HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	貸金業法改正が株式市場に与える影響について
Author(s)	櫻田, 譲; 松谷, 崇人
Citation	東Asia企業経営研究, 9, 31-45
Issue Date	2015-11-30
Doc URL	http://hdl.handle.net/2115/62390
Type	article
File Information	sakurada_matsuya.pdf

Instructions for use

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

貸金業法改正が株式市場に与える影響について

北海道大学大学院経済学研究科　櫻田　譲
北海道大学大学院経済学研究科修士課程　松谷　崇人

1. はじめに

現在わが国において利息の上限金利を定める法律は2つある。1つは明治10年に公布された「利息制限法」（以下，「利制法」と略す）であり，いま1つは昭和29年に成立した「出資の受入れ，預り金及び金利等の取締りに関する法律」（以下，「出資法」と略す）である。利制法と出資法はそれぞれ上限利息が異なるため，それらの中間にグレーゾーン金利（以下，「灰色金利」と略す）と呼ばれる利息が存在した。昭和58年に成立した「貸金業の規制に関する法律」（以下，「貸法」と略す）は，本来は無効となる灰色金利を一定の条件下において有効とみなすと規定している。そのため高利率に苦しむ債務者を放置して「貸金業者を保護する規定」[1]となってしまい，立法目的に反すると批判された。

この問題に関して貸法改正の契機となったのが，平成18年1月13日最高裁判決[2]（以下，「18年判決」と略す）である。18年判決では貸法の立法目的に沿った運用が求められ，灰色金利は実質的に無効と判断された。この判決以後，貸法の早期改正が議論され，貸金業に対する規制を大幅に強化した「貸金業の規制等に関する法律等の一部を改正する法律」（以下，「改正貸法」と略す）が成立した。改正貸法は貸金業者の適正化や多重債務者の減少だけでなく，貸金業者やその利用者減少による市場縮小をもたらした。そこで本論文では，18年判決とその後の改正貸法公布及び施行が株式市場に与えた影響を，イベントスタディを用いて分析し，明らかにする。なお本論文に登場する法律条文については，例として出資法第1条第1項第1号を出資法1①一と略称し，以下全てにおいて同様とする。

2. 研究の背景

(1)灰色金利に関する最高裁判決

本節では18年判決の内容について述べる。灰色金利の法的有効性については過去幾度となく法廷の場において議論されており，最高裁判決は灰色金利に関する規制に大きな影響を与えた。18年判決は灰色金利の法的有効性に関する判断を決定

付けた判決であり，後述する貸法改正に繋がった。当該判決では灰色金利の利息を債務者が任意に支払ったか否かが争点となった。最大の争点は，契約に含まれていた債務の返済が滞った場合に利息及び元本の一括返済を求めるという特約である。当該判決では，債務者は債務の一括返済という不利益を避けるために利息の支払いを事実上強制されており，任意の支払いとは言えないと判断された。よって強制を受けて利息上限を超える金額を支払った場合，それに係わる契約は利制法1において無効であり，利息制限内の金利を支払えば債務の一括返済は求められないと判示された。したがって最高裁判決は当該契約を適法と判断した高裁判決を破棄し，差戻した。上記の特約は「期限の利益[3]喪失特約」と呼ばれ，多くの貸金業者が契約の際に設けていたため[4]，当該判決によって灰色金利の法的有効性が否定された。

(2)貸法改正

①改正の背景

貸法改正が議論されるようになった理由は2つある。第1に，消費者金融市場の拡大に合わせて多重債務者の増加が深刻化したことである。金融庁によると，消費者向貸付残高は平成12年3月の約17兆5千億円から平成18年3月の約20兆9千億円までおよそ3兆4千億円増加しており[5]，平成19年3月時点で5件以上の借入がある債務者の数は約171万人に上った[6]。第2に，灰色金利での利息の支払いを無効とする最高裁判決が相次いだことである[7]。当時の法規定を否定する判決がなされたため貸法の早期改正が議論されるようになった[8]。

図表-1　改正貸法施行スケジュール

	最高裁判決日 平成18年 1月13日	公布 12月20日	第1段階施行 1月20日	第2段階施行 平成19年 12月19日	第3段階施行 平成21年 6月18日	最終施行 平成22年 6月18日
罰則強化			罰則強化			
取り立て規制強化 新貸金業協会設立				取立規制強化 新貸金業協会設立		
貸金業取扱主任者制度					資格試験実施	配置義務化
財産的基礎要件 純資産額引上げ					2,000万円 へ引上げ	5,000万円へ引上げ
総量規制の導入 指定信用情報機関制度					指定信用情報 機関制度導入	総量規制導入
上限金利の引き下げ 事前書面交付義務の導入						上限金利の引き下げ 事前書面交付義務の導入

（出典：金融庁[9]より筆者作成）

これらの判決の後，多重債務問題解決や債務者保護を目的とした改正貸法が平成

18年12月に成立した。改正貸法の施行は，急激な制度変更が引き起こす債務者への影響を抑えるとともに，業者へ対応のための準備期間を与えることを目的として，公布後4回に分けて段階的に行われた。

②第1段階施行と第2段階施行における改正点

本節では改正貸法公布の1ヶ月後（平成19年1月20日）に行われた第1段階施行と，同1年後（平成19年12月19日）に行われた第2段階施行における改正点の一部について述べる。第1段階施行では罰則が強化され，年利109.5%超の高金利貸付に対して懲役10年の罰則新設（出資法5③）と，無登録営業や名義貸しに対して5年から10年への懲役引上げ（貸法47～49，51）が実施された。

第2段階施行では，取立規制の強化と新貸金業協会の設立が行われた。取立規制の強化では，日中の正当な理由のない執拗な取立行為や住居及び勤務先等からの退去要請を無視した不退去が禁止された（貸法21①）。新貸金業協会の設立では，同協会を債務者保護と貸金業の適正な運用のための監督を目的とした認可法人とした（貸法25①，26②）。そして自主規制機関として全国組織の貸金業協会を設立し（貸法25③），都道府県ごとの支部の設置を義務付けた（貸法34①）。また協会が広告の頻度や過剰貸付防止等の自主規制に関する規定を定款内に制定し，内閣総理大臣が認可する仕組みを導入した（貸法27②，28①，33①）。

③第3段階施行における改正点

本節では改正貸法公布の2年半後（平成21年6月18日）に行われた第3段階施行における改正点の一部について述べる。第3段階施行では，貸金業務取扱主任者制度資格試験の開始や指定信用情報機関制度の導入，財産的基礎要件の一部引き上げが行われた。

まず貸金業務取扱主任者制度は，貸金業者のコンプライアンス強化の観点から助言や指導を行うことを目的としている。改正前は業者から選任された従業者がその役割を担っていたが，改正によって国家資格試験に合格して内閣総理大臣による登録を受けた者を貸金業務取扱主任者とするようになった（貸法24の25）。

次に指定信用情報機関制度は，内閣総理大臣の指定を受けた機関が集めた信用情報を利用することで貸金業者が貸付リスクを精緻に把握できるようし，借り手の返済能力を超える貸付の防止を目的としている（貸法41の13①）。そのため貸金業者には個人向けの貸付契約や保証契約を締結する際に，指定信用情報機関の保有する信用情報を使用した借り手の返済能力調査が義務付けられた（貸法13①，②）。

機関に集められる信用情報とは，氏名・住所等の顧客や債務者を特定するもの，貸付金額及びその残高，返済の状況，破産等に係る情報等である（貸法 2⑬，⑭）。

最後に財産的基礎要件とは，貸金業の登録及び更新を受ける際の純資産額の条件下限である。改正前は法人 500 万円，個人 300 万円以上だったが，改正によって一律 2,000 万円以上とされた（貸法 6①十四，③）。財産的基礎要件の引き上げは事業を適正に営む意思のない業者の排除や，指定信用情報機関への加盟によるコスト増及び後述の上限金利引き下げによる収入減に対応させるために行われた[10]。純資産額の段階的な引き上げは，改正前の時点において要件を満たさない業者に対し純資産額を積み増す時間を与えることを目的としている。

④最終施行における改正点

本節では改正貸法公布の 3 年半後（平成 22 年 6 月 18 日）に行われた最終施行における改正点の一部について述べる。最終施行では出資法上限金利の引き下げによる灰色金利の違法化や総量規制の導入，財産的基礎要件として純資産額の 5,000 万円への引き上げ（貸法 6①十四，③，④），貸金業務取扱主任者の各事業所への配置義務化（貸法 4①六，6①十三，12 の 3），事前書面交付義務の導入が行われた。

最終施行では出資法の上限金利を 29.2%から 20%に引き下げるとともに（出資法 5②），出資法と利制法の上限金利の中間に位置する金利での貸付を行った場合，業者を登録取り消しや業務停止命令等の行政処分の対象とすることによって，灰色金利での貸付を禁止した（貸法 12 の 8）。また総量規制の導入により，年収の 3 分の 1 を超える借入が禁止された（貸法 13 の 2～13 の 4）。総量規制は返済が困難になる程の借入を不可能にすることで多重債務者を減らすことを目的としている。書面の事前交付義務は借り手が契約に先立って十分に借入条件等を理解した上で借入判断を行えるようにすることを目的としており，貸金業者は契約内容を説明する書面[11]を事前に契約相手に交付することが義務付けられた（貸法 16 の 2）。

(3)18 年判決と貸法改正の影響

本節では 18 年判決と改正貸法による消費者金融市場への影響について，過払金の返還請求と市場の縮小の 2 点を例に述べる。まず過払金の返還請求についてだが，灰色金利での利息の支払いを無効とする判決が出たため，これまで同金利で融資を受けていた債務者が払いすぎた利息の返還請求を起こした。消費者金融大手 4 社[12]への過払金請求額は平成 20 年度には 5,826 億円にも上り，その後は横ばいとなっ

た[13]。過払金の返還請求は企業収益を圧迫したため経営が行き詰り，平成 12 年初めに 30,000 社程度あった貸金業者が平成 22 年には 3,000 社程度にまで激減した[14]。

次に消費者金融市場の縮小について述べる。改正貸法施行によって引き起こされた市場そのものの縮小による貸金業者の収益悪化は，貸金業者数激減のもう 1 つの原因でもある。総量規制や返済能力の調査義務付けによる融資審査の厳格化等によって，貸金業者はこれまで通りの貸付が困難になった[15]。また消費者向貸付残高は平成 18 年 3 月末の 20 兆 9,005 億円から平成 22 年 3 月末の 12 兆 6,477 億円まで 4 割も激減した[16]。さらに消費者金融大手 4 社の新規契約数も平成 18 年度の 889,153 件から平成 22 年度の 351,364 件まで約 4 割に激減した[17]。

3. リサーチデザイン

(1)イベント日と仮説の導出

改正貸法は 2.(2)①で述べた理由により公布後 4 段階に分けて施行された。施行に関して段階ごとに適用される改正領域が異なるため，市場への影響にも差があると考えられる。また制度変化についてのイベントスタディでは問題提起から議論を経て法制化に至るまで長期に渡り，その間に多数のイベントが存在し得るためイベントウィンドウの特定が困難であり，間違ったイベントウィンドウを設定すると発生したはずの超過収益率(AR : Abnormal Return)を観測できない[18]。したがって本論文では 2.(1)で述べた 18 年判決日と，上記の改正貸法公布日、及び第 2 段階施行日、第 3 段階施行日、そして最終施行日の合計 5 つをイベント日として設定し，それぞれについてイベントスタディによる分析を試みた。公布 1 ヶ月後の第 1 段階施行を除外したが、その理由として隣り合うイベント日である公布日と第 1 段階施行日の間に十分な時間的隔たりを確保出来ないことに加えて，罰則強化しか実施されないことから株価への影響は限定的と考えたためである。設定したイベント日は図表-2 の通りである。

図表-2　イベント日

1	2		3	4	5
平成18年		平成19年		平成21年	平成22年
1月13日	12月28日	1月20日	12月19日	6月18日	6月18日
最高裁判決	交付	第1段階施行	第2段階施行	第3段階施行	最終施行

前述のように，18 年判決とその後行われた貸法改正は貸金業界に対する規制を大幅に強化した。これによって発生した過払金返還は企業収益を圧迫し，また法改

正の結果として消費者金融における債務者が激減し，さらなる企業収益の圧迫をもたらした[19]。したがって最高裁判決日と最終施行日の反応が大きいと推測し，以下に掲げる仮説を定立する。18 年判決は従来の判断を覆したことから投資家へのインパクトも大きく，最終施行日では最も強い規制が実施されることから反応が大きいと考えた。

H：18 年判決及び改正貸法の公布・施行のイベントはサンプル企業の株価に負の影響を及ぼす

(2) データ

消費者金融企業だけでなくクレジットカードを扱う企業等を含めいわゆるノンバンクといわれるが，18 年判決と貸法改正はこれらの企業全体に影響を与えると考えられる[20]。そのため日本貸金業協会に登録されている企業のうち東京証券取引所第一部上場企業をサンプル企業とした。また分析の際に影響の現れ方が異なると考えられるサンプル企業をそれぞれの 4 つのグループ（以下，G1～4 と略す）に分類し，結果として図表-3 に記した 51 社がサンプル企業に該当した。

分析に用いた株価データは「Yahoo!ファイナンス」及び「株価 CD-ROM2011 年度版（東洋経済新報社)」より収集した。ただし日本貸金業協会に登録されている企業の 100%親会社が東証一部上場企業である場合はやむを得ずその親会社の株価を利用した。また図表-3 においてカッコ内の企業は子会社の代わりに株価を用いた親会社を表し，ホールディングスを HD，フィナンシャルグループを FG と略す。

図表-3　サンプル企業一覧

G1 （消費者金融大手，4社）	G3 （銀行以外の親会社の株価を利用した企業，18社）	G4 （親会社の銀行の株価を利用した企業，14社）
アイフル	SBIカード(SBIHD)	いばぎんカード(筑波銀行)
武富士	旭化成モーゲージ(旭化成)	きたぎんユーシー(北日本銀行)
アコム	エヌエスリース(オリックス)	札幌北洋カード(北洋銀行)
プロミス	エポスカード(丸井グループ)	清水カードサービス(清水銀行)
G2 （G1を除く、サンプル企業自体の株価を入手可能な企業，15社）	コメリキャピタル(コメリ)	新生フィナンシャル(新生銀行)
	サンステージ(ベルーナ)	セディナ(三井住友FG)
	シーズ・スリー(乃村工藝社)	ダイレクトワン(スルガ銀行)
クレディセゾン	ダイアモンドアセットファイナンス(三菱UFJリース)	ちば興銀カードサービス(千葉興業銀行)
フィデック	ダイハツ信販(ダイハツ工業)	中央三井カード(三井住友トラスト・HD)
芙蓉総合リース	東急カード(東京急行電鉄)	道銀カード(ほくほくFG)
興銀リース	東芝ファイナンス(東芝)	みずほファクター(みずほFG)
センチュリー・リーシング・システム	トヨタファイナンス(トヨタ自動車)	りそなカード(りそなHD)
日本証券金融	ナイスコミュニティー(すてきナイスグループ)	りゅうぎんディーシー(琉球銀行)
大阪証券金融	ビューカード(東日本旅客鉄道)	常陽クレジット(常陽銀行)
ポケットカード	三井ホームリンゲージ(三井ホーム)	
リコーリース	三国サービス(三国コカ・コーラボトリング)	
イオンクレジットサービス	大東ファイナンス(大東建託)	
ジャックス	東建リースファンド(東建コーポレーション)	
日立キャピタル		
だいこう証券ビジネス		
NECリース		
エヌ・ティ・ティ・ドコモ		

(3) 分析モデル

イベントスタディでは，イベントが起こらなかった場合に実現したと考えられる株価の期待収益率と，実際に観察された株価の収益率との差を AR として算出し分析する。期待収益率の算出にはマーケットモデルを用いた。本論文ではイベント日を t=0 とし，推計期間を t=-105 から t=-11 までの 95 日間，AR の動きを見るためのイベントウィンドウを t=-10 から t=10 までの 21 日間とした。推計期間は Ladmin[2001, pp.173-174]の指摘を考慮し、前後するイベント日のイベントウィンドウと推計期間が重複しないように設定した。算出に用いた計算式は，Campbell ら[2010]と櫻田・大沼[2010]，広瀬ら[2005]及び山崎・井上[2006]を参考にした。

モデルの構成要素である各個別銘柄の対前日比収益率 R_{it} と，マーケットインデックスの対前日比収益率 R_{mt} を(1)式，(2)式で算出する。P_{it} は t 日における第 i 銘柄の調整後終値であり，P_{mt} は第 t 日におけるマーケットインデックスの調整後終値である。

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \ldots (1),\quad R_{mt} = \frac{P_{mt} - P_{mt-1}}{P_{mt-1}} \ldots (2)$$

本論文の分析対象企業は東証一部上場企業であるため，マーケットインデックスには東証株価指数（TOPIX）を用いた。各個別銘柄の収益率を表す R_{it} を R_{mt} から推計できるとすると，R_{it} と R_{mt} の間には(3)の関係式が成立する。ε_{it} は誤差項を表し，パラメータ α 及び β は最小二乗法によって求めた。さらに各個別銘柄において算出したパラメータ推計値を $\hat{\alpha}_i$ 及び $\hat{\beta}_i$ として，(4)式から AR を求める。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt} + \varepsilon_{it} \ldots (3),\quad AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i \cdot R_{mt} \ldots (4)$$

AR が統計的に有意な異常値か否かを検証するため，(5)式により AR を標準化して SAR（Standardized AR）を求める。$\hat{\sigma}$ は推定期間の誤差項の標準偏差である。L は推計期間の日数を表し，本研究では L=95 である。以上から SAR の検定統計量 θ を(7)式で求める。山崎・井上[2006]によると θ は標準正規分布に従うため，イベントが起こらなかった場合の AR と異なるか否かの検定が可能になる。

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\hat{\sigma}} \ldots (5),\quad \hat{\sigma} = \sqrt{\frac{\sum_{-105}^{-11} AR_{it}^2}{L-2}} \ldots (6)$$

$$\theta = \sqrt{\frac{n \cdot (L-4)}{(L-2)}} \cdot \frac{1}{n}\sum_{i=1}^{N} SAR_{it} \sim N(0.1) \ldots (7)$$

4. 分析結果と解釈

(1)18 年判決日をイベント日とした分析

本節では，18 年判決日の平成 18 年 1 月 13 日をイベント日とした分析結果と解釈について述べる。以下の図表-4 で θ の推移を示し，以下すべての図表において同様に有意水準 1%の反応を***，同 5%を**，同 10%を*により表す。

図表-4　θ の推移

日付	t	G1		G2		G3		G4		備考
平成17年12月27日	-10	-0.072		1.428		-3.114	***	-1.758	*	
平成17年12月28日	-9	1.824	*	1.281		1.007		-0.510		
平成17年12月29日	-8	-0.437		-0.341		1.300		-1.447		
平成17年12月30日	-7	-0.610		-2.115	**	-0.296		-1.914	*	
平成18年1月4日	-6	1.800	*	1.629		2.127	**	2.112	**	
平成18年1月5日	-5	1.730	*	1.401		1.090		-0.464		
平成18年1月6日	-4	2.296	**	-1.489		-1.581		-2.434	**	
平成18年1月10日	-3	-3.528	***	-2.010	**	-2.221	**	-4.616	***	
平成18年1月11日	-2	1.251		-0.523		-0.755		2.290	**	
平成18年1月12日	-1	-2.841	***	1.076		-0.632		-0.712		
平成18年1月13日	0	-1.231		-0.133		0.003		-1.231		最高裁判決日
平成18年1月16日	1	-9.688	***	1.629		0.552		-1.170		最高裁、利制法超過金利認めず(14日日経)
平成18年1月17日	2	-0.041		-7.662	***	-4.815	***	-1.169		
平成18年1月18日	3	-0.471		-8.895	***	-11.121	***	-5.282	***	
平成18年1月19日	4	-0.025		8.073	***	8.225	***	3.756	***	日本の金融大手BRICsで事業拡大(日経)
平成18年1月20日	5	0.617		-3.089	***	-2.717	***	-0.052		
平成18年1月23日	6	-2.997	***	-7.376	***	-4.829	***	-2.838	***	
平成18年1月24日	7	0.504		3.977	***	2.410	**	2.193	**	
平成18年1月25日	8	-0.533		-0.014		-0.331		0.312		
平成18年1月26日	9	0.378		2.590	***	1.872	*	3.014	***	
平成18年1月27日	10	-6.668	***	0.080		1.302		5.682	***	金融庁借入金額に上限検討，カード被害2年分保障(日経)

当該イベント日において G1 とその他グループの反応に大きな違いが存在し，G1 にのみ t=1 に 1%水準有意で負の反応が見られ，3.(1)で述べた仮説は支持された。これは 18 年判決の影響による反応であり，判決に関する報道[21]がなされた日がイベント翌日の土曜日であったため，市場の反応がそれ以後にずれて出現したと考えられる。さらにこれまで認められていた灰色金利の法的有効性を覆す形で高裁判決が最高裁で破棄差戻しされたため，投資家へのインパクトが強く，市場の反応も非常に大きくなったと推測される。G1 では t=10 にも 1%水準有意で負の反応が見られた。これは金融庁が債務者の借入金額への上限設定を検討しているという報道[22]がなされたためと考えられる。借入金額に上限が設けられた場合，企業の事業縮小に繋がり，収益に悪影響が出ると投資家が判断したと解される。

(2)改正貸法公布日をイベント日とした分析

本節では，改正貸法公布日の平成 18 年 12 月 20 日をイベント日とした分析結果と解釈について述べる。以下の図表-5 で θ の推移を示す。

当該イベント日では予想に反して G4 を除く全グループにおいてイベント日に強い正の反応があり，G1 では 5%水準，G2・3 では 1%水準有意で正の反応が見られた。よって全グループにおいて仮説は棄却された。実質的な規制は公布と同時には

適用されず，以前から改正内容についての報道がなされていた[23]ため市場における負の反応が観測されないどころか，むしろ強い正の反応が出た。しかしその理由については，日本経済新聞や読売新聞等において関連する記事を探したが見つけることは出来なかった。

図表-5　θの推移

日付	t	G1		G2		G3		G4		備考
平成18年12月6日	-10	1.373		1.652	*	1.385		0.782		
平成18年12月7日	-9	0.592		0.023		0.137		0.055		
平成18年12月8日	-8	-0.134		-2.069	**	-2.540	**	-0.900		グレーゾーン金利撤廃法案成立へ(日経夕刊)
平成18年12月11日	-7	-3.316	***	-2.859	***	0.394		0.271		
平成18年12月12日	-6	0.166		-0.041		-0.696		-0.243		
平成18年12月13日	-5	-1.017		-1.818	*	-0.140		-1.082		貸金業法案きょう成立(日経)
平成18年12月14日	-4	1.584		1.452		0.750		1.419		
平成18年12月15日	-3	-1.772	*	-0.605		-0.595		-0.311		
平成18年12月18日	-2	-0.820		-0.292		-0.627		-0.232		
平成18年12月19日	-1	-2.161	**	-2.028	**	-1.912	*	-1.514		
平成18年12月20日	**0**	**2.240**	****	**3.128**	*****	**2.712**	*****	**0.951**		**改正貸金業法公布**
平成18年12月21日	1	-2.308	**	-2.630	***	-0.473		-1.889	*	
平成18年12月22日	2	1.418		-0.106		-1.343		-0.617		
平成18年12月25日	3	-1.601		-1.925	*	-0.175		-3.657	***	
平成18年12月26日	4	0.638		0.306		-0.324		-0.252		
平成18年12月27日	5	-0.045		-0.150		0.373		0.122		
平成18年12月28日	6	0.319		-0.704		-1.241		-0.695		
平成18年12月29日	7	-0.309		-0.778		0.319		-0.605		大納会
平成19年1月4日	8	3.525	***	3.227	***	2.072	**	2.140	**	ご祝儀相場か？
平成19年1月5日	9	2.826	***	1.018		0.611		-0.872		
平成19年1月9日	10	1.664	*	2.217	**	1.949	*	3.806	***	銀行の増資規制緩和方針決定(日経)

t=-7 では，G1・2 に 1%水準有意で負の反応が見られた。これは，前日における灰色金利を撤廃する法案が成立する見通しがあるとの報道[24]によると考えられる。灰色金利撤廃により従来通りの事業活動が困難になった場合，消費者向け金融を主とする G1・2 では他グループに比し，企業収益をより圧迫すると推測される。

(3)改正貸法第 2 段階施行日をイベント日とした分析

本節では，改正貸法第 2 段階施行日の平成 19 年 12 月 19 日をイベント日とした分析結果と解釈について述べる。第 2 段階施行では取立規制の強化と貸金業協会の設立が行われた。図表-6 でθの推移を示す。

図表-6　θの推移

日付	t	G1		G2		G3		G4		備考
平成19年12月5日	-10	0.019		0.178		2.546	**	2.059	**	
平成19年12月6日	-9	2.223	**	1.608		0.505		0.926		
平成19年12月7日	-8	1.300		1.325		3.252	***	0.669		
平成19年12月10日	-7	-0.205		-1.308		-0.931		-0.877		
平成19年12月11日	-6	-1.069		-0.484		0.044		0.895		
平成19年12月12日	-5	-0.438		0.903		0.288		-0.694		
平成19年12月13日	-4	-1.918	*	-2.955	***	-1.954	*	-2.940	***	改正貸金業法準備大詰め(日経)
平成19年12月14日	-3	-1.186		-0.340		-0.324		-1.364		
平成19年12月17日	-2	-0.545		-1.951	*	-3.014	***	-2.026	**	
平成19年12月18日	-1	-0.166		-0.797		0.569		0.478		
平成19年12月19日	**0**	**-0.507**		**-0.410**		**-0.987**		**-0.793**		**改正貸金業法第2段階施行**
平成19年12月20日	1	-0.239		-0.691		0.846		0.342		
平成19年12月21日	2	-1.289		-1.858	*	-2.032	**	-0.954		
平成19年12月25日	3	1.106		3.418	***	2.064	**	1.000		
平成19年12月26日	4	1.169		3.244	***	1.489		1.724	*	
平成19年12月27日	5	-0.135		-0.651		0.221		-0.852		
平成19年12月28日	6	-0.751		-2.617	***	-1.555		-2.546	**	企業の倒産急増(31日日経)
平成20年1月4日	7	-0.317		-4.815	***	-5.318	***	-5.389	***	
平成20年1月7日	8	0.763		-1.159		-1.448		-1.099		
平成20年1月8日	9	-0.003		-0.396		-0.126		2.900	***	
平成20年1月9日	10	1.502		2.592	***	1.050		1.696	*	銀行の有人出張所事後届け出制に(日経)

当該イベント日において全グループで有意な反応は見られないため，仮説は棄却された。第2段階施行では取立規制の強化と貸金業協会の設立しか行われないため，企業業績への影響は小さく市場の反応も弱くなったと考えられる。イベント日に反応が見られなかった一方，t=-4 ではG2・4に1%水準で，G1・3に10%水準有意で負の反応が見られた。これはカード会社や消費者金融企業の改正貸法に対する準備が，大詰めを迎えているという報道[25]によると推測される。準備には利用者への連絡やシステム変更，職員研修等が含まれており，そのための費用が業績へ与える悪影響として懸念されたと考えられる。

また t=7 にはG2~4に共通して1%水準有意で負の反応が見られた。これは倒産する中小企業の急増[26]に関する報道が前日になされ，取引先である金融業者に影響が及んだためと考えられる。G2~4の企業は企業向け融資も行うことから中小企業の倒産によって取引先の減少が懸念され，株価下落につながったと推測される。反対にG1は消費者金融専業であるため，倒産企業増加の影響が及ばなかったと思われる。

(4)改正貸法第3段階施行日をイベント日とした分析

本節では，改正貸法第3段階施行日の平成21年6月18日をイベント日とした分析結果と解釈について述べる。第3段階施行では，貸金業務取扱主任者の資格試験の導入と指定信用情報機関制度の導入，財産的基礎要件の2,000万円への引き上げが行われた。図表-7にθの推移を示す。

図表-7　θの推移

日付	t	G1		G2		G3		G4		備考
平成21年6月4日	-10	-0.969		-0.867		-0.580		-0.165		
平成21年6月5日	-9	-0.432		-0.262		-0.399		0.436		
平成21年6月8日	-8	0.398		0.967		-0.600		1.669	*	
平成21年6月9日	-7	-0.685		-0.972		-0.681		-2.066	**	
平成21年6月10日	-6	0.810		4.212	***	1.115		2.866	***	
平成21年6月11日	-5	1.412		2.253	**	0.372		0.788		
平成21年6月12日	-4	-0.209		2.532	**	3.215	***	2.137	**	
平成21年6月15日	-3	2.655	***	3.155	***	4.142	***	-0.940		
平成21年6月16日	-2	-2.918	***	-5.655	***	-3.769	***	-4.232	***	S&P、アイフルと武富士格下げ(日経)
平成21年6月17日	-1	-0.655		0.360		1.003		0.727		
平成21年6月18日	0	-0.807		-0.486		0.034		-1.451		改正貸金業法第3段階施行
平成21年6月19日	1	0.048		0.688		-1.764	*	1.519		
平成21年6月22日	2	0.051		0.915		1.145		0.791		
平成21年6月23日	3	-0.375		-2.851	***	-0.520		-0.242		
平成21年6月24日	4	-0.987		-0.729		0.500		-1.018		
平成21年6月25日	5	0.809		2.585	***	1.317		3.144	***	
平成21年6月26日	6	-0.039		1.267		1.451		-0.502		
平成21年6月29日	7	-0.870		-1.028		-0.402		-1.806	*	
平成21年6月30日	8	1.766	*	2.318	**	0.711		1.001		
平成21年7月1日	9	-0.415		-1.668	*	0.419		-0.007		
平成21年7月2日	10	-0.720		-0.784		-0.488		-0.829		

当該イベント日では，全グループでイベント日において有意な反応は見られず，仮説は棄却された。一方で全グループにおいて t=-2 に1%水準有意で負の反応が見

られた。これは米国格付け会社スタンダード＆プアーズが，アイフルと武富士を投機的水準に格下げした[27]ため企業への信頼性が失われ，投資家が株を売却したことが原因と考えられる。アイフルと武富士が格下げされた理由は2.(3)で述べた過払金の返還による業績の悪化が原因と考えられる。平成21年9月に武富士は倒産し，同年アイフルも経営再建のために私的整理を実施している。

(5)改正貸法最終施行日をイベント日とした分析

本節では，改正貸法最終施行日の平成22年6月18日をイベント日とした分析結果と解釈について述べる。最終施行では，貸金業務取扱主任者の配置義務化と財産的基礎要件の5,000万円への引き上げ，総量規制の導入，上限金利の引き下げが行われた。図表-8にθの推移を示す。

図表-8　θの推移

日付	t	G1		G2		G3		G4		備考
平成22年6月4日	-10	2.109	**	-0.298		0.072		0.363		
平成22年6月7日	-9	-3.351	***	-5.060	***	-3.604	***	-3.309	***	緊急の少額借入困難に(6日 日経流通)
平成22年6月8日	-8	-0.306		-0.441		-1.330		-1.081		
平成22年6月9日	-7	-1.999	**	-0.755		-1.548		1.572		
平成22年6月10日	-6	0.144		0.830		1.187		-0.181		
平成22年6月11日	-5	1.124		1.746	*	0.716		1.140		
平成22年6月14日	-4	-0.555		0.050		0.270		-1.034		
平成22年6月15日	-3	0.106		-1.329		-0.521		0.175		
平成22年6月16日	-2	-2.036	**	1.855	*	1.716	*	0.826		
平成22年6月17日	-1	2.361	**	-0.031		-0.530		0.936		
平成22年6月18日	0	-3.719	***	-0.441		1.272		-0.574		改正貸金業法最終施行
平成22年6月21日	1	0.867		1.425		1.665	*	2.176	**	
平成22年6月22日	2	0.080		1.683	*	0.497		3.572	***	
平成22年6月23日	3	0.027		-2.466	**	-2.101	**	-1.068		
平成22年6月24日	4	-1.166		1.376		1.025		-0.343		
平成22年6月25日	5	-1.006		-1.703	*	-1.078		-0.317		
平成22年6月28日	6	-1.999	**	-1.434		-1.679	*	-0.590		
平成22年6月29日	7	-0.846		-0.953		-0.685		-0.446		
平成22年6月30日	8	0.735		-3.702	***	-1.402		0.485		
平成22年7月1日	9	-1.315		0.754		-1.405		-1.903	*	
平成22年7月2日	10	0.625		-0.335		-0.562		-0.629		

当該イベント日ではG1に1％水準有意で負の反応が見られた。よってG1において仮説は支持された。最終施行では総量規制の導入や上限金利の引き下げ等、業務への影響が非常に大きい規制が適用されたため，今後の事業縮小等への懸念から株価への影響も大きくなったと考えられる。他方G2～4はイベント日前後に有意な負の反応は見られず，G2～4において仮説は棄却された。t=-9では全グループにおいて1%水準有意で負の反応が見られた。これは帝国データバンクによって実施された調査の中で，回答企業の51%が改正貸金業完全施行によって緊急の少額借入が困難になると見ているほか，個人事業主や企業の倒産増加や個人消費の低迷助長を懸念するという報道[28]によると考えられる。

5. おわりに

本論文では灰色金利を無効とした18年判決やそれに伴う貸法改正が，消費者金融業界とその周辺企業の株価にも影響を与えたことを明らかにした。3.(1)で推測した通り最高裁判決日が最も強い反応を示し，改正貸法最終施行日が次に強い反応を示したが，その他のイベント日では有意な負の反応は見られない。また消費者金融大手4社の株価には顕著な負の反応が見られたものの，それ以外の貸金業者や貸金業者を子会社に持つ企業・銀行の株価には概ね有意な負の反応は見られないことから，18年判決や法改正による影響を受けた範囲は極めて限定的と判明した。消費者金融大手4社は灰色金利の無効化による過払金返還請求や規制強化等による事業への影響が甚大である一方，その他企業は消費者金融以外に事業者向けの貸付やリース等も行っていたため影響が小さいと考えられる。4.(3)において検討した通り，倒産する中小企業の急増に関するニュースにG1が無反応である一方，G2~4が強い負の反応を示したことから前者は消費者向け金融，後者は事業者向け金融に関するニュースにより大きな反応を示すことをも明らかにした点は本論文のささやかな貢献と言える。

最後に本論文における残された課題について2点述べる。1点目は法改正のような制度変化を分析対象とした場合のイベント日設定の困難さについてである。本論文では改正貸法交付日および第2・3施行日において有意な負の反応が観測されていない。したがって本論文においても，Ladmin[2001, pp.173-174]が指摘するように有意なARの反応を観測することが困難になっている可能性がある。

2点目は本論文ではクラスタリング効果の厳密な検証がなされていない点である。本論文では分析対象企業をすべて貸金業界から選出し，5回に分けて共通したイベント日について分析を行ったため，クラスタリング効果が発生する可能性がある。したがって本来ならクラスタリング効果を考慮した分析を行う必要があるが，紙幅の都合上，今回は考察の埒外と置いたため，詳しい検証は別原稿に譲ることとする。

[後記] 本論文は第 48 回研究部会の報告内容に加筆修正を行っている。当日は司会・コメンテータである濱沖典之先生（中央学院大学）から大変有益な御示唆を数多く頂戴した。また本研究成果は平成 27 年度石井記念証券研究振興財団による証券研究学生団体研究助成の支援を受けている。いずれのご厚意に対しても謝してここに記す。なお、本論文において潜在する誤りの全ては筆者への責めに帰すべきは言うまでもない。

〔注〕

1) 森泉章「利息制限法と出資法，貸金業規制法四三条の関係-超過利息無効論の再検討-」，『消費者法ニュース』No.61，2004 年，p.42.
2) 平成 18 年 1 月 13 日最高裁判例　貸金請求事件　平成 16(受)1518.
3) この場合は契約履行を猶予され，分割弁済を認められることで債務者が受ける利益を指す.
4) 日本経済新聞朝刊　2006/11/12　9 面.
5) 金融庁「貸金業関係資料集」(http://www.fsa.go.jp/status/kasikin/20120928/index.html, 2013/04/14 閲覧).
6) 金融庁「資料集」(http://www.fsa.go.jp/policy/kashikin/program/07.pdf, 2013/04/14 閲覧).
7) 前掲注 2，平成 18 年 1 月 24 日最高裁判決 不当利得返還請求事件 平成 16(受)1158.
8) 日本経済新聞朝刊　2006/01/17　7 面.
9) 金融庁「貸金業法改正等の概要」(http://www.fsa.go.jp/policy/kashikin/04.pdf, 2013.12.21 閲覧).
10) 大森泰人『Q&A 新貸金業法の解説』，社団法人金融財政事情研究会，2007 年，p.22.
11) 書面に記載しなければならない事項は次の通りである。
貸付金額・貸付利率，返済方式・返済期間及び返済回数，貸金業者の商号，名称または氏名及び住所，賠償額の予定に関する取り決めがあるときはその内容，前各号に定めるもののほか内閣府令で定める事項.
12) プロミス・アコム・アイフル・武富士の 4 社を指す.
13) 金融庁「改正貸金業法完全施行後の状況について」，2010 年，p.9.
14) 日本経済新聞朝刊　2010/09/28　4 面.
15) 日本経済新聞朝刊　2009/06/14　14 面.
16) 日本貸金業協会『平成 24 年度年次報告書』，2013 年，p.105.
17) 金融庁，前掲書，p.8.
18) Ladmin, J.D.,Implementing and interpreting event studies of regulatory changes, *Journal of Economics and Business*, 53, 2001, pp.173-174.
19) 前掲注 8.
20) 日本経済新聞朝刊 2007/07/05　7 面，　2010/05/14　4 面.
21) 日本経済新聞朝刊　2006/01/14　34 面.

22) 日本経済新聞朝刊　2006/01/27　3 面.

23) 日本経済新聞朝刊 2006/12/13　4 面.

24) 日本経済新聞夕刊 2006/12/08　7 面.

25) 日本経済新聞朝刊　2007/12/13　4 面.

26) 日本経済新聞朝刊　2007/12/31　3 面.

27) 日本経済新聞朝刊　2009/06/16　4 面.

28) 日経流通新聞　2010/06/06　7 面.

【参考文献】

1. Campbel,J.,Lo,A. and A. C. MacKinlay. 1997. The Econometrics of Financial Markets,Princeton University Press.（祝迫得夫ほか訳書『ファイナンスのための計量分析』，共立出版，2007 年）
2. Ladmin, J.D.,Implementing and interpreting event studies of regulatory changes, *Journal of Economics and Business*, 53:pp.171-183，2001
3. 大塚茂晃「消費者金融と利息制限の必要性」，『関西学院経済学研究』36，2005 年，pp.77-91
4. 大森泰人『Q&A 新貸金業法の解説』，社団法人金融財政事情研究会，2007 年
5. 金融庁「改正貸金業法完全施行後の状況について」，2010 年
6. 齋藤正和『新出資法　条文解釈と判例解説』，青林書院，2012 年
7. 斎藤達弘「イベント・スタディにおけるクラスタリング効果の影響」『新潟大学経済論集』第 82 号，2007 年，pp.57-68
8. 茶野努「CDS，債券価格，株価の関係：消費者金融会社におけるケーススタディ」，『武蔵大学論集』第 60 巻第 1 号，2012 年，pp.1-49
9. 櫻田譲・大沼宏「ストック・オプション判決に対する市場の反応」，『第 6 回税に関する論文集』，2010 年，pp.53-94
10. 櫻田譲「みなし配当・みなし譲渡課税が資本剰余金配当に与える影響について」『第 35 回日税研究賞入選論文集』，2012 年，pp.11-50
11. 日本弁護士連合会上限金利引き下げ実現本部編『Q&A 改正貸金業法・出資法・利息制限法解説』三省堂，2007 年
12. 日本貸金業協会『平成 24 年度年次報告書』，2013 年
13. 樋口大輔・田邉亮平「消費者信用市場における総量規制の影響」，『東京情報大学研究論集』Vol.15 No.2，2012 年，pp.97-114
14. 広瀬純夫・柳川範之・齋藤誠「企業内キャッシュフローと企業価値-日本の株式消却に関する実証分析を通じての考察-」，『経済研究』56(1)，2005 年，pp.36-41
15. 森泉章『判例利息制限法』一粒社，1972 年
16. 森泉章「利息制限法と出資法，貸金業規制法四三条の関係-超過利息無効論の再検討-」，『消費者法ニュース』No.61，2004 年，pp.41-42

17. 森泉章・松本久二・小林元治『貸金業規制法〔第4版〕』一粒社，1993年
18. 山崎福寿・井上綾子「特許法35条と職務発明制度についての理論と実証-報奨をめぐる判決・和解と制度改定のイベントスタディ-」，『法と経済学研究』3巻1号，2006年，pp.9-54
19. 利息制限法金利引下実現全国会議編『高利貸しは社会を破壊スルー今こそ，利息制限法上限金利引き下げを！』日本加除出版，2009年