

日本金融学会 2006年度春季大会
プログラム

最終更新: 2006年 4月 8日

第1日 4月29日(土)

1.国際金融パネル <9:30-11:30>

E会場 (国際会議場・井深大記念ホール)

欧州通貨統合と新規加盟国

パネル趣旨	座長	龍谷大学	Mariusz Krawczyk 氏
Hochreiter報告	(1)報告者	オーストリア中央銀行・ウィーン大学	Eduard Hochreiter 氏
浜報告	(2)報告者	同志社大学	浜 矩子 氏
	討論者	立命館大学	星野 郁 氏

2.自由論題 <9:30-11:30>

A会場 (19号館3階312教室)

セッション: 金融政策

座長 関西学院大学 春井 久志 氏

(1)日本銀行による国庫納付と政府からの独立性

報告者	国立国会図書館	深澤 映司 氏
討論者	中央大学	黒木 祥弘 氏

(2)金融政策、金融システムショックと銀行貸出

報告者	早稲田大学大学院	大熊 正哲 氏
	早稲田大学大学院	長内 智 氏
討論者	大阪大学	本多 佑三 氏

(3)中央銀行のアカウントビリティ

報告者	拓殖大学	武田 哲夫 氏
討論者	静岡県立大学	小谷野 俊夫 氏

B会場 (19号館3階309教室)

セッション: 金融史・金融法

座長 麗澤大学 佐藤 政則 氏

(1)近世におけるインフォーマルな金融制度の進化 - 頼母子(無尽)講に基づく流動性需要の増大への対応
秋田藩久保田の町銀貸付を中心に -

報告者	早稲田大学大学院	和島 隆典 氏
討論者	東京大学	岡崎 哲二 氏

(2)バーゼルII実施とHague条約批准・UNIDROIT条約成立の課題

報告者	早稲田大学	久保田 隆 氏
討論者	名城大学	田澤 元章 氏

(3)証券化の進展と金融法制

報告者	横浜国立大学	高橋 正彦 氏
討論者	早稲田大学	久保田 隆 氏

C会場 (19号館2階202教室)

セッション: 国際金融制度

座長 神戸大学 宮尾 龍蔵 氏

(1)二カ国モデルを用いた国際通貨システムのWELFARE分析

報告者	二松学舎大学	田端 克至 氏
討論者	一橋大学	岩壺 健太郎 氏

(2)最近のIMFの『改革』と課題ー必要とされる経済プログラムとブレトンウッズ機関の本質的な見直しー

報告者 愛媛大学 大田 英明 氏
討論者 慶應義塾大学 白井 早由里 氏

(3)The Influences of ADB Bond Issues and the US Bonds on Asian Sovereign Bonds

報告者 京都産業大学 猪口 真大 氏
討論者 広島大学 矢野 順治 氏

D会場 (19号館2階203教室)

セッション: 企業金融 (I)
座長 立教大学 日向野 幹也 氏

(1)The Role of Collateral and Personal Guarantees in Relationship Lending:
Evidence from Japan's Small Business Loan Market

報告者 経済産業研究所 植杉 威一郎 氏
みずほ総合研究所 小野 有人 氏
討論者 中央大学 堀内 昭義 氏

(2)コーポレートガバナンスと常務会の報酬、企業業績の関係

報告者 大阪大学大学院 渡辺 直樹 氏
大阪大学大学院 坂和 秀晃 氏
討論者 早稲田大学 久保 克行 氏

(3)The Impact of "Stock Therapy" on Large and Small Clients:
Experiences from Two Large Bank Failures in Japan

報告者 東京大学 福田 慎一 氏
東京大学 鯉淵 賢 氏
討論者 名古屋大学 家森 信善 氏

3.会長講演 <11:40-12:40>

E会場 (国際会議場・井深大記念ホール)

「インフレーションの終焉」
講演者 日本金融学会会長 清水 啓典 氏

4.昼食 <12:40-14:00>

5.中央銀行パネル <14:00-16:10>

E会場 (国際会議場・井深大記念ホール)

金融危機以降の金融政策を振り返る

座長 武蔵大学 吉田 暁 氏

(1)金融危機時以降の金融調節

報告者 中央大学 黒田 巖 氏

(2)量的緩和政策の評価と解除をめぐる

報告者 桃山学院大学 木村 二郎 氏

(3)金融政策は分配問題に責任はないのか?

報告者 お茶の水女子大学 篠塚 英子 氏

(須田 美矢子 氏から変更になりました 3/1)

6.自由論題 <14:00-16:00>

A会場 (19号館3階312教室)

セッション: 金融機関
座長 横浜市立大学 藤野 次雄 氏

(1)Effectiveness of Credit Guarantees in the Japanese Loan Market

報告者 経済産業研究所 植杉 威一郎 氏
一橋大学大学院 坂井 功治 氏
カリフォルニア州立大学(ロングビーチ) ガイ・ヤマシロ 氏
札幌学院大学 吉野 直行 氏

(2)担保と銀行のモニタリング

報告者 東北大学大学院 石田 裕貴 氏
討論者 一橋大学 三隅 隆司 氏

B会場 (19号館3階309教室)

セッション: アジアの金融問題
座長 小樽商科大学 大矢 繁夫 氏

(1)アジア諸国の為替レートの適正水準について

報告者 日本総合研究所 清水 聡 氏
討論者 一橋大学 小川 英治 氏

(2)アジア金融市場の統合はどこまで進んだか

報告者 日本経済研究センター 河越 正明 氏

討論者 四国電力 宮本 拓也 氏
日本経済研究センター 鶴田 知己 氏
筑波大学 藤井 英次 氏

(3)中国のマクロ経済変数のDGPと構造変化

報告者 福岡女子大学 張 艶 氏
討論者 慶應義塾大学 金子 隆 氏

C会場 (19号館2階202教室)

セッション:企業金融 (II)
座長 大阪大学 本多 佑三 氏

(1)財閥系企業における過剰投資問題の検証ーフィリピン上場企業の投資の負債感応度ー

報告者 一橋大学大学院 齋藤 純 氏
討論者 早稲田大学 蟻川 靖浩 氏

(2)政策金融ファイナンスの国際比較と日本の選択に関する一考察

報告者 日本大学 亀谷 祥治 氏
討論者 千葉商科大学 齋藤 壽彦 氏

(3)Direct and Indirect Finance and Income Inequality

報告者 神戸大学大学院 三宅 敦史 氏
神戸大学 中村 保 氏
討論者 和歌山大学 内田 浩史 氏

D会場 (19号館2階203教室)

セッション:地域金融
座長 長崎大学 内田 滋 氏

(1)ドイツ・リテール金融業務における自己資本比率規制とリレーションシップ・バンキングの意義

報告者 拓殖大学 山村 延郎 氏
慶應義塾大学大学院 三田村 智 氏
討論者 駒沢大学 齋藤 正 氏

(2)Has the Credit Crunch Occurred in Japan in 1990s?

報告者 京都大学 石川 大輔 氏
大阪大学 筒井 義郎 氏
討論者 広島大学 松浦 克己 氏

(3)信用金庫の金融自由化後の銀行同質化と今後のあり方

報告者 武蔵大学大学院 鈴木 三郎 氏
討論者 中京大学 由里 宗之 氏

7.特別講演 <16:15-17:15>

E会場 (国際会議場・井深大記念ホール)

「金融行政の現状と今後の課題」
講演者 金融庁長官 五味 廣文 氏

8.総会 <17:15-18:15>

E会場 (国際会議場・井深大記念ホール)

9.懇親会 <18:30- >

会場: 大隈会館「楠亭」

第2日4月30日(日)

1.地域金融パネル <9:30-11:30>

E会場 (国際会議場・井深大記念ホール)

顧客の期待する地域金融の機能と地域金融機関の対応

パネル趣旨 座長 名古屋大学 家森 信善 氏
北九州市立大学 木村 温人 氏

(1) 大阪市の中小企業金融の現状と企業の意識

報告者 大阪市立大学 清田 匡 氏

(2) 東海および関西企業の金融意識と期待する金融サービス

報告者 名古屋大学 家森 信善 氏

(3) 北九州地域の企業金融の現状と企業の意識

報告者 西南学院大学 西田 顕生 氏
北九州市立大学 木村 温人 氏

討論者(1)、(2)、(3)共通

神奈川大学 数阪 孝志 氏
金融庁 川上 尚貴 氏

国際金融パネル：Eastern Enlargement of the European Monetary Union and the New Accession Countries

座長 龍谷大学 Mariusz Krawczyk

<趣旨説明>

The 2004 eastern enlargement of the European Union (EU) has been undoubtedly the most difficult one in the EU history. The enlargement is going to change the character of the entire union. Before the enlargement the EU was a more or less homogeneous club of rich economies but after 2004 the homogeneity has largely disappeared. The negotiations that preceded the enlargement were extremely complicated and time-consuming. It required enormous political and legal skills of the Enlargement Commissioner at that time Guenther Verheugen to convince the public opinion in the AC that they should join the EU despite much less generous conditions than they expected to receive and, not less challenging, to convince the public in the wealthy current member-states that they needed their poorer neighbours to join the Union. The negotiations process and the accession treaties themselves represent therefore a masterpiece of legal and political work but there have been some voices in political and economic circles that sometimes the political vision of the enlargement does necessarily not fit into its economic realities. The enlargement of the Economic and Monetary Union (EMU) is one of the most difficult obstacles in the current enlargement process.

The road map for joining the EU monetary integration framework was prepared together with other conditions of the *acquis* by the 1993 Copenhagen European Council more than a decade ago and its design was heavily influenced by the experience of the currency crisis that was undermining the fundamentals of the European Monetary System at that time. During last fifteen years the world has changed however (including the successful launch of the EU common currency) and the problems of the real convergence seem to have become more challenging issues than nominal convergence tasks that dominated at the beginning of the 1990s. Needless to say, the set of the most important issues is different for the “old” and “new” members of the EU. The intention for the panel discussion is to present the viewpoint of the “insiders” (i.e. “old” member countries) and the AC and, if possible, to search for possible lessons for the monetary cooperation in Asia.

The 2004 eastern enlargement of the European Union (EU) has been undoubtedly the most difficult one in the EU history. The enlargement is going to change the character of the entire union. Before the enlargement the EU was a more or less homogeneous club of rich economies but after 2004 the homogeneity has largely disappeared. The negotiations that preceded the enlargement were extremely complicated and time-consuming. It required enormous political and legal skills of the Enlargement Commissioner at that time Guenther Verheugen to convince the public opinion in the AC that they should join the EU despite much less generous conditions than they expected to receive and, not less challenging, to convince the public in the wealthy current member-states that they needed their poorer neighbours to join the Union. The negotiations process and the accession treaties themselves represent therefore a masterpiece of legal and political work but there have been some voices in political and economic circles that sometimes the political vision of the enlargement does necessarily not fit into its economic realities. The enlargement of the Economic and Monetary Union (EMU) is one of the most difficult obstacles in the current enlargement process.

The road map for joining the EU monetary integration framework was prepared together with other conditions of the *acquis* by the 1993 Copenhagen European Council more than a decade ago and its design was heavily influenced by the experience of the currency crisis that was undermining the fundamentals of the European Monetary System at that time. During last fifteen years the world has changed however (including the successful launch of the EU common currency) and the problems of the real convergence seem to have become more challenging issues than nominal convergence tasks that dominated the beginning of the 1990s. Can the new accession countries combine the high economic growth with rigours of the monetary union? What would their eventual failure mean to the future enlargement and the future of the entire union? What kind of lessons can be drawn from the experience of the European monetary integration for the monetary cooperation in Asia? Those are not purely theoretical questions but practical issues for policy makers in the region.

As Walter Hallstein, the first President of the then EC Commission famously remarked, “The business of the Community is not business but politics”. That this line of thought remains the guiding principle of European integration to this day was very clearly demonstrated in the most recent enlargement of the EU to bring in the ten new members. While the significance of political will and foresight is indisputable in the European integration process, it is nonetheless the economic consequences of such will and foresight that people across the Union have to contend with as an everyday fact of life.

The next challenge facing Europe in the specifically economic context is how and when to enlarge the single currency area. The one size fits all monetary framework of the eurozone is in reality a one size fits none policy framework. For the new member states of the enlarged EU to join that zone of economic surreality is a very big step indeed. One senses that the whole argument concerning whether there should be economic convergence first and monetary union later, or vice-versa will return to haunt EU policy makers as they try to map out the contours of an enlarged eurozone. German monetary union was a strongly politically motivated process with very painful economic consequences. It would be folly to repeat the exercise on a vastly enlarged scale precipitately. The business of the Community may indeed be politics, but it is also the business of politics to ensure workable economics.

日本銀行による国庫納付と政府からの独立性

国立国会図書館 深澤 映司

《報告要旨》

中央銀行が最終利益のなかから国庫に納付する制度は、中央銀行の財務と政府の財務（国家財政）との接点に位置するものであり、各国に共通してみられる。

我が国の場合、日銀の納付金（以下、納付金とする）が国家財政上果たしてきた重要な役割は、比較的広く知られるところとなっている。不況下における国の一般会計の決算では、税収不足分を納付金で穴埋めするというやり繰りが、財政当局により頻繁に行われてきた。実際のデータで戦後を振り返っても、景気が後退した年度には、当初予算から決算にかけての歳入全体の変化に対する納付金の寄与率が、大きく高まっているほか、納付金（決算ベース）の前年比変化率が、税収（同）のそれを上回る傾向を示している。

一方、中央銀行論の領域では、主に日銀の政府からの独立性という観点から、納付金が関心を集める傾向があった。旧日銀法時代を中心に、「財政当局が納付金の額を恣意的に定め、それを財政赤字のバッファーにしている」といった見方が、日銀関係者等からしばしば示されてきた。また、そのような事実をデータに基づき指摘しようとした先行研究も、少数ではあるが存在する。しかし、納付金の決定過程に対する恣意性の介入が、いかなる状況下において、どのような形で生じていたのかについては、必ずしも明確でない。

海外に目を転じると、米国のように、中央銀行が自然体で決算を行い、収益の一定割合を国庫に納付するという機械的な枠組みをとっている国もある。我が国における納付金制度の実態は、こうした海外の事例とどこがどう異なるのか。この点を掘り下げることは、中央銀行と政府の関係についてあるべき姿を考える上でも、有意義であろう。

本研究では、戦後における納付金の具体的な決定メカニズムについて、その時々で日銀や財政当局が置かれていた状況とも関連付けつつ、解明を試みた。まず旧日銀法の時代に焦点を合わせ、景気後退期の納付金が税収よりも下方硬直的であった背景について、(i)通貨発行益、(ii)通貨発行益からの諸控除、(iii)剰余金処分という段階ごとに、定性的に確認した。次に、旧日銀法の下で納付金の水準がどのように決まっていたのか、とりわけその決定過程に裁量に基づく部分があったのか否かについて、定量的な手法で検証した。そして、新日銀法施行後における納付金の決定方法を巡る変化の有無も、合わせて考察した。

その結果、旧日銀法時代には、財政当局が景気後退に伴う税収の下振れ等に対応して納付金の予算額を増額補正すると、それを受けた日銀が、恣意的な経理操作を通じて、補正予算で示された以上の国庫納付を行う傾向があったことが判明した。すなわち、間接的な形とはいえ、納付金の恣意的決定に財政当局が関与していた。しかし、新日銀法の下では、日銀の経理制度が透明性重視の方向で改められたことなどの結果、財政当局が日銀に間接的な影響力を行使して納付金を膨らませること自体が、困難になったと考えられる。

金融政策, 金融システムショックと銀行貸出

早稲田大学大学院 大熊 正哲

《報告要旨》

バンクレンディング・ビューでは, 資産規模の小さな銀行ほど保有する流動性資産と貸出のあいだに正の相関があり, それは金融引き締め期に強まるとされる. 本稿では銀行レベルのマイクロデータを用いて, 日本におけるこの仮説の妥当性を実証的に検証する. また大規模金融機関の破綻に象徴される 90 年代後半の金融システムショックが, 銀行貸出を通じた波及チャネルに与えた影響について考察する.

本稿の主なファインディングは次の 3 点である. 第 1 に, 銀行が保有する流動性資産と貸出のあいだには正の相関があり, それは金融引き締め期に強まる傾向がある. ただしこの結果は頑健ではなく, 選択する金融政策指標や期間に依存する. 第 2 に金融自由化以後, バンクレンディング・チャネルが弱まったとの証左は得られない. 第 3 に, 金融システムショックは銀行が直面する外部資金プレミアムの上昇を通じて, 貸出に対する流動性制約の度合いを強める. これにより 90 年代における金融政策の有効性低下の原因のひとつとして, 金融システムショックが流動性の低い銀行の貸出を抑制した可能性が示唆される.

キーワード : レンディング・ビュー, 金融政策の非対称性, ミクロデータ

中央銀行のアカウントビリティ

拓殖大学 武田哲夫

1. 趣旨

近年、各国において中央銀行の政策運営を巡り「アカウントビリティ」が重視されてきた。わが国では1998年4月の新日本銀行法施行以来、日本銀行はアカウントビリティ重視の見地から、種々の情報を従来に比べ格段に詳細かつ頻繁に公表するとともに、「市場との対話」に努めてきている。

もっとも、アカウントビリティの概念が経済学の分野に登場したのはごく最近のことであり、その意味する処は必ずしも明確とは言い難い。以下、中央銀行のアカウントビリティとは何か、独立性との関係、諸外国中央銀行の例、金融政策運営との兼ね合い等につき、日本銀行の事例を中心に検討する。

2. アカウントビリティの内容

アカウントビリティとは、文字通り account (説明する, 金額の使途を報告する) + ability (能力を持つ, 可能である) であり、更に account には「責任をもつ」意味もあることから、日本では「説明責任」と訳されている。留意すべきは、単に情報の開示 (disclosure) 又は透明性 (transparency) に止まらず、中央銀行の政策目的の明確化、及び政策の最終的な責任も意味すると見るべきであり、アカウントビリティは透明性と区別すべきである。

3. 主要中央銀行のアカウントビリティ

日本銀行, FRB, イングランド銀行及び欧州中央銀行 (ECB) について、アカウントビリティをどう考えているか、これを実現すべくどのような方策を講じているか検討し比較する。各中央銀行とも、情報の開示に関して従来に比しかなり積極的となっており、とくに ECB は、新設という事情もあって前向きに取り組んでいる。

4. アカウントビリティ重視の背景と、様々な論議

中央銀行のアカウントビリティの近年の重視傾向は、1990年代に中央銀行の独立性が各国で強化されたこと、情報公開の気運が高まったこと、と関係がある。中央銀行のアカウントビリティの具体的内容及び実施方法に関しては様々である。概してエコノミスト、市場関係者はアカウントビリティの一層の充実を期待する一方、中央銀行の中には情報開示の内容次第で慎重な見解もある。

5. 日本銀行の事例

日本銀行がゼロ金利政策から量的緩和政策に移行して以降現在までの政策運営に際し、アカウントビリティをどのように意識してきたかを検証する。更に最近「出口論議」が伝えられており、これを巡る当局者の見解をアカウントビリティの視点から判断する。

近世におけるインフォーマルな金融制度の進化

- 頼母子（無尽）講に基づく流動性需要の増大への対応 秋田藩久保田の町銀貸付を中心に -

早稲田大学大学院 和島 隆典

中世期には成立していたとされるインフォーマルな制度である頼母子（無尽）講は、近世においては貨幣・商品経済の深化と、それに伴う流動性への需要の増大に対応する必要があった。しかし、一般の頼母子講では、突発的に生ずる流動性への需要に対応することは難しく、日掛け、月掛けといった比較的短い講会期間の頼母子講や、複数の講への参加、また、揃（せり）取り方式の導入などは、この問題を軽減しようとするものであった。それらに対して、近世では、変種としての頼母子（無尽）講も生まれていた。頼母子譲渡・売買、頼母子担保、講員外貸付、また無尽講を基盤とした町銀（町銭）貸付などがそれである。

秋田藩久保田の町銀貸付は、家督町と呼ばれる、藩から賦与された独占的販売権をもつ商家を構成員とする町において、無尽講によって集約された資金を、講金受け取りの順番とは独立に、講員（すなわち町の構成員）に対して貸し付ける共済的な貸付制度であった。ただし、家督町を支える独占販売制度は時代とともに形骸化し、また、幕府による改鋳や藩内での領内通貨の発行などにより、この町銀貸付は厳しい経済環境に晒されていた。

この貸付制度は、講員相互の預貸を行うものであり、明治期になり日本においても広まる信用協同組合の嚆矢的側面をもつものでもあった。本稿では、その設立の趣旨において類似し、信用組合の先駆けとなった19～20世紀ドイツのRaiffeisen派の組合との、制度面における比較を行った。

その結果として、町銀貸付の制度には、貸付に関わる情報の問題を克服するための要件は具えられていたものの、流動性ショックを緩和する能力には乏しいと言えるものであった。Raiffeisen派の各組合は、上層的金融機関（Central）を介してお互いの流動性受給の平準化を図っていた。日本においても、複数の頼母子（無尽）講への参加により、流動性の獲得機会を増加させていた例があるが、そこでは、掛け金の不払いなどに対処するための、流動性の供給者が内部に存在していた。

バーゼル 実施と Hague 条約批准・UNIDROIT 条約成立の課題

早稲田大学 久保田 隆

国際金融法制は現在、抜本的に変わりつつある。すなわち、銀行の自己資本比率規制に関するバーゼル が 2006 年末（日本は 2007 年 3 月期）以降段階的に実施予定であるほか、ペーパーレス化された証券決済に関して 抵触法統一（どこの国の法律を適用するかに関するルール）の統一を図る Hague 条約の批准と 実質法統一（各国の倒産法などの規定内容の統一）を図る UNIDROIT 条約の策定が目下検討中である。しかし、理念どおり円滑に事が運んでいるかということと必ずしもそうではない。そこで、本報告では法学者の観点から現状を分かり易く解説し、読み解くこととしたい。

（１）バーゼル 実施

昨年（2006年）の金融学会で報告されたように、各国金融監督当局は現在、バーゼル 実施に備えて定量的影響度調査（QIS）や国内規制の見直し作業を進めており、QIS の後に予備計算、最終的な算定式の掛け目決定へと続くタイトなスケジュールをこなしている。しかし、最も先進的と思われる米国でも、QIS の計算方法に銀行間のコンセンサスが得られずスケジュールが遅れている上、関連法案を提出したり基準簡素化を求める連邦議会の動きが活発化しつつある。一方、バーゼル の審議にあまり関与できなかったのに事実上拘束される途上国等においては今後反発も予想される。

（２）Hague 条約批准と UNIDROIT 条約策定

国際的なペーパーレス証券決済を円滑に行うには、各国法の内容が均一であることが望ましい。このため、抵触法統一を図る Hague 条約（Hague Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary）が 2002 年 12 月にハーグ国際私法会議で採択され、実質法統一を図る UNIDROIT 条約が 2005 年 5 月以降策定審議中であるが、何れも批准や策定が順調に進んでいない。Hague 条約に対しては、2004 年末には各国が批准するものと見られたが、グローバル・カストディアンを有する英米が批准を呼びかけるのに対し、仏西等の反発を受けた EU が批准せず、日本など各国は様子見を続けている。EU では慎重な影響度調査を行った上で批准の是非を考える方針のため、暫く時間を要する見通しである。一方、UNIDROIT 条約は Hague 条約よりも各国の法秩序に与える影響が大きいと見られ、成立に 5 年程度はかかると思われる。

（３）本報告

本報告では、バーゼル と Hague 条約・UNIDROIT 条約の現状が提起する課題について、報告日までに新たに生じる事態を加味しつつ、国際金融法学の観点から検討する。

（４）参考文献

久保田隆「バーゼル 実施と Hague 条約批准・UNIDROIT 条約成立の課題」比較法学（早稲田大学比較法研究所）第 39 巻所収（2005 年 1 月刊行予定）

以上

証券化の進展と金融法制

横浜国立大学 高橋 正彦

資産流動化・証券化は、米国で先行して発展した、新しい金融技術・取引である。1990年代以降、証券化が我が国でも定着・進展してきた経緯は、法と経済または制度と実務との間で、相互作用ないしフィードバックのメカニズムが働くなかで、新たな金融技術・取引が一国の金融システムに受容されていく過程として、典型的な事例といえる。それは、法と経済学的な観点からの研究対象としても、極めて興味深い題材を提供している。

我が国の流動化・証券化関連法制の整備を跡付けると、実務的・政策的な要請によって、個別の特別法が整備され、それらがより一般的な法理に影響を与え、各特別法の一部の整備をもたらし、続いて、基本法の見直しにまで波及し、さらに、既存の特別法が逆に影響を受け、または基本法に取り込まれていく、というダイナミックな立法ないし法形成過程が進行してきている。こうした立法過程は、当初から、中長期的なシナリオに沿って進行してきたわけではない。むしろ、path dependence（経路依存性）に制約されながら、流動化・証券化市場の発展・高度化と並行・往復するかたちで、モザイク的發展ないしテーマ追及型ともいふべき、試行錯誤的なプロセスを辿ってきたといえる。

一方、バブル崩壊後の我が国の経済状況のなかで、間接金融から直接金融、または市場型間接金融への移行を志向する、前向きな金融システム改革と、後ろ向きの不良債権処理や、金融機関の破綻処理等のブルーデンス政策とが、互いに影響・交錯し合いながら、進められてきた。流動化・証券化法制の整備も、こうした大きな政策の枠組みに取り込まれながら、進行してきた面がある。そのことは、資産流動化・証券化の金融システムに対するインパクトが、政治・行政レベルでも正当に認識され、流動化・証券化の推進が、政策上の高い優先順位を与えられてきたことを示している。

現在、金融法制は、単なる証券化対応等の個別整備の段階から、民事一般法レベルを中心に、「大立法時代」を迎えている。新・会社法の制定、信託法の改正、投資サービス法や電子債権法の構想などが進んでいるのも、そうした大きな流れのなかにある。我が国では、もともと、金融制度・システムの骨格は、膨大な関係法令の体系によって構成されている。現在の法制面での新たな動向は、証券化の分野に限らず、我が国の今後の金融システムを支える制度的なインフラ整備としても、大いに注目される。

本報告では、こうした問題意識から、この10年余りの証券化関連等の金融法制整備の過程に関して、この間の経済・金融情勢との相互作用や、金融制度・システム改革等との関連も踏まえながら、法と経済学的な視点からの分析を試みることにする。

二カ国モデルを用いた国際通貨システムの Welfare 分析

二松学舎大学 田端 克至

本研究は、国際資本移動を考慮した二カ国マクロモデルを構築、変動相場制と域内の経済・金融統合のケースについて、政策の有効性を比較、検討している。本分析では、為替レートなどのマクロ諸変数に不確実性を組入れ、ミクロ的基礎にもとづく Welfare 分析を用いて、論じているのが特徴である。分析の結果をまとめると、

第一に、従来、自国の需要を喚起する金融・財政政策は、相手国に近隣窮乏化の影響を与えることが指摘されてきた。それゆえに、こうしたマイナスを克服し自国単独での政策の限界を超える手段として、二国間の協調、あるいは域内の政策融合が主張されてきた。

しかしながら、域内の統合は、かえって各国の政策の自由度を低下させ、その有効性自体を損なう可能性すらありえることを示唆している。本稿では、数値例を示して、このことを示したい。

第二に、市場価格の特性と政策の有効性について検討した。結論から言うと、設定するパラメータ次第で、結論は全く異なってしまう。つまり、政策効果の程度が、各国固有の価格づけによって異なるという主張に対して、断定的なことは言えないのではないかと主張する。最近の国際マクロ経済学は、PTM に例示されるような各国まちまちな価格設定に注目している。ケインズの需要スイッチング効果の発揮を妨げる要因の一つは、中華経済圏や EU のような経済圏が形成される中で、価格決定メカニズムが地域で独特のものになってしまい、一様ではないことが指摘されている。しかし、本モデルの様に、非貿易財のウエイトが高く、一物一価が全く成立していない状況でも、金融政策は十分効果があるような状況もありえるのである。

第三に、ミクロ的基礎を持つモデルに、単純な資本取引のメカニズムを組み入れて、モデル構築をしている。このモデルでは、資本取引の程度（あるいは国際的な金融市場開放度）を具体的に組入れて分析している。その結果、資本取引の活発化が、政策効果にマイナスの影響を与えることを示唆している。

最後に、国際金融システムの優劣を分析する手法として、このアプローチを利用してみた。金融市場を統合するような政策オプションについて、踏み込んだ分析を試みた。金融統合と変動相場制のそれぞれのケースについて、WELFARE 分析をすることで、はたして我々は、金融統合のようなオプションを実施すべきなのか、数値計算結果をもとに検討している。

実際、90年代、世界はヨーロッパやアジア、北米地域などで、文化や地域が比較的近い地域ごとに経済圏を形成する構想を模索してきた。しかし、本稿の分析結果は、金融統合や経済圏形成に肯定的ではない。この理由として、一国の政策の自由度が、統合によって失われ、経済ショックへの対応能力を低下させる可能性を論じている。モデルを改善してさらに再検討する余地はあるにしても、必ずしも、アジアの金融統合や経済圏形成は、絶対的な将来像ではないことを意味している。今後の研究の展開として、本稿の分析手法を発展させ、オープンマクロでの政策効果分析の応用例を充実、検討を深めていく。

キーワード；

REDUX, PTM (Pricing To Market), 国際通貨システム

最近の IMF の『改革』と課題

必要とされる経済プログラムとブレトンウッズ機関の本質的な見直し

愛媛大学 大田 英明

本報告では、IMF『改革』で本格的に採り上げられていない経済分析フレームワークの問題を中心に、IMF が今後考慮すべき経済プログラム及び融資政策の改善や改革に向けた課題について探る。

1999 年から本格化した国際金融システムの改革の一環としての IMF『改革』では、これまでに情報公開、対象国のサーベイランスの方法や経済プログラムのコンディショナリティの弾力化など主に技術的側面や形式的な面に焦点が当てられてきた。また、IMF の融資政策や役割を再考する目的で 2001 年 7 月に設立した独立評価局 (Independent Evaluation Office, IEO) では、過去の IMF プログラムの検証 (インドネシア、韓国、ブラジル、アルゼンチン) や、IMF の融資の根本に関わる問題 (財政プログラム、資本自由化など) を採り上げているものの、概して従来の IMF の融資プログラムに肯定的である上、IMF の融資方針が根本的に見直されるまでに至っていない。

さらに重要なことは、これまで IMF の経済プログラムを作成する基本的な分析フレームワーク (ファイナンシャル・プログラミング [FP]) 自体が適切であったかどうかという根本的な点については真剣に検討されていないことである。ブレトンウッズ体制下 (固定相場制) で開発された IMF の分析フレームワーク (原型は Polak モデル) は、数十年に亘って現在でも基本的に経済プログラム作成に用いられている。しかし、それは固定相場制と資本自由化が考慮されていない国際経済体制を対象とし、主に古典的「経常収支」の問題に短期的に対応したものである。このため、1990 年代に本格化したアジア危機 (及びポスト・アジア危機) など『資本収支危機』にも基本的に旧来の分析手法を用いたため、適切な対応ができなかった。本来、IMF は新たな国際経済体制に適用した経済プログラムの基本となる経済分析フレームワークを開発・適用すべきであろう。

今後、途上国支援は「ミレニアム開発目標 (MDG)」にみられるようにますます最貧国・低所得国開発に重点がシフトする中、世銀のように IMF は当該国の中長期的経済発展の観点を入れた経済プログラムを構築すべきであろう。中長期的には IMF は加盟国の定期的なマクロ経済・金融分野の調査及び統計情報の提供などに専念し、途上国の政策融資や開発については世銀に任せ、開発金融分野から撤退することも合理的な選択肢となろう。これにより、世銀は「クロス・コンディショナリティ」から脱し、独自の判断からプログラム実施が可能となり、IMF の不適切な分析に基づくコンディショナリティが課される可能性も低くなると思われる。さらに、長期的に設立当初に検討されたケインズ案に近い方式 (世界中央銀行) に IMF を変革することも考慮されるべきであろう。

The Influences of ADB Bond Issues and the US Bonds on Asian Sovereign Bonds

京都産業大学 猪口真大

[報告要旨]

本稿は、アジア諸国と米国間の債券市場の相関、および、アジア開発銀行（ADB）による現地通貨建て債券発行がアジア各国の債券市場に影響を与えるのかを考察する。すでに、東アジア諸国では債券市場の整備が進められており、外国政府や国際的機関による支援も実行されている。また、いくつかの先行研究が指摘しているように、アジア諸国の金融市場はそれ以外の地域の金融市場からの影響を受けていると考えられ、アジアの債券市場は、今後さらに、その拡大とともに国際的な資本移動の影響を受けるようになると思われる。しかしながら、これまでアジア地域の債券市場に関する先行研究は非常に少なく、現在実施されている債券市場整備への支援が何らかの効果を持っているのかどうかや、アジアの債券市場における国際的相関の有無もはっきりとは示されていない。

そこで、本稿では、社債市場に先駆けて規模が拡大しているソブリン債市場に焦点をあててこうした問題を分析する。具体的には、シンガポール、タイの Treasury Bill (TB) と香港の Exchange Fund Bill についての利回りデータを用いて、これらと米国 TB の利回りとの連動性、さらに、こうしたアジア諸国の債券に対して ADB の現地市場での債券発行が与える影響を明らかにする。分析にあたっては、日次データの変動を考察すると共に、EGARCH による推定を用いた。

その結果、すでに米国の TB レートの変動は、シンガポール、タイ、香港の TB レートの変動と正の相関があることが示された。また、データの推移からは明らかにならなかったが、回帰分析から、ADB の現地市場での債券発行が、タイや香港の TB レートを低下させる方向に、また、シンガポールの TB レートのボラティリティを小さくする方向に、短期的ではあるものの影響を及ぼした可能性が高いことがわかった。したがって、すでにアジア諸国における債券市場の国際的相関は高まっており、また、国際的な資本移動がより活発化する状況の下、ADB の支援がアジアの債券市場の発展に何らかの貢献を果たし得ることが示唆されたといえよう。

The Role of Collateral and Personal Guarantees in Relationship Lending: Evidence from Japan's Small Business Loan Market

経済産業研究所 植杉威一郎

みずほ総合研究所 小野有人

《報告要旨》

This paper investigates the role of collateral and personal guarantees in small business lending using the unique data set of Japan's small business loan market, "Survey of the Financial Environment" conducted by the Small and Medium Enterprise Agency of Japan and the TSR (Tokyo Shoko Research) database. Consistent with conventional theory, collateral is more likely to be pledged by riskier borrowers, implying they may be useful in mitigating debtor moral hazard. Contrary to conventional theory, we find that banks whose claims are either collateralized or personally guaranteed monitor borrowers more frequently. We also find that borrowers who establish long-term relationships with their main banks are more likely to pledge collateral. Our empirical evidence thus suggests that collateral and personal guarantees are complementary to relationship lending.

コーポレートガバナンスと常務会の報酬、企業業績の関係

大阪大学大学院 渡辺 直樹

大阪大学大学院 坂和 秀晃

《報告要旨》

本稿では、常務会報酬が企業業績、取締役の構成、株式所有構造により決定することを検証している。プリンシパル・エージェント理論をコーポレートガバナンスに応用するとき、米国の先行研究では、株主、取締役会をプリンシパルとし、エージェントを CEO と考え、取締役会の独立性が高ければ、ガバナンスが適切に働き、CEO 報酬の決定においてエージェンシー問題は発生しないとしている。しかし、Core et al. (1999) (“Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance” *Journal of Financial Economics*) においては、エージェンシー問題が発生し、CEO 報酬の決定に際して、ガバナンスが適切に働いていないことを、実証的に示している。

本稿の問題意識は、CHL (1999) のようなエージェンシー問題が日本において発生しているかどうかを検証することである。しかし、日本では、会社の業務執行は、CEO 単体ではなく、常務会全体に委ねられていることが知られている。そこで、本稿では、株主、平取締役をプリンシパル、エージェントを常務会と考え、Core et al. (1999)の方法に倣い、実証分析を行う。

常務会報酬の決定に際して、ファーストベストの状態では、エージェントたる常務会の能力（努力水準を含む）が分かるために、業績と能力に連動した報酬体系になる。セカンドベストの場合、エージェントの能力が分からないため、業績のみに連動した報酬体系になる。また、非効率なとき、ガバナンスが適切に働かず、常務会の圧力により、常務会報酬がかさ上げされるといった報酬体系になることが考えられる。

本稿では、1991年～1995年の東証一部製造業 522社のデータを用い、常務会の報酬を、企業業績によりコントロールした上で、取締役の構成、株式所有構造により説明できるかどうかを確認した。結果として、取締役の構成、株式所有構造といったガバナンスの変数が有意に、常務会報酬に影響を与えた。この結果は、非効率な常務会報酬の体系になっていることを示唆している。一方で、取締役の構成、株式所有構造から生じた報酬と業績との関係も検証している。

**The Impacts of “Shock Therapy” on Large and Small Clients:
Experiences from Two Large Bank Failures in Japan**

Shin-ichi Fukuda (University of Tokyo)

Satoshi Koibuchi (University of Tokyo)

Abstract

A bank failure can have various consequences for the clients. The adverse impacts might, however, differ between large and small firms. In this paper, we focus on the clients of two large failed Japanese banks - the Long-term Credit Bank of Japan (LTCB) and the Nippon Credit Bank (NCB). We show that subsequent events after bank failures had different consequences between large and small firms. As for the clients of LTCB that had faced “shock therapy”, the surviving large firms showed significant recovery of their profits but the surviving small firms did not. In contrast, as for the clients of NCB, the surviving small firms experienced significant decline in their profits when the new bank terminated the banking relationship.

インフレーションの終焉

一橋大学 清水啓典

2000 年以降世界のインフレーションは急速に終息して、現在 20%以上のインフレを経験しているのはジンバブエ 1 国のみで、10%台のインフレを経験している国も小国数カ国に過ぎない。事実上、世界経済の課題としてのインフレーションは消滅したと言ってよい。逆に、継続的なデフレーションを経験している国は日本のみである。物価は世界的に非常に安定した時代に入っている。

世界史的に見れば、インフレーションは 1 次世界大戦後の問題であり、世界各国が金本位制を離れて、管理通貨制度を導入して以来の課題であった。各国が貨幣供給量を自由にコントロール出来るようになってからインフレーションが生じ、1980 年代頃からマネーサプライ管理の重要性が認識され、世界の中央銀行が貨幣供給量を安定的に管理するようになって以来インフレは沈静化し、2000 年代になって旧社会主義諸国のインフレも終息したことから、世界的にインフレーションが消滅した。貨幣供給量の安定的供給による物価の安定という当然のことが現実に起こるまでに、1 世紀に近い時間が必要だったことになる。

その意味で、インフレーションの克服は社会主義の崩壊に匹敵する大きな経済的変革であり、それらは互いに密接な関係がある。この点はマクロ経済学や政策運営に関する根本的な考え方の変革と、国際化や世界の市場経済化の進展が関係している。なぜ現在、世界的に物価安定が実現されたのかという点、またそれが持つ経済的な意味を、経済学の発展の歴史を振り返りつつ検討してみたい。

その上で、今後インフレが再燃することはないのだろうか。その防止のためには、どのような政策や制度が必要なのだろうか。現在、日本ではデフレからの完全な脱却と、インフレ目標政策の導入の是非が話題となっている。インフレ目標政策は長いインフレとの戦いの歴史を踏まえた理論と制度面の発展の成果であり、現在の議論は若干視野が狭い面があるように思われる。日本は過去 30 年間、先進国中最も大きな物価変動を繰り返し、例外的に長い景気後退を経験してきた。デフレ脱却が展望される現在、新たな金融政策運営の目標が求められている。

本報告では、上記のような歴史的経緯をふまえて、今後の金融政策運営の在り方と制度的対応や課題について、インフレーションを巡って広い観点から検討する予定である。

金融危機時以降の金融調節

中央大学 黒田 巖

金融政策は金融調節によって実現される。本報告では金融調節の観点から、1990年代以降、特に金融危機が深まった1990年代末以降の金融政策について述べる。

この時代は時に「失われた10年」などといわれるが、金融調節の環境や方法に関しては、それ以前の時期に比べて、大変大きな変化があった。また、周知のとおり、調節方針についても、超緩和政策の下、世界に例を見ない調節が行われてきた。したがって、この時代の金融調節の経験は、今日振り返ってみて、多くの論点を提供しているはずである。もちろんその最終的な評価については、今しばらく時の経過が必要ということであるかもしれないが、記憶が薄れてしまう前に中間的なレビューをしておくことは大切ではないかと思われる。本報告ではそうした観点からいくつかの点に絞って、議論をしてみたい。

量的緩和政策の評価と解除をめぐる

桃山学院大学 木村二郎

導入：量的緩和政策は従来の日銀の主流の見解とは相容れない政策であった。景気低迷、不良債権処理の遅れと金融システム不安、膨大な政府債務の累積という困難な状況下で、政府からの圧力を受けて、2001年3月に実施された。日銀当座預金残高を政策目標として、当初の5兆円から引き上げて現在では30~35兆円となった。結果的にゼロ金利を実現し、解除に関するコミットメントにより、時間軸効果をもつといわれる。

効果：日銀当座預金残高の積み増しという「量の効果」（一部で主張された「ポートフォリオ・リバランス効果」など）は確認されていない。ゼロ金利と時間軸効果による中長期金利の低位抑制による「金利ルート」の効果と潤沢な流動性供給による金融システム安定化効果に限られる。日銀当座預金積み増し的手段として、大量の国債の買い切りオペをすることにより、結果的に長期国債価格を支持し「国債管理政策」に貢献した。

限界：「日銀当座預金の積み増し→ベースマネー増」が「マネーサプライ増→インフレーション」を引き起こし、デフレ不況からの脱却を促すというマネタリストの主張の誤りが明らかになった。企業の過剰借入の解消と銀行の不良債権処理＝バランスシート改善、および、企業のリストラによる損益分岐点の引き下げが進行する中で、米中への輸出増による企業業績の回復をきっかけに、景気回復が「デフレ」下で始まった。量的緩和政策は実物経済の自律的回復を金利面から下支えしたにとどまる。また、短期金融市場の機能麻痺と分配上の歪み（資産運用側から債務者への所得移転）がこの政策の重要な副作用として指摘されている。

解除：02年以来回復過程が持続して、05年10月CPI上昇率0%、11月と12月はプラスになり、解除の条件を満たしつつある。06年4月頃に解除するだろうという予測が多数出ている。物価上昇率がプラスになると、ゼロ金利下では実質金利がマイナスになり、バブル再発を懸念する声も出始めた。まず、解除に伴う長期国債買い切りオペ金額の削減は、時間軸効果を念頭に置き、長期国債市場に配慮しつつ行う必要がある。量的緩和政策解除後は、当面ゼロ金利政策を採用することになる。次に問題になるのは、ゼロ金利政策からプラス金利への引き上げ方法と時期であろう。ロンバート貸出制度を活用しながら中長期金利の急上昇を抑制しつつ、スムーズにプラス金利への移行すなわち金融政策正常化が実現されなければならない。報告当日までの推移を踏まえて、さらに詳細な報告をする予定である。

参考文献：拙稿「平成不況と金融政策」（一ノ瀬篤編著『現代金融・経済危機の解明』ミネルヴァ書房、2005年。所収）

Effectiveness of Credit Guarantees in the Japanese Loan Market

経済産業研究所 植杉威一郎

一橋大学大学院 坂井功治

カリフォルニア州立大学（ロングビーチ） ガイ・ヤマシロ

We examine the effect of the special credit guarantee program introduced by the Japanese government between 1998 and 2001. To alleviate the credit crunch faced by small businesses, the program provided 30 trillion yen of loan guarantees which was more than 10% of total small business loans outstanding. We contrast the moral hazard hypothesis with relaxing borrowing constraint hypothesis to examine the widely-held negative assessments of the program. We evidence an increase of long-term loans ratio and profitability among existing program users. It is consistent more with the relaxing borrowing constraint hypothesis than with moral hazard. To evaluate the special guarantee program, we need to compare this positive effect with the default cost of guarantee users.

担保と銀行のモニタリング

東北大学大学院 石田裕貴

本論文は、企業と銀行双方にモラルハザード問題が存在する状況で、銀行のモニタリングをするインセンティブが担保設定によって歪められることが明らかにされる。一方で企業のモラルハザードは担保によって抑止される。

借手企業は銀行から融資を受けた後に投資プロジェクトを選択するが、銀行はそのプロジェクト選択に関して企業のモラルハザードに直面している状況を考える。一般的にそのモラルハザードに対抗するために銀行には二つの対抗手段がある。一つは貸出後に企業の投資プロジェクトに関して正しく実施されているか監視をするモニタリングであり、もう一つは貸出契約に担保を設定することである。通常、モニタリングは外部からは容易に観察できず銀行に様々なコストや努力、経験を要求するので、銀行はモニタリングを行うことを簡単にはコミットできないであろう。それに比べると担保設定に関するコストは小さいと考えられる。したがって、銀行にとってモニタリングをするより担保を設定するインセンティブの方が強いであろう。

Covitz and Heitfield(1999, mimeo)にしたがって基本モデルが設定される。銀行が担保を設定せずモニタリングの実施をコミットできないとき、純戦略による均衡が存在せず銀行はモニタリングを確率化させる。その結果、企業のモラルハザードを完全に抑止できない。担保が設定されるときは、その効果が銀行と企業とでは対称的になる。すなわち、銀行にとってはモニタリングをするインセンティブが弱まるのでモラルハザードを悪化させる方向に働き、企業にとっては失敗時に担保を失うのを嫌ってリスクの低い投資を望むのでモラルハザードは緩和される。担保が十分にあるときは、企業のモラルハザードが完全になくなるので銀行はまったくモニタリングを実行しない。これらの結果は直観と一致するものであろう。

アジア諸国の為替レートの適正水準について

日本総合研究所 清水 聡

米国の経常赤字を中心とする世界的不均衡の拡大などから、自国通貨の上昇を抑制するアジア諸国の政策に対して、欧米諸国からの批判が強まっている。そこで、本報告ではアジア諸国の均衡為替レートを算出し、欧米諸国の批判が正当であるかについて考える。

為替レートの適正水準の評価手法（購買力平価アプローチ、マクロ経済均衡アプローチ、誘導式モデル）について比較検討した上で、誘導式モデルを用いてアジア諸国の均衡実質実効為替レートを算出し、各国の為替レートが適正水準から乖離しているかをみた。具体的な手法としては、3財モデルに基づき、為替レートの説明変数となるファンダメンタルズ要因を選択し、これらの説明変数と被説明変数である実質実効為替レートの間には存在する長期的な関係を、エラーコレクションモデルの推計によって求めた。分析対象国は、中国、韓国、マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシアとした。

誘導式モデルを用いた先行研究の中には、説明変数の選択の根拠を十分に説明していないものもあるため、本報告では背景となる経済モデルを詳細に示し、説明変数とモデルの対応を明確にした。また、先行研究には対外均衡のみを考慮したものも多いが、本報告の分析枠組みは国内均衡と対外均衡の双方を考慮に入れた一般均衡モデルとなっている。

中国に関しては、近年、人民元の実質実効レートは5～10%程度の過小評価となっている可能性があるとの結論が得られた。したがって、為替レート変動の必要性だけでなく、適正水準の観点からも為替制度の変更を継続することが望ましいといえる。

他の5カ国に関しては、実質実効為替レートは90年代前半には全般にやや過小評価で推移していたが、95年以降、急激な上昇により過大評価に転じた。すなわち、経済ファンダメンタルズの観点からは、これらの上昇は急激過ぎるものであった。このことが、通貨危機による為替レート水準の調整を不可避にした重要な要因であったと考えられる。

通貨危機以降、フィリピンを除く各国の実質実効レートは、一定期間にわたって過小評価となった。この限りにおいて、アジア諸国の為替レートが低水準に抑制されているという批判は妥当であったと考えられる。しかし、最近では各国の為替レートは適正水準に近くなっており、過小評価はおおむね解消されたというべきであろう。最近までドル・ペッグ制を採用してきたマレーシアでは、ドルの下落に伴い実質実効レートが下落したが、過小評価の程度はせいぜい数%に過ぎない。また、フィリピンでは、通貨危機以降、実質実効レートの過小評価はほとんど生じていない。

現状では、これらの5カ国に関して、為替レートが不当に低水準に抑制されているという批判は必ずしも正しくないといえよう。

アジアの金融市場の統合はどこまで進んだか

日本経済研究センター 河越正明

四国電力 宮本拓也

日本経済研究センター 鶴田知己

本稿では、実質金利平価のテストを通じて、日本とアジアの金融市場の統合の進展度合いを検討した。

1980年代から2003年までの短期金利を用いて、アジア8ヶ国（インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、台湾、中国）と日本の間で実質金利平価が成立するかテストすると、実質金利平価が成立するのは、シンガポールとの間だけであった。しかし5年刻みの期間別にみると、2000年代は1990年代前半と比べても平価が棄却される国の数が減少し、金融市場の統合が進んでいることがうかがえる。

次に平価からの乖離が時間とともに縮小傾向にあるか、SURE推計によってテストすると、縮小傾向にあることがわかった。しかも、その縮小のスピードは5ヶ国（韓国、マレーシア、シンガポール、タイ、台湾）との間で同じであり、景気循環やカントリーリスクに係る変数を追加しても変わらない頑健な結果であった。これは各国間に、例えば情報・通信技術の進歩による取引費用の低下といった何らかの共通要因が働いているためと解釈可能である。

中国のマクロ経済変数の DGP と構造変化

福岡女子大学 張 艶

1978年の経済改革後、中国は計画経済から市場経済に転換しつつある。特に、1990年代に入ってから市場経済化が本格的に進み、金融面においても、金融政策の中間目標の転換、金融政策の変更や金融システム改革などが実施された。このように、90年代以降、中国のマクロ経済の環境は大きく変化し、マクロ経済変数のDGP(Data Generation Process)に構造変化が生じた可能性がある。

時系列データの分析では、まず単位根検定を行うことにより、データの定常性を検証することは、不可欠な手順となっている。しかし、中国の先行研究の多くは、データのDGPについて詳細な検討を行っておらず、構造変化の有無を検証していない。本報告の目的は、中国のマクロ経済時系列データについて、単位根検定を通じてDGP及び構造変化を分析し、それにより政策分析の出発点を与えることにある。

分析の手順は以下のとおりである。まず、中国の金融変数・実体経済変数の時系列データについて、ADF 検定と PP 検定により単位根が存在するという帰無仮説を検証する。そして、ADF 検定と PP 検定により帰無仮説が棄却されない変数について、Perron[1997]等の方法により構造変化の有無を検証する。

対象変数は1983年1月以降利用可能な月次データである。金融変数としては、貸出金利、預金金利、M1、M2などを使用する。実体経済の変数としては、実質輸出、実質輸入、実質工業総生産、実質固定資産投資、実質社会商品小売総額などを使用する。

分析の結果、金融政策の変更、金融政策の中間目標の転換などから、金融変数のDGPに構造変化が生じている可能性があることが分かった。

財閥系企業における過剰投資問題の検証 ーフィリピン上場企業の投資の負債感応度ー

一橋大学大学院 齋藤 純

1997年のアジア通貨危機以降、債権者のモニタリング機能にもとづく債務のガバナンス・メカニズムの弱さが、危機発生の原因や危機の深刻化に深く関わっているという指摘がなされてきた。企業の債務依存度が高かったことが、危機後に多くのデッド・オーバー・ハングを発生させ、アジア危機を深刻化させた要因の一つとされている。しかし、途上国特にアジア地域の企業の資金調達構造とコーポレート・ガバナンス、設備投資行動との関係についての分析は、必ずしも十分に行われているとは言えない。特に、企業情報の開示の程度が低く経営者と投資家間の情報の非対称性が大きいと予想される途上国企業は、資金調達を行う上で困難を抱えていると考えられ、有望な投資機会を持つ途上国企業が円滑な資金調達を行なう手段を保有もしくは、整備することが重要であると考えられる。

本稿は、フィリピン上場企業の企業データを利用して、財閥系銀行の財閥系企業に対する密接な関係が、負債による規律付けを働かせて過剰投資を抑制する可能性を示すことを目的としている。さらに、10大株主の所有比率と社歴をデータとして加え、所有比率が高く社歴が長いと予想される財閥系企業について、投資の負債感応度に表れる違いが何から生じているのかを明らかにしたい。本稿の実証分析によって得られた主な結果は、(1)財閥系企業のうち成熟企業で負債による規律付け効果が認められた。(2)大株主持株比率を用いた推計からは、負債による規律効果も借入制約も指摘することが出来なかった。(3)老舗企業は、負債による規律付けが働いていた。つまり、投資機会が少ない財閥系企業では、負債による規律が過剰投資を抑制しているとの結果が得られたが、集中的な所有構造から生じているというよりは、長期間経営を行っているなどの要因によるものと言える。

政策金融ファイナンスの国際比較と日本の選択に関する一考察

日本大学 亀谷祥治

グローバリゼーションのひとつの側面は市場主義を経済の規律にすえるものである。この市場経済主義を推進するインフラとしてのファイナンスの分野においても、各国は、政策金融、国によっては、開発金融がいかにあるべきか、国際比較を通してそのファイナンスにおける位置づけを考えているところである。日本においては、財投改革による資金調達手法の市場経済主義へのシフトが始まっており、日本政策投資銀行をはじめとした政策金融機関においてもその運用の選択肢について研究し、実践し始めているところである。以下、今後の考えられる機能、役割を考察し、提言として報告したい。提言は以下のごとくである。

(1) 存在理由は質的補完と量的補完であると考えられる。(2) 質的補完すなわち、市場補完機能に加えて、インフラ整備に民間投資的発想を適用し、政府補完機能も重要であろう。(3) パラダイムとしては、従前どおり、期間補完機能、収益補完機能、リスク補完機能、信用補完機能、資金安定的供給機能、政策的誘導機能、プロジェクト形成支援機能、経営主体形成支援機能が考えられよう。(4) 政策金融の審査結果を民間金融が参考にすることをカウベル効果という。政府が、補助金、政策金融など、目的対効果に応じて複数の政策実現手段の選択肢をもち、かつ、その選択基準を考えることは自然である。加えて、このカウベル効果という言葉が金融の教科書に載って久しいが、民間金融との協調は従来にも増して重要である。(5) 金融による梃子の効果と同様に、政策金融による、プロジェクト形成に際しての触媒機能(カタライザー)はこれも、従来以上に重要であろう。これに似た機能として最近特に地方銀行中心に重視されているのが、リレーションシップバンキングということで、わざわざアメリカにミッションを派遣して研究しているようである。これは日本政策投資銀行などでは従来から守備範囲としているもので、政策金融の機能の一つとして再認識されるべきものであろう。海外の政策金融機関をヒアリングしたところでは、むしろ民間のmatterとしているかのようで、あまり話題にされてはいない。

これらを1例として、政策金融効果をどの様に評価し、国民の、納税者のコンセンサスを形成していくか、政策金融ということを議論するのであるから、国民のコンセンサス形成が重要である。最後に、政策金融のあるべき姿として、質的補完、量的補完、この場合の質的補完機能はいわゆる市場補完機能に加えて、政府機構の補完機能まで延伸して考えてみてはどうかということである。具体的には、審査機能、審査能力、情報生産機能の有効活用、情報の非対称性のクリアを提言したい。

Direct and Indirect Finance and Income Inequality

神戸大学大学院 三宅敦史

神戸大学 中村保

Income inequality in Japan has been expanded since early 1990s, which means that the Japanese economy becomes an 'unequal' society. It is said that the cause of recent income inequality in Japan is not property income but wage income. If property incomes, such as interest, dividend and rent, are the most important, income inequality in Japan would have depressed after the collapse of the asset bubble economy. However, income inequality in Japan has been increasing since early 1990s. Therefore, property income is not the first-order important.

This paper builds an overlapping generations model incorporating the optimal behavior of the banks and analyzes the relationship between a financial development and income inequality. Our analysis is consistent with recent empirical research, which shows that a financial development reduces income inequality by increasing poors' incomes.

Our model predicts that a negative shock to collateral assets enlarges income inequality through a financial sector. Regarding a negative shock to collaterals as the crash of the asset bubble economy, our analysis is consistent with what the Japanese economy has experienced since early 1990s.

ドイツ・リテール金融業務における自己資本比率規制と リレーションシップ・バンキングの意義

拓殖大学 山村 延郎

慶應義塾大学大学院 三田村 智

《報告要旨》

本報告では、ドイツを分析対象とすることにより、自己資本比率規制とリレーションシップ・バンキングという金融行政の二大基本政策を相互補完的に捉える金融規制の理論体系の構築を試みる。

ユニバーサルバンク制度の下で他国に先駆けて金融自由化が進んだドイツでは、1970年代にはバーゼルⅠに相当する自己資本比率規制の発展をみた。さらに80年代後半以降は、各金融機関グループで格付手法の開発が独自に進められて、バーゼルⅡにみられる内部格付手法のひとつの原型となった。

バーゼルⅡの規制・監督枠組みは、リスク管理の自己組織化を促進する。金融機関のリスク管理では、バランスシート調整が行われる。この調整の手段として最近では、内部格付手法の利用、それに伴う取引先へのコンサルティング、貸出債権の証券化などが行われている。

自己資本比率規制がストック的な観点で見ているのに対し、リレーションシップ・バンキングは、フロー的な視点から見た議論として体系づけられ、費用削減・収益拡大・リスク管理の改善にもつながる。この観点から、費用対効果の側面で、バランスシート調整における顧客のセグメント化も説明できる。

金融機関は、戦略的な視点からこの二つを体系的に用い、必要ならば費用削減のため提携等の手段を用いて、健全かつ有効な経営を行わねばならない。

キーワード：

ドイツのリテール金融、バーゼルⅡ、リレーションシップ・バンキング

【報告論文】

山村 延郎・三田村 智「ドイツ・リテール金融業務における自己資本比率規制とリレーションシップ・バンキングの意義」（金融庁金融研究研修センター、FSA リサーチ・レビュー2005）〈<http://www.fsa.go.jp/frtc/nenpou/2005.html> よりダウンロード可〉

※ 本報告は筆者両名の個人的見解であり、所属機関の公式見解ではない。

Has the Credit Crunch Occurred in Japan in 1990s?

Daisuke Ishikawa (Kyoto University)

Yoshiro Tsutsui (Osaka University)

In this paper, we analyze whether the supply side played a crucial role in causing stagnant and declining outstanding loans in 1990s. In other word, the purpose of this paper is to make clear whether credit crunch really happened in Japanese loan market. This paper also aims to investigate how the situation of bank loan market differs among prefectures by analyzing panel data for prefectures.

To this end, we calculate the magnitude of the shift of the supply and demand functions assuming market equilibrium. If the supply function shifted towards left more than the demand function, borrowers would have faced strict attitude of banks, which means existence of credit crunch. Under the assumption that the Japanese loan markets are segmented by prefecture, we estimated supply and demand functions using prefectural panel data from 1990 to 2001.

The estimation results reveal that until 1996 while right shift of the demand function was as the same magnitude of the actual loans, the supply function more largely shifted toward right, indicating that the stagnation in the loan markets in this period cannot be explained by the supply side. However, after 1996 when the amount of loans decreased, the loan supply shifted leftwards as much as the loan demand, implying that the contraction of supply contributed to the decrease of the actual loans.

Examining the rate of shift of loans by prefecture, we also find that demand shift exceeded supply shift more in prefectures having large cities. This implies that the degree of credit crunch has been severer in populous prefectures.

信用金庫の金利自由化後の銀行同質化と今後のあり方

武蔵大学大学院 鈴木三郎

戦後金融制度改革の中で誕生した協同組織金融機関、信用金庫は会員外からの預金受け入れが出来るユニークな業態である。現在資金量は100兆円を超え、金庫規模の大型化が進んでいる。地域金融、中小企業金融における影響力、存在感は金利自由化の進展した1980年代半を境に著しく大きくなった。その背景には信用金庫の銀行との同質化の動きがある。信用金庫の銀行同質化とは、経営の基本が非営利、会員の一人一票などの協同組織金融機関性、会員との結びつきを弱め、銀行に類似していったことを指す。

戦後大蔵省の護送船団方式の下、中小企業金融機関として預金吸収面に注力して安定的に収益を確保してきた信用金庫にとり、1980年代の金利自由化は大企業の直接金融への移行に伴う大手銀行のリテール業務への本格的進出と真正面から競争する初めての経験であった。

筆者の15年間にわたる信用金庫経営の経験からみると、金利自由化に対し業界として危機意識を強め、会員組織拡充など協同組織性の強化により切抜けようとした。しかし、実際には収益確保が最優先し、景気上昇、バブル発生のなかで貸出の大口化、長期化、融資基準の引下げ、低格付け債への投資など銀行との同質化が進み、信用リスク、金利リスクが増大した。総代会の運営、総代の選考方法などガバナンス面で会員の意向が反映されなくなった。

1990年代のバブル崩壊に伴う不良資産の急増、景気低迷による需資減退からリテール業務の金融機関競争は一時休止状態にあったが、大手銀行は欧米大銀行に対抗して新しいビジネスモデルを模索するなかで主要な柱の一つとしてリテール業務に取り組み始めたことから、再び競争激化の兆しを見せている。

この間、信用金庫を取巻く環境は1980年代とは著しく変化している。金融庁のリレーションバンキング機能強化方針に沿って協同組織金融機関として地域密着、協同組織性を強める方向に回帰しつつある。しかし、経営破綻増加を背景とする合併の進展により資金量2,000億円未満の金庫が全体の約半分を占める一方で、1兆円超の大型金庫が23にも上るようになった。

今後信用金庫はバブル期の経験を踏まえ銀行同質化の道を繰返すことなく、信金中央金庫・全国信用金庫協会の機能拡充を図りつつ、地域経済の振興のため、長期的な利益を求めて協同組織に基づくソフト情報生産の強みを生かしたリレーションシップ貸出に特化すべきである。とくに、各地域の中核大手信金の動きが鍵になる。また、業界として協同組織性の現代的意義をどう考えるか

が問われることになる。行政も信用金庫という業態の位置付けを迫られることになるう。

以上

特別講演

金融行政の現状と今後の課題

金融庁長官 五味廣文

(詳しい資料等は当日配布予定)

地域金融パネル：

顧客の期待する地域金融の機能と地域金融機関の対応

座長 名古屋大学 家森信善

北九州市立大学 木村温人

<趣旨説明>

2003年3月に策定された「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」以来、地域金融機関はリレーションシップバンキング機能の強化に努力してきた。その際、中小企業の実際の声を反映した取り組みが、地域金融機関の再生や地域金融システムの構築に不可欠であることはいうまでもない。しかし、中小企業が地域金融機関に本当に望んでいるものはどのようなものであるのかは必ずしも明らかになっているわけではない。とくに、中小企業は非常に多様であり、また金融環境が大きく変わってきているために、現実の中小企業のニーズを知ることは極めて困難である。

そこで、本パネルでは、最近行われた企業金融に関するアンケート調査の結果を紹介する。具体的には、第一報告は大阪市の企業を対象にしたアンケート調査、第二報告は東海3県（愛知県、岐阜県、三重県）および関西3府県（大阪府、京都府、兵庫県）の企業に対するアンケート調査、第三報告は北九州市の企業に対するアンケート調査である。当然、これらはそれぞれ独立に行われたアンケート調査であり、質問事項は異なるが、地域の企業金融の実態や課題を明らかにしたいという点では問題意識は共通している。

3本の報告が終わった後、報告者、パネリストおよびフロア参加者の議論を通じて、現在の中小企業が地域金融機関に何を望んでおり、その実現のためにどのような地域金融機関の経営課題があり、さらには金融システム政策上の問題があるのかを探ることを目指したい。また、こうしたアンケート調査を今後行っていく上で、どのような改善が必要かといった点についても議論ができればと考えている。

大阪市の中小企業金融の現状と企業の意識

大阪市立大学 清田匡

本報告は、2005年3月に私たち(大阪市立大学・証券研究センター・プロジェクト研究チーム)が、大阪商工会議所のご協力で、大阪市内の中小企業 3,000社を対象に行った金融に関するアンケート調査(有効回答数:492件)の結果についてのものである。アンケートは、1.民間金融機関の行動とその商品についての質問、2.公的金融の行動とその商品についての質問、3.回答企業自身についての質問、4.自由回答欄から構成される。

分析は、単純集計を行ったうえで、上記の1.~3.の全項目についてクロス集計、カイ 2乗検定を行った。その上で、クラメールの連関係数が一定数値以上のものについて、検討を行った。

その結果、回答中小企業は、大きく二つのグループに分けられると解釈するにいたった。第一のグループ(以下では「金融強者グループ」と呼ぶ)は、相対的に規模が大きく、金融面でも関心を持ち、積極的な情報収集を行う余裕があり、第二のグループ(以下では「金融弱者グループ」と呼ぶ)は、相対的に規模が小さく、金融面での積極性も乏しいグループである。そして、「金融強者グループ」の、金融機関への評価は、相対的に高いが、金融機関へのニーズは、あまり大きくない。これに対して、「金融弱者グループ」は、金融機関への評価は厳しいが、ニーズは大きいように解釈される。つまり、金融機関と顧客グループの間で、行き違い(ギャップ)が生じていると理解される。自由解答欄への回答等も考え合わせると、とりわけ、「金融弱者グループ」に関しては、金融機関が、ビジネスモデルや、営業方法の変更について十分な説明が行われていないために、金融機関への不信感を増しているように推測される。

上記の理解が正しいとして、この行き違いを解消するためには、(1)金融機関が、金融商品・サービスやビジネスモデルについて、顧客とのインターフェースを改善して、わかりやすく説明することが必要だろう。また(2)「金融弱者グループ」に関しては、例えば、バーゼル II での格付の手法等の説明などを通じて、このグループの経営を強化し、「金融強者グループ」へと近づけることが考えられる。金融機関の競争力を規定する要因としては、様々に考えられうるが、重要な要因として、金融機関自身の顧客層の競争力があげられうる。金融業は、広義のサービス業であり、製造業等と異なって、サービス業では、企業の生産性は、顧客行動によって大きく規定されるからである。そうであるとするなら、顧客層のレベルアップをはかり、ひいては地域経済の活性化につなげることが、最終的には、金融機関自身の競争力を向上させるという意味で、金融機関、顧客、地域経済のいずれにとっても有意義な金融機関の CSR の達成といえるというのが報告者の主張である。

東海および関西企業の金融意識と期待する金融サービス

名古屋大学 家森信善

近年、金融行政はもちろんのこと、地域金融機関自身がリレーションシップバンキング機能の強化に努力してきた。しかし、既製の資料では企業の生の声を知るには限界があり、中小企業が地域金融機関に本当に望んでいるものはどのようなものであるのかは必ずしも明らかになっていない。

そこで、自らアンケート調査を実施し、地域の企業が地域金融機関に何を望んでおり、そのためにどのような政策的な課題があるかを探ることとした。具体的には、東海資本市場研究会（事務局 野村證券名古屋支店）の協力の下、2004年2～3月に東海地域（愛知県、岐阜県、三重県）の企業8472社に対してアンケート調査票を送付して、684社からの回答を得た。このアンケート調査では、企業の経営戦略全般に関する質問、財務の一般的な方針や考え方に関する質問、銀行取引に関する質問、直接金融に関する質問、コーポレート・ガバナンスについての質問、産業クラスターに関する質問、などを行っている。このアンケート調査結果は、多和田眞・家森信善編『東海地域の産業クラスターと金融構造』（中央経済社 2005年）にまとめている。

さらに、独立行政法人・経済産業研究所・地域金融研究会（主査 筒井義郎大阪大学教授）のプロジェクトとして、2005年6月に関西地域（大阪府、京都府、兵庫県）の企業9000社に対するアンケート調査を実施し、2041社から回答を得た。このアンケート調査は、第Ⅰ部・アンケート回答者の属性、第Ⅱ部・回答企業の属性、第Ⅲ部・回答企業の経営全般、第Ⅳ部・財務の一般的な方針、第Ⅴ部・メインバンクとの関係、第Ⅵ部・銀行取引一般、第Ⅶ部・金融機関による中小企業審査のあり方、第Ⅷ部・信用保証制度、と幅広く中小企業金融の重要問題を網羅した内容となっている。この結果については、家森信善「企業が望む金融サービスと中小企業金融の課題－関西地域の企業金融に関する企業意識調査を中心に－」（経済産業研究所 RIETI Discussion Paper Series 06-J-003 2006年）にまとめている。

本報告では、これらのアンケート調査の結果を紹介しながら、東海地域や関西地域の中小企業金融の相違点や類似性を明らかにし、わが国の地域金融、特に中小企業の金融の現状と課題について検討することにした。

北九州地域の企業金融の現状と企業の意識

西南学院大学 西田顕生

北九州市立大学 木村温人

福岡県北九州地域は九州地域を代表する産業集積地である。1901年の官営八幡製鉄所の設立以来、同地域は「鉄の町」として発展し、現在では従来の素材型産業に加えて、自動車部品・電子部品等の加工組立型産業の集積も進んでいる。1990年代の末以降、北九州経済も低迷状態を続けてきたが、2003年ごろから緩やかに回復し、2005年の後半には素材型産業を中心に著しい回復を示している。北九州市は約100万の人口を抱える政令指定都市でありながら「本店銀行」が存在せず、他地域から多くの地域金融機関が進出している。現在、福岡市に本店を置く地銀2行と対岸の下関市に本店を置く地銀1行、および域内の5金庫が合併して誕生した信金1金庫が同地域の主たる金融機関となっており、金融機関同士の競争は地域経済の回復とともに激しさを増している。こうした環境の変化が地域の企業金融にどのような影響を与えるのか。本報告では、北九州地域の中小企業者を対象に実施したアンケート調査を中心に、同地域の企業金融（中小企業金融）の現状を検討する。

報告では、最初に各種データを用いて地域の金融・経済環境を概観する。そこでは地域経済の好転を受けて、地域企業の金融環境も大幅に改善していることが示される。次いで、北九州地域金融支援システム研究会※が2005年7月に実施したアンケートから、地域企業の企業金融の実態に迫る。アンケートからも地域の金融・経済環境の改善は確認されたが、企業規模や業種ごとに、その改善度合いには大きな格差があることが示される。地域密着型金融推進計画が進められる中で実施した今回のアンケートでは、顧客と金融機関との関係を確認する問いを多く設けた。これらの問いからは、金融機関側と顧客企業との間に意識のギャップが見られることが示された。換言すれば、金融機関が関係を深めたいと考えている企業は金融機関との関係強化を望んでおらず、リレーションシップ・バンキング的（地域密着型金融的）な機能が発揮されることが望ましい企業には、逆に金融機関が関係を深めたいとは考えていない、また企業側も金融機関との関係強化を望んでいないということである。こうしたギャップの解消が図られなければ、金融機関が中小企業の再生や地域経済の活性化を図る取り組みを進めても、十分な成果が上がらないことになる。金融機関、中小企業者双方の改善が期待される。

※地元行政、商工会議所、金融機関、大学関係者によって設立された研究会、事務局は北九州市立大学附属北九州産業社会研究所。なお、アンケートは北九州商工会議所の協力により実施された。

Behavioural Biases of Institutional Investors under Pressure from Customers: Japan and Germany vs the US

早稲田大学 首藤 恵

《報告要旨》

本報告は、首藤を責任者とし Lukas Menkhoff および Daniela Beckmann (University of Hannover, Germany) を共同研究者とする研究プロジェクトの成果である。本報告の目的は、運用代理人である機関投資家の行動バイアス（投資視野の短期バイアス、ハーディング、リスク回避バイアス）とコーポレート・ガバナンス行動との関連に注目し、市場ベース型金融システムへの移行を進めつつある日本およびドイツと成熟した証券市場を有する米国システムのファンド・マネージャーの行動を比較分析することにある。

我々は、2003年4月-2004年2月の期間に、日本、ドイツ、米国における機関投資家のファンド・マネージャーに対して約50設問にわたる同一様式のアンケートを行い、日本488、ドイツ263、米国148のファンド・マネージャーから有効回答を得た。サンプルの特徴を概観すると、3カ国を通じて、約40-50%は年金運用、20-30%は投資信託運用に携わっており、平均株式投資比率は、日本58%、ドイツ71%、米国63%であった。

アンケート結果を用いて、以下の2段階の分析を行った。第1は、3つの行動バイアスに関連する回答について、各2カ国のグループ間の差の検定（t検定およびノンパラメトリック検定）を行った。第2は、3カ国のプーリング・データを用いて、ファンド・マネージャーのプロファイル（年齢、ジェンダー、ファンド・マネージャーの経験、会社の中でのポジション）と行動バイアスとの関係について、多変量回帰分析（Probit および Logit モデル）を行った。

主要な実証分析の結果は以下の通りである。第1に、日本とドイツのファンド・マネージャーはいずれも、米国のファンド・マネージャーに比べて、投資視野が短期的でありより強いハーディングの傾向が観察された。第2に、日本のファンド・マネージャーは、ドイツと米国に比べて、短期バイアス、ハーディング、リスク回避バイアスのいずれについても顕著であった。第3に、個人プロファイルに関して、経験の長いファンド・マネージャーほどこれらの行動バイアスが小さいという、興味深い結果を得た。

第1と第3の結果は、市場ベース型システムの歴史の浅い日本とドイツの機関投資家行動の未熟さを反映していると解釈できる。第2と第3の結果は、金融自由が進展し機関投資家の資産運用の競争が高まる中で、日本のファンド・マネージャーが顧客からのプレッシャーや評判プレッシャーにとりわけ弱いことを示唆している。

わが国年金基金の受託機関は、株式市場の低迷と資産運用ビジネスの競争激化の中で、頻繁なパフォーマンス・チェックと評判リスクに直面していると思われる。株主行動が要請される一方で、観察された運用面での歪みは長期的な企業価値向上と矛盾している。わが国機関投資家のガバナンスの有効性を考えるならば、単に株主行動を注目するだけで十分ではない。資産運用産業の競争と企業組織のあり方にも注目すべきであろう。

企業再生と株価：監視人を誰が監視するか？

名古屋市立大学 井上光太郎

神戸大学 加藤英明

《報告要旨》

本稿は、日本のバブル経済崩壊直後の1990年から大手企業の過剰債務問題の解決に目処がついたとされる2005年3月までの15年間における財務破綻企業による私的整理の経済効果を、200以上の私的整理のイベントを対象に、財務破綻企業の株価をベースに検証している。日本は、市場中心の企業モニタリング・メカニズムではなく、銀行や系列企業が代表して企業モニタリングを行うメカニズムが発達した代表的な市場と位置づけられ、財務破綻状態の企業を効率的に再生できる点がそのメリットの一つとして挙げられてきた。これに対し、本稿は銀行や系列企業が主導する私的整理は抜本的な解決の先延ばしの性格を持つために市場の信頼を得られず、市場の信頼を得るためには系列企業や銀行以外の第三者（銀行監督当局や外部スポンサー）の介入が必要であることを示している。本稿の示す結果は、日本のコーポレートガバナンスの主要な担い手として位置づけられてきたメインバンクや系列企業による問題企業に対する介入が、必ずしも問題企業の企業価値にポジティブな効果を持たないという点で Morck and Nakamura (1999) および Weinstein and Yafeh (1998) と一致する。

Gilson et al(1990)による米国における私的整理の分析結果と本稿の結果を比較すると、日本では私的整理そのものは米国より容易に合意に達するが、第三者の介入がない限り、私的整理による問題企業の企業価値の上昇幅は米国に比較して大幅に小さい。すなわち、市場メカニズムに基づく私的整理ほどは、メインバンクや系列企業が主導する私的整理は市場の信任を得ていない。

同時に、1998年以降の銀行監督当局による不良債権処理への直接的な介入が市場でポジティブに評価されていることは、監督当局の適切な監視と介入の重要性を指摘している Dewatripont and Tirole (1994) と整合的であり、それ以前には「監視人を監視する」システムが十分に機能していないことが、日本のコーポレートガバナンスの問題点であったことが示唆される。

株式投資の主観的満足度：実験的アプローチ

立命館大学 井澤 裕司

日興フィナンシャル・インテリジェンス 立石 隆英

《報告要旨》

個人投資家の株式投資による満足水準の決定に何が影響を与えているのかを検証するため、東証上場銘柄から選んだ 50 銘柄を対象に、事後的な投資のパフォーマンスに対して金銭的なインセンティブ（現金支払い）を与える株式売買実験を実施した。実験用に開発した売買システムでは、株式の売買注文を出す際には投資家が想定しているリスクとリターンを答えなければならないだけでなく、株式売却時に株式保有によって得られた自らの満足度を、金銭的な評価を含む場合と含まない場合のふたつに分けて、それぞれを 11 段階で評価させ回答しなければならないように設計されている。実験開始前には被験者の属性やリスク選好度、金融リテラシー、社会的好奇心などに関するアンケート調査も実施し、投資の事後的な満足度とこれらの属性との関連も分析した。

われわれは更に、投資の対象企業に金銭的な収益以外のものを投資家が要求する可能性について実験的に検証することを試みた。近年、投資対象となる事業会社のブランド価値の構成要素として企業理念・価値観、顧客価値、従業員価値、株主価値などがあることが再認識され、たとえば環境に配慮している企業であるとか、女性従業員に優しい企業などに焦点を当てた投資信託も設計されており、このような企業の社会的責任（Corporate Social Responsibility :CSR）が投資家の効用に直接働きかけている可能性は排除できないと思われるからである。実験では株式の売買時に、投資対象企業の CSR（企業の社会的責任）に関わる評価項目を、「企業の社会性（社会の役にたっている）」、および「自らの生活との関連（製品を持ちたい、サービスを受けてみたい）」、「職場としての興味（働いて面白そう）」の 3 つの観点からも 11 段階で評価させて回答させた。

実験によって得られたデータを相関分析、分散分析、パネル分析によって分析した結果、事後的な株式保有の満足度は、株式投資の想定されたリスクとリターン、およびリターンの実績だけではなく、企業への主観的評価（特に、企業の社会性と職場としての興味）によって有意に影響されていることを示すことができた。また、効用関数の形状、特にプロスペクト理論と事後的な株式投資の満足度との関係についても明らかにした。

このように管理された実験環境で株式投資からの満足度を計測した例は他になく、理論的観点から興味深いだけでなく、実務的応用の面からも極めて大きな意味をもつ。特に、企業に対する社会的評価を適切に反映させることで、同一のリスクとリターンのもとでも株式投資の満足度を高めうるということが明らかにされた今回の実験結果は、株式市場が株式売買を通じて個人々の社会的価値観や理念を反映させた資金配分を実現させる機能を持ちうることを示唆している。

銀行の役割と地域性の重視

—メガバンク・グループの一員としての地域銀行—

中京大学 水谷 研治

《報告要旨》

1 メガバンクの成立と地域からの遊離

かつての都市銀行が相次いで合併し、巨大な銀行グループが成立した。合併の効果を発揮するためには内部の融合が早急に必要である。そのためには従来それぞれの銀行が持っていた特殊性を捨てなければならない。現実には地域の特性が失われつつある。

銀行業の対象は基本的にそれぞれの地域に根づく企業や個人である。地域ごとに特殊性があり、それに合わせた対応が必要である。画一的な基準を取引に当てはめることは現実的ではない。

2 企業の帰趨を決める資金の供給

企業経営が平穩に推移するとはかぎらない。業績が良い時でも企業買収の危険が迫ってくることもある。平時から準備をしているはずであるが、それを超える事態が起きた場合、対応するには大量の資金が必要になる。銀行が役割を發揮しなければならない。

景気が極端に悪化した場合の企業経営は悲惨である。倒産の危機に遭遇する。倒産すると、それまでに培ってきた資産が消えてしまう。長年にわたって育成してきた人材が四散し、それに伴って貴重な技術がなくなる。危機を乗り越え、経営を立て直して長期的な発展を目指す必要がある。業績が極端に悪化した段階で、生き残りのための救済資金を求めなければならない。

そのような資金を供給することは銀行にとっても難しい。間違えて融資に応じると、自らの損失になるだけでなく、経済社会により大きな禍根を残すことになる。必要性和安全性の見極めが必要である。

3 地域性重視の実現方法

銀行としては企業の現状を把握するだけでなく、将来を予想しなければならない。その場合に重要なのが企業と地域との関連である。企業経営が地域の情勢によって影響を受けるとともに、企業の状況変化が地域全体へ及ぼす影響を考慮して対処しなければならないからである。

その意味で経済圏に見合った地域銀行が求められている。それをメガグループの中で独立した銀行として設立することが現実的である。そのようにして銀行はメガグループの機能を多面的に利用しながら経済社会の安定的な発展に貢献することが好ましいと考えられる。

日米欧の資本移動と資産価格の連動性

武蔵大学 大野 早苗

《報告要旨》

近年における国際間の資金フローは急速に拡大しており、特に 1990 年代後半においてめざましい拡大を遂げている。その背景には資本取引に関する規制撤廃、あるいはヘッジファンドや機関投資家などによる国際的な投資活動が活発になっていることがあげられるが、とりわけ欧州地域からの資本フローの拡大が著しい。本研究は、国際的な資金移動の拡大を背景とした過去 10 年における日米欧の株価の連動性の推移について検証する。

資金フローの拡大は資産価格の国際的連動性を増大させる可能性が考えられる。さらに、実体経済の面でも各国経済は相互に依存性を強めており、資産価格の国際的連動性に寄与する。こうした経済活動のグローバリゼーションの進展は資産価格の連動性の構造的要因として考えられ、国際分散投資における分散効果は中長期的に低減することになる。一方、資産価格の国際的連動性が一時的に高まる現象は伝染効果として注目されており、特に国際金融資本市場が危機的状況に直面した場合に連動性が顕著になる傾向があることから、リスク・ヘッジ手段が最も必要とされる局面で国際分散投資における分散効果が低下しているのではないかと懸念されている。

伝染効果の発生原因としては、情報の不完全性が存在する場合の流動性問題、投資家の危険回避度が内生的である場合の資産効果、不完全な期待形成などが挙げられる。例えば、欧州の株価上昇を背景に欧州からの資金フローが拡大した場合、欧州の株価下落によって欧州投資家が危険回避的になれば、諸外国に対する投資資金の回収により、欧州の株価下落が諸外国の株価下落をもたらすことになる。

伝染効果は異なるアセットクラス間でも発生することが予想される。外国の株式取引には為替取引が係わるため、何らかの要因によりある国の株価下落が他国の株価を過剰に下落させることになった場合には、当該国の通貨価値も過剰に下落している可能性がある。

本研究では、日米欧経済の相互依存関係を考慮して、構造 VAR モデルに基づき 3 カ国の株価と為替レートにおける伝染効果の存在を検証する。その際、分散不均一性によるバイアスを調整した上で相関係数を測定する。構造 VAR に関する Rolling regression によって相関関係の推移を検証し、資本移動に変調が見られた時期や、大規模なポートフォリオ調整が行われたと考えられるロシア危機・LTCM 危機において、相関係数にどのような変化が見られたかを確認する。さらに、分散分解やヒストリカル分解により構造ショックに対する各国株価と為替レートの反応を確認したうえで、相関関係の変化が国際株式ポートフォリオの分散にどのような影響をもたらしていたかを分析する。

アジア危機前後でのインドネシア上場企業の資金調達構造の変化： 金融改革は企業行動に影響を与えたか？

一橋大学 奥田 英信

一橋大学大学院 竹 康至

《報告要旨》

インドネシアにおいては、クローニー・キャピタリズムや、癒着による過剰借入構造が、金融危機の原因とされてきた。これらの問題に対応して、金融危機後、プルーデンシャル規制の改善や、コーポレート・ガバナンスの強化のための法的整備が行われてきているが、これらの政策効果について十分な研究はされてきていない。

本稿では、金融危機前 1994 年からの 4 年間と、金融危機後 2000 年からの 4 年間のインドネシア上場企業の財務データと企業属性データをもとに、最適資本構成の理論による法人税や事業リスクと、エージェンシー・コストによる影響をあらわす代理変数を用いて負債比率決定要因を回帰分析し、アジア危機前後の資金調達構造に変化が無いかを検討した。

また、エージェンシー・コストが先進国よりも大きいと考えられるインドネシア経済では、企業グループ内での役割や、華人系企業などの、企業所有者の出身民族グループなどの企業属性がエージェンシー・コストを緩和する効果が予想される。本稿は、これら企業属性の負債比率への影響をも検討した、最初の研究である。

本稿の推計結果によれば、危機前後による上場企業の資金調達行動は、概ね経済合理性によって説明できるものであり、従来指摘されてきた企業グループや特定の社会的・政治的背景を利用した過剰借入構造は確認できなかった。また、他の地域における先行研究と概ね傾向が一致しており、インドネシア企業の特殊性は観察できなかった。

しかしながら、経済危機によって担保力や知名度などの変数の説明力や係数に変化が見られたことから、金融危機によってエージェンシー・コストやその性質が変化したことが観察された。また、企業属性の影響も金融危機前後で変化しており、インドネシア企業特有の経済的慣習にも変化が現われている可能性が示唆された。

これらの推計結果は、アジア危機後にインドネシアの経済的環境が変化したことを示しており、また全般的に、より経済合理性を持つ行動を取るようになった傾向が得られていることから、アジア危機後の金融・企業改革が一定の成果を挙げつつあることを示唆している。

韓国・タイの資本フロー要因分析

— 順序プロビット・モデルによる月次データ分析 —

(株)野村資本市場研究所・一橋大学大学院 浦出 隆行

《報告要旨》

1997年のアジア通貨危機では、急激な短期資本の流入と流出が危機の深刻化を招いたとされているが、こうした短期資本フローを直接分析する手法はいまだ確立されているとは言いがたい。本研究は、各種クライシス・モデルや早期警戒システム（EWS）といった先行研究から洩れていた「高頻度データによる短期資本移動の分析」を試みるものである。その方法として、危機後のデータ整備の結果として入手可能となってきた月次データを活用した順序プロビット・モデルの活用を提案する。

具体的には月次データが入手可能な韓国とタイの2カ国について、1995年7月～2004年12月の期間を対象に、対内証券投資や対外借入といったカテゴリーごとの資本フローにおける異常が、マーケット・データ、マクロ経済データやスコアリングされた市場インフラ・規制要因等の動き（「MRスコア」）とどのように連動しているかを分析する。

資本フローに関しては、原データから1) 過去3ヶ月における変化分の対GDP比、2) 同GDP比の過去3ヶ月における変化分、3) 3ヶ月移動平均からの乖離率、4) 6ヶ月移動平均からの乖離率という4つのケースを作成する。そしてそれぞれについて正規分布を想定した上下10パーセンタイルに入るデータを「上端」、「下端」、「それ以外」にグルーピングし、モデルに投入した。順序プロビット・モデルの適用を試みる背景としては、説明変数がトレンドから逸脱した動きを示すのに伴って資本フローが一定の閾値を越え、いわば「決壊」するかのごとく大きな振れを示す、というメカニズムを想定している。

推計結果から、モデル全体としては上記4ケースのうち、資本フローの経済規模（GDP）比を使用した1)や2)の説明力が、3)や4)のものよりも大きかったこと、MRスコアの説明力が乏しい一方で、マーケット指標やマクロ経済指標の一部は高い説明力を有していること、そしてそれらの結果は両国間、異なる資本フロー・カテゴリー間、ケース間、インフロー・アウトフロー間（タイの場合）で見ても比較的整合性の取れたものであることなどが確認された。またタイについては、アジア通貨危機前においてオフショア市場（BIBF）経由で流入した資金が国内株式や土地取引に向かったという事実とも整合的な結果が得られた。

本研究の結果は、数ヶ月のタームでの異変を数ヶ月先というごく近い将来の警戒に活用する発展性を示唆するものである。モデル改善に向けた今後の課題としては、被説明変数の加工方法、グルーピングのための閾値設定方法、MRスコアの精度向上などが挙げられよう。また、アジア通貨危機後に提唱された各種の脆弱性インデックスを説明変数に加え、

その説明力を検証するなどの展開も可能かと思われる。

近年の M&A の増加をいかに理解するか

早稲田大学 蟻川靖浩

早稲田大学 宮島英昭

1999 年以降、日本企業が関係する M&A が急増している。1990 年代には 500 件程度で推移していた M&A 件数は、2000 年以降大幅に増加し、2004 年には 2,211 件と 10 年前に比べて約 4 倍に増加した。第 2 次大戦後の日本経済においては、1950 年代の財閥解体によって分社化された旧財閥系企業による再結集や、1960 年代の資本および貿易の自由化を背景とした海外企業による買収の対応策として、同業種企業同士の M&A が行われたことを例外とすれば、M&A が活発化するという事態は見られなかった。しかし、1998 年からは国内企業間および海外企業による買収を中心として、M&A が大きく増加している。なぜ 1990 年代末以降において、国内企業間の M&A は急速に増加したのであろうか。本報告の主題は、国内企業間の M&A が活発となった 1990 年末以降に焦点を合わせ、日本における M&A の決定要因を分析することである。

これまでの研究によれば、一定期間における M&A の急増は、大別して次の 2 つの要因によって説明されてきた。第 1 は、広い意味でのサプライショックに注目する見方である。Jensen (1993) は、過剰生産力を生み出すようなサプライショックによって多くの M&A は引き起こされると主張している。この場合、産業ショックには、石油ショックや技術進歩などのみでなく、規制緩和も含まれる。資源の大規模な再配分を必要とするような特定の産業ショックが起こった場合に、M&A がこの資源配分の有効な手段として用いられる。第 2 の見方は、Stock Market Driven M&A と呼ばれるもので、M&A のブームは、企業の株価が何らかの理由によってファンダメンタル・バリューに比して過大評価されるために発生すると考える (Shleifer and Vishny 2003、Rhodes-Kropf and Viswanathan 2004)。

本報告では、以上の 2 つの考え方をベースとしながら、1990 年代末以降の M&A 急増の要因を定量的に分析した結果を提示する。主な結果は以下の点である。すなわち、1990 年代の M&A ブームは、サプライショック、技術進歩、規制緩和などを主な原因としている。その意味で、1990 年代以降の M&A は、資源の効率的再配分的手段として重要な役割を果たしていると考えられる。

Jensen, M. C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems," *Journal of Finance*, 48, pp.831-880.

Rhodes-Kropf, M. and S. Viswanathan (2004), "Market Valuation and Merger Waves," *Journal of Finance*, 59, pp. 2685-2718.

Shleifer, A. and R. W. Vishny (2003), "Stock Market Driven Acquisitions," *Journal of Financial Economics*, 70, pp.295-489.

M&A と制度設計

東京大学 柳川範之

経済学で考える企業価値とは、その企業が将来に渡って生み出す付加価値の割引現在価値の合計である。ここで付加価値というのは、企業が生産活動を行うことによって経済に対して付加することができたパイの増加分である。しかし、この付加価値がすべて株主に帰属するわけではない。

最近の会社は誰のものかという議論に対して、「会社は株主のものであるが、しかし株主が自由に何でもできるわけではない」という、やや矛盾したような議論が展開されることがある。株主には交渉のバランスをとるために、法的に大きな権利が与えられる必要がある。が、現代企業において実質的な収益力を左右し、事業を発展させていくうえで人的資源は重要であり、それに対する報酬を事後的に大きく低下させるような行動や人的資産の蓄積を妨げるような行動は全体の収益性を大きく損なう。この点は、敵対的買収防衛策や望ましい企業再編のあり方を考えていくうえでも、重要なポイントである。

わが国の企業経営は、前提として外からの大きな経営改革の圧力にさらされない形で経営を行ってきたといえる。一面では、そのような経営体制によって、企業がより自由度の高い経営を行い、効率性を実現できてきたことも否定できない。これは、買収者のような外部の投資家が専門家である経営陣よりも、より企業価値を高めるような経営ができるはずがないという意見と結びつく。しかしながら、内部の専門家であるが故に、見えないものがあったり気がつかなかったりすることも事実であり、また経営を取り巻く環境が大きく変化している場合には外部の新しい知識や情報が経営を高めていくことも少なくない。

よって、敵対的買収を自動的にできなくしてしまうような買収防衛策は望ましいものではない。経営者が自己の保身のために、買収者が誤解をしていると主張して、防衛してしまう可能性を否定できないからである。しかし、買収者に対してより情報を提示して交渉をすることによって、買収者が真実の情報に近づき、その結果として誤った投資判断を撤回する可能性があるのならば、交渉の機会と時間を与えるような買収防衛策はその範囲においては望ましいものだといえよう。

また、買収防衛策については、どの企業がどのような選択を行ったかが、投資家に明確になっている必要がある。そして、「防衛策をとらないと思って投資をしてみたら、防衛策を導入された」ということのないように、防衛策導入に関する情報開示とそれに関するルールづくりが重要である。

企業法制の基本概念とM&A

早稲田大学 上村達男

- 一 ライブドア事件が物語る企業法制の本質
- 二 ライブドア事件の構図
- 三 会社法制の本質にかかる通念の転換
- 四 日本のM & A論議の批判的検討
- 五 おわりに

(詳細な資料は当日配布予定)

敵対的買収とその防衛策

日興シティグループ証券 藤田勉

買収者に狙われないことが最良の買収防衛策である。そして、買収者に狙われないようにすること自体が、企業価値と株式価値を増大させることにつながる、と考える。

2005年は、ライブドアに対するニッポン放送、TBSに対する楽天などの大型敵対的買収が試みられるなど、日本にとって敵対的買収元年となった。今後、敵対的買収が一段と増加すると予想する。第一に、株式保有が急速に流動化している。株式の持合解消が進むと同時に、外国人保有比率が急速に上昇してきた。第二に、敵対的買収に対する企業社会の認識の変化が顕著である。最近、大手エスタブリッシュメント企業においても、広義の敵対的買収が試みられている。第三に、5月から施行予定の会社法においては、株主総会における取締役解任要件が緩和されることとなった。つまり、取締役を解任するにはこれまで議決権の3分の2以上の賛成が必要であったものが、過半数にハードルが下がる。この差は大きい。つまり、過半数と3分の2以上の差は議決権のわずか16.6%であるが、過半数を超えて追加で取得する場合の株価はかなり上昇していると思われるため、コストが著しく高い。これを取得しなくて済む分だけ敵対的買収のコストが著しく低下する。

買収者の国籍を問わず、好ましくない敵対的買収、つまり、濫用的買収(例：反社会的勢力による買収)や構造上強圧的な買収(例：グリーンメール)に対しては、毅然とした対抗策が必要だ。しかし、好ましい敵対的買収、つまり「能力の高くない経営者を淘汰する買収」や「規模が小さい企業を吸収し、経営効率を高める買収」であれば、日本経済、産業、従業員、そして株主にとって大いに好ましいことである。

最近開発が進んでいる新株予約権を用いた敵対的買収防衛策としては、信託型ライツプラン、差別行使条件付新株予約権、第三者割当型、株主割当型、が代表的である。これらの中で、今後は差別行使条件付新株予約権を用いた事前警告型買収防衛策が主流となる可能性がある。一方で、信託型ライツプランと第三者割当型は、今後導入する企業数は限定的となる。なお、新株予約権プランの発動を裁判所が認める範囲は著しく狭い。この結果、例えば、村上ファンドが買ってくるのを、新株予約権プランなどで防衛することはあまり期待できない。

種類株式を用いた防衛策は、新株予約権を用いた防衛策と比較して、メリットがある。第一に、発行済み株式数が増加しないので、株価下落効果は限定的である。第二に、株式と権利が同時に流通するため、随伴性が高い。第三に、効果が相対的には強力である。第四に、会社法は証券発行を柔軟化しているので、様々な防衛策の設計が可能となる。法務省幹部から議決権制限株式や取得請求権付株式の採用が提案されている。しかし、東証が種類株式を用いた防衛策に関して厳しい制限を課す見込みであるため、現在東証一部に上場している大企業が、種類株式を用いた防衛策を採用する可能性はかなり低いとみられる。

究極の敵対的買収防衛策は、MBOを実施し、同時に株式譲渡制限を掛けることである。つまり、上場廃止である。しかし、上場している以上、完全無欠の敵対的買収防衛策はない。我々は、敵対的買収防衛策として、時価総額を高める、買収者に狙われないための準備をしておく、有事の防衛策を平時に十分準備しておく、ことを推奨する。