

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 26 年 5 月 26 日現在

機関番号：14501

研究種目：基盤研究(B)

研究期間：2010～2013

課題番号：22330096

研究課題名(和文)市場型間接金融とリスクの市場化：銀行・保険・企業金融の統合アプローチ

研究課題名(英文)Market-based Indirect Finance and Marketization of Financial Risks: An Integrated Approach to banking, insurance, and corporate finance

研究代表者

藤原 賢哉 (Fujiwara, Kenya)

神戸大学・経営学研究科・教授

研究者番号：30229067

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 13,300,000円、(間接経費) 3,990,000円

研究成果の概要(和文)：グローバル化と少子高齢化が進むわが国においては、資本の効率的な運用・管理は不可避である。市場型間接金融は、リスクの分解化・標準化を図ると共に、幅広い経済主体間でのリスクの最適配分を実現するための重要な手段である。

本研究では、市場型間接金融を形成する具体的な金融手段(シンジケート・ローン、不動産リート、天候デリバティブ)やイベント(企業の破綻・再生、自社株買い、カタストロフィ)を分析対象に、リスクの市場化がどのように行われるのか、効率的な値付けが行われているか、市場と仲介機関の境界はどこか、金融システム全体やその作動特性に及ぼす影響は、といった事柄について、理論・実証的に分析を行った。

研究成果の概要(英文)：According to the rapid progress of globalization and population aging in Japan, it is required to manage the capital more efficiently. So-called market-oriented indirect financing has been found to be more effective than traditional financing, such as indirect financing through commercial banks and direct financing via the stock market, in producing the optimal allocation of risks among multiple economic agents, and helping decompose and standardize those risks.

This study theoretically and empirically examines the methods and events of market-oriented indirect financing, such as through syndicated loans, real estate reit, weather derivatives, bankruptcy events, buybacks, and catastrophes, in order to evaluate how best to marketize risks, assess the efficiency of risk pricing, determine the boundary between intermediaries and markets, and measure the effect of market-oriented indirect financing on the operating characteristics of the financial system and the real economy as a whole.

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済学、財政学・金融論

キーワード：市場型間接金融 シンジケート・ローン 企業再生 震災・カタストロフィ M&A 自社株買い 証券化
融資関係

1. 研究開始当初の背景

(1) グローバル化と少子高齢化・人口減少が進む社会において、一定の経済活力を維持するためには、蓄積した資本の効率的な運用・管理が不可避である。しかし、従来のわが国の金融システムでは、銀行・保険会社等の間接金融仲介機関に資金やリスクが集中し、彼らによる資金・リスク配分が、一国の経済パフォーマンスを大きく左右するという傾向があった。

(2) 近年では、情報通信技術の発展や金融資産の蓄積を背景に、リスクの分解化・標準化を図ると共に、幅広い経済主体間でのリスクの最適配分を実現しようとする動きがでてきている。この代表例が、証券化や債権流動化、シンジケート・ローン、投資信託、デリバティブ、再生ファンド等の「市場型間接金融」の手段であり、「リスクの市場化」を促すことで、資本の最適運用・管理を目指そうとする動きだともいえる。

(3) しかし、近年のサブプライム問題やその後の金融危機を契機に、証券化や複雑な金融商品には大きな問題があることが指摘され、市場型間接金融への動き自体を問題視する見方も出ている。とはいえリスクの最適配分を目指す市場型間接金融に大きな可能性があることは確かであり、功罪両面から市場型間接金融のあり方を分析することが望まれている。

2. 研究の目的

本研究の目的は、市場型間接金融を形成する具体的な金融手段(シンジケート・ローン、不動産リート、天候デリバティブ)やイベント(企業の破綻・再生、自社株買い、カタストロフィ)を分析対象に、リスクの市場化がどのように行われるのか、効率的な値付けが行われているのか、市場と仲介機関の境界はどこか、金融システム全体やその作動特性に及ぼす影響は、といった事柄について、理論・実証的に分析を行い、金融制度の設計や金融政策等の政策問題に対しても一定のインプリケーションを得ることにある。

3. 研究の方法

(1) 市場型間接金融の代表であり、近年、急速に普及しつつあるシンジケート・ローンについて分析を行う。具体的には、実際の案件データ(トムソン・ロイター提供)やインタビュー(銀行等)をもとに、金融機関(幹事行、参加行)や借り手企業にとってのシンジケート・ローンのメリット・デメリット(手数料、リスク負担、達先の多様化、交渉力)について考察し、既存の融資や社債等との違い(顧客関係の変化やデフォルト後の再交渉の在り方への影響)、債権流動化市場への影響、マクロ的な景気循環への影響、監督当局にとっての意義(検査・評価の共通化)等について理論・実証的な検討を行う。(藤原)

(2) 産業構造の変化やグローバル化の進展に伴い、旧来の保険市場では吸収できない新規のリスクの増嵩が問題となっている。保険市場からこぼれ落ちる巨大リスクを吸収する資本市場、具体的には、天候デリバティブや気温スワップ、ART(Alternative risk transfer)の金融商品・手法が注目を浴びている。本研究では、リスク分散制度としての保険市場の守備範囲・限界を確認して、その限界を超える領域をカバーするのに有効な代替案を個々に吟味する。(高尾)

(3) 企業再生とリスクの市場化について、資金難に陥った企業が、再生を果たすプロセスでどのようにリスクを市場化するかについて、理論的・事例的な研究を行う。健全企業と非健全企業(ディストレス企業)を比較すると、後者のリスク評価が困難なことは容易に想像できる。株式市場が情報非効率的で、リスク評価に誤りがあるとき、企業再生はどの経済主体がメインとなって行うのが良いか。銀行主導が良いのかあるいはバイアウト・ファンド等の第三者が良いのかによって事前の企業の財務戦略等も変わってくるであろう。本研究では、企業の再構築や再生プロセスについて事例を収集するとともに理論・実証的観点から研究する。また同様に外部からの評価が難しい企業の保有不動産に関するリスクの市場化戦略についても検討する。(砂川)

(4) 経営破綻企業の評価についての研究を行う。具体的には、信用調査会社のデータを用いて、経営破綻企業の企業間信用の動きについて調べ、企業間信用に注目した信用リスク計測手法の構築を目指す。企業間信用は余裕のある企業が資金難に陥った企業に対して資金繰りを助ける手段であると考えられているが、こうした働きの有無を実際のデータを用いて検証する。また、こうした研究を通じて貸出債権の流動化など信用リスクの市場化に際して、企業間信用に注目することのメリットを探る。(内田)

(5) 株式市場のリスク評価能力、市場の効率性に関して、行動ファイナンスの立場から、投資家行動の特徴と彼らの行動が証券価格にどのような影響をあたえているのかについて分析を行う。具体的には、自社株買いと市場の反応について注目し、わが国の株式市場において自社株買いの情報がどのような情報を投資家に伝えているのか、市場はどのように評価しているのか、について分析する。(畠田)

(6) カタストロフィによる損害保険業の影響に関して分析を行う。カタストロフィ(大災害)の発生によって損保業界は多額の保険金支払いが生じる一方、そのニュースが潜在

的顧客の保険購入意欲を刺激することから長期的には保険料収入の増大が予測される。本研究では、過去の事例（台風や地震）を分析することで、それらカタストロフィがもたらす損保業への影響を実証し、カタストロフィに対する業界規制のあり方について検討する。（山崎）

4．研究成果

（1）

市場型間接金融の重要な手段であるシンジケート・ローンについて、その組成構造と借り手企業の関係について検証した。わが国では、シンジケート・ローンの組成は既存のメインバンクが行うことが多く、参加行との間で情報の非対称性の問題が存在しうること、それを緩和するために組成構造（貸出額割合等）が影響していることを見出した。

証券化と金融危機と市場型間接金融との関係について、欧米ではシンジケート・ローンが信用の拡大・縮小を通じて景気循環の波を増幅させたという研究があるが、わが国では同様の傾向は観察されなかった。また、クレジット・デフォルト・スワップについて、企業の破綻処理および事前の投資行動にバイアス的な影響を及ぼす可能性があることについて理論的に考察した。

シンジケート・ローンの締結アナウンスメントが株式市場においてどのように評価されているのかについてイベント・スタディの方法を用いて実証分析を行った。その結果、日本では、ローンの締結が株式市場において明確な方向性を持って評価されていないことが分かった。

わが国ではシンジケート・ローンに関する研究事例が少なく、実際のデータに基づいてミクロ（顧客関係、情報非対称性、市場評価）・マクロ（景気循環）双方の面から分析している点はユニークであるといえる。今後は、ABL 等も視野に入れながら、市場型間接金融の金融システムに及ぼす影響についてさらに考察する予定である。（藤原）

（2）

伝統的な保険理論に行動経済学のアプローチを援用し、保険とオプションの対応関係について考察し、保険金融機関とリスクの評価・吸収システムとしての派生市場の役割について考察を行った。本研究もリスクの市場化および金融機関と市場との境界について一定の知見を与えるものである。

また、近年の生命保険会社の相互会社から株式会社への移行について、将来逆方向への動きが起こる可能性について考察を行った。（高尾）

（3）

債務超過企業におけるリスク・インセンティブを回避する手段として、銀行と企業の間

で合意される債務免除の有効性（条件）について理論的に明らかにするとともに、関連する実証分析を行った。この分析は、債務超過・免除といったイベントに注目して貸出リスクの負担調整を分析したものである。

企業の IR 活動と株式市場の評価について、日本 IR 協議会の項目別データ（IR 優良賞の決定要因）を用いた実証研究を行った。その結果、企業業績に関するネガティブな情報を迅速かつ正確に開示する企業の株式が高く評価されていることを発見した。ネガティブな情報開示は、リスク情報の開示とリスクマネジメントの代理指標と考えることができる。

企業の不動産保有が当該株式のリスクとリターンに及ぼす影響について実証研究を行った。また、証券アナリストの独立性に関する規制が市場のリスク・リターン関係の形成にプラスに影響しているか検証した。

新興国でのビジネスには成長機会があると同時にカントリーリスクやビジネスリスクなどハイリスクが存在することを理論的に明らかにした。そのうえで、資本市場のデータを分析し、カントリーリスクの指標であるソプリンスプレッドと新興国のビジネスリスクの指標である相対的ボラティリティの数値を算出した。（砂川）

（4）

経営破綻企業の研究に関しては、データの利用可能性から企業間信用ではなく、同じく企業の重要な資金調達源である銀行からの融資に関して分析を進めざるを得ないことが判明し、方向性を修正したうえで研究を進めた。具体的には、東日本大震災時の企業銀行関係データを用い、銀行との取引関係が企業倒産に与える影響を分析した。その結果、効率的な企業ほど倒産しやすいという結果が得られ、信用リスク計測において企業の効率性が重要であることが分かった。なお、企業間信用に関する研究は他のデータ利用により継続することとしたが、時間的制約から本研究プロジェクトではなく、別の研究プロジェクトとして今後本格的に実施することとした。

本研究プロジェクトの目的である市場型間接金融に関しては、まず金融政策の効果が財政当局との関係において、とりわけ地方政府の債務にどのような影響を与えるかについて、理論的に考察した。その結果、地方分権の程度によって望ましい金融政策と地方債務の発行計画が異なることが分かった。このことは、今後地方分権が進展する程度に応じて、地方債を本源的証券とする市場型間接金融が量的に影響を受けることを示唆している。

これ以外には、銀行の貸出債権の流動化・証券化を通じた市場型間接金融に関して、一連の研究を行った。まず、このような市場型間接金融を阻害する要因として問題となる

金融機関の横並び行動に注目し、銀行業における横並び行動について実証研究を行った。その結果、日本では横並び行動が存在することが分かった。これは、銀行貸出市場においては全体的なリスク分散が十分に行われていない可能性があり、銀行の貸出債権を流動化・証券化することが難しいことを示唆している。

また、銀行の中小企業向け貸出に関して、融資関係における企業と銀行間の交渉力を、銀行の訪問費用の分担という観点から分析した。その結果は、中小企業向け貸出は貸手が頻繁に借手を訪問することによって得られるソフト情報に基づいて行われていることを示唆している。ソフト情報は第三者に把握することが難しいため、中小企業向け貸出債権の流動化・証券化の困難さが、新しい形で明らかになった。

中小企業向け貸出に関しては、融資における担保の役割について理論研究を展望した。その結果、担保の設定が信用リスクの増大につながることを示唆する理論も、減少につながることを示唆する理論もともに存在し、担保の有無と信用リスクは必ずしも一定の関係を持っているわけではないことが分かった。このことは、担保付の貸出債権が必ずしも流動化・証券化に適しているとは言えないことを示唆している。

以上の結果を総合的に検討すると、大企業向け融資のように、容易に流動化・証券化可能な貸出債権は市場型間接金融に向いていると言えるが、中小企業向け融資は客観的なリスク把握が難しいことを示唆している。このことは、貸出債権の流動化・証券化に限界があることを示唆している。(内田)

(5)

自社株買いに伴う利益マネジメントおよび収益性の推移について分析し、結論として、自社株買いをする前には高い(低い)利益を実現している企業では負(正)の利益マネジメントを行っている証左を明らかにした。また、自社株買いについては、将来の収益シグナルというよりは、企業の成熟性・ライフサイクルのシグナルとして識別される可能性が高いことが明らかになった。

企業の多角化と研究開発投資のスムージングに有効かどうかについて分析を行った。多角化は、企業内の事業部における非効率性を生み出し、研究開発投資のスムージングに寄与していない実証結果が得られた。

1993年度以降の上場企業データを用いて、企業倒産の決定要因に関する実証分析を行い、倒産距離に注目することで、金融仲介機関が、将来のデフォルト・イベントの起こりやすさに与える直接的な影響を検証するだけでなく、その倒産距離がもつ将来のデフォルト・イベントの起こりやすさに対する予測力に、金融仲介機関がどう関与しているのかについての検証を行った。

(畠田)

(6)

東日本大震災による損保株への影響について分析を行った。イベント・スタディのアプローチから検証によると、潤沢な資本バッファを抱える損保ほど相対的にリターンの戻りが高いこと、生保との違いが大きいことなどを見出した。

また、台風の上陸が及ぼすわが国損害保険会社の株価への影響も分析した。その結果、台風上陸のニュースに対して損保株は上昇する傾向にある一方で、その影響は台風の上陸状況や損保各社の財務状態に依存することを示した。(山崎)

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18件)

— 藤原 賢哉、シンジケート・ローンの組成と株価に関する研究、国民経済雑誌、査読無、209(4)、2014、31-44

— 砂川伸幸、ファイナンスと成長戦略、商学論究、査読無、61(4)、2014、67-86

— Takao, Atsushi, Takuya Yoshizawa, Shuofen Hsu, and Takashi Yamasaki, The Effect of Great East Japan Earthquake on the Stock Prices of Non-life Insurance Companies, *Geneva Papers on Risk and Insurance-Issues and Practice*, 査読有,38(3), 2013. 449-468

— Sakakibara, Shigeki, Takashi Yamasaki, and Katsuhiko Okada, The Calendar Structure of the Japanese Stock Market: The "Sell in May Effect", *International Review of Finance*, 査読有,13(2), 2013. 161-185

DOI: 10.1111/irfi.12003

— 岡田克彦、山崎高弘、榊原茂樹、山崎尚志、株価変動の季節性と投資家心理-新聞記事に見る将来見通しとデカンショ節効果、証券アナリストジャーナル、査読有、51(2)、2013、96-105

http://www.saa.or.jp/journal/eachtitle/pdf/ronbun_131201_1.pdf

— 内田浩史、貸借関係における交渉力の決定要因、国民経済雑誌、査読無、206(1)、2012、47-59

— 高尾厚、生命保険企業の「条件適合理論」- 相互会社から株式会社へ、そして株式会社、生命保険論集、査読無、180、2012、

http://www.jili.or.jp/research/search/pdf/D_180_1.pdf

- 山崎尚志、山口聖、わが国株式市場における長期パフォーマンスの測定方法の評価 BHAR 法と CTP 法の検証、国民経済雑誌、査読無、206(3)、2012、35-56
- 内田浩史、担保の経済分析：展望、国民経済雑誌、査読無、204(6)、2011、5-60
- 畠田敬、日本における自社株買いに伴う利益マネジメントおよび収益性の推移、国民経済雑誌、査読無、203(6)、2011、67-84
- Nakagawa, R., and H. Uchida, Herd Behavior by Japanese Banks after Financial Deregulation in the 1980s, *Economica*, 査読有、78 (312) 2011、618-636
DOI: 10.1111/j.1468-0335.2010.00870.x
- Fujiki, H. and H. Uchida, Inflation Target and Debt Management of Local Government Bond, *Japan and the World Economy*, 査読有、23(3) 2011、178-189
<http://dx.doi.org/10.1016/j.japwor.2011.07.001>
- Takao, Atsushi, and Takashi, Yamasaki, A Proposal to Construct a Behavioral Insurance Theory, *The IUP Journal of Risk & Finance*, 査読有、7(3)、2010、267-287
- Isagawa, N., S., Yamaguchi, T. Yamashita, Debt Forgiveness and Stock Price Reaction of Lending Banks: Theory and Evidence from Japan, *Journal of Financial Research*, 査読有、33、2010、267-287
DOI: 10.1111/j.1475-6803.2010.01271.x
- 藤原 賢哉、金融危機と CDS、ビジネスインサイト、査読無、19(3)、2010、51-64
- 藤原 賢哉、本邦シンジケート・ローン市場の現状について、国民経済雑誌、査読無、第 206(1)、2010、73-88

〔学会発表〕(計 3 件)

- Hiroshi, Uchida, D. Miyakawa, K. Hosono, A. Ono, T. Uchino, and I. Uesugi, Natural Disaster and Natural Selection, International Workshop on “Economic Recovery from the Great East-Japan Earthquake, 2014.3.17, 経

済産業研究所

- Yamasaki, Takashi, Kotaro Inoue, and Hideaki Kato, Managerial Overconfidence: Evidence from Japanese CEOs, 2013.3.14, Chicago.
- 山口聖、福島隆則、砂川伸幸、山崎尚志、前智彦、企業不動産と企業価値、日本ファイナンス学会、2012.5.26、専修大学

〔図書〕(計 2 件)

砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀典・佐藤淑子、経営戦略とコーポレートファイナンス、日本経済新聞社、2013、290

高尾厚、保険学保険法学の課題、成文堂、2011、18

〔産業財産権〕

出願状況 (計 0 件)

取得状況 (計 0 件)

〔その他〕

なし

6. 研究組織

(1) 研究代表者

藤原 賢哉 (FUJIWARA, Kenya)

神戸大学・大学院経営学研究科・教授

研究者番号：3 0 2 2 9 6 4 7

(2) 研究分担者

高尾 厚 (TAKAO, Atsuchi)

神戸大学・大学院経営学研究科・名誉教授

(平成 25.3 退官) 研究者番号：2 0 1 1 6 2 2 1

砂川 伸幸 (ISAGAWA, Nobuyuki)

神戸大学・大学院経営学研究科・教授

研究者番号：9 0 2 7 3 7 5 5

内田 浩史 (UCHIDA, Hirofumi)

神戸大学・大学院経営学研究科・教授

研究者番号：6 0 2 9 4 2 9 5

畠田 敬 (HATAKEDA, Takashi)

神戸大学・大学院経営学研究科・准教授

研究者番号：9 0 3 1 9 8 9 8

山崎 尚志 (YAMASAKI, Hisashi)

神戸大学・大学院経営学研究科・准教授

研究者番号：3 0 4 0 3 2 2 3

(3) 連携研究者

なし