

(調査研究報告書)

保険会社とシンジケート・ローンに関する研究

藤原 賢哉(神戸大学大学院経営学研究科・教授)

1. はじめに

日本銀行の大規模な金融緩和の影響を受けて、地方銀行や生命保険会社の中には、従来の国債運用に替えて、大型の協調融資案件(シンジケート・ローン)を増やしているとの報道がある。例えば、日本生命は、インドネシア輸出入銀行(ドル建て)、米国穀物メジャーのブンゲ社(円建て)向け協調融資に、それぞれ参加することを表明しており、また、地方銀行に関しても、地元経済の資金需要が低下する中で、ポートフォリオの多様化や劣後ローンにおける利鞘確保を目指して、シンジケート・ローンに積極的であるとされている。一方、かんぽ生命に関しても、2007年の民営化直後から、収益源の多様化をめざすという理由の下で、協調融資(シンジケート・ローン)での運用が認められている。

ところで、一般に、保険会社や地方銀行は、メガバンク等に比較すると、貸出先企業に関する個別の情報が豊富ではないため、シンジケート・ローンを組成する場合も、アレンジャーではなく、単なる貸し手の一人として参加するケースが多い。従来のシンジケート・ローンに関する研究も、アレンジャーと借り手企業との関係等に着眼した研究が多く、既存のメインバンクがアレンジャーとなるケースが多いかどうか、また、アレンジャーの融資比率が他の参加者に比べて高いかなどの議論がなされている。

これに対して、本稿では、アレンジャーと借り手企業との関係ではなく、シンジケート・ローンの参加者に注目して分析を行うことにしたい。具体的には、生命保険会社が貸し手として参加した案件に焦点を当て、生命保険会社がシンジケート・ローンに参加する場合の組成構造上の特徴、市場での評価等について考察を行う。

シンジケート・ローンのデータに関しては、トムソン・ロイター社の **Thomson One Investment Banking** に依拠した。トムソン・ロイター社は、シンジケート・ローンに関して包括的にデータを収集・提供している情報ベンダーであり、本データベースには、締結の発表日、実施日、借入期間、借入金額、借入条件、借入目的、関係金融機関名(アレンジャー、ブックランナー、貸手参加機関等)等の情報が収録されている。

本稿の構成は以下の通りである。まず、第2章では、わが国シンジケート・ローン市場の概要について述べるとともに、既存の学術研究について紹介する。第3章では、

保険会社(かんぽ生命含む)が関与したシンジケート・ローンの案件をリストアップし、近年の傾向(件数、ローン契約の条件)、組成構造上の特徴、決定要因、株式市場での評価等について実証的な分析を行う。

2. シンジケート・ローンの概要と既存研究

2.1. わが国におけるシンジケート・ローン市場の概要

2.1.1. 市場規模の推移

わが国におけるシンジケート・ローン市場は、2000年当初はその組成残高が20兆円程度であったものの、2016年12月末には72兆円に達している(全銀調べ)。図1は、シンジケート・ローンの残高の推移をグラフ化したものであるが、リーマンショック等の影響もあり、2010年～2011年にかけては、一時的にローンの市場残高が減少したものの、その後は、順調に回復してきており、わが国でも、一般的な資金調達手段として認知されつつある¹。

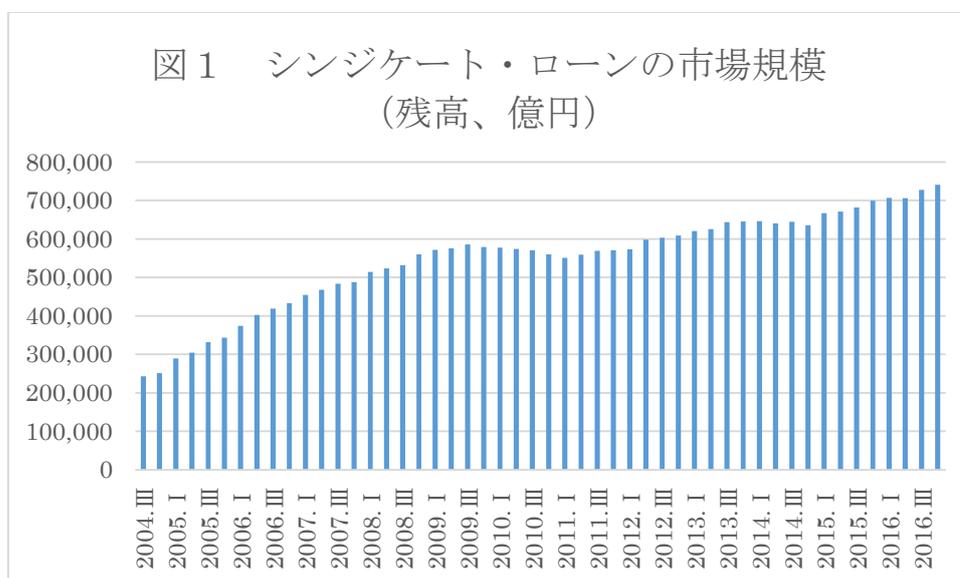
また、わが国のシンジケート・ローン市場の特徴として、借り手が、大企業だけではなく、中堅・中小企業も多いということを指摘しておく必要がある。中堅・中小企業の場合、借り入れの規模がそれほど大きくないため、残高ベースで見ると大企業以下ではあるが、組成件数ベースではこれらの企業が大きなシェアを占めている。

シンジケート・ローンが普及してきた背景には、金融機関側の要因としては、BIS規制に伴うリスクアセットの圧縮・手数料収入の確保というニーズ拡大という要因が考えられる。シンジケート・ローンは、幹事行(アレンジャー)がシンジケート・ローンの組成事務を行い、他の金融機関に融資参加を求めるものであり、これは、アレンジャーにとっては、従来の100%自行が融資していたものを他行の融資参加を求めることで自行の融資額(リスク)を圧縮するとともに、手数料(アレンジャー・フィー)を確保することを可能にしている。一方、幹事行以外の一般参加の金融機関(地方銀行や生保等の機関投資家)にとっては、地元の地域経済の低迷、預貸率の低下、国債等の市場運用難を背景として、メガバンク等の幹事行が主導するシンジケート・ローンに参加することで、収益源や貸出先ポートフォリオの多様化を図りたいとの意図がある。

また、借り手企業側にも、社債発行等の他の資金調達に比べて、シンジケート・ローンは、決算報告、外部格付けの取得、目論見書の作成等の事務コストが不要であり、

¹ ここでのシンジケート・ローンの数字は、あくまでも国内企業を対象としたものである。したがって、海外のシンジケート・ローン案件に対して邦銀がアレンジしているケース等は含まれていない。

伝統的な融資に比べても、個々の金融機関ごとに個別の審査を受けなくてもよい(幹事主催の「バンクミーティング」の実施)というメリットがある。



データ出所) 全国銀行協会

2.1.2. シンジケート・ローンの仕組み

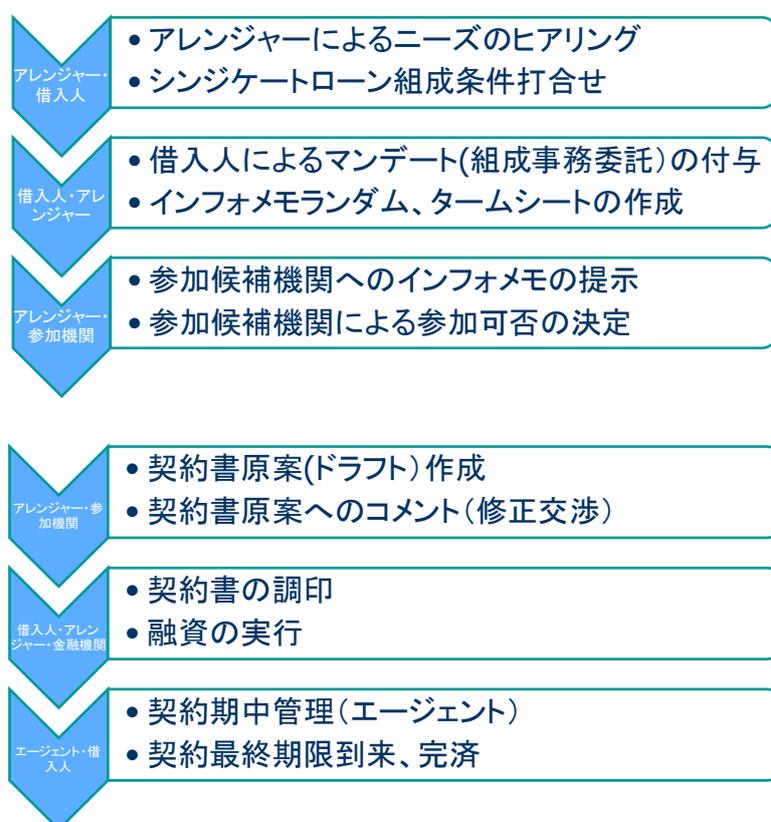
シンジケート・ローンとは、企業の資金調達に際して、アレンジャーと呼ばれる幹事金融機関が複数の金融機関を集めて協調融資団(シンジケート団)を組成し、ひとつの融資契約書に基づいて、同一条件で融資を行う手法を指す。通常、シンジケート・ローンは、借り手企業、アレンジャー、エージェント、参加金融機関、から構成されており、表1のような流れでローンの組成が行われる。

このうち、アレンジャーの業務については、融資契約書調印までの業務が該当し、借り手企業の資金調達ニーズに関するヒアリング、貸出条件の設定(「タームシート」の作成)、参加行の招聘、契約書の作成、参加行への情報提供(「インフォメーション・メモランダム」の作成)が行われる。また、ターム・シートには、融資の金額、形態(コミットメントローン、タームローン)、組成方式(アンダーライト型、ベスト・エフォート型)、融資期間、金利、担保、資金用途、手数料率、弁済方法、財務制限条項、担保制限条項、期限の利益喪失(早期弁済)の事由、貸付人の意思結集方法(融資条件の変更、デフォルト時の対応など)、相殺(預金と債権等との相殺)、譲渡、等の項目が含まれており²、伝統的な融資の形態に比べて、平等性、譲渡を前提としているという意味で、社

² アンダーライト型とベストエフォート型とは、社債に関する用語と同じであり、前者は引き受けリスクがあるが、後者にはベストエフォート型には引き受けリスクがない。また、担保や金利については、個別の詳細については不明であるが、わが国では、無担保

債に近い³。また、インフォメーション・メモランダムについては、借入人の事業内容や財務状況、守秘義務に関する覚書であり、借り手・アレンジャーから参加金融機関への情報提供の具体的手段として位置づけられる。一方、エージェントの業務は、融資契約調印後の業務であり、貸出実行、貸出実行後の債権管理、弁済金の受領と貸付人(シンジケート団)への分配、当事者間の合意が必要な場合の調整等がこれに該当する。通常は、アレンジャーを務める金融機関がエージェントを兼ねている。

表1 シンジケート・ローン組成の流れ



2.2.既存研究

ところで、このようなシンジケート・ローンの拡大は、企業金融ないしは金融市場全体からは、どのように評価すれば良いのであろうか。シンジケート・ローンは、ローン市場の規格化・標準化を通じて貸出市場の流動性を高め信用市場を拡大させる。また、貸し手のポートフォリオ多様化・分散化を促進する、特定の銀行へのリスクの集中を緩和

無保証、変動金利タイプが多いといわれている。

³ 契約書は、JSLA(日本ローン債権市場協会)による契約書がひな型になっている。

する、などのメリットが強調されている。

しかしながら、その一方で、シンジケート・ローンは、借り手・貸し手間の情報の非対称性の問題をより複雑化する可能性がある。具体的には、借り手企業に関する情報を、これまで取引関係(融資関係)のなかった参加金融機関に対してどのように伝達するのかという問題であり、情報の非対称性の程度は、シンジケート・ローンの組成構造に影響を及ぼすことが予想される。

また、借り手企業に関する情報の非対称性が大きい場合、通常、社債等の発行は困難であり、ローン締結のアナウンスメントは、借り手企業に関する情報を持つ(共有する)金融機関による一種のシグナルとして機能する可能性がある。

2.2.1. 情報の非対称性と組成構造

Sufi(2007)は、シンジケート団の間の情報の非対称性が、シンジケート・ローンの組成構造にどのような影響を及ぼしているのか、あるいは、組成構造によって情報の非対称性の問題が緩和されるのかについて、米国のデータ(Loan Pricing Corporation,1992-2003 年、約 12000 件)を用いて実証研究を行っている。この論文では、1)アレンジャーが自ら融資することによる信頼性の確保(いわゆる bonding 効果)、2)借り手に近い(close)金融機関が参加行として融資することによる非対称性の緩和、3)アレンジャーとしての名声・評判効果、4)借り手の評判効果、について検証しており、被説明変数として、アレンジャーの融資比率、集中度(ハーフィンダール指数)、参加行の数、アレンジャーの数(複数アレンジャー)、説明変数として、借り手企業が上場企業であるかどうか、格付けの有無(公開企業の格付けあり、公開企業で見格付け、非公開企業の 3 分類)、売上、組成金額、満期の長さ、資金使途(運転資金、設備資金)、優先劣後構造を、説明変数とした回帰分析を行っている。

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

また、藤原(2010)では、わが国におけるシンジケート・ローンのデータ(2001 年 1 月から 2008 年 12 月まで)を分析対象として同様の分析を行い、わが国では、1)シンジケート・ローンのアレンジャー業務は既存のメインバンクが行うケースが多いこと、2)これまで借入企業と取引関係のなかった金融機関がシンジケート・ローンに参加するケースが多く見られること、3)アレンジャーと参加行の間の情報格差の問題については、非上場企業ほどアレンジャーの融資シェアが高いなど、アレンジャーの融資シェアが参加行に対する一種のシグナルとして情報の非対称性を緩和する方向で機能していた可能性があることを見出している。

2.2.2. ローン・アナウンスメントと株価反応

Mikkelson and Partch(1986)、James(1987)は、1970年代半ばから1980年代半ばのアメリカにおけるローン・アナウンスメントを分析対象とする研究であり、いずれも、ローン締結のアナウンスメントが、当該企業の株価にプラスの超過リターンをもたらしたことを示している。Lummer and McConnell(1989)は、同様の時代のアメリカの事例について、ローン・アナウンスメントの内容を、「新規(initiations)」と「更新(renewal)」とに分け、その違いによって株価の反応が異なってくるか検証している。結果は、「更新(renewal)」の方が統計的に有意な正の超過リターンをもたらす(「新規(initiations)」はプラスであるものの有意ではない)というものであり、このことから、ローンの更新というニュースの方が、企業と銀行のリレーションシップの価値をより強く反映していると解釈している。しかし、Slovin, Johnson, and Glascock(1992)、Best and Zhang(1993)では、主に1980年代のアメリカのケースを対象として、Lummer and McConnell(1989)と同様の分析を行い、「新規(initiations)」と「更新(renewal)」で株価に与える影響にあまり差がない(両方共プラスの影響)ことを見出している。Fields, Fraser, Berry, and Byers(2006)は、これらの研究結果を受けて年代別の分析を行い、1980年代と1990年代で「新規(initiations)」と「更新(renewal)」のニュースの効果に違いがあると主張している。アメリカ以外の国では、Aintablian and Roberts(2000)、Fery, Gasborro, Woodliff, and Zumwalt(2003)が、それぞれ、カナダ、オーストラリアに関して分析を行っている。前者の分析は「新規」と「更新」に加えて「再構築(restructuring)」について検証し、「更新」と「再構築」に関してプラスの反応が顕著であることを見出している。また、後者では銀行との顧客関係を「単一(single)」が「複数(multiple)」か区別して検証し、「単一」ケースの方がプラスの効果が大きいとしている。その他にも、ローン・アナウンスメントの銀行の株価への影響や企業の債券価格に及ぼす研究等が行われている(Waheed and Mathur(1993))。

2.2.3. その他

Ivashina and Scharfstein(2010)は、金融危機との関連で、シンジケート・ローンの持つ「信用循環(Credit Cycle)」に関して分析を行っている。シンジケート・ローンでは、情報の非対称性の問題が、既存の貸し手と借り手の間だけではなく、アレンジャー(既存の取引銀行)と新規のシンジケート・ローン参加者の間でも存在することから、信用供与の波が拡大される可能性がある。例えば、景気後退時に企業の担保価値が減少し、貸し手のモニタリングコストが潜在的に増加した時に、銀行の自己資本が小さ

いと、(従来から取引関係のある銀行よりも)シンジケート・ローン参加者の方がより貸出額を減少しようとするであろう。この結果、(従来から取引関係にある)アレンジャーの融資比率が高まると考えられる。同様の事柄は、自己資本比率規制を回避するために(手数料確保のために)、従来の伝統的貸出よりもシンジケート・ローンを選択するケースでも起こりうる。

Ivashina and Scharfstein(2010)では、1990年1月から2009年6月までのシンジケート・ローンのデータ(5436件)をサンプル対象とし、シンジケート・ローンの総額と主幹事(lead arranger)の融資比率の間で負の相関(-0.67)を見出し、また、主幹事融資比率を被説明変数とする回帰分析では、金融逼迫度の指数(credit tightening)の係数が正で有意であることを確認している(とりわけ2004年から2009年までの間で有意度が高くなっている)。金融逼迫度が高い時に主幹事の融資比率が高いことは、金融逼迫の原因となっている経済ショックがシンジケート・ローン参加者に大きな影響を与えていると解釈できる。

藤原(2012)でも、同様の問題意識から日本のシンジケート・ローン市場に関して分析を行い、1)シンジケート・ローンのアレンジャーの融資シェアと資金繰りインデックスとの間で関係が存在するか、2)シンジケート・ローン(件数)、資金繰りインデックス、銀行株価指数の3つの変数の間でアレンジャーの意味で相互依存関係が存在するかどうか、また、存在するとして、そのインパクトはどの程度か(インパルス応答関数、分散分析)について実証分析を行った。結果は、シンジケート・ローンの指標(アレンジャーの融資比率、件数)と資金繰り指数、および銀行株価の間で相関関係(および因果関係)が観察されるというものであり、わが国でも「信用循環」があったとの見方と整合的な結果を得ている。

3. 保険会社とシンジケート・ローンに関する実証分析

3.1. 生命保険会社と企業貸付け

本稿の冒頭でも述べたように、昨今の金融環境のもとでは、低金利のため国債等の運用で、収益を確保することが困難になっており、地方銀行や生命保険会社等では、海外も含めた大型の協調融資(シンジケート・ローン)に参加するケースが増えているといわれている。そこで、生保等の参加するシンジケート・ローンの案件等について分析する前に、生保業界全般およびかんぽ生命の貸出業務の概要について見ておくことにしよう。

表2は、生命保険業界(加盟41社)全体の貸付資産の構成(2017.3末)を示している。

表2 生命保険業界全体の貸付け資産の構成

区 分	金 額	(単位 百万円)	
		構成比	前年対比
保険約款貸付	3,001,625	8.6	97.8
契約者貸付	2,721,574	7.8	98.1
保険料振替貸付	280,036	0.8	95.3
一般貸付	31,985,294	91.4	94.8
企業貸付	27,798,545	79.5	94.4
国・国際機関・政府関係機関貸付	231,147	0.7	98.3
公共団体・公企業貸付	1,931,163	5.5	101.2
住宅ローン	1,251,057	3.6	93.8
消費者ローン	646,537	1.8	91.6
その他	126,821	0.4	104.1
合 計	34,986,926	100.0	95.0
(うち非居者貸付)	(2,419,153)	(6.9)	(98.5)

出所)生命保険協会

契約者貸し付けを除く一般貸付の残高は、約 32 兆円であり、有価証券の保有残高(約 300 兆円)の 1/10 程度である。一般貸付のうち、企業貸付け、国・国際機関・政府関係機関貸付け、公共団体・公企業貸付けの中に、シンジケート・ローンが含まれると考えられるが、具体的な数字等については公表されていない。企業貸付けに関しては、従来型の相対融資等も含まれているのではないかと想像される。

一方、かんぽ生命に関しては、契約者貸し付けを除く一般貸付の残高は、8.8 兆円(有価証券全体の保有残高は 64 兆円)あるが、そのうち、管理機構(旧簡易生命保険勘定)への貸付金が、項目上、中小企業への貸付けとして計上されており、それを除くと、企業、国・国際機関・政府関係機関貸付け、公共団体・公企業貸付けの金額は、8000 億円程度である。

表3 かんぽ生命の貸付資産の構成

(単位：百万円)

区 分	平成25年度末	平成26年度末	平成27年度末
保険約款貸付	54,271	74,097	95,629
契約者貸付	54,270	74,096	95,628
保険料振替貸付	0	0	1
一般貸付	10,966,313	9,903,247	8,882,807
(うち非居住者貸付)	(-)	(-)	(-)
企業貸付	10,462,147	9,370,103	8,293,303
(うち国内企業向け)	(10,462,147)	(9,370,103)	(8,293,303)
国・国際機関・政府関係機関貸付	-	-	-
公共団体・公企業貸付	504,165	533,144	589,504
住宅ローン	-	-	-
消費者ローン	-	-	-
その他	-	-	-
合 計	11,020,585	9,977,345	8,978,437

(注) 管理機構(簡易生命保険協定)への貸付金は、日本銀行調査統計局が定める「金融統計調査表の記入要領」の業種別貸出金調査表の業種分類一覧表において、「金融・保険業」に区分されているため、「企業貸付」に計上しています。

(単位：件、百万円、%)

区 分	平成25年度末		平成26年度末		平成27年度末		
	貸付先数	占率	貸付先数	占率	貸付先数	占率	
大企業	貸付先数	41	93.2	45	90.0	41	87.2
	金額	243,210	2.3	255,110	2.7	220,410	2.7
中堅企業	貸付先数	-	-	-	-	-	-
	金額	-	-	-	-	-	-
中小企業	貸付先数	3	6.8	5	10.0	6	12.8
	金額	10,218,937	97.7	9,114,993	97.3	8,072,893	97.3
国内企業向け貸付計	貸付先数	44	100.0	50	100.0	47	100.0
	金額	10,462,147	100.0	9,370,103	100.0	8,293,303	100.0

(注1) 管理機構(簡易生命保険協定)への貸付金は、日本銀行調査統計局が定める「金融統計調査表の記入要領」の企業規模別区分に基づき「中小企業」に区分しています。

(注2) 業種の区分は以下のとおりです。

(注3) 貸付先数とは、各貸付先を名寄せした結果の債務者数をいい、貸付件数ではありません。

出所)かんぽ生命

3.2.かんぽ生命等が関与した案件

表4は、かんぽ生命、および、ゆうちょ銀行が関与したシンジケート・ローンについてまとめたものである。データの出所は、トムソン・ロイターのシンジケート・ローンに関するデータベースから抽出したものであり、両者が参加した案件すべてが含まれているかどうかについては、確認することはできない(あくまでもトムソン・ロイター調べでの情報)。

表4 かんぽ生命・ゆうちょ銀行の参加シンジケート・ローン一覧

借入人	所在地	ローン締結発表日	ローン総額(百万ドル)	アレncyア	参加金融機関
川崎市	日本	12/15/14	84.83	横浜銀行	横浜銀行 三菱東京UFJ銀行 東日本銀行 セシサ川崎農業協同組合 ゆうちょ銀行 城南信用金庫 川崎信用金庫 りそな銀行 世田谷信用金庫 芝信用金庫 新生銀行 三井住友銀行 東京都民銀行 Yachiyo Bank Ltd 横浜信用金庫
住友商事	日本	12/10/14	254.43	三菱東京UFJ銀行 みずほ銀行 三井住友銀行 ゆうちょ銀行 北洋銀行	三菱東京UFJ銀行 みずほ銀行 三井住友銀行 ゆうちょ銀行 北洋銀行
日本通運	日本	11/01/10	356.04	みずほ銀行 みずほコーポレート銀行 三井住友銀行	みずほ銀行 みずほコーポレート銀行 三井住友銀行 朝日生命保険相互会社 かんぽ生命保険 広島銀行 秋田銀行 大阪信用農業協同組合連合会 JA岐阜信連 十六銀行 日本生命保険相互会社 愛知県信農連 住友生命保険相互会社 太陽生命保険 東京都民銀行 三井生命保険 富崎銀行 静岡県信用農業協同組合連合会 京都農業協同組合 青森銀行 茨城県信用農業協同組合連合会 伊予銀行 京業銀行 中国銀行 東邦銀行 JAバンク佐賀信連 荘内銀行 徳島銀行 大分県信用組合 山梨県信用農業協同組合連合会 畜園生命保険相互会社 三菱東京UFJ銀行
キリンホールディングス	日本	09/01/08	92.76	三菱東京UFJ銀行	かんぽ生命保険
住友商事	日本	08/01/13	220.18	三井住友銀行 三菱東京UFJ銀行	三井住友銀行 三菱東京UFJ銀行 かんぽ生命保険 第四銀行 京業銀行
ジョンソンコントロールズ	米国	06/10/15	301.55	三菱東京UFJ銀行	三菱東京UFJ銀行 七十七銀行 青森銀行 千葉銀行 中国銀行 大同生命保険 第三銀行 東日本銀行 北陸銀行 百十四銀行 伊予銀行 ゆうちょ銀行 京業銀行 武蔵野銀行 日本生命保険相互会社 秋田銀行 四国銀行 ソニー銀行 大光銀行 栃木銀行 山形銀行
相模原市	日本	03/18/15	24.97	横浜銀行	横浜銀行 津久井郡農業協同組合 ゆうちょ銀行 三井住友銀行 Yachiyo Bank Ltd
住友不動産	日本	03/01/11	605.70	三井住友銀行	三井住友銀行 かんぽ生命保険
東京都	日本	03/01/10	276.23	三菱東京UFJ銀行	三菱東京UFJ銀行 ゆうちょ銀行
阪急阪神ホールディングス	日本	02/04/15	102.40	三井住友銀行	三井住友銀行 ゆうちょ銀行
三菱UFJリース	日本	02/01/12	247.04	三菱東京UFJ銀行	三菱東京UFJ銀行 ゆうちょ銀行
川崎市	日本	01/16/17	61.32	横浜銀行	横浜銀行 三菱東京UFJ銀行 東日本銀行 セシサ川崎農業協同組合 ゆうちょ銀行 城南信用金庫 川崎信用金庫 みずほ銀行 りそな銀行 三井住友銀行 Yachiyo Bank Ltd 横浜信用金庫

トムソン・ロイターのデータより筆者作成

全体で 12 件(うち銀行参加が 8 件、かんぽ生命参加が 4 件)であるが、この表からは、借り手は、自治体が多いことが読み取れる。また、いわゆる上場している大企業が多く、かなり安全性を重視した運用になっている。シンジケート・ローンに関しては、上述したように、アレンジャーと参加金融機関との情報の非対称性という問題があるが、この表にあるような借り手に関しては、これらの問題はおそらく小さいと考えられる。

3.3.シンジケート・ローンの組成構造の分析

次に、生命保険会社が参加したシンジケート・ローン案件をサンプル対象として、1) 借り手企業の属性、2) 借入・契約条件の特徴、3) 参加金融機関間の特徴(アレンジャー、借り手企業、貸し手生保との関係性)、の3つの点について考察する。

その前に、生命保険会社が関与(参加)したシンジケート・ローン案件の推移について見ておくことにしよう。2012年4月1日から2017年3月30日までの5年間をサンプル対象期間としたとき、国内の生命保険会社が関与(参加)したシンジケート・ローンの案件(借り手は海外含む)は、全部で93件であり⁴、うち日本の上場企業が借り手である場合は64件であった。また、期間別にみると、日本銀行がいわゆる「マイナス金利」政策を導入した2016年2月以降の案件(国内の生命保険会社が関与した案件)数は、32件であった。つまり直近の1年間に案件の1/3が集中しているという意味で、生保のシンジケート・ローンは、マイナス金利以降、増加傾向にあると言える。

以下、最近5年間に生命保険会社が関与(参加)した93件のうち、参加金融機関や借り入れ条件等の詳細が判明した50件について⁵、詳しく見ていくことにする。

1) 借り手企業の属性

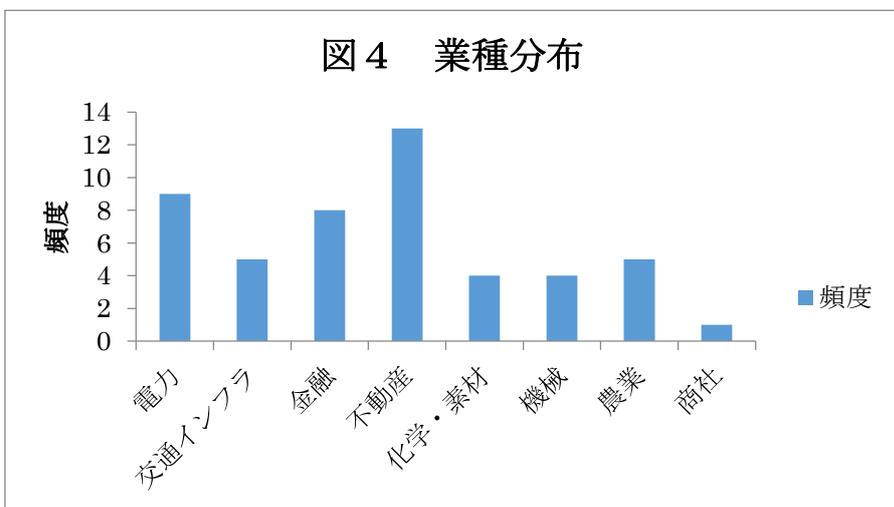
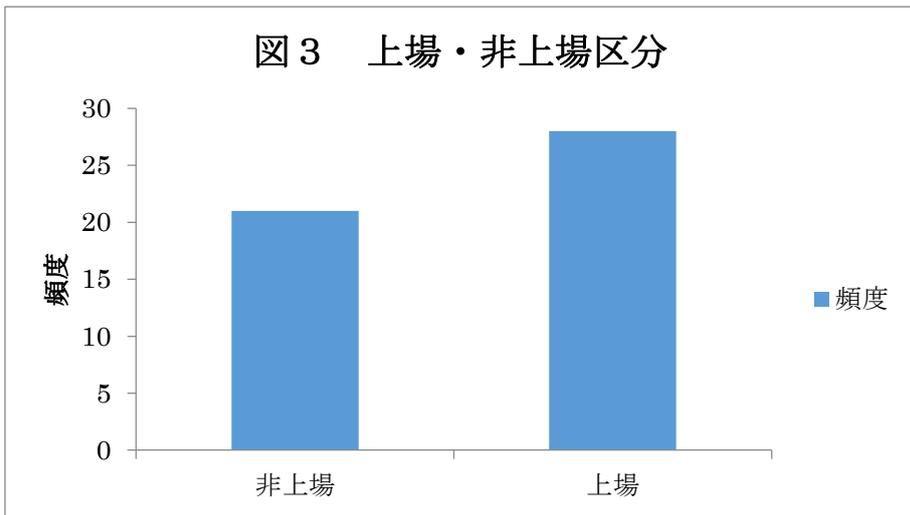
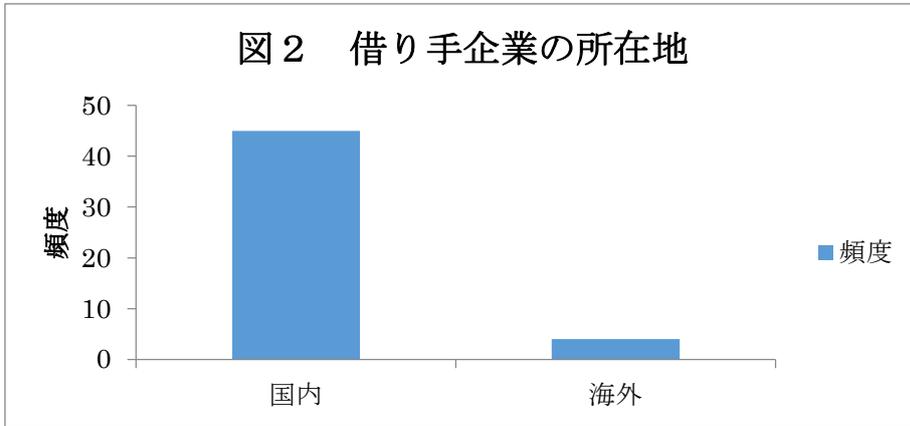
図2～図4は、借り手企業等(自治体・公団体等も含む)の所在地(国内・海外)、上場区分(上場・非上場)、業種分布についてまとめたものである。まず、借り手企業等の所在地に関しては、国内がかなり多い。また、上場・非上場の区分では、上場企業が多いものの、自治体や非上場企業(海外子会社等含む)も対象となっているためか、非上場も半分弱程度あることがわかる。最後に、借り手企業等の業種については、社会インフラ系(電力、交通インフラ)、金融、不動産が多く、これらの業種では、多額の資金を一度に必要とすることから、生保等が参画するのではないかと想像する。

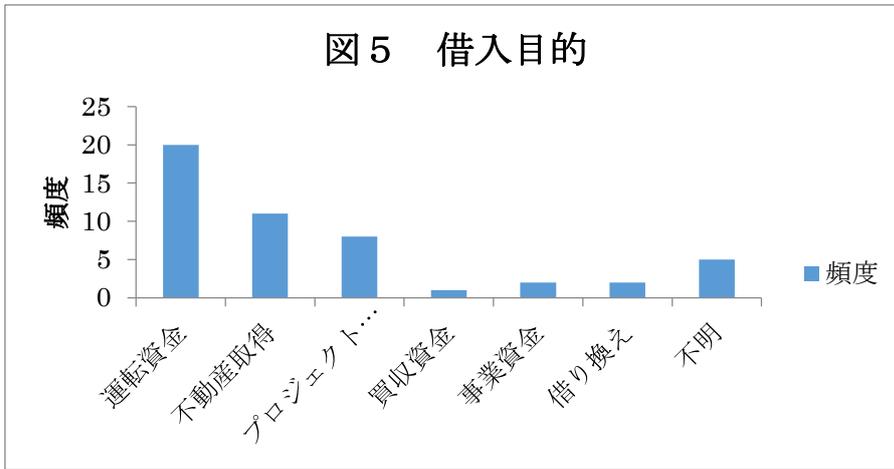
図5は、借り手企業等の借入目的をまとめたものであるが、「運転資金」との回答が多

⁴ ちなみに当該期間中の世界全体のシンジケート・ローンの案件数は85338件、日本企業が借り手となった案件数は12439件である。

⁵ トムソン・ロイターのデータベースには、貸し手金融機関等の明細が記載されているものとそうでないものがあり、以下では、分析の目的上、詳細なデータが取れる案件のみを分析対象としている。

いものの、不動産取得やプロジェクトファイナンス(おもに電力系のプロジェクト)という回答も多く、業種の分布とは、ある程度整合的であるように思われる。

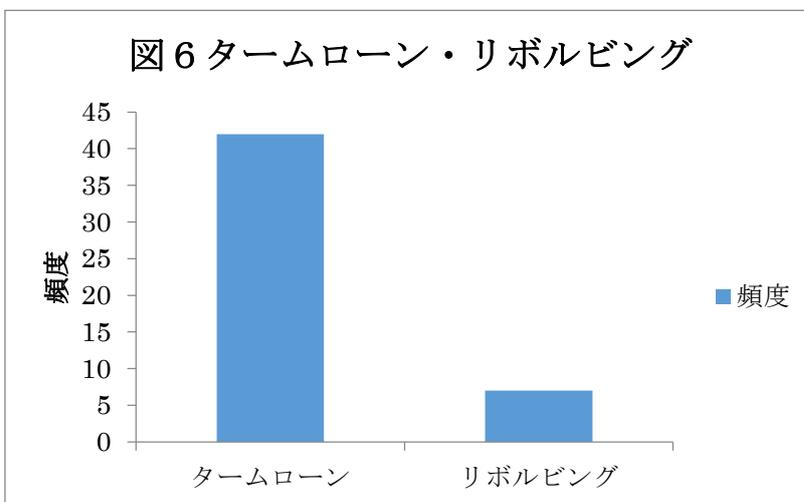


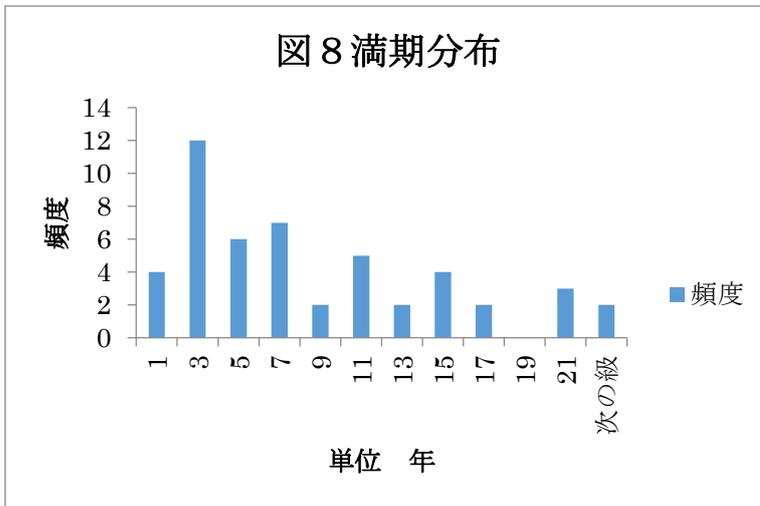
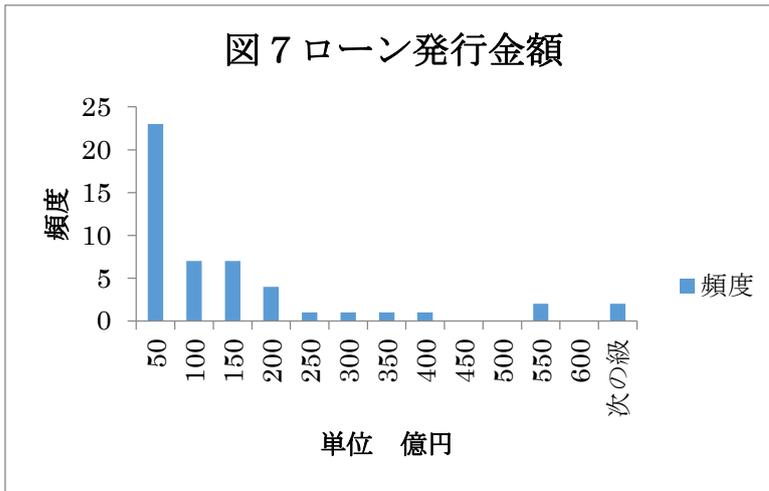


2) 借り入れ条件等

次に、借り入れ条件等について見てみよう。借り入れ条件に関しては、タームローンとリボルビングローンの区別、ローンの発行金額、満期の3点について、その割合・分布等を調べている(図6～図8)。

まず、タームローンとリボルビングローンの区別については、タームローンである場合が圧倒的に多い(図6)。ローンの発行金額に関しては、50億円未満がかなりの比率を占めているが、中には、500億円以上のものも何件か存在する(図7)。一方、満期については、かなりのばらつき(1年から20年以上のものまで)があり、借り手や貸し手(参加金融機関)のニーズに合わせて、かなり柔軟(カスタムメイド)に、ローンの組成が行われているとの印象を受ける(図8)。なお、金利等の条件については、データベース上ほとんど記載がなく、その実際の数字等について把握することはできなかった。

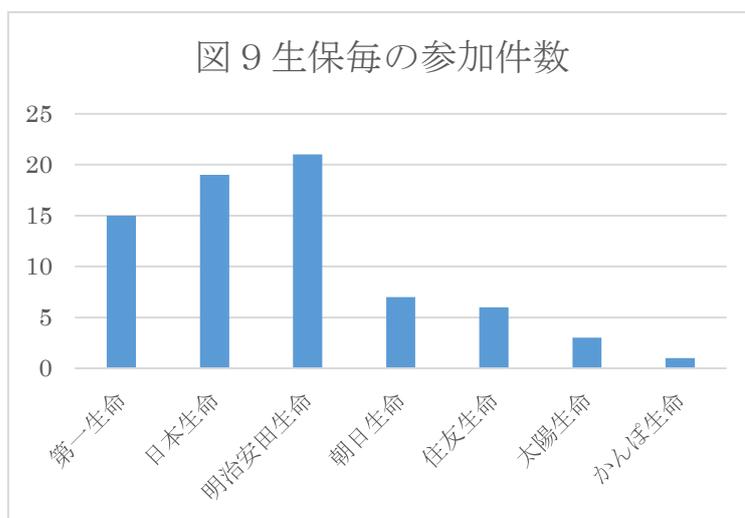




3) 参加金融機関間の特徴(アレンジャー、借り手企業、貸し手生保との関係性)

以下では、借り手企業とアレンジャーの関係、アレンジャーと参加生保との関係、借り手企業と参加生保との関係、の3つの観点から考察することにする。

まず、借り手とアレンジャーとの関係については、既存の先行研究の通り、「アレンジャー＝借り手金融機関のメインバンク(主要取引銀行)」であることがわかった。次に、アレンジャー銀行と参加生保との関係については、いくつかのパターンに分かれるように思われる。具体的には、第一生命と日生の場合は、特定のアレンジャーとの結びつきが弱く、異なるメガバンクがアレンジャーであっても参加しているケースが多く見受けられた。一方、明治安田生命と朝日生命の場合は、みずほ、三菱 UFJ がアレンジャーとなっている案件に参加すること多く、住友生命の場合は、三井住友銀行がアレンジャーであるケースに参加が限定されていた。もちろん、生保によって、参加したシンジケート・ローンの案件数も異なるので(図9参照)、案件数の違いについても考慮する必要があるが、少なくとも、明治安田生命については、第一生命や日生よりも参加件数が多いことから、関係性のパターンに違いがあるように思われる。



注) 借り手 1 社について複数の生保が参加する場合も含める

借り手企業と参加生保との関係については、相対融資の債権者、株主としての関係性が考えられるが、前者については、有価証券報告書等で公表されておらず、株主(大株主であるかどうか)についてのみ確認している。住友生命、日生の場合は、借り手企業の大株主を兼ねている場合が少なくなかったが、他の生保については、それほどはっきりとした関係性は存在しないように思われる。

なお、かんぽ生命については、件数が少ない、あるいは、もとは公的金融機関であったということもあり、他の民間生保に比べてはっきりとした関係性を見出すことは困難である。今後、かんぽ生命がシンジケート・ローンを増やしていくことを目指すならば、アレンジャーとの関係でいえば、特定の銀行との関係を深める中でシンジケート・ローンへの参加数を増やすのか、あるいは、全方位的な関係を維持しつつもシンジケート・ローンに参加するのか、という選択肢があるように思われる。また、借り手企業との関係については、制度上、出資も可能であることから、単に株式投資での運用成果を狙うということだけでなく、シンジケート・ローンにおける、エージェンシー問題の緩和、交渉力の強化、等を狙って、政策投資的な観点からアプローチすることも選択肢として考えられるのではないだろうか。

4) 組成構造に関する回帰分析

ローンの組成構造に関する回帰分析を行うことにする。具体的には、被説明変数としてシンジケート・ローンに参加する金融機関の数をを用いることとし、説明変数としては、ローン組成額、満期の長さ、借り手企業の属性ダミー(上場・非上場、海外・国内)、政策投資銀行参加ダミー、トランシェ構造ダミー(優先・劣後構造等の有無)、を用いることとした。

予想される符号条件としては、組成額が大きいとリスク分担や資金拠出という観点から参加金融機関数が増えることが想像される。満期の長さについては、長いほどリスク

が高いと考えると参加金融機関数が増える可能性がある。また、借り手企業の属性ダミーについては、非上場・海外の方が、リスク負担が大きく、参加金融機関の数が多くなる可能性がある。一方、政策投資銀行ダミーについては、いわゆる「カウベル効果」等により、参加する金融機関数が増える可能性が考えられる。トランシェ構造については、それだけローンの組成が相対的に大規模かつ複雑になることが想像されることから参加金融機関数の増加要因になると思われる。

結果は、表5の通りである。組成金額については予想通り正の符号が得られたが、満期の長さについては予想とは反対に負の符号となった。これは、金利条件等をコントロールしていないことが影響しているかもしれない。政策投資銀行ダミーおよびトランシェ・ダミーについては、予想通り正の符号条件が得られた。非上場ダミーおよび海外企業ダミーについては、有意な符号条件が得られていない。

表5 参加行数に関する回帰分析(下段は t 値)

説明変数	被説明変数	
	参加行数	参加行数
ローン組成額	0.0159**	0.0103**
	3.73	3.06
満期の長さ	-0.3056**	-0.2277**
	-4.03	-3.87
トランシェ・ダミー	5.42**	2.98*
	3.11	2.15
外国籍企業ダミー	7.608*	0.198
	2.45	0.07
非上場企業ダミー	-1.8733	-0.877
	-1.04	-0.64
政策投資銀行ダミー		8.983**
		5.7
定数項	7.621	6.615
	4.84**	5.5
Adj-R-squared	0.38	0.64

ダミー変数は、それぞれ、トランシェ構造もつものなら1、(そうでないなら0)、
 外国籍企業なら1(そうでないなら0)、非上場企業なら1(そうでないなら0)
 政策投資銀行が参加なら1(そうでないなら0)のダミー変数。

**は 1%有意。*は 5%有意。

3.4.ローン・アナウンスメントと株価の反応

本節における分析の最後として、シンジケート・ローン締結のアナウンスメントが株式市場においてどのような評価(反応)を受けていたかについて実証的な分析を行うことにしたい。ローン・アナウンスメントと株価の反応については、多くの先行研究があるが、日本企業を前提としたもの、また、さらには、参加金融機関に生保等が含まれていた場合の影響等について分析したものはないと思われる。

以下では、ローン・アナウンスメントに関するイベントスタディの分析結果(藤原(2017))を一部利用する形で、ローン・アナウンスメントに関する累積超過リターンの数値(超過リターンの水準およびt値)をそれぞれ被説明変数とし、借り手企業の財務特性(売上高成長率、負債比率、売上高営業利益率、東証一部ダミー)、生保参加ダミー(組成構造特徴)、を説明変数として回帰分析を行った。

1) イベントスタディの分析内容

イベントスタディの分析に関しては、いわゆるマーケット・モデルを採用し、TOPIXを市場ポートフォリオとして用いた。また、推計期間(estimation window)については、アナウンスメント日を起点(ゼロ時点)として、「-6から-30の時点」(25営業日)を推計期間とし、当該期間のデータを用いてOLS推計を行った。一方、イベント観察期間(event window)については、「-1から+2」(4営業日)と定義し、その間における累積超過リターン(Cumulative Abnormal Return, CAR)の計算を行った。

また、分析対象としては、2014年9月から2014年12月までの間にローン締結のアナウンスメントを行った日本の上場企業を分析対象としている。このうち、同一企業が同じ日に複数のローンのアナウンスをしている場合を1つのサンプルとして扱い、近い期間に複数ローンを締結しているケースおよび株価データ等が十分に入手できなかったケース(対象期間直前に上場した企業の場合など)をサンプルから除外した。最終的に分析対象としたイベント数(企業数)は211(社)である。

2) 累積超過収益率の結果

表6は、全サンプル(211社)のイベント日前後(-1~+2)の累積超過収益率(CAR)とその統計的有意性(t値)の値をまとめたものである。超過収益率の値自体については、統計的な有意性は別として、平均値としてはマイナスとなっている。

表6 基本統計量

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
CAR(-1~+2)	211	-0.91025	4.064547	-15.1701	24.56003
t-value	211	-0.24232	1.52323	-6.39576	8.927236

3) 回帰分析とその結果

累積超過収益率(および有意性)と個別企業の財務的特徴との関係についてクロスセクション分析を行う。被説明変数は、1) 累積超過収益率の値(CAR)、2) 累積超過収益率のt値(t-CAR)の2種類であり、説明変数としては、対象イベント直近の、売上高成長率、負債比率、売上高経常利益率、東証一部ダミー、生保参加ダミーである⁶。回帰分析(pooling OLS)の結果は、表7の通りである。

表7 累積超過収益率(水準、t値)に関する回帰分析(下段はt値)

説明変数	被説明変数	
	CAR	t-CAR
売上高成長率	1.79*	1.78*
	2.55	3.06
負債比率	0.000057	7.46e-06
	0.12	0.02
売上高経常利益率	-0.002	-0.003
	-0.22	-0.32
東証一部ダミー	0.439	0.381
	1.69	1.46
生保参加ダミー		0.835
		1.86
定数項	-2.46**	-2.43**
	-3.26	-3.24
Adj-R-squared	0.038	0.64

東証一部ダミーは、東証一部上場なら1(それ以外なら0)

生保参加ダミーは、当該ローンに生保が参加していたら1

(それ以外は0)の値をとるダミー変数。

**は1%有意。*は5%有意。

⁶先行研究等では、ローンについて新規と更新の区別を行っているが、これらを区別する情報が入手困難であるため、今回は分析の対象としていない。

被説明変数が、累積超過収益率の場合も、またその t 値である場合も、結果に大差はない。説明変数で統計的に有意であったのは、売上高成長率と生保参加ダミーの2つである(但し、生保ダミーについては 10%水準での有意)。一方、負債比率や営業利益等の変数については有意ではなく、上場区分についても同様であった。情報の非対称性の観点からいえば、上場企業といえども、一般には、業績が悪い企業や上場区分が下の企業の場合には、一般投資家と企業の情報の非対称性が大きいと想像される。また、負債比率が高い企業については、エージェンシー問題(フリーキャッシュフローの削減効果、リスク移転効果、過剰債務に伴う過少投資効果など)の影響が出ることが予想される。しかし、回帰分析の結果からすると、営業利益率でみた業績や東証一部ダミーでみた上場区分については統計的に非有意であり、また、負債比率についても同様であった。

したがって今回の結果を解釈するには難しい点があるが、売上高成長率に対して強い正の反応を示しているということは、成長性の高い企業が、シンジケート・ローンを通じて事業を拡大・維持することを、マーケットがポジティブなニュースとして評価しているということではないだろうか。また、生保が参加しているケースについて正の反応を示しているということについては、生保の参加は、資金調達規模が大きい案件が多いことから、それだけ株価や企業価値に大きな影響を及ぼすニュースとしてとらえられているのかもしれない。いずれにしても、回帰分析の結果については、さらに詳しい検討が必要であると思われる。

4. 要約と結論

本稿では、生命保険会社が参加したシンジケート・ローンをサンプル対象として、1)シンジケート・ローンの契約内容や組成構造に関する分析、2)ローン締結のニュース発表と株式市場での反応に関する分析、の2つの観点から分析を行った。

1)の分析に関しては、具体的には、借り手企業の属性(国籍、上場・非上場、業種)、借入・契約条件の特徴(借り入れ目的、満期、発行額等)、参加金融機関の関係性(借り手企業、アレンジャー、貸手生保)等の観点から考察を行った。また、どのような条件が、生保を含むローン組成の規模(参加金融機関の数)を決めるのかについて回帰分析を行った。

結果は、まず、借り手企業の属性に関しては、海外よりも国内企業が多いものの、非上場企業であったり、社会インフラ(電力、交通)・不動産向け融資であったりする場合が多く、一度に多額の資金を必要とし、かつ、貸し手側もある程度のスプレッドが期待されることから、生命保険会社等がシンジケート・ローンに参加している状況が考えられる。また、締結のタイミングについては、いわゆるマイナス金利導入(2016年2月)以降に、生命保険会社がシンジケート・ローンに参加するケースが相対的に増えてお

り、国債等の運用環境の悪化がシンジケート・ローンへの参加につながっている可能性がある。借入期間については、1年の運転資金から20年を超える長期の投資資金までかなり分布にばらつきが見られた。また、参加金融機関の間の関係性に関しては、アレンジャーはやはり借り手企業のメインバンクであることがほとんどであるが、生命保険会社とアレンジャーの関係については、保険会社によって異なっているように思われる。具体的には、第一生命や日本生命の場合、特定のアレンジャーとの結びつきが弱いものの、明治安田生命や朝日生命、住友生命の場合は、特定のメガバンクがアレンジャーの場合にのみ参加しているように思われた。借り手企業と生命保険会社との関係については、出資面(大株主)のみについて調べてみると、住友生命、日本生命では、借り手企業の大株主である場合が多かった。最後に、ローン参加者数を被説明変数とする回帰分析に関しては、統計的に有意であったのは、ローン全体の組成額、優先劣後構造の存在、政策投資銀行の変数(ダミー変数)であった。組成額が大きい、優先劣後構造が存在、政策投資銀行が(アレンジャーとして参加)している場合には、生保をはじめとして大規模なシンジケート団が組成される傾向にある。

2)に関しては、シンジケート・ローン締結のアナウンスメントが株式市場においてどのような評価(反応)を受けていたかについて考察している。ローン・アナウンスメントと株価の反応については、多くの先行研究があるが、参加金融機関に生保等が含まれていた場合の影響等について分析したものはないと思われる。本稿では、ローン・アナウンスメントに関する累積超過リターンの数値(超過リターンの水準およびt値)をそれぞれ被説明変数とし、借り手企業の財務特性(売上高成長率、負債比率、売上高営業利益率、東証一部ダミー)、生保参加ダミー(組成構造特徴)、を説明変数として回帰分析を行った。

実証結果は、売上高成長率が高い場合には、ローンの締結に関して株価が正の反応をしており、また、生保参加ダミーに関しては、それほど有意性は高くはないものの、正の反応が観察された。売上高成長率に対して強い正の反応を示しているということは、成長性の高い企業が、シンジケート・ローンを通じて事業を拡大・維持することを、マーケットがポジティブに評価しているということの反映かもしれない。また、生保が参加しているケースについては、生保ダミーがローン案件の規模(調達額や、参加金融機関数の多さ)や組成構造上の特徴(トランシェ構造等)の代理変数として、回帰分析に影響しているのかもしれない。この点については、今後さらに詳しい検討が必要であると考えられる。

参考文献

- Aintablian, S., and G.S. Roberts, “A Note on Market Response to Corporate Loan Announcements in Canada”, *Journal of Banking and Finance*, 24, 2000, 381-393.
- Best, R., and H. Zhang, “Alternative Information Sources and the Information Content of Bank Loans”, *Journal of Finance*, 48, 1993, 1507-1522.
- Chen Lin, Yue Ma, Paul Malatesta, Y. Xuan, “Corporate ownership structure and bank loan syndicate structure”, *Journal of Financial Economics* 104 (2012) 1–22.
- Christopher Gana, Yuan Zhanga, Zhaohua Lia, David A. Cohen, “The evolution of China’s banking system: bank loan announcements 1996–2009”, *Accounting and Finance* 54 (2014) 165–188.
- Claudia Champagne, Frank Coggins, “Common information asymmetry factors in syndicated loan structures”, *Journal of Banking & Finance* 36 (2012) 1437–1451.
- Claudia Champagne, Lawrence Kryzanowski, “Are current syndicated loan alliances related to past alliances? ”, *Journal of Banking & Finance* 31 (2007) 3145–3161.
- Dario Focarelli, Alberto Franco Pozzolo, Luca Casolaro, “The pricing effect of certification on syndicated loans”, *Journal of Monetary Economics* 55 (2008) 335–349.
- Degryse, H., M. Kim, and S. Ongena, *Microeconometrics of Banking*, Oxford UP, 2009
- Fery, J., D. Gasborro, D.R. Woodliff, and J.K. Zumwalt, “Market Reaction to Published and Non-Published Corporate Loan Announcements”, *Quarterly Review of Economics and Finance*, 43, 2003, 1-10.
- Fields, L.P., D.R. Fraser, T.L. Berry, and S. Byers, “Do Bank Loan Relationship Still Matter?”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 38, 2006, 1195-1209.
- Godlewski, Christophe J., “Bank loans and borrower value during the global financial crisis: Empirical evidence from France”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2014, 100-130.
- Huang, W., S., Armin, and Zhao, Shan, “When bank loans are bad news: Evidence from market reactions to loan announcements under the risk of expropriation”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2012, 233-252.

- Ivashina, V., and D. Scharfstein, “Loan Syndication and Credit Cycles”, *American Economic Review*, 100,2010, 57-61.
- Ivashina, V., “Asymmetric Information Effects on Loan Spreads.” *Journal of Financial Economics*, 92(2),2009, 300-319
- James, C.,”Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans”, *Journal of Financial Economics*, 19, 1987, 217-235.
- Jonie Fery, Dominic Gasbarro , David R. Woodliff , J. Kenton Zumwalt, “Market reaction to published and non-published corporate loan announcements”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 43 (2003) 1–10
- Jongha Lim, Bernadette A. Minton, Michael S. Weisbach, “Syndicated loan spreads and the composition of the syndicate”, *Journal of Financial Economics*, 2014, 45–69.
- Lummer, S.L., and J.J. McConell, “Further Evidence on the Bank Lending Process and the Capital Market Response to Bank Loan Agreements”, *Journal of Financial Economics*, 25,1989, 99-122.
- Mariassunta Giannetti, LucLaeven, “The flight home effect:Evidence from the syndicated loanmarket during financial crises”, *Journal of Financial Economics* 104 (2012) 23–43.
- Mikkelson, W.H., and M.M. Partch, “Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process”, *Journal of Financial Economics*, 15, 1986, 31-60.
- Ongena, S. and R., Viorel, “Bank Loan Announcements and Borrower Stock Returns: Does Bank Origin Matter?”, *International Review of Finance*, 2013, 137-159.
- Pankaj K.Maskara and D., Mullineaux, “Information asymmetry and self-selection bias in bank loan announcement studies”, *Journal of Financial Economics*, 2011, 684–694
- Rainer Haselmann, Paul Wachtel, “Foreign banks in syndicated loan markets”, *Journal of Banking & Finance* 35 (2011) 2679–2689.
- Slovin, M.B., S.A. Johnson, and J.L. Glascock, “Firm Size and the Information Content of Bank Loan Announcements”, *Journal of Banking and Finance*, 16, 1992, 35-49.
- Sufi, A., “Information Asymmetry and Financing Arrangements: Evidence from Syndicated Loans”, *The Journal of Finance*, 2007, 629-668.
- Waheed, A., and I. Mathur, “The Effects of Announcements of Bank Lending Agreements on the Market Values of U.S. Banks”, *Financial Management*, 22, 1993, 119-127.
- 藤原賢哉「本邦シンジケート・ローン市場の現状について」国民経済雑誌、第 201 卷

第 5 号、2010 年。51-64.

藤原賢哉「金融危機と証券化—シンジケート・ローンと信用循環」国民経済雑誌、第 206 巻第 1 号、2012 年。73-88.

藤原賢哉「ローン・アナウンスメントと株価の反応に関する実証分析」経営研究、第 63 号、2017 年。1-14.