

科学研究費助成事業 研究成果報告書

令和 3 年 6 月 17 日現在

機関番号：32612

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2016～2020

課題番号：16K03752

研究課題名（和文）企業リスクマネジメントに関する実証研究 - ファイナンス理論と保険論の融合 -

研究課題名（英文）An Empirical Study on Corporate Risk Management - Integration of Corporate Finance and Insurance Science

研究代表者

柳瀬 典由（Noriyoshi, Yanase）

慶應義塾大学・商学部（三田）・教授

研究者番号：50366168

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,400,000円

研究成果の概要（和文）：財務・市場データ等を用いたパネルデータセットを構築し、日本企業のデリバティブを活用したリスクヘッジ戦略を実証的に考察し、その成果を査読付海外学術誌に掲載した。さらに、全社的なリスクマネジメントに関する実態調査として、企業のリスクマネジャーとの定期的な研究会を継続的に実施し、具体的な事例研究として国内学術誌に掲載した。最後に、ファイナンス理論と保険論との橋渡しをするために、国内外の企業のリスクマネジメントに関する学術研究の動向について体系化を行うとともに、当該研究分野を網羅したリスクマネジメントに関する書籍を出版した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

近年高い関心を集める日本企業のリスクマネジメントという現象に対して、理論的な枠組みをベースに、日本企業に特徴的な資金調達環境を考慮し、多面的な実証研究を行うことで、その実態を定量的に把握することは、社会的意義が大きい。また、ファイナンス理論に基づいた企業リスクマネジメント研究を体系的に整理しつつ、具体的な研究成果を蓄積することによって、わが国の保険論研究にも一石を投じることができた。本研究の全体的成果は、個々の研究成果にとどまらない、ファイナンス理論と保険論の融合に関する研究分野全体に対しても、重要な学術的貢献があると考えられる。

研究成果の概要（英文）：This study constructed a panel data set using financial and market data, empirically examined Japanese companies' risk hedging strategies, and I published the results in a refereed foreign academic journal. In addition, as a survey of the actual situation regarding company-wide risk management, I continued to hold regular study meetings with corporate risk managers. I published the results as specific case studies in domestic academic journals. Also, I organized academic research trends on corporate risk management worldwide. Finally, I published a textbook on risk management and insurance covering the relevant research fields to bridge the gap between corporate finance and traditional insurance science.

研究分野：金融・ファイナンス（企業金融，保険論）

キーワード：保険論 企業金融 デリバティブ リスクマネジメント 企業価値 メインバンク リスクファイナンス ERM

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

1. 研究開始当初の背景

世界的な金融危機や多発する巨大災害等、企業を取り巻くリスク環境が厳しさを増す一方、メインバンク機能の低下等、日本企業の資金調達環境には大きな変化が生じている。こうしたなか、日本企業のリスクマネジメントに対する関心は高まりを見せているものの、学術研究の蓄積は十分ではなかった。他方で、1980年代以降、特に欧米の保険論・企業金融分野を中心に、企業リスクマネジメントの意思決定に関する理論的な分析枠組みが開発されてきた (Mayers/Smith, 1982; Froot/Scharfstein/Stein, 1993; Graham/Rogers, 2002 他)。さらに、1990年代に入ると、米国会計基準によるデリバティブ情報の開示等によって、欧米企業を対象とする財務データ等を用いた実証研究の蓄積が進むことになった。

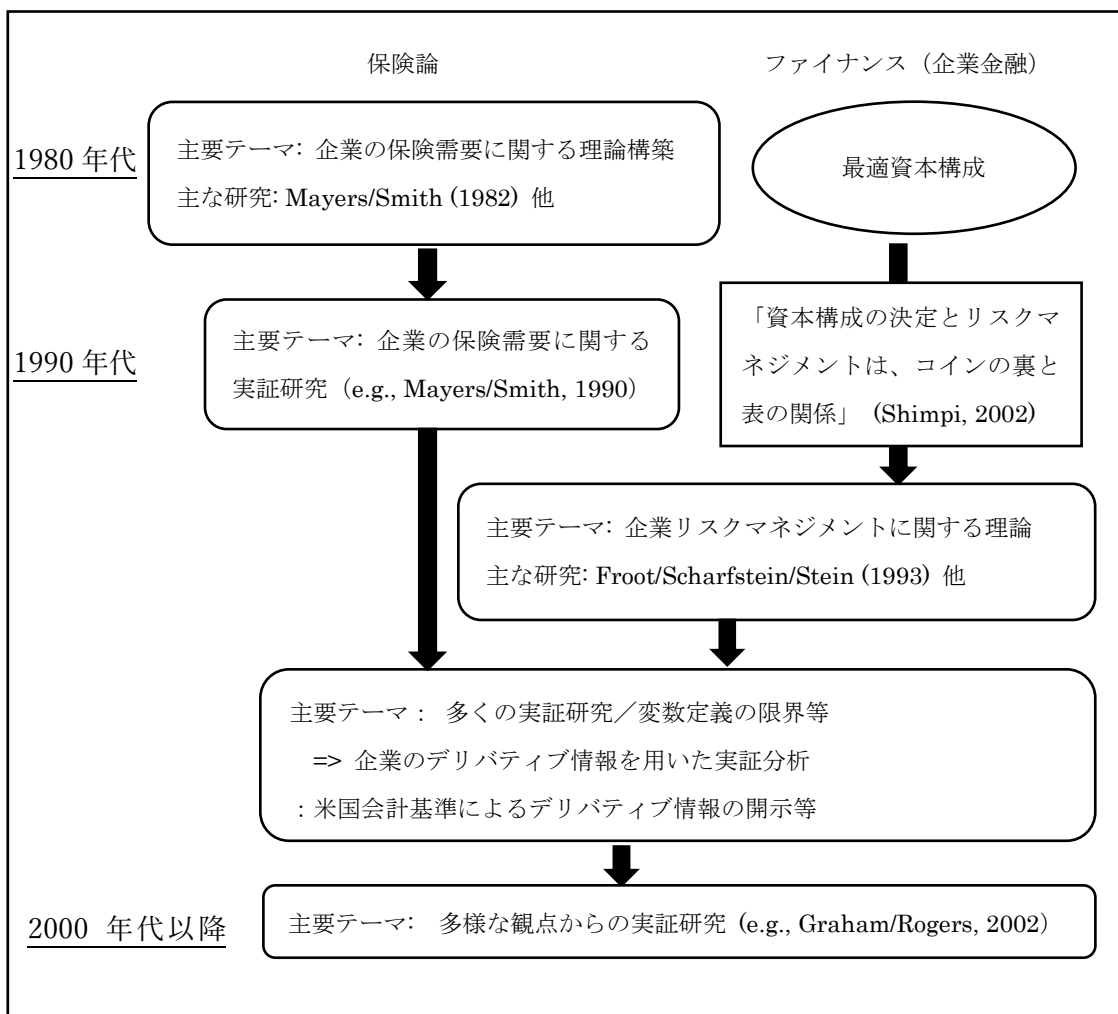


図 企業リスクマネジメントの理論・実証研究の系譜

2. 研究の目的

本研究の目的は、企業リスクマネジメントの意思決定に関する理論的枠組みに基づき、日本企業のリスクマネジメントに関する実態を実証的に検討することにある。

企業リスクマネジメントの分野では、「なぜ上場企業はリスクヘッジを行うのか」という問題に対して多くの理論的・実証的な議論が重ねられてきた。直感的には、リスクヘッジ (リスクの第三者への移転) によって企業はリスクを低減し企業価値を高めることができる。しかしながら、よく分散化された株主によって構成された企業において、法人税や倒産コスト等の取引費用が存在せず、経営者と株主間のエージェンシーコストも存在しない状況を仮定する限り、理論的には、リスクヘッジと企業価値とは無関連である。ところが、現実の企業行動を観察すれば、リスクヘッジを積極的に展開する企業も数多く存在する。そこで、多くの既存研究はこの理論と現実のギャップについて、理論モデルの諸仮定を緩和するという演繹的なアプローチのもと、個別企業レベルの財務・市場データ等を用い、実証的に検討してきた。特に米国では、1990年代半ばにデリバティブ取引に関する財務報告上の開示が始まったことを契機として、デリバティブを用いたリスクヘッジに関する実証研究が数多く蓄積されるようになった。

ところが、デリバティブ取引に関する財務報告上のデータを用いることには深刻な問題があることが、多くの既存研究によって指摘されてきた(Aunon-Nerin/Ehling, 2008 他)。すなわち、デリバティブ利用にはリスクヘッジ目的以外(投機目的、裁定目的)の可能性もあるため、これらのデータをそのまま利用することには限界があるのである。

この課題を克服すべく、本研究では、わが国の近年の財務報告の拡充を活用した研究を行った。従来、わが国の財務報告においては、ヘッジ会計が適用されていない取引のみ、デリバティブ取引の契約額等が開示されてきた。ところが、2010年3月末日以後終了する事業年度の年度末に係る財務諸表から、ヘッジ会計が適用されているものについても定量的情報の開示が求められることになった。本研究ではこの新たな情報開示を活用することによって、日本企業のリスクヘッジ行動の解明を行うことが重要な目的の一つである。

3. 研究の方法

上場企業を対象に、有価証券報告書に開示されている財務データ・デリバティブ関連データ、および株価等の市場データを活用することにより、日本企業のデリバティブを用いたリスクヘッジ戦略に関する実証分析を行う。

その上で、個別のリスクマネジメント手法を統合した概念である全社的リスクマネジメント(ERM)については、定量的情報の開示が不十分であることから、企業のリスクマネージャーに対するインタビュー調査等によって、その実態把握を事例研究として取りまとめる。

4. 研究成果

本研究の目的は、ファイナンス理論に基づいて企業のリスクマネジメントに関する学術研究の動向を体系的に整理するとともに、財務・市場データ等を用いたパネルデータセットを構築し、日本企業のリスクマネジメントに関する実態を実証的に考察することにある。この作業を通じて、ファイナンス理論と保険論との学術的融合を図ることが、プロジェクト全体の意義であり最も重要な点である。研究期間全体を通じて、以下の3つのカテゴリーにおいて成果を出すことができた。

第一に、日本企業のデリバティブを活用したリスクヘッジ戦略に関する実証研究がファイナンス分野の海外学術誌(査読付)に掲載された(Limpaphayom, Rodgers, and Yanase, "Bank Equity Ownership and Corporate Hedging: Evidence from Japan," *Journal of Corporate Finance*, 58)。

第二に、個別のリスクマネジメントを統合した概念である全社的リスクマネジメント(ERM)に関する実態調査について、企業のリスクマネージャーとの定期的な事例研究会を継続的に実施することを通じて、具体的な事例研究として結実させることができた(柳瀬典由「三菱重工の保険リスクマネジメント改革について」『損害保険研究』第82巻(4))。

第三に、ファイナンス理論(企業金融)と保険論との橋渡しをするために、国内外の企業のリスクマネジメントに関する学術研究の動向について体系化(柳瀬典由「企業リスクマネジメント理論の展開—企業の保険需要の理論に着目しつつ—」『保険研究』第71集)を行うとともに、当該研究分野を網羅したリスクマネジメントに関する書籍『リスクマネジメント』(柳瀬典由、石坂元一、山崎尚志 著/中央経済社)を出版した。

<引用文献>

- ① Aunon-Nerin, Daniel and Paul Ehling, 2008, Why firms purchase property insurance, *Journal of Financial Economics* 90(3), 298-312.
- ② Froot, Kenneth A., David S. Scharfstein, and Jeremy C. Stein, 1993, Risk management: Coordinating corporate investment and financing policies," *Journal of Finance* 48 (5), 1629-1658.
- ③ Graham, John R. and Daniel A. Rogers, 2002, Do firms hedge in response to tax incentives? *Journal of Finance* 57(2), 815-840.
- ④ Shimpi, Prakash, 2002, Integrating risk management and capital management, *Journal of Applied Corporate Finance* 14(4), 27-40.
- ⑤ Mayers, David and Clifford W. Smith Jr., 1982, On the corporate demand for insurance", *Journal of Business* 55(2), 281-296.
- ⑥ Mayers, David and Clifford W. Smith Jr., 1990, On the corporate demand for insurance: Evidence from the reinsurance market," *Journal of Business* 63(1), 19-40.

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計3件（うち査読付論文 1件/うち国際共著 1件/うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 Piman Limpaphayom, Daniel Rodgers, Noriyoshi Yanase	4. 巻 58
2. 論文標題 Bank Equity Ownership and Corporate Hedging: Evidence from Japan	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 Journal of Corporate Finance	6. 最初と最後の頁 765-783
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1016/j.jcorpfin.2019.07.001	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 該当する

1. 著者名 柳瀬典由	4. 巻 71
2. 論文標題 企業リスクマネジメント理論の展開 - 企業の保険需要の理論に着目しつつ -	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 保険研究	6. 最初と最後の頁 33-50
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 柳瀬典由	4. 巻 82 (4)
2. 論文標題 三菱重工の保険リスクマネジメント改革について	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 損害保険研究	6. 最初と最後の頁 139-160
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計4件（うち招待講演 0件/うち国際学会 4件）

1. 発表者名 Rodgers, Daniel
2. 発表標題 Bank Equity Ownership and Corporate Hedging: Evidence from Japan
3. 学会等名 Financial Management Association (国際学会)
4. 発表年 2016年

1. 発表者名 Noriyoshi Yanase
2. 発表標題 Bank Equity Ownership and Corporate Hedging: Evidence from Japan
3. 学会等名 Asia Pacific Risk and Insurance Association (国際学会)
4. 発表年 2016年

1. 発表者名 Noriyoshi Yanase
2. 発表標題 Bank Equity Ownership and Corporate Hedging: Evidence from Japan
3. 学会等名 World Finance & Banking Symposium (国際学会)
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 柳瀬典由
2. 発表標題 企業リスクマネジメントの理論と近年の学術研究の動向
3. 学会等名 慶應義塾保険学会 (国際学会)
4. 発表年 2018年

〔図書〕 計1件

1. 著者名 柳瀬 典由、石坂 元一、山崎 尚志	4. 発行年 2018年
2. 出版社 中央経済社	5. 総ページ数 260
3. 書名 リスクマネジメント	

〔産業財産権〕

〔その他〕

慶應義塾研究者情報データベース
https://k-ris.keio.ac.jp/html/100014886_ja.html?k=%E6%9F%B3%E7%80%AC

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
研究協力者	Limpaphayom Piman (Limpaphayom Piman)		
研究協力者	Rodgers Daniel (Rodgers Daniel)		

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関		
米国	Portland State University		