

第1日 10月25日(土) 午前

A会場 中央銀行パネル：「中央銀行と
金融システムの安定性」

日本銀行の最近の prudential policy

拓殖大学 武田 哲夫

近年の主要中央銀行において、金融調節を初めとする金融政策運営方法にはかなりの共通性が見られる(例えば市場オペレーション中心、委員会方式、明示的な運用基準の採用等)。これに対し金融システム安定化政策(prudential policy)に関しては、銀行監督業務との関わり、最後の貸手機能(LLR)等につきかなり区々であって共通性が見られない。

主要中央銀行の中で prudential policy を殆んど持たないのは欧州中央銀行であるのに対し、最も積極的に実施しているのは日本銀行であり、また経済金融情勢からしてそうせざるを得ない。

報告では、まず日本銀行の金融システム安定化(信用秩序の維持)との関わりを旧日銀法下と新日銀法下に分けて検討し、政府との役割分担について考察する。

次いで、1990年代半ば以降最近までの prudential policy を概観し、とくに日銀特融の発動の基準および具体的運用について見る。金融機関に対して特融を実施した後、日本銀行が損失を受けた事例についても検討する。

1998年の金融再生法及び金融早期健全化法の成立に伴い、金融システムの safety net は一応整備されたものの、その後の株価の低迷等に対処して日本銀行は2002年10月異例の銀行保有株式買取措置を実施した。これについて検討し、銀行と

企業との株式持合いという特殊な日本型システムの変換過程においては止むを得ない手段として位置付ける。

今後への教訓として、個別金融機関に対する考査から得られる情報をいかに prudential policy に活かすか、政府が担当する金融システム安定化機能との調整・協調をいかに円滑化するかを指摘する。

第1日 10月25日(土) 午前

A会場 中央銀行パネル:「中央銀行と
金融システムの安定性」

ユーロシステムの金融危機・安定問題

大東文化大学 高山 洋一

「通貨統合(Monetary Union)は本質的に終わったと考えてはいけない。ユーロの導入は、欧州金融市場の統合の成行きに強い影響を及ぼしたが、今もその影響は続いている。」(W.F.Duisenberg, Foreword in *The transformation of European financial system*, Published by ECB, May 2003) 通貨統合がスタートし、ユーロシステムの単一金融政策が実施されユーロ銀行券・コインが流通するなかで、さらに EU・通貨統合の深化と拡大が進められている。12ヶ国で一国形体の「欧州国民経済」で、ユーロシステムは連邦(的)型中央銀行制度の形式をとっているが、具体的な欧州統一国家がないなかで金融システムの安定問題はさまざまな制度的特徴を呈する。

ユーロシステムにおいて、連邦・中央集権的内容は ECB の設立と単一金融政策(ESCB/ECB 定款 14.3「NCBs は ESCB の統合された部分であり、ECB の指針及び指示に従って行動しなければならない」)、ユーロの法貨規定(条約 105a・定款 16「ECB,政策理事会は共同体域内において銀行券の発行を許可する排他的権利をもつ...ECB 及び NCBs によって発行された銀行券は、共同体域内で法貨としての地位をもつ唯一の銀行券である」)に表れている。他方、分権的内容は、財政政策を含め銀行監督・金融安定の分野(条約 105.5・定款 25「ESCB は、信用機関に対する慎重な監督及び金融システムの安定性に関し所管当局の政策の円滑な遂行

に貢献する。...ECB は、共同体法範囲・実施について、欧州理事会・委員会・加盟国の権限当局に対し助言することができるし、協議を受けることができる」)、ユーロ銀行券の管理・供給(ECB・MB, July 2003)、TARGET の運用(Key issues for the field of payment systems, Speech by Dr.W.F.Duisenberg, 12 June 2003)に表れ、各国の所管当局・NCB に法的権限・責任が与えられる。このようなシステム的特点において、NCB は欧州機関の構成部分であると同時に各国機関(一国家機関)でもある二元的・複合的性格の機関であり、同じ分権的内容において銀行監督者としては各国体に責任を有する「補完原理」に、金融政策オペやユーロの管理・供給者としてはユーロシステムの連邦権限を周辺(NCB)を通じて行う「分権原理」におかれる。

問題は、ユーロシステムの単一金融政策やユーロの法貨規定にみる連邦・中央集権的内容と分権的内容すなわち銀行監督・金融安定の「補完」と金融政策オペ・ユーロ供給にみる「分権」との関連である。そのなかでも連邦・中央集権的内容と「分権」との関係するもの同士の関連を問うことは、中央銀行の最後の貸手機能(LOLR)と金融安定の問題に関わって重要である。欧州金融市場が統合・グローバル化するなかで、金融機関の活動もクロスボーダーで拡大展開する。リスクの発現、金融危機の可能性は現実性をおび、中央銀行(ECB)に金融危機と金融安定問題の検討を迫るのも必定である。

第1日 10月25日(土) 午前

A会場 中央銀行パネル:「中央銀行と
金融システムの安定性」

中央銀行と最後の貸し手

関西学院大学 春井久志

1 中央銀行の設立目的は3つあった: 通貨価値の安定(monetary stability)、金融システムの安定(financial stability)および政府への財政的支援(戦費調達など)。は平時には副次的意義のみとなり、前2者の機能が重視された。金本位制度が通貨価値安定を達成する名目アンカーとして機能していた約100年前には、中央銀行設立の目的は金融危機を回避・緩和することに集中された。しかし、金本位制度から管理通貨制度への移行によって慢性的インフレや通貨危機の頻発が見られた。このような状況下で、中央銀行の役割は通貨価値の安定へと移行した。その目的達成のために、中央銀行に「手段独立性」が付与された。マーストリヒト条約によって設立された「独立性」の高い欧州中央銀行制度はその典型である。金融政策運営上の手段独立性と金融システムの監督責任とを中央銀行に付与することは、選挙で選ばれていない技術的組織体に強大な権限の集中をもたらす("democratic deficit")ことが懸念された。また、通貨価値の安定と金融システムの安定との間に「利益相反」も指摘されたことから、中央銀行の金融システムの安定化機能からの撤退・権限縮小の議論が生まれてきた。

さらに、世界的な規制緩和や競争のグローバル化、IT革命などによって金融機関の垣根が曖昧になった。このユニバーサル・バンキング化は商

業銀行やマネー・マーケットのみと取引してきた中央銀行にとって、そのセーフティ・ネットの内外の金融機関を区別し、金融システムの安定化を図ることが困難になった。それ以外にも、消費者保護や金融サービスへのアクセスの平等性や競争性を確保するという責任も中央銀行に追加された。このような多大な責任の負担を回避する方法として、中央銀行によるユニバーサル・バンク等の金融機関の監督責任からの撤退が考えられる。

2 本報告では、中央銀行と取り巻く環境変化の下で展開されている、中央銀行の最後の貸し手機能(以下LLR)をめぐる現代の論争の理論的側面を中心に考察したい。主要な論点はLLR機能の必要性、LLR機能の"money view"とLLR機能の"banking view"。そのことから「バジョット原理」の再評価を試みたい。但し、LLR機能の国際的な側面は割愛する。

第1日 10月25日(土) 午前

B会場 セッション:「企業金融」

The Deterioration of Firm Balance Sheet and Investment: Evidence from Thai Firms

一橋大学大学院 スワディー・ルンソンブーン

There is a large body of literatures showing that M&M theorem does not hold in the real world where the information problem in the capital market exists. When there is an information asymmetry between lender and borrower, the external finance premium occurs and leads to the higher cost of external funds compared to internal funds. According to the balance sheet channel theory, the changes in firm's net worth due to any external shocks increase external finance premium. Consequently, firm's investment expenditure declines.

Although the balance channel theory have been widely interested among researchers in both theoretical and empirical works, there are only a few papers applying the balance sheet channel to explain the transmission mechanism of impact of financial crisis on the real economy particularly in the East Asian countries.

This paper aims to shed light on whether and to what extent the firm balance sheet problem matter for investment expenditures. Moreover, the non-linear effects of firm financial condition on investment behavior are to be investigated. As discussed by, Bernanke, Gertler, and Gilchrist

(1966), due to the flight to quality of credit, the effect of firm investment and balance sheet condition is not linear. Firms with high agency costs are expected to have higher degree of liquidity constraint and hence tend to reduce more investment than firms with low agency cost.

Using data of listed firms in Thailand over the period of 1991 -2001, we estimate the effect of firm balance sheet condition on investment. In particular, during the period of 1997 financial crisis where firm balance sheets are deteriorated, the changes in investment are to be examined. In other words, we will investigate and compare between the degree of liquidity -constraint among firms in the period before the crisis and the period after the crisis. As mentioned before, the sensitivity of investment on balance sheet is expected to be greater for firms with higher agency costs. We also divide firms into categories based on the degree of liquidity -constraint firm faces that is firm size, the degree of bank-dependence and the ability to access to other source of funds (here, whether firm issue bonds or not). The General Method of Moments (GMM) estimators are applied in our model in order to avoid the possibility of endogeneity of regressors with respect to a disturbance term. Liquidity assets ratio and debt -asset ratio are used as proxies for firm balance sheet condition.

Consistent with the theory, the empirical results show that firm balance sheet condition does matter for firm investment behavior. In

particular, small firms tend to face with more liquidity constraint and then reduce more investment than larger firms. Moreover, the estimated coefficient of bond-issuance firms are statistically significantly larger than the coefficient of non-bond issuance firms. Our findings suggest that investment of small firms and firms with no-bond issuance are more sensitive to their balance sheet condition. Bank-dependent firms, as expected, are found to be less liquidity-constraint than independent firms since banks play a role in alleviating information problem especially in the period of financial crisis when the information asymmetry is likely to become more severe.

However, we find that estimated coefficients for the period before the crisis are larger than the coefficients for the period after the crisis. This implies that firms face less binding liquidity-constraint after the crisis. The possible explanation is that the changes in firm's expectation of future economic condition in the aftermath of crisis may lead to a reduction in demand for investment of firms. Accordingly, there is no need of external funds for investment and thus firm financial condition is not important determinant on firm's investment decision any longer.

第1日 10月25日(土) 午前

B会場 セッション:「企業金融」

日本企業の自社株公開買付に関する実証研究

大阪大学大学院 松浦 義昭

本報告は、日本企業の自社株取得の発表に対する株式市場の反応を計測することにある。

米国での自社株取得に関する研究は1970年代後半からはじまり、当初の関心は、イベント・スタディーの手法を用いて自社株取得の発表に対する株式市場の反応を計測することにあつた。80年代後半以降は、自社株取得に対して市場がポジティブに反応することは定型化された事実として受け止められ、その経済的動機を検証した研究が盛んに行われ、その結果として数多くの研究仮説が提唱されてきた。(例えば、情報シグナリング仮説、フリー・キャッシュ・フロー仮説、株主間の富移転仮説、債権者からの富収奪仮説、最適負債仮説、節税仮説、過大投資仮説、インセンティブ仮説、敵対的買収防御仮説、課税控除仮説、エンブレチメント仮説等。)

上記の仮説は同時に成立しうる補完的なものであり、相互排他的なものではないものの現在のところ情報シグナリング仮説が最も有力視されている。

他方、日本における自社株取得の公表に対する株式市場の反応を検証した実証研究としては、広田(1996)高野・小松(1997)菅(1999)秋山(1999)松浦(2002)牧田(2002a)牧田(2002b)広瀬・柳川・斎藤(2003)が存在している。これらの研究では、情報シグナリング仮説ないしフリー・キャッシュ・フロー仮説の検証が行われ、い

ずれも自社株取得に対して市場がポジティブに反応するとの実証結果が得られている。

本研究では、これらの先行研究を拡張することを目的に、特に自社株公開買付に焦点を当てて、1) 情報シグナリング仮説 2) フリー・キャッシュ・フロー仮説 3) エントレンチメント仮説の日本における現実妥当性を検証する。

第1日 10月25日(土) 午前

B会場 セッション:「企業金融」

総合商社の金融機能 商業信用から持ち株会社化へ

立命館大学 向 壽 一

1. 総合商社の本質をめぐる4つの理論

総合商社を巡る第1の立場は商社商権論である(島田克美)。総合性を持ち、長期にわたる継続的な取引関係を保ち続けている姿を「商権」という言葉で表現している。第2に、ビジネス・クリエイター論という立場から取り扱う立場がある(中谷巖)。起業家精神に富んだ人材バンクとして総合商社が位置づけられる。第3に、商社金融論の立場がある(山中豊国、曾我信孝)。高度な資本蓄積の中で、大手銀行の融資が中小企業の方まで廻らず、商社がメインバンクなどから信用供与を受け、それを商取引に関連して企業間信用を供与したと考える。第4に、日本型多国籍企業として総合商社を捉える立場がある(小島清、杉野幹夫)。高度成長期、対外直接投資黎明期、バブル期、新規事業の立ち上げ期を反映している。起業家としての側面は、単なる利鞘稼ぎの投資会社と異なり、商権を守っていくのであり、それに金融をつけ、世界大の広がりと分散を持つ多国籍企業論の形態を採る。

2. 商社金融の特徴

通説では商社金融は(受取手形+売掛金)-(支払手形+買掛金)とネットで把握されるが、この把握ではこの間の変化を捉えきれない。1980年前後は資産面で受取手形、売掛金、前渡金という企業間信用が総資産の6割を占め、商業銀行の役割

を代位していた。90年代末から21世紀にはいると、投資有価証券や関係会社出資金が多くなる。他面で、債務面では、支払手形と買掛金はそれなりに重要な位置を占めるが、社債発行、長期借入金の比率が増し、自己資本も増大している。主要製造業や都市銀行のバランスシートと比較すれば、総合商社は1980年頃、第2商業銀行として機能し、最近では持ち株会社化して機能しているといえる。それは収益面でもあきらかである。商社金融は支払利息のほうが受取利息より多い。1980年前後は利息収支の赤字を営業利益で補っていた。近年は配当等の収入で補っている。大手の総合商社と中小商社の収益格差は開いており、それを反映して、社債の格付けは三菱商事が東京三菱銀行と同じ格付けになっており、三井物産、住友商事、伊藤忠がそれに次ぐ。業績悪化を反映して丸紅、日商岩井、トーメン、ニチメンの格付けは低く、再編が必至である。

第1日 10月25日(土) 午前

B会場 セッション：「企業金融」

特別信用保証と中小企業経営の再構築

横浜市立大学 松浦 克己

内閣府社会経済総合研究所 堀 雅博

長引く金融危機の中で中小企業金融支援政策がとられ、特別信用保証制度はその中心に位置づけられる。特別信用保証制度は多くの財政負担と実質破綻企業の延命を許す社会的費用を伴うにもかかわらず、その効果に関する分析は乏しい。北海道地区中小企業千社のデータにより、どのような企業が特別信用保証を利用したか、倒産企業の倒産倍率を規定した要因は何か、特別信用保証の利用はどのように影響したか、存続企業の総資産利益率に決定要因は何か、特別信用保証の利用はどのように影響したか、を検証する。

特別信用保証利用企業と非利用企業の最大の差は、負債比率である。このため信用調査会社の会社評点には、顕著な差がある。

倒産倍率(=倒産負債額÷資本金)は倒産直前の負債関連指標(負債比率、金融機関借入比率)に極めて敏感に反応する。過剰債務企業の借り入れ増加は、債権不可能な倒産倍率につながる。特別信用保証制度は統計的に有意な影響を与えず、この制度は借換に利用されていた。

特別信用保証企業と非利用企業の総資産利益率の格差は、負債比率に決定的に依存している。負債比率の高い利用企業で利益率は低下している。過剰債務企業の借入増加は、倒産倍率を急増させ再起不可能となる可能性が高いことを明らかにし、中小企業経営の健全化には財務再構築・健全化が

重要であることを考察する。

第1日 10月25日(土) 午前

〔会場 セッション：「金融機関Ⅰ」〕

住宅ローン貸出における環境変化とリスク分析

滋賀大学大学院 堀 川 伊 則

企業の資金需要の低迷の影響や相次ぐデフォルトを回避するため、多くの金融機関が住宅ローンの増強に注力している。その一方で、これまで、圧倒的なシェアを誇るとともに、長期固定住宅ローンに関するリスクを一手に負ってきた住宅金融公庫による住宅融資は廃止されることが決まり、その代替として民間金融機関の長期固定金利住宅ローンへのニーズが高まりつつある。実際に、すでに今までになかった長期固定金利住宅ローンの商品化に踏み切る金融機関も登場している。しかし、長期固定金利住宅ローンは現在主流である変動金利型や固定金利選択型の住宅ローンに比べて、金利リスク、繰上返済リスクとともにその割合が非常に大きくなり、わずかなリスク管理上の失敗でも大きな損失を発生させる可能性がある。また、今後、多くの住宅ローンが完全な長期固定金利となった場合、現在観測されている行動とは違った行動を借入人がとることにより、より多くの繰上返済が発生するというリスクがある(これまでの繰上返済に関するデータは参考にならない状況になる)。このように、住宅ローンをはじめとする貸出金に関するリスク管理の重要性は、これまでになく大きくなってきているといえる。そして、現在の住宅ローンの過当ともいえる競争によって、貸出金利はリスクを十分に織り込んでいないとはいえない。こういったことから、リスクに見合う適正な金利設定を行うためにも、貸出金および担保資

産価格の適正な評価が必要である。そこで、住宅ローン債権（ただし金融機関としてより重要なのは、個別の債権ではなくローンのプール全体としての評価）の評価について、MBS（mortgage-backed securities、モーゲージ担保証券）の評価手法に現状の日本の環境を考慮したうえで、これを用いて住宅ローン貸出を取り巻くリスクの考察をおこなう。

第1日 10月25日（土） 午前

〔会場 セッション：「金融機関Ⅰ」〕

銀行部門の脆弱性と貸出行動 ダイナミックモデルによる分析

大阪大学大学院 石川大輔

本論文の目的は、1990年以降に日本経済が抱えた銀行部門の脆弱性が、銀行貸出にどのような影響を与えたのかを分析することである。特に、本論文では、金融システム不安が顕在化したと考えられる1997年以降に関心を払っている。

既に様々な文献で指摘されているように、日本経済における銀行貸出は、資金を直接市場から調達することが困難な中小企業にとって極めて重要な資金調達手段であり、又、デフレーションに苦しむ日本経済にとっては、信用創造という観点からも重要なチャンネルである。従って、銀行部門の脆弱性が銀行貸出を抑制しているとすれば、多大な影響を日本経済に対して与えていることは想像に難くない。

このような問題意識に基づき、本論文では、銀行の異時点間の最適化行動により導出された非線形なオイラー方程式を、一般化モーメント法 (Generalized Method of Moments) によって推定することにより、1990年以降における銀行部門の脆弱性と銀行貸出との関連を分析することを試みている。

本論文による推定結果は、1997年以降における銀行部門の脆弱性が貸出を抑制していたという仮説を支持している。さらに本論文では、1997年-2001年における銀行貸出の予測値と実績値との乖離を計算することにより、まず第一に、1998年

第2四半期と1998年第4四半期において、いわゆる「貸し渋り」が発生していたこと、第二に、1998年第3四半期から1999年第2四半期にかけて、不良債権処理の加速による貸出の急激な落ち込みを、公的資本注入による脆弱性の改善が緩和していたこと、第三に、1999年第2四半期以降の貸出の落ち込みは、脆弱性の悪化を反映しているものではないこと、を明らかにした。これらの結果は、不良債権のより一層の処理と公的資本の再注入等による銀行部門の脆弱性の改善が、日本経済の再生を考える上で、極めて重要な要素になり得ることを示している。

キーワード：異時点間の銀行貸出行動モデル；非線形なダイナミック GMM 推定；銀行部門の脆弱性と金融システム安定化政策

第1日 10月25日(土) 午前

〔会場 セッション：「金融機関Ⅰ」〕

Causes of Nonperforming Loans in the "Heisei Depression"

大阪大学大学院 國 方 明

大阪大学 筒 井 義 郎

In this paper, we use panel data on city banks, long-term credit banks, trust banks, and regional banks from 1992 to investigate empirically the causes of nonperforming loans in the Heisei Depression. We analyze loans to borrowers in legal bankruptcy (LBB) and past due loans (PDL), and examine not only announced outstanding nonperforming loans but also the estimated amount newly arising. The results suggest the following. First, the estimated amount of PDL newly arising is not reasonable, suggesting that there is a problem either in estimating PDL or in applying the model to the amount of PDL newly arising. Second, the Heisei Depression and bank policies in the bubble period greatly affected the amount of nonperforming loans. Third, management policy in the Heisei Depression did not play an important role in reducing nonperforming loans.

第1日 10月25日(土) 午前

C会場 セッション：「金融機関Ⅰ」

わが国金融機関の低スプレッド 1990年代後半
における利ざや設定行動の検証

みずほ総合研究所 小野 有人

わが国金融機関の基礎的な収益力の弱さを表す一つの経営指標として、利ざや(スプレッド)が欧米金融機関よりも低いことがあげられる。低スプレッドの背景には、銀行市場における供給過剰圧力(オーバーバンキング)や公的金融機関のオーバープレゼンスといった市場構造・政策面での要因と、わが国金融機関のビジネスモデルが、顧客との中長期的な取引関係を重視し、景気循環等に伴う借り手の信用リスク増大に対して利ざやを引き上げない「リレーションシップ型銀行モデル」に基づいていたというミクロ的な要因がある。本稿では、後者の観点から、低スプレッド改善の必要性が強く認識され始めた90年代後半に、わが国金融機関の利ざや設定行動に変化が生じたかどうかを計量的手法により分析し、低スプレッド改善に必要な金融機関経営上の論点について考察した。主な分析結果は以下の通りである。

第一に、信用リスクの増大に対して利ざやを高めるという「取引銀行型モデル」と整合的な結果が得られたが、信用リスクが利ざやに及ぼすインパクトはきわめて小さく、信用リスクに見合った貸出金利の設定がなされているとはいいいがたい。

第二に、業態別には、借り手との結びつきの強い地域金融機関が、地域顧客に対するコミットメント機能を生かしつつ低スプレッドの是正に取り組んでいるとの結果が得られた。一方、大手金融

機関については、相対的に供給過剰圧力が強いことを示唆する結果が得られたが、その背景には、支店機能の見直しが遅れたことがあるとみられる。

第三に、大手金融機関の場合、低スプレッド改善には明示的なコミットメントラインの推進がカギとなると考えられる。近年拡大しているシンジケート・ローンのクレジット・カーブからは、低スプレッド改善に向けた動きが既に始まっていることが示唆される。

第1日 10月25日(土) 午前

D会場 セッション:「金融理論」

Loanable Funds and Banking Optimization

神戸大学大学院 三宅 敦史

1990年以降の日本経済は、景気後退と低成長を繰り返し、現在も厳しい不況に見舞われているのは周知の事実である。これら不況の原因は金融部門にあるといわれているが、特に民間金融機関の自己資本不足にその責があるように思われる。しかしながら、金融機関の自己資本を明示的に扱い、それら自己資本が経済に及ぼす影響を理論的に考察した論文はそれほど多くないように思われる。このため本論文では、Holmstrom and Tirole (1997)で考察されているような信用市場が不完全な経済に、一定の自己資本を持った金融仲介機関の利潤最大化行動を組み込み、金融仲介機関の自己資本が貸し出しに及ぼす影響について理論的な考察を行った。

この論文の主要な結果は、金融仲介機関の自己資本に対する負のショックは、多くの実証結果で支持されているように、貸し出しを減少させ、経済にとってはマイナスに働くというものである。特に中小企業のようにそれほど純資産の多くない企業が投資資金を調達できなくなるという結果が導かれた。この結果を貸し手側から見れば“Flight to Quality”が発生したということもできるが、借り手側からすれば銀行による「貸し渋り」あるいは「貸し剥がし」ということになるのではないだろうか。

日本政府は「金融機能の早期健全化のための緊

急措置に関する法律」に基づいて、1999年3月に健全行に対して公的資金の注入を行ったが、このような自己資本の積み増しは、貸し出しを増加させる(減少させない)ので、経済全体にとってはプラスに働くことになる。このように考えると政府による健全な民間銀行への公的資金の注入は正當なものであったといえよう。

第1日 10月25日(土) 午前

D会場 セッション：「金融理論」

Irreversible Investment under Uncertainty with Regime Shifts

早稲田大学大学院 相 沢 一 郎

This paper analyzes a model of the optimal timing of the irreversible investment in which the growth rate and the volatility shift between different states at random time. Recent empirical analysis has shown that the importance of stochastic regime shifts in a number of contexts. Though the irreversibility of investment under uncertainty and the resulting optimal investment timing problem have caught considerable attention, the burgeoning literature on the irreversible investment under uncertainty under the real option approach has not incorporated this feature, and has assumed that they do not vary over time. In this paper we explore the investment decision over the business cycle with regime stochastically shifting between two states, characterized by boom and slump.

第1日 10月25日(土) 午前

D会場 セッション：「金融理論」

Real Options in a Duopoly Market with General Volatility Structure

京都大学大学院 芝 田 隆 志

This paper considers strategic entry decisions in a duopoly market when the underlying state variable follows a diffusion with volatility that depends on the current state variable. The extension to this case is more than marginal, since empirical studies have suggested that the volatility is indeed non-constant in real options practices. It is shown that, even in the extended model, three types of equilibrium exist in the case of strategic substitution, as for the geometric Brownian case, when the revenue functions are linear. Also, the presence of strategic interactions may push a firm with cost advantage to invest earlier, and the firm value as well as the optimal threshold for the investment decision increases as the market uncertainty increases.

Keywords: Investment decision, resolving operator, volatility, diffusion process, Nash equilibrium, strategic substitution, strategic complement

第1日 10月25日(土) 午前

D会場 セッション:「金融理論」

利子率を引き下げる効果があることが確かめられた。

債権者間の協調の失敗と負債の価格付け～公表情報、私的情報と大口債権者の役割を中心に～

横浜市立大学 武 田 史 子

法政大学 武 田 浩 一

多額の負債を抱えて流動性危機に直面した企業は、他の債権者の取り立てで企業が倒産してしまわないうちに自分だけでも債権を早期に回収しようとする債権者の行動によって、本来であれば再建させるのが望ましい場合でも倒産に追い込まれることがある。本研究では、そのような債権者間の協調の失敗がもたらす非効率的な倒産の可能性が、負債価格にどのような影響を与えるかを、グローバル・ゲームの枠組みを用いて考察した。分析の結果、大口債権者と小口債権者が存在する下での負債の債権者間の協調問題において、大口債権者が債権に占めるシェアや保有情報の正確さが、プロジェクト成功の可能性や負債価格に対して重要な影響を与えることが確かめられた。大口債権者と小口債権者の両方が正確な情報を保有する極限のケースでは、大口債権者のシェアの増大や私的情報の正確さの向上は、プロジェクト成功の可能性を高めることが明らかになった。極限以外のケースでは、大口債権者のシェアの増大や私的情報の正確さの向上は、プロジェクト成功の可能性を高めて利子率を低下させることもあれば、逆に失敗の可能性と利子率を高めることもあることが確認された。また、ファンダメンタルズに関する事前の公表情報については、公表情報の平均値が高くなると、プロジェクト成功の可能性が高まり、

第1日 10月25日(土) 午前

E会場 セッション:「国際金融Ⅰ」

市場別価格設定行動とインフレターゲット

一橋大学大学院 岡野 衛士

本稿ではニューオープンエコノミーマクロ経済学のフレームワークを用いて生産者が市場別価格設定行動をとる²国経済での生産者物価インフレ率、CPIインフレ率のそれぞれをターゲットとするインフレターゲットの効果と比較検証した。先行研究では開放経済において産出とインフレの安定化の観点から中央銀行が選択すべき政策は購買力平価の成立を仮定したモデルを用いて固定為替相場制やCPIインフレターゲットとの比較において生産者物価インフレターゲットであると主張している。

本稿ではまず伝統的な市場別価格設定行動モデルをニューオープンエコノミーマクロ経済学のフレームワークで再現した。具体的には生産者が自国向けと外国向けに異なる価格設定を行うことを仮定し、短期的には購買力平価が成立しないAD-ASモデルを構築した。また経済には世界的な需要ショック、相対的な需要ショック、自国および外国それぞれにおける生産性ショックが存在することを仮定した。これらのショックの発生に対して、生産者物価インフレターゲットは相対的な需要ショックおよび生産性ショックの発生に対してGDPをボラタイルにするのに対してCPIインフレターゲットは生産性ショックが生じない限りGDPを常に安定化する効果を持つことがわかった。

したがって短期的に購買力平価が成立しないの

であればインフレと産出の安定化の観点から中央銀行が選ぶべき政策は生産者物価インフレターゲットではなくCPIインフレターゲットが好ましい。

第1日 10月25日(土) 午前

E会場 セッション：「国際金融Ⅰ」

先進諸国におけるマクロショックがアジアの資本市場に与える影響

一橋大学大学院 猪 口 真 大
高千穂大学 大 野 早 苗

90年代に入り、先進諸国からアジア諸国への資本流入が急速に拡大した。資本流入が拡大した背景としては、エマージング・マーケットにおける抜本的な資本市場の改革・開放政策や高度経済成長への高い期待などが考えられるが、先進諸国における金融政策の変更など先進諸国のマクロ・ショックからの影響も無視できない可能性がある。市場規模が拡大しつつあるとはいえ、途上国の資本市場の流動性は相対的に低く、先進諸国のマクロ経済の状態の変化によって、先進諸国から途上国へと大量の資本の流出入が起こることから、途上国の資産価格が乱高下する事態が懸念される。

先進諸国のショックがアジアの資本市場に与える影響としては、先進諸国の金融政策が変更され、先進諸国とアジア諸国の資産収益率格差が変化することからアジア市場への資本流出入が起こり、アジア諸国の資産価格が変動する、先進諸国の財需要が変化するなど、先進諸国の実体経済に生じた変化が輸出入の変化を経てアジアの実体経済に影響を与え、それがアジア諸国の資産価格に影響を与える、先進諸国の資本市場においてリスク・プレミアムが変化するなど、先進諸国の資本市場に生じたショックがアジアの資本市場に影響を与える、などが考えられる。

本研究は、日米におけるマクロ・ショックがア

ジアの資本市場にどのような影響を与えるかを分析する。分析方法としては、構造 VAR モデルをもとに、先進諸国において生じたショックを識別し、どのようなショックがアジアの資産価格に影響を与えているかを分散分解分析、インパルス応答関数の推計をもとに検証する。さらに、アジア危機の前後において、日米のマクロショックがアジア諸国の資本市場に与える影響に何らかの変化が見られるかどうか考察する予定である。

第1日 10月25日(土) 午前

E会場 セッション：「国際金融Ⅰ」

Vertical Specialization, Exchange Rate Pass-Through, and External Adjustment

神戸大学大学院 五百旗頭 真吾

本稿では、国際分業の深化が為替レート・パススルー効果および経常収支調整に与える影響を考察し、整理した。

国際分業の深化は二つの経路を通じて、為替レート変動の輸入価格へのパススルーを弱めると考えられる。(1)生産工程が複数の通貨圏に分散化すると、輸入最終財の単位生産コストに占める外貨建てコストの割合が低下するため、為替レートが変化しても輸入国通貨建てで計った単位生産コストはあまり変化しない。よって、価格がマークアップ・ルールに従って設定される限り、為替レート変動の輸入最終財価格へのパススルーは低下する。例えば、今や日本の輸入額の約20%を占める逆輸入財価格へのパススルーは、このコスト・メカニズムを通して低下すると考えられる。(2)また、国際分業の深化は多国籍企業による企業内貿易の拡大と密接に関連しており、多国籍企業による企業内金融が為替レート変動と貿易財価格の相関関係を弱める可能性がある。

伝統的な考え方に従えば、このような為替レート・パススルーの低下は名目為替レートの経常収支調整機能を弱めることになる。しかしながら、複数の通貨圏に生産設備を持つ多国籍企業は、為替レート変動に対し、中間財・最終財生産の比重を通貨が減価した地域にシフトさせて対応することがある。このような生産拠点のシフトは企業が

相対コストの変化に直接反応することによってもたらされるものであり、従来考えられてきた消費者が相対価格変化に反応する結果もたらされるものとは違う形の、支出転換効果(expenditure-switching effect)と言える。したがって、国際分業の深化が名目為替レートの経常収支調整機能を阻害するか否かは、パススルーの低下が相対価格変化の縮小を通して需要転換を抑制する効果と、相対コスト変化が生産の国際間シフトを促す効果のいずれが大きいかによって依存している。

また、国際分業の拡大は中間財輸入の比重を高める傾向を持つ。中間財需要の価格弾力性が小さいとすれば、パススルーは輸入国通貨増価の時に小さく、輸入国通貨減価の時に大きくなる。しかし、需要弾力性が小さい限り、需要転換の大きさはパススルーの大小に関係なくわずかに止まるであろう。

キーワード： 国際分業、為替レート・パススルー、経常収支調整

第1日 10月25日(土) 午前

E会場 セッション:「国際金融I」

北東アジア開発銀行構想

北東アジアのグランドデザインを通して

秋田経済法科大学 千葉 康 弘

はじめに 分析の視角

北東アジア開発銀行 (NEADB) 構想は北東アジアの開発金融のスキームづくりの有効な選択肢の一つである。1991年に北東アジア経済フォーラム (Northeast Asia Economic Forum 以下、NEAEF) で最初の提案がなされてから12年を経過している。その間、93年にNEADB構想についての最初の研究報告が、また、97年には現在の構想の基となるスタンリー・カッツ氏 (東西センターの上級客員研究員、元アジア開発銀行副総裁) のNEADB設立が発表された¹⁾。2002年には前記の東京財団の研究報告書²⁾がこれらの議論を踏まえ、日本の視点からの構想として発表された。

本報告ではこれらの新しい状況を入れながらこれまで取り上げてきたNEAEFの取組みを検証し、NEADB創設構想およびその議論の展開についてレビューする。その上でNEADB創設議論を巡る論点を整理し、北東アジアのグランドデザイン (空間開発計画・開発ビジョン) を通して北東アジア地域における金融面での開発協力のあり方を考察する。

論点整理

北東アジア地域の開発を進めるための資金調達スキームとしては、NEADB構想の他に、既存スキームである二国間のODA (政府開発援助) の活用、既存の国際金融機関、特にADBの強

化や特定基金の設置、UNDP 図們江開発事務局が提案した北東アジア・図們江投資株式会社の構想、それに北東アジアの新設国際機関に資金協力の機能を併せ持たせるスキームなど様々な構想が提起されている。時系列的にその論点を整理する。

北東アジアの開発ビジョン

NEADBの設立の必要性を説明する為には北東アジアへの投資が大きな収益をもたらす可能性を秘めていることを目に見える形で示さなければならないのである。その為には北東アジアの総合的な開発ビジョンを明示したグランドデザインを描く必要がある。北東アジアのグランドデザイン³⁾の基本コンセプトを確認し、北東アジアの空間構造それに空間開発計画を検討する。NEADBとの連携を分析する。

NEADB 構想とインフラ整備 開発ビジョンとの融合

NEADBの主要な機能は開発資金の供給である。開発ビジョンなき投資は為されないように、北東アジアへの投資が大きなReturnをもたらす可能性を秘めていることを目に見える形で示す責務がNEADB及び開発ビジョンの双方にある。

NEADBの展望

以上のNEADBの論点を踏まえ北東アジアのグランドデザインとの融合を狙いとする北東アジア地域の開発金融調達のファシリティの方策を探る。

¹⁾ カッツ氏の1997年論文 *Financing Northeast Asia's Infrastructure Requirements Is a New Development Bank Needed? - A Quantitative Assessment -*, *Regional Economic Cooperation in Northeast Asia: Proceedings of the 7th Meeting of the Northeast Asia Economic Forum*; Ulanbaatar (June 1997)

²⁾ この報告書は、東京財団「北東アジア開発銀行」(NEADB)の創設と日本の対外協力政策に関する調査研究プロジェクト(2001年4月~2002年6月)の研究成果をまとめたものである。2006年発足を目標にアクション・プログラムの提示などに力点をおかれている。より現実的取組みの提案が為されている

³⁾ 北東アジアランドデザイン研究会『北東アジアのランドデザイン 発展と共生へのシナリオ』2003.1

第1日 10月25日(土) 午前

F 会場 セッション: 「国際金融」

為替相場のボラティリティが日本 - アジア間貿易に及ぼす影響 - GARCHモデルによる分析 -

東京経済大学 熊本方雄

一橋大学大学院 熊本尚雄

1997年のアジア通貨・金融危機は、多くのアジア諸国がその貿易等の対外経済関係の実態に関わらず、実質的なドル・ペッグ制度を採用していたことが原因の一つであったと言われている。このため、アジア諸国における為替市場を安定化させ、貿易関係を安定的なものとするためには、今後、その対外経済関係の実態をより反映した通貨バスケット制度を採用し、円との連動を高めることが好ましいとする主張も少なくない。

本報告においては、通貨危機以前において、日本とアジア5カ国(インドネシア、韓国、マレーシア、シンガポール、タイ)間の各二国間貿易が、各二国間実質為替相場のボラティリティからどのような影響を受けていたかを実証分析する。

為替相場のボラティリティが国際貿易に与える影響に関しては、先進主要諸国が変動為替相場制度へと移行した1973年以来、Hooper, and Kohlhagen (1978)を先駆として、数多くの理論および実証研究がなされてきた。実証分析において問題となるのは、為替相場のボラティリティを如何に定式化するかということである。近年においては、Pozo(1992)、Kroner, and Lastrapes (1993)、Qian and Varangis (1994)等のように、為替相場のボラティリティをGARCHモデルを用いて定式化する研究が多い。この方法を用いれば、generated

regressors の問題を回避できるという利点を持っている。

本報告においても、GARCH モデルを用いて、為替相場のボラティリティを定式化し、実証分析を行なう。

[参考文献]

Hooper, P. and Kohlhagen, S. (1978) "The Effect of Exchange Rate Uncertainty on the Price and Volume of International Trade." *Journal of International Economics*, vol.8 (4), pp.483-511.

Kroner, K. F. and Lastrapes, W. D. (1993) "The Impact of Exchange Rate Volatility on International Trade: Reduced Form Estimates Using the GARCH-in-Mean Model." *Journal of International Money and Finance*, vol.12 (3), pp.298-318.

Pozo, S. (1992) "Conditional Exchange-Rate Volatility and the Volume of International Trade: Evidence from Early 1900's." *The Review of Economics and Statistics*, vol.74 (2), pp.325-329.

Qian, Y. and Varangis, P. (1994) "Does Exchange Rate Volatility Hinder Export Growth? Additional Evidence." *Empirical Economics*, vol.19 (3), pp.371-396.

第1日 10月25日(土) 午前

F 会場 セッション：「国際金融」

マネタリーモデルの共和分分析

- モデルの識別と円/ECU レートへの応用 -

神戸大学大学院 福本幸男

為替レート決定理論の1つであるマネタリーモデルは、多くの実証研究でベンチマークとして用いられる主要なモデルである。マネタリーモデルは、大きく分けて、合理的期待伸縮価格マネタリーモデル、伸縮価格マネタリーモデル、硬直価格マネタリーモデルの3つがある。先行研究においては、いずれのマネタリーモデルにおいても、ヨハンセンの共和分検定で、1つの共和分ランクが見られただけで、そのマネタリーモデルが成り立っているとみなしているもの、または、各マネタリーモデルが、共和分検定のフレームワークの下で識別できることを前提に議論しているものがある。それに対し、本報告では、共和分検定で用いたマネタリーモデルによって、必要とされる共和分ランクの数が異なり、また、伸縮価格マネタリーモデル、硬直価格マネタリーモデルが共通して、合理的期待伸縮価格マネタリーモデルの形で共和分関係を持つ可能性があることを述べる。その結果、従来の分析では、伸縮価格マネタリーモデルと硬直価格マネタリーモデルは共和分検定において必ずしも識別できない点を明らかにする。

以上の問題点を考慮し、本報告では、マネタリーモデルに共和分関係があると考えられる下で、現実の経済を伸縮価格マネタリーモデルか硬直価格マネタリーモデルのいずれかを識別する分析手法(Dynamic OLS)を提案する。

その上で、実証分析への応用として、1979年から1998年までの円/ECUを用いた分析を行う。その分析結果は、硬直価格マネタリーモデルを支持するものとなった。

第1日 10月25日(土) 午前

F会場 セッション：「国際金融」

わが国のマネタリーベース、為替レートおよびインフレ率に関する検証

神戸大学 井澤秀記

日本経済は近年長引くデフレ(物価水準が継続的に下落している状態)下にある。名目金利をゼロ以下に引き下げることができないことや、構造改革を優先して財政赤字や政府債務を増加しにくい状況から、デフレ解消のための一策として、貨幣供給量を増加させて円安に誘導し、物価を押し上げることを提唱する論者がいる。本稿は、わが国のバブル崩壊後1992年以降のデータを用いてこの仮説を実証的に検証することを目的とする。

用いるデータは、日本銀行の発表するマネタリーベース(月平均残高、億円、準備率調整後、季節調整済)、為替レート(円/ドル、月平均)、および国内企業物価指数(消費税を除く、2000年=100)である。分析期間は、バブル崩壊後の1992年1月から2003年6月までである。まず、これら3変数(対数値)について単位根検定(ADF検定)を行う。次に、3変数についてヨハンセンの共和分検定を行う。さらに、一階差(すなわち前月比の変化率を近似)をとったVARモデルによるインパルス応答関数を推計し、量的緩和(ないし非不胎化介入)が、どの程度名目為替レートを円安に誘導し、どの程度インフレ率を高めることが可能か検証する。

参考文献

大西茂樹、「デフレーションの要因分析」財務省

財務総合政策研究所編「フィナンシャル・レビュー」第66号、90年代の金融政策特集(2002年12月) pp.68-112

粕谷宗久・平形尚久、「外国為替レート・輸入物価変動からの国内物価への波及の大きさおよびその要因の分析」日本銀行調査統計局、Working Paper 02-10(2002年11月)

浜田宏一・飯田泰之・寺井晃、「金融政策の波及チャンネルとしての為替レート」日本金融学会2003年度春季大会報告論文(2003年6月1日)

宮尾龍蔵、「円安政策の効果」経済研究、vol.54, no.2 (April, 2003) pp.114-125

第1日 10月25日(土) 午前

F会場 セッション:「国際金融」

開発援助ファイナンスの国際協調 - 「援助協調モデル」の構築と適用

長崎大学 木原隆司

近年、途上国への資金の流れの重要な部分を占める開発援助に関して、「有効な援助」はどうあるべきかの議論が活発に行なわれている。こうした中、受益国とドナー国(群)及びドナー間の「援助協調」の不足が、「オーナーシップ」の欠如、「キャパシティ」の欠如を生み、更にドナー間の「重複」を通じて、援助の有効性を減じてきたとの議論がある。他方で、ドナーの一部には、「援助協調」の進展が「国益」の実現を阻害するため、援助額の大幅な減少につながるのではないかとの危惧がある。

「援助協調」はドナー国の援助目的(「国益」)を阻害し、開発援助ファイナンス額の削減に繋がるものなのか? 本稿では、ドナー国の国益を明示的に取り込んだ「援助協調モデル」の構築・適用を中心に、「援助協調」がドナー国の(広義の)「国益」に寄与し、必ずしも援助ファイナンス額の削減につながるものではないことを示す。

まず、OECD等の分析を参考に、「援助協調」及び関連概念の整理を行うとともに、「援助協調の不足」により受益国が「低オーナーシップの罠」に陥る可能性を持つことを示す。

開発援助を巡るモデルとして、例えば、世銀の Collier and Dollar が貧困削減効率的な援助配分関数を提示しているが、このモデルはドナー国が有する貧困削減以外の援助目的や戦略的行動につい

て考慮しておらず、貧困削減効率的な援助配分や十分な援助額が自発的に確保されるメカニズムを示していないという限界がある。

そこで、本稿では開発援助の準公共財的特性に着目し、ドナー国の国益や戦略的行動を明示的に定式化した「援助協調モデル」の構築を試みる。ここで提示するモデルによれば、ナッシュ均衡下で援助額は、「狭義の国益」（個別ドナー国に特定の政治的・経済的利益）の増大、「援助提供コスト」の削減、「援助効率」の改善により増大することが示され、更に、「援助協調」がドナーの援助方式をパレート優位な交渉解へと転換させる可能性を持つことから、「援助協調」を導入することにより、協調・コスト削減・効率改善を通じ、援助額はむしろ増大する可能性があることが示される。「援助協調」により援助額が減少すると考える背景には、「狭義の国益」の減少懸念があると思われる。しかし、受益国への貿易・投資環境の改善などを通じ、「狭義の国益」を維持・増進することも可能と考えられ、「援助協調」は全体として、ドナー国の厚生、すなわち「広義の国益」の増進に寄与し、その限りにおいて、自発的で持続可能な援助額の増大が見込まれる。

本稿では更に、この「援助協調モデル」の実際の援助行動に対する当てはまりを見るために、簡単な実証分析を試みるとともに、このモデルに基づく従来の援助協調手法（CG 会合等）の問題点と近年の援助協調手法（SWAps、Partnership, Common Pool 等）の利点、ベトナム等の援助協調に対するモデルの適用可能性等について検討する。

第1日 10月25日（土） 午前

G会場 セッション：「金融問題Ⅰ」

The Present Problems Facing Chinese Rural Financial Reform

鳥取大学大学院 鄭 蔚

After the entry into WTO, the agricultural product market will be further expanded. The government set up the tactic of developing toward modern agriculture with the emphasis on agricultural structure adjustment in order to speed up the agricultural and rural economic development and increase the peasant's income. For this, the adequate supply of funds by the financial institutions is of key importance. The satisfaction of THE financial demands in rural areas has become the most important problem of reform in the rural financial institution.

Since 1996, besides those informal folk financial institutions, the rural financial system is mainly composed of the following three organizations. the Agricultural Development Bank of China (ADBC), as a policy bank to supply credit, the Agricultural Bank of China (ABC), which concentrates on maximization of profits as a commercial bank, and the Rural Credit Co-operatives (RCC), as a co-operative financial institution on behalf of its members. They carry out their own responsibilities and cooperate with each other under the guidance and supervision of the People's Bank of China (PBC).

As to the Chinese rural financial reform, the main focuses of the present day research is that the reform concluded the past situation of confusion and conflicting benefits among the different functions of policy, cooperation in the financial institutions. This is studied from the historical institutional changes of rural finance. No analysis has been made of different enterprise systems, structures and managements as to how the rural finance can better satisfy the fund needs of rural development. As economic entries, their inner economic features and relevancy determine their efficiency. This report, using the industrial organization theory, analyses the characteristics of the structure, conduct and performance of the three entities – the ADBC, ABC and RCC, thereby clarifying the relationship between them. From that analysis, the present problems in the three organizations and the reasons for whether they can satisfy the capital needs of the rural development are concluded as follows:

First, as the policy bank, the ADBC mainly deal with providing capitals for the state-owned enterprises to purchase, process and store gains. But the capital is always insufficient for being provided only by the PBC. On the other hand, the business scope of ADBC is too narrow and lack of financing capacities, their support to the underdeveloped area in the northwest is also incomplete. Second, as the ABC is gradually changing into commercial banks, they also put their emphasis on profit-catering. From 1998,

they began to reduce their branches in townships and enlarge their business in cities, and almost don't provide direct loans to peasants, private business and enterprises. Third, although the RCC becomes the only formal financial institution that can provide loans to peasants, private business and enterprises, due to the traditional bureaucratic characteristics, as well as its large quantities of bad loans, they can't perform their function of cooperation, their management is always in a dilemma and can't satisfy the farmers' capital demands, so the farmers had to turn to high-rate loans and other informal loans.

第1日 10月25日(土) 午前

G会場 セッション：「金融問題Ⅰ」

構造型 VAR による中国のデフレーション分析

早稲田大学大学院 張 艶

現在、中国は高い経済成長率を持続しながら、物価は1998年からマイナスにまで下落し、経済改革後はじめてデフレーションに直面している。中国独特のデフレーションは何が原因で生じたのか。デフレーション解消のための有効な金融政策とは何か。以上の問題意識を念頭に置き、本報告では、需給条件の変化を反映する物価と産出量の2変数構造型VAR (structural vector autoregression) モデルを利用して、中国の物価と産出量の変動を需要面と供給面に要因分解し、実証分析を行う。その結果に基づき、中国の有効な金融政策の運営について考察する。

報告の構成としては、まず、需要サイドと供給サイドの両面から、現在の中国の経済事情を概観し、財市場の需要不足と供給過剰という中国におけるデフレーションの要因をそれぞれ説明する。次に、中国の物価と産出量の2変数構造型VARモデルを構築する。そして、中国における物価と産出量を、需要面と供給面の要因に分解し、インパルス応答と分散分解の分析を試みる。最後に、その分析結果に基づき、金融政策の効果・含意について考察する予定である。

物価と産出量の2変数構造型VARモデルを推計し、それによるインパルス応答と分散分解の結果から、供給ショックが中国の産出量の変動に影響する主な要因で、需要ショックは物価の変動に影響する主な要因であることが確認できた。また、

物価の反応については、供給ショックに対して物価はマイナスに反応し、需要ショックに対してはプラスに反応する、ということも確かめられた。金融政策の運営に関しては、経済に加わるさまざまなショック 需要ショック、供給ショック の性格の違いを明らかにして、それぞれのショックへの適切な金融政策の対応を考えるべきである。今後の金融政策の運営方向としては、デフレーションから脱出するため、需要ショックを生じさせるように需要創出面に力を入れるべきである。

キーワード 中国のデフレーション、構造型VARモデル、金融政策

第1日 10月25日(土) 午前

G会場 セッション：「金融問題Ⅰ」

欧米の中小・地域金融

金融庁金融研究研修センター 山 村 延 郎
金融庁金融研究研修センター 松 田 岳

我が国において、「中小企業向け・地域向け金融の円滑化を如何にして図るか」は、金融行政が担う大きな政策課題であるとともに、学界・政界・マスコミを問わず大きな関心の的である。不況が長期化する中で、中小企業・地域経済の疲弊がとりわけ深刻であるとの事実認識がその背景にある。

わが国での中小・地域金融の円滑化を巡る近年の諸研究・議論は、以下の三つのアプローチに集約できる。

第一のアプローチは、「中小・地域金融機関のビジネス・モデルはどうあるべきか」というものである。中小・地域金融の理論的な独自性と存在意義を確認する作業が行われ、本来あるべきビジネス・モデル像、具体的にはリレーションシップ・バンキングの在りようが模索されてきた。現実のビジネス・モデルとあるべきそれとの間に乖離がある場合、如何にしてその乖離を埋めるかが政策課題となる。

第二のアプローチは、「資金循環を如何にして『調整』するか」というものである。これは中小・地域金融の円滑化を、監督当局による既存金融機関の規制・監督を通じて図ろうとする議論である。そのモデルと挙げられるのが米国の Community Reinvestment Act であり、我が国でも「金融アセスメント法」という形での立法化を目指す動きがある。

第三のアプローチは「資金循環を如何にして『創生』するか」というものである。様々な問題を抱える既存金融機関を通じてではなく、新しい資金循環の経路を創り出すことによって、中小・地域金融の円滑化を図ろうとする議論である。たとえば東京都の「中小企業向け債券市場」創設構想もこの文脈にかかるといえよう。

そこで本報告では、欧米の中小・地域金融の現状を調査・報告することを通じて、我が国の中小・地域金融の円滑化策を検討する材料を提供すると同時に、若干のインプリケーションを導き出すことにする。

簡潔に述べると、アメリカにおいても大陸欧州においても、中小・地域金融制度の末端部分においては、金融機関の企業統治や諸金融組織に NPO・ボランティア等の制度が結びついており、社会的資本または社会的市場経済的のメカニズムが重要であると言える。

第1日 10月25日(土) 午後

A会場 リスクパネル:「リスク時代の企業経営」

理論的視点から

前日本リスク研究学会会長、

滋賀大学 酒 井 泰 弘

I

現代は「リスクと不確実性の時代」と言われる。だが、リスクの問題は、何も今に始まったわけではない。早い話、「地震、雷、火事、親父」、「火事と喧嘩は江戸の華」、「板っ子一枚、波の上」というような言葉が教えるように、日本人は昔から多様なリスクに直面しつつ、ものの見事に対処してきた国民である。

「リスク」とは何であろうか。通常の見方によれば、それは人間の生活維持や社会経済活動にとって《望ましくない事象》の発生する不確実さの程度、および結果の大きさの程度を表す。だが、リスクはある意味でクスリでもあり、企業経営のように「リスクに挑戦する」ということが積極的意味を持つ場合が少なくない。そこで、最近の筆者はリスクについて次のように考えている。

「リスクとは、状態如何によって、ひとつの行為から複数個の結果が生まれることを指す。それは人間の生活維持や社会経済に対して、プラスとマイナスの両側面を持つ。リスクが大きいとは、複数の結果の間で変動の幅が大きく、また各結果の程度が大きいことを意味する」

「リスクの経済学」は古く新しい学問である。次

の5つに時代区分するのが便利であると思う。

第1の時期は、有史以来1700年頃までに及ぶ未明期、「ヤミ」の時代である。「無常」とか「大航海」とか、リスクや不確実性に関する事柄が多数発生したが、経済学自体がまだ市民権を獲得していなかった時代のことである。

第2の時期は、1700年頃から1940年頃までに及ぶ始動期、「アベ」の時代である。旗手はアダム・スミスとダニエル・ベルヌーイの二人、それにマーシャル、ナイトやケインズなどの巨星が含まれている。期待効用基準は、すでに1736年、ベルヌーイによって展開されていたが、長らく無視される運命をたどった。

第3の時期は、1940年頃から1970年頃までの発展期、「ノモ」の時代である。この短い期間を象徴する業績は、数学者フォン・ノイマンと経済学者モルゲンシュテルンの共同著作『ゲーム理論と経済行動』(1944年)である。さらに、ナッシュ、ゼルテン、フリードマン、サベッジ、アレー、サイモン、トービン、マーコヴィツ、ステイグラールなどの巨匠が並ぶ。

第4の時期は、1970年頃から2000年頃までの成熟期、「アス」の時代である。アロー、アカロフ、スペンス、スティグリッツなどが代表選手である。さらに、マルシャク、ラドナー、ハーヴィツ、ハーヴィツ、トベルスキー、カーネマン、ブラック、ショールズ、アーサーなど、多士済々である。

第5の時期は、2000年頃以降の再生期、「ミチ」の時代である。経済も経済学も閉塞状況にあり、両者の再生が必要な時期である。我々は21世紀の初頭、このまま未知が続くか、それとも新

しい道が見つかるか、分岐点に立っている。

リスクという概念は、単に量的な側面だけでなく、質的な側面からもアプローチする必要がある。当面のリスクが「得体の知れないリスク」なのか「既知のリスク」なのか、また「恐怖感を与えるリスク」なのか、「怖くないリスク」なのかどうか問われなければならない。そのためには、人間の喜怒哀楽などの心理・感情などの「ヒューマン・ファクター」の考慮がどうしても必要である。

「土魂商才」という言葉がある。これは、欧米人の商業観とは異なる考え方である。近江商人は土魂商才を体現した一群の集団として、江戸時代に全国的ネットワークを確立し、明治以降も商社やメーカー設立の主体となって、日本の近代化に大きな貢献をしてきた。

新世紀において、学際的なリスク研究がますます発展していくことが期待される。その際、リスクの一般理論の研究推進だけではいささか「つまらん」だろう。もっと「おもしろい」研究の一方としては、リスクマネジメントの視点から近江商人論を再構築することだろうと思う。

リスク研究者はすべからず、リスク挑戦者でなければならない。夢やロマンを追う人間は、それだけで幸福者というべきであろう。

第1日 10月25日(土) 午後

A会場 リスクパネル：「リスク時代の企業経営」

環境融資の視点から

日本経済新聞社経済部編集委員

藤井良広

金融機関の活動に環境配慮を求める動きが広がっている。2006年末にスタートが予定される新BIS規制案でも、個々の金融機関の融資行動への位置づけに加えて、オペレーショナルリスクの一因としても取り込まれる見通しだ。また米シティグループなどの世界の主要銀行はIFCとともに、途上国向けの融資に絡んで、環境保護などを融資条件とする共通のガイドライン(Equator Principles)を自主的に採用した。

これらの動きは、世界的に活動する企業が目下、問われているCSRの金融機関版ともいえる。だが、金融機関の環境配慮行動の場合、そうした一般的な企業の社会的責任を問う行動規範としての意味合いを超えて、グローバル化する環境問題を金融的手法で緩和ないしは解決することへの期待が込められている。同時に、国境を越えて波及する環境問題の性格上、BIS規制とは違った意味で、各国の金融機関を一律基準で制約するグローバル・ガイドラインとしての側面も合わせ持つ。本稿ではそうした環境と金融の接点に焦点を当てたい。

第1日 10月25日(土) 午後

A会場 リスクパネル：「リスク時代の企業経営」

銀行の視点から

滋賀銀行頭取 高田 紘一

第1日 10月25日(土) 午後

B会場 セッション：「金融機関」

株主提案はエージェンシー問題を緩和できるのか？ わが国の企業統治における株主の役割

名古屋大学大学院 浅井 義裕

わが国の経済・金融システムは、「失われた10年」を超えて長期的に低迷している。特に銀行の不良債権問題は深刻で、その不良債権の増加は、銀行の審査能力、モニタリング能力の低下を示すものと考えられている。こうした環境下において、銀行に代わって、機関投資家によるコーポレートガバナンスが有効なのではないかと注目を集めている。機関投資家がコーポレートガバナンスに取り組む姿勢が変わりつつあることが明らかになる一方で、機関投資家による企業統治は、始まったばかりということもあり、その効果に関する実証研究の蓄積は十分なものではない。そこで、本稿では、機関投資家によって行われたものを中心に、わが国で行われた株主提案の効果に関して実証的な検討を行った。

本稿では、1993年から2002年までの間に行われた株主提案を実証研究の対象として選んでいる。その結果、投資先企業のモニタリングを行うインセンティブと能力を十分に持つ機関投資家によって行われた株主提案は、株式市場でエージェンシー問題を緩和するものとして評価されていることが明らかになった。一方で、モニタリングするインセンティブと能力を持たない個人株主によって行われた株主提案は、株式市場において、エージェンシー問題を緩和するものと評価されていない

ことが分かった。つまり、持ち株比率も高く、モニタリングに必要な情報を集めることに優れている機関投資家によるコーポレートガバナンスは有効であることが分かった。こうした結果は、米国での研究結果とも合致するものである。

わが国の機関投資家によるコーポレートガバナンスは萌芽期にある。従来わが国では、株式の持ち合いにより機能していないとされてきた株主による経営者の規律付けが、今後拡大していくためには、必要な情報が開示されていることが前提となる。しかしながら、アンケート調査によれば、わが国の機関投資家は、企業の情報開示の不足が、ガバナンス行動の障害になっていると感じている。そこで、機関投資家によるモニタリングが、より一層効率的になるようするためには、情報開示の内容・質の向上に努めるという当局の関与に加えて、企業が自発的に、適切なタイミングで情報開示をする環境を整えていくことが引き続き必要になるだろう。

第1日 10月25日(土) 午後

B会場 セッション：「金融機関」

貸手責任リスクが銀行の融資行動に与える影響について

九州大学大学院 下田 真也

本稿では、融資先企業が非合法的な行為を行ったことにより、第三者に与えた損害について、当該企業のみではその損害を十分に補償できないため、その企業へ融資を行っている銀行にも補償の義務が生じるという、いわゆる貸手責任が問われるような制度を想定する。その上で、貸手責任が問われる状況において、銀行の企業に対する融資行動にどのような影響があるのかについて検討を行う。

具体的には、合法的な活動を行う企業と非合法的な活動を行う可能性のある企業が存在して、銀行が貸付を行う前にコストをかけて行う調査の水準に応じて、それらが判明する確率が決まるというモデルを設定する。

企業が実行するプロジェクトは十分に収益が見込めるものであり、融資先の企業が合法的な活動を行う企業であれば銀行は確実に融資の元利金を回収できるが、融資先の企業が非合法的な活動を行って、なおかつ第三者に損害を与えるようなことになると、その損害賠償について貸手責任が問われて銀行が損失を蒙る可能性が出てくる。

以上のような条件のもとでは、貸手責任制度が存在することで、銀行は事前の調査をより高い水準で行おうとすることが期待される。しかし、例えば銀行が株主に融資を行い、株主はそれを元手に企業へ増資するというような、銀行が貸手責任を回避する企業支援を行うことで、事前の調査水準

が逆に低く抑えられてしまう状況が生じることを示す。

第1日 10月25日(土) 午後

B会場 セッション：「金融機関」

日本型証券経営の変革

滋賀大学 二上 季代司

1997年を境にして日本の証券業界は大きく変わりつつある。この年に、証券行政の根本的転換(金融ビッグバン)の表明、戦後型証券会社経営の行き詰まり(小川証券に端を発し山一証券でピークに達する)、営業スタイルの転換(「資産管理型営業」の提唱)の3つが重なった。これに続いて経営戦略・組織・人事制度など広い意味での証券経営の改革と競争構造における変化が日本の証券業界において顕著になっていった。

報告者は、旧来の日本型証券経営の特徴を、競争構造(4社寡占)、経営組織(総合証券経営と中小証券経営の二極分化)、営業手法(推奨販売と4社ウォッチャー)の3点から整理してみたい。こうした特徴をもつ日本型証券経営は、戦後の証券界に課せられた役割(高度成長下での限界資金供給源)を、歴史的経緯から公社債業者の系譜を引く大手4社が担うことによって成立したのである。従って、高度成長が終わりを告げる1980年代にはその歴史的使命を終え、日本型証券経営は修正を考える時期にきていたが、80年代後半からのバブルがそれを覆い隠した。むしろ逆コースを辿ることになった。

その後90年代に入り市況の低迷、2度の証券不祥事を経て、誰の目からも限界が明らかになった段階で、旧来型の証券経営の修正が開始された。証券経営に特に影響を与えた環境変化としては、証券サービスへのニーズの根本的な変革、在

日外国証券会社のシェア拡大、金融ビッグバン、山一の破綻が挙げられる。その結果、新陳代謝（新規参入と退出）が盛んとなり、新しいビジネスモデルが持ち込まれるようになったこと、他方で、既存の証券会社においても経営組織・戦略、営業手法において大きな変化が生じている。

この報告では、日本の証券会社の経営戦略・組織・人事制度など、換言すれば「証券経営」にどのような変革が生じつつあるのか、その事実経過ならびにそのもつインプリケーションについての報告者の見解を述べたい。

参考文献；拙稿「手数料自由化後の証券経営」（資本市場研究会編『証券経営の新ビジネスモデル』清文社、2000年6月）

第1日 10月25日（土）午後

B会場 セッション：「金融機関」

金融持株会社の機能と伝統的銀行業務の過剰問題

持株会社による金融グループ再編成の帰結

愛知大学 奥野博幸

日本の戦後の産業金融は、為替資本取引の規制された閉鎖経済において主として国内銀行貸出によって遂行されてきた。1980年代において、成熟経済の低い産業金融需要と共に国内および海外市場での資金調達が拡大したために、銀行に対する産業金融需要は大幅に縮小した。本報告の狙いは、まず、間接金融方式による産業金融の供給が過剰になったこと、つまり、伝統的な銀行業務が過剰になったことを、国内銀行貸出金/GDPおよび法人企業借入金/GDPの比率で考察する。次に、不安定な金融システムを再構築する手段の一つとして持株会社制度の解禁が大手銀行主導のもとに行われたことを金融制度調査会報告書および諸論文を用いて明らかにする。結果として、すべての大手銀行は金融持株会社制度を利用して証券会社や金融関連業務を行なう会社を傘下に持つ金融グループを創設したのであるが、金融グループ（例えば、みずほフィナンシャルグループ）が伝統的銀行業務に関わる人材や設備等のリストラをどの程度実行し、かつ証券業務をどれだけ拡大したかをみずほグループの財務諸表や関連資料を用いて吟味・検討する。また、政府は、過剰銀行業務の根幹である個人金融資産における預貯金を投資信託・債券・株式へ移行させる努力をどの程度払ったかを考察する。最後に、金融グループの経営戦

略の選択は、・伝統的銀行業務を縮小し、海外金融の拡大、広義での証券業務の拡大 海外銀行および証券業界との競合、証券会社の買収、・信用度の低い企業あるいはや小企業への貸出の拡大 中小・地域金融機関との競合、金融機関の買収である。伝統的な銀行業務の縮小に対応するためには、金融グループは・か・の選択、あるいは両者の折衷策をとらねばならない。日本の金融機関が再編・整備を完了し、金融システムが安定するのはかなりの時間を要することとなる。

第1日 10月25日(土) 午後

〔会場 セッション：「金融政策」〕

価格粘着性とコア・インフレーション指標
産業別データを用いた分析

一橋大学大学院 工藤 健

近年、金融政策の透明性を重視する考え方が、学界のみならず政策担当者の間でも広がりつつある。金融政策の透明性を確保するためには、外的なショックによる影響を取り除いて、純粋な政策効果を適切に評価する必要がある。コア・インフレーションは、一般物価の変動から外的なショックによる物価変動の影響を除去することによって、物価変動に関して金融政策当局が責任を負うべき範囲を示す概念である。

本稿では、このようなコア・インフレーションの概念を、部門ごとの価格粘着性の違いという視点から整理して、理論的・実証的に分析する。

理論分析では、Benigno(2003)にしたがい、価格粘着性の程度が部門間で異なる場合に、経済厚生水準を高めるような最適物価指数を求めて、この指標がコア・インフレーションに関する良い指標となることを示す。また、一般物価指数や既存のコア・インフレーション指標が上記の最適物価指数と一致する条件をそれぞれ理論的に分析する。

一方、実証分析においては、Gali and Gertler(1999)にしたがい、ニュー・ケインジアン型フィリップス曲線を、価格粘着性パラメータに注目して、産業部門ごとに推定する。そして、理論分析において検討したように、価格粘着性パラメータが、最適物価指数とその他の指標とが一致する条件をそれぞれ満たすかについて統計的に検定して、

既存の指標が厚生分析の視点から満足なものであるかどうかを検証する。

参考文献

- Benigno, P., (2003), "Optimal Monetary Policy in a Currency Area", *Journal of International Economics*, forthcoming.
- Gali, J., M. Gertler, (1999), "Inflation Dynamics: A Structural Econometric Analysis", *Journal of Monetary Economics* 44, 195-222.

第1日 10月25日(土) 午後

〔会場 セッション:「金融政策」〕

内生的貨幣供給理論をふまえた貨幣総量再評価

早稲田大学大学院 得田 雅章

貨幣総量はバブル期以降、大幅な変動を繰り返して、実体経済との関係が希薄化しているといわれている。この変動要因がマクロ経済システムとしての実体経済を反映した内生的なものなのか、あるいは政策当局による外生的なインパクトによるものなのか、内生的貨幣供給理論の枠組みから論じていき、実証分析につなげていく。そして金融政策の効果に関してのインプリケーションを導く。

内生貨幣論に準じた論理展開を基調としている近年の *Journal of Post Keynesian Economics* (JPKE) に掲載されるペーパーには、その構造を明確にモデル化したものは少ない。加えて実証分析にて現実経済との対比を行っているものはさらに数を減し、VAR やシミュレーションに関しては皆無である。よって、こうした領域を埋めていくのはその分野への貢献となり政策可能性として有用となろう。

ただ、内生的貨幣供給理論には従来の水平学派と比較的新しい構造的貨幣内生アプローチが存在する。後者に関しては、銀行は決して中央銀行の政策に機械的に反応する経済主体としてではなく、他産業の一般企業と同様、積極的に利潤を追求する主体として把握されるべきであり、その点では構造的貨幣内生アプローチが現実的であり、妥当性があると思われる。ただし、現時点においてその理論を定式化、さらには実証分析まで持つていくことは、金融不安定性が持つ複雑さや絶えざる

金融システムの変容のため困難であることが予想される。よって、構造変化に関わってくるインパクトは、本論ではある程度外生化させ、インプリで記述的に補充することが次善の選択となろう。

本報告の構成は、既存の内生貨幣供給理論ののっつた修正イングランド銀行マクロモデルを採りあげ、そのモデルに関しての実証分析を行う。その際には明確に銀行行動をモデル化し、ポストケインジアン的な色合いを描写する。次にテスト（パーシャル・トータル・ファイナル等）を行い、そのパフォーマンスを検討する。さらに、外生変数を2~3年のスパンで任意に選択し、シミュレーションを行う。

パースペクティブとして内生貨幣理論の妥当性と貨幣の長期中立性、企業家マインドの影響力、政策当局による金利および貨幣量を通じての実体経済への限定的影響力の導出を考えている。

第1日 10月25日(土) 午後

〔会場 セッション：「金融政策」〕

Financial Intermediation and Firm Investment Decision - A Property Right Approach

早稲田大学大学院 黄 巍

このペーパーでは貸し手の金融仲介機関と借り手企業の相互関係を考えるモデルを提示し、金融仲介機関の直面するインセンティブ問題を考慮しつつ、それが経済全体の投資パフォーマンスに与える影響を分析します。

80年代の理論では、金融市場に存在する情報の非対称性が効率的な投資の実現を防ぎ、金融機関の役割をそれらの問題を緩和するところに帰結します。しかし、伝統的な完備契約理論は現実の金融契約をすべて説明できるわけではありません。たとえば銀行によるリレションシップレンディングなどは、単純契約として捉えることは不適切だと思われます。90年代からの金融機関に関する理論では、不完備契約理論がより重視されてきました。

たとえば、Grossman=Hart=Mooreのproperty rightアプローチ、特にHart(1995)およびHart and Moore(1998)では、ヒューマンキャピタルのinalienabilityによって完備(i.e. renegotiation proof)契約が実現不可能な場合、効率的な投資が実現されません。

本稿のモデルでは、起業家と貸手金融機関はともにプロジェクトの産出を観測されますが、外部(e.g. 裁判所)立証できるのは産出の一部しかないケースを考えます。しかも、金融機関が一定の

コストを払って、そのような立証できる産出の割合(その部分が企業の清算価値として考えられる)を増大できると仮定します。その場合、銀行のモニタリング行動は(事後産出を直接に影響しないにもかかわらず)、戦略的デフォルトの確率を減少させ、二つの意味で効率性の向上をもたらす:一つは事前投資におけるホールドアップ問題の軽減で、もう一つは起業家の(有限責任制約に起因する)モラルハザード問題の軽減であります。

査定行動が厚生的な観点からは好ましいが、適切なインセンティブメカニズムがなければ、貸手としての金融仲介機関は自主的に適切な査定レベルを選ぶわけにはなりません。さらに、市場、政策などの要因も金融仲介機関のインセンティブに影響を与えます。

この数十年間、金融仲介機関を取り巻く環境の変化は激しいものです。そのような変化の中に、金融仲介の果たす役割を再評価し、環境変化に対応して金融規制およびその他政策的インプリケーションを検討します。

第1日 10月25日(土) 午後

〔会場 セッション:「金融政策」〕

Non-Neutrality of Indexed Government Bond Issue:

Lessons from the UK and US Experiences

上智大学 竹田 陽 介
ニッセイ基礎研究所 矢 嶋 康 次

We discuss non-neutrality of indexed government bonds, typically issued in the UK since 1981 and the US since 1997(Fischer(1983)). Our motivation is to extract from these experiences policy-oriented lessons for prolonged deflation in Japan, where a small amount of indexed bond issue waits till the fiscal year of 2003. Extending further a comprehensive work of Campbell and Shiller(1996), the following empirical issues are addressed; How different the indexed bonds in the UK and US would be from nominal debts?; How much costs of government's fund raising reduced, especially under deflation?; How 'demonstrating' government issue for private ones?; How beneficial for monetary policy decision-makings? The empirical results, taken into account institutional differences in the UK and US, are 'scorecards' for designing indexed bonds forthcoming in Japan.

Reference:

[1] Campbell, Y. John, and Robert J. Shiller. 1996. "A Scorecard for Indexed Government Debt" in the NBER Macroeconomics Annual 1996,

edited by Ben S. Bernanke and Julio J. Rotemberg, Cambridge: MIT Press, pp.155-208.

[2] Fischer, Stanley. 1983. "Welfare Aspects of Government Issue of Indexed Bonds" in Inflation, Debt, and Indexation, edited by Rudiger Dornbusch and Mario Henrique Simonsen. Cambridge: MIT Press, pp.247-66.

第1日 10月25日(土) 午後

D会場 セッション: 「国際金融」

Credit Crunch in East Asia: A Retrospective

大阪大学 高 阪 章

日本学術振興会外国人特別研究員

Mervin L. Pobre

大阪国際大学 塩 谷 雅 弘

This paper investigates possible credit crunch in East Asia from 1980 to the present. While economic recovery has been achieved by these economies after the 1997 crisis, it seems fairly fragile. As we emphasized in the last Asian Crisis conference in Taipei, the recovery after the crisis has not been supported by the recovery of domestic credit. While there is literature on credit crunch in the region immediately after the crisis, contradicting results were obtained as to the existence of credit crunch. With more or less stagnant investment, this paper re-investigates whether credit crunch can be a major factor in hampering economic growth. Our particular concern lies on the difference in the factors that lead to shifts in the supply of loans during these periods and on the effectiveness (or ineffectiveness) of conventional monetary policy as an adjustment tool. Also, in this paper, we compare the situation of credit crunch in the 1980s with the recent experience. We are well aware that financial liberalization has changed the financial environments of these countries in the last two decades. Our concerns are with changes in

transmission mechanisms of monetary policy during the periods. Unfortunately we have not enough literature on these aspects. Unless we better understand the differential impacts of conventional monetary policy in different environments, we may fall into the same trap of another yet worse financial crisis.

We start with an analysis of the developments in the credit markets of the East Asian countries. We then turn to the factors that lead to shifts in the demand and supply of loans in the next section. We estimate the extent of excess demand for loans and identify periods of possible “credit crunch” using the market disequilibrium framework. From these results we proceed with the comparative analysis of the different credit crunch periods highlighting the differences in terms of the factors that caused the credit crunch and the possible role of monetary policy across economies and time. In the analysis, we demonstrate the differential patterns and the need for different policy tools for different environments. We are concerned with where and when structural changes occurred in monetary policy transmission and its impact on our recent experience as well as its implication for our future monetary management against financial crises.

第1日 10月25日(土) 午後

D会場 セッション：「国際金融」

Who drives Russian Emerging Market?

筑波大学大学院 シャロフ・ミロツァリ
筑波大学 宮越龍義

Abstract

In general, the emerging market returns behave in a way, which seems to be driven by some stronger foreign factors such as US Dollar, UK Pound, Japanese Yen, and Euro. There are several studies on other emerging markets, but less on Russian market.

The purpose of this paper is to investigate who drives Russian emerging market returns by focusing on Russian Trade System index returns. This paper takes US Dollar, Deutsch Mark and Euro exchange rates against Russian Ruble, as the exchange rates of the main non-CIS (Commonwealth of Independent States) Russia's trade partners. This paper assumes that international investors are hedged against foreign exchange risk. Then, the parity for other foreign market returns is not affected by the foreign exchange rates. The foreign exchange rates will play the index of factors which influence the Russian companies and their stocks. Moreover, this paper considers that one of the features of emerging markets is news-full, which disturb the markets. Then, it is shown that the news plays a role of important independent variable driving the stock returns.

The Russian Trade System (hereinafter RTS), an electronic trading system, was established in September 1995 in order to combine regionally separated security markets most of which were established in early 1990s, into an organized securing industry. The establishment of RTS is full of stories, for more details see online homepage of the RTS. After establishing the RTS set up its own index called the Russian Trade System Index, which is calculated daily beginning from September 1, 1995. Historical movement of RTS index shows that dynamics of the index is influenced by various factors, for instance, government changes, price on oil and international monetary institutions. Especially after Russian crisis in 1998 RTS became popular among scholars and investments as an important indicator for entire Russian economy.

This paper is organized as follows. Section 2 briefly overviews Russian stock exchange structure and presents methodology. Section 3 describes the data and explains the testable hypotheses. Section 4 consists of findings and discussions. Finally, Section 5 presents conclusions.

第1日 10月25日(土) 午後

D会場 セッション：「国際金融」

One Money for Europe?

- On the Adoption of the Euro in the New Accession Countries -

福岡大学 クラチック・マリッジ・K

The biggest to date enlargement in the history of the European Union is due to be completed in May 2004 when, after having accepted the conditions of the enlargement and after the ratification of the accession treaties, ten accession countries (AC) will formally become members of the Union. The AC's, joining the European Union, have to join the Exchange Rate Mechanism (ERM-II) before their adoption of the euro. This, lasting at least two years, 'probation' at the ERM-II will constitute a period of an extremely high vulnerability to financial instability for the AC's that simultaneously will have to cope with the burden of numerous convergence tasks. With limited exchange rate flexibility resulting from the ERM-II participation, disinflationary conditions resulting from attempts to meet the Maastricht criteria, and no exemptions from full capital mobility, the AC's are likely to experience large capital inflows that alarmingly resemble the characteristics of virtually every financial crisis of the 1990's.

It is argued here that a widespread informal euroization will be one of the likely outcomes of the participation in the ERM-II. Risk averse EU

enterprises and individuals, in order to reduce negative effects of the financial turbulence resulting from the dangerous combination of high capital mobility and an intermediate exchange rate peg, will prefer transactions in euro and avoid rather dealing in local currencies. This, combined with deeply rooted distrust towards local currencies among the AC's population (partly resulting from the hyperinflation experienced at the beginning of the market reforms in the formerly centrally planned economies) and domination of the euro area financial institutions at the AC's domestic financial markets, will greatly impair the AC's abilities to perform optimal monetary policies at the early stages of the EU membership¹. Moreover, because this informal euroization will not be approved by the ECB, the AC's will not receive any assistance to address the problem of euroization and will have to bear themselves all the resulting costs (the loss of seigniorage and so on). Needless to say, the resources could be better used for other convergence policies.

The danger of financial crisis and high costs associated with the informal euroization could be avoided if the AC's were allowed either to adopt the euro unilaterally before becoming full members of the euro area or to join the euro area on each country's individual pace without obligatory ERM-II probation period.

¹ The merits of being able to perform independent monetary policies and thus reducing the burden of convergence with the EU are one of the main arguments raised by the EU and ECB officials against an early adoption of the euro in the AC's.

第1日 10月25日(土) 午後

D会場 セッション：「国際金融」

アルゼンチン経済危機とIMF カレンシーボード
制の功罪

日本福祉大学 毛利良一

新自由主義路線による経済改革と「カレンシーボード」制の採用によって、アルゼンチンは、1990年代には、インフレの収束と物価の安定および高度経済成長を謳歌する「ラテンアメリカの優等生」となり、テキラ危機、アジア危機の伝染も最小限の影響で食い止めた。しかしアジア危機後の交易条件の悪化、とりわけアルゼンチン輸出主力国際市況商品の価格下落、99年1月のブラジル・レアルの切下げと米ドルの高騰、国際資本移動の流入停止から流出への変化、金利スプレッドの拡大、2001年に始まるアメリカおよび世界経済の景気後退のなかで、アルゼンチン危機は深刻な局面を迎えた。

1999年からは4年連続マイナス成長となり、経済競争力の低下、財政赤字の拡大、金融システム脆弱性の表面化のなかで2001年末には対外債務不履行、銀行預金の凍結に追い込まれた。首都は街頭抗議行動や騒乱・略奪で荒れ、アルゼンチンの経済・社会・政治危機は深刻化した。2002年初頭、アルゼンチンは兌換制とカレンシーボードを廃止し、フロート制に移行、ペソは3分の1以下に減価した。またドル建て預金・貸付の非対称的なペソ化が行われ、多くの企業や銀行が為替差損をこうむった。不況とインフレの同時進行が再来し、失業率は22%と過去最悪を記録した。壮大な実験は終わったのである。

報告では、以下の点に注目しながら、アルゼンチン経済危機の原因と展開を考察する。

1991年に制定された「兌換法」とそれにもとづく「カレンシーボード」は、どのような仕組みで動いたか。2002年1月に放棄されるまでに演じた功罪は何か。

アルゼンチンの経常収支赤字の背景に何かがあるか、そのファイナンス、債務危機管理はどのように行われたか。

IMFがアルゼンチン危機の根本要因とする財政赤字の原因は何か。

健全性規制を強化し、1998年にはエマージング市場第2位と評価された銀行システムが、銀行預金凍結という事態に追い込まれたのはどのようにしてか。

IMFの対アルゼンチン金融支援は長期にわたり継続的である。カレンシーボード導入当初に懐疑的見解を表明していたIMFは、やがてアルゼンチン賛美に変わり、危機深化とともに支援に慎重となった。IMFの金融支援策をどのように評価すべきか。

第1日 10月25日(土) 午後

E会場 セッション：「地域金融」

リレーションシップバンキングと「コミットメント関係」

信金中央金庫総合研究所 澤 山 弘

金融審議会答申「リレーションシップバンキング(以下、RB)の機能強化に向けて」は、RBの本質を、長期的に継続する関係に基づき借り手の定量化が困難な信用情報を蓄積することによって、「情報の非対称性」に基づく「エージェンシーコスト」が軽減されることにあるとしている。

本報告では、地域金融機関と中小企業は、長期的な信頼関係を築くことによって、互いに「取引コスト」を低減していくことを目的としながら、「機会コスト」に対する対価を支払いつつ維持している「コミットメント関係」にあると捉え、その維持強化こそ、RBの機能強化に他ならないとする議論を提起してみたい。

「コミットメント関係」とは、「他に良い利益を与えてくれる相手に簡単に乗り換えるのではなく、その他の相手から得られる利益を犠牲にしてもこれまでの相手との関係を続ける」こと(山岸俊男『信頼の構造』[1998])であり、これは、取引に伴う不確実性を低下させ「取引コスト」を節約させる利益をもたらすが、他方では、「別の行動に乗り換えたら得られるはずの余分の利益」を失うという意味での「機会コスト」を生み出す。具体的に言えば、中小企業に円滑な資金供給という安心を与えている地域金融機関には、大企業などに乗り換えないでいることで「機会コスト」が生じているといえる。

また、「機会コスト」=「別の行動からの利益」-「現在の行動から利益」と図式化すると、「機会コスト」が極端に増大すれば、「別の行動」に乗り換え、「コミットメント関係」を緩めるほうが有利になるともいえる。バブル期に一部の地銀などが東京などでの貸出に走ったことはその典型例であったといえよう。

近年、「現在の行動からの利益」が、不良債権処理費用の増大によって大きく減少しているため、「機会コスト」が増大しているように思われるが、地域金融機関と中小企業が「コミットメント関係」を維持していくためには、互いに対価を支払いながらその増大を食い止めていく必要がある。RBの機能強化にあたって求められる「コストの共同負担」も、この観点から説明することで説得力を持ち得るのではないか。

第1日 10月25日(土) 午後

E会場 セッション:「地域金融」

郵政公社の地域分社化と効率性

住友生命総合研究所 茶 野 努

2003年4月、日本郵政公社が誕生した。しかし、郵政公社化後も税金の支払いの免除等「官業ゆえの特典」は維持されたままであり、公社の民営化、具体的には、郵政三事業からの郵便事業部門の分割と地域別分社化の必要性がなおも主張されている。少なくとも中期計画が終了する四年間は民営化が行われないが、今後は郵政公社の地域分割による民営化が政治課題となる可能性がある。

本論の目的は、現在の郵便貯金事業を地域ごとに分社した場合に、その地域会社が当該地域の市場においてどのようなプレゼンスを示すことになるのか、また、地域市場の効率性向上に資することになるのかを検証することである。本論では、多入力多出力の問題を分析できるノン・パラメトリック法である DEA 分析(Data Envelopment Analysis)を利用し、まず、郵便局と銀行とが預金市場のみで競合状態にあるとの前提に立って効率性の比較を行っている。

一方で、郵便局が郵便貯金と簡易保険という二つの金融サービスを提供していることを考慮して、各地域の民間金融機関との効率性の比較を行なう必要がある。その際に、機会費用として計算される「官業ゆえの特典」を追加的インプットとして効率性を測定する。これによって、郵政公社へのインプリシットな補助金政策を考慮に入れながら、郵政公社における範囲の経済性の検証が可能になる。

本論の構成は以下のとおりである。まず、次節では、分析手法の DEA 分析に関する説明を行う。第三節では、地域の分割と銀行業に関する規模の指標の選択、および使用データに関する説明を行ったのちに、2001年度に関する実証分析結果を明らかにする。第四節では、金融機関における範囲の経済性の源泉について整理した後に、郵政公社の「官業ゆえの特典」を考慮した範囲の経済性の実証分析結果について述べる。最後に、今回の分析により得られた政策的なインプリケーションと今後の残された研究課題についてまとめる。

目 次

1. はじめに
2. DEA 分析について
 - (1) Charnes, Cooper and Rhodes (CCR) モデル
 - (2) 規模の経済性と Banker, Charnes and Cooper (BCC) モデル
3. 2001年度の実証分析結果
 - (1) 地域の分割と銀行業態の選択
 - (2) 生産物・生産要素の特定化とデータの出所
 - (3) 預金残高に基づく物的生産性
 - (4) 地域横断的な効率性の比較
4. 範囲の経済性を考慮した場合
 - (1) 金融サービス業における範囲の経済性の源泉
 - (2) 「官業ゆえの特典」
 - (3) 「広義の」範囲の経済性の実証分析結果
5. 最後に

第1日 10月25日(土) 午後

E会場 セッション:「地域金融」

信金・信組に見る「追い貸し」の経済分析

信州大学 青木達彦

バブル崩壊後、企業の過剰債務「正常化」プロセスで、全国銀行とりわけ長信銀と信託銀行について「追い貸し」の存在が指摘されてきた。既存融資先への貸し増しとしての追い貸しは90年代以降日本経済が直面した「先送り体質」を表わすものとして、企業の存続・退出という市場淘汰に果たす金融機能の麻痺を表わすものとして近年広く関心を引くところでもある。

全国銀行に比して協同組織金融機関についての追い貸し分析はほとんど取り上げられていないが、例えば全国信用金庫について業種別貸出時系列から容易に都市銀行以上に追い貸し傾向を指摘することができる。加えて長く地域信組に身を置いたある論者は次のように指摘している。収益力の低い信組は貸出金償却が思うに任せず先送りし、含み損を抱えたまま「既存貸出先に対する貸し増し」を行っている、と。本研究は信用金庫、信用組合にありうる追い貸し行動を、不良債権処理における遅れという業態特性に留意し、「サンク・コスト」という概念に焦点を当てて分析しようとしたものである。(なお「サンク・コスト」としては融資残高中、「破綻懸念以下」の不良債権を取り、しかもそのうちの「回収不能」と判断された債権として、担保等による保全部分を控除した額を捉えようとした。)

本研究の特徴は以下にある。(1)全国信金・信組の個別行の財務データを用いたパネル分析であ

ること。第2に、「サンク・コスト」という(行動経済学にいう)「コミットメント」が「非合理的」選択行動につながるという視点に立ち、sequential game modelを元にした「合理的」選択行動論に依拠した従来の追い貸しモデルに対置されること。第3に、「不良債権処理の進捗率」を計算して「サンク・コスト」を減じる説明変数としていること。第4に、銀行経営者の選択を論じるべく「価値関数」を問題にしようとしたこと。これらによって追い貸し(各行の貸出残高の変化)の回帰式を推定しようとしている。

第1日 10月25日(土) 午後

E会場 セッション：「地域金融」

中小企業向け貸出の都道府県別パネル分析 - 90年代以降の特徴

東洋大学 竹澤 康子

内閣府社会経済総合研究所 堀 雅博

横浜市立大学 松浦 克己

1990年代後半以降の金融機関の破綻、経済低迷の中で中小企業向け貸出のいわゆる「貸し渋り」が政治問題となった。他方で民間金融機関は「不良債権問題」の重圧に苦しんでいる。我々は先に金融機関の経営健全化と貸出増加が両立しないことを示した。今回は90年代前半から半ば、90年代後半以降の中小企業向け貸出を全国銀行、信金・信組、政府系金融機関について、都道府県別データを利用したパネル分析を行う。全体的な動向として、「貸し渋り」用語の流行にもかかわらず中小企業向け貸出は依然として高水準であることを示す。同時に貸出の縮小はバブル期に最も地価上昇率が高かった東京都と大阪府において顕著であることを示す。このことは中小企業金融が地価の上昇(下落)というバブル、あるいは金融機関の経営不振と無縁ではないことを示唆している。その意味で我々のパネル分析は有用である。

貸出供給の要因として、金利という価格要素、地価変動に代理させた担保価値、98年度以降中小企業金融支援策の中心とされた信用保証制度の効果(特別信用保証、代位弁済)に加えてマクロの景気動向の代理として倒産件数、都道府県 IIP、県民所得を考える。信用保証という政策的誘導の効果が97年までの特別信用保証制度前と導入後の

98年度以降でどのように異なるかを明らかにする。同じ信用保証でも一定の審査に基づく場合と無審査の場合とでは効果が異なることが予想されるからである。金利という価格効果、あるいは倒産件数という金融機関にとり審査の必要性の増大が、中小企業向け貸出増加に重要な役割を果たすことを検証する。

第2日 10月26日(土) 午前

A会場 日本金融学会会長講演

株主行動と企業統治

最近の動向をどうみるか

中京大学 千 田 純 一

金融の機能不全の長期化と証券化への期待、商法改正、エンロン事件などを背景にして企業統治をめぐる議論が大きな高まりをみせている。この動向は、投信、年金、保険などを通じて投資家としての性格を強めつつある一般国民にとっても重要である。

本報告では、わが国の企業統治をどのように変えるのか、そのためにはどのような取組みが求められているのか、といった問題を、ゾルレンとザイン、建前と本音といった観点を加味しつつ、できるだけ具体的に考えてみたい。

なお、企業統治というと、企業の目的はなにかということが問題にされるが、それは一義的な答えのない問題であり、各企業の理念、経営方針に任せれば良いことであろう。ここでは、企業統治の目的は、企業の公開性・透明性を高めることによって、各ステークホルダーの意思が企業経営に反映されるような仕組みを創ることであると考える、以下のような点を考察したい。

- (1) 経営者主権の中での経営者意識の変化
- (2) 株主行動 とくに個人株主、機関投資家
- (3) 社外取締役、委員会等設置会社制度の導入
- (4) 投資家サービス会社、格付機関、規制当局、マスメディアの役割

第2日 10月26日(土) 午前

A会場 国際金融パネル：「アジア債券市場」

アジア・債券市場

東京大学 伊 藤 隆 敏

アジア・債券とは、アジアの発行者が、主にアジアの投資家相手に、アジア通貨建てで、アジア市場で発行する債券である。(あるいは、この条件のうちの三つを満たすもの。)アジア通貨危機では、アジアの資金調達、銀行ローンを通じて行われ、外国からドル建て、短期で借り入れたものを現地通貨建て、長期のプロジェクトにつぎこんだために、通貨リスク、満期リスクがあったことが、危機を増幅させた。銀行システムへの過度の依存は、通貨危機が銀行危機になり金融システムを弱体化させた。全体として大きな貯蓄超過であるアジア諸国の中央銀行や民間機関投資家が、主にアメリカの国債などドル建て資産で、資産を運用する一方、欧米の投資家は、アジアの銀行・企業にドル建てで貸し付けたり、投機活動を行う、という、資本逆流の認識がある。アジアの借り手が、ローカル通貨で借り入れることができれば、このようなニューヨークやロンドン経由で、通貨リスク・流動性リスクの高い資本が逆流することもない。アジア・債券は、このような域内の投資家から企業への直接的なチャンネルを作るための、銀行仲介を経ない金融商品の構想である。

アジア域内の中央銀行の会議(EMEAP)は、アジアの政府により発行されるドル建て債券に投資する総額10億ドルのファンドを創設、外貨準備の一部を当てるとした。しかし、この構想では、

投資対象がドル建て債に限られる、債券流通市場の整備を促すことにはならない、などの問題がある。

アジアのオフショアに、アジア・ボンド発行・保証会社を創設し、この ABC 会社がアジア各国の自国通貨建て債券を購入するという仕組みを提案したい。ABC は、購入した債券を、資産（担保）として、「ABC アジア・ボンド」を発行する。ABC アジア・ボンドは、担保の債券を構成する通貨バスケットの性格を持つ債券となる。アジア通貨は円との連動性も高いのでアジアの投資家にとって、為替リスクは小さい。為替リスクを、バスケット通貨によって軽減しつつ、少し高めの利回りを追求することができる。

ABC 会社自身は、負債と資産の通貨や満期の構成をほぼ同じように保つことができるので、リスクをとらない。

将来は、バスケットのなかに、アジアの多くの国の国債を組み入れることで、究極的な通貨協力の基礎となる、アジア・バスケット通貨単位（Asian Basket Currency unit = ABC 通貨単位）の実現を目指すことができる。さらに、バスケット国債がベンチマークとして確立すれば、アジアの優良企業の自国通貨建て債を束ねることで、ABC 単位の社債ファンドを売り出すこともできる。さらには、証券化された中小企業の売掛債権なども考えられる。格付けの低い国債や社債の場合には、時限を設けたうえで、信用補完制度をつくることもできる。

第 2 日 10 月 26 日（土） 午前

A 会場 国際金融パネル：「アジアボンド市場」

アジアボンド市場

東京三菱銀行 山 上 秀 文

アジア危機以降、急速に貯蓄超過の状態に転じたアジア域内の資金をいかに有効に域内で活用すべきか、また域外米ドル建て短期資金を現地通貨建ての民間中長期資金に活用することに伴う通貨と期間のダブルミスマッチのリスクをいかに解消すべきか、そのためにはやはり銀行機能を活用したアジア債券市場の育成が鍵である。

今回の報告ではアジア債券市場育成の中核として、個人的な見解ではあるが、実務的な視点から過去の経験を踏まえて民間貸出・社債資産担保の ABS 発行体スキームの具体案を例示したい。概要は以下のとおり。

（ 1 ） アジア各国の対象貸出・社債資産選定 - 地場銀行の機能活用

アジア各国の地場銀行にてオリジネートされた地場大手ならびに中堅中小企業向け地場通貨建て貸出資産、並びに社債。現地進出の日系、欧米系企業向け与信を含む。

対象資産の内、統一的な与信審査・モニタリング基準を充足したものを適格売却対象債権とする。

- (2) アジア各国にて SPC 設立
- アジア各国において SPC を設立する。
SPC の管理は Asset Manager および
Trustee が行う。
- メザニン債、信用補完部分ローンについては、リスク分析能力のある機関投資家を対象とする。
- (6) 本スキームの付随メリット
- 発行規模・残高拡大により、アジア域内に債券取引所・クリアリングハウスの設置と、格付け機関の育成が可能となる。
- (3) ABS 発行体をアジア域内に 設立
- 各国の SPC より債権譲渡を受ける ABS 発行体を設立。対象資産と ABS の通貨・金利のミスマッチは本発行体と各国中銀（必要に応じ国際機関等のバックアップ保証）との間の通貨・金利 Swap にて対応する。
- 以上
- (4) 優先劣後形式による ABS 発行
- ABS 発行体は、地場通貨建て公募シニア債、円建て公募またはプロ私募メザニン債、信用補完部分としてのローンにより調達を行う。
- (5) 想定される投資家
- シニア債は AA 格以上の地場格付け取得により、地場金融機関等機関投資家、地場大口事業法人、地場小口個人投資家等幅広いターゲット設定により、各国債券市場の育成に貢献する。ある程度実績が積みあがった時点で、欧米あるいは本邦格付けを取得、また円建てへのスワップにより、日本の投資家発掘をおこなう。

第2日 10月26日(土) 午前

A会場 国際金融パネル：「アジア債券市場」

アジア債券市場

首相官邸内閣官房参与 黒田 東彦

アジア債券市場の整備については、APEC やアジア開銀等でその必要性がしばしば指摘されてきたが、今回は、アジア通貨危機の教訓を踏まえて、アジア諸国自体が熱心に取り組もうとしている。すなわち、アジアには豊富な貯蓄が存在するにもかかわらず、短期外貨借り入れで国内投資をファイナンスしたこと(ダブル・ミスマッチ)が通貨危機の原因の一つだったことにかんがみ、アジア債券市場を育成しようとしているわけである。

アジア債券市場を育成するためには、二つのことが必要である。第一に、各種の債券が市場に大量に発行されなければならない。そのためには、アジア諸国政府が安易に外債発行や国際開発金融機関借り入れに依存することなく、国内で国債発行を行って市場にベンチマークを提供することが重要であるが、さらに、国際機関や国際企業にアジアでの債券発行を広く認めることや、民間企業が幅広く参加できるよう資産担保証券の発行を進めることが必要だろう。第二に、各種の市場インフラを整備しなければならない。具体的には、ディスクロージャーの強化、市場監視機構の整備、格付け機関の育成、「アジア保証機構(仮称)」による債券の部分保証、決済システムの改善、機関投資家の育成等が考えられよう。

今年8月のASEAN+3財務大臣会議において、アジア債券市場整備を進めるための「アジア債券市場イニシアティブ」が採択され、上記のような事項について各種作業部会で具体策をつめることが承認された。これは大きな第一歩であり、アジア債券市場発展のきっかけになることが期待される。

なお、アジア債券市場の整備については、まず国内市場を整備して次に地域市場を整備すべきだといわれることがあるが、アジアの大部分の国は「スモール・オープン・エコノミー」であって、一国だけに限ると市場が小さすぎて流動性が不足してしまうので、当初から国内市場と地域市場は一体的に整備していく必要がある。また、債券の保証については、市場機能を損なうとの米市場関係者からの批判もあるが、米国でも中小企業や地方団体の債券には保証がつけられることが多いし、個人の住宅担保債券には政府関係機関の保証まで付されていることを考えると、妥当な批判とは思われない。

第2日 10月26日(土) 午前

B会場 セッション：「金融問題」

構造改革の下における金融政策の運営について

ゴーン(日産)の構造改革成功の教訓からポリ
シーミックスについて考える

神奈川大学 浅岡正雄

ゴーン氏(以下敬称略)による日産自動車の再生計画と、その実行の結果得られた予想を上回る好業績は、ゴーンの卓越した経営者・指導者としての才能を周知させたと思われる。このゴーンの成功から、現在難航している小泉構造改革を、成功へと導くヒントが何か得られないものかと、両者の比較を手掛かりに検討を行った。

ゴーン改革の中で目立つものは、第1がその実行組織と現場主義で、これをクロスファンクショナルチーム(CFT)という組織横断的機能統合組織が核となって、成功を導いている。小泉改革にこの良い面を取り入れるとすれば、ポリシーミックスの実現と財政内における各省縦割りの壁克服という点に対比されよう。第2にゴーン改革で目立つものは、実行スピードとそのための危機克服、動機付け、意識の統一への工夫などである。

構造改革の下での金融政策運営については、ゴーン改革が各種の協力体制の中で進んでいったように、関連する改革の進行状況に歩調を合わせて実行することが、その効果発現に繋がり、望ましいものと考えられる。

各種の協力体制については、具体的に仮説例を挙げて、その背景にある論理を考えている。年金改革については逆選択・情報の非対象性について、財政構造改革については財務管理について、ポリ

シーミックスについては中央銀行の独立性について、また、これらを統合するための補佐体制や情報の収集については制度・歴史の考察から、さらにそれらの全体的関連性・重要度については、平成13年版経済財政白書の提示した材料に基づいて検討した。これらの中では、公的部門の過重債務の中では当然の事とも言えるが、金融の論理の重要性が共通点となっている。今回の長期不況は、錯綜した過程を経て続いているが、以上のように整理してみると、その根本原因についても、現在の情報不足の下でも、傍証の形で解答が暗示されているように思われる。

第2日 10月26日(土) 午前

B会場 セッション：「金融問題」

大正末期日本積善銀行の破綻とリスク管理・ガバナンス不全

滋賀大学 小川 功

大正11年11月末破綻した日本積善銀行の事実上の頭取(名義は常務)の高倉為三は大正パブルを代表する「虚業家」として当時全国的にも著名な存在で翌12年1月井上準之助が積善銀行が潰れた場合に、其の頭取...は有名な堂島の米取引所の理事長であって、其方に掛けては有名の人」と訓戒、花巻銀行常務も「岩手県には...高倉某もないから...危険な方面に多額の貸出をして居る様なことは断じてない」と高倉の名を揚げた。本報告では高倉が巨額の行金を背任横領できた同行のガバナンス不全を解明したい。同行大株主が名義上はともかく実質的には高倉個人に一極集中、名目上の本店を置いて預金を獲得した京都ではそれなりに信用のあった専務をトップに推戴した。「銀行家として最も堅実なと噂され」「京都で神のように云はれた男」は「貨幣論の一学究」を自認する学者肌で事実上高倉の傀儡にすぎず(この点で北浜、盛岡各銀行等のNo.2とも酷似)、大阪支店(=本店)を預かる常務の高倉が行務一切を独裁した。著名な社外取締役も「頼まれ重役」で高倉を盲信していた老人や、高倉の投機仲間など、地元名士の監査役も「飾り物」で病身、直属の支配人・幹部行員には口止め料相当の私利行為を黙認、一般行員には銀行内部の情報を一切極秘にしたなどである。「模範」店員を装った高倉を抜擢した先代は死亡、未亡人・先代の実子等も高倉の

うわべの忠勤を見抜けず、先代以来の煙たい幹部は巧みに遠ざけた。また前身が貯蓄銀行で日銀取引なく組合銀行でもなく、本来の親銀行だった旧京都銀行とは安田系入りりの時点で縁切れ、高倉個人の主要取引行・加島銀行は高倉系事業に深入りして忠告できる立場になく、京都の新聞も専務を信頼するあまり大阪での高倉の風評には疎く、京都の預金者も旧京都銀行系列のままと誤解するなど、いずれも高倉の暴走をチェックできる体制になかった。報告では上記の各セクターが破綻に伴う責任をどのように果たしたかにも言及したい。

第2日 10月26日(土) 午前

B会場 セッション：「金融問題」

安定成長移行後の金融制度改革

早稲田大学 西村吉正

バブルが崩壊後すでに10年以上の歳月を経た。わが国の金融がこのような状況になったのは金融制度改革の後に原因があるとの見方は根強い。しかし、早くから金融制度改革は度々試みられ、今ではわが国の金融制度そのものは先進諸国に比し遜色ないことは必ずしも正しく認識されていない。同時に、数々の改革努力がなされてきたにもかかわらず、なぜそれが必要とされる時期に実を結ばなかったのかも解明される必要がある。

本報告は、金融システムの競争力と安定性を維持・向上させるための努力が、日本経済が安定成長に移行した段階から真剣に続けられてきた歴史をたどるとともに、それにもかかわらずなぜ成果を挙げ得なかったのかを検討することを目的としている。その過程において、わが国の金融システムが現在陥っている苦境を免れるためにはどのような方策がありえたのか、どこが転機であったのか等をも探してみたい。

金融制度改革の4次の高まり

安定成長以降後約30年余の間に、4回にわたり金融制度改革の大きなうねりがあった。

- 1 金融制度の見直し機運： 準備期、1967～74年頃
- 2 二つのコクサイ化： 離陸期、1975～84年頃
- 3 円高バブルと垣根争い： 昂揚期、1985

～93年頃

- 4 護送船団方式の組替え： 完了期、1994～2002年頃

金融制度改革の4分野の動向

上記のように分野横断的に見ると同時に、分野別の時系列的把握を併用して眺めるとその姿はより立体的に明らかとなる。

- 1 為替・資本移動の自由化
- 2 金利の自由化
- 3 業務の自由化
- 4 参入・退出の自由化

金融システム改革の評価と展望

遅くとも80年代初めには旧来型の金融の自由化・国際化は完了させておくべきであった。改革の必要性は早い段階から認識されながら実行が遅れたのは、金融行政や経済社会において安定性重視の運営理念がかなり忠実に継承されてきたことを挙げられる。意志決定過程の側面から見ると、コンセンサス方式では市場原理が前提とするようなプレーヤーの「退場」による新陳代謝まで迫ることは困難であった。

紆余曲折を経て90年代後半には制度としての金融システム整備は完了した。しかし皮肉なことに制度整備が完了した時点で、金融システムはむしろ機能不全に陥っている。

第2日 10月26日(土) 午前

Ｃ会場 セッション：「金融問題」

「中小企業等貸し渋り対策大綱」が中小企業への貸付金利に与える影響

早稲田大学大学院 鈴木久美

1998年8月、政府は中小企業への貸し渋りに対する閣議決定「中小企業等貸し渋り対策大綱」を発表した。これは、中小企業の資金調達環境を改善することを目的としており、信用補完制度の充実・政府系金融機関の融資制度の充実・政府系金融機関の金利減免措置の延長が盛り込まれている。この中で特に信用保証制度の充実のために実施された「中小企業金融安定化特別保証」は事実上無審査であったため、中小企業のモラル・ハザードを引き起こしたと考えられている。

論文(報告)では、この「中小企業金融安定化特別保証(以下、特別保証とする)」が銀行の中小企業への貸付金利に与えた影響について理論的・実証的分析を行う。

まず、簡単な理論モデルで銀行の貸付金利決定式を示す。理論モデルにおいては、安全資産金利、投資に対する借入比率、中小企業の財務状況、担保、銀行の業態、メインバンク関係が中小企業への貸付金利に影響を与えており、特別保証は他の担保による場合よりも貸付金利を下げるとしている。

次にこの理論モデルを2000年に国民生活金融公庫が顧客に対して実施したアンケート調査「中小企業の銀行借入れに関する実態調査」を使用して検証する。この結果、安全資産金利、銀行の業態、特別保証が貸付金利に影響をあたえるとい

うことがわかった。特に銀行の業態は常に一定の影響を与えるのではなく、銀行の財務状況によって影響の方向が変わることがわかった。また、特別保証は、特別保証を受けなかった中小企業への貸付金利を特別保証が実施される以前と比べて押し上げることが明らかとなった。これらのことは、実務において一般に言われていることと整合的である。一方で、投資に対する借入比率、中小企業の財務状況は理論と異なり貸付金利に影響を与えていないことが示された。

第2日 10月26日(土) 午前

〔会場 セッション：「金融問題」〕

潜在的な生命保険需要の決定経路についての分析

早稲田大学大学院 岩本 光一郎

本研究は、我が国核家族世帯主の生命保険需要への理解を深めるために生命保険の追加意思を潜在的な、すなわち将来の生命保険需要と読み替えて、その決定経路について財団法人生命保険文化センター『生命保険に関する全国実態調査』（以下、『全国実態調査』）の個票データを利用した検証を行うことを目的としている。生命保険需要については、現実には締結されている生命保険契約額に基づき実証分析を行った先行研究が多いが、現状の保険契約はあくまで現時点で実現可能な中で選択された最善のものであり、全ての世帯が満足のいく保険契約を締結している訳ではない。つまり制約等の変化に伴い追加的な保険契約が発生する可能性があり、保険需要動向の理解には現状の契約だけでなく、将来発生するであろう保険契約についても考慮することが不可欠である。

生命保険は「稼得者の死亡リスク」に備えることを第一義とした金融商品であり、契約者死亡時に遺族が受け取れる死亡保険金はこの目的に対応していると考えられる。また我が国では契約満了時に満期保険金を受け取れる貯蓄型保険が主流を占めているが、この満期保険金は『全国実態調査』の結果などから老後生活資金の一部としての役割を担っているらしいことが分かる。『全国実態調査』では「世帯主死亡時に必要な額」「老後に必要な額」も調査しているが、これらと死亡・満期保険金額との差額（ギャップ）は各世帯のリスク

に対する考え方（及び所得など制約条件）を反映して決まると考えられよう。さらに、このギャップの大きさは各世帯の「リスク・テイキングの度合いに対する満足度」を規定することも予測される。そしてその満足度が低い世帯ほど保険追加購入意思（＝潜在的な保険需要）が強いことも予測されよう。すなわち保険追加意思形成の経路として（ギャップ）（満足度）（追加意思）の存在が予想できるのである。本研究ではこれを（ギャップ）（満足度）、（満足度）（追加意思）の二つのパートに分けて検証を行い、上記の経路の存在可能性を示す。

第2日 10月26日(土) 午前

〔会場 セッション：「金融問題」〕

資金決済システムの法と経済

名古屋大学 久保田 隆

決済システム研究は既に金融論の一分野として定着しているが、金融論の教科書に書かれた伝統的な記述には、経済学的には正しくとも法学的には誤りであるものがある。例えば、中央銀行決済や現金がファイナリティを持つとされるが、倒産管財人等との関係では依然取消可能であってファイナリティはない。これに加えて、法学的には大変重要であるものの経済学ではあまり認識されていないものもある。例えば、一括清算法成立後も決済システムで多用されるマルチラテラル・ネットリング(MN)の法的有効性は確保されておらず、為替の清算機能と情報機能を分離して後者のみで電子決済ビジネスを営む銀行以外の事業者も銀行法に基づく刑事判例上は違法とされる。仮に違法とされれば決済の安全性は著しく損なわれてしまう。

そこで本報告は、拙著「資金決済システムの法的課題」国際書院(平成15年6月刊行)に基づき、大口システム(日銀ネット、全銀システム、外為円決済システム)と小口システム(電子決済)について、経済学と法学のアプローチの相違を比較しつつシステム改革の最前戦を紹介すると共に、日本の資金決済システムの立法的課題、即ち決済の法的性格とファイナリティ、マルチラテラル・ネットリング(MN)、銀行以外の事業者が行う為替類似の決済ビジネス(ペイパルなどの電子送金サービス、オンライン・エスクロなど)に

ついて考察する。

決済に関しては、異なる決済手段を機能に即して統一的に理解する経済学のアプローチに比べると、法学は決済手段ごと場面ごとに要件・効果が異なる作りのため、金融実務に即した国内・国際法務対応が非常に難しい。また、日本だけが法的安定性を欠く状況を放置すれば、日本相手の国際取引にも悪影響を与えてしまう。このため欧米に倣った特別立法が必要であろう。

参考文献：久保田隆「資金決済システムの法的課題」国際書院(平成15年6月)

第2日 10月26日(土) 午前

C会場 セッション：「金融問題」

預金保険制度の「保険」としての機能と費用分担のあり方

滋賀大学 池田 潤

預金保険制度は、金融システムの平時において万が一銀行が破綻した場合に預金者の保護を図るという、いわゆる「保険」としての機能と、金融システムが不安定化した場合に金融システムの崩壊を防止するセーフティネットとしての機能の2つの機能を有している。

この預金保険制度に係る費用分担については、「保険」に該当する部分は制度の加盟者である銀行が費用(=保険料)を負担することが必要であるが、セーフティネットに該当する部分は、金融システムが一種の公共財としての性格を有していることに鑑みれば、政府が全部又は一部の費用を負担することが必要であると考えられる。この場合、金融システム不安の大きさは、「保険」とは異なり確率的に想定することはできないものであることからすれば、必要とされる費用についても予め想定することは困難であるということになると考えられる。

ただ、このような理論的な整理は別として、現実問題としては何時から何時までが金融システムの平時である、従って残りの期間が金融システムの不安定時であるという厳密な区分けは困難ではないかという問題が存在する。現に最近の状況は、1980年代前半頃まで有効に機能していた金融システムが変容を遂げつつある中にあり、金融システムの平時に比べれば信用不安を醸成しやすい状

況、すなわち金融システムの平時と不安定時との間に位置付けられるのではないかと考えられる。しかるに現行制度上は、金融危機であると認定された場合を除けば銀行が全額費用を負担することとなっており、現在が金融システムの平時と不安定時との間に位置しているとすれば、銀行は、理論的には「保険料」と金融システムの一部不安定化に対応するための負担料を合わせて支払っていることになる。

現実問題として金融システムの平時と不安定時との切り分けが困難であるならば、言い換えれば預金保険制度が「保険」としての機能とセーフティネットとしての機能を渾然一体として担っているのであれば、預金保険制度に係る銀行の負担額は、預金保険法が規定するように「保険」の考え方を基本として長期的に預金保険機構の財政が均衡するように定めることはそもそも困難であると考えられる。上記のように、金融システム不安定時において必要とされる費用の事前想定が困難であることを踏まえれば、預金保険制度に係る銀行の負担額は、そもそも『保険料』といった概念を用いるのではなく、銀行の経営状況等を勘案しながらどの程度であれば負担が可能であるかといった観点から「負担料」という形で決定し、一定期間(1年ではなく複数年)内にそれ以上の支出が行われた場合にはその分は政府が負担を行うという考え方を基本とすべきではないかと考える。

第 2 日 10 月 26 日 (土) 午前

D 会場 セッション：「金融政策」

Testing the Expectations from the Survey

Data

日本大学 小 巻 泰 之

(研究の目的)

経済主体の期待形成が適応的期待であるのか、合理的期待形成であるのかは、金融政策において期待形成や実際の経済活動にどのように影響を行使していくのかを検討する際の重要なポイントである。これまで、インフレ期待に関する研究が進められてきた。

しかしながら、これまでの研究で利用されてきた種々のサーベイデータの特性を考慮した研究は多くない。本論では欧米のサーベイデータとの比較を交え、日本のサーベイデータの特性及び、そこから得られる期待形成について検証する。具体的には、サーベイデータが過去の情報を反映したもののなのか、あるいは将来の経済変動に影響を与えるものなのかを定量的に区別する。つまり、適応的期待形成を行う主体と合理的期待形成を行う主体の構成比を推計する。また、サーベイデータに影響を与える情報について検証する。

(期待形成パターンの推計方法)

(1) 経済主体における期待形成パターンの比率

第 1 に、消費者サーベイ及びビジネスサーベイから、適応的期待形成を行っている主体と合理的期待形成をおこなっている主体の割合を推計することにより、期待形成パターンを判断する。本論では、Roberts [1998]の推計方法に従って、景気

への期待が適応的期待形成と合理的期待形成の線形結合となっているモデルを想定し、その係数を推計する。具体的なモデルは

$$p_t^e = a \left[p_t^{adaptive} \right] + (1-a) \left[p_t^{rational} \right] + m$$

ここで、 m は、定式上の誤差とホワイトノイズ

の双方が含まれていると仮定し、GMM を用い、誤差項と操作変数との直交条件を確認し推計の頑健性へ考慮した。

(2) 情報変数としてサーベイデータ

第 2 に、情報変数 (information variable) の考え方をを用いて、サーベイデータの時間的な先行性を重視した特性について検証する。情報変数の議論は 1970 年代頃から、中間目標と最終目標との関係が不安定な状況下での金融政策の運営を巡ってでてきた。情報変数の定義については、McNees [1989]は、最終目標に対する単純な先行性を有した変数であり、複雑な経済モデルで規定される最終目標との関係や統計的なフィルターを要する変数は情報変数ではないとしている。つまり、情報変数が満たすべき条件は、最終目標との因果関係は要求されず、最終目標より時間的な先行性があればよいとしている。現在のように、経済活動の中から安定した構造的因果関係を検出するのが困難な場合には、情報変数を利用した方法は一定の意義を持ちうると思う。ここでは、Granger の因果性検定を行い、時間的な先行性を重視しサーベイデータと経済変動との関係をみていく。

(推計結果)

(1) 期待形成

家計・企業とも6割前後が適応的期待形成との推計結果が得られた。また、時間的な先行性について Granger テストを行うと、消費者・企業サーベイとも経済変動を反映したデータ、つまり上述の結果をサポートするものとなった。

その他、

企業サーベイは、消費者サーベイよりパフォーマンスがやや劣る。特に、日銀短観は、サーベイデータで最も注目される割にはピーク・ボトムの関係は良くない。

企業サーベイで行われている先行き予測のサーベイデータについては、足元あるいは当期のデータとさほど変わりなく、特段の先行性は認められなかった。

の結果も得られた。

(2) サーベイデータへ影響を与える情報

調査頻度の高いサーベイデータ（たとえば、日本リサーチ総合研究所）は新聞記事との関係が強い。内閣府消費動向調査をはじめ多くのサーベイデータは四半期調査であるものの、日本リサーチ総合研究所のサーベイデータは2カ月毎に年6回実施されている。この結果、調査時点の経済環境の変化をより敏感に反映しているとみられる。

海外のサーベイデータについては、米国では消費者サーベイが景気変動に先行し、英国では企業サーベイが先行するなど、日本のサーベイデータとは異なった結果となった。この差異は、サーベイデータの調査における調査票（設問）上の問題ではなく、期待形成が影響していると考えられる。

(参考文献)

- [1] McNee, S.K. (1989), "How Well Do Financial Markets Predict the Inflation Rate?", *New England Economic Review*, FRB Boston, September/October 1989, pp31-46.
- [2] Oppenlander, K.H., "Business Cycle Survey Data: Definition, Importance, and Application", 26th CIRET Conference Paper
- [3] Richard Curtin, "Consumer Confidence in the 21st Century", 26th CIRET Conference Paper
- [4] Roberts, J.M. (1998), "Inflation Expectation and the Transmission of Monetary Policy." FRB Working Paper, October 1988.
- [5] 中山興・大島一朗 (1997) 「インフレ期待の形成について」日本銀行・調査統計局ワーキングペーパーシリーズ・99-7
- [6] 竹田陽介、小巻泰之、矢嶋康次 (2001) 「日本の90年代におけるフィリップス曲線」、ニッセイ基礎研究所所報 vol.17、pp1-41

第2日 10月26日(土) 午前

D会場 セッション：[金融政策]

量的緩和政策と不良債権問題、構造問題

UFJ つばさ研究所 岩崎 敬介

金融政策論議は、量的緩和政策導入後も高まったり、一服したりを繰り返し、これに伴い日銀当座預金残高の目標も当初の5兆円から27~30兆円にまで膨張した。論議は現在のところ、福井新総裁の登場、持ち直し気味のマクロ経済、株価の底入れなどから小休止状態にある。しかし、日本経済の実態は依然脆弱でデフレ基調を脱却した訳ではないことから、先行きの改善期待が裏切られれば、緩和要求が再び高まる公算が強い。

金融政策論議が長期間にわたって繰り返されているにも拘わらず、論議は未だ大きくずれ違ったままの状態が続いている。この背景には、デフレ問題が不良債権問題、構造問題などとも絡んで、日本経済の長期停滞を如何に捉えるかという論議と密接不可分になったこと、名目金利の非負制約下で政策手段も正統的手段を超えて、国債政策管理や為替政策、財政政策の範疇に属するものまで求められるようになったことがある。

そこで、本稿では、論点の全体的整理を試みた上で、デフレ問題を中心に実務家的視点から自分としての考え方を示してみたい。まずは、主要論者の主張を出来るだけ横断的に比較するため、共通の切り口として、「日本経済が長期低迷を続けている主因は何か」という視点から、デフレ主因説、構造問題主因説、不良債権問題主因説の3つに整理。次に、各主因論の内でも、他説に対する捉え方も含め原因として重視する要素や主張する

政策には相違もあるため、こうした論点を横断的・鳥瞰的に再整理した。その上で、特に鍵となる論点を傍証的にはあるが検証し、これを踏まえて、日本経済の長期停滞・デフレの要因について、自分なりの考えを示し、望ましい政策対応を探ってみた。

第2日 10月26日(土) 午前

D会場 セッション:[金融政策]

為替レートの減価とインフレ期待

70年代初頭の沖縄の教訓

内閣府経済社会総合研究所 清水谷 諭

現在の日本のデフレ状況を解消する一つの手段として円安政策を提唱する論者も多い。しかし、どの程度の為替レートの減価がどの程度の期待インフレ率の上昇をもたらすかについては、実証分析はほとんどない。本論文は、1970年代初めに沖縄経済が実際に経験した歴史的事実に注目し、定量的な評価を試みた。すなわち沖縄の通貨がドルであった本土復帰前の1971年8月にニクソンショックが起こり、その後のドル安によって沖縄経済はインフレに見舞われた。推計結果によると、為替レートの切り下げ(約17%の減価)によって、インフレ期待は5-7%程度上昇した。つまり、70年代初めの沖縄の教訓は、為替レート変更がインフレ期待に影響を与えうることを示している。当時の沖縄の高い輸入依存率や経済状況の違いを考慮する必要があるが、この沖縄の経験は、通貨安政策が現在のデフレを解消する有効な手段となりうることを示唆している。

Currency Devaluation and Price Expectation: Lessons from Okinawa in the 1970s

Satoshi Shimizutani (Economic and Social Research Institute, Cabinet Office)

Tatsuhiko Yogi (Bank of the Ryukyus)

Abstract

Yen depreciation is often proposed to combat the deflation in Japan. However, there has been surprisingly little empirical research on how price expectation is affected by currency depreciation.

This paper focuses on an unusual experience in Okinawan history to evaluate the effect of devaluation on inflation expectations. Until the handover of Okinawa to the mainland of Japan in May, 1972, Okinawa's legal currency was the U.S. dollar. During the period, the Nixon shock of August, 1971 caused a dramatic devaluation of the dollar.

Our estimates demonstrate that the devaluation increased price expectations by 5 to 7%. The lesson from this experience is that currency devaluation affects price expectation significantly. Although there are certainly differences in the economic situation of Okinawa in the 1970s and present day Japan, our findings suggest that yen depreciation could be an effective way to overcome the current deflationary pressure in Japan.

第2日 10月26日(土) 午前

D会場 セッション：[金融政策]

金融政策ショックと経済停滞：新古典派モデルによる検証

内閣府経済社会総合研究所 原 田 泰

内閣府経済社会総合研究所 中 田 一 良

実質賃金とコブ=ダグラス型生産関数から推計される労働の限界生産性を比較すると90年代において大きな乖離が生じていたことが分かる。この乖離を、労働市場の効率性の指標とデフレーションなどマネタリーな指標で説明する関数を推計したところ、マネタリーな指標には説明力があつたが、労働市場の効率低下を示す指標には説明力がなかつた。

次に、このような実質賃金と労働の限界生産性の乖離が、どの程度経済を停滞させるかを新古典派の成長モデルによって考察する。経済成長は、労働と資本の投入と技術進歩によって実現される。新古典派の成長モデルに基づき、価格の歪みが生じたときに経済がどのような影響を受けるかを考察する。

第1に、新古典派の成長モデルに基づき、80年から2001年までの経済データを可能な限り再現できるようなパラメータを選び、資本の限界生産性、労働の限界生産性、オイラー方程式、余暇と資本の代替を計算した。

第2に、賃金について、この乖離がなかつた場合、労働需要がどれだけ発生し、この需要に応じて労働投入を拡大した場合、所得がどれだけ上昇していたかを試算した。労働投入量についてみると、現実の労働投入量は2001年で1031億人・時

間であるが、賃金の乖離が解消された場合には、1208億人・時間と現実の値より17%大きくなる。生産については、現実の国民所得が2001年で392兆円(95年価格)であるのに対し、乖離が解消することによって国民所得は433兆円と現実値を10%上回る。

第3に、このような乖離と乖離を埋めることについてのオイラー方程式、余暇と資本の代替の意味を考察する。労働供給の増大は、余暇と資本の代替のパラメータから考えて効用を大きく削減するものとは考えにくい。したがって、90年代の停滞のかなりの部分を、賃金の歪みによって生じた労働の資源配分の非効率によるものと解釈することが可能である。

キーワード 金融政策 デフレーション 新古典派モデル

第2日 10月26日(土) 午前

E会場 セッション:「金融市場」

バブル期を含むわが国の貨幣需要関数の計測と
Keynes-Hicks 型貨幣需要関数の妥当性

立正大学大学院 坪井貴彦

1. 目的

第1に、IS-LMモデルを修正した藤野モデルを用いてわが国の貨幣需要関数を計測し、Keynes-Hicks型貨幣需要関数と貨幣の資産需要の考え方がその説明力を持つことを実証する。第2に、特に、Keynes-Hicks型貨幣需要関数における貨幣の資産需要の論理を演繹して得られる、バブル期における流動性選好表が右上がりになるといふ仮説を検討し、さらにその実証をする。

2. 実証の方法

() 貨幣需給均衡式: IS-LMモデルのうち、LM曲線[$M/P = aY + L(i)$]には問題がある(M はマネーサプライ、 P は物価、 Y はGNP、 L は貨幣の資産需要、 i は利子率、 a はパラメータ)。それは M を外生変数としていることである。 M の中にはベースマネーの他に利子率の増加関数である預金通貨が含まれている。すなわち貨幣供給の側にも利子率が含まれている。したがってHicksのいうようなLM曲線が成立するかどうかは不明である(藤野正三郎[1994])。

そこで、本稿ではKeynes-Hicks型貨幣需要関数の修正のために M の需給均衡に代わって、ベースマネー \bar{C} の需給均衡を表す藤野の

$$\bar{C} = aY + \frac{R}{C}(i_l) \cdot \bar{C}, \quad \left(\frac{R}{C}\right)'(i_l) < 0 \quad (\text{以下、藤野モデル}) \dots\dots\dots(1)$$

というモデルを用いる(R は日銀準備預金、 i_l はコールレート)(藤野[1994])。藤野は前掲書の中で、 \bar{C} (銀行以外の民間保有の現金通貨)が戦前・戦後を通じてGNPの一定割合として安定的な値 a をとっていること、 $\frac{R}{C}$ が i_l の減少関数であることを実証している。

() バブル期の流動性選好: 上記の第2の目的は、バブル期における流動性選好表の傾きが、通常の時期とは異なっていたのではないかという仮説の検証である。通常の貨幣の資産需要の考え方では債券価格(または、株価)が上がると利子率が下がるが、それがある程度進むと、将来、債券価格が反転して下がるという期待が強くなり、資本損失を被る危険が高くなる。したがって、今のうちに債券を売却して資本利得を得ようとするので、人々は資本損失の危険を回避し、資本利得を取得するために貨幣の資産需要を増やす。また、逆の場合は貨幣の資産需要を減らす。それゆえに貨幣の資産需要は利子率の減少関数となる。ところが、バブル期においては株価が上がり続けたにもかかわらず、貨幣の資産需要は小さくなっていった。つまり、利子率が下がるほど貨幣の資産需要は減っていった。よって、バブル期においては通常右下がりの流動性選好表の形が右上がりになっていたのではないかと考えられる。つまり、そ

の流動性選好表の係数はバブル期において利子率から見て正の値をとったのではないかと考えられる。

この実証のために、Keynes-Hicks 型貨幣需要関数を

$$\frac{[m_0 + m_1(i_t)]}{P} = aY + L(i_t) \dots\dots\dots(2)$$

と書き直して (1),(2) を比較し、

$$\left(\frac{R}{C}\right)' < 0 \Leftrightarrow L' < 0 \text{ または}$$

$$\left(\frac{R}{C}\right)' > 0 \Leftrightarrow L' > 0 \text{ を得、通常は } \left(\frac{R}{C}\right)' < 0、$$

バブル期は $\left(\frac{R}{C}\right)' > 0$ となることを実証する。

第 2 日 10 月 26 日 (土) 午前

E 会場 セッション：「金融市場」

Jump Diffusion LIBOR Rate Model with Stochastic Volatility, and Equilibrium Pricing of Interest Rate Derivatives

滋賀大学 楠 田 浩 二

先渡し LIBOR (London InterBank Offered Rate) 金利と先渡しスワップ金利、それぞれのヨーロッパオプションであるキャブレットとスワップオプションは最も頻繁に取引されている金利派生商品である。1997 年に発表された LIBOR Market (LM) モデルは先渡し LIBOR 金利版の Black Scholes (BS) モデルと解釈し得る。LM モデルでは、キャブレットの無裁定価格が先渡し LIBOR 金利版の BS 公式として得られるほか、スワップオプションの無裁定価格も近似的に先渡しスワップ金利版の BS 公式として得られる。このため、LM モデルは金利派生商品評価用モデルとして、金融機関や企業の間で最も広範に利用されている。ところが、著者の過去の論文における実証分析の結果、同モデルは棄却され、同モデルの nonstochastic volatility 項を stochastic volatility 項に置き換えるか、或いは、同モデルに jump 項を導入する、という二つの改善が示唆された。

本稿では、著者が最近提案したオプション評価モデルの一般均衡枠組みを用いて、上記の両方の改善を施した Stochastic Volatility Jump Diffusion (SVJD) LIBOR 金利モデルを構築する。

同モデルの構築に際し、我々は証券価格の Affine JUMP Diffusion (AJD) モデルに着目した。AJD モデルでは、証券価格に関する状態変数の特

性関数の指数部がヨーロッパオプション評価の際に用いられる擬似確率であるリスク中立確率の下で Affine 構造で表されるようにモデル化されているため、同証券のヨーロッパオプションの無裁定価格がフーリエ変換により準解析解として導出される。我々は、各々の先渡し LIBOR 金利と先渡しスワップ金利に関する状態変数の特性関数の指数部が各々に対応する擬似確率の下で近似的に Affine 構造で表されるように SVJD LIBOR 金利モデルを特定化し、キャレットとスワップオプションの均衡価格を近似準解析解として導出する。

最後に、連続無限個のモーメント条件を持つ GMM と解釈し得る同時特性関数を利用した推定法を SVJD LIBOR 金利モデルに適用し得ることを示す。

第 2 日 10 月 26 日 (土) 午前

E 会場 セッション：「金融市場」

The Comparison of Yield Curves in Japan and USA - Analysis of Common Trends

新潟大学 伊藤 隆 康

金融政策が金利の期間構造上で効果を及ぼす範囲と期間構造の特徴を日米間で比較するのが本稿の目的である。伊藤(2000)にある方法を用いて、1990 年代における日本円と米ドルの金利スワップのデータ(日次ベース)を分析する。

まず、データの非定常性を単位根検定(ADF 検定、PP 検定)でチェックする。その後、Johansen (1988)の共和分検定でコモントレンドを抽出し、全期間構造だけでなく、イールドカーブの長い方から 1 変量ずつデータを減らして分析し、コモントレンドが 1 つになる範囲を確認する。これまでの先行研究では、期間構造の長い方から 1 変量ずつ減らして分析を行っていないため、イールドカーブの構造については明らかになっていなかった。

日本においては、3 つのコモントレンドが変動要因となっていた。翌日物から 2 年物までを短期(コモントレンド数 1)、3 年物から 7 年物までを中期(コモントレンド数 2)、10 年物までを長期(コモントレンド数 3)とし、期間構造を期間に応じて 3 つの区分に分割することが可能である。一方、米においては、2 つのコモントレンドが変動要因だった。翌日物から 2 年物までを短期(コモントレンド数 1)、3 年物から 10 年物までを中長期(コモントレンド数 2)とし、期間構造を期間に応じて 2 つの区分に分割することができる。

以上のことから、日本円の金利スワップ市場で

は米ドルの金利スワップ市場に比べて、参加者や取引の目的などの相違が原因となる市場分断的な現象が顕著であるといえる。また、日米の双方において、翌日物から2年物の金利までが1つのコモントレンドで変動しているため、日本銀行とFRB（連邦制度理事会）がそれぞれ誘導の目標としている無担保コール翌日物とFF（フェデラル・ファンド）翌日物金利は1カ月物から2年物までの金利に対して、十分に影響を及ぼすと推察できる。

伊藤隆康（2000）「金利の期間構造分析-日銀の金融政策の効果と限界」

『現代ファイナンス』, No.7,

pp75-90 .

第2日 10月26日（土） 午前

E会場 セッション：「金融市場」

日本の株式市場における米国、欧州、アジアの投資家

龍谷大学 亀坂 安紀子

日興フィナンシャル・インテリジェンス 平岡 久夫

外国人投資家の売買が日本の株式市場に与える影響は大きいと考えられており、調査会社の統計データからもその傾向が明らかにされている。市場関係者の間でも最も注目度の高い投資主体として認識されているが、外国人投資家の地域特性については国内投資家の多くは十分に把握していない。すなわち、米国、欧州、アジアの投資家は、実際にはそれぞれ相異なる投資スタンスにもとづき日本の株式市場に投資しているにもかかわらず、国内投資家は、それらの投資スタンスの違いを軽視しがちなのである。本論文では、1981年1月から2002年4月までの20年以上のデータを分析して、米国、欧州アジアおよびそれ以外の地域の外国人投資家の投資パターンの違いを明らかにする。投資スタイルの分析では、1989年までは米国と欧州の投資家については、株価が上昇（下落）したときに購入（売却）傾向が高まっていることが示される。これに対して、他の地域の投資家は、株価が上昇（下落）したときに売却（購入）傾向を高めていることが示される。1990年代には、いずれの地域の外国人投資家に関しても、このような投資パターンはほとんど観測されなくなるが、1990年代末以降は再び外国人投資家について地域格差が観測される。この地域別の外国人投資家の売買について株式売買パフォーマンスを測定す

と、1989年までは米国の投資家のパフォーマンスが最も高い。欧州の投資家も、米国の投資家の次にパフォーマンスが高い。これに対して、アジアや他の地域の外国人投資家のパフォーマンスは悪く、損失を発生させている。投資パフォーマンスに関しても、1990年代後半までは外国人投資家の地域格差が縮小し、1990年代末頃から再び差異が観測される。

主要参考文献

亀坂安紀子 [2003] 「日本の株式投資主体」林敏彦・松浦克己・米澤康博編著『日本の金融問題』第14章、日本評論社。

草野豊己 [2001] 「QSS 株式調査と外国人投資家の投資行動」若杉敬明・太田八十雄・浅野幸弘編著『投資家の予想形成と相場動向』第3章、日経BP企画。

代田純 [2002] 『日本の株式市場と外国人投資家』東洋経済新報社。

村瀬(亀坂)安紀子 [2001] 「日本の金融機関、事業法人、個人、外国人投資家の株式投資パフォーマンス」『金融経済研究』日本金融学会。

第2日 10月26日(土) 午前

F会場 セッション：「金融問題」

株主保護水準が企業のIPOに与える影響

九州大学大学院 野崎 竜太郎

株主と経営者、株主間の利害対立により生じる問題は多くの経済学的分析が行われている。一般に企業において、現経営陣によって効率的に経営されておらず、取締役会なども現経営陣に対する監視をきちんと果たしていない場合には、企業価値は低下する。もしこのとき、その企業が活動している分野に関心のある企業や投資家(潜在的企業買収者)が、その企業の株式を買収し、効率的な経営をできると考えているならば、買収後の効率的経営による株価の上昇からのキャピタル・ゲインを得ようとするかもしれない。このようなことが起きるとき、既存の経営者は企業が乗っ取られて追放されることを恐れ、株主の利益を考えて行動するかもしれない。つまり、企業買収の可能性が効率的な企業経営(企業価値の上昇)を既存の経営者に行わせるかもしれない。

一般公開をしようとする非公開企業を考えると、一般公開をする際に企業統治システムをしっかりと構築しなければ、企業買収の危険にさらされることになる。よって、企業価値を高めるしっかりとした企業統治システムを構築し、買収を防ぐ必要がある。また、IPOを行う際に、オーナーは株主総会で影響力を持ち、企業においてある程度の決定権を持つためには、それ相応の議決権を有することが必要になるので、どれくらいの株式を手許に残すのかという決定も重要である。

先行研究(Zingales (1995))においては、オーナ

ーがIPOの後に潜在的買収者との企業の売却交渉を行う状況を想定し、オーナーは企業売却交渉の前にIPOを行うことによって売却からの自己の利得を高める行動をすることが示されている。

本稿では、先行研究の状況に、さらに企業統治システムとしての株主保護水準を導入する。非公開企業のオーナーがIPOの決定と株主保護水準を同時に決定し、その後、潜在的企業買収者が現れる状況を想定している。この状況のもとでIPOの決定と株主保護水準の決定が各主体の行動にどのような影響を与えるかについて理論的考察を行っている。

もし、オーナーの決定する株主保護水準が低ければ、一般投資家にとってはオーナーが企業のコントロールを継続しても低い利得しか得られないので魅力的ではない。よって高い企業価値をもたらす潜在的企業買収者が株式買収オファーをすれば、それに応じるかもしれない。そのことは潜在的買収者による企業の買収が簡単に行われ、オーナーはコントロール権を失うことを意味する。オーナーが買収を防ぐには、一般投資家の保護を強くする必要があるが、オーナーの利得は減少するかもしれない。よってオーナーの最適な株主保護水準とIPOの決定を考えることとなる。

第2日 10月26日(土) 午前

F会場 セッション：「金融問題」

1930年代準戦時期における日本銀行の金融調節
- 構造VARモデルによる金融調節手段の推定

京都大学大学院 内 藤 友 紀

本報告では、1930年代における日本銀行の金融調節の操作手段について検証する。2001年3月の日銀当座預金残高管理政策の採用によって、金融調節の操作手段についての関心が高まっており、歴史的にも日銀がいかなる金融調節を行ってきたかを検証することの意味は大きいと思われる。また、分析期間は1931年12月(金輸出再禁止)から1937年7月(日中戦争開始)までとした。なぜなら当該期間は、金本位制からの離脱、日銀による公開市場操作(売りオペ)の本格的な採用、預金支払準備に関する基準の成立、などの点から制度的に金融調節の環境が整えられた時期であり、第二次世界大戦後の管理通貨制度下における経済政策体系の出発点であると考えられるからである。このとき、所得 y (IIP 鉱工業生産指数)・物価 P (RPI 小売物価指数)・金利 R (R コールレート)・貨幣 M ($M1$ マネーサプライ)・準備 RS (RS 準備預金残高)の5変数を内生変数とする総需要-総供給モデルから構造VARモデルを推定し、その構造型の同時決定行列のパラメーターについて有意性を検定し、通貨当局の操作変数としての金利・準備預金それぞれの妥当性を検討する、という分析手法を用いた。

分析の結果、まず短期金利操作政策についてデータ形式やラグを変えて推定した8つのケースの全てにおいて、想定された符号条件に違反してい

た。次に準備預金目標政策について推定した8つのケースのうち正しい符号で推定されていたのは半数の4つであった。以上の実証結果から、当該期の日銀が短期金利（コールレート）を操作変数として採用していなかったことが明らかになった。他方で、準備預金目標政策採用については、本報告の検証からは明確に出来得なかったが、その可能性を排除するものではなかった。

第2日 10月26日（土） 午前

F会場 セッション：「金融問題」

バブル期の金融政策とその教訓

鹿児島国際大学 衣川 恵

1980年代後半の日本のバブルは、85年9月のプラザ会議を契機に膨張を始め、90年からその崩壊が始まった。本報告では、プラザ会議から90年のバブル崩壊までの期間の金融政策とその教訓について検討する。

1. プラザ会議からルーブル会議までの金融政策

85年9月のプラザ会議を契機に急激な円高が進行し、86年は景気後退が進行し、4度にわたる公定歩合の引き下げが実施された。さらに、87年2月のルーブル会議直後、公定歩合が過去最低の2.5%に引き下げられた。87年は景気回復期にあった。この時期の金融政策について検討する。

2. ルーブル会議から1990年までの金融政策

87年2月のルーブル会議から90年5月末までの期間は好況期であった。また、資産価格の暴騰が生じていた。しかし、超低金利が続けられた。87年10月にブラックマンデーが生じたが、この時期の金融政策について検討する。

3. 金融政策の目標

日本銀行は、金融政策の目標を第一義的に「物価の安定」に置いている。金融政策の目標とは何か。金融政策はどうあるべきか。

4. 日本銀行法と金融政策

旧日本銀行法と新日本銀行法の特徴は何か。これらは金融政策とどのような関連にあるか。新日銀法に問題はないのか。これらの点について考察する。

5. バブル期の金融政策の教訓

80年代後半は、物価が安定していたが、資産価格が暴騰していた。そして、金融政策は超低金利のまま維持された。だが、バブルが崩壊すると、日本の経済と金融がきわめて大きな打撃を受け、金融機関が多数破綻し、危機的状況が続いている。バブル期の金融政策の教訓とは何かについて考察する。

第2日 10月26日(土) 午後

A会場 共通論題 「日本の金融再生プログラム」

金融取引関係と銀行危機

中央大学 堀内 昭 義

なぜ日本は長期にわたって不良債権問題に悩まされ続けているのか。なぜ政府は早期に銀行の不良債権問題に決着をつけることができないのか。私の報告はこの問題を、日本の金融システムの特性に焦点を当てながら考察する。一部の専門家や報道は、政府と銀行経営者が問題の早期解決をサボタージュしていると非難している。そのような非難は、銀行融資を中心とする金融システムの特性が銀行危機の早期解決を妨げている面を無視した視野の狭い議論になっている。私の目的は、金融システムの機能の具体的なあり方と不良債権処理問題の深刻化の関連についてひとつの観点を提示することである。

歴史的に、日本経済は銀行を中心とする金融システムに依存してきた。そして、その金融システムにおいては、銀行・金融機関と取引先企業との長期的な取引関係が金融仲介を支配しており、証券市場は非常に限定された機能を担うに過ぎなかった。銀行・金融機関と取引先企業の親密な取引関係は、資金供給者と調達者との間の非対称情報をもたらす困難を緩和する。融資取引関係においては、借手企業に関する情報は取引されず、したがって債務者企業の融資の質は一般には知らされない。こうした融資取引関係は、がんらい「レモン財」である情報の市場取引を回避できるというメリットをもっている。

他方、資本市場のメカニズムは情報の市場取引に依拠している。しかし整備された情報開示制度やそれを支える監査制度、あるいは名声を確立した格付け機関や情報機関など、市場取引を支えるインフラストラクチャーが不十分である場合には、情報の市場取引には多大のコストを要するであろう。そのようなインフラストラクチャーの構築にはやはりコストがかかる。したがって、融資関係を基盤とする金融システムを一朝一夕で資本市場を基盤とするシステムへ切り替えることはできないのである。

親密な融資関係は銀行が不良債権問題に直面した場合に銀行部門から伸縮的な対応能力を奪うことにも注意しなければならない。たとえば政府は個々の銀行が保有している貸出資産の質を正確に評価できない。銀行の貸出資産が不透明であることは政府が、銀行経営に適切なタイミングで介入することを妨げている。さらに銀行貸出債権の不透明さは銀行危機に対する政府の政策を見え難くし、人々の政策に対する判断を狂わせる。

第2日 10月26日(土) 午後

A会場 共通論題 「日本の金融再生プログラム」

日本の金融再生プログラム

財務省大臣官房審議官・前名古屋大学

内藤 純一

金融システムの強化は、言うまでもなく、小泉内閣の最大の政策課題である。これは、同内閣発足後に閣議決定された、いわゆる骨太の方針(01年6月)の冒頭で、今後の2~3年を集中調整期間として不良債権問題の抜本的解決を目指す方針が掲げられたことから明らかである。また、昨年10月には、平成16年度には主要行の不良債権比率を半減させるとともに、金融と産業の一体再生の体制整備を強化することも決まった。一方、本年1月改定の「改革と展望」では、上記の集中調整期間は1年程度延長され、内外の経済環境が依然厳しいことが再認識された。

90年代初期のバブル崩壊後の金融情勢には、改善した部分といまだに改善されていないか、それどころか、問題の本質への認識が一般になお十分でない部分とが混在しているように見受けられる。これまで、筆者は、金融問題を行政官と大学研究者の両面の立場で検討した経験を持つが、そこで考えたことは、今日の金融問題の原因は、単に80年代末のバブル崩壊の後始末ではなく、戦後日本の成長を支えた基本構造そのものにあつたのではないかということである。

日本企業は巨額の債務を積み上げることで成長した。この信用拡大の基礎には、企業の期待収益をはるかに超える、土地などの資産の高い期待イ

ンフレ率があった。それを支援したのが銀行であり、また、安定重視と競争抑制的な金融システム(これを、筆者は、アメリカのそれと合わせ、金融の1930年代モデルと呼んでいる)であった。しかし、こうしたシステムの限界は既に80年代前半に表面化しつつあった。国内の高貯蓄と低投資。企業物価などの長期低落傾向。そして、巨額の貿易不均衡への保護主義圧力。こうした経済困難を一挙に解決する政策として打ち出されたのが、80年代半ばの内需拡大、黒字減らしの構造対策だったが、これこそが、バブルを作り出し、その後の諸問題を生み出す出発点となった。

金融と産業の一体再生を進める上で、こうした基本認識は欠かせない。

まず、金融機関側の不良債権の処理だけでなく、企業側の過剰債務(そして過剰供給)の解決が図られない限り、問題を根絶できない。資産デフレは、この過剰債務問題が終結しない限り、終わることがない。その意味から、現在の日本はデット・デフレーションに陥っていると言える。しかし、この問題を克服する上での政府の役割は、実は限られている。企業や金融機関のバランス・シート調整やビジネス再構築に、従来型のマクロの財政金融政策はそれほど有効でないからだ。市場の調整メカニズムに信頼を置きながら、民間が自らの手で切り開くことが基本である。政府や日銀としては、この市場メカニズムの暴発を防いだり、また、機能の円滑化を図ることがその主要な役割となる。ただし、銀行部門においては05年3月までペイオフを凍結し、市場機能を意図的に一部遮断している関係上、政策目的を達成するための特段の取り組みが、その時々において政府などに求められることになるだろう。

(以上は個人的見解であり、所属する機関とは関係がありません。)

第2日 10月26日(土) 午後
A会場 共通論題 「日本の金融再生プログラム」

金融再生に向けた動きの現状と課題

日本銀行 鮎 瀬 典 夫

平成14年10月11日、日本銀行より「不良債権問題の基本的考え方」が公表された。そこでは、

不良債権の経済価値の適切な把握とそれに基づく早期処理の促進、金融機関と企業双方の収益力強化などを軸とした総合的な対応が不可欠であること、併せて金融危機を未然に防ぐ態勢を構築し金融機関が不良債権問題の解決に着実に取り組めるような環境や仕組みを整備する必要があること、が基本原則として提示されている。より具体的には、例えば、信用リスク管理手法の高度化等を踏まえた金融機関における引当手法の改善の検討、貸出債権流動化市場の拡充、金融機関の収益力強化に向けた自主的経営努力の促進、企業再生への総合的取組み、証券化技術等を活用した円滑な企業金融の確保、金融機関保有株式の削減促進、金融機関の自主的かつ責任ある収益力向上努力を促すような形での公的資本注入の検討、といった対応が挙げられている。

また、同10月30日には、金融庁より「金融再生プログラム」が公表され、主要行の不良債権問題解決を通じた経済再生についての行政としての対応方針が明らかにされた。そこでは、平成16

年度には主要行の不良債権比率を現状の半分程度に低下させ、問題の正常化を図るとともに、構造改革を支えるより強固な金融システムの構築を目指すとの考え方の下、新しい金融システムの構築、新しい企業再生の枠組みの実現、金融行政の新しい枠組みの構築といった観点から、広範な行政強化措置が示されている。さらに、中小・地域金融機関の不良債権処理については、平成15年3月28日に、金融庁より「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」が公表され、金融審議会における検討結果を踏まえた行政としての対応方針が明らかにされている。

本報告では、上記のような日本銀行の考え方や行政の対応方針を手がかりとしながら、不良債権問題の克服と金融再生に向けた各金融機関の取組み、および環境・制度の整備に関し、現状どこまで対応が進められてきているのか、また、なお残された課題は何なのかについて、検討を行うこととしたい。

以 上

第2日 10月26日(土) 午後

A会場 共通論題 「日本の金融再生プログラム」

金融再生のための制度的基盤形成を

慶應義塾大学 池 尾 和 人

金融が再生したといえるには、現在の経済環境の下で求められている金融機能を日本の金融システムが十全に提供できるようになることが条件となる。そのためには、不良債権問題の処理に代表される金融システムの「健全化」とともに、金融システムの「現代化」が実現されねばならない。ここでいう現代化(モダニゼーション)とは、金融システムのアーキテクチャー(設計思想)を市場型に変えることを意味している。

その際にわれわれは、アーキテクチャー転換のためにはどのような条件が必要であるかについて、正確な認識を持っていなければならない。市場型金融が可能であるためには、高度に整備された法環境・情報インフラが不可欠であり、そうした法環境・情報インフラが未整備の場合には、たとえ規制で強制されていなくても、相対(あいたい)型金融が唯一の選択肢になってしまう。

要するに、単に規制緩和を進めていけば自然とアーキテクチャーの転換が実現されるというような容易な話ではない。市場型金融が可能となるためには、公開情報の形で特定の資金調達者の信用度や将来性に関連する基礎的な情報が得られることが必要であり、そのためには企業の活動内容の透明性が格段に改善しなければならない。また、投資家の権利と契約履行の確保の面における十分な法的保護の提供される環境が用意されていなければ

なければならない。

これらの条件が整うためには、広範囲に及ぶ制度的基盤の構築作業が不可欠である。こうした制度的基盤は、社会共通資本の一部をなすものであり、その構築のためには大いなる費用を要する。法案を1つ作成するのにも、よいものとするにはかなりの人手が必要であり、平たく言ってカネがかかる。

したがって、日本の金融再生が実現されるためには、自由化=規制改革に加えて、こうした制度的基盤のようなタイプの社会共通資本の構築に十分な資源が配分される必要がある。この点に関する明確な認識を欠いたままでは、金融再生の努力が確たる成果を上げることはかなわないと考える。