

機関番号：14301
 研究種目：基盤研究（C）
 研究期間：2008～2010
 課題番号：20530152
 研究課題名（和文） 貸出契約とリスクの分散：証券化・シンジケートローン・メインバンク
 研究課題名（英文） Loan Contract and Risk diversification: Securitization, Syndicate Loan, and Main Bank
 研究代表者：小佐野 広 (Osano Hiroshi)
 京都大学・経済研究所・教授
 研究者番号：90152462

研究成果の概要（和文）：「メイン寄せ」に伴う諸問題を理論的に考察した。非メインバンクの投資量に対して企業の潜在的なキャッシュフロー（もしくは清算価値）が減少（もしくは増加）していくと、あるいは、貸出先企業が成功する可能性が低下していくと、メインバンクに対する脅しとして非メインバンクの資金引き揚げが機能することで、不良債権に対するメインバンクの効率的な対応を促してゾンビ企業問題を防ぎやすくなるだけでなく、メインバンクが情報収集の役割を積極的に引き受けやすくなることを示した。

研究成果の概要（英文）：I developed a main bank model where the main bank decides whether or not to raise additional funds from the capital market to continue to invest in a borrowing firm when nonmain banks withdraw funds. I showed that the threat of withdrawal of nonmain banks is more likely to force the main bank to perform efficiently in handling troubled loans, thereby preventing problems with zombie firms, if the potential cash flow (liquidation value) of the firm decreases (increases) relative to the amount funded by nonmain banks.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2008年度	700,000円	210,000円	910,000円
2009年度	700,000円	210,000円	910,000円
2010年度	700,000円	210,000円	910,000円
年度			
年度			
総計	2100,000円	630,000円	2730,000円

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済学・理論経済学

キーワード：証券化，メインバンク，コーポレート・ガバナンス，サブプライム・ローン，シンジケート・ローン

1. 研究開始当初の背景

銀行やファンド等の金融機関が一つの企業に多額の融資を行うことは、当該金融機関の融資リスクを高め、自己資本比率を悪化させ、また、金融機関の保有資産の流動性を低下させることになる。これらの要因を回避す

るために、最近では、貸出債権の証券化によって組成された証券化商品（社債担保証券や債務担保証券）を外部の投資家に転売したり、シンジケート・ローンを組成して他の金融機関を融資に参加させたりすることが、活発に行われている。さらに、日本では、伝統的な

貸出手段であるメインバンク貸出に頼る部分も依然として大きい。メインバンク貸出も他の金融機関に代わってモニタリングやスクリーニングを行うことにより他の金融機関からの融資を容易にするという点で、一つの企業に多額の融資を行うことを回避するための手段の一つとなっている。

しかしながら、これらの手段によって金融機関が完全にそのリスクを分散できるかという点、現実にはそれほど簡単ではない。たとえば、貸出債権の証券化の場合には、証券化を行う銀行が証券化商品の原資産の信用力を保証する必要がある。そのために、よく使われるのが優先部分と劣後部分を分けて、前者を外部投資家に売却し、後者は証券化商品の組成者が自ら保有するといった仕組みが用いられる。ところが、最近のサブプライム・ローンに絡む証券化市場の混乱は、このような仕組みで信用力の保証を十分に保つことができるのかという点に関して、大きな疑問を呈している。また、シンジケート・ローンの場合も、幹事銀行が貸出先企業の信用力を保証してやる必要がある。そのためには、幹事銀行のインセンティブを保証するための契約構造が必要になる。メインバンク関係に関しては、2000年前後の金融危機のあたりから、危ないと思われる企業から非メインバンクや社債投資家が先に逃げ出し優先的に返済を受けてメインバンクだけが取り残されるという、いわゆる「メイン寄せ」といわれる状況が生じている。

2. 研究の目的

本研究では、以上のような状況に鑑み、(1)貸出債権の証券化、(2)シンジケート・ローンの組成、(3)企業の状態が悪くなれば「メイン寄せ」が生じるようなメインバンク貸出関係、という金融機関が融資リスクを分散する際の代替的な三つの手段を、ある程度、包括的にとらえられるようなモデルを設定した。その上で、どのような条件のもとで、どのような契約構造によって特徴づけられる貸出方法が最適になるのか、また、社会的な効率性の上からそのような貸出方法はどのように評価されるのか、という点を明らかにしようと試みた。さらに、今後の日本の銀

行貸出市場におけるメインバンク関係のあり方をどうすればよいのか、という問題も明らかにした。

3. 研究の方法

具体的には、金融機関が融資リスクを分散する際の代替的な手段である(1)貸出債権の証券化、(2)シンジケート・ローンの組成、(3)企業の状態が悪くなれば「メイン寄せ」を伴うようなメインバンク貸出関係等を、ある程度、包括的にとらえられるようなモデルを設定した。そのためのもっとも有効なアプローチは、投資資金が必要な企業と複数の金融機関とが存在して、かつ、これらのエージェント間に情報の非対称性があるような状況を、プリンシパル・エージェント的なモデルを使うことにより、期間が数期間の契約理論モデルとして構築していくことである。このアプローチの利点は、金融市場や金融機関が現実に直面している制度的特徴をモデルの中にうまく取り込める点にある。一方、業績低迷企業の流動化をどの時点で行うか、という問題に絞って、連続時間のリアル・オプション的なモデルも構築した。

4. 研究成果

証券化を伴う投資銀行型モデルと「メイン寄せ」を伴うメインバンク貸出契約モデルを構築し、理論的な解析を行って、均衡の性質や経済厚生、およびそれらの実証的インプリケーションに関して、定性的な結論を得ることができた。その結果を証券化モデルは英語論文、メインバンクモデルについては、より精緻な英語論文とより包括的な日本語論文の二つの形にまとめた。英語論文に関しては、国際的なジャーナルに投稿した。また、日本語論文に関しては、平成21年度に、国内雑誌に掲載した。また、理論モデルをさらに発展させて、貸出債権の証券化を考慮したモデルに拡張した。その結果、どのような変数に依存して、不良債権の処理が効率的に行われる均衡になるか、あるいは、不良債権の処理を先延ばしにするような非効率的な均衡になるかが、明らかになった。具体的には、それらの変数とは、潜在的なキャッシュフローの獲得額、資産の清算価値、および、各プロ

ジェクトの成功確率である。また、この理論的結果の経済厚生の意味も検討し、不良債権の処理を円滑に進める制度的な仕組みも検討できおるような方向へ、モデルを発展させた。一方、メイン寄せの理論モデルの実証データによる検証が可能かどうかを検討し、データを取ることができる期間において、メイン寄せが起きているということが明らかにされた。ただし、経済研究所にあるデータが、いまだ不十分なため、いくつかの重要な変数の効果は年度によってはきれいな形で理論通りの推計結果が得られたが、他の年度では、あまり強い形では推定することができなかった。そのため、完全な形の推計は、今後の研究にゆだねることにした。また、静学的な契約モデルから、連続時間の動学的なモデルに拡張のために、連続時間の契約モデルに関する最新の文献に基づいて、連続時間契約モデルの構築に努めたが、期間内に完成することができなかったため、今後、これを完成させて、国際ジャーナルに投稿する予定である。

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7件)

④ 小佐野広・内田浩史「コーポレートファイナンス：資金調達とガバナンス」『比較制度分析・入門』中林真幸・石黒真吾編、査読なし、2010年、pp.261-278.

⑤ Hiroshi Osano, "Partial Ownership and Strategic Alliances with Reallocation of corporate resources," *Journal of Institutional and theoretical Economics*, 査読有, Vol.167, 2011, pp..

⑥ Nobuo Akai, Keizo Mizuno and Hiroshi Osano, "Incentive Transfer Schemes with Marketable and Nonmarketable Public Services," *Journal of Institutional and theoretical Economics*, 査読有, Vol.166, 2010, pp.614-640.

⑦ 小佐野広・小林磨美・寺崎真美子・中村友哉, 「メインバンクをめぐる新しい問題: 「メイン寄せ」の理論的分析」『金融研究』査読有, Vo.29, 2010年, pp.1-45.

⑧ Keiichi Hori and Hiroshi Osano, "Optimal Timing of Management Turnover under Agency Problems," *Journal of Economic Dynamics and Control*, 査読有, Vol.33, 2009, pp.1962-1980.

⑨ Mami Kobayashi and Hiroshi Osano, "Reforming corporate Governance and Employment Relations," in Bharti Thakor ed., *Employment Relations: Changing Scenario*, 査読有, 2008, pp.185-206.

⑩ Hiroshi Osano, "Security Design, Insider Monitoring, and Financial Market Equilibrium," in Ruud A. I. van Frederikslust, James S. Ang and P. Sudi Sudarsanam eds., *Corporate Governance and Corporate Finance*, Routledge, New York, 査読有, 2008, pp.135-156.

[学会発表] (計1件)

⑪ Hiroshi Osano, Nonrecourse Financing and Securitization, 応用経済学会, 2009年11月, 神戸大学.

6. 研究組織

(1) 研究代表者

小佐野 広 (HIROSHI OSANO)
京都大学・経済研究所・教授
研究者番号: 90152462