

## 第1回 日本橋ファイナンス・フォーラム

### 「シンジケートローンが企業金融を変える？」

報告者： 蓑田秀策 みずほコーポレート銀行 常務執行役員

コメンテーター： 川本裕子 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授

日 時： 2006年7月14日（金）14:00～15:30

場 所： 早稲田大学日本橋キャンパス・ホール

#### ■ シンジケートローンとは？

シンジケーションとはリスク・シェアリングのことであり、諸外国では「競馬」や「宝くじ」等で一般的な概念である。共同で出資することで、より大きなリスクを取ることができる。シンジケートローンとは、「複数の金融機関で協調融資団を組成し、同一の約定条件に基づき、貸付等の信用供与を行なう手法」と定義される。

#### ■ シンジケートローンの相反する特質

シンジケートローンには、「相対性」と「市場性」という、相反する特質がある。「相対性」とは、お互いがお互いを良く理解しながら契約を行うということ。具体的には、借手の信用力に応じた財務制限条項などの設定を行い、貸手と借手が債権者、債務者として客観的に向き合うことができる。一方、複数の金融機関によってリスク・シェアリングを行う仕組み、且つ譲渡を前提とした取引ということで「市場性」も併せ持つ。市場の需給を反映した価格形成メカニズムも期待できる取引である。

#### ■ わが国の企業金融は特殊か？

わが国の金融資本市場では、2005年末時点で、間接金融の残高が266兆円もある一方で、シンジケートローンを中心とする市場型間接金融の取引額は2005年度26兆円、社債を中心とする直接金融残高は2005年末時点で64兆円となっている。米国と比べると、間接金融に偏り過ぎであり、市場型間接金融と直接金融の規模があまりにも小さい。その原因は、（従来型の）メインバンク制にあると、我々は考えている。

#### ■ 集中リスクを増加させたメインバンク制

1970代の企業金融では、メインバンクがコーポレート・ガバナンスをモニターし、十分に機能していた。その結果、企業情報がメインバンクに集中し、情報の非対称性が発生したため、メインバンクの判断が債権者全体の判断となった。また、株式持合いにより、メインバンクは最大の債権者且つ最大の株主という存在になった。日本的相互依存関係の下、

リスク丸抱えの企業金融モデルが出来上がったのである。株式の含み益が存在したことで、銀行は、1件ごとの取引採算を重視するよりは、総合取引採算を重視するようになった。この結果リスク・リターンの考え方は曖昧となり、さらに個別の貸出においても、長期にわたり貸し続けることで、デットなのかエクイティなのかそれすら曖昧になっていた。メインバンク制のもとでは、貸出残高こそが最重要ポイントだったから、結果として不採算な貸出が一部の企業や業種へ集中、不良債権問題へと繋がっていったのである。

## ■ 従来型企業金融の改革：ソリューションとしてのシンジケートローン

シンジケートローンが発展すれば、企業金融は変わる。シンジケートローンの持つ特徴である「相対性」と「市場性」によって、企業金融の過度な市場化を避けつつ、曖昧性が排除されるようになる。つまり、契約によって企業をモニタリングし、情報開示の進展や格付の浸透によって信用リスクの客観的評価が可能になる。すると、市場による価格形成メカニズムが確立し、リスク・リターンが適正化される。結果的に金融機関のリスク分散能力が向上し、リスク・マネーの供給能力が高まることが期待される。米国でも、90年代初頭に銀行は南米やS&L等の不良債権問題に苦しんでいた。米銀が復活した理由も、シンジケートローンを中心としたリスク分散型のビジネス・モデルへの転換だったのである。

## ■ ローン・トレーディング市場：次のステップ

次のステップとして重要なことは、ローン・トレーディングである。プライマリー市場（シンジケートローン（組成）市場）とセカンダリー市場（ローン・トレーディング市場）は、車の両輪だからだ。セカンダリー市場がないプライマリー市場では、価格が歪みやすい。シンジケートローンが拡大していけば、自ずとセカンダリー市場を作る必要が出てくる。セカンダリー市場が拡大することで、日本にも本格的なクレジット市場が出来上がるのである。みずほコーポレート銀行では、2005年度で5,400億円程度のローン売買を行っており、この市場も拡大しつつある。

## ■ これからどうなるのか（ではなく、どうするのか？）

それでは、これからどうなるのか。いや、これからどうするか。2005～06年の経済・金融市場は、いまや大きな転換点にある。今後、相対借入（純然たる間接金融取引）がシンジケートローンや社債にシフトしていく可能性が高い。その中で、銀行も単なる資金の出し手という役割を脱し、さまざまな企業のリスク分散ニーズを捉え、それを解決する手段を提供する「総合リスク仲介業」への道を歩むべきだと考えている。ローン・トレーディング市場など、多種多様なリスクを取引するクレジット市場が発展し、これらのリスクの移転取引が自由活発に行われるようになれば、日本の産業金融全体の活性化にもつながっていくものと考えられる。

## 【ディスカッション】

報告に続いて、活発なディスカッションが行なわれた。

まず、ローンセカンダリー市場の拡大がプライマリー市場における適正価格の形成にもつながる、という観点において、実務面での課題として、含み損を抱えており、市場売却が困難なローン債権は、市場に出回らずに銀行が保有しつづけるのではないかとの懸念が出された。

これに対して、報告者は、ローン格付が一般に債務者格付と同じであるという現状の問題点を指摘し、担保の有無など、個別のローンごとに条件を勘案し格付が付与されるべきで、個々のローン債権を適正かつ合理的に評価していく必要があると述べた。また一方で、銀行が大量に保有している有価証券においても同様の問題は存在するため、ローンだから売却できない、という理由はないと考えているとの回答であった。

そもそも、ローンの形態の問題というよりは、銀行の与信スタンス（銀行内の営業店の評価手法など）そのものを変えることが重要なのではないかとの意見に対しては、すでに営業店評価とは切り離して銀行がローンを保有する仕組みも試行的に実施しており、銀行の経営管理手法そのものを変えることも厭わないといった、改革への強い意志も示された。

米国のローン・プライシング・コーポレーションのような、ローン価格情報等を参照できるサービスが日本でも必要ではないかとの意見も出された。ただし、現実問題として、銀行側がローンの平均気配値を公表するのは、独占禁止法に抵触する可能性もあり、中立の第三者がサービスの主体にならないと現実的には困難であるという実態も明らかになった。また、報告者より、シンジケートローン市場の取引参加者の行動規範を制定し、公正な取引が行われるよう留意していく必要性についても言及があった。

シンジケートローンの拡大が企業金融を変えるという結論に対しては、賛同する意見が寄せられた。なかでも、客観性、情報開示、透明性の維持、リスク・リターン分析の適正化が必要であるとの主張に対して、それが証券アナリストではなく、銀行員としての主張であることは心強いとの意見もあった。適切なコベナンツ（契約条項）の設定に向けて、現行の会計基準に改善すべき点があるかといった質問もあった。

借入人である企業側ではシンジケートローンをどのように受け止めているか、という質問に対しては、報告者から、三菱商事など、証券市場から資金調達が容易な企業であっても、時間をかけて議論・検証したうえでシンジケートローンの有用性を認め、定期的に組成していく方針を明示している事例を挙げ、企業側にとっても日本に正常なクレジット市場を育てることが重要であることが改めて強調された。

(以 上)