

シンジケート・ローンに関する先行研究：1つのサーベイ

滝川 好夫

発表者コメント

日本の金融システムは間接金融から市場型間接金融へ向かうと言われ、シンジケート・ローンは市場型間接金融の1つである。シ・ローンは第1には金融システムのあり方から、第2は地域金融機関の貸出リスク分散の視点から、第3にゆうちょ銀行の経営問題から、これからますます着目されるであろう。

我が国においては、シンジケート・ローンについての理論研究および実証研究の蓄積はさほどなく、刊行しようと思って『シンジケート・ローンの経済分析』を書きました。

本書は、「第1章 シンジケート・ローンの構造と特徴」で日本のシ・ローンの制度面を検討し、「第2章 シンジケート・ローンと金融システム」でシ・ローンの金融システムにおける位置づけを明確化している。「第3章 シンジケート・ローンに関する先行研究：1つのサーベイ」はシ・ローンに関する理論分析・実証分析の文献をサーベイしている。「第4章 シンジケート・ローンの理論モデル」はシ・ローンについての滝川モデルを提示している。「第5章 シンジケート・ローンの効率的組成：アレンジャー手数料の決定」「第6章 複数のアレンジャーとモニタリング水準の内生的決定」は改善の余地のある理論モデルであるが、研究の出発点になるであろう。「第7章 日本のシンジケート・ローンの実証分析」は、日本のシ・ローンについての興味深いファクト・ファイndィングスを行っている。単年度の実証分析であるが、今後の展望性のある研究であると思われる。

今回はそのうち第3章をインターネット研究会で報告するものである。今後、さらに他の章も公開したいと思っている。会員の先生方からご教示いただきたいと思っている。

1 はじめに

これまでのところ、シ・ローンに関する研究はさほど多くなく、とりわけ、シ・ローンに関する理論研究は少ない。Sufi[2007]は、シ・ローンに関する優れた論文の一つであるが、次の4点を行っている。第1に、どのようにしてシ団メンバーの特徴が貸手・借手間の情報の非対称性を軽減するかを論じている。また、どのようにしてシ団メンバー間の関係が発展していくのかを論じている。第2に、どのようにして貸手・借手間の情報の非対称性がシ・ローン構造に影響を及ぼしているのかを明らかにしている。第3に、貸手・借手間の情報の非対称性の、1つの借手企業のシ・ローン構造への動学的影響を検討している。すなわち、借手企業が繰り返し繰り返しシ・ローン市場へアクセスするとき、貸手・借手間の情報の非対称性問題は借手企業のシ・ローン構造へあまり影響を及ぼさない。第4に、モラルハザードはシ・ローンのより目立つ特徴であることを見い出している。

また、Sufi は、今後の研究課題として、「最終的借手・貸手間の情報の非対称性のシ・ローン市場における価格（金利）への影響」「シ・ローン市場の拡大の原因」「企業金融における再交渉の重要性を研究するための経験的実験題材としてのシ・ローン」の3つを挙げている。

本論文では、「メインバンク制度 vs. シンジケート・ローン」の視点からの、シ・ローンの特徴を概観したのちに、シ・ローンに関する理論分析の文献を「シ・ローン組成の理由」「シ・ローンの構造」「シ・ローン組成の影響」といった視点からサーベイする。また、シ・ローンに関する実証分析の文献を「シ・ローン組成の理由」「シ・ローンの構造」「シ・ローンの役割」「シ・ローン組成の影響」といった視点からサーベイする。

2 メインバンク制度 vs. シンジケート・ローン

「メインバンク制度」においては、メインバンクは株式（エクィティ）と債権（デット）の両方のトップシェアを握っているため、メインバンクと企業との関係は相互依存関係にある。企業情報はメインバンクに集中し、メインバンク以外の銀行と企業との間には情報の非対称性が存在する。メインバンクは、総合取引採算主義で、土地を中心とした不動産担保融資を行っている。貸出債権はロールオーバーしている。

メインバンク制度の問題点は以下のようにまとめることができる。

- ① 企業とメインバンクの間の株式持ち合い（相互依存関係）は、メインバンクをして債権者としての意識を希薄化させる。
- ② メインバンク以外の銀行と企業との間の情報の非対称性の存在は、メインバンク以外の銀行が信用リスク判断をメインバンクに委ねることをもたらし、メインバンクをして銀行団（債権者）全体の判断をさせるようになってしまう。
- ③ メインバンクは、総合取引採算主義をとっているため、いわゆる「ドンブリ勘定」

でビジネスを行い、個々の取引におけるリスクとリターンの関係が曖昧である。

- ④ メインバンクは、不動産担保に頼りすぎる融資を行っているので、信用（貸し倒れ）リスクの判断が甘い。
- ⑤ 貸出債権は“底積み”になっていて、エクイティ化しているのも、デットとエクイティの境目が曖昧になっている。

かくて、メインバンク制度は相互信頼関係（身内意識）の下での、すべての点で“曖昧な”企業金融モデルである。

これに対して、「メインバンク制度 vs. シンジケート・ローン」の視点からの、シ・ローンの特徴は次の通りである。

- ① シ団メンバー（参加金融機関）の大半は大株主ではないので、参加金融機関と借手は、身内意識をもつことなく、債権者・債務者として向き合える。
- ② アレンジャーは参加金融機関に企業情報を開示し、貸出を行うか否か（シ団メンバーになるかならないか）は各参加金融機関の判断に委ねられ、アレンジャーにシ団（債権者）全体の判断をさせるものではない。
- ③ いわゆる「ドンブリ勘定」ではなく、貸出条件は現時点での市場を反映したものになり、リスクとリターンの関係は明瞭である。
- ④ シ・ローンは無担保・無保証のものもあり、信用リスク（債務不履行リスク）は厳格に判断される。借手の顔（信用力）を見て、コベナントの内容（財務制限条項など）が設定される。
- ⑤ シ・ローン債権は“底積み”になるどころか、逆に流通市場で売買される。

リスク中立型の金融機関はリスク回避型の企業に対して業況変動のリスク負担を行うことができるはずであり、リレーションシップ・バンキングに関する理論研究のサーベイ（たとえば、滝川[2007] 第5章参照）では、中小・地域金融機関のリレバンは、中小・零細企業に対して時間にわたるリスク・シェアリング、つまり“企業が利潤を上げていない、信用リスクの高いときには低い貸出金利・担保を課し、企業が利潤を上げている、信用リスクの低いときには高い貸出金利・担保を課す”といった、企業のライフサイクルに応じた貸出条件を行い、リレバン期間全体を通じて“独占利潤”を得るとされているが、小川[2007]はこれをまったく否定する、次の4つのファクト・ファインディングス（2001-03年度までの中小企業庁『金融環境実態調査』の個票データに基づいた実証結果）を得ている。

- ① バランスシートが毀損したメインバンク（中小・中堅企業と長い取引関係を持った金融機関：リレバン）ほど顧客企業に対する融資を抑制する傾向がある。
- ② メインバンクの財務状況の悪化は、融資機能の低下に加えて顧客企業に対して提供される種々の金融サービス（支払い決済機能、情報サービスや経営資源の提供など）の水準を低下させ、融資の減少と相まって雇用や設備投資といった企業の成長力に直結する企業活動の水準を低下させた。

③ 顧客企業はメインバンクの財務状況の脆弱性へ対応するために短期的には手元資金の取り崩しによって対応するとともに、長期的にはさらなる地域密着型金融機能の低下に備えるべく流動性を増した。

④ 財務状況が悪いメインバンクを持つ企業ほど別の金融機関との取引を拡大した。

小川[2007]の「邦銀の財務状況が悪化した 2000 年代初頭以降、メインバンクは顧客企業にメリットを与えず、逆に独占利潤を享受したことがうかがえる。」といったファクト・ファイディングスは、一般には、リレバン貸出が金融機関にとって情報独占をもたらし、それが高い貸出金利を課したり、大きな担保を徴求したりする「ホールドアップ問題」と呼ばれている問題である。

3 シ・ローンに関する理論分析の文献サーベイ

シ・ローンに関する理論分析の文献をサーベイすると、次のように整理できる。

(1) シ・ローン組成の理由

シ・ローン組成についての理論的理由についての文献をサーベイすると、次のように整理できる。

① 信用（債務不履行）リスクの分散化

Wilson[1968]はシンジケートを「不確実性のもとで1つの共通の意思決定を行い、それが1つのペイオフを生み、そのペイオフが団体の構成員全員の間で分配される、1つの個人集合」(p.119)と定義し、個人がさまざまなリスク回避度をもち、および／あるいは個人がペイオフに影響を及ぼす不確実な出来事に対するさまざまな確率的評価をもっているときの、1つのシンジケート団の意思決定プロセス、すなわち“a surrogate group utility function”と“a surrogate group probability assessment”の構築の可能性を分析している。

加藤・パッカー・堀内[1992]は、シ団を構成する各銀行は1企業の借入資金需要を上回る貸出可能資金を有するものと設定し、銀行は個々の融資案件について危険回避者であり、信用リスクの分散化のために融資団を組成するものとモデル化している。

② 貸出債権ポートフォリオ内容の多様化

Simons[1993]は、シ・ローンは、シ団メンバーにとっては、貸出債権ポートフォリオ内容の分散化のために行われる、すなわち、第1に、さもないとアクセスできそうにない地域・産業の借手に貸出を行うことができる機会を得る、第2に、さもないと貸し出すことができない大口借手に貸出を行うことができる機会を得るものであると論じている。

③ 相対型貸出から市場型貸出へ：間接金融 vs. 市場型間接金融

Jones, Lang and Nigro[2005]は、シ・ローンの成長は主として、伝統的な相対型貸

出から市場型貸出（transaction- and market-oriented corporate lending）への転換によるものであると論じている。

④ 企業のホールドアップ問題の解決：メインバンク制 vs シ・ローン

Pichler and Wilhelm[2001]は、シンジケーションはリレーションシップ・バンキング（銀行の“relationship-intensive”性質）から派生するものであると論じている。

リレバンは時間にわたるリスク負担を行っていないというファクトファインディングから、銀行をして時間にわたるリスク負担を行わせるために、小川[2007]は「顧客企業のメインバンクは、企業のバランスシートなどのハードな情報に加えて長期にわたる取引（中小企業庁『金融環境実態調査（2002）』によれば、取引年数の平均は 26.4 年—引用者注）を通じて獲得した無形の情報を蓄積しており、審査・モニタリング（監視）において有利な立場にある。この立場を生かしてとりまとめ役としてシンジケート団を組成することができる。このようにしてシンジケートローンは地域密着型金融のメリットを生かしながら、取引金融機関を分散化することによりその弊害を除去できる。」と述べ、「メイン行を幹事とした協調融資」の活用を提案している。

(2) シ・ローンの構造

① プライマリー・マーケット vs. セカンダリー・マーケット

伝統的な相対型貸出はプライマリー・マーケットだけにかかわっているが、シ・ローンの理念型はセカンダリー・マーケットでの売買を想定した貸出である。Mester[1992]は、第1に、伝統的な銀行業と非伝統的な銀行業（貸出債権のセカンダリー・マーケットにおける売買、証券化）、あるいは商業銀行業務と投資銀行業務との間には「範囲（多様性）の経済」は存在しない、第2に、伝統的な銀行業では、資産サイドと負債サイドの結びつきはしっかりしているが、非伝統的な銀行業では、資産サイドと負債サイドのアンバンドリングが行われている、第3に、銀行にとってのモニタリング・コストは、セカンダリー・マーケットから購入した貸出（非伝統的貸出）よりも、プライマリー・マーケットにおける貸出（伝統的貸出）のほうが低いと論じている。

Narayanan,Rangan,and Rangan[2004]は、銀行の貸出と証券引受の利益相反問題を取り上げている。

② 借手と貸手との間のつなぎ役：シ・ローン vs. loan sales

Simons[1993]は、loan syndications（シ・ローン）と loan sales（貸出債権の転売）を“secondary intermediation”と呼び、loan syndications と loan sales のちがいを次のように説明している。すなわち、loan syndications は、1つの銀行（リード・バンク）がシ団管理者として、1つの貸出を行うのに必要なシ団メンバーを募り、最終的借手と、シ団の各メンバーとの間で貸借契約を結ぶ。loan sales は、1つの銀行が貸出を行い、その後、

貸出債権の一部を他の銀行に売却するものであり、“participations”と“assignments”の2つのタイプがある。“participations”は貸出債権を売却した当該銀行（original lender）と借手との間の既存の契約を不変のままにしておいて、貸出債権を購入した銀行との間で新規の契約を結び、“assignments”は最終的借手と、貸出債権を購入した銀行との間で新規の契約を結ぶ。loan syndications と loan sales のいずれにおいても、銀行（lead bank あるいは original lender）は、最終的借手と貸出債権を最終的に保有している銀行との間のつなぎ役としての役割を果たしている。

Sufi[2007]は、シ・ローンと loan sales market のちがいについて、シ・ローンにおいては第1に貸手金融機関が相互に1つの貸出契約で結ばれている、第2にアレンジャーが貸出債権の一部を保有しているため、モラルハザードの問題は、シ・ローンの方が loan sales market よりも軽微であると指摘している。

シ団メンバーは借入企業と稀にしか直接に交渉しない。すなわち、アレンジャー（エージェント）を通じて借入企業と arm's-length 関係をもっている。アレンジャー（エージェント）は、借入企業との関係を確立・維持し、情報収集・モニタリングの責任をもっている。

③ 金融仲介離れを抑制：市場型間接金融

Jones, Lang and Nigro[2005]は、シ・ローンが間接金融と直接金融とのちがいを低下させることによって、「金融仲介離れ（disintermediation）」の流れを逆流させることができないにしても、抑えていると論じている。

④ 情報生産の効率性とモラルハザード：1銀行からの借入 vs. 2銀行からの借入

どのようにすればアレンジャーはモニタリングをしっかりと行うのであろうか。アレンジャーのモラルハザード対策として、Sheard[1991]はアレンジャーのコミットメント（融資比率に比べて大きなリスク負担）を挙げている。

Sufi[2007]は、Diamond[1984]の共同モニタリングをシ・ローン市場に直接適用できると論じている。複数の貸手によるモニタリングは、余分な費用と、不効率なフリーライディングを導くので、貸手は1つの金融機関にモニタリングを「委託」することを欲する。

アレンジャー（エージェント）はシ団参加メンバーから企業のモニタリングを委託されるが、アレンジャー（エージェント）が貸出の一部しか担っていないということを所与とすれば、インセンティブ問題が生じる。アレンジャー・エージェントは informed lender、シ団参加メンバーは uninformed lenders である。両者の間にはモラルハザード問題（アレンジャー・エージェントのシ団参加メンバーに対する裏切り）が生じうる。もし informed lender が何らの貸出債権を保有しないならば（アンダーライターのように）、長期の名声のみが informed lender の努力を支配する。

Carletti[2004]は、1銀行からの借入と2銀行からの借入を比較し、次の4点を指摘

している。第 1 に、2つの銀行のモニタリング強度の合計は1つの銀行のモニタリング強度より小さい。というのは、2つの銀行のモニタリングの重複と、モニタリングによる便益のシェアリングは2つの銀行のモニタリング・インセンティブを低下させるからである。企業は1つの銀行だけから借り入れることにより、投資プロジェクトの成功確率を高めることができる。第 2 に、1銀行のモニタリング費用と2銀行のモニタリング費用の合計との差は、2つの銀行のモニタリングの重複が規模の不経済を上回っているかどうか依存している。第 3 に、企業の“financial moral hazard”が弱いとき、銀行のモニタリング費用が高いならば、2つの銀行は1つの銀行より低い均衡借入金利を設定する。第 4 に、銀行のモニタリングのプラス面は企業の financial return の期待値の上昇であり、マイナス面は企業の private return の期待値の低下である。企業の“private moral hazard”が強くなればなるほど、企業の“financial moral hazard”が弱くなればなるほど、企業は2つの銀行から借入を選択する。

François and Missonier-Piera[2007]は、副エージェント (co-agents) が1つにはシ・ローンの管理費用を分担する、もう1つにはエージェント (agent) に対するモニタリングを行うという2つの役割を有していることを指摘している。

⑤ 借手にとっての参加金融機関の最適数

Bolton and Scharfstein[1996]は、コーポレート・ファイナンス理論の大半は、資金調達手段としての負債・株式間の選択を問題にしているが、経験的事実として、企業は株式よりも圧倒的に負債による資金調達を行っているので、問題とすべきことは、負債・株式間の選択ではなく、負債の構造であると論じている。負債構造の最適性は「企業が清算されるとき、負債価値がほとんど低下しないこと」「企業の経営破綻を抑制すること」といった2つの目標を満たしていること（あるいは、2つの目標がバランスしていること）を意味している。

Bolton and Scharfsteinは、「1つの企業が借り入れる銀行の数を決めるものは何か」「複数の銀行が1つの企業に貸出を行うとき、企業が支払う金利を銀行間でどのように配分するのか」「どんな投票ルールが負債契約の変化を支配しているのか」といった3つの問題を検討している。Bolton and Scharfsteinは、非自発的債務不履行 (liquidity defaults) と自発的債務不履行 (strategic defaults) の2つのタイプの経営破綻を区別し、負債契約は、経営破綻したときに企業の資産を清算する権利を貸手に与えることは、一方で自発的債務不履行インセンティブを抑制し、他方で企業の清算価値を低める、さらに、企業が多数の貸手から資金調達を行うことは、一方で自発的債務不履行を抑止する、他方で企業の清算価値を低めるので、両者のバランスをとらなければならないと論じている¹。「1つの企業が借り入れる銀行の数を決めるものは何

¹ 債務不履行に対する罰則がないときは、企業経営者は常に自発的債務不履行を選ぶので、貸手は企業に貸出を行わなくなると指摘している。

か」といった問題は、借入銀行の数の話だけでなく、「銀行借入 vs. 社債」（少数の借手 vs. 多数の借手）の選択の問題でもある²。

Detragiache, Garella, and Guiso[2000]は、借手企業の側からの最適取引銀行数を論じ、借手が複数の銀行と取引することは、より安定的な資金調達を行うことができ、投資プロジェクトの完成前清算のリスクを低下させることができることを明らかにしている。

Pichler and Wilhelm[2001]は、株式IPOによる資金調達のためのシンジケート組成のモデルであり、「企業・シ団間の情報の対称性・非対称性下」「シ団への参入制限の有無」「リード銀行（アレンジャー）の有無」によって、シ団を構成する最適銀行数はいくらになるのか、また企業・銀行のペイオフはどのように異なるのかを分析している。

Bolton and Scharfstein[1996], Bris and Welch[2005]は、「再交渉」がいかんにして最終的借手によって決定される最終的貸手の最適数に影響を及ぼすのかを検討している。再交渉は不完備契約理論においては重要な要素であり、最終的貸手の最適数は、Bolton and Scharfstein[1996]においては最終的借手によって決定されるが、再交渉がきわめて一般的であるシ・ローンにおいてはリード銀行によって決定される。

⑥ ローン・コミットメントとコベナンツ

「ローン・コミットメント」とは、銀行が、あらかじめ決められた貸出条件で、あらかじめ決められた額まで貸し出す約束のことであり、Thakor et al.[1981]は借手がローン・コミットメントを得ることは、プット・オプションを購入することであると指摘している。Boot et al.[1987], Boot et al.[1991]は、ローン・コミットメントはモラルハザードを弱め、投資を増大させると論じている。Boot et al.[1993]はローン・コミットメントの自由裁量の程度の上昇は銀行の名声を高めると論じている。

Bradley and Roberts[2003]は、より小規模の、より高い成長機会をもった、高いレバレッジ（負債比率）をもった企業は、コベナンツ付きの借入を行いそうであることを指摘している。

(3) シ・ローン組成の影響

Preece and Mullineaux[1996]は、もし貸出契約の再交渉の可能性を有することが借手企業にとっての価値の源泉であるならば、シ・ローンの規模が大きくなるにつれて、再交渉能力に伴う借手企業価値は下落すると論じている。

² ただし、銀行借入は少数の借手、社債は多数の借手とそれぞれ決めつけるのはミスリーディングである。というのは、銀行借入が多数の借手（例えば、シンジケートローン）、社債が少数の借手であることがあるからである。

4 シ・ローンに関する実証分析の文献サーベイ

(1) シ・ローン組成の理由

① 金融機関の貸出供給限度を上回る企業の借入資金需要

Milgrom and Roberts[1992]は「米国では、鉄道をはじめとする大企業による資金需要が地元銀行の資金力を上回った結果、銀行シンジケート団による融資、債券市場の発達、株式市場の大幅な拡大、そして保険産業の興隆を促す一因となった」（訳書 p.602）と述べている。

② アレンジャーの自己資本制約

Simons[1993]は、シ・ローンは主としてリード銀行（arrangers or syndicators）の自己資本制約（自己資本・総資産比率および貸出・自己資本比率）から促進されたものであると論じている。借入企業は1つ以上のアレンジャーを雇うが、François and Missonier-Piera[2004]は、複数のアレンジャーはさまざまな義務における競争的アドバンテージの結果であることを見い出している。

③ 貸出債権ポートフォリオの分散化

Simons[1993]は、銀行がシ・ローンを行うインセンティブを検討し、ファクトファインディングスとして、貸出債権ポートフォリオの分散化がシ・ローンを組成する主要理由であることを見い出している。

(2) シ・ローンの構造

① アレンジャーのモラルハザード：アレンジャー vs. 参加金融機関

Simons[1993]は、リード銀行はシ団参加銀行を説得して“質の悪い貸出”を引き受けさせるようなことはしていないと指摘している。Dahiya,Puri and Saunders[2003]は、loan sales market におけるローンの質は悪いが、シ・ローンの質は良いと指摘している。

② 債務不履行率：シ・ローン vs. 社債

シ・ローンの債務不履行比率は非常に低い。Altman and Suggitt[2000]は、シ・ローンの債務不履行率を分析し、シ・ローンの債務不履行率は最初の5年間をとれば社債の債務不履行率とほとんど同じであるが、最初の2年間をとれば社債の債務不履行率より高いことを実証的に見出している。

Lee and Mullineaux[2004]は、借入企業の債務不履行率が高くなればなるほど、組成されたシ団はより集中化する（つまり、シ団参加金融機関数はより少なくなる）ことを見い出している。

③ シ・ローン組成参加金融機関の数

Esty[2001]は、シ・ローンについてのケース・スタディを行い、2、3のメンバーからなる小規模のシ・ローンは単一銀行からの借入とほとんど同じであり、100~200のメンバーからなる大規模のシ・ローンは社債による資金調達とほとんど同じであると論じ、

シ・ローン組成参加銀行の大半は 10~30 の銀行であるので、シ・ローンは銀行借入と社債の中間に位置する資金調達形態であることを指摘している。

④ アレンジャーの融資額

Jones, Lang and Nigro [2005]は、情報の非対称性、貸出の質、自己資本比率規制、満期などがアレンジャーの融資額に影響を及ぼすことを見い出している。Simons [1993]は、アレンジャー（リード銀行）が、貸出の質（事後の格付け）が良ければ、より大きな貸出シェアを引き受けることを見い出している。

⑤ アレンジャーの貸出シェア：アレンジャー vs. 参加金融機関

典型的には、アレンジャーの融資割合は各シ団メンバーの融資割合よりも大きい。Sufi [2007]は、いかに最終的借手・貸手間の情報の非対称性がシ・ローン市場の構造に影響を及ぼすかを検討し、次のファクト・ファインディングスを見出している。第1に、最終的借手・貸手間の情報の非対称性が大きいとき、最終的借手は強度のモニタリングを必要とするので、リード銀行はより大きな貸出シェアを維持することによって債務不履行リスクによりさらし、最終的借手に対するモニタリング努力を保証する。第2に、最終的借手・貸手間の情報の非対称性が大きいとき、リード銀行は、地理的に近く、かつこれまでに貸出実績のある銀行をシ団メンバーとして選ぶ。第3に、最終的借手がシ・ローン市場へ繰り返しアクセスするとき、およびリード銀行が名声を有しているとき、リード銀行はより大きな貸出シェアを維持する必要はなくなる。

Lee and Mullineaux [2004]は、借入企業についての情報の質が悪くなればなるほど、組成されたシ団はより集中化する（つまり、アレンジャーの融資比率はより高くなる）ことを見い出している。

⑥ シ団参加メンバー

Sufi [2007]は、どの銀行がシ団メンバーになるのかを検討し、リード銀行はシ団メンバーとの関係を形成するが、リード銀行がシ団メンバーを選ぶとき、これらの関係は最終的借手・シ団メンバー間の関係ほど重要ではないといったファクト・ファインディングスを見出している。また、Sufi は、アレンジャーと潜在的シ団メンバーとのこれまでの関係は、潜在的シ団メンバーが実際のシ団メンバーになる確率を高めるが、その関係は、シ団組成にあたっては、借入企業とシ団メンバーとのこれまでの関係ほどには重要ではないということを見い出している。また、情報の非対称性問題が深刻であるとき、アレンジャーは、アレンジャーとの親密性ではなく、借入企業との親密性にもとづいて、シ団メンバーを選ぶと論じている。

⑦ 参加金融機関の数：リーガル・リスクと負債構造の関係

Esty and Megginson [2003]は、リーガル・リスクと負債構造の関係を 61 カ国について実証分析し、貸手の権利が強い国においては、モニタリングを容易にするために、貸手の数は少なく、逆に貸手の権利が保護されていない国においては、自発的

債務不履行を抑止するために、貸手の数が多いことを見出している。

⑧ 借手の名声とシ・ローン：銀行借入 vs. 社債

Bolton and Scharfstein [1996]は、信用の質の低い企業、景気変動に左右されない企業および高度に補完的な資産をもった企業は銀行借入を行い、逆の性質をもった企業は社債発行を行うと論じている。

Diamond [1991]の「名声獲得モデル」においては、企業の資金調達方法は、名声を確立するにつれて、銀行借入から社債へ変わることが指摘されている。Dennis and Mullineaux [2000]は、シ・ローンは、企業の資金調達方法としては、銀行借入と社債の中間に位置するものであると整理しているが、Sufi [2007]は、「ほとんどあるいはまったく信用名声がない借手は、銀行借入と類似したシンジケートローンを得ている。そのとき、アレンジャーはシンジケートローンのより大きな割合を融資し、シ団メンバーは少ない。信用名声の高い借手は、社債と類似したシンジケートローンを得ている。そのとき、アレンジャーはシンジケートローンのより小さな割合を融資し、シ団メンバーは多い。」(p.631)と述べている。

⑨ アレンジャーの名声とシ・ローン

Dennis and Mullineaux [2000]は、貸出のロットが大きい、借入企業が公的セクターである、アレンジャーの名声が高いとき、アレンジャー（リード銀行）はシ・ローンを組成しやすいことを見出している。また、借入企業についての情報が公開され、アレンジャーの名声が高いとき、貸出の中でシ・ローンの占める割合が高くなることを見出している。

(3) シ・ローンの役割

Simons [1993]は、シ・ローンとその証券化（loan sales）は銀行が Glass-Steagall Act のために行うことができない新規発行証券のアンダーライティングの代替（あるいは、禁止されている州際業務の代替）になっていると指摘している。

(4) シ・ローン組成の影響

Meggison, Poulsen and Sinkey, Jr [1995]は、商業銀行がシ・ローンを行うことをアナウンスしたとき、当該銀行の株価への影響を実証分析し、プラスの影響を及ぼすことを明らかにしている。

Gasbarro, Le, Schwebach, and Zumwalt [2004]は、シ・ローン組成の企業価値（株主価値）へのアナウンスメント効果を実証分析し、コミットメントライン型のシ・ローンであればプラスの影響を与えるが、タームローン型のシ・ローンであればマイナスの影響を与えることを見出している。

金子・渡邊[2005]は、日本におけるイベントスタディを行って、コミットメントライン型のシ・ローンのアナウンスメントは企業価値にプラスの影響を与えることを見出している。

【参考文献】

- Altman,E.I. and H.J.Suggitt,“Default Rates in the Syndicated Bank Loan Market : A Mortality Analysis,” *Journal of Banking & Finance*, 24, 2000,pp.229-253.
- Bolton,P., and D.Scharfstein, “Optimal Debt Structure and the Number of Creditors,” *Journal of Political Economy*, Vol.104, No.1, February 1996, pp.1-25.
- Bris,A. and I.Welch,“The Optimal Concentration of Creditors,” *Journal of Finance*, Vol.60, No.5, October 2005,pp.2193-2212.
- Carletti,E., “The Structure of Bank Relationships,Endogenous Monitoring, and Loan Rates,” *Journal of Financial Intermediation*, 13, 2004, pp.58-86.
- Detragiache,E.,P.Garella, and L.Guiso, “Multiple versus Single Banking relationships : Theory and Evidence,” *Journal of Finance*, Vol.55, No.3, June 2000,pp.1133-1161.
- Esty,B.C.,“Structuring Loan Syndicates : A Case Study of the Hong Kong Disneyland Project Loan,” *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.14, No.3, Fall 2001, pp.80-95.
- Esty,B.C. and W.L.Megginson, “Creditor Rights, Enforcement, and Debt Ownership Structure : Evidence from the Global Syndicated Loan Market,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38, No.1, March 2003, pp.37-59.
- Francois, P.and F.Missonier-Piera,“The Agency Structure of Loan Syndicates,” *Financial Review*, 42, 2007, pp.227-245.
- Gasbarro,D.,K.Le,R.G.Schwebach,and J.K.Zumwalt,“Syndicated Loan Announcements and Borrower Value,” *Journal of Financial Research*, Vol.27, No.1, Spring 2004,pp.133-141.
- Jones,J.D.,W.W.Lang and P.J.Nigro, “Agent Bank Behavior in Bank Loan Syndications,” *Journal of Financial Research*, Vol.28, No.3, Fall 2005,pp.385-402.
- Megginson,W.L.,A.B.Poulsen, and J.F.Sinkey,Jr.,“Syndicated Loan Announcements and the Market Value of the Banking Firm,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.27, No.2, May 1995,pp.457-475.
- Mester,L.J.,“Traditional and Nontraditional Banking : An Information-Theoretic Approach,” *Journal of Banking and Finance*, Vol.16, 1992, pp.545-566.
- Milgrom,P., and John Roberts., *Economics, Organization & Management*, Prentice Hall, 1992 (奥野正寛・伊藤秀史・今井晴雄・西村理・八木甫訳『組織の経済学』NTT出版、1997年)。
- Narayanan,R.P.,K.P.Rangan,and N.K.Rangan, “The Role of Syndicate Structure in Bank Underwriting,” *Journal of Financial Economics*, 72, 2004,pp.555-580.
- Pichler,P., and W.Wilhelm,“A Theory of the Syndicate : Form Follows Function,” *Journal of Finance*, Vol.56, No.6, December 2001, pp.2237-2264.
- Preece,D. and D.J.Mullineaux,“Monitoring, Loan Renegotiability, and Firm Value : The Role of Lending Syndicates,” *Journal of Banking and Finance*, Vol.20, 1996,pp.557-593.

- Sheard,P.,“Delegated Monitoring among Delegated Monitors : Principal-Agent Aspects of the Japanese Main Bank System,” Center for Economic Policy Research Publication, No.274, Stanford University, November 1991.
- Simons,K.,“Why Do Banks Syndicate Loans ?” New England Economic Review,Federal Reserve Bank of Boston, Jan./Feb. 1993, pp.45-52.
- Sufi,A., “Information Asymmetry and Financing Arrangements : Evidence from Syndicated Loans,” Journal of Finance, Vol.62, No.2, April 2007, pp.629-668.
- Thakor,A.V.,“The Design of Financial Systems : An Overview,” Journal of Banking & Finance, 20, 1996, pp.917-948.
- Wilson,R., “The Theory of Syndicates,” Econometrica, Vol.36, No.1, January 1968, pp.119-132.
- 池尾和人「『市場型間接金融』深めよ（東京マーケット競争力強化の道 上）」『日本経済新聞（経済教室）』2007年12月20日。
- 小川一夫「協調融資の活用進めよ：中小企業の地域密着型金融」『日本経済新聞（経済教室）』2007年7月16日。
- 加藤正昭、フランク・パッカー、堀内昭義「メインバンクと協調的融資」『経済学論集』58-1、1992年4月、pp.1-22。
- 金子隆・渡邊智彦「銀行借入 vs. 市場性負債：アナウンスメント効果の比較と要因分析」『現代ファイナンス』No.18、2005年、pp.69-95。
- 関東財務局「関東財務局管内における『地域密着型金融推進計画』の進捗状況について（平成15年度～18年度）」2007年7月19日。
- 金融審議会金融分科会第二部会「リレーショナルシップバンキングの機能強化に向けて」2003年3月。
- 経済同友会「あるべき金融システムへの改革ー将来への道筋」2004年3月。
- 櫻川昌哉「市場型間接金融と資金循環へ及ぼす影響」（財務総研「資金循環における市場型間接金融の役割に関する研究会」第3回会合議事要旨）2004年12月13日。
- 櫻川昌哉「金融システム改革に必要なこと」『会計検査研究』No.33、2006年3月。
- 滝川好夫『リレーショナルシップ・バンキングの経済分析』税務経理協会、2007年2月。
- 中村中・森田昭男『中小企業と地域活性化のための リレーショナルシップバンキング』中央経済社、2004年6月。
- 日本銀行「シンジケート・ローン債権の担保受入れについて」2003年9月12日。
- 濱崎淳子「シンジケート・ローンにおけるアレンジャー及びエージェントの法的地位ー参加機関に対する情報開示義務についてー」『東京大学法科大学院ローレビュー』vol.1、2006年8月。
- 平野英則『よくわかる シンジケートローンー組成と参加のプロセスと実務』金融財政事情研究会、2007年7月。

福井俊彦「わが国の企業金融の変革に向けて」（「新しい企業金融がもたらす日本再生」シンポジウム）2003年11月。

前多康男「リレーションシップ取引と市場型間接金融」（財務総研「資金循環における市場型間接金融の役割に関する研究会」第7回会合議事要旨）2005年3月24日。

みずほコーポレート銀行のホームページ。

みずほ総合研究所「多様化が進みつつある中堅・中小企業の資金調達～みずほ総研アンケート調査からみたクレジットスコアリング貸出、ABL、シンジケートローン、CLO・CBOの現状と課題～」（みずほレポート）2006年12月。

みずほ総合研究所「中堅・中小企業向けトランザクション型貸出の決定要因～企業属性に応じた適性に関する一考察～」『みずほ総研論集』2007年IV号。

三井住友銀行のホームページ。

三井住友銀行「『市場型間接金融』と『JSLA』～間接金融モデルの変革と市場創設の試み～」（野村金融セミナー2001資料）2001年4月。

三菱商事株式会社「高流動性シンジケートローンについて」2005年2月。

蓑田秀策「貸出資産のポートフォリオマネジメントがキーワード」『金融財政事情』2003年6月30日。

蓑田秀策「次世代の金融を考える：市場型間接金融が創り出す世界」（みずほコーポレート銀行）2005年12月9日。

渡邊智彦「情報の非対称性とシンジケート・ローン」『KUMQRP DISCUSSION PAPER SERIES』DP2005-025, pp.1-26。