

2023年度助成分

■研究課題名

クロスボーダーM&Aと日本経済

研究代表者：

川上圭 (青山学院大学経済学部・准教授)

共同研究者：

伊藤万里 (青山学院大学経済学部・教授)、高準亨 (青山学院大学経済学部・教授)

実施期間：2020年5月1日～2023年4月30日

【研究の概要】

三つのアプローチから分析に取り組み、成果をワーキング・ペーパーとして公表した他、学会発表や査読学術誌への投稿を行った。

1. ORBIS・ZEPHYRデータベースを用いた実証分析

初年度に構築したデータセットを基に、M&Aの決定要因を中心に実証分析を進めた。決定要因については、M&A金額・件数等のデータを用いて重力モデルを推計した。2国間フローの分析からは、M&Aアドバイザー数が正の影響を持ち、特に (i) 買収側のアドバイザー数が対外越境M&Aに与える影響が顕著であること、(ii) 金融制度が相対的に脆弱な国への投資に対する影響が強いこと、が示唆された。都市間フローのデータからは、外資企業の集積や技術知識の水準、国際線の就航都市数などの変数に正の影響が確認された。また、日本に焦点を当てた分析として、会社法の「合併等対価の柔軟化」(2007年施行)が対日投資に与えた影響を実証的に明らかにした。

これらを以下の三つの学術論文にとりまとめ、Ito, Kawakami and Ko (2023)については第81回日本国際経済学会全国大会にて、Ito and Shirai (2023)については2023 WEI Boston conferenceにて口頭報告を行った。

- Ito, B., K. Kawakami, and J-H. Ko 2023, “Defying Gravity: The Role of Intermediaries for Cross-Border M&As” Aoyama Gakuin University College of Economics Working Paper 16-2. (Under review) ※以下、同ワーキング・ペーパーシリーズをAGUWPとする。
- Ito, B. and K. Shirai 2023 “City-Specific Determinants of Cross-Border M&As: An Inter-Urban Gravity Approach” (Revise & resubmit)
- 川上 圭, 伊藤 万里, 高 準亨 2023, 「日本企業が関わるクロス・ボーダーM&A について」 AGUWP 16-4.

2. 新しいM&Aの理論モデルの構築

M&A市場の特徴として、(i)多数の異質な企業の中で売り手企業と買い手企業のマッチングが起こる、(ii)情報の非対称性が重要、(iii)仲介業者が大きな役割を果たす、(iv)M&A発表時に株価の特徴的な反応が起こる、の4点に着目し、理論モデルを構築した。4論文をワーキング・ペーパーとして公表し、このうち以下の3論文を国際学会で発表した。

- “Disclosure Services and Welfare Gains in Takeover Markets” ① Conference on Mechanism and Institution Design, ② Asian Meeting of the Econometric Society, ③ Econometric Society European Meeting, (Under review)
- “Sorting, Selection, and Announcement Returns in Takeover Markets” Econometric Society World Congress, (Under review)
- “Dissecting Return Regressions: The Role of Pre-Investment Firm Values” Western Economic Association International Conference

3. 多国間FDIモデルの応用

Eaton and Kortum (2002) モデルを多国間 FDI に拡張した Ramondo and Rodriguez-Clare (2013) をさらに拡張し、越境 M&A とグリーンフィールド投資 (GFI) を取り入れたモデルを構築した。企業が GFI によって参入した場合は、既に保有している生産性を活かし、現地活動からなる Learning-by-doing などで収益を出す一方、新規投資費用がかかる。それに対して、越境 M&A の場合、買収先企業の生産性を吸収することでシナジー効果が発生する一方、新規投資費用でなく M & A 費用が発生する。均衡状態では、国内企業、輸入企業、GFI 企業、越境 M & A 企業の四種類の企業が国内財市場で完全競争を行い、その結果として生き残った各タイプの企業の確率分布を導出した。また、このモデルを用いて、越境 M&A が追加的にもたらす Gain を導出した。得られた結果を以下の論文としてまとめ、ワーキング・ペーパーとして公表した。

- Ko, J-H., B. Ito, and K. Kawakami, 2023, “Cross-Border M&As, Greenfield Investment, and the Gains from Openness,” AGUWP 16-3.

■研究課題名

暗号資産による信用創造の可能性について： 欧州銀行史からの考察

研究代表者：

齊藤誠 (名古屋大学経済学研究科・教授)

実施期間：2020年4月1日～2023年3月31日（会計執行期間は、2023年6月30日まで）

【研究の概要】

本研究プロジェクトでは、新たな暗号通貨の導入を新たな通貨単位の設定とみなし、中近世欧州の金融史の事例を振り返りながら、暗号通貨の誕生がもたらすマクロ経済学的なインパクトを考察していく。銀行を通じた暗号通貨による信用創造も、負債サイドで発行した暗号通貨建て預金の通貨単位と、資産サイドの貸出の通貨単位が共通している、あるいは、預金と貸出の異なる通貨単位の交換レートが安定していることが大前提となる。

新たに経済社会に導入された暗号通貨は、既存の中央銀行（中銀）が統一の通貨単位の下で発行した貨幣（中銀券、硬貨・トークン、中銀当座預金）とは通貨利便性が異なり、中銀券と異なって分散型台帳の上で流通することから付利が容易となる。また、たとえ中銀が発行した暗号通貨であっても、既存の中銀通貨と異なって金利を柔軟に付すことができ、異なった利便性が提供される可能性がある。したがって、異なる国内金利と異なる利便性を有する外国通貨の間で外国為替レートが変動するように、新規の暗号通貨と既存の中銀通貨の間で交換レートが変化する可能性がある。

本研究プロジェクトでは、暗号通貨の価値決定メカニズムを考察するために、18世紀の英国で標準方式（the standard formula）が確立するまでの中近世欧州の金融システムにおいて通貨間の交換レートがどのように決まっていたのかを振り返っていく。中近世欧州の金融システムでは、異なる貴金属素材からなる鑄貨（特に金貨と銀貨）は、異なる利便性を有するとともに、それぞれの鑄貨枚数で測られた金額が別々の通貨単位となったことから、異なる鑄貨間で交換レートが変動した。また、17世紀の英国では、民間銀行が銀行券を発行するようになったが、異なる金利で割り引かれたことから、異なる銀行券は、額面で1対1のレートで交換されなかった。加えて、金貨や銀貨と銀行券が統一の通貨単位で1対1のレートで交換されることもなかった。

とりわけ興味深い通貨現象として、小口決済手段として利便性を有していた銀貨は、小口決済手段として役立たなかった金貨に対して通貨価値が減価し、場合によっては、通貨価値が地金価値を下回って鑄潰される事態が起きた。すなわち、銀貨は、利便性の高い通貨であったにもかかわらず、「通貨としての価値」が「地金としての価値」まで減価して市場から退出してしまった。

複数の通貨単位が併存する事態は、18世紀の英国において標準方式が確立して、金地金量によって通貨単位が統一された。その結果、金貨と硬貨・トークンとの間で、あるいは、金貨と紙幣（イングランド銀行券）との間で、額面に応じて1対1のレートで交換されるよう

になった。他の先進国でも、19世紀までに金貨を本位通貨とする標準方式が導入された。

本稿では、標準方式が確立する前の中近世欧州の金融システムの実態を踏まえながら、新たな暗号通貨が経済社会に導入され、利便性や金利が異なる複数の通貨が併存するマクロ経済において、①利便性の異なる通貨間の交換レートがどのように決定されるのか、②中銀が付利を伴う暗号通貨を導入した場合に通貨の集計が可能なのか、③異なる通貨単位で決済が行われている中でマクロ経済の総支出や総所得がどのように集計されるのか、④暗号通貨の中でもっとも既存の中銀通貨に近いとされるステーブル・コインの価格がどのように決定されるのか、を考察している。

具体的な研究成果としては、齊藤 (2023) が本プロジェクト全体の詳細な報告書に相当する。①については、Saito (2022) や齊藤 (2023) において決済通貨としての利便性の違いに着目し、決済通貨として利便性の高い銀貨が、金貨に対して減価をし、銀地金価値に接近して鋳潰されてしまうメカニズムを分析している。②については、Saito (2021c) や柳川他 (2023) において簡単な貨幣経済モデルを用いながら中銀通貨内に新たな暗号通貨が導入されると、通貨単位が複線化され、通貨間の交換レートが市場で決定される可能性を議論している。③については、Saito (2021b) や Saito (2022) において複数通貨単位が併存すると会計の集計で支出面と所得面で齟齬が生じる可能性を理論的に論じ、実際にそうした齟齬が複数通貨制にあった中近世欧州や戦中・敗戦後に統制された日本経済において生じたことを実証的に検証している。④については、Nirei and Saito (2023) において、本来は、既存通貨単位（ここでは米ドル）と1対1で交換レート（平価）が設定されているステーブル・コインが、コイン保有者の主観的な価格評価を逆手にとったコイン発行者の裁定行動から、ステーブル・コインのレートが平価からどちらの方向にも乖離するメカニズムを理論的に解明し、そこからのインプリケーションを実証的に検証している。

■ Saito, M., 2021a. *Strong Money Demand in Financing War and Peace*. xxiv+204. Springer.

----, 2021b, "Central banknotes and black markets: The case of the Japanese economy during and immediately after World War II." in Saito (2021a), 25-56.

----, 2021c. "Central bank cryptocurrencies in a competitive equilibrium environment: Can strong money demand survive in the digital age?" in Saito (2021a), 161-189.

----, 2022. "On expenditure/income discrepancies in national accounts in the presence of two price units." *Japan and the World Economy*, 64, 101161, 1-10.

■ 柳川範之・奥野聡雄・松島斉・齊藤誠、2023。「デジタル通貨時代の金融経済」、『現代経済学の潮流 2022』、183-224、東京大学出版会。

■ 齊藤誠、2023。「新たな通貨単位としての暗号通貨とその通貨価値の不安定性について：中近世欧州の複数通貨制からのインプリケーション」、『経済科学』、第71巻第3号に公刊予定。

■ Nirei, M., Saito, M. 2023. "On the unstable nature of stablecoin pricing," mimeographed.

■研究課題名

商法現代化のための基礎研究 ——現代金融・経済実務と規制法を踏まえた民事基本法の役割

研究代表者：

清水真希子（大阪大学・教授）

共同研究者：

松井秀征（立教大学・教授）、**久保大作**（大阪大学・教授）、**高橋美加**（立教大学・教授）、
船津浩司（同志社大学・教授）、**松尾健一**（大阪大学・教授）、**増田史子**（岡山大学・教授）、
得津晶（一橋大学・教授）、**西内康人**（京都大学・教授）、**高秀成**（大阪大学・准教授）、
青木大也（大阪大学・准教授）、**行岡睦彦**（神戸大学・准教授）、**津野田一馬**（大阪大学・准教授）

実施期間：2020年4月1日～2023年3月31日

【研究の概要】

1. 本研究の目的

本研究は、制定時（1899年）からほとんど改正を経ていない商法総則および商行為法の規定群について、将来あり得べき抜本改正を見据え、現代の金融・経済実務に照らして総合的・理論的な研究を行うことを目的とするものである。

2. 公表された研究成果

(1) 商法総則・商行為法の諸規定の現代化に向けた検討

上記の目的を達成するため、本研究では、商法総則・商行為法の諸規定につき、現行規定の問い直しや将来に向けた問題提起を行った。公表された研究成果は以下のとおりである。

- 得津晶「形式的意義の商法と商法の適用範囲」法学教室 499号 45頁（2022）
- 西内康人「商人・事業者・消費者——概念の相互関係」法学教室 500号 64頁（2022）
- 船津浩司「商業登記の現代的機能」法学教室 501号 88頁（2022）
- 青木大也＝清水真希子「商法12条の現代化に向けた一試論」法学教室 502号 78頁（2022）
- 津野田一馬「営業譲渡における競業避止義務」法学教室 503号 85頁（2022）
- 高橋美加「『商業使用人の代理権』規定は必要か」法学教室 505号 96頁（2022）
- 松尾健一「交互計算をめぐる立法上の課題」法学教室 506号 93頁（2022）
- 行岡睦彦「匿名組合の機能と現代化に向けた課題」法学教室 507号 75頁（2022）
- 松井秀征「商人取引の補助者に対する法的規律」法学教室 508号 78頁（2023）
- 高秀成「問屋法理の一般性と特異性」法学教室 509号 97頁（2023）
- 増田史子「比較法——ドイツ商法典、フランス商法典の現在」法学教室 510号 91頁（2023）

上記の研究成果に加えて、一部のテーマにつき、より深く掘り下げ、また異なる視点から検討する論稿を公表した。なお、商事売買・商行為総則は本研究にとって重要な検討対象であるが、上記の研究成果はこの部分をカバーできていない。そこで、本助成における共同研究者ではないが、この点について論じる適任者として、遠藤元一弁護士に検討を依頼した。

- 得津晶「商法典を置く意義——商法は本当に必要なのか？」民商 158 卷 1 号 2 頁 (2022)
- 清水真希子「商号の保護について——商法 12 条（会社法 8 条）の立法沿革と学説史を中心に」民商 158 卷 1 号 38 頁 (2022)
- 高橋美加「商業使用人の代理権——平成 2 年最高裁判決のその後」民商 158 卷 1 号 64 頁 (2022)
- 遠藤元一「商事売買規定および関連する幾つかの商行為総則規定」民商 158 卷 1 号 85 頁 (2022)
- 松尾健一「CCP を通じた集中決済の倒産手続における有効性」民商 158 卷 1 号 117 頁 (2022)

(2) 商業登記と企業の契約締結実務に関する質問票調査

商業登記や商業使用人に係る商事代理権についての規律の現代化を検討するにあたって、現代企業における実務を確認する必要がある。そこで、商業登記およびそれに基づく各種証明書制度の利用実態や、電子契約システムを含む企業の契約締結プロセスについて、質問票調査を行った。下記はその調査結果を報告する論稿である。

- 船津浩司「『商業登記と企業の契約締結実務に関する質問票調査』速報版集計結果の概要」商事法務 2295 号 17 頁 (2022)
- 船津浩司「『商業登記と企業の契約締結実務に関する質問票調査』の結果の分析(上)(下)」商事法務 2322 号 15 頁、2323 号 30 頁 (2023)

(3) 韓国商法との比較法

韓国商法の総則・商行為編は、日本商法と同様の規定が置かれる一方で、近年、一部で改正が行われている。そこで、ソウル大学の千景燠教授を招いてオンライン・セミナーを実施し、当該セミナーを基礎にした論稿を公表した。千教授は、商法だけではなく、各種規制法等、商法を取り巻く環境もあわせて把握することの重要性を述べる。

- 千景燠〔鄭燦玉・訳〕「韓国商法総則・商行為編の改正——日本法との比較と示唆」阪大法学 72 卷 6 号 72 頁 (2023)

(4) その他

本研究に関連する裁判例について、本研究の一部として判例評釈を公表した。

- 清水真希子「監査法人の社員の持分払戻請求と商事法定利率（東京地判令和 3.6.24）」令和 3 年度重判 96 頁（2022）

3. さいごに

本研究では、このほかにも、弁護士・司法書士・法情報学・中国法等、多くの専門家から関連する事項についての教示を受けた。今後、本研究の共同研究者がさらに研究を進め、結果を公表することも見込まれる。

最近、本研究の共同研究者ではない論者が、本研究に言及しつつ、商法総則・商行為法分野で新しい論稿を公表する例が見受けられる。近年の研究が乏しいことがこの分野が抱える問題の1つであるが、学界を刺激して研究を促進するという本研究の間接的な目的が実を結んでいることを喜ばしく思う。

■研究課題名

証券化による与信の連鎖が金融市場とマクロ経済に与える影響

研究代表者：

寺西勇生 (慶應義塾大学商学部・教授)

共同研究者：

Mei Dong (University of Melbourne, Department of Economics, Professor)

実施期間：2019年4月1日～2023年3月31日

【研究の概要】

本研究では、銀行・証券会社などの金融機関による証券化などによる「与信の連鎖 (Credit Chain)」を通じた信用創造が、金融市場やマクロ経済に与える影響を経済モデルとデータを用いて解明することを研究目的としている。与信の連鎖を通じた信用創造は金融仲介の中核機能であり、またこうした信用創造の動向がマクロ経済に大きな影響を及ぼすことは経済学の基本的な考えとして広く認められている。特に、近年の金融危機で新しい信用創造の手段となった、実物資産に結びついた証券化商品（例えば、RMBS、MBS など）が金融市場と実体経済をより緊密にリンクさせて深刻な金融危機を生み出しており、証券化による複数の金融機関を結ぶ長く複雑な与信の連鎖が以前に増してマクロ経済の動向にとって重要な要素となっている。

研究は、メルボルン大学の Mei Dong 教授との共同研究として、2019年4月～2023年3月までの4年間でを行った。研究は4つの研究段階、①経済モデル構築、②日米のミクロ・マクロデータによる経済モデルの推計、③シミュレーションを通じた事実の解明、④研究発表、論文執筆、で行われた。

①経済モデル構築では、メルボルン大学に滞在しながら、共同研究者で金融市場のサーチモデルを専門とする Dong 教授（メルボルン大学）と共同で作業を行うことができた。特に、現実の信用創造プロセスを明確に特徴づける、(1) 好景気の下では証券化商品などを通じた与信の連鎖の長さが伸びて取引に関する金融機関数が増えたり、与信の連鎖の額が増加して信用創造が増え、不景気ではそれが逆回転する、(2) サブプライムローンのように与信の連鎖の部分的な断絶が与信の連鎖全体を停止させてしまう、(3) 金融危機の下では市場動向に合わせて複数の金融機関が価格交渉を行うことで価格変動が大きくなる、(4) 金融危機後に観察されたように、断絶後に再度取引相手を見つけて与信の連鎖を再建するまでに時間が必要になる、といったメカニズムを経済モデルに数多く取り込むことができた。モデルを用いた定性的な考察では、ある1つの金融取引において発生したショックが、これに連なる金融取引にも影響を与えることを示した。また、ショックへの価格設定の反応の大きさは金融

取引を行う金融機関の間のバーゲニング力、契約相手の変更頻度、金融市場において取引相手を見つける弾力性や効率性に依存することを明らかにした。

②日米のミクロ・マクロデータによる経済モデルの推計と③シミュレーションを通じた事実の解明では、日本の事例について住宅金融支援機構の発行する貸付債権担保住宅金融支援機構債券（以下、金融支援機構 MBS）関連のデータを用いた分析を行った。推計では、ベイズ推計によってモデルを推計した。推計の結果として、日米の RMBS 市場における金融機関間の価格交渉力の強さの関係や、市場における取引相手を探索する上での摩擦の強さなどを定量的に評価することができるようになった。推計結果として、日本では調達サイドの金利よりも、金融支援機構 MBS の発行サイドの金利の方が動きが大きいことが確認された。また、米国についても MBS データを用いてモデルの推計を行い、日米の RMBS 市場の違いを分析することができた。また、シミュレーションを通じて、日本では住宅金融支援機構が RMBS を独占的に供給している一方で、米国では複数の金融機関が RMBS を供給しており、こうした違いが、モデルの推計結果や挙動に違を生み出すことを明らかにした。

④研究発表、論文執筆については、「Financial Chain and Price Variations（別添を参照）」に取り纏めている。基礎的な理論部分について世界的に著名な経済誌への投稿を行った。2022 年 11 月にはメルボルン大学に訪問してインナーセミナーで発表を行い、コメントを受ける機会を得た。また、2022 年 3 月に慶應大学産業研究所で開催された、Mini Workshop on Network and Search にて論文発表を行い、有用なコメントを得ることができた。

本研究では、財市場や金融市場についてのサーチモデルを専門とする Liang 教授（ハワイ大学）とも適宜議論を行いながら研究を鋭意進展させることができた。加えて、複数回メルボルン大学を訪問して Dong 教授、Edmond 教授、Preston 教授などからコメントを得たり、各教授と議論を行うことで研究の質を高めることができた。国内出張で各地の金融支援機構を訪問して職員の方と面談を行ったり、有識者からコメントを受けることで、日本の RMBS の構造や、その脆弱性がどこにあるのいかを明らかにし、より精緻な理論モデルを構築することができた。最後になるが、野村財団で研究に関わっていただいた関係者の方、研究の知見を深めるために面談やコメント依頼に応じていただいた方、データの収集などで研究を支えて頂いたりサーチアシスタントの方に、ここで感謝の意を表したい。