

通貨危機以前の韓国向けシンジケート・ローン

——幹事行国籍と貸出行動——

やま ぐち まさ き
山 口 昌 樹

《要 約》

本稿の分析対象は通貨危機以前における韓国のシ・ローン市場である。外国銀行と地場銀行との貸出行動の違いを検証し、市場で展開されていた競合関係の一面を明らかにすることが課題である。分析ではマイクロ・データを用いて貸出案件とスプレッドの決定行動の相違を数量的に検証した。

分析で明らかとなった違いは2点にまとめられる。第1に、地場銀行と外国銀行とで対象とする借り手が異なる可能性を示唆する結果が得られた。第2に、貸出案件の特徴の違いから地場銀行と外国銀行とで志向するビジネスモデルが異なると考えられる。こうした違いからシ・ローン市場での競争は異質な貸し手が異なった貸出行動をとるという構造が浮かび上がってきた。

本稿は貸出行動の一面に着目して競合関係を分析しており、市場競争をより深く研究するための基礎的な分析結果を提供したと位置づけられる。

はじめに

- I 銀行セクターの概観
 - II シ・ローン市場での競争
 - III 先行研究とデータ
 - IV 回帰分析
- むすび

はじめに

本稿の分析対象は通貨危機以前の国際銀行貸出、とりわけシンジケート・ローン（これ以降はシ・ローンと表記する）である。通貨危機発生から多くの研究が提出され、大方の論点は分析され尽くした感がある。一連の先行研究は銀行によるドル建て対外調達を問題点として指摘

した。ただし、金融機関がどのような貸出行動をとっていたのか、金融機関のタイプによって貸出行動の違いはなかったのか、という点にまでは踏み込んでいない。これらの基本的な論点が積み残されたままになっているのは、従来からの国際金融研究が資本収支等のマクロ統計に依拠して分析されてきたためである。

資本取引の自由化に際して慎重な制度設計が求められることを通貨危機から教訓として学んだ。制度設計の際には個々の経済主体がとる行動を考慮する必要があるが、先行研究ではミクロの視点からの分析が蓄積されていない。通貨危機前における金融機関の貸出行動についてミクロ・レベルでの実証研究を進めることはこう

したギャップを埋めることになる。

そこで本稿はマイクロ・データを用いて貸出の際の加幅金利であるスプレッドの決定に焦点を絞って貸出行動を分析する。分析対象国は1997年に大規模な資本流出を経験した韓国とした。国際銀行貸出の中でもシ・ローン市場を取り上げる。これはシ・ローンでの資金調達に国際収支統計における銀行借入での対外調達に匹敵すること、問題視されたのが銀行貸出であったこと、シ・ローンについてはマイクロ・データ（貸出条件）が利用可能であることが理由である。分析期間は資本流入が拡大する直前の1993年からタイで通貨危機が発生する直前の1997年第2四半期までが対象である。

分析は地場銀行と外国銀行という異なったタイプの金融機関を軸にして進める。シンジケートにおいてどちらの金融機関が中心的な役割を果たすかによって、スプレッドの決定行動に差異が存在するのかを統計的に検証する。シンジケートでの役割を測定するに当たってはどの銀行がアレンジャー（幹事行）の役割を担うかに着目した。これはシ・ローン組成ではアレンジャーが案件創出、条件交渉、参加行招聘といった中心的機能を果たすためである。また、外国銀行が中心となる貸出と地場銀行が中心となる貸出とで貸出条件の特徴に違いがあるかも検討する。本研究は数多くの分析視角がありうる貸出行動の中でもスプレッドの決定に着目している。そうしたことから本分析は貸出行動の一側面に焦点を絞ったものであり、貸出市場での市場競争を分析するための基礎作業と位置づけられよう。

これ以降の構成は次の通りである。第I節では分析の背景として銀行セクターでの制度改革

と地場銀行の経営の特徴、さらには外国銀行の位置づけを確認する。第II節はまずシ・ローン組成の手順を通してその特徴を明らかにする。その上でシ・ローン市場でどういった金融機関が活躍していたかを見ていく。本研究に関連する理論研究と実証研究については第III節で紹介し、分析に用いたデータの詳細について合わせて説明する。第IV節で回帰分析によって外国銀行と地場銀行との貸出行動の違いを検証する。続いて、推定結果とその解釈について議論する。「むすび」で本研究で得られた知見をまとめ、今後の課題を示す。

I 銀行セクターの概観

1. 銀行部門の改革

韓国の銀行セクターは政府介入と強い規制を特徴とする体制から民営化、規制緩和という変遷を経験している。1960年代から1980年代にかけて金融機関は工業化による発展を目指す政府の強い統制下にあった。1961年の軍政樹立後に政府は5つの商業銀行（朝興銀行、韓国商業銀行、第一銀行、韓一銀行、ソウル銀行）の株式のほとんどを接収して国有化した。政府は銀行を通じて金融資源をセメント、鉄鋼、造船といった輸出分野を中心とした優先産業に配分している。信用配分へのコントロールを高めるために政府はノンバンクの営業や海外借入を制限した。Hao, Hunter and Yang (2001) は政府が関与する貸出が1970年代には国内信用の8割近くを占めていたと報告している。また、銀行の貸出金利、預金金利ともに規制によって低く抑え込まれていた。このような金利制限は優先分野の企業が実質的に補助金を受け取っていたことを意

味する。こうした政府による信用配分は急速な工業化と経済成長の一因と目される。

しかしながら経済発展という恩恵の陰には金融抑圧によって金融部門が負担したコストが存在する。過度の規制は資源配分の効率性や金融機関の効率向上を阻害する。優先分野への信用割当から排除された中小企業はインフォーマル金融に調達源を求めることになった。規制によって成長性の高い中小企業に信用が供与されず、これは効率的な資源配分が歪められていたことを意味する。また、銀行は資金配分について裁量が小さかったため審査や債権管理といった情報生産機能を発揮する動機付けが脆弱であった。そのため、貸出に際してのリスクを評価する能力が伸びず、政府介入がマイナスの影響をもたらしたという評価は先行研究の一致した見解である。

過度な介入の弊害は政府も認識するところとなる。経済成長を継続するために金融部門の発展が必要と政府は認め、国有銀行の民営化、規制緩和に舵を切ることになる。1972年の韓国商業銀行が民営化の皮切りであるが、1980年代には民営化とともに新たな全国銀行が設立され銀行部門の競争度が上昇することとなった。規制緩和は1982年の銀行法改正によって進展した。規制緩和は包括的なものであり、金利規制、参入規制、優先分野への貸出、外為規制などが対象項目であった。また、証券業務への参入といった業務範囲の拡大も認められている。

一連の金融改革による銀行経営への影響については効率改善を報告する研究が提出されている。Gilbert and Wilson (1998) は1980年から1994年を分析期間として地場銀行の効率性が向上しているかをMalmquist指標を用いて計測した。

計測結果は民営化と規制緩和が進められた時期に銀行の生産性が向上したことを示している。

Hao, Hunter and Yang (2001) はこの結果について1985年から1995年を分析期間として追試を行っている。確率フロンティア関数を用いたこの分析では資産増加率や預金規模が大きい銀行で生産性の上昇が高いことを報告している。また、地方銀行に比べて全国銀行での生産性が相対的に高いことを明らかにした。

しかし、政府介入の弊害が完全に払拭できたわけではなかった。1980年代以降、国有化されていた銀行の株式が放出され、所有面では銀行は民営化が進んだ。一方で、政府は銀行の人事に介入し、経営トップの指名は1993年まで続けられた。さらに政府が財閥向け融資の利率や金額まで実質的に決定するなど、銀行は優先産業への資金パイプという役目から抜け出すことができずにいた。

こうした金融構造のため銀行には財閥を審査、モニタリングする動機付けはなかった。銀行に不採算案件を拒めるような審査能力はなく、大企業向け、財閥向け貸出への選好が強かった。財閥への銀行貸出、企業の負債比率は拡大し続け、1997年末には上位30財閥の負債比率は平均して600パーセントに達した。銀行による資金供給が財閥の拡大路線そして過剰負債を支えていた。1980年代以降の金融改革は銀行の生産性向上をもたらしてはいるが、大局的には1997年の金融危機に示されるように実効性は高くなかった^(註1)。

2. 外国銀行のポジション

ところで韓国において外国銀行のポジションはどのようなものであったのか。外国銀行の初

進出は1967年であり、外国銀行に対する優遇措置が進出の誘因となっていた。ただし、営業地域がソウルとプサンに限定されていたため個人預金を調達してリテール業務を展開するわけにはいかなかった。その後、1980年代の規制緩和の中で優遇措置とともに規制も軽減され、地場銀行との公平な競争の素地が醸成された。なお、営業地域の規制が撤廃されたのは1988年である。外国銀行の進出は通貨危機後の金融再編に伴って増加しているかのようには一般には思われているが、1994年時点ですでに52行が進出している。ただし、進出形態は危機後がM&Aが主流なのに対し、危機以前は支店形態での進出が目立っていた。

数は少ないながら地場銀行と外国銀行との違いを分析した研究がある。Jeon, Miller and Natke (2006) は韓国に進出した外国銀行が経済の安定化に寄与したのかという課題を分析する中で、外国銀行と地場銀行との違いを報告している。彼らは財務構造と貸出行動の2つの観点から両者の違いを明らかにした。外国銀行は調達において市場性資金への依存が大きく外貨建て貸出が多いこと、ROAとROEが相対的に高いという特徴があった。また、潤沢な流動性を保有し外貨での調達も多いため韓国経済が悪化しても外国銀行は理屈の上では貸出の拡大が可能な財務構造であった。しかし、通貨危機後において外国銀行は貸出を減少させている。一方で地場銀行は景気が下降局面でも貸出を増加させており、その貸出行動は景気に対して反循環的である。つまり、外国銀行が経済安定に寄与するという証拠は得られていないわけである。なお、この分析の対象期間は1994年から2001年である。

また、業務内容の観点から外国銀行間における行動の違いを分析した報告にUrsacki and Vertinsky (1991) がある。彼らはDunning (1979) が提唱した直接投資理論であるOLI理論の中の所有特殊の優位から外国銀行間での差異を予測した。例えば、日本から韓国への進出企業が多いため資金需要に応えるべく邦銀は貸出業務に注力する。一方、米国のマネーセンター銀行は技術優位を背景に債券トレーディング業務の比重が高いといった具合である。こうした予測は1983年から1988年までのデータを用いたクラスター分析で客観的に確認されている。

韓国に進出した外国銀行と地場銀行との差異をめぐっては上述のような先行研究があるものの、いずれの分析も量的な違いが分析対象であった。外国銀行の進出効果という研究潮流においては、外国銀行が良質な顧客層のみをターゲットとするcream skimming (いいとこ取り) に走るのではないかという論点がある。Jeon, Miller and Natke (2006) も外国銀行の収益性が高いという観察結果を報告しており、ここから外国銀行が優良顧客を惹きつけていると推察している。ただし、この論点についてはこれまで客観的な検証がなされていない。本稿はこの質的側面を取り扱っている点で従来の研究とは異なる試みと言える。

しかし、この論点の分析は従来はデータの制約のために困難なものであった。外国銀行がどのような顧客を対象としているかは情報が公開されない相対型貸出では検証できないからである。本稿はシ・ローン市場を対象とすることで分析上の困難を克服した。シ・ローンは融資審査と債権管理業務を担う商業銀行業務とローンの引受・販売を担う投資銀行業務との混合型で

ある。この販売の側面があるために借り手の属性や貸出条件といったマイクロ・データが金融情報会社によって蓄積されており、質的側面の分析に格好の研究材料を提供してくれている。また、対外調達手段としてシ・ローンが主要なポジションを占めていたことも分析対象として取り上げる理由になる。通貨危機の要因として対外的な銀行借入が問題視されたが、シ・ローンでの資金調達は国際収支統計における銀行借入での対外調達に匹敵する規模であった。

ところで、分析の候補国としては韓国の他にも通貨危機を経験したタイやインドネシアがある。しかし、これらの国ではシ・ローンが重要な資金チャンネルであったものの外国銀行が席卷しており地場銀行がアレンジャー機能を発揮する機会はほとんどなかった。そのため、アレンジャー機能を中心にして外国銀行と地場銀行との役割の違いを検証する試みにはタイやインドネシアは適していない。また、韓国は数多くの外国銀行が通貨危機以前に進出済みであったことやシ・ローン市場の厚みがあることなどから統計的検証に耐えうるだけのデータが採取できる。以上のような理由で本稿は対象国として韓国を取り上げた。

ただし、シ・ローン市場は両グループが競争を展開する金融サービスの一部でしかない。銀行が提供する金融サービスは広がりを持ったものになっている。個人向けのリテール業務としては預金、住宅ローンからクレジットカード業務や富裕層向けの資産管理サービスまであり意外にサービスの幅は広い^(注2)。法人向け業務では手形割引、貿易金融といった伝統的な商業金融からリース、ファクタリング、派生商品まで取り扱っている。

その意味でシ・ローンはホールセールの業務範囲の中でも一部の金融サービスに過ぎない。そのため本稿の分析はグループ間での競争全般を取り上げるものでないことに留意されたい。しかし、シ・ローン市場については詳細なデータを取得でき分析が可能な唯一の金融サービスである。限定的な業務範囲が分析対象となるが、ここから各グループの市場での役割を探っていく。

II シ・ローン市場での競争

供給構造の分析のため外国銀行と地場銀行がどのような貸出行動をとっていたのかに注目する。ただし、シ・ローンの場合、通常の融資とは貸出形態が異なるため留意すべき点がある。シ・ローンを構成する銀行は大きく2つの役割に分かれる。1つはシ・ローン実行に中心的な役割を果たすアレンジャー行であり、もう1つは資金の出し手となる参加行である。

ここではアレンジャーに注目して供給構造を見る。アレンジャーに注目する理由の1つは実務的観点である。アレンジャーはシンジケート組成の牽引役である。組成の手続きはアレンジャーが借り手と融資額等の融資条件を交渉するところから始まる。担保付シ・ローンでは条件交渉の際にデュー・デリジェンスを実施する。借り手の財務状況等の信用リスクだけでなく、担保対象物件の担保取得に問題がないかを吟味する。条件が合意されれば借り手はアレンジャーにシンジケートの組成を委任する。

次に、アレンジャーは融資条件を提示して参加金融機関の招聘に取り掛かる。この際、アレンジャーが借り手から財務情報等を入手し、借

り手の信用情報をインフォメーション・メモランダムに取り纏め、参加行に伝達する。さらに融資条件を詰めるため借り手と参加行との橋渡しをし、交渉内容を反映させた契約書の調印までの事務を担う。こういった業務の対価としてアレンジメント・フィーを借り手から受け取る。ここまでは融資実行までの実務である。

融資実行後について中心的役割を果たすのはエージェントであるが、アレンジャーがエージェントとなるケースが多い。エージェント業務は融資実行後の資金決済、事務連絡、担保管理等をカバーする。エージェントは参加行の代理としてこれらの業務を担当する。もちろん、業務の対価としてエージェント・フィーを借り手から受け取る。このようにアレンジャーはシ・ローンにおいて中心的役割を担う。

アレンジャーに注目するもう1つの理由はその経済的機能である。案件の掘り起こしから融資の回収終了までにアレンジャーあるいはエージェントが担当する業務には大きく3つの機能が認められる。1つ目は借り手に関する信用情報の生産についての補足である。標準的な金融理論では事前情報の非対称性は銀行の信用審査によって軽減されると説明する。シ・ローンでは参加行による審査は相対型融資とは少し異なる。アレンジャーはデュー・デリジェンスを実行したり、インフォメーション・メモランダムを作成のうえ参加行に送付する。参加行では借り手の決算書やアニュアル・レポートをもとに審査するが、インフォメーション・メモランダムも追加的情報として利用する。また、追加資料が必要な場合はアレンジャーを通じて借り手から入手する^(注3)。このようにアレンジャーは参加行の審査をサポートする機能を担っている。

2つ目は参加行のリスク選好に関する情報の非対称性を軽減する機能である。借り手はどの銀行が自社の信用リスクを許容して融資してくれるかについて多くの情報を持っているわけではない。一方、貸し手である参加行は融資の可否についてよく分かっている。二者の間に立って情報問題を軽減するのがアレンジャーである。アレンジャーは常日頃から参加行の融資担当者と連絡をとり、どのようなタイプの貸出資産を保有したいかについて聴取している。銀行のリスク選好についてアレンジャーは情報収集しているため、シンジケート組成に際して候補となる参加行に声をかけることができるのである^(注4)。

3つ目は事後情報の非対称性を軽減する債権管理である。エージェントは資金決済や決算書提出を要請する必要から定期的に借り手に連絡し、返済努力の水準を参加行の代理として評価する立場にある。また、担保管理によって債権の保全がなされているかを監視するのもエージェントの役割である。

以上のように実務と経済的機能との両面でアレンジャーはシ・ローン取引で中核を占める。ただし、こういったタイプの銀行がアレンジャーを担当するかで上述の実務や機能に違いが出てくると推測できる。そこで本稿はアレンジャーのタイプに着目して、シ・ローン市場での貸出行動を分析する。

では、こういった銀行がアレンジャーとして活躍していたのか。アレンジャーとしての活動の度合いを測るにはリーグテーブルを見ればよい。リーグテーブルは *International Financial Review* 誌などの金融業界誌に掲載されるアレンジ実績のランキング表である。暦年ベースでアレ

レンジした案件の総額を積み上げることで順位付けされる。リーグテーブルで上位にランキングされればアレンジ能力を示すことができるため、毎年のように激しいリーグテーブル争いが展開される^(注5)。

表1は1993年から1997年第2四半期を対象期間としたリーグテーブルである。表中での網掛けは地場銀行を表す。上位20行のうち地場銀行が12行を占めており群を抜く存在感である。これに次ぐのが5行の邦銀、そして欧米系の銀行が3行と続く。

地場銀行がアレンジャーとして活躍しているという競争状況はアジア市場の特徴である。

Gadanecz (2004)によれば、地場銀行がアレンジャーとなった比率がアジア地域では他の新興市場国マーケットよりも高い。1999年から2004

年第1四半期のデータでは、その比率はアジアの37パーセントに対し、東欧が12パーセント、中南米は7パーセントであった。また、資金供給の観点からもアジア地域では地場銀行の役割が大きい。地場銀行がシ・ローンで資金供給している割合は、アジアでの比率が51パーセントと半分を超えている一方で、東欧が13パーセント、中南米は8パーセントと大きな差がある。アジア以外の地域では外国銀行の存在がシ・ローン市場で決定的に重要となっている。

こうした外国銀行と地場銀行との競合を本稿はその行動の違いに焦点を絞って解明する。この分析視角は従来の枠組みとは異なる。途上国における外国銀行と地場銀行との競合というトピックは、途上国への外国銀行の進出という文脈で取り上げられてきた^(注6)。外国銀行の進出

表1 リーグテーブル（アレンジャー）1993年～1997年第2四半期

	行名	金額	件数
1	Commercial Bank of Korea	10,497	142
2	Chohung Bank	9,136	103
3	Hanil Bank	8,968	108
4	Korea Development Bank	7,705	88
5	Seoul Bank	6,959	51
6	Korea Exchange Bank	6,369	78
7	Sakura Finance Asia	5,976	44
8	Industrial Bank of Korea	4,807	38
9	LTCB Asia	4,632	51
10	Credit Lyonnais	4,091	25
11	Shinhan Bank	3,460	29
12	Korea Long Term Credit Bank	3,257	30
13	Sanwa International Finance	3,210	29
14	DKB Asia	3,133	29
15	Dresdner South East Asia	2,925	32
16	ABN AMRO Bank	2,807	15
17	IBJ Asia	2,806	25
18	KEB Finance	2,709	39
19	Kookmin Bank	2,474	40
20	Bank of Tokyo International Hong Kong	2,409	14

(データ出所) Loan Pricing Corporation, DealScan.

(注) 金額の単位は億ドル。網掛けは韓国の地場銀行を表す。

効果に関する研究は1つの潮流を成しており、大きく2つの方向から分析が進められている。1つ目は地場銀行の経営に与える影響である。外国銀行の進出による競争度の上昇に、地場銀行は費用の削減やサービスの向上で対応するという実証結果が報告されている。2つ目は金融システム全体への影響である。具体的には競争激化による地場銀行の経営悪化や、それに伴う金融システムの不安定化といった影響が推測される。

本分析は1つ目の方向と関連するものの、従来の枠組みは銀行の経営指標の分析から陰伏的に競争の構図を描くに留まっている。そこで本稿はマイクロ・データを用いることで外国銀行と地場銀行との貸出行動の違いを直接的に検証し、シ・ローン市場での競合の一面を明らかにする。

Ⅲ 先行研究とデータ

1. 先行研究

本稿の関心と合致する理論的分析はアレンジャーの融資比率とその機能に着目する一連の研究である。シンジケーションにおけるアレンジャーの役割についての理論的分析としてはCampbell and Krackaw (1980), Leland and Pyle (1977) が代表的研究とされている。彼らの議論では、情報生産者である銀行は市場参加者から生産した情報に対する信頼を獲得するために、情報生産の対象である借りに自ら資金を投入することで、情報の質に関するシグナルを発しなくてはならない。シンジケーションにおいては、アレンジャーが借手から財務情報等入手し、そうした借手の信用情報をインフォメーション・メモランダムに取り纏め、参加行に

伝達する。この情報伝達の構造では情報生産の重複を避けることができるため効率的であるものの、アレンジャーが提供する情報自体は「レモン財」である。Campbell and Krackaw (1980)らの議論をシンジケーションに敷衍すれば、アレンジャーの融資シェアを高めることが情報の質を保証するシグナルとなる。アレンジャーと参加行との間の事前の情報の非対称性に起因するエージェンシー問題は融資比率の上昇により解消できると示唆される。

日本においてもメインバンク制研究の中でシンジケーションの理論分析が存在する。こちらは事後の情報の非対称性に起因するエージェンシー問題が分析対象となっている。加藤・パッカー・堀内 (1992) はメインバンク制におけるメインバンクとその他の貸し手銀行との間にシンジケートでのアレンジャー・参加行に類似する関係を仮定し、融資比率とモニタリング水準について分析している。この分析においてもモニタリングへの信頼を獲得するために融資比率を高めることが示されている。これらの理論分析は銀行により生産される情報への信頼を獲得するためにアレンジャーが融資シェアを上昇させることが有効であるという保証効果を示唆する。こうした理論研究での指摘を参考にして本稿ではシンジケートにおける融資シェアという点に着目する。

貸出行動について外国銀行と地場銀行との違いを分析するのに既存の実証研究が援用できる。援用可能な先行研究はローンのプライシングを分析対象としており、貸手やローンのタイプによって加算金利であるスプレッドの決定行動が異なることを報告している。こうした研究は1990年代から分析が蓄積されてきた。その対象

国も米国のみならず世界各国に広がっており、分析視角も広がりを持ちつつある。

まず、Angbazo, Mei and Saunders (1998) はローンのタイプの違いに注目している。彼らは1987年から1994年までに実行された4000件あまりの高レバレッジ (highly leveraged transaction: HLT) を対象にスプレッドの決定行動を分析している。分析対象の中にシ・ローンが含まれている。この分析で他のタイプのHLT融資よりもシンジケート形態でのHLT融資の方がスプレッドは小さくなることを確認している。これは貸出先のプーリングによるリスク分散が信用コストを低減させるという主張を支持する結果である。

次に、貸手のタイプの違いに焦点を絞った研究としてHarjoto, Mullineaux and Yi (2006) がある。この研究は米国のシ・ローンを対象とし、商業銀行と投資銀行とではスプレッド決定行動に差異が存在するかを検証している。分析の結果、投資銀行は相対的に低収益でレバレッジの高い企業に対して、期間が長めの貸付をより高いスプレッドを上乗せして供与していることが明らかとなった。2つのタイプの金融機関での行動の違いは資金調達源、金融規制、会計ルール、顧客との取引関係の違いから説明される。なお、こうした異なるタイプの金融機関の行動の違いを検証する研究は債券の引き受けについて多く行われている。

また、Casolaro, Focarelli and Pozzolo (2003) はシンジケートにおいてアレンジャーが担う経済的機能に着目した分析である。この研究は対象を米国のみならず80カ国に拡張しており、情報問題を軽減する銀行の能力を直接的にテストすることを目的にしている。具体的には主幹事

行のシンジケートにおける保有割合の上昇がスプレッドを引き下げるかを検証している。実証結果は主幹事行の保有割合が上昇するのに伴いスプレッドが低下するというものであった。これは保有割合が高くなると主幹事行は事前の融資審査や事後の債権管理をする動機付けが強くなり、参加行にとってリスクの小さい貸付と認知されるためにスプレッドが低下すると説明できる。つまり、スプレッドの決定行動を分析することで銀行による保証効果がこの研究では確認されている。

以上から分かる通り、シ・ローンのプライシングを分析することで貸出行動の差異を明らかにする研究が提出されている。本稿は先行研究の手法を韓国の国際シ・ローンに適用し、外国銀行と地場銀行との競合関係を分析する。本稿と先行研究とはスプレッドの決定行動に焦点を絞るところに共通点があるが、一方で外国銀行と地場銀行との差異に着目するところに相違点がある。

2. データ

分析に用いたマイクロ・データはLoan Pricing Corporationが提供するDealScanから得た。DealScanは世界最大級のローン専門データベースであり、世界各地の15万件以上のデータから構築される。データベースはシ・ローンの個別取引条件を網羅しており、本分析に必要なマイクロ・データが利用可能である。多くの先行研究もこのデータベースを使用している。

分析の対象期間は1993年から1997年第2四半期までとした。この分析期間は韓国への資本流入が盛り上がる直前から急激な資本流出に転じた時期をカバーしている。この間に締結された

全てのシ・ローンが対象となる。BIS（国際決済銀行）が用いている定義によれば、国際シ・ローンは借入企業と国籍が異なる金融機関が少なくとも1つは参加している貸出を指す。ただし、この時期の韓国企業向けのシ・ローンは韓国の銀行だけから組成されている案件でもほとんどがドル建てとなっている。シ・ローン市場での外国銀行と地場銀行との行動の違いを捕捉するためにはこうした案件も含めるのが妥当と判断されるため、すべての案件を対象に含めることとした。

使用するデータはシ・ローンの融資条件である。分析には6種類の変数を用いる。表2にこれら変数の基本統計量をまとめている。まず、

*SPREAD*は貸出に際してLIBOR（London inter-bank offered rate）に上乗せする加算金利である。シ・ローンではインターバンク市場から資金を調達して貸し出すのが一般的であり、LIBORは銀行にとっての調達費用である。LIBORにスプレッドを上乗せして借り手に貸し出すわけだが、スプレッドが貸出からの収益源となる。このスプレッドは借り手の信用状態や融資条件を加味して決定されるため、貸出の信用リスクを反映したものと見なされる。なお、*SPREAD*の単位はbasis pointである。次に*KIKAN*は融資期間を表し、その単位は年である。*LAMOUNT*は米ドル換算の融資額を自然対数値に変換して得られる変数であり、融資規模を捉えている。

表2 基本統計量

(a) 融資条件 I

非金融法人	平均	標準偏差	最大値	最小値	標本数
<i>SPREAD</i> (b.p.)	60.7	24.1	212.5	5	630
<i>KIKAN</i> (年)	5.4	4.2	20	0.2	645
<i>LAMOUNT</i>	17.2	1.0	20.4	13.1	686
<i>SHARE</i> (%)	44.1	36.9	100	0	627
金融機関	平均	標準偏差	最大値	最小値	標本数
<i>SPREAD</i> (b.p.)	37.5	10.4	75	0	132
<i>KIKAN</i> (年)	3.5	1.5	10	1	137
<i>LAMOUNT</i>	18.0	0.6	19.5	16.6	138
<i>SHARE</i> (%)	6.8	16.2	100	0	134

(b) 融資条件 II

非金融法人	<i>TANPO</i>		<i>NON_USD</i>	
	件数	比率	件数	比率
該当せず	510	73.9	684	99.1
該当	180	26.1	6	0.9
金融機関	<i>TANPO</i>		<i>NON_USD</i>	
	件数	比率	件数	比率
該当せず	130	100	134	97.1
該当	0	0.0	4	2.9

*SHARE*はアレンジャーとなっている地場行の当該案件での融資シェアである。例えば、外国銀行のみがアレンジャーとなっている場合は0パーセントとなる。また、複数の地場銀行が共同でアレンジしている場合は100パーセントとなることもありうる。この数値が大きければ地場銀行がアレンジャー行として名を連ね、かつ融資シェアも高いためシンジケートでの地位が高いと評価できる。つまり、*SHARE*は地場銀行のシンジケートにおける位置を示し、シンジケートの構造を捉える変数である。

残りの2変数はダミー変数である。*TANPO*は担保の有無を捕捉する変数である。有担保貸出であれば1の値を、無担保貸出であれば0の値を取る。担保は貸出の回収可能性を大きく左右するため重要な融資条件として取り上げた。もう1つの*NON_USD*は貸出の建値通貨を捉える変数である。米ドル建て貸出の場合に0の値を、米ドル以外の通貨建てであれば1の値を取る。建値通貨が異なればベンチマークとなる金利水準は異なり、さらにスプレッドの平均的水準も異なってくる。こうした建値通貨による違いを捉えることが*NON_USD*を取り上げた理由である。

表2は非金融法人向け貸出と金融機関向け貸出とで分けて表記してある。これは金融機関の資金用途が非金融法人とは著しく異なるためである。非金融法人では借入資金は運転資金や設備投資資金など実物的な用途に振り向けられる。一方、金融機関は調達資金を貸出に回すため用途は金融目的である。この資金用途の違いは融資条件に影響し、金融機関向け貸出と非金融法人向け貸出とでは融資条件に違いが出てくると考えられる。そこで分別して基本統計量を表記

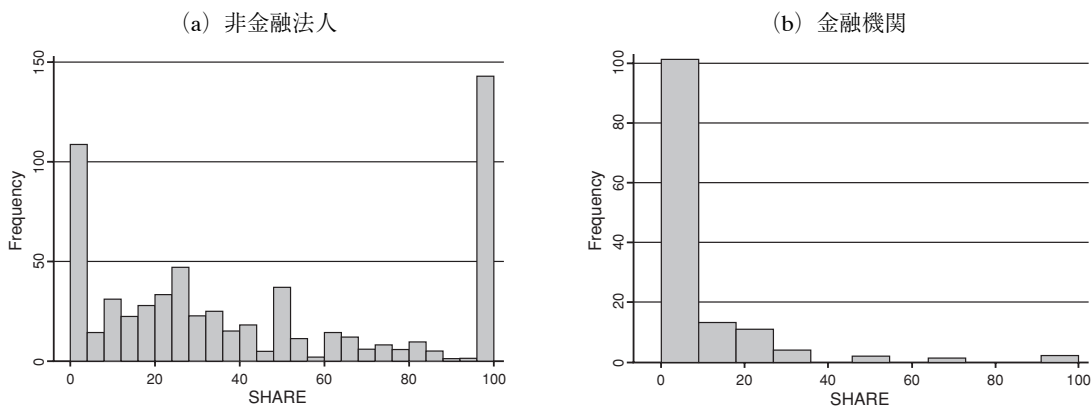
してより詳細に案件の特徴を捉えることにした。

表2には注目すべき点が2つある。1点目はやはり金融機関向け案件と非金融機関向け案件とでは融資条件に明確な違いを確認できる。まず、スプレッドの平均的水準が非金融法人の方が高い。この違いを説明する要因の1つは融資期間の違いである。融資期間が長くなればベンチマークとなるLIBORの水準も高くなるわけだが、スプレッドも融資期間の長さに応じて高く設定されている。次に*SHARE*にも明確な違いが観察できる。金融機関向け案件では地場行アレンジャーの融資シェアが小さく、外国銀行が中心となって地場銀行に貸し出していることが分かる。また、担保の有無については金融機関向け案件で有担保貸出がまったくなく、非金融法人向け案件との違いは明白である。これらの違いは資金用途の違いから説明できる。

2点目は建値通貨がほぼ米ドル建てであったことである。非金融法人向け貸出、金融機関向け貸出ともに米ドルが用いられている。通貨危機の原因の1つとして米ドルによる短期の対外調達の問題視されてきた。危機発生以前の米ドルによる調達という問題はマイクロ・データの基本統計量からも確認できる。

*SHARE*についてはその分布からシンジケート構造の特徴が分かる。分析の中心的な関心事である*SHARE*の分布状況を示したのが図1である。金融機関についてはほとんどの案件は外国銀行が中心となって組成されたものであることが分かる。これは基本統計量での観察と一致する。一方、非金融法人では地場銀行がシンジケートで中心的役割を果たす案件と外国銀行が中心となってアレンジする案件とに大きく分かれている。この特徴は基本統計量を見るだけで

図1 SHAREの分布



は確認できなかった。この二分されたシンジケート市場における外国銀行と地場銀行との競合関係が本分析の中心的な関心事である。

IV 回帰分析

1. 推計モデル

シンジケートの構造、具体的には地場銀行と外国銀行のいずれがシ・ローンの中核になるかによってスプレッドの決定行動に差異が見出せるかを検証する。統計的検証のためのモデルは Harjoto, Mullineaux and Yi (2006) や Casolaro, Focarelli and Pozzolo (2003) のような先行研究に倣い次の推定式を採用する。

$$SPREAD = f(\text{融資条件}, SHARE, \text{年ダミー})$$

この推計式は貸し手によるスプレッドの価格付けを捕捉したものである。貸し手は借り手から提示される融資条件を評価してスプレッドを決定する。決定の際には Bloomberg 等の金融データベースから入手した直近のシ・ローン取引の融資条件やスプレッドを参考にする。また、

参加行に予定しているスプレッドの水準について打診して借り手に提示するスプレッドを決める。このように実務においてスプレッドは外生的に与えられる融資条件や企業の信用状態を評価して決めていく^(注7)。スプレッドの決定についての代表的な論考である Angbazo, Mei and Saunders (1998) をはじめとして、多くの研究が融資条件等を外生変数として取り扱う推計モデルを採用してきた。また、債券の価格決定についても Puri (1996) に見られるように企業属性や融資条件は価格付けに際して外生的に与えられるものとして定式化している。以上のような理由から上述の推計式を採用することは妥当と考える。

推計式では被説明変数が *SPREAD* になる。1つ目の融資条件が融資期間を表す *KIKAN* である。融資期間が長くなるのに伴いスプレッドは拡大すると想定されるため係数の符号はプラスと予想できる。これは融資が長期になるほど貸し手にとっては債権回収の不確実性が高まるためである。遠い将来にわたって経済状況、借り手の経営・財務状況について見通しを持つことはできず、期間が長くなるほどリスクは高ま

る。

次の融資条件は*LAMOUNT*であり融資規模を表す。融資規模が大きいということは借り手の事業規模も大きいと推測できる。そうした大企業であれば一般的に財務内容の透明性も高く信用リスクは低いと目される。また、アレンジャーとの価格交渉力も強いためスプレッドは低くなると推察される。このため*SPREAD*と*LAMOUNT*との間には負の関係が予想できる。

3つ目の融資条件は*TANPO*である。*TANPO*の係数はプラスと予想できる。担保の徴求を求められる借り手はそうでない借り手に比べ信用リスクが高いと考えられる。財務内容や業況が芳しくないために貸し手は借り手に対して担保徴求を求める。担保徴求は信用リスクが高いことの代理変数であり、有担保貸出のスプレッドは高くなると想定できる。なお、Berger and Udell (1990) による実証分析は有担保貸出は無担保貸出よりも債務不履行のリスクが高いと報告している^(注8)。*NON_USD*は通貨建てによるスプレッド水準の違いを捕捉するため推計式に導入した。

分析の関心は*SHARE*にある。シ・ローン組成の中核となる銀行のタイプによってスプレッドの決定に違いがあるかを*SHARE*で検証する。*SHARE*の係数は理論的には事前に予想ができない。この変数はLeland and Pyle (1977) が示した自己投資によるシグナリングに対応している。つまり、アレンジャーが保有比率を高めることで参加行は借り手の質が高いと認知し、またスプレッドも低下する。この想定では符号はプラスとなる。一方、借り手の質が低いのであれば債権管理を緊密に行うという場合もありうる。保有比率が高ければ債権管理の動機付けも

強い。それゆえシェアの高さは借り手の信用リスクを反映しており、シェアが高いほどスプレッドが拡大するという見方もできる。実務的な観点からは借り手の信用が低く、ローン販売が難しいためにアレンジャーのシェアが高くなると推測できる。この場合は符号はマイナスになる。

最後に推計式には年ダミーを含めた。データの対象期間は複数年にわたっている。このため、マクロ的な経済環境の変化がスプレッドに与える影響を年ダミーでコントロールした。データの基本統計量を概観して分かるように、非金融法人向け案件と金融機関向け案件とでは異なる特徴があるため別々に推定した。推定には最小二乗法を用いたが、Breusch-Pagan検定では不均一分散が検出された。この問題が存在したままでは係数の検定が適切にできないため、Heteroscedastic-consistent standard errorsを検定に用いた。

2. 結果と解釈

推定結果は表3のとおりであった。*KIKAN*は非金融法人については有意であり事前の予想通り符号はプラスであった。融資期間が長くなるのに伴いスプレッドが拡大することが確認できる。ただし、金融機関については符号はプラスであったが統計的に有意な結果は得られなかった。

*LAMOUNT*については金融機関、非金融法人ともに有意かつ符号はマイナスであった。他の条件を一定とすれば融資額の拡大に伴いスプレッドは低下する。この関係はAngbazo, Mei and Saunders (1998) やCasolaro, Focarelli and Pozzolo (2003) と一致する結果である。

表3 推定結果

	非金融法人	金融機関
<i>KIKAN</i>	1.86** (0.26)	0.77 (0.75)
<i>LAMOUNT</i>	-3.74** (1.16)	-5.80** (1.21)
<i>TANPO</i>	-0.44 (2.83)	
<i>NON_USD</i>	5.72 (8.44)	2.27 (9.51)
<i>SHARE</i>	0.09** (0.03)	0.16** (0.04)
定数項	116.78** (19.96)	146.60** (22.78)
<i>adj-R²</i>	0.18	0.46
標本数	551	128

(注) **は1%水準で有意であることを表す。カッコ内の数値はHeteroscedastic-consistent standard errorsである。

*LAMOUNT*のспредへの効果を説明する要因として、融資額の大きさが優良な借り手の代理変数となっていることが考えられる。今回のデータセットには格付けや上場といった借り手の信用力を表す変数が含まれていない。このため*LAMOUNT*が信用力の効果を拾っている可能性が強い。ただし、本分析では借り手の事業規模についてデータが取れないため信用力について検証はできていない。

*TANPO*と*NON_USD*については有意な結果が得られなかった。なお、金融機関の推計で*TANPO*の結果が表示されていないのは有担保貸出が1件もないためである。

*SHARE*については符号はプラスであり統計的に有意な結果であった。共同アレンジの場合も含めアレンジャーとなった地場銀行の融資シェアが上昇するにともなってспредも拡大する。この結果はシ・ローン組成の中核となる銀行のタイプによってспредの決定に違い

があることを示す。この効果の解釈のため非金融法人について地場銀行が中核となる*SHARE*が100パーセントの案件と外国銀行が中核である*SHARE*が0パーセントの案件とを比較したのが表4である。

まず、спредについては地場銀行が中核となる案件の方が高い。融資期間については案件間での差は統計的に有意でなかった。融資額は外国銀行が中心となる案件の方が規模が大きい。融資額を参加行数で割った1行当たりの平均融資額を算出したのが*YUSHI*であり、外国銀行が中核となる案件の方がかなり大きい。*NUMBER*はシンジケートに参加した金融機関数である。*NUMBER*については案件間で大きな差が確認できる。有担保取引の比率にも統計的に有意な差が見られた。外国銀行が中核となる案件では有担保取引の比率は12.8パーセント、地場銀行が中核となる案件では38.0パーセントであった。

表4 案件の比較

	SHARE 0%	SHARE 100%	Wilcoxon p-value
<i>SPREAD</i>	58.7(83)	65.2(120)	0.00
<i>KIKAN</i>	4.8(92)	5.6(120)	0.41
<i>LAMOUNT</i>	17.4(101)	16.4(142)	0.00
<i>YUSHI</i>	24.3(101)	7.8(142)	0.00
<i>NUMBER</i>	6.0(101)	3.5(142)	0.00

(注) カッコ内の数値は標本数である。*YUSHI*の単位は100万米ドル。

回帰分析と案件の比較から示唆される地場銀行と外国銀行との貸出行動の違いは3点にまとめられる。第1に、分析結果は貸出対象が異なる可能性を示唆する。他の条件を一定として地場銀行のシェアが高くなるほどスプレッドが拡大する。融資期間等は考慮した上でスプレッドの拡大が観察されるのであるから、この効果は地場銀行がより信用リスクの高い貸出を手がけていると解釈できる。こうした解釈が可能なのはリスクを価格付けしたものがスプレッドだからである。また、地場銀行が中心となる案件では有担保貸出の比率が高いこともこの解釈の傍証となる。貸出対象の信用リスクが異なるという見方の直接的な根拠として格付け、上場といった情報が必要であるが今回のデータセットでは利用できなかった。

第2に、融資規模に違いがある。表4の*LAMOUNT*から外国銀行が手がける案件の方が規模が大きいことを示す。また、*LAMOUNT*と*SHARE*との相関係数は-0.33であり、融資規模と地場銀行のシェアとの間には負の相関が観察された。規模についてはシ・ローンの総額だけでなく、1行当たりの平均融資額も異なる。外国銀行は地場銀行がアレンジャーとなって取り組む案件より大型の案件を手がけており、そ

のシ・ローンに参加する金融機関の融資額もより大きなものである。

第3に、シンジケートの集中度が異なる。地場銀行が中核となるシ・ローンは参加行数が少なく集中度が高い。一方、外国銀行が中核となるシ・ローンは多くの参加行にローンを販売して組成されている。この違いは同じシ・ローンであっても外国銀行は投資銀行業務の色合いが濃いビジネスモデルを志向していることをうかがわせる。このため外国銀行がアレンジャーとなる貸出はより規模が大きくなると推察される。これは第2の違いと整合的である。また、より多くの参加行にローンを販売できるということは参加行が投資しやすい優良な案件を外国銀行が扱っている可能性を示す。ただし、この点については第1の違いにおいて示した解釈とともに詳細な検討が必要となる。

こうした違いからシ・ローン市場での競争が均質的な貸し手による完全競争とは異なることが分かる。貸し手におけるビジネスモデル、対象となる借り手、シ・ローンの融資規模の違いが分析で観察された。外国銀行と地場銀行とでは貸出行動に異なる傾向が認められる。要約すると異質な貸し手によるモザイク状の市場競争がシ・ローン市場で展開されていることが分析

で浮かび上がってきた。

む す び

本研究の分析対象は韓国のシ・ローン市場であった。分析期間は通貨危機が発生するまでの4年半である。課題はシ・ローン市場で外国銀行と地場銀行との貸出行動の違いを検証することで、市場で展開されていた競合関係の一面を明らかにすることであった。分析にはマイクロ・データを用いて貸出案件とスプレッドの決定行動の相違を数量的に検証した。先行研究は国際収支などのマクロ統計にデータが制約されていたため市場競争に着目できずにいた。本研究はデータの制約から解放されたことでこれまでに試みられなかった分析手法を適用し、外国銀行と地場銀行との競合関係を取り上げることができた。

分析で明らかとなった違いは大きく2点にまとめられる。第1に、分析結果は地場銀行と外国銀行とでは対象とする借手手が異なる可能性を示唆する。この見方は地場銀行が中核となる貸出は相対的にスプレッド幅が大きいこと、そして、有担保貸出の比率が高いことから導かれる。第2に、融資規模、シンジケートの集中度が異なることから地場銀行と外国銀行とで志向するビジネスモデルが異なると解釈できる。アジアのシ・ローン市場についての現地調査である国際金融情報センター（2006）はポートフォリオ管理について次のような指摘をしている。欧米系銀行はポートフォリオ管理統括部門の権限が強く、リスク・リターンの度合いから弾力的にローン売却を行う。この指摘は本分析で外国銀行の志向が投資銀行業務の色合いが濃いと

する解釈の傍証となる。

こうした違いからシ・ローン市場での競争は異なる志向をもった貸し手が異なる傾向を持つ貸し手を相手に展開していると読み解くことができる。ただし、本分析はスプレッド決定行動や案件の特徴の違いに着目して、競合関係の一面を分析したにとどまる。それゆえ本稿は市場競争をより深く研究するための基礎的な分析結果を提供したと位置づけられる。

最後に、分析を通じて浮かび上がってきた課題を2つ指摘する。まず、地場銀行と外国銀行とで対象とする借手手の傾向が異なるという見方は検証が必要な仮説である。検証には借手手の財務データ、格付け、上場といった借手手の信用力を捕捉する変数を含んだデータセットを整備する必要がある。新たなデータセットによって借手手の信用リスクの違いが見出せれば仮説は実証できる。また、外国銀行が販売しやすい優良企業向け案件を手がけているという仮説もこの作業によって検証が可能である。

次に、別の分析視角からシ・ローン市場にアプローチすることが考えられる。今回は外国銀行と地場銀行とを軸にして貸出行動を分析した。他のアプローチとして、そもそもシ・ローンで調達する借手手の属性について詳細に確認する必要がある。また、幹事行と参加行とを軸にしたエージェンシー関係の実証という視角もある。さらに、外国銀行についても国籍別に貸出行動を検討するという方向性もありうる。こうした課題に答えるために実証分析を重ねていく必要がある。

（注1） 金融制度改革とその評価については飯島（2007）が詳しい。

(注2) 通貨危機以前は支店形態での進出が主流であった。支店網がないためにリテール分野での競争は実質的には展開されていない。

(注3) 参加行における審査については、筆者が都市銀行の香港駐在でシ・ローンを担当していた当時の経験と2007年2月9日に香港で実施した地方銀行の香港支店へのヒアリングに基づいている。

(注4) アレンジャーによる潜在的な参加行への聴取は投資銀行業務に該当する。シ・ローンは相対型取引と市場型取引の両方の要素を持っている。Boot and Thakor (2000) の言葉を借りれば、relationship loansとtransaction loansとの混合型がシ・ローンである。具体的には、借り手の融資審査と債権管理を担う商業銀行業務と、ローンの引受け・販売を担う投資銀行業務との組み合わせである。このため、アレンジャーの販売能力はシ・ローン市場での存在感を大きく左右する。

(注5) アレンジャーの能力をリーグテーブルで判断するに際して留意点がある。それはリーグテーブルの順位を気にするあまり市場実勢と乖離した融資条件でアレンジする金融機関が存在するためである。大量の売り残りが出るような案件でも多くの参加行に販売した案件と同様にリーグテーブルでは機械的に算入される。そのためリーグテーブルは量的側面を捕捉しており、収益性等の質的側面は伴っていないことに留意すべきである。

(注6) 先行研究の展望には奥田 (2004) が参考になった。

(注7) スプレッド決定の実務プロセスについては筆者の経験に基づく。

(注8) 担保の経済的効果については反対の見方もある。有利な取引条件を引き出すため、担保を差し出すことで資産を多く保有する優良企業だというシグナルを銀行に発するという見解である。これは自己選択メカニズムと呼ばれる。この見方ではTANPOの係数はマイナスと想定できる。

文献リスト

<日本語文献>

- 飯島高雄 2007. 「韓国の金融制度改革」寺西重郎・福田慎一・奥田英信・三重野文晴編『アジアの経済発展と金融システム (東北アジア編)』東洋経済新報社 27-54.
- 奥田英信 2004. 「外国銀行の進出とタイ銀行業への影響——アンケート調査結果と経営指標の検討——」『開発金融研究所報』第19号 52-80.
- 加藤正昭・フランク＝パッカー・堀内昭義 1992. 「メインバンクと協調融資」『経済学論集』第58巻第1号 2-22.
- 国際金融情報センター 2006. 「邦銀から見たアジア・中国のシンジケートローン市場の潜在的な成長性」日本銀行委託研究報告書.
- 佐藤正兼監修 2003. 『シンジケートローンの実務』金融財政事情研究会.

<英語文献>

- Angbazo, L. A., J. Mei and A. Saunders 1998. “Credit Spreads in the Market for Highly Leveraged Transaction Loans.” *Journal of Banking and Finance* Vol.22: 1249-1282.
- Berger, A. N. and G. F. Udell 1990. “Collateral, Loan Quality, and Bank Risk.” *Journal of Monetary Economics* 25(1): 21-42.
- Boot, A. and A. Thakor 2000. “Can Relationship Banking Survive Competition?” *Journal of Finance* Vol.54: 679-713.
- Campbell, T. S. and M. Krackaw 1980. “Information Production, Market Signaling, and the Theory of Financial Intermediation.” *Journal of Finance* Vol.35: 863-882.
- Casolaro, L., D. Focarelli and A. F. Pozzolo 2003. “The Pricing Effect of Certification on Bank Loans: Evidence from the Syndicated Credit Market.” *Proceedings issue 4*: 354-374. Federal Reserve Bank of Chicago.

- Dunning, J. H. 1979. "Explaining Changing Patterns of International Production : In Defense of the Eclectic Theory." *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* Vol.41 : 269-295.
- Gadanecz, B. 2004. "The Syndicated Loan Market : Structure, Development and Implications." *BIS Quarterly Review* 75-89.
- Gilbert, R. A. and P. W. Wilson 1998. "Effects of Deregulation on the Productivity of Korean Banks." *Journal of Economics and Business* Vol.50 : 133-155.
- Hao, J., W. C. Hunter and W.K. Yang 2001. "Deregulation and Efficiency : The Case of Private Korean Banks." *Journal of Economics and Business* Vol.53 : 237-254.
- Harjoto, M., D. J. Mullineaux and H. Yi 2006. "Loan Pricing at Investment versus Commercial Banks." *Financial Management* Vol.34(4) : 49-70.
- Jeon, Y. , S. M. Miller and P. A. Natke 2006. "Do Foreign Bank Operations Provide a Stabilizing Influence in Korea?" *The Quarterly Review of Economics and Finance* Vol.46 : 82-109.
- Leland, H. E. and D. H. Pyle 1977. "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation." *Journal of Finance* Vol.52 : 371-387.
- Puri, M. 1996. "Commercial Banks in Investment Banking : Conflict of Interest or Certification Role?" *Journal of Financial Economics* Vol.40 : 373-401.
- Ursacki, T. and I. Vertinsky 1991. "Market Positioning and Performance of Foreign Banks in Korea." *The International Journal of Bank Marketing* Vol.9 : 14-22.

(山形大学人文学部准教授, 2007年8月31日受付, 2009年3月4日レフェリーの審査を経て掲載決定)