

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 26 年 6 月 9 日現在

機関番号：14301

研究種目：基盤研究(C)

研究期間：2011～2013

課題番号：23530217

研究課題名(和文) ノンリコース・ファイナンスの理論的合理性と実証的インプリケーション

研究課題名(英文) Theoretical Rationality and Empirical Implications of Nonrecourse Financing

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

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,200,000円、(間接経費) 660,000円

研究成果の概要(和文)：ノンリコース・ファイナンスの合理性を理論的に分析した。ノンリコース・ファイナンスに分類されるファイナンス形態は、証券化、LBO、プロジェクト・ファイナンスなどであるが、それらを包括的に取り扱うことができるモデルを提示し、ある条件のもとでは理論的合理性があることを示した。また、理論モデルがどのような実証的含意を持つかも明らかにした。

研究成果の概要(英文)：I analyzed the theoretical foundation of nonrecourse financing. This financing consists of securitization, leveraged buyout, and project finance and so on. I build a comprehensive model that deals with these financing unifiedly, and show the rationality of these financing under certain conditions.

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：ノンリコース・ファイナンス 証券化 LBO プロジェクト・ファイナンス ホールドアップ問題

1. 研究開始当初の背景

近年、急速にその利用が拡大したプロジェクト・ファイナンス、証券化、企業買収におけるレバレッジド・バイアウト(LBO)等の新しい資金調達手段は、一つの共通した制度的特徴を持っている。それは、ノンリコース・ファイナンスという特徴で、基本的には、資金調達を行う必要を持つ企業ないし銀行(スポンサー会社ないしスポンサー銀行と呼ばれる)の外部に、それらの企業や銀行と独立した特別目的法人(Special Purpose Entity, SPE)を作つて、この SPE に負債を発行させて投資のための資金調達をさせるというものである。この SPE は、スポンサー会社ないしスポンサー銀行とは独立の存在であるので、SPE が債務不履行となつても、債権者の債務請求権は、原理的にはスポンサー会社ないしスポンサー銀行に遡及しない(ノンリコース性)という特徴を持つ。また、投資家の負担するリスクを軽減するため、スポンサー会社ないしスポンサー銀行による信用補完あるいは流動性支援が SPE に対して行われることもよくあるが、その場合は、ノンリコース性は限定リコース性と呼ばれることもある。

問題は、投資家の立場からみれば、ノンリコース性ないし限定リコース性という特徴はリスク分散という資産投資の大原則に反するものであるにもかかわらず、なぜ、そのような資金調達手段が広範囲に利用されているのか、という点である。また、どのような時に(金融機関を含む)経済主体の資金調達手段がノンリコース性や限定リコース制というタイプのものになるのか、ということも解明される必要がある。さらに、ノンリコース・ファイナンスが社会的にみて効率的な資金調達手段であるかどうか、問われる必要がある。

2. 研究の目的

この研究では、まず不完備契約下での関係特種投資のホールド・アップ問題の理論を使って、一般的なフレームワークに基づいて、ノンリコース・ファイナンスの合理性を導出し、その結果が、プロジェクト・ファイナンス、証券化、企業買収における LBO といった個別の資金調達方法を十分に説明することができるのか、ということを実証する。その際、ノンリコース・ファイナンスの社会的にみた効率性の問題や各個別領域に特有の問題についても、同時に

分析する。

各個別領域に特有の問題としては、以下のようなものが考えられる。たとえば、プロジェクト・ファイナンスは、電力プラント・石油精製設備等のインフラ投資のために使われることが多く、とりわけ、資金調達の困難な新興国では重要な資金調達手段である。ただ、同時に、新興国特有の政治リスクも抱えていて、それをどう解決していくかが、重要な課題の一つになる。

また、証券化では、住宅ローン等の長期の負債からの収入を裏付けとした短期証券をスポンサー銀行が SPE に発行させて資金調達することが多い。その場合、長期の投資(住宅ローン貸出等)に対して資金調達は短期証券であるという、いわゆる期間不一致(maturity mismatch)の問題があり、なぜそのような期間不一致が生じるのか、また、それがスポンサー銀行の情報投資(モニタリング)にどのような影響を与えるのかを明らかにされる必要がある。

さらに、企業買収における LBO の分野では、どのようなタイプの企業が LBO の対象となるのか、ということが明らかにされるべきである。とくに、LBO の対象となる被買収企業は、従来はキャッシュリッチな成熟企業であるとされたが、2000 年代に入ってから、IT 関連の企業も LBO の対象となつてきている点も解明される必要がある。LBO の変形として、買収の対象となる被買収企業の経営者が買収ファンドと組んで自企業を買収するいわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)という手法も、最近よくみられる。この MBO に関しては、日本でも事例が多いので、コーポレート・ガバナンスのデータ等で補足しながら、理論的インプリケーションと実証的インプリケーションを照らし合わせる事が可能である。

3. 研究の方法

研究方法としては、契約理論の分野で近年開発された不完備契約下での関係特殊投資のホールド・アップ問題の理論を進展させることによって、一般的なフレームワークで、ノンリコース・ファイナンスの各経済主体にとっての合理性や社会的な視点からの効率性を導出する。

次に、その結果が、プロジェクト・ファイナンス、証券化、企業買収におけるLBOといった個別の資金調達手段を十分に説明することができるのか、ということ进行分析する。その上で、非対称的情報下での証券デザイン理論等における研究成果をもさらに発展させることによって、各個別領域固有の問題も同時に解明していく。

4. 研究成果

一般的なフレームワークを使って、ノンリコース・ファイナンスが持つ各経済主体にとっての合理性や社会的な視点からの効率性を導出した。そのため、契約理論の分野で開発された不完備契約下での関係特殊投資のホールド・アップ問題に関する理論モデルのフレームワークの中で、負債とくに限定リコース負債 (limited-recourse debt) を入れたモデルを構築した。とくに、限定リコース負債が、ホールド・アップ問題の改善に大きく役立つことを示した。すなわち、この一般モデルの段階で、ノンリコース・ファイナンスの合理性を導出した。

この一般的なモデルでの研究成果を基礎にした上で、証券化・プロジェクト・ファイナンスにおける固有の問題を解明した。とくに、証券化の問題に関して、そこでの期間不一致の問題、すなわち、長期の投資（住宅ローン貸出等）を行っているのに資金調達は短期証券で行っているというようなミスマッチが、経済主体の合理的行動の結果として出てくること、また、それがスポンサー銀行の情報投資（モニタリング）には、マイナスの効果を持つことを明らかにした。この結果は、リーマン・ショック後におきた金融危機という現象を理解する上で重要である。というのは、リーマン・ショックは、短期の証券化商品（asset-backed commercial paper）を発行して、長期の貸出資産への投資を行っていた投資銀行やそれと似たような投資銀行的業務を行う商業銀行が、証券化商品市場や短期のレポ市場等で資金調達できなくなった結果、生じたものだからである。一方、プロジェクト・ファイナンスにおける政治リスクの問題は重要な問題であるので、理論的にこれをうまく取り扱うようなインセンティブ・スキームの構築を試みたが、これは、まだ、研究途上にある。その代わり、

ホールド・アップ問題を使ってプロジェクト・ファイナンスを説明するモデルをさらに精緻化して、負債が不履行になった場合に売り手と買い手の期首契約が同様に不履行になるケースに拡張した。

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2件)

Mami Kobayashi and Hiroshi Osano, 2011, The New Main Bank System, Journal of the Japanese and International Economies Vol.25, pp.336-354.

Mami Kobayashi and Hiroshi Osano, 2012, Nonrecourse Financing and Securitization, Journal of Financial Intermediation, Vol.21, pp.659-693.

〔学会発表〕(計1件)

Keiichi Hori and Hiroshi Osano, Managerial Incentives and the Role of Advisors in the Continuous-Time Agency Model, 2011, 5th Japan-Taiwan Contract Theory Conference

〔図書〕(計0件)

〔産業財産権〕
出願状況(計0件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
国内外の別：

取得状況(計0件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年月日：
国内外の別：

〔その他〕
ホームページ等

6. 研究組織 (1)研究代表者

小佐野 広 ()

研究者番号：9 0 1 5 2 4 6 2

(2)研究分担者
()

研究者番号：

(3)連携研究者
()

研究者番号：