

米国シンジケートローン市場の現状および邦銀の取り組み

金融機構局 青木凌、渡邊真一郎

Bank of Japan Review

2022年4月

シンジケートローン（シローン）は、企業にとっては大規模かつ柔軟性の高い資金調達手段として、金融機関にとっては与信リスクをコントロール可能で手数料収入の割合が高いビジネスとして、組成額を伸ばしてきた。特に、米国シローン市場は、手数料規模（フィープール）が大きく、金融機関の重要な収益源となっており、海外ビジネスを拡大する邦銀は、近年、米国シローン市場でのプレゼンスを高めている。邦銀は米国において、シローンを通じて相対貸出よりも多くの低格付先向け与信を抱えているほか、シローンで設定するリボルビングクレジット（コミットメント枠内で借入を随時実施可能）に付随する外貨流動性リスクや、ローン組成から売却までの価格変動リスク・募残リスクが存在する。今後、邦銀は、手数料ビジネスの拡大を企図して、シローンビジネスを継続・拡大していく方向にあり、それらに付随する各種リスクに留意していくことの重要性が高まっている。

はじめに

シンジケートローン（シローン）とは、複数の金融機関がシンジケート団を組成し、一つの融資契約書に基づき同一条件で貸付けを行う協調融資のことで、企業やプロジェクトの資金ニーズに対し、タームローンの貸付けやリボルビング型のコミットメントラインの設定等を行う。また、タームローンの多くは、組成後に金融機関や機関投資家などへ売却された後、それらの間で売買される。

シローンは、企業にとっては大規模かつ柔軟性の高い資金調達手段として、金融機関にとっては与信リスクをコントロール可能で手数料収入の割合が高いビジネスとして、個別相対型貸出や社債発行にはないメリットを有している（図表 1）。

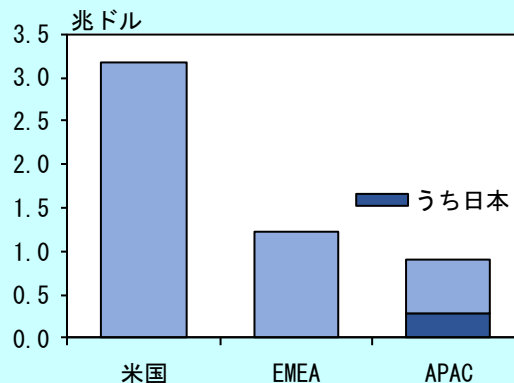
1990年代以降、シローンは、上記のメリットにより注目²され、セカンダリー市場の成長とともに組成額を伸ばしてきた。地域別にみると、シローンの組成額は、米国が突出（図表 2）しており、社債を上回っている。

この間、邦銀は海外ビジネス拡大に際して、相対貸出だけでなく、シローンにも注力しシェア拡大を図ってきた。

【図表 1】シローン組成のメリット

金融機関	<ul style="list-style-type: none"> 組成したローンを市場に売却することで、与信リスクの調整が可能 B/S の使用を抑えた、手数料中心のビジネスが可能
企業	<ul style="list-style-type: none"> 大規模で柔軟性の高い資金調達が可能（特に社債発行が難しい Non-IG 企業に恩恵） 対金融機関の交渉コストの削減 条件画一化による負債管理負担の軽減
投資家	<ul style="list-style-type: none"> 投資先の多様化 変動金利が多く、金利リスクの回避が可能（⇔社債は固定金利が多い） 同一債務者が発行する社債に比べて、弁済順位が高く、担保付きのケースも多いことから、デフォルト率が低く回収率が高い

【図表 2】地域別シローン組成額（2021年）

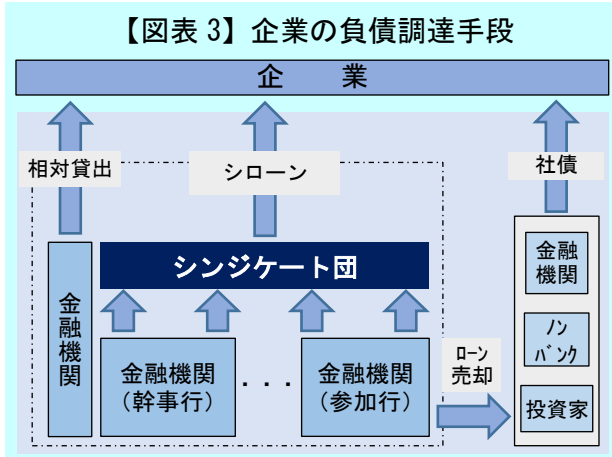


(出所) Bloomberg、全国銀行協会

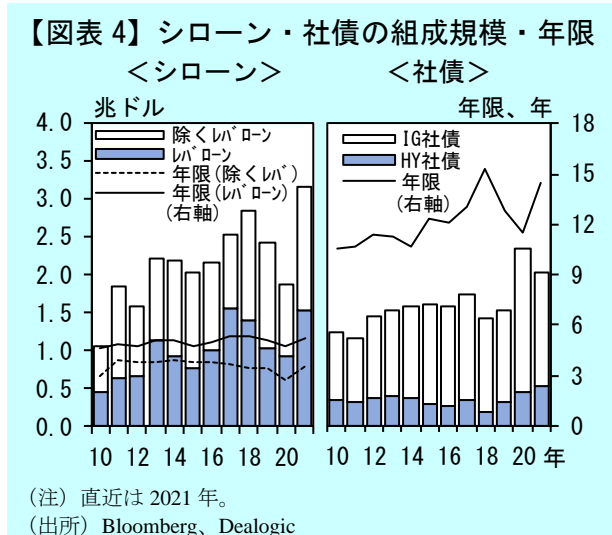
本稿では、手数料規模（フィープール）が大きく、金融機関の重要な収益源となっている米国シローン市場を概観した上で、邦銀の組成行としてのプレゼンスや今後の留意点について論じる。

シローンの仕組み・特徴

企業の負債性資金の調達手段は、主に(A)個別相対型借入、(B)社債発行、(C)シローンによる借入に大別される（図表3）。



シローンは、社債と比較した場合、信用力が低い先・債務比率が高い先への融資であるレバレッジドローン³（レバローン）の比率が約半分と高く、年限が短いという特徴がある（図表4）。また、資金用途はリファイナンスが主となっており、大半は期限の到来を待たずに償還される。相対貸出と比較した場合、融資条件が標準化されていることや、融資内容・実行額などの情報がセカンダリー市場に認知されていることなどから、売却が容易であるという特徴を有する。



（融資タイプ）

シローンには、大きく分けて4つの融資タイプが存在する（図表5）。具体的には①コミットメントライン設定額の範囲内であれば、企業が借入・返済を随時実施できるリボルビングクレジット、②タームローンのうち元本を分割返済する中期ローン（Term Loan A）、③タームローンのうち元本を期日に一括返済する長期ローン（Term Loan B等）、④企業買収等に係るつなぎ融資（ブリッジローン）に大別される。③は Institutional Loan と呼ばれており、組成後、その多くはセカンダリー市場へ売却される。市場に転売された債権は、バンクローンと呼ばれる。

【図表5】 シローンの融資タイプ

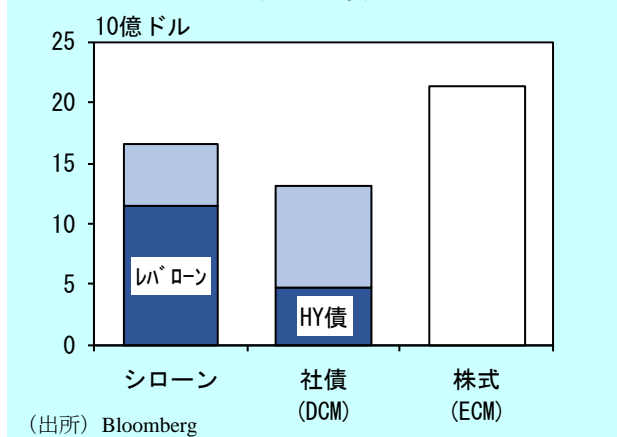
融資タイプ	概要
①リボルビングクレジット	・上限まで借入と返済を適宜行える、いわゆるリボルビング型のコミットメントライン
②Term Loan A	・元本を分割返済する中期ローン ・①と合わせてパッケージ化（Pro rata loan と呼ばれる）され、売却されずに組成行が保有し続けることが多い
③Term Loan B 等 〔Institutional Loan〕	・元本を期日に一括返済する長期ローン ・大半はセカンダリー市場へ売却される ・Institutional Loan と呼ばれる
④ Bridge Facility (つなぎ融資)	・企業買収等の一時的な資金需要に伴うつなぎ融資 ・社債等の長期的な資金調達手段によって借り換えられることが多い

（組成行・投資家のメリット）

シローン組成を行う金融機関は、リボルビングクレジット（①）については、設定されたコミットメントラインに対する手数料収入と、引き出された貸出に対する貸出利鞘による収入を得る。また、Institutional Loan（③）のうち、セカンダリー市場への売却分（バンクローン）については投資家からの売却手数料を、残りの自行保有分⁴については貸出利鞘による収入を得る。リボルビングクレジット（①）は、コミットメントの未使用枠が多いこと、Institutional Loan（③）は組成行が保有せず投資家に売却されるケースが多いことに鑑みると、組成行にとって、シローンは、B/Sの使用を抑えた、手数料収入の割合が高いビジネスといえる⁵。

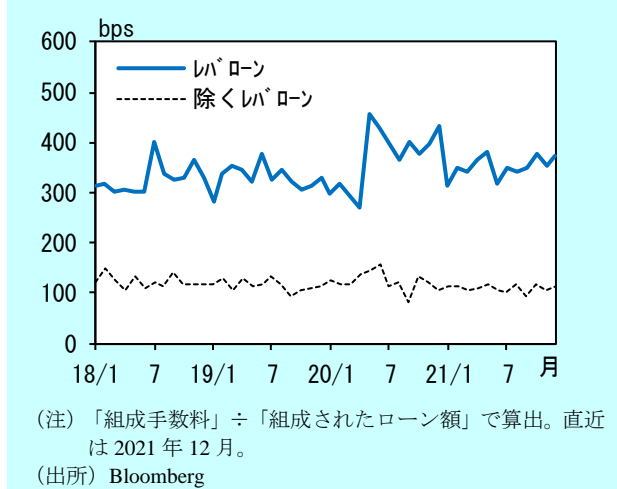
米国において、シローンの組成手数料は、巨大な市場である債券発行業務（DCM）・株式発行業務（ECM）に並ぶ規模であり、金融機関の大きな収益源となっている（図表6・7）。特に、Non-IG向けの手数料が大きいことが特徴である。

【図表6】各プロダクトのフィープール（2021年）



(出所) Bloomberg

【図表7】組成マージン



(注) 「組成手数料」÷「組成されたローン額」で算出。直近は2021年12月。

(出所) Bloomberg

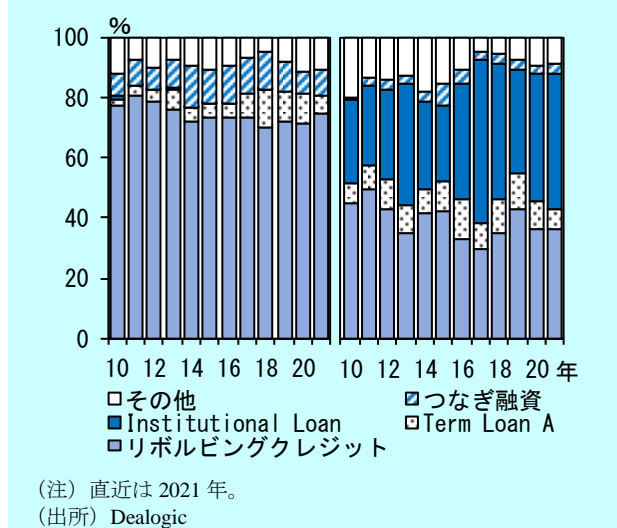
投資家のメリットとしては、投資先の多様化や、変動金利商品であるため金利リスク回避が可能であることに加え、弁済順位・担保が挙げられる。すなわち、バンクローンは一般的に弁済順位が高く、有担保の割合も高いため、同一債務者が発行する社債に比べてデフォルト率が低く、デフォルト時の回収率も高い水準にある⁶（前掲図表1）。

（組成行・投資家が抱えるリスク）

レバローンを除くシローンは、信用力の高い先に対して実行され、リボルビングクレジット①やつなぎ融資④の提供が多く、Institutional Loan③はごく僅少である。一方で、相対的に信用リスクの高いレバローンにおいては、Institutional

Loan③の割合が高くなる（図表8）。なお、リボルビングクレジット①の引出率は20%前後であり、デフォルトリスクが異なる先を比較しても、デフォルト先以外には目立った差はみられない（図表9）。

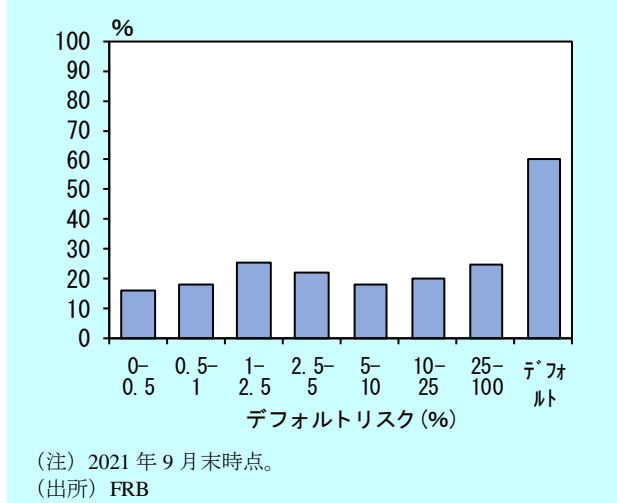
【図表8】融資タイプ別組成額シェア
＜除くレバローン＞ ＜レバローン＞



(注) 直近は2021年。

(出所) Dealogic

【図表9】リボルビングクレジット引出率



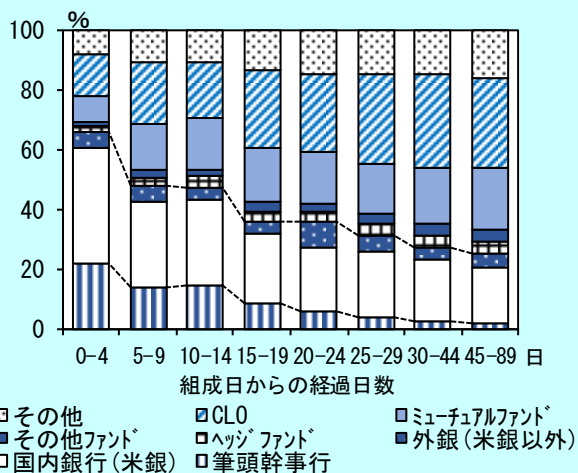
(注) 2021年9月末時点。

(出所) FRB

従って、Institutional Loan③の大半がセカンダリー市場へ売却されることに鑑みると、リスクの低いローンは組成行が保有し、リスクの高いローンの多くはセカンダリー市場を通じて投資家が保有する構図となっている。

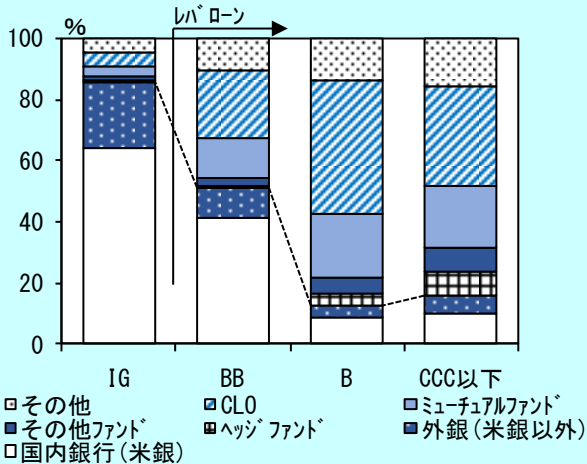
実際に、Non-IG タームローン保有主体の時系列変化をみると、組成時には銀行の保有が多いが、徐々にファンドやCLO⁷のシェアが高くなる（図表10）。また、格付別にタームローンの保有主体をみると、低格付では銀行の保有シェアが低く、ファンド保有やCLOのシェアが高い（図表11）。

【図表 10】 Non-IG ターンローン保有主体シェアの時系列変化



(出所) FRB

【図表 11】 格付別ターンローン保有主体シェア



(注) 2018年12月末時点。

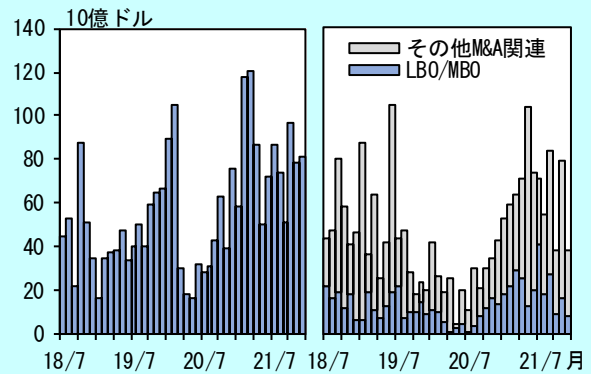
(出所) FRB

前述のとおり、組成行の保有する信用リスクは相対的に抑制されているが、組成したローンを売却する際には、融資実行から債権売却の間の価格変動リスクや、売却不芳に伴う募残リスクが存在する。このほか、急激なリボルビングクレジット引出しに伴う流動性リスクが存在することにも留意が必要である。

また、レバローンの組成・売買市場の過熱感が高まるにつれ、シローン市場全体としてのリスク増加も懸念されている。対象企業のレバレッジ比率の上昇や、財務制限条項が緩和された融資（コベナントライトローン）の割合の上昇など、融資基準の緩和や貸し手のリスクテイクが進んでいることが指摘されている。

特に、2020年下期以降、買収ファイナンス需要の増加や投資家サイドの旺盛な資金供給を受け、Institutional Loan や M&A 関連ローンの組成が急増している（図表 12）。今後、シローンの組成ペースやローンの質に注視が必要である。

【図表 12】 Institutional Loan および M&A 向けシローン組成額 <Institutional Loan> <M&A 向けシローン>



(注) 直近は2021年12月。

(出所) Bloomberg、Dealogic

邦銀の取り組み

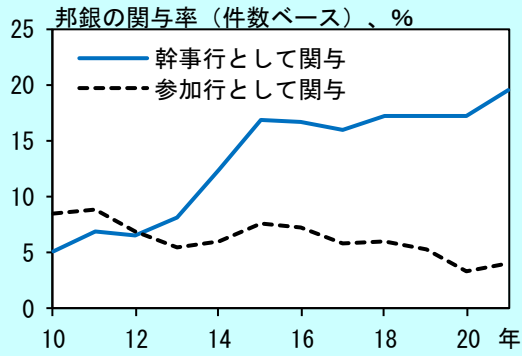
ここまで、米国シローン市場の仕組み・現状をみてきた。以降では、邦銀の同市場における組成行としての位置付け・取り組みをみていく。

(邦銀の市場シェア)

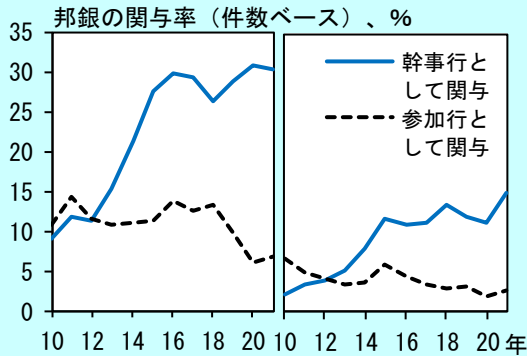
シローン組成額や手数料収入を増加させるためには、まずは参加行 (Participant) として参入して市場における存在感を高め、徐々に幹事行 (Arranger) として関与できる案件を増やしていくことが一般的である。

近年、邦銀は海外ビジネス拡大に際して、相対貸出だけでなく、シローンにも注力しシェア拡大を図ってきた。2010年代初頭には、邦銀の幹事行としての件数シェアは、参加行としてのシェアを下回っていた。その後、邦銀の幹事行としての件数シェアは上昇しており、シローン市場において、幹事行として一定のプレゼンスを持つようになった（図表 13）。組成額でも、米銀以外の金融機関の中で、邦銀のシェアは上昇しており、英銀に並ぶ水準に到達している（図表 14）。ただし、収益性の高いレバローンに限ると、そのプレゼンス・シェアはまだ低い水準にある⁸。

【図表 13】 邦銀のプレゼンス
＜全体＞



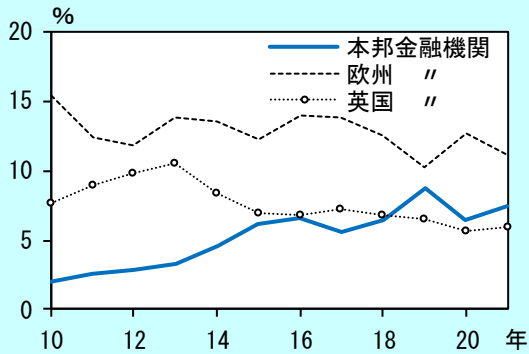
＜除くレバローン＞ ＜レバローン＞



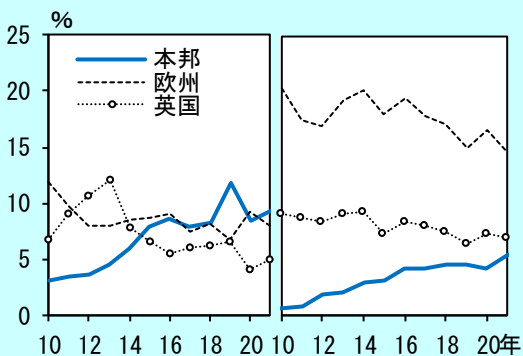
(注) 「邦銀が関与した件数」÷「米国における全件数」で算出。邦銀が幹事行として参加した案件は、参加行として関与には含まない。直近は2021年。

(出所) Dealogic

【図表 14】 各国金融機関の組成額シェア
＜全体＞



＜除くレバローン＞ ＜レバローン＞



(注) 幹事行・参加行としての組成額合計で計算。直近は2021年。

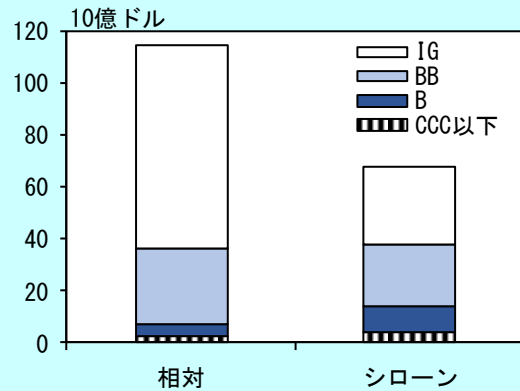
(出所) Bloomberg

(信用リスク)

組成後にセカンダリー市場へ売却されるローン（バンクローン）以外のシローンは、組成行が保有している。邦銀の米州における事業法人向け融資残高をみると、40%程度がシローンであり、相対貸出に比肩する規模でシローンを保有している。

邦銀が保有するシローンにおける Non-IG 比率（非投資適格先への融資の割合）は、相対貸出よりも高い（図表 15）。また、Non-IG 先への融資規模でも、シローンは相対貸出を上回っている。従って、邦銀は相対貸出に比べて、シローンを通じて、より多くの低格付先向け与信を抱えている。

【図表 15】 邦銀の米州における事業法人向け融資額



(注) 2021年9月末時点。集計対象は大手行のうち国際統一基準行。

(出所) 日本銀行

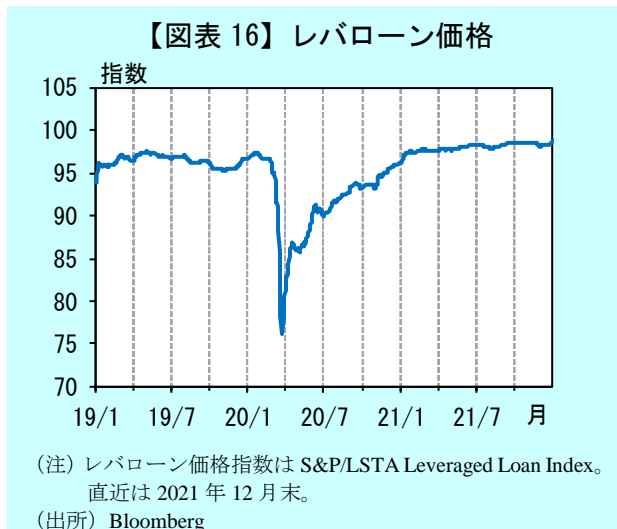
邦銀は、手数料ビジネスの拡大を企図して、シローンビジネスを継続・拡大していく方向にある。ただし、シローン市場全体のリスク増加が懸念される中、自身が抱えるポートフォリオの質・リスクに留意が必要である。

(その他のリスク)

先述のとおり、組成行が抱える一般的なリスクとしては、信用リスクに加えて、リボルビングクレジット引出しに伴う流動性リスク、組成したローンを売却する際の融資実行から債権売却の間の価格変動リスクや、売却不芳に伴う募残リスクが挙げられる。

特に米国でシローンの組成を行い、外貨建てのコミットメントラインを多く抱える邦銀では、コロナ禍において、2020年3～4月を中心に、リボルビングクレジットから多くの融資が実行され、

外貨流動性リスクに直面した^{10,11}。また、同時期には、Institutional Loan の組成額は減少した（前掲図表 12）ものの、この間のセカンダリー市場での価格下落（図表 16）に鑑みると、組成行はローン組成から売却の間に、相応の価格変動リスクを抱えていたと考えられる。



おわりに

シローンは、企業にとっては大規模かつ柔軟性

¹ 様々なタイプのローンの選択・組み合わせが可能である点で柔軟性が高いといえる。

² 藤田研二・菱川功 (2001) 「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」マーケット・レビュー、日本銀行金融市場局 (01-J-3) を参照。

³ 本稿におけるレバレッジドローンは、特に注釈の無い限り、Bloomberg の定義である「①ローン格付：BB+以下（無格付ローンの場合 借り手の格付：BB+以下）、②ローン・借り手ともに無格付の場合 調印時のマージンが LIBOR+175bps 以上で抵当権付き、③エクイティスポンサーが存在、④借入金の主な用途が LBO/MBO/資本再構成/セカンダリー市場でのパイアウトといった条件を 1 つでも満たすシローン」を指す。

⁴ Institutional Loan のうち、バンクローンとして市場へ売却する分と、そのまま自行で保有する分の配分は、各行の裁量となる。

⁵ リボルビングクレジットに関しては、コミットメントの空き枠は契約内容に応じて一定割合を RWA (Risk-Weighted Assets) として計上する必要があるため、RORA (Return on Risk-weighted Assets) ベースでみた収益性は必ずしも高くない。

⁶ バンクローンや社債のほかに、機関投資家がアクセスできるデットファイナンス商品として、ダイレクトレンディングやプライベートデットファンドが存在する。前者は融資先への直接融資、後者は融資先への直接融資を行うファンドを指す。詳しくは、直野未悠・渡邊真一郎 (2022) 「プライベートデットファンドの融資手法 ——ダイレクトレンディングの特徴——」日銀レビュー (22-J-1) を参照。

⁷ CLO はレバローンの証券化商品である。CLO とレバローンの関係については、FSB (2019) “Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralised loan obligations” や、日本銀行金融

の高い資金調達手段として、金融機関にとっては与信リスクを調整可能で手数料収入を得られるビジネスとして、組成額を伸ばしてきた。特に、米国シローン市場は、フィープールが大きく、金融機関の重要な収益源となっている。

海外ビジネス拡大に際してシローンに注力してきた邦銀は、近年、米国シローン市場でのプレゼンスを高めているが、収益性の高いレバローンにおいては、そのシェアはまだ低い水準にある。

シローンは、B/S の使用を抑えた手数料収入の割合が高いビジネスといえる。もともと、邦銀は米国において、シローンを通じて相対貸出よりも多くの低格付先向け与信を抱えている。また、リボルビングクレジットに付随する外貨流動性リスクや、バンクローン売却に伴う価格変動リスク・募残リスクが存在する。

今後、邦銀は、手数料ビジネスの拡大を企図して、シローンビジネスを継続・拡大していく方向にあり、シローンビジネスに付随する各種リスクに留意していくことの重要性が高まっている。

機構局・金融庁監督局 (2020) 「本邦金融機関の海外クレジット投融资の動向 —日本銀行と金融庁の合同調査を踏まえた整理—」日銀レビュー (20-J-4) を参照。

⁸ Non-IG 市場は、PE ファンドなどのスポンサー案件が多いため、幹事行としての地位獲得には、ファンド等のスポンサーとのリレーション強化も必要となる。

⁹ 日本銀行金融機構局・金融庁監督局 (2020) 「本邦金融機関の海外クレジット投融资の動向 —日本銀行と金融庁の合同調査を踏まえた整理—」日銀レビュー (20-J-4) 図表 12 を参照。

¹⁰ 邦銀が直面した当時の状況については、青木凌・安徳久仁理・福島駿介・八木智之・渡邊真一郎 (2021) 「最近の大手行の外貨資金繰り運営 ——新型コロナウイルス感染症拡大の影響を中心に——」日銀レビュー (21-J-12) を参照。

¹¹ このほか、新型コロナウイルス感染症の影響が大きい業種を中心に、運転資金としてのシローン組成が急増した。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・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等に関しましては、日本銀行金融機構局金融第 3 課 (代表 03-3279-1111) までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<https://www.boj.or.jp> で入手できます。