金融学会会報

2018年度

日本金融学会春季大会

研 究 報 告 概 要

期　日　　2018 年 5 月 26 日（土）・5 月 27 日（日）

会　場　　専修大学　生田キャンパス

（〒214-8580　神奈川県川崎市多摩区東三田 2-1-1）

最寄り駅・バス停と所要時間：

小田急線「向ヶ丘遊園」駅北口よりバスで約 10 分（「専修大学 120 年記念館前」下車）

東急田園都市線・横浜市営地下鉄「あざみ野」駅よりバスで約 35 分（「専修大学 120 年記念館前」下車）

小田急線「向ヶ丘遊園」駅南口から徒歩 14 分

この他、両日とも朝夕の混雑時間帯を中心に、向ヶ丘遊園駅北口と 9 号館（会場となる 10 号館に隣接）を結ぶ学会専用シャトルバスを準備いたします。詳しくは、当日同駅北口ロータリーにて案内いたします。

連絡先　　日本金融学会専修大学大会事務局

経済学部　田中隆之研究室　E-mail: tnk@isc.senshu-u.ac.jp

商学部　　渡邊隆彦研究室　E-mail: takahiko@isc.senshu-u.ac.jp

お　し　ら　せ

〇大会参加費：

無料です。

〇懇親会：

5 月 26 日（土）18 時 00 分より、10 号館 4 階食堂にて行います。ぜひご参加ください。参加をご希望の方は、懇親会費（4,500 円）を、同封の振込用紙を使って、下記のゆうちょ銀行口座に 4 月 23 日（月）までにお振り込みください。

銀行名：　ゆうちょ銀行
口座記号番号：　00270-3-104543
口座名称：　日本金融学会春季大会事務局
（ニホンキンユウガッカイシュンキタイカイジムキョク）

なお 4 月 24 日（火）以降および当日お支払いの場合には 5,000 円を頂戴いたします。

〇昼食：

5 月 26 日（土）は学生食堂をご利用ください（最終頁の地図をご参照）。5 月 27 日（日）は、学内の食堂とコンビニは営業しておりません。昼食のお弁当をご希望の方は、お弁当代（1,000 円）を同封の振込用紙を使って、上記のゆうちょ銀行口座に 4 月 23 日（月）までにお振り込みください。

ご注意：

懇親会費、お弁当代を振り込まれる方は、同封のハガキに必要事項をご記入の上、必ずご返送ください。このハガキを返送せずに、振り込みのみをされた場合、懇親会へのご参加、お弁当の配付ができない場合がございますので、ご注意ください。また、お振り込み後の払い戻しには応じかねますので、ご了解ください。

〇アクセス：

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ください。

○開始時刻：

5 月 26 日（土）、5 月 27 日（日）とも 10 時 00 分です。

○セッション：

自由論題の各報告は、座長から特に指示のない限り、原則として報告者の報告時間 25 分、コメント 8 分、 質疑応答 7 分の合計 40 分です。パワーポイントをご利用の方は、セッションの開始 10 分前までに会場備え付けのパソコンにコピーしてください。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。

○宿泊施設：

各自でご手配願います。

○その他：

・当日のコピー・サービスは一切行いません（当日の配付資料については、各自で事前にご準備ください)。
・要旨集の印刷配付は行いません。学会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。
・会場の PC のパワーポイントは Office2016 版、PDF Reader は Adobe Reader DC です。
・来訪者向けの Wi-Fi サービスはございません。また、教室によってはご持参の Wi-Fi ルーターが繋がりづらいことがございますが、なにとぞご容赦ください。
・自然災害等によって開催が困難になった場合は、できるだけ迅速に学会ホームページに情報を掲載し、また学会 ML を利用してご連絡します。非開催に伴う諸費用の補償はできませんので、ご了解ください。

日本金融学会 2018 年度春季大会

プログラム

第 1 日　5 月 26 日（土）

受付開始　　専修大学　生田キャンパス

10 号館 2 階 10204 教室　9:30～

１．　金融史パネル　　＜10:00～12:00＞

Ｆ会場　　10 号館 2 階 10203 教室

テ　ー　マ：日銀引受国債と銀行の国債取引

座長	麗澤大学	佐　藤　政　則	氏
(1)　戦前の国債流通市場に関する研究史レビュー			
報告者	甲南大学	永　廣　　顕	氏
(2)　日銀による引受国債の売却			
報告者	麗澤大学	佐　藤　政　則	氏
(3)　戦時金融統制と六大銀行の国債投資			
報告者	東京海上アセットマネジメント	平　山　賢　一	氏
討論者	日本大学	岸　田　　真	氏

２．　自由論題　　＜10:00～12:00＞

A 会場　　10 号館 2 階 10213 教室

セッション：ゼロ金利・低インフレ下の金融政策：計測と理論

座長　上智大学　竹　田　陽　介　氏

(1)　市場データ等を活用したデフレ確率及び物価目標達成確率の推計

報告者　東京大学　湯　山　智　教　氏

慶應義塾大学　森　平　爽一郎　氏

討論者　中央大学　高　橋　豊　治　氏

(2)　シャドーレート付き DSGE モデルの推計

報告者　神戸大学大学院　王　　芮　氏

討論者　広島市立大学　高　久　賢　也　氏

(3)　頑健な金融政策とトレンド・インフレーション

報告者　松山大学　蓮　井　康　平　氏

討論者　専修大学　奴田原　健　悟　氏

B 会場　　10 号館 2 階 10214 教室

セッション：為替と国際通貨

座長　武蔵野大学　田　中　茉莉子　氏

(1)　Exchange Rate Pass-Through and Export Competitiveness

報告者　横浜国立大学　佐　藤　清　隆　氏

学習院大学　清　水　順　子　氏

横浜国立大学大学院　吉　元　宇　楽　氏

討論者　神戸市外国語大学　江　阪　太　郎　氏

(2)　The Impact of Exchange Rate Shocks on Trade in Times of Uncertainties: Evidence from Three Oil-Importing Countries in MENA

報告者　チュニス大学　ギザーニ　ブラヒム　氏

討論者　武蔵野大学　田　中　茉莉子　氏

(3)　What Determines Safe Haven Currency?

報告者　ブルームバーグ・エルピー　増　島　雄　樹　氏

討論者　東京大学　福田慎一氏

C会場　10号館2階10215教室

セッション：銀行部門とマクロ経済政策

座長　専修大学　石原秀彦氏

(1)　Macroeconomic Influences of Counter-Cyclical Capital Regulation Rules in a DSGE Model

報告者　名古屋大学大学院　佐藤嘉晃氏

討論者　駒澤大学　江口允崇氏

(2)　Retail Bank Rates, Bank Lending and Monetary Policy in the Euro Area

報告者　神戸大学　ヴィエシボフスカ　アガタ氏

討論者　学習院大学　細野薫氏

D会場　10号館3階10314教室

セッション：地域金融機関

座長　一橋大学　花崎正晴氏

(1)　邦銀の貸出金利の決定構造と金融競争度の影響

報告者　埼玉大学大学院　杉山敏啓氏

討論者　京都産業大学　寺崎友芳氏

(2)　地域金融機関の中小企業経営指導能力の測定指標について

報告者　京都大学大学院　吉原清嗣氏

討論者　下関市立大学　森祐司氏

(3)　地域銀行の収益力と将来

報告者　関西外国語大学　堀江康熙氏

福岡大学　有岡律子氏

討論者　東京国際大学　上林敬宗氏

E会場　10号館3階10315教室

セッション：アジア・中国

座長　名古屋市立大学　稲　垣　一　之　氏

(1)　中国 P2P ネット金融プラットフォームのイベントヒストリー分析

報告者　徳島文理大学　水ノ上　智　邦　氏

徳島大学　趙　彤　氏

討論者　明治学院大学　張　艶　氏

(2)　アジアインフラ投資銀行設立の背景と中国の戦略

報告者　対外経済貿易大学　西　村　友　作　氏

討論者　京都大学　三重野　文　晴　氏

(3)　日本とアジアの金融市場統合

－邦銀の進出に伴うアジアの金融の深化について－

報告者　国際通貨研究所　矢　口　満　氏

国際通貨研究所　山　口　綾　子　氏

京都橘大学　佐久間　浩　司　氏

討論者　東京大学　河　合　正　弘　氏

３．　昼食　＜12:00～13:30＞

４．　中央銀行パネル　＜13:30～15:30＞

Ｆ会場　10 号館 2 階 10203 教室

テ　ー　マ：新日銀法施行後２０年

座長　日興リサーチセンター　山　口　廣　秀　氏

(1)　法制度からみた中央銀行の独立性

報告者　学習院大学　神　田　秀　樹　氏

(2)　中央銀行の独立性をめぐる環境変化と日本銀行

報告者　大阪経済大学　高　橋　亘　氏

(3)　日本政治の構造変化と金融政策への影響

報告者　　時事通信社　　軽　部　謙　介　氏

５．　自由論題　　＜13:30～15:30＞

A 会場　　10 号館 2 階 10213 教室

セッション：国際資本移動と貿易

座長　　跡見学園女子大学　　櫻　川　幸　恵　氏

(1)　Current Account Dynamics under Information Rigidity and Imperfect Capital Mobility

報告者　　京都大学　　柴　田　章　久　氏

東京大学　　新　谷　元　嗣　氏

大阪大学　　敦　賀　貴　之　氏

討論者　　一橋大学　　加　納　　隆　氏

(2)　Global Interest Rates and Financial Flows

報告者　　東北大学　　永　易　　淳　氏

討論者　　名古屋市立大学　　稲　垣　一　之　氏

(3)　The Effects of Age Structure on Trade Openness by Geographic Region

報告者　　大阪経済大学　　福　本　幸　男　氏

神戸大学　　衣　笠　智　子　氏

討論者　　東京国際大学　　清　水　　誠　氏

B 会場　　10 号館 2 階 10214 教室

セッション：日本の株式市場と ETF

座長　　青山学院大学　　白　須　洋　子　氏

(1)　日本株式市場における情報の非対称性と市場流動性

報告者　　同志社大学大学院　　松　本　宗　谷　氏

討論者　　(株)日本取引所グループ　　脇　屋　　勝　氏

(2)　日本銀行の ETF 購入が企業の収益に与える影響

報告者　大東文化大学　郡　司　大　志　氏
常葉大学　三　浦　一　輝　氏
華東師範大学　袁　　媛　氏
討論者　埼玉大学　長　田　　健　氏

(3)　日本銀行のETF買入政策と日経平均株価銘柄入れ替えのイベント・スタディ

報告者　中央大学、オーストラリア国立大学　原　田　喜美枝　氏
討論者　日本経済研究センター　左三川　郁　子　氏

C会場　10号館2階10215教室

セッション：各国金融

座長　専修大学　渡　邊　隆　彦　氏

(1)　アムステルダム銀行の預金受領証は「銀行券」だったのか

報告者　帝塚山大学　橋　本　理　博　氏
討論者　学習院女子大学　金　城　亜　紀　氏

(2)　ベトナムにおける非正規金融の役割　―中小企業の資金調達からの観点―

報告者　アジア太平洋研究所　カオ　ティ　キャン　グェット　氏
討論者　山形大学　山　口　昌　樹　氏

(3)　バーレーンおよびインドネシアのイスラム・ベンチャーキャピタル類型論

報告者　立命館アジア太平洋大学　鈴　木　　泰　氏
立命館アジア太平洋大学　カムルール・ハサン　氏
討論者　日本貿易振興機構アジア経済研究所　齋　藤　　純　氏

D会場　10号館3階10314教室

セッション：企業金融

座長　一橋大学　高見澤　秀　幸　氏

(1)　Competitive Position and Cash Holdings

報告者　早稲田大学大学院　蔡　　越　氏
討論者　一橋大学　安　田　行　宏　氏

(2)　金融危機と融資枠 －コミットメントライン、当座貸越がもたらした効果の検証－

報告者　一橋大学大学院　本　田　朋　史　氏

討論者　中央大学　鯉　渕　　賢　氏

(3)　株主価値志向が日本製造業の広義の投資に与える影響

報告者　一橋大学大学院　羽　田　徹　也　氏

討論者　早稲田大学　広　田　真　一　氏

６．　特別講演　＜15:40～16:40＞

会場　10 号館 3 階 10301 教室

司会　一橋大学　花　崎　正　晴　氏

講演者　金融庁金融国際審議官　氷見野　良　三　氏

演題：金融規制の国際交渉

７．　会員総会　＜16:50～17:50＞

会場　10 号館 3 階 10301 教室

８．　懇親会　＜18:00～19:30＞

会場　10 号館 4 階食堂

第２日　５月 27 日(日)

受付開始　　専修大学　生田キャンパス

10 号館 2 階 10204 教室　9:30～

９．　国際金融パネル　　＜10:00～12:00＞

Ｆ会場　　10 号館 2 階 10203 教室

テ　ー　マ：国際決済・国際送金の現状と展望

座長　　東京大学　　柳　川　範　之　氏

(1)　外為決済リスクと CLS 銀行の役割

報告者　　麗澤大学　　中　島　真　志　氏

(2)　SWIFT global payments innovation (gpi)

－SWIFT の国際送金における革新的取組みと世界の動きについて

報告者　　三菱 UFJ 銀行　　中　武　浩　史　氏

(3)　ブロックチェーン技術による次世代型決済ネットワークについて

報告者　　SBI Ripple Asia　　沖　田　貴　史　氏

10.　自由論題　　＜10:00～12:00＞

Ａ会場　　10 号館 2 階 10213 教室

English Session: Monetary Policy and Macro-Prudential Policy

Chair　　Hitotsubashi University　　Hisashi Nakamura

(1)　Monetary Policy in Times of Uncertainties: Evidence from Three Oil-Importing Countries (OICs) in MENA

Presenter　　University of Jendouba (Tunisia)　　Brahim Guizani

Kobe University　　Agata Wierzbowska

Discussant　　Bank of Japan　　Yosuke Kido

(2)　Macroeconomic Effects of Quantitative and Qualitative Easing Measures

Presenter　Waseda University　Junko Koeda

Discussant　University of Tokyo　Ryuzo Miyao

(3) European Banking Union (EBU): Features, Prospects and International Aspects

Presenter　Kanazawa University　Hideki Sato

Discussant　Kobe University　Eva Hanada

B 会場　10 号館 2 階 10214 教室

セッション：国債市場・財政政策

座長　学習院大学　村瀬英彰 氏

(1) Scarcity and Spotlight Effects on Term Structure: Quantitative Easing in Japan

報告者　ゲーテ大学　ロリアナ ペリツォン 氏

ニューヨーク大学　マーティ スブラマニヤム 氏

早稲田大学　戸辺玲子 氏

早稲田大学　宇野淳 氏

討論者　名古屋商科大学　小林武 氏

(2) 固定相場制と財政規律: Synthetic Control Methods による実証

報告者　神戸市外国語大学　江阪太郎 氏

神戸市外国語大学　藤井隆雄 氏

討論者　一橋大学　塩路悦朗 氏

(3) Fiscal Confidence Shocks and the Market for the Japanese Government Bonds

報告者　一橋大学　塩路悦朗 氏

討論者　日本銀行　吉羽要直 氏

C 会場　10 号館 2 階 10215 教室

セッション：中小企業・新興企業金融　#郵送でお送りしたプログラムから変更がありました(4/26)。

座長　専修大学　瀬下博之 氏

(1) 銀行口座情報を活用した中小企業の信用リスク分析

報告者　アジア開発銀行研究所　根本直子 氏

アジア開発銀行研究所　吉野直行 氏

日本リスク・データ・バンク　大久保　豊　氏

日本リスク・データ・バンク　稲　葉　大　明　氏

日本リスク・データ・バンク　柳　澤　健太郎　氏

討論者　神戸大学　家　森　信　善　氏

(2)　新規公開における上場・廃止基準がその後の市場変更に与える影響

報告者　一橋大学大学院　中　嶋　幹　氏

討論者　一橋大学　鈴　木　健　嗣　氏

(3)　Who is a Good Advisor for Entrepreneurs?

報告者　南山大学　大　鐘　雄　太　氏

討論者　一橋大学　植　杉　威一郎　氏

D 会場　　10 号館 3 階 10314 教室

セッション：金融仲介機能のバリエーション

座長　専修大学　手　嶋　宣　之　氏

(1)　震災復興において金融、寄付等が果たす役割

－復興を支える非営利的な金融機能の研究－

報告者　東北大学大学院　高　橋　宏　彰　氏

討論者　日本大学　相　澤　朋　子　氏

(2)　インフラ整備にかかる金融手法に関する考察

－“PPP”を利活用したインフラ整備の現状と展望について－

報告者　日本政策投資銀行　若　林　茂　樹　氏

討論者　大和大学　藤　木　秀　明　氏

(3)　債権譲渡ファイナンスと消費税課税

報告者　横浜国立大学　高　橋　正　彦　氏

討論者　拓殖大学　高　橋　智　彦　氏

11.　昼食　＜12:00～13:30＞

12. 共通論題　　＜13:30～16:00＞

F 会場　　10 号館 2 階 10203 教室

テ　ー　マ：国際金融規制改革の再検討

座長　　立正大学　　池　尾　和　人　氏

(1)　金融危機後の金融規制改革の全体像

報告者　　野村資本市場研究所　　小　立　　敬　氏

(2)　危機後の金融規制の悪影響 －改革は危機の原因に対応していたのか？－

報告者　　みずほ証券　　宮　内　惇　至　氏

(3)　バーゼルアコードのこれまでの経緯とバーゼルⅢの問題点

報告者　　明治学院大学　　佐々木　百　合　氏

討論者　　三菱 UFJ フィナンシャル・グループ　　吉　藤　　茂　氏

（プログラム委員会）

花崎　正晴　（一橋大学、 委員長）

池尾　和人　（立正大学）
石原　秀彦　（専修大学）
稲垣　一之　（名古屋市立大学）
内田　真人　（成城大学）
櫻川　幸恵　（跡見学園女子大学）
佐藤　政則　（麗澤大学）
瀬下　博之　（専修大学）
白須　洋子　（青山学院大学）
高見澤秀幸　（一橋大学）
竹田　陽介　（上智大学）
田中　隆之　（専修大学）
田中茉莉子　（武蔵野大学）
手嶋　宣之　（専修大学）
中島　真志　（麗澤大学）
永田　邦和　（鹿児島大学）
中村　　恒　（一橋大学）
兵藤　　隆　（山口大学）
村瀬　英彰　（学習院大学）
家森　信善　（神戸大学）
渡邊　隆彦　（専修大学）

（準備委員会）

田中　隆之　（委員長）

渡邊　隆彦　　石原　秀彦　　大倉　正典　　山中　　尚
小藤　康夫　　瀬下　博之　　手嶋　宣之　　遠山　　浩

交通アクセス：専修大学生田キャンパスまでのご案内

- 向ヶ丘遊園駅（小田急線）からバス利用の場合

向ヶ丘遊園駅（小田急線）北口より「専修大学前」行きバスで約 10 分

向ヶ丘遊園駅（小田急線）北口より「聖マリアンナ医科大学」行きバスで約 10 分

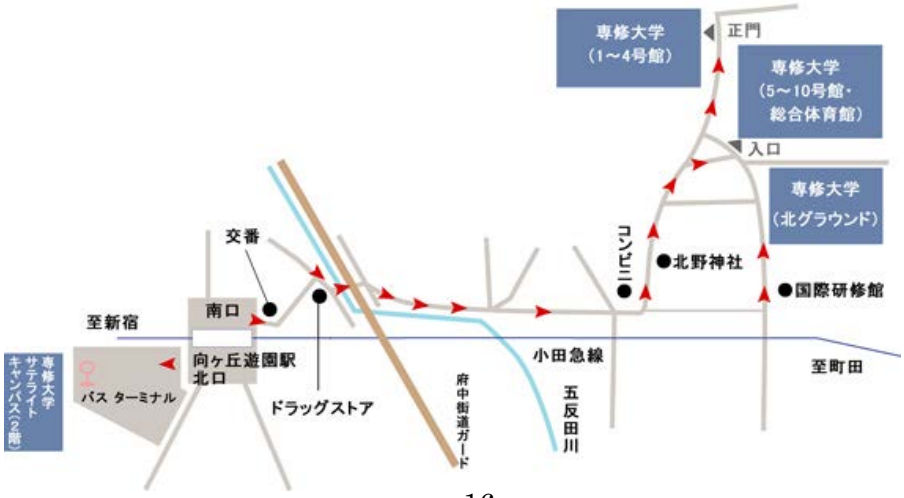
向ヶ丘遊園駅（小田急線）北口より「あざみ野」行きバスで約 10 分

→専修大学 10 号館入口へは「専修大学 120 年記念館前」下車 徒歩 3 分

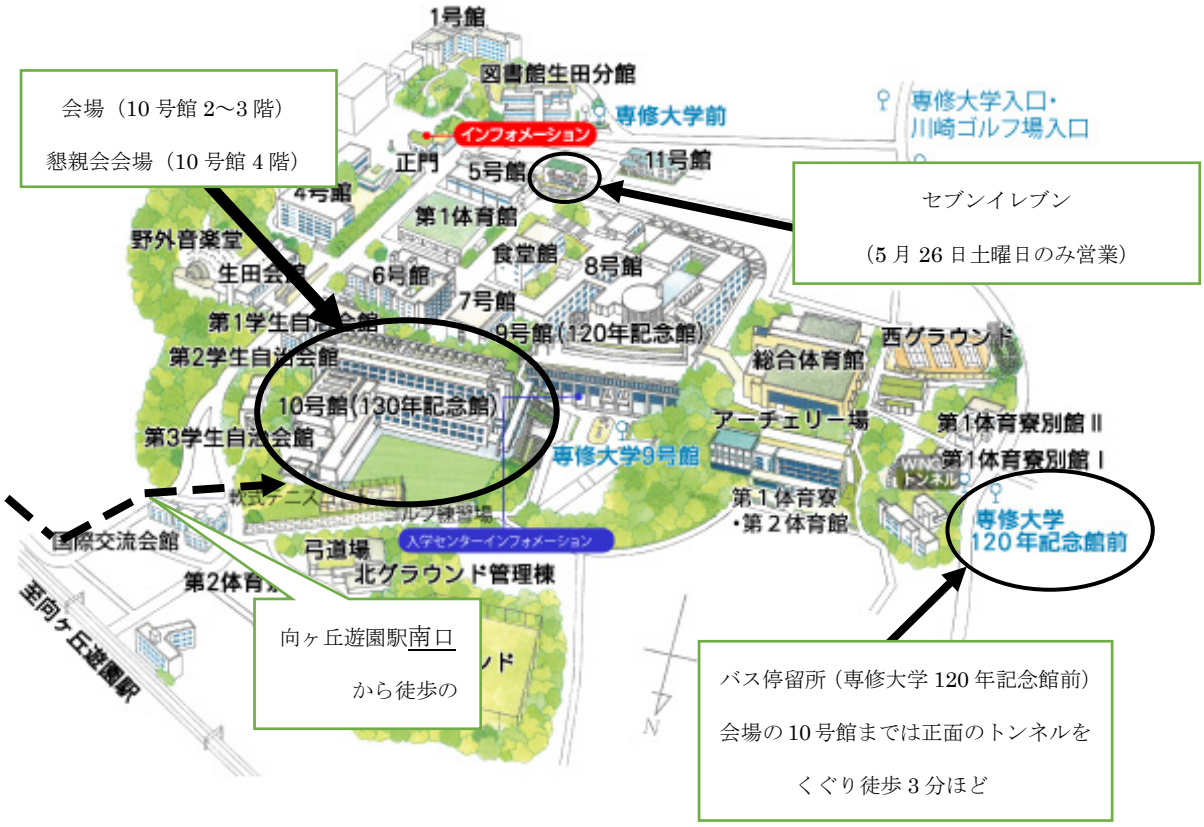
- あざみ野駅（東急田園都市線・横浜市営地下鉄）より「向ヶ丘遊園駅」行きバスで約 35 分

→「専修大学 120 年記念館前」下車、専修大学 10 号館入口へ（徒歩 3 分）

- 向ヶ丘遊園駅（小田急線）南口より下図の経路で徒歩 14 分（10 号館入口）



交通アクセス：専修大学生田キャンパス



＜受付＞

上図「10 号館」2 階 10204 教室

＜自由論題・共通論題・各部会パネル・会員控室＞

上図「10 号館」2～3 階各教室

＜特別講演・会員総会＞

上図「10 号館」3 階 10301 教室

＜懇親会＞

上図「10 号館」4 階　シダックス（食堂）

＜食堂・コンビニ＞　**※27 日（日）は営業しておりません。昼食をご希望の方はお弁当を事前にお申込みください。**

上図「10 号館」4 階　シダックス（食堂）　26 日（土）　11：00～14：00

上図「9 号館」5 階　CABIN（食堂）　26 日（土）　10：00～14：00

上図「食堂館」2 階　レストラン VIEW（食堂）　　26 日（土）　8：30～14：00

上図「5 号館」の右隣　セブンイレブン　　26 日（土）　8：00～17：00（27 日（日）は休み）

※CABIN へは 10 号館 2 階より 9 号館への連絡通路をご利用ください。食堂館、セブンイレブンへは、10 号館 5 階から屋外に出るのが近道です。

＜金融史パネル＞

日銀引受国債と銀行の国債取引

座長：麗澤大学　佐藤　政則

＜パネル趣旨＞

このパネルでは、1930 年代から 40 年代前半（高橋財政期から戦時期）において、日銀引受国債の主要な購入主体である銀行部門の国債取引を検討したい。

日銀引受国債発行に関しては、すでに優れた多くの研究を共有しているが、それらはおおむね国債の発行主体（大蔵省）や引受主体（日本銀行）からの分析であり、購入主体の中核を成す国債引受シンジケート銀行（有力銀行の代名詞でもあった。以下、シ団銀行）からの分析はほとんどなかった。しかし、この日銀引受の発行方式は、日銀引受と売りオペ（国債売却）とがセットになっており、大蔵省と日銀だけでは完結しない。高橋是清が言うように、日銀は買い手を待って売り出すことしかできなかったからである。この点こそ高橋財政の特徴の一つであり、その後の戦時金融統制から観れば、是正されるべき弱点でもあった。

このパネルでは、まず第一次大戦後、とくに 30 年代に力点を置いて、国債流通に関する研究史を整理する。何がどこまで明らかになっているのか、その確認から始めたい。焦点は、取引所での売買、店頭市場での売買、これらとシ団銀行を経由する売買との関係がどのように把握されてきたのか、にある。

さて 1933 年から 35 年において日銀は、引き受けた国債 25 億 67 百万円の 91.3%を市中売却した。その売却額の 38.6%を購入したのがシ団銀行である。ではシ団銀行は、この国債を満期まで保有し続けたのか、それとも何らかのチャネルを通じて転売（売出）していたのであろうか。日銀による国債売却と銀行貸出との競合を重視する通説的理解が想定しているのは、素朴に前者であろう。この点を吟味するのが、第二の課題となる。

仮に転売もあり得る、ということであれば、2.26 事件以降の金融統制強化、とくに金融統制会による国債の割当ては、各々のシ団銀行の独自な転売チャネルを破壊することになる。そのもとでシ団銀行（ないし六大銀行）は、どのような自衛策がとれるのだろうか。この検討を第三の課題としたい。

いずれにせよ、高橋財政期から戦時期を通じて、日銀は極めて膨大な国債を引受けたが、その 9 割を市中売却した。これが結果的には、戦後直後のハイパーインフレによる日銀資産の毀損を最小限に止め得た。この限りで観れば、戦後における金融通貨制度再建の支柱を失わずに済んだと言えよう。日銀引受国債の市中売却がもった歴史的意義は、戦後も含めて考察すべきものと考えている。

＜金融史パネル＞

戦前の国債流通市場に関する研究史レビュー

甲南大学　永廣　顕

＜報告要旨＞

現在の日本においては、国債が大量に発行され、国債残高が累増している。国債は、国の財政資金の調達手段であると同時に、金融・証券市場で取引される金融商品でもあることから、国債管理が財政・金融両面で重要な政策課題となっている。その中で、透明性や流動性が確保される国債流通市場の存在は必要不可欠であり、流通市場の整備や機能強化の必要性が指摘されている。こうした状況は戦前期にもみられ、現在の国債管理や国債発行・流通市場のあり方を検討していくうえで重要な歴史的素材を提供している。

戦前期日本の国債問題に関しては、膨大な研究が蓄積されているが、それらは主として発行、消化、および償還・借換の側面を論じたものであり、流通の側面については、資料的制約の問題もあり、あまり取り上げられてこなかった。

したがって、戦前の国債流通市場に関する研究は数少ないが、本報告では、佐藤報告・平山報告の前提として、第一次大戦後を主たる対象時期とし、(1)取引所での大量取引により公正な価格形成を行い標準価格である「公定相場」を公示する機能を果たすと認識されていた取引所市場の制度改革、(2)取引所市場での国債価格もしくは利回りデータの推移、(3)国債取引の大部分が行われていたとみられる店頭市場も含めた国債売買に関する先行研究について概観することにしたい。

＜金融史パネル＞

日銀による引受国債の売却

麗澤大学　佐藤政則

＜報告要旨＞

この報告では、趣旨に述べた第二の課題に取り組む。具体的には、高橋財政期を中心に下記の作業を行う。

(1) 日銀が引受けた国債の売却先を特定し、その銘柄、金額を調査する。

(2) その売却先の中から主要な購入銀行を選定する。

(3) 上記 (2) の銀行のなかで営業報告書に保有国債の銘柄別記載があるものについて、日銀からの購入銘柄・金額との照合を行う。

上記作業の目的は、転売（ないし売出）の有無を確認することにある。換言すれば、転売（売出）が行われていたのではないか、と推測している。

その蓋然的根拠は、次の二つである。第一に、本来的にシ団銀行は引受けた債券の売出を独自のチャネルを通じて行う機関である。日銀引受発行のもとで下引受け的機関になったとはいえ、その機能がにわかに消滅するとは考えられないからである。第二に、1932年5月5日に行われた第12回、18回、19回五分利国庫債券借換協議（第60回国庫債券発行）において、発行条件に関するシ団銀行の希望を尊重することの代わりに、引受けた公債の売出を少なくとも3、4か月間は行なわないように申し合わせているからである。

もっとも上記作業は、なかなか煩瑣であり、課題に対する回答を充分になし得るかは、いささか心許ないのだが、出来得る限りの作業を行い結論に至りたい。

＜金融史パネル＞

戦時金融統制と六大銀行の国債投資

東京海上アセットマネジメント　平山賢一

＜報告要旨＞

この報告は、戦時金融統制期における六大銀行の国債投資を、その損益管理の観点から明らかにすることである。その際、これまで研究対象とされることが少なかった銀行会計上の損益勘定科目の一つである有価証券価額償却（資産評価額を引き下げるための各種償却の一つ）に着目して、戦時金融統制期における六大銀行の国債投資を損益管理の側面から検討する。

日銀引受国債の主たる売却先の一つであった六大銀行は、国債投資等の拡大を通して、戦時資金供給の円滑化に協力し、資金統制を受け入れた。特に、日銀のマーケットオペレーションの受け皿の役割を果たしたことから、六大銀行の国債残高は 1930 年代末以降急拡大したのは周知の事実であろう。しかし、ポートフォリオに占める国債比率が高まった段階で、国債利回りが変動すれば、六大銀行の時価評価ベースでの期間損益は大きく振幅する懸念は小さくなることは無かっただろう。かつて六大銀行は、1931 年の国債暴落の際に、有価証券評価損が累増したため多額の有価証券価額償却を実施し、別途積立金取崩しを余儀なくされたが、その苦い経験の記憶も消去するほど時間が経過したわけではない。

有価証券価額償却額の推移に着目すると、30 年代前半には低水準であったものの、30 年代末以降に急拡大している実態が確認できる。本来であれば、「国債の価額計算に関する法律」が導入されると共に、三分半利債の価格が固定化されたわけであるから、急増する六大銀行の保有国債の価格変動リスクは低下したはずである。それにもかかわらず、有価証券価額償却を増加させ、国債帳簿価格が時価よりも低い水準に切り下げたのは、六大銀行がリスク耐性（経済環境等の変化による財政状態悪化に耐えうる程度）を強化したためであると考えるのは自然であろう。将来、政府による積極的な国債消化策が終焉を迎えた場合、国債価格が暴落した時の衝撃を緩和するために、六大銀行は、当期利益を抑制してバランスシート上に「含み益」を温存する保守的な会計処理を加速させた可能性を指摘しうる。これは、貸借対照表の残高データから得られる資金統制の実態に加え、損益計算書の損益データから得られる六大銀行の損益管理の実態とは言えまいか。

以上のように、本報告では、六大銀行は、厳しい資金統制下にあって、資金統制による国債投資拡大要請に適応したものの、自行の財務リスク耐性を強化することに、いかに注力していたかを検討したい。戦時金融統制期の六大銀行は、単に資金統制に応じて国債消化に貢献しただけでなく、同時に自行の財務基盤強化も意図していたとするならば、国債をめぐる利害構造は単純な図式で描けるものではないと言えそうだ。

市場データ等を活用したデフレ確率及び物価目標達成確率の推計

東京大学　　湯山　智教
慶應義塾大学　森平爽一郎

要　旨

我が国では、バブル崩壊後から最近に至るまで、「デフレからの脱却」が経済・金融政策における最大の目標とされてきたと考えられる。いわゆるアベノミクスの下でも、企業・家計に定着したデフレマインドを払拭し、2%の物価安定目標を実現することが目標とされた。また、政府・日本銀行は 2013 年 1 月に「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）」を発表し、デフレ脱却に向けて、一体となって取り組み、その一環として、2013 年 4 月には日本銀行によって「量的・質的金融緩和」（いわゆる異次元金融緩和）が実施された。このように、どのような物価上昇率を辿り、「デフレからの脱却」がより確かなものとなるかは極めて重要な政策課題であるといえる。

本稿は、米国の中央銀行等においてデフレ確率及び物価目標達成確率等が算出され、それを公表されることで、デフレに陥るリスクや今後の物価の辿るリスクを広く共有できていることに鑑み、我が国においても同様の確率の算出は可能なのか、課題は何なのか、について検討し、我が国におけるデフレ確率及び２%の物価安定目標達成確率の推計を試みたものである。

その際、欧米で行われている様々な推計方法を検討し、順序ロジットモデルによる推計を試みた。また、順序ロジットモデルにおいてしばしば指摘される平行性の問題についての指摘を考慮して、各カテゴリーにかかる係数が同じとする制約を緩める形での推計も行った。モデルの的中率は 7 割以上を確保することができ、推計されたデフレ確率の推移をみると、リーマンショックや 2000 年前後のデフレからの脱却を掲げていた時期にはやはりデフレ確率が高かったものの、リーマンショック直前の景気拡大期や、いわゆるアベノミクス以後にはデフレ確率が顕著に減少していることが示された。同時に推計された、2%の消費者物価上昇率の物価上昇率目標の達成確率をみると、引き続き低い状態が続き、依然として物価目標達成は厳しいことが示唆された。また、応用として、Wang 変換を用いた将来のデフレリスクをヘッジするためのデジタル（バイナリー）オプションの価格決定モデルを考え、その特徴を議論した。

Estimation of DSGE models with Shadow Rate

王ゼイ　神戸大学大学院生

The Zero Lower Bound (ZLB) on short nominal interest rates has imposed serious constraint on stimulating and stabilizing economy on major central banks. Analysis of monetary policy by Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE) models under the existence of ZLB has also been an important issue from both practical and academic views for central banks and macroeconomists. However, the nonlinearity of ZLB constraint makes linear solution and estimation techniques of DSGE models unreliable and impractical. In many empirical works, it has been proved that the shadow rate can be used as an accurate proxy to represent the stance of unconventional monetary policy in the ZLB environment. We use shadow rate to estimate a medium-scale DSGE model based on the theoretical foundation proposed by Wu and Zhang (2016) and conduct counterfactual simulation exercises to quantify the macroeconomic effects of unconventional monetary policy implemented by Bank of Japan (BoJ). Compared with the estimation results of pre-ZLB sub-sample (1980Q1-1998Q4), the structural parameters estimated from full-sample (1980Q1-2016Q3) with the shadow rate still have very reasonable values that are consistent with most of related medium-scale DSGE literature. The statistical properties of model dynamics implied by two groups of estimation are also very close. Counterfactual simulation shows that without the unconventional monetary policy, macroeconomic variables would have worse
performance then their actual realizations.

Key Word: shadow rate, DSGE estimation, unconventional monetary policy, counterfactual simulation

Robust Monetary Policy and Trend Inflation

松山大学　蓮井康平

本研究は，インフレーションのトレンド（以下トレンドインフレ）が高いときにモデルの不確実性がマクロ経済変動にどのような影響を与えるのかを分析する．モデルの不確実性として Hansen and Sargent [2008] のロバスト制御問題をトレンドインフレを考慮したニューケインジアン・モデルに導入し，マクロ経済ショックへの反応を理論的に分析する．

分析の結果，以下の 2 つが判明した．第 1 に，ロバストな金融政策は，トレンドインフレが高くなるにつれて，コストプッシュ・ショックに対して金利を積極的に調節することが判明した．第 2 に，トレンドインフレが高くなるにつれて，ロバスト制御の影響が大きくなり，マクロ経済変数の変動が大きくなることが判明した．

本結果は，モデルの不確実性としてロバスト制御問題を導入することで，1970 年代に米国が経験した，高いマクロ経済変動を伴った高いトレンドインフレを説明できる可能性があることを示している．

Exchange Rate Pass-Through and Export Competitiveness

Kiyotaka Sato
Yokohama National University
Junko Shimizu
Gakushuin University
Uraku Yoshimoto (Graduate Student)
Yokohama National University

Abstract

This paper aims to investigate possible effects of export competitiveness on the exchange rate pass-through (ERPT) or pricing-to-market (PTM) in Japanese exports. In contrast to previous studies, we construct a research and development (R&D) intensity variable for 21 major exporting sectors by dividing R&D expenditures by fixed asset, assuming that R&D is a possible source of export competitiveness. We first estimate time-varying ERPT (PTM) coefficients using the Kalman filter technique, and second conduct a panel analysis to test the hypothesized relationship between the ERPT (PTM) and the export competitiveness variable. We also investigate whether the above hypothesized relationship differs between the yen appreciation and depreciation periods. Our empirical analysis demonstrates that export competitiveness significantly affects the ERPT (PTM) strategy of Japanese exporters and also has different impact between yen appreciation and depreciation periods.

Keywords: Exchange rate pass-through (ERPT), pricing-to-market (PTM), export competitiveness, time-varying parameter estimation, panel analysis
JEL Classification: C33, F31, F3

The Impact of Exchange Rate Shocks 0n Trade In Times Of Uncertainties: Evidence From Three Oil-Importing Countries In MENA

Brahim Guizani, WTO Chair at Tunis Business School, University of Tunis, Tunisia

Abstract

On the basis of a monthly data relating to trade flows, nominal exchange rates and other economic variables and a VAR model framework, some impulse-response functions (IRFs) are estimated for three Oil-Importing Countries (OICs) of the MENA region. These IRFs were estimated for two sub-periods notably the periods of political transition in these countries that were characterized by high degrees of uncertainty. The main finding is that unlike what many might expect, during the periods of transitions a shock in the exchange rate has a very weak impact of the levels of exports and imports in all three countries. It is therefore concluded that the deteriorating international competitiveness of the OICs especially throughout the transition is related to other structural factors rather than the exchange rate.

Keywords: exports, imports, exchange rate shock, uncertainty, transition.

JEL classification: F10, F14, F17, F31.

What Determines Safe Haven Currencies?

ブルームバーグ・エルピー 増島雄樹

This paper investigates what factor determines a safe haven currency that tends to appreciate during the risk-off episodes. Developing a safe haven index—the tendency of currency movement responding to a change in market uncertainty measured by the CBOE volatility index (VIX) — for 15 currencies and 3 alternative assets such as gold, bitcoin, and crude oil helps to assess how a currency's safe haven tendency changed overtime. The empirical results suggest safe haven determinants shifted from net foreign assets (current account surplus) to carry trade opportunity and high liquidity during and after a crisis period. Once one currency is regarded as a safe haven currency, investors' perception of the safe haven currency could last for a certain period, despite changing economic fundamentals. Policy implication from the results is more importance of a shift in monetary policy. The Fed and the ECB's shift to monetary tightening may change safe haven currency.

Macroeconomic influences of counter-cyclical capital regulation rules in a DSGE model

名古屋大学大学院生　佐藤嘉晃

Using a macroeconomic model, we assess the stabilizing effects of counter-cyclical capital regulation rules for financial intermediaries on the financial sector and the real economy. This study provides a simulated result that a counter-cyclical capital regulation rule responding to the credit-to-GDP ratio worsens a recession, whereas the rule responding to aggregate credit growth has a more stabilizing effect.

Retail bank rates, bank lending and monetary policy in the euro area

Agata Wierzbowska
Kobe University

Abstract

This paper studies the developments in retail bank lending rates and the amount of bank lending in the euro area as well as the effectiveness of the European Central Bank (ECB) monetary policy, taking special consideration to the impact of the global financial and sovereign debt crises. The extent to which monetary policy rate is reflected in retail bank interest rates and is able to affect the amount of bank lending is crucial for the efficient transmission of monetary policy measures to real economy. It is especially important in the euro area where a majority of external funds supplied to non-financial corporations comes from the banks. Furthermore, any cross-country dispersions in retail bank rates in the euro area imply a lack of uniformity in the cost of funds for the non-financial sector which in turn might contribute to the widening of the macroeconomic gaps and threaten the price and financial stability goals of the ECB. The main observations show that, after the outbreak of the global financial crisis, there was general fall in level of retail bank lending and deposit rates in the euro area, followed by considerable increase in variation in interest rates across euro area countries. At the same time, impact of monetary policy on retail bank lending rates and bank lending became considerably weaker while retail bank lending rates kept significant impact on the amount of bank loans in euro area. Taken together, the results point at monetary policy losing important channel through which it might affect real economy and achieve the price stability goal, and at the danger of higher diversity in bank lending rates across euro area countries, leading to more diverse loan growths and economic situation. While the situation seems to be improving from 2016 on, it is important that new financial market regulations and the currently implemented banking union project are designed so as to secure uniform transmission of monetary policy in case of future financial market tensions, thereby contributing to higher economic convergence in the euro area.

邦銀の貸出金利の決定構造と金融競争度の影響

埼玉大学大学院生　杉山　敏啓

１．邦銀の貸出金利を巡る問題意識

邦銀の低収益性問題は、貸出金利の絶対水準の低さが、原因の一つであると言われてきた。日本銀行「金融システムレポート 2017 年」は企業向け貸出金利の低下に関して、市場金利低下や企業の信用リスク安定化という要因に加えて、金融機関間の金利競争を指摘している。そして邦銀の低収益性の背景にある過当競争を示唆する事象として、可住地面積あたりの店舗過密問題を挙げた。銀行等の過当競争は、貸出金利の低水準問題の大きな原因となっているのであろうか。

２．預貸利鞘設定行動モデル

銀行等の貸出金利の決定理論は、市場金利への追随率に着目したアプローチ、貸出市場の需給均衡に着目したアプローチ、銀行の預貸利鞘設定行動モデルによるアプローチなど、多くの先行研究が行われている。金融競争度が貸出金利に及ぼす影響度の評価には、預貸利鞘設定行動モデルを用いた実証分析は有効な方法論である。元々の dealership model は金利リスクと信用リスクを説明変数とする単純化された理論であるが、これを先行研究および現実の銀行貸出プライシング行動を考慮して拡張した上で本研究の分析に用いた。

３．邦銀の貸出利鞘の決定構造

銀行パネルデータによる分析の結果、貸出利鞘（貸出金利－預金金利）の決定要因として貸出ポートフォリオ特性、経費率、調達レートの影響度が大半を占めることが確認された。地域銀行の平均貸出金利は 2007～2016 年度にかけて低下しているが、その低下要因の大半は調達レート低下と経費率低下によって説明される可能性が高い。

高水準の金融競争度は、貸出利鞘の低下要因として作用する有意な関係性が、店舗シェアに基づくハーフィンダール指数逆数を説明変数に加えた同分析によって確認された。ただしその影響度合いは、貸出金利低下の主因と言えるほどの大きさではなかった。

地域銀行が合併すると、地域の金融競争度は短期的に変化し、貸出利鞘の上昇要因として作用する可能性が高い。他方、合併効果が顕在化して経費率が低下すれば、貸出利鞘の低下要因として作用する可能性も高い。両要因のいずれが勝るかは合併事案次第であるが、本研究のモデル式を応用したテストでは、総合的には貸出利鞘の低下効果の方が勝る場合が多いことが示唆された。

以　上

地域金融機関の経営指導能力の測定指標について

京都大学大学院生　吉原清嗣

本論は地域金融機関の中小企業を開発・育成する能力を測定しようとするのが目的である。

今日の地域金融機関は、中小企業の育成資金供給者としての役割にとどまらず、長期的な取引関係を通じてコンサルティング機能を発揮し、顧客企業の事業拡大や経営改善等を支援していくことが求められている

このような考え方に立脚するならば、地域金融機関の「評価」は顧客企業の発展にどれだけ貢献したかによって行われるのが自然である。地域金融機関は、自らの存在意義を、顧客である中小企業の業績が長期的にどのように改善していったかによって示すことができるはずであり、このような目的と合致した評価指標を活用することが望ましいはずである。

つまり、どの金融機関が資金提供したかによって企業の成長が左右されるという考え方なのである。地域金融機関は、単なる資金供給者ではなく、顧客企業のガバナンスの一翼を担う存在として、経営アドバイスやリスクマネジメントを支援することで、そうではない場合と比べて顧客企業の成長可能性を高めることが期待されているのである。しかし、現状の主要評価指標には、このような考え方を反映したものが含まれていない。

整理すると、貸出先を選別する力を有するものと貸出先を育成する力を有するものの二つに分かれる。どちらも企業に資金を提供する活動であるがその内容と効果は全く違う。

新指標とは、当該金融機関の担当する中小企業の経営指標の平均値と全国の中小企業の経営指標の平均の差分と定義付けられている。これは全国平均との差異の強弱で、かつ上方へ導いている金融機関の評価するものである。

つまり、今まで目に見えにくかった活動の成果物を表すのが地域金融機関の新指標のベースとなる。新指標の概念は金融機関自身から発信されたものではなく、担当する企業の業績指標の改善の度合いでもって、その金融機関を評価するところに特徴がある。極めてシンプルで、単なるツール（道具）ではなく主体的に使いこなせると考える 。従来の指標の問題点は担当企業への貢献については間接的にしか見ることができないと考える。

地域金融機関と中小企業発展とは実は大いに関係していたのかもしれない。その効果の測定と利用法が不明確であったのかもしれない。これをはっきりさせるのが目的である。

最大のメリットは得られた数値を従来の指標に加えて公表することにより利用者に対し今以上の信頼関係と活動の品質保証が可能となる。

営利株式会社金融機関と非営利協同組織金融機関、大型広域金融機関と小型狭域金融機関の評価方法にも平等な評価が可能となる。メガバンクの中小企業部門との比較も可能となる。特に協同組織金融機関については税制優遇の裏付けとなる。

地域銀行の収益力と将来

関西外国語大学　堀江康熙
福　岡　大　学　有岡律子

地域経済は人口減少傾向から停滞状態が続いており、こうした営業地盤の劣化を背景に地域銀行の利益率は低下傾向を辿っている。もっとも、落込みを小幅に留めている地方圏所在の銀行もあり、大都市圏所在の銀行が必ずしも有利という訳ではない。本報告では、地域銀行の経営地盤が営業地盤と組織力から成るという考えの下に、近年の収益力の変化についてその特徴を捉え、それを踏まえて 2030 年時点の収益力を予測し、今後の合併問題への対応等を検討する。

先ず、公的資金注入行を除く地域銀行を最近 10 年間の利益率変化幅を基準に、上･中･下位グループに分割し、その特徴を捉えていく。その際、人口等を説明変数とする計測式より算出した理論値と実績値との差を、組織力を表す有力な指標として扱い、上位グループはそうした力がプラスに作用していることを明らかにする。次いで、規模の経済性が作用し難い小規模な地域銀行と、規模が似通った近隣の信用金庫とを比較し、地域銀行としての特性をみていく。

こうした結果を参考としつつ、人口変化を主要な変数とする関数を基に 2030 年度の収益力を予測する。その際、予測は専ら人口見通しを基にし、組織力については現状維持を仮定している。全体として利益水準はかなり低下すること、とくに地方都市型では落込みが大きく全体としてかなりのマイナスとなる一方､中核都市型･大都市型は相対的に落込みが小さいことを示す。そして各タイプとも、近年に合併や経営統合を経験した銀行は利益水準の落込みが相対的に軽微であること､また中核都市型･大都市型では単独存続行のなかにも落込みの小さい銀行が多く、その限りでとくに中核都市型の銀行は今後も単独存続も可能である先が多いことを示唆する。もっとも地域銀行は、全体として収益力の落込みが大きいだけに、大胆な店舗減らし等によるコスト削減を打ち出しても、利益水準の維持が容易ではなく、とくに地方都市型は全体としてマイナス状態が避けられないことを明らかにする。

こうした状況下、現状取り沙汰されている 4 つの合併についても取り挙げる。とくに九州のケースについては、合併に伴う県内シェア上昇によるホールドアップ問題発生の懸念が議論されているが、この問題は同様に人口の予想減少幅が大きく経営環境の劣化が見込まれる他の 11 道県についても生ずる可能性が大きいことを示す。そしてこうした環境下では、店舗配置の大幅な見直しや、合併等によるコスト削減の徹底が必須となることを指摘する。

中国 P2P ネット金融プラットフォームのイベントヒストリー分析

徳島文理大学　水ノ上智邦
徳島大学　趙彤

本稿は，わずか 10 年の間に急激な成長を遂げた中国の P2P ネット金融において，仲介業務を果たしている取引サイト（プラットフォーム，以下 PF と略す）の活動について分析している。具体的には，中国 P2P ネット金融のポータルサイトである「網貸之家」が収集・集計した各 PF に関する 2016 年 1 月～2017 年 3 月までのパネルデータを用いて,PF における問題発生についてのイベントヒストリー分析を行った．さらに問題発生はしていない PF の間の競争について理解するため，PF の取引高についてのパネルデータ分析を行う．中国の P2P ネット金融市場は，2007 年に「拍拍貸」と「宣人貸」がサービスを開始して以来，既存の伝統的金融機関から排除されてきた農家や中小企業の旺盛な資金需要を背景に，PF 数，取引規模ともに 2016 年まで急拡大してきた．2010 年には 13.7 億元であった取引総額は，2015 年には 9,823 億元に上り，2016 年は上半期だけでも 1 兆元を超えるに至った．そのような中国の P2P ネット金融市場であるが，あまりに急速な成長の弊害として，少なくない PF が夜逃げ，倒産，支払不能などの問題を起こしている．

本稿の分析により得られた知見は次のとおりである．まず，PF における問題発生の決定要因として，取引高の大きさと，PF でのローン証券への投資総額に占める上位 10 名による投資総額の大きさが問題発生確率を引き下げることが明らかになった．次にパネルデータ分析の結果から，1 期のラグ付きの取引高および資本金の大きさが取引高増加に有意な正の効果を持ち，規模の大きな PF がますますその規模を大きくし，中小 PF が淘汰されつつある現状が明らかになった．また，ローン証券の平均利率の高さが取引高を押し上げる効果が確認でき，中国 P2P ネット金融特有の慣習が，実際に PF により利率の高いローン証券を扱わせるインセンティブとなっている可能性が浮かび上がってくる．

アジアインフラ投資銀行設立の背景と中国の戦略

対外経済貿易大学　西村友作

2015 年 12 月 25 日，中国主導で設立が進められてきたアジアインフラ投資銀行（Asian Infrastructure Investment Bank，AIIB）が発足した。アジアの発展途上国のみならず，欧州の英国やドイツ，フランス，イタリアといった主要 7 ヵ国（G7）を含む多くの先進国までもが加盟し，創設メンバーは 57 ヵ国に上った。

AIIB は，2015 年 3 月にイギリスが参加を正式に表明した「英国ショック」を転換点に，それまでの「新興国による新興国のための金融機関」から，2017 年 6 月には多くの先進国を含む 80 ヵ国・地域が加盟する巨大な国際開発金融機関へと発展を遂げた。本稿では，その AIIB を主導する中国の国家戦略に着目し，中国の AIIB 戦略とその手段や効果について「世界経済ガバナンスにおける制度的発言権」，「一帯一路構想」，「人民元国際化」，「中国企業による国際建設受注とインフラ輸出」の 4 つの視点から考察をおこなった。

AIIB は先進諸国を含む多国間の開発金融機関であり，中国が自国の国家戦略を優先するような運営をおこなえば，不満を持った加盟国の脱退や格付けの引き下げといったリスクもはらんでいる。発足から約 2 年の運営状況を見てみると，国際機関としての信認を得るために，極力中国色を消した慎重な姿勢が目立つ。借入国の選定や入札手続き，人民元建て債券の発行といった物議を醸すような業務に関しては，当面はしっかりと既存のルールにしたがって進めていくであろう。したがって，本稿で考察した「世界経済ガバナンスにおける制度的発言権」，「一帯一路構想」，「人民元国際化」，「中国企業による国際建設受注とインフラ輸出」は，短期的なものではなく，比較的長い時間を伴いながら徐々にその効果が表れてくるであろう。

中国は AIIB を通じて新興国の力を集約し，世界経済におけるパワーバランスの再構築を緩やかな形で進めていくと考えられる。

日本とアジアの金融市場統合
－邦銀の進出に伴うアジアの金融の深化について－

国際通貨研究所　矢口　満
国際通貨研究所　山口　綾子
京都橘大学　　佐久間　浩司

過去 10 年ほどの間に、日本の民間金融機関のアジアビジネスは大きく進展し、それがアジア金融市場との相互的な発展につながってきた。本報告では、日本とアジアの金融市場の統合を、国際資本移動や金融制度といった切り口からではなく、金融機関の民間部門としての活動という切り口から議論する。特に注目したのは、銀行（邦銀）のアジア進出が加速するなかで、相対的に発達した金融技術が地場銀行に伝播し、それがアジアの金融の深化をもたらしている可能性である。

1980 年代以来の邦銀のアジアにおける活動を振り返ると、特に 2007～2008 年のグローバル経済金融危機以降、ユーロ圏の銀行の活動が消極化する一方で現地の金融ニーズが高度化するなか、与信業務などが着実に拡大してきた。とりわけ ASEAN（東南アジア諸国連合）において、邦銀はその高度化・多様化するニーズを取り込むべく、2012 年頃より地場銀行の買収や地場銀行との資本提携・業務提携を積極的に進めてきた。

その結果として、リテール・企業向け金融サービスでは、邦銀から買収先・提携先の地場銀行に向けて金融技術の波及がみられる。特にリテールでは、邦銀に買収・提携された地場銀行の国際ネットワークの中で、「金融の発達している国」から「遅れている国」へ技術の伝播が生じている。

さらに、国際金融規制や各国制度に対応した広義の経営管理のノウハウに関しては、買収により地場銀行が子会社化された場合、その銀行のレベルが一気に邦銀並みにまで引き上げられる。そして、それが現地におけるベストプラクティスとなり、金融監督当局を通じて当該国内で波及する可能性も指摘できる。

このように、邦銀の進出にはアジア現地の金融の深化に貢献する側面がある。これは、金融機関のレベルにおいて、日本とアジアの金融市場統合が徐々に進んでいる状況と位置付けられよう。

＜中央銀行パネル＞

新日銀法施行後２０年

座長：日興リサーチセンター　山口 廣秀

＜パネル趣旨＞

現行日本銀行法（以下、「新日銀法」という）は 1997 年 6 月 11 日に成立し、翌年 4 月 1 日より施行されている。旧日銀法は 1942 年に制定された戦時色の強いものであったが、半世紀ぶりに全面改正された。新日銀法では金融政策が物価の安定を理念として行われる旨を明確化し、金融政策運営における独立性を強化しているほか、業務運営面でも経営体としての自主性を尊重したものとなっている。すなわち、政策委員会が政策及び業務運営全般にわたって日本銀行の最高意思決定機関であることが改めて確認され、政策委員会の構成や委員の任命方法について見直しが行われたほか、政府との関係についても旧日銀法の規定を大幅に改め、日本銀行の独立性を強化する方向で制度の整備がなされた。また、同時に、政策運営の透明性確保により、それが説明責任を伴ったものとなるよう図られている。

本年は新日銀法施行後 20 年に当たる。この間を振り返ると、日本・世界を巡る金融経済環境は、リーマン・ショックを契機とする世界経済・金融危機、デフレの長期化、政府債務の拡大、中国・アジア諸国等新興国の経済成長、金融デジタルイノベーションや IT 化の進展など大きく変化した。一方、日本銀行の金融政策面でも政策金利がゼロ下限に直面し、1999 年の「ゼロ金利政策」、2001 年の操作目標を日銀当座預金残高としフォワードガイダンスを設定した「量的緩和政策」、リスク性資産買入れを含む３つの措置からなる 2010 年の「包括緩和政策」、２％の物価安定の目標にコミットしマネタリーベースを大幅に拡大した 2013 年の「量的・質的金融緩和政策」、さらに 2016 年の「マイナス金利政策」を経て、現行の短期金利をマイナス 0.1%、10 年物国債金利の操作目標をゼロ％程度とする「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に至る、非伝統的金融政策を導入している。この間、2013 年には政府と日本銀行の共同声明も締結された。

新日銀法施行後 20 年を経た今、新日銀法における日本銀行の目的や改正の理念である独立性と透明性から照らして、例えば日本銀行の国民や金融市場からの信認、２％物価目標や大規模緩和と経済成長との整合性、政策委員会メンバーの多様性と議論の透明性などについて検討する意義は大きい。今回の中央銀行パネルでは、対象期間を 20 年と長期に捉え、また、法的観点から見た中央銀行の在り方や中央銀行と政府・政治との関係、さらには中央銀行制度の国際比較といった幅広い視野から議論するため、専門家の方々をパネリストとしてお招きした。具体的には、金融法の専門家である神田秀樹氏、経済学・金融論に詳しい高橋亘氏、中央銀行と政治との関係について豊かな識見を持つ軽部謙介氏である。パネルの司会役は山口廣秀が務める。

＜中央銀行パネル＞

法制度からみた中央銀行の独立性

学習院大学　　神田秀樹

＜報告要旨＞

新日銀法は、１９９６年に内閣総理大臣の私的研究会として設置された「中央銀行研究会」の報告書で示された基本方針とその後の金融制度調査会の「日本銀行法改正小委員会」での審議を経て１９９７年にとりまとめられた金融制度調査会の「日本銀行法の改正に関する答申」に基づいて、旧日銀法の改正法案が政府提出法案として国会に提出され、それが１９９７年６月に成立したものである。

日本銀行の目的、独立性、そして政府との関係は、憲法６５条との関係も含めて、中央銀行研究会および日本銀行法改正小委員会の場においても、もっとも議論が白熱した論点であった。議論のポイントは、金融政策の最終的な責任は誰に帰着するかということと、金融政策の決定について中央銀行の独立性を認める場合に、あらゆる権力から独立した絶対的な独立性ということはありえないので、どのような独立性が適切かということの２点にあった。これらの点についての新法の考え方は、憲法のもとで日本銀行の独立性をできるかぎり確保し、金融政策に係る意思決定は日本銀行の政策委員会が最終的に行うとともにその責任を負うとするものである。

このような新日銀法の趣旨が実際に生かされてきたか否かは、制度の実際の運用に依存する面が大きい。とくに、この２０年の間に非伝統的な金融政策が採用されるに至り、金融政策は新しい時代に入ったということができるが、このような新しい金融政策の具体的な措置の決定と運用にあたって、中央銀行の独立性は一層その重要さを増してきているように感じられる。

しかしながら、中央銀行の法制度上の独立性と実際の金融政策の成功との間にどのような関係が見られるのかについては、これまで必ずしも明らかにされてきているわけではなく、なお今後の検証にゆだねられている点が大きいように思われる。

本報告では、新日銀法の経緯と主要な規定を概観し、新日銀法が確保した中央銀行の独立性がその後の金融政策に係る決定と具体的な政策手段の実施においてどのような意味を有したのか、中央銀行の独立性ということが、とくに政府および政治との関係において、実際の新日銀法のもとでの中央銀行の運営においてどのような意味をもったといえるかについて、制度上の理屈と実際との距離という観点から筆者が気が付いたいくつかのポイントと将来に向けての課題を提示することとしたい。

＜中央銀行パネル＞

中央銀行の独立性をめぐる環境変化と日本銀行

大阪経済大学　　髙橋　亘

＜報告要旨＞

20 年前、日本・英国では独立性を強化した中央銀行法が施行され、欧州でも独立性の高い欧州中央銀行が発足し、これらでは「物価の安定」が金融政策の目的として明定された。これに先立ち、多くの国でインフレーションターゲッテイングが採用されたが、これは主にインフレ率の抑制を念頭にしたものであった。爾来 20 年、中央銀行の独立性を巡る環境には変化がみられる。主な変化としては、①インフレからデフレ的な環境へ、②均衡財政から財政従属（Fiscal Dominance）状況へ、③銀行監督機能の分離から金融安定化策（Macroprudence）の担い手へ、④非伝統的な金融政策の採用により、ルールから裁量的な政策運営へなどがあげられ、政府との協調が重視され、中央銀行の独立性への意識も薄れる状況であるように窺える。これには、中銀の独立性を支持する従来の経済モデルがインフレの抑制を念頭にし、今日のデフレ的状況では有用性が疑われるとの事情もある。

それでは中央銀行の独立性は意義を失なったのだろうか。20 年前に立ち返ると、中央銀行の独立性の背景には、英国では政治に影響された近視眼的な政策運営が経済を不安定化させたとの反省があった。またわが国でもバブル経済を招来した政治に影響を受けたプラザ合意以降の政策への反省があった。こうした趣旨を踏まえれば、中央銀行の独立性は、狭くはインフレの抑制・物価の安定を目的とするものであるが、広くは非政治的な立場、中長期的な視点からの時間整合的な政策運営などを目的とするものと考えられる。いま必要なのはこの再確認による運用と経済学では独立性モデルの再構築であろう。

日本銀行の場合、法律改正は反大蔵省という政治状況のなかで行われ、政治の側で日本銀行の独立性の尊重が薄いという不幸な出自があった。このため民主的なコントロールを名目として、従来の慣行や不文律を破るかたちで明示・黙示の人事権（任命権）や時に法改正を盾にした政治的な圧力が加えられてきた。これには日本銀行側でも、政治に対峙できる一貫した政策運営をなかなか確立できないことが、政治の介入を招いたという側面もある。制度的には、日銀法 23 条の任命権には「非政治的であるべきポストを政治が任命する」という矛盾が存在する。またそもそも中央銀行とは「パーテイの最中にパンチボールを下げる」という非民主的側面をもつ存在であり、政治は独立性のもつ非政治性等を尊重し、本来そのコントロールは第三者による検証などの事後的なアカウンタビリテイを通じてなされるべきであろう。そのためには、本学会等の場で学界出身の役員経験者等が自らの実績の質疑に応じることも一案である。日本銀行の独立性のためには独立性の趣旨・性格の再認識とそれにふさわしい政策の枠組みの確立、積極的なアカウンタビリテイが必要である。

＜中央銀行パネル＞

日本政治の構造変化と金融政策への影響

時事通信社　　軽部 謙介

＜報告要旨＞

この報告では、日本政治の構造的変化が日銀の金融政策にどのような影響を与えていたのかを考察する。具体的には２０００年のゼロ金利解除断行と２０１３年のインフレターゲット導入時の政治状況を比較する。前者は政府から議決延期請求権提出という強い反対があったにも関わらず断行できたが、後者は政治の強い圧力に屈する形でインフレ目標導入を政府との共同声明で明記させられた。両者の間には、日本や世界を取り巻く経済状況、経済政策の中での金融政策の位置づけ、総裁の個人的特性―など様々な違いがあると思われるが、同時に圧力をかける側の政治も、小選挙区制導入による自民党総裁の権限強化、派閥の形骸化と総務会・政調会などのパワーダウン、内閣法改正などによる首相の権限強化、「政治主導」による官僚の決定権の狭隘化―などを経て「首相一強体制」が実現したという構造的な変化がある。

現在の日銀法（新日銀法）は９８年に施行されたが、その前の旧法時代に金融政策は事実上日銀と政府（大蔵省）の共同作業であることが多かったので、２０００年のゼロ金利解除時には「独立性」が日銀内で強く意識された。このほか当時日銀が政府の圧力を跳ね返せた要因としては、①新日銀法になり政府の決定への関与が制度的に排除された②不良債権問題やスキャンダル、金融庁の分離などを経て、この時期は大蔵省も体力を失っており、限界を越えてまでの介入は避けた③首相就任時の不透明な人選過程で森官邸もこの問題に大きな政治的資源を投入できなかった④解除に反対した亀井政調会長が同時に「日銀への要求は月例経済報告など公式の場以外では慎むべき」と発言するなど、自民党内にも日銀の独立性に配慮する声があった―などが挙げられる。その後、声高に叫ばれたのが「政治主導」。小泉政権の郵政改革が嚆矢になり、官僚の抵抗を排除しながら国民の支持を得ていく政治手法が一般的になりつつあった。もちろん「政治主導」といっても、いわゆる「政治基盤」がしっかりしていないと実現しないので、第一次安倍、福田、麻生などの政権では首相一強を実現できなかった。次の民主党政権時代も強引に「政治主導」を実現しようとしたが、かえって混乱を招いたまま終わった。

１２年の総選挙で政権に復帰した自民党の第二次安倍政権は、①支持率の高さと選挙での圧勝②巧妙な政治的差配―などにより、官邸に権限を集めていくが、大きな特徴のひとつに首相周辺に様々なアドバイザーを結集させ、彼らの意見を政策に反映させたことがあげられる。それはまるで米国の政治任命制度のようであり、官庁、特に財務省の力を弱める結果となり、従来型の官僚→官邸という政策立案の流れを逆転させた。首相一強でなければインフレ目標が導入されなかったかはわからないが、官僚機構には①異端派の意見を尊重しない②「統治の作法」を重視する―などの特性があることを考えれば、日銀への圧力は弱くなっていたことは想像できる。もちろん、政治の構造変化があるとはいえ、首相一強状態は簡単に現出するものではない。巧妙な党内運営や国会対策、高い支持率、官僚の統制などが相まって初めて実現する。しかし、これら政治的条件が満たされ、金融政策への政治の関心が強まり、政府の政策とずれが生じたとき、日銀への圧力は再び最大化する可能性がある。

Current Account Dynamics under Information Rigidity and Imperfect Capital Mobility

京都大学　柴田　章久

東京大学　新谷　元嗣

大阪大学　敦賀　貴之

多くの先進国では、経常収支の変動は、所得対比で見て慣性とボラティリティが非常に高い。異時点間経常収支モデル(intertemporal current account model)は消費理論に基づく経常収支の標準モデルとなっているが、この標準モデルでは、経常収支の慣性やボラティリティは非常に低く、加えて消費の変化の慣性の説明力も低い。この標準モデルに不完全資本移動の仮定を導入した Shibata and Shintani (1998)のモデルでは、消費の変化の慣性の説明力は改善するものの、経常収支のボラティリティの説明力が低下してしまう。

本稿では、異時点間経常収支モデルにおける合理的期待の仮定を粘着情報の仮定で置き替え、粘着情報に基づくモデルの経常収支の予測パフォーマンスを評価している。このモデルでは、消費者は所得に対するショックに即座に気づかず、ショックに応じた消費の意思決定が随時行われないと仮定される。分析の結果、粘着情報のモデルは、経常収支の慣性とボラティリティについて、合理的期待のモデルよりも優れた予測パフォーマンスを示すが、消費の変化の慣性の予測はデータよりも過大となりがちになることが分かった。他方、粘着情報のモデルを不完全資本移動の仮定で拡張したモデルの場合、情報の粘着性の度合いと不完全な資本移動の度合いを十分に考慮すれば、経常収支の慣性・ボラティリティにくわえ、消費の変化の慣性もデータとほぼ完全に整合的な予測パフォーマンスを示せることが分かった。

Global Interest Rates and Financial Flows

Tohoku University Jun Nagayasu

Abstract
This paper empirically analyzes international financial flows between 2000 and 2016, focusing on the relationship with exchange rates and interest rates. Calculating a proxy for global interest rates using a factor model, first, we confirm that there are global elements in national real interest rates, particularly those of advanced countries. Their proportion in the overall movements in national interest rates depends on the number of common factors; however, in any case, their presence is non-negligible. Second, using a large number of countries, we show that the influence of interest rates on international financial flows has declined particularly in advanced countries over time. In contrast, exchange rates have been influencing investors' decisions to form financial portfolios throughout the period. Similarly, political transparency increases the likelihood of inducing financial inflows to home countries.

Keywords: global financial flows, global interest rate, uncovered interest rate parity condition
JEL classification: F2, F3

The effects of age structure on trade openness by geographic region

大阪経済大学　福本幸男

神戸大学　衣笠智子

Trade openness (i.e., the ratio of trade to GDP) varies significantly in different regions of the world. Generally, this is considered to be the result of intra-regional trade due to regional economic integration. This study focuses on age structure, which varies by region, as a determinant of trade openness. We examine the relationship between trade openness and age structure in terms of life cycle hypothesis for the following four regions in the world: Africa, Asia and Oceania, Europe, and North and South America as well as the whole world. Our empirical results show that age structure significantly affects trade openness in the whole world and in the three regions, except Africa. The absolute values of the coefficients are the largest for Asia and Oceania and second largest for Europe. In many African countries, goods and labor markets are not prepared enough, and non-tradable goods such as education and medical services may not be sufficiently supplied. Therefore, it is possible that age structure does not influence trade openness in Africa. To sum up our empirical results, it is possible that demographic change has influenced trade openness. Moreover, it is suggested that the similarity of trade openness among countries in the same region may occur not only because of regional economic integration but also because of similarity of age structure.

日本株式市場における情報の非対称性と流動性

同志社大学大学院生
松本宗谷

本研究では、日本株式市場における情報の非対称性を推定するとともに、その市場流動性への影響を検証する。情報の非対称性が資産価格や金融市場に及ぼす影響は、広く分析されてきたが長らく理論研究が先行してきた。しかし近年、高頻度データの活用が普及するにつれて、情報の非対称性を実証的に推定する研究が盛んに行われている。本研究では、Easley et al.(2012) により提唱された PIN モデルの派生指標である VPIN(Volume-Synchronized Probability of Informed Trading)を推定し、市場における情報の非対称性の大きさについて考察する。また、VPIN と市場流動性の関係を分析する。2016 年 4 月 1 日から 2017 年 3 月 31 日において、TOPIXCore30 採用銘柄を分析した結果、情報の非対称性が高まると市場流動性が低下するという結果が確認された。このことは、情報の非対称性が高まる局面においては、逆選択のリスクを回避するために、市場での取引効率性が低下するという理論研究と整合的なものである。また、日本の株式市場において、情報の非対称性を緩和するようなマーケットデザインが市場の効率を高めることができるという政策的な重要性を示唆している。さらに、分析に用いられた流動性指標によって、その影響が異なるという異質性が確認された。

キーワード：情報の非対称性、PIN:VPIN、市場流動性

日本銀行のETF購入が企業の収益に与える影響

大東文化大学　郡司大志
常葉大学　三浦一輝
華東師範大学　袁媛

本稿で我々は、日本銀行（日銀）のETF（Exchange Traded Fund）購入が企業行動にどのような影響を与えたのかを検証する。BOJは2010年12月から2016年9月までTOPIX、日経225、JPX日経400に連動するETFを時価総額に比例して購入していた。当初の年間購入金額の上限は0.45兆円であったが、日銀は徐々に限度額を引上げ、2013年3月末の残高は2.1兆円にまで達した。さらに、2013年4月以降は保有残高を年間1兆円のペースで増加するよう年間購入金額を拡大しただけでなく、2014年10月には3兆円、2016年7月には6兆円と目標金額は上昇していった。このような大規模資産購入はリスク資産価格を上げると同時に資産収益率を下げるため、低金利のもとでも行うことのできる金融政策として採用されるようになった。また、充分なベースマネーを供給するという点でも効果があるかもしれない。したがって、量的緩和を進めてきた先進国の中央銀行は、その手段拡大のためにリスク資産を購入するようになってきた。

しかしながら、インデックス連動のETFを中央銀行が購入することで、中央銀行が企業行動に影響を及ぼしてしまう可能性もある。例えば、Ito (2014) はパッシブ運用を行う投資家が短期的な利益を追求するあまり企業の選別を行わなくなるという欠点を指摘している。中央銀行がETFを購入する場合も企業の監視機能は十分に行われないため、同様の問題が生じると考えられる。他方で、Appel et al. (2015) は 1998-2006 年のアメリカのインデックス構成銘柄について、パッシブ投資の割合と議決権行使データを用いて、パッシブ・ファンドの保有比率が企業のガバナンスやパフォーマンスに与える影響を分析している。その結果、パッシブ・ファンドの保有比率の増加とROAには正の関係があることを明らかにした。彼らは、パッシブ投資家は潜在的な議決権を通じて企業のガバナンスに影響を与えている可能性が高く、その行動は企業の長期のパフォーマンスの改善と関係していると主張している。このように、パッシブ運用は企業パフォーマンスに負の影響も正の影響も与えうると考えられる。

そこで我々は、日経平均株価に含まれる企業と含まれない企業との間で日銀のETF購入期間前後で収益に差があったかどうかを推定する。推定の結果では、日銀のETF購入はETF銘柄企業のROAを約1.5%低下させていたことが示された。

日本銀行の ETF 買入政策と
日経平均株価銘 柄入れ替えのイベント・スタディ

原　田　喜美枝
中央大学
オーストラリア国立大学

要　　旨

本稿では，日本銀行による非伝統的金融政策のうち，2010 年 12 月から実施されている指数連動型 ETF を購入する政策に焦点をあてる。日本銀行の ETF 買入 政策が日経平均株価指数に与えている影響について考察するため，日経平均株価 の銘柄入れ替え事例をイベント・スタディの手法を用いて考察している。

イベント・スタディの結果明らかになったことは，日経平均株価への採用・除 外が発表された日に有意な超過収益率が観察されるということであった。とりわ け，除外銘柄へのマイナスの影響は大きく，ニュース発表直後に超過収益率は大 きくマイナスになり，中にはマイナスの累積超過収益率が継続する銘柄もあっ た。金融政策による副作用として，個別銘柄への影響が懸念される。

アムステルダム銀行の預金受領証は「銀行券」だったのか

帝塚山大学　橋本　理博

シャルル・リスト（Charles Rist）によれば，18 世紀の学者たちは，銀行券と振替制度によって流通せしめられる預金受取証とを区別しておらず，かつ銀行券と預金通貨（小切手によって移転される銀行預金）も本質的には同じものであると考えていたという。しかし，19 世紀以降のアムステルダム銀行に関する研究において，同行が発行した受領証を「銀行券」として捉える認識は稀であった。むしろそれより，発券を行わなかったというのが同行の大きな特色と認識されてきたと言えよう。本報告は，アムステルダム銀行の預金受領証が「銀行券」と呼ぶべき性質を備えていたことを同行の帳簿を検討することで明らかにし，そのうえでこの預金受領証と銀行預金の関係を考察するものである。

本報告では，まず，17 世紀初頭の設立以降アムステルダム銀行では小切手を用いた預金振替決済が展開していることを確認し，次いで 1683 年以降に発行が開始された預金受領証について，この紙券がいかに発行され，いかに同行に還流しているのかを，帳簿を用いて検討する。これにより，預金受領証は，アムステルダム銀行と預金者の間で債権・債務関係が形成されることで発行され，この紙券が同行に還流してその関係が消滅するものであること，また，この預金受領証が譲渡されるということは，ある者の預金残高を別の者に移転させることを意味するものだということを明らかにする。こうした特徴は，同時代のイングランド銀行券と共通するものである。預金受領証（銀行券）は預金通貨の関係については，共に貸借関係の存在を前提として発生するものであり，受領証（銀行券）も預金残高を他者に移転させる機能を果たすことから，両者は本質的に同じものと捉えることもできる。

ベトナムにおける非正規金融の役割・中小企業の資金調達からの観点

一般財団法人アジア太平洋研究所・Cao Thi Khanh Nguyet

要約

非正規金融は，ベトナムにおける中小企業にとって必要な資金調達先となっている．非正規金融とは，ファミリー，親戚，友人からの借入，取引企業からの借入，マネーレンダーからの借入を意味する．一般的にファミリーや親戚，友人からの借入は低金利であり，返済条件も優遇されているため，中小企業にとっては優先度の高い資金調達先である．一方，マネーレンダーは，高金利であり，政府等の管理が行き届きにくいといったデメリットが挙げられるが，中小企業にとって，銀行やファミリーなどからの借入が不可能な場合，最後の資金調達手段となっている．本稿ではマネーレンダーに注目し，ベトナム中小企業の資金調達において非正規金融の役割を分析する．分析結果からベトナムにおいては，正規金融が中小企業の資金調達において主力を占めておらず，非正規金融が副次的な役割をもつのではなく，主的な資金供給先の役割を果たしていることが明らかにした．また，非正規金融は，資金不足に直面した企業にとっては重要な資金調達先であるが，正規金融から資金調達ができても、投資機会を逃さないため、非正規金融にもアクセスすることが明らかにした．

Typology of Bahraini / Indonesian Islamic Venture Capital

立命館アジア太平洋大学・鈴木　泰
立命館アジア太平洋大学大学院生・カムルール　ハサン

Islamic venture capital is the newest wing of Islamic finance industry. In this paper we begin with the clarification of the difference between Islamic microfinance and Islamic venture capital. We review the contemporary literature on venture capital and the historical background of Silicon Valley, then discuss about the dilemmas facing to Islamic VC firms. In addition, we discuss about two different types of Islamic VC firms. This paper suggests that the role and strategy of Islamic VC firms are not identical. In the case of Bahraini Islamic VC firm (VCBB), their strategy is, in nature, considered as still conservative for focusing on the real estate projects backed by the mortgage, though VCBB is now diversifying their credit portfolio and mitigating the geographical risk, as well as accumulating the skill and knowledge of screening and monitoring innovative startups. In the case of Indonesian Islamic VC, PNM-VS is expected to play the role as 'agent' for facilitating governmental funds (policy lending) for the purpose of incubating innovative (or sick) SMEs which have the limited access to the credit/loan market by commercial banks. However, it seems that PNM-VS as an Islamic VC firm, even though it has been financially supported, at least, indirectly by the government, has failed to accumulate the skill and knowledge necessary to incubate and support innovative ventures, consequently losing its *reason d'etre* in the market.

Key words: Islamic Venture Capital, Bahrain, Indonesia

Competitive position and cash holdings

Cai Yue
Waseda University (Graduate Student)

This paper investigates a negative relationship between the firm's competitive position and cash holdings. Because firms with low competitive position have a lower expected cash flow, therefore such firms save cash out of cash flow to avoid default. I empirically analyze the relationship between firm's competitive position and cash holdings. We find that firms with lower competitive position rely more on cash hoarding. The competitive position effect on cash is stronger when firm face financial constraints or when firms in more competitive industries.

First of all, we introduce product market interaction into Acharya, Davydenko and Strebulaev (2012), and explain the probable theoretical hypothesis. In the first set of empirical results, we explore whether the effect of competitive competition on cash holdings is consistent with our theoretical hypothesis. After controlling for firm's financial channels, various firm features and internal factors of firms, we find that over 2005-2014 period, increasing the measure of competitive position one standard deviations at mean increase the cash-to-net-assets ratio of Japanese manufacturing firms by 0.11 at mean. We also find that main bank dependence has a significant impact on the relationship between competitive position and cash holdings. When firms are more connected with main banks, the effect of competitive position on cash decreased significantly.

In the second set of empirical results, we find that financial constraints have an important effect on the relationship between competitive position and cash holdings. We find that negative relationship between competitive position and cash holdings is significant among firms with financial constraints.

In the third set of empirical results, the firms in more competitive industries hold more cash from low competitive position than do firms in less competitive industries. The empirical result suggest that the relation between the measure of competitive position and cash holdings is negative and significant in the highest competitive industries, and this relation is monotonously decreasing across less competitive industries.

Our empirical result help explain the trend of the increase in cash holdings of Japanese firms in recent years.

金融危機と融資枠
-コミットメントライン、当座貸越がもたらした効果の検証-

一橋大学大学院生　本田朋史

本稿は、融資枠(コミットメントライン、当座貸越)が流動性ショックの対策としてどのような効果をもたらしたのか、リーマンショック前に上場していた企業を対象とし Difference-in-Differences(DID)分析方法を用いて検証した。

本稿は、第１に融資枠を契約していない企業と比較することで、融資枠がもたらす効果を検証している。第２に、コミットメントラインと当座貸越が代替的であるかどうかを検証するため、それぞれの融資枠契約をしている企業間において比較をしている。

本稿が得た結果は次の通りである。第１に、融資枠を契約していない企業と比較して、コミットメントラインを契約している企業は金融危機以降、現金保有を厚くしていることが観察された。第２に、コミットメントラインを契約している企業でも、金融危機以降、融資枠を契約していない企業と同程度に設備投資の減少が観察された。第３に、当座貸越を契約している企業は、金融危機以降、融資枠を契約していない企業やコミットメントラインを契約している企業と比較した場合、現金保有が少なくなっていることが観察された。本稿の結果により、コミットメントラインは、金融危機以降、現金保有を厚くするために利用されており、機動的に流動性ショックに対応することができることを示唆している。しかし、当座貸越については、コミットメントラインと同様の効果は観察されず、流動性ショック対策としてコミットメントラインと当座貸越は代替的ではないことが示唆される。

株主価値志向が日本製造業の広義の投資に与える影響
－企業レベルの連結財務データによる実証分析－

一橋大学大学院生　羽田徹也

本稿では、株主権力の拡大（株主価値志向の浸透）が日本製造業の投資にどのような影響を与えているのかを検証した。具体的には、企業レベルの連結財務データから算出した広義の投資（国内外の設備投資＋子会社化に伴う有形固定資産投資＋研究開発費）と「配当＋自社株買い」を始めとする株主価値志向の代理変数を用いて、投資関数を推計し、企業統治のイデオロギーの一つである株主価値志向（株主権力の拡大から、ステークホルダーの一つである株主の価値を最優先する考え方）が日本製造業の広義の投資に与える影響を分析した。

分析結果からは、日本の製造業では、株主価値志向による広義の投資への有意な悪影響は必ずしも確認できなかった。昨今のコーポレート・ガバナンス改革により、日本企業はROEの改善や株主還元の増加を求められている。そのような風潮の中で、日本の製造業は株主還元を増加させるのと同時に、広義の投資も増加させていると考えられる。株主還元を短期的な利益追求、広義の投資を長期的な成長のエンジンと捉えると、トレードオフの関係が想定される両者を同時に達成することは企業経営の課題の一つである。このような企業経営の課題を克服すべく、日本の製造業は、長期および短期目標のバランスを考慮した企業経営を行っていると考えられる。

キーワード：株主価値志向、企業レベルの広義の投資、成長と収益性のトレードオフ

＜国際金融パネル＞

国際決済・国際送金の現状と展望

座長：東京大学　柳川　範之

＜パネル趣旨＞

経済のグローバル化とともに､国際的な資金決済や国際送金の重要性が増してきている。この分野では、近年、いくつかの変化が生じてきており、本パネルでは、そうした変化の現状について情報を共有するとともに、今後の展望について考察することを目的とする。

まず、国際決済については､「外為決済リスク」への対応が問題となっている。このリスクは、リーマンショック時に大きな問題となったが、この時点で、売渡通貨と買入通貨を同時決済する「PVP 決済」の仕組みが導入されていたため、リーマン・ブラザーズの巨額の外為取引がすべて安全に決済され、危機の拡大が防止された。この PVP 決済を提供しているのが「CLS 銀行」であり、世界最大の決済システムとなっている。リーマンショック時の教訓から、通貨当局では、各国において CLS 銀行の利用義務付けに動いており、わが国も例外ではない。

また、国際決済や国際送金で大きな役割を果たしているのが「SWIFT」である。SWIFT は、金融取引に関するメッセージ通信を国際的なネットワークにより提供しており、世界の銀行間におけるコルレス銀行業務などを支えている。SWIFT では、従来の銀行間の国際送金が「遅くて、高い」との批判を受けるようになったことなどから、「SWIFT gpi」というコルレス銀行業務の改革を進めている。gpi では、①国際送金の即日着金、②手数料の透明性、③送金処理の追跡可能性などを確保することを目指しており、これが普及すれば国際送金の姿は大きく変わることが期待される。SWIFT gpi の稼動後の評価を行うと共に、リアルタイム化に動き始めた各国決済制度についても考察したい。

一方、「分散型台帳技術」（DLT）を使って、「早くて安くて透明な国際送金」を目指しているのが、「リップル・ソリューション」である。DLT は、「ブロックチェーン」とも呼ばれており、金融業務を根本から変える潜在力があるものと期待されている。リップルには、すでにグローバルでは 100 行以上が採用の意向を示しており、国内でも「内外為替一元化コンソーシアム」というプロジェクトに 60 行以上が参加している。

本セッションでは、こうした国際決済や国際送金の分野における最近の動向について、情報を共有するとともに、今後の見通しについて考察することとする。

＜国際金融パネル＞

外為決済リスクと CLS 銀行の役割

麗澤大学　中島　真志

＜報告要旨＞

外為取引が行われると、取引通貨の受渡しは、それぞれのマザーマーケットにおいて行われる。たとえば、円の受渡しは東京市場で、ドルの受渡しはニューヨーク市場で行われる。スポット取引（直物）の場合には、各市場における受渡しは、取引の約定が行われた 2 営業日後に行われることになっている（いわゆる「T+2 決済」）。

しかし、同じ T＋2 日であっても、各国市場の間には時差が存在するため、1 日の始まりに、まずアジア時間にアジア通貨の受渡しが行われたあとに、欧州時間になって欧州通貨の受渡しが行われ、最後に米国時間になって米州通貨の受渡しが行われるといったかたちで、時差に伴って、各通貨の受渡しの時間にズレが生じる。

これによって発生するのが「外為決済リスク」であり、売渡し通貨を支払ったのに、買入れ通貨が受け取れないといった事態が発生する可能性がある。こうした事態は、過去にも、ヘルシュタット銀行事件、BCCI 事件、KfW 事件などで実際に発生している。

こうした外為決済リスクを削減するために設立されたのが、「CLS 銀行」であり、「PVP メカニズム」の採用により、2002 年から多通貨間の同時決済を行っている。

CLS 銀行は、2008 年のリーマンショックの発生時に、リーマンブラザーズの巨額の外為取引をすべて安全に決済するなど、危機の拡大防止に大きな役割を果たした。この時に、CLS 銀行がなかったならば、金融危機における市場の混乱は、さらに深刻なものとなっていたであろうとみられている。

リーマンショックの危機から通貨当局では、CLS 銀行は、外為決済リスクの回避に有用であり、もっと多くの先が使うべきであるという教訓を得た。このため、グローバルに CLS 銀行の利用義務付けに向けての動きがみられている。わが国においても、その例外ではなく、リスクの大きい信託銀行を中心に、PVP 決済の導入が進められている。

本報告では、外為決済リスクや CLS 銀行の仕組みについて概説したうえで、リーマンショック時に CLS 銀行の果たした役割や、それを受けたグローバルな利用義務付けの動きなどについて述べる。

＜国際金融パネル＞

SWIFT global payments innovation (gpi)
～SWIFT の国際送金における革新的取組みと世界の動きについて

三菱 UFJ 銀行　中武　浩史

＜報告要旨＞

現在、国際送金を行う際に、資金移動に関わる銀行間の送金指図は、「SWIFT」のネットワークを通じて標準化されたメッセージ体系によって行われている。SWIFT のネットワークには、世界 200 ヵ国以上の 11,000 以上の金融機関が加盟しており、世界のほぼすべての銀行に対して送金を行うことが可能となっている。SWIFT はベルギーに本拠を有する、金融機関を中心とした株主により運営される中立的でグローバルな協同組合組織である。

ブロックチェーンやビットコインなどのような技術革新が話題になる中、従来の国際送金については、遅い、今どこで処理されているのか送金の過程が見えない、手数料が高いと言ったユーザーの不満の声があった。その声に応える形で、SWIFT では 2017 年 1 月から国際送金の新しいサービスである「SWIFT global payments innovation(gpi)」を開始している。SWIFT gpi は、①国際送金の即日着金、②手数料の透明化、③送金処理の追跡可能性などを実現するものである。このサービスは、リリース後わずか 1 年ほどの期間で、各国の金融機関において急速に導入が進んでおり、利用顧客からも高い評価を受けている。

本報告においては、当サービスに検討開始から関わった当事者として、SWIFT gpi 構想の背景、革新的な仕組みとその実績について説明する。また、ブロックチェーンなど新たな技術を取り込んだ更なるサービスの向上計画についても紹介したい。

＜国際金融パネル＞

ブロックチェーン技術による次世代型決済ネットワークについて

SBI Ripple Asia 株式会社 / SBI 大学院大学　沖田　貴史

＜報告要旨＞

現在、銀行間の決済においては、外為では「SWIFT」、邦銀間では「全銀ネット」のような中央集権型ネットワークを活用する方法が一般的である。これらに代表されるハブ・アンド・スポーク型の決済ネットワークは、数多くの金融機関を接続する際に、効率的な仕組みであり、セントラルカウンターパーティーとして、資金決済も一元的に解決することで、参加金融機関に効率性を提供している。

一方で、中央ネットワークが停止してしまうと、全ての送金が行えなくなってしまうため、中央ネットワークの高稼働率を維持していくための負荷やコスト負担が課題となる。また、インターネットの普及以降、加速度をます金融イノベーションの成果を取り組むにあたっては、中央ネットワークがボトルネックになるケースも散見されるようになっている。

これらの課題を解決するために、ブロックチェーンに代表される新技術を活用した次世代型の決済ネットワークが登場している。

その代表例である Ripple 社の決済ソリューションは、中央機関を介さずに、各金融機関がピア・ツー・ピアで接続できる分散台帳技術の特徴を生かし、リアルタイムで安定性・透明性の高い決済を提供しており、国際送金に新たな付加価値を提供している。

日本においては、フリクションレス・ペイメントを通じて、キャッシュレス化を促進するために、国際送金だけでなく、国内送金も技術的に一元化するコンソーシアムが立ち上がり、決済基盤に加えて、インスタントペイメント・アプリも開発されている。

本報告では、Ripple 社のグローバル・日本での取り組みをビジネスケースとして、取り上げ、ブロックチェーンを用いることのメリットに加え、実用化に向けた課題についても、議論・考察していく。

Monetary Policy In Times Of Uncertainties: Evidence From Three Oil-Importing Countries (OICs) In MENA

Brahim Guizani, University of Jendouba, Tunisia

Agata Wierzbowska, Kobe University, Japan

Abstract

This paper assesses the stance of actual monetary policy in three oil-importing countries in the MENA region with respect to Taylor-rule benchmarks. It studies the evolution of central banks' strategies especially during periods of transition and high uncertainties. On the basis of a monthly macroeconomic data covering the period from 2000 through 2016 an analysis based on a set of policy-oriented models is conducted. The results provide no strong evidence in favor of rule-based monetary strategies on the part of the central banks in these countries, which obviously still rely largely on discretion when deciding their policy rates. Unlike for Egypt, some signs of an orientation toward rule-based policies arise for Tunisia and Morocco. Nevertheless, these signs are yet to be confirmed. On the other hand, the threshold model points out the importance of the exchange rate as a guiding measure for policy rate setting the three OICs especially in times of uncertainties.

Keywords: Taylor-rule, monetary policy, uncertainty, reaction function, transition.

JEL classification: E52, E58

Macroeconomic effects of beyond quantitative and qualitative monetary easing

Junko Koeda[1]

Waseda University

Abstract

We estimate a structural vector autoregressive model with an effective lower bound and exit conditions using Japanese data until end-2016. We find that since implementation of quantitative and qualitative monetary policy, the macroeconomic effects of "pure" quantitative easing have weakened but have been complemented by those of qualitative easing. Further, inflationary effects via the stock market have become more prominent. Our nonlinear counter-factual analyses show that loosening the exit condition on inflation is not necessarily contractionary.

Keywords: effective lower bound, quantitative and qualitative monetary policy, exit, structural vector autoregression, maximum likelihood

JEL classification: E58, E52, C32

[1] *Address for correspondence*: 1-6-1 Nishiwaseda, Shinjuku-ku, Tokyo 169-8050. *E-mail:* jkoeda@waseda.jp. *Homepage:* https://sites.google.com/site/junkokoeda/.

European Banking Union (EBU): Features, Prospects and International Aspects

Hideki SATO, Kanazawa University

Abstract

This paper aims to analyze the direction, objectives, and dynamism of the European Banking Union through the following three viewpoints. First, we describe the contents of the single supervisory mechanism (SSM) and single resolution mechanism (SRM) through an institutional analysis. The SSM was established in November 2014 and the SRM was set up in January 2015. The SRM started as a full-fledged system in January 2016 with the situation that the Single Resolution Board (SRB) is playing a key role with Single Resolution Fund (SRF). We consider the introduction of a new tool such as a bail-in approach and its coordination with conventional tools such as bailouts. Second, we elucidate the feasibility of the European Deposit Insurance Scheme (EDIS). Concerning the establishment of this scheme, the European Commission published a proposal and related documents since 2015. Since the aftermath of the global financial crisis, the Eurozone countries were required to establish an effective common deposit guarantee system for consumer protection through a gradual approach. However, there are problems that Eurozone countries are facing pertaining to harmonization in Germany and setting up a common institution of deposit guarantee. These aspects need strenuous efforts. Third, the paper analyzes the EBU's relationship with the Financial Stability Board (FSB) and the Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). In terms of international aspects of the EBU, we need to focus on a common recognition with FSB's key attributes. It must also be noted that the FDIC has implemented a plethora of resolutions until date. Therefore, the FDIC is also to serve as a vital benchmark for Europe in terms of its functions in actual banking resolution and deposit protection.

Keywords: Prudential Policy, Banking Regulation, European Union

JEL Classification: F36 (Financial Aspects of Economic Integration), G01 (Financial Crises), G28 (Government Policy and Regulation)

Scarcity and Spotlight Effects on the Liquidity and Yield Term Structures: Quantitative Easing in Japan

Loriana Pelizzon
Marti G. Subrahmanyam
Reiko Tobe
Jun Uno

We investigate the determinants of the term structures of bond yield and market liquidity in the case of the Quantitative Easing (QE) programs implemented by the Bank of Japan (BoJ) in the second largest sovereign bond market in the world. We distinguish between two opposing effects of QE on the liquidity of Japanese Government Bonds (JGBs): the ``scarcity effect," which is *gradually* manifested as a negative impact on liquidity, due to the shrinkage in the available supply of bonds in the market; and the ``spotlight effect," which induces an *immediate* improvement in liquidity, arising from the attention focused on individual bonds selected by an aggressive purchaser (the central bank). Since the Large Scale Asset Purchase (LSAP) program involves the repeated purchase of significant amounts of individual securities that experienced both effects, it is important to disentangle the two effects from each other to assess this time-varying impact. In the case of the BoJ's LSAP programs between 2011 and 2016, we find that government bonds show an improvement in liquidity through the spotlight effect, but also experience a deterioration in liquidity through the scarcity effect. For the yield changes, however, both the spotlight and scarcity effects work in the *same* direction (i.e, they raise bond prices and reduce yields). Illiquidity caused by scarcity amplifies the yield decline rather than adding to the illiquidity premium. This means that the prices of the bonds rise by reflecting only the strong demand from the QE, despite the deterioration in liquidity. Our results suggest, therefore, that an aggressive QE program can eventually weaken the efficiency of pricing, and leave significant negative side-effects in the sovereign bond market.

JEL classification: C54, E43, E52, E58, G12, G14
Keywords: Sovereign bonds, quantitative easing, market liquidity, scarcity, spotlight

固定相場制と財政規律：Synthetic Control Methods による実証

神戸市外国語大学　江阪 太郎
神戸市外国語大学　藤井 隆雄

固定相場制は財政規律を高めるのか、それとも低下させるのか。因果推論の観点から、この問いに答えるためには、変動相場制および中間的な為替制度から固定相場制への変更のケースを特定化し、制度変更後の実際のプライマリーバランス（PB）と反実仮想（実際に固定相場制へ制度変更した国がもし変更しなかった場合）の PB を比較して、固定相場制の PB に与えるトリートメント効果を推定する必要がある。そこで、本稿では、1990 年から 2010 年の期間の Reinhart and Rogoff (2004)の実際の為替制度データを用いて、固定相場制への制度変更のケースを識別し、反実仮想のアウトカムを推定するためのノンパラメトリック手法である Synthetic Control Methods（SCM）を用いて、ケースごとの固定相場制の PB に与えるトリートメント効果を推定した。その結果、固定相場制は財政規律を高めている場合（例えば、1999 年のデンマークの固定相場制、2000 年のエクアドルのドル化政策）もあれば、低下させている場合（例えば、1999 年のマレーシアの固定相場制、2001 年のギリシャの通貨統合）もあった。また本稿では、ケースごとの SCM から得られたデータを用いて Difference-in-differences (DID)分析を行うことによって、固定相場制の財政規律に与える平均トリートメント効果も推定した。その結果、1999 年にユーロに通貨統合した 10 カ国では、一般的に言われているのとは逆に、1999 年から 2004 年の期間、通貨統合は平均的に財政規律を高めていた。

Fiscal Confidence Shocks and the Market for the Japanese Government Bonds

Etsuro Shioji, Hitotsubashi University

This paper asks if the sovereign default risks are being priced in the market for the Japanese Government Bonds (JGBs). On the surface, the Japanese debt problem seems out of control. The gross national debt to GDP ratio is currently well above 200%. On the other hand, the JGB market seems to remain surprisingly calm. If anything, yields on JGBs have been falling in recent years. Does this mean that, as some economists have suggested, the market has a perfect confidence in the government's will to ultimately balance the budget in a distant future? Or, if we dig deep enough, could we find even a trace of anxiety in the minds of the market participants?

This paper starts with identifying events that could have changed people's perceptions about future sustainability of the government budget, through a careful newspaper analysis. I then ask if there is any sign that the market has reacted to any of those news. Here, I look at the JGB futures index and the JGB VIX. Most of those events turn out to have no discernible impact on those variables. However, two notable exceptions emerge. One is in 2012, when the infighting within the then-ruling party (Democratic Party) over whether to raise the consumption tax rate broke out. The second is in 2014, when Prime Minister Abe of the Liberal Democratic Party announced that he would delay the consumption tax hike which had been scheduled for 2015.

新規公開における上場・廃止基準がその後の市場変更に与える影響

一橋大学大学院生　中嶋　幹

本稿では，ヘラクレス市場におけるスタンダード基準とグロース基準の上場・廃止基準の違いに注目して，2000～2009 年に新規公開した 154 社を対象に，上場・廃止基準と新規公開企業の市場変更の関係を分析する．先行研究によると，新興市場に定められる上場・廃止基準の程度が，新規公開費用に影響を与えることが知られている．従って，基準が緩い市場を選択すると，新規公開費用が嵩んで当初予定した資金調達が困難となる一方，基準が厳しい場合には，リスクの高い投資を実行するインセンティブが抑制されることや上場基準を満たせない可能性がある．それ故，投資資金を獲得するために新規株式公開を検討する企業にとっては，公開市場の選択が重要な意思決定問題となる．他方，規制当局側からみると，上場・廃止基準を厳しくした場合，新興市場の役割と異なり，業績の安定した成熟企業の上場が増える一方，上場・廃止基準を緩和した場合には，質の悪い新規公開企業が増える可能性があるため，上場・廃止基準を適切な水準に定めることが重要となる．これらの点を解明するとともに，新興市場の上場・廃止基準のあり方を検討する際の一助となることが本稿の目的である．

分析の結果，基準の厳しいスタンダードでは，資金制約及び流動性制約に晒されておらず，余剰資金の豊富な企業が市場変更する一方，基準の緩いグロースでは，資金制約及び流動性制約に晒されているものの，情報コストが低く投資機会の豊富な企業が市場変更する傾向がみられた．次に，IPO 時点に限定して分析した結果，前述のスタンダードの傾向は IPO 時点に比べて大きな変化がみられないのに対して，グロースの傾向は IPO 時点と比べて異なることが確認された．Bharath/Dittmar[2010]が明らかにした知見と比較すると，スタンダードにおいては流動性制約が市場変更を抑制する点は整合的であるものの，情報コスト，資金需要，支配権は重要な役割を果たさない点が異なる．一方，グロースにおいては，情報コストが制約となること，旺盛な資金需要が市場変更の動機となる点は彼らの知見と整合的なものとなっている．

本稿の分析結果は，ヘラクレス市場における 2 つの異なる上場・廃止基準の特徴と整合的な傾向を示すものと考えられる．とりわけ，グロース基準は，新興企業のステップアップを促進するための成長機会を提供する重要な役割を果たしていると考えられる．その一方，スタンダード基準は，その基準の厳しさゆえに，事業の成熟した企業を選別する機能を有しており，そうした企業に対する流動性の供給を通じて企業成長をサポートする役割を担っていると考えられる．

銀行口座情報の活用による中小企業の信用リスク分析

アジア開発銀行研究所　根本直子　吉野直行
日本リスク・データ・バンク　大久保豊　稲葉大明　柳澤健太郎

銀行の中小企業向け融資を制約する要因として、信用リスク判定の難しさ(情報の非対称性)と、融資規模が小さいことによる効率性の低さ、があげられる。日本では 90 年代の銀行危機以降、中小企業の信用力を客観的に測定する内部格付け制度や、スコアリングモデルが浸透し、信用リスクの分析は進歩を遂げてきた。また各銀行の取引先に関する情報を共有化するデータベースの構築が進み、そのデータは貸し出しの審査やプライシング、ポートフォリオの管理に活用されている。

一方でこうした銀行の内部格付けやスコアリングモデルについては、中小企業の財務データの正確性や適時性が不十分であることや、融資実行後のモニタリングが難しい、といった限界も指摘されている（平田(2005)）。銀行はこうした課題を解消するために、聞き取りなど人手をかけた形で実態の把握に取り組んでいるが、収益環境が厳しくなる中で、効率性の改善が必要となっている。

本稿は、従来の内部格付けには必ずしも十分に織り込まれていなかった入出金などの銀行の口座情報が、中小企業のデフォルト予測の精度に与える影響を検証した。本稿の分析により、従来の財務情報に基づくデフォルト推計モデルに加えて、銀行口座情報に基づくモデルを併用した場合、デフォルト予測の精度が高まることが実証された。中でも企業規模が小さい場合、改善幅が大きくなる傾向がみられる。企業規模が小さい場合、財務データの質が一般的には低いと想定されるが、銀行口座情報モデルはその問題を補完しうることを示している。また財務モデルと銀行口座情報モデルの示す信用力には相関関係があること、ケースによっては口座情報モデルのみを使用した場合でもデフォルト推計の正確性は財務モデルと大きく変わらないことが実証された。

信用リスクの判断に新たな手法が加わることで、銀行は融資の範囲や金額を広げることができる。特に小規模の企業に関して、過去の財務情報がなくてもより簡易に信用リスク判定ができる可能性を示唆している。銀行口座情報モデルの活用が広がれば、銀行は信用コストを抑えるとともに、審査時間やコストを削減することができ、中小企業融資の円滑化につながりうる。

本稿の実証分析は日本の中小企業を対象としているが、実証結果は他国、とりわけアジアの新興国にも示唆を与える。タイ、インドネシア、中国など多くのアジア諸国では、中小企業の財務データの質が低く、また信用データベースの構築が途上にあり、これが銀行による融資を制約している。一方で小規模企業の 8 割以上は銀行口座を持ち、銀行口座を通じた取引がある（ADB(2015)）。銀行の口座情報をシステム的に活用することができれば中小企業向け融資の拡大が期待される。

Who is a Good Advisor for Entrepreneurs?

南山大学　大鐘雄太

This paper examines who solves entrepreneurs' fund-raising problems prior to startup and who improves new firms' performance by using a survey in Japan that includes 3,011 firms in the early stages of the entrepreneurial process in 2013. We find that advice concerning the startup plans from managers in the same industries solves entrepreneurs' fund-raising problems prior to startup. We also find that advice from accountants improves new firms' performance. Furthermore, advice from managers in the same industries also solves entrepreneurs' fund-raising problems immediately after startup and advice from official startup support institutions is also likely to improve such firms' performance.

JEL classification: L26; M13; M21

Keywords: External business advice; Entrepreneur; New firm; Fund-raising problem; Business performance

震災復興において金融、寄付等が果たす役割
～復興を支える非営利的な金融機能の研究～

東北大学経済学研究科大学院生　高橋宏彰

2011 年 3 月 11 日に発生した東日本大震災より 7 年余りが経過した。復興に対する地域住民の意識は様々で、震災前の生活実感を取り戻せていないと感じる人も少なくない。背景には、原発事故による汚染地域からの住居移転、津波被害による高台移転等により、住民コミュニティの再生が思うように進んでいないことが考えられる。コミュニティ再生に重要な役割を担っている NPO 等の非営利団体である。同団体の活動を支える寄付と金融の共通点、相違点を考察した。寄付と金融の比較検討にあたっては、ガーレイ、ショウ両教授が唱えた金融仲介の理論を参考にした。

東日本大震災以降、被災地を支援するため、インターネットを活用した寄付が定着した。従来の寄付は、街頭募金にみられるように、寄付を使う団体の活動内容や集めた資金の使い道など、必ずしも充分確認できるものばかりではなかった。しかし、インターネットの普及により、従来以上に活動団体の情報を得やすくなり、且つ振込、クレジットカード等を利用することで、遠隔地への団体に対しても寄付が出来るようになった。更に、Readyfor、CAMPFIRE といったクラウド・ファンディングの運営サイトが出現し、寄付する先を比較・検討することも可能となった。このような新しい形態の寄付は、従来型の寄付とは異なり、ガーレイ、ショウが唱えた金融仲介機能を備えているのではないかと仮説を立てた。

阪神淡路大震災では、被災者生活再建支援法が成立していなかったため、個人の生活再建に公的資金の投入が出来なかった。そのため「阪神・淡路大震災復興基金」が設立され、国・県が同基金に低利で貸付を行い、その運用益を被災者支援の活動資金に充てた。現在であれば、マネーロンダリングとも言われかねないが､同基金が被災者を支援する金融機能として重要な役割を果たした。また関東大震災時にも、当時、東京商科大学（現・一橋大学）の教授であった福田徳三が保険のモラトリアムを訴え、当初、火災保険会社が地震災害に対する免責を訴えたことに対し、適用緩和を促した。これも災害時における金融機能が変化した事例といえる。東日本大震災後の復興では、寄付に金融仲介が備わることで、中長期的に被災地を支援する資金を集めることが出来るのではないかと考えた。

インフラ整備にかかる金融手法に関する考察
－“PPP”を利活用したインフラ整備の現状と展望について－

日本政策投資銀行　　若　林　茂　樹

各国の経済成長において、インフラ整備は重要な役割を果たしている。その一方、インフラ整備に必要となる資金量は膨大であり、従来のように公的部門、銀行融資のみではインフラの需要に十分な資金を確保することはできない。イギリス、オーストラリアをはじめ、1980 年代よりインフラ整備に民間資金を活用する官民連携（Public Private Partnership, PPP）の枠組みづくりが進められ、金融システムが成熟していない途上国でも PPP にかかる法制度が整備される機運が高まっている。

先進国においては老朽化したインフラの更新、途上国においては経済成長、人口増加に伴うインフラの整備が急務である中、各国とも財政に大きな余裕はなく、民間資金を積極的に導入し、財源を確保することは国の政策において重点項目に位置づけられている。近年の、インフラ・プロジェクト獲得に各国が政府のトップを活用する攻勢は、官民一体となった取り組みの重要性を認識させ、官民の円滑な連携を企図したリスク分担、ファイナンス手法の検討を進めることになった。

特にファイナンス手法については、インフラ整備にかかる PPP などの法制度、政府機関による支援策といった枠組みの整備を通じたキャッシュフローの安定、アジア開発銀行などの国際開発金融機関によるプロジェクト組成、資金提供、技術支援など、公的部門のリスク負担により、民間資金の導入が促進される方向にある。

各国とも、PPP により民間資金を活用するための様々な取り組みが進めれており、特に先進国では、インフラ・ファンド、ソーシャル・ベネフィット・ボンド（SBB または SIB）など、国内資本市場を活用した資金調達の実績も増加している。これらの資金調達手法は、いずれも民間部門の資金・ノウハウ等を活用するものであり、政府の厳しい財政制約にある中で、必要とされるインフラ需要に応え、将来の経済成長に繋げる一助になる可能性がある。

本稿では、海外の PPP の推進事例を踏まえ、日本におけるインフラ整備のための国内資本市場の活用を提言する。特に、資本市場からの資金調達に成功しているイギリス、アメリカで取り組まれている、SBB と TIF は、資本市場を通じ投資家へのアクセスを実現し、資金調達基盤の拡充に資する点で注目される。

日本では、資産の流動化商品（ABS）や不動産投資信託（REIT）の導入に成功しており、先進国と同じく、インフラ整備に必要な資金調達について、資本市場の活用を志向することが有効と考えられる。こうした施策により、公的部門の支援及びリスク負担を呼び水とした民間資金の導入を促進することで、以て国内におけるインフラ整備、国外へのインフラ輸出を進め、経済の活性化及び財政の安定化に資する効果があるものと思われる。

以　上

債権譲渡ファイナンスと消費税課税

横浜国立大学　　高橋正彦

我が国の消費税は、世界の多くの国で導入されている付加価値税と同様に、消費財を課税ベースとする消費型付加価値税に該当する。消費税法において消費税は、「資産の譲渡等」、すなわち「事業として対価を得て行われる資産の譲渡及び貸付け並びに役務の提供」を対象とする。対価性のない取引や、事業として行われない取引は「不課税取引」となる。消費税の対象となる取引は、「課税取引」と「非課税取引」に区分される。有価証券や支払手段、および金銭債権（貸付金、預金、売掛金等）の譲渡などの金融取引は非課税取引とされる。

クレジット会社からＳＰＣ（特別目的会社）等への証券化目的でのクレジット債権の譲渡についても、全額が非課税取引として扱われた。この結果、クレジット会社にとって、税の累積を排除するための課税売上割合（課税売上高／（課税売上高＋非課税売上高））が低下し、仕入税額控除が減少して、消費税の納付額が不当に増加するという問題が、1999年以降に表面化した。これに対し、国税庁は、課税売上割合に準ずる割合という便法を採用した。

2014 年度の税制改正（消費税関連）の一環として、消費税法施行令の改正により、課税売上割合の計算上、金銭債権の譲渡について、有価証券の譲渡等の場合と同様に、その対価の５％相当額を分母に算入することとされた。これは、金融庁の税制改正要望を受けたもので、課税売上割合に準ずる割合のような個別対応と異なり、金銭債権譲渡の形態をとる広範な金融取引である債権譲渡ファイナンスにとって、税制面からの追い風となる。ただ、本改正の背景について、国税庁等は十分な説明を行っていないうえ、改正時期も遅きに失した。

中小企業等の事業再生の場面で経済産業省などが推進してきた、デット・エクイティ・スワップ（債務の株式化）では、会社債権者の債務者会社への貸付債権の現物出資が金銭債権譲渡に当たり、消費税法上の非課税取引とされると、クレジット債権の証券化と同様の問題が発生する。今回の税制改正の背後には、そうした事情への配慮もあるものと推測される。

有価証券や金銭債権の譲渡等の金融取引と消費税課税に関しては、上記の５％ルールの適用などの論点以前に、元本部分に相当する不課税取引と、金利（に含まれる付加価値）部分に相当する非課税取引との線引きという、基本的な問題がある。さらにそれ以前に、付加価値税としての消費税の金融取引への課税のあり方という、より本質的な問題も存在する。

国税庁は、「消費に負担を求める税である消費税の課税になじまない、資金の流れに関する取引は非課税」という、曖昧な説明をしている。ただ、付加価値税としての消費税の本

質に立ち返ると、金融取引についても、金利等に含まれる付加価値相当分を抽出できれば、それを課税取引として取り扱うことが望ましい。こうした問題は、租税法理論・実務上も、債権譲渡ファイナンスの学際的な考察の観点からも、重要で興味深い論点を提起している。

＜共通論題＞

国際金融規制改革の再検討

座長：立正大学 池尾 和人

＜趣旨＞

2007-09 年のグローバル金融危機の以後、国際的な金融規制改革が進められてきた。ただし、金融危機の直後における金融規制改革をめぐる議論は、やや「頭に血が上った」状態で行われた懸念がある。しかも、米欧の金融規制当局は、金融危機を起こしてしまったという原罪を負っており、民間金融機関に対して非常にタフな姿勢を示さなければ、自らの存続自体が危うくなりかねないという政治的なバイアスが存在していた（実際、英国の金融サービス機構（FSA）は解体されてしまった）。

そのために、国際金融規制改革の内容は、対症療法的な規制強化という色彩を強く帯びることになった。すなわち、流動性の枯渇が金融危機につながったという認識から、新たに流動性比率規制を導入する、レバレッジの拡大が金融機関の脆弱性をもたらしたという認識からレバレッジ規制を導入する等々…といった具合である。その結果、規制上の措置は複雑に増殖することになったが、その反面で、これらの規制強化措置が組み合わさったときに、全体としてどのような効果を金融システムに及ぼすことになるかについては、十分には考慮されてこなかったと思われる。

リーマン･ショックから 10 年という時間が経過するとともに､冷静さが取り戻されると、これまでの「国際金融規制の見直し」を見直すべきではないかという主張が有力になってきている。その背景には、既に部分的に導入されてきた国際規制改革に基づく規制強化が金融仲介機能の低下などの副作用につながっているのではないかという懸念が存在している。そこで、今回の共通論題では、「国際金融規制改革の再検討」をテーマに規制の見直しの見直しについて議論することとした。

パネリストには、国際金融規制改革の経緯と実情に詳しいお３方をお願いした。そして、まず「金融危機後の金融規制改革の全体像」について野村資本市場研究所の小立敬氏にご報告いただき、現状認識の共有化を図ることとした。次に、みずほ証券の宮内惇至氏から、「危機後の金融規制の悪影響 － 改革は危機の原因に対応していたのか？」と題して、日本銀行決済機構局長時代の国際交渉の経験も踏まえた問題提起をしていただく。最後に、明治学院大学の佐々木百合氏から、「バーゼルアコードのこれまでの経緯とバーゼル III の問題点」として、規制強化と緩和のサイクルの中で経済学的にみて望ましい再見直しの方向性について論じていただく。これらの報告を受けて、三菱 UFJ フィナンシャル・グループの吉藤茂氏から、実務家としての立場からの率直なコメントをいただいた後に、討論を進めていくことを予定している。

＜共通論題＞

金融危機後の金融規制改革の全体像

野村資本市場研究所　小立　敬

＜報告要旨＞

バーゼル銀行監督委員会は 2017 年 12 月に「バーゼルⅢ：危機後の改革の最終化」と題する規則文書を公表し、自己資本比率の分母であるリスク・アセットの計測の改定を含む、バーゼルⅢの残された改革作業を終わらせた。金融危機の再発防止のために G20 の枠組みの下で進められてきた国際的な金融規制改革は、ようやく完成することとなった。

金融危機後の金融規制改革は金融セクター全体で実施されてきた。危機の中心となった銀行セクターには、金融規制改革の象徴的な取組みとして自己資本、流動性、レバレッジの規制強化を図るバーゼルⅢが導入された。その他ではシステミック・リスクをもたらすシステム上重要な金融機関（SIFIs）を対象とするより厳格なプルーデンス規制（資本サーチャージを含む）の導入、SIFIs の破綻に際して公的資金による金融機関救済（ベイルアウト）を回避しつつ、金融市場の混乱を回避し、秩序ある破綻処理（orderly resolution）を実現するためのベイルインという新たな破綻処理ツールが開発されている。

また、金融機関のガバナンスも改革の対象である。過度のリスクテイクにつながるような不健全なインセンティブを抑制する観点から、金融機関の報酬実務（ボーナスを含む）が規制・監督の対象となり、コンダクト・リスクやリスク・アペタイト・フレームワークといったリスク・ガバナンスの向上が金融機関に要求されている。

さらに、銀行システム外の満期変換（maturity transformation）や流動性変換（liquidity transformation）から生じるシステミック・リスクを抑制するため、シャドーバンキング規制が導入された。また、OTC デリバティブや金融市場インフラ（FMI）といった資本市場の頑健性や強靭性を強化する改革が行われ、格付会社も規制の対象となった。LIBOR や TIBOR を含む金利指標改革や外為指標改革が実施され、様々な金融指標を対象とする規制の枠組みも構築された。

金融規制改革が完了した現在、バーゼル委員会は金融規制システムに関する次なる課題として、バーゼルⅢが各国・地域で整合的に実施されることを確実なものとするために、改革の実施状況を注意深く監視することを挙げている。その背景には、国際合意とは異なる措置を講じようとする EU や米国の動きがある。バーゼルⅢの国際的な一貫性を確保するためにバーゼルⅢ最終化に合意された一方で、各国・地域において異なる規制が適用される規制の分断（fragmentation）が生じることに対する懸念が生じている。

＜共通論題＞

危機後の金融規制の悪影響 ― 改革は危機の原因に対応していたのか？

みずほ証券　宮内　惇至

＜報告要旨＞

日欧米などの主要国では金融危機後に導入された規制を見直す動きが広がっている。英国や EU は、一昨年、国際合意案を緩和方向に修正した国内・域内規制案を打ち出した。米国も昨年に入って、トランプ政権下で金融規制の見直し案を描いている。また、昨年夏、FSB（金融安定理事会）は規制を評価する枠組みを策定し、これに基づく見直し作業に着手しており、G20 もこうした動きを支持している。

こうした動きの背景として、①規制による金融仲介の阻害などの副作用が顕現化したこと、②低成長・超低金利での銀行の低収益や技術革新の下で銀行業務の革新の必要性が求められていること、などを指摘できる。

とくに、副作用については、規制が段階的実施の初期にあるにもかかわらず、早くも市場機能の低下などの弊害が生じている。たとえば、市場流動性の低下、債券在庫・レポ取引などの縮小、マーケット・メイクやクライアント・クリアリングなどの業務についての縮小・撤退、金融市場における裁定不全、市場の分断、清算機関の履行保証機能の低下などが生じており、規制の「意図せざる影響（unintended consequences）」と呼ばれている。これらの金融仲介機能の低下により、金融システムはショックに対して脆弱になっている。こうしたなか、足許の見直しの動きは、危機後の規制を全否定するのではなく、金融機能を歪めている部分を修正するアプローチを採っている。

副作用の背景としては、新たな規制がリスクを反映した資本賦課となっていないため、リスク対比でみた資本賦課が大きい資産でのポジションテイクが相対的に忌避されている点を指摘できる。このようなレギュラトリー・アービトラージは、同一方向に全金融機関のインセンティブを歪めるため、群集行動（herding）を招来し、システミックなリスクの偏在に繋がりやすい。また、リスクベースという共通の軸を欠いたため、一連の規制が相互に非整合的な影響を及ぼして金融機能の低下につながった。同様に、清算機関の義務付け策は、参加者のインセンティブを歪め、損失分担機能を低下させて、不安定化要因となっている。さらに、カウンターシクリカル・バッファーや CoCo 債など、状況に応じて裁量的に発動される規制も、市場参加者の期待を不安定化して金融システムを脆弱にしている。

金融危機では特定の証券化商品への集中投資やレポへの資金調達の依存などが危機を増幅したが、これらの背景にもレギュラトリー・アービトラージによるリスクテイクの偏りがあった。こうした教訓を生かして危機後の規制は、インセンティブの歪みの是正に注力すべきだったが、危機についての診断が表面的で、レバレッジの拡大、流動性の枯渇などに対症療法的な規制で対応してしまった。この結果、再び歪みが生じて herding を招き、金融システムが脆弱になっている。金融機関行動に関するインサイトを欠いた規制強化が金融機能の低下を招いたといえよう。現在はその修正局面に入ったところといえる。

＜共通論題＞

バーゼルアコードのこれまでの経緯とバーゼル III の問題点

明治学院大学　佐々木　百合

＜報告要旨＞

バーゼル I にあたるいわゆる BIS 規制が合意されてから 30 年になる。バーゼル規制というと現行のバージョンにのみ関心が向きがちだが、バーゼル規制の銀行への影響を継続的にアカデミックの立場から分析してきた経験から、長期的な視野で規制を評価するとともに、そこから考えられる現在の問題点について述べたい。

BIS 規制が導入されてから現在までの経緯を振り返ると、この規制は危機が起きると厳しくなり、しばらくすると厳しいことが批判され緩和される、ということを繰り返している。そもそも、BIS 規制導入のきっかけはヘルシュタット危機といわれる銀行破綻の国際的波及と言われているが、いざ導入されると銀行の貸出行動を抑制しているのではないかという批判やそれを証明する研究が合いついだ。また、規制が単純すぎて本来の目的を達成できていないことなど、規制のしくみについての批判や研究も盛んにおこなわれた。それをうけて BIS 規制は改訂を重ね、バーゼル II が完成した。

しかし、バーゼル II が完成した 2000 年代半ばには、過去の危機の記憶は遠くなり、また、欧米は証券化の発展をもとにバブルが増幅していったときであったこともあり、バーゼル規制への批判のほうが多く聞かれるようになっていた。日本では 2007 年にバーゼル II を導入したが、複雑すぎて導入にコストのかかる規制、という印象が当時世間では強かったように思う。アメリカでは、危機を防げないのにコストが高すぎる、との批判が非常に強く、様々な理由をもとにバーゼル II は導入されなかった。

ところが、2008 年 9 月に金融危機が起きるとアメリカの態度が一変し、バーゼル II を飛び越えて非常に厳しいバーゼル III で対処すると表明し、G20 全体もこれに賛成した。このように、規制は危機になると厳しくなり、しばらくすると緩くなるという経緯をたどってきた。これはもちろん政治的影響も反映している。危機時に各国の政権が、比較的短期的な視野で、危機を早急に収めようとするため、規制は厳しくなりがちで、そこでは、経済学的に最適な規制をつくるということが十分に考慮されていない。

このような経緯を踏まえて現在のバーゼル III を考えると、金融危機のダメージが大きかっただけに、過剰に厳しく複雑な規制となっている。そして、そろそろこの規制への批判が高まり、緩和を希望する議論が多く聞かれるようになるだろう。アカデミックな立場から重要なことは、問題点を明らかにして、この規制を少しでも経済学的に最適なものに近づけることだろう。本報告では、特にレバレッジ規制などの与える影響やいくつかの矛盾点について説明し、問題点や改善の方向について議論したい。