

日本金融学会 2007 年度春季大会 プログラム

第 1 日 5 月 12 日(土)

1 . 国際金融パネル <9:30 ~ 11:30>	頁
F 会場 (1503 教室) 東アジア金融市場	
座長	広島大学 矢野 順治 氏
(1) 東アジア諸国における国債の国際的相関と ADB の債券発行の影響	
報告者	京都産業大学 猪口 真大 氏 9
(2) 金融自由化、金融市場の発展、金融危機 インドネシアのケース	
報告者	広島大学 小松 正昭 氏 10
(3) On Asian Monetary Unit	
報告者	明海大学 清水 順子 氏 12
コメンテーター	慶應義塾大学 吉野 直行 氏
コメンテーター	東京大学 福田 慎一 氏
2 . 自由論題 <9:30 ~ 11:30> (注)すべてのセッションを 9:30 に開始します。	
A 会場(1501 教室) セッション：金融機関	
座長	中央大学 高橋 豊治 氏
(1) A Theoretical and Empirical Examination of the Credit View : From the Viewpoint of Bank Lending Behavior	
報告者	甲南大学 古川 顕 氏 13
報告者	甲南大学特別研究員 王 凌 氏
討論者	関西学院大学 田中 敦 氏
(2) 証券業の再編と効率性の検証	
報告者	札幌学院大学 播磨谷 浩三 氏 14
報告者	中央大学 奥山 英司 氏
討論者	日本総合研究所 新美 一正 氏
(3) Market Competition Before and After Bank Merger Wave in East Asia : A Comparative Study of Korea and Japan	
報告者	韓国預金保険公社 Lee Min Hwan 氏 15
報告者	三菱総合研究所 永野 護 氏

討論者 和歌山大学 内田浩史氏

B会場(1502 教室) セッション：各国の金融

座長 麗澤大学 中島真志氏

(1) トルコにおける経営者の交代とガバナンス構造

報告者 一橋大学大学院 比佐優子氏 16

討論者 流通経済大学 長瀬毅氏

(2) 中米諸国の通貨・為替制度選択に係る考察 エルサルバドルとグアテマラの事例比較

報告者 国際通貨研究所 松井謙一郎氏 17

討論者 同志社女子大学 田口奉童氏

C会場(1601 教室) セッション：金融政策

座長 同志社大学 鹿野嘉昭氏

(1) Term Structure of Interest Rates in Japan under Zero Interest Rate and Quantitative Easing Policies

報告者 神戸大学大学院 英邦広氏 18

討論者 新潟大学 伊藤隆康氏

(2) ゼロ金利制約下におけるリフレーション政策論議

日銀は何を行い何を行わなかったか

報告者 専修大学 田中隆之氏 19

討論者 一橋大学 渡辺努氏

D会場(1602 教室) セッション：国際金融

座長 愛知大学 栗原裕氏

(1) 流動性効果が国際証券ポートフォリオのパフォーマンスに与える影響

報告者 武蔵大学 大野早苗氏 20

討論者 日本大学 小巻泰之氏

(2) 国際金融の新潮流とバーゼル・プロセス

報告者 新光証券 吉國真一氏 21

討論者 日本銀行 高橋亘氏

(3) エマージング・マーケット諸国による対外資本取引への関与 パネルデータ分析

報告者 九州国際大学 上坂豪氏 22

討論者 近畿大学 森川浩一郎氏

E会場(1505教室) セッション：金融史

座長 千葉商科大学 齊藤 壽彦 氏

- (1) 日英中央銀行の関係および協力の考察：1897-1921年
報告者 日本大学 Simon James Bytheway 氏 23
討論者 千葉商科大学 齊藤 壽彦 氏
- (2) 金融危機下における銀行ポートフォリオ選択：戦前日本のケース
報告者 名古屋学院大学 澤田 充 氏 24
討論者 名古屋大学 家森 信善 氏
- (3) 第2次大戦前の日本における財政の維持可能性
報告者 神戸大学 鎮目 雅人 氏 25
討論者 名古屋市立大学 横山 和輝 氏

3. 会長講演 <11:50 ~ 12:40>

F会場 (1503教室) ミルトン・フリードマン：業績と日本への教訓

講演者 日本金融学会会長 清水 啓典 氏 26

4. 昼食 <12:40 ~ 13:40>

5. 中央銀行パネル <13:40 ~ 15:40>

F会場 (1503教室) 新日本銀行法制定から10年

座長 関西学院大学 春井 久志 氏

- (1) 「日銀法の改正」と金融政策
報告者 慶應義塾大学 吉野 直行 氏 27
- (2) 最近の業務・組織運営 透明性確保の観点から
報告者 日本銀行 高橋 亘 氏 28
- (3) 金融市場から見た中央銀行の独立性：Fedと日銀の比較
報告者 東短リサーチ 加藤 出 氏 29
- (4) 新日銀法制定から10年 日銀法の問題点
報告者 中京大学 鐘ヶ江 毅 氏 30

6. 自由論題 <13:40 ~ 15:40>

A会場(1501教室) セッション：ファイナンス

座長 早稲田大学 晝間 文彦 氏

(1) The Return Predictability of Disposition Investor's Unrealized Gain			
報告者	一橋大学大学院	高橋 秀 朋 氏	31
討論者	青山学院大学	亀坂 安紀子 氏	
(2) 無形資産価値評価モデルについて			
報告者	大和証券投資信託委託	山 口 智 弘 氏	32
討論者	首都大学東京	田 中 敬 一 氏	
(3) アナザー・ライブドア・ショック？			
報告者	東京国際大学	郡 司 大 志 氏	33
	法政大学大学院	三 浦 一 輝 氏	
討論者	大阪大学	筒 井 義 郎 氏	

B会場(1502 教室) セッション：企業金融・金融市場

座長 慶應義塾大学 金 子 隆 氏

(1) 外国人投資家の株式所有と企業価値の因果関係			
分散不均一性による同時方程式の識別			
報告者	一橋大学	岩壺 健太郎 氏	34
	一橋大学大学院	外 木 好 美 氏	
討論者	早稲田大学	米 沢 康 博 氏	
(2) 所有構造と投資の横並び行動の関係			
報告者	高千穂大学	比 佐 章 一 氏	35
討論者	日本政策投資銀行	花 崎 正 晴 氏	
(3) CRD データベースからみた日本の中小企業の収益性			
報告者	同志社大学	鹿 野 嘉 昭 氏	36
討論者	青森公立大学	今 喜 典 氏	

C会場(1601 教室) セッション：公的金融・金融機関

座長 立教大学 日向野 幹也 氏

(1) Risk Management by Japanese Banks: Overview and Recent Developments			
報告者	埼玉大学	渡 部 訓 氏	37
討論者	東京国際大学	上 林 敬 宗 氏	
(2) パーゼル の交渉経緯と我が国の果たした役割について			
報告者	金融庁	氷見野 良三 氏	38
討論者	東京大学	古 城 佳 子 氏	

(3) 公的信用保証制度の所得移転機能に関する考察

報告者 国立国会図書館 深澤映司氏 39
討論者 財務省 中田真佐男氏

D会場(1602 教室) セッション：国際金融

座長 一橋大学 小川英治氏

(1) アジアの国際シンジケート・ローン市場

マイクロ・データによるシンジケート構造の分析

報告者 山形大学 山口昌樹氏 40
討論者 三菱総合研究所 永野護氏

(2) 高齢化する東アジア 政策課題と金融市場

報告者 九州大学 木原隆司氏 41
討論者 一橋大学 小川英治氏

7. 特別講演 <16:00 ~ 17:00>

F会場 (1503 教室)

講演者 日本銀行副総裁 武藤敏郎氏 42

8. 総会 <17:10 ~ 17:50>

F会場 (1503 教室)

9. 懇親会 <18:10 ~ 20:10>

会場：れいたくキャンパスプラザ レストランまんりょう

第2日 5月13日(日)

1. 自由論題 <9:30 ~ 11:30>

A会場(1501 教室) セッション：金融史・金融法

座長 成城大学 浅井良夫氏

(1) 戦後揺籃期における金融当局検査の考察

旧銀行法における銀行検査の位置づけとGHQ/SCAPとの関係

報告者 いすゞ自動車 大江清一氏 43
討論者 千葉商科大学 齊藤壽彦氏

- (2) 損害保険の大衆化と積立保険 - 積立保険がもたらした損害保険経営の質的転換 -
- | | | | |
|-----|--------|----------|----|
| 報告者 | 山梨大学 | 長谷川 直哉 氏 | 44 |
| 討論者 | 東京海上日動 | 吉 沢 卓哉 氏 | |

- (3) 証券化立法の法と経済学的分析
- | | | | |
|-----|--------|-----------|----|
| 報告者 | 横浜国立大学 | 高 橋 正彦 氏 | 45 |
| 討論者 | 早稲田大学 | 久 保 田 隆 氏 | |

B会場(1502 教室) セッション：地域金融

座長 成城大学 村 本 孜 氏

- (1) 地域間経済格差と金融・財政の役割
- | | | | |
|-----|------|-----------|----|
| 報告者 | 九州大学 | 堀 江 康 熙 氏 | 46 |
| 討論者 | 中央大学 | 根 本 忠 宣 氏 | |

- (2) 地銀の早期事業再生に向けた取組の初期評価
- | | | | |
|-----|---------|-----------|----|
| 報告者 | 神戸大学大学院 | 石 橋 尚 平 氏 | 47 |
| 討論者 | 岡山商科大学 | 岩 坪 加 紋 氏 | |

- (3) 沖縄県における相対的な高金利 全国との対比による実証分析
- | | | | |
|-----|------|------------|----|
| 報告者 | 近畿大学 | 安 孫 子 勇一 氏 | 48 |
| 討論者 | 日本銀行 | 内 田 真 人 氏 | |

C会場(1601 教室) セッション：各国の金融

座長 早稲田大学 首 藤 恵 氏

- (1) 中国の国有工業企業の短期資金 資金調達と運用を中心に
- | | | | |
|-----|------------|-----------|----|
| 報告者 | 筑波大学大学院 | 洪 恩 東 氏 | 49 |
| 討論者 | 国際金融情報センター | 中 井 浩 之 氏 | |

- (2) The Effects of Foreign Entry on the Banking Market: Empirical Analysis of China 1996-2004
- | | | | |
|-----|---------|-----------|----|
| 報告者 | 法政大学大学院 | 袁 媛 氏 | 50 |
| 討論者 | 一橋大学 | 奥 田 英 信 氏 | |

- (3) Islamic Banking in Malaysia: Prospect and Challenges
- | | | | |
|-----|----------|--------------------|----|
| 報告者 | 明治大学大学院 | Zulkapli Mohamed 氏 | 51 |
| 討論者 | アジア経済研究所 | 中 川 利 香 氏 | |

D会場(1602 教室) セッション：国際金融

座長 神戸大学 藤 田 誠 一 氏

(1) 経済成長期の ASEAN と国際通貨システム

報告者 秋田経済法科大学 西尾 圭一郎 氏 52
討論者 阪南大学 神 沢 正 典 氏

(2) Optimal Monetary and Fiscal Policy Mix in a Currency Union with Nontradable Goods

報告者 千葉経済大学 岡 野 衛 士 氏 53
討論者 和歌山大学 北 野 重 人 氏

(3) 国際的な最後の貸し手機能と IMF

報告者 立教大学 野 口 嘉 彦 氏 54
討論者 拓殖大学 武 田 哲 夫 氏

2. 昼食 <11:30 ~ 13:00>

3. 共通論題 <13:00 ~ 16:00>

F会場 (1503 教室) 量的金融緩和政策を振り返って

座長 中央大学 堀 内 昭 義 氏

(1) 量的緩和政策の効果

パネリスト 京都大学 白 川 方 明 氏 55

(2) 量的緩和政策と時間軸効果

パネリスト 神戸大学 宮 尾 龍 蔵 氏 56

(3) 量的緩和政策を振り返って

パネリスト 東京大学 吉 川 洋 氏 57

(プログラム委員会)

伊 藤 修(埼玉大学) 岩 田 健 治(九州大学)
小 川 英 治(一橋大学) 金 子 隆(慶應義塾大学)
佐久間 裕秋(麗澤大学) 佐 藤 政 則(麗澤大学)
鹿 野 嘉 昭(同志社大学) 高 橋 豊 治(中央大学)
中 島 真 志(麗澤大学) 春 井 久 志(関西学院大学)
日向野 幹也(立教大学) 晝 間 文 彦(早稲田大学)
藤 田 誠 一(神戸大学) 宮 越 龍 義(大阪大学)
村 本 孜(成城大学) 矢 野 順 治(広島大学)
家 森 信 善(名古屋大学)

東アジア諸国における国債の国際的相関と ADB の債券発行の影響

京都産業大学 猪口真大

本報告では、アジア諸国と米国の債券市場の相関、および、アジア開発銀行（ADB）による現地通貨建て債券発行のアジア各国債券市場に対する影響を主に取り上げる。

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、外国政府や国際機関による支援も実行されている。もし ADB の発行する債券が、ADB が主張するように、当該国の債券市場の取引を増加させ、また、債券市場でベンチマークの役割を果たすのであれば、それは債券市場の発展に寄与すると考えられる。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、その拡大とともにさらに国際的な資本移動の影響を受けるようになるかと予想できる。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、社債市場に先駆けて規模が拡大している国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、香港、シンガポール、タイの国債の利回りデータを用いて、これらと米国国債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。はじめに、各国の債券市場を簡単に概観し、アジア諸国の債券市場が拡大していることを示した上で、実証分析の内容とその結果を報告する。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 による推定も用いた。

分析の結果、すでに米国国債のレートの変動は、シンガポール、タイ、香港の国債のレートの変動と正の相関があることが示された。また、回帰分析からは、ADB の現地市場での債券発行が、これら 3 カ国の国債レートをわずかではあるが低下させる方向に影響を与えていることが示唆された。すなわち、ADB 債の発行は、シンガポール、タイ、香港の国債のリスクの評価に影響を及ぼしている可能性がある。

アジア諸国の債券市場の規模や ADB の現地通貨建ての債券発行は始まったばかりであることを考慮すれば、分析の結果は断定的な結論を導くものではないかもしれない。しかしながら、本稿の分析により、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貢献しうることが示唆されたといえよう。

金融自由化、金融市場の発展、金融危機
- インドネシアのケース -

広島大学 小松正昭

本報告は、アジア金融危機からほぼ 10 年がたった現時点で、インドネシアを中心にアジア金融危機を振り返り、危機の原因がどこにあったのか、その後 I M F を中心としてとられてきた政策はどの程度問題を解決したのかを検討するものである。

報告者は、アジア金融危機はいわゆる「資本収支型危機」であると考えている。東南アジアの高経済成長と良好な経済ファンダメンタルズが、巨額な国際資本の流入を長期にわたって継続させたのである。教科書的には、このような場合には金利裁定機能が働いて、為替リスク調整済みの内外金利差が均衡することによって資本移動は収束することになるが、これらの国々では金利裁定機能は働いていなかったと考えられる。その理由は、調整機能が働くべき為替市場と国内金融市場の二つの市場でスムーズな調整が働かなかったためである。為替市場は固定制度またはペッグ制度であったため調整は働かない。国内金融市場は、未発達であると同時に情報開示が遅れており、深刻な情報非対称性の下で国営銀行、民間ビジネスグループ系銀行の双方に、モラルハザードが発生していたため、金利のスムーズな調整が働かなかったと考えられる。

このような巨額の資本流入と加熱する経済状況の下での政策対応としては、マクロ的経済引き締め政策とミクロ的経済政策が考えられる。金融自由化政策を中心とする経済自由化政策は、ミクロ的経済政策の発動を躊躇させた。なぜならば銀行への貸し出し規制や資本流入規制などの政策は、経済自由化政策に逆行すると考えられたからである。マクロ的な政策としては、金融引き締め政策、財政引締め政策、為替レート政策などが考えられるが、主として発動されたのは金融引き締め政策である。しかし、Mundell-Fleming モデルの帰結としてよく知られているように、自由な資本移動と固定為替相場制度の下では、金融政策は無効であり、財政政策は有効である。インドネシアなどの国々は、資本流入に伴って過熱する経済に対して、理論的に無効である金融政策を採用し、有効である財政政策を十分に実施しなかったのである。しかしその責めは必ずしも東南アジア諸国政府にのみにあるのではない。これらの国々の政府開発支出に占める日本、世界銀行、アジア開発銀行などからの援助資金は巨額に上る。政府開発支出の調整は財政政策の中心手段である。したがって毎年援助国会合を開き巨額の援助を供与してきた主要援助国および国際機関の役割についても振り返ってみる必要がある。

最後にアジア金融危機に際してとられた経済政策処方箋によって問題の解決がなされたのかを検討する。単純化して言うと、マレーシアは I M F の支援を仰がず、資本移動の規制を行うことによって為替レートと金融市場の安定を維持した。これに対してイ

インドネシアなどの国々は、IMFの指導にしたがい資本移動の自由を維持し続け、為替レートをフロートさせることによって金融政策の独立性を維持しようと試みたのである。後者の国々では、コンフィデンスクライシスによって発生した資本流出は、為替レートを切り下げると同時に国内金利を高騰させ、経済システムを崩壊させた。さて危機からほぼ10年が経ちIMFの指導の下で実施された政策枠組みの下で、経済回復はスムーズに進んでいるのだろうか。インドネシアに関する限り、その回復過程にはいくつかの基本的な問題が残されているように思う。第1は為替レートフロート制度の問題である。危機の際に流出した資金の中には多額のインドネシア華僑資金が含まれている。経済回復のためには華僑資金の本格的な再流入が必要である、回復過程で発生するこれらの資金流入は、インドネシアの為替レートを増価させる。インドネシアルピアの為替レートは、2000年以降名目ベースで切りあがっており、現時点では過大評価になっている。第2の問題は国内金融市場、特にその中心的役割を果たしている銀行部門の問題である。今日においても、少数の優良な民間銀行を除けば、すべての国営銀行および大多数の民間ビジネスグループ系の銀行の構造および行動様式は、危機前とほとんど変わっていないように見える。そこでは危機以前と同じように、モラルハザード問題が発生する蓋然性は大きい。国営銀行には、リストラクチャー後再び20%（対総資産）を越える不良資産が発生している。銀行制度の再構築とインドネシアの社会状況を踏まえたより綿密な銀行健全性ルールの再検討が必要とされている。

On Asian Monetary Unit

明海大学 清水 順子

東アジアにおける通貨体制は、2005年7月21日に中国が突然バスケット通貨を参照とする管理フロート制度に移行することを発表したことに端を発して、現在大きな変革期を迎えている。東アジアにとって1997年に発生したアジア通貨危機の原因の一つが、事実上米ドルに自国通貨を連動させるドル・ペッグ制であったことを想起すると、この管理フロート制度への移行は大いに歓迎されるべきことであろう。

Williamson[2000]は、東アジア諸国は中間的な為替相場制度、すなわち、バンド制(Band)、通貨バスケット制(Basket)、クローリング・ペッグ制(Crawling peg)の各頭文字をとったBBCルールを採用することを提案した。単一通貨ではなくバスケット通貨に対して自国通貨をペッグさせる為替政策を採用するならば、例えばドルの急激な下落が起こったとしても、東アジア諸国の輸出競争力が同様に急激に変化するということはある程度回避することができる。

東アジアにおける域内貿易シェアは今や50%を越えている。したがって、域内の貿易・投資・資本移動の安定のためには東アジアの域内為替レートを安定させることが重要である。ただし、各国が異なるバスケット制度を採用すると、競争的な通貨引き下げの可能性が残り、混乱を招く恐れもある。そこで、中長期的に東アジア諸国が共通のバスケットに基づくBBCルールを採用できれば、東アジアの為替制度は非常に強固なものへと飛躍する可能性があるだろう。これまで、地域金融協力の最大の障害が中国のドル・ペッグであった。この制約が外れたことにより、今後の金融協力に向けた政策の一つとしてバスケット通貨制度は大きな役割を果たすことが期待される。このような背景のもとで、小川・清水[2005]は、東アジアにおける地域通貨単位としてASEAN+3の13カ国通貨で構成されたアジア通貨単位(Asian Monetary Unit: AMU)とAMU乖離指標を計算し、サーベイランス指標として東アジアにおける地域通貨協力や為替相場政策協調に役立てることを提案し、データを公表している。

本稿の目的は、第一にバスケット通貨に関わる先行研究を概観した上で、東アジアにおけるバスケット通貨制度の果たす役割とバスケット通貨の目的を整理すること、第二にサーベイランス指標として提案されたAMUの計算方法について説明すること、第三に、実際にバスケット通貨を計算する上でのテクニカルな問題を指摘した上で、今後のバスケット通貨のあり方を論じることである。多様な発展段階を持つ東アジアの国々を束ねるバスケット制の提案の実現には、政治的、経済制度的困難性も伴うことは否めない。しかし、AMUを通じて東アジアにおいて共通バスケット通貨が果たすべき役割と可能性を見出す支持者が増え、民間セクターでの共通バスケット通貨需要が創出されることを期待する。

セッション：金融機関

**A Theoretical and Empirical Examination of the Credit View:
From the Viewpoint of Bank Lending Behavior**

Konan University Akira Furukawa
JSPS/Konan University Ling Wang

Taking Japanese banks as the object of analysis, the purpose of this paper is twofold. One is examining the credit view theoretically and empirically from the viewpoint of bank lending behavior; and the other is identifying the determinants and providing a fuller description of the major characteristics of bank lending behavior. The following two points are the special features of this paper. Theoretically, it develops a fairly complete bank-behavior model in which information-acquiring costs are incorporated to illustrate coherently the framework of the credit view, and to build a micro-foundation for the credit view from the perspective of bank lending behavior, which can be perceived as a necessary complement to the credit view. Empirically, by using macro-data and micro-data, it conducts a comprehensive empirical analysis (dividing sample banks by size and classifying borrowers by size and industry) about Japanese banks' lending behavior along the framework of the credit view, through which new pieces of evidence for the credit view are obtained.

証券業の再編と効率性の検証

札幌学院大学 播磨谷浩三

中央大学 奥山英司

株式売買委託手数料の自由化や免許制から登録制への移行など、近年のわが国の証券業を取り巻く経営環境は、急激に変化している。さらに、金融持株会社の設立解禁などを契機に、外資系や銀行系を巻き込んだ業界の再編が加速しており、勢力図も大きく変動している。本論の目的は、これら近年(1999年度以降)の証券業における再編の効果について、効率性の観点から検証を行うことにある。金融機関の再編の効果に関しては、Berger et al. (1999)のサーベイ論文を始めとして欧米を中心に数多くの先行研究が蓄積されている。一方、わが国の金融機関を対象としたものはまだ途上にあるのが実情である。とりわけ、銀行業や保険業に比して、証券業を対象としたものは少ない。証券業の再編は銀行業との垣根問題とも関連した大きな問題であり、金融コングロマリットの是非など、今後のわが国の金融システムのあり方を検証するうえで多くの示唆に富む結果が得られるものと期待される。

検証方法として、本論では財務データに基づく費用効率性の計測とイベント・スタディを用いた市場評価の分析を行った。同様のアプローチは、銀行業を対象としたKohers et al. (2000)やYamori et al. (2003)などにおいても採用されている。分析結果から明らかとなった主な内容は、以下のように要約することができる。

まず、確率的フロンティア・アプローチにより費用効率性を計測した結果、再編を行っていない証券会社の方が、再編を行った証券会社よりも費用効率であることが明らかとなった。また、再編の形態が持株会社設立か合併かで再編後の費用効率性の推移はわずかに相違しているものの、短期的な著しい費用改善効果は確認されなかった。これらの結果は、欧米の銀行業に関する先行研究と概ね整合的である。他方、15件の再編(持株会社化が4件、合併が11件)を対象としたイベント・スタディの分析からは、持株会社化のニュースは反応されず、合併を伴う再編には期待するプラス効果が短期的に発生するものの、市場から積極的なプラス評価を受けることができなかったことが確かめられた。

つまり、本論の分析では、費用効率性、市場評価のいずれからも、わが国の証券業の再編を積極的に評価する結果は得られなかった。

セッション：金融機関

Market Competition Before and After Bank Merger Wave in East Asia: A Comparative Study of Korea and Japan

韓国預金保険公社 Lee Min Hwan

三菱総合研究所 永野 護

A Mega-bank merger wave hit many countries following a series of domestic financial deregulations in the 1990s. Bank mergers were also resorted to by countries with large number of bankruptcies or potential bankruptcies. Although for many countries, the increasing market concentration was driven by the original purpose of the banking deregulation, i.e., to provide better financial services to customers that the past regulated industry could not provide.

It is believed that bank mergers contributed to the improvement in the financial stability and cost efficiency of the banking industry. Hence, many bank regulators attributed the successful recovery of the past financial system to the bank merger policy. Yet, for the customers at large, the acceleration of bank mergers have, in fact, lowered the quality of financial service. This study aims to show that the degree of competition remains high even after the merger wave as originally targeted by financial deregulation in Korea and Japan.

Our empirical analyses imply that in both Korean and Japanese metropolitan areas, banking market concentration dramatically progressed when mega-banks were merged, and market competitiveness has remained high as originally targeted by the financial liberalization policy. However, market competitiveness has remained low in the Japanese local cities, regardless of bank mergers. It can be concluded from this study that historically fostered inter-regional industrial structures far affect customers behavior more than market concentration does.

トルコにおける経営者の交代とガバナンス構造

一橋大学大学院 比佐 優子

現在、トルコは、民間企業の活発な活動に支えられ、急速な経済成長を遂げている。また、EU加盟交渉も開始され、数少ない中東の工業国における新興市場国として注目を集めている。トルコ企業については、その特徴として親族による所有と経営の一致と、企業グループの存在が指摘されている。これは、他の新興国においても指摘されるのと同じ特徴といえる。近年、こうした特徴を持つ企業について、経営と所有と経営の効率性の関係の分析がおこなわれている。特に、親族経営に関しては、効率的な経営がおこなわれているのか否かに関して議論が活発になっている。

本稿では、トルコ企業グループの所有と経営の実体についてイスタンブール証券取引所に上場する企業データをもとに整理をおこなった。その上で、高い成長率を有するトルコ企業において、企業の効率性に関して、経営者の交代を通じたガバナンス機能が存在するのかがプロビット分析による検証をおこなった。

トルコの企業の特徴として、企業の所有構造が著しく集中的であること、所有と経営が一致しているが、すでに分離する方向にあること、創始者やその親族を頂点とし、金融部門を保有する企業グループが存在するといった特徴が統計的に明らかになった。

このような特徴は多くの新興市場でも指摘され、金融市場や法制度などの環境整備の遅れが、その要因として指摘される。そのような状況下では、資金や人材を企業内部に求め企業の所有と経営は一致することに、経済的根拠が存在する。しかし、経営の多角化や時間が経過するにつれ、効率性は失われ、次第に所有と経営は分離するとされている。しかし、多くの国では、環境が改善してきているにもかかわらず、非効率な経営を維持し、むしろ親族経営の存在がその国の経済に負の影響を及ぼしていることが指摘されている。

回帰分析では、企業の業績、特に2期連続して赤字となるほど業績が悪化した場合には、経営者の交代確率が高まることを支持する結果となった。また、所有者が経営者としてとどまる場合は、交代確率が低くなることを支持されている。しかし業績の悪化との関係についてみると、創業者やその親族である所有者が経営者としてとどまる場合には、むしろ交代が起こりやすい結果となった。通常では企業の所有と経営が一致している場合には、交代は起こりにくい、業績が著しく悪化した場合には、むしろ交代が起こりやすくなるという結果である。親族経営や、所有と経営の一致が非効率とされるが、このような企業がトルコでは数多く存在している。このような企業の存続を可能としている要因として、業績の悪化に対してガバナンスが機能しているからといえよう。

セッション：各国の金融

中米諸国の通貨・為替制度選択に係る考察 - エルサルバドルとグアテマラの事例比較 -

国際通貨研究所 松井 謙一郎

中米地域では 2000 年末にエルサルバドルが公式ドル化政策を採用、グアテマラがドルを法定通貨として認めるという動きがほぼ同時に見られた。公式ドル化政策は、1990 年代を通じては、理論面での二極解の主張（通貨危機に耐え得る制度は変動相場制度か公式ドル化政策のようなハ・ドペッグとする主張）もあり処方箋としての支持を得ていたと言える。実際にもアルゼンチン・ブラジルでのハイパ・インフレ抑制の成功例もあり、この意味では自国通貨をドルにリンクさせる政策が、理論面・実際の政策面で中南米全般で肯定的な評価を受けていた。中米でのこの動きは、「中米では、通貨危機に耐え得る通貨政策としての公式ドル化政策に係る議論や地域全体でのドルの影響力の高まりを背景としてエルサルバドル・グアテマラのようなドル化政策が相次いだ（パナマは 1903 年の独立時から米国との特別な関係から公式ドル化政策を続けている）」という形で要約される事が多い。

しかしながら、エルサルバドルとグアテマラの政策実施の背景は全く異なっている。

エルサルバドルでは従来から公式ドル化政策採用の議論は多く行われてきたが、2000 年末に突然政権が強硬に導入を図った。最大の要因は、国内の政権右派政党が 2000 年の総選挙において左派政党の台頭によって第 2 党に転落し、将来的に左派政党が将来的に政権を取った場合に政策の自由度を限定するために政権党が公式ドル化政策を強硬に導入せざるを得ない立場に追い込まれたためであったと考えられる。もはや国民的なコンセンサスを形成している時間もなく、エクアドルの公式ドル化政策導入の際に様々な勢力が反発して混乱が増幅された教訓も踏まえて秘密裏にかつ強硬な形で政策が導入される必要があった。

一方でグアテマラの政策自体は、自国通貨を放棄していないという点でエルサルバドルの公式ドル化政策とは異なり、また同国の場合は金融部門のための一連の強化策の一環としてドルを法定通貨として認めるものであり、両国の政策実施の背景は全く異なっている。

今後中米地域の通貨・為替制度において引き続きドルの占める位置付けが中心的なものである事には変わりない。しかし、この具体的な方向性を決めるに際しては当該国の国内要因が重要なウェイトを占めており、今後の中米諸国の通貨・為替制度選択問題の分析にもこの視点が不可欠であるというのが本発表の結論である。

Term Structure of Interest Rates in Japan under Zero Interest Rate and Quantitative Easing Policies

神戸大学大学院 英 邦 広

日本における金利の期間構造に関する期待仮説の実証分析に関しては、数多くの実証研究が存在する。そうした研究の中で、ゼロ金利政策（1999年2月から2000年8月まで）や量的緩和政策（2001年3月から2006年3月まで）といった低金利政策の時期を中心に議論している論文や、短期の金利に焦点を当てた論文は少ない。そこで、本稿では、ゼロ金利政策や量的緩和政策の時期で、金利の期間構造に関する期待仮説が成立していたか、それとも、成立していなかったかを検証するとともに、その2つの政策がタームプレミアムに対してどのような効果をもたらしたかを分析することを目的とする。

期待仮説の検証に関しては、共和分ベクトルを検定することによって期待仮説が成立するか、否かを議論する。その時に、定数項（タームプレミアム）のシフトを考慮しない共和分検定と、Gregory and Hansen (1996) によって提唱された定数項のシフトを考慮する共和分検定の2つを行う。低金利政策の効果に関しては、タームプレミアムのシフトが有意に効いているか、否かで議論する。

本稿では、短期の金利の期間構造に焦点を当てた分析を行うので、データとしては Tokyo Interbank Offered Rate (TIBOR) を使用する。全体の標本期間は、1995年から2006年までで、TIBORは1期物、5期物から12期物を使用し、短期金利として1期物のTIBOR、長期金利として5期物から12期物のTIBORを用いる。

本稿の結論は以下の2点である。第一に、ゼロ金利政策と量的緩和政策が行われていた間、構造変化を考慮して共和分分析を行うと、金利の期間構造に関する期待仮説が成立したことである。第二に、この2つの金融政策下において、タームプレミアムの水準を低める効果があったことである。つまり、この2点から、ゼロ金利政策と量的緩和政策を含めた時期では、短期金利と長期金利の間には期待仮説という一定の関係が存在していたこと、そして、タームプレミアムを低下させることで、長期金利の水準を低下させていたことが示唆された。

[参考文献]

Gregory, A.W. and Hansen, B.E. (1996), "Residual-Based tests for cointegration in models with regime shifts.", *Journal of Econometrics* 70,99-126.

ゼロ金利制約下におけるリフレーション政策論議

日銀は何を行い何を行わなかったか

専修大学 田中隆之

2006年3月に量的緩和政策が、同7月にゼロ金利政策が解除され、異例の超金融緩和政策は、5年ぶりに終わりを告げた。この5年の間、この政策を超える緩和効果を得るために、さまざまな政策論争が展開された。ゼロ金利制約下におけるリフレーション政策論議である。本稿では、その内容を整理し、実際に日銀が行った金融政策はこれらとの関係でいかなるものだったのかを明らかにした上で、その評価を行った。

この間主張された政策は、大きく2つのタイプに分けられる。短期金利が低下しない中でも（名目）長期金利の一層の低下を引き起こすことによって景気刺激をはかる政策（タイプA）と、人為的インフレーションを引き起こすことで実質金利を低下させ、景気の刺激を狙う政策（タイプB）ある。

タイプAの政策は、さらに3つに分類できる。第1は、政策コミットメントによる「時間軸効果」を狙うもので（A-1）市場に「将来の短期金利がゼロ%をキープする期間が長引く」との期待が生じるよう、中央銀行が政策の先行きを約束する（金利の期間構造に関する期待仮説によれば長期金利が低下）。第2は、日銀が買いオペを通常のオペ対象（手形や短期国債）外に広げることで（非伝統的オペ）中長期金利を低下させる（A-2）。第3に、ひたすら買いオペを続けて、ゼロ金利の実現に必要な以上にベースマネーを供給することにより、ポートフォリオ・リバランス効果や「時間軸効果」の補強をはかる（A-3）。

タイプBの政策も、3つのサブタイプに分けられる。第1は、インフレに関する独立的な期待形成を狙う（B-1）。「将来景気が回復し、通常であれば金利を上げるべき時に、金利を上げない」という約束を中央銀行がいま行うことによって、インフレ期待の醸成を狙う。「時間軸効果 パート2」ともいうこともでき、インフレ目標の設定が具体的な手段になる。第2は、日銀によるリスク資産（ETFやREITを含む）の購入により、日銀のバランスシートの悪化を通して、あるいは民間部門の実物資産需要の増大を通して、インフレを引き起こそうとする（B-2）。第3に、ヘリコプターマネー（日銀による国債購入、政府による国債発行と財政支出の組合せ）によるインフレ喚起がある（B-3）。

日銀は、量的緩和政策の解除に関するコミットメントを行い（A-1）、長期国債の買い切りを増額し（A-2）、さらに量的緩和そのものによる日銀当座預金残高の大幅な増額で（A-3）、タイプAの金融政策をすべて行ったが、結局タイプBには踏み込まなかった。タイプBの政策が実効性を持つには、いずれにしても日銀の信認の徹底的な失墜が必要である。ゆえに、この政策を選択した場合、いったに高率のインフレが起きてしばらく抑制できないリスクが高い。タイプBのそうした副作用のリスクの大きさを、当時のデフレの深刻度と比較考量したとき、日銀がこの政策に踏み込まなかったのは「正解」であったといえる。

流動性効果が国際証券ポートフォリオのパフォーマンスに与える影響

武蔵大学 大野 早苗

国際分散投資においては為替ヘッジを実施したほうリスク低減が図れるとの一般的認識があるが、時には為替ヘッジの実施がリスク低減に寄与しない時期が見られ、こうした時期には株価と為替の分散効果が顕著になっている。本研究では、内外の株式および為替レートを分析対象とし、潜在変数モデルを基に株価と為替レートの共変動をもたらす要因を確認した上で、潜在変数モデルを多変量 GARCH モデルへと拡張し、共通ファクターが相関係数に及ぼす影響を分析した。

株価と為替の共通ファクターとして金利の影響が顕著であるとの実証結果があり、また、金利変動に影響を及ぼす要因として流動性効果の影響も注目されている。さらに、日米のマネタリーベースの相対比と円ドルレートには密接な関係が観測されているとともに、国際金融の分野で長らくアノマリーと称されてきた「先物プレミアムパズル」が流動性効果によって解明できることを示唆する先行研究も報告されている。日本では 2001 年から量的緩和政策が導入され、所要準備を大幅に上回る潤沢な流動性が銀行部門へと注入されたが、こうした流動性の供給は外為市場のみならず証券市場に対しても影響を及ぼしていた可能性が考えられる。

名目金利も流動性効果を反映しているはずだが、本研究では名目金利とは別に流動性指標を作成している。それは、流動性効果の他に期待インフレ率や自然利子率などにも依存して名目金利が決定されるため、金融緩和政策によって名目金利が変化しても、その効果がいずれの要因によるものなのか識別する必要があるためである。特に、ゼロ金利政策の下では名目金利はゼロ以下には低下しないが、同時に実施された量的緩和政策による流動性の拡大は、外為市場、証券市場ともに影響を与えていた可能性がある。

ところで、流動性などの潜在変数は内外の株価にともに影響を与える global shock として作用すると考えられるが、為替レートは 2 国の通貨の相対価格であるため、為替レートに影響を与えるのは 2 国の潜在変数の相対比となる。したがって、仮に米国に対して日本の生産や流動性といった潜在変数が相対的に高まって、潜在変数の内外格差が株価と為替の相関に与える影響は潜在変数が増大している局面と減少している局面では異なることが予想される。多変量 GARCH モデルの推計ではこうした非対称性による相関の可変性も考慮して分析している。

国際金融の新潮流とバーゼル・プロセス

新光証券 吉 國 眞 一

21世紀に突入した国際金融体制は、グローバル化と金融革新の動きが一段と進展する中で、欧州通貨統合という壮大なプロジェクトの完成、アジア金融危機から回復し、世界の外貨準備の3分の2を所有するに至ったアジア諸国の台頭、という「新しい現実」に直面している。

こうした国際金融体制の変動と平行して、中央銀行ないしその関連機関の役割についていくつかの重要な論点が提起されてきた。まず、金融政策については、物価の安定を第一とするパラダイムが多くの中央銀行によって共有されるようになった反面で、金融市場、金融システムの不均衡に如何に対処するかという視点が金融政策の新しい重要な課題として意識されるようになってきた。一方、プルーデンス政策の面では、「バーゼル II」が実施段階に入り、いわゆる「バーゼル・プロセス」を通じる金融機関の監督・規制体系の業種、国境を超えたハーモナイゼーションが一段と進展している。かつては一部専門家の領域だった「リスク・マネジメント」という概念が、金融のもっとも本質的な側面であるとの認識が定着し、リスク管理をベースに金融行政を再構築することが多くの金融当局にとって共通の課題になりつつある。

さらに前述した金融の不均衡にはプルーデンス政策の果たす役割も大きいことから、金融政策とプルーデンス政策の役割を峻別する従来のアプローチにも微妙な変化が生じるようになってきた。すなわち物価安定志向の伝統的な金融政策に、不均衡の累積がもたらす予期せぬリスクへの対応をプルーデンス政策との協調を前提に追求するというリスク管理的な金融政策の枠組みを加味する動きがみられている。こうした中で中央銀行、金融監督機関、財務当局の間の国境を超えた密接な意見交換の必要性が高まり、バーゼル・プロセスのいわば発展系としてそうした機関相互の密接な意見交換のため覚書(MOU)を交わしたり、そのためのフォーラムを設立したりする動きが相次いでいる。

国際決済銀行(BIS)は、1930年の設立以来、バーゼル・プロセスに対する知的インフラの提供を続けてきた。欧州の中央銀行を中心とした少人数のクラブ的な雰囲気为前提としていたバーゼル・プロセスは、欧州中央銀行の設立、アジア等の中央銀行のプレゼンス拡大、中央銀行以外のメンバーの参加といった状況の変化に応じて大きく変質し、それがBISのガバナンスにも影響を及ぼしつつある。

本稿は、筆者の5年間に亘る国際決済銀行での経験を踏まえ、以上のようなバーゼル・プロセスの変遷を巡る最新の動きについて紹介する。

セッション：国際金融

エマージング・マーケット諸国による対外資本取引への関与 —パネルデータ分析—

九州国際大学 上坂 豪

エマージング・マーケット 10 カ国よりなるパネルデータを用いて、対外資産負債ストックの規模で表した対外資本取引への関与の大きさを規定する要因の分析を行った。特に、先進国を対象とした先行研究ではその存在が棄却される傾向にあった資本自由化の影響が、エマージング・マーケット諸国においてどのように現れるかに注目した。固定効果モデルに基づくパネル分析の結果、(1) 資本自由化の進展が、グロスの対外資産負債ストックの増加をもたらすという証拠はないこと、(2) ただし、資本自由化は、対外資産負債ストックの内訳である直接投資、ポートフォリオ投資にプラスの影響を、その他投資にはマイナスの影響を与えていること、(3) 財・サービス貿易と国内金融システムの成熟度は、ともに対外資本取引の関与に対してプラスの影響を与えることが示された。

セッション：金融史

日英中央銀行の関係および協力の考察：1897-1921年

日本大学 Simon James Bytheway

日本経済にとって、明治 30 (1897) 年における金本位制の確立から大正 10 (1921) 年におけるワシントン条約の調印にいたるまでの時期は、英国からの外資導入が極めて顕著に行われた時期であった。この間において明治政府は、明治 27~28 (1894-95) 年の日清戦争の戦後処理、明治 37~38 (1904-05) 年の日露戦争の戦費調達ならびに戦後処理、そして全般的な経済の「近代化」政策を推進するため、巨額の外資を導入しなければならなかったが、そのさい、とりわけロンドン金融市場を通じて、主に英国の資本に依存する必要があった。このような観点からも、明治 35 (1902) 年の第一次日英同盟協約、明治 38 (1905) 年の第二次日英同盟協約、および明治 44 (1911) 年の第三次日英同盟協約の締結という形で、日本が当時における強大国英国 (グレート・ブリテン) との間に「同盟」関係を持つことができたことの意味の大きさを検討することが必要になってくる。しかし、その検討を進めて行くとき、日本経済の発展にとって多くの説明を要するいくつかの重要な論点が生じてくる。たとえば、英国資本の供給にとって、日英同盟の演じた役割はいかなるものであったのか？ 導入された外資は日本においてどのように利用されたのか？ さらに、導入された一連の外資が明治後半期・大正期にかけての経済の成長および発展にいかなる寄与をし、また日本経済をどのように変化させたか？ などである。

こうした論点を解明するにあたって、つぎのようなことが重要になってくる。それはまず、第一次日英同盟協約の締結交渉の過程において、日英関係は新たな段階に入るが、日英同盟の金融的な背景について、これまで日本においてほとんど省みられることがなかった英国側の事情、とりわけボーア戦争 (1899-1902 年) のなかで国際的に孤立し、世界最大の債権国といわれながらも実質的に金融の緊縮状態にあった英国が日本をみずからの側につなぎ止めておかなければならなかったという事情である。そのさい、日本が日清戦争において清国から獲得した賠償金を「金」で受け取ったということが大きくかかわっている。それは日本が実際に受け取ったのは金そのものではなく、金に兌換しうる英貨ボンドの「外貨準備」であったからである。その結果、英国としては、そのボンドが日本によって兌換され、日本に正貨の形で渡さなければならなくなることを最も恐れたのである。いづれにせよ、日英同盟の金融的な背景を知るためには、イングランド銀行に設けられた日本銀行の「外貨準備」の口座の存在と意義について具体的に考察する必要がある。さらに、1904 年 12 月から 1910 年 12 月にかけての時期においてイングランド銀行の公定歩合を維持するためと国際金融における英貨ボンドの優勢な地位を支えるためにイングランド銀行はしばしば日本銀行、インドの参事会および英国国内の他銀行などから借入金を受け入れていたが、その場合における日本銀行の果たした役割を考察したい。

以上の考察を本報告の軸とすることにしたいと考えている。

金融危機下における銀行のポートフォリオ選択：戦前日本のケース

名古屋学院大学 澤田 充

本研究では、戦前の日本のデータを用いて、金融危機下における銀行のポートフォリオ選択に関する計量的な考察を行った。具体的には、銀行の資産ポートフォリオの変数として有価証券貸出比率に焦点を当て、預金ショックおよび資本ショックの影響を分析した。実証分析の結果、預金ショックに関しては強い正の影響を確認することができた。さらに、流動性比率と預金ショックの間には負の相関関係を検出しており、預金減少に直面した銀行は保有有価証券を売却して手元流動性を確保した可能性を強く示唆する結果を得た。一方で、資本ショックに関しては、概して強い効果は見られなかった。このように資本ショックよりも預金ショックの影響が強く表れた可能性として、預金保険制度が存在しない下で多くの銀行は預金取り付けなどの流動性危機に常にさらされていたため、銀行のポートフォリオ選択は、リスクの調整よりも流動性の調整という側面が強かったことが推察される。さらに、機関銀行の特性を考慮して規模と資本ショックの交差項を説明変数に加え、追い貸しの可能性についてより詳しい分析を行った。その結果、地方の銀行では資本ショックの単独項は正、規模との交差項は負の影響を与えていることが確認された。地方の中小銀行は取引先の分散化が難しく、関係企業へのエクスポージャーが大きかったため、負の資本ショックに直面した場合、追加的な融資を行わざるを得なかった可能性を指摘することができる。

第2次大戦前の日本における財政の維持可能性

神戸大学 鎮目 雅人

近代史上、日本は第2次大戦直後に一度、財政破綻した。本報告では、第2次大戦に至る日本の財政運営がいつから維持可能でなくなったか、その背景にどのような要因が働いていたかを、数量的分析と資料的分析を結合しながら検討する。

前半では、第2次大戦前の日本財政の維持可能性について、公債の中立命題、経済の動学的効率性、政府債務残高と基礎的財政収支の関係、の3つの計量経済学的検証を行う。その結果、日露戦争後、第1次大戦中、および高橋財政期の3回の転機が存在し、このうち3回目の転機である高橋財政の開始を契機として、日本の財政が維持可能でなくなったことが示される。

後半では、高橋財政開始を契機に日本の財政が維持可能でなくなった背景について、先行研究や歴史的資料をもとに検討する。その際、財政のガバナンスに影響を与えた要因として、国内の政治制度、ならびに国際金融市場を通じた資金調達に2点に着目する。また、財政の維持可能性を喪失させかねない状況が新たに生じた時期として、日露戦争後と高橋財政期との比較を行う。資料的分析により、権力の分立という政治制度に起因する政府組織全体としてのガバナンスの弱さに加え、金本位制の崩壊により資金調達面からのガバナンスが利かなくなった可能性があることが示される。

実質的な権力を持つさまざまな機関が直接天皇に結びつき、内閣の権限が弱かった点は、日露戦争後と高橋財政期に共通する政治制度上の問題であった。とくに、軍部は作戦用兵、国防計画立案に関して内閣から独立しており、また、内閣の決定は全会一致が必要であったことから、軍部は、事実上、財政運営上の拒否権を行使し得る立場にあった。

政府の資金調達方法は、日露戦争後と高橋財政期とで異なっており、これが財政のガバナンスに影響を与えていた可能性がある。金本位制への移行は「大規模な資金調達を必要とする戦時等における国際金融市場へのアクセスを容易化する一方、平時には国内経済面を犠牲にしても金平価と国際収支という対外均衡の維持を優先する」という経済政策レジームの選択であった。日露戦争前後は国際金本位制の全盛期であり国際金融市場へのアクセスが軍事・外交面を含めた国家戦略上も重要であったため、「軍事費を金平価維持が可能な範囲内に制限すべき」との主張が、説得力を持っていた。このため、日露戦後経営のための歳出増が国債金利の上昇を招くと、早期に緊縮財政への転換が図られた。

これに対して、高橋財政期には、英国の離脱により国際金本位制は崩壊の危機に瀕し、金本位制下でも国際金融市場を通じた資金調達の途は保障されない状況にあり、金本位制への残留はむしろ大恐慌を深化・拡大する方向に働いていた。「軍事費を金平価維持が可能な範囲内に制限すべき」との主張は、説得力を持たなかった。

会長講演

ミルトン・フリードマン：業績と日本への教訓

一橋大学 清水啓典

昨年 11 月 16 日、94 才でその生涯を終えたミルトン・フリードマンは、人類史上で最も偉大な経済学者の 1 人であり、とりわけ 20 世紀においては異論の余地なく最も影響力を持った経済学者であった。その人生を通じてフリードマンは、世界経済や政策のあるべき姿を理論的・実証的に示して、世界中の人々を説得しつつ現実に各国の政策を変更させ、世界をより自由で豊かな時代に導くという仕事を成し遂げたからである。経済学がこれほどまでに世界を変える力を持っていることを、彼ほど模範的に示した人はいない。事実、過去 50 年間の主要な経済政策で、彼が影響力を及ぼさなかった問題はほとんどないと言ってよい。

ここで、彼の経済学上の業績について述べる必要はないであろう。それ以上に注目すべき点は、自由の重要性を世界的に認識させて世界政治の動向を変えたその信念と行動力である。彼の思想や業績が背景となって、世界では旧社会主義諸国の市場経済化、レーガン・サッチャー政権による米英の規制緩和と小さな政府、中国・インドやロシア・南米等 BRICs 諸国の自由化政策と成長、世界からのインフレーションの事実上の消滅、グローバリゼーション等々、世界経済が革命的な変化を遂げ成長を続けている。

本報告の課題は、その中で一人日本だけが国家レベルの構造改革に遅れて、世界最悪の財政状況でなお停滞とデフレ脱却に悩まされているという事実である。ケインズ理論の影響が強かった日本は、フリードマンの経済政策への影響が世界中で最も小さい国の一つである。なぜ、日本では彼の影響が小さかったのか。成長促進のため、日本は何をどのように変えるべきなのか。この問題を世界の諸国との比較の中で検討することが本報告の目的である。

結論の要点は次の通りである。1. 赤字財政支出の景気拡大（乗数）効果が働かないという認識が日本では欠如していたこと。その理由は、A. 理論が持つ現実へのインプリケーションの理解が不足していたこと。B. 抽象的理論研究が中心で、その妥当性を検証する実証研究が不十分であったこと。C. 政策当局側の新しい理論を实践する姿勢の欠如。これは政治家にマクロ経済理論の理解が欠如していたことの反映であり、経済学者の責任でもある。また、2. 日本に必要な構造改革とは何かを検討し、日本の構造改革は小さな政府に向けた動きと、金融市場改革が大きな課題であることを示す。

なぜ、そうなのか、について、いくつかの例とデータを示しつつ、フリードマンの遺産を有効に活用して、日本の構造改革を進め再び成長力を回復するための政策に関する私見を述べることにしたい。

参考文献：清水啓典「追悼ミルトン・フリードマン - 世界を変えた経済学者」、『経済セミナー』、2007 年 2/3 月号。

「日銀法の改正」と金融政策

慶應義塾大学 吉野 直行

、日銀法の主要点（日銀法の主な内容について）

（１）金融政策の目標

「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」（日本銀行法第 1 条）

(i)物価の安定を主眼とはしているが、景気にも配慮すること（「国民経済の健全な発展」を願意している）

(ii)石油価格の上昇による総供給のシフトによる物価上昇の場合

(iii)バブル期の日本経済の状況（物価安定、地価・株価の高騰）

（２）日銀の独立性

「通過及び金融の調節における自主性は、尊重されなければならない」（日銀法第 3 条）

「日本銀行の業務運営における自主性は、十分配慮されなければならない」（日銀法 5 条）

（３）政府の経済政策との整合性

(i)金融政策は経済政策の画をなすものであり、政府の経済政策の基本方針と整合的となるように（日銀法第 4 条）

(ii)経済財政政策担当大臣は、必要に応じ、金融調節事項を議事とするを議事とする会議に出席して意見を述べさせることができる。（日銀法第 1 8 条）

（５）政策委員会

総裁、2 人の副総裁、審議委員 6 人の合計 9 人で構成される。議事録を相当期間の後に公開。（日銀法第 1 6 条、第 2 0 条）

（６）役員の行為制限・守秘義務（日銀法第 2 6 条、第 2 8 条）

（７）信用秩序の維持に関する業務

内閣総理大臣および財務大臣の要請があったとき、特別の条件による資金の貸付など、信用秩序の維持のための必要な業務を行う（日銀法第 3 8 条、3 9 条）。緊急の場合に、金融機関の業務の遂行に著しい支障がないように一時貸付を行う（第 3 7 条）。

(8)

外国為替市場への介入と国際金融業務（日銀法第40条、41条）

財務大臣からの要請に基づき外国為替の売買、国際金融面での協力。

(9) 日銀考査

日銀の取引先である金融機関の業務・財産状況について、立ち入って調査を行う。ただし、取引先金融機関等の事務負担に配慮しなければならない。（第44条）

(10) 国会に対する報告

日銀総裁（あるいは政策委員会の議員）は、説明のために、国会に出席しなければならない。（第54条）

、金融政策・金融秩序の安定、外国為替に関して

(1) 物価安定と数値目標、経済成長、景気安定

テイラー・ルール

(2) 日銀の独立性と経済政策との整合性

(3) 金融機関の破綻処理と信用秩序の維持

(i)預金保険機構・金融庁との連携

(ii)日銀と株式取得機構による民間株式の購入

(iii)日本銀行の考査と金融庁の検査

(4) 為替変動と為替市場への介入

中央銀行パネル

最近の業務・組織運営 透明性確保の観点から

日本銀行 高橋 亘

本報告では、1998年以降の日本銀行法のもとでの、日本銀行の業務運営・組織運営等の対応を簡単に紹介する。

1997年成立の日本銀行法は、「開かれた独立性」を理念とする。「独立性」と「透明性」は、制度改革の基本的指針とされてきた。

新法施行以降、日本銀行は、金融政策決定過程の透明性確保に加えて、金融機関審査、金融市場調節など業務多方面に亘り、適正手続きの整備と公表などを行ってきた。業務運営の変更（例えばRTGSの導入）に当たっては、パブリック・オピニオンを求めるなどしてきている。また、組織運営面等でも、運営方針の公開などの措置を行ってきた。

こうした動きは、最近の公的セクター全般の透明性の確保と通じるものでもある。

参考文献：塩野宏監修 日本銀行金融研究所「公法的観点からみた中央銀行についての研究会」編、「日本銀行の法的性格 - 新日銀法を踏まえて -」 弘文堂、2001年

（注）本報告の内容は、報告者の個人的な見解であり、必ずしも日本銀行を代表するものではありません。

金融市場から見た中央銀行の独立性：Fed と日銀の比較

東短リサーチ 加藤 出

以前、米財務省幹部に Fed の独立性に関して取材した際、「中央銀行の独立性には、制度上のものと実際上のものがある。後者の意味においても Fed の独立性はボルカー、グリーンズパンを経て高くなってきた」という話を聞いた。新日銀法が施行されてから日銀の制度上の独立性は高くなっている。しかし、「実際上の独立性」に関してはどうだろうか？ 金融市場では日銀のそれを低く見る傾向が現実以上に強いように思われるが、その背景を以下のように Fed の事例を検討しながら整理してみる。

1. Fed が「実際上の独立性」を獲得するまでの歴史的経緯

- ・ 「アコード」前後における国債管理政策を巡る米政府との衝突
- ・ ジョンソン政権、ニクソン政権、カーター政権、レーガン政権からの圧力
- ・ 老獪だったグリーンズパン議長の政府・議会対策
- ・ ルービン財務長官の支援「中央銀行の真の独立性は経済にとって最適なレジウム」

2. 近年の Fed を見る市場の目

- ・ 「議長はワシントンで 2 番目に力を持つ男」
- ・ 議長再任承認手続きと金融政策判断の関係を市場に邪推されるのを嫌がる Fed
- ・ 「大統領選挙が近づくと Fed は利上げできない」？ “measured pace” との関係
- ・ インフレ・ターゲットに反対する議会を懐柔できないバーナンキ議長

3. 新日銀法施行以降の日銀を見る市場の目

- ・ 「運用部ショック」後の長期金利急騰とゼロ金利政策
- ・ 1999 年 9 月の「非不胎化」議論
- ・ 2000 年 8 月のゼロ金利解除時から 2001 年 3 月の量的緩和策導入へ至る経緯
- ・ 福井総裁就任後の矢継ぎ早の日銀当座預金残高目標引き上げと為替市場介入
- ・ 市場関係者の中で必ず話題となる「政府・与党の圧力」
- ・ 国債買入オペの位置づけ

4. FOMC と日銀金融政策決定会合における反対票発生状況の比較

- ・ グリーンズパン議長時代の後半は、反対票は極めて少数。FOMC 開催前に意見調整が行われていた。コンセンサス、ワンボイスを同議長が重んじたのは政治対策の面もある。しかし、バーナンキ議長になって変化が現れている。
- ・ 日銀政策委員会はメンバーの自由意志による投票を重視。それが独立性を担保すると考えているのではないか。

新日銀法制定から 10 年 日銀法の問題点

中京大学 鐘ヶ江 毅

1. 新日銀法下 10 年間の問題点

(1) 金融政策運営 (以下括弧内数字は関連条文)

ア. 政府との意思疎通

政府側の政策委員会への出席の常態化 (19)、2000 年 8 月の「ゼロ金利政策解除」に対する政府側の議決延期請求 (19-2) と政策委員会による否決 (19-3)。意思疎通の不充分さを露呈。無議決権の政府側出席者の議案権という矛盾。

イ. アカウンタビリティ

説明責任と結果責任は適正に行われたか (3-2, 54)。議事要旨 (20) は適切であったか。議事録公表 (10 年後) は適切か (20-2)。

(2) ガバナンス

ア. 副総裁 2 名は、適正人数か (21)。内部登用はゼロで良いか。

イ. 政策委員会の権限 (金融政策決定会合と通常会合、15)。「業務調整会議」設置。

ウ. 政策委員会委員の選任は適切だったか。(審議委員の業界など固定枠の復活、女性枠、任期、再任基準等 23, 24)。理事の任命 (財務省枠、23-4)。

(3) 日銀改革

ア. 日銀改革 (職員数、給与水準、不動産等および意識改革) は進んだか。

イ. 役職員の金融取引などコンプライアンス面の改善は充分であったか (26-4, 30)。

2. 新日銀法の問題点

(1) 日銀法成立過程において金融学会有志が指摘した問題点

〔対中銀研報告書〕「目的」は物価 (国内の通貨価値) の安定に絞られるべき (1-2)。アカウンタビリティは結果責任を含むべき (3)。国会内の常設委員会が必要 (54)。政府側出席者の議決延期請求権は「独立性」の観点から適切ではない (19-2)。経費予算は国会への報告と会計検査院のチェックで充分 (51)。審議委員の任命は交互交替 (stagger) 制を。〔対金制調答申〕財務省の違反行為に対する報告は適切か (56)。理事制度の廃止。政府短期証券の引受禁止 (54-4)。

(2) その他中央銀行の本質 (独立性・透明性) から見た新法の問題点

日銀の法人格 (6) 資本金 (8) の検討が先送りされた。業務の認可制 (43) 準備金の認可制 (53-2) など旧大蔵省の多くの認可制が引き継がれた。

(3) 政党等における日銀法改正論議

物価水準目標の導入 (1)。金融政策の政府経済政策との整合性義務付け (4)。1 回に限る議決延期請求権を政府側に認める (19)。政策委員会メンバー (9 名) から副総裁 2 名を削減し 7 名とする (16, 21)。「債券」売買を「有価証券」売買とする (33)。

セッション：ファイナンス

The Return Predictability of Disposition Investor's Unrealized Gain

一橋大学大学院 高橋秀朋

In this paper we test whether investor's propensity to hold losers too long and sell winners too soon which is called disposition effect generates momentum in the Japanese stock market or not. Using share-ownership data included in financial statements and constructing a new unrealized gain measure, we find that individuals show the strongest disposition effect and their unrealized gain predicts the future stock return in the positive direction when we control some effects on the unrealized gain. This is consistent with Grinblatt and Han (2005)'s theoretical predication that disposition effect drives momentum.

Keyword : Behavioral Finance, Disposition Effect, Momentum

無形資産価値評価モデルについて

大和証券投資信託委託 山口 智 弘

近年、知的財産など無形資産への関心が急速に高まっている。その要因の一つとして、わが国が人口減少社会を迎えていることがあげられよう。経済成長は、資本、労働、生産性の成長に分けられるが、人口減少により労働力がマイナスに寄与するのであれば、生産性向上の重要性が増すことになる。生産性の向上は、無形資産の価値を高めることによって成し得るが、価値を高めるためには評価が欠かせない。また、無形資産はオフバランスであることが多いため投資家等が企業価値を評価し、将来利益などを予測する場合、低く見積もる可能性を含む。したがって、企業価値を評価するといった投資家等の視点、また将来の無形資産のオンバランス化へ向けた会計的な要因からも、無形資産の価値評価は非常に重要な課題となっている。しかしながら、無形資産は目に見えない価値であるため容易ではなく、コンセンサスも得られていないため、現時点では無形資産の価値評価手法について議論と検討を重ねることが必要である。したがって、本報告では個別企業の無形資産価値評価モデルと、実証分析の結果を提示する。

本モデルは無形資産を主要な要素である「技術」、「組織」、「人」に関する資産に区分して価値を評価するが 構造はコスト・アプローチをベースにした比較的シンプルなものである。具体的には、無形資産への投資である研究開発費、広告宣伝費、超過人件費（原価部分を越える人件費）の成果発現期間と減価率を推計し、各々減価して成果発現期間分蓄積するものであるが、一般に公開されている財務データを用いるため、汎用性が高く使い易いモデルである。また、「人」に関する無形資産の価値評価は困難とされているが、モデル化したことにより、今後議論が高まることを期待したい。

尚、実証分析の結果、無形資産で修正した純資産による平均 P/B(株価純資産倍率)は、概ね修正前の 1 倍台前半から 1 倍程度へ低下した。無形資産修正後の純資産は、企業の資産価値をより正しく反映しているものと思われる。また、本モデルで算出した無形資産価値の成長率と、無形資産の成長を表すと考えられる全要素生産性成長率はともに数%のプラス成長となり、方向性が一致した。これらの結果は、本モデルの有効性を示すものであり、今後の有効活用も期待される。

セッション：ファイナンス
アナザー・ライブドア・ショック？

東京国際大学 郡司大志
法政大学大学院 三浦一輝

2006年1月16日夜、IT関連企業のライブドアは証券取引法違反の容疑で強制捜査を受けた。その翌日、株式市場は急激に値を下げ、特にIT関連企業株が大規模に売られることとなった。さらに、東京証券取引所は取引の増加によってシステムの処理能力が限界を超える可能性を憂慮し、取引終了前に全銘柄の取引中止を行った。この事件は「ライブドア・ショック」と呼ばれ、その後も数ヶ月にわたってこの影響が続くこととなった。

我々は、ライブドア・ショック時の日本の株式市場データを用いて、そのショックが単に株式市場全体に影響を及ぼしただけでなく、特に、ライブドアと類似する社名企業の株価収益に与えた影響を推定する。我々は、「ライ」、「イブ」、「ドア」などが社名に含まれる企業の株価の異常株式収益率を計測し、それがライブドア・ショック前後で統計的有意に変化していたかどうか検証する。これらの企業はIT関連会社を除くサンプルであり、社名の一部が似通っているというだけで、ライブドアと事業上の関係があるわけではない。従って、これらの企業の異常株式収益率は統計的有意な変化を示さないものと考えられる。つまり、株式市場の平均的な企業と同じショックを受けるだけであって、異常株式収益率には変化が見られないはずである。

しかし、分析の結果から、これらの企業の異常株価収益率はライブドア・ショックの後に、平均的に負になる傾向があることが明らかとなった。また、この傾向はショック後の数日だけでなく、比較的長期にわたって続く傾向が見られた。社名が株価の異常株式収益率に及ぼす影響を分析した研究はこれまでも存在しているが、そこではIT関連企業にしばしば用いられた「.com」のように、明らかに社名の意図が解釈可能な例を扱っている。しかし、本稿の結果は、一見似ているとは気付きにくい社名の類似性すら株価に影響を及ぼし得ることを示している。

キーワード：ライブドア、企業名、イベントスタディ、ヒューリスティック

JEL Classifications: G14, G30

外国人投資家の株式所有と企業価値の因果関係 分散不均一性による同時方程式の識別

一橋大学 岩壺 健太郎

一橋大学大学院 外木 好美

1990年代以降、日本の上場企業の株式所有構造は大きく変化した。1960年代から1970年代にかけて形成された金融機関と企業との株式持ち合い、および事業会社同士の持ち合いが1990年代に入って解消されるに伴い、金融機関と事業会社の持株比率は低下傾向にある。それに代わって日本企業の株式保有を増やしたのが外国人投資家である。これまで株式の持ち合いにより株主からの規律付けを免れてきた日本の経営者が、外国人投資家の持株比率の上昇によって株主価値の向上を強く意識するようになったのかは、実証的に興味深い問題である。

既存研究によると、外資比率の上昇は日本企業のパフォーマンスに貢献するという結果が多く報告されている。しかしその一方で、外国人投資家の株式所有を外生とするこれらの実証結果は、外国人投資家に高パフォーマンス企業の株式を保有する傾向があることを示しているに過ぎないという逆の因果関係を強調する見方もある。したがって、株式所有と企業のパフォーマンスの因果関係を明らかにするためには両者の内生性を考慮する必要がある。内生性を考慮することの重要性はたびたび指摘されてきたものの、これまでのコーポレート・ガバナンスの研究ではその困難さにより十分に説得的な推計方法が採られていなかった。

そこで本稿では、このような内生性の問題を克服するために、Rigobon (2003) の分散不均一性による同時方程式の識別法を利用し、外資比率と企業価値の因果関係の解明を試みる。Rigobon (2003) の不均一分散を用いた識別法の特徴は、外資比率と企業価値を表すトービンの Q の分布が右への歪みをもっていることから生じる分散不均一性を推計に利用できることと、説明変数に除外制約を課す必要がないためにいずれの推計式にも同じ説明変数を入れることができることである。

推計した結果、外資比率の推計式において Q の係数は負、 Q の推計式において外資比率の係数が正という結果が得られた。これは、企業価値が低くなると外資比率が上昇する一方で、外資比率が高くなるとその企業は企業価値が高まるということを表している。外国人投資家の投資能力の高さを示す証左であると同時に、外国人投資家によって株式を多くの保有された企業の企業価値が上昇するという経営向上効果を表している。さらに、外資比率の上昇が企業価値に与える影響は、内生性を考慮しない場合よりもはるかに高く、両者の内生性を考慮することの重要性が確認された。

所有構造と投資の横並び行動の関係

高千穂大学 比佐 章 一

企業のガバナンス構造が、企業の設備投資行動とその不安定性に影響を与えることが知られている。特に日本では、企業間の系列関係やメインバンク・システムなどにより、長期的かつ安定的な企業経営が可能であり、その結果、設備投資も比較的安定的であったことが指摘されている。しかし 80 年代以降の金融制度の変革に伴い、株式の持ち合い解消や企業の資金調達の変化により、企業のガバナンス構造も大きく変化している。本稿では、ガバナンス構造の変化に伴い、設備投資の横並び行動がどのように変化するのか、またどのような経路を通じて、その不安定性が引き起こされるかを検証していく。

ケインズ(1938)や Scharfstein and Stein(1990)は、また所有と経営の分離によって生じるエイジェンシー問題が、設備投資の不安定的な動き、すなわち横並び行動を分析する上で重要であることを示唆した。本稿では、日本開発銀行の財務データバンクをもとに、1982-2001 年における、日本企業の設備投資の横並び行動を検証した。

まず電気機械や一般機械、輸送用機械などの機械産業で、設備投資に横並び傾向がみられた。また建築業などや食料品などでもそうした傾向がみられた。また上位 1 位株主の持株比率を、20%未満と 20%以上の企業とに分割して、分析をすると、20%未満の企業ほど、設備投資に横並び傾向が顕著に出ることがわかった。

実際、市場構造やファンダメンタルズ要因を考慮して分析をすると、キャッシュ・フロー制約が、企業の設備投資の横並び行動に影響を与えていることが明らかとなった。これは当該産業のキャッシュ・フロー制約が強いときほど、設備投資が起きにくいと思われる。また、所有が分散している産業ほど、設備投資に横並び傾向がみられることがわかった。また所有者のタイプ別によって、設備投資に不安定性がみられるかどうかを検証したが、はっきりとした傾向はみられなかった。

JEL code: E22, E44, G32, L14

Key Word: 設備投資、所有構造、横並び行動

CRDデータベースからみた日本の中小企業の収益性

同志社大学 鹿野嘉昭

中小企業の経営・収益状況を議論するに際しては現在、財務省「法人企業統計」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」や国民生活金融公庫「中小企業経営状況調査」などに掲載された各種の損益関連計数が利用されている。しかし、これらの統計はマクロの損益計数であり、そこからは平均的な中小企業の損益にかかわる具体的な姿は浮かび上がって来ない。中小企業政策の適切な運営という観点からすると、これは由々しき問題である。実態に即した理解を欠けば、政策の有効性そのものが疑問視されるからである。本報告では、そういった事態の改善を目的として、CRD協会が管理するCRDデータベースのうち2003年中に決算期が到来した56万社の経営財務にかかわる個票データを利用して、日本の中小企業の具体的な姿を損益面から描くことにした。なお、中小企業の場合、売上高や営業利益等の損益関連計数自体、正規分布に従っていないため、その具体的な姿を浮かび上がらせるに際しては、平均値、標準偏差に代えて中央値を利用することにした。

その結果、次のような興味深い事実を初めて確認した。これらの事実はまた、「中小企業の財務諸表は信じられない」という一般的な捉え方を強く否定している。

すなわち、第1に、日本の中小企業の場合、その損益状況は営業利益1百万円、当期利益は40万円を割り込むなど、かなりの低水準にあることが判明した。その意味で、大多数の中小企業の収益性および財務基盤は脆弱ということが出来る。

第2に、経営基盤の脆弱さの多くは、経営規模との比較において売上高が少ないことあるいは割高な経費構造となっていることに由来する。実際、一人当たりの売上高は、経営規模とはかかわりなく、概ね20百万円前後の水準にあり、売上高が少ないがゆえに中小企業にとどまっているということが出来る。言い換えると、卓越した商品や販売力を背景に売上高20百万円の壁を超えて大きく成長・発展した一握りの企業に対してのみ、株式公開＝上場という途が開けるのである。

第3に、人件費を中心として営業経費が割高となっていること、あるいは経営面での効率性が劣っていることも低収益性の背景として指摘できる。要すれば、日本の中小企業の多くは「経費倒れ」となっているのである。

第4に、日本の中小企業の収益性および財務基盤が脆弱な背景としては、規模が小さいため、経費の多くが固定費的な性格を強く帯びているという意味で規模の経済性が働かず余剰が狭小なことや、内部留保金に対して法人税を追加課税する留保金課税制度が逆に営業経費の非効率的な使用を促す方向で作用しているという日本の中小企業に固有の事情を指摘することができる。

Risk Management by Japanese Banks: Overview and Recent Developments

埼玉大学 渡部 訓

日本の金融機関は、伝統的なリスク管理として、金融業務が抱えるリスクを定性的に認識した上で、リスク管理の基本方針を策定し、その方針に従ってリスクをモニター、コントロールするために必要な制度的枠組みと手続きを整備してきた。制度的な枠組みは、リスク管理を実施するために必要な組織の整備と人材の配置等から構成される。手続きは、リスク管理の実効性を確保する目的で、権限の分離、経営情報の伝達、内部検査の実施等を規定している。

また、1980年代後半以降、日本の金融機関は、経営環境の変化とリスク管理に関するイノベーションを反映して、リスク管理を高度化している。経営環境の変化とは、経済活動や金融市場のグローバル化、情報技術の革新、金融業務に関する規制緩和等を通じて、金融機関が晒されるリスクが多様化、複雑化していることである。リスク管理に関するイノベーションは、バーゼル銀行監督委員会をはじめとする各方面の研究成果によるものであり、日本の金融機関もリスク管理を高度化するために採用している。

リスク管理に関するイノベーションは、伝統的なリスク管理を代替するのではなく、補完する形でリスク管理の高度化を促している。特に、リスク管理に関するイノベーションのうちリスクの計量化が重要な役割を果たしている。リスクの計量化手法は、市場リスク管理のために開発された後、信用リスク管理にも応用され、現在は、オペレーショナルリスク管理にも適用対象が拡大している。

日本の金融機関も、リスクの計量化手法を採用することによって、個々のリスク管理の精度を向上させると共に、経営全体として晒される様々なリスクを統合的に管理し、リスクの総量が自己資本等の経営体力に収まるよう管理する体制を整備している。また、こうした体制整備を通じて、日本の金融機関は、バーゼル に基づく新しいリスク管理の枠組みを構築することが可能になっている。

本報告では、日本の金融機関の伝統的なリスク管理について概観した上で、1980年代後半以降のリスク管理の高度化について背景と概要について考察する。特に、金融機関が晒されるリスクが多様化、複雑化する過程において、日本の金融機関がリスク管理をどのように高度化してきたのかに焦点を当てる。

バーゼル の交渉経緯と我が国の果たした役割について

金融庁 氷見野 良三

1988年にバーゼル銀行監督委員会で合意された銀行の自己資本比率規制に関する国際基準「バーゼル 」(BIS規制)は、日本と世界の銀行システムに大きな影響を与えてきた。バーゼル委員会は、1998年、このバーゼル の見直し作業を開始し、2004年、6年間に亙る紆余曲折の後に、新しい自己資本比率規制の枠組み「バーゼル 」(新BIS規制)を公表した。

このバーゼル をめぐる交渉は、バーゼル委の諸部会における各国当局の専門家同士の議論、バーゼル委における各国当局幹部の議論、G10中央銀行総裁・銀行監督当局長官合同会合における議論、バーゼル委に加盟していない諸国の当局との間での議論、銀行界や研究者との間での議論等、様々な主体を巻き込んだ歴大な議論の集積として進行した。

交渉過程は、米国等の当局の研究者が基礎的な研究を進めた「準備期」、バーゼル委での新規制起草作業が順調に進んだ「建設期」、案の練り直しが繰り返され、プロジェクトの失速も懸念された「調整期」、最終案の公表を経て、最終案で宿題となった事項の解決が図られた「フォローアップ期」、そして実際に新規制の実施を迎える「実施期」に区分して考えることができる。

各期ごとに、日本、米国、欧州、非G10諸国の当局は、国際的な公共財の構築の見地と各国の長期・短期の国益確保の見地の両方を睨みながら、それぞれ様々な役割を果たした。

本報告では、報告者が、「調整期」後半から最終案の合意を経て「フォローアップ期」が終結するまでの期間、バーゼル委事務局長を務めた経験も踏まえ、バーゼル の交渉経緯と日本の果たした役割を概観する。

公的信用保証制度の所得移転機能に関する考察

国立国会図書館 深澤映司

我が国で中小企業向け政策金融のあるべき姿を考える際には、公的信用保証制度も視野に入れるべきである。中小企業の借入りに保証が付くと、金融機関は保証が付かない場合に比べ、低い金利で貸出を行う傾向がある。したがって、同制度には、借り手に向けた事実上の所得移転としての側面があると考えられる。そのあり方を考えるに当たり、効率的な資金供給の観点もさることながら、所得分配という視点が重要になってくる所以である。

中小企業に向けた事実上の所得移転の額が地域間で異なるなか、個々の信用保証協会は、全国レベルの信用保険を通じて、そうした差異にある程度は対応できる。ただし、国による信用保険への出資や、自治体への補助金交付といった財政措置に支えられて、中小企業の利払い費の軽減が可能になっているという面も見逃せない。財政への依存傾向は、金融システム危機下で中小企業への所得移転額が膨らんだ1998年度以降、とくに顕著である。

公的信用保証の枠組みは、全体として、各地域の一時的な所得変動に伴うリスクを地域間で調整する機能を担っていると考えられる。そこで、定量的な手法に基づく計測を行ってみると、公的信用保証に基づく事実上の利子補給が、1970年代の半ば以降、一定の地域間リスクシェアリング機能を発揮してきたことや、同機能が1998年度以降の時期に著しく強まったことが確認できる。

それだけではない。公的信用保証は、短期的な景気後退の産物とは片付けられない経済の中長期的低迷に見舞われた地域を対象に、域内の中小企業に対して所得を恒常的に移転させる役割も担ってきた。実際のデータからは、中小企業が製造業（輸出型製造業、下請製造業）や小売業に関連した構造調整圧力に強くさらされてきた地域ほど、1990年代以降における恒常的所得移転の度合いが大きくなる傾向を、読み取ることができる。

一方、事実上の所得移転策としての公的信用保証には、経済的な副作用もある。利払い費の負担が軽くなる中小企業自身が、「負債による規律付け」を低下させ、経営の効率化や競争力強化に向けたインセンティブを失う恐れである。過去のデータに基づく分析からも、公的信用保証を通じた事実上の利子補給が、中小企業の生産性向上に向けた取り組みに対して、悪影響をもたらしてきた可能性があるとの結果が得られた。

これらの分析結果を踏まえると、今後の公的信用保証制度のあり方を巡っては、(i)経済の構造問題に対応した中小企業支援策としての役割まで担わせるべきか、(ii)その機能を地域間のリスクシェアリングへと特化させた場合に、制度の持続性をどのような形で保っていくのが望ましいか、(iii)中小企業向けの信用保証を公的な機関に委ねなければならないのか、などが、重要な論点として浮かび上がってこよう。

アジアの国際シンジケート・ローン市場 - ミクロ・データによるシンジケート構造の分析 -

山形大学 山口昌樹

本研究の目的は、アジアにおける国際シンジケート・ローン市場の供給構造を解明することである。他の地域とは異なり、アジア市場では邦銀を含むアジア系銀行と欧米系銀行が混在して活動している。とりわけアジア系銀行が欧米系銀行に比肩しうる地位にあることは特筆に価する。両者がどのような競合関係にあるかを分析することも本稿の課題である。

分析には産業組織論の枠組みを援用する。シンジケート規模、つまり参加行数の決定という市場行動の分析から市場構造を探る。参加行数に影響を与える要因については「情報の経済学」の視点から回帰モデルを用いて検証する。検証に当たっては2001年から2006年第1四半期までのミクロ・データ（融資取引条件）を用いる。また、市場構造については典型的な競争度の測定ではなく、アジア系銀行と欧米系銀行との競合関係に注目する。

実証結果は以下の通りであった。過去の組成実績と参加行数とには非線形の関係があり、市場における知名度がある程度までは情報問題を軽減することが確認できる。格付企業、または上場企業であることは参加行数にプラスの影響を与え、情報生産を補完する効果が見受けられた。融資期間と参加行数とには非線形関係が確認できた。先行研究では線形関係が想定されていたが、本研究では非線形性を捕捉できた。融資額と融資枠については予見されたプラスの効果を見出すことができた。担保については有意な結果は出なかった。円を含むアジア諸国通貨の採用はマイナスの効果を示し、ファンディングの問題が影響を与えている可能性がある。アジア系銀行がアレンジャーとなるケースでマイナスの効果が確認でき、欧米系銀行との市場行動の差異が浮かび上がってきた。

アジア系銀行のアレンジャー案件は情報ギャップの大きい借入人に対して長期かつ欧米系案件と同様の規模の融資を少ない参加行数で供与している。これは一般的に想定されている行動とは異なる。一方、欧米系案件は情報問題が小さい企業向けであるため多くの参加行にローンを販売できている。こうした供給行動の違いを読み解く鍵は、欧米系銀行がより transaction lending の要素が大きい取引を、アジア系銀行が長期的融資関係や包括的取引関係を背景にした relationship lending を志向していることにある。通常想定と異なるアジア系銀行の行動はリレーションシップ取引からなら説明が付く。こうした分析結果は別の見方をすると、欧米系銀行とアジア系銀行との市場における棲み分けの構造の存在を示唆している。こうした階層的な市場構造ゆえにアジア系銀行がシ・ローン市場で欧米系に比肩しうる地位を確保できているのかもしれない。

高齢化する東アジア - 政策課題と金融市場

九州大学 木原 隆 司

東アジア（日本、中国、韓国、ASEAN 諸国）の多くの国で、「急速」かつ「開発途上」での高齢化が進展している。東アジアでは就労人口比率が高く貯蓄も多い「人口動態の配当（Demographic Dividend:「人口ボーナス」）」を享受する国が依然として多いものの、韓国、タイ、シンガポールなど的高齢化は日本以上の速度で進展しており、2015 年ごろから就労人口が減少し始める国が出てくると予想されている。本稿では、高齢化が急速に進む東アジア各国が今後直面する課題の中で、特に高齢化と金融市場との関係に焦点を当てた分析を行った。

これまで東アジア諸国が享受してきた「人口動態の配当」は、就労年齢人口・貯蓄・投資の減少、財政圧力の増大、国内の格差問題への対応から、今世紀前半に消滅する可能性がある。

この関連で、高齢化の金融セクターへの影響は、十分に検討すべき課題であり、本稿では人口動態と資産価格・収益率との関係について、理論・実証両面から検討した。筆者が行ったパネル推定（50 カ国、1950-2004 年）によれば、理論的説明と整合的な以下の実証結果が得られた。

（1）株式の実質収益率は、高齢人口（65 歳以上）比率、実質 GDP 成長率、実質国債利回りと有意な正の関係があり、高貯蓄世代（40～64 歳）比率と負の関係が認められる。これは、資本と労働との相対的増加速度と収益率に関する新古典派成長理論と整合的であり、また株式・債券間の裁定関係を反映したものと言えよう。

（2）実質株価（株価指数）は、高貯蓄世代比率と有意な正の関係、高齢人口比率と負の関係を示している。これは、ベビー・ブーマー退職後の「資産市場溶解仮説(Asset Market Meltdown Hypothesis)」が妥当する可能性を表していると解釈できよう。

（3）実質国債利回りは、高貯蓄世代の長期債保有選好の強さを反映して、高齢人口比率と明確な正の関係、高貯蓄世代比率と明確な負の関係を示している。またこの実証分析では、貨幣/GDP 比率の増大が実質国債利回り（実質利子率）の低下をもたらすとの結果が出ており、金融緩和政策が長期的にも有効であるケースを示しているとも考えられる。

また、本稿では、東アジアの金融市場の現状と、高齢社会にも対応する金融市場強化策（ABMI 等）について概観するとともに、高齢化対策としての労働供給の増加、貯蓄増強、財政収支の改善の重要性等について検討した。更に、負の外部効果をもつ高齢化の影響を緩和する地域協力のあり方（財・生産要素の域内移動促進、東アジア各国間の多様性を活かした「高齢化経験の共有」等）について考察した。

特別講演

日本銀行副総裁 武藤 敏郎

(資料は当日配布予定)

戦後揺籃期における金融当局検査の考察 —旧銀行法における銀行検査の位置づけと GHQ/SCAP との関係—

いすゞ自動車 大江 清一

本稿の目的は戦後揺籃期の金融当局検査がどのような経緯と背景の下で再開されたのかについて、旧銀行法および GHQ/SCAP(General Headquarters of the Supreme Commander for the Allied Powers 連合軍最高司令官総司令部)との関わりを中心に考察することである。

戦後揺籃期における金融検査行政の再開過程を理解することは、金融当局検査およびそれと連関構造を構成する邦銀の内部監査の歴史の変遷を戦後 60 年間にわたって分析するための原点となる。本稿は終戦直後の金融検査行政の法的根拠である旧銀行法と当時最も強力な外的圧力であった GHQ/SCAP との関係を通してこの原点に接近する試みである。

旧銀行法については昭和 30 年代初めに現役であった大蔵官僚が戦後どのような理解をもって金融行政にあたっていたのかを「銀行の公共性」を軸に検討し、金融当局検査の目的を銀行の公共性を確保するものと位置づけた。また大蔵省と GHQ/SCAP との関係については、GHQ/SCAP 関係資料に含まれている金融検査関係資料に基づいて GHQ/SCAP からの指示内容とそれに対する大蔵省の対応を分析した。具体的には大蔵官僚の認識を分析することを通して「銀行の公共性」に対する彼等の理解を考察した。

銀行の公共性は「預金者保護」「信用秩序維持」「信用創造機能の保護」の 3 つの概念に収斂し、それぞれの概念にそって金融機関の実態解明を行うことが戦後の金融当局検査に課せられた職務であった。

GHQ/SCAP の指示を受けて導入した新検査方式についてはその導入の経緯を SCAP 関係資料によって探るとともに、それを元大蔵官僚の証言にしたがって検証した。また昭和 26 年度の銀行検査結果をもとに銀行の公共性と金融検査の関係を分析した。戦後揺籃期においては「預金者保護」と「信用秩序維持」を担保すべく、金融検査が実施されて金融検査行政が運営されていた。「信用創造機能の保護」に関しては極めてプリミティブなレベルで個別銀行の与信・受信を検査することを通して業務の健全性を回復させる役割を金融当局検査が果たしていた。

今後は銀行の公共性を構成する 3 つの要素と金融当局検査の関係について、戦後揺籃期以後の金融当局検査を時系列的に分析することよりその実態を解明したい。

損害保険の大衆化と積立保険

- 積立保険がもたらした損害保険経営の質的転換 -

山梨大学 長谷川 直哉

積立保険とは、わが国損害保険業界が開発した金融商品としての特徴を持つ保険商品である。火災保険の長期契約では、金利分を勘案した長期係数が導入され、一定の貯蓄機能を伴う損害保険商品が既に存在しているが、積立保険の開発経緯は、1963（昭和38）年に行われた保険審議会答申に由来している。

損害保険会社は、銀行などに比べ金融機関としての機能は限界的であったが、金融機関の業際間の垣根が低下するなかで、損害保険会社は、損害保険を軸として、金融サービスの拡充、損害保険の付加価値を高める各種サービス提供を指向してきた。そうした状況のもとで、積立保険は補償・貯蓄機能が一体化し、さらに各種サービス機能を付加できるため、総合金融機関化を指向する損害保険会社の中核商品としての重要性が拡大したのであった。つまり、損害保険会社にとって積立保険は、金融分野への事業領域の拡大という面において極めて大きな役割を果たしたのである。

わが国における損害保険の歴史は、1866（慶応2）年、福沢諭吉が『西洋事情』で火災請負および海上請負について言及した時に始まる。福沢は慶応義塾においても西洋の請合制度として、欧米の保険制度についての講義を行っている。それ以来、わが国の損害保険業界はほとんどの保険商品の考え方を輸入してきたわけであるが、積立保険だけはわが国のオリジナルであった。

モータリゼーションを契機に始まった、わが国損害保険の大衆化は自動車保険を中核商品として急速に進展した。モータリゼーションは、一方で交通事故による被害者も増大させた。交通事故の被害に対する補償機能を持った傷害保険や交通傷害保険から新たに人保険のマーケットが生まれ、人保険と積立型保険が結びつくことによって、積立保険マーケットが大きく広がったのである。

これまで、わが国の損害保険の大衆化路線は、自動車保険によって行われたとする考え方が一般的であった。本稿では、この考え方を一歩推し進めて、自動車保険によって開始された損害保険の大衆化は、積立保険のなかでも、交通傷害保険をベースとする積立保険によって定着したことを指摘したいと考える。

すなわち、モータリゼーションは、自動車保険および積立保険（特に積立交通傷害保険）を生み出し、この両商品がモノ保険からヒト保険へ、掛捨て保険から積立保険へという、わが国損害保険の大衆化の歴史において中心的役割を担ったのである。

証券化立法の法と経済学的分析

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。

我が国の証券化関連立法を跡付けると、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、各特別法の一段の整備をもたらし、基本法の見直しにまで波及し、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、歴史的な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個別テーマ追及型ともいえるべき、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、前向きの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プ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。証券化関連立法も、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。

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、新・破産法、会社法や金融商品取引法の制定、信託法の改正、電子登録債権法の立法作業など、民事一般法レベルを中心に、「大立法時代」を迎えている。こうした大きな流れは、今後の金融システムのあり方にも、少なからぬインパクトを与え得るものである。

本報告では、この10年余りの証券化関連等の金融法制の立法過程に関して、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分析する。そうした分析を通じて、金融システムに関わる「制度設計の経済学」への接近を試みたい。

<参考文献>

高橋正彦『証券化の法と経済学』（NTT出版、2004年6月）

同「我が国における証券化法制・税制の整備」、リース事業協会『資産流動化に関する調査研究報告書』第2号（2006年3月）

同「証券化法制の立法過程 法と経済学の観点から」、『ESP』2006年12月号

地域間経済格差と金融・財政の役割

九州大学 堀江 康熙

巷間、マクロ的な所得格差拡大が論議されている。それでは、都道府県でみた地域間の経済活動格差についてはどうか。特に、地域金融機関の行動は地域間の経済活動格差にどう影響しているのだろうか。本報告はこうした問題意識の下、都道府県ベースでみた1人当たり所得水準の格差の現状およびその背景を、金融・財政両面から検討する。

まず、都道府県1人当たり所得をベースにジニ係数を作成すると、近年の拡大は緩やかであり、また民間活動即ち民間需要に限って作成したジニ係数でみた場合には、格差はむしろ縮小気味で拡大はない。一方、東京都および首都圏の所得・人口・預貸金のシェアをみても、明確であるのは人口の集中であり、預貸金については集中度が低下している。

こうした所得格差に強く影響する要因として、公的支出、各地域の投資活動を取り挙げ、検討した。政府支出については、1人当たり所得水準と逆相関の関係が強まってきたとみられるが、移転的支出（地方交付税交付金や社会保障関係支払等）に関しては、それが弱まる傾向が窺われる。各地域の投資活動に対しては、中小企業を中心に県内の貯蓄が制約要因となっているが、強いものではない。また、金融機関の貸出態度も投資の決定要因として強く影響しているほか、近年は政府支出と民間投資が同一方向に変化するようになっており、将来はこの面から県民所得格差が拡大する可能性が強まっている。

こうした地域間の経済活動に、地域金融機関はどのように影響してきたのであろうか。高度成長期から1990年代末に至る期間に於いては、地域に於ける資金余剰が中央のコール市場等を通じて都銀に吸収され、その資金が大企業を通じて設備資金や人件費等として再び地域に環流していった（資金偏在現象）。こうしたメカニズムは、コール等の市場運用利回りが貸出金利を実質的に上回る状態のなかで続いた。そして、市場運用による利益獲得が相対的に有利な状況の下では、地域金融機関が積極的に小規模な企業等を発掘・育成するインセンティブは弱かったと考えられる。これは、コール等の市場金利の加重平均値の変化幅と、市場運用額（対貸出比率）の変化幅との関係を見ると、特に第二地銀や信金に於いて有意に正の相関をもっているところからも明確に窺われる。

こうした結果は、今後も市場金利が以前のような水準に戻る可能性が小さいだけに、地域金融機関が地元の貸出先の開拓・育成に注力せざるを得ない状態が続く可能性が大きい。近年のゼロ金利政策等もこうした観点から評価することも出来る。このように、金融機関サイドから企業の育成・支援が積極化しており、この面から経済活動が刺激されること、政府の格差是正のための所得支援の減額を併せて考えれば、今後は地域間の経済活動格差が拡大する可能性が大きい。

地銀の早期事業再生に向けた取組の初期評価

神戸大学大学院 石橋 尚平

2002年10月に金融庁が発表した「金融再生プログラム」は、大手行に対しては不良債権処理の数値目標を課す一方、地域金融機関に対しては、「リレーションシップバンキングの機能強化」によって、中小企業金融の再生と持続可能性を確保することを求めている。

「金融再生プログラム」に基づく、2003年度、2004年度を実施年度とする「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」では、「早期事業再生に向けた積極的取組み」を一つの項目として掲げており、具体的には、企業再生ファンドの組成、デット・エクイティ・スワップの活用、DIPファイナンスの活用、RCCの積極的活用、産業再生機構の活用などの諸策が例示されている。

しかし、これらの諸策は、2005～2006年度を集中改善期間とした後継の「地域密着型金融の機能強化の推進に関するアクションプログラム」では「取組みが依然として不十分」であるとして、一層の積極的な取組みが求められることになった。これらの二つのアクション・プログラムでは、半期ごとの進捗状況についての金融庁への報告ならびにディスクロージャが地域金融機関各行に課されており、地域金融機関ごとの対応の積極性の違いが分かるようになっている。

当研究では公表された各行の進捗状況を踏まえて、2003～2004年度の「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」下における、地銀第二地銀の「早期事業再生に向けた積極的取組み」と、各行の貸出残高の増減との相関の分析を試みた。被説明変数を中小企業向貸出残高伸び率(モデル)、貸出残高全体の伸び率(モデル)とする二通りのモデル式とし、いずれも同様の貸出供給曲線にあてはまる形とした。貸出金利やコール金利に加え、不良債権比率や自己資本比率、地元都道府県での地価、そして「早期事業再生に向けた積極的取組み」の実績有無を示すダミー変数3種類等のパネルデータを代理変数として両モデル式に加えた。

さらに地元での順位や活動を示す指標など様々なグループ化を試み、Chow検定からパラメータの構造的変化が確認された、地元都道府県の地元貸出残高による順位、地元貸出金残高の総貸出残高に占める比率、地元預貸率による3種類のグループ化を採用し、推計された係数のグループ間の差異を分析した。その結果、「早期事業再生への取組み」の積極性が、貸出残高の増加に顕著に反映される地銀第二地銀の地元での活動状況の特性が明らかになった。

沖縄県における相対的な高金利 - 全国との対比による実証分析

近畿大学 安孫子 勇一

沖縄県では、貸出約定平均金利が全国と比べて1%近く高いほか、地元銀行の決算データも高金利を示している。本稿では、こうした沖縄県における高金利の原因を、主として企業サイドから探る。

最初に、議論の前提として、沖縄県の貸出金利の高さを確認する。まず銀行サイドのデータからみた後、CRD協会が整備を進めている「中小企業信用リスク情報データベース」を用いて企業サイドのデータで確認する。同データベースは、全国で年間37万件~95万件という膨大な企業をカバーし、個別企業の基本的な財務情報を概ね含んでいる。このうち、沖縄県の企業データが十分とれる1998~2003年度のデータを用いて、地域別の「有利子負債利率」を6年度分計算する。分析期間を通じて沖縄県の同利率が全国を大幅に上回ったこと、全国との格差が2002年から一段と拡大したこと、等が見出される。

こうした沖縄県の高金利は、沖縄県企業の特性、とくに信用リスク面の弱さを反映している可能性がある。そこで、各企業の財務指標（売上高営業利益率、自己資本比率、流動比率、有利子負債対自己資本、短期借入比率等）、業種ダミー、保証協会利用ダミー等でコントロールしてもなお沖縄県企業の借入金利が高いかどうか調べる。地域別のダミーも付して計測したところ、6年度とも沖縄県ダミーの係数は1%水準で有意かつ1を越えている。これは、沖縄県企業の特性だけでは高金利を説明できないことを示している。また、沖縄県に限らず、殆どの地域ダミーが1%水準で有意となっている。もし、貸出市場が全国一律であれば、これらの地域ダミーは有意にはならない筋合いにあり、地域によって貸出市場が分断されていることを示唆している。

次いで、沖縄県の金融経済環境に着目し、全国と比べて大きく異なる点を整理する。まず、沖縄県下で営業している主な民間金融機関は都銀1行、地銀2行、第二地銀1行、信用金庫1金庫しかなく、東京・大阪など大都市圏で問題視される「オーバーバンキング」とは対極的な姿である。さらに、都銀の県内貸出シェアも2%弱と全国有数の低さとなっている。地元銀行の不良債権比率が全国的にみて高いことも、大きな特徴となっている。

そこで、上記の要因が企業の借入金利に影響を与えたか否かを検証する。こうした環境の違いが全国ベースで影響しているか確認するべく、所在県の金融経済環境（銀行数、都銀の地元貸出比率、不良債権比率、県内総生産）を説明変数に加える。また、沖縄県企業を対象に、財務指標等に関する交差項も付加する。年度毎に推計したところ、金融経済環境の変数については、6年間の計測期間全てで、銀行数と都銀の地元シェアが有意に負に影響する、地元銀行の不良債権比率と県内総生産の水準が有意に正に影響する、等の特徴がみられる。また、沖縄県企業の上記の交差項をみると、全国に比べて、沖縄県企業の金利は信用リスクに対して敏感に反応する傾向が窺える。金融環境要因にこうした沖縄の特性を加味すれば、沖縄の高金利をほぼ説明できる。

セッション：各国の金融

中国の国有工業企業の短期資金

-- 資金調達と運用を中心に

筑波大学大学院 洪 恩 東

1983年以前においては、国有工業企業の流動資金の金額は基本的に政府計画によって強制的に決められており、国の財政および国家銀行の管理の下に置かれていた。このような企業の流動資金の供給体制は1983年の7月から、従来の財政供給から中国人民銀行による貸付けに変更されることになった。その背景には政府の財政難があり、企業により能率的な資金運用を促すことが資金の供給ルート変更のもう一つの要因として働いていた。

ところが、この資金の供給制度には資金供給の上限が設けられるという欠陥が含まれていた。もともと資金供給の上限を設けた目的は企業に上限内で資金を有効に活用させようとする政府の思惑が窺がわれるのであるが、しかし一方で、上限を設けられた硬直な資金供給は企業の更なる生産拡大を妨げる側面をもっている。

1993年7月から、新しい会計制度が導入され、従来の企業の運転資本を新たに流動資産と流動負債の二つの部分に分けて分類されるようになった。この時期における国有工業企業の一つの大きな特徴は運転資金の資金繰り難である。その要因としては流動資産の減少と流動負債の増加の二つが考えられる。国有工業企業の流動資産の減少を導いた原因は企業間の非正常な代金の支払い遅延であった。流動負債が増加した原因は80年代初頭に企業の融資体制改革の時に形成された銀行の流動負債を利用する慣行にあると考えられる。短期負債増加のもう一つの要因は短期貸付の長期投資への流用である。簡単な審査手続きで短期貸付けの繰越しができることによって、企業は短期貸付けを上限いっぱいまで頻繁に利用し固定資産に投資することになった。

給与総額と一人当りの総給与は個別の年度を除いて、総利潤と付加価値と密接に連動しており、国有工業企業に関する所得の“過剰分配説”の妥当性はかなり限定されたものであると考えられる。80年代の付加価値に占める給与額の割合は安定的であり、赤字問題もそれほど深刻ではなかったことから、過剰分配が企業業績を圧迫し、業績の悪化につながったとは言い難い。90年代の特定の年度においては、給与の比率も赤字額と同じく上昇し、企業側は業績悪化の対応策として事実上の給与削減を行い、その結果として資金繰りや企業業績はすぐに改善されたが、一時的な効果をもたらしたただけであると言わざるを得ない。なぜなら、企業の長期資金需要に対する根本的な方策が何も取られていないままからである。

セッション：各国の金融

The Effects of Foreign Entry on the Banking Market: Empirical Analysis of China 1996-2004

法政大学大学院 袁 媛

本研究では 1996-2004 年における中国の銀行 17 行の財務データを用いて、中国の WTO 加盟によって認められた外資参入が中国の銀行市場の競争に与えた影響と、中国の銀行の反応を分析した。実証分析の結果は以下の通りである。まず、外資の参入によって、中国の銀行の競争度は弱くなった傾向が見られた。そして、最も重要な研究結果は外資の参入によって、中国の銀行は営業費用を減少させることで利ざやを大きくし、収益率を上げる傾向が見られたことである。

キーワード： 外国、資本参入、国内銀行市場、中国、パネルデータ

JEL Classifications: D4; E44; G21; G32

セッション：各国の金融

Islamic Banking in Malaysia: Prospect and Challenges

明治大学大学院 Zulkapli Mohamed

In the latest development, Islamic financial systems in Malaysia has grown and improved significantly compared to 23 years ago, went it was first promulgated. Currently there are 4 Islamic banks, 12 commercial banks, 7 discount houses, 4 merchant banks and one finance company offering Islamic financial services and products with an estimated total asset amounted US\$ 106 billion at the end of 2005. The continuous growth of Islamic financial institutions and the expansion in wide range of instruments, services, and products is an evidence of the potential impact affected to the current financial system in Malaysia. Study on Islamic financial institutions performance in Malaysia, has attracted many scholars locally and abroad. The complexity of the financial sector and its interaction with other economic sectors in this multi-ethnics society, provide reasonable opportunities for researchers to explore the richness of the theme.

This paper will explore some of the characteristics of the Islamic financial institutions in Malaysia from different perspectives. It provides some brief explanations on the foundation and the evolution stages of Islamic financial institutions in Malaysia. The rationale of the establishment highlights the legislative roots which will govern the institutions. Hence, emulate the understanding on how Islamic banking in Malaysia emerged and survived in the dual financial system. Furthermore, this study found that the state intervention is vital in order for the Islamic banks to growth rapidly by promoting various compatibles instruments in the market.

Key Words: Islamic Financial Institutions, Multi-Ethnic society, Growth, Instruments, Legislation.

経済成長期の ASEAN と国際通貨システム

秋田経済法科大学 西尾 圭一郎

ASEAN 諸国は経済発展の初期段階において、その経済成長の多くを海外資金に負っていた。しかし、経済が発展途上の段階で、なぜそれほど多くの海外資金を取り入れることができたのだろうか。その理由の 1 つには、多国籍企業の進出やそれに伴う銀行の進出といった要因があげられる。多国籍企業や多国籍銀行の存在は、情報の非対称性や信用リスクの問題を大きく緩和する。他にあげられる要因は、香港やシンガポールなどのアジア域内の国際金融市場の発展である。シンガポール国際金融市場とは、通常は ACU 勘定を利用したアジア・ダラー市場を指すが、そのアジア・ダラー市場などの国際金融市場が近隣にあることによって、情報格差の問題は緩和される。ニューヨークにおいて与信調査を行うのと、香港やシンガポールにおいて与信調査を行うのでは、かかるコストは異なる。地域における資金需給や景気判断なども素早く行うことができる。またグローバルな貸し手にとっても、アジア企業に貸し出すのと、アジア企業を顧客に抱える銀行の支店に貸し出すのとでは、リスクが大きく異なる。

同時に資金の流入や流入経路の形成・拡大は多国籍企業の進出やその継続を促す経済成長をもたらす。そして、企業進出・経済成長と資金流入や資金市場の拡大は、相互に影響を与えあう構造を形成する。こうして ASEAN では、1980 年代～1990 年代前半を通じてドル資金の流入とそれを使用する経済システムとが構築されていく。

しかし、アジアにおける金融システムを取り上げている既存研究ではこうした関係を捉えきれておらず、アジア諸国に対する資金フローの拡大やアジア諸国の金融深化などをアジア経済の発展と併せ見る研究に終始していることが多い。従来の研究に欠けていたアジア経済と国際通貨システムとの関係を分析することで今後のアジアの国際通貨システムのあり方を模索するにあたってより望ましい、あるいは実現可能なシステム構築を行うことができるだろう。

そこで本稿では、経済発展期のアジア諸国への資金フロー、とりわけ最も大きな比率を占めていた銀行貸出を通じた資金フローを中心にアジアとドル本位制の関係を分析する。そして、日本・アメリカ NIEs・ASEAN という流れと、香港、シンガポールを含んだ NIEs

ASEAN という、多経路にわたる資金の流れ、直接投資、貿易構造の変化の 3 つの要因を複合的に分析し、資金 - 投資 - 貿易という重層的な結びつきによってアジアが現行の国際通貨システムであるドル本位制へより深く包摂されるようになったという構造について論じる。

セッション：国際金融

Optimal Monetary and Fiscal Policy Mix in a Currency Union with Nontradable Goods

千葉経済大学 岡野 衛士

本稿では非貿易財を含む2国で構成される通貨同盟を記述したDSGEモデルを構築し、最適金融政策を補完する最適財政政策を検証した。先行研究ではすべての財が貿易可能であれば、リスクシェアリングの完全性により、非対称的な生産性ショックは2国で共通の金融政策だけで対応できることが指摘されている。しかし、非貿易財が存在するとたとえリスクシェアリングが完全であっても、非対称的な生産性ショックは金融政策だけで対処できず、金融政策を集権された財政当局による所得移転が補完しない限り、非対称的な生産性ショックに対処できない。

国際的な最後の貸し手機能とIMF

立教大学 野口嘉彦

1. 報告の趣旨

アジア通貨・金融危機の終焉後、8年ほどが経過、ロシア・南米諸国等 IMF からの大口借入れ国も近年返済が進み、国際通貨体制は平静を保っている。しかし将来、通貨・金融危機が再発しないという保証はない。こうした時期にこそ、今後の通貨・金融危機に備え、事後的危機管理対策としての国際的な最後の貸し手機能の体制造りに向けた検討が重要と思われる。

2. 問題の所在

国際的な最後の貸し手機能を、通貨・金融危機に直面している国に流動性を供給する仕組みと定義したうえで、国内的な最後の貸し手機能の基準(W. Bagehot が指摘した条件)と対比してみた場合、国際的な最後の貸し手機能に関しては、流動性の供給主体として統一的な機関を欠いていること、流動性が当該国にとっての外貨であること、

供給期間が国内の場合と違い短期ではないことなど、国内の場合と明らかに異なる性格がいくつか看取される。過去に発生した通貨・金融危機の際の対応状況をみると、G-7 諸国が主導し IMF が協調して外貨流動性の供給面で一定の役割を果し、また資金補強のため IMF の借入取極め(GAB、NAB)が利用されたこともある。そのほか、アジア危機の際には、世銀やアジア開発銀行、近隣諸国も資金手当て面で貢献した。最近では今後の危機に備え、アジア諸国(AEAN+3)では通貨スワップの取極めが締結されている。この間、アジア地域を中心に外貨準備の積み上げを図る国が少なくない。

ここでの問題は、危機発生に際して、だれがどのような順序で、どの資金源からどれほどの流動性をいかに迅速に供給するか、という点に関する制度が未確立なことである。

3. 考えられる対策

上記のような通貨・金融危機に関する対策の未整備な状態は、できるだけ国際金融システムが平静な今のうちに整備しておく必要がある。すなわち、直面する危機の性格を的確に判断しつつ、現存する各種の流動性供給主体・手段を総合的・有機的に結びつけ、流動性供給を主導していく機能の確立が望まれる。

現在 IMF は流動性供給機能の一部を担っているに過ぎないが、国際金融経済に関するグローバルな情報を集積し人的資源も充実している機関としては、IMF をおいて他に見当たらない。国際政治もからみ単純な解決は困難であるにしても、将来生じ得る通貨・金融危機に対して、G-7 諸国を中心に IMF に流動性供給に関する政策判断・政策遂行の面で一層明確なイニシアティブを持たせる方向での合意が喫緊の課題と考えられる。

量的緩和政策の効果

京都大学 白川方明

世界的な IT バブルが崩壊する下で、日本経済も他の主要国と同様、2001 年以降、景気が急速に落ち込んだ。そのような状況の下で、2001 年 3 月、「量的緩和政策」が採用された。それ以来、量的緩和政策の効果や副作用を巡って様々な議論が行われてきたが、量的緩和政策が解除されて 1 年が経過し、景気も緩やかに拡大している今日、金融政策の効果についてファクトに基づく冷静な議論が可能な経済状態になっている。本報告では、量的緩和政策の下で経験した様々なファクトをレビューし、量的緩和政策の効果について暫定的な評価を行う。

量的緩和政策の効果を、ゼロ金利継続の約束による効果（時間軸効果）と日銀当座預金という量の増加自体の効果に分けて考察すると、景気・物価への刺激という点では、主要な効果は時間軸効果であった。量の増加については、金融市場・金融システムの安定を確保するという点で経済の安定に寄与したが、景気・物価への刺激効果は観察されなかった。

時間軸効果は一定の効果は発揮したが、その効果を過大視することは適当でない。また、低金利の継続を約束する場合、どの程度低い金利水準が適当かという論点も意識する必要がある。金融システム不安が後退した後も、量を拡大していくと、短期金融市場での取引インセンティブが低下し、却って市場での資金調達に不安が生じるという状況が生じる。

量的緩和政策を離れ広く金融政策、マクロ経済政策の効果を考える際には、以上のようなレベルでの考察に加え、近年の経済の大きな流れの中で、この問題を考えてみる必要がある。第 1 に、1990 年代以降の日本経済の低迷をどのように理解するかという論点が挙げられる。例えば、この間の低迷は需要の不足によるものか、それとも、（バブルで一旦覆い隠されたが）趨勢的な生産性の低下によるものか、資産バブルの崩壊は生産性の低下にどのような形で影響したかといった論点は重要である。

第 2 に、日本経済は物価が緩やかではあるが下落する中で、2002 年以降回復に転じ、デフレ・スパイラルが生じなかったが、こうした事実をどのように理解するかも、今後のマクロ経済政策を考える上で非常に重要である。

量的緩和政策と時間軸効果

神戸大学 宮尾 龍 蔵

量的緩和政策には、実際どのような意義・効果があったのだろうか。現在、多くの研究者がこの問題に取り組んでいる。量的緩和政策は、金融政策の操作目標を従来のコールレートから日銀当座預金残高に変更し、必要準備を上回る資金を供給する、その政策運営を消費者物価指数のインフレ率（前年比上昇率）が安定的にゼロ%以上となるまで続ける、という2つの基本的柱から成る。特に は、将来の金融政策運営の方向性を現時点で公表し約束するという意味で、「コミットメント（公約）」と呼ばれる。また、その将来方向への時間軸に沿ってしばしば議論されることから「時間軸政策」とも呼ばれる。時間軸政策は、量的緩和以前のゼロ金利政策の採用時に、初めて導入された。

本報告では、この「将来の金融政策を現在約束する」というコミットメント・時間軸政策が意図する効果（＝「時間軸効果」）に焦点を当てて、量的緩和政策の意義と効果について振り返る。本報告の主な論点は、以下の3つに要約される。

第1に、時間軸効果の定義について整理する。時間軸政策は、一般に「政策金利（短期金利）がほぼゼロ%にまで低下した場合でも、中央銀行がゼロ金利を将来にわたり継続すると公約（コミット）することで民間部門の将来の短期金利予想を低下させ、より長期の金利を低下させて、さらなる緩和効果を生み出す政策」と定義できる。この定義に従えば、時間軸効果は、(i)ゼロ金利継続の公約による金利予想の変化（長期金利の低下、利回り曲線のフラット化）、そして(ii)その緩和効果（最終的な景気・物価への影響）の2つの部分に分けることができる。

第2に、これら2つの効果の区別が重要であることを指摘する。たとえ(i)の効果が観察されても、それが即(ii)の効果を発現させるとは限らない。長期金利の低下や利回り曲線の下方シフトが仮に見られても、同時に均衡金利の水準（＝自然利子率）が低下していれば、景気や物価への刺激効果は発揮されない。実際、経済実勢の見通しが悪化して自然利子率の低下が予想される状況では、それに内生的に呼応して将来の短期金利予想が低下し、利回り曲線は下方にシフトする。そのメカニズムからゼロ金利予想が長期化し、長期金利が低下しているのであれば、景気は拡大せず、むしろ将来の景気悪化が予想される。(i)が観察されても、(ii)については正反対の含意を持つ可能性すら考えられる。

第3に、これまでの実証研究では(i)の効果が中心で、(ii)についての明示的な検証はまだなされていない。したがって、最終的な景気・物価への効果については議論の余地が残されている。

（参考文献：拙著「量的緩和政策と時間軸効果」『国民経済雑誌』2007年2月）

量的緩和政策を振り返って

東京大学 吉川 洋

「量的緩和政策」は、2001年3月、既に行われていた「ゼロ金利政策」(1999年2月から2006年7月14日まで)に上乘せされる形で開始され、ゼロ金利政策の解除に4ヶ月ほど先立ち06年3月9日に終結した。具体的には01年3月19日の金融政策決定会合において、(1)金融市場調節の主たる操作目標を日本銀行当座預金残高とすること(当初の目標は5兆円)、(2)こうした金融市場調節方式を消費者物価指数の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで継続すること、(3)必要な場合には長期国債の買入れを増額すること、が決定された。

本報告では、量的緩和政策が導入された2001年当時、日本経済の現状と政策運営につき政府およびマスコミでどのような議論がなされていたかを振り返る。つづいてKrugman(1998)にはじまる量的緩和、インフレ・ターゲティングに関する一連の論文について概観する。

報告者の量的緩和政策に対する評価は、金融システム不安への対応策として補完的な役割を果たしたかもしれないが、こうした政策を行うべきだと主張していたマクロ経済学者の多くが想定していた効果はほとんど無かったのではないかと、いうものである。2001年から02年まで日本経済における最大の問題は「不確実性」ないし「リスク」であった。そうした状況では通常の政策波及効果は著しく損なわれる。この点に関する報告者の考え方については、Aoki and Yoshikawa(2006), Chapter 4を参照して戴ければ幸いである。

文献

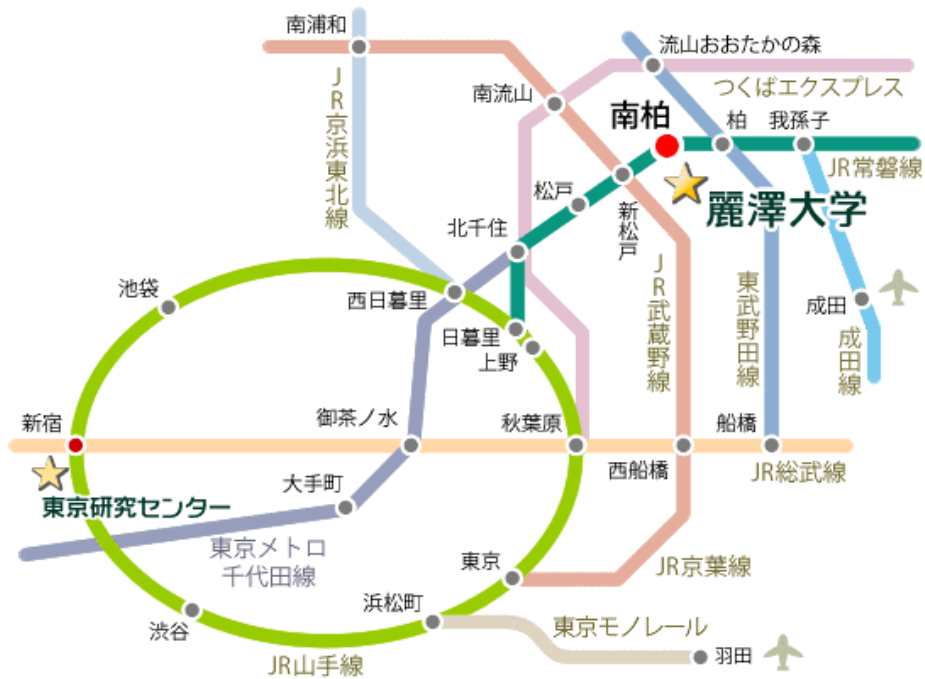
植田和男(2005), 『ゼロ金利との闘い 日本銀行の金融政策を総括する』, 日本経済新聞社.

鵜飼博史(2006), 「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」, 日本銀行金融研究所, 『金融研究』第25巻第3号.

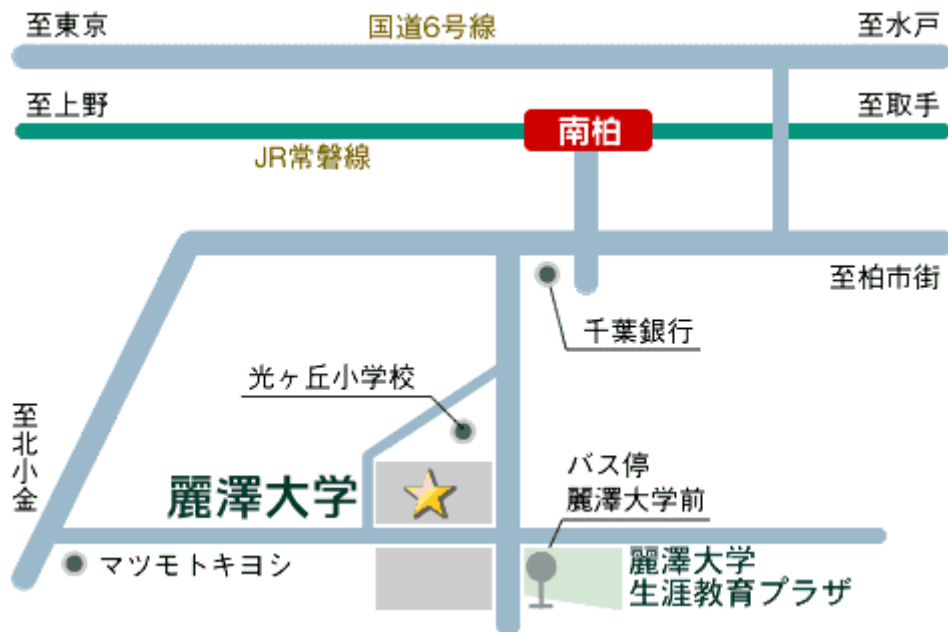
Aoki, M. and H. Yoshikawa (2006), “Uncertainty Trap: Policy Ineffectiveness and Long Stagnation of the Macroeconomy,” Chapter 4 of Aoki M. and H. Yoshikawa (2006), *Reconstructing Macroeconomics: A Perspective from Statistical Physics and Combinatorial Stochastic Processes*, Cambridge University Press.

Krugman, P. (1998), “It’s Baaack! Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap,” *Brookings Papers on Economic Activity* 2, 137-203.

麗澤大学 アクセスマップ



- ・ 東京駅よりJR山手線乗車 上野駅でJR常磐線(快速電車)乗車
松戸駅にてJR常磐線(各停)柏・我孫子・取手行きに乗り換え 南柏駅下車。



- ・ 東口の1番乗り場から東武バスに乗車し約5分。「麗澤大学前」で下車。
 【麗澤大学キャンパス】 〒277-8686 千葉県柏市光ヶ丘 2-1-1

行先 酒井根・南増尾(今谷経由)

時	土曜日	休日
6	17 35 52	17 35 52
7	09 13 18 28 29 38 41 44 54 56	09 13 18 28 29 38 41 44 54 56
8	05 09 20 22 32 34 44 49 57	05 09 20 22 32 34 44 49 57
9	00 02 14 19 29 32 42 45 54	02 14 19 29 32 42 45 54
10	00 09 12 22 25 34 41 49 55	09 12 22 25 34 41 49 55
11	03 10 14 25 29 35 49 51	03 10 14 25 29 35 49 51
12	09 15 27 29 31 45 49 58	09 15 27 29 31 45 49 58
13	04 09 19 30 34 49 52	04 09 19 30 34 49 52
14	10 12 22 25 36 40 52 55	10 12 22 25 36 40 52 55
15	10 12 22 25 36 40 52 55	10 12 22 25 36 40 52 55
16	05 10 12 18 23 32 36 45 50	05 10 12 18 23 32 36 45 50
17	00 04 12 17 25 30 40 44 53 58	00 04 12 17 25 30 40 44 53 58
18	05 10 18 20 24 32 39 45 52	05 10 18 20 24 32 39 45 52
19	02 08 18 20 31 35 44 55 57	02 08 18 20 31 35 44 55 57
20	02 08 18 20 31 35 44 55 57	02 08 18 20 31 35 44 55 57
21	09 17 22 35 39 46 57	09 17 22 35 39 46 57
22	00 10 20 32 40 48	00 10 20 32 40 48