

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 28 年 6 月 13 日現在

機関番号：32621

研究種目：基盤研究(A) (一般)

研究期間：2013～2015

課題番号：25245008

研究課題名(和文) グローバルなシンジケートローンの規律の相互作用・補完の研究 - 取引実態・契約書・法

研究課題名(英文) Syndicated Loans: Markets, Documents and Laws

## 研究代表者

森下 哲朗 (MORISHITA, Tetsuo)

上智大学・法学(政治学)研究科(研究院)・教授

研究者番号：80317502

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 26,200,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では、諸外国のシンジケートローンの取引実態、契約書、法的論点を調査し、比較検討を行った。本研究を通じて、各国のシンジケートローン取引の態様等には様々な違いがあり、そうした取引態様の違いや法制度の違いを反映して、用いられている契約書にも様々な違いが存在することが明らかとなった。グローバル・スタンダードがあるとは言い難い問題も多い。

国を問わず同様の法的課題に直面しているケースも少なくなく、また、現在は日本では問題となっていないが、将来、日本で問題となると考えられるものもある。本研究で得られた諸外国の状況についての知見を活かすことによって、わが国における検討を深めることができる。

研究成果の概要(英文)：In this research, we visited US, UK, France, Germany, China, Hong Kong and Singapore, and made reserches on the reality of syndicated loan markets, loan documentations and some hot legal issues in each jurisdiction. It is revealed that there are various differences of markets practices and laws relating to syndicated loans and that documentation practices are also different in various respects reflecting of such differences of markets and laws.

Though there are no global standards in many respects (and it is reasonable and sound), the experiences and insights in other jurisdictions will help us to develop our study on desirable laws, documentations and practices in Japan.

研究分野：金融法、国際取引法、交渉学

キーワード：シンジケートローン 金融法

1. 研究開始当初の背景

(1) シンジケート・ローンは、世界各国で用いられている融資形態であり、日本でも最近になって盛んに用いられるようになっていく。

(2) シンジケート・ローンの実務では、標準契約書が重要な役割を果たしているが、日本で用いられている標準契約書と海外で用いられている標準契約書の間には、様々な乖離が見られるのが実情である。

(3) わが国では、シンジケート・ローンに関する裁判例が存在し、また、法的研究の蓄積もみられるが、未だ、十分な検討がなされていない論点も残されており、また、取引の国際化や実務の発展に対応してより深い検討が求められる問題点も少なくない。

2. 研究の目的

(1) 国内の標準契約書と海外で用いられている標準契約書との乖離の理由が何であり、合理的なものであるのかを明らかにする。

(2) 契約書の乖離には、準拠法や取引実態の違いが影響しているという問題意識から、取引実態、契約書、法の相互関係に注目し、各国における取引実態、契約書の特徴、法的問題・紛争事例等を明らかにする。

(3) さらに、日本の標準契約書やシンジケート・ローンを巡る法的問題に対する態度についてのあるべき姿を提言する。

3. 研究の方法

～ を組み合わせて研究を行った。  
 海外での実地調査 (米国、英国、フランス、ドイツ、中国・香港、シンガポール)  
 国内外の標準契約書の比較検討  
 各種資料・論文等の収集と調査  
 調査結果や主要論点等についての研究会での意見交換  
 学会等における成果の公表とフィードバックの獲得

4. 研究成果

(1) シンジケート・ローン

シンジケート・ローンは、複数の貸し手が同一の貸出条件で一つの契約書によって融資を行うシンジケート団を組成して融資を行う融資形態であり、世界各国で広く用いられている取引手法である。

米国、欧州、アジア太平洋、日本には、シンジケート・ローンに携わる金融機関等の団体として、それぞれ、米国：LSTA (Loan Syndication and Trading Association)、欧州：LMA (Loan Market Association)、アジア

太平洋：APLMA (Asia Pacific Loan Market Association)、JSLA (Japan Syndication and Loan-Trading Association) が存在し、標準的な契約書の作成、情報交換、各種課題への対応、啓蒙等の活動に携わっている。

(2) シンジケート・ローンの取引実態

一口にシンジケート・ローンとはいっても、その取引実態は、国によってかなり異なることが判明した。

本研究では、取引実態を比較検討する際の視点として、セカンダリー市場において活発にローンが取引されているかどうかという点を取り上げ、各国調査の際の共通の調査項目とした。なぜならば、シンジケート・ローンの一つの特徴としては、伝統的な融資取引とは異なり、ローンをセカンダリー市場で転々流通させやすくすることが、リスクの分散、安定した資金供給基盤、プライシングの客観化等の観点から重要であると考えられてきたからである(注1)。

市場規模

今回の調査対象となった国の市場規模についてみておくこととしたい。Thomson Reuters の調査によると、2015年1年を通じての取組額と件数は以下の通りである(注2)。

	取組額(百万米ドル)	件数	1件あたり平均(米ドル)
米国	2,342,447.1	4155	563.8
英国	281,592.6	405	695.3
ドイツ	139,875.0	260	538.0
フランス	134,330.3	218	616.2
中国	155,146.5	482	321.9
香港	95,985.9	202	475.2
シンガポール	39,000.3	94	414.9
日本	225,808.2	2054	109.9

これによれば、米国市場の存在感の大きさが良く分かる。また、際立っているのは、取組額に比した場合の日本の取組件数の多さであり、1件あたり平均取組額を比較した場合に、日本の数値が他に比して著しく小さい。このことは、日本ではシンジケート・ローンという手法が、他国に比べて、小規模の融資案件にも用いられていることを示している。

セカンダリー市場

特にセカンダリー市場での取引が活発に行われているのは、米国であり、米国におけるシンジケート・ローンに関する業界団体であるLSTAによれば、2015年12月におけるセカンダリー市場の取引額は472.2億米ドルと

されている(注3)。但し、米国においても、セカンダリー市場における取引の主体となるのは、investment grade(信用度の高い借手向けのローン)ではなく、leverage grade(investment gradeではない借手向けのローン)である。そして、後者については、活発なセカンダリー市場の中心となっているのは、ローンを使ってCLOを組成し、それを投資家に販売するというビジネス・モデルであり、そうしたCLOに投資するファンドが存在感を見せている。このようなCLOを介した活発なローン・トレーディングは米国市場の特徴である。

欧州、例えば、英国やドイツでは、米国ほどではないものの、セカンダリー市場での取引が活発に行われている。また、米国の影響は欧州市場にも影響が及び、CLO取引が行われるようになってきた。

対照的に、セカンダリー市場での取引が活発でない国は、日本や中国である。比較的優良な貸出案件が多いシンジケート・ローンに係るローン債権を他に譲渡するというよりは、自分達で保持し続けたいというのが、大きな理由の一つである。また、シガポールについても、セカンダリー市場はさほど活発ではないという実務家の声に接した。

### (3) 標準契約書

#### 標準契約書

日本では日本ローン債権市場協会(JSLA)が、市場参加者のための標準的な契約書として、コミットメントライン契約書、タームローン契約書、貸付債権の売買に関する契約書を公表している。

欧州のLMAやアジア太平洋のAPLMAも、同様に標準契約書を公表しており、契約交渉の出発点となる書式として広く活用されている。LMAやAPLMAが公表している契約書の種類は、取引の多様性・実務のニーズを反映して、より多様である。また、頻繁に契約書の改訂が行われている(調査時には、LMAの契約書改訂が頻繁すぎるのではないかと、との声に接することもあった)。最近でも、例えば、LIBOR改革を踏まえた金利に関する条項の見直しや、後述の個別貸付人による権利行使に関する条項の見直し等がなされている。これは、標準契約書の改訂が今まで1度しか行われていない日本の状況と対照的である。

また、LMAでは、英国法版のほか、フランス法版、ドイツ法版も作成され、また、APLMAでも、Asian DocumentsとAustralian Documentsが作成されている。

また、中国でも、中国銀行協会がシンジケート・ローン・モデル契約書を作成しており、利用されている。このモデル契約書は、APLMAの標準契約書を参考に行っているようである。

これに対して、米国ではセカンダリー市場の契約書については、LSTAが作成している標

準契約書がほぼ100%利用されているのに対して、プライマリー市場については、そもそもLSTAは標準契約書を作成しておらず、モデル契約条項(様々な契約条項のモデルを集めたもの)を公表しているのみである。これは、プライマリー市場については各銀行がそれぞれ独自のフォームを利用してきており、プライマリー市場の標準契約書に対するニーズがあまり強くなかったことによるが、最近ではLSTAによる標準契約書の作成に対する期待も高まってきているとの声に接する機会があった。

いずれの国でも、こうした標準契約書は個々の案件における契約書交渉の基準、出発点として用いられ、個別の案件での交渉の結果を反映して、必要な修正がなされる(特に、covenantsなど、個々の取引の内容によって異なる規定が必要な条項などについては、修正されることが多い)。

日本では、債権法改正において提案されている約款規制がシンジケート・ローンの標準契約書に及ぶかが議論されているが(注4)、ドイツにおいてもシンジケート・ローンの標準契約書に約款規制法が適用されるかという問題が存在する。

#### 日本の標準契約書には見られない規定

シンジケート・ローンの標準契約書は、各国の取引態様や法制を反映し、現在の日本の標準契約書にはないような規定が置かれることもある。

例えば、2007年から2008年にローンのセカンダリー市場での価格が低下した際に、借手や借手の関連会社が市場でローンを買戻すといったBorrowers-Buy Backといった現象が生じたのを機に、借手や借手の関連会社によるローンの買戻しについて制限を設ける、あるいは、議決権を制限するといった契約条項が盛り込まれることとなった(注5)。

また、米国では、金融危機後の最近の傾向として、財務制限条項などのcovenantsを設けないCovenant-Liteと呼ばれる融資が増加している。そして、こうした傾向は欧州の市場にも伝播してきているようである(注6)。

フランスでは、TEG(Taux Effectif Global:費用・手数料・利息を全て合算した総コストを年利に換算した数字)を記載しなければならないとの消費者保護法制に由来した規制がシンジケート・ローン契約書についても適用されており、契約書中にTEGの記載がなされている。

#### 契約条項の有効性を巡る争い

シンジケート・ローン契約書中の条項の有効性を巡って争われているケースもある。

例えば、国際的なシンジケート・ローン契約書では、顧客側は金融機関の本拠地の裁判所に訴訟を提起しなければならないが、金融

機関側は自己の本拠地以外でも訴訟提起できるという管轄条項（顧客については専属的合意管轄、金融機関については非専属的合意管轄の定めを置く条項）が用いられることがあるが、こうした条項の有効性を否定したフランスの裁判例がある一方で（*Ms X v Banque Privée Edmond de Rothschild*, Cass. 1re civ., 26 sept. 2012, *Société ICH et a.v Société générale et a.*, Cass. 1re Civ., 25 mars 2015）、英国の裁判所は有効とする（*Mauritius Commercial Bank Ltd. v Hestia Holdings Ltd & Sujana Universal Industries*, [2013] EWHC 1328 (Comm)）といった状態になっている（注7）。

#### (4) シンジケート・ローンに関する法的論点についての各国法の態度

シンジケート・ローンに関連する法的な問題には、私法上の問題、規制法上の問題のそれぞれについて、様々なものがある。

#### アレンジャーやエージェントの情報提供義務

私法上の問題としては、アレンジャーは参加金融機関に対して情報提供義務を負うかどうか、という問題がある。この点について、日本では、最判平成24年11月27日（最高裁判所判例集民事242号1頁）が、アレンジャーの情報提供義務違反を認め、参加金融機関に対する損害賠償を命じた（注8）。

英米においても、同様の問題を取り扱った裁判例が存在する。例えば、英国では、*IFE Fund SA v. Goldman Sachs International*, [2006] EWHC 2887 (Comm), [2007] EWCA Civ 811 (Court of Appeal)において、プロフェッショナルな金融機関同士の取引である以上は、アレンジャーが参加金融機関に渡したインフォメーション・メモランダムに記載されていた免責条項を最大限尊重すべきであって、アレンジャーが新しい情報を入手した場合であっても、アレンジャーは自ら情報の正確さを検証する必要はないし、参加金融機関に提供する義務はないとされた。但し、アレンジャーが、既に提供した情報がミスリーディングなものであることを現実に知っていた場合には、good faithであるという黙示の表示に反することとなり、その旨を参加金融機関に通知しなかった場合には不実表示の問題を生じ得るとされている。また、*Torre Asset Funding Limited & anr v The Royal Bank of Scotland plc*, [2013] EWHC 2670 (Ch)では、参加金融機関がエージェントの情報提供義務違反を主張したが、判決は、融資契約に含まれていたエージェントの義務を限定する条項を根拠として、エージェントには参加金融機関が主張するような情報を提供する義務はなかったとした。

米国の *Harbinger Capital Partners Master*

*Fund I v. Wachovia Capital Markets et. al*, 910 N.Y.S.2d 762 (Supreme Court of New York, 2010)は、借り手が粉飾していることを知りながらアレンジャーがシンジケート・ローンを組成したとして、ニューヨーク州法上の鷲谷不実表示があったと貸し手が主張した事案である。ニューヨーク州法上、詐欺の主張が認められるためには、原告が被告を信頼したという事情が存在する必要があるが、契約書の中には、貸し手はアレンジャーに依存せず自ら必要な調査等を行う旨の規定（Big-Boy Letters と呼ばれる）が存在しているため、特に被告のみが知っていた事情である場合を除き（そうした場合を例外的に扱うことを *peculiar knowledge exception* という）、貸し手は原則として被告の表示に依拠することはできないとした。

こうした英米の裁判例は、プロフェッショナルな当事者間の取引について、契約書等に示された当事者の合意・意思を最大限尊重しようとするものである。但し、英米でも、当事者の合意の尊重には一定の限界（英国では *bad faith* ではないとの黙示の義務、米国では *peculiar knowledge exception*）がある点は重要である。なお、調査対象国において、前記の日本の最高裁判決の内容について複数の弁護士の意見を聞く機会があったが、借入人による粉飾についてメインバンクが指摘したという事情を現実にアレンジャーが知っていたという本件事実のもとでは、アレンジャーの責任を認めた本判決の結論自体は首肯できるという意見が多かった。

#### 担保取引

日本では、複数の債権者のために有効に担保を取得するため、セキュリティ・トラストやパラレル・デットといった手法を用いることができるかどうか議論されているが、いずれの手法にも法的問題点があるのではないといった指摘がなされている。

この点について、英国では信託の考え方をを用いることによって問題なく処理されており、米国でもUCC(Uniform Commercial Code)における複数債権者のためにagentが担保を代表して担保を取得することについての規定に従って取引がなされている。他方、フランスでは、セキュリティ・トラストやパラレル・デットをシンジケート・ローン取引に用いることには日本と同様の法的な問題点があると考えられており、一般的に、これらの手法は用いられていない。

#### 個別の債権者による権利行使

シンジケート・ローンにおける個別の債権者が借入人に対して訴訟等により貸付金の返還を請求できるか、という問題がある。この点について、米国や香港には、集団での意思決定に関する契約書の規定を根拠に、多数

債権者の意思に反した個別貸付人による権利行使を認めない裁判例がある（Beal Savings Bank v Viola Sommer, et. al, 8 N.Y.3d, 318 (Court of Appeals of New York, 2007), Charmway Hong Kong Investment Ltd & ors v Fortunesea (Cayman) Ltd & ors [2015] HKCFI 1308）。実務家はこうした裁判例の立場に反対しており、最近、LMA や APLMA は、個々の貸付人による権利行使が認められるべきことをより明確にするよう標準契約書の改訂を行っている。

#### 各種の規制

各国の取引実態や法制度等を反映して、わが国には存在しないようなシンジケート・ローンに係る規制が存在する国もある。

例えば、米国では、CLO に転売するという形で leveraged grade のシンジケート・ローンの取組が増加する状況に対応して、質の悪いローンが増加することを避けるため、2013年に、当局が「Leveraged Lending Guideline」を公表している。また、CLO というビジネス・モデルとの関係では、Dodd-Frank 法に基づく Volker Rule や Risk Retention Rule の影響も懸念されている。

フランスでは、銀行業務は銀行のみができるという Banking Monopoly というルールが重要である。これにより、銀行以外の者が融資の実行を行うことができないのは勿論、銀行以外が貸付債権を譲り受けることも許されず、ファンドが銀行の貸付債権を譲り受けることは違法である。但し、証券化取引の場合等、一定の場合に例外が認められている。

中国では、中国銀行業監督管理委員会（国務院に直属し、銀行等の監督を行う政府機関）が、「シンジケート・ローン業務ガイドライン」を制定している。このガイドラインでは、シンジケート・ローンを複数の貸し手が同じ条件で貸し付けるものと定義するが、この規定との関係で、シンジケート・ローンにトランシェを設けることの可否が議論されている（可能という意見と難しいという見解に接した）。また、このガイドラインでは、アレンジャーによる貸付額は融資額の 20% ~ 50% とする旨が規定されているが、これはアレンジャーが融資を抱えすぎること防止し、リスクの分散を図るのが目的である。

また、シンジケート・ローン取引における独占禁止法上の問題についても議論されている。シンジケート・ローン取引が独禁法上の問題を生じないようなコンプライアンス手続等について、LMA は 2014 年にガイドラインを公表しており、また、香港では 2015 年に施行された新たな独禁法との関係での問題が議論されている。

サンクション、テロ資金対策、FATCA

国際的な案件との関係では、特定国に対す

る経済制裁措置、マネー・ロンダリングやテロ資金対策規制、米国の FATCA などの影響も大きい。これらの措置や規制の中心となっているのは米国であるが、米国の規制は米国外にも域外適用されており、欧州の金融機関でも難しい対応が求められる問題となっている。特に、欧州では、上記のような米国発の措置・規制が、欧州における情報保護や差別・ボイコットの禁止に関する規制との関係で緊張関係を生む場合もあるようである。

#### その他

以上のほか、最近では、バーゼル III による融資取引に関するコストの増加により、借入人に対して負担を求めることができるかどうかといった問題がある。また、LIBOR スキャンダルに起因する LIBOR 改革に応じて、金利に関する契約書の規定の見直しが実施されたりしている。

#### (5)まとめ

本研究を通じて、シンジケート・ローン取引においては、標準的な契約書が広く利用されているものの、各国で用いられている契約書は、各市場の取引実態や法制度等を反映した違いが見られることが明らかとなった。

欧米等で用いられている標準的な契約書に含まれている条項の中には、現在の日本における取引実態を考えれば不要なものもあるが、参考にすべき点も少なくないと思われる。また、欧米では、取引実態や法制度等の変化や裁判例に対応して、機動的に契約書の改訂が行われている点は、今後、日本においても見習うべき点かもしれない。

その他、各種の法的論点についても、諸外国における議論の状況を参考にすることによって、日本における議論をより深め、また、現在は日本で問題となっていないような論点についても、先取りして検討を進めることができる。

本研究のより詳しい成果については、書籍として公にすべく、現在、執筆作業中である。

(注 1) 森下哲朗「シンジケート・ローンにおけるアレンジャー、エージェントの責任」上智法学論集 51 巻 2 号 16 頁(2007)

(注 2) Thomson Reuters, Global Syndicated Loans Review: Managing Underwriters, Full Year 2015.

(注 3) LSTA のウェブサイト

(<http://www.lsta.org/>) による。

(注 4) 例えば、座談会「民法（債権関係）改正と金融実務 説明義務・情報提供義務、約款、不当条項規制を中心に」金融法務事情 1940 号 44 頁以下（2012）

(注 5) John D Markland, Borrower debt buybacks: the case becomes ever-more

compelling, [2008] Butterworth Journal of International Banking and Financial Law, December, 589ff.

(注6) Karl Clowry, European credit documentation trends: covenant-lite or covenant empty?, [2014] Butterworth Journal of International Banking and Financial Law, May, 296ff.

(注7) 後掲5、[雑誌論文] を参照。

(注8) 森下哲朗「シンジケートローンにおけるアレンドラーの責任に関する最高裁判決」金融法務事情 1968号6頁(2013)

## 5. 主な発表論文等

[雑誌論文](計6件)

森下哲朗、国際取引における利息、金融法務事情、査読無、2023号、2015、pp.28-37

森下哲朗、シンジケート・ローン取引におけるアレンドラー、エージェントの情報提供義務(中国語訳: 崔香梅、崔文)、国際商事法務評論(上海交通大学)査読無、1巻、2015、pp. 104-122

森下哲朗、ローン債権の移転、ジュリスト、査読無、1471巻、2014、pp.55-62

野村美明、黄ジンテイ、ローン契約における「一方的管轄条項」の有効性、阪大法学、査読無、64巻、2014、pp.1-24

道垣内弘人、シンジケート・ローンにおけるアレンドラーの情報提供義務、私法判例リマックス、査読無、48号、2014、pp.6-9

野村美明、被告の事業活動に基づく国際裁判管轄、査読無、阪大法学、63巻6号、2014、pp.1-34

[学会発表](計5件)

小塚 荘一郎、藤澤尚江、Japanese Syndicated Loans 2.0: the global standard meeting the local practice, viewed through the survey data, Law 2.0: New Challenges in Asia, 12th Asian Law Institute Conference (National Taiwan University, 台北、台湾) 2015年6月21日

森下哲朗、シンジケートローンにおける法的問題について、中日金融法熱点問題交流会(上海交通大学、上海、中国) 2015年3月20日

野村美明、What Law Governs Syndicated Loans in Global Transactions?, Asian Institute of International Financial Law, University of Hong Kong Seminar on CONFLICT OF LAW ISSUES IN LOAN TRANSACTIONS (香港大学、香港) 2014年

2月26日

黄ジンテイ、The Validity of Unilateral Jurisdiction Clause in Loan Agreement: A Japanese Perspective、と同じ

道垣内弘人、小塚 荘一郎、藤澤尚江、シンジケートローンについて、平成25年度民事実務研究会(司法研究所、和光市) 2013年11月26日

[図書](計0件)

[産業財産権]  
出願状況(計0件)  
取得状況(計0件)

[その他]

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

森下 哲朗 (MORISHITA, Tetsuo)  
上智大学・法学研究科・教授  
研究者番号: 80317502

### (2) 研究分担者

野村 美明 (NOMURA, Yoshiaki)  
大阪大学・国際公共政策研究科・教授  
研究者番号: 20144420

道垣内 弘人 (DOGAUCHI, Hiroto)  
東京大学・法学政治学研究科・教授  
研究者番号: 40155619

小塚 荘一郎 (KOZUKA, Soichiro)  
学習院大学・法学部・教授  
研究者番号: 30242085

黄 ジンテイ (HUANG, Renting)  
帝塚山大学・法学部・准教授  
研究者番号: 50372636

藤澤 尚江 (FUJISAWA, Naoe)  
筑波大学・ビジネス科学研究科・准教授  
研究者番号: 60533750

### (3) 連携研究者

早川 真一郎 (HAYAKAWA, Shinichiro)  
東京大学・総合文化研究科・教授  
研究者番号: 40114615

長田 真理 (NAGATA, Mari)  
大阪大学・法学研究科・教授  
研究者番号: 10314436

金 美善 (KIM, Mi Seon)  
大阪大学・工学研究科・特任助教  
研究者番号: 50503182