

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 25 年 6 月 7 日現在

機関番号：12601

研究種目：基盤研究（B）

研究期間：2008～2012

課題番号：20330063

研究課題名（和文） 金融制度改革が実態に与える影響に関する理論および実証研究

研究課題名（英文） Theoretical and empirical examinations about the effects of financial system reform on real economy

研究代表者

柳川 範之 (YANAGAWA NORIYUKI)

東京大学・大学院・経済学研究科・教授

研究者番号：80255588

研究成果の概要（和文）：金融制度改革が実態経済に及ぼす影響について理論分析、実証分析を行い大きな成果を得た。まず、制度の変化がどのように実態経済に影響を及ぼしてきたか、詳細な実証分析を行った。たとえば①会社法施行を契機に導入が始まった買収防衛策、②倒産法改革が企業再建に及ぼした影響等が、実態経済に及ぼした影響を詳細に分析することができた。次に、その成果を踏まえて金融制度の変化が、マクロ経済変動や資産価格の変動とくにバブルと呼ばれるような現象にどのような影響を与えるのかを明らかにした。ここでは金融市場の不完全性を明示的に考慮したマクロモデルを用いて、①金融制度の進展とバブルの発生とは非線形的な関係があること②バブルが経済成長に与える影響についても、金融制度の状況に大きく左右されること③バブルが崩壊した後の救済政策のあり方と金融制度とは密接な関係があること等が明らかにされた。

研究成果の概要（英文）：This research project examined the effects of financial system reform and financial institution improvement on real economy. It empirically examined recent important legal rules, such as bankruptcy law, corporate law or rules of takeover protections, and explored how these rules related to Japanese financial system has actually affected to the real economy and it derived that these legal rules had some strong impacts. Furthermore, this research applied these results to examine how financial system affects macro dynamics and dynamics of asset prices, such as asset bubbles. By using of macro dynamics model with financial imperfection, it has derived that financial imperfection and emergence of bubbles has non-linear relation, and the effects of bubbles on economic growth is much affected by the conditions of financial system, and the desirable bailout policy and the condition of financial system is closely related.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2008年度	3,500,000	1,050,000	4,550,000
2009年度	2,100,000	630,000	2,730,000
2010年度	2,000,000	600,000	2,600,000
2011年度	2,000,000	600,000	2,600,000
2012年度	1,400,000	420,000	1,820,000
総計	11,000,000	3,300,000	14,300,000

研究分野：マクロ経済学，企業金融，コーポレート・ガバナンス，金融論

科研費の分科・細目：経済学・財政学・金融論

キーワード：金融制度改革，バブル，買収防衛策，資本市場，救済政策

1. 研究開始当初の背景

La Porta, et al (1998)による指摘を初めとして、市場の制度環境が金融取引にどのような影響を及ぼすかについては、この15年余りかなり大きな関心が寄せられ、実証分析による検証も進められてきた。日本でも金融ビッグバンや、一連の商法改正や会社法施行、さらに金融商品取引法の制定など、市場機能重視の制度環境実現に向けた様々な制度改革が1990年代以降実施され、こうした制度環境の変化が及ぼす影響について、たとえば、『経済制度の実証分析と設計』（林文夫編）、柳川範之『法と企業行動の経済分析』（日本経済新聞社、2006年11月）等が分析を行ってきた。ただし、これらは主に個別の改革に関する分析であり、また分析対象がほぼ、2005年以前であることなど、1990年代以降の金融市場の環境変化全体を検証する上では、やや限定的なものであった。

その一方で、金融市場の制度環境とマクロ経済との関係についての分析が、注目されるようになってきた。特に、本研究の開始直後の2008年には、リーマンショックに端を発してアメリカの金融危機が発生し、世界的にマクロ経済、金融市場が大きなショックに直面したこともあり、マクロ経済分野において、金融危機の問題を金融市場の制度的要因に着目して分析した論文が注目を集めるようになった。たとえば Kiyotaki and Moore(1997)は円滑な金融取引を阻害する要因が存在する場合の景気変動の発生を明らかにし、Cabarello and Krishnamurthy (2006)などはそのような金融市場の不完全性がある場合にそれが資産バブル等金融資産価格への影響について理論分析を行っている。しかしながら、これらの分析はマクロ経済モデルに基づいて行われていることもあり、制度環境についての設定が極めて単純なものと仮定されており、うえで述べたような法制度がどのようなルートを通じて金融取引や経済取引に影響を与えるかについての分析、検討が十分に取り入れられているとは言い難い。さらに、金融危機への政策対応の在り方も、広義の制度環境に含まれる。破綻に瀕した時に、どのような政策対応がなされるかについても分析が必要になってくる。

これらの点から考えると、ミクロ的な制度分析の知見と分析をマクロ経済モデルに適切に入れ込んで、景気変動や金融資産価格の変化に与える影響を分析することは、今までの内外の研究動向と現実経済の実情を考えると、極めて重要なものと考えられる。幸い本研究のメンバーは、これらの両方について過去に分析を行ってきており、その成果を発展させて分析・研究することは大きな意義が

ある。また、日本の経験は、金融の制度環境が、バブルの生成そして崩壊、さらに崩壊後の回復過程を検証する上で、きわめて有用な研究対象と言える。これらが、本研究開始当初の問題意識である。

- Caballero, R.J. and Krishnamurthy, A (2006) “ Bubbles and capital flow volatility: causes and risk management ” Journal of monetary Economics, 53-1, pp35-53
- Kiyotaki, Nobuhiro, and John Moore. (1997) “ Credit Cycles,” Journal of Political Economy, Vol. 105(2): 211-248.
- La Porta, Rafael, Lopez-De-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei, and Vishny, Robert W., (1998) “ Law and Finance,” Journal of Political Economy, Vol. 106, No. 6, pp. 1113-1155.

2. 研究の目的

本研究の目的は、金融市場に関する制度整備の影響について実証的に検証し、それを踏まえて、金融制度改革が、マクロ経済の変動や資産価格の変動にどのような影響を与えるかについて、理論的検討を行うことである。近年のアメリカの金融危機やヨーロッパの経済危機は、金融市場の制度環境がマクロ経済に大きなインパクトを与えることを示した。しかし、この点に関する学術的な研究はまだ不十分であり、法制度の影響というミクロ経済の視点に立った分析と景気変動というマクロ経済の視点に立った分析の統合作業が求められる。そこで、本研究では、この問題を特に日本経済の経験を実証的に活用する形で明らかにしつつ、理論的・実証的に明らかにしていくこととした。そしてその分析結果を用いて、ショックに対する救済政策をどのように進めていくべきかそれを制度整備とどのように関連させて行っていくべきか等、現在世界で問題とされている点についても分析し明確な結果を提示していくこととした。以下に、個別の研究テーマについて、目的を詳述する。

- (1) 金融制度改革が、マクロ経済の変動や資産価格の変動に与える影響

近年の金融危機の発生が示しているように、バブルと呼ばれるように大きな資産価格変動はマクロ経済の変動や危機の発生に大きな影響を与えることが、現象面としては明

らかになってきた。しかし、その影響が実際にどのような形をとるのかは、理論的にも実証的にも明らかになっていない。特に、金融制度の構造が、その際にどのような役割を果たすのかは、十分な知見が得られていなかった。そこで、本研究の目的のひとつは、このような複雑な影響を理論的に明確に明らかにすることであった。

また、特にヨーロッパ経済で現実の問題となっているように、単にどう変動するかを明らかにするだけではなく、危機の発生に対してどのような救済政策をとるべきかも大きな課題である。しかし、そのための理論的知見も、十分には得られていない。二つ目の目的は、そのような救済策の影響を明確にすることである。救済政策は、当然ながらその政策を人々が予想した場合の影響も考慮に入れる必要がある。たとえば、救済されると予想できると、危険資産への投資が増えてしまうかもしれない。そのため、予想できるようになった場合の影響を明示的に考えて分析を行う。

(2) 金融市場に関する制度整備の影響について実証的検証

① 敵対的買収防衛策導入の影響

制度改革の影響を実証的に検証する際、変革の過渡期のデータを用いると、本来の制度改革の効果を見誤る恐れがある。たとえば、Comment and Schwert (1995)は、防衛策導入が株価へ大きな負の影響を及ぼすのは、米国の場合でも、防衛策導入が活発になり始めた初期だけだと指摘している。この点について、新たな制度や仕組みが導入された直後は、市場が過剰に反応する可能性を考慮する必要があると指摘している。

そこで、日本の場合、会社法施行を契機として、2005年に本格的な導入が始まり、導入の影響についての実証分析が徐々に増えてきているところである。そこで、本研究では、2005年の導入当初の事例と、2006年以降の事例とを分けて分析を行い、防衛策導入の影響を分析するとともに、変革の過渡期特有の動きについても検証することとした。

- ・ Comment, Robert and G. William Schwert(1995), "Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures," *Journal of Financial Economics*, vol. 39(1)

② 倒産処理法制改革の影響

近年、企業金融を取り巻く制度環境変化の中でも大きな影響のあったものの一つが、倒

産処理法制の改革である。本研究では、倒産処理法制改革が及ぼす影響として、2つの側面に注目した。一つは、倒産当事者のインセンティブを変化させるという制度改革の目的を検証することである。これは、法制度改革というタイミングに着目した実証分析を行うことにより、制度として外生的に与えられるパラメータの変化が、倒産処理手続きの関係当事者のインセンティブに及ぼす影響を解明することができるからである。具体的には、倒産手続きの早期着手を促すための当事者のインセンティブ変化を実現できたか否かを確認することである。もう一点は、倒産処理法制の改革が、私的整理の在り方に与えた影響を検証することである。法的手続きの制度改革が、その周辺の私的な倒産処理に及ぼす影響を検証することに目的がある。

3. 研究の方法

(1) 金融制度改革が、マクロ経済の変動や資産価格の変動に与える影響

金融制度の変化が、実態の活動にどのような影響を与えていたかを、本研究の②、③で得られた知見を整理する。また、欧米の経済危機の際に、人々がどのような行動をとったかの情報が重要になるため、そのような情報をヒアリングや海外研究者との意見交換を通じて実体の把握に努める。

次に、これらの実態の把握を用いて、理論モデルを組み立て研究目的に沿った問題意識を適切に反映できるような理論モデルの構築の工夫を行う。

また、その理論モデルで得られた結果が現実経済や現実の政策運営と整合的になるように、ヒアリングや海外研究者との意見交換、および国際学会での報告等を積極的に行う。

(2) 金融市場に関する制度整備の影響について実証的検証

① 敵対的買収防衛策導入の影響

敵対的買収防衛策導入の影響については、2005年という導入初期の状況について、すでに広瀬・藤田・柳川(2007)で分析を行い、200年に導入した企業については、株価に負の影響が現れていることを確認している。ただし、このような傾向は、2006年になると確認されなくなってしまう。ただし、情報の非対称性の問題や、司法上の防衛策の有効性に関する不透明性などを考慮すれば、防衛策導入の企業価値への影響について、株式市場が正確に判断しているとは限らない。代替的な検証手

法としては、防衛策導入企業の業績変化を検証することが考えられるが、買収防衛策の導入によるモラル・ハザードの恐れなどの影響は、中長期的な業績変化に現れるものである。本研究では、防衛策を導入した企業の業績パフォーマンスがどのような変化したのか、導入から3年後、あるいは5年後にかけての株価変化、トービンのQの変化、ROAの変化など、中長期的なデータを用いて検証する。

- ・ 広瀬純夫・藤田友敬・柳川範之(2007)「買収防衛策導入の業績情報効果：2005年導入事例の分析」旬刊商事法務 No. 1826, pp. 4-19, (2008) 商事法務研究会

② 倒産処理法制改革の影響

倒産当事者のインセンティブ変化についての検証は、年次財務データを用いたイベント・スタディの手法を用いて検証を行うこととした。具体的には、民事再生法、会社更生法などの申し立て手続きがあったタイミング以前の業績パフォーマンスについて検証を行い、倒産の原因となる業績の落ち込みがあった時点を確認することとした。この分析を、民事再生法が施行となった2000年4月以降のケースと、それ以前の案件とに分けて行うことにより、業績落ち込みのタイミングから倒産手続きに至るまでの期間を比較することとした。

また、倒産処理法制改革が私的整理に及ぼした影響については、1990年代後半から2000年代初頭にかけての債権放棄事例をサンプルにした分析を行うこととした。この時期の債権放棄を伴う私的整理の事例は、債権放棄実施後に再破綻し、再度の債権放棄を受けたり、法的倒産手続きへ移行したりするケースが少なくなかった。そこで、債権放棄を受けた企業が再破綻する可能性について、メインバンクの特性等の指標を用いてプロビット分析を行い、私的整理による企業再建が順調に進まない要因を検証することとした。

4. 研究成果

(1) 金融制度改革が、マクロ経済の変動や資産価格の変動に与える影響

まず金融制度改革状況が、バブル発生の可能性に大きな影響を及ぼすことが明らかにされた点が大きな研究成果である。特に金融制度の進展があまり進んでいない場合と大きく進展している場合にはバブルは発生せず、金融制度の進展とバブルの発生とは非線形的な関係があることが示された点は、国際的にも高く評価された。

また、単にバブルの発生に影響を与えるだけではなく、バブルが経済成長に与える影響についても、金融制度の状況に大きく左右されることも明らかになった。バブルが経済成長に与える影響は、金融制度の進展があまりない状況ではプラスであるものの、金融制度が整備された状況では、バブルは成長にマイナスの影響をもたらすことも明らかにした。

次に、このようなバブルと金融制度との関係を用いて、バブルが崩壊した後の救済政策のあり方についても有意な成果が得られた。まず、救済策はまったく行わない場合も、完全に行う場合も望ましくなく、部分的救済が望ましいことを明らかにした点が大きな貢献である。そして、どの程度救済したほうが良いかという点に、金融制度の整備状況が影響することも明らかにした。

さらにこれらの分析を通じて、救済政策の設計と金融制度改革という一見すると無関係にみえるような政策に大きな関係があり、その関係を適切に設計することが、バブルと経済変動の関係を適切にしていこううえで重要となることを明らかにした。

(2) 金融市場に関する制度整備の影響について実証的検証

① 敵対的買収防衛策導入の影響

2005年導入企業の場合、防衛策を導入した時点での、短期の超過収益率は統計的に有意にマイナスである。さらに、導入の直後、統計的に有意な業績悪化が生じている。この点は、業績変化に関するイベント・スタディの結果が有意にマイナスであること、さらに導入後3年間の業種・規模を考慮した平均ROAと比べて、サンプル企業の平均は有意に低いことから確認できる。導入後に業績が悪い一方で、導入後長期の株価パフォーマンスには、有意な変化は確認できない。この点は、3ファクターモデルによる長期の株価パフォーマンス分析結果、さらに業種・規模を考慮した平均のトービンのQからサンプル企業の平均が有意に乖離していないことから確認できる。つまり、導入時点では、有意に株価への負の影響が生じているが、その後の業績が悪いことへの株価反応は確認できない。したがって、将来の業績悪化の可能性は、防衛策導入時点の株価変化に織り込まれている可能性がある。

一方で、2006年導入企業の場合、導入時点の短期の超過収益率は、統計的に有意なゼロからの乖離を確認できない。導入後の業績を見ても、有意な変化を確認できない。この点は、業績変化に関するイベント・スタディでも、3年間の平均ROAでも、有意な変化を確認できない。一方で、導入後の長期の株価パフォーマンスも、有意な変化は確認できない。

したがって、2006年導入企業の場合、防衛策の導入はシグナルとして機能していない。

このように、2005年導入企業について、導入後の業績変化や、導入後長期の企業価値の変化等、周辺の状況についての分析結果を考慮すると、防衛策導入時点での株価への負の影響を、即座にモラル・ハザードの恐れを反映したものと捉えるのは、実態を見誤る恐れがある。

② 倒産処理法制改革の影響

年次財務データを用いたイベント・スタディでは、制度改革が早期の企業再建着手を促進した可能性が高いことが確認された。具体的には、民事再生法施行より前に法的手続きの申立を行った企業の場合、業績の落ち込みがあったタイミングから法的手続きに入るまで、平均的にみて5年程度の期間を要していたのに対し、民事再生法施行以降に法的手続きの申立を行った企業では、業績の落ち込みがあった翌年には、法的手続きに入る傾向があることが確認された。

また、債権放棄事例に関する分析では、メインバンクのバランス・シートへの影響が大きい大口貸出先であるほど、私的整理を実施した後に再破綻する可能性が高くなる一方で、メインバンクの自己資本比率が高い場合、再破綻する可能性が低くなることが確認された。さらに、私的整理の実施について合意に達した際、財務破綻した債務者企業の株価へは有意に正の影響が観察される一方、そのメインバンクの株価には、明確な影響は確認できない。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計8件)

- ① 柳川範之、広瀬純夫「株価と企業価値：イベント・スタディの意義と注意点」ソフトロー研究、第20号 pp. 53-80, (2012), 査読無
- ② 広瀬純夫、秋吉史夫、「倒産処理法制改革による企業倒産処理効率化の検証：再建着手の早期化促進の効果を、財務データによる実証分析によって検証」一橋大学経済研究所『経済研究』第61巻第3号 pp.193-202. (2010), 査読有
- ③ 大木良子、柳川範之，“Exclusive Dealing and the Market Power of Buyers,” Asian Journal of Law and Economics, 2(1), Article 1, 2011)、査読有
- ④ 大木良子、柳川範之，“Exclusive Dealing Contract and Inefficient Entry Threat,” Economics Bulletin, 30(3), 2010, pp.2478-2485、査読有
- ⑤ 広瀬純夫，“Effects of the Bankruptcy Laws Reform on Banks ? : The examination of recent Japanese experience,” Public Policy Review, Vol. 5 No. 2, pp.201-228, Policy Research Institute, MINISTRY OF FINANCE, JAPAN (2009), 査読無
- ⑥ 広瀬純夫、大木良子、「日本におけるエクイティ・ファイナンスの実情：増資決議時の株式市場の反応とMSCB発行動機に関する実証分析」旬刊商事法務 No.1874, pp.4-19, (2009) 商事法務研究会, 査読無
- ⑦ 広瀬純夫、「日本における敵対的買収防衛策導入の特徴：防衛策導入の初期の状況」日本労働研究雑誌 No.570, pp.4-13, 労働政策研究・研修機構(2008), 査読無
- ⑧ 広瀬純夫、藤田友敬、柳川範之 「買収防衛策導入の業績情報効果：2005年導入事例の分析」旬刊商事法務 No.1826, pp.4-19, (2008) 商事法務研究会, 査読無

[学会発表] (計16件)

- ① 柳川範之，“Asset Bubbles and Bailout” 10th Biennial Pacific Rim Conference, Western Economic Association International 2013年3月16日 Keio University (東京都)
- ② 平野智裕、柳川範之，“Asset Bubbles and Bailout” 44th Annual Conference of the Money, Macro and Finance Research Group, 2012年9月6日 Trinity College Dublin (英国)
- ③ 平野智裕、柳川範之，“Asset Bubbles and Bailout” 2012 Meeting European Economic Association 2012年8月27日 University of Malaga (スペイン)
- ④ 平野智裕、柳川範之，“Asset Bubbles and Bailout” 2012 conference, Society for the Advancement of Economic Theory, 2012年6月30日, UNIVERSITY OF QUEENSLAND(オーストラリア)
- ⑤ 柳川範之，“Asset Bubbles and Bailout” 2012 Econometric Society North American Summer Meeting 2012年6月30日 NORTHWESTERN UNIVERSITY IN EVANSTON(米国)

- ⑥ 平野智裕, 柳川範之, "Asset Bubbles and Bailout" Midwest Macroeconomic Meeting 2012 2012年5月12日 UNIVERSITY OF NOTRE DAME(米国)
- ⑦ 柳川範之, "Asset Bubbles and Bailout" 2012 AFR Summer Institute of Economics and Finance(招待講演)2012年6月16日 Zhejiang Narada Grand Hotel, Shuguang Road 122#, Hangzhou, China201 (中国)
- ⑧ 柳川範之, "Firm Heterogeneity under Financial Imperfection: Impacts of Trade and Capital Movement" 2011 Institutions and Economics International Conference 2011年8月17日 Fukuoka International Congress Center (福岡県)
- ⑨ 平野智裕, 柳川範之, "Asset Bubbles, Endogenous Growth, and Financial Frictions" Econometric Society World Congress 2010年8月17日, Shanghai (中国)
- ⑩ 平野智裕, 柳川範之, "Asset Bubbles, Endogenous Growth, and Financial Frictions" KIEA Conference 2010 at Chung-Ang University, 2010年8月10日, Soul, (韓国)
- ⑪ 平野智裕, 柳川範之, "Asset Bubbles, Endogenous Growth, and Financial Frictions" 2010年度日本経済学会春季大会, 2010年6月5日, 千葉大学
- ⑫ 広瀬純夫, 大木良子, 「日本におけるMSCB発行動機に関する実証分析」日本ファイナンス学会第18回大会, 2010年5月22日, 上智大学四谷キャンパス
- ⑬ 広瀬純夫, 大木良子, 「日本におけるエクイティ・ファイナンスの実情: 増資決議時の株式市場の反応とMSCB発行動機に関する実証分析」日本私法学会第73回(2009年度)大会 シンポジウム「コーポレート・ガバナンスと経済分析: 実証研究からの示唆」2009年10月12日, 成蹊大学法学部
- ⑭ 広瀬純夫, 大木良子, 「日本におけるエクイティファイナンスの実情」法と経済学会 第7回全国大会, 2009年7月5日, 熊本大学 五高記念館
- ⑮ 柳川範之, "Exclusive dealing contracts and inefficient entry threat" Asian Law and Economics Association. 2008年9月27日, 九州大学
- ⑯ 柳川範之, "Financial Imperfection and Outsourcing Decision" Asian Law and Economics Association. 2008年9月27日, 九州大学

〔図書〕(計3件)

- ① 柳川範之「企業再建のプロセスに必要な法律とは」「政府はどこまで介入すべきか」『「企業法」改革の論理』(宍戸善一編著)日本経済新聞出版社 2011年 p.395
- ② 平野智裕・柳川範之「バブルと金融システム」『金融危機とマクロ経済』(岩井克人・瀬古美喜・翁百合編著)東京大学出版会 2011年 p.306
- ③ 柳川範之「公開会社法を問う」(宍戸善一・大崎貞和編著)日本経済新聞出版 2010年 p.236

6. 研究組織

(1) 研究代表者

柳川範之 (YANAGAWA NORIYUKI)
東京大学・大学院・経済学研究科・教授
研究者番号: 80255588

(2) 研究分担者

広瀬 純夫 (HIROSE SUMIO)
信州大学・経済学部・准教授
研究者番号: 60377611

(3) 連携研究者

秋吉史夫 (AKIYOSHI FUMIO)
大阪経済大学・経済学部・准教授
研究者番号: 30454490