金融学会会報

2010 年度

日本金融学会春季大会

研 究 報 告 概 要

記

期　日：　2010年5月15日(土)・5月16日(日)

会　場：　中央大学 多摩キャンパス
（〒192-0393東京都八王子市東中野742-1）
最寄り駅と所要時間:
多摩モノレール『中央大学・明星大学駅』から徒歩1分
＊　モノレールは下記の駅から接続しております。
・JR中央線「立川駅」
・京王線「高幡不動駅」「多摩動物公園」
・小田急線・京王線「多摩センター駅」

連絡先：　日本金融学会 2010 年度春季大会準備委員会

〒192-0393
東京都八王子市東中野742-1
中央大学 2号館12階
TEL：042-674-3612（商学部高橋豊治研究室）
E-mail：jsme2010@tamacc.chuo-u.ac.jp

お 知 ら せ

○大会参加費：無料とします。

○懇　親　会：5月15日(土)18時00分より、中央大学多摩キャンパス1号館にて行います。ぜひご参加ください。参加を希望される方は、懇親会費（5,000円）を郵便振替口座
　口座番号：00150-2-374241
　加入者名：2010年日本金融学会春季大会準備委員会
に、同封の振替用紙をご利用のうえ、4月16日(金)までにお振込み下さい。
なお、当日お支払いの場合には6,000円を頂戴致します。

○昼　　食：5月16日(日)の昼食(弁当；1,000円)をご希望の方は、上記郵便振替口座に4月16日(金)までにお振込み下さい(懇親会費を支払われる方は、合計金額をお振込みください)。当日の受付は致しません。なお、5月15日（土）は大学生協食堂が営業しております。会員の皆様も自由にご利用いただけます。5月16(日)は大学生協食堂が営業しておりません。16日(日)に大学の周りで昼食をとることは困難なため、昼食を申し込まれることをお勧め致します。

ご　注　意：懇親会費やお弁当代をお振込みになられた方は、同封のハガキに必要事項をご記入の上、必ずご返送下さい。このハガキを返送せずに、振込のみをされた場合には、懇親会へのご参加やお弁当のお渡しをできない場合がございますので、ご注意ください。

○ア ク セ ス：会場へのアクセスは、最終頁の地図をご参照ください。

駐車場の用意はしておりません。 公共交通機関をご利用下さい。

○セッション：自由論題の各報告は、報告者の報告時間25分、コメント10分、質疑応答10分の合計45分となります。セッションの円滑な進行にご協力をお願い申し上げます。
また、開始時間は5月15日(土)、16日（日）ともに10時です。

○宿 泊 施 設：各自で手配願います。
なお、中央大学生協で「日本金融学会宿泊プラン」を準備しておりますので、以下のURLの「フェア・キャンペーン情報」からご利用下さい。
　http://www.chudai-seikyo.or.jp/

○そ　の　他：

- 当日のコピー・サービスは一切行いません。(当日配布される資料については、各自で事前にご準備下さい。)
- 大会準備委員会の方針として、出席者名簿の配布は致しません。
- 本大会では、フロアからのコメント、討論者のコメントを集めません。ホームページには要旨集のみ掲載致します。
- 要旨集の印刷配布は行われません。ホームページから必要とされる要旨をダウンロードしてご利用ください。

日本金融学会　2010 年度春季大会
プログラム

第 1 日　5 月 15 日(土)

受付開始　　9:30～

１．金融史パネル　　〈10:00～12:15〉

Ａ会場　　テーマ：「制度化・同質化の金融史」

座長　麗澤大学　佐藤政則　氏

(1) 無尽・頼母子講から普通銀行へ　報告者　近畿大学　岩間剛城　氏

(2) 普通銀行・貯蓄銀行の同質化――貯蓄銀行法施行以前における新潟県を事例に
報告者　東京大学大学院生　早川大介　氏

(3) 中国におけるインフォーマル金融の制度化
報告者　麗澤大学　陳玉雄　氏

討論者　千葉商科大学　齊藤壽彦　氏
討論者　東京大学　伊藤正直　氏

２．自由論題　　〈10:00～12:15〉

Ｂ会場　　セッション：地域金融 1

座長　東京大学　福田慎一　氏

(1) 信用金庫の営業地盤と経営効率性
報告者　九州大学　堀江康熙　氏
討論者　近畿大学　安孫子勇一　氏

(2) 信用金庫の資金供給が地域経済に及ぼす影響――地域経済力と定量分析
報告者　立命館大学大学院生　吉原清嗣　氏
討論者　日本政策投資銀行　花崎正晴　氏

(3) 信用金庫の経営安全性とＺスコア
報告者　高崎経済大学　岩本光一郎　氏
早稲田大学　森映雄　氏
討論者　専修大学　計聡　氏

C会場　　セッション：金融政策の実証分析

座長　上智大学　竹　田　陽　介　氏

(1) 最適金融政策における予防的政策の効果

報告者　東北大学大学院生　荒　井　壮　一　氏
討論者　日本銀行　寺　西　勇　生　氏

(2) Monetary Policy and Firm Investment

報告者　中央大学大学院生　増　田　公　一　氏
討論者　同志社大学　北　坂　真　一　氏

(3) On a Comparison of Alternative Specifications of Highly Interest-Elastic Money Demand under a Liquidity Trap in Japan

報告者　甲南大学　中　島　清　貴　氏
一橋大学　齊　藤　　誠　氏
討論者　神戸大学　柴　本　昌　彦　氏

D会場　　セッション：国際金融 1

座長　中央大学　田　中　素　香　氏

(1) グローバル・インバランス問題の解消策――カギとなる中国における内需拡大と金融改革

報告者　佐賀大学大学院生　苗　　金　芳　氏
討論者　大分大学　鳥　谷　一　生　氏

(2) Global Financial Crisis and Financial Stability of the New Member States of the EU— Comparison of Central and Eastern Europe with three Baltic States

報告者　九州大学大学院生　バニンコバ エバ　氏
討論者　東北学院大学　伊 鹿 倉　正 司　氏

(3) Financial Crisis and the Choice of Currency Regime in NEW EU Member Countries

報告者　専修大学　清　水　順　子　氏
討論者　武蔵大学　大　野　早　苗　氏

E会場　　セッション：金融機関 1

座長　神戸大学　藤　原　賢　哉　氏

(1) 地域銀行における格付取得の状況について――情報開示の観点からの考察

報告者　農林中金総合研究所　矢　島　　格　氏
討論者　摂南大学　岩　坪　加　紋　氏

(2) Banker's Overconfidence and Irrational Lending Behavior

報告者　中央大学大学院生　北　村　仁　代　氏
討論者　一橋大学　三　隅　隆　司　氏

(3) Economic Impacts of Herd Behavior in the Japanese Loan Market

報告者　関西大学　中　川　竜　一　氏
東京大学　大　岩　秀　和　氏
東京大学　武　田　史　子　氏
討論者　法政大学　胥　　鵬　氏

Ｆ会場　　セッション：各国の金融

座長　一橋大学　小　川　英　治　氏

(1) 金融危機と情報伝達メカニズム――米中株式市場の夜間ボラティリティ・スピルオーバーによる検証

報告者　対外経済貿易大学大学院生　西　村　友　作　氏
北京大学大学院生　孫　　便　霞　氏
対外経済貿易大学　門　　明　氏
討論者　関西学院大学　平 山 健 二 郎　氏

(2) ロシアにおける為替レートと株価の相互関係に関する分析

報告者　旭川大学　大　野　成　樹　氏
討論者　東洋大学　中　川　利　香　氏

(3) 日本の GDP と GNI 及び所得収支について

報告者　福島大学　大　野　正　智　氏
討論者　大東文化大学　古　屋　　核　氏

３．昼　食　　〈12:15～13:30〉

「金融経済研究」編集委員会
プログラム委員会

４．中央銀行パネル　　〈13:30～15:45〉

Ａ会場　　テーマ：金融危機下における非伝統的金融政策

座長　慶應義塾大学　池　尾　和　人　氏

(1) 非伝統的金融政策――アカデミックな観点からの概念整理

パネリスト　東京大学　福　田　慎　一　氏

(2) 非伝統的金融政策の効果と今後の課題

パネリスト　日本銀行　中　曽　宏　氏

(3) 異例の金融政策の下での金融市場の動向

パネリスト　東短リサーチ　加　藤　出　氏

５．自由論題　〈13:30～15:45〉

Ｂ会場　セッション：企業金融

座長　慶應義塾大学　金　子　隆　氏

(1) 投資の調整費用

報告者　弘前大学　嶋　恵　一　氏
討論者　日本政策投資銀行　田　中　賢　治　氏

(2) 外国人投資家の株式所有と企業価値 ――パネル構造 VAR による分析

報告者　内閣府　外　木　好　美　氏
神戸大学　岩壷　健太郎　氏
討論者　専修大学　手　嶋　宣　之　氏

(3) ストック・オプション導入の決定要因

報告者　東京経済大学　安　田　行　宏　氏
東京経済大学　金　鉉　玉　氏
東京経済大学大学院生　長谷川　信久　氏
討論者　慶應義塾大学　辻　幸　民　氏

Ｃ会場　セッション：国際金融 2

座長　九州大学　岩　田　健　治　氏

(1) 海外投資としてみる「外貨準備」――徐々に近づく基軸通貨の交代

報告者　三菱東京 UFJ 銀行　宿　輪　純　一　氏
討論者　中央大学　根　本　忠　宣　氏

(2) 米国の対外純負債の持続可能性を再考する

報告者　龍谷大学　竹　中　正　治　氏
討論者　中央大学　田　中　素　香　氏

(3) 国際的な政策協調問題と IMF の役割

報告者　尚美学園大学　野　口　嘉　彦　氏
討論者　静岡県立大学　小谷野　俊夫　氏

Ｄ会場　　セッション：金融市場と企業戦略

座長　一橋大学　三　隅　隆　司　氏

(1) 配当性向の変化とその要因に関する研究

報告者　九州大学大学院生　篠　﨑　伸　也　氏
討論者　北九州市立大学　後　藤　尚　久　氏

(2) An Empirical Analysis of the Effect of Media Coverage on Stock Price Crashes: Evidence from Japan

報告者　甲南大学　阿　萬　弘　行　氏
討論者　中央大学　奥　山　英　司　氏

(3) 公社債流通市場における価格形成の特徴と債券運用への活用

報告者　中央大学　高　橋　豊　治　氏
討論者　早稲田大学　米　澤　康　博　氏

Ｅ会場　　セッション：アジア経済

座長　広島大学　矢　野　順　治　氏

(1) 韓国・タイの資本フロー分析――市場予測、政治リスク指標、流動性指標による月次データ分析

報告者　野村證券株式会社　浦　出　隆　行　氏
討論者　近畿大学　山　上　秀　文　氏

(2) Nonperforming Loans and Public Asset Management Companies in Malaysia and Thailand

報告者　京都産業大学　猪　口　真　大　氏
討論者　大東文化大学　郡　司　大　志　氏

(3) The Impact of Connected Lending on Bank Risk and Performance: Evidence from Indonesia

報告者　一橋大学　小　西　　大　氏
アジア経済研究所　濱　田　美　紀　氏
討論者　広島大学　小　松　正　昭　氏

６．特別講演　〈16:00～17:00〉

Ａ会場

金融行政の課題と取組み

講演者　金融庁長官　三 國 谷　勝 範　氏

７．会員総会　　〈17:00～17:50〉

Ａ会場

８．懇親会　　〈18:00～　〉

1 号館 1406 号室

第２日　５月16日(日)

受付開始　　9:30～

１．国際金融パネル　〈10:00～12:15〉

Ａ会場　　テーマ：アジア共通通貨の可能性

座長　愛知大学　栗　原　　裕　氏

⑴ 東アジアにおける金融協力と、アジア共通通貨への道のり
パネリスト　財務省　浅　川　雅　嗣　氏

⑵ 2030年代を見据えた国際経済・金融体制の展望
――アジア共通通貨導入とその工程表
パネリスト　世界平和研究所　清　水　谷　　諭　氏

⑶ アジアの金融統合に向けて
パネリスト　日本銀行　高　橋　　亘　氏

討論者　一橋大学　小　川　英　治　氏
討論者　龍谷大学　村　瀬　哲　司　氏

２．自由論題　〈10:00～12:15〉

Ｂ会場　　セッション：地域金融 2

座長　横浜市立大学　随　　清　遠　氏

⑴ 中小企業の取引金融機関数――中部・北陸地区における実証分析
報告者　東洋大学大学院生　石　川　英　文　氏
討論者　九州大学　堀　江　康　熙　氏

⑵ 営業地盤を考慮した地域銀技術効率性と多角化戦略
――Non Discretionary DEA モデル
報告者　青森公立大学大学院生　山　本　　俊　氏
討論者　札幌学院大学　播磨谷　浩三　氏

⑶ The Roles of Relationship Lending and Utilization of Soft Information on Bank and Performance in Competitive Local Markets
報告者　神戸大学大学院生　中　岡　孝　剛　氏
神戸大学　與三野　禎倫　氏
討論者　名古屋大学　家　森　信　善　氏

Ｃ会場　　セッション：金融機関 2

座長　北海学園大学　小　林　真　之　氏

(1) 企業価値と確定拠出年金制度

報告者　九州大学大学院生　山　本　御　稔　氏
討論者　大和総研　森　　祐　司　氏

(2) 世界金融危機におけるシステミックリスクの検証：CDS を用いた実証分析

報告者　武蔵大学　大　野　早　苗　氏
討論者　早稲田大学　米　澤　康　博　氏

(3) 金融規制強化と証券化市場

報告者　横浜国立大学　高　橋　正　彦　氏
討論者　立教大学　北　原　　徹　氏

Ｄ会場　　セッション：マネーと物価

座長　関西学院大学　田　中　　敦　氏

(1) 国債「市中消化」と財政投融資がマネーストックに与える影響

報告者　中央大学大学院生　近　廣　昌　志　氏
討論者　獨協大学　斉　藤　美　彦　氏

(2) 産業別の企業物価は相互に関連しているか

報告者　東海大学　石　森　良　和　氏
討論者　京都産業大学　寺　井　　晃　氏

(3) Regional Inflation (Price) Behaviors: Heterogeneity and Convergence

報告者　筑波大学　永　易　　淳　氏
討論者　一橋大学　塩　路　悦　朗　氏

Ｅ会場　　セッション：英語報告

座長　一橋大学　奥　田　英　信　氏

(1) Exchange Rate Movements and Foreign Direct Investment (Fdi): Evidence From Japanese Investment in Asia, 1987-2008

報告者　大阪大学大学院生　石　　宗　英　氏
大阪大学　高　木　信　二　氏
討論者　東洋大学　川 﨑　健 太 郎　氏

(2) What Drives the Time-Series and Cross-Sectional Variations in Bank Capital Ratios

報告者　一橋大学大学院生　陳　　思　翀　氏
討論者　東京経済大学　安　田　行　宏　氏

(3) Negative Impacts of Capital Injection Policies on the Capital Crunch

報告者　日本学術振興会特別研究員 PD（一橋大学）　長　田　　健　氏

討論者　　千葉商科大学　鯉　渕　　賢　氏

３．昼食　　〈12:15～13:15〉

ホームページ委員会（予定）

４．共通論題　〈13:15～16:15〉

Ａ会場

テーマ：世界危機後の企業金融の変貌 ～日本の金融システムの再構築に向けて～

座長　　名古屋大学　家　森　信　善　氏

(1) 中小企業金融における企業と銀行間関係

パネリスト　　一橋大学　植杉　威一郎　氏

(2) 日本の大企業の資金調達――過去・現在・未来

パネリスト　　早稲田大学　広　田　真　一　氏

(3) 金融規制・監督の変化と企業金融

パネリスト　　日本銀行　小　野　有　人　氏

(4) 危機後の金融システムの展望と金融機関の課題

パネリスト　日本政策投資銀行　花　崎　正　晴　氏

（プログラム委員会）

池　尾　和　人（慶應義塾大学）
小　川　英　治（一橋大学）
奥　山　英　司（中央大学）
栗　原　　裕（愛知大学）
小　林　真　之（北海学園大学）
高　橋　豊　治（中央大学）
田　中　　敦（関西学院大学）
中　島　真　志（麗澤大学）
福　田　慎　一（東京大学）
三　隅　隆　司（一橋大学）
矢　野　順　治（広島大学）
岩　田　健　治（九州大学）
奥　田　英　信（一橋大学）
金　子　　隆（慶應義塾大学）
黒　木　祥　弘（中央大学）
随　　清　遠（横浜市立大学）
竹　田　陽　介（上智大学）
田　中　素　香（中央大学）
根　本　忠　宣（中央大学）
藤　原　賢　哉（神戸大学）
矢　後　和　彦（首都大学東京）

〈金融史パネル〉

制度化と同質化の金融史

麗澤大学　佐藤 政則

〔パネルの主旨〕

本パネルでは、日本の金融史を「制度化」と「同質化」という視点から再検討する目的のもとに、その糸口を提示すべく最新の研究成果を報告する。

明治以降およそ 140 年間を銀行数の推移で観ると、当初の 30 年間は金融機能に基づく業態分業をキー概念とする制度設計（「制度化」）の時代であり、銀行急増の時代であった。その後 1940 年代頃までの 50 年間が急減の時代となる。ここでは制度の再設計（「制度化」）と共に業態間と業態内の「同質化」が自律的・他律的に始まる。そして戦後高度成長期を含む 40 年間の安定の時代もまた「同質化」が進行し、1990 年代以降減少の時代に入った。銀行数が安定的に推移した 1950 年代から 80 年代の 40 年間は、期間的にはマイナーであり、むしろ異常な時代と言えるだろう。もっともこの安定した時代が、戦前における急減時代の産物であったことも銘記されねばならない。

銀行急増時代のピークは 1901（明治 34）年となる。同年末には 2,359 の本店銀行が存在した。その過半は 441 の貯蓄銀行と 1,867 の普通銀行である。これらの銀行には、大銀行から怪しげなものまで、極めて多種多様な銀行が含まれていた。したがって、これらを一律にフラットな銀行として見做すことには無理がある。本パネルでは、まず銀行急増時代における普通銀行の制度化という問題を考える。一般的には制度先行と思われがちであるが、近年の研究では、両替商や講といったある程度の金融実態を伴った銀行設立（実態先行）のケースが注目されている。次に同質化の問題を考える。具体的には、銀行急減時代初期における貯蓄銀行と普通銀行との業態間の同質化を取り上げ、一つの事例ではあるが、実態分析を行った成果を提示する。最後に、日本の歴史的な問題を相対化するために、インフォーマル金融が重要な役割を果たしている中国金融を取り上げ、そこでの制度化の意味を吟味する。

無尽・頼母子講から普通銀行へ
――明治前期における長野県塩尻銀行を事例に――

近畿大学　岩間 剛城

本報告の課題は、講を歴史的前提として設立された普通銀行についての事例の検討を通して、明治前期における地方金融機関の特徴を考察することである。石井寛治（『経済発展と両替商金融』有斐閣、2007）は、東京・大阪などの大都市において、両替商から銀行が設立された事例を分析した。これにより、近世金融と近代金融との関連性が改めて注目されることとなった。ただし戦前日本においては、朝倉孝吉（『明治前期日本金融構造史』岩波書店、1961）でも指摘されているように、大都市にとどまらずに、農村地域も含めて、全国各地で多数の銀行・金融機関が設立されていた。朝倉は、明治前期における地方金融機関については、徳川時代から引き続いて検討を行うことが重要であると指摘している。なお近世金融史研究では、森嘉兵衛（『無尽金融史論』法政大学出版局、1982）が無尽・頼母子講について歴史的分析を行っているものの、近代金融との関連については、必ずしも十分な検討がなされていない。明治前期の日本において、多数設立された中小金融機関の事例を歴史的に検討することは、近世から近代にかけての地方金融の状況を考察する上で、必要な作業であると考えられる。

本報告では、事例として長野県小県郡塩尻銀行を取り上げる。塩尻銀行が設立された長野県小県郡上塩尻村は、上田藩領に属しており、また同村は幕末期には日本国内有数の養蚕製糸地帯となっていた（長谷部・高橋・山内編『近代日本の地域社会と共同性：近世上田領上塩尻村の総合研究』刀水書房、2009）。同村においては、天保期以降に講である「永続講」が形成された。そして、この「永続講」を歴史的前提として、1880 年に塩尻銀行が設立されたのである。以上のような塩尻銀行についての歴史的検討を通して、明治前期の地方金融機関に関する一考察を行いたい。

普通銀行と貯蓄銀行との同質化
――貯蓄銀行法施行以前における新潟県を事例に――

東京大学大学院　早川 大介

本報告では、1922 年の「貯蓄銀行法」施行以前の普通銀行・貯蓄銀行の同質化について検討する。貯蓄銀行とは 1948 年までわが国に存在していた零細預金を取扱う金融機関である。1890 年に「貯蓄銀行条例」が制定されるが、兼営禁止や資金運用の厳しい制限が業界の反発を招き 1898 年に改正された。この改正条例のもとで新設・普通銀行の参入が相次ぎ、第一次大戦期には 600 行を超えた。しかしながら、緩やかな規制の下で不健全な経営を行うものもあり、1920 年反動恐慌で多数の貯蓄銀行が取付に遭遇し、破綻したものもあり、普通銀行を対象とした「銀行法」に先立って、1922 年に規制を強化した「貯蓄銀行法」が制定されることとなった。こうして貯蓄銀行は、大蔵省・府県の慫慂もあって各県に 1 行ないし数行にまで整理され、それ以後零細貯蓄の安全・確実な保管機関となった（進藤寛「地方貯蓄銀行の再編成」（朝倉孝吉編『両大戦間における金融構造』御茶の水書房、1980 年）。

以上のように「貯蓄銀行法」施行以前は、普通銀行と貯蓄銀行の境界が曖昧であり、普通銀行による貯蓄兼営が認められ、貯蓄銀行が普通銀行の業務を行うことも可能であった。それ故、もちろん普通銀行、貯蓄銀行の固有の業務に徹した銀行もあったが、貯蓄銀行として設立されたものの貯蓄預金以外の預金を伸ばして事実上普通銀行となってしまうもの、その逆に普通銀行として設立されたものの貯蓄預金の依存度が高く事実上貯蓄銀行となってしまうものも多数あったことがこれまでの研究で知られている（協和銀行『本邦貯蓄銀行史』1969 年、杉山和雄「貯蓄銀行の普通銀行化傾向」『地方金融史研究』創刊号、1968 年、高嶋雅明「貯蓄銀行の諸類型」『経済理論』第 127-131 合併号、1972 年）。

しかしながら、1920 年代以前は資料的制約から貯蓄銀行はもとより普通銀行の実態についても限られた事例から検証せざるを得なかった。本報告も一県レベルという限界はあるものの、対象とする新潟県には当該期に 90 行程度の普通銀行・貯蓄銀行があり、うち 30 数行が貯蓄銀行業務を行っており、「新潟新聞」の決算広告等を用いながらこれらの銀行のバランスシートを可能な限り復元・分析することで「貯蓄銀行法」施行以前の地方の普通銀行・貯蓄銀行の「同質化」の実態に接近したい。

中国におけるインフォーマル金融の制度化

麗澤大学　陳　玉雄

中国におけるインフォーマルな金融活動は、犯罪的な資金の流れである「地下金融」と、正常な経済活動のための資金を供給する非公式なルートである「インフォーマル金融」との二つがある。本報告は、後者を扱う。インフォーマル金融が民営中小企業と個人の資金調達に大きく寄与してきたことは明らかにされている（陳玉雄『中国のインフォーマル金融と市場化』麗澤大学出版会、2010）。

計画経済期では、財政による資金の一元的な配分体制が敷かれ、金融部門全体が消滅された下、唯一個人への救済的な貸出が認められていた。改革開放になってから、政府は公的金融機関と資金的な競合の恐れがある民間の金融組織の活動を禁止した一方、互助的な個人間貸借を認めた。これを利用し、民営中小企業が事業資金、とりわけ創業初期の資金を調達してきた。その中で、インフォーマル金融組織（仕組み）は、個人・集団所有などの名義で活動してきた。これに対して、政府、特に地方政府は黙認する場合が多いが、問題が発生したときに取締りを行う。

これらのインフォーマル金融の一部に対する制度化の試みがなされてきたが、個別の事例を除きほとんど失敗に終わった。2007 年から、既存銀行の支配を条件に「新型農村金融機関」の新設が認められた。既存銀行によるインフォーマル金融を囲い込むという政策当局の意図が見えるが、明治期の日本における「重複金融仲介」（寺西重郎『工業化と金融システム』東洋経済新報社、1991、19 頁）のようなものに発展する可能性がまったくないとはいえない。

信用金庫の営業地盤と経営効率性

九州大学　堀江康熙

本報告は、地域金融機関のうちでも営業活動が狭域である信用金庫を対象に、その営業地盤および経営効率性を分析することを目指している。信金の役割は、顧客との良好な緊張関係を保ちつつ、地域経済の活動に貢献していくところにある。その場合、特に営業店舗周辺に所在する企業との関係が重要となる。もっとも信金も、利益の確保が難しい事態が長く続く場合には当該組織の存続が難しくなる。その意味では、各信金に於ける投入・産出の関係を基本とした経営効率性を検討することには、大きな意義がある。

先ず、本報告では営業地盤を表す指標として、①製造品出荷額等、②商業販売額、③事業所数、④人口、⑤店舗数シェアを選び、各信金が市区町村毎に構えている店舗数をウエイトに各指標を加重平均し、各信金のそれらの値を営業地盤を表す指標とする。そして、それらの値を用いたクラスター分析によってタイプ分けし、大都市型、中都市型（A・B）、そして小都市型の４つのグループを作成した。グループ毎にかなりの相違があり、特に大都市型信金は顧客に恵まれている一方で競争が厳しいこと、反面小都市型信金は顧客は少ないが競争も弱いといった特徴がある。

次に、効率性の指標については、先行研究ではストックやフロー概念の混在もみられ、問題が大きい。信金の投入物・産出物は、その果たしている機能に即してみていく必要がある。具体的には、金融仲介機能、決済機能、各種の斡旋サービス、そしてトレーディングである。本報告では、このうちウエイトの小さい後の２つを除き、産出物としては貸出の利益（資金調達費用控除後）および市場運用利益（同）を取り挙げる。また投入物に関しては、人件費と物件費＋手数料支払いを採用し、２投入物・２産出物のスタイルを選択した。

こうした指標を用いて効率性を測定する場合、近年は確率的フロンティア関数あるいはDEA が使用されることが多い。しかし、前者については賃金や資本費用といった価格の算出が難しくなっており、結果の解釈はかなり限定されてくる。そこで本報告では DEA を使用し、とくに Malmquist 指数を用いて 2005 年度→2007 年度の変化をみていく。この手法を用いて４グループ毎に測定すると、大都市型信金はフロンティア・シフト効果が大きい（営業地盤が豊かである）ことから、効率性の向上が最も大きい。しかし、それ以外のグループは何れも効率性が低下する結果となった。とくに小都市型信金はキャッチアップ効果は最も大きい一方、フロンティア・シフト効果がかなり小さいことが響いている。このことは、各信金共に効率性の向上に努めているとはいえ、経済活動の回復が弱いなかではむしろ効率性の低下が避けられないことを表していると言えよう。

信用金庫の融資量と地域経済力との計量分析
――地域経済力との定量分析――

立命館大学大学院　吉原清嗣

昨今の地域金融機関の経営を示す指標は、経営の収益性と安全性を示す指標を採り上げている。しかし，近年の地域金融機関経営は，経営の良否を論じる場合、地域貢献性との両立を図る必要がある。収益性と安全性に併せて，地域貢献性の両側面を考慮に入れるべきである。しかし，この地域貢献性が指標化しにくく，社会的背景や景気循環の過程で変化する厄介者である。

地域への寄付，納税等，地域行事への参加，文化行事への後援，なども当然，地域へのコミットの仕方である。しかし，最大の貢献の一つは地域経済の浮揚へのイニシアティブであると考えられる。資金の必要者より応需された融資金は、預金者、会員等から預かる預金を原資として、経済の潤滑油としてテリトリー内に供給される。そこから地域経済の毛細血管を通して辿り着くのが、地域住民の所得であると考えられる。これが，様々な規制の下で営業する地域金融機関の根幹業務であると推察できる。

地域金融機関の最大の責務である地域経済への資金提供（融資業務）がはたして地域経済に与える影響はあるのか、の問いに対する研究において、サンプルとなりえるのは信用金庫であると考えられる。理由は、預金については制限なく受入可能であるが、融資は地区の定めがあるからである。しかし、相互扶助・非営利、の概念や税制優遇が存在する事も考慮しなければならない。

2008 年度の世界的金融危機より業界の中央機関を含め､多くの信用金庫が赤字決算を迫られるなど、取巻く環境の変化は著しい。たとえ、現在の金庫業績が納得の行くものであっても、多様化する環境下では、すでに現在の業績を生み出している競争力は低下し始めている事も考えられる。その論議の中の根底には、絶えず「果たして信用金庫は地元経済に奉仕して、地域経済の担い手でいるのか」、という問いかけが含まれている。これに対して、定性的事例で応えるのも一つであるが、地域経済と信用金庫経営との関係を定量的に捉えることも、議論を正確に行う上で重要である。本稿はここについて踏み込むものであり、確かめられる最大の収穫である。要するに、2008 年 3 月期の信用金庫と地域経済の関係を採り上げ、その分析を通じて、上記に言われる文言の経済的仮説を検証するものである。

結果は、貸出残高のパラメータは 376.9129 とプラスで有意（T 値 2.70　P 値 0.007）（1%有意水準）であった。自由度修正済み決定係数は、0.1386 と当てはまりは良くなかったが、地域の経済力に対し信用金庫の貸出残高は、変動（符号は正）を説明するのに有効であることが統計上、支持されたと言える。概ね地域経済に影響を与えると言われる信用金庫であるが、計量的に影響を及ぼしている結果が導き出された。残された課題は、信用金庫と地域経済との相関関係を測る尺度が数値化され、評価できるようになっておらず、さらに評価指標を明確にする事である。

信用金庫の地域経済に対するコミットメントの基本的あり方を計量的に明らかにする事が、信用金庫の今後の目指すべき有様提言の基礎となると考える。そして、調査結果が地域金融機関の存在価値であり、営業活動の根本であると考える。

信用金庫の経営安全性とＺスコア

高崎経済大学　岩本光一郎
早稲田大学　　森　映雄

本稿において我々は、円滑な地域金融の実現という観点から、地域金融機関の一つである信用金庫の経営安全性に関する情報を持ち、同時に簡便性と透明性も備えた指標が必要であることを主張し、その候補として、これらの条件を満たすＺスコアという概念を紹介している。そして生存分析による検証の結果、Ｚスコアは確かに信用金庫の存続確率の代理変数として扱えることが分かった。

さらに、信用金庫の存続確率の代理変数であるＺスコアと信用金庫を取り巻く諸要因との回帰分析から、融資という金融機関の本業に注力している（できている）信用金庫ほど存続確率は高いが、それが過剰貸付にまで踏み込んでしまうと逆効果であるという（ある意味当たり前の）考察が得られた。また、過度の競争が信用金庫経営の安全性を損なっている可能性があること、合併は受け入れた信用金庫にとって重い負担となる可能性があることも同時に判明した。ただしＺスコア、ひいては信用金庫の存続確率に影響を与えるであろうと想定される地域景況との関係については、本稿の分析からは明らかにすることはできなかった。

最適金融政策における予防的政策の効果

東北大学大学院　荒井　壮一

本稿の目的は，名目金利の非負制約を含む最適金融政策モデルを理論的に分析することである．特に，既存のモデルを特異型線形 2 次形式最適化問題として捉え直すことによって，既存の研究において十分に考察されてこなかった 2 つの問題について明らかにする．

1 つは，インフレ率目標を高めに設定することによって，名目金利の非負制約に陥る可能性を低くするという意味においての，予防的政策の有効性である．Reifschneider and Williams (2000) は，テイラー型の金利決定ルールを含む FRB/US モデルを用いて，インフレ率目標が高いほど名目金利の非負制約に陥る確率が低いという分析結果を示した．こうした予防的政策の効果は，最適金融政策モデルにおいては，未だ必ずしも明確に捉えられていない．本稿では，Summers (1991) が主張する安全マージンの概念を最適金融政策モデルにおいて描写し，予防的政策が常に有効であるかどうか，そしてどのようなときにその効果が十分発揮されるかを明らかにする．この分析の結果，ベンチマークのケースにおいて予防的政策が常に有効であること，そしてその効果の大きさと，産出量ギャップの相対的安定化指向性の間にトレードオフ関係があることが明らかになった．

2 つめには，負の自然利子率によって経済が名目金利の非負制約に陥る際のメカニズムである．既存の最適金融政策モデルにおいては，負の自然利子率ショックの結果として名目金利の非負制約が有効になる，という因果関係が一般的に前提されている．この因果関係については Eggertsson and Woodford (2003) が簡潔な説明を行っている一方，その詳細について最適金融政策モデルに沿った説明が十分されているとは言い難い．本稿ではこの点に着目し，自然利子率の低下が，中央銀行の最適テイラールールについての不等式制約をより厳しいものにすることを明らかにした．特に，ベンチマークとしたケースにおいては, ショックが生じる時点の経済の状態が低インフレかつ低産出量ギャップであるほど, 言い換えると最適テイラールールの示す値がゼロに近いほど，より小さい自然利子率ショックによって名目金利の非負制約が有効となる可能性があることが明らかになった．

Monetary Policy and Firm Investment

中央大学大学院　増田　公一

本稿では、金融政策の変更が企業の保有する資産・負債の変化を通じて実物投資行動に影響を与える､いわゆるバランスシート･チャネルの存在を企業規模別に 1971 年から 2006 年までのミクロデータを用いて実証的に検証した。本稿の主な結果は以下の 2 点に要約される。第 1 に、金融引締め期においては、企業規模に関わらず投資の資産に対する正の感応度ではなく、負債に対する負の感応度のほうが強まることが確認された。これはバランスシート・チャネルおいて、負債の多寡が企業の実物投資行動に強い影響があることを示唆している。

第 2 に、我が国で初めて量的金融緩和政策が施行された 2001 年から 2006 年までの期間において、大企業の投資に対する負の感応度はその統計的有意性を失い、逆に資産に対する正の感応度が強まることが確認された。一方、中小企業に関しては、投資の負債感応度が著しく低下するものの、投資の資産感応度が強まるケースがあった。この分析結果より、量的金融緩和政策の効果波及はバランスシート・チャネルを通じて企業の財務状態を改善し、実物投資を増加させたと解釈される。

On a Comparison of Alternative Specifications of Highly Interest-Elastic Money Demand under a Liquidity Trap in Japan

甲南大学　中島清貴
一橋大学　齊藤　誠

本論文は，セミログとダブルログの貨幣需要関数の予測力を比較することで，流動性の罠が存在するための利子半弾性値の条件を実証的に調査することを試みている．本論文では，1999 年から 2006 年までのゼロ金利政策下でダブルログの貨幣需要関数が想定するような高い利子半弾性値ではないにしても，1990 年代半ばに十分に高くなった利子半弾性値を伴うようなセミログの貨幣需要関数が，ゼロ金利政策下においてさえ相対的に優れた予測力を有することを発見した．このことは，流動性の罠が実際に現出するための条件として，必ずしも，ダブルログの貨幣需要関数がゼロ金利政策下で想定するような高い利子弾力性を必要としないことの可能性を示している．

JEL 分類コード: E31, E41, E52.
キーワード: 貨幣需要，ゼロ金利政策，流動性の罠，構造変化，予測力比較，ブーツストラップ.

グローバル・インバランス問題の解消策
――カギとなる中国における内需拡大と金融改革――

佐賀大学大学院・苗　金芳

米国の経常収支赤字は2000年以降も膨張し続ける傾向にあり、いわゆるグローバル・インバランス問題となっている。グローバル・インバランスに関しては次の二点を考慮する必要がある。第一に、米国貿易赤字と中国を代表する新興市場の貿易黒字を反映している点である。次に、米国の貯蓄不足(貿易赤字)を過剰貯蓄(貿易黒字)の中国が補うというグローバル・インバランス調整という金融メカニズムである。

米国の貿易赤字構造からみると、1980年半ばから、日本、中国香港、韓国及び中国台湾等国と地域は米国の主な貿易赤字相手国なっていた。2000年に中国のWTO 加盟以降、国際分業が加速し、世界投資及び生産拠点が急速に中国へ移転している背景に、中国がかつての日本等に代わり、米国の最大貿易赤字相手国になっている。中米間のインバランス問題は、両国の相互経済依存の深まりとして理解する必要がある。グローバル・インバランスに伴う余剰資金を世界から吸収する米国の発達した金融市場は米国国内の旺盛な個人消費を支えており、このため、米国は益々世界各地の生産に対する「最後の買い手」になっており、商品取引貿易の赤字は飛躍的に増大し、とりわけ「世界工場」の中国が輸入第一位になった。一方で、中国では経済成長と伴う家計部門の過剰貯蓄が高まっている。中米間国際不均衡を調整するためには、中国における過剰貯蓄を有効に利用する内需拡大がカギとなっており、これを達成するために金融市場の整備が必要となっている。

中国では、国有企業経営能力の低下により不良債権を発生し、これを防ごうとする政府介入、金利規制及び信用システムの欠如という事情から金融市場の機能が歪められている。低金利政策を中心とする「金融抑圧」は、金融市場の発展を阻害すると同時に、市場メカニズムによる効率的な資金配分を妨げる。市場で自由に利子率が形成されず、経済主体として民間企業は銀行からの融資が常に困難となっている。

中国は市場経済に移行してからといっても、金融市場における社会主義的に色彩が強く残っているのである。グローバル化経済進展の下で中国では投資と生産規模の拡大によって経済の高速成長を促進させたが、それと同時に経済の著しい発展と金融市場発展の停滞という矛盾が激化している。内需主導型の経済成長を達成する金融システムが確立せず、持続的な経済成長の支障になっている。本稿は世界金融危機以降、グローバル・インバランスの是正のためには、中国の内需型経済調整における良好な投資と消費環境を生み出すことが不可欠であり、成熟した金融市場を育成することも欠かせないことをグローバル・インバランスから論じていきたい。

キーワード：グローバル・インバランス　　過剰貯蓄　　金融抑圧

Global Financial Crisis and Financial Stability of the New Member States of the EU

— Comparison of Central and Eastern Europe with three Baltic States

九州大学大学院　バニンコバ エバ

2007 年以降の世界金融危機は英国をはじめとする EU のコア諸国を直撃し、EU の複数の構成国において、深刻な影響をもたらしている。EU 新規加盟 12 カ国に対する影響も甚大であるものの、細部を検討するなら中東欧諸国とバルト 3 国との間には、金融危機の発現形態に大きな相違があることが分かる。本報告は、従来「中東欧における金融危機」として括られてきた問題を地域別・国別に精査することで、当該地域を襲っている金融危機を類型化し、類型別に EU 規制・監督の課題と問題点を解明することを目的としている。

1990 年代後半以降金融危機に至る 10 年間、中東欧・バルト 3 国は、EU 加盟を通じて、既存の EU コア諸国からの直接投資（FDI）の受け入れ、高い経済成長を実現してきた。こうした FDI は、実物部門のみならず金融部門にもおよび、西欧の銀行は当該地域に広範な銀行ネットワークを構築した(いわゆる金融 FDI)。

しかしながら、FDI の投資国、産業別の FDI 流入先、FDI 以外の資本流入の形態、危機前の信用拡大の程度とその理由などを分析するなら、①中東欧諸国と②バルト海諸国との間には明確な相違があることが分かる。例えば、2000 年代前半の FDI 流入を産業別に比較するなら、①は製造業向け FDI の比率が比較的高いのに対して、②は FDI が主に金融業と不動産業へ集中している。また、FDI を含む資本流入全般を比較するなら、①は(a)FDI が最も重要なシェアを一貫して示す中東欧 3 カ国(ポーランド・チェコ・スロバキア)と(b)FDI 流入に続き証券投資が拡大したハンガリーとに分かれる一方、②では FDI に続き「その他投資」が急激に拡大していることが分かる。こうした相違が、為替相場制度の相違などと相俟って、危機前の信用拡大の大きな相違をもたらした一方で、危機の程度やスタイルの相違をもたらしているものと考えられる。

本報告では、EU 新規加盟国の中でも特に危機が深刻化した①(b)ハンガリーと②バルト海諸国とを取り上げて、それぞれの国の銀行部門で生じた危機を、上述の相違と関連付けながら論じる。その際、現地銀行や西欧の親銀行のバランスシートや収益率に着目しながら分析を行う一方、当面危機を回避し金融安定性を維持している①(a)の地域とも対比しながら、EU 域内における金融安定性について類型化を行う。

EU は現在、金融危機への反省から金融規制・監督の抜本的見直しを行っている。本報告では、EU 新規加盟国を襲った金融危機を以上の視点から類型化することで、EU 金融規制・監督体制修復の際の課題の一端をより具体的に示すことができれば良いと考える。

Financial Crisis and the Choice of Currency Regime in NEW EU Member Countries

専修大学　清水　順子

米国のサブプライムローン問題に端を発した国際的な金融危機を背景として、2007 年中ごろから世界の金融市場のボラティリティは高まり、それとともに新たに EU のメンバー国となった東欧諸国の国債の金利とドイツ国債の金利との差（スプレッド）が拡大したが、そのスプレッドの大きさは各国で様々であった。本稿は、そのような違いがなぜ生じるのかという要因の一つとして、各国がユーロ加盟の準備段階として採用している通貨制度に焦点を当て、各国の通貨制度が国債スプレッドにどのような影響を与えているのかについて、2001 年から 2008 年末までのデータを用いて実証分析を行った。

各国の通貨制度を把握する手段としては、第一に Frankel and Wei (1994)の手法を用いて各通貨のユーロに対する連動の割合を推定する、第二に Ghoshm, Gulde, and Wolf (2003)に習って各通貨の Z スコアを計算する、という二つの方法を用いて実証分析に採用した。また、金融市場全体のボラティリティを表す指標としてはドイツの株式市場のボラティリティ（VDAXNEW）を用いた。その結果、以下が示された。１）新たに EU メンバーとなった東欧諸国が採用する通貨制度は、ユーロに完全にペッグする政策から自由に変動させる政策まで様々である、２）各国の国債スプレッドは、各国の経済指標よりも金融市場のボラティリティに強く影響を受けている、３）ユーロペッグ制を採用している国において国債スプレッドはより拡大しており、特に金融市場のボラティリティが高まっている時にその影響は顕著となる。これらの結果は、アジア通貨危機の場合と同様に、金融危機時においてはペッグ制度を採用している国の金融市場がよりボラタイルになる危険性が高いことを示唆するものである。

地域銀行における格付取得の状況について
――情報開示の観点からの考察――

農林中金総合研究所 矢島 格

格付は,外部から銀行の経営内容を判断するためのわかりやすい指標と考えられており,銀行にとって，格付は情報開示の代表的な媒体・手段になっていると言える。しかし，預金者や株主あるいは規制当局などの銀行の外部者が，銀行の経営内容などを評価するうえで格付を活用・重視している一方で，銀行においては，格付の取得状況（格付取得の有無および格付取得数）が，各行によって異なっている。

このような現状の背景を分析するため，銀行ごとのどういう属性が，格付取得による情報開示に対するインセンティブに影響を与えているのかについて，地域銀行 108 行を対象にして検証する。

まず，信金を分析対象にした先行研究（近藤（2008））および 09 年 6 月末時点の地域銀行の依頼格付の状況を踏まえて，地域銀行における格付取得の状況についての仮説を想定する。

そして，想定した仮説を検証するために，地域銀行ごとの格付取得の有無を被説明変数とするプロビット分析と,格付取得数の状況を被説明変数とする順序型プロビット分析を,それぞれ 09 年 6 月末時点で実施する。

分析結果は,調達の必要がある金額が大きく（総資産額が大きく),財務状態が良好な（自己資本比率が高く，資産収益率が高い）地域銀行ほど，格付を通じた情報開示を積極化させるインセンティブが強いことを示唆するものであった。また，一定以上のリスク管理能力や債券等の発行残高があり上場しているという特性も，格付を通じた情報開示を積極化させるインセンティブにプラスの影響を与えることが示された。

この分析結果は，地域銀行に対して格付を通じた市場規律が機能している状況を示しているとも解釈できよう。この解釈を確認するためには，預金者や株主の行動についての分析や格付会社の行動についての分析など，今後更なる分析・検証が必要であろう。

以上

Banker's Overconfidence and Irrational Lending Behavior

中央大学大学院　北村　仁代

本稿では、Daniel, Hirshleifer, and Subrahmanyam(1998)を基に、行動ファイナンスのアイデアを応用して、銀行の貸出行動を記述する理論モデルを提示した。このモデルは、「ノイズを含む不完全情報下での非合理的期待モデル」と表すことができる。

銀行は、実体経済の需給に応じて、合理的に貸出を行っているのであろうか。仮にそのように行われているのであれば、何故、「バブル」、「貸し渋り」、「黒字倒産」などの問題が指摘されるのであろうか。この問題を検討するために、銀行家は自信過剰であり、合理的ではなく、非合理的な期待形成を行うと仮定するアプローチを試みた。

本稿で採用した理論と、合理的期待仮説の前提の違いは、情報の取り入れ方にある。合理的期待仮説では、いかなる種類の情報も適切に評価され、同じ重みで取り入れられるが、本稿のモデルでは、自ら生産した情報の正確さが過大評価され、またより大きい比重で取り入れられる。結果、非合理的な貸出行動に繋がる。

既存研究の応用に際して、本稿で新しく加えられたのは、情報更新の仕方である。既存研究では、自己の情報の確かさを判断するのに、情報の取りうる値は（+1, -1 の）離散的な値であったのに対して、本稿では連続的な値を取り得る方法を提示した。また情報の更新に際して、情報そのものの比較ではなく、自己の予測値が新しい情報の中にどれだけ見出せるかで、自らの情報と予測の確かさを判断するという基準を採用した。

このモデルから得られた主な結果は、（１）銀行家が自らの情報の正確さを過大評価すると、その情報の比重は、公的情報より大きくなる。（２）そして同じく不完全情報でもファンダメンタルに基づいて合理的に貸出を行う場合よりも、過剰（または過小）な貸出がなされる。（３）将来のリスクの変動に伴う貸出行動は、より大きく変動するという結論を導いた。

これらの結果が示すことは、銀行家の自らの能力や情報の過大、過小評価が非合理的な貸出行動に繋がり、結果、バブルの発生、崩壊、それに伴う貸し渋りや黒字倒産という現象の原因となりうるということである。

Economic Impacts of Herd Behavior in the Japanese Loan Market

関西大学　中川　竜一
東京大学大学院　大岩　秀和
東京大学　武田　史子

この論文では、1975 年から 1999 年の国内貸出市場において、金融機関が非効率な横並び行動（herd behavior）をとっていたかどうか、またそれが実体経済に影響を与えていたかどうかを実証的に明らかにする。国内金融機関の県別貸出データを用いて分析した結果、国内金融機関は非効率な横並び行動をといっていたことが明らかになった。とりわけ、1980 年代後半のバブル期に強い横並び行動が見られた。次に、非効率な横並び行動によって生まれた貸出は、数年後の GDP および地価に負の効果を与えることが明らかになった。一方、通常の貸出は正の効果を与えていた。この結果は、国内金融機関がしばしば横並びによって非効率な貸出行動をとっていたことを示唆している。また、1990 年代の実体経済の落ち込みの原因の一つとして、1980 年代後半のバブル期におこなわれた横並び行動の影響が考えられる。

金融危機と情報伝達メカニズム
――米中株式市場の夜間ボラティリティ・スピルオーバーによる検証――

対外経済貿易大学大学院　西村友作
北京大学大学院　孫　便霞
対外経済貿易大学　門　　明

2008 年 9 月 15 日，米大手証券リーマン・ブラザーズが経営破綻，世界中の金融市場に大激震が走った。このリーマン・ショック以降，株式市場のボラティリティが急速に増大，不確実性の高まりが懸念された。

本稿は，このリーマン・ショック前後における，中国・香港と米国株式市場間の夜間ボラティリティ・スピルオーバーについて分析を行ったものである。具体的には，2008 年 7 月 15 日から 2009 年 1 月 31 日のサンプル期間を，リーマン・ショック前後で分割し，市場間のスピルオーバー効果に変化が生じたか否かを検証した。分析方法としては，各市場の 5 分間リターンを用いて，Realized Volatility（RV）を算出，ある市場の日内 RV の変動が他市場の夜間ボラティリティに与える影響を，2 種類の時系列モデル（ARMA-RV モデル，EGARCH-RV モデル）を用いて考察している。

実証結果から，以下の点が明らかになった。(1) ARMA-RV モデル，EGARCH-RV モデルの推定結果，2008 年 9 月 15 日のリーマン・ショック以降，各市場間における株価連動性は高まっていることが示唆された。また，金融危機の震源地である米国市場の影響がとりわけ強いことが明らかとなった。近年の株価連動性の研究結果を見てみると，ブラックマンデーに代表される株価の大暴落時やアジア金融危機のような世界的金融危機の局面では，株価の波及効果は高まるという結果を得ているが，本稿でもそれを支持する結果となった。(2) リーマン・ショック発生後，すべての市場において不確実性が高まり，ボラティリティは急上昇したが，中国株式市場への影響は比較的小さく，その市場リスクは米国株式市場よりも低いレベルにとどまっていることが明らかとなった。(3) 米国・香港株式市場と比較して，国外情報が中国株式市場に与えるショックは比較的小さいことが示唆された。中国株式市場は，「厳しい資本規制の存在」と「投資家構造の偏り」といった固有の特徴を有しており，これが国外から中国国内への情報伝達が受けている主たる阻害要因であると考えられる。

ロシアにおける為替レートと株価の相互関係に関する分析

旭川大学　大野成樹

本報告では、VAR モデルを用い、ロシアにおける為替レートと株価の関係について論じる。ロシア経済に関する先行研究では同様の分析が存在しないのみならず、1998 年のロシア通貨危機と 2008 年の米国発金融不安のもとでの為替レートと株価の関係を比較した研究は、管見の限り、他国の分析においても見当たらない。為替レートと株価の関係に関しては、（1）為替レートが企業の競争力および業績に影響を与え、これを反映して株価が形成されると見る Goods Market アプローチ、（2）株価が資本の流出入を促し、為替レートに影響を与えると見る Portfolio Balance アプローチがあるが、報告の中でこれらのアプローチによる説明が可能かについても論及する。

分析に際しては 1998～2008 年の日次データを使用し、分析期間を以下の 5 期間に区分した。第 1 期：1998 年 1 月から 1998 年 8 月（ロシア政府デフォルト前）、第 2 期：1998 年 8 月から 1999 年 4 月（ルーブル大幅減価）、第 3 期：1999 年 4 月から 2003 年 1 月（ルーブルの緩やかな減価と生産の回復）、第 4 期：2003 年 1 月から 2008 年 7 月（原油価格の上昇とルーブルの増価）、第 5 期：2008 年 7 月から 2008 年 12 月（原油価格の下落とルーブルの急激な減価）。

本報告では、為替レートおよび株価の他に、ロシアおよび米国の金利差（スプレッド）、および原油価格を外生変数として使用した。分析結果は以下の通りである。第 1 期には、株価から為替レートへのグレンジャー因果性が見られた。実際のデータでは、株価の下落とルーブルの緩やかな減価が見られ、Portfolio Balance アプローチによる説明が可能である。第 2 期には為替レートから株価への因果性が見られたが、為替レートの減価と株価の暴落が起きており、上述の 2 つのアプローチでは説明ができない。アジア通貨危機に関する先行研究と同様、本事例は、投資家の「群衆行動」により説明がなされ得る。第 3 期には、為替レートと株価の因果性は双方向であった。実際のデータでは、為替レートの減価と株価の上昇が見られたため、為替レートの減価が株価の上昇を導く Goods Market アプローチによる説明が可能である。ただし、株価上昇による為替レートの増価効果（Portfolio Balance アプローチ）により、為替レートの減価の程度が弱められている可能性もある。第 4 期および第 5 期には、株価から為替レートへの因果性が見られた。第 4 期には株価の上昇と為替レートの増価が、第 5 期は株価の下落と為替レートの減価が見られ、共に Portfolio Balance アプローチにより説明可能である。

以上、本分析により、特に、1998 年のロシア通貨危機と 2008 年の金融不安のもとで、為替レートと株価の間の因果性が異なる可能性が示唆された。

日本の GDP と GNI 及び所得収支について

福島大学　大野　正智

本論文は、日本の GDP（国内総生産）と GNI（国民総所得）、及び、所得収支について、統計データにもとづいて最近の状況を概観する。我が国の国際収支において、所得収支の金額が貿易収支のそれを超えたのが 2005 年であるが、この所得収支の増大は、GNI と GDP とのギャップを大きくしている。GNI は９３SNA 基準によって GNP にとって代わった統計概念であるが、これに対応し、マクロ経済学のいくつかの教科書でも GNP に代わり GNI が紹介され、GNI と GDP の定義上の相違が紹介されるようになった。しかし、このギャップの GDP に対する比率が 2007 年で 3.3%となり、両者の相違は量的な意味においても注目されるべき状況となっている。GDP 比 3.3%とは、東京都と大阪府を除く４５府県の平均県内総生産の約 2 倍に相当する大きさである。また、1996 年以降、対外債権の利回りが対外債務の利回りを上回るようになり、我が国自体が対外債権債務において、金融機関のように利ざやを稼いでいる状態となっている。これらを、国際収支発展段階説の観点で見れば、日本が以前よりも対外的な純債権国の程度を強めており、単純な試算によると、現在の未成熟な債権国から成熟した債権国に移行するのが、2029～2033 年頃という予測になる。しかし、国際比較において日本の GNI・GDP ギャップはすでにかなり高い位置にあり、今後、純債権国としてさらに成熟度を増すことができるかどうかについては、疑問の余地が残る。また、現在の日本政府の財政赤字問題が将来の国際金融市場にどのように影響するかなど、我が国の対外債権債務の今後については、さらに検討すべき課題が残っていることを最後に指摘する。

＜中央銀行パネル＞

金融危機下における非伝統的金融政策

〔パネルの主旨〕

2008 年 9 月のリーマン・ブラザーズ破綻をきっかけに、国際的な金融市場において市場機能が急速に低下し、「世界金融危機」と呼ばれる状態に陥った。これに対して、主要国の中央銀行では、金利の引き下げや流動性の潤沢な供給を行ったほか、これまでに見られなかったいくつかの政策をとった。

これらの政策には、従来の範囲を超えてリスク資産を購入することや、市場への資金供給を増やすために国債等の買入れを拡大する政策などが含まれており、一般に「非伝統的金融政策」（unconventional monetary policy）と呼ばれている。

非伝統的金融政策を考えるうえでは、いくつかの論点がありうる。第 1 に、非伝統的金融政策をどのように定義し、どのように類型化できるかということである。中央銀行が買入対象資産を拡大とする政策を「信用緩和」（credit easing）、金融市場に資金を大量に供給することを主眼とする政策を「量的緩和」（quantitative easing）を呼んで大別する向きが多いが、これ以外の整理もありえよう。

第 2 に、こうした非伝統的金融政策の「効果」について、どのように考えるかということである。金融市場が落ち着きを取り戻している状況を考えると、“一定の” 効果はあったものとみられるが、政策効果をどのように評価するかということである。

第 3 には、日・米・欧の中央銀行がとった政策は、国によって類型や組み合わせが異なっているし、また呼び方も区々である。この点についての共通点と相違点をどのように位置づけ、評価するかということである。

第 4 に、「出口政策」（政策の解除）を巡る議論である。非伝統的金融政策は、危機対応のための時限的な政策として導入されたものも多く、既にいくつかが縮小・終了されている。しかし、完全に政策が解除された訳ではなく、どういうタイミングでどのように「平時モード」に戻していくかも議論となりうる。

第 5 に、中央銀行が従来よりも踏み込んだ政策をとったことにより、中央銀行や市場にとって、何らかの弊害やリスクがなかったのか、あるいは、中央銀行のリスク負担について政府との役割分担をどう考えるべきなのか、といった弊害・副作用についての議論がありうるものと思われる。

本パネルでは、中曽宏氏（日本銀行）、福田慎一氏（東京大学）、加藤出氏（東短リサーチ）の 3 氏をパネリストに迎えて、池尾和人氏（慶應義塾大学）の司会進行の下、中央銀行、学会、市場関係者のそれぞれの観点から、上記のような論点について議論を行う予定である。

〈中央銀行パネル〉

非伝統的金融政策:アカデミックな観点からの概念整理

東京大学　福田　慎一

世界同時不況のもとでグローバルな金融危機が拡大するなか、2007 年末以降、主要国の中央銀行が相次いで「非伝統的な金融政策」を採用した。特に、アメリカの中央銀行にあたる FRB（アメリカ連邦準備制度）は、金融危機対策として特定資産を大量に購入したことで、バランスシートの規模を大きく拡大させただけでなく、資産の内訳も標準的な中央銀行のそれとは大きく異なるものになった。しかし、非伝統的な金融政策を採用したという点では、日本銀行（日銀）は、1990 年代後半以降、間違いなく先駆者であった。本稿の目的は、当時および今日、日銀が採用してきた非伝統的な金融政策を概観すると同時に、その役割をおもに金融システムの安定化を図る「信用緩和政策（credit easing)」を中心に考察することにある。ゼロ金利制約が binding になった状況では、「流動性の罠」となり、「伝統的な金融政策」はもはや有効でなくなる。しかし、短期金利がほぼゼロとなったもとでも、一段の金融緩和を行うための「非伝統的な金融政策」がいくつか提案されている。それらの提案は、大きく分類すると、(I) 将来の金融政策ないし短期金利についての予想のコントロール、(II) 中央銀行のバランスシートの規模の拡張、(III) 特定資産の大量購入、の３つのタイプになる。日銀がこれら政策のすべてを多角的に実施したわけでなかったが、非伝統的な政策は、試行錯誤の中、徐々に採用されていった。究極の金融政策は、市場の流動性リスクや信用リスクを減少させ、結果的に信用緩和政策として経済全体のパフォーマンスの改善に役立った可能性が高い。しかし、それと同時に、究極の金融政策は、本来マーケット・メカニズムで淘汰されるべき金融機関にモラルハザードを生み出す。超金融緩和政策は、副作用はあったものの、「マクロ・プルーデンス政策」としての役割が重要であったと考えられる。

〈中央銀行パネル〉

非伝統的金融政策の効果と今後の課題

日本銀行　中曽　宏

1. 2007年8月以降、主要国の中央銀行は、米国サブプライム問題を発端とする世界的な金融経済危機に対処するため、利下げを行ったほか、既存の資金供給手段の拡充により流動性を供給した。さらに、危機進行に伴い、いわゆる非伝統的金融政策（unconventional policies）を相次いで導入した。これら非伝統的政策は(1)信用緩和政策(credit easing policy)と(2)量的緩和政策（quantitative easing）に大別される。主要な中央銀行による緊密な連携の下で導入された非伝統的政策手段には類似点も多い。また、ドル供給オペのように、各国中央銀行の合作的な色彩を有するものもある。一方、日銀、FRB、BoEによる国債買入れは、措置自体は同じであるが、目的や働きかける政策チャネルが違うため、位置付けが異なる。さらに、所期の役割を終えたと判断される政策手段については既に閉じられたものもある。

2. 本報告では、主要国中央銀行が非伝統的金融政策を採用するに至った経緯を説明し、それら手段を可能な範囲で信用緩和政策、量的緩和政策とに類型化する。その上で、まず、マクロ金融政策において、両政策がどのように位置付けられるかを論ずる。次に、各政策の効果（閉じたものについては終了時の市場へ影響も含む）を検証する。さらに、信用緩和政策については、政府との信用リスクの分担のあり方、量的緩和政策については、中央銀行のバランスシートの大きさと金融緩和の関係など、それぞれ固有の論点についても整理する。

3. 最後に出口戦略にも触れる。主要先進国の中央銀行は金融緩和政策を当面維持する姿勢を表明している。こうした中、FRBはいずれ到来する非伝統的政策手段からの出口に使う手段や考えられる順序（sequence）について具体的に述べ始めており、実際にリバースレポの試行やdiscount rateの引上げなどの準備作業に着手している。本報告では、FRBやBoEなど、特にバランスシートが膨張した中央銀行の「出口」における技術的側面を含む課題について、2006年3月に「量的緩和政策」を終了した日銀の経験と比較しながら論ずる。

以　上

〈中央銀行パネル〉

異例の金融政策の下での金融市場の動向

東短リサーチ　加藤　出

今回の金融危機下で各国の中央銀行は異例かつ大胆な金融政策を実施した。その下で金融市場の現場で起きた現象を踏まえながら、非伝統的政策に関連する以下の 3 つのポイントを整理してみる。

１．超過準備に付利がなされる中でのインターバンク市場の実際

非伝統的金融政策の実行により、その副産物としてマネタリーベースの急激な増加（及び中央銀行のバランスシートの膨張）が起きている。金融市場のトレーダーや投資家の間には、そのこと自体を相場に影響を与える“材料”として受け止める傾向が一部で散見される。しかし、米国のフェデラル・ファンド市場で現実に起きている現象を分析すると、超過準備の増大と金融緩和の程度は直結しないことがあらためて理解できる。

２．国債など長期資産大規模購入オペレーションの効用と弊害

Fed は 2009 年 3 月から信用緩和策の一環として国債買入オペを実施した。しかし、効果が明瞭でなかったことや、金融市場から批判が多かったことを受けて、同年 10 月に同オペを停止した。また、Fed は 2009 年 1 月から開始した MBS、エージェンシー債の買取りを 2010 年 3 月に停止することを予定している。それらの買取りによって、Fed のバランスシートは異様な膨張を見せており、今後の出口政策において技術的な難題を Fed は抱えている。イングランド銀行（BOE）も 2009 年 3 月から量的緩和策（日銀の同政策とはコンセプトが異なる）の下で、長期国債を大規模に購入している。

一方、日銀はいわゆる「日銀券ルール」を越える国債の購入には非常に慎重だが、長期資産の大規模購入オペが効果を発揮するにはどのような条件が必要なのか？将来生じ得るコストをどう考えるべきか？といった論点をまとめてみる。

３．金融市場の“思い込み”を中央銀行は利用すべきか？

実体経済に対するトランスミッション・メカニズムを合理的に説明できなくとも、中央銀行のアクションに、外国為替市場や株式市場が大きな反応を示すことがある。例えば、BOE の量的緩和策は、金融市場参加者の“思い込み”を意図的に利用しているように観察される。市場参加者が構築した“ストーリー”に合わせて中央銀行が踊って見せることは、短期的には効果があるが、長期的なクレディビリティに問題が生じる恐れもある。

以上

投資の調整費用

弘前大学　嶋　恵一

本稿の目的は、資本市場の不完全性、生産効率、エージェンシー問題に焦点を当て、企業属性の差異による調整費用の違いを構造的に明らかにすることである。資本市場の不完全性などに起因する投資を歪める要因と投資関数のｑ（トービンのｑ）に対する非線形性との関連について若干の実証分析を行った。製造業種に属する上場企業 623 社をサンプルに用い、スイッチング回帰モデルを応用し、資本調整レジームの変化を許容して非線形投資関数を推定した。

推定からは、企業属性の差異により投資のｑに対する反応が大きく変わることが確認された。投資関数のレジームによって調整費用は変化し、資本市場の不完全性や生産性などの格差により最適な投資に顕著な違いが見出された。以上に加え、推計される調整費用関数の次数は 2 を大きく上回ることが確認された。本稿では調整費用の二次関数による特定を支持する結果は得られず、したがってより高次の特定が望ましいことが示唆される。

推定結果の要約は次の通りである。第一に、流動性制約と投資のレジーム変化との関係では、キャッシュフローが少なく、正味流動資産に乏しい企業は投資のｑに対する反応の低いレジームに帰属する傾向にある。負債比率の増加には流動性制約を強める効果があり、反対に､配当を抑え内部留保を積み増すことにより流動性制約が緩和する効果が見られる。第二に、資本ストックの技術効率の優位性により投資のｑに対する反応は変化する。資本ストックの高齢化により投資の反応は低くなる。TFP（全要素生産性）が高い企業では投資の反応は高く、また規模の大きさは投資の反応と正の関係にある。第三に、個人株主の比重が高いほど、企業は投資の低いレジームに帰属する傾向を示す。一方、売上成長率と投資のレジーム選択との間には正の関係が見られる。

外国人投資家の株式所有と企業価値
――パネル構造 VAR による分析――

神戸大学　岩壷　健太郎
内閣府　　外木　好美

本稿では，誤差項の分散不均一性を利用して，時点 T が有限の場合のパネル構造 VAR の推計方法を開発した。Rigobon(2003)は LSDV 推定により誘導型パネル VAR モデルを推定し，誘導型モデルの誤差項の分散不均一性を用いて，構造型 VAR モデルを推計する方法を提示した。それは個体数 N と時点 T が無限となる場合に推定値の一致性が満たされるが，T が有限で N を無限とする場合では Rigobon(2003) の推計方法を利用すると，推計値は不偏性、一致性を持たない。そこで本稿では，Bun and Carree(2005, 2006) のダイナミック・パネル・モデルのバイアス修正推定を誘導形パネル VAR モデルに応用した。Bun and Carree(2005, 2006) では，説明変数は全て外生変数と仮定されているが，誘導型 VAR モデルにはラグ変数が先決変数として説明変数に加わるため，新たにバイアス修正推定量の導出を行った。その際，モデル間の誤差項の共分散を推定する必要があることから，Alvarez and Arellano(2004) を応用した共分散の推定量を新たに提示した。モンテカルロ・シミュレーションを行い、我々の開発した推計方法が良好な結果が得られることを示した。

その応用例として，外国人投資家による企業価値向上効果が長期的なものかどうかをパネル構造 VAR モデルを推定することで検討した。もしも外国人投資家による投資が一時的な企業価値向上に終始するならば、外資はまさに「ハゲタカ」であるが，企業価値が長期的に上昇するならば，外国人投資は日本企業に真の経営向上効果をもたらすと評価できる。推計の結果，Q の式における外資比率 の係数は，当期値とラグ値共に，プラスで有意に推定され，外国人投資家による企業価値向上効果は一時的なものではないことがわかった。インパルス応答関数を描くと，外資比率にプラスのショックがあった場合には，企業価値は同時に増加し，その効果は小さくなりつつも 1 年後に最も向上効果が現れた後も効果が持続していることが示された。以上の結果から，外国人投資家は一時的に企業価値を上昇させて裁定利益を挙げることを目的としてはおらず，長期的に企業価値を上昇させていることが確認できた。

ストック・オプション導入の決定要因

東京経済大学　　安田行宏
東京経済大学　　金　鉉玉
東京経済大学大学院　　長谷川信久

日本のコーポレート・ガバナンスのあり方の議論の中で、ストック・オプションの導入は株主と経営者の利害を近づける為の一つの重要な制度であると期待されている。ストック・オプションについては、アメリカでは過去十数年の間に劇的に増加した制度であるものの、IT バブルの崩壊や昨今の金融危機の影響でその利用状況に変化が生じている。特に米国発の世界金融危機を通じて経営者の高額報酬の問題が浮き彫りとなり、そうした中でストック・オプション制度に対する是非の議論が再燃している。

一方、日本に目を向けると、1997 年の商法改正以来、大企業を中心に少しずつストック・オプション制度の導入が進み、2006 年時点で既に約 2400 社が導入しており、近年ますます導入企業数は増加の一途にある。したがって、ストック・オプションの制度として存在意義は年々重みを増している状況といえる。しかしながら、その実証的評価については必ずしも十分ではないと思われる。実際、これまでの日本の先行研究の多くは、ストック・オプション制度導入時点から数年間を分析対象としており、この意味で制度導入の比較的初期段階を対象とした実証研究がほとんどであるといってよい。しかしながら、会社法や会計制度の改革などを通じてコーポレート・ガバナンスのあり方が大きく変わろうとしている中で、ストック・オプション制度に関する検証とそれに基づく議論は極めて重要であると考える。

そこで本稿の目的は、近年における日本のストック・オプションについて実証的に分析を行うことである。具体的には、2004 年以降の日本企業のデータを用いて、ストック・オプション導入の決定要因についてロジット・モデルを用いて実証的に検証する。

海外投資としてみる「外貨準備」
――徐々に近づく基軸通貨の交代――

三菱東京 UFJ 銀行　宿輪純一

当局のプロジェクトにも参加し、海外の中央銀行との外貨準備に関する現場の議論で分かったことは、外貨準備管理も“一般的な「海外投資」の考え方で行なっている”ということ。海外投資で重視されるのは金利と為替の総和である「運用利回り」であり、そういった観点から外貨準備を分析する。また外貨準備の比率をモノサシとして検討対象にする。

環境としても、近年、BRICs などの新興国や資源国の経常黒字も恒常化し、さらに米国債利回低下やドル安の基調で外貨準備の累積・動態化が進行している。

基軸通貨「米ドル」と準基軸通貨「ユーロ」の比率は 09 年 9 月には米ドル 61.65%、ユーロ 27.75%となっている。比率差は 55.3%から 09 年 9 月末の 33.9%まで縮小した。この 10 年のトレンドでは下落率は約 2.4%で、今後“約 14 年”で逆転する。この 1 年の下落率は年 5.1%で、このペースだと“6 年半ば”で逆転する可能性もある。分析によれば運用金利差と外貨準備比率差の関係は、約 72%でその連動性つまり「運用利回り」によることが確認できた。特に運用金利差でユーロが米ドルを抜いた状態の反応は大きく、約 92%は連動し外貨準備比率が 1%以上のかなり大きい下落となる。運用利回りの変化率と外貨準備比率差の変化率も連動性を確認できた。

「英ポンド」の外貨準備比率が「日本円」のそれを抜いたのは 06 年 3 月で、09 年 9 月では日本円 3.23%、英ポンド 4.34%である。約 0.7%のペースで差が広がり、状況が不変ならば、このまま格差が広がる可能性も高い。英ポンドと日本円は 1～2%の金利差が存在しており、キャリートレードの様に外貨準備にも影響を与えている。

外貨準備比率（国際化比率）を上げるためには「運用利回り」を上げることとなるが、具体的には（国債）金利を上げることが有効となる。金利が高いと資金が集まり為替レート上昇の効果があり、運用利回りが上昇する。しかし、経済にマイナスの影響（副作用）もあるので十分注意も必要であるのはいうまでもない。

また、外貨準備のすでに約半分が「新興国」の保有であり、先進国の米ドル・ユーロ外貨準備比率差は 40.9%、新興国のそれは 26.1%で、新興国は先進国と比べ米ドル比率が低くユーロが高い。逆に新興国通貨の中にも外貨準備として保有されるものがあり、直近の保有率は四半期ベース過去最大の伸びを示している。「リーマン・ショック」前後の約一年間で外貨準備率比率を増加させたのは“ユーロ”と“新興国”であった。「金」は国籍を持たない国際通貨とも言われ、リーマン・ショックで国や企業の信用が既存していく中、各国政府も金の保有額を増加させた。

アジア経済が統合され、「東アジア共同体」の議論も進んでいるが、共通通貨まで展望するのであれば、特にアジアで「円の国際化」を進める必要がある。

（本論文の内容は、あくまでも報告者個人に属し、所属する組織の見解ではない）

米国の対外純負債の持続可能性を再考する

龍谷大学　竹中　正治

米国の貿易収支、ないしは経常収支赤字と対外純負債の持続可能性の議論は、概括的に言うならば、1990 年代までは経常収支赤字というフローの分析に焦点を当てたアプローチが一般的であったが、これは「経常収支赤字の累積＝対外純負債」という関係が概ね成り立っていたからであろう。2000 年代に入って、対外資産と負債のポートフォリオの相違、資産・負債の総合投資リターンの格差など、貿易収支以外の要因による対外純負債の変動に着目した視点が登場した。

フローの経常収支赤字の持続可能性の問題は、結局のところストックとしての対外純負債の持続可能性問題に行き着く。しかも金融・投資活動のグローバル化に伴って、米国の対外資産と負債のグロス残高は、その絶対額で見ても、名目 GDP との比率で見ても 90 年代以降に顕著な拡大を遂げた。この結果、対外資産・負債が生み出す所得、並びに資産・負債評価損益から成る総合投資リターン、資産と負債で通貨構成が非対称となる場合の為替評価損益などの諸要因が、貿易収支要因に比較して、次第に影響度を上げてきた。こうした新しい諸要因は当該分野の研究者の間では注目されるようになった、対外不均衡問題にそれがもたらすその含意はまだ十分に汲みつくされていないようである。

本稿では、対外資産・負債の対名目 GDP 比率で測った規模、並びに資産・負債の投資リターン格差を勘案した「長期的に持続可能な貿易収支比率（対 GDP）(STBR： Sustainable Trade Balance Ratio)」の概念を提示する。同時に、90 年代以降の米国の経常収支赤字の膨張は、その全てが無軌道な膨張ではなく、米国の対外予算制約条件としての STBR が赤字方向に許容度を大きく拡大した結果だという理解を提示する。

また、対外純負債の動向を決定する主要な変数の現在までの実績値を所与として試算すると、2008 年末時点の米国の対外純負債（名目 GDP の 24%）は、将来 10 年以下のタイムスパンで解消可能である（対外資産・負債が均衡化する）ことを示す。

さらに 2008 年を起点とした将来予想として、米国の対外純負債の将来動向を３つのケース（純負債の発散的膨張、資産負債均衡化、純資産への転換）に分けた試算を行い、それぞれの異なったコースに分岐する条件を示す。とりわけ、ケース 2 として示す想定は、貿易収支赤字（含む経常移転収支）の対名目 GDP 比率が-4.0%の縮小にとどまり（1989-08 年平均値は-3.45%、09 年第 2 四半期実績は-3.3%）、対外資産・負債の総合投資リターン格差が＋3%程度に縮小する場合（1989-08 年平均値＋4.0%）であるが、この想定の基でも対外純負債比率は将来 20 年間でほぼゼロ（解消）に近づく。

最後に、対外資産・負債の拡大基調と投資リターンの格差が長期にわたって持続する可

能性が高く、米国経済は国内貯蓄率の長期にわたる大幅な上昇と貿易、経常収支赤字の黒字転換という厳しい調整を前提とせずとも、対外純負債比率のソフトランディング的な縮小、安定化が可能であることを示唆する。
以上

国際的な政策協調問題とIMFの役割

尚美学園大学　野口 嘉彦

1．報告の趣旨

1980年代半ば以降、国際的な政策協調論議は一時盛行をみた後、急速に衰退へと向かい、最近まで散発的に議論されるにとどまってきた。しかし今回の世界金融経済危機が発生すると、政策当局や学会等関係者間で議論の再燃がみられ始めている。

本報告は、政策協調問題をその長い歴史の流れの中で捉えていくことが必要との考えが大きな動機となっている。そうした考察視角から、一般的な協調の効果や具体的な政策対応の変遷を考察し、今後の協調問題を展望してみることとしたい。

2．主な考察視点

まず、国際的な政策協調論議は、往々にして 80 年代半ばの政策協調がその典型のようにいわれることがある。しかし戦前にまで遡る協調の歴史の中で、経済事象の変化が、種々の協調政策の性格の変遷をもたらした、といった捉え方ができると思われる。

第二に、80 年代央以降の政策協調の効果については、効果そのものを否定する立場と、大なり小なり有効性を認める立場の二つがあったことを、具体例に基づき整理する。なお、定量的な効果に関しては「限界的」との評価が、現在も学界の主流とみられる。

第三に、経済的変化を対照的ショックと非対称的ショックに分ける手法により、それぞれの政策対応の違いについて考察すると、今回の危機の初期段階で発生したものは、流動性不足という主要国にとっての対照的ショックであったと考えられる。これこそ、ストレートで緊急の国際間の協調による政策措置を要したし、それが実現可能となり、効果も明確であった。

3．政策協調におけるIMFの役割

今回の国際的金融経済危機との関連で、流動性供給・財政政策・金融機関監督面での国際協調の必要性が改めて議論され出し、同時にIMFの役割が注目されている。

国際金融取引が一段と高度に相互依存関係を高めている現在、危機波及の影響は、スピードと深度の点で前世紀の危機と比べ格段に強まっている。こうした中で、今回、主要国当局は国際金融市場に向けて、またIMFは新興諸国に向けて、流動性不足に対する緊急対応を余儀なくされた。同時にグローバルな観点から、各国当局と国際金融機関によるマクロ・プルーデンス政策面の協調の重要性も高まった。かかる情勢下、政策協調全体を統合するうえで、より大きな主導力をIMFに持たせることが、当面合理的と思われる（但し、財政政策面の協調には疑問符がつく）。一方、IMFにとり、G7やG20、BIS、金融安定理事会（FSB）といった政策関係機関との協働の強化も重要である。

配当性向の変化とその要因に関する研究

九州大学大学院　篠﨑　伸也

わが国では 1970 年代半ばあたりから配当政策は大きく変化してはいないといわれてきたが、ここ数年変化が見られるようになった。最も大きな理由は、企業を取り巻く環境に大きな変化が生じた点である。少子高齢化の進行、IT 革命、経済のグローバル化の進展などの環境変化、すなわち環境的不確実性の高まりは企業経営に影響を与え従来のように確実に収益を得ることが困難になってきている。最近顕著になってきた側面は、グローバル化に伴って外資が日本に進出しはじめた点である。外資、特に投資ファンド（アクティビストファンド）は株主重視経営を標榜しており、企業経営や利益還元策について様々な要求を出している

以上のように経済環境が変化するに伴って、企業の配当政策は変容しつつある。本稿では企業の財務政策の変容、特に配当政策に焦点をあて我が国の企業行動の変化を明らかにすることを目指すものである。このうえで次の 3 つの仮説を立てた。

第 1 に外国人投資家に代表されるように、株主によるガバナンスの強制が増配を招いたというものである。第 2 に環境的不確実性の拡大に伴って、企業は配当支払いを抑制する傾向が強くなるというものである。企業にとって利益予測が従来よりも困難となったことを受けて、銀行は貸出を抑制する行動をとるため銀行借入が減少することとなる。したがって株式資金調達に対するウェイトが高くなるため、これを容易に行えるように配当を多く分配するのである。しかしこの視点とは反対に、企業は銀行借入を手控える分、内部留保を多く積み上げる必要性が高まり結果的に配当が減少する可能性もある。この対立仮説が第 3 の仮説である。

その結果、第 1 の仮説は部分的にしか支持されず、外国人株主が増えても配当を増加させる行動をとるとは一概にいえないとわかった。その一方で銀行や保険などの金融機関の持株比率が高まると、配当性向は上昇する傾向がみられた。

次に環境的不確実性の拡大に関しては、限定的な効果しか持たないことがわかった。また利益率は上昇してもすぐに配当を行わず利益を内部留保として積み上げた後、配当を実施する可能性が高くなるという点も明らかになった。したがって 1 つの解釈として環境的不確実性の拡大によって将来利益の予測が立ちにくくなったため、企業の配当に対する態度が慎重になっていると考えられる。

An Empirical Analysis of the Effect of Media Coverage on Stock Price Crashes: Evidence from Japan

甲南大学　　阿萬　弘行

本研究の目的は、マスメディア報道がどのように株式市場での価格形成に影響を及ぼしているかという問題について、主に価格の急激な下落現象(crash)との関連性から明らかにすることである。一般的に、マスメディアは、企業に関わる様々な情報を市場へ提供する仲介的機能を担っていると考えられる。しかしながら、それが投資家、市場に及ぼす経済的影響については、これまでファイナンスの視点からの研究は少ない状況にある。他方で、株価の informativeness に関しては、近年のいくつかの先行研究は、株価のクラッシュが、企業情報開示の透明性の欠如と結びついていることを明らかにしている(Jin and Myers (2006), Hutton *et al.* (2009))。それらの研究は、情報開示主体である企業と情報の最終的受け手である投資家間の情報伝達が、企業個別情報の円滑な株価反映にとって重要であることを示唆している。本研究では、日本の株式市場および新聞メディアからのデータを用いて、個別株式レベルでクラッシュ発生頻度を計測し、新聞報道頻度との関連性を分析する。結論として、得られた主要な実証結果では、新聞報道頻度の増加は、クラッシュ発生頻度の有意な増加をもたらしている。このことは、個別企業への報道に対して、投資家が過剰な反応する可能性を示唆している。

【引用文献】

Jin, L., Myers, S.C., 2006. R^2 around the world: New theory and new tests. Journal of Financial Economics 79, 257–292

Hutton, A.P., Marcus, A.J., Tehranian, H., 2009. Opaque financial reports, R2, and crash risk. Journal of Financial Economics 94, 67–86

公社債流通市場における価格形成の特徴と債券運用への活用 *

中央大学　高橋豊治 †

近年、日本の公社債市場は、全体としての取引金額も増大してきており、種類も多様になりつつある。国債では 10 年長期債、20 年超長期債の 2 種類から、各種中期債や 30 年超長期債といった種類も増えてきているし、社債の銘柄もかつてに比べ増えてきている。本稿は、スワップ市場におけるイールド・カーブの計測を通じ [1]、市場参加者がどのようなイールド・カーブをもとに取引をしているのかを明らかにしたうえで、その情報をもとに、公社債流通市場における個別の銘柄の価格付けの特徴を明らかにしようとするものである。

本稿では、市場参加者の企業価値評価の状況を知るため、スワップ市場情報を利用して債券の評価を行なう LIBOR スプレッドと呼ばれるアイデアを紹介し、それを債券流通市場「全体」としての特徴を明らかにするために活用した。LIBOR スプレッドの推移を格付ごとに分類した平均スプレッドで観察した。一部の格付でスプレッドに逆転する期間があるものの、一般的には格付が低いほどスプレッドが高いという予想通りの結果が得られている。

さらに、計測された LIBOR スプレッドの決定要因について、より詳細に検討するため、残存年数・直接利回り(直利)・格付(ダミー)を説明変数としたクロス・セクションでの回帰分析を試みた。この結果から、この計測式での基本となっている JGB（残存ゼロ年）の LIBOR スプレッドがマイナスであり、さらにそこから LIBOR スプレッドと残存年数のグラフは右上がりの曲線として描けることを示している。さらには、LIBOR スプレッドと残存年数の右上がりのグラフが、格付ごとに(低格付ほど)上方にシフトした形で描けるということになる。

今回の LIBOR スプレッドの計測結果は、主として残存年数、格付との関連で整理したが、グラフをより詳細に見ると、同じ格付の中でもいくつかのグループに分けて考えられそうである。この点をさらに個別の銘柄レベルでの検証を行うことも、市場参加者がどのように企業価値を評価しているのかを知るためには重要であろう。こうした点は、今後の課題としたい。

---

* 本稿は、財団法人かんぽ財団・財団法人簡易保険加入者協会 2009 年度の助成による研究の成果の一部である。
† 中央大学商学部教授　e-mail：toyohal@tamacc.chuo-u.ac.jp
1 ここで、イールド・カーブの計測という用語は、ターム・ストラクチャー構築、ディスカウント・ファクター推計などといった概念と対になるものである。

韓国・タイの資本フロー分析
――市場予測、政治リスク指標、流動性指標による月次データ分析――

野村證券株式会社　浦出 隆行

世界の成長センターとしての地位を揺るぎないものとしてきたアジアは、1990 年代以降、幾度かの「危機」を乗り越えてきたが、直近のサブプライム危機が示すように、域内経済は依然として国際資本移動による不安定性に晒されている。

こうした状況への政策対応として、アジア通貨危機の沈静化以降、次なる危機を予見・回避するという観点から各種予測モデルが開発されてきたが、これらの試みでは、アジア通貨危機の直接的な原因でもあった短期資本移動を直接的に分析する手法はとられてこなかった。その後、各国でも資本フロー・データの整備が進められ、概して監視体制は強化されてきているが、その一方で短期資本フロー予測の必要性に対する認識が徐々に薄れてきている感も否めない。

そこで本稿では、アジア通貨危機以降充実してきている経済・政治指標の中から、マクロ経済指標に関する市場予測、政治リスク指標、先進国における流動性指標を取り上げ、その 1、2、3、6 ヶ月変化で月次の資本フロー変化を線形回帰するものである。

結果として、GDP 予測の比較的短期間（1～3 ヶ月）での変化および政治リスク指標の全期間（1～6 ヶ月）にわたる変化の説明力が相対的に高いこと、また貿易与信フローと貿易／経常収支予測の比較的短期間（1～2 ヶ月）での変化との相関などが確認された。一方、金利・為替の予測データおよび先進国の流動性指標からは整合性の取れた結果は得られなかったが、これには金利予測として内外金利差を用いることができなかったなどデータ加工の不十分さや、推計期間の短さが影響している可能性も考えられる。

ただ、従来の分析が各種経済指標の実績値に重点を置いていたのに対し、本分析では市場参加者の投資判断に対してより影響を及ぼすと考えられる同業者の「認識」に焦点を当てた。投資家が実際の資金移動の判断材料とするのは、その時点における当該投資家自身も含めた市場の認識であって、タイムラグを伴って公表される各種指標の実績値ではない。本稿で得られた結果はそれを十分に裏付けるものではないかも知れないが、市場の認識にスポットを当てるひとつの契機にはなろう。加えて従来のモデルが、各種指標の実績値に着目していたがゆえにそれらのデータ頻度から制約を受けてきたのに対し、本手法は関連するデータ頻度の向上を通した予測精度の向上につながる可能性も秘めている。

モデルの改善に向けた今後の課題としては、使用する市場予測のデータ項目を新たに発掘していくとともに、過去における複数の危機をカバーしうる推計期間を確保することなどが挙げられよう。また、モニタリング実務への適用という観点からは、既に入手可能な週次・日次データの活用も組み合わせたモニタリング手法への展開も考えられよう。

Nonperforming Loans and Public Asset Management Companies in Malaysia and Thailand

京都産業大学　猪口　真大

本稿は、マレーシアとタイにおいて、どのような要因が銀行の不良債権償却に重要な役割を果たしたのかを実証分析で明らかにしたものである。

1997 年に金融危機にみまわれたアジア各国では、危機後、金融機関の不良債権が急増し、その処理が進められた。多くの国で、銀行の不良債権を買い取る機関が設立され、不良債権の買い取りが進められた。一方で、危機後、銀行部門の様々な改革が進められるとともに、景気も回復していった。このような債権買取機関の設立が不良債権の処理に効果的であったとの指摘が多くあるが、銀行部門の改革やマクロ経済環境の改善も銀行の不良債権償却を促進する要因となったはずである。不良債権の処理に関して以上のような要因のうちどれが効果的なものであったのかを明らかにすることは、今後また新興国等で不良債権問題が発生する可能性が否定できないことを考えると、重要であるといえる。しかしながら、不良債権の発生と償却について様々な主張が存在するものの、これまでは不良債権の発生要因に関する分析が中心であり、東南アジア地域における不良債権処理についての学術的な研究はほとんどなかった。

本稿の分析対象であるマレーシアとタイでも、共に 1997 年のアジア金融危機の影響を強く受け、銀行部門で様々な改革が進められた。また、マレーシアでは “Danaharta” が、タイでは“Thai Asset Management Corporation (TAMC)”が設立され、銀行から不良債権を買い取った。ただし、両機関の設立の時期は、Danaharta が 1998 年で、TAMC が 2001 年である。さらに、両国とも危機後の景気は一時期を除いて 2000 年代半ばにかけて回復基調にあった。こうした状況の下、銀行各行の不良債権比率も減少傾向にあった。

そこで、本稿では、1990 年代の終わりから 2000 年代前半にかけてのマレーシアとタイの銀行の不良債権比率が、それぞれの買取機関による各銀行からの債権買い取り額、銀行各行の特性を表す変数、マクロ経済変数からどのような影響を受けているかを推定した。それぞれの国について、国内銀行各行のデータを用い、パネル分析を行った。結果からは、両国で不良債権の買い取りが不良債権処理を促進したことが示唆される。したがって、タイでは、2001 年より早い時期に買取機関を設立していれば、不良債権の処理がもっと早く進んでいた可能性がある。さらに、マレーシアでは、各銀行の規模や自己資本が不良債権比率に影響を与えており、タイでは、不動産価格や経済成長の上昇が不良債権処理を促したことがわかった。

The Impact of Connected Lending on Bank Risk and Performance: Evidence from Indonesia

アジア経済研究所　濱田美紀
一橋大学　小西　大

銀行が Related lending を行う理由としては、情報の非対称性の問題を補う information view とタネリングなど、預金者や少数株主から関係者への利益の移転　looting view という２つの見方がある。実際にはどちらの視点が支持されるかは、実証の問題である。そこでインドネシアの Related lending に関するデータを用いて、Related lending が銀行のパフォーマンスに与える影響に関して検証する。

インドネシアはアジア通貨危機の影響を受け経済が混乱したが、特に 1997 年 11 月の銀行閉鎖、1998 年の銀行取り付けに始まる銀行危機は、インドネシアの銀行部門に壊滅的なダメージを与えた。銀行部門の不良債権は膨れ上がり、多くの銀行が債務超過となった。
銀行の関係者への貸出しが 90%を超えていたという指摘がある。これを受けて中銀は、中銀への報告義務として貸出及び借入について、関係者とそれ以外の第三者にわけ、報告を義務付けたことで、関係者への貸出しが、通貨危機以降財務報告書で明記されるようになった。

インドネシアの銀行は、業績指標などでは、関係者貸出を除いた第三者からの預金および第三者への貸出を重視している。しかし、関係者の貸出は少なくともゼロではなく、銀行によって、また時期によってその割合は増加している。そこでこの関係者貸出が銀行にどのような影響を与えているのかどうかを検討する。

また通貨危機を境に、インドネシアの銀行部門のシステムは大きく改善した。危機以前のインドネシアの銀行部門は、途上国にありがちな問題を多く抱えていた（国営銀行主導の政府資金のチャネル。民間銀行は、グループ企業への資金経路）。監督機関の監視機能は十分に聞かず、プルーデンス規制も十分に効いていなかった。危機後は、中央銀行の独立性の維持や個別銀行の健全性の確保、プルーデンス規制の充実など、改革が進んだ。その結果が、銀行の行動にどのような変化を与えたのか。関係者貸出という特徴的な貸出を通じて、変化があるかどうかを検討する。

〈特別講演〉

金融行政の課題と取組み

金融庁長官　　三國谷　勝範

〈国際金融パネル〉

アジア共通通貨の可能性

愛知大学　栗原　裕

〔パネルの主旨〕

アジア通貨危機、ユーロ導入以来、共通通貨への提言は多々なされてきた。チェンマイ・イニシアティブの際にもこの問題に関心が集まった。共通通貨には、為替リスクや取引費用の削減、市場や選択肢の拡大を導く経済的効果のほか、政治・外交的なメリットもある。アジア共通通貨については、一部の研究者のみならず、政界、財界でも前向きなスタンスが示されているが、デメリットもあることは明らかであり、現実に導入が可能か否かと問われれば、否定的な見解が多いのが実態であろう。その理由については、最適通貨圏の議論が援用されることが多いが、もちろん経済的理由だけではない。

一方、共通通貨をいきなり導入するのではなく、アジア通貨のバスケット通貨建て債券の発行、アジア通貨単位の創設などを推進させるべきであるとの議論が活発になされ、現実にさまざまな取り組みも始まっている。

アジアに安定的な通貨が誕生することは、他国・他地域にとって悪い話ではないと思われる。通貨切り下げ競争が避けられ、通貨危機のような状況が発生する可能性は著しく減少するものとなろう。リーマンショックの際に、あらためてこの問題を想起させることとなったのは記憶に新しい。参加国のマクロ政策の運営が適切なものになる確率も高く、アジアの高い成長率や貯蓄率を有効に活用するといったメリットもある。その意味ではIMF、米国、欧州との協調、国際理解が必要となるであろう。さらには、各国が健全なマクロ経済運営を行うこと、市場の健全な醸成を図ること、構造改革を実施することがより一層求められよう。

今回、国際金融、とくにこの分野に精通しておられるパネラー、討論者の方々に、アジア共通通貨の導入の是非について、ご議論をいただく機会を得た。

日本にとっては国益に関わる大きな問題であり、本日の討論がきっかけとなって、実務家、研究者、所属機関などといった枠にとらわれず、幅広く多角的な観点から、活発な議論が提起されることとなれば幸いである。

〈国際金融パネル〉

アジア共通通貨への道のり

財務省　浅川　雅嗣

通貨制度のあり方に関しては、財務省はこれまで、１９８８年のＩＭＦ総会の総務演説において、中、長期的な国際通貨システムの改善案として準備資産の多様化を提案し、さらに１９９７年のアジア通貨危機のあと、ＡＳＥＭでの議論を活用して、東アジアにとっての望ましい通貨制度として通貨バスケット制を提唱してきた。いずれも、アプローチとしては、米ドルのみが基軸通貨としての便益を享受してきた現在の通貨システムに、一定の変更を示唆する方向での提言であった。

アジア共通通貨が最終的な政策目標かどうかは別にして、今後の東アジアにおける望ましい通貨体制とは何かを現実的に考えた場合、大きく２つの異なったアプローチが考えられる。一つは、あくまでアジア地域においては米ドルが基軸通貨としての役割を担っているとの事実を前提として、危機防止メカニズムを構築しようというアプローチ。もうひとつは、アジア通貨危機の経験も踏まえ、米ドルから一定の距離を置く通貨体制を構築しようとするアプローチである。たとえばＡＳＥＡＮ＋３の枠組みを活用して進化、発展してきたチェンマイ・イニシャティブは、現段階では介入通貨たる米ドルの相互融通メカニズムであるという点において、前者の立場に立ったシステムだといえるし、他方、アジア域内の豊富な貯蓄を活用して、外国からの投資に過度に依存することなく、現地通貨建てで長期資金の調達を可能とするよう域内の資本市場を整備していこうとするアジア債券市場イニシャティブは、米ドルへの過度の依存を減らすという意味で、より抜本的な通貨システムの構築を念頭に置いた政策アプローチであるといえよう。

現段階においては、米ドルに取って代わる基軸通貨が存在しない以上、直ちにドル基軸通貨体制に代替するシステムを構築しようとする試みは望ましくもなく、非現実的でもあろう。他方、ＡＳＥＡＮ＋３で進展してきた上述の２つのイニシャティブも、１０年たったところで、とりあえずの成熟段階を迎えているように見える。

東アジア地域において、今以上金融協力が進化するためには、財市場での統合、すなわち域内におけるモノ、ヒト、サービスの移動が自由化し、さらにそうした実物・資本取引が米ドルではなく、域内通貨、あるいはその複合体で行われるようになることが前提であろう。そうなって初めて、貨幣市場の統合、具体的にはその一歩として、アジア通貨間の為替変動幅を安定化させようという現実的な政策努力、システム作りが希求されることになる。そのためには、こうしたシステムに加盟するアジア諸国の間で、マクロ経済変数の収斂を促進するための政策協調メカニズム（サーベイランス）は当然不可欠となろうが、それと同時に、今は米ドルの融通メカニズムであるチェンマイ・イニシャティブが、アジアの域内通貨の相互融通メカニズムに転化する可能性も否定できない。

こうした個々の政策努力が、ひいてはアジア共通通貨に結びつくかどうか。それは、最終的には、域内の高度の政治的意思に依存することになるだろう。

〈国際金融パネル〉

2030 年代を見据えた国際経済・金融体制の展望
――アジア共通通貨導入とその工程表――

世界平和研究所　清水谷　諭

本報告では、世界平和研究所が昨年提言としてまとめた「2030 年代を見据えた国際経済・金融体制の展望」に基づいて、第 3 極としての「アジア共通通貨」の導入を提案する。アジア共通通貨のアイデアはこれまで何度も議論されてきた。しかし相対的な意味での米国の経済力の低下・中国の経済力の増大という歴史的な変化に直面する今こそ、再度議論を喚起し、日本としての戦略を立てておくことが有用である。

今回の世界金融危機は、実体経済からかい離した金融資本主義を背景に、金融技術が証券化を通じて極度に高度化する中で、取引のルールや情報開示といったグローバルかつ国内の市場整備・監督体制が立ち遅れたことによるもので、国際的な不均衡やアジアにおける直接金融市場の未発達がその影響を増幅した。

戦後 60 年間、グローバルな市場整備は、基軸通貨制度の提供という点までも含めて、もっぱら米国が行ってきた。今回の危機は、米国一国への依存はもはや不可能であること、特定地域の金融市場の混乱の影響が世界に瞬く間に広まる点を露呈し、開かれた多層的な国際経済・金融体制の構築が必要であることを明らかにした。

このためには、G20での新しい枠組みの下で、現状のIMF・世銀体制を補強するとともに、ドル基軸体制を補完する役割として、アジア共通通貨実現を目標としたアジアでの第3極形成により、世界の持続的かつ安定的発展に寄与していくことが重要である。アジア第3極の形成にはいくつかの大きなメリットがある。第1に、アジアが域内での相互依存を強めているにもかかわらず、米ドル建でその決済を行っており、域外の経済的変動に対して脆弱性を高めているが、共通通貨導入は貿易・資本取引を通じた域内経済の効率化・安定化させる。第2に、世界の成長センターになりつつあるアジアが統一的な政治的意志を持ち、様々な危機の解決の努力する環境を整えることは、世界経済の持続的な安定に資する。第3に、域内の相互理解の促進や政治的調整の円滑化といった政治的メリットも大きい。

アジア共通通貨の実現には、日本と中国が、韓国や他のアジア諸国と協調しつつ、その枠組みを整備していく必要がある。まず2010年代半ばまでに新しい国際的な金融監督・支援体制の構築のため、チェンマイ・イニシアティブの再構築およびアジア開発銀行の拡充強化を進めていくことが重要である。同時に、より中長期的な視点に立って、2010年代には第1段階として域内における協調メカニズムの構築、2020年代には第2段階として円・元・ウォン・他のアジア通貨を含むアジア共通通貨単位（ACU）の創設、さらに2030年代以降には第3段階として、アジア共通通貨の導入という3段階のステップを経る必要がある。

アジア共通通貨の実現は50年の大計である。EUの例を見ても明らかなように、共通通貨の実現のためには、日本を含むアジア各国は強い政治的なリーダーシップによって苦難を乗り越える必要がある。

〈国際金融パネル〉

アジアの金融統合に向けて

日本銀行　高橋 亘

アジア地域のおいては、国境を超えた企業活動が活発化し、域内貿易の増加などの経済活動の連関が進んでいる。本報告の目的は、こうした経済活動の発展を念頭に、今後のアジアの金融統合の方向を考えることである。

報告を通じて、①金融統合は誰のためにあるのかという基本的視点を今一度踏まえたうえで、②世界的な金融危機をのりこえるアジア経済の成長力とは何か、③いわゆるグローバリゼーションの下でアジア金融統合の動き、とりわけアジアの金融協力の成果としてとりあげられることの多い債券市場育成の動きをどう評価しうるか、④公的セクターの役割は何か、といった点について論じていきたい。

またアジアの金融統合は欧州の経験と対比して論じられることが多い。しかし政治・経済統合という大きな枠組みのなかで金融統合・共通通貨を成し遂げつつある欧州と、通貨危機の克服をへて金融統合を指向するアジアのとの間には、より利便性の高い地域市場を目指すという共通は多いものの、アプローチにおいて若干の違いもあるようにも思える。そこで欧州の動きも参考にアジアの金融統合の方向も考えてみたい。

（１）アジア危機以降の金融統合の変遷
（２）アジア債券市場育成の評価
（３）金融統合に求められるもの
（４）欧州の経験から何を学ぶか
（５）結びに代えて

なお本報告は報告者の個人的な見解であり、必ずしも所属機関の見解ではないことを予めお断りしておきたい。

中小企業の取引金融機関数
――中部・北陸地区における実証分析――

東洋大学大学院　石川　英文

１．目的

本稿の目的は，取引金融機関数を中心とした実証分析を行うことにより，金融機関と中小企業の貸出関係について，ファクトファインディングを行うことである。

２．分析方法

『帝国データバンク会社年鑑』1995 年版，2001 年版，2009 年版を用いて，中部・北陸 7 県について，県ごとに中小企業 200 社をサンプリングし，取引金融機関数の決定要因について実証分析を行った。

３．分析結果

中部・北陸圏においては，複数行取引が主体であり，かつ，1995 年から 2009 年にかけて取引金融機関数は増加傾向にあることが判明した。取引金融機関数の決定要因については，県や年度によってその特徴は異なる。売上高と取引金融機関数はいずれの県や年度でも，正の相関関係にある。一方で，地域でのメイン占有率が高い金融機関の強さによって県ごとの競争環境に差が生じている可能性があることが判明した。

キーワード：中小企業　複数行取引　取引金融機関数

営業地盤を考慮した地域銀行技術効率性と多角化戦略
――Non DiscretionaryDEA モデル――

青森公立大学大学院　山本　俊

本稿は経営多角化が金融機関経営に与える効果を技術効率性の視点から、実証的に検証する。この検証を行う前に、従来の地域金融機関効率性研究では注目されてこなかった効率性測定面での 2 つの問題に注目した。

第 1 は、金融機関にとって外生的な要因が効率性の測定に与える影響である。本稿は、地域金融機関を分析対象としていることから、効率性に影響する外生要因として、地域性に注目し、その影響を制御して効率性を測定するために、Non-discretionary DEA を用いた。

第 2 は、金融機関内部の意思決定の効率性への効果は、即時に実現しない可能性を考慮したことである。本稿では、一定時間を通じて効率性を用いるのに、widow 法を用いた。

これらに関連して、ND-DEA の必要性の検証を行った。従来の研究で用いられてきた通常の DEA による効率性は、地域性の影響を受けた見かけの効率性である可能性が高いことから、ND-DEA を考慮する必要性がある。つぎに、ND-DEA により外生要因の影響を制御して測定した効率性と従来の効率性とを比較した結果、特に経済水準が停滞している地域の銀行に地域制による大きな負の影響があることが確認された。また、ND-DEA により効率性を測定し、技術的非効率性と規模の非効率性の大きさを比較した結果、従来の DEA により先行研究で報告されている結果とは異なり、規模の非効率性の方が大きい結果となった。

以上を踏まえ、生要因の影響を制御しない従来の DEA による効率性測定を window 方により、一定期間を通じて測定し、銀行経営の多角化との関係を分析した結果、経営多角化による効率性への影響は確認できなかった。しかし、ND－DEA による効率性測定を window 方により、一定期間を通じて測定し、銀行経営の多角化との関係を分析した結果、経営の多角化は、効率性を高める上で有効であることが確認された。

従って、本稿では、経営多角化に意欲的な銀行ほど、規制緩和や情報通信技術の発達による環境変化を巧みに利用し、効率性を高めている可能性があると結論付ける。

The Roles of Relationship Lending and Utilization of Soft Information on Bank and Performance in Competitive Local Markets

神戸大学　與三野 禎倫
神戸大学大学院　中　岡 孝剛

我が国では、2003 年の金融審議会報告『リレーションシップバンキング（以下、リレバン）の機能強化に向けて」以降、中小企業金融に対する一つのビジネスモデルとして注目を集めるようになっており、学会においても日本のマイクロデータを用いた研究が蓄積されている。しかし、それは企業側のデータを用いた分析であり、銀行がリレバンによるソフト情報の利用によって、パフォーマンスを向上できるのかどうかは分析されていない。

そこで本稿では、地域金融機関（地銀、第二地銀、信用金庫）に対するアンケートデータを用いて、リレバンによるソフト情報の利用が、貸出パフォーマンスに影響を及ぼすか否かを分析している。具体的にはアンケートデータを因子分析することで、３つのソフト情報の利用に関する潜在変数（企業の組織形態に関するソフト情報、企業の取引関係に関するソフト情報、企業の事業と経営者に関するソフト情報）を抽出し、貸出収益率と不良債権比率との関係を分析している。

分析の結果、ソフト情報の利用は、銀行の貸出収益率を向上させ、統計的に有意ではないが不良債権比率を低下させることが示された。特に抽出された３つの潜在変数の中でも、収益性の向上において、企業の取引関係に関するソフト情報が最も重要なソフト情報となっていることが示されている。また、競争的な市場において、ソフト情報を利用することで貸出における収益性を確保できることが示された。

これらの結果はリレバンの研究における新たな発見事実であり、貸出技術の発展による他業態の競争圧力の増加に対して、リレバンによるソフト情報を利用した貸出方法が、地域金融機関の収益確保に寄与していることを示している。

企業価値と確定拠出年金制度

九州大学大学院・山本　御稔

「確定拠出年金制度に変更すれば退職給付債務がなくなるのに」。筆者が直に聞いたある大手行の融資担当者の言葉である。2001 年から我が国に導入された確定拠出年金制度は、初めての本格的な拠出建ての企業年金制度である。その特徴はさまざまにあるが、企業財務の視点からは、退職給付債務の計上の必要がないことや、退職給付費用が安定することが挙げられる。適格退職年金制度、厚生年金基金制度あるいは確定給付企業年金制度という従来型の企業年金制度は、我が国の高齢化と轍を供にする労働者の高齢化を受けて、企業財務の中でも大きな位置を占め、場合によってはバランスシートの負債や、損益計算書に重大な影響を及ぼす。影響を軽微にするために企業年金制度の条件変更を行えばよいかというと、変更には加入者や受給者等の同意を必須とするために軽々には行えない。これらの課題が企業を苦しめ、冒頭の大手行の担当者の言葉となった。

本稿は大きく 2 つの分析から成り立っている。最初の分析は確定拠出年金制度が、企業の財務負担を本当に軽くしているのか、そして、それにより経営効率は高まっているのか、という疑問に答えるものである。3,000 社弱の標本を用いて、確定拠出年金制度の実施、未実施別に分析した結果、確定拠出年金制度実施企業の経営効率（ROA、ROE、トービンの Q）は有意に高く、退職給付債務や退職給付費用は低いことが確認された。

コーポレート・ガバナンスの視点を加味した分析も行った。確定拠出年金制度の運営管理をビジネスとしている大手行がメインバンクとなっている企業が確定拠出年金制度を実施している場合には、確定拠出年金制度実施の効果はより高いことが確認された。この点から、大手行メインバンクは、コーポレート・ガバナンスの観点から企業に確定拠出年金制度を実施させることにより、財務効率を高めているという推察を強化した。

2 つめの分析は企業価値と確定拠出年金制度との関連についてである。企業価値を株式時価総額として、確定拠出年金制度実施と株式時価総額の伸びおｔの関係を重回帰分析した。分析の結果、確定拠出年金制度の実施は株式時価総額の伸びに有意に寄与していることが確認された。

これらの分析により、確定拠出年金制度は企業の経営効率を高める効果があること、その効果を“狙う”ために、コーポレート・ガバナンスの一環として大手行メインバンクは確定拠出年金制度を実施させている可能性があること、確定拠出年金制度の実施により企業価値が高まることの可能性が示された。

世界金融危機におけるシステミックリスクの検証
――CDS を用いた実証分析――

武蔵大学　大野　早苗

本研究はサブプライムローン問題を契機とする世界金融危機における内外の金融機関への波及効果を検証したものである。本研究では銀行、証券会社、保険会社を含む内外 59 の金融機関を対象とし、これらの金融機関を参照企業とする CDS を用いて分析する。

昨今の世界金融危機において、CDS プレミアムはリスク・プレミアムを反映して高騰したと指摘されている。リスク・プレミアムは投資家の危険回避度やマクロ経済環境の不確実性が関わるが、投資家の危険回避度は流動性制約の影響も受ける。したがって、各金融機関の CDS には市場流動性やマクロ経済環境の不確実性などが反映されているものと考えられる。

各金融機関の CDS に影響を与える要因としては上記のような共通ファクターの他に、金融機関間の相互依存性が挙げられる。今回の世界金融危機ではカウンターパーティー・リスクが改めて認識されたが、昨今の金融市場は金融保証取引や各種のデリバティブ取引の拡大などにより複雑性を増している。

本研究では構造 VAR モデルを用いた上で、内外の金融機関の CDS に対してどのような要因が影響を及ぼしていたかを、各金融機関の相互依存性、共通ファクターの影響を考慮して検証する。共通ファクターとしては、マクロ経済環境の不確実性の指標として米国の株価指数を、市場流動性指標として TED を用いる。

推計結果としては以下のような結果を得た。まず、各金融機関の CDS の上昇要因として、マクロ経済環境の不確実性の増大が示唆された。市場流動性の影響に関しては、短期負債に偏った資金調達構造をしていた米投資銀行などに対する影響がとりわけ大きく、また、公的支援を受けた金融機関の CDS に対する流動性逼迫の影響も大きかった。概して、銀行の CDS のほうが保険会社の CDS よりも市場流動性の影響を受けやすい傾向がみられたが、保険会社のなかでもデリバティブを駆使して最低支払額保証付きの変額年金を主力商品としていた保険会社に対する影響も顕著であった。米モノライン危機や AIG の経営危機は、米国の内外を問わず、また業態を超えて影響が及んでいたことが確認されたが、AIG の CDS の影響は米国の保険会社の CDS よりも EU の保険会社や銀行の CDS に対して顕著にみられた。各銀行、保険会社は自己資本比率規制、あるいはソルベンシー・マージン規制への対策の一環として CDS を利用していたとの指摘があるが、CDS の最大の売り手であった AIG の破綻はカウンターパーティー・リスクとして他の銀行、保険会社の CDS へと波及していったことが示唆された。

金融規制強化と証券化市場

横浜国立大学　　高橋　正彦

2007 年夏以降の米国発のサブプライムローン問題や、2008 年秋の「リーマン・ショック」以降の世界金融危機を受け、そうした事態の再発防止のため、以下のように、国内外で、証券化をめぐる規制強化の動きが広がってきた。

（１）ＢＩＳのバーゼル銀行監督委員会による「バーゼルⅡの枠組みの強化案」（2009 年１月公表）は、銀行等の自己資本比率規制に関して、ＣＤＯ等の再証券化エクスポージャーへの高いリスクウェイトの適用などを提案した。

（２）金融庁は、主要行等向け・中小金融機関等向け監督指針の改正（2009 年 8 月）により、証券化商品等のリスク管理に関して、着眼点を追加した。

（３）証券取引等監視委員会は、金融商品取引業者等検査マニュアルの改正（2009 年 5 月）により、証券化商品の引受態勢に関する着眼点を追加した。

（４）日本証券業協会による自主規制規則、「証券化商品の販売等に関する規則」（2009 年 6 月施行）は、金融商品取引業者に対し、証券化商品のトレーサビリティーの確保を目的として、顧客への原資産等の内容やリスクに関する情報伝達等のための態勢整備などを要請した。併せて、証券化商品の開示情報の標準化のため、「標準情報レポーティング・パッケージ（ＳＩＲＰ）」を導入した。

（５）企業会計基準委員会による「連結財務諸表における特別目的会社の取扱い等に関する論点の整理」（2009 年 2 月公表）は、ＳＰＣ等との連結に関して、証券化実務に配慮した現状の取扱いの見直しを打ち出した。

（６）金融商品取引法の改正（2009 年 6 月 24 日公布）により、信用格付業者（格付機関）に対して、新たに公的規制が導入された。

これらの規制強化は、主に米国で組成されたＲＭＢＳやＣＤＯなどの証券化商品に対する反省を踏まえて、G20 を中心とする国際協調路線のなかで、規制・監督当局側の主導により、整備されたものである。一方、我が国の証券化商品・市場については、米国のような深刻な問題は、ほとんど起きていない。それにもかかわらず、我が国でも一律に規制を強化することには、疑問もある。

世界金融危機のなかで、多くの投資家がリスク回避姿勢を強めたことなどから、我が国における証券化商品の発行額は、2007 年以降、前年比減少してきている。このように逆風が吹くなかでの規制強化は、市場にとって一層の制約要因となり、金融規制の意図されたプロシクリカリティーの問題を招きかねない。

本報告では、今般の世界金融危機と証券化との関わりや、国際的な政策協調の重要性、日米の証券化商品・市場の相違などを踏まえたうえで、最近の金融規制・監督強化の動きに対して、冷静な検討と評価を行いたい。

国債「市中消化」と財政投融資がマネーストックに与える影響

中央大学大学院　近廣　昌志

貨幣の増加要因を銀行貸出にその中心を求める内生的貨幣供給理論であるが，銀行貸出の重要性を認識しつつ，市中銀行引受による国債の「市中消化」および財政投融資が，マネーストックに対する増加要因として作用することの理論的な解明を試みたものである。

一般的には国債の市中消化と評されるのであるが，1960 年代以にみられる引受シンジケート団による国債引受は，マネーストックへの影響をニュートラルにするという意味における市中消化とは言えない点を解明する。中央銀行による直接引受を排除しても，同じく信用創造機関である市中銀行が国債を引受あるいは保有することは，マネーストックへの増加要因として作用することを，中央銀行，市中銀行および民間のバランスシートの動きを追うことで示すことが可能である。

具体的には，新発国債について，①中央銀行による直接引受，②市中銀行による引受，③非預金取扱主体による引受，以上の３つのケースで，バランスシートの動きをシミュレーションすることで，①と②とでは，結果的にマネーストックに対する影響に差異がないことを論証した。つまり，中央銀行および市中銀行による国債引受では，経路あるいはその順序の違いが認められるものの，内生的貨幣供給理論の見地からすれば，共に預金創造＝信用創造機関であるが故の帰結と考える必要性を提唱するものである。従って，市中消化とは，銀行システムによる引受か否かによって捉える事が有効であるといえる。市中銀行による対民間貸出と，国債の市中銀行引受は，マネーストックへの影響として，結果的に差異を認めることができないのである。

なお，一旦中央銀行によって直接的に引受けられた国債を，市中銀行に対する売りオペーレーションを実施した場合も，やはり市中消化にはならない点を証明する。

更に，米国債の海外部門による保有についても，特に，海外の銀行部門による引受あるいは保有による両国のマネースクックへの影響，についても検討している。

また，長らく積極的に活用されてきた財政投融資についても，その原資である旧郵便貯金の受入れから財政投融資の支出時までを，中央銀行，市中銀行，民間の各経済主体のバランスシートの動きを追うことで，マネーストックの増加要因であることを示している。

報告者は，各主体のバランスシートの動きを見る場合，銀行実務に即してシミュレーションを行っており，更に，市中銀行に対する中央銀行の金融調節の必要性も考慮に入れているため，内生的貨幣供給理論のフレームワークにおける理論的検討と言えるが，貨幣の増加要因として，銀行貸出以外の貨幣供給ルートの理論的解明に繋がる内容を目指したものである。

産業別の企業物価は相互に関連しているか

東海大学　石森　良和

本稿では、ほぼ 80 年代後半から 2000 年代前半にかけての主要な部門別の企業物価の変化の相互関連があるかどうかを中心に調べていく。産業別の企業物価という細かい物価の動きを調べることになった経緯は以下のようなものである。

そもそもの問題意識は 90 年代に始まるデフレの形成メカニズムを探求してみたいというものであった。

物価には消費者物価、GDP デフレータなどがあるが、デフレが一番早く始まったのは国内企業物価で 1991 年 11 月からである。その事実を手がかりに景気の転換であった 1991 年 2 月前後のフィリップス曲線を調べるとその間に下方シフトがみられた。

ところが、1991 年ごろ、日銀などに警戒されていたのはむしろデフレよりもインフレであった。しかし、その年の 11 月から国内企業物価はマイナスに転じている。

そこで思いついたことは、デフレはいっせいに起きたのではなく各産業ごとに時間的前後関係を持っておきたのではないか、ということである。

そこで問題の 1991 年を中心とする数年間について、すべての産業別の企業物価について時系列のグラフを作ってみた。すると、国内企業物価のなかで電気機器、輸送用機器、加工食品、一般機器、その他工業製品という 5 つの物価がほかの産業別物価と違う動きをしていることがわかった。この 5 つは国内企業物価のなかでウェイトの野大きさで 1 番から 5 番目までを占める。この 5 つの産業別企業物価のあいだに相互関連が見られるのではないかと想定した。

最終的には、産業別の企業物価のなかからウェイトの大きさやグレンジャーテストの結果などを勘案して電気機器、輸送用機器、その他工業製品、そしてウェイトが 6 番目に大きい化学製品の物価を選んだ。そのほかに、貨幣の指標と円ドルレートを内生変数とし VAR 推定をおこなった。推定期間は 1981 年 1 月から 2005 年 12 月、ほぼルーブル合意から日銀の量的緩和解除までの期間に当たる。

その結果、インパルス応答において、たとえば電気機器と輸送用機器、電気機器と化学製品のあいだに相互の関連が認められた。

しかし、これによって主要物価間に相互作用が認められたと主張する意図は全くない。

ここで最終的におこなったことは前述のとおり、ルーブル合意から量的緩和解除までの比較的安定していた時期について適当にラグをとってインパルス応答をとった結果、以上の結果を得たということである。　本稿のタイトルを「相互作用」ではなく「相互関連」とした理由である

Regional Inflation (Price) Behaviors: Heterogeneity and Convergence

筑波大学・永易 淳

本研究は、三カ国（日本、アメリカ、イギリス）の地域データを用い、次の二点を分析する。１）一国内におけるインフレは地域により異なるのか、２）その場合、物価には収斂の傾向があるのか否か。本研究では、比較的一様と一般的に考えられている日本にのみ、地域間のインフレが異なることや、日本国内の地域格差は収斂の兆しもないことを示している。統一通貨を導入する際、国家間のインフレ一様化の重要性が研究者や経済政策担当者から頻繁に議論されたが、統一通貨圏（日本）における上記の実証結果はこの一般論に疑問を投げかける。

EXCHANGE RATE MOVEMENTS AND FOREIGN DIRECT INVESTMENT (FDI): EVIDENCE FROM JAPANESE INVESTMENT IN ASIA, 1987-2008

大阪大学　　高木信二
大阪大学大学院　　石　宗英

The paper has explored the question of how exchange rate movements affect foreign direct investment (FDI) flows from a developed to developing and emerging market economies, a topic that has so far received relatively little attention. We have accounted for three possible channels of influence: (i) the level of exchange rates; (ii) exchange rate volatility; and (iii) expectations of future exchange rates. Based on existing theoretical and empirical studies, and corresponding to these channels, we have tested: (i) whether a depreciation of the host country currency encourages FDI inflows into the country; (ii) whether a more volatile exchange rate of the host country currency discourages FDI inflows into the country; and (iii) whether an expected appreciation of the host country currency encourages international investors to increase their investment.

The focus of the paper was on the impact of exchange rate expectations on FDI, an area of critical gap in the literature. To capture future expected depreciation or appreciation, we followed Chakarabari and Scholnick (2002) to use the third moment (skewness) of monthly exchange rate changes except that we have improved on their measure by utilizing the information contained in the current year as well as in the previous year. Assuming that exchange rate expectations are inelastic, we defined positive skewness as a depreciation shock for the Japanese yen, and negative skewness as an appreciation shock. The empirical results are consistent with the theoretical regularity suggested in the literature on exchange rate expectations that a larger depreciation shock is associated with mean-reverting expectations, namely, the yen exchange rate will revert (appreciate back) to its equilibrium level in the future.

We have filled a critical gap in the literature by highlighting the importance of exchange rate expectations on FDI decisions, especially those involving investment flows from a developed to emerging market economies. Our results clearly indicate that source country investors, in making a decision to purchase host country asses, are interested in the future stream of revenues and returns denominated in their own currency. This obvious fact also presents implications for policymakers in emerging and developing countries who want to maintain a stable flow of inward FDI. To the extent that actual FDI inflows respond to current and expected exchange rate changes, sharp exchange rate fluctuations may well create volatile FDI inflows. Avoiding erratic exchange rate behavior with respect to the currencies of major source countries is a way to prevent similarly erratic movements in FDI inflows.

What Drives the Time-Series and Cross-Sectional Variations in Bank Capital Ratios

一橋大学大学院　Chen Sichong

This paper documents the time-series and cross-sectional variations in bank capital ratios and investigates their underlying driving forces by using listed Japanese commercial banks data from 1977 to 2009. This paper presents an overall framework to analyze time-series and cross-sectional variations in bank capital ratios. In particular, the present-value model allows us to decompose the changes in capital ratios into three components: the variations in expected future discount rates, expected future profitability and expected leverage ratios. We further employ the variance decomposition approach to show quantitatively how much these factors have contributed to the variation in bank capital ratios. We find that the expected future discount rates dominate the time-series variation in bank capital ratios, while the expected future profitability has played an almost equally important role as the expected discount rates in the cross-sectional variation.

Negative Impacts of Capital Injection Policies on the Capital Crunch

Japan Society for the Promotion of Science (Hitotsubashi University)
Takeshi Osada

This paper empirically investigates the effects of capital injections into Japanese banks, which were based on the Financial Function Stabilization Law and the Early Strengthening Law, on the capital crunch. We demonstrated the possibility that capital injection policies have both positive and negative effects on capital crunch, and then examined which effects have been observed in the Japanese banking sector. Using financial panel data for all Japanese commercial banks, we estimated the dynamic panel models.

The main contributions of this paper are threefold. First, we found that capital injections had a negative impact on capital crunch. Though the capital injections were expected to free banks from capital regulatory constraint, Japanese banks that had received capital injections became more sensitive about their capital adequacy ratios, and reduced their loans; the exception was the domestic banks that got capital injection based on the Early Strengthening Law.

Second, we found asymmetric effects of the Early Strengthening Law on international and domestic banks. Unlike the international capital-injected banks, domestic banks which received injections based on this law became less sensitive about their own capital adequacy ratios and increased their loans: both Total and SME Loans. This means that the capital injections had positive effects on their capital crunch.

These two findings tell us that capital injections do not necessarily prevent capital crunch. What is the difference between success and failure? We found that this has a lot to do with the difference in the frameworks of capital injection policies. This third finding suggests that the manner of conducting capital injection policies is a very crucial matter and the careful design of capital injection policies is very important.

We demonstrated that capital injection policies could not ease, but, in fact, plagued banks with capital crunch, which may have been the cause of a prolonged depression in Japan. What was and will be needed is a greater appreciation of the potential adverse effects that capital injection policies can have on the economy.

＜共通論題＞

世界危機後の企業金融の変貌 ～日本の金融システムの再構築に向けて～

座長　名古屋大学　家森　信善

2008 年９月のリーマンブラザーズの経営破綻後、日本経済はこれまでにない急激な景気後退を経験し、日本企業の業績は大幅に悪化した。たとえば、トヨタ自動車は 2008 年３月期には 1.7 兆円の当期純利益をあげていたにもかかわらず、2009 年３月期には 4370 億円の赤字に転落してしまった。

ただし、実体経済の悪化の度合いに比べると、企業倒産の増え方は抑制されたものであったといえる。たとえば、東京商工リサーチ社の『全国企業倒産白書』によると、倒産件数は 2001、2002 年に 19000 件を超えたのに対して、2008 年、2009 年は 15000 件台である。また、中小企業の資金繰りに関するアンケート調査でも、確かに資金繰りは急激に悪化したが、地域金融機関が相次いで破綻した 2001 年前後と比べると状況は厳しくないようである。

こうしたことには、拡張的な財政政策、信用保証制度の拡大（緊急保証制度の創設）、政府系金融機関による融資の拡大、日本銀行による低金利と流動性の供給、金融庁による銀行監督政策面の対応（自己資本比率規制の改定など）などが寄与したことは疑いがない。

ある程度情勢が落ち着いてくるとともに、議論の焦点は、緊急対応の方法から、問題の根源を探り、改善の道筋を探ることに移ってきている。現実にも、これまでと異なった金融機関経営や金融監督行政が志向されているように思われるが、これらは金融や経済のファンダメンタルな変化への対応として理解されるべきものが多い。

そこで、本共通論題では、世界危機後の新しい環境の下での企業金融のあり方について検討するために、4 人の研究者に報告をお願いした。

植杉威一郎氏（一橋大学）は、中小企業の金融取引の実態を独自のアンケート調査によって解明し、政府関与のあり方などについての見解を示している。広田真一氏（早稲田大学）は、大企業の資金調達問題に焦点を当てて実証的な分析を行い、欧米企業とは異なって、日本企業が株主利益よりも安定性を重視した財務行動をとってきたことを示している。

小野有人氏（日本銀行）は、金融危機後の金融規制の国際的な変化について説明し、そうした外部環境の変化が企業金融にどのような影響をもたらすかを検討している。最後に、花崎正晴氏（日本政策投資銀行）は、近年の企業金融のファンダメンタルな変化について検討し、金融機関に求められる課題を整理している。

いずれの報告も第一流の実証的、理論的な研究をベースにしており、たいへん興味深く含意に富むものである。本共通論題が、今後の金融システムを考える上で、聴講の先生方の研究に資することを期待している。

〈共通論題〉

中小企業金融における企業と銀行間関係

一橋大学　植杉　威一郎

本報告では、まず、1990 年代後半以降における中小企業と金融機関の関係を概観する。次に、2008 年秋以降の金融危機に際して、この関係がどのように変化したかをアンケート調査結果などに基づいて説明し、将来の方向性について論じる。

1.　中小企業と金融機関関係の特徴

(1)　企業と金融機関の取引期間

日本における企業と金融機関の関係は、取引が長期間にわたり安定的であること、メインバンク以外の金融機関からも借り入れるために小規模企業でも複数行取引であることが特徴である。一方、日本のデータを用いた実証分析に基づけば、取引期間が長いからといって、必ずしも借入金利の低下や資金アベイラビリティの改善が見られるわけではない。

(2)　貸し渋りと追い貸し

企業の割引現在価値（NPV）が正であるにもかかわらず金融機関が貸出条件を厳しくする貸し渋りや､企業の NPV が負であるにもかかわらず金融機関が金利減免や支払猶予などの延命措置を講じる追い貸しの存在が指摘されてきた。これまでの実証分析では、大企業と比べると、中小企業での追い貸しは限定的であるとの結果を得ている。

(3)　政府による関与の影響

日本では、他の先進国に比して、政府系金融機関による貸出や信用保証の占める役割が大きく、貸し渋りの緩和にも貢献した。一方で、全額を信用保証付き貸出に依存する企業に対して金融機関によるモニタリングのインセンティブがなくなるなどの課題がある。

2.　金融危機の影響

金融危機に端を発する日本経済の低迷は、金融機関における不良債権の累積ではなく、外需の落ち込みを通じた実体経済悪化が主因である。企業業績は良いが金融機関側の原因により貸出条件が厳しくなるという意味での貸し渋りは、大手行以外では少ない。こうした中で、比較的大きな中小企業に対しては、メインバンクによる貸出残高が増加する動きが見られる。留意すべきは、この動きは、緊急保証制度など政府部門による大規模な信用リスクの肩代わり策によるところも多いことである。これらを踏まえ、金融危機後における中小企業と金融機関のあるべき関係について論じる。

〈共通論題〉

日本の大企業の資金調達
――過去・現在・未来――

早稲田大学　広田　真一

本報告では、1970 年代から直近の 2000 年代後半までのデータを用いて、日本の大企業の資金調達行動を解明する。日本企業の資金調達の行動原理は何か、それは時とともに変化しているのか、またそれは今回の世界金融危機の局面においてどのような意味をもったのかを考察する。

日本の大企業の 1970 年代から今日までの資本構成のデータを眺めてみると、そこで一貫して見られる特徴は負債比率が年々低下していることである。日本の大企業約 500 社でみると、負債比率（負債合計 / 総資産）は 1973 年には 77.3%であったが、2008 年には 55.4%に低下している。そして、一見これと矛盾するようなもう 1 つの特徴は、銀行からの借入金の比率が 1990 年代以降ほとんど低下していないことである。これを同じく日本の大企業約 500 社のデータで見ると、借入金比率（借入金/ 総資産）は 1990 年の 29.5%が 2008 年になっても 26.0%とほぼ横ばいである。また、メインバンクからの借入比率（メインバンク借入金 / 総資産）も、1990 年の 6.4%から 2008 年には 6.8%とほとんど変化していない。

「負債比率の低下」と「銀行借入依存の継続」、この 2 つをどのように理解すればいいのだろうか。欧米のコーポレートファイナンスの研究においては、企業の資金調達行動（資本構成）は、通常トレードオフ理論で理解される。これは、企業が株主の利益を最大化するように、負債の節税のメリットとエージェンシーコストをバランスさせるように負債比率を決定するというものである。そこで、日本企業のデータを用いてトレードオフ理論に基づいて回帰分析を行うと、ここ 30 年間の日本の負債比率はむしろ上昇しているはずであるとの結論が導かれる。すなわち、トレードオフ理論は日本企業の現実の負債比率の変化を説明していない。

そこで本報告では、日本企業の資金調達原理に関する代替的な仮説を提示する。それは、企業が株主の利益最大化ではなく企業の存続や内部者の利益を最大にするように資金調達方法を決めているというものである。その場合には、企業は倒産のリスクを小さくするために、可能な限り負債での調達を避けて内部資金での調達を優先する。そして、もし負債での調達が必要な場合には、社債発行等に加えて銀行・メインバンクからの借入を行うことによって倒産リスクをヘッジする。こうした行動がここ 30 年間の負債比率の低下と銀行借入依存の継続という形で現れたと考える。

上記のような財務政策は、効率の追求よりリスクの回避に重きをおくという意味で保守的なものである。したがって、企業の存続や内部者の利益にはプラスであるが、株主利益の最大化の観点からは必ずしも評価されないであろう。事実、2000 年代に入ってから、日

本企業の財務政策は外国人投資家やマスメディア等から批判されてきた（低ＲＯＥの原因など)。しかしながら、この保守的な財務政策が日本企業の安定性を高めてきたことは事実である。これは今回の世界金融危機を通じて明らかになったといえよう。世界的な不況下でも日本の大企業には倒産はほとんど見られなかったし、金融市場が機能停止したときにもメインバンク借入によって企業の資金繰りに大きな問題は生じなかった。そして金融危機前とは逆に、今度は日本企業の安定した財務基盤がその強みとして評価されることになった。

本報告では、日本企業の安定性を重視した財務政策がここ 30 年間ずっと続いてきたのか、あるいは近年それに何らかの変化が見られるのかを考察する。そしてそこから、日本の企業金融の今後を展望する。

〈共通論題〉

金融規制・監督の変化と企業金融

日本銀行　小野　有人

本報告では、金融危機後の国際的な金融規制・監督の見直しをめぐる動きや、日本における危機対応策について整理し、これらが企業金融に及ぼす影響について考察したい。

1. 国際的な金融規制・監督の見直し

現在、G20 や金融安定理事会（FSB)、バーゼル銀行監督委員会などを中心に国際的な金融規制改革論議が進展している。提案されている内容は、自己資本比率規制の強化、新たな流動性規制の導入、プロシクリカリティの抑制、システミックに重要な金融機関に対する規制・監督の厳格化など多岐にわたるが、本報告では、「規制水準の強化 vs. 経済変動の平準化」、「ミクロ健全性規制 vs. マクロ健全性規制」という 2 つの座標軸から整理する。

2. 日本における危機対応策

企業金融面での短期的な危機対応策として、わが国では、緊急保証制度・景気対応緊急保証制度の創設やセーフティネット貸付・危機対応融資などの直接的な資金繰り支援策に加えて、貸出条件緩和債権の例外規定の見直しや中小企業金融円滑化法の制定など、金融機関に対する規制・監督を通じた間接的な対応策がとられた。また、英米等でみられた金融機関の債務保証や公的資本注入等、金融機関の資金繰り・資本基盤を直接的に支援する施策が広範に発動されるには至らなかったが、金融機関の株式保有リスクが顕在化し、改めて対応を迫られることとなった。

3. 企業金融への影響

短期的な危機対応策の功罪について、①危機後の企業の資金繰り逼迫の原因に適切に対応したものであったか、②企業や金融機関のインセンティブを歪めるものとなっていないか、③90 年代以降の日本の企業金融システムの見直しに向けた動きと整合的か、等の観点から考察する。

また、今後予想される国際的な金融規制・監督体制の見直しは、日本の金融機関のビジネスモデルやリスクテイク誘因、さらには企業の資金調達（アベイラビリティ、金利）にも影響を及ぼすと考えられる。本報告では、考えうるいくつかのシナリオを提示し、議論に供することとしたい。

〈共通論題〉

危機後の金融システムの展望と金融機関の課題

日本政策投資銀行　花崎　正晴

１．金融技術の発達とOTD モデル

金融工学を基礎とした金融技術の進化により、ローンの証券化が進展。その証券化を究極まで推し進めたものが、OTD（originate-to-distribute）モデル。

２．金融危機とOTD モデルの破綻

サブプライムローン問題に端を発する今次の金融危機の結果、OTD に基づく証券化のモデルは大きく後退。また、過度なクレジット・ビジネスに依拠していた投資銀行等は、事実上破綻に追い込まれた。

３．「貯蓄から投資へ」を巡る論点

個人の資産選択のなかで、預貯金よりも株式投資を政策的に奨励することは、果たして妥当か？直接金融が、今後の望ましい金融システム像か？

４．金融取引の新しいパラダイム

金融技術の高度化や複雑化に伴い、むしろ金融仲介機関の役割は増大。直接金融か間接金融かといった伝統的なパラダイムの意義は薄れ、金融仲介の機能と市場メカニズムとが有機的に結びつく新しいパラダイムへと変化。

cf. Allen and Santomero (1998)

５．金融仲介機能はもはや不要か？

企業部門が、投資超過から貯蓄超過へと変化した昨今の状況からして、家計部門の貯蓄を吸収し、企業部門へ資金を供給するという金融仲介機関の基本的役割は、不要になっているのではないか？

↓

企業レベルデータで確認すると、企業間の異質性は総じて大きく、金融仲介機能に対するニーズは依然として存在。

６．金融機関に求められるもの

今次の危機を契機に、金融機関の業務運営には大きな反省が求められている。将来への教訓として次の三点を指摘したい。第一に、金融機関のビジネスモデルに関しては、過度にマーケットに依存した金融のみではなく、リレーションシップ型の金融の重要性が再認

識されるべきである。第二に、昨今のグローバル化あるいは複雑化した金融、経済環境のもとでは、金融機関の情報機能や金融技術力に大きな期待がかけられている。情報の非対称性の問題を緩和するための情報機能の強化、深化は、多くの金融機関にとって喫緊の課題である。第三は、バランスシートの健全性確保である。リスクに見合った十分な自己資本を確保することは、金融機関が安定的かつ健全に業務を営む最も基礎的な要素であることが再認識されるべきである。__