

[博士論文審査要旨]

申請者 本間靖健

論文題目 Empirical analysis of bonds with policy implications

審査員 鈴木健嗣、野間幹晴、宮川大介

本論文は、企業の発行する債券のうち政策的含意のある債券に注目し、その発行、発行規模、利回りの決定要因を分析している。本博士論文は3つの実証研究によって構成されている。3つの実証研究に共通しているのは、いずれも政策的な意図をもって近年導入された債券を研究対象に取り上げた点である。それらの債券発行による効果やそのプライシングについて、これまで十分な研究蓄積はなく、学術的のみならず実務的にも注目が集まっていた。

第1の研究は、非米国系銀行による短期ドル建て債券がキャリートレードを目的に発行されているのか検証している。米ドルの短期資金に依存したキャリートレードは、近年生じた欧州金融危機の引き金の1つと指摘され、金融機関の自己資本比率規制（Basel規制）にも影響を与えるなど、多くの実務家・研究者間で話題となっている。実証分析からは、銀行の短期ドル建て債券がキャリートレードに利用されていること、Basel IIの期間ではその利用は抑えられていないがBasel III導入後の期間では抑えられていることを示唆する結果が得られた。この結果から、短期ドル建て債券によるキャリートレードに対し、Basel IIIの規制の効果がみられているのではないかと解釈している。

第2の研究は、Financial Stability Board (FSB)により世界的にシステム上重要な銀行（GSIBs）の金融安定性を高めるために導入されたTLAC債が、銀行のリスクテイクへ及ぼす影響を検証したものである。TLAC債は銀行のリスクを抑える目的で導入されたものの、検導入により銀行リスクが高まっているといった、想定とは逆の検証結果を得ている。この結果に対し、本研究は劣後債であるTLAC債は投資家から比較的高い収益率を求められ、その要求収益率に応じるために、高いリスク・リターンを追求する経営を行うようになったのではないかと解釈している。

第3の研究は、企業の発行するグリーンボンドの利回りの決定要因について、グリーンボンドへの投資家需要が及ぼす影響を検証している。投資家の需要を検証するために、セカンダリーマーケットで取引されるグリーンボンドのリターンを集約したグリーンボンドインデックスを、その代理変数として利用している。実証分析からは、2015年パリ協定以降グリーンボンドの利回りが高いこと、投資需要が増加するほど発行市場におけるグリーンボンドの利回りが高

まる（債券価格が低下する）という、想定とは逆の結果を得ている。この結果に対し、本研究はパリ協定以降グリーンボンドに対し低い利回りを受容しない投資家が増加したため、あるいは発行体と格付け会社や投資家間で情報の非対称性があるためではないかと解釈している。

以上の研究は、いくつかの政策的含意のある債券を取り上げ、その影響を検証することで債券研究、銀行リスク研究、銀行規制研究、ESG 研究など幅広い学術分野に対し、新たな示唆を与えた点で高く評価することができる。また学術的貢献のみならず、特に銀行規制改革や ESG のインパクトなどに対しても実務的な貢献が得られている。その一方で、本論文にはいくつかの課題も残されている。第 1 の研究に対しては、研究で用いられた変数に限界があることが挙げられる。本稿はキャリートレードが起りやすい状況で社債の発行が増加したかを見ているに過ぎず、社債で調達した資金がキャリートレードに用いられていたのか直接検証しているわけではない。また Basel の自己資本比率規制についての評価をしているが、実証上では Basel の規制期間を見ているに過ぎず、Basel のインパクトを直接見ているわけではない。第 2 の研究においては、コントロールサンプルの選定に限界がみられること、リスクテイクとリターンで逆の因果関係が十分に検討できていない可能性がある。第 3 の研究では、需要側のインセンティブに着目しているが、供給側のインセンティブが十分に検証に反映しきれていない可能性がある点が問題として挙げられる。

以上の通り幾つかの課題は残すものの、本論文は総合的に学位授与に足りる水準に十分到達していると認められる。よって審査員一同は、所定の試験結果をあわせて考慮して本論文の筆者が一橋大学学位規則第 5 条第 1 項の規定に準じた取扱により一橋大学博士（経営学）の学位を受けるに値するものと判断する。