

金融・経済に関する研究助成論文(2025 年度助成)報告会

日 時 2026 年 8 月 18 日(火) 15 時 30 分～17 時 30 分

場 所 Teams によるオンライン開催

参加者 2025 年度研究助成対象者

審査委員会委員

委員長 井堀 利宏 政策研究大学院大学 名誉教授・客員教授

委員 高見澤 秀幸 中央大学商学部 教授

委員 滝澤 美帆 学習院大学経済学部 教授

ゆうちょ財団 役職員

次 第 各報告者20分程度(報告10分、質疑応答10分程度)

研究者(報告者)/研究テーマ	
1	Term Structure of Debt and Investment Spikes
	南山大学経営学部 教授 伊藤 彰敏 三菱地所株式会社イノベーション施設運営部 統括 菊地 和宏
2	投資家のセンチメントが市場の流動性に与える影響について
	名古屋市立大学経済学研究科 准教授 渡辺 直樹
3	Supervisory Policy and Business Model Transformation: Evidence from Japanese Regional Banks
	埼玉大学大学院人文社会科学研究科・経済学部 教授 長田 健 埼玉大学経済学部 非常勤講師 木村 好宏
4	中国におけるシャドーバンキングと住宅市場・景気循環との関係
	亜細亜大学社会学部大学院アジア国際経営戦略研究科(兼任) 教授 李 立栄
5	企業の自社株買いの超過収益率とマーケットトレンド, 投資家センチメント
	常葉大学経営学部 教授 土村 宜明 帝京大学経済学部 准教授 塚原 一郎

Term Structure of Debt and Investment Spikes

(負債の期間構造と投資スパイク)

南山大学 経営学部
教授 伊藤 彰敏*

三菱地所株式会社
イノベーション施設運営部
オープンイノベーション担当
統括 菊地 和宏

*研究代表者

キーワード：財務柔軟性、負債の期間構造、大型投資、比例ハザードモデル、傾向スコアマッチング

要旨

昨今の IT 分野の一著しい発展に見られるように技術革新や破壊的イノベーションが頻発する状況で、企業は予期せぬ投資ニーズへの迅速な対応に迫られる。従って、企業は、ビジネス環境の変化に迅速に対応するため、常日頃から財務柔軟性を確保することが重要な課題となっている。本研究は、多くの企業にとって主たる資金調達原資である負債を取り上げ、その償還期間が大型投資の迅速性・実行可能性に与える影響を分析する。

先行研究は、負債期間構造と企業投資との関係について相反する二つの仮説を提示している。第一の仮説では、短期負債の比率が高いと、将来の借り換えが不十分となるリスクのため企業は投資を抑制するとする (Rajan, 1992)。本稿では、この仮説をとロールオーバーリスク仮説と呼ぶ。第二の仮説では、短期負債は、より頻繁なモニタリングによって債権者の情報生産を向上させ (Harvey et al., 2004)、負債のエージェンシー問題である過少投資を軽減し (Myers, 1977)、結果として企業の投資を促進するとする。本稿では、これを投資促進仮説と呼ぶ。本研究は、どちらの仮説が妥当かを精緻なデータと分析方法で実証的に明らかにする。

本研究は、サンプルとして日本の上場企業の 2002 年から 2017 年までの財務データを用い以下の三つの分析を実施する。第一に、企業の大型投資の実施可能性に短期負債比率がど

のように関連しているかを、Cox 比例ハザードモデルの推定を通じて明らかにする。不連続で散発的に発生する大型投資は、Cox 比例ハザードモデルの持つ特性と親和する。第二に、短期負債比率が内生変数となる可能性に対処するために、ハザードモデルを線型確率モデルに置き換え操作変数法を適用した推定を実施する。短期負債比率の操作変数としては、個々の企業について、1995 年における全借入総額に対する旧有力都市銀行からの借入シェアを用いる。1995 年当時、有力都市銀行からの借入の多い企業は、その後の都市銀行再編を経ても銀行とのつながりから相対的に長期借入の比率が高く、従って短期負債比率とは負の関係を有すると予測される。他方、1995 年当時の企業の借入構成が 15 年以上もたったその企業の大型投資に直接影響する経路は考えにくい。第三に、2008 年のリーマンショックを外的ショックとし、リーマンショック発生前に短期負債比率の高い企業と低い企業との間で、ショック後の投資額に差があったかどうかを傾向スコアマッチングと DID を用いて検証する。短期負債が投資を促進する効果を持つなら（投資促進仮説）、ショック前に短期負債の多い企業はショック後に投資を増加させるはずである。一方、短期負債が投資を抑制する効果を持つなら（ロールオーバーリスク仮説）、ショック前に短期負債の多い企業はショック後に投資を減少させるはずである。

本研究が得た分析結果は、以下の通りです。第一の Cox 比例ハザードモデルを用いた分析では、短期負債比率が高い企業は大型投資の可能性を低下させる傾向にあり、ロールオーバーリスク仮説と整合的であった。第二の線型確率モデルと操作変数法による推定では、操作変数により内生性をコントロールした後も、短期負債比率は投資を抑制する傾向をしめした。最後に、2008 年のリーマンショックを用いた DID 分析では、ショック前に短期負債比率の高い企業は、そうでない企業と比べてショック後に投資額をより減少させており、やはりロールオーバーリスク仮説と整合的であった。本研究の分析結果は、全般的にロールオーバーリスク仮説を支持する結果となった。

本研究の学術的貢献は以下の通りである。負債の期間構造が大型投資与える影響について、先行研究が示す相対立する仮説を検証し、ロールオーバーリスク仮説を支持する結果を確認した。このこと自体が本研究の重要な貢献であると考ええる。同時に、この発見は、大型投資の必要性が生じた際に機動的に対応できるかどうかという財務柔軟性の決定要因として、負債の期間構造が重要な役割を果たすことを示している。最後に、企業投資に関する研究群に対し、投資決定の要因として負債期間構造にも注目すべきであることを示した点も貢献であると考ええる。

今後の研究課題として、日本以外の国々での検証結果を確認する必要があるだろう。特に、企業の資金調達において日本以上に銀行の情報生産機能が重要な経済では、短期負債による情報生産頻度の向上が日本企業の場合と比べてより大きな影響を持つかもしれない。その場合には高い短期負債比率が企業投資を促進する投資促進仮説と整合的な分析結果を得る可能性がある。

投資家のセンチメントが市場の流動性に与える影響について

渡辺 直樹

名古屋市立大学・経済学研究科

要旨

効率的市場仮説（EMH：Efficient Market Hypothesis）では、株式市場において様々な情報を反映した価格形成がなされると指摘した。一方で、「どのような情報を投資家の取引行動に反映するか?」、「投資家のセンチメントが市場の価格形成に影響を与えるのか?」などの問いに関する議論が今なお続いている。本研究では情報・投資家のセンチメントが市場の流動性に与える影響を分析し、以下の3点の結果をえられた。1点目は、感染者数の増加や政府のコロナへの対応強化する政策変更（ハード情報）によって、市場の流動性を低下したことを示した。2点目は、コロナや医療関係などに関するメディアの報道（ソフト情報）によって、市場の流動性を悪化させたことがわかった。3点目は、インターネット検索数ではコロナや医療関係などの用語検索の増加は市場の流動性を低下、旅行（Travel）の用語検索の増加は市場の流動性を向上することを示した。本研究の貢献は、株価と関連性の高いといわれている市場の流動性を用いて、情報や情報の受け手の反応の2面から検証を深めた点である。また、先行研究の少なかった我が国の観光業に注目し、コロナ危機の市場の流動性分析を提供できた点も大きな貢献といえる。

Supervisory Policy and Business Model Transformation:

Evidence from Japanese Regional Banks

Yoshihiro Kimura^{1*}

Takeshi Osada²

Summary

The transformation of bank business models has become a central issue in both banking research and financial regulation. Technological innovation, the emergence of FinTech firms and other non-bank competitors, prolonged low interest rates, demographic change, and evolving regulatory frameworks have fundamentally altered the operating environment of banks. In response, supervisory authorities have increasingly emphasized the importance of developing sustainable business models. Although these developments are widely believed to have influenced banks' strategic decisions, empirical evidence on the determinants of business model transformation remains limited.

This paper investigates whether changes in the supervisory stance of Japan's Financial Services Agency (FSA) influenced the evolution of regional banks' business models. The analysis builds on Kimura (2024), which identifies seven business models (BMs) of Japanese deposit-taking financial institutions using an unsupervised clustering approach based on balance-sheet characteristics. Among these business models, BM4 represents the traditional regional bank business model, while BM1 represents the major-bank business model. Kimura (2024) documents that, beginning around 2014, a number of regional banks gradually moved away from BM4, with some becoming increasingly similar to BM1. However, the factors underlying this transformation remained unexplored.

Using financial statement data for Japanese banks from fiscal years 2011 to 2018, this study examines whether supervisory policy contributed to these observed changes. Business model transformation is measured by changes in the Euclidean distance between individual banks and the centroids of business model clusters. Three alternative

¹ The Norinchukin Bank and the Faculty of Economics, Saitama University.

² Faculty of Economics, Graduate School of Humanities and Social Sciences, Saitama University, Saitama, Japan; takeshiosada@mail.saitama-u.ac.jp; ORCID: 0000-0002-3292-4481

* Corresponding Author

dependent variables are constructed to capture (i) movements away from the regional bank business model, (ii) movements away from BM4 together with convergence toward the major-bank business model (BM1), and (iii) movements away from BM4 combined with convergence toward whichever alternative business model the bank approaches most closely.

The key explanatory variable is a proxy for the FSA's supervisory stance. It is constructed by interacting bank-specific profitability with the frequency of the term business model appearing in the FSA's annual supervisory policy documents, particularly in the contexts of business model sustainability and relationship banking. This interaction is intended to capture the extent to which supervisory guidance exerted pressure on individual banks to reconsider their business models. The empirical analysis employs fixed-effects estimation while controlling for regulatory capital constraints, profitability pressures associated with declining interest margins, and the Bank of Japan's monetary policy under Governor Haruhiko Kuroda.

The results provide several important findings. First, supervisory policy significantly encouraged domestic-standard regional banks to move away from the traditional regional banking business model. This result is robust across alternative specifications of the supervisory policy variable. Second, supervisory policy does not appear to have systematically directed banks toward the major-bank business model. Although some regional banks became more similar to major banks, this transition cannot be explained solely by supervisory guidance. Instead, convergence toward specific alternative business models appears to have been driven primarily by broader macro-financial conditions and bank-specific strategic decisions. Third, no statistically significant effects are found for internationally active banks, although this may partly reflect the limited number of such institutions in Japan.

The analysis also provides new insights into the role of Japan's prolonged monetary easing. The findings suggest that the low-interest-rate environment associated with the Bank of Japan's quantitative and qualitative monetary easing increased pressure on regional banks to reconsider their business models. However, monetary policy alone did not systematically promote convergence toward the major-bank business model. Rather, monetary policy and supervisory policy appear to have played complementary but distinct roles: monetary easing intensified profitability pressures, while supervisory policy encouraged banks to respond by pursuing more sustainable business strategies.

These findings have important policy implications. Rather than prescribing a particular

business model, the FSA's supervisory approach appears to have encouraged banks to move away from unsustainable business models while leaving the choice of alternative strategies largely to individual institutions. This suggests that effective financial supervision should facilitate strategic adaptation rather than promote a uniform business model across the banking sector. The study therefore contributes to the literature on bank business models by providing one of the first empirical analyses of how supervisory policy influences business model transformation. More broadly, it highlights that structural change in banking is jointly shaped by supervisory policy, macro-financial conditions, and the strategic choices of individual banks, underscoring the complementary roles of regulatory guidance and market forces in the evolution of financial intermediation.

中国におけるシャドーバンキングと住宅市場・景気循環との関係

亜細亜大学 社会学部、大学院アジア・国際経営戦略研究科 教授 李 立栄

要旨

2008 年 9 月に発生した世界金融危機は、1990 年代以降にグローバル化が進展した経済・金融の枠組みの脆弱性を改めて浮き彫りにした。「100 年に 1 度の信用危機の津波」と言われた金融危機は、欧米の金融システムに大きな打撃を与えたのみならず、信用収縮や逆資産効果を通じて世界の実体経済に急速かつ多大な影響を及ぼした。

2008 年の世界金融危機以降、金融安定理事会（FSB）、各国の規制当局、学界、金融業界の中では、危機発生の原因の 1 つとも言われたシャドーバンキングの発展メカニズムと潜在的なリスク、規制監督への関心が高まった。1990 年代以降のグローバル化と金融イノベーションの進展に伴い、シャドーバンキングは世界的に拡大し、金融システム全体における役割が高まる一方、規制監督が追い付かない状況であった。これは先進国だけの問題ではなく、近年急成長してきた新興国、とりわけ中国のシャドーバンキングについても同様のことが言える。

近年、中国の不動産金融における不良債権の増大と、それに伴う金融システムへのリスク波及が懸念されている。中国では、シャドーバンキング（影子銀行）と呼ばれる銀行以外の金融仲介が急速に発展し、実体経済の新規資金調達の上半分以上を担うまでに至った。不動産金融においても重要な資金供給源となっている。そのため、一部では、米国の事例になぞらえ、中国の不良債権問題の主要因がシャドーバンキングにあるとする見解も示されている。しかし、中国のシャドーバンキングは多様な形態を有しており、米国と同列に論じることは適切ではない。

2008 年の世界金融危機を引き起こした要因の一つとされるシャドーバンキングとは、通常の銀行融資を利用できない主体に対する融資や投資を指し、米国では証券化技術と結びついて拡大した。そのリスクは国際的にも認識され、G20 金融サミットや国際通貨基金（IMF）などで規制・監督強化の必要性が議論されてきた。学術的にも、米国を中心とした事例分析に基づき、シャドーバンキングが経済的ショックを増幅する仕組みの研究が進展している。

一方、中国におけるシャドーバンキングは、世界金融危機後の財政拡張策に続く金融引き締め過程で急速に拡大した。その後、不動産大手・恒大集団の債務危機に端を発する流動性不安が顕在化し、多くの不動産企業が資金調達に困難を抱えた。その結果、住宅建設の停止が相次ぎ、経済成長の下振れ要因となっている。こうした点から、中国のシャドーバンキングはリスク要因としての側面が強調されがちである。

中国のシャドーバンキングと金融安定理事会（FSB）などで議論された事象との異同が明らかではない中で、中国のシャドーバンキング問題が新たな世界金融危機の震源地となる可能性を指摘する向きもある。しかし、その実態、形成過程、発展メカニズム、リスクは十分に明らかにされているとは言えない。

中国のシャドーバンキングは、①制度化された金融システムに組み込まれたもの（ノンバンクなど）、②インフォーマルな民間貸借（質屋や投資組合など）、③銀行システム外のフィンテック型、の 3 類型に分類できる。それぞれの発展メカニズム、形成過程、そのリスクについて

考察すれば、後2者には、さまざまな問題の指摘が可能であるものの、自由競争への促進と金融包摂の拡大や、金融分野におけるイノベーションの活性化をもたらす面があるという積極的評価が可能である。

本論文では、中国のシャドーバンキングの発展過程と実態を明らかにするとともに、米国の事例との比較を通じて、中国の金融システムにおけるリスクの所在と今後の規制の方向性について分析を試みる。今後の課題として、引き続き中国のシャドーバンキングの住宅市場および景気循環に対する影響について実証的・理論的に明らかにしたい。

キーワード：シャドーバンキング、金融仲介、中国の金融システム、資産運用商品（理財商品）、フィンテック、金融包摂、規制監督

企業の自社株買いの超過収益率とマーケットトレンド，投資家センチメント

土村宜明(常葉大学)

塚原一郎(帝京大学)

(要旨)

本稿は，日本における自社株買いに対するマーケットトレンドと市場の投資家センチメントの効果をイベント・スタディーによって分析した。センチメントについて，Baker and Wurgler (2007)は「投資家のセンチメントとは，手元の事実によって正当化されない将来のキャッシュフローと投資リスクに対する信念」と定義した。社会的なセンチメントが資産価格に影響することは既に多様な先行研究によって明らかであり，投資家の経験的証拠に基づいた単なる仮説とは言えない。

本稿では，近年の研究によって明らかになった株価に対する投資家心理，すなわち投資家センチメントの効果とマーケットトレンドの効果をコーポレート・ファイナンスの具体的な状況を設定して計測する。個別企業が自社株買いをアナウンスする際に計測される超過収益率（以下，AR と呼ぶ）に対して，市場の投資家センチメントや上昇トレンドや下降トレンドといったマーケットトレンドの状態がどう影響し，その結果として投資家リターンがどう影響を受けるかを検証する。

その結果，マーケットトレンドに関しては，自社株買いに対する下降トレンドの効果は大きく持続的である一方で，上昇トレンドにおいては小さく持続しないことがわかった。市場センチメントの高低による差も確認できた。低センチメント期での反応は統計的な有意性が確認できたが，高センチメント期の反応は統計的に有意なものではなかった。さらに，累積的な効果も同様に，低センチメント期だけに有意性が確認されており，また，その効果も低センチメント期の方が大きかった。このようなセンチメントのリターンに対する影響は，低センチメント期に大きくなるという直感に反するものであった。

マーケットトレンド,市場センチメントの違いによって,リターンが異なるという結果は,企業のコーポレート・ファイナンスの配当政策の意思決定を考察する上で,重要な要素となりうると考えられる。