

# 米国におけるローン債権市場の発展とわが国へのインプリケーション

藤田研二・菱川 功

2001年3月

# Market Review

米国の貸出市場では、伝統的な「個別相対型の貸出」にない特長を持つ、シンジケート・ローンやローン債権の売買といった、新しい形態のローン取引が90年代に大きく拡大した。その背景としては、市場参加者である企業、金融機関および投資家が、金融再編の進展、資産効率重視の経営姿勢の浸透などの環境変化の中で、収益性、柔軟性、透明性などのメリットがあるこれらの取引に積極的に取り組んだこと、同時に市場参加者による協会（LSTA）などを通じた市場インフラの整備も進んだことが挙げられる。わが国においては、米国でみられるような貸出市場の構造変化は端緒についたばかりといえる。市場参加者の幅の拡大、取引条件に関する透明性の向上、取引の標準化、その他の市場インフラの整備など、今後に向けての課題も多い。ローン債権市場の発展は、米国の例をみても、貸出市場全体の活性化、間接金融機能の高度化を促す「触媒」の役割を果たしうると考えられるため、わが国においても、企業や金融機関を始めとする市場参加者による積極的な取り組みを期待したい。

## はじめに

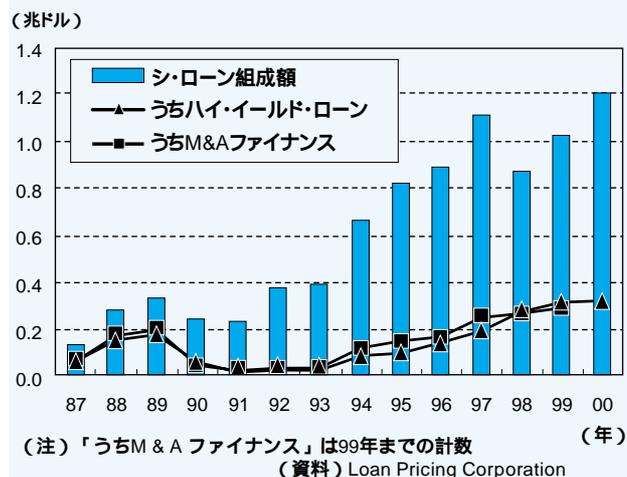
米国では、90年代半ば以降、シンジケート・ローン（以下「シ・ローン」、次頁BOX1を参照）の組成額が急速に拡大した。同時に、流通市場における売買も拡大しており、これに伴う流動性の拡大が、シ・ローン取引の拡大を促すという好循環もみられている。2000年には、シ・ローンの組成額は1兆ドル超に達している（図表1）。この金額は、米国の民間非金融部門の社債発行残高が2.2兆ドル、借入残高が3.7兆ドルであることと比較すると<sup>1</sup>、かなりの規模となっている<sup>2</sup>。また、シ・ローンの多くは、流通市場における取引の対象になっており、2000年中のローン債権の売買高は1,200億ドルに達している。

他方、わが国では、個別相対型の貸出が大半を占め、流通市場も未発達であるなど、米国市場とは大きく異なっている。

米国における、シ・ローン取引およびローン債権売買の拡大は、取引当事者（企業、金融機関および投資家）に様々なメリットをもたらした。例えば、企業にとっては、機動的な資金調達手段の確保や透明性の高い形での取引条件の設定が可能となった。また、金融機関にとっては、相次ぐ合併により資産規模が拡大する中で、貸出ポートフォリオのリスク分散を図ったり、手数料収入を増加させることが可能となった。こうした様々なメリットは、日本の企

業や金融機関にとっても重要な意義を持つものと思われる。以下では、米国におけるローン債権市場の現状やその発展の背景をみた上で、わが国に対するインプリケーションを整理する。

【図表1】米国におけるシ・ローン組成額



## 米国におけるローン債権市場の発展<sup>3</sup>

米国において、シ・ローンの組成やローン債権の売買が急速に拡大したのは、ここ5～6年のことであるが、取引自体はそれ以前から行われていた。

### 80年代後半～M & Aファイナンスを中心としたシ・ローンの第1次ブーム

米国の国内市場で、最初にシ・ローン取引が注目を浴びたのは、80年代後半である。シ・ローン取引自体は、70年代に主としてユーロ市場で発展したが、同市場で主要なプレーヤーとして活躍した米国の金融機関が、80年代後半、米国市場で高まったM & Aファイナンスの資金需要に応える手段として、シ・ローン取引に積極的に取り組んだ。同時期の米国市場では、シ・ローン取引の5割以上がM & A目的のハイイールド・ローン（債務履行の確実性が低い一方で利回りが高いローン）であり、中でもレバレッジド・バイアウト<sup>4</sup>（LBO）資金のウェイトが高かった。

このように、80年代後半は、米国国内市場におけるシ・ローンの第1次ブームであったが、同時期には、ローン債権の売買は必ずしも活発でなかった。

### 90年代初頭～不良債権の増加に伴うシ・ローン取引の停滞とローン債権売買の増加

80年代後半に増加したハイイールド・ローンの一

【図表2】米銀の不良債権額と不良債権の売買額（億ドル）

	90年	91	92	93	94
不良債権額	633	739	653	511	358
不良債権売買額	n.a.	44	62	88	78

（注）不良債権額は総資産規模で上位100行のもの。

（資料）Loan Pricing Corporation、FRB

部は、90年頃から不良債権化していった。大手米銀は、既に80年代後半から発展途上国向けの不良債権の増加に悩まされており、ハイイールド・ローンの不良債権化と、同時期に生じた商業用不動産ローンの不良債権化は、収益の新たな圧迫要因となった。このため、大手米銀は、90年代前半に、不良債権を積極的に売却し（図表2）これが、その後のローン債権売買市場の拡大の基礎となった。

### 90年代半ば以降～シ・ローン取引およびローン債権売買の急速な拡大

米国におけるシ・ローン取引は、92年頃から、投資適格企業向けのリボルビング・クレジット・ファシリティを中心に徐々に回復し、その後、90年代半ば以降に、ローン債権の売買高と並行する形で急速に拡大した（前掲図表1、および図表3）。

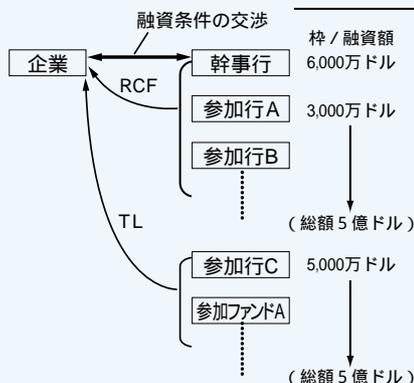
【図表3】米国におけるローン債権売買額



### 【BOX 1】シンジケート・ローンとは

シ・ローンは、一般に、「借入人に対し、複数の金融機関が、そのうちの一部の金融機関（幹事行）の取りまとめにより、同一の契約により実行する融資」と定義される。シ・ローンの具体的な取引形態は多種多様であるが、以下では、最近の米国市場でしばしばみられる取引の仕組みを例示する。

- ・企業は、合計10億ドルの資金調達計画がある。
- ・幹事行は、企業の所要資金および必要タイミングなどを勘案し、これを5億ドルのリボルビング・クレジット・ファシリティ（定められた期間及び限度枠内で、企業が自由に借入・返済を行う契約、以下「RCF」）と、5億ドルの長期融資（ターム・ローンと呼ばれる、以下「TL」）に分割する。
- ・RCFパートは、銀行によって構成されたシンジケート団が引き受ける。一方、TLパートは、資金需要の期間の長さなどを勘案し、一部の引き受けに機関投資家も勧誘する。



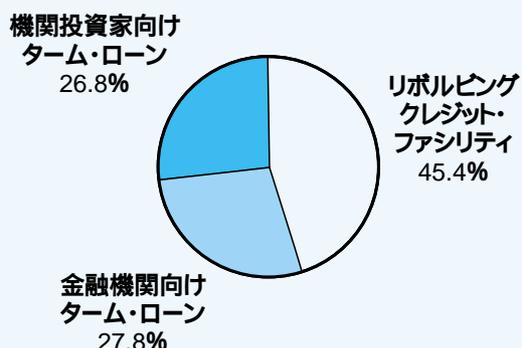
- ・期間.....運転資金向けのRCFでは、1年未満が通常。一方、TLは通常3～7年程度。
- ・手数料.....参加金融機関は、引き受け金額に応じて、契約当初に参加手数料を受け取る。幹事行は、融資条件などを取りまとめる対価として、別途手数料を得る。
- ・金利.....通常は、融資実行額に対し、「市場金利+スプレッド」で設定される。
- ・財務制限条項...融資期間中、借り手が守るべき財務内容などの条件を定める。

また、この拡大過程で、シ・ローン取引における、借り手の信用度や資金使途の広がり（ハイイールド・ローンやM&A資金のウェイトの回復）、ローン債権売買の対象となる債権の多様化（正常債権のウェイトの増加）、機関投資家によるシ・ローン引き受けおよびローン債権売買の拡大、といった質的な変化も生じた。とりわけ、機関投資家のローン債権市場への積極的な参入は、残存年限の長いローンの組成を可能にするなど、資金供給チャネルの多様化という点でも重要な意味を持った。

### 機関投資家による投資額の拡大

90年代半ば以降には、機関投資家（年金・保険や投資信託）のシ・ローン引き受け額は、利回りの高いハイイールド・ローンを中心に大幅に拡大した。米国の民間調査会社の集計によれば、93年から99年にかけて、機関投資家のハイイールド・ローン引き受け額は、金額ベースで約12倍の伸びを示した。この結果、99年中のハイイールド・ローン発行額に対する引き受けシェアは、3割弱（ターム・ローンに限れば約5割）となっている（図表4）。

【図表4】ハイイールド・ローン引き受け額の内訳(99年中)



(資料)Portfolio Management Data

また、これらの機関投資家は、流通市場でのローン債権の売買も積極的に行っている。正確なデータはないが、市場参加者の間では、ローン債権売買における購入額に占める機関投資家のシェアは、4~5割程度と認識されているようである。

### 米国ローン債権市場拡大の背景

このように、米国において、シ・ローン取引およびローン債権の売買が拡大した背景としては、取引の当事者である企業、金融機関、投資家がそれぞれに同取引のメリットを認識し、その活用に積極的に取り組んできたことが挙げられる。さらに、ローン

債権売買の拡大については、同時に市場参加者による協会などを通じた市場インフラの整備が進んだことも、大きな役割を果たしている。

### 借り手(企業)にとってのメリット

#### (1)シ・ローン取引固有のメリット

企業が、シ・ローン取引により資金調達するメリットとしては、一般に以下の点が挙げられる。

#### 大口の資金調達が可能

銀行が与信の集中リスクに、より敏感になったことを背景に、企業が大口の資金を個別行との相対型ローンで調達することは、以前にも増して困難となっている。一方、複数の銀行から個別に借入をする場合は、事前の交渉などに要する時間・労力がかさむというデメリットがある。こうしたことから、大口の資金調達手段として、シ・ローンのメリットが高まっている。

#### 資金ニーズに合わせて機動的な調達が可能

シ・ローンでは、BOX1に例示したように、ターム・ローンとリボルビング・クレジット・ファシリティを組み合わせることが可能である。このため、中長期に亘って安定的に必要な資金はターム・ローン、機動的な調達が必要な資金はリボルビング・クレジット・ファシリティを利用するなど、資金ニーズに合わせて機動的に調達パッケージを構成することができる。この点は、M&Aのように、必要な資金額が事前に確定できない場合に有用であるほか、バランス・シート上の負債増加を抑制し、財務の健全性を維持したいというニーズにも合致する。

#### (2)ローン債権売買市場拡大のメリット

ローン債権売買が活発であることは、借り手に以下のようなメリットをもたらす。

#### シ・ローン調達環境の改善

ローン債権売買市場の流動性が高まれば、投資対象資産の価格変動リスクに敏感な投資家（典型的には機関投資家）が、満期前に売却する場合の流動性コストが低下することから、シ・ローンに参入し易くなる。これにより、市場全体として、シ・ローンの引き受け余力も広がり、大口の資金が機動的かつ相対的に有利な条件で調達できるようになる。

#### 貸出条件<sup>6</sup>の透明性の向上

ローン債権の流通市場では、借り手のその時々

の信用力と、貸出条件（表面金利や担保の種類、財務制限条項など）を勘案して、ローンの時価が定まる。このため、シ・ローン組成時にも自社や同程度の信用力の借り手の既存債務の流通市場での時価を基本に、より透明性の高い形で貸出条件が設定されることになる。

上記(1)、(2)で指摘した様々なメリットは、いずれも相対的なものであり、借り手の属性やニーズによって、個別相対型の貸出や、社債による調達为好ましい場合もある。ここで重要なのは、シ・ローン取引の拡大は、借り手にとっての様々なニーズに対応した資金調達チャネルの選択肢が増えることを意味するという点である。

このように、多様な資金調達チャネルがあることは、いずれかの市場で資金調達が困難となるような場合でも、他の市場で補えるという点でも望ましい。例えば、米国では、98年後半、ロシア危機やヘッジ・ファンドの経営不安をきっかけとして、機関投資家の信用リスクに対する姿勢が慎重になり、資本市場における調達(代表的には、ハイイールド債の発行)が困難となった場合にも、ハイイールド・ローンについては、銀行が主な資金提供主体となっている1年以内のリボルビング・クレジット・ファシリティを中心に、比較的順調な調達が行われた。

### 貸し手(金融機関)にとってのメリット

#### (1)手数料収入源としてのシ・ローン

金融機関がシ・ローン取引を積極的に行う最大の理由は、リスク調整後の収益率向上にある<sup>7</sup>。つまり、シ・ローンのアレンジを行うと、バランス・シート上に貸出残高を持たずに、手数料収入を得ることができるという点で、リスク・アセットを増やさずに収益率を向上させることができる。最近では、シ・ローンのアレンジを足がかりに、M & Aのアドバイザー業務をはじめとする、付随ビジネスも獲得することで、手数料を得るというビジネス戦略に注力する大手金融機関が増加している。

#### (2)リスク調整後の収益率向上に寄与する

##### ローン債権売買

リスク調整後の収益率の重視は、ローン債権売買を一段と積極化する要因ともなった。即ち、シ・ローンで取得した債権を売り切れば、リスク・アセットの削減に直結する。また、貸出債権の入れ替え売買を行い、借り手の属する業種や地域、信用度面での集中リスクを減少させることができるなど、ポートフォリオ管理の弾力性確保の観点からもメリットが大きい。

### 投資家にとってのメリット

機関投資家や地方金融機関がシ・ローンの引き受けや売買を積極化させた背景には、シ・ローンが、次の理由から、他の金融資産と異なるリスク/リターン特性を持つため、分散投資の対象として魅力的な金融資産とされたことがあると言われる<sup>8</sup>。

金利が「市場金利+スプレッド」という形で決定され、スプレッドが借り手の信用度に依りて変動する仕組みとなっていることが多いため、固定利付きのウェイトが高い社債とは異なる投資機会を提供できる。

ハイ・イールド・ローンについては、同じ債務者の発行するハイ・イールド債と比較し、回収条件を有利に設定することが多いため、経験的にデフォルト時の回収率がより高い。

### 市場インフラの整備

米国において、ローン債権の売買市場が発達した背景としては、市場インフラの整備も重要な役割を果たした。

#### (1)ローン売買時の契約ひな型の作成

1995年に大手米銀が中心となり、ローン債権市場の整備を目的とする協会(LSTA < Loan Syndications and Trading Association >)を設立した。LSTAが作成したローン債権売買の契約ひな型が一般に使われることにより、売買一件毎に当事者間で契約内容を定めるコストが不要となり、取引の拡大に弾みをつける効果をもたらした。LSTAが定めた取引ルールのうち重要なものとしては、次のようなものがある<sup>9</sup>。

約定から決済までの取引慣行を設定。

ローンの売り手から買い手に対する情報開示の対象範囲を明確化<sup>10</sup>。

決済予定日に決済が行われなかった場合のルールの明確化。

#### (2)民間調査会社による売買気配値や銘柄属性の公表

米国では、Reutersの子会社であるLoan Pricing Corporation (LPC)が、1,800銘柄に及ぶローン債権の気配値を、主要な市場参加者からの情報提供に基づいて公表している。気配値の公表は、2営業日遅れではあるが、毎営業日更新される。これにより、市場参加者は、ローン債権をタイムリーかつ信頼性を持ったデータにより評価することが可能となる。これは、流通市場での売買当事者はもとより、シ・ローンを組成する貸し手・借り手にとっても、金利などの条件設定面での透明性が高まる効果を持つ。

また、LPCが発刊するGold Sheets誌をはじめとする情報誌、Bloombergのような情報端末でも、ロー

ン組成時の貸出条件や債務者の格付といった銘柄情報を入手することが可能となっている。もちろん、その背後には、借り手である企業自身が、先に指摘したメリットを踏まえ、貸出条件などの情報開示に積極的に取り組んだことがある。

### (3) 売買対象債権の標準化

売買対象となるローン債権は、かなりの部分はもともとシ・ローン形式で約定されたものと言われる<sup>11</sup>。シ・ローン契約に、定型化された譲渡承諾文言を挿入するなど<sup>12</sup>、組成時点で、流通市場での売買を意識した契約が行われるようになったことが、ローン債権売買の発達を後押しした。

### わが国へのインプリケーション

最後に、米国のローン債権市場の発展を振り返って、わが国の間接金融市場へのインプリケーションについて考えてみたい。

#### 米国の経験からのインプリケーション

以上みてきたように、米国では、90年代半ば以降、シ・ローン組成市場とローン債権の売買市場が相乗効果を持って拡大し、貸出取引に大きな変化が生じた。こうした新しい取引手法の活用によって、取引当事者がそれぞれにメリットを享受できた。例えば、企業にとってはM&Aなどに際しての大ロットの資金を機動的に調達するチャネルを確保すること、金融機関にとっては資産収益率の向上を図ること、さらに投資家にとっては新たな運用対象資産を持つことなどである。これらの点は、わが国において、経済構造が大きく変化する中で、M&Aを含めた事業再編の重要性が一段と増してきていることや、金融再編の過程で、金融機関が一層その資産効率を高めることを求められることなどに照らすと、重要な意義を持つものと思われる。その意味で、わが国にお

いても、シ・ローン組成市場とローン債権の売買市場が共に拡大していくことは、望ましい方向と言えるよう（BOX2）。

#### わが国ローン債権市場の発展に向けての課題

わが国でも、近年、シ・ローン取引は拡大傾向にあり、90年代の米国にみられたようなローン債権市場の拡大過程が始まりつつあるように思われる<sup>13</sup>。

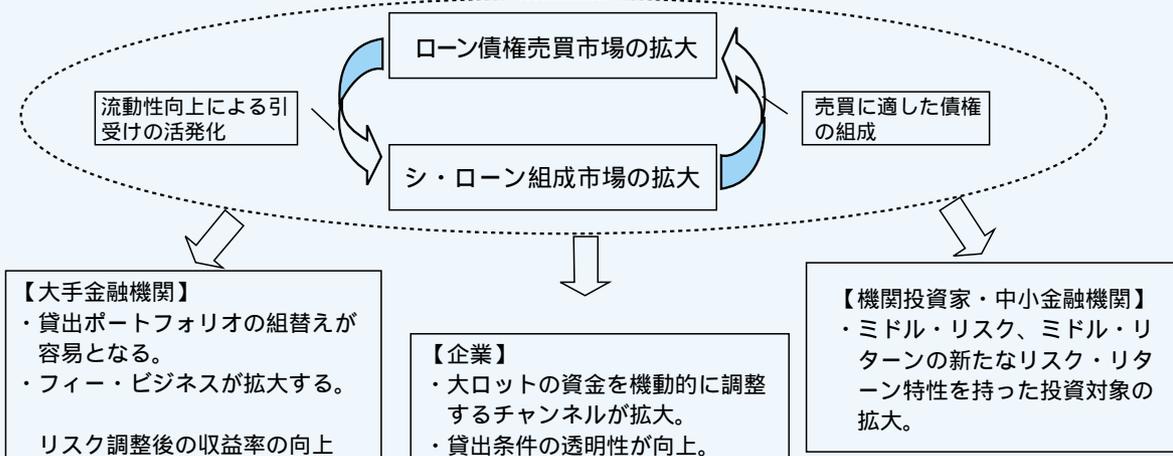
しかし、現在、わが国で行われているシ・ローン取引の多くは、信用力が相対的に高い企業向けのリボルビング・クレジット・ファシリティと言われており、米国のように、多様な借り手が様々な資金使途のローンを調達し得る環境にはない。また、ローン債権の流通市場も、十分に発達しているとはいえない。

米国のような厚みのあるシ・ローン市場の発達は、流動性の高いローン債権流通市場の存在が不可欠な前提となるであろう。その意味では、わが国のローン債権市場の喫緊の課題は、ローン債権の売買市場の発展と思われる。

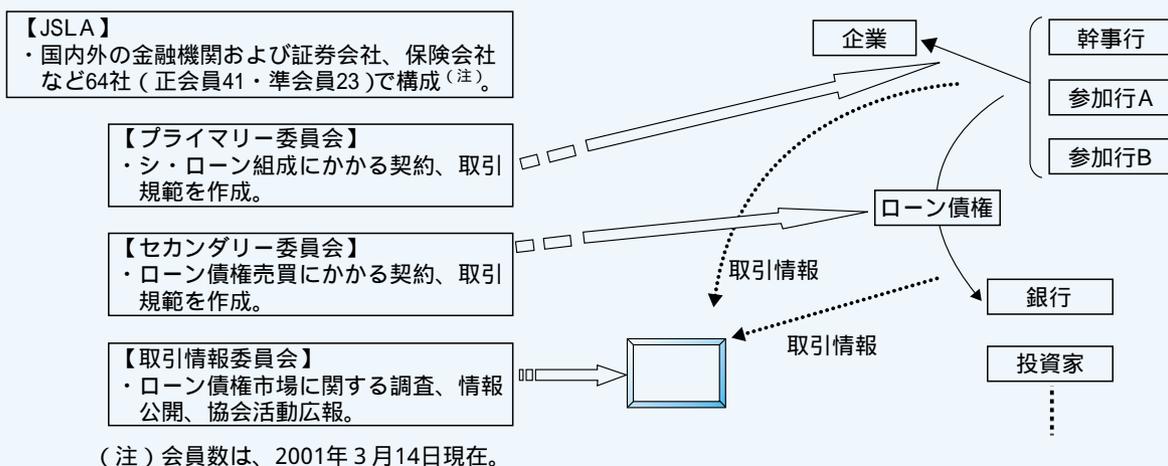
現在、わが国においてローン債権売買が活発でない背景には、幾つかの理由があると思われる。例えば、企業サイドでは、自らが債務者であるローン債権が転売されることに、必ずしも積極的でないと言われている。また、ローン債権売買に関する契約ひな型や、価格情報といった市場インフラが整備されていないことも大きな制約となっている。さらに、売買対象となるローン債権自体の標準化が進んでいないことなど、克服すべき課題は多い。

企業サイドの問題については、借り手が、金融環境の変化を踏まえてローン債権売買のメリット、デメリットを比較し、合理的に判断していくべき問題であるとの見方が多い。米国においても、借り手はローン債権売買に当初から積極的な訳ではなかったが、資金調達手段の多様化や貸出条件の透明性向上

#### 【BOX 2】 ローン債権市場活性化が市場参加者にもたらすメリット



### 【BOX 3】JSLA（日本ローン債権市場協会）の概要



といったメリットへの認識が広がるとともに、シ・ローン形式の売買を前提とした取引を増やしていったとされる。

また、市場インフラの整備や、ローン債権の標準化の点については、わが国でも、市場参加者自らの手によって、日本ローン債権市場協会（Japan Syndication and Loan-trading Association、以下「JSLA」）が2001年1月1日に設立された<sup>14</sup>。JSLAは、ローン債権売買にかかる契約書ひな型の作成や、シ・ローン組成時の契約基本条項の整備、取引情報の整備などを目的としている（BOX3）。JSLAによる透明な取引ルールの策定や取引情報の整備が進めば、ローン債権の売買市場の拡大やシ・ローン取引のさらなる活発化につながるきっかけとなり得る。将来的には、グローバルな観点からの取引慣行の見直しなども取り組み課題となり得よう。

ローン債権市場の発展は、長い目でみれば、米国の例でもみられるように、ローンの条件設定に関する透明性の向上やローン債権の信用力に対するリサーチの充実、さらにはローン・ポートフォリオ・マネージメントの効率化などに繋がっていく可能性が高い。その意味では、わが国貸出市場全体の活性化を促す「触媒」の役割を果たし得ると考えられることから、今後、わが国においても、企業や金融機関を始めとする市場参加者による前向きな取り組みを期待したい。

<sup>4</sup> 買収資金の大部分を負債（社債や銀行借入など）によって調達する形式の企業買収。通常、債務の返済原資は買収の対象となる会社が生むキャッシュ・フローのみであるうえ、買収資金に占める負債ウェイトが高いため、リスクの高い債務となる。

<sup>5</sup> 93年から99年にかけての伸び率は、Loan Pricing Corporation社による。また、99年の引き受けシェアは、Portfolio Management Data社による。

<sup>6</sup> 貸し手にとっては貸出条件、借り手にとっては借入条件となるが、以下では「貸出条件」で統一する。

<sup>7</sup> こうしたリスク調整後の収益率向上が強く求められるようになった背景には、（銀行に対する）投資家からのプレッシャーに加え、自己資本比率規制（リスク・アセット対比で一定の自己資本を求める）の効果も考えられる。

<sup>8</sup> Miller, S. 著 “The Development of the Leveraged Loan Asset Class”（Fabbozi, F.J.編 “Bank Loans: Secondary Market and Portfolio Management” 所収）を参照。

<sup>9</sup> Taylor, A. 著 “Market Standards for Loan Trading in the Secondary Market”（前掲Fabbozi, F.J.編 “Bank Loans: Secondary Market and Portfolio Management” 所収）を参照。

<sup>10</sup> 具体的には、債務者が引受銀行団（シ団）に提供したために、シ団、またはシ団から転々譲渡された現在の債権者が知ることとなった情報は開示対象となるが、現在の債権者が別途入手した情報は開示対象とならない。

<sup>11</sup> シ・ローン形態ではない貸出も、不良債権の売買を中心に、ある程度は見受けられるとされる。

<sup>12</sup> LSTAは、シ・ローンの契約書に添付する、譲渡承諾文言（“form of assignment language”）のひな型を作成している。

<sup>13</sup> 前掲Rhodes, T.編著 “Syndicated Lending” 第1章では、アジア太平洋地域のシ・ローン市場の最近の注目すべき変化点として、「日本国内のシ・ローン市場の拡大」を挙げている。

<sup>14</sup> 日本銀行も、名誉会員として参加している。

マーケット・レビューは、金融市場に関する理解を深めるための材料提供を目的として、日本銀行金融市場局が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行金融市場局 清水（Email: tokiko.shimizu@boj.or.jp）までお知らせ下さい。なお、マーケット・レビューおよび金融市場局ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。

<sup>1</sup> FRB “Flow of Funds Accounts” による。いずれも、2000年9月末。

<sup>2</sup> ただし、シ・ローン組成額の中には、借入枠の設定も含まれており、その全てが貸出として実行されている訳ではない。

<sup>3</sup> 米国におけるシ・ローン組成市場の最近の動向については、“The Biggest Secret of Wall Street ~ Syndicated Lending”（Paine Webber Equity Research, May 14, 1999）が詳しい。また、Rhodes, T.編著 “Syndicated Lending”（2000年、Euromoney Books）では、米国市場を含め、グローバルな観点から最近のシ・ローン市場の動向が概説されている。