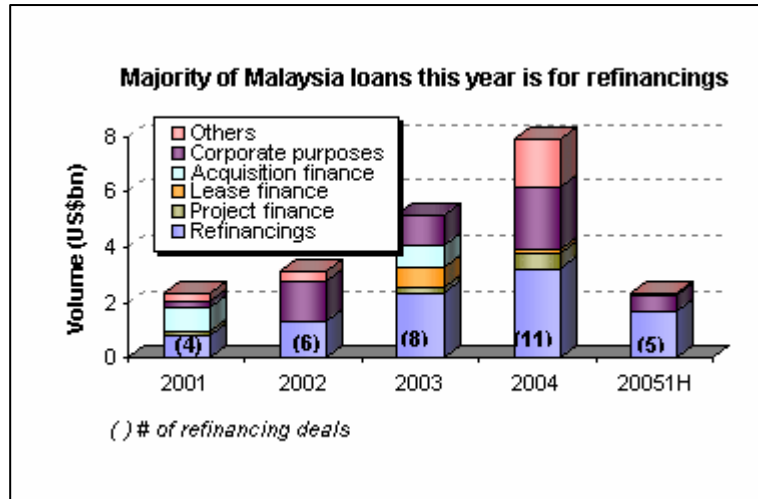
2005 年のシ・ローン組成額は、地場の借り手による設備投資や政府による借入が減少したため、US\$39 億と前年比 51%減少した。

(2) リファイナンスによって組成額増加

新たな設備投資にかかる貸出は、年間の総貸出額のうち、僅かである。直近 2 年間の

マレーシアのオフショア・ローンの多くがリファイナンスで、2004年の案件のうち41%、2003年は46%、2002年は42%を占めた（図2）。

（図2）マレーシアのシ・ローンはリファイナンスが主

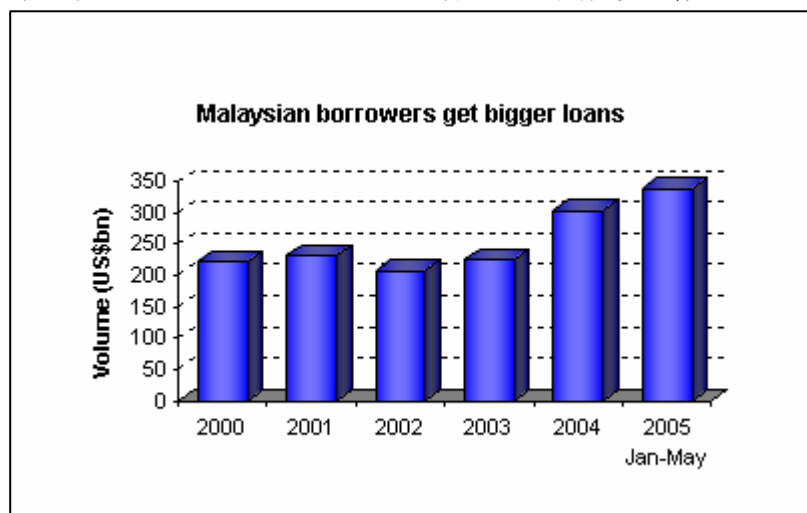


（出所）ロイター-LPC

2005年は6月末時点での集計

過年度において、案件数の増加率は、ローン額の大きさに比例していた。1999～2003年の5年間、マレーシアのオフショア・ローンの平均額はUS\$2～2.5億の範囲におさまっていた。しかし、2004年の平均額はUS\$3億と増加したため、案件数は13%しか増加していないものの、組成額は50%以上増加した。2005年も同様の傾向である（図3）。

（図3）マレーシアシ・ローンの1件当たり組成額は増加



（出所）ロイター-LPC

2005年は5月末時点での集計

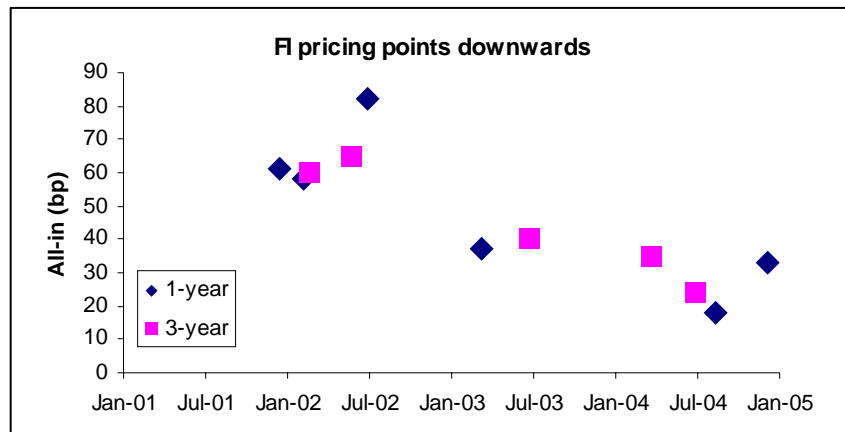
2004年のオフショア・ローン額は、何件かの大型案件によって増大した。これらには、Penerbangan MalaysiaのUS\$10億、Trans-Thailand-Malaysia pipeline projectのUS\$5.2億、Hong Leongの完全子会社であるGuoline OverseasのHK\$111.4億相当の買収資金、Titan Capital (Labuan)のUS\$7億の案件、マレーシア政府の借換US\$5.4億といった案件が挙げられる。

(3) スプレッドは低下

金融機関向けローンは、特にスプレッドが低下している。

例えば、Malayan Banking の 3 年、US\$2.5 億の案件はスプレッドが L+24bp であった。期間が短くなるとさらに低くなり、Bumiputra-Commerce Bank の US\$1 億、360 日の案件は、sub-underwriters に対して L+18bp に設定された (図 4)。

(図 4) 金融機関向けローンのスプレッドは低下



(出所)ロイター LPC

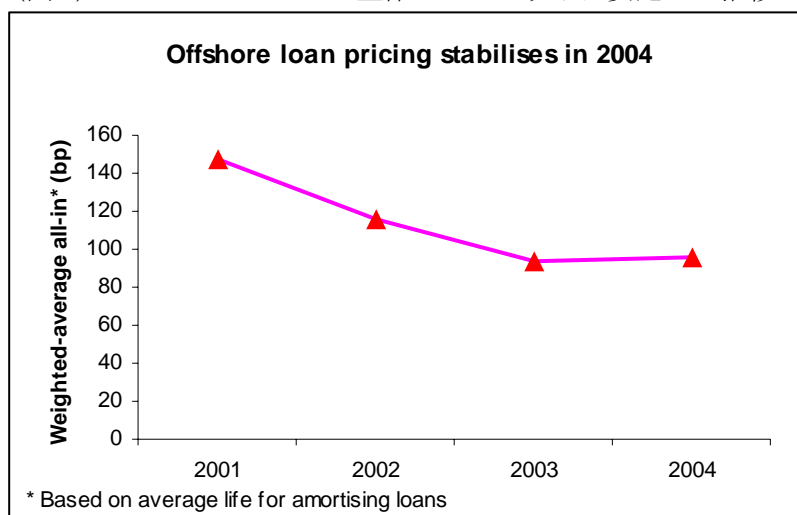
ある銀行は、「シンジケーションに参加する背景には、プライスよりも、借り手との関係構築が優先」と語っている。

しかし、全てのプライシングがタイトになったわけではない。2004 年、マレーシアのオフショア・ローンのオールインスプレッド加重平均は、ここ数年間の下落と異なり、ほとんど変化しなかった。2002～2003 年にかけて 19.3%減少したのとは対照的である。

ある銀行は、金融機関は 2004 年においてスプレッドの低い資金をオフショア・ローン市場で調達する一方、一般企業はもっと高いスプレッドを払っている、と指摘する。

これらスプレッドが大きい企業案件は、スプレッドの薄い金融機関向け案件と相殺され、オールインのスプレッド加重平均は 2003 年と比較しても変化していない (図 5)。

(図 5) オフショア・ローン全体のスプレッドは安定して推移



(出所)ロイター LPC

マレーシア経済を大局的な観点から見ると、同国の対外的な地位はここ数年強いものとなっている。こうした事実を受けて、国際的な格付機関がマレーシアの格付けを引き上げた。2004年11月、フィッチがマレーシアの長期外貨建て格付けをBBB+からA-に引き上げ、12月にはMoody'sがBaa1からA3に引き上げた(2006/2/13現在、Moody's A3、S&P A-)。どちらの格付機関も、GDPの約13%を占めるマレーシアの経常黒字が格付け引き上げの1つの要因であるとしていた。

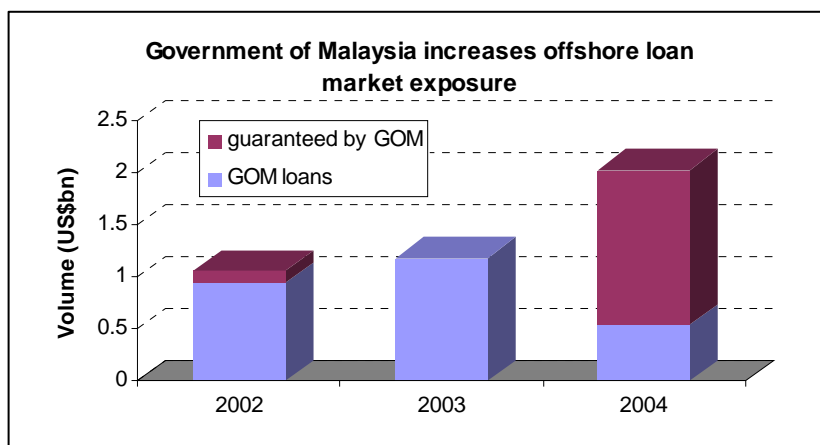
(4) 政府自らマーケットに登場

マレーシア政府は、昔からオフショアのシ・ローン市場における活発な参加者だった。S&Pの格付けA-に続いて、フィッチとMoody'sが格上げして肩を並べたことから、2005年はマレーシア政府にとってより有利な借入ができる環境である。

2004年、マレーシア政府は、直接あるいは政府保証の案件という形で再び調達を実行し、オフショア・ローン市場において組成額をさらに増加させた。これらマレーシア政府によって保証された案件には、2トランシェに分かれたPenerbangan MalaysiaのUS\$10億の案件や1st Silicon(Malaysia)の10年借換、US\$3億の案件を含む(図6)。さらに、東京三菱とHSBCが共同幹事を務め、12月にはマレーシア政府向けに4年、US\$5.4億のアモチローンを組成した。これは、2001年にアレンジされた既存のUS\$5.4億のマレーシア政府向けローンを借換えて、スプレッドを引き下げるものだった。

現状の貸し手に加えて新たな銀行が3つのレベルで招集され、最終的にシンジケーション締結時には30以上の銀行が案件に参加した。

(図6) マレーシア政府はオフショア・ローン市場でのエクスポージャーを増加

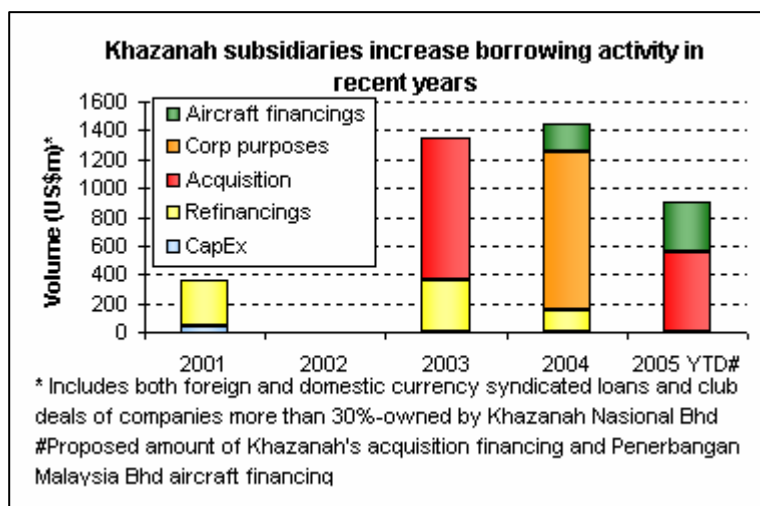
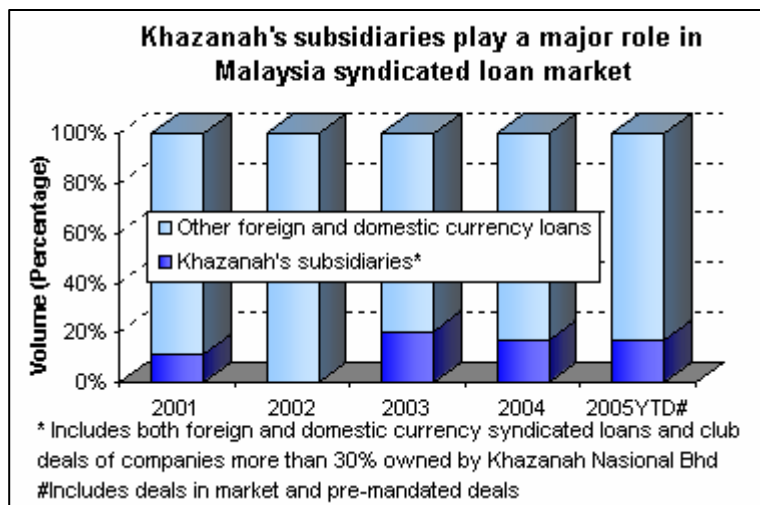


(出所)ロイター-LPC

(2005年のトピックス：2005年のマレーシア政府関連案件)

2005年に入っても、マレーシア政府の投資庁にあたるKhazanah Nasional(Khazanah)関連の案件が多数組成され、マレーシア市場で重要な位置付けである。Khazanahは自動車、電力、IT、通信等13の分野、合計43社に対して出資している。2005年には、Khazanahの100%子会社Feringghi Capitalに対する期間1年、US\$5億の貸出があったが、Khazanahの保証がついたため、スプレッドはL+11.3bpと低く抑えられた(図7)。

(図 7) Khazanah Nasional Bhd 関連の案件は一定のプレゼンスを保つ

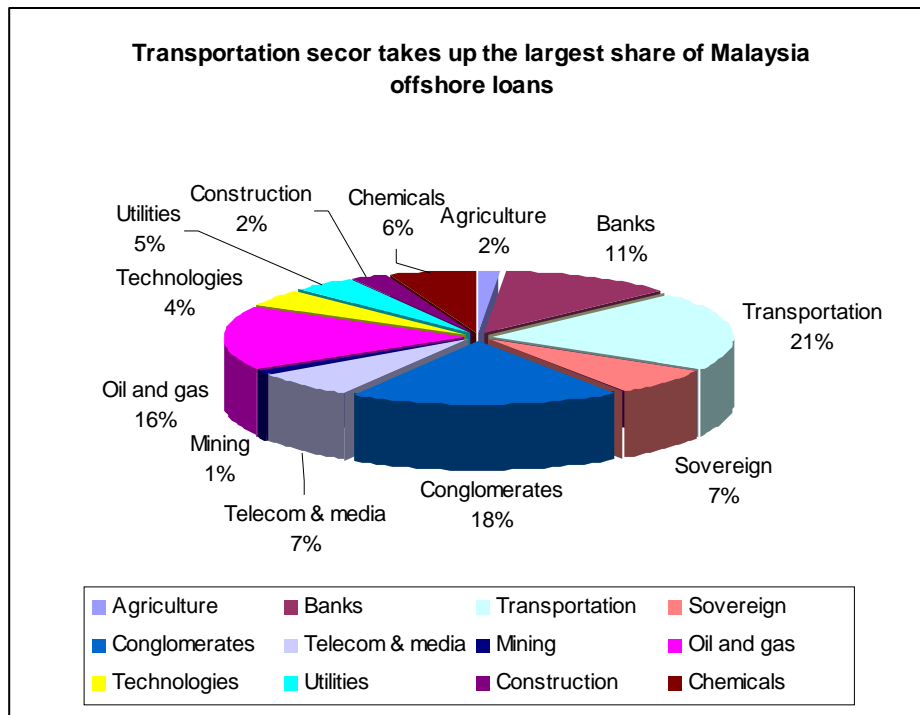


(出所) マスター LPC
2005 年は 7 月末時点
での集計

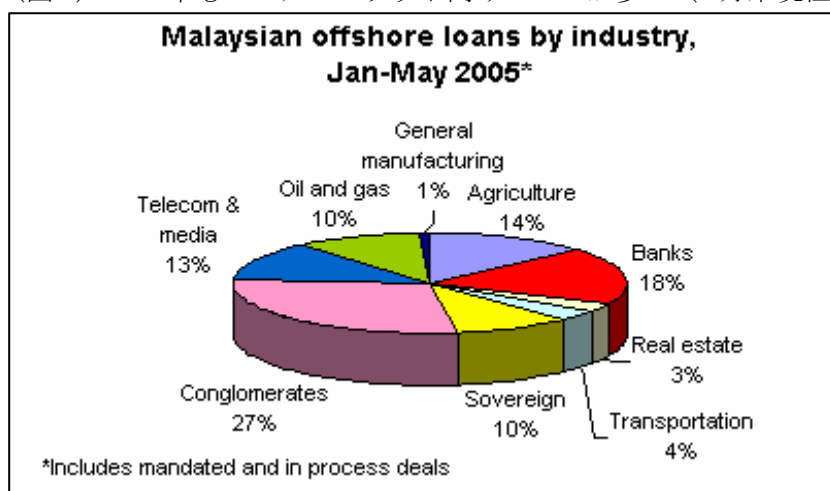
(5) 大型案件が成長を後押し

2004 年の借り手の大部分は、コングロマリットや交通、石油ガス業界によるものだった。これら 3 つのセクターは、何件かの大型案件を背景として、2004 年の全借入の過半数を占めていた (図 8、図 9)。

(図 8) マレーシアにおけるオフショア・ローンの組成目的別内訳 (2004 年)



(図 9) 2005 年もコングロマリット向けローンが多い (5 月末現在)

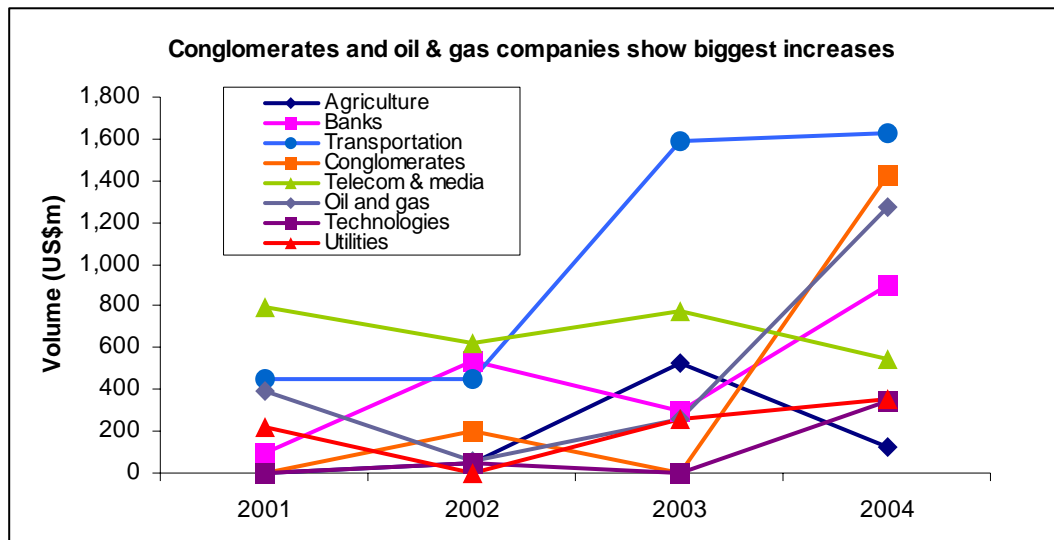


(出所)ロイター-LPC

マレーシア航空の持ち株会社、Penerbangan Malaysia は、2 つのトランシェに分かれている US\$10 億の案件を 6 月に組成し、年末には日本型オペレーティング・リース (JOL) 契約 US\$1.9 億を調印した。

ローン額の観点から見ると、石油・ガスセクターは、借入れが 5 倍に増えた。金融機関は 2004 年に \$US9 億弱を調達し、前年から約 3 倍増加した (図 10)。

(図 10) コングロマリット、石油・ガス関連企業の調達額は大幅増加



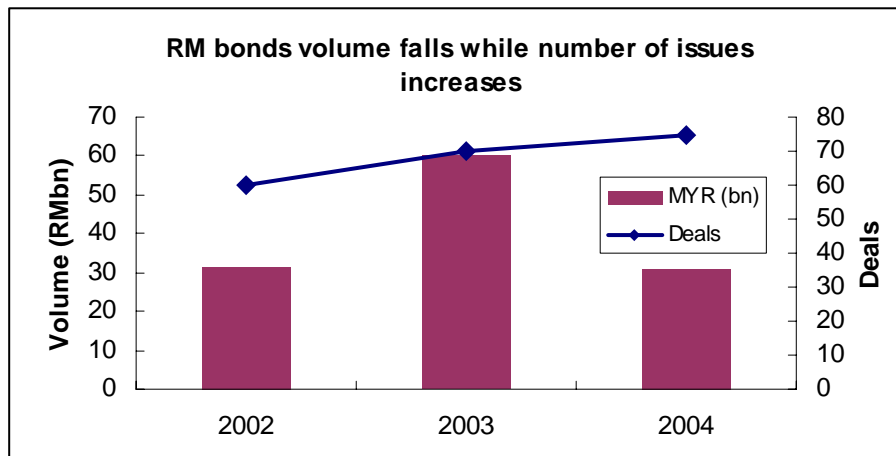
(出所)ロイター-LPC

(6) 国内市場の発展

マレーシア国内では資本市場の発展が顕著になった。マレーシアの債券市場は東南アジアで最大級のものとなっている。

2004 年にアレンジされた私募債の件数は 2003 年より若干増加したが、額は約 RM（マレーシアリングgit）310 億と、前年比約 50%も減少した（図 11）。

(図 11) 私募債の起債件数は増加したが、起債額は大幅減少



(出所)ロイター-LPC

2004 年はイスラム債が取引量を増やし、マレーシア債券市場全体の 50%以上を占め、2003 年の 34%から増加した。

イスラム債は比較的低コストであるため、建設期間の長いプロジェクトにとって好ましい選択肢である。様々な業種において、とりわけ公益事業やインフラ案件の隆盛は、イスラム債による資金調達の発展により支えられている。

政府はこうした取引がさらに広がるような方策を打ち出している。方策の 1 つは、非居住者企業が保有するリングgit建てイスラム債から得られた利息について源泉徴収税

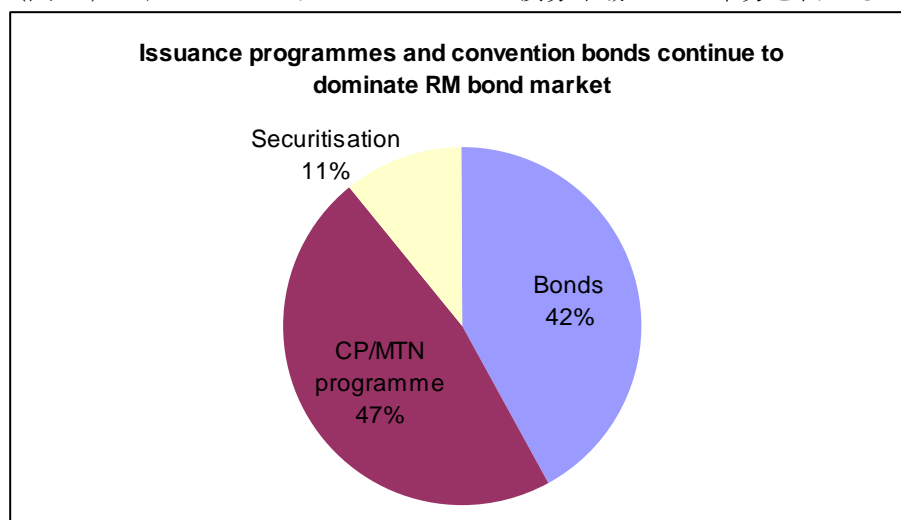
を免除するものである。もう 1 つは、国際機関、多国籍企業がリンギット建て債券を発行するよう奨励するものである。

アジア開発銀行（ADB）は 11 月に 5 年、RM4 億の債券を組成した、これはマレーシアにおいてリンギット建て債券を国際機関が初めて発行したケースである。ADB の第 1 号案件から 1 ヶ月もたたないうちに、マレーシア市場にて International Finance Corp（IFC）によるイスラム債発行、3 年、RM5 億という画期的な案件が登場した。

IFC の債券は、マレーシア、および他国の国内市場において国際機関によって初めて発行されたリンギット建てイスラム債である。

従来からの債券に加えて、2004 年にマレーシア債券市場にて大きな割合を占めたのが CP/MTN プログラムである（図 12）。これらのプログラムは、継続する資金調達ニーズを満たすため、主に 2nd-tier の企業によって多く利用される。したがって、これらの会社はニーズが生じたらいつでも短期間の債券による計画を策定していた。

（図 12）CP/MTN プログラムがマレーシア債券市場のほぼ半分を占める



（出所）ロイター LPC

証券化取引は、マレーシア市場の一部で徐々に増加している。特定の部分に焦点を当て、資本市場からの調達資金のための新しい手段を発展させるために、この国史上初めての居住者向け住宅ローン証券化（MBS）が 10 月に組成された。Cagamas MBS の 4 トランシェに分かれた RM15.5 億の案件である。

この証券化取引は、国からの支払が原資となる公務員の住宅ローンを、流動性のある市場商品へと変えるものだった。マレーシア債券市場にさらなる流動性と深みを与えた。

Cagamas の MBS 案件はオフショア投資家に提供される初めてのリンギット建て案件であり、主にシンガポールの投資家に販売された。

2005 年、さらに国際機関や多国籍企業が国内債券市場に登場するであろう。一方で、イスラム債や証券化取引もさらに成長するであろう。

7. タイ

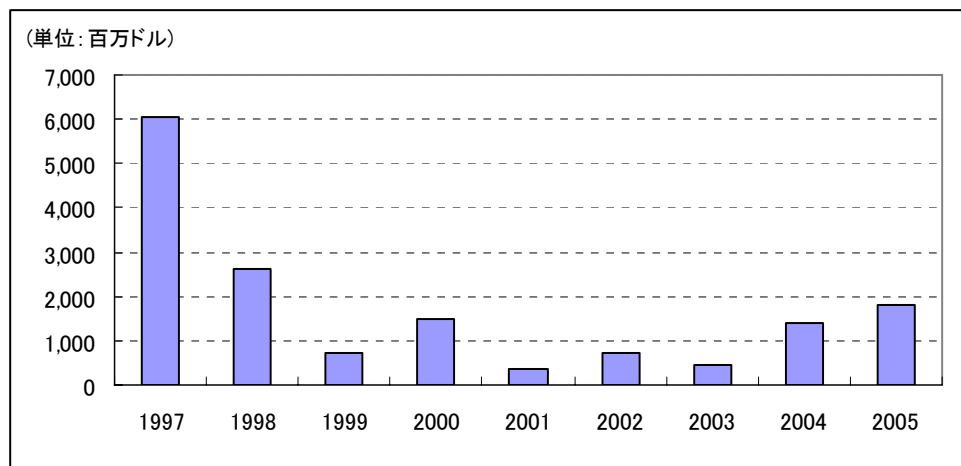
(要旨)

- ・ 組成額は US\$4.6 億 (2003 年) → US\$14 億 (2004 年) → US\$18 億 (2005 年) と増加
- ・ 2005 年第 4 四半期は、ここ 3 年でみると四半期ベースで最大の組成額
- ・ プロジェクト・ファイナンスと金融機関向け案件が多い

(1) 組成額

2004 年、タイのオフショアシ・ローン組成額は US\$14 億と、前年の US\$4.6 億から 3 倍以上増加した。2005 年の組成額も US\$18 億と 29%増加した。しかし、1997 年の US\$60 億にはまだ及ばない水準である (図 1)。

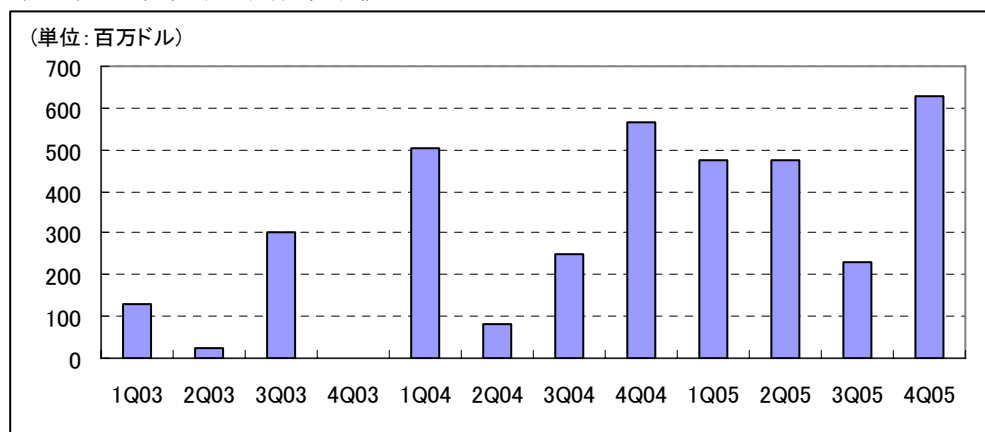
(図 1) タイのオフショアシ・ローン組成額推移



(出所) ロイター LPC

オフショア・ローンについて最近の四半期毎の組成額を見ると、2004 年第 4 四半期から順に US\$5.7 億、US\$4.7 億、US\$4.8 億、US\$2.3 億、US\$6.3 億である。2005 年の第 4 四半期は、発電所向けプロジェクト・ファイナンス案件等が組成され、ここ 3 年間で最も組成額が多かった (図 2)。

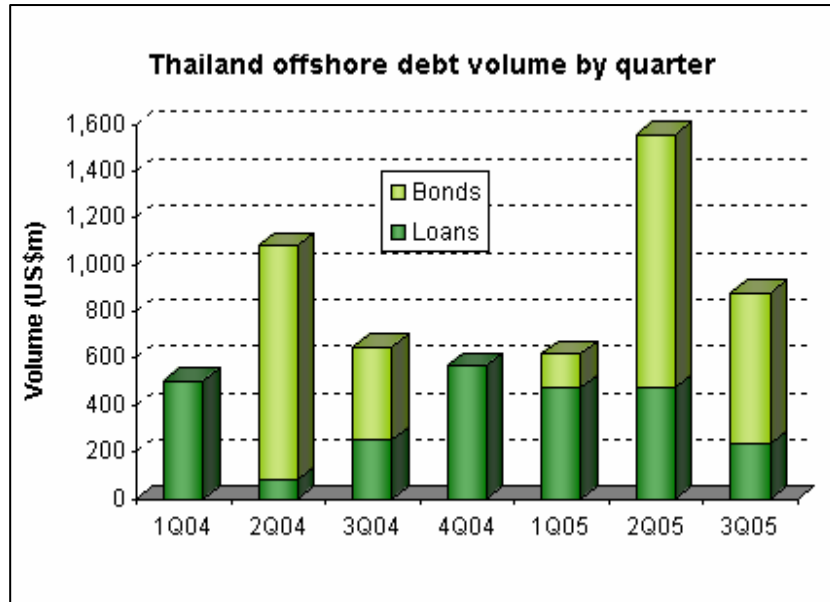
(図 2) 四半期毎の組成額推移



(出所) ロイター LPC

また、ローンとオフショア債券との組成額を比較すると、増減の激しい債券に比べ、ローンは一定のプレゼンスを保っている（図3）。

（図3）オフショア債券発行額との比較



（出所）ロイター LPC

2005 年は第 3 四半期までの集計

オフショア・ローンのリーグテーブルを見ると、邦銀では三井住友が第 2 位、みずほが第 4 位に入っている（図 4）。

（図 4）タイのオフショアシ・ローンリーグテーブル

順位	銀行	組成額	件数
1	Calyon Corporate & Investment Bank	336,224,681	7
2	Sumitomo Mitsui Banking Corp	215,706,776	5
3	DBS Bank	199,500,000	3
4	Mizuho Corporate Bank	175,324,600	4
5	Standard Chartered Bank	138,761,069	3
6	HSBC	107,003,460	3
7	ABN AMRO Bank	100,000,000	1
8	Fortis Bank	95,324,600	2
9	OCBC Bank	75,000,000	2
10	KBC Bank	69,500,000	1
11	Bank Of Tokyo-Mitsubishi UFJ	57,824,600	2
12	Krung Thai Bank	50,000,000	1
13	Barclays Capital	32,000,000	1
14	BNP Paribas	26,628,047	1
15	DZ Bank	25,824,600	1
15	ING Bank	25,824,600	1
17	Banc of America Securities Asia	25,000,000	1
17	Natexis Banques Populaires	25,000,000	1
17	RZB-Austria	25,000,000	1
合計		1,805,447,033	15

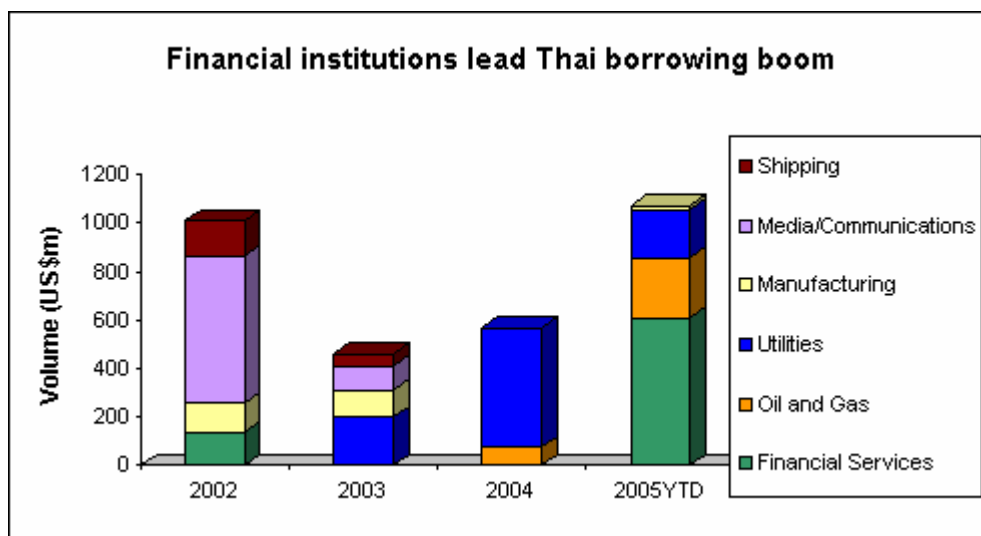
（出所）ロイター LPC

(2005 年のトピックス 1：金融機関向け貸出)

タイ経済の見通しが明るいため、直近 2 年間はオフショア・ローンが増加してきた。

最近のシ・ローンには金融機関の借入が目立つ。借り手には、3 年、¥60 億のリボルバーを借りた AIG Card(Thailand)や、5 年で変動金利の CD、US\$3 億を借りた Government Housing bank、さらには 2005 年 4 月現在シンジケート中である 5 年、US\$1.5 億の変動金利の CD を借りようとしている Small & Medium Enterprise Development Bank of Thailand などが挙げられる (図 5)。

(図 5) 2005 年は金融機関の借入が増加



(出所)ロイター LPC
2005 年は 4 月時点での集計

金融機関は、2003～2004 年はあまり調達していなかったが、2005 年第 1 四半期に調達を再開した。金融機関が積極的に借入をしていたのは 2002 年以来であり、その時は国内の地場銀行が借入を行った。Siam City Bank Public が US\$40 百万 (1 年のタームローン)、Thai Military Bank のケイマン現地法人は US\$1 億 (3 年のローンを 2 回) 調達した。

これらの新たな借入が発生したのは、銀行セクターの業績回復を背景としている。フィッチはタイの銀行の不良債権問題は収拾に向かっており、本業の収益は強い回復基調にある、とレポートしている。

タイの銀行資産の質が改善しているため、最近の銀行向け案件はスプレッドが低下してきている。例えば、Thai Military Bank 向けに 2002 年に組成された US\$1 億、3 年のタームローンは、オールインで L+76bp、また、Government Housing Bank 向けに最近組成された US\$3 億、5 年の変動金利 CD はオールインで L+34bp で募集された。

スプレッドがタイトになっているにもかかわらず、ローンのシンジケーションは順調である。最近の案件では、Bank Thai Public 向け US\$1 億、364 日が組成されたが、これは 7 行が引受け、L+31.5bp というオファーをした。55%が売却され、アレンジャーはドレスナー銀行とワコビア銀行だった。その他、United Oversea Bank、ICBC、BW Bank、WGZ-Bank、Shanghai Commercial & Savings Bank、BA Asia、Natexis Banques Populaires、OCBC、さらには RZB-Austria がシンジケーションに加わった。

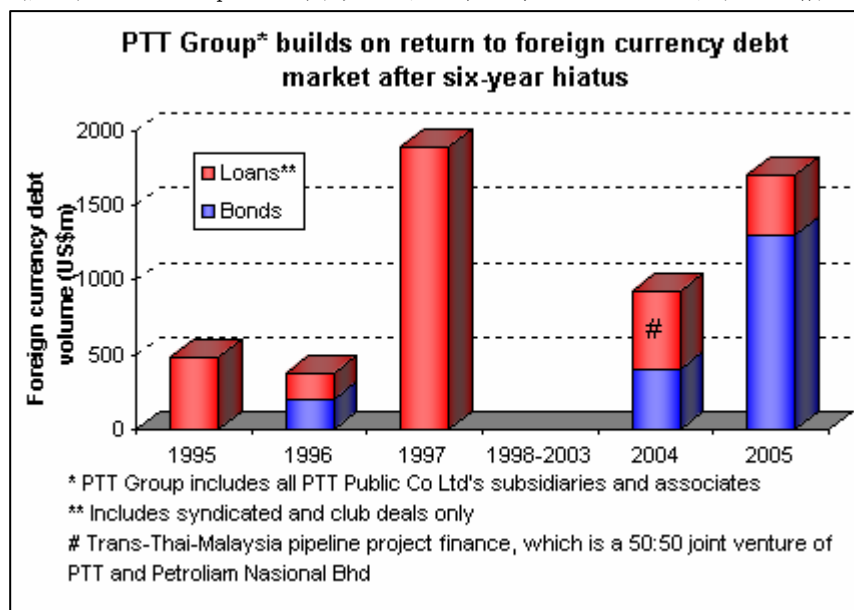
投資家は、他の金融機関も債券またはローンによって調達する、と予測している。

(2005 年のトピックス 2：石油・ガス業界向け貸出)

2005 年において金融機関の次に積極的な業種は石油・ガス業界と公益企業である。代表的な案件は、エネルギー供給の PTT Group の案件である。

PTT Group は 1997 年の通貨危機以降 6 年間、シ・ローンを含めたオフショア市場から遠ざかっていたが、2004 年に調達を再開、2005 年も借入を増加させている。PTT Public の子会社 Thai Olefins もシ・ローンで調達している（図 6、図 7）。

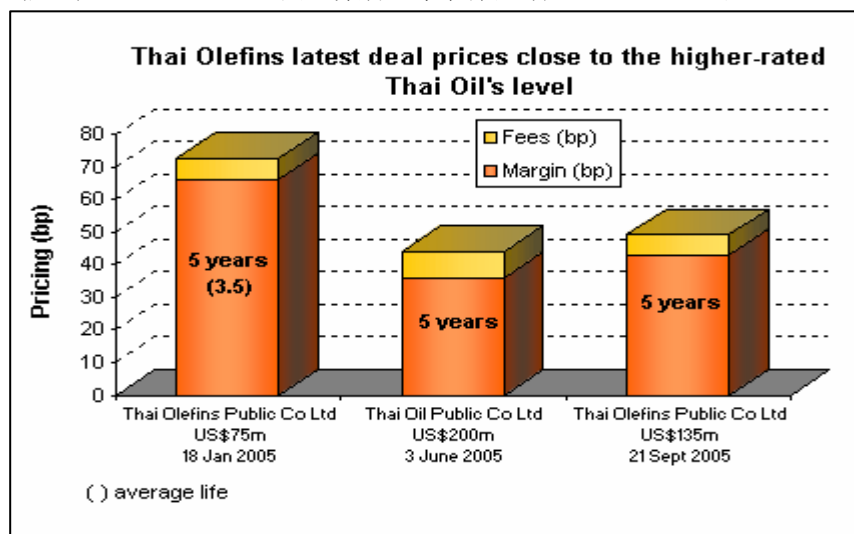
(図 6) PTT Group は 6 年間の空白を経て、オフショア市場での借入を再開



(出所)ロイター-LPC

2005 年は 10 月時点での集計

(図 7) Thai Olefins 向け案件は、国営企業 Thai Oil 並みのスプレッドに低下



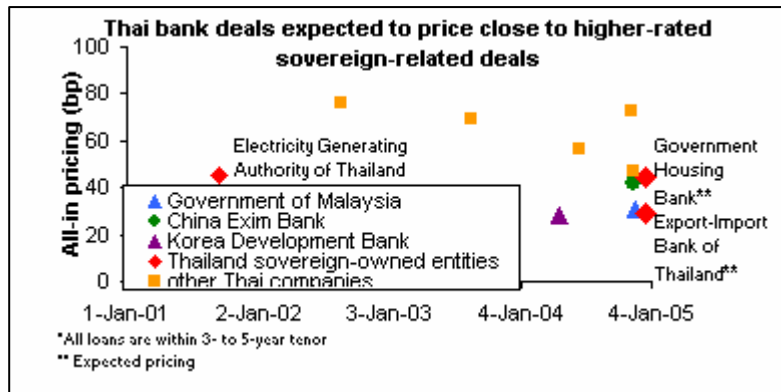
(出所)ロイター-LPC

石油・ガスセクターにおける最近の案件としては、Thai Oil 向け US\$2.5 億、5 年のタームローンがあり、ABN アムロがマンデートを取得した。

(2) スプレッド動向

タイの銀行向け案件は、スプレッドが低下しており、タイのソブリン物、あるいは他国のソブリン物のプライシング水準に近づくと思われる。なお、タイにおいては一般企業、銀行向け案件が中心で、ソブリン向け案件はほとんどない（図 8、図 9）。

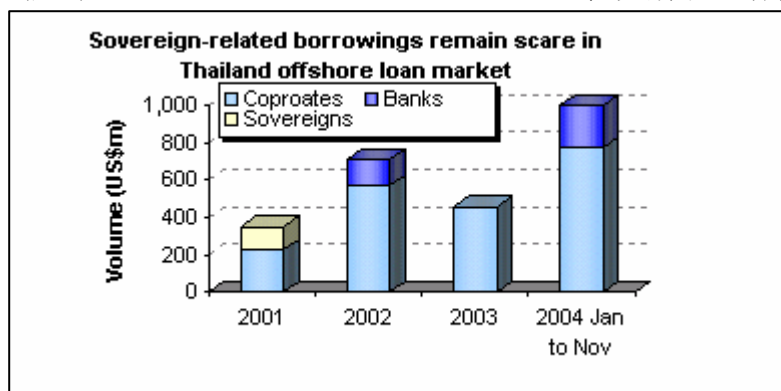
（図 8）銀行向け案件のスプレッドは、ソブリン物に近づく



（出所）ロイター LPC

2004 年 11 月時点での
集計

（図 9）タイのオフショアシ・ローンにおいて、政府関連企業案件はほとんどない

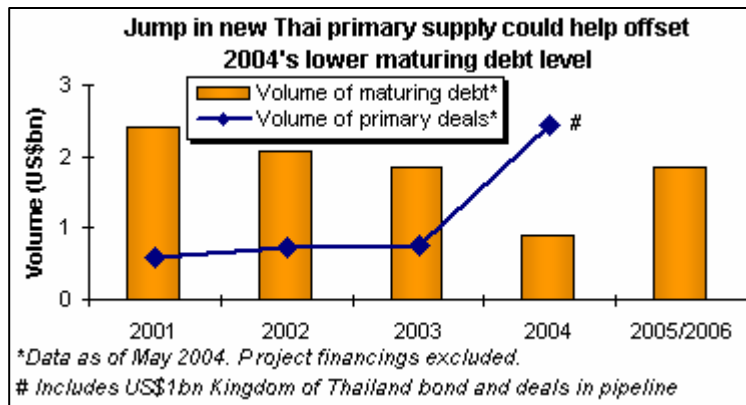


（出所）ロイター LPC

2004 年 11 月時点での
集計

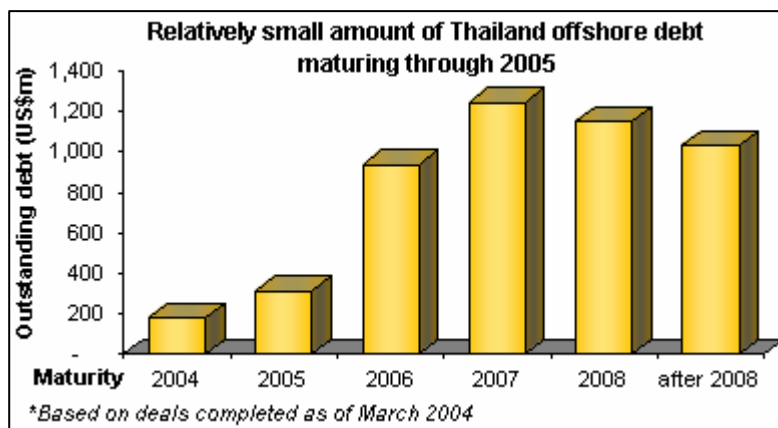
2004 年は満期を迎えて償還されるローンが少なかったため、組成額増加につながった。なお、2005 年も償還されるローンが少ないため、組成額は増加すると考えられる（図 10）。

(図 10) 2004～2005 年は償還額が少ない



(出所)ロイター LPC

2004 年 3 月時点での
集計



(出所)ロイター LPC

2004 年 3 月時点
での集計

(3) オフショア・ローン組成実績

2005 年、タイにおけるオフショア・ローン組成実績は以下のとおりである。

No.	企業名	日付	金額(m)	借入目的
1	BlueScope Steel (Thailand) Ltd	1/6	\$65	Capital expend.
2	Siam Polyethylene Co Ltd	1/26	\$41	Corp. purposes
3	Government Housing Bank	2/18	\$300	Corp. purposes
4	AIG Card (Thailand) Co Ltd	2/22	¥6,000	Corp. purposes
5	BankThai Public Co Ltd	3/31	\$100	Corp. purposes
6	Glow Energy Public Co Ltd	4/15	¥8,100	Debt Repay.
7	Small & Medium Enterprise Development Bank of Thailand	4/18	\$160	Corp. purposes
8	SG Holding Ltd	4/29	¥8,181	Corp. purposes
9	Thai Oil Public Co Ltd	6/3	\$200	Debt Repay.
10	AEON Thana Sinsap (Thailand) Public Co Ltd	7/26	¥5,000	Corp. purposes
11	Capital OK Co Ltd	8/3	¥10,800	Corp. purposes
12	Maxxis International (Thailand) Co Ltd	8/23	\$80	Capital expend.
13	Thai Olefins Public Co Ltd	9/21	\$135	Corp. purposes
14	AEON Thana Sinsap (Thailand) Public Co Ltd	9/30	¥5,937	Work. cap.
15	Gulf Power Generation Co Ltd	11/11	\$683	Proj. finance
16	Total Access Communication Public Co Ltd	11/18	\$178	Debt Repay.
17	Ratchaburi Power Co Ltd	12/14	\$641	Proj. finance

(出所)ロイター LPC

※No. 8 および No. 14 は、一部タイバーツ建てトランシェを含む
全 17 件のうち、日本円建てが 6 件含まれる。

円建て案件である AIG Card の案件は 3 年のリボルバーで、HSBC、BNP Pariba、ICBC が¥20 百万ずつ参加している。Glow Energy Public の案件は期間 7 年で、スプレッドは日本円 Libor+75bp、Calyon が Bookrunner である。

SG Holding の案件は 2 つのトランシェに分かれ、1 つはタイバーツ建て (3 年、THB15 億)、もう 1 つは円建て (2 年、¥42 億) だった。いずれも SCB が Bookrunner となった。

AEON Thana Sinsap (Thailand) Public は、AEON Credit Service (Asia) の子会社 (Finance Company) で、7 月の案件は期間 3 年、スプレッドは Libor+40bp だった。みずほがアレンジャーで、その他に邦銀、保険会社等 6 社が参加した。一方、9 月の案件は円建てとタイバーツ建ての 2 トランシェで構成され (期間 3 年)、三井住友がアレンジャーを務めた。

Capital OK の案件は期間 2 年、スプレッドは日本円 Libor+50bp であり、Calyon と SCB がアレンジャーを務めた。

8. インド

(要旨)

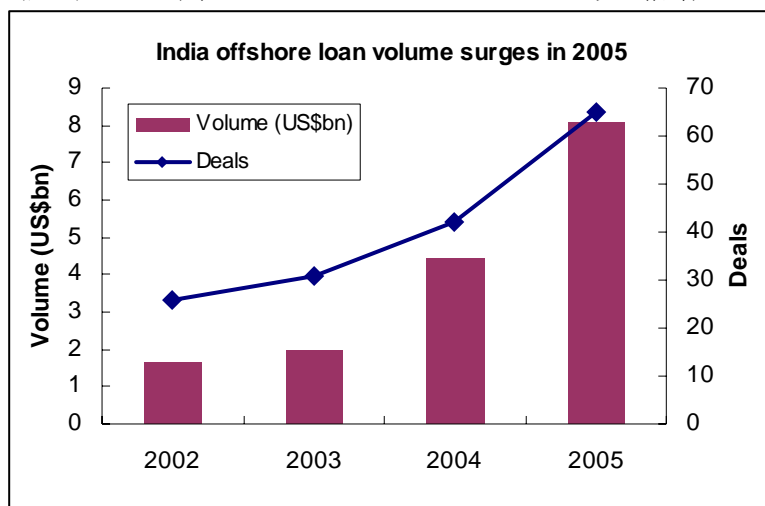
- ・ 組成額は US\$44 億（2004 年）→US\$81 億（2005 年）と大幅増加、域内第 5 位の組成額
- ・ Tata、Reliance、Birla の財閥案件及び金融機関向け案件が多い
- ・ 他の地域同様、買収案件も増加中

(1) 組成額

インドのオフショア・ローン組成額は、2004 年の下半期はスローダウンしたものの、US\$40 億を超えた。オフショアのドル建てローンが前年比 2.2 倍以上増加し、取引案件数も 35%増加した。2004 年は当初から活発に取引されており、最初の 2 ヶ月は、毎週最低 1 つの新しい案件が登場していた。年の終わりには、ローン総額は US\$44 億に達し、1998 年以来の高水準となった。2003 年は US\$20 億未満の組成額であった。

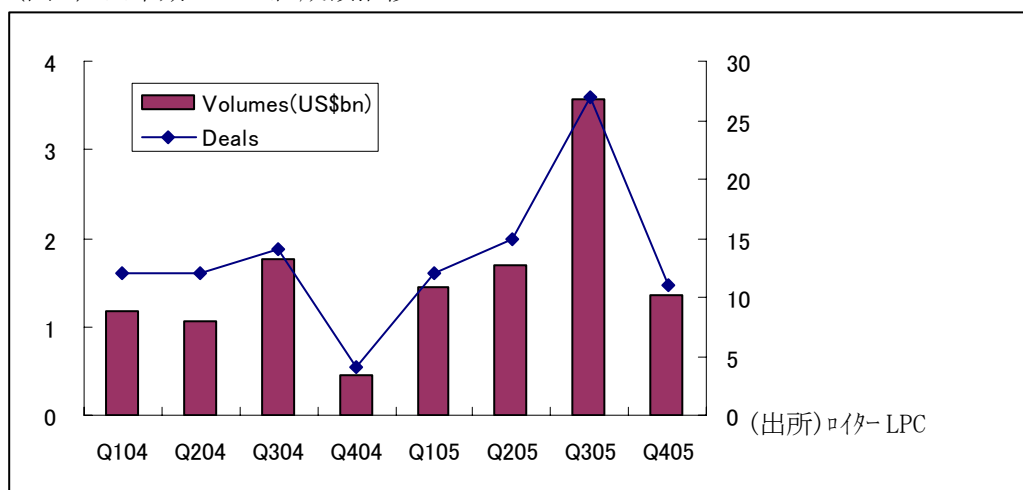
なお、2005 年に入っても引き続き好調に推移し、総組成額は US\$81 億と東南、南アジア地域で初めて US\$80 億を超えた（図 1、図 2）。

（図 1）2004 年、インドのオフショア・ローン額は倍増



（出所）ロイター LPC

（図 2）四半期ごとの組成額推移



（出所）ロイター LPC

2004 年の初めに Moody' s がインド政府の外貨建て長期格付けを引き上げたため、マーケットが強気となった。ソブリン格付けは Ba1 から Baa3 となり、インド向け貸出が強含んだ。S&P の格付けは BB のままだったが、主要格付け機関のうちの 1 つが投資適格としたため、投資家の需要が増し、借り手も増加した (2006/2/13 現在、Moody' s Baa3、S&P BB+)。

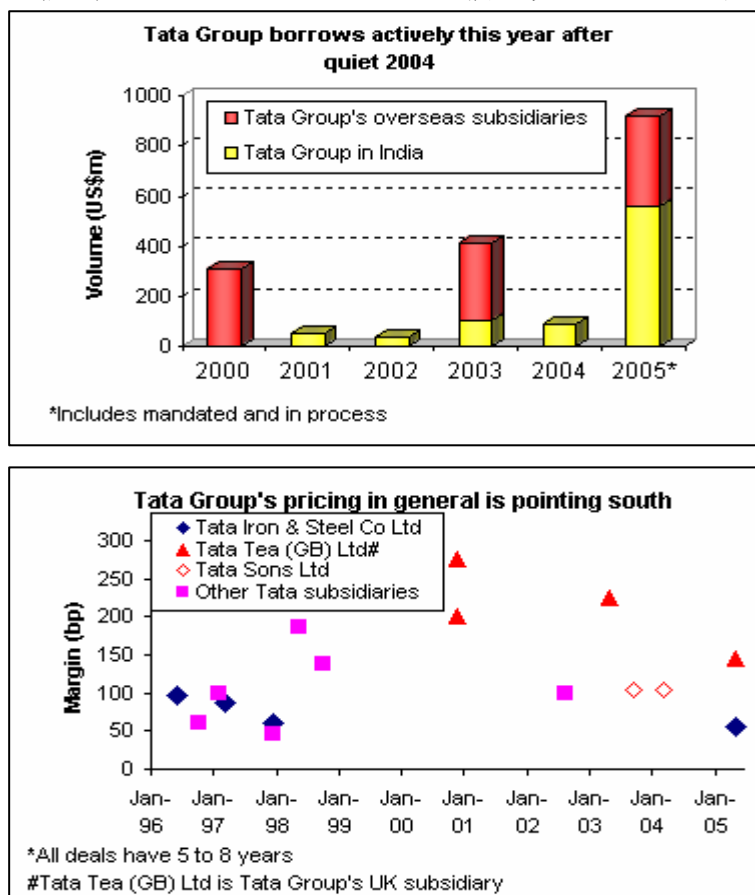
その S&P も、2004 年 8 月にインド政府の外貨建て長期格付けの見通しをポジティブに変更し、S&P による投資適格は実現の可能性が出てきたことから、2005 年はオフショア貸出の更なる増加が見込まれている。。インドの格付けが投資適格と非適格というスプリット状態にあるため、多くの貸し手はインドに貸出がしづらいが、Moody' s と S&P の双方が投資適格となれば、現在はインドのリスクを取ることができない新たな銀行団を呼び込むことができるだろう。

(2005 年のトピックス：財閥向け案件について)

インドのシ・ローンでは三大財閥である Tata、Reliance、Birla 向け案件と金融機関向け案件が中心的な役割を果たしている。

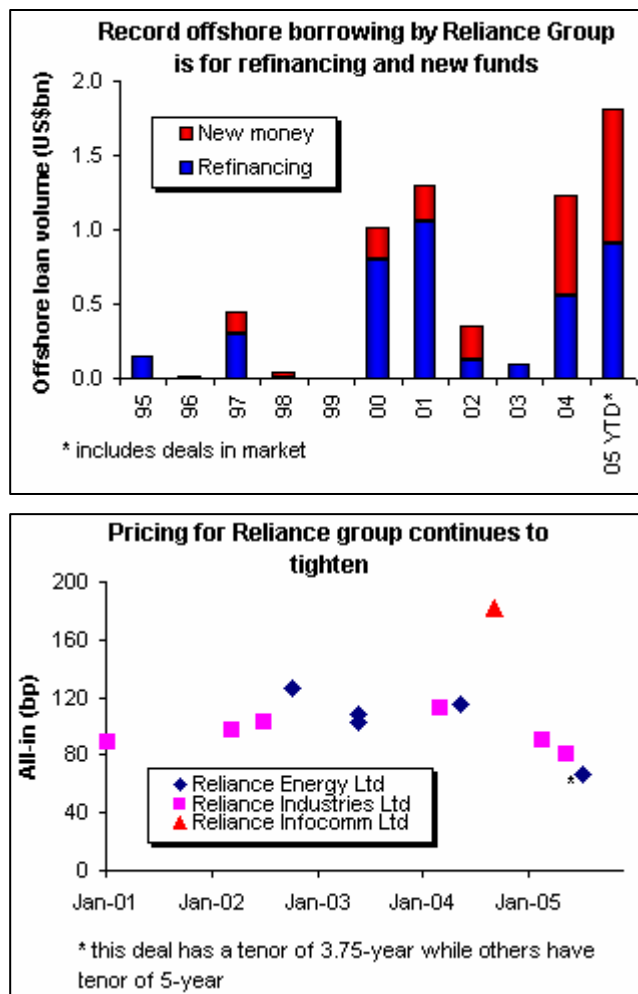
特に Tata と Reliance グループは、スプレッドが低下基調となる中、2005 年に入ってから積極的にシ・ローンで調達している (図 3、図 4)。

(図 3) Tata グループのシ・ローン調達額およびスプレッド推移



(出所)ライター LPC 2005 年は 7 月末時点の集計

(図 4) Reliance グループのシ・ローン調達額およびスプレッド推移



(出所)ロイター LPC

2005 年は 7 月末時点の集計

(2) 買収資金調達も組成

2004 年第 1 四半期が終了する頃、インドの企業による初めての買収案件が実現した。Tata Motors による韓国 Daewoo コングロマリットのトラック製造部門、Daewoo Commercial Vehicle の買収資金調達のための US\$60 百万の案件である。インド政府は、インド企業に対し、もっと積極的に買収活動に参加するように呼びかけている。当時財務大臣だったシン（現首相）は、インド企業に対して「もっと積極的になり、世界を征服しろ」と呼びかけた。彼は、国の外貨準備が海外への投資のために使う軍資金である、とも述べ、企業が調達したオフショア資金を海外での買収に使うよう促した。

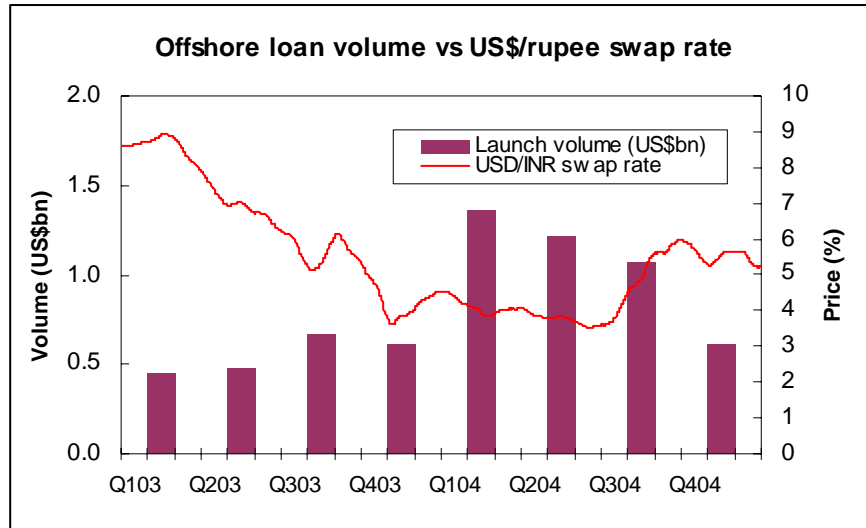
買収資金調達は、銀行にとっての新たな収益源となったが、インドのオフショア・ローン市場ではプレーン・バニラの企業向け貸出が中心である。

(3) スワップレートと組成額の関係

2003 年半ば、スワップレートが好転し、インド企業にとってはオフショアでドルを調達し、そのドルをルピーにスワップするほうが、単純にルピー調達するよりも低コストになった。ただし 1 年たつと、スワップレートが上昇し、インド企業にとってはドルを

借りる魅力がなくなった。スワップレートが上昇するにつれ、2004年第2四半期には新規のオフショア・ローン活動が減少し、月ごとの新規案件も減少した（図5）。

（図5）オフショア・ローン組成額とドル／ルピーレートの推移



（出所）ロ이터 LPC

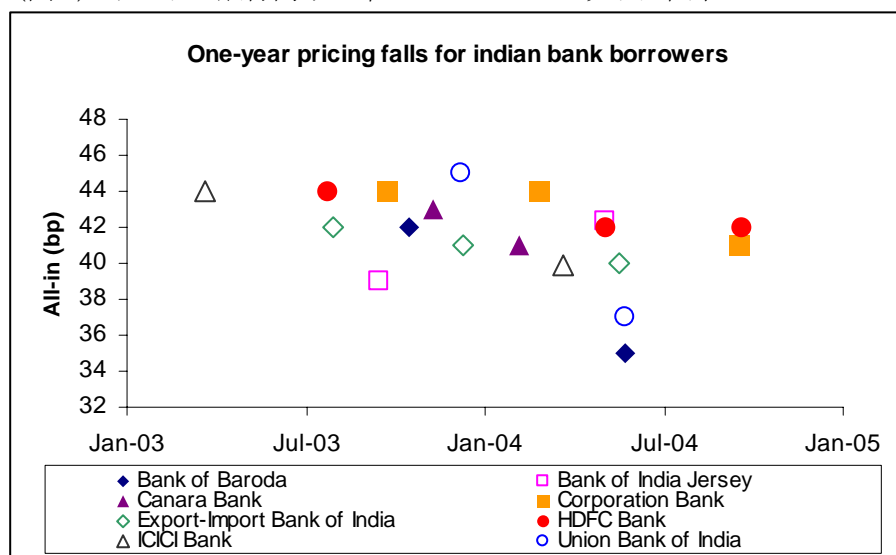
2004年6月までに、インドのオフショアシ・ローン組成額が、特に期間1年と5年において増加した。1年案件の急増は、主に金融機関が短期資金を調達しようとした結果であり、一方5年案件はインドの規制により、企業の外貨調達に平均残存期間5年以上という制約があるからである。期間3年や7年といった案件はあまり見られない。

この時期に、香港、シンガポールといった金融センターの主要な貸し手は新たなインド案件を積極的に取り上げたため、スプレッドが低下し、結果的に貸し手の銀行に魅力のないレベルにまで低下した。

（4）金融機関の借入レートは縮小

それでも金融機関向けの短期貸出については更にプライス下落圧力が続いた。2004年、1年貸出のオールインのスプレッドは全体として若干低下した。この状況下、多くの金融機関によるオフショアのシ・ローン調達が実行された（図6）。

（図6）インドの銀行向け1年ローンのスプレッドは低下

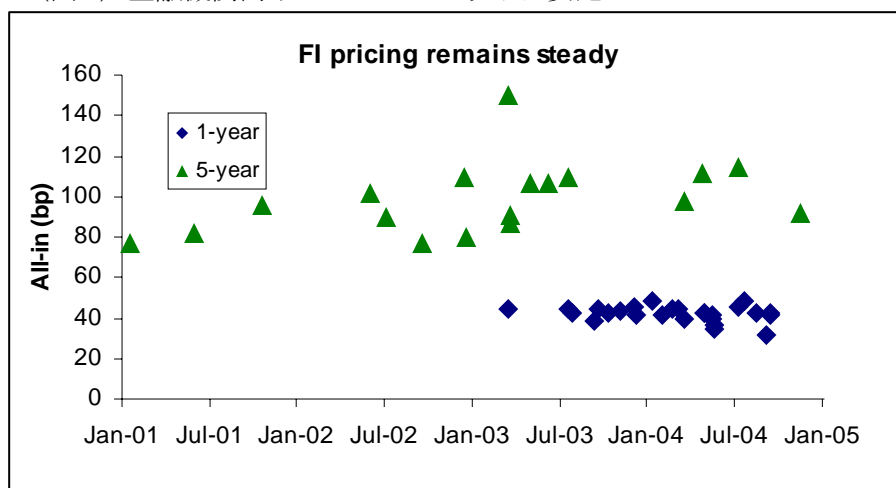


（出所）ロ이터 LPC

2004 年、金融機関借入では、最もスプレッドの低い 1 年案件は State Bank of India 向けの 364 日、US\$1.3 億の案件で、オールインで L+32bp で調達された。この案件は 9 月に組成された 2 つのトランシェに分かれた US\$2.5 億のクラブ・ディールの一部である。金融機関向け 1 年案件で最もスプレッドが高かったのは IDBI 銀行の案件で、L+48bp であった。

金融機関向けの 5 年案件についても、1 年案件よりも人気はなかったが、数件実施された。2004 年、Indian Railway Finance(政府系、インド国鉄の資金調達機関)は、Punjab National Bank、Power Finance Corp(政府系、電力向け資金調達機関)とともに 5 年案件をオフショアのシ・ローン市場で 2 回調達した。金融機関向け 5 年案件は数少ないため、投資家にとって厳しいプライシングにはならなかった。2004 年、金融機関向け 5 年ローンのオールインスプレッドは前年とほぼ同じであり、L+92~115bp の間におさまった(図 7)。

(図 7) 金融機関向けローンスプレッドは安定

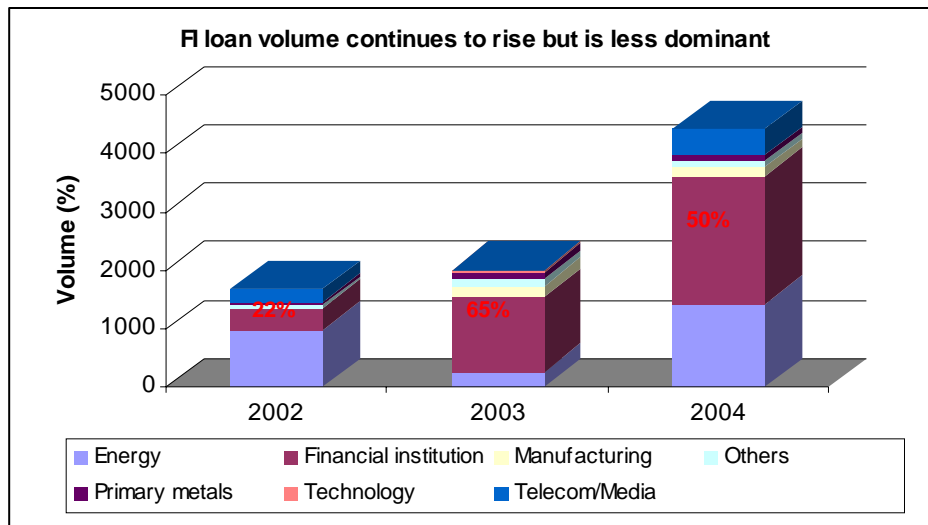


(出所)ロイター LPC

2004 年末、オフショア・ローンにおいてインドの金融機関が調達した組成額は約 US\$22 億に達した。2003 年は金融機関によって契約された総額は US\$13 億以下だったため、大幅に増えた。

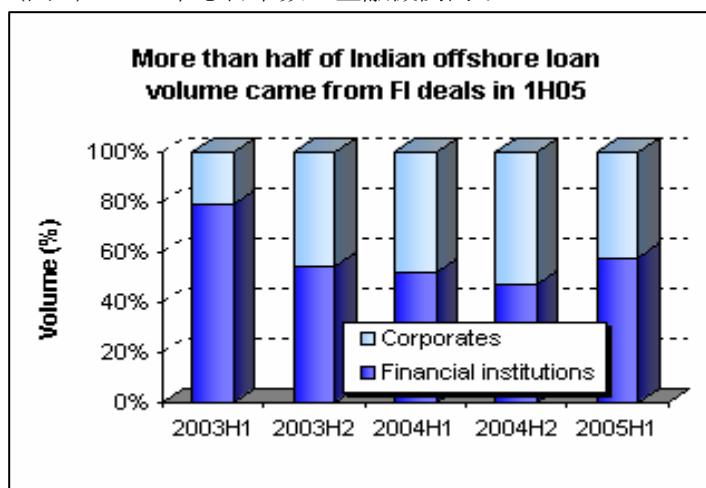
しかし、2004 年は前年と比較してローン組成額は 2 倍以上に増えたが、金融機関による借入が全体に占める割合は、2003 年の 65%から 50%に低下した。2005 年も上半期終了時点では 2004 年と同様に約 50%が金融機関向けローンである(図 8、図 9)。

(図 8) 金融機関向けローンの比率は依然高いが、全体に占める比率は若干低下



(出所)ロイター-LPC

(図 9) 2005 年も約半数が金融機関向けローン



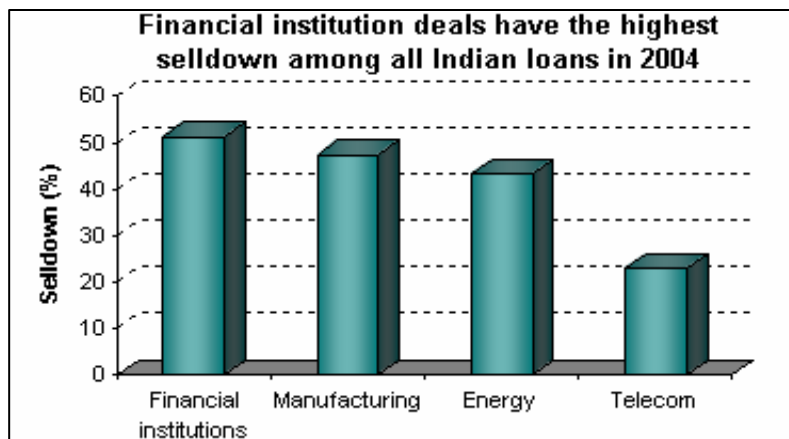
(出所)ロイター-LPC

2005 年は 6 月末時点での集計

2004 年、金融機関の次に調達実行額が多いのはエネルギー関連企業であり、US\$14 億を超えている。調達コストが低いため、エネルギー関連企業は従来からシ・ローン調達に積極的である。2003 年は実行されなかったが、2004 年は調達が実行された。インドの代表企業である Indian Oil や Reliance Industries などである。

なお、2004 年の投資家向け売却比率を見ると金融機関向けローンが最も高く、続いて製造業、エネルギー関連企業と続く。ここからも金融機関向けローンの人気の高さが窺える (図 10)。

(図 10) 金融機関向けローンの売却率が最も高い



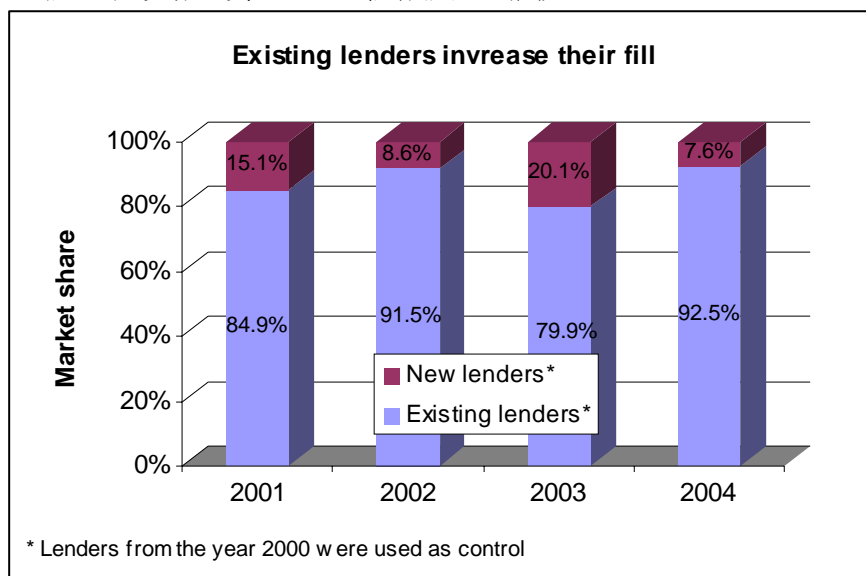
(出所)ロイター LPC

(5) 新しい貸し手の登場

ローン供給が継続的に増加しているため、外資系のアレンジャーは、大幅に増加するオフショアのインド向け案件に投資する新たな貸し手を探す必要がある。

この1年を通じて、合計で18の新たな貸し手が登場した。しかし、全体の7.6%を占めるに過ぎず、既存の貸し手に依存する傾向が続いている(図11)。

(図 11) 既存の貸し手への依存傾向は継続



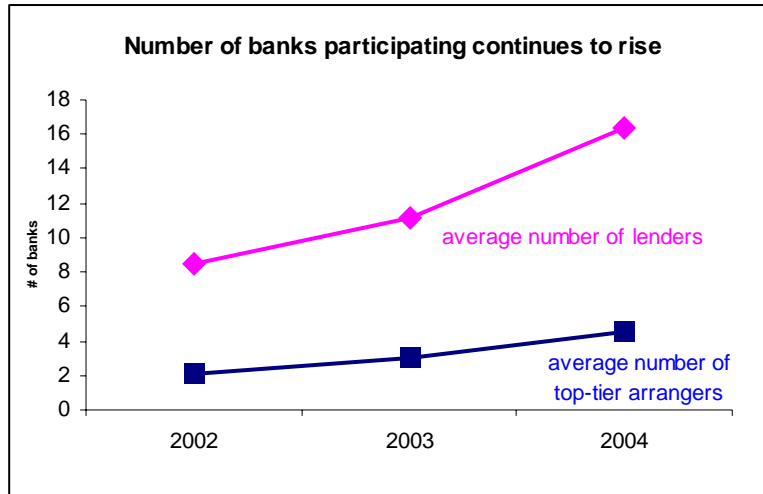
(出所)ロイター LPC

2003 年は、初めて登場した貸し手によるインドのオフショア・ローン実行が 20%以上を占めており、新規参入銀行の活動がより目立った。2004 年は、台湾の銀行を新規参入させようとする動きが強まった。香港、ロンドン、中東、シンガポールにおいて銀行向けにプレゼンが行われる一方、2004 年は台湾国内でも多くの案件が組成された。

案件増加がアレンジャー行の貸出枠を広げた。これはシ・ローンが組成されるとアレンジャーがより多くの参加行を呼び込むからである。Top-tier アレンジャーの1案件当たりの数は、2003 年の 3.0 から 2004 年は 4.6 へ増加した。一方、1 案件毎の参加行数は

2003 年の 8.2 から 2004 年は 11.8 へ増加した (図 12)。これは、ローン額が増加すると、与信枠を確保するために、さらに多くの銀行の参加が必要となるからである。

(図 12) 1 案件毎のシ・ローン参加行数は増加



(出所)ロイター LPC

2004 年第 2 四半期には貸出が停滞したにもかかわらず、2005 年のシ・ローンの組成は順調となる見込みである。2005 年最初の営業日には Andhra 銀行による US\$50 百万、364 日のローンのマンデートが発表された。

9. インドネシア

(要旨)

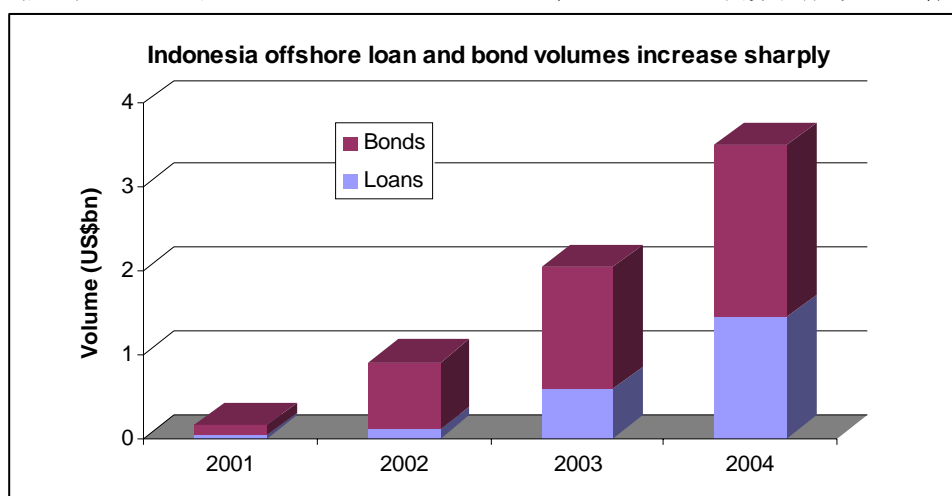
- ・ 組成額は US\$5.8 億 (2003 年) → US\$14 億 (2004 年) → US\$16 億 (2005 年)。通貨危機以来の停滞から、徐々に回復傾向
- ・ 外資系金融機関では、邦銀の与信額が最大で、以下、米国、オランダ、シンガポール。企業はオフショア調達再開をうかがう

(1) 組成額

2004 年、インドネシアにおけるオフショアドル建てローンおよび債券の総額は前年比 71%増加し、US\$35 億に近づいた。経済状況が改善し、インドネシア市場にオフショア投資家が戻り始めた。

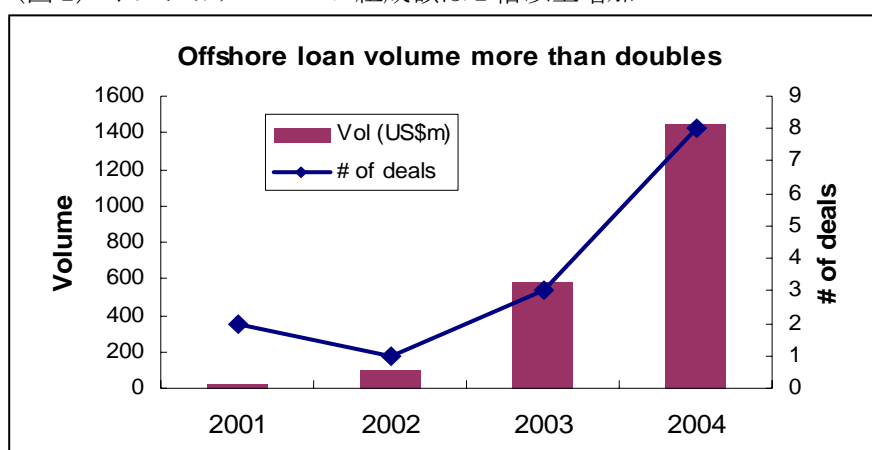
1997 年後半のアジア通貨危機以来、インドネシアの発行体はドル建て資金の調達が困難になり、特に融資を受けることが難しかった。しかし、ここ数年債券、ローン市場は急速に活気を取り戻しており、2001 年は皆無だったが、2002 年に US\$9 億、2003 年は US\$20 億へと増加した。債券の増加が主であるが、2004 年についてはローンも US\$14.4 億と前年比 2.5 倍増加し、マーケット全体の成長に大きく貢献した (図 1、図 2)。

(図 1) インドネシアのオフショア・ローン、オフショア債券組成額は急増



(出所)ロイター LPC

(図 2) オフショア・ローン組成額は 2 倍以上増加



(出所)ロイター LPC

インドネシアのオフショアでの調達には、まだ近隣諸国に比べて少ないが、外資系金融機関は 2004 年中、新たな取引の発掘、あるいは将来の外貨建てローン・債券取引の発展を見込んで地盤を築くために、インドネシアへの営業活動を活発化させた。

(2) インドネシアへの与信復活

2004 年にインドネシア国内の借り手に組成された何件かのシ・ローンが成功したことは、アジアの銀行にとって、インドネシア向けのクレジットラインを設定するきっかけとなった。アジアの多くの銀行は、通貨危機に伴うインドネシアへの貸出焦げ付きにより、与信復活には消極的だった。

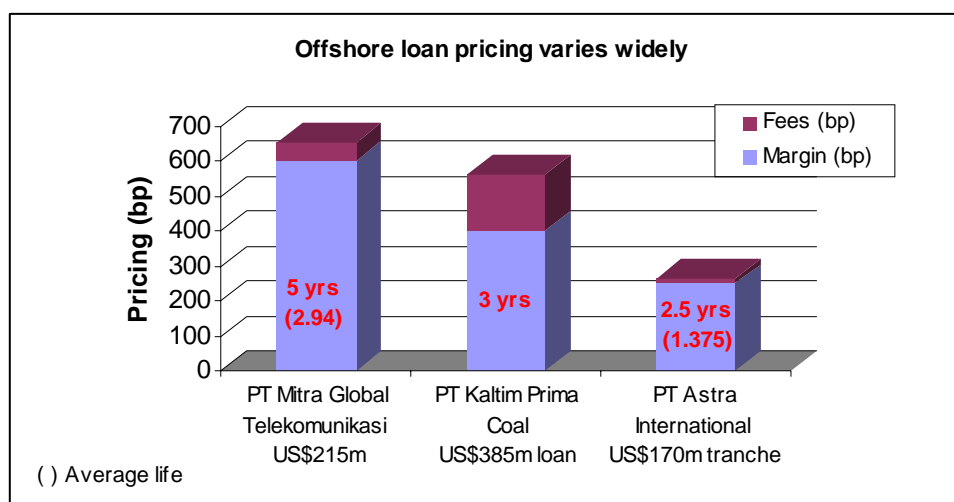
しかし、市場環境が改善したことで、銀行の目がインドネシアに注がれてきている。

2004 年 12 月、S&P はインドネシアの長期外貨建てソブリン格付けを B→B+へ 1 ノッチ格上げした。S&P によれば、格上げはインドネシアにおいてマクロ経済の安定、財政運営の健全化、対外債務・返済負担の軽減、対外資産流動性の安定、などが継続していることを反映したものである。Fitch もインドネシアに対して肯定的な見方であり、10 月には格付け (B+) の見通しを中立→ポジティブへと変更した (2006/2/13 現在、Moody's B2、S&P B+、Fitch BB-)。

インドネシアの状況が改善するにつれ、同国企業への与信取引が復活しつつある。アジアの大部分においてプライシングがタイトになっているのとは対照的に、同国内の借り手は依然、プライシングは高止まりしている。

2004 年は取引が散発的であったため、プライシングは案件ごとにバラバラだった。スプレッドは、PT Astra International 向けの 3 年リボルバーの L+250bp から、PT Mitra Global Telekomunikasi Indonesia 向け 5 年、US\$2.2 億の L+600bp まで、多岐に渡っていた (図 3)。

(図 3) オフショア・ローンのスプレッドは案件によって大きく異なる



(出所)ロイター LPC

Astra のデュアル・カレンシー・リボルバーは 6 つの銀行団がアレンジャーとなり、US\$1.7 億と Rp6,000 億の 2 つのトランシェに分かれていた。借り手の株の 42%は、シン

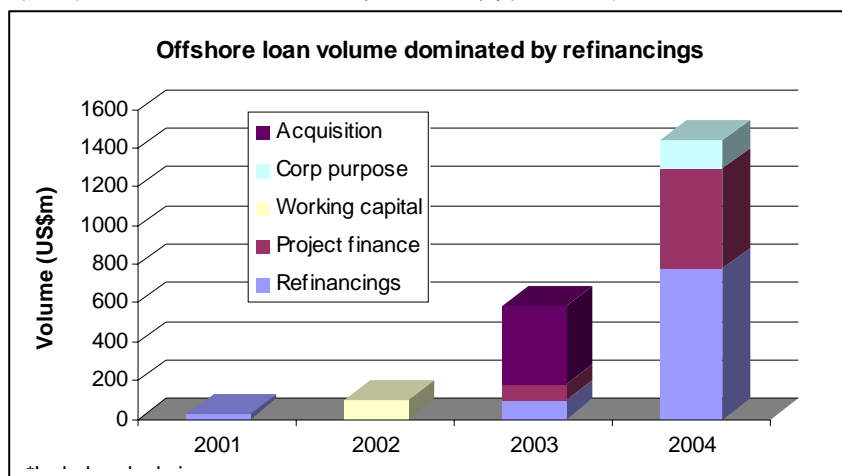
ガボールに上場されている Jardine Cycle & Carriage が保有していたが、この取引は親会社からの保証はなく、インドネシアの借り手としては珍しいプレーン・バニラ型の取引となった。US\$部分だけがシ・ローンとなり、10 の銀行が参加して 57%が売れた。ルピア部分は 6 つのアレンジャーが公平に引き受けた。

ハイ・イールドであるインドネシア向け貸出のリスクを世界的な貸し手がどれだけ取るかどうかの試金石となったもう 1 つの案件は、2004 年 10 月に組成された PT Kaltim Prima Coal 向けの 2.5 年、US\$3.1 億のアモチ・ローンである。借り手は当初、オフショアの債券で調達する予定だったが、米国債利回りのボラティリティが高かったことと、アジア債のスプレッドが拡大していたことから、この計画は第 2 四半期に延期された。

このローンは、L+400bp のスプレッドを含みオールインで L+563bp でプライシングされ、合計では組成額を超える US\$6.9 億の申込みがあった。23 行が参加しており、外資系金融機関がインドネシアのリスクを取ろうとしている 1 つの事例となった。

Astra and Kaltim Prima Coal の案件の後に、多くのインドネシア企業は自国通貨による債券発行ではなく、オフショアでの借入を試みた。企業がコストを削減するために努力しているため、多くの案件はリファイナンスになる傾向がある。2004 年は、オフショア・ローン額の約 54%がリファイナンスである（図 4）。

（図 4）オフショア・ローン額のほぼ半分はリファイナンス



（出所）ロイター-LPC

調達目的の第 2 位はプロジェクト・ファイナンスであり、ローン全体の 35%以上を占めている。いくつかのインドネシアのプロジェクト・ファイナンスには日本貿易保険（NEXI）の保険がカバーされていたことから、日本の貸し手が多く集まるきっかけとなった。2004 年中、少なくとも 3 つのシ・ローンが NEXI の保険によって商業的、政治的リスクをカバーしていた。

（3）オフショアの債券発行も増加

オフショアのドル建てローン組成額が大幅に増加する一方、2004 年はインドネシアの借り手によるオフショア債券発行が 41%以上増加した。2005 年にはいくつかの案件がすでにマンドートされており、オフショアの債券組成額は増加が見込まれる。

多くのインドネシアの銀行は、オフショア債券発行の機会を伺っている。Citi と Commerce International Merchant Banker は 2004 年 12 月初めに PT Bank Niaga の tier II 対策の劣後債 US\$1 億のマンデートを取得、バークレーズ・キャピタルと UBS は PT Bank International Indonesia の劣後債 US\$1.5 億のマンデートを取得した。さらに、バークレーズと JP モルガンは PT Bank Negara Indonesia (Persero) の劣後債 US\$2 億のマンデートを取得した。

最近の金融機関のオフショア調達事例では、PT Bank Danamon Indonesia が、2004 年 3 月に US\$3 億を債券発行により調達した。Citi とドイツ銀行が 10 年の劣後債（5 年間はコールがかからない）を米国債+508bp となる 7.75%で発行した。

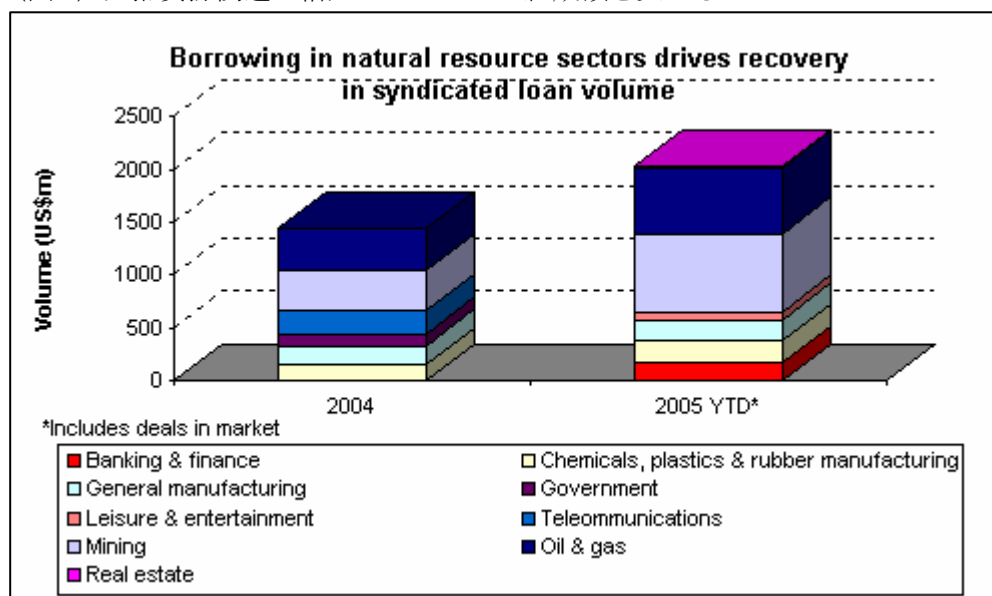
(4) オフショア・ローン、債券市場は徐々に発展

インドネシアの債券市場の復活は、ゆっくりとではあるが着実に進行している。2004 年 12 月にスマトラ島を直撃したインド洋大津波にもかかわらず、2005 年のインドネシアのオフショア・ローン・債券市場は活発化が見込まれる。

(2005 年のトピックス 2005 年の動向)

2005 年上半期は、インドネシア経済の立ち直りを背景として、シ・ローン組成額が増加した。9 月時点で、2004 年 1 年間の組成額を 40%上回っている。2005 年に組成されたシ・ローンの約 3 分の 2 は、鉄鉱石、石油、ガス関連企業による設備投資であり、世界的な資源需要の高まりを背景としている（図 5）。

(図 5) 天然資源関連の借入がシ・ローン組成額を支える

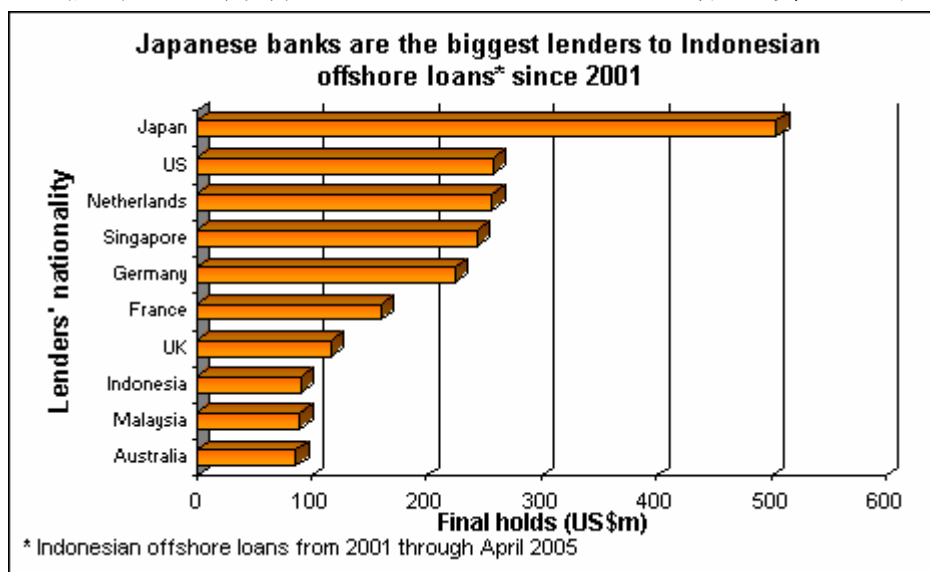


(出所)ロイター LPC 2005 年 8 月末時点での集計

案件としては、まず Arindo Global (Netherlands) 向け期間 5 年、US\$6 億が挙げられる。本案件は、同社が、同社の親会社 PT Adaro Indonesia が 40.8% 出資しているオーストラリアの鉱山会社 New Hope を買収するための資金である。DBS、三井住友、SCB が共同アレンジャーを務め、貸出額はそれぞれ US\$90 百万、期間は 5 年、スプレッドは L+440bp だった。なお、邦銀では他にあおぞら銀行が US\$30 百万貸出している。

インドネシアのシ・ローン組成額は依然として、1997 年当時の 11% にすぎないが、多くの銀行はシ・ローン参加のきっかけを探っている。なお、2001 年以降のオフショア・ローンにおける最大の貸し手は邦銀である（図 6）。

（図 6）2001 年以降のオフショア・ローンにおける最大の貸し手は邦銀



（出所）ロ이터 LPC
2005 年は 4 月末
時点での集計

また、第 4 位となっているシンガポールの銀行も、シンガポール国内のシ・ローン市場が相変わらずリファイナンス中心の飽和状態となっているため、2005 年はインドネシアのシ・ローンに対して積極的に取り組んでいる。2005 年に組成された案件のうち 3 分の 2 は DBS がアレンジャーである。PT Star Energy の保証が付いた Star Energy Kakap 向け US\$60 百万の案件やバリのホテル建設資金となった PT Jimbaran Villas 向け US\$17 百万の案件、などである。

経済状況が好転するにつれて、1997 年当時積極的にシ・ローンで調達していた企業が、調達を再開するものとみられる。その一例として、PT United Tractors が 3 年、US\$1.3 億を借り入れ、BNP Paribas、OCBC、SCB、三井住友が共同アレンジャーを務めた。スプレッドはシンガポール Sibor+208.3bp だった。

アレンジャー行はインドネシアでのシ・ローンに熱心だが、多くの参加行は 1997 年後半に発生したアジア通貨危機の悪い記憶がまだ残っている。インドネシア向け債権の大部分がデフォルトしたため、不良債権処理に相当の時間を費やし、自行のポートフォリオも痛んだからである。こうした慎重なスタンスの銀行のなかで、アレンジャーは高いスプレッドを確保しつつ、カントリーリスクの軽減を図ったストラクチャード・ファイナンスを設計している。

クレディ・スイス・ファーストボストンがアレンジした PT Domas Agointi Prima 向け案件（期間 7 年、US\$2.1 億、オールインスプレッドは 376bp）がその例である。本件は、Procter&Gamble（格付 Moody' s Aa3、S&P AA-）が PT 社から 10 年間、油脂化学製品を購入する契約に基づき、売掛債権の譲渡によって担保されている。加えて、PT 社の全株式と固定資産を担保に取り、原料供給契約の譲渡、PT 社を所有する Sawit Mas Group の株主である Susanto Lim 氏の個人保証も取りつけている。

10. フィリピン

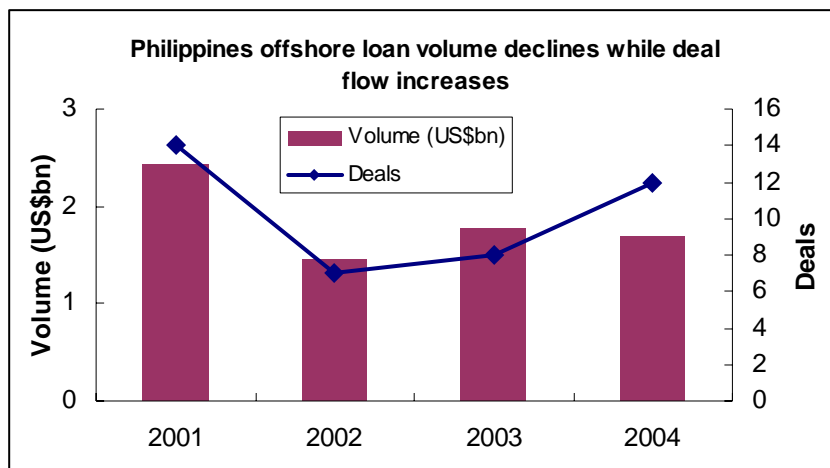
(要旨)

- ・ 組成額は US\$18 億 (2003 年) → US\$17 億 (2004 年) → US\$26 億 (2005 年)
- ・ ソブリン格付が低く、資金調達の主体は、中央銀行、電力、少数の優良企業に限られる。2005 年の最大案件は San Miguel 向け US\$18 億の貸出

(1) 組成額

フィリピンのオフショア・ローン調達額は 2003 年から 2004 年にかけて、格下げ、政治的不安定などの要因により、若干減少した。2003 年は US\$17.6 億だったが、2004 年は 4% 減少して US\$16.9 億である (図 1)。

(図 1) フィリピンのオフショア・ローン額は、案件数増加にもかかわらず減少

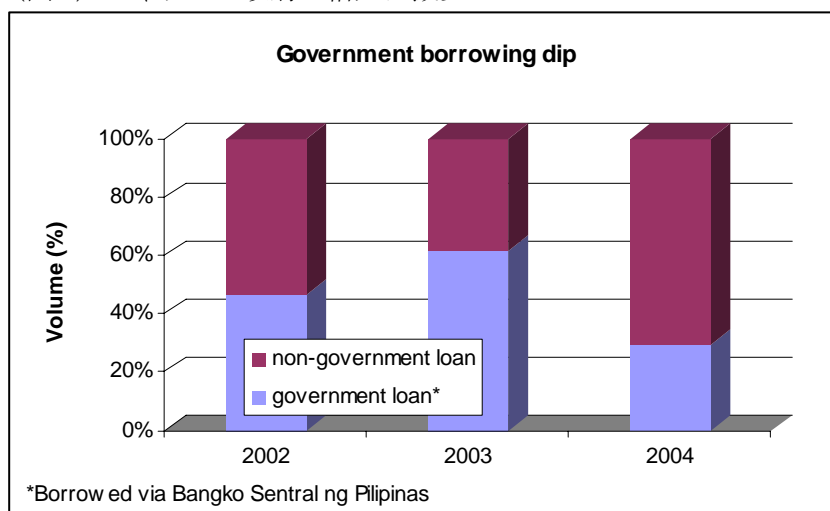


(出所)ロイター LPC

2004 年の調達額減少は、政府によるオフショア調達の金額が大幅に減少したことによるもので、企業による調達増加は、その一部を相殺するにとどまった。

政府による調達は、2003 年の US\$10.9 億から 2004 年は US\$5 億へと大きく減少した。シ・ローン全体に占める割合も 2003 年の 61.6% から 29.5% へと減少した (図 2)。

(図 2) フィリピン政府の借入は減少



(出所)ロイター LPC

2004年第2四半期に実施された大統領選挙期間中の不安定さ、さらには3大格付機関であるMoody's、S&P、Fitch全てが格付けを引き下げたこと、の2点がBangko Sentral ng Pilipinas（中央銀行、以下「BSP」とする）などの政府機関による調達意欲を失わせた。Moody'sは、2004年1月にフィリピンの格付けを1ノッチ引き下げた後、同11月には見通しをネガティブへと変更した（2006/2/13現在 Moody's B1、S&P BB-、Fitch BB）。

2004年10月、S&Pは、対外支払い能力が低下する中で、カギとなる歳入の手段が多様化していないため、格付に引き下げ圧力がかかっていると指摘した。

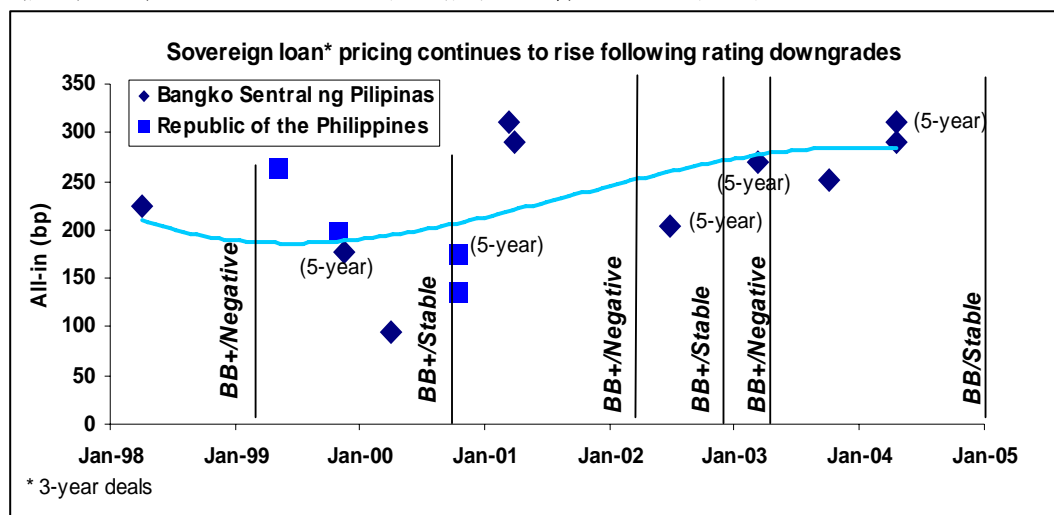
2005年1月、S&Pはこの観点から、格付けをBBからBB-へと1ノッチ引き下げた。S&Pは、格下げは公的セクターの負債額、財政の硬直性、外貨調達への依存、高水準の保証債務に基づくものとしている。

2004年第4四半期に格付機関が格下げ見通しを警告した後、フィリピン向け貸出市場のセンチメントは悪化し、BSPは当初2004年末に調達する予定だったUS\$5億のローンを2005年に延期した。

(2) ソブリン物のスプレッドは拡大

フィリピンソブリン物のプライシングは、2002年後半から2003年初めにかけて低下した後、2004年は市場でのリスクプレミアム拡大により、スプレッドが上昇した（図3）。

（図3）フィリピンのソブリン物は格下げに伴いスプレッド拡大



（出所）ロ이터 LPC

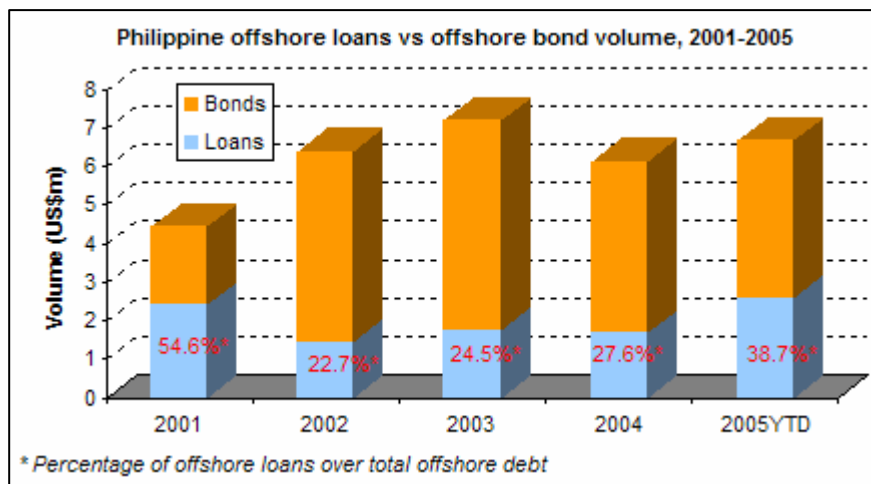
BSPは2004年4月に2つのトランシェに分かれた案件で総額US\$5億を調達した。3年、US\$3.8億のブレット・トランシェと5年、US\$1.2億のアモチ・トランシェであり、平均残存年数は3年である。

3年物ブレットについては、オールインでL+290bpであり、2003年10月に3年、US\$5億を調達した時よりスプレッドは39bp高かった。5年のアモチ部分はL+310bpであり、同様に2003年に調達した平均残存3年の5年物、US\$5.8億のアモチ・ローンより40bpスプレッドが高かった。

政府関連機関の調達は減少したが、企業の借入は着実に増加した。組成額は、2003 年の US\$6.8 億から 2004 年の US\$11.9 億へと 77%増加した。

2004 年、借り手の企業は一般的に債券よりローンでの調達を選好した。オフショアの債券市場と比較してローンの方が有利だったからである。オフショア借入のうちオフショア・ローンの占める割合は 27.6%と前年の 24.5%から増加した。2005 年も 11 月末現在で 38.7%と増加基調にある（図 4）。

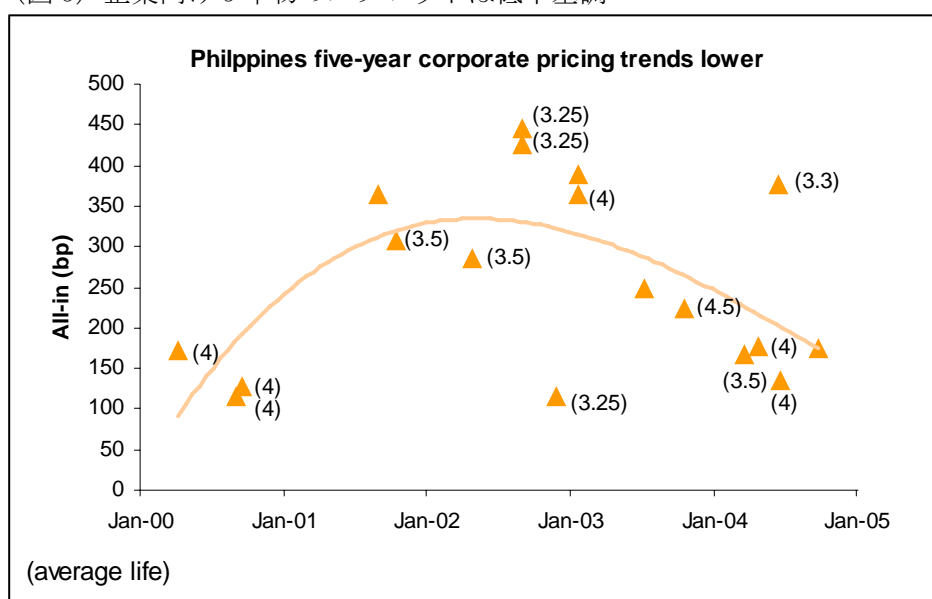
（図 4）フィリピンのオフショア債券、ローン調達の比較



（出所）ロイター LPC
2005 年は 11 月末
時点での集計

健全な財務基盤を持つ Globe Telecom、San Miguel（ビール、食品）、SM Prime Holdings（フィリピン最大のショッピングセンター運営）といった優良企業の調達スプレッドは低下傾向にある（図 5）。

（図 5）企業向け 5 年物のスプレッドは低下基調



（出所）ロイター LPC

Globe、SM Prime は、期間 5 年で L+170bp 前後でオフショア資金を調達している。このレベルは、2003 年に Ayala が調達した 4.5 年の案件が L+225bp だったのと比較すると非常に低くなっている。

一方、San Miguel も、5 年、US\$3 億、平均残存年数 3.5 年のローンを L+168bp で調達した。これは、2001 年に同じ期間で US\$2 億を L+309bp で調達したのとは比べると低い。

ABS-CBN Broadcasting は、2003 年末に調達する予定だった 5 年、US\$1.5 億の案件を、2004 年上半期にローン市場が好転することを予想して延期した。ABS-CBN は 2003 年末には米国債+500bp 以上の気配だったが、実際はオールインで L+377bp の調達に成功した。

(3) 2005 年も見通しは順調

2005 年、フィリピンのオフショア債券、ローン組成額は着実に増加すると思われる。銀行は、民営化の成功が継続することによりオフショアでの調達が継続して増加すると期待している。National Power（フィリピンの国営電力）が持つ発電所のうち、約 70% が 2005 年中に売却されると予想されている。

買収資金もローン額を大幅に増加させそうである。San Miguel によるオーストラリアの National Food の US\$17.8 億の買収案件は、最初のブリッジ・ローンが満期になる前に、ローンおよび債券市場から長期間の資金を調達する必要がある。

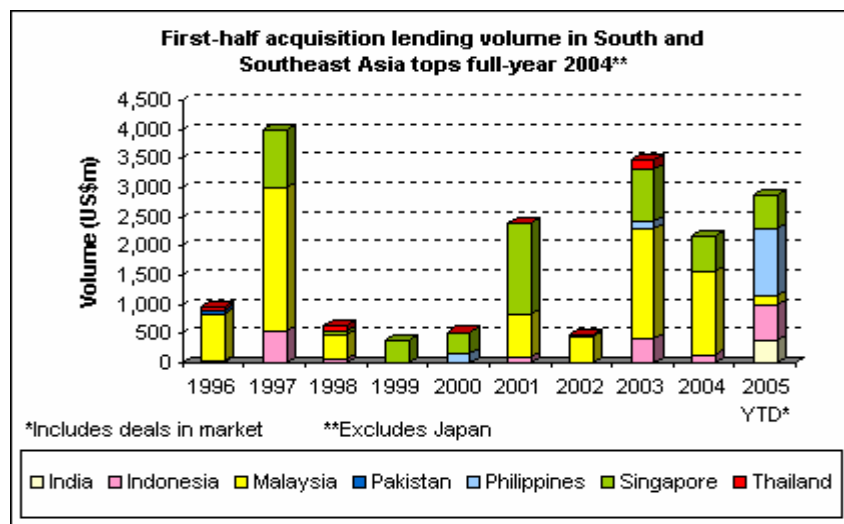
ABN アムロ、パークレーズ・キャピタル、HSBC、ING、SCB、三井住友の 5 行が買収を支援するために、9 ヶ月、US\$18.5 億のブリッジ・ローンとして参加行の募集を始めた。

さらに、政府が 2005 年末に National Power の借金を肩代わりすることに合意しているため、政府によるオフショア市場からの調達額は 2004 年を上回ると予想されている。

(2005 年のトピックス：買収関連案件の動向)

2005 年、フィリピンを含めた東南アジア地域では買収関連のシ・ローンが増加している。上半期終了時点で既に組成済、またはローンチ中となっている案件は US\$28.7 億と 2004 年 1 年間の US\$21.6 億を上回っている（図 6）。

(図 6) 2005 年上半期の買収案件額は 2004 年通年の組成額を上回る

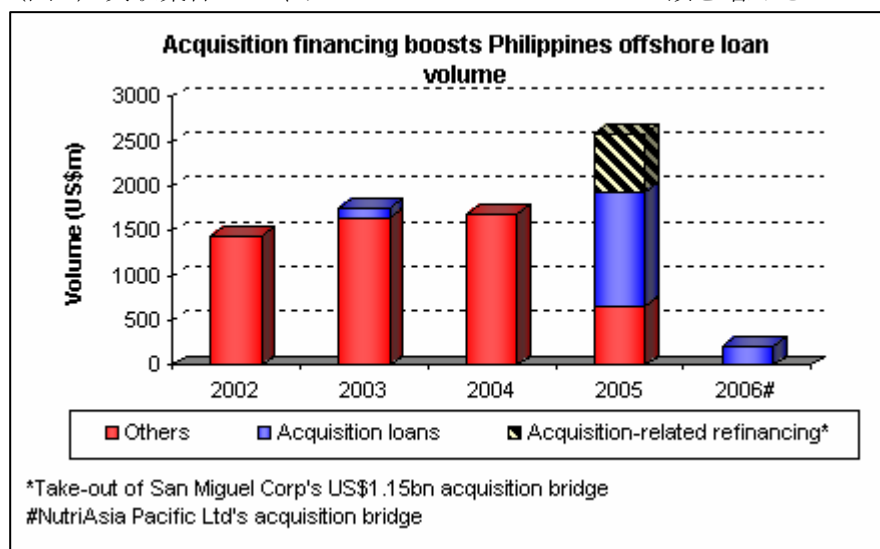


(出所)ロイター LPC
2005 年は 6 月末
時点での集計

上半期最大の案件は、5月に調印されたフィリピンの食品会社 San Miguel によるオーストラリアの食品会社 National Foods 買収にかかる9カ月のブリッジ・ローン、US\$11.5億である。スプレッドはL+148bpで、ABN アムロ、パークレーズ・キャピタル、HSBC、三井住友、SCB、ING がアレンジャーを務めた。続いて、ブリッジ・ローンの借換として、10月に期間5年、US\$6.5億のターム・ローンが組成された。組成額は合計US\$18億となり、オフショア・ローンの総組成額US\$25.9億の約70%を占めた。

フィリピンでは、12月にも Nutri Asia Pacific によるシンガポールの Del Monte Pacific の買収案件(12カ月のブリッジ・ローン、US\$2.2億)がローンチされており、こうした買収案件がフィリピンのオフショア・ローン組成額を押し上げている(図7)。

(図7) 買収案件がフィリピンのオフショア・ローン額を増加させている



(出所)ロ이터 LPC

フィリピン以外の東南アジアにおける大型案件としては、前述したインドネシアの PT Adaro Indonesia の株取得にかかるUS\$6億の案件が挙げられる。

11. セカンダリー市場

(要旨)

- ・アジアのシ・ローンの組成額は増加しているが、アセットハングリーな銀行はローン売却しないため、セカンダリー市場は盛り上がらない
- ・セカンダリーのスプレッドは、プライマリー（組成段階）とほぼ同じ
- ・2004年、最もセカンダリー市場が活発化していたインドでも、2005年は格上げによるクレジットライン増額等の影響により、取引は減少
- ・インドに代わって、2006年は香港においてセカンダリー市場が活発化する見込み

(1) アセットハングリーな銀行はローン売却に消極的

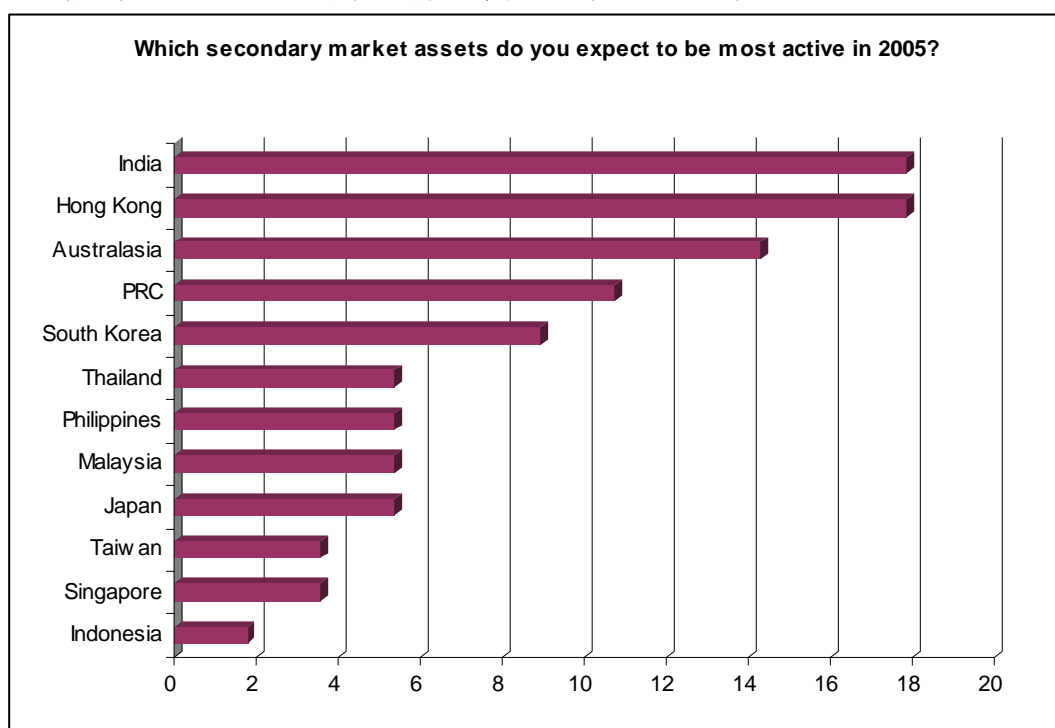
2004年、シ・ローンのセカンダリー市場は、銀行が資産積み上げに力を入れ、案件の売却に消極的だったため、取引は活発ではなかった。アジアのシ・ローン組成額が急増したため、セカンダリー取引の増加も期待されたが、予想に反する結果となった。

2004年はプライマリーの組成額が増加したものの、地域全体における高水準の需要に応えるには不足していた。このため、ローンを持ち続ける銀行が多かった。セカンダリーで買う可能性がある投資家はたくさんいたが、売る投資家がほとんどいなかった。

アレンジャー銀行は、よくシ・ローンで調達する銘柄については、少額の既存案件を売る場合がある。これは、同じ借り手向けの新しい案件のために、与信枠を確保する必要があるからだ。こうした取引例は香港とインドによく見られる。両地域とも2004年は大規模な調達な案件が続いた。

Basis Pointのアジア太平洋地域セカンダリーローン市場調査（2004年）では、2005年も香港とインドが最も活発なセカンダリー市場になる、という結果となった（図1）。

（図1）セカンダリー市場が活発な国は？（アンケート）

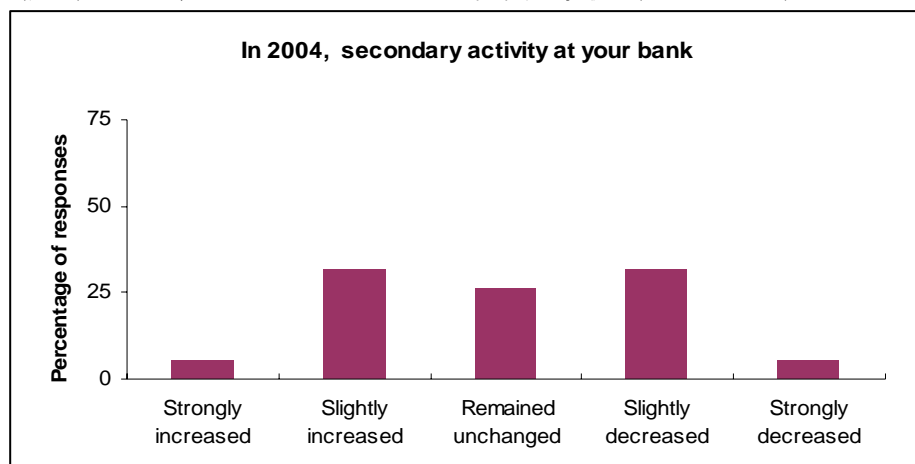


(2) 2004 年、セカンダリー市場が最も活発だったのはインド

インドでは、ドル建てのプライマリーローン額が前年比で 2.2 倍増加したことと、一部の大企業が大型のローンを繰り返し調達していたことから、銀行が与信枠を確保するために、2004 年はセカンダリー市場での取引が活発化した。

しかし、「最も活発だった」インドのセカンダリー取引でさえ、2004 年は活動がやや鈍っていた。Basis point が調査した銀行の意識調査では、2004 年のセカンダリー取引の量はあまり変化していないか、2003 年に比べて若干変わったという意見が多い。なお、2003 年は取引が少ない年だった（図 2）。

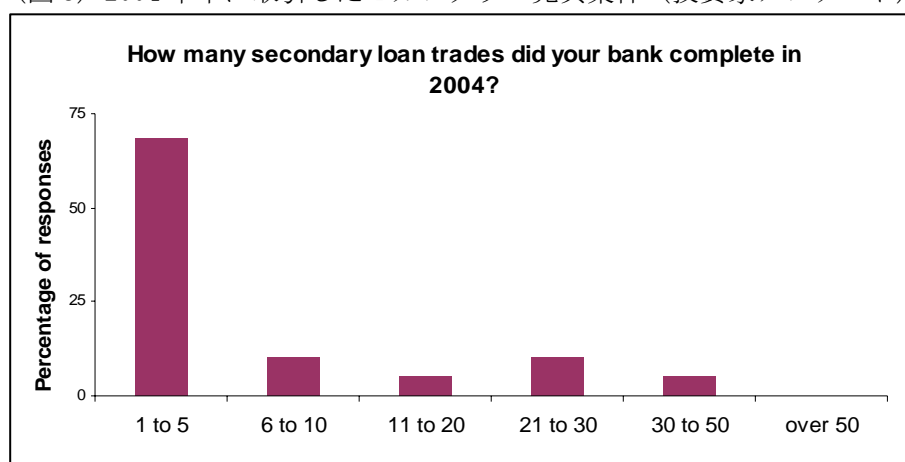
（図 2）2004 年におけるセカンダリー売買の状況（アンケート）



（出所）ロイター LPC

さらに、アンケートに答えた銀行の大多数は 2004 年を通じて数件の取引しか組成していない。70%近い銀行はセカンダリーの取引が 5 件以下、と回答した（図 3）。

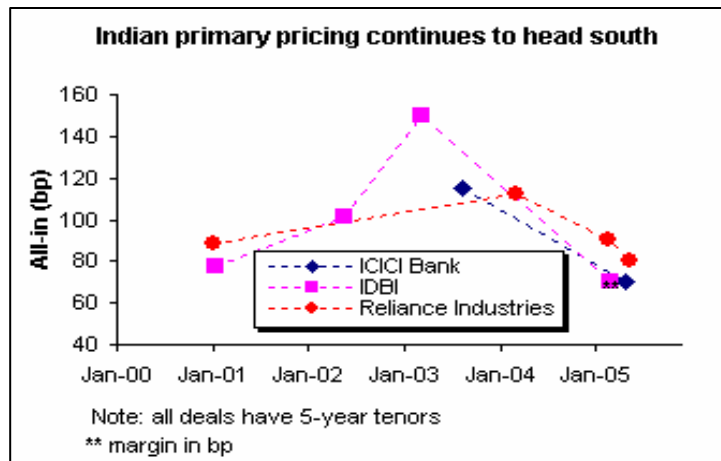
（図 3）2004 年中に取引したセカンダリー売買案件（投資家アンケート）



（出所）ロイター LPC

インドの金融機関向けローンは、2004 年におけるインドのドル建てプライマリー案件の約半分を占めており、アレンジャーは新規案件に対応するため、空き枠を作るのにセカンダリー市場でローンを売却している。なお、プライマリーのスプレッドは他国と同様に低下している（図 4）。

(図 4) スプレッドは全体的に低下傾向



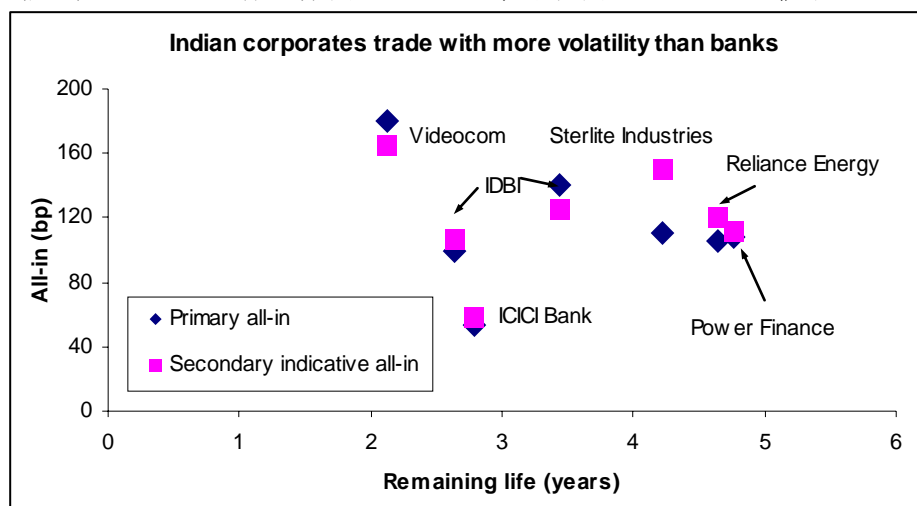
(出所)ロイター LPC

よく取引されるインドの金融機関向け案件に、ICICI 銀行（インドで最大の民間銀行、なお、State Bank of India は国有）の案件がある。2004 年 7 月に調印された後、3 年、US\$1.5 億の案件は L+56~62bp でオファーされた。プライマリーの取引の際は、US\$10 百万またはそれ以上の引受については 45bp の共同アレンジメント・フィー、さらには L+43bp の手数料を含めてトップレベルではオールインで L+58bp だった。

さらに、この取引が調印されたすぐ後に、2000 年に Bank of America によってアレンジされた ICICI 銀行向け US\$1 億のタームローンのうちの US\$10 百万部分は価格 100.33 でオファーされていたが、これは残存年数から判断するとオールインで L+45bp に相当した。その時、5 年のブレット・ローンは平均残存年数が約 0.9 年であり、3 ヶ月 Libor+80bp の金利を支払っていた。

しかし、金融機関向け案件のほかにも、定期的に借り入れるインド企業数社のオフショア・ローンもセカンダリーで取引されている。金融機関向けローンはプライマリーの価格付近で取引される傾向があるが、インドの一般企業向けローンのセカンダリー取引は銀行向けローンよりも値動きが大きい（図 5）。

(図 5) インドの一般企業向けローンは、銀行向けローンより値動きが大きい



(出所)ロイター LPC

定期的な借り手である Reliance Industries の子会社である Reliance Energy 向け 5 年、US\$1.5 億のタームローンの一部は、2004 年 6 月の組成後、セカンダリーマーケットに定期的にオファーされていた。

この取引は、最低では L+90bp から最高では L+135bp までと、広い値幅でオファーされていた。9 月には US\$30 百万の案件がこの範囲のうち高いスプレッド近辺（L+135bp）で取引されていた。

US\$2.5 億の案件の一部である 5 年のトランシェは、L+95bp の金利を支払っていた。その取引の残り部分である US\$1 億は、シンジケートされない 10 年のトランシェだった。

Sub-underwriter には、5 年のトランシェにおいてオールインで L+115bp が支払われた。一方で、参加者には 85bp のアレンジメント・フィーを加えて L+112bp が支払われた。

(3) 香港市場は top-tier 企業向け案件が中心

2004 年、香港ではプライマリーでの発行市場が活発ではなかったため、セカンダリー取引もあまり多くなかった。しかし、いくつかのセカンダリー取引は、top-tier 企業が 2004 年のうちに有利な条件で借入を行おうと試みる中で実現した。これらの活発な借り手向けの与信残高が多いことを受け、香港の銀行は新しい案件に向けてクレジットラインに余裕を持たせるために、既存の案件のうち少額のものを売却した。こうした案件はあまり多くはなく、額も US\$50 百万以下と少額だが、セカンダリーの買い手にとっては魅力的である。これらの案件は 1~2 年前に組成されたため、同じ借り手が 2004 年に組成した案件よりもスプレッドが高いからである（図 6）。

（図 6）Top-tier 企業向けに過去組成された案件はややスプレッドが高い



（出所）ロイター LPC

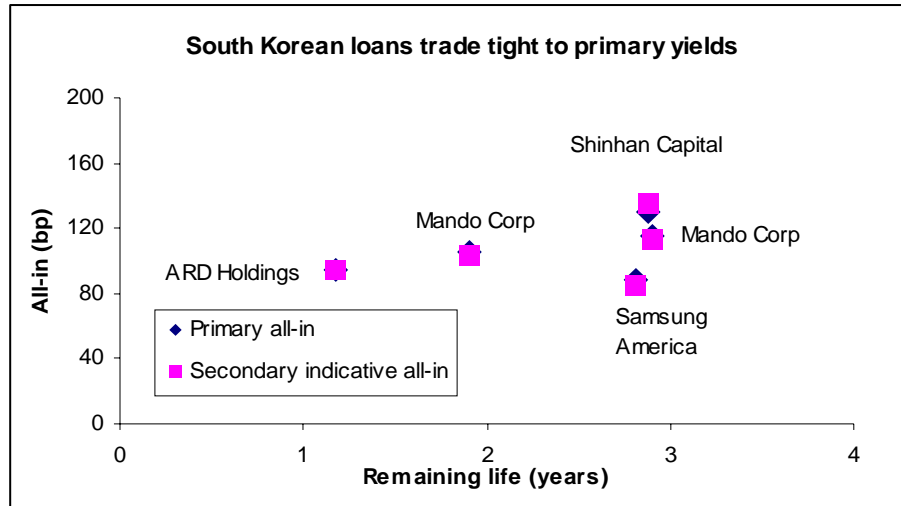
セカンダリーにおける著名なネームの案件としては、Cheung Kong Holdings、Henderson Investment、Sun Hung Kai Properties などがある。どの銘柄も 2004 年に、期間 5 年で L+30bp 台前半のプライスでリファイナンスに成功した。

(4) 韓国のセカンダリー市場はプライマリーよりタイト

2004 年、韓国は香港と同様、新しいシ・ローンの組成はさほど多くなかったため、セ

カンダリー取引は少数の有名銘柄に限定されていた。それらのほとんどはプライマリー時点の価格（par）か、若干のプレミアムで取引された（図 7）。

（図 7） 韓国のセカンダリーローンはプライマリーよりスプレッドが小さい



（出所）ロ이터 LPC

第 3 四半期に、LG Electronics はアジアの子会社のために 6 つのリファイナンスと 1 つの新規ローンを組成したため、同社の案件はセカンダリーでよく売買された。

2004 年、韓国で活発に取引されていたもう 1 つの銘柄は Mando だった。Mando 向けに US\$2 億、2 つのトランシェに分かれた借換案件が第 3 四半期に調印された直後に、いくつかの銀行は自らの引受分を売却し、すばやく儲けた。

9 月半ばには、同銘柄は、3 年物 FRN、US\$28 百万のうち US\$10 百万が L+110bp で売れた。一方、2 年物 FRN、US\$18 百万のうち US\$6 百万が L+100bp で売れた。どちらも売り手は共同アレンジャーだった。保持していたトランシェはそれぞれ少なくとも L+122.5bp と L+112.5bp だったと考えられる。

(5) オーストラリアでは、セカンダリー取引は少ない

オーストラリアでは 2004 年、前年の倍となる US\$460 億の案件組成があったが、ほとんどがリファイナンスによるものだった。借り手は引き続き相対やクラブ・ディールを好み、シンジケーションは少なく、新規案件は数が限られる。さらに、オーストラリアの 4 大銀行である ANZ Investment Bank、Commonwealth Bank of Australia、National Australia Bank および Westpac Banking は大規模な額を持ち続ける傾向がある。この結果、セカンダリーマーケットで販売される案件がほとんどない。

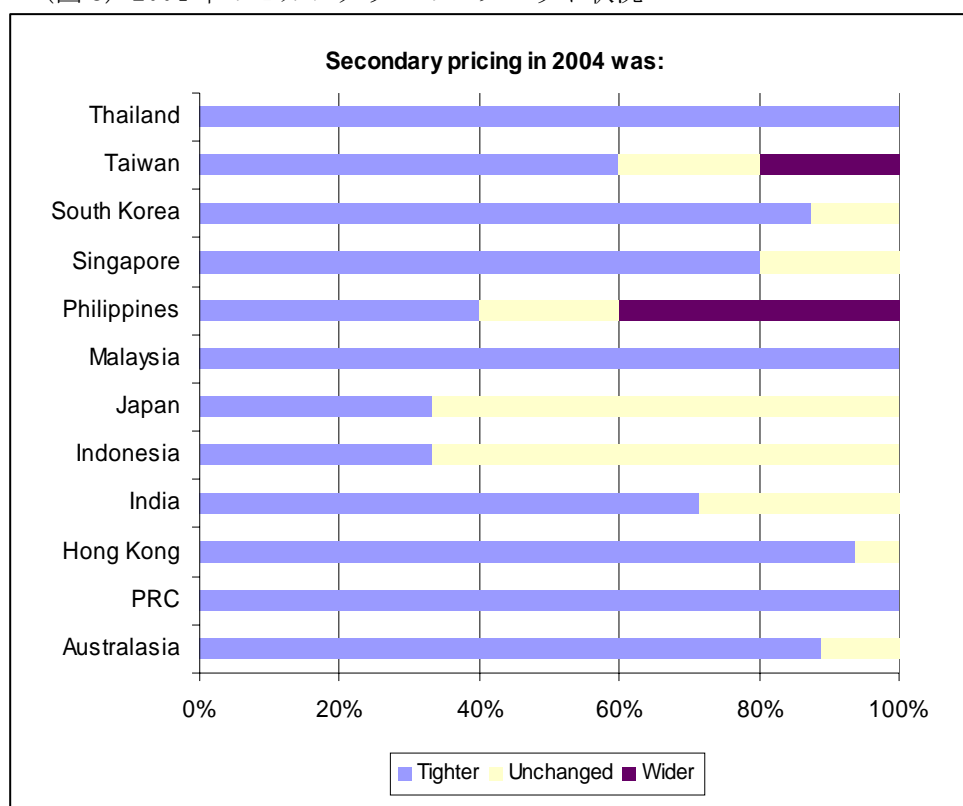
2004 年オーストラリアの案件で唯一それなりの額の売買がなされたのは、Loy Yang A 発電所のリストラ案件であり、額は A\$22.7 億だった。この取引のプライマリー時点では、主にアジアの銀行をターゲットとしていたが、7 月初めに追加の銀行なしで、現状の取引行 29 行による引受となった。現状の貸し手の大部分は割当額を維持したいと思っているが、いくつかの銀行は調印後に案件売却を探っていた。同時に、少なくとも 1 つのオーストラリアの銀行とアジアの銀行数行が買いサイドにも出ている。これにもかかわらず、

Loy Yang A 案件は少額売買されるにとどまっている。にもかかわらず、いくつかの取引は 90bp 台半ばで実行された。これはプライマリー時点で最低 A\$25 百万の引受に対して支払われた 50bp のアップ・フロントフィーよりもディスカウントが大きい。

(6) 今後の展望

セカンダリーのスプレッドは、アジア太平洋地域を通じてほとんどのマーケットで縮小傾向にあるのは確かである。投資家からのアンケートによれば、2004 年もほとんどの地域でセカンダリーのスプレッドは低下した。一方で、スプレッドが拡大したのはフィリピンと台湾だけである（図 8）。

（図 8）2004 年のセカンダリーのスプレッド状況



（出所）ロイター LPC

フィリピンにおける政情不安のため、貸し手はフィリピンの借り手にはスプレッドをかなり上乗せして新規に貸出したい、と考えた。しかし、買い手（投資家）も同様にフィリピンのリスクに対して慎重だったため、2004 年、フィリピンのローンは、セカンダリーマーケットでほとんど実現しなかった。直近の S&P 格下げで 2005 年はフィリピンのローンにかかるセカンダリーのスプレッドはさらに拡大しそうだが、買い手は慎重なままである。

近い将来、セカンダリー売買が劇的に変化するとは思えないが、2004 年にアジア太平洋地域を通じてプライマリーのローンが急増したことは、セカンダリー取引への関心を取り戻すきっかけを作った。2005 年にプライマリーの発行が順調であれば、セカンダリー売買の増加もいずれは増加が見込まれる。

(2005 年のトピックス：2005 年のセカンダリー市場)

(1) セカンダリー市場は停滞

2005 年を通じて、アジアのシ・ローンにおけるセカンダリー市場は静かなままだった。需要と供給のアンバランスが続いている。ある金融機関の担当者によれば、「2005 年は、セカンダリー取引がこれまで最も停滞した年」とのことである。

2005 年、プライマリー市場は前年比 8%増加の US\$1,470 億（日本を除く）と順調に成長しているにもかかわらず、銀行の資産積み上げ意欲はこれまで以上に強まった。

アジアの経済成長と主要格付会社によるソブリン格付の引き上げによって、2005 年は多くの金融機関がアジア内のカントリー・リミットを引き上げた。カントリー・リミットの引き上げにより、厳選された借り手向け大型案件を引受けることができるようになり、ポートフォリオ・マネジメントは二の次となった。

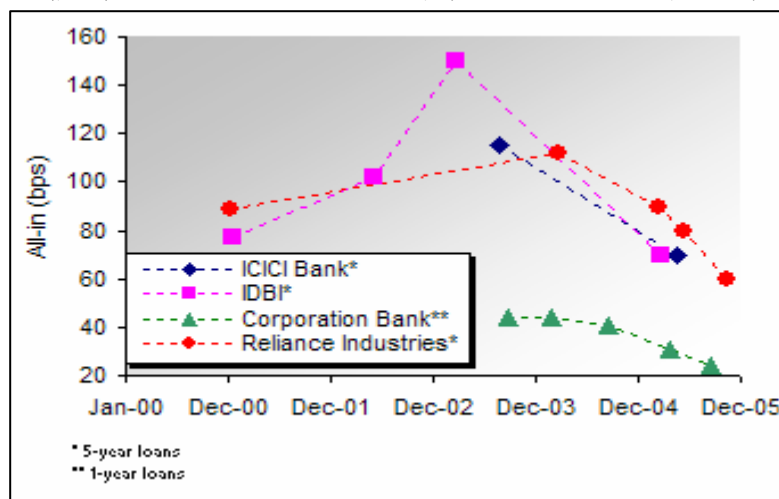
「通常は年末にかけて、アレンジャー行が自らのポートフォリオを整理するために、何件かの案件が売却されるが、2005 年は全くなかった」とある銀行は語る。

(2) 従来活発化していたインドでも取引は伸び悩み

インドはプライマリー市場が順調に増加したにもかかわらず、セカンダリー取引は不活発であった。インドのオフショア・ローン額は前年比 80%以上増加し US\$81 億となったが、2003～2004 年に見られた活発なセカンダリー取引は、2005 年には伸び悩んだ。

インドのセカンダリー取引が低迷した 1 つの理由は、リファイナンス案件が増加したからである。2005 年は、総組成額の 42%がリファイナンスであり、2004 年の 24%、2003 年の 9%から大幅に増加した。たとえ総組成額が増加しても、案件の多くは、新たな貸出資産の供給ではなく、以前から金融機関が保有していたローンをリファイナンスするものだった。結果として、これら新規案件は、既存の貸出よりもスプレッドが低くなった（図 9）。

(図 9) インドのプライマリー市場におけるスプレッドは低下



(出所)ロイター LPC

インドのセカンダリー取引が低迷したもう 1 つの理由は、ソブリンおよび多くの積極的な借り手の格付けが引き上げられたからである。2005 年 2 月、S&P はインドの長期外貨建て格付けを BB から BB+へと 1 ノッチ引き上げた。格上げはインドの対外ポジション改善と順調な成長見通しを反映したもので、これを受けて金融機関はインド向けカントリ・リミットの引き上げに急いで取り組んだ。

2005 年、Reliance Industries を含めたいくつかの馴染み深いインドの借り手は格上げされた。Reliance は Moody's が 2 ノッチ、S&P が 3 ノッチ格上げして、それぞれ格付けは Baa3、BBB となった。

この結果、アレンジャー行はインド向け案件についてクレジットに余裕ができた。ここ数年は、こうした既存貸出の売却によって着実なセカンダリー取引が生じていたが、クレジットに余裕ができたため、同じ借り手向けの追加案件が生じた際に、既存の貸出を減らす必要がなくなった。

(3) インドに代わり、香港での取引が活発化

2005 年、アジアで最もセカンダリー取引が活発だったのは香港である。その理由として、香港の top-tier 企業に貸し出すために大規模な引受が発生したことが挙げられる。

2005 年、香港の主要企業はセルフ・アレンジ取引をすることにより、マーケットで主導権を握った。セルフ・アレンジ取引は、香港においてスプレッドの低下と借り手にとって有利な取引の仕組みをもたらすだけでなく、ファイナル・テーク（最終引受）額の増加をもたらした。引受額の増加により、金融機関は調印直後にセカンダリー市場で売却して、エクスポージャーを減少させようとした。

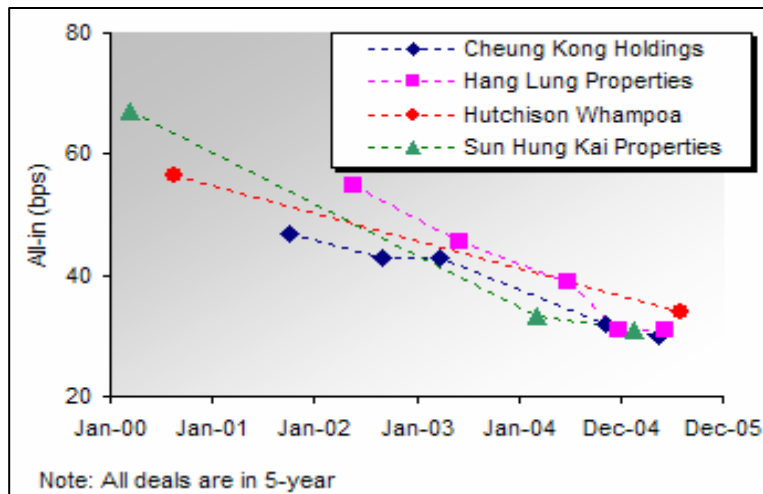
2005 年 2 月、年間を通じて最大の貸出となった Sun Hung Kai Properties 向け HS\$126 億のセルフ・アレンジ取引は、17 行の共同アレンジャーに、ゼネラル・シンジケーションを進める段階でさらに 4 行が加わり、21 行での貸出となった。

Sun Hung Kai 向け貸出は大規模の引受を強いられたため、調印直後、セカンダリー市場で HK\$3 億が売りに出された。しかし、最近の香港の top-tier 企業向け案件と同様に、このセカンダリー取引もプライマリーのスプレッドが非常にタイトなため、セカンダリーの買い手の注目は集められなかった。

香港の top-tier 企業向けスプレッドは着実に低下している（図 10）。新たな貸出は、貸し手の収益を減らすとともに、かつて組成された高いイールドの資産を売却できなくなっている。同様に、香港においてセカンダリーで取引された大規模案件としては、CLP Holdings（電力会社）向けの HK\$60 億のセルフ・アレンジ取引が挙げられる。

CLP Holding は HK\$4 億ないし HK\$8 億の引受をコミットしていた金融機関がいたため、セルフ・アレンジ取引を行った。金融機関側の反応が良かったため、参加行は増加した。それでも、当初から引受の意志を示していた 8 行の共同アレンジャーは最終的に HK\$5.225 億を引き受けた。引受額が大きかったため、4 月末のプライマリー案件組成後すぐに、プライマリー時に参加できなかった金融機関向けにセカンダリーで売却された。

(図 10) 香港の top-tier 企業向けプライマリーのスプレッドは低下

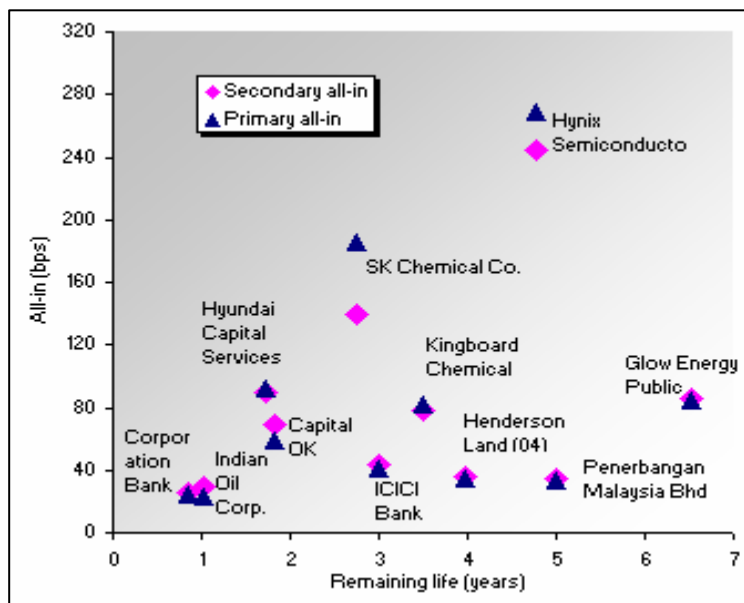


(出所)ロイター LPC

他の地域でも、シ・ローンでよく調達する借り手の案件は、プライマリーの組成後すぐにセカンダリー市場にも登場していた。例えば、香港の Henderson Investment、フィリピンの San Miguel、韓国の Hynix Semiconductor などである。これらの案件は、アレンジャー行が大規模を引き受ける一方、人気が高かったため、案件のほとんど、あるいは全く参加できなかったアセットハングリーな銀行が多数存在した。

しかし、こうした取引は 1 回限りで終わることが多く、セカンダリー市場の活性化にはつながっていない、という見方もある。実際、こうしたセカンダリー取引はプライマリーのスプレッドとほぼ同じであり、現状、セカンダリーの売買で収益を上げられるチャンスはほとんどない (図 11)。

(図 11) 2005 年におけるセカンダリー取引のスプレッド状況



(出所)ロイター LPC

(4) 今後の展望

アジアのシ・ローンにおけるセカンダリー市場は、プライマリーの組成額が増加しても、当分の間は停滞したままと予想される。ある銀行は、「2006年のセカンダリー市場が活性化するかどうかを左右するのは、市場の規模ではなく、売買の件数だろう」と語る。

2006年初めの段階では、まだセカンダリー取引は発生していないが、今後登場する大規模案件によって状況が変わるかもしれない。案件が大きくなれば、セカンダリーで売買される可能性が高くなる。以下では、大規模案件を中心に、マーケットに登場している貸出を取り上げる。

イ. 香港

香港では、以下の2件以外にも、大規模のセルフ・アレンジによるリファイナンス取引が登場してくると予想される。

企業名	期間	金額	スプレッド
Kerry Properties (Second-tier)	5年	HK\$60億	Hibor+29bp
Sun Hung Kai Properties (Top-tier)	5年	HK\$50億	未定

両案件ともに順調に消化される見込みであり、特に Sun Hung Kai については HK\$100 億程度まで増額されると言われている。Kerry Properties は邦銀 3 行を含め、計 13 行がアレンジャーとなり、現在シンジケーション中である。なお、リファイナンスされた貸出は 2002 年 1 月に調達した HK\$45 億（スプレッドは Hibor+52bp）である。

ロ. 中国

中国では、台湾の液晶画面メーカーの中国現法によるシ・ローン調達が登場する見込みである。

親会社	期間	金額	スプレッド
AU Optronics(業界トップ)	未定	US\$3億	未定
Chi Mei Optoelectronics(業界第2位)	5年	US\$1.8億	L+67bp

このうち、Chi Mei については現在シンジケーション中であり、Bank of America、Calyon、HSBC がアレンジャーを務める。なお、Chi Mei は台湾でも期間 7 年、NT\$420 億(US\$12.9 億)のシンジケートローンを組成している。多くの金融機関が参加すると、NT\$700 億程度まで増額される可能性がある。

ハ. 韓国

韓国では、2005 年に引き続き、金融機関による借入が登場している。

企業名	期間	金額	スプレッド
ハナ銀行	1 年	¥20 億 (総額)	L+14bp
	2 年		L+18bp
国民銀行	1 年	US\$2.5 億 (総額)	未定
	2 年		

ハナ銀行の案件はセルフ・アレンジであり、2005 年 11 月に調達した分とほぼ同様のスプレッドである。また、国民銀行についてはハナ銀行よりもさらに低いスプレッドとなる見込みである。

ニ. インド

インドでは年当初から多種多様な案件が登場している。

企業名	期間	金額	スプレッド
Reliance Petroleum (Reliance Industries の SPV)	7 年 10 年	US\$15 億	L+135bp
Wockhardt (大手製薬会社)	5 年	US\$2.5 億	L+125bp
Indian Railway Finance	5 年	約¥150 億 (US\$1.3 億相当)	L+37bp
ICICI Bank	1 年	US\$2.5 億	L+25bp

ホ. その他

シンガポールでは、CapitaLand と Sun Hung Kai Properties が Orchard Turn 地区の再開発目的で S\$15 億の借入を行う予定である。

マレーシアでは、Maxis Communications がインドの Aircel を買収するために US\$10 億の資金を調達する見込みである。さらに、Maybank が期間 5 年、US\$3 億を L+21bp で調達すると言われている。

IV. アジアのシ・ローンへの邦銀の主要取組案件

国名 (地域名)	市場 規模	銀行名 (邦銀)	順 位	件 数	貸出額 (億ドル)	備考 (アレンジャー案件等)
香港	226	三井住友	7	17	10.43	アレンジャー2件 <ul style="list-style-type: none"> Standard Bank Asia(親会社は Standard Bank of South Africa) 期間 3 年、US\$2.5 億、うち同行貸出額\$13 百万、L+37.5bp Dong Fang International Investment(親会社は China Shipping (Hong Kong) Holding) 期間 5 年、US\$70 百万、うち同行貸出額 US\$20 百万、L+53bp Sun Hung Kai Properties (Financial Services)(親会社は Sun Hung Kai Properties) 期間 5 年、US\$16.15 億相当 (香港ドル建て)、うち同行貸出額 US\$1.35 億、Hibor+31bp
		みずほ	8	17	9.66	幅広い業種向け案件に取り組む。準アレンジャー案件が多い
		三菱東京 UFJ	11	13	7.97	アレンジャー2件 <ul style="list-style-type: none"> Norstar Automobile Industrial Holding、期間 3 年、US\$96 百万 うち同行貸出額 US\$11 百万、L+130~137.5bp CLP Holdings(電力、エネルギー等)、期間 5 年、US\$7.69 億相当 (香港ドル建て) うち同行貸出額 US\$67 百万、L+25~27bp、HSBC と共同アレンジャー
中国	73	三井住友	15	3	1.56	アレンジャー2件 <ul style="list-style-type: none"> 上海ワールドフィナンシャルセンター、期間 15 年、総額 US\$4.87 億相当 (一部人民元建て) 中国建設銀行、中国工商銀行と共同アレンジャー Xugong Group Construction Machinery、US\$1.2 億 Calyon、Chinatrust、みずほと共同アレンジャー (クラブ・ディール)
		みずほ	16	3	1.06	アレンジャー3件 <ul style="list-style-type: none"> 中国政府向け石炭ガス化プロジェクト・ファイナンス、期間 17.5 年、US\$32 百万 政治リスクについては JBIC の保証付き Ya Hsin Printed Circuit Board (Suzhou)(プリント回路基盤作成、親会社は Ya Hsin Industrial)、期間 5 年、US\$97 百万、L+88bp

IV. アジアのシ・ローンへの邦銀の主要取組案件

国名 (地域名)	市場 規模	銀行名 (邦銀)	順位	件 数	貸出額 (億ドル)	備考 (アレンジャー案件等)
						・ Altech New Materials (Shenzhen) (親会社はアルテック、日系機械メーカー) 期間 3 年及び 5 年、US\$18 百万相当(人民元建て)
韓国	114	三井住友	11	12	3.92	アレンジャー2 件 ・ 現代自動車アラバマ工場、期間 1 年 (US\$1 億、うち同行貸出額 US\$28 百万、L+45bp)、3 年 (US\$1 億、うち同行貸出額 US\$26 百万、L+55bp) ・ ハナ銀行、期間 1 年、US\$2 億、うち同行貸出額 US\$14 百万、L+14bp、格付 Baa2 (Moody' s) その他、船舶金融への取組みも多い
		みずほ	15	7	2.89	買収貸出にも取り組む。準アレンジャー案件が多い
		三菱東京 UFJ	27	3	0.72	アレンジャー1 件 ・ Industrial Bank of Korea、期間 2 年、US\$2 億、うち同行貸出額\$14 百万、L+17bp 格付 A3 (Moody' s)
台湾	201	みずほ	13	13	5.61	アレンジャー1 件 ・ Chailease Finance (BVI) (親会社は Chailease Finance)、期間 3 年、US\$1.1 億 うち同行貸出額 US\$9 百万、L+96bp
		三井住友	22	4	1.87	参加者としての案件が多い
		三菱東京 UFJ	34	1	0.25	〃
シンガポール	79	三井住友	7	5	3.00	ラッフルズホテル等 LBO 案件にも参加、準アレンジャー案件多い
		みずほ	12	3	1.95	参加者としての案件が多い
		三菱東京 UFJ	13	3	1.81	準アレンジャー案件あり
マレーシア	38	三菱東京 UFJ	1	3	4.55	いずれも準アレンジャー案件

IV. アジアのシ・ローンへの邦銀の主要取組案件

国名 (地域名)	市場 規模	銀行名 (邦銀)	順 位	件 数	貸出額 (億ドル)	備考 (アレンジャー案件等)
		三井住友	6	1	2.60	準アレンジャー案件あり
		みずほ	9	2	1.80	準アレンジャー案件あり
タイ	18	三井住友	2	5	2.15	アレンジャー2件 ・ Hutchison CAT Wireless MultiMedia Ltd (親会社は Hutchison Whampoa)、期間1年、US\$1.95億相当(タイバーツ建て)、うち同行貸出額US\$1億相当 ・ Thai Laem Chabang Terminal(親会社は Hutchison International Port)、期間3年、US\$40百万相当(タイバーツ建て)、HSBC、ABN Amro と共同アレンジャー
タイ (続き)	18	みずほ	4	4	1.75	アレンジャー3件 ・ AEON Thana Sinsap (Thailand) Public(親会社は AEON Credit Service (Asia)) 期間3年、¥50億、L+40bp ・ Gulf Power Generation、期間14.5年、US\$6.83億、L+75bp ・ Maxxis International (Thailand)(親会社は Cheng Shin Rubber Industry、工作ゴム機械メーカー)、期間7年、US\$80百万、うち同行貸出額\$13百万、L+44.6bp
		三菱東京 UFJ	11	2	0.57	アレンジャー1件 ・ Total Access Communication、期間2年、US\$1.78億相当(一部タイバーツ建て)、うち同行貸出額\$24百万相当、L+37.5bp(格付 B1(Moody's))
インド	80	三菱東京 UFJ	8	15	3.87	アレンジャー2件、いずれも親会社はスズキ、一部 JBIC の相対貸出を含む ・ Maruti Suzuki Automobiles India、期間7年、US\$2.3億、うち同行貸出額US\$21百万 ・ Suzuki Powertrain India、期間7年、US\$1.7億、うち同行貸出額US\$28百万 その他は金融機関向け貸出が多い
		みずほ	9	12	3.12	Reliance グループ向け、金融機関向け案件で準アレンジャー
		三井住友	17	7	1.61	Reliance、Tata グループ向け案件で準アレンジャー
		農林中金	28	2	0.40	Reliance グループ向け案件で準アレンジャー

IV. アジアのシ・ローンへの邦銀の主要取組案件

国名 (地域名)	市場 規模	銀行名 (邦銀)	順 位	件 数	貸出額 (億ドル)	備考 (アレンジャー案件等)
		住友信託	42	1	0.14	参加者としての案件が多い
インドネシア	16	三井住友	1	3	3.35	アレンジャー2件 ・Adaro Finance BV（親会社はPT Adaro Indonesia（インドネシア最大の電力会社）） 期間4年、US\$2億、うち同行貸出額US\$60百万、L+325bp ・PT United Tractors Tbk、期間3年、US\$1.4億、うち同行貸出額US\$20百万、L+208.3bp
フィリピン	25	三井住友	1	5	4.29	アレンジャー2件 ・フィリピン中央銀行、期間3年および5年、US\$5億、うち同行貸出額US\$33百万、 L+160bp（3年）、L+270bp（5年） ・Smart Communications Inc（親会社はPhilippine Long Distance Telephone）、期間5年、 US\$70百万、うち同行貸出額US\$18百万（SCB、みずほ、三菱東京UFJとのクラブ・デール）
		みずほ	8	3	1.02	参加者としての案件が多い
		三菱東京 UFJ	13	2	0.34	〃

【注】 1. 金額は億ドル。市場規模、リーグテーブル順位、件数はいずれも2005年実績（mandate arrangerベース）

3. 香港、台湾、シンガポールの市場規模には自国通貨建て案件を含む

【出所】ロイターLPC

V. 主要案件（2005 年組成分）

1. 香港

借り手	Hutchison International Finance	Noble Group Ltd
格付け	なし	Ba1 (Moody' s) BB+ (S&P)
資金使途	2000/8 借入分のリファイナンス	運転資金、一部リファイナンス
契約日	7/29	9/16
通貨	香港ドル	米ドル
金額	HK\$50 億 (US\$6.43 億)	US\$5 億
期間	5 年	3 年
スプレッド	Hibor+34bp	L+85bp
コベナント	総借入が純利益の 2 倍以内、保証付借入が純利益と同額以内、純利益が HK\$250 億以上、借り手は親会社 Hutchison Whampoa の完全子会社であること	長期負債が純利益の 3 倍以内、EBITDA が支払利息の 2.5 倍以上、流動比率が 110%以上、純利益が US\$5 億以上
保証	Hutchison Whampoa	なし
アレンジヤー	Bank of China (US\$1.18 億) 等 6 行	Bank of America (US\$31 百万) 等 5 行
参加邦銀	みずほ、三井住友、東京三菱 (各 US\$93 百万)	みずほ (US\$23 百万)
備考	コベナントは借換前と同じ	当初借入予定の US\$4 億から US\$5 億へ増額

1. 香港 (続き)

借り手	Sun Hung Kai Properties (Financial Services) Ltd	Lenovo Group Ltd
格付け	なし	なし
資金使途	2001 年の案件 (HK\$60 億) のリファイナンス	IBMPC 部門の買収資金
契約日	2/18	3/30
通貨	香港ドル	米ドル
金額	HK\$126 億 (US\$16.15 億)	US\$6 億
期間	5 年	5 年
スプレッド	Hibor+31bp	L+99.6bp
コベナント	n. a.	総借入が EBITDA の 3 倍以内 (2006/3 末まで)、2 倍以内 (それ以降)、EBITDA が支払利息の 8 倍以上、総借入が株主資本の 0.75 倍以内
保証	Sun Hung Kai Properties Ltd	Lenovo Group 数社
アレンジャー	三井住友 (US\$1.35 億) 等 6 行	ICBC Asia (US\$75 百万) 等 5 行
参加邦銀	みずほ、東京三菱、UFJ (US\$1.09 億)	みずほ (US\$30 百万) 東京三菱 (US\$20 百万) UFJ (US\$10 百万)
備考	セルフ・アレンジ 案件 (借り手がスプレッド、借入期間等の重要事項を優先的に決定できる。借り手の力が強い) 2005 年最大の組成額、当初予定の HK\$12 億から HK\$12.6 億へ増額	ゴールドマンサックスが 2004 年末に実行したブリッジ ローンを引き継いだもの

2. 中国

借り手	Sinopec Overseas Oil & Gas Ltd	Sonangol Sinopec International Ltd	Formosa ABS Plastics(Ningbo)Ltd Co
格付け	なし	なし	なし
資金使途	設備投資(原油、LNG 採掘、精製)	設備投資(原油、LNG 採掘、精製)	プロジェクト・ファイナンス
契約日	11/21	9/26	11/9
通貨	米ドル	米ドル	米ドル、人民元
金額	US\$11 億	US\$20 億	US\$2.88 億
期間	5 年	7 年	7 年
スプレッド	L+36bp	L+250bp	L+52.5bp(米ドル建て) L+90bp(人民元建て)
コベナント	China Petrochemical Corp に関して、連結純利益が RMB1,200 億以上、連結借入額が連結純利益の 1.5 倍以内、EBITDA の 5 倍以内	n. a.	総負債が純利益の 2.5 倍以内(2005~2006)、2 倍以内(2007~2008)、それ以降は 1.2 倍以内 等
保証	China Petrochemical Corp(Sinopec Group)	なし	なし
アレンジャー	Bank of America (US\$1.2 億)	Calyon	Citigroup(US\$25 百万)
参加邦銀	みずほ(US\$1 億) 三井住友(US\$1 億) 住友信託(US\$20 百万)	なし	みずほ(US\$25 百万) 三井住友(US\$25 百万)
備考	ケイマン諸島で起債	左の案件と異なり、保証がついていないため、スプレッドが大きい	親会社 Formosa は台湾の大手プラスチックメーカー、台湾企業の中国現法が借り入れた一例

2. 中国（続き）

借り手	Shanghai World Financial Centre	China Unicom Corp	COFCO Capital Corp
格付け	なし	なし	なし
資金使途	不動産建設資金	運転資金	2002/9 借入分のリファイナンス
契約日	9/2	2004/2/24	10/18
通貨	米ドル、人民元	米ドル	米ドル
金額	US\$4.87 億	US\$5 億	US\$1.5 億
期間	15 年	3 年	3 年
スプレッド*	n. a.	L+52.5bp	L+33bp
コベナント	n. a.	n. a.	親会社 (COFCO) の株式の過半数を政府が継続保有すること、借り手は親会社の完全子会社であること、親会社の純利益が US\$12 億以上 等
保証	なし	なし	China National Cereals Oil & Foodstuffs Import & Export Corp (COFCO)
アレンジャー	中国建設銀行、中国工商银行、三井住友	Citigroup (\$US48 百万)	Rabobank (US\$20 百万)
参加邦銀	東京三菱	みずほ (US\$48 百万) 三井住友 (US\$50 百万) 東京三菱 (US\$50 百万) UFJ (US\$48 百万)	三井住友 (US\$13 百万) みずほ、東京三菱 (US\$10 百万)
備考		国有企業初めてのシ・ローン案件	昨年の China Unicom に続く国有企業案件

3. 韓国

借り手	Hite Brewery	Korea Gas	Aromatic Oman LLC
格付け	なし	A3 (Moody's) A- (S&P)	なし
資金使途	Jinro への買収資金	船舶金融 (LNG 輸送)	プロジェクト・ファイナンス (石油、LNG)
契約日	9/30	10/24	9/30
通貨	韓国ウォン	米ドル	米ドル
金額	KRW1 兆 (US\$9.58 億)	US\$5 億	US\$4.62 億
期間	3 年、7 年	20 年、10 年経過後のフットオプション付き	15 年
スプレッド	3 年以上の「A」格普通社債金利 +155bp (3 年)、+175bp (7 年)	n. a.	L+75bp (アレンジャー・フィーを含む、以下同様)
コベナント	負債額が EBITDA の 5 倍以内 (2007/12 末まで)、3 倍以内 (それ以降) 2008 年 1 月以降、負債が資本の 2 倍以内	n. a.	n. a.
保証	なし	Korea Gas	なし
アレンジャー	KDB (US\$2.88 億)	KDB、国民等 9 行	HSBC、KDB 等 14 行
参加邦銀	みずほ (US\$38 百万)	なし	みずほ、東京三菱
備考		Korea Gas が Hyundai Merchant Marine 他 4~5 社と共同で LNG 探索、販売等に取り組む案件	別途、相対で韓国輸出入銀行が US\$3.78 億貸出、合計 US\$8.4 億

3. 韓国（続き）

借り手	New Songdo City Development LLC	Doosan Heavy Industries & Construction	Hana Bank
格付け	なし	なし	Baa2 (Moody's) BBB+ (S&P)
資金使途	プロジェクト・ファイナンス (インフラ整備)	買収資金	リファイナンス
契約日	6/23	5/22	11/29
通貨	韓国ウォン(一部米ドル)	韓国ウォン	米ドル
金額	KRW1.5兆(US\$14.84億)	KRW8,000億(US\$7.92億)	US\$2億
期間	5年、7年	5年～7年	364日
スプレッド ^a	L+173～350bp(トランシェによ って異なる)	L+212.9bp(5年)、230bp (6年)、247.8bp(7年)	L+14bp
コベナント	n. a.	n. a.	n. a.
保証	なし	なし	なし
アレンジャー	国民、ウリ、ABN AMRO	朝興、ハナ、ウリ (各 US\$1.2億)	BNP Paribas、DBS (各 US\$14百万)
参加邦銀	なし	みずほ(US\$51百万)	みずほ、三井住友 (各 US\$14百万)
備考	2005年最大の組成額		

4. 台湾

借り手	AU Optronics corp	Chi Mei Optoelectronics Corp	Chunghwa Picture Tubes Ltd
格付け	なし	なし	なし
資金使途	設備投資	設備投資	設備投資
契約日	7/29	年内予定 (11/14 pre-mandate)	10/6
通貨	台湾ドル	台湾ドル	台湾ドル
金額	NT\$422.5 億 (US\$13.27 億)	NT\$450 億 (US\$13.36 億)	NT\$130 億 (US\$3.91 億)
期間	5 年、7 年	n. a.	1 年、7 年
スプレッド	90 日または 180 日のプライマリー CP レート+63bp	n. a. (60bp 台後半になる見込み)	90 日のプライマリー CP レート+83～87bp
コベナント	流動比率が 100%以上、負債が資本の 1.5 倍以内、 インテレスト・カバレッジ・レシオが 3 倍以上、純利益額が NT\$8,000 億以上	n. a.	流動比率が 100%以上、負債額が EBITDA の 115%以内、純利益が NT\$6,500 億以上
保証	なし	なし	なし
アレンジャー	台湾銀行 (US\$1.14 億)	台湾銀行 (予定)	Chinatrust (US\$30 百万)
参加邦銀	みずほ (US\$66 百万) 東京三菱 (US\$33 百万)	なし	なし
備考	借り手は半導体業界最大手	半導体業界第 2 位	半導体業界第 3 位

5. シンガポール

借り手	Raffles Holdings Ltd	TECH Semiconductor (Singapore) Pte	ICICI Bank Singapore
格付け	なし	なし	Baa3 (Moody's) BB (S&P)
資金使途	米投資会社 Colony Capital による Raffles Hotel 買収 (LBO)	2004/8 に調達した 3.5 年、US\$2.73 億のリファイナ ンス、一部設備投資含む	ドル建て貸出のためのファ ンディング
契約日	9/29	11/23	8/11
通貨	米ドル	米ドル	米ドル
金額	US\$7 億	US\$4 億	US\$1.25 億
期間	5 年	3 年 9 ヶ月	3 年
スプレッド	L+250~263bp	L+272.7bp	L+41bp
コベナント	利益額の下限、設備投資 額の上限などが設定され る予定	流動比率、流動比率と純 負債の比率、デット・サービス・ レシオを含む	n. a.
保証	なし	なし	なし
アレンジャー	Credit Suisse First Boston (US\$38 百万)	DBS (US\$48 百万) 等 4 行	Calyon (US\$20 百万) 等 5 行
参加邦銀	三井住友、東京三菱 (各 US\$50 百万)	三井住友 (US\$25 百万) 農林中金 (US\$8 百万)	東京三菱 (US\$19 百万)
備考		当初借入予定の US\$3.8 億から US\$4 億へ増額	

6. マレーシア

借り手	Guoline Overseas Ltd	Feringghi Capital Ltd	Malayan Banking Bhd (Maybank)
格付け	なし	なし	Baa1 (Moody' s) BBB- (S&P)
資金使途	2004/6 の買収案件、 HK\$45.57 億のリファイナンス	設備投資	運転資金
契約日	4/29	10/26	2/14
通貨	米ドル	米ドル	米ドル
金額	US\$7.8 億	US\$5 億	US\$5 億
期間	6 年	1 年	3 年
スプレッド*	L+80bp	L+11.3bp	L+20bp
コベナント	n. a.	n. a.	n. a.
保証	なし	Khazanah Nasional Bhd (政府の投資庁)	なし
アレンジヤー	BNP Paribas (US\$1.65 億) 等 5 行	Standard Chartered (US\$2 億)	みずほ (US\$70 百万) Citigroup (US\$60 百万) Barclays Capital (US\$50 百万)
参加邦銀	東京三菱 (US\$1.5 億) 三井住友 (US\$1 億)	みずほ (US\$1 億)	UFJ (US\$50 百万)
備考			借り手はマレーシア 最大手の銀行

7. タイ

借り手	Gulf Power Generation	Ratchaburi Power
格付け	なし	なし
資金使途	プロジェクト・ファイナンス(電力)	プロジェクト・ファイナンス(火力発電所)
契約日	11/11	10/31
通貨	米ドル、タイバーツ	米ドル、タイバーツ
金額	US\$6.83 億	US\$6.52 億
期間	1 年、6 年、15 年	n. a.
スプレッド	L+75bp(15 年)	n. a.
コベナント	n. a.	n. a.
保証 (スポンサー)	Electricity Generating Public (タイの電力会社)他 1 社	Hongkong Electric、PTT Public(タイ の総合エネルギー会社)、中部電力、豊田 通商等
アレンジャー	みずほ	Calyon、HSBC、三井住友
参加邦銀	東京三菱	なし
備考	総プロジェクトコスト US\$8 億 外銀は米ドル建て、タイ地場銀行はバーツ 建てに参画 JBIC の相対貸出 US\$2 億を含む	総プロジェクトコスト US\$9.05 億 外銀は米ドル建て、タイ地場銀行はバーツ 建てに参画 JBIC の相対貸出 US\$3.8 億を含む

7. タイ (続き)

借り手	Total Access Communication Public	Thai Olefins Public Co Ltd
格付け	B1 (Moody' s) BB (S&P)	Baa3 (Moody' s) BBB- (S&P)
資金使途	リファイナンス	プロジェクト・ファイナンス
契約日	11/18	9/21
通貨	日本円、タイバーツ	米ドル
金額	US\$1.78 億	US\$1.35 億
期間	2 年 (タイバーツ)、7 年 (日本円)	5 年
スプレッド	L+37.5bp (2 年)、L+63.75bp (7 年)	L+49.25bp
コベナント	n. a.	総負債が EBITDA の 4 倍以内、PTT Public が借り手の株を最低限 40%継続保有する等
保証	なし	なし
アレンジャー	三井住友 (US\$32 百万) 等 5 行	DBS (US\$20 百万) みずほ (US\$15 百万)
参加邦銀	東京三菱 (US\$24 百万相当) みずほ (US\$19 百万相当)	三井住友、東京三菱 (各 US\$10 百万)
備考	貸出額は US\$に換算、三井住友は円建て、バーツ建ての双方に貸出、東京三菱、みずほはバーツ建てのみ	親会社は PTT Public (総合エネルギー会社、タイ政府から 2001 年 10 月に分離し、株式会社化)

8. インド

借り手	Reliance Industries Ltd (インドの財閥リライアンス・グループの中核企業)	Reliance Energy (リライアンス・グループのエネルギー会社)	Indian Oil Corp
格付け	Baa3 (Moody's) BB (S&P)	Baa3 (Moody's)	BB (S&P)
資金使途	2002 年借入分のリファイナンス	2004/6 借入分のリファイナンス	設備投資
契約日	11/17	9/21	11/28 (ローン中)
通貨	米ドル、日本円	米ドル	米ドル (一部日本円となる可能性あり)
金額	US\$2.11 億	US\$2.5 億	US\$2.5 億
期間	5 年	4 年、9 年	5 年
スプレッド	L+60bp	L+63.5bp	L+56bp
コベナント	n. a.	純利益が 550 億インドル比 以上、EBITDA が支払利息 の 3 倍以上等	n. a.
保証	なし	なし	なし
アレンジャー	Calyon、Citigroup 等 8 行	Calyon、Citigroup (各 US\$19 百万) 等 7 行	BNP、Calyon、Citigroup 等 7 行
参加邦銀	みずほ、三井住友 農林中金	みずほ (US\$19 百万)	みずほ、三井住友、 東京三菱
備考	別途、11/21 付で US\$10 億 の借入意向を発表 傘下の通信会社 Reliance Infocomm は 11/28 に US\$5 億を L+109bp (5 年)、 L+124bp (7 年) という条件 でローン中		

8. インド (続き)

借り手	Infrastructure Development Finance	Tata Iron & Steel (インド最大の財閥タタ・ グループ傘下)	ICICI Bank
格付け	なし	なし	Baa3 (Moody's) BB (S&P)
資金使途	設備投資	設備投資	運転資金
契約日	11/28 (ローン中)	9/16	11/7
通貨	米ドル	米ドル	米ドル
金額	US\$1 億	US\$4 億	US\$3 億
期間	6 年	7 年	364 日
スプレッド	L+56bp	L+71.36bp	L+22bp
コベナント	n. a.	n. a.	n. a.
保証	なし	なし	なし
アレンジャー	Calyon、HSBC	Calyon、HSBC (各 US\$15 百 万) 等 4 行	Fortis Bank (ベルギー最大 手の銀行、US\$1.5 億) 等 2 行
参加邦銀	なし	みずほ、三井住友、東京 三菱 (各 US\$11 百万)、農 林中金、住友信託 (US\$10 百万)	東京三菱 (US\$25 百万)
備考		別途、11/28 付で 7 年、US\$4 億を L+61.5bp でローン中 (みずほ、三井住友、住友 信託が参加予定)	State Bank of India、 Export-Import Bank of India も 9 月に 364 日ローンを L+15~19bp で調達

9. インドネシア

借り手	Arindo Global (Netherlands) BV	PT Pertamina (Persero) (国有の石油会社)	PT United Tractors Tbk (機械メーカー)
格付け	なし	なし	なし
資金使途	買収資金	貿易金融（原油等の輸入 資金）	運転資金及び2000/9 借入 のリファイナンス
契約日	10/26	12/20	10/19
通貨	米ドル	米ドル	米ドル
金額	US\$6 億	US\$2 億	US\$1.4 億
期間	5 年	1 年	3 年
スプレッド*	L+440bp	L+175bp	L+208.3bp
コベナント	n. a.	n. a.	n. a.
保証	<ul style="list-style-type: none"> • PT Adaro Indonesia (親会社、インドネシア最大の 鉱山会社) • PT Indonesia Bulk Terminal • Coaltrade Services International Pte Ltd 	なし	UT Heavy Industry (S) Pte Ltd
アレンジャー	DBS、三井住友 Standard Chartered (各 US\$90 百万)	UOB Asia	OCBC、三井住友、 Standard Chartered (各 US\$20 百万) BNP Paribas (US\$16 百万)
参加邦銀	あおぞら (US\$30 百万)	なし	みずほ (US\$10 百万)
備考	豪州の鉱山会社 New Hope Corp の買収資金 本件はオランダのリーゲテーブル に計上		

10. フィリピン

借り手	San Miguel Corp	San Miguel Corp	Bangko Sentral ng Pilipinas (フィリピン中央銀行)
格付け	なし	なし	Ba2 (Moody's) BB (S&P)
資金使途	買収資金	左のブリッジローンのリファイナンス	リファイナンス
契約日	5/11	10/19	11/15
通貨	米ドル	米ドル	米ドル
金額	US\$11.5 億	US\$6.5 億	US\$5 億
期間	9 カ月	5 年	3 年、5 年
スプレッド	L+148bp	L+115bp	L+160bp (3 年) L+270bp (5 年)
コベナント	n. a.	連結純利益が 1,000 億ペソ以上(約 2,175 億円)、総負債/EBITDA が 4.5 倍以内、総負債/純利益が 1.5 倍以内 等	n. a.
保証	なし	なし	なし
アレンジャー	ABN Amro (US\$86 百万)	Standard Chartered (US\$39 百万)	Standard Chartered、三井住友(各 US\$33 百万)等 5 行
参加邦銀	三井住友 (US\$82 百万) みずほ (US\$45 百万)	三井住友 (US\$39 百万) みずほ (US\$37 百万) 住友信託 (US\$20 百万) 東京三菱 (US\$15 百万)	
備考	本件はブリッジローン 続いて 10 月にタームローンとして右の案件 (US\$6.5 億) を調達		