



GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS ADMINISTRATION
KOBE UNIVERSITY
ROKKO KOBE JAPAN

2009-14

不動産企業における効果的な有利子負債の活用
～新興不動産企業を対象にした実証分析～

田中 俊一朗

Current Management Issues



専門職学位論文

不動産企業における効果的な有利子負債の活用
～新興不動産企業を対象にした実証分析～

2009年8月20日

神戸大学大学院経営学研究科

忽那 憲治 研究室

現代経営学専攻

学籍番号 084B238B

氏名 田中 俊一朗

不動産企業における効果的な有利子負債の活用
～新興不動産企業を対象にした実証分析～

氏 名 田中 俊一朗

要 旨

本論文は、わが国の不動産企業において、企業の成長を持続させる効果的な有利子負債の活用について実証分析を行うものである。実証分析を行うにあたり、対象企業を新興不動産企業とした。新興不動産企業とは、1990年代初頭のバブル期前後に設立され1990年代後半から2000年代に上場を果たした不動産企業である。新興不動産企業を対象とした理由は2つある。第1は、2008年以降の不動産不況の影響で多くの新興不動産企業が倒産や法的整理に陥り、新興不動産企業の間で明確な成長の差がみられるようになったからである。第2は、新興不動産企業は、内部留保が大手不動産企業ほど積み上がっておらず、不動産投資を行うにあたり、ほとんどの場合有利子負債を調達する必要があるからである。そのため、有利子負債の活用において、新興不動産企業ではその優劣が明確に表れるといえる。

実証分析は、新興不動産企業67社における有利子負債の活用と、持続的成長との関係を5年間にわたるパネルデータを用いて分析を行い、効果的な有利子負債の活用について明らかにした。また、同時に負債の調達側である新興不動産企業と負債の供給側である銀行との関係をみることで、負債を通じた規律付けについても検証を行った。

得られた結果は次のとおりである。成長を持続する新興不動産企業と、法的整理及び継続の疑義が付与される状態に陥った新興不動産企業の両者において、有利子負債の増加は2008年までみられた。しかし有利子負債月商比の増減推移をみると、法的整理及び継続の疑義が付与される状態に陥った新興不動産企業は、成長を持続する新興不動産企業を相対的に上回る水準で増加していったことがわかった。また、両者の間に借入金利の差が5年間にわたりみられたが、法的整理及び継続の疑義が付与される状態に陥った新興不動産企業では、信用リスクに見合った十分な貸出金利の設定がなされていないことが確認された。一方、国内銀行の不動産業向け貸出は、銀行のおかれている環境（他行との競合激化、オーバーバンキング）の影響を受け、負債を通じた規律付けの機能は発揮されていないことも明らかとなった。

目 次

1. はじめに
2. 新興不動産企業について
 - 2.1.日本の不動産動向
 - 2.2.不動産業の特徴
 - 2.3.新興不動産企業の特徴
3. 先行研究のレビュー
 - 3.1.成長期の企業の特徴
 - 3.2.企業の倒産判別
 - 3.3.最適な資本構成
 - 3.4.負債を通じた規律付け
 - 3.5.貸出金利
 - 3.6.オーババンキング
- 4.実証分析
 - 4.1.新興不動産企業の一覧
 - 4.2.新興不動産企業の倒産要因
 - 4.2.1.有利子負債月商比の推移
 - 4.2.2.借入金利の推移
 - 4.2.3.ROA の推移
 - 4.2.4.自己資本比率の推移
 - 4.2.6.まとめ
 - 4.3.銀行の要因
 - 4.3.1.国内銀行の貸出状況
 - 4.3.2. 銀行の貸出運営
 - 4.3.3.まとめ
 - 4.4.新興不動産企業と銀行との関係
- 5.おわりに

1. はじめに

2008年のサブプライムローン問題以降、国内の不動産市況は再び悪化している。特に新興不動産企業と呼ばれる、1990年代初頭のバブル期前後に設立され、バブル崩壊後の1990年代後半から2000年代にかけて上場を果たした不動産企業は、2008年以降その多くが倒産や法的整理に陥っている。

そのような新興不動産企業において、同じように急成長しつつも2008年以降の不動産市況の悪化局面でも存続し、成長を持続させている新興不動産企業が存在する。本論文の目的は、成長期の新興不動産企業において、成長を持続させる効果的な有利子負債の活用について明らかにすることである。そのために、有利子負債の調達側の企業だけでなく、供給側の銀行にも着目し、2008年までの5期間の財務データ及び銀行動向をパネルでみる。

本論文における新興不動産企業とは、以下の3つの条件を満たした企業である。第1に、1979年以降に設立された不動産企業であること(2009年時点で創業30年以内)。第2に、賃貸業及び仲介業を除いた不動産企業であること。第3に、2007年12月から2008年12月の間で上場している企業であること。これら3つの条件に該当する不動産企業67社を新興不動産企業とした。さらに、抽出した新興不動産企業を、成長を持続させている企業と法的整理及び継続の疑義が付与される状態に陥った企業の2つに分けている。法的整理及び継続の疑義が付与される状態に陥った新興不動産企業には、実態面からみて倒産に近いということで、継続の疑義を付与された新興不動産企業と法的整理に陥った新興不動産企業を同じグループとした。論文中では、成長を持続させている新興不動産企業を存続企業、法的整理及び継続の疑義が付与される状態に陥った新興不動産企業を倒産企業と表記する。

本論文は以下のように構成されている。第2節で分析対象となる新興不動産企業及び彼らの属する不動産業界について俯瞰し、第3節で先行研究のレビューを行った。第4節では、負債の調達側である新興不動産企業及び負債の供給側である銀行の要因について実証研究を行い、第5節で、得られた結果より結論をまとめた。

2. 新興不動産企業について

2.1. 日本の不動産動向

新興不動産企業について説明を行う前に、まず日本の不動産業界についてバブル期以降の動向を概観する。日本の地価は、1990年代初頭のバブル期まで、ほぼ一貫して右肩上がり推移してきた。しかし、その後のバブル崩壊は、それまでの地価動向を反

転させた。

1992年から地価の下落が始まり、1977年を100とする基準地価指数は、1991年から2003年にかけて、全国住宅地で225から164へ、全国商業地で227から102へと下落した。東京圏では、住宅地で421から189へ、商業地で444から96へと大幅に下落した。日本の不動産業は、戦後から続いてきた地価上昇により、事業を拡大してきたが、資産効果経営の前提条件である継続的な地価上昇が終焉したことで、資産効果を織り込んだ経営は難しくなっていたといえる（橘川・粕谷 2007）。

【図表 1 を挿入】

そこで、バブル崩壊後、政府は不良債権処理のために不動産の流通性を高めることが必要であるとして、米国で行われていた不動産証券化の制度を順次導入していった。不動産業の基本的なビジネスモデルは、土地を取得した上で、土地造成・建物建設などを行って付加価値を高め、そこから事業収益を得るというものである。この不動産の有する収益性を担保にして有価証券を発行する仕組みが、不動産証券化である。不動産証券化によって、開発事業のリスクは投資家や土地所有者にも分担されることになり、その分だけ、開発事業者のリスク負担は軽減されるようになった。

不動産証券化の推進にとって大きな意味を持ったのは、2000年の「投資信託及び投資法人に関する法律」の一部改正である。この法改正によって、投資信託の運用先として、不動産が認められるようになった。これを受けて2001年には、不動産投資信託（日本版 REIT）が東京証券取引所に初めて上場された。不動産証券化を促進させたもう1つの制度は、1998年の「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」（SPC法）の施行である。SPCは①特定社債や優先出資証券を発行し、不動産購入資金を調達する、②不動産会社等の所有者から、不動産を購入する、③新たなオーナーとして不動産を賃貸・管理し、テナントからの賃料を受領する、④受領金を投資家に配分する、という手順で事業を展開する。SPCは不動産証券化の重要な担い手として機能していった。その結果、東京圏商業地では、2005年の92から2008年の110、東京圏住宅地でも、2005年の176から2008年の189へとバブル崩壊後、初めて上昇に転じた。

しかし、2008年以降、海外のサブプライムローン問題に端を発した外資系ファンドの撤退や、銀行による不動産融資に対する厳格化を受けて、地価は再び下落に転じてきている。

2.2.不動産業の特徴

日本における不動産業の位置づけは、「平成19年度法人企業統計年報」から推測すると、総資産規模は全産業の9.0%、売上高の2.3%、法人数の10.5%を占める重要な産業の1つとなっている。また、従業者1人当たりの付加価値額が1907万円（全産業698万円）と極めて高い業種である。

一方、不動産企業の規模をみると、資本金別では、資本金1億円未満は98.9%（全産業98.8%）、1億円以上～10億円未満は0.1%（全産業1.0%）、10億円以上は0.1%（全産業0.2%）となっている。保有資産では、資本金1億円未満は60.2%（全産業38.8%）、1億円以上～10億円未満は12.5%（全産業12.2%）、10億円以上は27.3%（全産業49.0%）となっている。売上高では、資本金1億円未満は55.2%（全産業45.4%）、1億円以上～10億円未満は16.2%（全産業15.2%）、10億円以上は28.7%（全産業39.4%）となっている。不動産業では、資本金1億円未満の中小企業数の割合が多く、資産規模及び売上高規模における資本金1億円未満の中小企業が占める割合も、全産業と比較して大きい。つまり、不動産業における中小企業の存在感は、他の業種と比較して高いといえる。また、他業種ほど中小企業が大企業よりも不利であるとはいえない業種であることもわかる。

2.3.新興不動産企業の特徴

新興不動産企業の成長の背景には、3つ要因が考えられる。1つ目の要因は法制度の整備である。1999年以降、不動産証券化制度等の規制緩和により、J-REITや不動産ファンドが急速に成長し、不動産市場が拡大していった。これらの規制緩和に伴い、不動産業において不動産投資運用助言、プロパティマネジメント、アセットマネジメント、デューデリジェンスなどの新たな業務が生まれ、新興不動産企業の参入や成長が促進された。

2つ目の要因は、2000年代半ばからの日本の緩やかな景気回復や、政策減税・低金利政策の長期化である。特にマンション事業では、低金利や政策減税により、1999年以降マンション購入需要が高水準で推移したことが、マンション事業を運営する新興不動産企業の成長を促した。マンション事業は用地取得のために先行投資が必要であるが、ブランド以外での差別化は難しいため、新規参入が比較的容易であった。また低金利政策は、新興不動産企業の事業拡大においても非常に好都合であった。

3つ目の要因は、日本の不動産市場に海外の投資マネーが流入したことである。海外の投資家は、不動産の証券化により日本の不動産市場への参入が容易になり、新た

な需要を生み出していった。新興不動産企業にとって、海外の投資家は新たな不動産の売却先として、重要な役割を果たしたといえる。

新興不動産企業の事業内容は、マンション分譲事業、戸建分譲事業、商業不動産開発業、不動産証券化事業及びその関連事業など多岐にわたる。これらの事業に共通する特徴は、仕入れた不動産に、付加価値をつけて売却することで利益を得ている点である。賃料収入などの安定した収益性に強みを持つ賃貸事業に比べて、地価下落局面で用地取得と販売時期が大きくずれると、損失が発生する場合もあり、マンション分譲事業や戸建分譲事業、商業不動産開発事業の事業リスクは高い。そのため、事業環境の変化で業績の振れは大きくなり、ビル賃貸を主力事業とする大手総合不動産企業に比べて、収益の安定性は総じて低いといえる。

また、新興不動産企業はこの 10 年ほどで急成長を遂げてきたため、利益の蓄積ができていないことが多い。そのため多額の資金が事前に必要となる用地取得では、どうしても銀行等から外部資金を調達せざるを得ない。しかも調達期間は、用地取得時から分譲・販売するまで 2 年から 3 年の長期にわたる。よって大半の新興不動産企業では、他業種と比較して有利子負債の水準は高くなる傾向があるといえる。

3. 先行研究のレビュー

新興不動産企業の成長を持続させる効果的な有利子負債の活用について、先行研究をレビューする。まず、倒産企業の倒産要因を分析するために、新興不動産企業及び倒産企業に関する先行研究を明らかにする。新興不動産企業の特徴を捉えるため、成長期の企業の特徴についてみていく。また、倒産要因を突き止めるため、複数の倒産予知モデルを確認する。さらに、倒産企業の資金調達行動を捉えるべく、最適な資本構成についてレビューを行う。次に、負債の供給側である銀行に関しては、倒産企業に対し貸出を抑制していたのかどうかを明らかにするため、負債を通じた規律付け、貸出金利、オーバーバンキングについてレビューを行う。

3.1. 成長期の企業の特徴

成長期の企業を定義したものとして、スミス・スミス (2004)による企業の成長ステージの分類がある。スミス・スミス (2004)は企業の成長ステージを、開発ステージ、スタートアップ・ステージ、成長初期ステージ、急成長ステージ、投資回収ステージの 5 つに分類している。開発ステージでは、企業に売上は発生せず、純損益は赤字、キャッシュフローは負である。スタートアップ・ステージは、ベンチャー企業が、製

造に必要な設備装置や従業員を確保した時点から始まる。成長初期ステージは、売上高は増加するが、純損益及び投資家に帰属するキャッシュフローは負である。急成長ステージでは、売上高の伸びが加速し、急成長によって企業が大きな資金需要に迫られる。これは、急成長により運転資本や固定資産の増強が必要となるからである。そのため、急成長ステージでは、企業の純損益は正となるが、キャッシュフローは負となる。急成長ステージは、企業が多くの外部資金調達を行う最後のステージであるともいえる。投資回収ステージでは、ベンチャー企業の成長率は低下し、投資家に帰属するキャッシュフローが正の値を示すようになる。よってスミス・スミス (2004)による企業成長のステージの分類から、成長期の企業の特徴は、売上高の急激な伸びと、キャッシュフローが負になることといえる。

3.2. 企業の倒産判別

企業の倒産（法的整理、私的整理）は、企業を取巻く多くの利害関係者にとって重要な関心事である。そのため欧米では、どのような企業が失敗するのかについての様々な研究が行われてきた。それらの基本的な手法は、倒産企業と存続企業についてのデータを収集し統計的に差をみるというものであった。こうした手法の研究の歴史は長く、1950年代から小規模サンプルを用いた倒産企業の属性、企業属性等の分析が行われてきた。倒産予知に関する研究では、まず、倒産企業の倒産直前期の公表財務諸表から得られた財務指標と、存続企業の同様の財務指標とを比較することにより、倒産判別に有用な財務指標を抽出する。次に、抽出された財務指標をもとに、倒産を予知するモデルを構築するという手順が踏まれる。構築するモデルは、多変量判別関数モデルやロジットモデルを使用して開発する研究が主体であった。このような統計処理を用いたモデルの代表に、Altman (1968)の多変量判別関数モデル¹がある。また、多変量条件付モデルの代表では、Ohlson (1980)の研究がある。Ohlson (1980)は、ロジットモデルに基づき、1970年から1976年の間に米国において倒産した製造業105社、および非倒産企業2,058社をサンプルとして抽出し、倒産予測の実証分析を行っている。

1980年代後半までは、統計処理による判別モデルが主であったが、1990年代以降

¹ Altman は伝統的な財務指標だけを見ても倒産予測は困難と考え、複数の指標を組合せたモデルにより、より精度の高い倒産予測ができると考えた。そこで考え出された倒産予測モデルが、 $Z = 0.012X_1 + 0.014X_2 + 0.033X_3 + 0.006X_4 + 0.999X_5$ (X_1 = 運転資本/総資産(%), X_2 = 留保利益/総資産, X_3 = 利子・税込利益/総資産, X_4 = エクイティの市場価値/総負債, X_5 = 売上高/総資産) である。このZの値が2.675以下であれば2年以内に倒産する確率は96%であると述べている。

人工知能系の手法の1つである、ニューラルネットワークを利用したモデルが主流となった。このような分析手法を用いて、わが国の倒産予知モデルを開発した研究に白田 (2003)がある。白田 (2003)は、1992年から2000年までの大企業及び中堅企業における倒産企業、存続企業の財務データを使用した。白田 (2003)の倒産予知モデルでは、倒産判別力の高い財務指標として、総資本留保利益率²、総資本税引前当期利益率³、棚卸資産回転期間⁴、売上高金利負担率⁵の4つを採用した。これらの財務指標は、それぞれ企業経営者のリスク意識（自己金融能力：総資本留保利益率）、経営能力（資本効率性：総資本税引前当期利益率）、マーケティング能力（在庫調整能力：棚卸資産回転期間）、そして当該企業に対する外部評価（企業信用力：売上高金利負担率）の要素を含んでいるとしている。これらの財務指標を用いて、単に倒産判別を行うだけでなく、企業経営、特に経営者の経営能力という企業の定性的側面も分析することが可能だと結論付けている。

3.3.最適な資本構成

企業の資金調達行動は、負債と株主資本の構成比率である資本構成の選択として捉えられ、資本構成理論に基づき議論されてきた。資本構成理論の基礎となったのは、Modigliani and Miller (1958)のMM命題である。MM命題は、完全な資本市場において、企業の市場価値と資本構成とが完全に独立であることを証明するものであり、企業の資金調達行動は投資や市場価値に影響を与えず、最適資本構成は存在しないことを意味している。

トレードオフ理論は、MM命題の想定する完全な資本市場に、税制と財務リスクの要素を導入したものであり、企業は負債調達に伴う節税効果の便益と財務危機の費用のトレードオフによって、目標となる負債比率を決定する。つまり、トレードオフ理論に基づけば、企業価値最大化を図る企業は、負債調達による限界的な便益と費用とが一致する最適資本構成を目標として資金調達を行うことになる。その結果、企業の負債比率は最適負債比率へと収束していくと考えられる。

ペッキングオーダー理論は、MM命題の想定する完全な資本市場に情報の非対称性を導入したものであり、投資家は企業の既存の資産と新規の投資機会の真の価値を知

² 総資本留保利益率 = (期首・期末平均留保利益 / 期首・期末平均総資本) × 100。なお、留保利益 = 資本の部 - (資本金 + 資本準備金) である。

³ 総資本税引前当期利益率 = (税引前当期利益 / 期首・期末平均負債・資本合計) × 100。

⁴ 棚卸資産回転期間 = 期首・期末平均棚卸資産 × 12 / 売上高。

⁵ 売上高金利負担率 = 支払利息 / 売上高 × 100。

らず、新規投資のために発行された株式の価値を正確には評価できないと想定する。この場合、最終的に株式発行を行うのは株価が過大評価されている企業のみとなり、この逆選択の問題を正確に認識している投資家は、株式発行を常に悪いニュースとして捉え、株式発行に伴い株価は下落する。負債発行もまた逆選択の問題を含み、別の経路を通じて株価を下落させるが、その効果は株式発行に比べると軽微なものである。最終的に、企業は新規投資に際して、まず情報の非対称性の問題が存在しない内部資金による資金調達を行い、次に情報の非対称性の問題が軽微な負債による資金調達を行う。そして、それでもなお資金不足が存在する場合、あるいは財務危機の費用が極めて高い場合のみに、最後の手段として株式による資金調達を行う。つまり、ペッキングオーダー理論においては、企業は内部資金、負債の順に資金調達を行い、通常の下況下では株式による調達は行われぬ。また、ペッキングオーダー理論においては、最適資本構成は存在せず、トレードオフ理論が想定する節税効果の便益や財務危機の費用は2次的な意味しかもたない。企業の資金調達は、最適資本構成への調整として生じるのではなく、新規投資と内部資金とのギャップである資金不足を補うために生じるにすぎない。

MM 命題では、完全な資本市場において、企業の市場価値と資本構成とが完全に独立であるといわれている。また、トレードオフ理論では、法人税を考慮した場合（有利子負債の調達レート以上の利益を獲得できる限り）、負債による資本調達を行った方が、節税効果分、企業価値が高くなるといわれている。しかし、実際の企業では、有利子負債依存度が高まれば高まるほど、倒産リスクが高まることになり、この倒産リスクが一定限度を超えると、逆に有利子負債比率の上昇が企業価値の低下を招く局面を迎えてしまう。またペッキングオーダー理論では、企業は内部資金、負債の順に資金調達を行い、通常の下況下では株式による調達は行われぬとされる。しかし、ペッキングオーダー理論では、企業の資本構成が徐々に目標となる資本構成へと収束していく事実を説明できていない。

現実には、最適な資本構成に一般的な公式は存在せず、各企業の業態やリスクによって変化すると考えられる。最適な資本構成に少なくとも共通するのは、同業他社より負債比率が低めであることと、相当額の資金をすぐに調達できる余裕があることといえ、企業が考える居心地のよい負債水準こそが、最適な資本構成であるといわれている（砂川・川北・杉浦 2008）。

3.4.負債を通じた規律付け

負債による資金調達、企業のガバナンスに与える影響として、正と負の両方があると考えられる。正の影響としては、負債による資金調達で、調達企業の大きなステークホルダーとなる銀行の発言力が強まり、企業経営に規律がもたらされるというものである。負の影響としては、負債による資金調達が多いため、事業が失敗した際に借り手自身が失う資金（自己資本）が少ないため、借り手のリスク選好が高まり、無理な事業拡張等を招きやすいというものである。この正の影響を「負債を通じた規律付け」（小佐野 2001）と呼んでいる。

Jensen (1986)は、企業における株主と経営者の利害対立に着目し、負債を通じた規律付けについて明らかにした。株主と経営者の利害対立の問題は、当該企業がフリーキャッシュフローを多額に発生させればさせるほど深刻になる。これは、フリーキャッシュフローが存在すると、資本コストを下回る低い収益しか生み出さない投資プロジェクトに資金が投資されたり、経営者個人の効用を高めるような投資に使われたりするなど非効率が生じるためである。このような問題を緩和するために、株式の代わりに負債を発行させたり、自社株買いのために負債を発行させたりするのが有効であると論じている。経営者にとって配当のカットは比較的容易であるのに対して、負債の元利返済は契約によって規定されており、約定の返済が滞ると裁判所で破綻手続きをとらなくてはならない恐れがある。このような負債の性質が、経営者に対して効率的な経営に対する誘因を高めている。また、将来にわたって負債の元利払いを継続することで、資金使途に関する経営者の自由裁量の余地を減らすことが可能になるというものである。しかし、このような負債の調達が及ぼすメカニズムは、投資機会が多い成長企業で、フリーキャッシュフローが発生していないような企業に対しては、必ずしも有効とはいえない。なぜならば、そのような企業は金融市場で常時資金調達を強いられており、その過程でさまざまな主体からモニタリングを受けているからである。負債の規律付けの有効性が期待できるのは、キャッシュフローを多く生み出しているものの、投資機会が乏しい成熟企業に限られるといえる。

日本の銀行において、負債の規律付けが有効に機能していたかどうかについては、メインバンク制度におけるモニタリング機能の中で議論されてきた。Aoki and Patrick (1994)では、日本の企業は銀行を中核とする金融システムのもと、企業と銀行との間で金融系列やメインバンク関係が構築され、メインバンクのモニタリング機能により、企業経営が規律付けられてきたとされている。一方で、堀内・花崎 (2000, 2004)は、このようなメインバンクによるモニタリング機能について疑問を呈し、そ

もそも日本の銀行は有効にモニタリング機能を果たしていたわけではないとしている。高度成長期の日本の銀行にとって、重要な顧客の多くが製造業に属する大企業であった。それらの企業の経営は、銀行によるモニタリングが必ずしも有効でなくても、厳しい市場競争圧力やグローバルな競争から有効な規律を与えられていた。しかし、高度成長期が終焉し、製造業の設備投資の低迷や財務体質の改善により、借入金需要が減少した。そこで、銀行の貸出先として重要性が高まってきたのが、建設業、不動産業、サービス業、金融業などの非製造業である。これらの業種は、伝統的な製造業の大企業と比較すると、海外からの競争圧力から遮断されてきた。そのため、市場競争圧力による規律付けは難しく、銀行のモニタリング機能を必要としていた。しかし銀行は通説の主張とは裏腹に、有効なモニタリング機能を発揮する能力を持ち合わせておらず、その結果として非製造業を中心に、深刻な不良債権問題が発生したと指摘している。

銀行と企業の間関係に着目し、負債を通じた規律付けの効果について述べているのが、池尾 (2006)である。1980 年代以降マクロ的な貯蓄投資バランスが緩和し、貸出市場において借り手である企業の力が強くなり、銀行と企業との間関係が逆転した。その結果、負債を通じた規律付けが有効に作用しなくなり、バブル期の企業向け貸出の増加を招いた可能性が高いとしている。

このように日本の銀行が、負債を通じた規律付けを貸出先企業に有効に機能させてきたかどうかについては、これまでの実証研究でも見解が分かれており、現在のところ明確なコンセンサスはないといえる (小野 2008)。

3.5. 貸出金利

日本の銀行の貸出スプレッドは、しばしば極めて低いといわれている。たとえば、Smith (2003)は、1980 年から 2001 年までのシンジケートローンに関するデータを用いて、日本の銀行の平均貸出スプレッドがドイツ、アメリカ、イギリスの銀行のそれを下回ることを明らかにしている。さらに、外銀が日本企業に貸す場合よりも、日本の銀行が貸し出す場合の方が (リスク修正後の) 貸出スプレッドが低く、与信条件の差が小さいことも明らかにした。また、Jerram (2004)は、2002 年以降日本の景気が好転したにもかかわらず、銀行総貸出における短期金利 (期間 1 年以内) は依然低下を続けていることを指摘している。たとえば新規短期貸出の平均金利は、2003 年 4 月には 1.664%であったが、2004 年 4 月には 1.534%に下がっている。さらに 2005 年 2 月には、平均金利は 1.255%まで低下している。

また、日本の中小企業を対象に貸出金利について実証研究を行ったものに、植杉 (2005)、Sakai, Uesugi, and Watanabe (2005)がある。植杉 (2005)は、日本の中小企業の貸出金利は、倒産確率の低い企業では、倒産リスクを考慮した採算金利を上回っているが、倒産確率の高い企業では、倒産リスクに見合った金利を得られていないと指摘している。Sakai, Uesugi, and Watanabe (2005)は、中小企業における淘汰のプロセスについて分析を行う中で、翌年に倒産する企業と存続する企業が支払っている金利を比較すると、倒産企業の支払金利がどの時点でも統計的に有意に高くなることを明らかにしている。

これらの先行研究から、日本の銀行の貸出金利は総じて低いものの、倒産リスクの高い企業に対しては、倒産リスクの低い企業よりも高い貸出金利を設定しているといえる。一方で、倒産リスクの高い企業に対する貸出金利の水準は、倒産リスクを十分に織り込んだ採算金利にはなっておらず、貸出金利の設定が不十分であることも指摘している。

3.6. オーバーバンキング

日本の銀行の収益性は、20年以上も他国より低い状態が続いている。これは、日本が他国と比較して間接金融の規模がはるかに大きく、貸出スプレッドが押し下げられていることの表れだともいえる (星・カシャップ 2005)。

Fukao (2003)によると、1992年4月から2002年3月の間に銀行が計上した貸倒れ損失の累積は、91兆5,000億円にのぼった。これは、2002年のGDPの18%に相当する。このような巨額で長期的な貸倒れ損失は、1990年代の資産価格急落のみを原因として説明することはできない。Bank of Japan (2002)では、貸倒れ損失は1986年から1990年の銀行貸出増加額の実に80%にのぼるとし、損失の原因を1980年代の融資判断のミスだけに限定はできないとしている。それよりも、銀行が抱えるそれ以外の問題が深刻だったことを示唆しており、そのひとつがオーバーバンキングであるとしている。

日本の銀行部門の規模の大きさは、1960年から1970年代の遺物である。この時代、企業の資金調達手段は種々の規制によって制約されていた (Hoshi and Kashyap 1999, 2001)。家計の貯蓄手段も様々な規制の制約下にあったものの、その後貯蓄手段の制約は次第に緩和され、2001年までには完全に自由化された。しかし、家計の資産構成はいまだに銀行預金中心になっている。1980年代以降の規制緩和によって資金調達の選択肢が広がるにつれ、多くの優良企業が銀行借入依存度を減らした。しか

し預金の規模が縮小しないため、銀行は預金の運用先の確保に苦勞するようになっていった。Hoshi and Kashyap (1999)は、日本企業の銀行依存度が（同産業、同規模の）アメリカ企業並みに低下するなら、1999年時点の日本の銀行資産は25～50%も縮小するだろうと試算している。さらに、この試算が行われてから5年後の2004年に、星・カシヤップ（2005）は再度調査を行い、銀行貸出総額は10%程度しか減少しておらず、オーバーバンキングは解消されていないとしている。

先行研究のレビューを通じて、実証分析を行うにあたりいくつかの重要な点が明らかとなった。企業の倒産は、理論により異なるものの、複数の財務指標の組合せを用いて判別は可能であることがわかった。また、企業の最適な資本構成には、一般的な公式は存在せず、各企業の業態やリスクによって変化しているといえる。一方、銀行については、負債を通じた規律付けを貸出先企業に有効に機能させてきたかどうかについて、明確なコンセンサスは確立されていない。さらに、貸出金利の設定は倒産リスクに応じてある程度なされているが、倒産リスクの高い企業においては、採算を十分に反映した水準ではなく、その要因がオーバーバンキングにあるとされている。よって実証分析では、これらのレビューに基づき、新興不動産企業の特徴と銀行の状況について分析を行い、成長を持続させるための効果的な有利子負債の活用について明らかにしていく。

4.実証分析

実証分析は、まず有利子負債の調達側である新興不動産企業について、2004年から2008年までの5期間の財務データを用い、倒産に陥った要因を有利子負債の調達という観点を織り込みながら分析を行う。財務データは、新興不動産企業の2004年から2008年までの5期間分を日経AMUSASから抽出し使用する。新興不動産企業を存続企業と倒産企業の2つのグループに分類し、それぞれの財務指標を比較することで、倒産に陥った要因を明らかにする。

次に、明らかになった新興不動産企業の倒産要因をもとに、有利子負債の供給側である銀行の置かれていた状況について明らかにしていく。銀行に関する全般的な動向は、日本銀行が作成している統計公表データを使用し分析を行う。

4.1.新興不動産企業の一覧

実証分析の対象となる新興不動産企業67社を、存続企業、倒産企業に分けて、それぞれ図表2と図表3に表記した。

【図表 2、3 を挿入】

図表 2 と図表 3 には、それぞれ新興不動産企業名、5 期間の売上高倍率平均、5 期間のフリーキャッシュフロー平均、5 期間の営業利益率平均を記載している。5 期間とは 2004 年から 2008 年までを指している。また、5 期間の売上高倍率平均とは、2004 年度の売上高を 1 として、2008 年までの各期の売上高の倍率を平均したものである。それぞれの指標をみると、存続企業、倒産企業に拘らず、ほとんどの企業で、売上高は増加し、フリーキャッシュフローはマイナスとなり、営業利益は黒字を維持していることがわかる。これは、スミス・スミス (2004) の企業成長ステージの分類における急成長ステージの要素に合致しており、新興不動産企業がこの 5 期間を通して、急成長ステージにあったと考えられる。

4.2. 新興不動産企業の倒産要因

倒産要因を分析するため、有利子負債、収益性、安全性という 3 つの観点から財務指標を選定した。

まず、有利子負債に関する財務指標として、有利子負債月商比と借入金利を選定した。有利子負債月商比とは、各期における有利子負債残高とその前期の有利子負債残高の平均を算出し、その期の月商（年商の 12 分の 1）で除したものである。有利子負債残高が月商の何ヶ月分存在するのかわかり示しており、各企業の有利子負債を相対的に比較できる指標といえる。一方、借入金利は各期の支払利息と割引料を、その期の有利子負債残高と前期の残高の平均で除したものである。企業の有利子負債調達のコストを表している。

次に、収益性に関する指標として、ROA を選定した。ROA は（営業利益＋受取利息・配当金）／2 期平均総資産で算出され、保有する資産をどれだけ有効活用しているのかわかり示す指標である。新興不動産企業の多くが、大量の不動産を棚卸資産及び固定資産として所有し、その売却等により収益を上げる事業を営んでいる。そのため、単なる営業利益率や、株主の持分に対してどれだけのリターンを生み出しているのかわかり示す指標である ROE よりも、より新興不動産企業の利益率を表す指標として適しているといえる。

最後に、安全性に関する指標として、自己資本比率を選定した。自己資本比率とは、自己資本が総資産に占める割合を示した指標であり、自己資本／総資産で算出される。一般的にこの比率が高いほど、資本構成が安定しており経営の安全度が高いことを示している。

以上の4つの財務指標について、存続企業と倒産企業の平均値及び中央値の推移を2004年から2008年の5期間について示し、そのパネルデータをもとに実証分析を行う。

4.2.1.有利子負債月商比の推移

内部留保の少ない新興不動産企業では、有利子負債は事業展開する上で不可欠な要素となる。有利子負債は、ほとんどが不動産投資に使用され、有利子負債の増減で彼らの事業方針が把握できるともいえる。以下、有利子負債月商比について、存続企業及び倒産企業の平均値と中央値の推移を図表4に表した。また、基本統計量については図表5に示している。

【図表4、5を挿入】

まず全体からみると、存続企業及び倒産企業とも、5期間を通じて有利子負債月商比は増加を示している。これは不動産市況の好況により、どの新興不動産企業も不動産投資を積極化していたことの表れといえる。図表1より、新興不動産企業が主として事業展開していた東京圏では、商業地が2004年に91.8（1977年を100とする）であったのが、2008年には109.5へと上昇している。同様に住宅地でも、2004年に180.6であったのが、2008年には189.0へと上昇している。このような東京圏の不動産市況の好況が、新興不動産企業の有利子負債調達を促進させたといえる。

次に、存続企業と倒産企業では、2004年から2007年まではあまり大きな差はない。2008年に倒産企業は大きく有利子負債月商比を増加させたのに対し、存続企業は微増に留まっている。基本統計量をもみても、2008年は倒産企業が統計的に有意に上回っているが、2007年までの4期間は統計的に有意な差はみられない。これは、倒産企業が2008年以降も不動産市況が引続き好況であると判断し、不動産投資をそれまでのペース以上に増加させていたことの表れといえる。一方で、存続企業は、それまでの不動産投資の増加ペースを維持し、微増に留めたと考えられる。これらの結果を踏まえると、倒産の要因として、急激な有利子負債月商比の増加をあげることができる。

4.2.2.借入金利の推移

存続企業及び倒産企業の平均値と中央値の推移を図表6に表した。基本統計量については図表7に示している。また、銀行貸出のベース金利となる短期プライムレートの推移も図表6に記載し、銀行貸出のスプレッド幅についても把握できるようにしている。なお、借入金利の水準が、利息制限法上行政処分の対象となる15%を超えるよ

うな借入金利については、異常値として分析からは除いた。これらの異常値は、財務データでは有利子負債の残高が期初と期末しかわからず、同じ期中で調達し返済された短期調達の借入に対する支払利息が加わり、本来の借入金利よりも高く算出されたと考えられる。

【図表 6、7 を挿入】

まず全体からみると、借入金利の推移は 2004 年から 2005 年に若干上昇し、2005 年から 2006 年にかけて急激に低下、2006 年から 2008 年にかけては上昇に転じている。一方、短期プライムレートを差し引いた銀行貸出スプレッドは、2004 年から 2005 年にかけて若干上昇し、2005 年から 2006 年にかけて急激に低下、2006 年から 2007 年にかけても引続き低下し、2007 年から 2008 年にかけて上昇に転じている。借入金利の推移だけみると 2007 年から上昇に転じているが、銀行貸出スプレッドでみると 2008 年によりやく上昇に転じている。銀行は貸出の際、企業の信用リスクに応じたスプレッドをベース金利に乗せる。そのため、銀行貸出スプレッドをみることで、銀行の企業に対する信用リスクを把握することができる。つまり銀行は、新興不動産企業に対する信用リスクを、2007 年まで年々低下させ、2008 年に大きく上昇に切り替えたといえる。特に、2005 年から 2006 年にかけては、信用リスクを急激に低下させたといえる。

次に、存続企業と倒産企業を比較すると、両者の金利推移はほぼ同じ動きをしている。しかし金利水準は、倒産企業が存続企業を 5 期間とも上回っていることがわかる。ただ、その金利差については、大きいところでも 1%にも満たず、基本統計量をみると必ずしも統計的に有意ではない。唯一、2008 年のみ倒産企業が存続企業の金利を統計的に有意に上回っている。この結果は、日本の銀行の貸出金利は、倒産リスクの高い企業に対しては、倒産リスクの低い企業よりも高い貸出金利を設定しているものの、倒産リスクの高い企業に対する貸出金利の水準は、倒産リスクを十分に織り込んだ採算金利にはなっていないという先行研究の指摘とほぼ同様のものとなった。

4.2.3.ROA の推移

存続企業及び倒産企業の平均値と中央値の推移を図表 8 に表した。また、基本統計量については図表 9 に示している。

【図表 8、9 を挿入】

まず全体からみると、ROA は 2007 年までほぼ一定の水準で推移していたが、2008 年に急激に悪化していることがわかる。このことは、2007 年後半以降のサブプライム

ローン問題の影響による不動産市況の急激な悪化によるものと考えられる。

次に、存続企業と倒産企業を比較すると、2007年までは両者ともあまり差はみられず、倒産企業の数値が存続企業を上回った時期もある。基本統計量をみると、2008年だけ存続企業が統計的に有意に倒産企業を上回っている。つまり倒産企業のROAは、倒産2期前まで存続企業とあまり変わらない水準で推移し、倒産直前期に急激に悪化してきたといえる。また、存続企業の5期間の推移幅と倒産企業の5期間の推移幅を比較すると、倒産企業の方が非常に大きいこともわかる。これは、倒産企業が、2007年から2008年にかけて、不動産投資のための有利子負債を大幅に増加させ、総資産が膨らんだことが一因となっている。また、不動産市況の悪化で営業利益自体の落ち込みも、倒産企業の方が大きかったことがよりROAの悪化を招いたといえる。これらの結果から、収益性を表す指標としてのROAの急激な低下が、倒産の要因としてあげることができる。

4.2.4.自己資本比率の推移

存続企業及び倒産企業の平均値と中央値の推移を図表10に表した。また、基本統計量については図表11に示している。

【図表10、11を挿入】

存続企業と倒産企業を比較すると、2004年から2008年まで5期間を通じて、存続企業が倒産企業を上回っていることがわかる。基本統計量をみても、2006年以降は統計的に有意に上回っている。また、存続企業の自己資本比率は5期間を通じて上昇しているが、倒産企業の自己資本比率は2006年以降低下傾向にあることもわかる。存続企業は、不動産市況が悪化する2008年になっても、自己資本比率を向上させている。これは存続企業が財務戦略において、好不況関係なく、常に自己資本比率の向上を意識していることの表れといえる。自己資本比率の向上のためには、1つは内部留保の積上げや増資を行うこと、もう1つは、仕入債務や有利子負債などの負債の増加を抑制することがあげられる。存続企業でも、5期間を通じて有利子負債月商比は微増し続けていたので、自己資本比率を向上させるためには、有利子負債の増加以上に内部留保の積上げが行われていたと考えられる。これらの結果を踏まえると、安全性を表す指標としての自己資本比率の低さ及びその減少が、倒産の要因としてあげることができる。

4.2.6.まとめ

2004年から2008年の5期間のパネルデータを使用して、倒産要因の分析を行った。その結果、新興不動産企業の存続にとって、有利子負債月商比及び借入金利は負の影響を与え、ROA及び自己資本比率は正の影響を与えていることがわかった。このことは、企業の存続のための要因として当然の結果であるともいえる。特にROAや自己資本比率は、倒産直前期になれば統計的に有意にその差が現れ、その低下が倒産要因として明らかになった。

有利子負債月商比については、倒産企業において直前まで有利子負債月商比は急激に増加している。一方で、存続企業の有利子負債月商比は、倒産企業と比べて緩やかにしか上昇していない。売上高の伸び率に対し、できるだけ有利子負債の増加率を抑えていることがわかる。

倒産企業の借入金利についてみると、2008年は若干の上昇に留まっており、倒産企業の信用リスクを反映した水準とはいえない状況である。植杉(2005)が指摘したように、倒産企業と存続企業の借入金利は、ある程度の信用リスクを反映した結果となっはいるものの、倒産のリスクを織り込んだ金利水準とはいえないものとなっている。また、借入金利は、2005年から2006年に急激に低下したが、倒産直前期の2008年になっても2005年の水準には戻っておらず、5期間の推移でみると、借入金利の低下速度は上昇速度を大きく上回っていることもわかった。

ここまでの分析を通して、倒産要因にROAや自己資本比率の低さをあげることができる。しかし、有利子負債月商比及び借入金利の推移においては、倒産企業及び銀行が、なぜ倒産直前期まで低金利で借入及び貸出の増加を許容したのか疑問が残る。倒産企業は、低金利での借入が可能であるからこそ、倒産直前期まで有利子負債を増加させることができ、急激な不動産市況の悪化に耐えられなくなっていったといえる。では、なぜ借入金利を決定する立場にある銀行が、低金利での貸出を続けていたのであろうか。銀行が、倒産企業に対し倒産直前期まで低金利での供給を続けた理由を推測すると、倒産リスクを全く認識していなかったか、低金利で貸出を行わざるを得ない何らかの外部環境があったかの2つが考えられる。しかし、借入金利の水準は倒産企業が存続企業を上回って推移しており、銀行は倒産企業と存続企業の倒産リスクをある程度把握していたといえる。そこで、銀行が倒産企業に対して低金利で貸出を続けた原因を明らかにするため、銀行を取巻く外部環境に注目し、銀行のおかれていた状況について実証分析を行う。

4.3.銀行の要因

銀行が信用リスクの高い企業に対し、低金利で貸出を行う要因として、銀行間の競争が考えられる。これは、先行研究においても日本の銀行は、オーババンキングの状況にあり、貸出スプレッドが低いことが明らかにされていることである。また、筆者の実務上の経験からも、近年大企業のみならず、中堅中小企業においても銀行間の競争が厳しく、低金利での貸出は多くなっている。そこで国内銀行の競争状況について、日本銀行の統計資料をもとに分析を行う。まず、2004年から2008年の5期間の銀行貸出残高及び不動産業向け貸出推移を分析し、銀行の貸出における競争状況を定量的に把握する。さらに、銀行が貸出運営について答えた「主要銀行貸出動向アンケート調査」をもとに、銀行の貸出における競争状況を定性的に把握する。

4.3.1.国内銀行の貸出状況

図表 12 に、国内銀行の貸出残高について、2004年3月から2008年12月まで3ヶ月毎にその推移を示した。2005年には、貸出残高が380兆円近くまで低下するが、その後景気の回復を受け2008年の420兆円まで増加したことがわかる。一方、不動産業向け貸出残高推移については図表 13 に、全貸出に占める不動産業向け貸出の割合については図表 14 にそれらの推移を示した。

【図表 12、13、14 を挿入】

不動産業向け貸出残高の推移は、国内銀行総貸出残高の推移とほぼ同じ動きをしている。2005年までは低下傾向であるが、2006年以降急激に増加し、2007年以降は微増となっている。一方、不動産業向け貸出の割合をみると、2004年から2005年にかけてほぼ一定に推移し、2006年に急激に増加し、その後2008年後半の減少まで高い水準を維持している。さらに、2004年から2008年の国内銀行の総貸出残高の増加額約10兆円（2004年の貸出残高約390兆円、2008年の貸出残高約400兆円）のほとんどは、不動産業向け貸出残高の増加（2004年の貸出残高約50兆円、2008年の貸出残高約59兆円）によるものであることもわかる。

これらの定量的なデータより、他の業種向けの貸出が増えない状況で、銀行は不動産業向け貸出に傾注していったことがうかがえる。また、他の業種向け貸出が増えない状況で、不動産業向け貸出だけが増加したということは、不動産業に銀行の貸出が集中し、貸出競争の激化が2004年から2008年の5期間にわたり続いていたと推測できる。

4.3.2. 銀行の貸出運営

定量的なデータから不動産業向け貸出において、銀行間の競合が厳しいことがわかった。さらに、定性的にもそのようなことがいえるのかを確認するため、日本銀行が実施している主要銀行貸出動向アンケート⁶をもとに分析を行う。

まず、国内銀行の貸出運営において、主要国内銀行が積極化しているのか慎重化しているのかをみる貸出運営スタンスについて、2004年から2008年の推移を追う。貸出運営スタンスは、「貸出運営スタンス D.I.⁷」という指標を設定し、その指標に基づき、銀行の貸出スタンスを把握する。また、アンケートは企業規模別に答えられており、図表 15 もその分類通りに示している。図表 15 より、銀行は 2004 年から 2008 年半ばまで、一貫して貸出運営スタンスを積極化していたことがわかる。

【図表 15 を挿入】

主要銀行貸出動向アンケートでは、貸出運営スタンスを積極化させた要因についてもアンケートを行っている。その質問項目には、「自行の資産内容の好転」、「経済見通しの好転」、「特定業種・企業の業況（業績）好転」、「他行との競合激化」、「他業態との競合激化」、「直接市場調達との競合激化」、「ALM 上のリスク許容度の上昇」、「その他」、の 8 つがあがっている。要因の特定できる 7 つの項目について、それぞれ 2004 年 1 月から 2008 年 10 月までの 20 回の回答の判断スケール⁸より、企業規模⁹別に平均値と分散を算出した。その平均値と分散について F 検定を行い、図表 16 で企業規模別（大企業向け、中堅企業向け、中小企業向け）にそれぞれの結果を示した。平均値をみると大企業向け、中堅企業向け、中小企業向けのいずれにおいても、統計的に有意に「他行との競合激化」が、貸出を積極化させた最大の要因であるという結果が得られた。

【図表 16 を挿入】

また、各質問項目の判断スケールの推移を比較するため、それぞれ大企業向け、中

⁶ 主要銀行貸出アンケートの調査対象となる 50 行の貸出残高合計（日本銀行と取引のある国内銀行<ゆうちょ銀行を除く>・信用金庫）は、全貸出残高に対し 74%（2007 年度期中平残）のシェアを占めている。

⁷ 貸出運営スタンス D.I. =（「積極化」とした回答金融機関構成比 + 0.5 × 「やや積極化」とした回答金融機関構成比） - （「慎重化」とした回答金融機関構成比 + 0.5 × 「やや慎重化」とした回答金融機関構成比）

⁸ 質問項目に対する回答が、重要で 3 ポイント、やや重要で 2 ポイント、重要でないで 1 ポイントと判断する。

⁹ 「大企業」：資本金 10 億円以上、かつ常用従業員 300 人（「卸売業」、「サービス業」は 100 人、「小売業」、「飲食店」は 50 人）超の法人。「中小企業」：資本金 3 億円以下または常用従業員 300 人以下（卸売業は資本金 1 億円以下または常用従業員 100 人以下、小売業、飲食店、サービス業は資本金 5,000 万円以下または常用従業員 50 人以下<サービス業は 100 人以下>）の法人および個人企業。「中堅企業」：大企業、中小企業以外の法人。

堅企業向け、中小企業向けに分けて、各質問項目の判断スケールの推移を図表 17 に示した。図表 17 から、2004 年から 2008 年までの 5 期間を通じて、銀行は一貫して「他行との競合激化」を貸出積極化の最大の要因としてあげていることがわかる。これらの定性的なデータからも、2004 年から 2008 年の間、銀行は他行との競合が激しい状態にあったといえる。

【図表 17 を挿入】

4.3.3.まとめ

国内銀行の貸出残高は、1993 年度末から 1996 年度末にかけて 500 兆円を突破していた。その後は深刻な不良債権問題により銀行のリスク負担能力は低下し、貸出残高は減少傾向をたどっていった。そして、2004 年度末には、ついに 400 兆円を割り込む水準まで落ち込む。貸出残高がようやく増加に転じたのは、銀行の経営状態と実態経済がともに本格回復し始めた 2005 年度になってからである。それでも 2008 年に 420 兆円を回復した程度でしかない。そのような中で、不動産業向け貸出は、貸出残高及び貸出割合とも 2004 年以降増加していき、不動産業以外の貸出はほとんど増加しない中で、不動産業向け貸出に銀行が傾注していた状況がうかがえる。

一方で、銀行の貸出運営スタンスは、2004 年から 2008 年にかけて、ずっと積極化の姿勢であった。さらに、積極化を進める要因として、他行との競合が他の要因を統計的にも有意に上回っていた。国内銀行は 2004 年から 2008 年の間、一貫して他行と激しい競合状態におかれていたことが、定量的にも定性的にも確認できたといえる。

4.4.新興不動産企業と銀行との関係

新興不動産企業における倒産企業は、その直前まで有利子負債月商比が増加し続けていたこと、そしてその原因の 1 つに低水準で推移した借入金利があることが明らかになった。一方、貸出金利を決定する立場にある銀行は、他行との競合激化に伴い、倒産直前まで低金利での供給を続けていたといえる。

図表 6 と図表 13 とを比べると、不動産業向け貸出残高が 2005 年から 2006 年にかけて大幅に増加した際、借入金利及び貸出スプレッドは存続企業、倒産企業とも急激に低下している。また、その後も 2006 年から 2007 年にかけて、不動産業向け貸出が微増する中で、さらに貸出スプレッドが低下し、銀行が貸出を緩和している。2008 年になり、ようやく借入金利及び貸出スプレッドは上昇に転じたが、その水準は 2005 年と比較しても低い水準に留まったままである。企業の資金需要が増加し、銀行が貸

出を増加させていくと、いずれ資金供給が逼迫し始める。通常であれば、貸出金利は上昇していくはずである。しかし、そのような傾向はみられず、貸出の増加とともに、金利は逆に低下している。

このことから、オーババンキングの状態におかれている銀行は、不動産市況の好況による成長著しい新興不動産企業に対して、貸出金利を大きく低下させることで貸出の大幅増加を図っていたといえる。また、一度そのような方向に向かうと、新興不動産企業は有利子負債の調達に、低コストで安易な資金調達手段となってしまう、有利子負債に過度に依存した体質へと変わっていったといえる。さらに、不動産市況の悪化の懸念が出始めても、オーババンキングの状態におかれている銀行は、貸出残高の減少を恐れて、急激な貸出金利の引き上げができない状況に追い込まれていた。その後、不動産市況の悪化が顕在化してくると、銀行は貸出の抑制や回収等の極端な対応策を取り、有利子負債を大幅に増加させていた新興不動産の多くが倒産もしくは継続の疑義を付与される状態に陥ったといえる。

5. おわりに

本論文では、2008年以降に多発した新興不動産企業の倒産について、その要因を企業側と銀行側の双方から実証分析を行い、倒産要因が企業だけに起因するものではなく、銀行の行動にも倒産要因があることを考察した。存続企業及び倒産企業とも、有利子負債の増加は2008年までみられた。しかし、有利子負債月商比の増減推移をみると、倒産企業は存続企業を相対的に上回る水準で増加している。また、存続企業と倒産企業の借入金利水準は、倒産企業の方が上回っていた。ただし、倒産企業と存続企業間の金利差は、倒産リスクを考えると大きいとはいえ、破綻直前まで比較的lowコストで調達をしていたことがうかがえる。新興不動産企業に対し銀行は、リスクに応じた金利設定をある程度行っていたものの、倒産リスクを十分に反映したものとはいえ、リスクに応じた完全な金利設定がなされていたわけではなかった。これは、植杉(2005)、Sakai, Uesugi, and Watanabe (2005)が指摘した内容と同じ結果になっている。

また、借入金利の推移は、不動産業向け貸出が大幅に増加した2005年から2006年にかけて急激に低下した。本来、貸出の需給が逼迫しはじめると、貸出金利は上昇するはずであるが、そのような傾向はみられなかった。その後2007年後半から不動産市況が悪化しても、借入金利は2005年の水準まで戻していない。日本の銀行の不動産業向け貸出金利は、貸出の増加局面では急激に低下するものの、不動産市況の悪

化局面では上昇速度が緩慢であることが明らかになった。その要因として、日本の銀行の厳しい競合環境をあげることができる。日本の銀行は、国内向け貸出が大きく伸び悩む中で、他行との激しい競合に晒され、成長著しい新興不動産企業への貸出に傾注していったといえる。

本研究から得られた示唆は、以下の2点である。まず第1に、新興不動産企業の倒産要因として、売上高の増加を大幅に上回るペースでの有利子負債の増加をあげることができる。企業が急成長する過程では、有利子負債は低コストの効果的な資金調達手段となる。特に新規参入企業が多くなり競争が激化していく成長市場において、成長企業は勝ち抜くための事業戦略を展開する上で、有利子負債を活用した成長戦略をとる傾向が強い。一方で、そのような成長企業に対して、国内貸出市場が飽和し銀行間の競合が慢性化している環境においては、日本の銀行は積極的に貸出を増加させようとするインセンティブが働く。このような状況に陥ると、有利子負債の活用は企業側に委ねられてしまい、銀行による負債を通じた規律付けは働かなくなる。成長企業の営業キャッシュフローは通常マイナスになることが多く、成長のためにはどうしても有利子負債の調達や増資を用いてキャッシュフローを補う必要がある。銀行による負債を通じた規律付けが働かないため、成長企業は自社の売上高の増加率以下に有利子負債の増加率を抑えることを、財務規律として遵守する必要があるといえる。現に複数の存続企業では、不動産市況の高騰が明らかになりつつあった2007年あたりから、開発用地の取得を完全に停止しているところもあった。このように徹底した財務規律の遵守が、倒産と存続を分けたともいえる。ただ、このように不動産市況が高騰する時期に、開発用地の取得を停止して、事業展開を抑える戦略を採用するためには、それまでに十分な自己資本の積上げができていることが必須の条件となる。

第2に、オーバーバンキングにある日本の銀行は、信用リスクに見合った貸出金利の設定が十分にできておらず、結果的に倒産企業に対し過剰な貸出を行っていたことである。日本の銀行は、以前よりオーバーバンキングに伴う低い貸出金利について指摘されていたが、本論文でも同様の結果が得られた。企業の信用リスクを的確に反映した貸出金利運営を行うためには、根本的な解決策としては過剰な銀行数を減らすしかないが、現実的にはそのような対策は難しいといえる。また、2000年代初めに日本の銀行は貸出金利の改善に着手したが、ほとんどの銀行で企業の反発や競合他行による貸出の肩代わりを受け、貸出金利の引上げに失敗している。その後、2000年代半ばからの景気回復に伴い、銀行は貸出拡大に重点を置くようになったため、貸出金利の改善はひとまず重視されなくなり、逆に銀行間の競合が厳しいため貸出金利はより低

下していった。このように、日本の銀行において信用リスクに見合った貸出金利の設定を行うことは、現実には非常に難しい問題であることがわかる。この問題を解決するには、まず銀行が信用リスクに見合わない低金利で企業に貸出を行うことは、企業の成長に負の影響を与えていることを改めて認識する必要がある。さらに、貸出金利を信用コストに見合うよう改善することで、貸出金利が高くなる企業には、銀行が「負債の調達を抑制するよう検討すべきである」、とシグナルを発していると理解させる必要がある。より強制的な方法としては、期中に企業の信用格付に変化が生じた場合に、貸出金利も変化させることを謳った契約（コビナンツ）を、当初貸出時に締結する貸出手法を導入するなど考えられる。しかし、根本的にこの問題を解決するには、銀行だけでなく受入れる側の企業の同意を要する。2000年代初めの貸出金利の改善は短期間で行われ、企業の反発が強く失敗した。企業の同意を得るためには時間がかかるものである。そのため、貸出金利の果たす役割を企業に認識させるよう、銀行が時間をかけて継続的に啓蒙していくことが必要といえる。

最後に本論文における制約と課題を挙げる。本論文では、新興不動産企業の銀行別の取引残高については把握できていない。今回分析対象とした5期間の各新興不動産企業の銀行取引推移が明らかになれば、銀行間の競合度合いをより正確に把握できたであろう。筆者の実務経験では、貸出が競合する新興不動産企業では、取引銀行が短期間の間に入れ替わることは珍しくなく、その結果貸出金利のダンピングが行われていた。銀行取引推移が明らかになれば、オーババンキングがもたらす銀行の貸出行動及び企業の動向をより正確に捉えることができると考える。

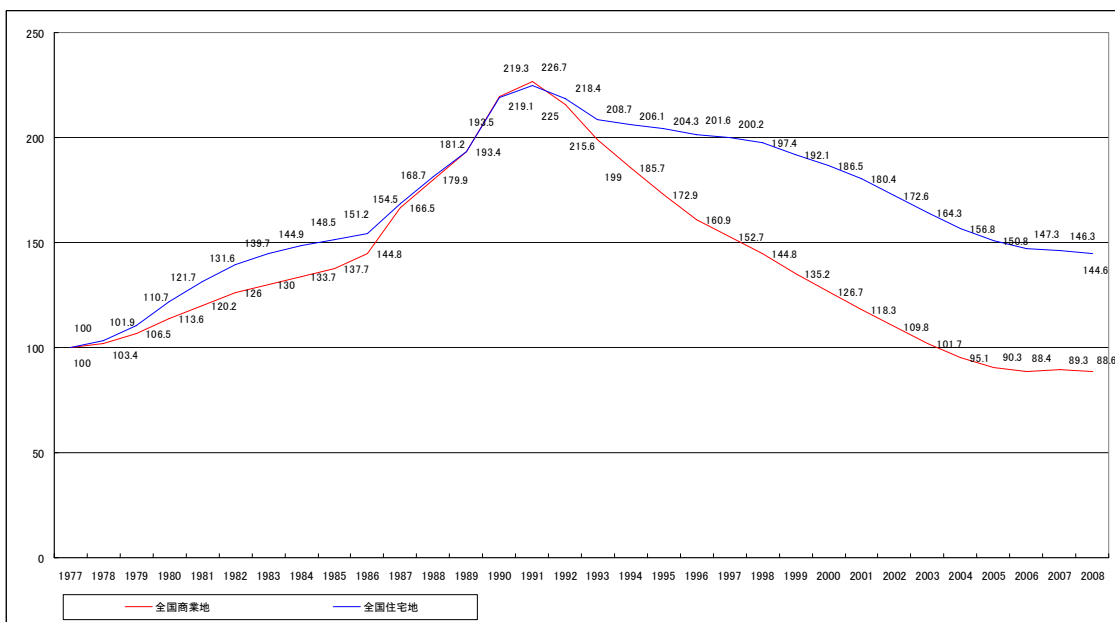
参考文献

- Aoki, M. and H. Patrick (eds.), (1994), "*The Japanese Main Bank System : Its Relevance for Developing and Transforming Economies*," Oxford University Press.
- Altman, E.I. (1968), "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy," *Journal of Finance*, 23, pp.589-609.
- Bank of Japan (2002), "Japan's Nonperforming Loan Problem," *Bank of Japan Quarterly Bulletin*, 10.
- Fukao, M. (2003), "Financial Sector Profitability and Double Gearing," in M. Blomstrom, B. J. Corbett, F. Hayashi, and A. Kashyap, (eds.), *Structural Impediments to Growth in Japan*, University of Chicago Press, pp.9-35.
- Hanazaki, M. and A. Horiuchi (2000), "Is Japan's Financial System Efficient?" *Oxford Review of Economic Policy*, 16, pp.61-73.
- Hanazaki, M. and A. Horiuchi (2004), "Can the Financial Restraint Theory Explain the Postwar Experience of Japan's Financial System?" in Joseph, P.H.F., M. Hanazaki and J. Teranishi (eds.), *Designing Financial Systems in East Asia and Japan*, pp.19-46.
- Hoshi, T. and A. Kashyap (1999), "The Japanese Banking Crisis : Where Did It Come From and How Will It End?" in B. Bernanke and J. Rotemberg (eds.), *NBER Macroeconomics Annual 1999*, pp.127-201.
- Hoshi, T. and A. Kashyap (2001), "*Corporate Financing and Governance in Japan : The Road to the Future*," MIT Press.
- Jensen, M.C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *The American Economic Review*, 76, pp.323-329.
- Jensen, M.C. (1989), "Eclipse of the Public Corporation," *Harvard Business Review*, Sept.-Oct., pp.61-74.
- Jerram, R. (2004), "Banks Still not Reinflating," *ING Financing Markets*, June 2.
- Kashyap, A., R. Rajan, and J. C. Stein (2002), "Banks as Liquidity Providers : An Explanation for the Coexistence of Lending and Deposit-Taking," *Journal of Finance*, 57, pp.33-37.
- Modigliani, F. and M. H. Miller (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance

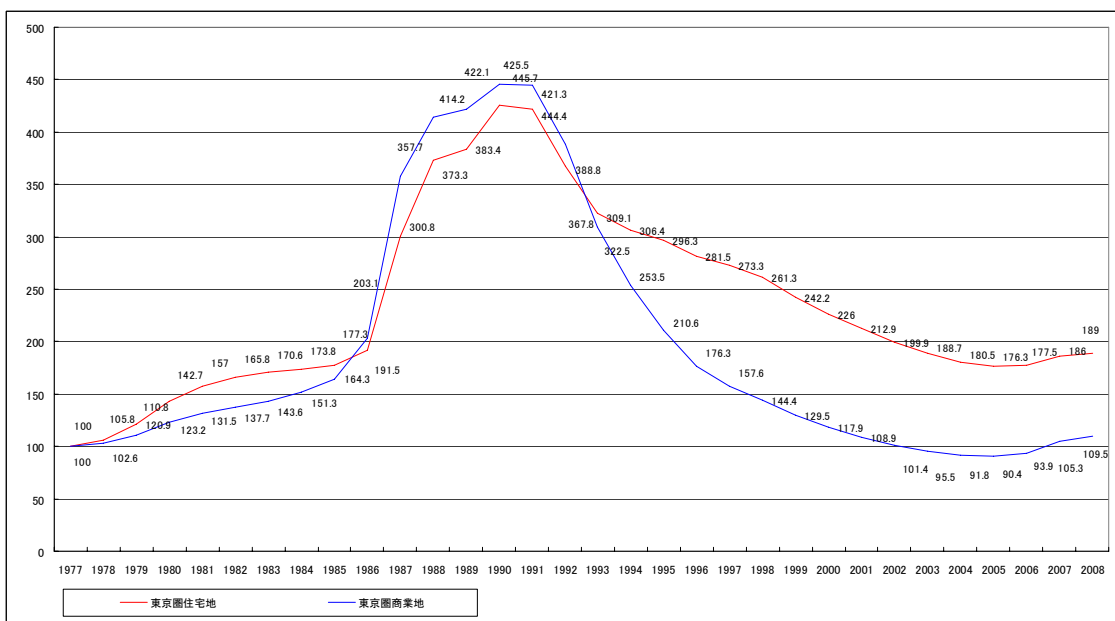
- and the Theory of Investment,” *The American Economic Review*, 48, pp.261-297.
- Ohlson, J. (1980), “Financial Ratio and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy,” *Journal of Accounting Research*, 18, pp.109-131.
- Sakai, K., I. Uesugi and T. Watanabe (2005), “Firm Age and the Evolution of Borrowing Costs : Evidence from Japanese Small Firms,” *RIETI Discussion Paper Series*, 05-E-026.
- Schaede, U. (2005), “The ‘Middledash Risk Gap’ and Financial System Reform : Small-Firm Financing in Japan,” *Monetary and Economic Studies*, 23, pp.149-176.
- Smith, D.C. (2003), “Loans to Japanese Borrowers,” *Journal of the Japanese and International Economies*, 17, pp.283-304.
- R.L.スミス・J.K.スミス著、山本一彦訳（2004）『MBA 最新テキスト アントレプレナー・ファイナンス ベンチャー企業の価値評価とディール・ストラクチャー』中央経済社。
- 池尾和人（2006）『開発主義の暴走と保身ー金融システムと平成経済』NTT 出版。
- 砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀得（2008）『日本企業のコーポレートファイナンス』日経新聞出版社。
- 植杉威一郎（2005）「日本の企業金融は非効率的かー中小企業の金利に基づく検証」『RIETI Policy Analysis Paper』No.4。
- 小佐野広（2001）『コーポレート・ガバナンスの経済学ー金融契約理論からみた企業論』日本経済新聞社。
- 小野有人（2007）『新時代の中小企業金融ー貸出手法の再構築に向けて』東洋経済新報社。
- 橘川武郎・粕谷誠（2007）『日本不動産業史ー産業形成からポストバブル期まで』名古屋大学出版会。
- （社）不動産協会（2008）『日本の不動産業（2008年度版）』（社）不動産協会。
- 白田佳子（2003）『企業倒産予知モデル』中央経済社。
- 星岳雄・A.カシャップ（2005）「銀行問題の解決法：効くかもしれない処方箋と効くはずのない処方箋」H.パトリック・D.ワインシュタイン・伊藤隆敏編著、祝迫得夫監訳『ポスト平成不況の日本経済ー政策志向アプローチによる分析ー』日本経済新聞社。

図表 1 不動産基準地価の推移

(1) 全国の基準地価推移



(2) 東京圏の基準地価推移



(注) 1977年の基準地価を100とする。

(出所) 日本の不動産業(2009年版)を参考に作成。

図表 2 新興不動産企業の存続先一覧

新興不動産企業 (存続先27社、継続疑義先22社、倒産先18社)	5期間の売上 高倍率平均	5期間のフリーCF 平均(百万円)	5期間の営業利 益率平均(%)
3228 (株) 三栄建築設計	2.095	-1,692	10.655%
3230 スター・マイカ (株)	10.923	-3,749	16.838%
3242 (株) アーバネットコーポレーション	2.923	-2,192	11.215%
3246 (株) コーセーアールイー	2.495	-462	7.037%
3248 (株) アールエイジ	1.601	-557	9.636%
3254 (株) プレサンスコーポレーション	1.677	-2,021	20.424%
8869 明和地所 (株)	1.050	2,305	10.774%
8871 (株) ゴールドクレスト	1.118	-10,432	22.805%
8877 日本エスリード (株)	1.205	-1,543	15.224%
8885 (株) ラ・アトレ	2.090	-1,722	7.401%
8886 (株) ウッドフレンズ	1.895	-1,801	5.848%
8887 リベステ (株)	0.998	12	7.258%
8890 (株) レーサム	1.472	-15,351	26.255%
8893 (株) 新日本建物	1.520	-7,219	5.772%
8895 (株) アーネストワン	1.441	-1,025	6.139%
8904 (株) サンヨーハウジング名古屋	1.321	-500	7.884%
8909 (株) シノケングループ	2.362	-2,569	5.759%
8915 タクトホーム (株)	1.299	-1,353	7.549%
8917 ファースト住建 (株)	1.136	171	8.908%
8931 和田興産 (株)	1.142	-2,640	11.216%
8934 サンフロンティア不動産 (株)	5.391	-6,409	20.130%
8935 (株) FJネクスト	1.136	-750	14.895%
8940 (株) インテリックス	1.392	-4,882	4.934%
8944 (株) ランドビジネス	2.148	-6,652	29.937%
8995 (株) 誠建設工業	1.505	-394	8.639%
8996 (株) ハウスフリーダム	1.189	58	3.108%
8999 グランディハウス (株)	1.316	-870	10.936%

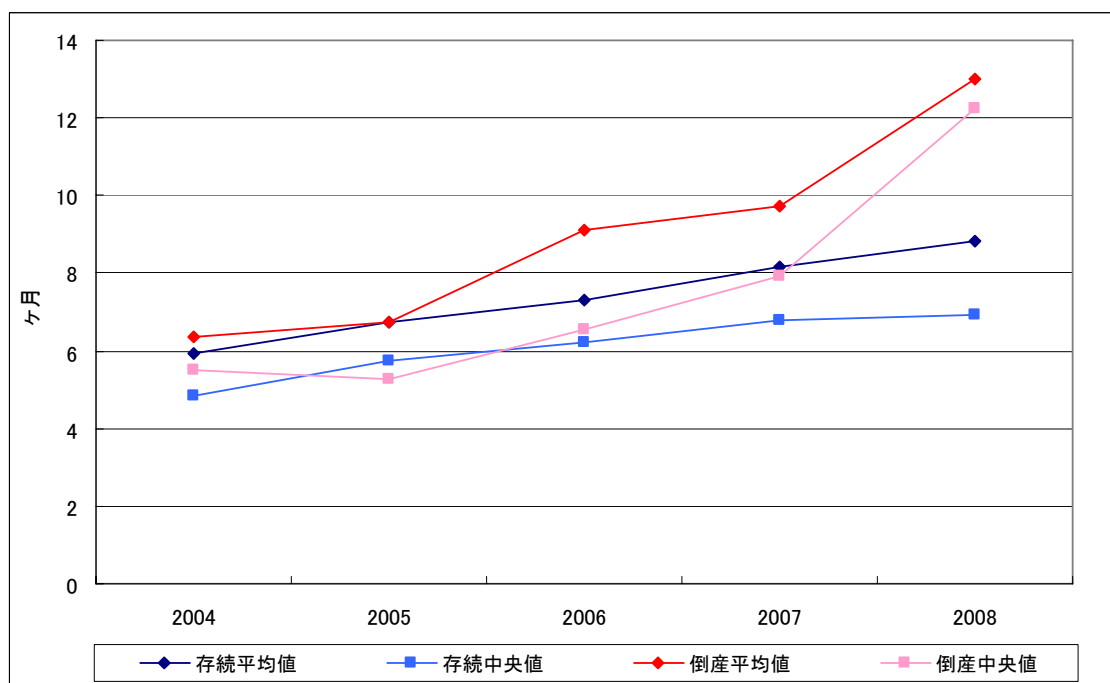
(出所) 日経 AMUSAS を参考に作成。

図表 3 新興不動産企業の倒産先一覧

新興不動産企業 (継続疑義先22社、倒産先18社)	5期間の売上 高倍率平均	5期間のフリーCF 平均(百万円)	5期間の営業利 益率平均(%)
3236 (株) プロパスト	2.250	-24,760	11.286%
3237 (株) イントランス	3.435	-930	13.508%
3239 (株) 総和地所	2.361	-1,837	2.704%
3241 (株) ウィル不動産販売	4.423	-905	4.888%
3244 サムティ (株)	1.499	-11,219	22.531%
3247 (株) エルクリエイト	6.265	-626	-11.003%
3252 日本商業開発 (株)	4.122	-4,323	8.578%
3264 (株) アスコット	3.015	-1,649	11.402%
8866 (株) コマーシャル・アールイー	2.416	-3,199	6.275%
8868 (株) アーバンコーポレーション	2.656	-48,037	22.108%
8874 (株) ジョイント・コーポレーション	1.519	-30,411	11.360%
8878 日本総合地所 (株)	1.572	-28,325	9.541%
8882 (株) ゼファー	1.845	-12,322	9.233%
8884 (株) ディックスクロキ	1.528	-2,474	5.521%
8888 (株) クリード	2.846	-11,567	26.130%
8889 (株) アパマンショップホールディングス	3.190	-5,447	5.281%
8891 (株) エムジーホーム	0.924	-318	4.193%
8892 (株) 日本エスコ	1.158	-14,329	9.641%
8894 (株) 原弘産	4.248	-4,259	6.398%
8899 (株) モリモト	1.497	-28,869	11.455%
8900 (株) セイクレスト	0.894	-2,160	5.187%
8901 (株) ダイナシティ	1.303	-7,408	6.049%
8902 パシフィックマネジメント (株)	5.260	-38,627	11.552%
8907 (株) フージャースコーポレーション	2.649	-7,101	13.862%
8910 (株) サンシティ	2.110	-9,453	6.671%
8911 創建ホームズ (株)	1.760	-6,143	3.959%
8913 (株) ゼクス	3.959	-14,420	11.827%
8914 エリアリンク (株)	2.843	-3,751	12.211%
8918 (株) ランド	3.165	-8,528	12.682%
8921 シーズクリエイト (株)	1.783	-2,807	6.883%
8922 (株) アイディーユー	2.724	-10,099	7.550%
8925 (株) アルデプロ	6.411	-15,266	13.654%
8936 (株) リプラス	15.574	-9,609	14.943%
8941 (株) レイコフ	12.452	-4,373	14.642%
8943 (株) エスグラントコーポレーション	4.607	-3,884	5.847%
8946 (株) 陽光都市開発	1.470	-1,436	9.308%
8947 (株) ノエル	3.757	-9,072	4.640%
8948 ランドコム (株)	2.850	-6,576	10.607%
8991 (株) ライフステージ	2.867	-2,188	6.388%
8998 (株) リビングコーポレーション	10.174	-175	5.602%

(出所) 日経 AMUSAS を参考に作成。

図表 4 有利子負債月商比の推移



(出所) 日経 AMUSAS を参考に作成。

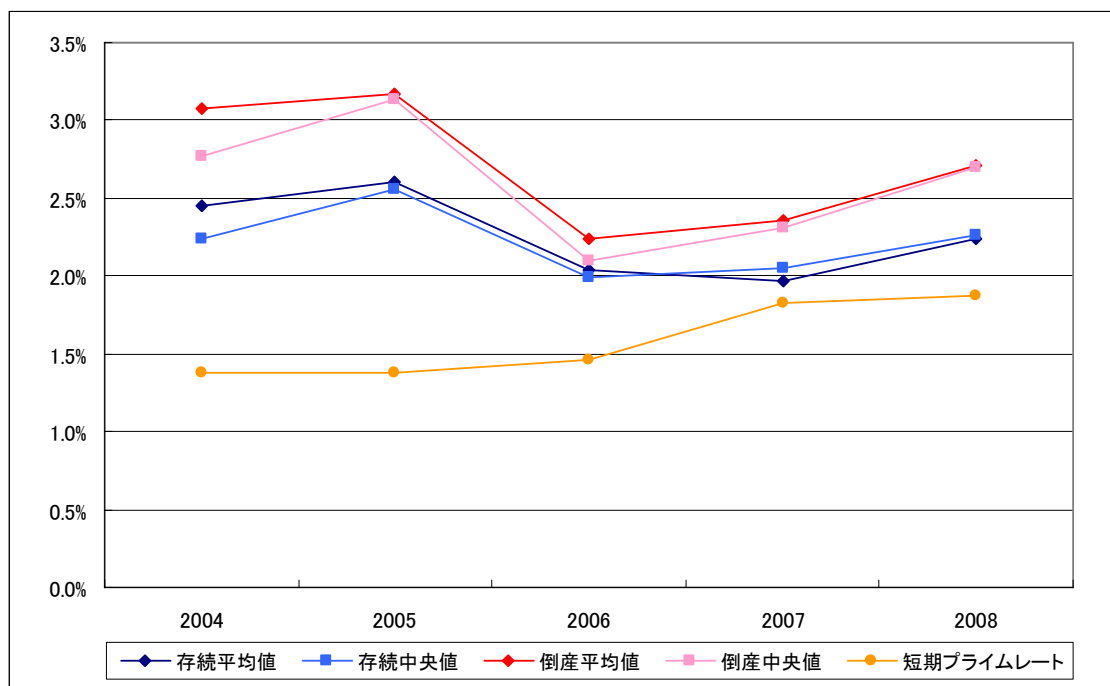
図表 5 有利子負債月商比の基本統計量

	2004	2005	2006	2007	2008
観測数	27	27	27	27	27
平均値	5.937	6.757	7.309	8.182	8.847
中央値	4.824	5.764	6.239	6.779	6.922
標準偏差	3.458	4.808	5.420	6.284	6.022
観測数	40	40	40	40	36
平均値	6.358	6.724	9.130	9.737	13.018
中央値	5.521	5.245	6.556	7.938	12.237
標準偏差	4.739	4.559	6.545	5.316	6.670
t値	-1.272	-0.646	-1.417	-1.391	-2.546**
z値	-0.026	-0.013	-1.074	-1.496	-2.944***

(注) ***, **はそれぞれ、1%、5%水準で有意。

(出所) 日経 AMUSAS を参考に作成。

図表 6 借入金利の推移



(出所) 日経 AMUSAS を参考に作成。

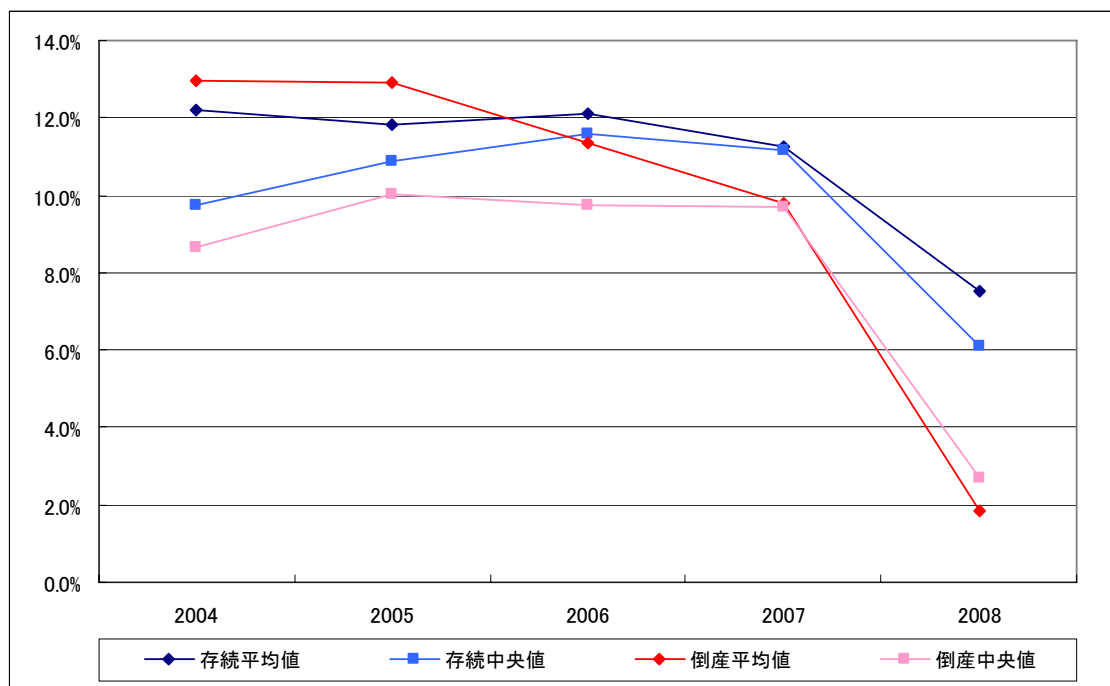
図表 7 借入金利の基本統計量

	2004	2005	2006	2007	2008
観測数	27	27	27	27	27
平均値	2.456%	2.601%	2.042%	1.973%	2.243%
中央値	2.240%	2.558%	1.995%	2.056%	2.267%
標準偏差	0.953%	0.825%	0.716%	0.656%	0.632%
観測数	38	39	40	40	36
平均値	3.079%	3.165%	2.242%	2.354%	2.706%
中央値	2.772%	3.129%	2.101%	2.310%	2.699%
標準偏差	1.675%	1.184%	0.832%	0.866%	0.907%
t値	-0.901	-1.338	-0.904	-1.216	-1.649*
z値	-1.518	-2.171**	-1.150	-1.866*	-2.181**
短期プライムレート	1.375%	1.375%	1.375%	1.464%	1.822%

(注) **, *はそれぞれ、5%、10%水準で有意。

(出所) 日経 AMUSAS を参考に作成。

図表 8 ROA の推移



(出所) 日経 AMUSAS を参考に作成。

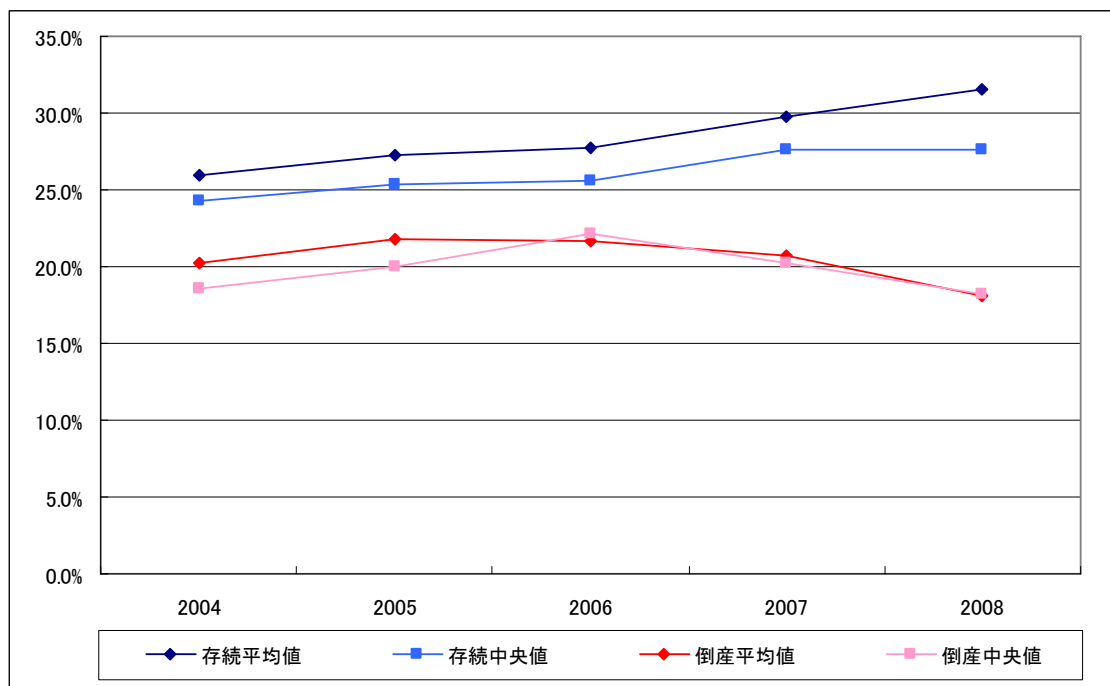
図表 9 ROA の基本統計量

	2004	2005	2006	2007	2008
観測数	27	27	27	27	27
平均値	12.182%	11.830%	12.088%	11.245%	7.508%
中央値	9.749%	10.878%	11.609%	11.166%	6.095%
標準偏差	7.846%	5.704%	4.794%	4.417%	4.081%
観測数	40	40	40	40	36
平均値	12.958%	12.905%	11.358%	9.787%	1.838%
中央値	8.679%	10.049%	9.750%	9.700%	2.688%
標準偏差	13.970%	7.298%	5.274%	4.854%	7.820%
t値	0.647	0.745	2.256**	1.964*	2.580**
z値	0.473	-0.166	0.793	1.623	3.250***

(注) ***, **, *はそれぞれ、1%、5%、10%水準で有意。

(出所) 日経 AMUSAS を参考に作成。

図表 10 自己資本比率の推移



(出所) 日経 AMUSAS を参考に作成。

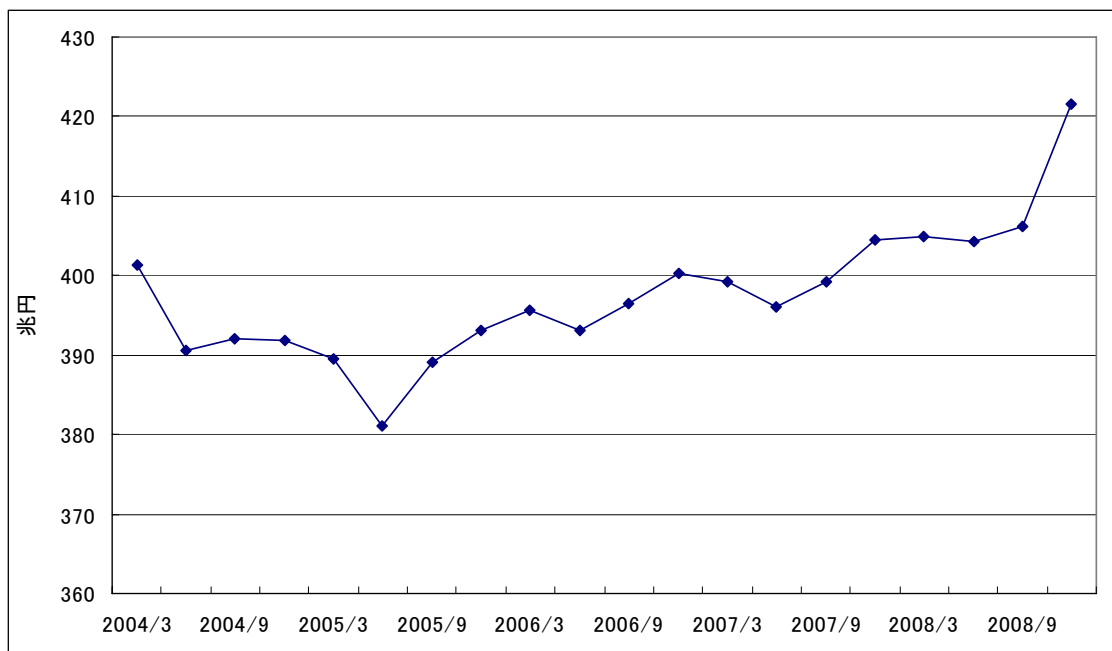
図表 11 自己資本比率の基本統計量

	2004	2005	2006	2007	2008
観測数	27	27	27	27	27
平均値	25.943%	27.282%	27.726%	29.820%	31.507%
中央値	24.228%	25.327%	25.543%	27.576%	27.670%
標準偏差	14.304%	13.716%	12.261%	11.840%	12.032%
観測数	40	40	40	40	36
平均値	21.318%	21.701%	22.712%	21.320%	17.733%
中央値	17.856%	20.013%	22.707%	20.665%	16.950%
標準偏差	16.409%	11.923%	11.331%	8.935%	8.595%
t値	2.228**	2.647**	2.855***	3.831***	5.285***
z値	1.572	1.598	1.815*	2.966***	4.250***

(注) ***, **, *はそれぞれ、1%、5%、10%水準で有意。

(出所) 日経 AMUSAS を参考に作成。

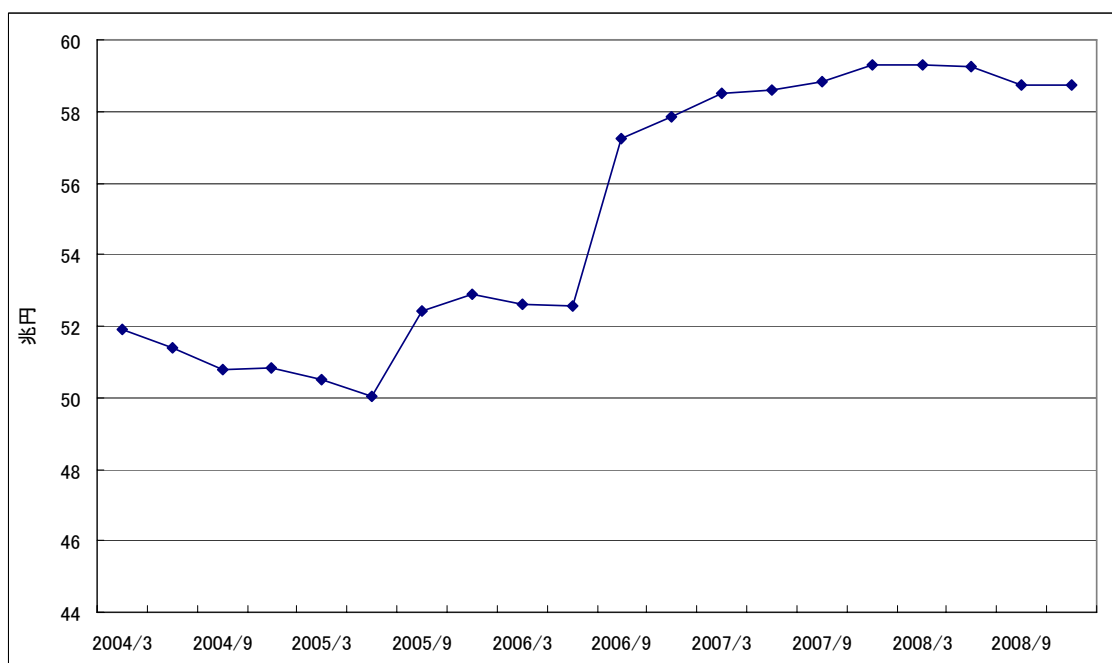
図表 12 総貸出残高の推移



(注) 総貸出残高は国内銀行の銀行勘定の残高である。

(出所) 日本銀行関連統計を参考に作成。

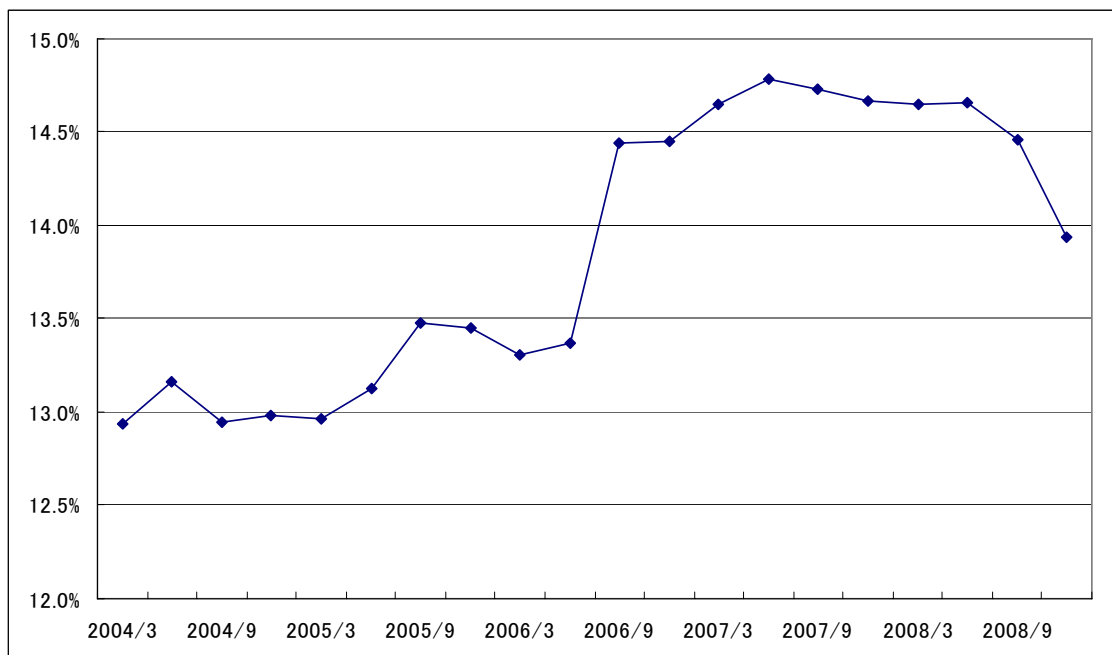
図表 13 不動産業向け貸出残高の推移 (国内銀行)



(注) 不動産業向け貸出残高は国内銀行の銀行勘定の残高である。

(出所) 日本銀行関連統計を参考に作成。

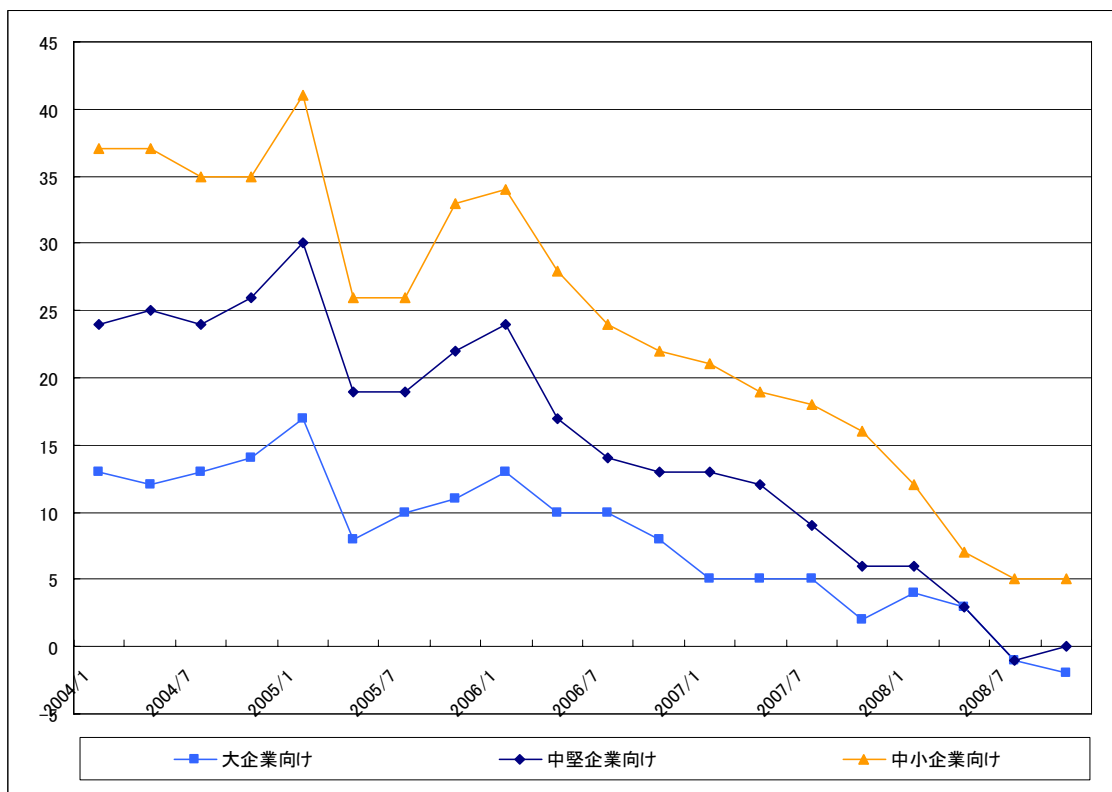
図表 14 不動産業向け貸出割合の推移



(注) 不動産業向け貸出割合 = 不動産業向け貸出残高 / 総貸出残高

(出所) 日本銀行関連統計を参考に作成。

図表 15 貸出運営スタンス D.I.の推移



(出所) 日本銀行関連統計を参考に作成。

図表 16 各質問項目に関する分散分析

(1) 大企業

質問項目	標本数	合計	平均	分散
自行の資産内容の好転	20	31.340	1.567	0.069
経済見通しの好転	20	36.270	1.814	0.190
特定業種・企業の業況好転	20	33.810	1.691	0.119
他行との競合激化	20	46.520	2.326	0.067
他業態との競合激化	20	31.060	1.553	0.060
直接市場調達との競合激化	20	29.300	1.465	0.083
ALM上のリスク許容度の上昇	20	29.180	1.459	0.076
分散分析表				
変動要因	変動	自由度	分散	分散比
グループ間	11.147	6	1.858	19.543***
グループ内	12.644	133	0.095	
合計	23.791	139		

(注) ***は1%水準で有意。

(2) 中堅企業

質問項目	標本数	合計	平均	分散
自行の資産内容の好転	20	32.720	1.636	0.026
経済見通しの好転	20	32.620	1.631	0.117
特定業種・企業の業況好転	20	32.120	1.606	0.075
他行との競合激化	20	50.200	2.510	0.033
他業態との競合激化	20	27.000	1.350	0.016
直接市場調達との競合激化	20	23.340	1.167	0.012
ALM上のリスク許容度の上昇	20	27.240	1.362	0.023
分散分析表				
変動要因	変動	自由度	分散	分散比
グループ間	22.730	6	3.788	87.950***
グループ内	5.729	133	0.043	
合計	28.458	139		

(注) ***は1%水準で有意。

(3) 中小企業

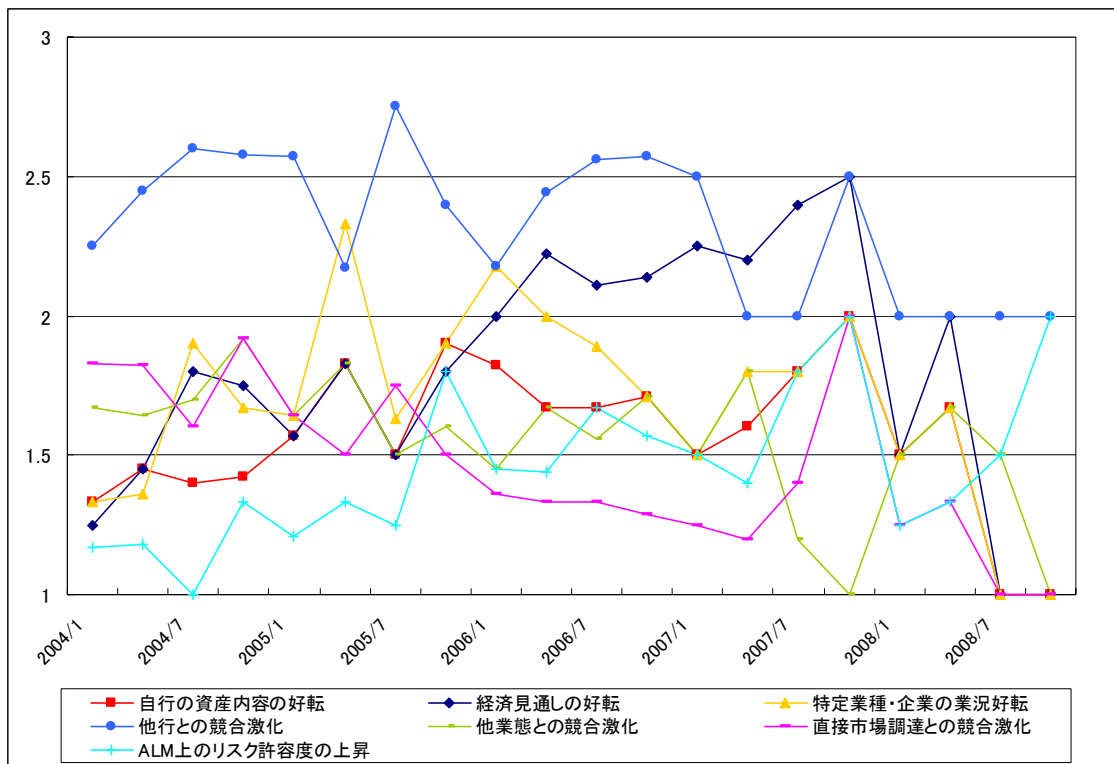
質問項目	標本数	合計	平均	分散
自行の資産内容の好転	20	30.580	1.529	0.009
経済見通しの好転	20	29.710	1.486	0.077
特定業種・企業の業況好転	20	29.510	1.476	0.041
他行との競合激化	20	46.850	2.343	0.013
他業態との競合激化	20	24.940	1.247	0.011
直接市場調達との競合激化	20	21.260	1.063	0.002
ALM上のリスク許容度の上昇	20	25.360	1.268	0.010
分散分析表				
変動要因	変動	自由度	分散	分散比
グループ間	20.382	6	3.397	145.674***
グループ内	3.102	133	0.023	
合計	23.484	139		

(注) ***は1%水準で有意。

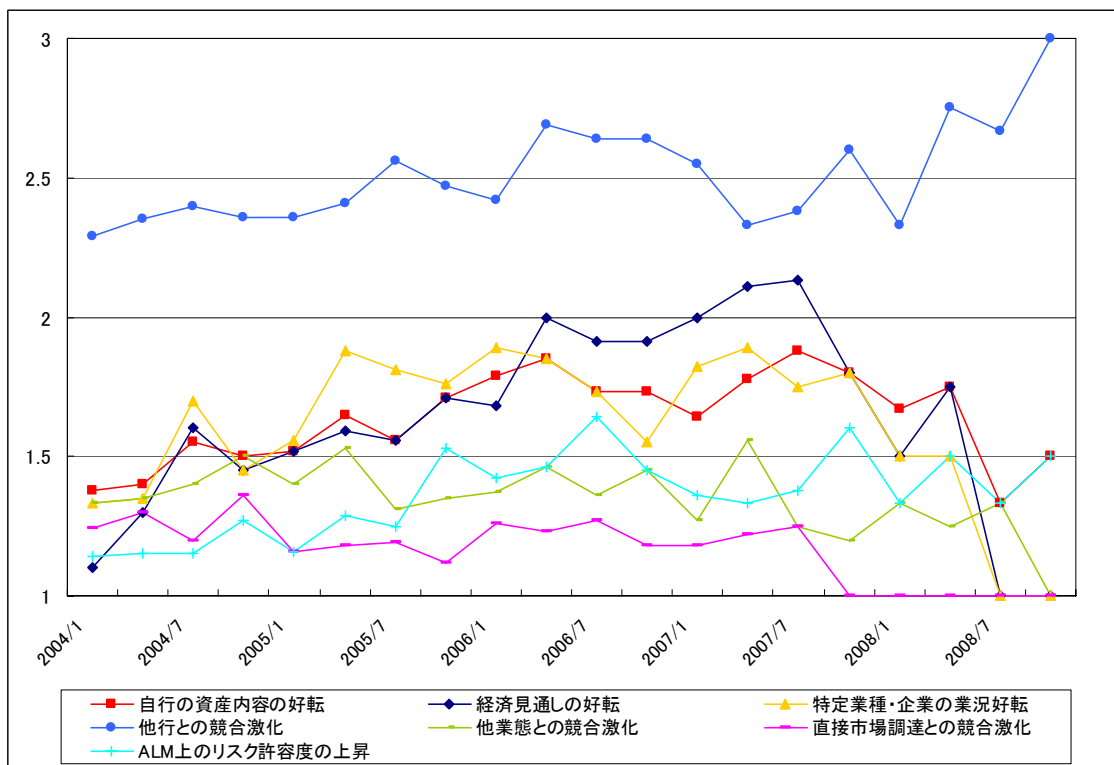
(出所) 日本銀行関連統計を参考に作成。

図表 17 「他行との競合激化」の判断スケールの推移

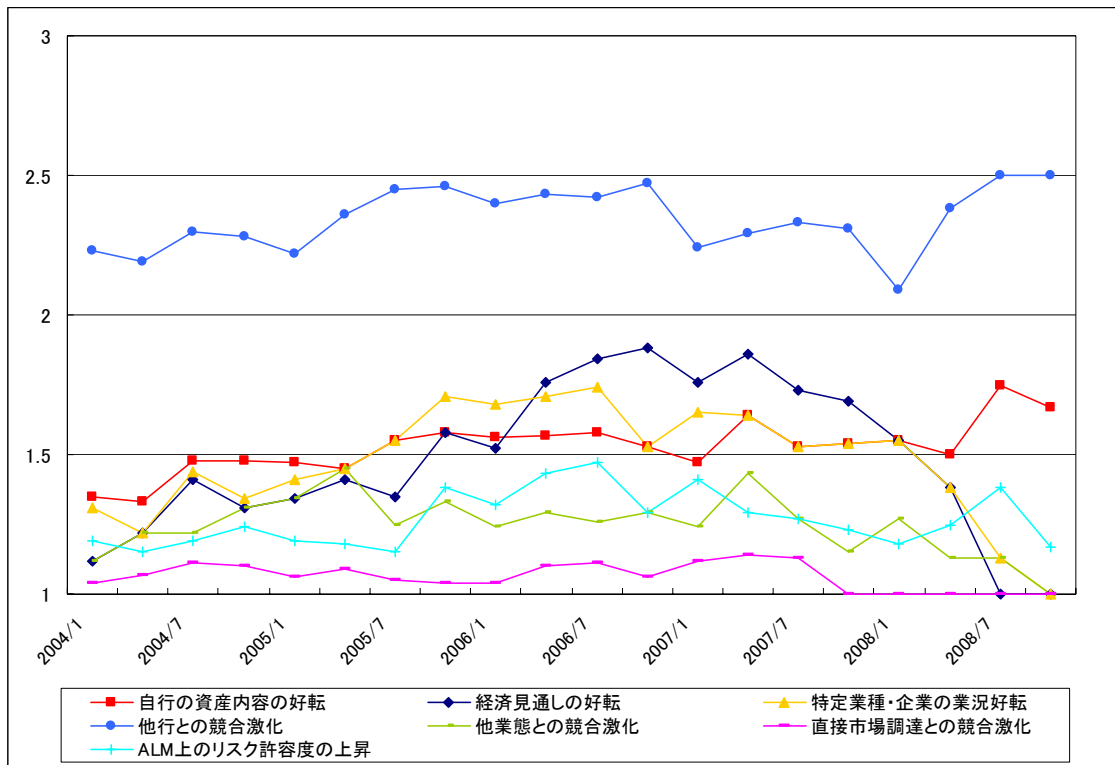
(1) 大企業



(2) 中堅企業



(3) 中小企業



(出所) 日本銀行関連統計を参考に作成。

ワーキングペーパー出版目録

番号	著者	論文名	出版年
2008・1	石津 朋和 白松 昌之 鈴木 周 原田 泰男	技術系ベンチャー企業の企業価値評価の実践ーダイナミック DCF 法とリアル・オプション法の適用ー	5/2008
2008・2	荒木 陽子 井上 敬子 杉 一也 染谷 誓一 劉 海晴	医薬品業界と電機業界における M&A の短期の株価効果と長期 の利益率	5/2008
2008・3	堀上 明	IT プロジェクトにおける意思決定プロセスの研究 ークリティカルな場面におけるリーダーの意思決定行動ー	9/2008
2008・4	鈴木 周	M&A における経営者の意思決定プロセスと PMI の研究 ーリアル・オプションコンパウンドモデルによる分析ー	10/2008
2008・5	田中 彰	プロスポーツビジネスにおける競争的使用価値の考察 プロ野 球・パシフィックリーグのマーケティング戦略を対象に	10/2008
2008・6	進矢 義之	システムの複雑化が企業間取引に与える影響の研究	10/2008
2008・7	戸田 信聡	場の形成による人材育成	10/2008
2008・8	中瀬 健一	BtoB サービスデリバリーの統合～SI 業界のサービスデリバリ ーに関する研究～	10/2008
2008・9	藤岡 昌則	生産財マーケティングアプローチによる企業収益性の規定因に 関する実証研究	11/2008
2008・10	下垣 有弘	コーポレート・コミュニケーションによるレピュテーションの 構築とその限界：松下電器産業の事例から	11/2008
2008・11	小林 正克	製薬企業における自社品および導入品の学習効果に関する実証 研究	11/2008
2008・12	司尾 龍彦	マネジャーのキャリア発達に関する実証研究 管理職昇格前の イベントを中心として	11/2008
2008・13	石村 良治	解釈主義的アプローチによるデジタル家電コモディティ化回避	11/2008
2008・14	浅田 賢治郎	ソフトウェア開発における品質的欠陥発生要因と対策	11/2008

2008・15	小林 誠	原材料市況の変動が及ぼす企業投資行動への影響－素材 4 産業のマイクロデータ実証分析－	11/2008
2008・16	荒木 陽子	地域金融機関の再編効果とライバル行への影響	11/2008
2008・17	古市 正昭	非管理職のキャリアとモチベーションに関する実証研究	11/2008
2008・18	岩田 泰彦	事務系企業内プロフェッショナルのモチベーションに関する質的研究	11/2008
2008・19	鉤 忠志	高信頼性組織におけるリーダーシップに関する実証研究	11/2008
2008・20	中尾 一成	個人や組織のコア技術能力がイノベーション成果に及ぼす影響に関する実証研究	11/2008
2008・21	難波 正典	研究開発者のモチベーションに関する実証研究	11/2008
2008・22	筆本 敏彰	研究開発における規模の経済性の実証研究－製薬企業の事例－	11/2008
2008・23	上田 伸治	産業看護職のキャリア開発についての一考察	11/2008
2008・24	寺田 多一郎	プロフェッショナルとしての大学教員のモチベーション研究～薬学教育改革に直面した薬学部教員のジレンマ～	11/2008
2008・25	成岡 雅佳	製薬企業のハードルレートと事業ポートフォリオ（重点疾患領域）との関連性の分析	12/2008
2008・26	徳宮 太一	同族企業の後継者育成	12/2008
2008・27	那須 恵太郎	放送倫理の適用と推進における課題と対策～民間放送を事例として～	2/2009
2008・28	鈴木 康嗣	人事部門の役割と機能	2/2009
2009・1	福嶋 誠宣	日本企業のグループ経営におけるマネジメント・スタイルの研究	4/2009
2009・2	井上 敬子	特許の質と企業価値	6/2009
2009・3	竹内 雄司	メンタリングが職場に及ぼす影響～個と組織の強さが両立する職場作りにかかわる研究～	7/2009
2009・4	石津 朋和	IT 活用型在庫管理効果による ABL 普及の可能性	9/2009
2009・5	狗巻 勝博	NPO 法人における融資利用の決定要因	9/2009

2009・6	村元 正和	日本の未上場バイオベンチャーにおける知識資本と資金調達の 関連性	9/2009
2009・7	中川 清之	新規事業創造の要因に関する一考察ー日本の製造業における実 証研究ー	10/2009
2009・8	小池 宏	製造業におけるサプライヤー選定の最適化基準に関する考察 ー原材料及び部品サプライヤーと買い手企業間関係に基づく競 争優位の研究ー	10/2009
2009・9	迫田 和良	コーポレート・ベンチャーのマネージャーのモチベーションー 食品製造業の事例研究ー	10/2009
2009・10	松本 恭卓	IP0企業のディスクロージャーの質と株主資本コストー新興3市 場のデータに基づく実証分析ー	10/2009
2009・11	井上 貴文	金融機関における貸出手法の決定要因 なぜ地域金融機関でリ レーションシップバンキングが機能しないのか	10/2009
2009・12	栗山 淳	ブティック型ベンチャーキャピタルの投資行動ーバイオベンチ ャーの事例分析ー	10/2009
2009・13	丸谷 直之	敵対的買収に対するメインバンクの有効性ーメガバンク金融グ ループの潜在的機能ー	10/2009
2009・14	田中 俊一朗	不動産企業における効果的な有利子負債の活用ー新興不動産企 業を対象にした実証分析ー	10/2009