

2015年7月2日 アカデミックセミナー要旨

設備投資研究所

日時：2015年7月2日（木）15:30-17:30

講師：学習院大学経済学部 細野薫教授、一橋大学経済研究所 植杉威一郎教授、一橋大学大学院 間真実氏

演題1：Bank Lending Channel of Real Estate Prices（細野・植杉・間）

演題2：Heterogeneous Impact of Real Estate Prices on Firm Investment（植杉・間）

演題1 要旨

不動産価格が銀行の貸出行動に与える影響について、先行研究では二つの経路の可能性が指摘されてきた。一つは、企業の担保価値上昇により借入制約が緩むという collateral channel であり、もう一つは、銀行の純資産（net worth）が増加して貸出余力が広がるという bank lending channel である。

collateral channel については、これまでの実証研究で概ね肯定的な結論が得られているが、bank lending channel については、不動産価格の下落に伴い不動産業や建設業向けの貸出が逆に増加する現象（いわゆる「追い貸し」）や、不動産価格の上昇に伴い住宅用ローンは増加するが商工業向けローンは逆に減少する現象（portfolio reallocation）が観察されるなど、結果は様々である。

そこで本研究では、2007～2013年の日本のデータを対象に、これまであまり考慮されて来なかった、1）銀行ごとに直面する不動産価格のショックが異なる可能性、2）不動産価格の変動が銀行のポートフォリオに与える影響を明示的に織り込んだ上で、改めて bank lending channel の検証を行った。

分析に用いた主な変数は、銀行のバランスシート情報、公示地価、マクロ経済の状況をコントロールするために用いた都道府県ごとの失業率である。公示地価については、ヘドニック法を用いて市区町村ごとのデータに加工したうえで、銀行の貸出先企業の立地に応じてウェイト付けを行い、これを銀行が直面する不動産価格とした。

以上のデータセットをもとに、銀行の総貸出や不動産部門への貸出の動きを、固定効果、不動産価格、銀行の属性、失業率などで説明する回帰式を推定した。その結果、2007～2013年の日本では、不動産価格の上昇が銀行の純資産および総貸出量に対して有意にプラスの影響をもたらしていたことが確認された。また、不動産担保貸出や建設・不動産業向け貸出は増加したが、不動産担保を付けない貸出は限界的にはあるが減少することが確認された。これは、貸出ポートフォリオのリバランス効果仮説と整合的である。

## 演題 2 要旨

地価の変動が企業の設備投資行動に与える影響を分析した論文は多くあるが、本研究では、その影響が土地投資と土地以外の有形固定資産への投資で異なる可能性、あるいは土地の購入と売却とで異なる可能性を明示的に考慮した分析を試みた。

利潤の割引現在価値を企業が最大化する主体的均衡のベンチマークモデルでの考察からは、地価の継続的な低下は、土地投資と土地以外の有形固定資産への投資、両方を減少させることが予想される。その理由には、担保価値の下落による借入可能額の減少と、地価が今後さらに下落することを見込んだ現時点における購入意欲の低下という2つが考えられる。

この理論的予想の妥当性を検証するため、地価が一貫して下落傾向にあった1997～2006年の日本のデータを対象にした実証分析を行った。具体的には、国土交通省による「企業の土地取得状況等に関する調査」から企業の土地取引のデータを、経済産業省による「企業活動基本調査」から企業の固定資本および所在地のデータを取得し、企業レベルのパネルデータを作成した。土地価格については公示地価を用いた。

以上のデータセットをもとに、土地への投資割合と土地以外の有形固定資産への投資割合を、売上高の変化率や地価の変化率などで説明する回帰式を推定した。その結果、土地以外の有形固定資産への投資に対する地価の変動の影響を示す係数の値は有意に正であり、地価の下落時には投資を抑制する効果を持っていたことが示唆された。一方、土地投資に対する地価の変動の影響は統計的に有意でなく係数の値も負であった。これは、担保価値の下落（上昇）により投資が減る（増える）というベンチマークモデルの理論的予想と整合的でない。

次に、土地の購入と売却に対する地価の影響の違いについて検証した。その結果、土地の売却に対しては、地価の変動の影響は正に有意であり、地価の下落時には売却が減少することが示唆された。これも、ベンチマークモデルの理論的予想と整合的でない。

以上をまとめると、土地以外の有形固定資産への投資に関しては総じて理論と整合的な結果が得られたが、土地投資に関しては整合的でない部分があることがわかった。この結果は、1) 土地投資と土地以外の有形固定資産投資、土地の購入と売却では、地価の変動の影響が異なっており、集計量を用いた分析には問題があること、2) 土地の売却に関しては、購入価格を売却時の留保価格（最低売却希望価格）として設定するような行動経済学的バイアスが背景となり、理論モデルが示唆する効率的な意思決定から乖離している可能性があることを意味しており、今後さらに研究を深めていきたい。

以 上