

日本金融学会 1998 年度春季大会

第 1 日

自由論題：

「貸出金利の実証分析」

(1) 「審査と貸出金利」

加納正二（岐阜県産業経済研究センター）

要旨

本報告の目的は都道府県別、業種別のクロスセクション・データを用いて中小企業に対する銀行の実効貸出金利を分析し、貸出金利決定の要因、銀行の審査基準、審査機能について考察するものである。

審査基準を銀行が公開しているわけではなく、また現実の銀行における貸出諾否の個別案件データを収集することは実質上不可能に近い。そこでここでは銀行実務家の審査に関する見解を参考にして中小企業に対する銀行の貸出審査モデルを構築し、貸出の諾否に替わるものとして中小企業の貸出金利の高低について分析を行う。

データとしては全国中小企業 22 万社の財務諸表の分析が掲載されている『平成 9 年版 T K C 経営指標』を用い、1996 年の都道府県別、業種別の中小企業の実効貸出金利のクロスセクション分析を行った。

審査基準のモデルとして次の要素を考える。まず、当該借り手企業にどれぐらいの貸し手、すなわち銀行の競合があるかを考える。これは個別に異なるがここでは代理変数として地域ごとの市場集中度を充当し、ダイヤモンド[1990]のデータを用いる。中小企業の経営状況を判断する際に最も重要なものの一つは、経営者の資質であるが、これを統計上の数値として計量化することは難しく、経営者の能力を具現したものと考え得る企業の財務諸表に記載されている指標を用いる。その中で重要であるのは収益性、安全性、成長性の三つの指標であろう。ここではまず、その代表的なものとして総資本経常利益率、自己資本比率、対前年売上高比率を用いる。銀行からみた企業の取引状況を示す一つの指標として預貸率を用いる。これはいわば銀行と企業の取引状況における親密度を示す指標といえよう。これらをまとめると次のような貸出金利決定の審査基準モデルになる。

貸出金利 = f (銀行の競合度、企業の財務内容、銀行と企業の取引状況)

これは、つまり

貸出金利 = f (市場集中度、収益性、安全性、成長性、預貸率)
ということになる。これを回帰分析のモデルで示すと次のようになる。

$$RL=a+bSH+cKP+dRC+eSA+fDL \quad \dots\dots\text{モデルその1}$$

但し

RL：実効貸出金利
a：定数項
SH：市場集中度
KP：総資本経常利益率
RC：自己資本比率
SA：対前年売上高比率
DL：預貸率

これらの関係を業種ごとにクロス・セクションの回帰分析をした結果、比較的有意な結果が見られるのは、企業の安全性を示す自己資本比率である。収益性を売上高経常利益率に替え、回帰分析を行ってもほとんど有意な結果を見出せない。しかし収益性の指標として支払利息割引料対売上高比率を使用すると数種の業種では有意な関係が見られる。有意な結果が得られなかった成長性の項目である対前年売上高比率と収益性の項目である総資本経常利益率を削除し、支払利息割引料対売上高比率の項目を追加したのがモデルその2であり、次のように示される。

$$RL=a+bSH+cIS+dRC+fDL \quad \dots\dots\text{モデルその2}$$

但し

IS：支払利息割引料対売上高比率

すなわち、業種別の実効貸出金利を市場集中度、支払利息割引料対売上高比率、自己資本比率及び預貸率の4つから説明したが、その結果から銀行は自己資本比率が高く、金利負担の低いいわゆる安全性の高い企業ほど低い金利で貸出を行うということがわかる。1985年、1990年すなわちバブル前、最中の時期においても、中小企業の収益性や成長性に特に傾注したという傾向は見られず、やはり銀行の審査が安全性に重点を置いていることが理解できる。

このような審査の姿勢は、地域経済の活性化に大きな役割を持つ地域金融機関としては問題があろう。様々な潜在的能力や成長性を秘めた地域の優良企業は、これでは発掘されないことになる。安全第一という銀行の姿勢が伺えるが、銀行はより一層中小企業の収益性や成長性にも注目すべきであろう。

今後、銀行はその審査能力を高めるべく人材育成を行い、社内体制を整備していくことが要求される。これは逆に言えば、いかにリスクを的確に判断し貸出の諾否及び貸出金利を決定していくかということである。日本経済を支えてきた産業構造の変化に伴い、新時

代に即応した貸出審査、貸出行動を行い、リスク管理を科学的に分析し、銀行全体のリスク管理体制を構築していく必要がある。

技術進歩の著しい今日、企業の技術力を評価し審査することはますます困難になってこようが、審査は情報の蓄積であり、ビッグバン時代の銀行はこの能力で決定的な差異が生じるであろう。

コメント、質問 - 回答

名古屋大学 家森信善先生

1 本報告の概要

- 2) 貸出金利の地域間格差に関する先行研究のサーベイと問題点の指摘。
- 3) 名目金利だけでなく、実効貸出金利においても、地域間格差があることをデータに基づいて検証。
- 4) 地域間格差を説明する推定モデルを提示し、実際に回帰分析を行う。
- 5) 地域金融機関の現実の貸出行動について、実務経験に基づいた説明を提示する。
- 6) 地域金融機関の貸出審査のあり方についての提言を行う。

2 本報告の貢献

- 1) 地域間の金利格差について、実効金利を利用すべきであることを強調し、その新しいデータに基づいて、地域間格差を確認した。
- 2) 地域間格差の存在を、(中小企業金融の問題として)地域金融機関の審査活動などと関連させて考えてみようという意欲的な努力をしている。
- 3) 実務家としての実感(中小企業取引における預金の重要性など)をモデル化し、データで確認しようと試みている。

3 本報告への質問

- 1) 第4節、5節とそれまでの1 - 3節との論理的な関係。

貸出金利の地域間格差の実証研究の部分と地域金融機関の貸出審査の議論が、どのような論理的関係にあるのかわかりにくい。たとえば、実際の審査のプロセスでは融資額が問題であり、「金利」は二の次であるという趣旨の説明が後半で見られるが、もしそうならば、前半の「金利」の分析にはどういう意味があるのだろうか。

そのため、本論文のタイトルと内容に齟齬があるような印象を与えている。前者はデータに基づく分析であるのに対して、後者は(より一般的な文脈での)「評論」的な性格が強い。二つの論文に分けて、それぞれの問題を十分論じた方がいいのかもしれない。

- 2) 実証研究のデータの十分な説明と実証分析の信頼性を高める工夫が必要。

例を挙げれば、実効金利のデータを実際にどのようにつくったのかななどを明記すべきである。市場の集中度として上位2行シェアを選んでいるが、他の集中度の指標についても追試を行っておくと、信頼性が高くなる。

3) 地域間格差の発生理由は解明されたのか。

地域ごとの業種構成が違うからおこっているのか。あるいは、市場の独占度が違うからなのか。それとも本稿で、想定したような経済変数では説明できなかったということなのか。統計的な結果だけではなく、そこからどういった点が明らかになるのかの文章での説明がないと、せっかくの分析が生きてこない。

4) 今後の地域金融機関の貸出審査のあり方への提言を強化する必要。

提言を説得的なものにするは、少なくとも今後次の点についての研究が必要であろう。

なぜ従来の実務的プロセスが生まれてきたのか。合理性はなかったのか。 どのような問題が、なぜ生じているのか。 本論文での提案は(指摘された)問題に対応できるのか。

<回答>

(1)(3) 本報告の目的は銀行の中小企業に対する審査基準について貸出金利を用いて分析することにある。審査基準を銀行が公開しているわけではなく、また現実の銀行における貸出諾否の個別案件データを入手することは実質上不可能に近い。そこで銀行実務家の審査に対する見解や報告者自身の審査実務経験から貸出審査モデルを構築し、貸出の諾否に替わるものとして中小企業の貸出金利について分析したものである。そのため貸出金利と銀行審査に関する分析・提言を一連のものとして捉えた。双方とも更に深めていく余地はあると思われる。

中小企業の個社別の財務内容と対応する借入金利のデータが本研究には最も望ましいと思われるが、入手できず、ここでは都道府県別、業種別に分類されたデータを使用した。そのため先行研究ですでに指摘されている市場集中度の影響も考慮した。この地域別・業種別データを用いたことにより論点の一つが貸出金利の地域間格差や業種間格差にあるような印象を与えたかもしれないが、本報告のねらいは、あくまでも銀行が中小企業のどのような財務指標にウエイトを置いて審査しているかを考察することにある。

ただし、上記のようなデータを使用している以上、地域格差や業種格差の問題も併せて考慮する必要も生ずるであろう。これらは、今後、当該地域や当該業種の特徴的な財務構造という形で審査基準と併せて検討したい。同時に地域や業種の要因が含まれてこない、同一地域、同一業種というデータによる審査基準の分析も行いたい。

(2) ハーフィンダール指数、上位1行、上位3行シェア等も試みたい。

(4) 本報告では中小企業の財務分析から銀行の審査基準を考察しており、担保やメインバンクについては言及されていないが、現実の銀行審査に近接した分析のためには不動産担保や中小企業のメインバンク・システムについても併せて考察しなければならないと考えている。日本の銀行の担保偏重ということがよく言われるが、それと併せて企業財務内容のどこに注目するかにも偏りがあると思われる。これは銀行が審査の際、安全性を重視しすぎてきたためと思われる。これはそれなりに銀行にとっては合理的な判断であったかもしれないが、このことにより、銀行は真の審査能力を蓄積できなかったと思われる。つまり担保があり、銀行の偏った審査基準をクリアしていれば貸出可能だったことになり、企業の実態を把握する力が劣っていたように思われる。また銀行に地域の優良な成長中小企業を発掘し、育てる力があつたかどうか疑問である。

高千穂商科大学 高橋豊治先生

< 質問 1 >

先行研究のうち、需要者の行動（財務内容）に焦点をあてる研究と比較すると、実効金利を採用しているという点で確かに大きな違いがあるが、それ以外は結果的に同じ計測となっていないか、その意味において名目金利での実証も加えておいたほうが良いのではないか。

< 回答 >

銀行との取引内容や預金を考慮する実務上の銀行審査に近いモデルとして実効貸出金利を用いた。比較の意味において名目金利の分析も有益と思われる。

< 質問 2 >

企業内容に関する説明変数として個別の財務指標を利用されているが、実務で利用されているようなスコアを利用した方がより則したものとなると感じられる。

< 回答 >

本報告は中小企業に対する審査基準を貸出金利を用いて分析したものであるが、どのような財務指標が主に審査に強く影響しているかを検証し、銀行の審査における重点項目を判断するため財務指標を明確にして用いた。個々の財務指標を各々スコアに換算しても同一の結果が得られると思われる。しかし当該企業の財務内容全体から判断した格付けを使用すると本目的が達成されないことになる。

(2) 「1990年代における銀行貸出金利の決定要因分析

- コマーシャル・ペーパー、普通社債との関連を考慮して -」

橘木 俊詔 (京都大学)

野口 卓 (日本興業銀行)

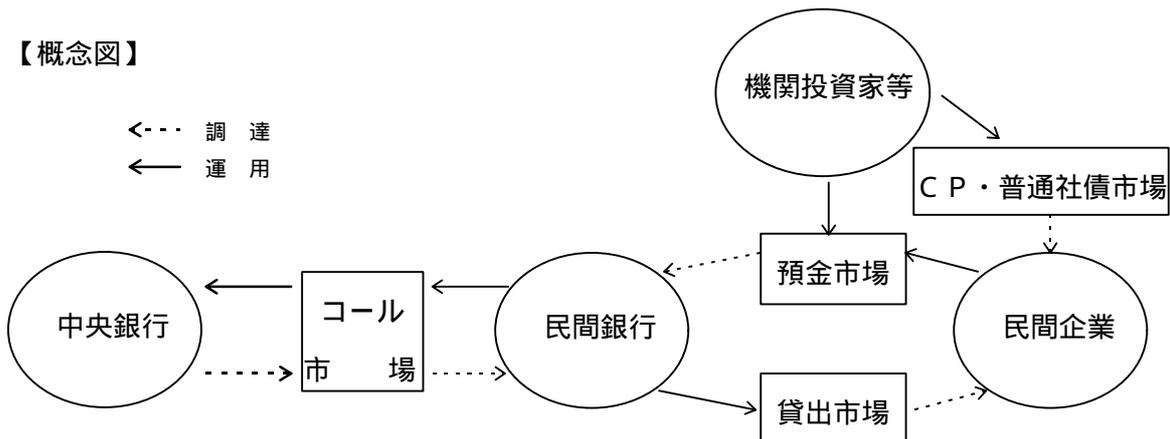
[要 約]

本稿は、新規貸出額に対する貸出金利の決定要因をフルコスト原理を基に、直接金融であるコマーシャル・ペーパー（以下CP）・普通社債との関わりを視野に入れ、金融自由化が進展した1990年代における理論・実証両面での分析を試みたものである。

1. 定式化と実証分析

以下の【概念図】の通り、中央銀行、民間銀行、民間企業、機関投資家等の4つの経済主体が、コール市場、貸出市場、預金市場、CP・普通社債市場の4市場で相互に金融取引を行う世界を想定する。

【概念図】



これを踏まえ、以下の【連立方程式体系】を構築する。(1)式では民間銀行の貸出行動を定式化した。民間銀行は、コール金利、預金市場での預金金利、銀行の経費率を合計した平均費用に利鞘を上乗せする形で貸出金利を決定するというフルコスト原理を定式化している。したがって、 a_2 がマークアップ率（利鞘）に相当し、符号条件としては $a_2 > 0$ が課される。

(2)式は、民間企業の資金調達に関わる裁定式である。貸出金利は、銀行貸出と競合関係にあるCP・普通社債の発行金利や発行額の影響を受け、発行金利とは正の、発行額とは負の相関関係にあるものと仮定する。後者については、前期におけるCPと普通社債の発行残高と貸出金残高の比率を社債発行の利便性の尺度として捉える。この尺度が上がると民間銀行の貸出機能の利便性が相対的に不利になるため貸出金利を下げて対応するものと仮定する。したがって、符号条件としては、 $b_2 > 0$ 、 $b_3 < 0$ が課される。

(3)式は、機関投資家等の運用に関わる裁定式である。機関投資家は、銀行預金、あるいは、CP・普通社債の2財に投資するものと仮定する。CP・普通社債の金利は、そのデフォルトリスク等のリスク・プレミアムが、安全資産である銀行預金の金利に追加的に要求される形で決定されると仮定する。したがって、符号条件としては $c_2 > 0$ が課される。

【連立方程式体系】

$$\begin{cases} i_L = a_1 + (1 + a_2) * \{ (i_C \cdot CB + i_D \cdot DB) / (CB + DB) + X \} + \epsilon_1 & (1) \\ i_L = b_1 + b_2 * i_s + b_3 * Y + \epsilon_2 & (2) \\ i_s = c_1 + (1 + c_2) * i_D + \epsilon_3 & (3) \end{cases}$$

(注) i_L : 貸出金利、 CB : コール資金ネット残高、 i_s : 社債金利、 DB : 預金新規受入高、 i_D : 預金金利
 DB : 預金新規受入高修正値、 i_C : コール金利、 X : 経費率、 Y : 社債残高 / 貸出残高
 $\epsilon_1, \epsilon_2, \epsilon_3$ は誤差項

この結果を示したのが下記【推計結果】であるが、パラメーターの符号条件は全て適合、SERなどから判断すると概ね良好な結果が得られたことから、フルコスト原理の正当性は支持されると判断できる。

【推定結果】

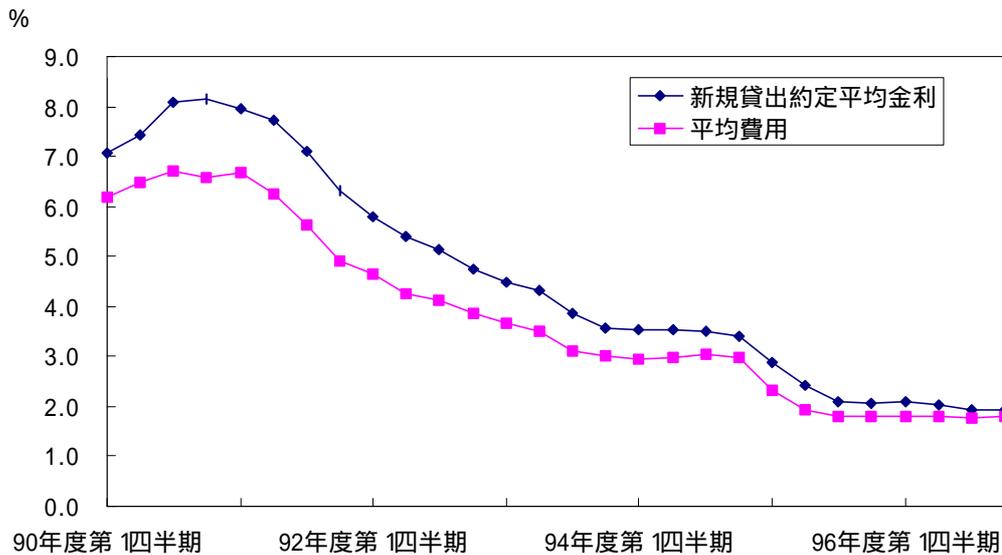
パラメーター	推定値	標準誤差	値	符号条件	適合状況
a	-0.05900	0.08550	-0.69000		
a ₂	0.22191	0.02046	10.84440	正	
b ₁	2.44932	0.30353	8.06941		
b ₂	0.79995	0.01861	42.97550	正	
b ₃	-11.44620	4.08558	-2.82218	負	
c ₁	0.26480	0.01469	18.02190		
c ₂	0.00156	0.00346	0.45165	正	

方程式	SER	DW比
(1)	0.1869	0.6175
(2)	0.2555	0.3052
(3)	0.0469	1.3330

2. 銀行業におけるレントの減少と直接金融の台頭

ところで、実績値ベースで貸出金利と銀行の平均費用を時系列的に見てみると、下記【新規貸出約定平均金利と平均費用の推移】のようになる。両者の差が銀行の貸出利鞘にあたるが、これは減少傾向にあることがわかる。

【新規貸出約定平均金利と平均費用の推移】



次に、間接金融（貸出）と直接金融（CP・普通社債）の関連性を時系列に確認するために、連立方程式(2)式について期間別の分析を行った。すなわち、以下の【直接金融の台頭の影響】のとおり、1990年度第1四半期～1996年度第4四半期（全期間）、1990年度第1四半期～1993年度第2四半期（前半）、1993年度第3四半期～1996年度第4四半期（後半）の間の3期間に区分して、(2)式を個別に最小2乗法で推計した。

【直接金融の台頭の影響】

1990年度第1四半期～1996年度第4四半期（全期間）		
$i_L = 3.251 + 0.788 * i_S + (-22.523) * Y$		
(4.536)	(34.650)	(-2.314)
補正 R ² = 0.985		
1990年度第1四半期～1993年度第2四半期（前半）		
$i_L = 3.573 + 0.685 * i_S + (-17.056) * Y$		
(2.837)	(17.094)	(-1.984)
補正 R ² = 0.965		
1993年度第3四半期～1996年度第4四半期（後半）		
$i_L = 3.202 + 0.794 * i_S + (-23.233) * Y$		
(4.782)	(10.943)	(-2.861)
補正 R ² = 0.982		

ここで1993年度第2四半期前後の期間での説明変数に係る各パラメーターの絶対値の大きさを比較すると、ともに後者の期間の方が前者の期間を上回っている。このことから、最近時におけるCP・普通社債の発行条件の弾力化にともない貸出とCP・普通社債の相互関連性が高まってきていると見受けられる。

さらに、この1993年度第2四半期前後の期間でのパラメーターの絶対値の大きさの違い

に注目して、その前後で構造変化があったかどうかをC H O Wテストで検定する。すると1%の臨界値を大幅に上回る結果となり、両期間の間には統計的に構造変化があったと判断できる。

これらのことは、C P・普通社債という直接金融の台頭により、貸出市場構造にも一定の変化が生じつつあり、その結果、銀行業のレントが減少していると考えられる。したがって、本稿の分析対象とした1990年から1996年にかけては、フルコスト原理の妥当性に一定の評価が可能である一方、金融自由化の進展の中で、今後、貸出市場がより競争的になり、限界原理が妥当性を有する可能性があることには留意する必要がある。

質問に対する回答

1. 神戸大学 地主敏樹 先生

A. フルコスト原理の妥当性を強調しているが、限界原理に対するテストを併せて考慮する必要があるのではないかと？

Q. 今次研究は限界原理を否定するものではなく、1990～1996年代においてもフルコスト原理が成立していた可能性を示したに過ぎない。ただし銀行業におけるレントの減少等から判断すると、限界原理が妥当性を持つ環境は徐々に整いつつあると考える。

2. 九州大学 城石 和秀 先生

A. 機関投資家が銀行預金、C P・普通社債の2財にのみ投資するという仮定には無理があるのではないかと？

Q. 本稿では「機関投資家等」という経済主体を考え、これには生保・農林系金融機関等の機関投資家の他、貯蓄主体である家計部門を加えている。確かに国債等の資産を捨象している点には若干の無理はあるものの、以下の点を考慮すれば然程大きな問題にはならないと考える。

最近時では個人でも投資できるように小口化された社債も発行されていること
資金運用の機関化・大口化の進展に伴い、家計が投資信託等に資産運用を委託することで、間接的に家計部門もC P・普通社債を購入していると考えられること
現実的には社債の利率は国債にリスクプレミアムが上乗せされる形で、社債と国債の間には強い裁定関係が認められるが、国債は家計も購入可能であることから、国債と預金の裁定関係の仮定は相応の整合性があり、したがって、間接的に社債と預金の裁定関係を仮定することも理論的には可能と考えられること

以上

「アジア通貨危機」

(1) ドルペッグ下における金融危機と通貨危機

小川英治（一橋大学商学部）

孫立堅（一橋大学大学院）

1997年7月のタイバーツ危機に始まったアジア通貨危機では、危機がタイからフィリピン、インドネシア、韓国へ伝染し、これらの国の政府がIMFに金融支援を要請するまでに至っている。アジア通貨危機は次の特徴を持っている。第一に、通貨危機とともに金融機関が経営破綻に至るといふ金融危機が同時に発生した。金融危機に関連して、十分な審査能力を持たない金融部門の脆弱性が指摘され、IMFのコンディショナリティにも銀行部門のリストラが盛り込まれている。第二に、通貨危機に直面した国の通貨当局は事実上、自国通貨をドルにペッグする為替相場政策を採用していた。この事実上のドルペッグは経常収支面と資本収支面の両方に何らかの影響を及ぼした可能性がある。第三に、従来の通貨危機で問題とされるマクロ経済変数については、実質為替相場および経常収支を除いてパフォーマンスはけっして悪くはなかった。

とくに、財政収支や貨幣成長率は際だった問題点として指摘されてはいない。

本報告では、危機に直面したアジア諸国が事実上のドルペッグを採用していたことが金融危機と通貨危機にどのように影響を及ぼしたのかを考察した。とりわけ、ドルペッグを採用したことがこれらの国々への資本流入にどのような影響を及ぼしたかについて実証分析を行った。

その実証分析では、IMFに金融支援を要請したタイとフィリピンとインドネシアと韓国において、為替相場変化率で調整した金利差と為替リスクと国内GDPを説明変数として資本移動額（「証券投資＋その他投資」と「その他投資」）について回帰分析を行った。そして、その推定式を利用して、ドルペッグではなくバスケットペッグを採用していたならば、どれほどの資本移動額となったかについてシミュレーション分析を行った。ここでは、バスケットペッグを採用することによって、各国通貨に対するドル相場の変動が2倍に拡大する一方、外国通貨に対する円相場の変動が半分に縮小する状況を想定している。

このような想定は、特に、1995年4月以降の円安ドル高が進行する中で、為替相場変化率で調整した金利差に影響を及ぼす可能性がある。たとえば、事実上のドルペッグを採用していたタイで見れば、バブルの末期の1995年以降に再び外国からの資本流入が増大した。この資本流入はバブルの崩壊を長引かせることとなり、バブル崩壊後の症状を悪化させたと考えられる。円安ドル高は、ドルペッグ下では、為替相場変化率を考慮に入れたタイの金利が円金利に比較して相対的に高くなる。もしタイの

通貨当局がバスケットペッグを採用していたならば、タイバーツがより大きなウェイトで円に連動していたはずであるから、ドルペッグ下に比較して相対的に為替相場変化率で調整したタイ金利は魅力のないものとなったはずである。

資本流入を円建て金利差、ドル建て金利差、マルク建て金利差、為替リスクなどによって回帰分析した結果、マルク建て金利差や為替リスクはこれらの4カ国の資本流入には有意に影響を及ぼしていなかったり、理論的に期待される方向の影響を及ぼしていなかった。それらに対して、円建て金利差とドル建て金利差の組み合わせによる回帰分析の結果が比較的良好であった。

そこで、円建て金利差とドル建て金利差の組み合わせによる回帰分析の結果より得られた推定式を所与として、ドルと円から構成されるバスケットペッグを採用することによって対ドルレートの変化率が2倍になる一方、対円レートの変化率が1/2に半減したことを想定して、シミュレーションを行った。その分析の結果より、為替相場政策においてドルのウェイトを低め、円のウェイトを高めることによって、インドネシアとフィリピンで分析機関にわたって資本移動が抑制されていたことが示された。

また、タイについては、1994年後半以降に資本移動が抑制される効果が見られた。しかしながら、韓国については、それほど顕著な効果は見られなかった。このように、韓国を除いては、ドルペッグ下において資本流入が過度に引き起こされていた。

通貨危機に直面した国々がドルペッグを採用していたことによって過剰な資本流入を引き起こしたことから、ドルペッグよりもむしろバスケットペッグを採用した方が過剰な資本流入を引き起こさなかったであろう。そこからの政策的インプリケーションとして、ドルだけではなく、円などの他の通貨を含むバスケットペッグを採用することが望まれる。

井澤先生に対する回答

- 1_ 資本流出の原因の候補として、輸出成長率の急速な低下を考えている。輸出志向によって経済成長していた国にとって輸出成長の急速な低下は経済成長の低下を意味することから、資本を流出させることになったのであろう。
- 2_ 国際資金の供給も需要も、ここで計算されているような予想為替相場変化率を考慮に入れた金利差には同方向の反応を示すと考えられるので、特に、需要と供給の区別をしなかった。
- 3_ 貸出金利は硬直的で変化があまり見られなかったため、短期金融市場金利を利用した。

宮村先生に対する回答

- 1_ ストック・アプローチでも分析を行いたい。その場合に、データはフローしかないため、フローのデータをストックの階差をとったものとしてみなして、階差をとった

金利差によって回帰することになる。

2_ドル・ペッグの場合に比較して、バスケット・ペッグの場合には、対円為替レートの変動幅は小さくなるが、対ドル為替レートの変動幅は大きくなる。したがって、必ずしもバスケット・ペッグの場合に資本移動が小さくなるとは限らない。

砂村先生に対する回答

__ここでは、国際資金移動がアジア通貨危機にどのように影響を及ぼしたかを分析している。ここで問題としているのは、統計上に現れてきている投資収支の内の「その他投資」であり、その内容は国際商業銀行融資が主であると考えられる。

2. 我々は、実物面から派生する資金需要以上に資金が流入したことが危機を引き起こす遠因にあったと考えている。そのために、国際資金移動に焦点を当てた。

(2) 外資依存型の経済発展と通貨制度

横溝 えりか（早稲田大学）

本報告では昨年(1997年)の東アジアの通貨危機の原因を、東アジア諸国・地域の外国からの資本導入による輸出主導型工業政策と、表向きはともかく事実上の米ドル・ペッグ制にあったと考え、本報告の目的はこれらの政策や制度がいかに通貨危機を引き起こしたのかを明らかにすることであった。一国を代表的一個人と考え、その代表的一個人が異時点間の予算制約を満たしつつ最適化行動をとることを想定した Obstfeld and Rogoff(1996)のモデルを東アジア諸国・地域に用いた。それにより同国・地域が異時点間の予算制約を満たせなくなったことに焦点をあて、その結果制約式を満たせないまま以前と同じ行動をとっていたことが通貨危機を引き起こすことになったことを明らかにした。異時点間の予算制約を満たせなくなった原因の1つが外国資本の同国・地域への過剰な流入であり、もう1つが輸出増加率の低下であったと考えられる。さらにもう1つの原因を米ドル・ペッグ制であると考え、Obstfeld and Rogoffのモデルを参考にしたモデルで米ドル・ペッグ制がいかに投資を受け入れる側であった東アジア諸国・地域にメリットをもたらしたかを明らかにした。

異時点間の予算制約が満たされている状態とは、一国の現時点の対外債務とその利払いの和が、一国の将来の貿易収支期待黒字額の割引現在価値の和に等しい状態を指している。プラザ合意後の円高期における東アジア諸国・地域への外国資本流入の増加は、異時点間の予算制約式において現時点における対外債務とその利払いの和を増加させた。しかしそれと同時に同国・地域では輸出促進政策と輸出主導型工業化の成功により、輸出が増加していた。輸出の増加は将来の貿易収支期待黒字額の割引現在価値の和を増加させることにつながったと考えられる。したがって外国からの資本流入の増加によって現時点における対外債務とその利払いの和が増加しても、同時に輸出が増加し、将来の貿易収支期待黒字額の割引現在価値の和も増加していたと考えられるため、異時点間の予算制約は満たされていたと考えられる。

次に米ドル・ペッグ制であるが、米ドル・ペッグ制は外国資本の導入において外国通貨建資金の受け手となる東アジア諸国・地域にとって為替レート変動に伴うデメリットを回避することを可能にした。為替レート変動を考慮に入れた異時点間の予算制約より、米ドル・ペッグ制を採用することで外国資本の導入にあたり東アジア諸国・地域が回避することができた為替レート変動に伴うデメリットが明らかになった。1つが為替レート変動による自国通貨表示の対外債務の元本とその利払いの金額の変動による損失である。そしてもう1つが将来の貿易収支期待黒字額を現在価値に割り引く際の割引率の変動による、将来の貿易収支期待黒字額の割引現在価値の変動である。米ドル・ペッグ制を採用していなければ、東アジア諸国・地域が動学的最適化を行うにあたって最適な消費が為替レート変動とともに変化し、最適な消費を行うことが困難となり、その結果、異時点間の予算制約を満たせなくなることにつながったと考えられる。

今回の通貨危機がおこった原因、すなわち異時点間の予算制約が満たせなくなった原因は、東アジア諸国・地域における外国資本の流入の急激な増加と同国・地域の輸出増加率の低下にあったと考えられる。外国資本流入の急激な増加があった例としてタイを挙げれ

ば、タイでは1990年のIMF8条国移行、1993年のバンコク・オフショア市場の創設により、外国資本流入の急激な増加がおこった。外国資本流入の急激な増加は、異時点間の予算制約にある現時点の対外債務とその利払いを増加させた。そして米ドル・ペッグ制からフロート制への移行以前に行われた資本取引の自由化であったため、金融政策の有効性を低下させ、利子率の上昇を引き起こした。利子率の上昇もまた、対外債務とその利払いを増加させた。タイと同様、他の東アジア諸国・地域においても外国資本流入の急激な増加があり、また同時に輸出増加率の低下がおこっていた。輸出増加率の低下は異時点間の予算制約である将来の貿易収支期待黒字額を減少させ、外国資本流入の急激な増加とともに、東アジア諸国・地域が異時点間の予算制約を満たせなくなった原因となった。

[参考文献]

横溝 えりか(1998)「異時点間の予算制約と外資依存型経済発展の限界 - 東アジアを例にとって - 」

『早稲田商学』第376号

高千穂商科大学 佐々木百合先生からのコメントに対する回答

今回報告したモデルについての実証分析については、ご指摘のとおり、今後試みたいと思う。4点のコメントについては以下のとおりである。

第一に、経済成長率と将来の経済成長率の期待値は、通貨危機の直前に変化していたか否かという問題であるが、東アジア諸国・地域(NIEs・ASEAN4)において輸出増加率の低下が大きかったことが、同国・地域の経済成長率の期待値に影響を与えたと考えられる。経済成長率の期待値が低下した場合、制約式を満たしつつ効用最大化をはかるためには、消費については、減少する必要があると考えられる。経済成長率の期待値の低下にもかかわらず消費が変化しない場合、対外債務が返済できなくなる可能性がでてくることになる。

第二に、TFPの計測結果より、東アジア諸国・地域の経済成長は労働参加率の上昇、投資率の上昇、製造業への労働の部門間移転等の投入の増加によるものであり、技術進歩等の効率の上昇によるものではないことが明らかにされている。ソロー・モデルによれば資本が定常状態に達した後の経済成長は、技術進歩により決定することがわかっている。プラザ合意後の東アジア諸国・地域への外資流入の急激な増加が、資本の定常状態への到達を早めたと考えれば、その後の同国・地域の経済成長を決定するのは技術進歩率になる。したがって技術進歩率が低い同国・地域の経済成長は鈍化することになると考えられる。

第三に、第4節のモデルでは、自国通貨の期待減価率を考慮に入れているために、金利平価が成立しており、自国通貨建の金利と外国通貨建の金利は等しくなっている。

第四に、世界銀行の統計よれば、東アジア諸国・地域の対外債務は90%以上が米ドルをはじめとする先進国通貨建てである。したがって米ドル・ペッグ制を採用することにより、為替リスクを軽減されたのは投資を受けた側であったと考えられる。

「金融政策の実証分析」

金融政策と利子率 - フィッシャー効果の検証

原田泰（経済企画庁）

菱山大（経済企画庁）

金融政策は利子率に関して、a.流動性効果b.所得・物価水準効果c.フィッシャー効果の3つの効果をもたらすが、初級のケインズ経済学、多くの実務家は、流動性効果にのみ着目しているように思われ、このことが、金融政策を巡る議論を混乱させている。金融政策が利子率に与える3つの効果を、特に、フィッシャー効果を中心に、実証的に分析した。

このような分析は80年代末まで、日本においてもしばしば行われたが、これまでの分析では、一般に、フィッシャー効果は存在するが、その効果は安定せず、また物価に係る係数は1より有意に小さいというものであった。

本報告では、利子率を説明する予想物価を、過去の物価の加重平均値とともに、VARモデルによる予想物価の両者を用いて推計したこと、また、物価が上昇する時代のデータのみならず物価が安定している時代のデータを用いたことによって、これまでと異なる結果が得られた。推計した式は、

$$\text{名目金利} = \quad + \quad \text{期待物価上昇率(1)}$$

$$\text{名目金利} = \quad + \quad \text{実質マネーサプライ増加率} + \quad \text{期待物価上昇率} + \quad \text{実質GDP増加率(2)}$$

である。ここで、期待物価上昇率はフィッシャー効果を、実質マネーサプライ増加率は流動性効果を、実質GDP増加率は所得・物価水準効果を表す変数である（表参照。スペースの関係から結果の一部のみを示す）。

60年代、70年代のデータでは、予想物価の係数は1より有意に小さいが、80年代のデータを追加すると1に近づき、90年代のデータでは有意に1を越えるという結果が得られた。このことは、70年代、80年代のデータが、石油ショック時のインフレ率を含み、これが予測不可能であったがゆえに、物価に係る係数が小さかったと推測される。したがって、経済状況が落ちつくにつれて、物価に係る係数が1に近づいたと思われる。

利子率に対する金融政策の3つの効果の計測結果は安定しないが、一応、古川(1985)が計測しているように、理論と整合的な結果が得られた。

物価上昇期待が利子率を高めるというフィッシャー方程式が現実成立することの意味を現状に則して考えると、以下のようなことになる。

バブル崩壊後の低成長において、利子率が低すぎるという議論が盛んになされている。利子率が低すぎると考えている人々の利子率が名目利子率であるとする、利子率を上げるために、不況期に利子率を上げるのは目的と整合的ではない。期待物価上昇率の低い不況期に利子率を上げれば、実質利子率は上昇し、利子反動的な設備投資、住宅投資、耐久消費財などの需要が減少することによって期待物価上昇率はますます低下し、実質利子率がさらに上昇する結果、不況はますます深刻になり、やがて利子

率はさらに低下する。

むしろ逆に、利子率を下げることによって需要が増大し、その結果、期待物価上昇率が上昇することによって、名目金利が上昇する。歴史的に低金利が生まれたのは、利子率を下げたことによってではなくて、実質利子率が高すぎたことによって生じた。

(参考文献)

古川顕『現代日本の金融分析』第4章、東洋経済新報社、1985年

釜江廣志「国債の所有利回りと期待インフレ率：フィッシャー効果の共和分分析」『一橋大学商学部ディスカッション・ペーパー』1998年7月

表 期待物価によるフィッシャー効果の推計

	67.1Q~96.4 Q	67.1Q~73.4 Q	74.1Q~79.4 Q	80.1Q~89.4 Q	90.1Q~96.4 Q
	-0.2593 (-0.187)	0.1983 (0.182)	9.5718 (2.658)	5.1511 (4.742)	0.3858 (1.297)
0	0.5478 (0.035)	-7.3349 (-0.965)	4.3827 (0.080)	-24.7014 (-0.964)	-26.8444 (-1.640)
1	2.5205 (0.163)	7.2166 (0.862)	51.6149 (1.105)	14.4034 (0.557)	54.4644 (2.701)
	0.5269 (9.280)	0.3711 (4.612)	-0.2274 (-1.399)	0.8061 (10.642)	1.0208 (4.197)
0	6.3492 (1.127)	-2.2118 (-0.986)	-97.1210 (-3.984)	-13.1449 (-1.285)	-32.2625 (-2.786)
1	6.7873 (2.264)	4.2963 (3.547)	-61.8245 (-4.213)	-7.5883 (-1.298)	-12.8050 (-2.140)
2	6.7770 (4.022)	8.7403 (7.922)	-33.6686 (-4.375)	-3.2579 (-0.902)	1.7030 (0.543)
3	6.3184 (3.224)	11.1203 (7.816)	-12.6534 (-2.780)	-0.1538 (-0.042)	11.2614 (2.915)
4	5.4113 (2.275)	11.4363 (7.280)	1.2210 (0.245)	1.7240 (0.413)	15.8703 (3.273)
5	4.0559 (1.792)	9.6882 (6.908)	7.9547 (1.530)	2.3756 (0.610)	15.5297 (3.331)
6	2.2522 (1.520)	5.8761 (6.657)	7.5477 (2.070)	1.8009 (0.712)	10.2396 (3.340)
R ²	0.6987	0.9066	0.8479	0.8453	0.9160
S .	1.5072	0.4164	1.2234	0.8549	0.7837
E .					
D .	0.4764	1.5309	0.7407	1.0677	1.3656
W .					

(注) 1. 期待物価は前年同期比。

2. ()内はt値。

3. 推計法はOLS。

(討論者のコメント) 青山学院大学 成田淳司

この報告では、現在の日本の低金利が過去の金融政策によるものであることを明らかにしようとしている。私自身も、こうしたメカニズムが働いて現在の低成長になっていると考えている。以下、質問する。

- 1 . フィッシャー効果を検証するのであれば、予想物価上昇率を求め、それを使って名目金利を説明するのがよいのではないか。予想物価上昇率について、より詳細な分析が必要ではないか。
- 2 . 予想物価上昇率には、生鮮食品を入れるべきではないと考えるがどうか。
- 3 . 実質金利が変わらないとしているが、80年代以降、実質金利の国際連関があるという研究もある。実質金利変動の可能性についても考慮すべきではないか。
- 4 . 実質金利を政策運営の指標とすべきと考えているように思われるが、そうした政策を実際に追求することは難しいのではないか。フリードマンが主張するようにマネーサプライの伸びを安定化させる方がよいのではないか。

(回答)

- 1 . VARモデルの他に、アンケート調査を用いる方法、より高度な計量手法を使う方法などが考えられるが、今後の課題としたい。
- 2 . 生鮮食品は除くべきかもしれないが、対前年同期比を用いているので、それほど大きな問題とはなっていないと考える。
- 3 . 金利を物価だけで説明すると、区間分けの場合、定数の値が大きく異なり、実質金利が一定の仮定に問題があることが示される。ただし、3変数で説明する場合には、実質GDPが実質金利の代理変数となる可能性がある。
- 4 . 実質金利を政策運営の指標とすべきとは考えていない。マネーサプライ、物価、名目GDPなどを指標とすべきと考える。

(2) 金融政策の効果波及経路について

－ 時系列分析 －

鄭 東 憲 (関西学院大学)

中央銀行における金融政策の手段は様々なものが考えられるが、日本の場合、マネーサプライの予測値を見通しとして公表しながら実体経済との関係については金利機能を重視した金融政策が行われている。近年主要国の金融政策の特徴は物価安定を重視してマネーサプライの動向を重視する行き方が主流となってきた。そもそも金融政策というのは、中間目標であるマネーサプライの変化をもたらす操作変数をコントロールすることによって経済に変動を及ぼすと考えられる。マネーサプライの変動から直接的にでてくる効果は利子率の変化であるが、金融政策の中間目標としてマネーサプライを重視しない場合にはこの直接的な効果である利子率を重視するというのである。本研究では日本経済における金融変数と実体変数との間の関係を検討することによって金融変数の変動がマクロ経済変動とどのように関わってきたかを実証検討し、それによって利子率を重視する現行の金融政策の妥当性について報告する。

日本における金融変数と実体経済の動学的関係をStructure VARモデルによるインパルス反応関数と予測分散分解の検証を行う。計測に用いる変数はマネーサプライ(M2+CD;M)、利子率(コール・レート;R)、実質GNP(Y)、物価(消費者物価指数;P)、為替レート(E)の5変数である。分析期間は1970年第1四半期から1996年第4四半期までであり、ラグの次数は4期ラグを用いる。上記データをStructure VARモデルの推定に用いる前に単位根検定と共和分検定を行い、分析の対象となる時系列データの特性を考察する。単位根検定についてはDickey and Fuller(1979)によるt値タイプの検定(ADFテスト)とPhillips and Perron(1988)によるノンパラメトリックな検定統計量(PPテスト)、CRDW統計量を用いて単位根の検定を行う。単位根検定の結果からY,P,Mの3つの変数が和分過程(integrated process)と見なし、それらの変数間の共和分検定を行う。検定結果、PとM、YとMの両者間には共和分関係があることがわかる。

Structure VARモデルによるインパルス反応関数の結果を見ると、マネーと為替レートのイノベーションの効果は短期的に影響を及ぼすことが示されている。物価の変動に対するマネーのイノベーションの効果は物価を徐々に増加させ、マネーは物価に対して中長期的な効果があることが分かった。特に為替レートの実体経済に対する効果が注目される。マネーに対して短期的な効果を持っているが、中長期的にはその効果が減衰することが分かった。また物価に対して押し上げ効果を持っていることが分かる。

予測分散分解結果、実質生産に対する各変数の相対的な影響度は、各金融変数の中ではマネーが他の変数に比べて相対的に影響度が大きく現れているが、為替レートと利子率の相対的な影響度は弱く現れている。また物価に対する為替レートとマネーの影響度が大きく示されている。

本稿では金融と実体経済との間の関係についてStructure VARモデルを中心とした時系列分析を用いて考察してきた。まず、実体経済変動に対するマネーの重要性を評価すると、実質生産に対するマネーの影響はインパルス応答関数から見ると短期的には強い変動効果を持っていることが分かった。しかし予測分散分解では弱い影響度を持

っているが他の変数に比べて一番強い説明力を持っている。物価に対するマネーの影響度も同様であり、中長期的に物価を押し上げる効果を持っていることが分かる。金利の場合、予測分散分解では実質生産、物価への効果はマネーより小さいことを示している。為替レートの場合、インパルス応答関数及び予測分散分解ともに物価に対する強い影響度を持っていることが分かった。実質生産に対する物価の影響度は予測分散分解でマネーの次に説明力を持っていることが分かる。要すると実体経済の独立性は高いが、金融変数から実体経済への影響は無視できないと言える。特に為替レートと実質生産、物価との相互依存関係が高まり、為替レートの変動が実質生産、物価に対して密接な関係を持っていることが分かった。マネーも実体経済に対する相対的に密接な関係を持っていることがわかった。金利の場合には実体経済に対する限界的予測性を持たないが、マネーに対する強い効果を示していることがわかった。

(討論者のコメント) 神戸大学 宮尾龍蔵氏

1. 先行研究 (岩淵、1990) との違いは何か、この論文から何を新しく学ぶことができるのか
2. 単位根・共和分検定について。
3. 識別の短期制約式について、標準的な経済理論とは逆の推定結果がいくつか見られる。
4. 構造ショックの解釈と実証結果との整合性について。

(回答)

1. ご指摘のとおり先行研究は本稿の結果と同じである。先行研究と違い点は分析方法として対象変数の非定常性を検討しながら分析したものであります。よい推定結果が得られるために分析に用いる経済変数の定常性が満たされるかどうかを調べるために単位根検定と長期的に経済変数間の安定的な関係が存在するかどうかを調べるために共和分検定を行いました。
2. 金利と為替レートの時系列変数が単位根が存在しない結果について再検討すべき点です。また複数の共和分関係が存在する場合にはシステム全体に単位根が存在する変数を入れて検定を行うべきである。Jonhansen検定を用いて共和分検定をするのが今後の課題であります。
3. ご指摘のとおり識別の制約式で標準的な経済理論とは金利の符号が反対になっている。Sims(1986)、岩淵(1990)の識別制約式の同時的關係だけではなく総合的に判断すべきという指摘のように、反応関数と分散分解の結果に注視する必要があると思います。
4. ご指摘のとおり検討すべきものである。

「不良債権の流動化と金融システム」

(1) 利益相反と金融システム

* (金融学会会報/1998年度金融学会春季大会/研究報告概要より抜粋)

菊地英博 (文京女子大学)

96年11月に、橋本首相から日本の金融制度改革構想が発表された。この金融改革の狙いは、東京の金融・資本市場を、フリー(自由)、フェア(公正)、グローバル(国際的斉合性)な市場に改革し、ニューヨークやロンドンの国際的金融・資本市場に相当する市場に育成しよう、とするものである。

ここで重要なことは、ニューヨークやロンドンの国際的市場では、公正取引(フェア・トレード)を保証する厳格なルール(規律)があるということである。東京市場のルールは、まだ不十分なところが多く、新しい次元(グローバル・スタンダード)に立って、新たに作り上げてゆくことが必要である。

英米市場のフェア・トレードのベースとなっている考えは「いかにして利益相反を防止するか」ということである。日本では、法体系がドイツ法を中心としていることもあって、利益相反問題は軽視されている。これ迄、銀行・証券の垣根問題が議論された時は、業態相互の利害と権益の調整という局面が中心であって、利益相反の本質的な議論、金融システムとの関係などについては、今後課題が残されていると考える。

そこで、今回の報告では、次の点を論ずる。

(1) 利益相反が生ずる局面を分析し、これを二つのタイプに分けて説明する。報告者の命名として、Aタイプ(仲介者双方代理タイプ)と、Bタイプ(仲介者自己契約タイプ)に分ける。

(2) 英米両国が利益相反の発生を如何にして防止してきたかを調べてみると、現在の英米の金融システムは、その努力の結晶であることが判る。

(3) 現在の日本の金融システム上、利益相反を防止する上で何が問題となっているか、について指摘する。ドイツは、90年代後半に第2次金融改革を行い、アングロ・アメリカン方式を導入して、グローバル・スタンダードに立った改革を行った。ドイツの例を参考にしながら、日本でフェア・マーケットを形成してゆく上での問題点(改革の方向)を提案する。

報告のレジュメは次のとおり。

1. 問題の提起

2. 利益相反の局面

(1) 利益相反の発生局面 (2) 二つのタイプ

3. 利益相反と金融システム

- グローバル・スタンダード -

4. 日本の利益相反と金融改革

(1) 日本で発生する利益相反

(2) ドイツの金融改革

(3) 日本の対応 - 報告者の提案 -

「金融史の諸問題」

(1)大戦間期におけるイギリスの産業合理化とイングランド銀行

平木良子（早稲田大学）

1. はじめに

大戦間期、イギリスは経済的衰退が明白な事実となり、伝統的輸出産業であった鉄鋼業、綿業、造船業、石炭業等は停滞あるいは縮小した。戦後のブーム時にこれら旧産業に積極的に融資した株式銀行も、不況とともに巨額の不良債権に苦しんだ。しかし産業自体による再編・合理化は進展せず、銀行界もその推進役になろうとしなかった。中央銀行であるイングランド銀行が、1920年代後半に旧産業の再編・合理化に関与した事実は、歴史的に産業金融を忌避する傾向があると言われたイギリス金融界では異例の事態であった。本報告では、同行による産業金融の要因を、再編・合理化計画とそれに必要な設備投資資金およびその調達という視点から考察する。まず大戦間期のイギリス経済の諸問題を概観し、それに対する伝統的な解決方法と考えられていた公定歩合政策の有効性についての、マクミラン委員会でのケインズとイングランド銀行総裁ノーマンの見解の相違を分析する。次に、合理化の問題点を検討し、鉄鋼業に限定したイングランド銀行の産業合理化の事例を踏まえ、同行とノーマン総裁の政策の方向性を検討する。

2. 大戦間期のイギリス経済

従来の見解による大戦間期のイギリス経済像の評価は、悲観的なものであった。特に旧産業に集中的に発生した大量失業は、この時期を困難な時代として深く印象付けていた。しかし、1960年代半ばから歴史的統計データが整備されるに従い、その再評価が行われた。経済成長率では、停滞した20年代と堅調な回復を見せた30年代という新たな事実が見出された。失業率では、平均して10%前後という慢性的な高さである一方で、産業間・地域間で顕著な格差が見られた。失業率は、旧産業で高く、電機・自動車など新産業で低かった。そして、旧産業が集中的に立地していた北部は、新産業が集中していた南部に比べ、明らかに失業率が高かった。このように、大戦間期は、全く異なる表情の「2つのイギリス」が存在する複雑な時代であった。

3. マクミラン委員会

20年代の長引く不況と旧産業における大量失業は、金融が産業に対して果たすべき義務を怠っているのではないかとの世論の批判を高めた。これに応え、第二次労働党内閣は、不況と金融政策の因果関係を調査する委員会を1929年11月に設置した。この通称マクミラン委員会において、ケインズやミッドランド銀行のマッケンナらは、不況に対する処方箋として、公定歩合政策の変更による全般的信用緩和策を提唱した。彼らの論拠は、当時公定歩合政策論の形成に大きく影響した『カンリフ報告書』であり、同報告書がイングランド銀行の公定歩合政策の有効性を信頼していたことであった。

これに対しノーマン総裁は、公定歩合政策に関する証言で、公定歩合変更の国内的効果が心理的に誇張されていること、短期市場に及ぼす効果は確実であるが、産業等に与えるよ

り長期的効果は不確実であること、買いオペレーションによる信用の追加は、国内産業への貸出よりも外国手形やコール・ローンの運用に向けられる結果、効果がないことを指摘した。このように、公定歩合政策の有効性を疑問視していたのに加え、ノーマンは、国内産業は合理化のためかなりの長期資金が必要であり、その推進のために金融と産業が一体となるべきであると述べた。

4．合理化の問題点

イギリス産業界を代表し、綿業と鉄鋼業、全国的な資本家団体を代表するイギリス商業会議連合会とイギリス産業連盟などが証言を行った。彼らは、産業の資金調達の問題として、株式銀行が当座貸越に課す金利が公定歩合よりも0.5~1%高く設定され、しかも最低5%の貸出金利が課されるために、イングランド銀行が公定歩合を引き下げても、産業は低金利の恩恵を受けられないと述べた。さらに、現在の短期銀行貸付と長期資本発行に加え、両者の中間的性格の新しい金融支援が必要であること、再編・合理化の計画・立案や技術選択に係わる知識や人材が産業界に不足しているため、産業自身の手による合理化が難しい点を指摘した。

五大銀行に代表されるイギリス金融界も、公定歩合の変動が産業貸出に及ぼす影響を疑問視し、また産業の再編・合理化の推進役になることは適切な銀行業務でないと考えていること、銀行はそのための十分な知識と人材を持っていない点を指摘した。

上述のように、元来産業への不干渉主義を伝統とするイングランド銀行を、「産業金融」といういわば非正統的手段へ向わせた事情は、イギリス産業界と金融界にそれぞれ固有の問題に加え、同行が公定歩合政策の有効性を疑問視していたことにあると考えられる。

5．イングランド銀行による合理化 鉄鋼業の事例

イギリス鉄鋼業は、19世紀後半から第一次大戦にかけて、国際的地位を低下させた。その原因については諸説があるが、企業の小規模性による生産性の低さとコストの高さや、塩基性法、連続製鋼法、電化の導入の遅れ等が挙げられてきた。

イングランド銀行と鉄鋼業の最初の関わりは、同行の顧客であったアームストロング社の再建であった。これを契機に、同行に旧産業から再編の推進役としての要請が相次いだため、ノーマンは理事会の構成を見直し、産業問題に通じた人物を選出した。また、同行が保有した産業関連の有価証券の処理のために、証券管理信託S.M.T.を設け、再編・合理化計画を調査・検討し、必要な資金援助を行うために、産業開発金融会社B.I.D.を設立した。また、合理化に関する2つの報告書を作成させ、平炉法や最新の塩基性法、連続製鋼法の導入を試み、資金援助を行った。

6．結語

鉄鋼業の事例に限れば、イングランド銀行主導による鉄鋼一貫企業の再編と新技術の導入の試みは、当初の計画が縮小されたとは言え、大戦間期のイギリス鉄鋼業が内包していた問題点を等閑視した解決策ではなかったと言える。また、イギリス産業界と金融界それぞれに固有の問題や、イングランド銀行が抱えていた金本位制度の運営上の制約と公定歩合政策の有効性に対する疑念を勘案すれば、赤字財政による生産的な公共事業の効果が未だ

容認されていなかった当時であって、限定された政策の選択肢の中で、イングランド銀行が追求した政策は、方向性としては妥当であったと考えられる。

(早稲田大学)

〔質問〕千葉商科大学 齊藤壽彦氏

イングランド銀行の産業再編・合理化への関与に同行内部で反対意見が強かったとされていますが、どのような人々がノーマン総裁に反対していたのでしょうか。また、マクミラン委員会報告を受けて大蔵省がどのような対イングランド銀行政策あるいは産業金融政策を採用したのでしょうか。

〔回答〕

セイヤーズやトリデイの研究などによれば、イングランド銀行理事会のメンバー達、中でもレベルストーク卿の名が挙げられています。大蔵省が委員会の報告後に採用した金融政策については今後の研究課題と致します。

〔質問〕熊本学園大学 平岡賢司氏

1. イングランド銀行が公定歩合の機動的な引き下げができなかったのは、イギリスの国際収支上の制約によって、外貨流入をはかるため、ニューヨークよりも金利を高めに維持しなければならない面があったのではないのでしょうか？

2. 失業率が約10%、100万人を超える失業者が存在する経済状況下で、イングランド銀行が公定歩合を相対的に高めに維持した政策は、「デフレ政策的色彩」が強いと考えてよいのでしょうか？

〔回答〕

1. その通りだと思います。

2. 質問1.でご指摘のように、公定歩合の引き下げは現実的には難しく、証言録で検討したように、引き下げがもたらす効果をイングランド銀行が疑問視していたと考えられます。そこで、直接的な個別の産業金融へ向ったのではないかというのが、報告の趣旨です。

〔質問〕法政大学 西村閑也氏

英国の産業の欠点の一つとして、鉄鋼業における塩基性平炉の採用の後れを挙げられましたが、英国の鉄鉱石の性質がこの後れをもたらしたので、必ずしも産業の側での方針・政策の誤りとは言えないのではないのでしょうか？

〔回答〕

ご指摘の通り、イギリスでは含燐分の低いヘマタイト鉱石の供給により、酸性転炉法の普及が可能になりました。一方ドイツでは含燐分の高いミネット鉱石が主流だったため、塩基性転炉法が開発され、溶銑装入による銑鋼一貫生産の技術的なメリットと合わせてコスト削減に成功しました。イギリス鉄鋼業がレール輸出において、ドイツとの競争に敗れ、次第に生産の中心を酸性平炉法による高級鋼にシフトして行かざるを得なかったのは、原料立地と密接な関係があると思います。

但し、鋼管メーカーであったスチュワート&ロイズ社の場合、社有地内に塩基性ベッセマ

一法に適した鉱床を偶然に所有していたにも拘らず、鋼管生産に最適な塩基性ベッセマー品位の鋼の多くを輸入に依存し、且つ、より高質の平炉法による鋼も必要としていました。従って、当時最新のドイツの技術であった塩基性による２段階工程の採用は、同じ鉄鉱石を利用して、塩基性ベッセマー品位の鋼と平炉法による鋼の生産を可能にし、同社を純粋な鋼管メーカーから、安価な平炉法鋼の生産者へと飛躍させる可能性がありました。この点において、塩基性法導入の試みが革新的であったと考えます。

(2) 投資銀行の外債引受業務について

ニューヨーク資本市場の国際化過程と関連して

中塚晴雄（九州大学）

本報告は、投資銀行の外債引受業務とニューヨーク資本市場の国際化、特に外債市場の形成過程を明らかにすることを目的としている。ニューヨーク資本市場の国際化は、投資銀行の外債引受によるニューヨーク外債市場の自立を内容としていた。本報告は、これまで詳細に検討されなかった投資銀行の外債引受業務と外債引受を支えたアングロ・アメリカン独自の制度に分析の焦点をあて外債市場の形成過程の追究を試みる。分析は、アメリカ議会上院公聴会資料と英米法判例および J.P.モルガン商会とモルガン・グレンフェル商会の社史に直接依拠して進められる。

ニューヨーク外債市場の自立には、投資銀行の引受プロセスを支える三点の引受技術が確立されなければならなかった。第一は、引受能力を飛躍的に高めた革新的な引受シンジケート、つまり、パーティシペーション・シンジケート(participation syndicate) の創出である。第二は、外債を長期間保全する担保制度の確立である。第三は、外債の発行・引受から償還までを実務的に管理する財務代理勘定の考案である。ニューヨーク外債市場の自立には、パーティシペーション・シンジケートの創出が決定的な役割を果たした。

1915年に、J.P.モルガン商会は、パーティシペーション・シンジケートを英仏第一次大戦債の引受を契機に創出した。アメリカ上院公聴会で J.P.モルガン商会、パートナーのホイットニー氏は、この点を示唆する次の証言をしている。

「1915年9月に最初の大規模な外国政府債[英仏第一次大戦債](報告者注、以下同じ。)が到来した時、私たちの債券部長が現代の引受シンジケートのスキームを創出したのです。」¹

また、1953年の「合衆国対モルガン他17投資銀行」の判決でメディアナ判事も、次のように証言する。

「1915年に証券を販売する現代的シンジケートの方法は、モルガン・スタンレー社他17投資銀行とその前任投資銀行[J.P.モルガン商会他]によって発明されたのである。」²

ハーバード・ロー・スクールのルイ・ロス教授も次のように言及する。

「現代の販売グループは、英仏第一次大戦債に源流を発しているといわれている。そのとき、J.P.モルガン商会は、実用的に少しでも債券を分売する能力のある誰でも皆全員を全米全土に広がる販売グループにまとめあげたのである。」³

¹ United States Congress, Senate(1939), Investigation of Concentration of Economic Power, Hearings before Trans National Economic Committee, United States Congress, 76th Congress, 2nd Session, Vol.23, p.11859, in Testimony of Mr. Whitney, J.P. Morgan, New York City

² United States v. Morgan et al., United States District Court, S.D. New York, Oct. 14, 1953, 118 Fed. Supp. 630.

³ Loss, Louis and Seligman, Joel, 3rd ed. (1989), Securities Regulations, Vol. 1,

証言が示すように、パーティシペーション・シンジケートは現代の引受シンジケートの原型である。パーティシペーション・シンジケートは、「パーティシペーションの法理」を用いて、世紀転換期のパートナーシップ・シンジケートに内在する引受能力の限界を克服し、巨額の債券引受を可能にしたのである。

第二の担保制度の確立をみてみると、アメリカの担保制度は、担保物件の所有権を借り手（債務者）の許にとどめるリーエン・セオリーのモーゲイジ（物的担保）制度が普及していた。しかし、外債では、発行者と担保物件は外国に所在するため、債権者（債券保有者）が担保物件の管理・実行・競売を実行することは実務的に不可能である。そこで、外債では、物的担保によらない基金方式の担保である減債基金が設定されたのである。

第三に、投資銀行の引受が現実に機能するためには、債券引受に伴う管理業務、すなわち、オリジネイト時の資金提供と債券の引渡し、販売から償還までの元利金支払と債券管理、減債基金の積立と担保管理・実行などを整備する必要があった。そこで、外債の引受から償還および担保管理と実行を一元的に行うため、外債引受専用の財務代理勘定が設定されたのである。

ニューヨーク外債市場は、1915年の英仏第一次大戦債引受時にパーティシペーション・シンジケートの創出を契機に形成された。ニューヨーク外債市場は、パーティシペーション・シンジケートの三層構造（主幹事 買取シンジケート 販売グループ）に対応して元卸売市場と卸売市場および小売市場という三層構造から構築された。パーティシペーション・シンジケートは、三層構造に対応して投資銀行をリーディング・ホールセラーとホールセラーおよびリテラーに専門分化させたのである。

この時形成されたニューヨーク外債市場は、現代のユーロ債市場、ニューヨーク国際資本市場の原型でもあった。現代の投資銀行の引受シンジケートは、墓碑名広告に見られるようにスペシャル・ブラケットとメジャー・ブラケットおよびサブ・メジャーという階層構造をとる。これは、パーティシペーション・シンジケートの現代的形態である。本報告は、歴史実証的なだけでなく現代的意味もあるのである。

【討論者のコメント】 専修大学 小林襄治 氏

本報告は、これまでの投資銀行の研究がともすれば J.P.モルガン商会やクーン・ローブ商会等の勢力争いとして理解される傾向があったことは異なり、投資銀行の引受シンジケートに着目し、議会資料と判例を用いて英仏第一次大戦債を契機にパーティシペーション・シンジケートが創出され、第一次大戦大戦後も通じた発行市場の構造とシンジケートの構造を明らかにした点に研究の独自性がある。

2. アメリカにおける証券市場の生成発展過程を研究するにあたり、外債発行市場を強調する必要はないのではないか。国内証券発行市場の上に革新的な技術が採用されたと考えべきではないか。
3. 担保制度と担保受託制度および財務代理制度とパーティシペーション・シンジケート

をはじめとする引受シンジケートの発展過程とは直接は関係ないのではないか。

4. ナショナル・シティ銀行の当座勘定を経てJ.P.モルガン商会の財務代理勘定に債券販売代金が払い込まれる点をどのように考えたらよいのか。
5. 1930年代の外債のデフォルトを考慮すると、債券を保全するための担保制度と減債基金は現実には債券保全制度として機能しなかったのではないか。
6. 1930年代以降、ニューヨーク資本市場は国際化した事実はないと考えられるが、ニューヨーク資本市場の国際化についてどのように考えられるか。

[回答]

17. パートナーシップ・シンジケートおよび担保制度や担保受託制度や財務代理制度、国内証券発行市場の生成過程から確立した制度である。その意味で、パーティシペーション・シンジケートや外債特有の担保である減債基金は、国内証券発行市場の制度を踏まえて確立した革新的技術といえる。しかも、パーティシペーション・シンジケートは、1920年から34年にAT & T社の社債、30件、計億9千万ドルの引受シンジケートとして用いられ、また、1927年のニューヨークガス会社等の国内株式の引き受けシンジケートとしても用いられた。1917年の自由公債や1918年の勝利公債、合計214億3292万4700ドルといった国債の大量販売方式としても採用された。減債基金も、国内鉄道社債の担保方式として設定されるようになった。このように、国内証券発行市場の上に採用された外債特有の革新的技術は、今度は、外債発行市場から国内証券発行市場に大きな影響を与えたのである。
18. 債券担保制度と担保受託制度および財務代理制度を確立したことで、ニューヨーク外債市場は制度的枠組みを与えられた。担保制度と担保受託制度および財務代理制度の確立は、ニューヨーク外債市場形成に向けた次の段階として、引受能力の飛躍的増大、すなわち外債発行額の巨額化とニューヨークでのオリジネーションの実行を要請した。ここに至り、引受シンジケートの革新的発展が要請され、1915年の英仏第一次大戦債発行を契機に、パーティシペーション・シンジケートがJ.P.モルガン商会によって創出されるのである。このように、担保制度と引受シンジケートは密接な関係がある。
19. 投資銀行は、ナショナル・シティ銀行のコルレス網を利用して全米全土から引き受けた債券の販売代金を集めることが可能となった。すなわち、商業銀行のコルレス網が全米全土に張り巡らされたので、投資銀行は全国に所在するリテラーを組織してパーティシペーション・シンジケートを確立し、引き受けた債券を全米全土に販売することが可能となったのである。
20. 担保制度や減債基金が1930年代のデフォルト時に有効に機能しなかったことは事実である。本報告で強調した点は、物的担保のモーゲイジや基金方式の担保である減債基金の債権保全手段としての機能である。担保制度や減債基金が外債に対して債権保全制度として確立したことが、第一次大戦期にニューヨーク外債市場が形成され、1920年代の外債発行ブームが起きた基礎的な要因である。特に、減債基金は、いったん積立がなされなければ債務不履行となる強力な法的効果が付与されていたので、債券保有者にデフォルトの可能性の高い発行者を知らせるシグナルとして機能していた。担保制度や減債基金が、1930年代にどの程度現実に機能したかについては、今後の課題といたした

い。

21. 1930年代以降のニューヨーク資本市場の国際化は、次の三点、すなわち、第一に、1930年代にニューヨーク外債市場の発行高は減少するが、ドルの国際通貨化に結びつくかたちで国際資本市場としての機能を果たしていたと考えられること、第二に、第二次大戦以降、ニューヨーク資本市場の構造と投資銀行の引受シンジケートはユーロ債市場にも引き継がれた点、第三に、1997年から1998年にかけてニューヨーク資本市場での外債発行が大幅に増加していること、を考慮して今後の課題といたしたい。

【質問】 法政大学 西村閑也 氏

19世紀末からのロンドン発行市場で用いられていたアンダーライティング・シンジケート方式は、米国では用いられないのでしょうか？用いられなかったとすれば、その理由はどういうことですか？

【回答】

19世紀末のロンドン発行市場で用いられたアンダーライティング・シンジケートの引受方式は、残額引受を基礎としたシンジケートであった。米国では19世紀後半の引受シンジケートがイギリス型のシンジケートであった。しかし、世紀転換期から1910年代にかけて米国の引受シンジケートは、一括買取方式のパートナーシップ・シンジケートに転換した。理由は、第一に、残額引受の場合、発行者が販売専門部署を持たず経験も浅く、投資銀行の残額買取を待って初めて資金調達完了するため、発行から資金調達まで時間がかかりすぎる。第二に、発行者は販売部署と販売組織を保有しないから、残額引受は証券販売に費用がかかり非経済的であったからである。つまり、イギリス型の残額引受には資金調達に要する多大な時間と高い発行コストという欠陥があったのである。

【質問】 熊本学園大学 平岡賢司 氏

2. 一括買取引受の場合に、主幹事の買取資金はどこからでているのか？
3. ドル建て外債発行市場の発展は、当該期のドルの国際通貨化の進展と密接な関連があるのではないのでしょうか？

【回答】

12. 一括買取引受の場合、パーティシペーション・シンジケートの導入以前では、投資銀行の買取原資は、投資銀行の預金であった。パーティシペーション・シンジケートの導入以後は、強力な販売力により迅速かつ確実な販売が約束されたため、一括買取契約と実際の買取資金の払出が分離し、一括買取契約締結後に引き受けた債券を販売したうえで買取資金を発行者に払い出すようになった。つまり、パーティシペーション・シンジケートの導入以後は、買取原資を必要としない投資銀行特有の一括買取引受が確立することとなる。J.P.モルガン商会は、パーティシペーション・シンジケートの創造によって買取原資を保有せずに発行者に巨額の資金を供与し、かつ、自ら利益をあえる仕組みを作り上げたのである。
13. ドル建外債発行市場の発展により、外債発行によって調達した外国政府保有のドル資金は、投資銀行の財務代理勘定に蓄積されることとなる。財務代理勘定のドル資金は、

投資銀行の外国為替勘定や商業銀行の当座勘定を通じて貿易通貨や取引通貨として用いられることなり、債券発行の面からのドルの国際通貨化に大きな役割を果たした。この意味で、投資銀行の財務代理勘定は、広義のドル・バランスということができる。

【質問】 千葉商科大学 斎藤壽彦 氏

ナショナル・シティ社やギャランティ社は、投資銀行ではなく商業銀行の証券子会社といえるのではないのでしょうか。投資銀行と商業銀行の証券子会社がニューヨーク資本市場の国際化を担っていたというべきではないのでしょうか。

【回答】

商業銀行の証券子会社も、態様を見ると債券引受を行う投資銀行である。報告の基礎としたアメリカ議会上院公聴会も、証券子会社を投資銀行としている。したがって、本報告では、商業銀行の証券子会社は投資銀行の一形態として扱っており、商業銀行の証券子会社も含む投資銀行がニューヨーク資本市場の国際化を担っていたこととなる。もとより、親会社に商業銀行を頂く証券子会社は、投資銀行といえども独自の性格と機能をもつものと考えられるが、その点については今後の課題といたしたい。

「企業金融」

(1) 中小企業金融の日米比較

日向野幹也（東京都立大学）

根本忠宣（三和総合研究所）

米国における中小企業の資金調達状況が大企業と異なるのは日本と同様であり、資産規模別に資金調達の動向をみると、70年代から80年代初頭にかけて中小企業は大企業に比較して内部資金での減価償却費（事業用経費、消耗施設、機器の更新的に留保する資金）、企業間信用（買掛金）、株主からの借入金などの比率が高くなっている点に大きな特徴がある。金融制度改革のなかで金融機関からの資金調達が容易になったこともあって80年代以降は外部借入の比率が高くなっているものの、（ベンチャーを除く）典型的な中小企業の証券市場からの調達は現状ではほとんどないといういわゆるファイナンシャルヒエラルキー問題が存在している。つまり、内部資金、間接金融依存という点で日米とも大きく異なることはなく、米国においても中小企業にとって商業銀行が最も重要な貸し手となっているのである。また、貸出形態についてもモーゲージローン、設備担保ローン、モーターローンなどの担保付き融資が一般的であり、金融制度改革のなかで中小企業の資金調達状況が大企業に接近したという事実はみられない。

米国において注目すべきなのは、金融制度改革の過程で「Disintermediation」として商業銀行の地位の低下が指摘されるなかで、規制負担のないファイナンスカンパニーを中心とするノンバンクが主要な中小企業への貸し手として台頭してきた点にある。それは、中小企業にとって資金調達のアベイラビリティ問題が証券市場ではなく、むしろノンバンクの成長に依存しているという意味においても重要である。ちなみに Carey Post and Sharpe(1996)、の民間会社のデータベースを利用した実証研究によると、商業銀行とファイナンスカンパニーには一定の棲み分けが存在しており、多くのファイナンスカンパニーは商業銀行に比較してよりリスクの高い（ハイレバレッジな）企業に対する融資に特化していることが示されているものの、Haynes（1995）の調査では、大手ファイナンスカンパニーはリスクの低い企業に対してもリース、ローンをベースに銀行よりも競争的な金利を提示して取引を展開していることが明らかにされている。また近年、ファイナンスカンパニーは政府保証の融資制度による主要な貸し手としても台頭してきており、しかもその大部分をすぐに流通市場で販売し、さらなるシェアの拡大を図っている。日本においても日栄や商工ファンドなどの中小企業専門ノンバンクの台頭が著しいが、これらが今後どのような方向で発展していくかは米国同様に中小企業金融の改善にとって重要な意味を持つことになろう。

一般的に金融ビッグバンによって証券市場の整備や新規参入が促進されることから、わが国においても中小企業の資金調達に関するアベイラビリティは高まることが期待されている。金融ビッグバンをアングロ・アメリカ型金融システムへの接近として位置づけるならば、その可能性を展望するためには米国との比較を踏まえることが必要だと思われる。

本報告では、中小企業金融の日米比較を行うことによって、その構造的な違いと背景を検討する。とりわけノンバンクの台頭に着目し、その成長要因と中小企業金融における役割を明らかにする。最終的には、米国の事例を通じてわが国の中小企業金融の行方を展望

するとともに、公的支援のあり方に対する検討課題を言及する。
(当日資料を配布する)

(2) 超低金利政策と早期是正措置

中小企業への貸し渋りは本当に早期是正措置の導入が原因なのか？

瀬下博之(専修大学)

要約

最近の日本経済において、銀行の中小企業向け貸出の低下、いわゆる貸し渋りが深刻な問題となっている。マスコミなどの報道を見る限り、その主要因として98年4月から導入される早期是正措置が例外なくあげられる。本稿では、貸し渋りの問題を銀行の資産選択の問題としてとらえ、あらためて整理・分析し直すことを目的としている。そして、それによって貸し渋りの主要因が早期是正措置にあるとは言えず、むしろ1995年以来続く超低金利政策の方にその可能性があることを主張する。

早期是正措置の影響から考えよう。早期是正措置の導入は基本的に銀行の自己資本比率に依存して実施される。銀行は自己資本比率規制のために保有できる貸出資産の総額が制限されるため、他の条件を一定として、銀行のリスク負担と期待収益を過少にする。これに対して銀行は保有する資産の組み合わせを、規制前よりリスクの高いものに変え、期待収益率を高めることで、その効用を高めようとするはずである。大企業への貸付や国債保有などに対して、中小企業向けの貸付のリスクと収益はともに相対的に高いと考えられるから、規制によって、むしろ中小企業への貸出比率を高めようとするはずである。

早期是正措置によって銀行の貸出資産全体が減少しなければならないから、全体で中小企業向け貸出が減少することは有り得る。しかしその場合であっても、銀行の大手企業向けの貸出はその貸出資産に占める比率自体も減少するために、中小企業向けの貸出よりも大きく減少する。従って貸し渋りは中小企業よりも大企業に深刻に働くはずである。

もちろん国債や個人向けの住宅ローンなどは、自己資本比率の換算において優遇されている。そのため早期是正措置の導入によって、銀行の国債や個人向けの住宅ローンが増加し、商業向けの貸出は減少する可能性もある。しかし、その場合であっても自己資本比率規制が有効(binding)で、銀行がその保有資産を減らそうとする限り、銀行のリスク負担と期待収益率は必ず過少になり、銀行行動としては中小企業向けの貸出比率を高めることが望ましくなる。したがって、自己資本比率の換算において一部の資産が優遇されていても、上の議論はそのまま成立する。そのため、最近深刻になっている中小企業向けへの貸し渋りの主要な要因を、早期是正措置の導入に求めることは、論理的には十分に支持できない。

むしろ、中小企業向けの貸し渋りの主要因として注視すべきは、長く続く超低金利政策の方であるように思われる。現在の超低金利政策は、預金金利やコールレートを大きく低下させ、銀行の資金調達のコストを大幅に低下させた。銀行としてはこのように低い調達コストの下では、無理にリスクをとって中小企業向けの貸出を増やそうとはせずに、大手企業への貸出や国債など安全な資産の保有比率を高めることが望ましくなり、この効果が銀行の貸出資産の増加をうわまわれれば中小企業への貸し渋り現象となる。

本稿では以上の議論を標準的な平均分散アプローチを使って分析する。

コメントへの回答

1. ご教授頂いた論文では、中小企業向けの貸出と自己資本比率との関係など興味深い研究がなされており、大変参考になった。今後ご指摘にしたがって修正したい。
2. 一般に早期是正措置とは、監督当局が、銀行の自己資本比率の充実度に応じて、経営改善計画の提出や業務停止命令等を行うものである。それに対して本稿で、早期是正措置と読んでいるものの本質は、ご指摘の通り、自己資本比率規制である。ご指摘にしたがって、この点は論文中で説明を加えたい。ただ後で述べるが、早期是正措置が業務停止命令を行うにせよ、その前提として自己資本比率を用いている限り、本稿の基本的な議論は何の影響も受けない。
3. 日本の金融政策の波及経路としては、通常コールレートを変化させ、それにもなると、代替的な資金調達手段である銀行預金の金利等が変化する。この資金調達費用の変化が銀行の貸出行動に影響を与え、その結果として銀行の貸出金利を変化させると考えられる。そのため、本稿のような部分均衡的な比較静学分析としては貸出金利を与件として扱うことに理論上の問題は無い。ただ実証的な問題としては、ご指摘の確認をしておく必要は大いにあると思う。
4. 本稿のモデルでは、確かに 2 次の効用関数を用いているが、絶対的危険回避度が一定の効用関数であろうと、もっと一般的な効用関数であろうと本質的には同じ結果を導くはずである。リスク回避的であることが本稿で必要なのは、(何の規制もないときに)内点として最適解が存在するためだけである。すなわち、銀行にとってリスクが費用として認識され、最適なリスク負担と収益率の関係が存在することが保証されていれば、本稿の議論は基本的な影響を受けない。

本稿の議論は、銀行が(負債を含めた)ポートフォリオを自由に設定できる状態から、一部の負債や資産に対するリスク負担(とそれ故、そこからの収益)を制限されるならば、必ず、その他の条件が一定の下では、銀行のリスク負担(と期待収益)は過少になる。その結果として、規制されていない資産や負債のリスク負担(と期待収益)を高めることが最適になる。本稿では、銀行の負債保有比率が制限しようとするならば、銀行は保有資産のリスクを高めようとするという議論を、この文脈に従って説明しているだけである。

そのため、銀行の企業行動は長期的な視座に立っていようと、早期是正措置の定義に銀行の営業停止が含まれていようと、銀行が自由にリスク負担できる状態から、規制や政策によって負債保有のリスクを制限しようとするならば、その歪みが資産保有に現れるという議論が大きく影響を受けることはあり得ない。

もちろんご指摘の通り、本稿は一つの理論的な可能性を示しているにすぎない。ただ、この分野の分析において、通説だけに振り回されることは、マクロ政策上の関係からも極めて危険であり、理論的検討がもっと真剣になさ

れる必要があるように思われる。

横山和輝氏の質問に対する回答

このモデルの中では、銀行はプライス・テイカーとして扱っている。ご指摘のように、銀行貸出が、相対(あいたい)で行われている以上、これらをモデルの中に含めることができれば、もっと現実的な議論もできるかもしれない。ただ、本稿では貸出交渉の影響を分析したいわけではなく、また、そこまで詳細に分析すると、明確な結論が出せなくなる可能性も大きいように思われる。

「アジア通貨危機」

(1) 東アジアの通貨動向とその要因

渡部良一（経済企画庁）

1. 問題意識

97年夏に始まったアセアン諸通貨の動揺は、当初、すぐに終息するとみられた。しかし、韓国・ウォン、再びインドネシア・ルピアの急落を経て、東アジアの「通貨・金融危機」へと深化した。東アジアの経済動向は、貿易・投資を通じ日本の景気動向とも密接に関わっており、これら諸国の通貨減価を巡る要因を探ることは重要である。ただし、東アジアの通貨危機とは言われるが、いわゆる「Currency Crash」に分類されるのは東アジア主要国の半数程度であり、国・地域により減価の程度に差があると考えられる。なお、本稿では、アセアン4か国、アジアNIEs、中国の9か国・地域を対象とした。これら9か国で日本を除くアジア全体の経済規模のほぼ8割を占めること、今回のIMFの支援国が全て含まれることから、アジア全体の通貨動向の要因を見る際には十分なカバレッジを持つと考えられる。

2. 要因

東アジアを主なサブ地域に分けて、通貨動向を巡る要因をみる。まず、アセアン諸通貨の下落については、(1)自国通貨の対ドルレート維持に伴う通貨の過大評価、(2)通貨の過大評価による経常収支の赤字拡大、(3)高金利と固定的な為替レートによる資本の流入、(4)流入資本が生産的でない用途に使われたことによる金融不安、などが挙げられる。同様の要因をアジアNIEsの通貨動向についても検討すると、アジアNIEsでは、(1)対外純債務の増大など構造的問題を抱える韓国、(2)他国の為替や景気に影響されている台湾、シンガポール、(3)金利上昇によって対米ドル・レートを維持した結果、実質実効レートが増値し、金利の上昇により地価・株価が下落した香港に大別できる。一方、中国では、90年代の資本流入の大半は直接投資であり、対外純債務は少ないことがわかった。

次に、各国・地域の対外純債務の状況を比較すると、アセアン諸国、韓国で高くなっている。また、流入残高のうち借入・証券投資の割合が高い国で通貨下落の程度も大きくなっている。韓国では、製造業向けの貸付割合が高く、過剰投資を行った財閥へ金融を付けていたと考えられ、モラル・ハザードが生じていた可能性がある。これを韓国と台湾の製造業の財務状況により検討する。韓国の方が台湾に比較して、資本に対する利益が薄く（ROAが低く）、利払い能力が脆弱である。

3. 推計

前項の要因に基づいて、アセアン4か国、アジアNIEs、中国の実質ドルレートの動向を、対外純債務(GDP比、米ドル建て)と実質内外金利差によって推計してみると、韓国、シンガポールの実質ドルレートは対外純債務(債権)と相関を持っている。また、インドネシアでも対外純債務が実質ドルレートの動きも説明する。この推計方法では、対外純債務の規模は直ちに実質ドルレートの減価をもたらすわけではないが、債務規模が過渡に大きくなれば実質ドルレートの水準に影響を及ぼすことが分かる。特に、アセアン諸国同様、対外純債務(直接投資を除いた概念)が多かった韓国では現実の実質ドルレートの減価は早かれ遅かれ生ずる可能性があった。

一方、インドネシアを除くアセアン3か国では、対外純債務残高と実質ドル・レートとの動きに相関がみられなかった。これは、アセアン諸国の多くで対ドルレートを維持する為替政策を長期間採ってきたことも影響していると考えられる。韓国、インドネシアでは米ドルへのペッグを放棄した97年後半以降、推計した実質ドルレートに現実の実質ドルレートが近づくように動いている。このように、対ドルレートを維持する為替政策は、対外純債務と実質ドルレートの相関を弱めたと考えられる。

もう一つの説明変数として用いた内外金利差は、台湾、香港及びシンガポールの実質ドルレートの動向と相関がみられた。香港では、米ドルに通貨を固定しており資本移動も自由であるため、実質ドルレートが内外金利差と相関を持つのは当然と考えられる。また、アセアン諸国では内外金利差が実質ドルレートの動きを説明しなかった。これは、金利の指標が資本流入を表すものとして適切でなかったためと考えられる。

4. 結語

以上を踏まえると、急激な資本流入(もしくは経常収支赤字の拡大)による対外純債務の増大が、通貨を動揺させ金融危機をもたらした要因と考えられる。ただし、アジア諸国の通貨変動が今回これほど大幅なものとなった理由として、(1)韓国の場合のように非効率な投資が高金利に引きつけられた海外からの資本流入によってファイナンスされ、金融不安が生じたこと、(2)今回大幅な通貨減価に見舞われた国では、短期的には多額の債務の返済期限が迫っていたこと、等を考慮すべきであろう。このように、対外純債務の規模だけでなく、債務の長短構成等にも注目することが、今回の東アジアの通貨動向を捉えるうえで欠かせないと考えられる。

(2) 国際的マネーフローと国際金融システムの不安定性 97年タイ通貨危機を一例に

前田 淳(北九州大学)

本報告の目的は、国際金融システムの不安定性をタイバーツ危機を一例に、国際的マネーフローの視点から把握・整理することであった。97年夏以降の東南アジア諸国通貨の不安定性は、同じ国際金融システムの不安定性と言っても、アメリカの国際収支赤字などに起因する従来のドル危機論とは、次元が異なるようにも見える。そこで、上の課題にアプローチするために、97年のタイ通貨危機を単に一国の経済政策の失敗など個別の現象としてとらえるのではなく、現代の国際金融システムの中に位置づけて考察した。

報告では、タイに流入した資金の通貨別、国別の内訳を可能な限り追求した。その結果、ドルと円を使っての資本流入が及ぼした影響の大きさを明らかにした。さらに、それは単なる貸手責任論ではなく、システム責任論の立場であることを強調した。つまり、そうした過剰な国際的な資金の運動を可能にしている国際金融システムのメカニズムに着目する視座である。貸手がリスク分析を十二分に行い、ミクロ的に健全で妥当な投資や貸付を行っても、総体としては不安定性をもたらすことがあるからである。なお、この場合のシステムとは、アジア各国の構造問題のことではなく、国際金融システムのことである。ここで国際金融システムが原因というのは、二つの意味である。第一は、90年代後半のドル高・円安、日本の低金利と不良債権問題など、日米欧の国際金融の状況がアジアへの大量の資本流入をもたらした、というものである。第二は、国際的に運動している資金が、そもそも減るところか増大の一途を辿っており、貿易やGDPなどに比べて著しく過剰化していることである。今回のバーツ危機でも、大量の外資流入が、タイ通貨当局のドル売・バーツ買操作によってバーツの創出につながり、タイでのインフレやバブルといった不安定性をもたらしていた。このように、大量で過剰な国際的運動をしている資金の源泉は、経常収支黒字による国際的資金残高、銀行の国際的融資、機関投資家の国際投資、などいくつかのレベルでの国際的資金形成である。

タイ・バーツが7月2日に切下げられ、変動相場制に移行した原因としては、BIBF(オフショア・バンキングセンター)を軸とした過度の資本流入、実質ドル・ペッグであったことによるバーツ高(とくに94年の中国人民元の切下げ)と競争力低下、それによる経常収支の赤字、などが指摘されている。いずれにしても、資本流入や経常収支というすぐれて国際的マネーフローがかかわっている問題である。すなわち、資金を必要としたタイの要因というよりも、資金の供給側の態様である。タイへの資本流入は、米ドル建ての短期の銀行融資が中心であり、とくに日本の銀行の米ドル貸付けが最大のルートであった。タイへの国際的マネーフローが米ドル建てであったのは、米ドルがアジアでは基軸通貨であり、円の利用が不便であることが最大の理由である。すなわち、タイはそのバスケット・ペッグ制において、対米貿易依存度よりはるかに高いウェイトを米ドルに置いていたのである。資金を供給する側も米ドルとの固定相場制をとっているタイ・バーツへの投資は、為替リスクのない魅力的な投資と映っていたのである。

また、タイの通貨危機が東南アジア、香港、アメリカ、日本などに国際的に波及した現

象は、一般に連鎖性あるいはコンテージョン (contagion) と呼ばれている。この連鎖性は、80年代以降進展したグローバリゼーションの結果である。グローバリゼーションとくに金融のそれは、たしかに経済の効率を増して成長を促進するが、危機が生じたときは、国際的にしかも広範囲に爪跡を残すという負の側面があることを今回思い知らされた。現在、グローバリゼーションと同時に、セキュリティゼーションと金融の短期化も進んでいる。これらも局面によっては、今後不安定性を増幅する側面を有していることを最後に指摘した。

[討論者のコメント] 大阪市立大学 片岡尹氏

報告は、メキシコ通貨危機、東南アジアの通貨危機は、過剰ドルという基礎の上で生じた国際的金融システムの不安定性の現われ、と主張している。その現われかたをタイパーツを取りあげて、具体的に分析しようとしている。両者はむろん直結されているのではなく、中間に通貨制度論、グローバリゼーション、セキュリティゼーションが置かれ、それらをステップに、タイパーツ危機にたどり着くようになっている。報告の結論は、タイパーツ危機は貸手の責任でも借手の責任でもなく、「システムの責任」すなわち現在の通貨制度の特性がもたらした、というものであるが、同感である。東南アジアといっても国ごとに事情が異なるので、具体的にタイを取りあげて分析したほうがよいという判断に基づき、タイパーツ危機の分析をとうして、過剰ドルが悪さをする様子を透かし見ようという意図には賛意を送りたい。

しかしその一方で「システムの責任」を論証するためにはタイを取りあげることが適切であったかどうか疑問が残る。タイパーツの危機は、B I B Fを通して膨大な資金流入が生じたことが原因であった。B I B Fはタイに特有であり、そこに制度的もしくは政策的な失敗はなかったのであろうか。もしあったとすると、「システムの責任」は論じられないのではないか。

グローバルなドル過剰という基礎的条件とタイパーツ危機との間にはB I B Fのみならず、タイの銀行制度と資金流入との関係を考察しなければならないのではないか。国ごとに異なる銀行制度の違いが危機の発現に大きく影響していると思われる。

タイパーツのみならず、通貨危機が生じた国は急速な金融自由化、規制緩和を実行した。それは過剰ドルとどのように関係するのであろうか。また90年代には国際金融における機関投資家現象と呼ぶべきものが生じ、期待の同調化が生じたといわれるが、どのようにお考えか。

[回答]

タイを取りあげることが適切であったかどうかについては、次のように考えている。97年の東南アジアの金融・通貨危機は、7月2日のタイパーツの切下・変動相場移行を契機としている。きっかけとなったタイを題材にすることは、その意味で妥当性を持っている。しかし、ご指摘のように、B I B Fを通じての資本流入というタイの特殊性も見逃せない。東南アジア各国の金融制度の違いなどによって、危機の発現の仕方が異なり、今後詳細な検討が必要と痛感している。ただ、B I B Fがたとえなくても、多かれ少なかれ、パーツ危機は発生していただろうと考えている。また、政策の失敗という点も

重要な論点である。たしかに、外資に依存しすぎた経済発展や、ドルに依存しすぎたペッグ政策、金融市場の未発達など、政策の失敗、経済構造の未成熟といった原因も否定しない。報告者はシステム責任論を強調したが、これは決して借手責任論や貸手責任論を否定するものではない。通貨危機が生じた国で金融自由化・規制緩和が進んだ理由には、資金の運動領域の拡張を求める先進国からの外圧の側面と、国内の金融市場の未発達ゆえに外資に依存せざるをえない途上国・新興工業国の国内事情の側面、の両方がある。さらに、73年、ドルのフロート制移行後のドル相場・ドル金利の変動が、各国の金融市場にどのような変容をもたらしたのかも、この点に関連している。とりわけ、金利・為替・流動性リスクのヘッジングに焦点を当てるべきと考えている。これらを解明することが、過剰ドルと金融自由化・規制緩和のかかわりを明らかにすることにつながるであろう。機関投資家現象と期待の同調化は、グローバルイゼーション、セキュライゼーション、金融の短期化と並んで、国際金融システムの不安定性を増幅するものだと思う。貴重なコメントに感謝し、今後の研究に活かしていきたい。

「金融マクロの実証」

(1) 中国の地域経済発展と設備投資

* (金融学会会報/1998年度金融学会春季大会/研究報告概要より抜粋)

于 毅 波 (一橋大学)

1978年以來、中国経済が目覚ましい成長を遂げている。このような経済パフォーマンスは、東南アジアの新興工業国家と同じように大規模な投入の増大のみによって達成されていたのであろうか。また、それは中央政府の主導によって実現されていたのか、あるいは地方の情報・地方市場メカニズムによる効率性及び地方間競争というインセンティブに支えられていたものであろうか。本稿の目的は、パネルデータにより各地域の生産効率を推計して中国経済発展の要因を分析することにある。こうした作業から、今後中国の全国的な市場メカニズムの効率性を利用した成長パターンへ移行するための、政策的指針の手掛かりを得られることが期待される。

従来の地域分析では、地域区分は主に地理的位置に基づいて行われており、30の省・直轄市・自治区を沿岸部・中部・西部の三大地帯に分けている。確かに中国の経済発展は地理的位置とは高い相関関係を持っているが、地理的位置のみで各地域の特徴を十分に捉えているとは言い難い。このため、本稿では、まず各地域の経済特徴を多変量分析で総合的に評価して地域区分をクラスリングする。次に、各地域の特徴を明確に考慮して、クラスター区分結果に基づきその生産関数を推計して生産要素投入増大と生産効率性改善の効果を評価する。

改革・開放以降でも、投資主導型の経済成長が各地域で追求されてきた。また、地域の均衡発展を達成するため、中央政府は財政手段によって経済発達地域から未発達地域へ所得再配分を行っている。しかし、地域によってその経済パフォーマンスは相当なバラツキがみられる。資金移動も、中央政府主導による所得再配分と正反対方向に流れている。併せて、設備投資の資金調達ルートとその資金運用効率性は各地域の経済発展に大きな影響を及ぼしていると思われるので、最後に各地域の生産効率改善への設備投資の効果を理論的に分析する。

(2) 勤労者家計の通貨需要関数の実証分析： マイクロデ - タによる分析

竹澤 康子 (神戸大学経済学部)

松浦 克己 (横浜市立大学商学部)

1 目的

1) 通貨需要については、その関数の安定性(いわゆるmissing moneyの問題)と所得(消費)弾性値の大きさを中心に精力的な研究が行われてきた。その多くは集計された時系列デ - タに基づく分析である。個票に基づく分析は少ない。集計された時系列デ - タやクロスセクションデ - タに基づく所得(消費)弾性値は1を超えることとされる。しかし個票デ - タで富効果を明示的に考慮した所得(消費)弾性値は1を下回るとされる。モデルの定式化やデ - タにより通貨需要の弾性値はかなり異なったものとなっている。

2) 従来の研究では通貨需要関数は家計間(経済主体)で同一という仮定が置かれている。しかし一部の家計は流動性制約や資産選択における取引コストやサ - チコストの問題に直面している可能性もある。このような事情が該当するならば、家計間で通貨需要関数は異なっているであろう。そのために金融政策の影響は家計間で共通ではないことになる。

そこで本報告ではより豊富な情報を含む個票デ - タ(93,94年の貯蓄動向調査と家計調査)を用い、持ち家の有無や純資産の多寡を基準としてサンプルを分割し、通貨需要関数はグル - プ間で共通なのか異なるのか、異なるとすればどのような要因が影響しているのか、その弾性値はどの程度か、ということを検証する。

2 分析方法について

1) 個票に基づく分析では合理的な選択として銀行預金を保有しない家計が存在する。このtruncateされたデ - タの問題に考慮を払い次の計量分析を行う。

$$\text{LOG(M/P)}_i = X_i + \varepsilon_i$$

ここで X_i は説明変数ベクトルとその係数ベクトル。 ε_i は誤差項

保有サンプルのみを取り上げるので

$$X_i + \varepsilon_i > 0,$$

$$\varepsilon_i > -X_i$$

の制約条件。この場合は次の尤度関数を最大化する。

$$F(\text{LOG(M/P)}_i - X_i \mid \varepsilon_i > -X_i) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left[\frac{\text{LOG(M/P)}_i - X_i}{\sigma} \right] \quad (1)$$

$$\left(\frac{\text{LOG(M/P)}_i - X_i}{\sigma} \right)$$

—標準正規密度関数 —標準正規分布関数

$$\text{LogL} = \left\{ \text{Log} \left[\frac{\text{LOG(M/P)}_i - X_i}{\sigma} \right] - \text{Log} \sigma - \text{Log} \left[\left(\frac{\text{LOG(M/P)}_i - X_i}{\sigma} \right)^2 \right] \right\} \quad (2)$$

2) 富効果を考慮するために資産関連の変数をコントロール要因として加え、また資産価格の変動の影響も考慮した定式化を行う。

$$\text{LOG(M/P)}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LOG(Y/P)}_{it} + \beta_2 R_{it} + \beta_3 \text{LOG(M/P)}_{it-1} + \beta_4 \text{Income}_{it} + \beta_5 \text{Wealth}_{it} + \beta_6 \text{House}_{it} + \beta_7 \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Income—所得に関する指標 Wealth—資産に関する指標 House—家計の属性等

通貨の範囲は先行研究との比較の上で、銀行預金残高(通貨性預金+定期性預金)とした。またスケール変数としては所得と消費の双方を用いた。金利変数としては老人マル優考慮後の金利差(銀行預金 - 郵貯等代替金融資産の加重金利)を用いた。

3 結果の概要

勤労者家計の通貨需要関数は、純資産の上位下位あるいは持ち家の有無により異なる。所得（消費）弾性値はより豊かな層で約0.7、貧しい層で約1.0である。これはより貧しい層が流動性制約や、取引コスト・サ・チコスト等の問題に直面していることを示唆している。金利変数に関してはより豊かな層は統計的に有意な反応はしていないが、より貧しい層は税引後金利差に有意に反応している。金融政策に家計間で反応が異なることが明らかになった。

コメント 三井清（明治学院大学）

貨幣需要関数の安定性の有無を検証するために、時系列データを用いて多くの実証分析が蓄積されてきた。また近年クロスセクションデータを用いた貨幣需要関数の所得（消費）弾力性を検証しようとする実証分析が行われるようになった。本稿はクロスセクションデータを用いる勤労者家計の個票データを用いることで新たな視点を提供している。

以下の3点をコメントしたい。第1は、本研究は既存の研究結果との比較可能性を重視して、貨幣量を銀行預金残高としている。しかしながら、郵貯など他の金融機関の通貨性あるいは定期性預金と銀行預金との代替性はかなり大きいと考えられる。したがって銀行預金残高だけでなく貨幣量のなかに郵貯残高などを加えた分析も行う価値があるのではないかと。

第2に、貨幣残高に関するゼロ・サンプル問題に対応するために、truncated regressionモデルを用いているが、その処理方法に関してもう少し詳しい説明が必要ではないだろうか。たとえば実質貨幣供給量が1のところをtruncateしているようであるが、その背後にある考え方を説明する方がよいだろう。

第3に、このようなクロスセクションデータを用いた実証分析の基本的な目的は、貨幣需要の理論が説明しなければならない基本的な現象を明らかにすることであろう。しかしながら、このような研究の結果が、金融政策や財政政策を立案する上でどのような示唆を与えてくれるのかという点に関し説明があると、その価値がより大きくなるのではないかと。

クロスセクション・データが持っている大きな情報量を生かした貨幣需要関数に関する実証分析の意義は大きい。今後のさらなる研究の積み重ねが期待される。

回答

1 家計のグループ間で異なるのかどうか、その弾性値が1を超えるのかどうか先行研究と比較するために定義をそろえた。確かに広義の通貨の貨幣需要を推計し、それが銀行預金の需要関数とどう違うかを比較するのは有益であるので、今後試みたい。ただその場合クロスセクションデータなので、機会費用をどのように扱うのかという問題があるのではないかと考えている。

2 貨幣（預金）残高が1万円というのも、いささか例外的な家計であること、また全て実質化してあるので1万円は計量的に複雑な問題を生じることから、除いた。

3 通貨需要関数が家計間で異なるというのは、金利政策あるいはマネーサプライの供給という金融政策や増減税などの財政政策のインパクトが家計により異なるということである。言い換えればアグリゲートされた家計を考えるだけでは政策の効果を見誤ることになる。この点の問題を今後強調したい。

質問 原田泰（経済企画庁）

マイクロデータを用いた貴重な論文と思います。質問として

Q1 異なる家計が存在して、そのパラメータが異なることが、通貨需要関数の時系列的な安定性、または不安定性にどう関わるのか、ご意見を伺いたい。

Q2 大部分の勤労家計にとって、銀行預金と郵貯、MMFとの区別はない。銀行預金だけを家計の金融資産とすると所得のパラメータがゆがむことはないか。

回答

- 1 異なる選好を持つ家計が増えるというのは、データの分散が大きくなると解釈することができる。社会に乖離が広がることは時系列的にみて貨幣需要関数の不安定化につながるのではないかと予想している。
- 2 三井氏の問い II に対する回答の他、資産をコントロールしているのでパラメータの歪みは余り無いではと考えている。

質問 宮尾龍蔵（神戸大学）

回帰式の誤差項である各家計の貨幣需要ショックと説明変数の所得・消費との間にマイナスの相関関係があるのではないか？例えばある家計の将来所得の流列にマイナスのショックが生じた場合、預金保有が増え、同時に所得・消費が減少することが考えられる。この時、所得弾力性の推定値には下方バイアスが生じる。対策としてはschooling等の操作変数を使って推定されればよいのではないか。

所得の弾力値が有意に1と離れているかテストすればどうなるか、教えていただきたい。

回答

- 1 家計が将来を十分に予想して消費が恒常所得をより良く代理していれば、この問題はないと考える。ただし所得は1時点の所得を用いているので、何らかのバイアスが生じている可能性はある。truncateされたモデルで操作変数法を利用することは計量的には困難であるので、所得の安定性をコントロールすることを今後考えたい。
- 2 純資産上位 -0.29(-1.56), 純資産下位 0.01(0.08), 全体 -0.10(-0.89) カッコ内は値である。純資産上位グループは10%水準で有意に1から乖離している。純資産下位グループと全体は有意に1から乖離していない。

「ファイナンスとマネジメント」

(1)テクニカル・アナラシスと国際資産評価モデル アジア・北米の株式市場に関する実証研究

* (金融学会会報/1998年度金融学会春季大会/研究報告概要より抜粋)

伊藤彰敏 (東京経済大学)

研究の目的: この研究の目的は、資産評価モデルを用いてテクニカル・トレーディング・ルール (以下、テクニカル・ルールと略す) の収益性を評価することにある。この研究のもう一つの目的は、テクニカル・ルールの収益性を手がかりとして、国際資本市場における統合と分断 (integration and segmentation) の問題を分析することにある。

テクニカル・アナラシス: テクニカル・アナラシスとは過去の証券価格データから「隠された」パターンを見出して予測に役立てようとする試みであり、実務家の間で広く用いられてきた手法である。アカデミッシュンの間では、市場のウィーク・フォーム効率性と相反することから、テクニカル・アナラシスの有効性は大いに疑問視されてきた。しかし、非常に単純なテクニカル・ルールが大きな収益を上げるという、Brock Lakonishok and LeBaron (1992) の報告以来、アカデミッシュンの中で再びテクニカル・アナラシスが注目を集めている。

データとメソドロジー: この研究では、データストリーム社から入手した日本、米国、カナダ、インドネシア、メキシコ、台湾の日別の株式市場指数データを用いる。また、Brock et al . (1992) が分析したルールと同じテクニカル・ルールを使用する。テクニカル・ルールの収益性は、二つの異なるアプローチによって評価される。第一のアプローチでは、市場収益率が iid に従うと仮定し、通常の t 統計値を用いてテクニカル・ルールの予測力をテストする。第二のアプローチでは、国際資本市場が完全に統合されている場合、完全に分断されている場合、その中間の場合 (mild Segmentation (Errunza and Losq (1985)) のそれぞれに対応する資産評価モデルを推定し、ブートストラップ・メソドロジーを駆使することによってテクニカル・ルールによる収益の分布をシミュレートする。資産評価モデルの推定にあたっては、GARCH (generalized autoregressive conditional heteroscedasticity) モデルを用いる。

実証結果: 通常の t 検定では、米国を除くすべての国でテクニカル・ルールの予測力が統計的に有意となる結果を得た。しかしブートストラップ・シミュレーションによれば、日本、カナダ (サンプルの後半)、台湾におけるテクニカル・ルールの予測力は、資産評価モデル (主に mild segmentation に対応した資産評価モデル) と一貫しているという結果になった。

(2) 生命保険会社の経営と経営危機対応制度

小藤康夫（専修大学）

1 日産生命の破綻処理

1997年4月25日、大蔵省は中堅生保会社の日産生命に対して戦後初の業務停止命令を出した。それに伴い、生命保険協会を保険管理人に任命し、保険業法に基づく処理策を打ち出した。保険業法に基づく基本的処理策は契約者保護基金の活用にある。そのためには最初に救済保険会社を見つけ出すことが大前提であった。

旧保険業法のもとでも保険契約の包括移転があったが、それは強制的規定が設けられていた。現保険業法ではそのような強制的規定を廃止し、任意の手続きに委ねている。そのため、保険契約の移転を円滑に運ぶためには救済保険会社の出現が必要であった。

だが、戦後初の破綻処理策は当初考えられた構想と違った形で展開していった。なぜなら、日産生命倒産に際して救済生保会社が出現しなかったからである。その結果、保険業法に基づく処理策と違った形で契約者保護基金が使われることになった。つまり、性格が全く異なる維持管理会社に2000億円を支払うことになったのである。しかも、その金額は日産生命の債務超過額3000億円を下回る金額であり、また、予定利率を引き下げる措置も取られたため、保険契約者に負担を強いる結果となった。

このような日産生命倒産に対する処理策をみると、保険業法で定められた経営危機対応制度は十分な機能を発揮したとは言い難い。むしろ、保険契約者を十分な形で保護することができず、不満足な結果をもたらしたと思われる。本報告の目的は、なぜそのような不満足な結果になったのかを理論的に整理し分析することにある。

2 モラルハザードと危険負担

そのためには、まず、生保会社には安全な生保会社と危険な生保会社が存在することを知る必要がある。それは危険に対する選好が異なるからである。安全な生保会社は危険を好まないのに対して、危険な生保会社は安全な生保会社ほど危険を回避しようとはしない。それゆえ、同じ運用状況から出発しても危険に対する選好が異なることから、安全な生保会社と危険な生保会社に分かれていくことになる。

安全な生保会社はハイリスク・ハイリターンな運用をしないが、危険な生保会社はより高い効用水準を求めてそのような運用を進めていく。しかし、ハイリスク・ハイリターンな運用を進めていけば、いずれ予定利率を達成できなくなる可能性が急激に高まり、歯止めが働くと考えられるかもしれない。

しかしながら、契約者保護基金といった経営危機対応制度があるために、ある程度までハイリスク・ハイリターンな運用を進めていくことになる。ここにおいてモラルハザードの問題が発生することになる。この場合、安全な生保会社は契約者保護基金があるために危険負担が強いられることになる。もし、契約者保護基金のような経営危機対応制度が存在しなければ、モラルハザードの問題は発生せず、安全な生保会社に危険負担を強いられることもなかったことになる。

日産生命の破綻処理において2000億円の資金援助にもかかわらず救済保険会社が出現しなかったことは、結局、この分析にしたがえば2000億円以上の危険負担を救済保険会社に強いるためと解釈できよう。

3 支払保証制度の将来

日産生命の破綻処理を見る限りでは、契約者保護基金制度は当初想定したような機能を果たさなかった。その原因を突き詰めていくと、危険回避の度合いが生保会社によって異なっていることが指摘できるが、そのほかに破綻生保会社の規模も影響していると考えられる。

倒産生保会社の規模が小さければ救済生保会社の負担も小さくなり、契約者保護基金制度もうまく機能したと思われる。だが、日産生命のようにバブル期に急激に資産規模を膨らませた中堅生保会社となると負担も大きくなり、救済するには上限の2000億円では満たされなかった。

それゆえ、契約者保護基金がうまく機能するには破綻生保会社が小規模であることが前提となろう。アメリカのように1500社以上で、ほとんどの生保会社が小さければこのような制度は有効に機能するが、わが国のように規模の大きな生保会社が多くを占めている場合にはうまく作用しないと考えられる。今後、契約者保護基金に代わる新しい支払保証制度が作りだされていくが、このことに留意しなければ有効な安全ネットとはならないであろう。

討論者 名古屋大学経済学部 家森信善氏の質問
質問

1) そもそも保険契約者(の公的)保護は必要か。あるいは、保険契約者保護機構の目的は何であるべきか。

預金保険制度の最大の目的はシステミック・リスクの軽減である。保険契約者保護にはそのような側面は小さい。他方、保険契約の方が、預金契約よりも、途中解約の困難や契約の長期性のために、契約者の負担が大きい。もし、公的関与を正当化するとすれば、預金者保護とは別の論理構成が必要であると思われる。

(回答)

預金と違い公共財の側面は薄いうえ、簡易保険という国有の生命保険があるのでその方面の需要は満たしている。それゆえ、民間生保会社の公的保護は必要がないように思える。

生保会社の支払保証制度は、パニックを静めるといった心理的な効果を期待してつくられている。しかし、解約の動きの激しい生保会社は経営内容の悪化した会社が多い。決して根拠のないパニック的な動きをしているのではない。「途中解約の困難や契約の長期性のために、契約者の負担が大きい」ことがあげられているが、解約控除の問題は別の問題として切り離すべきだと思う。これはプット・オプションのプレミアムで十分説明できる。

2) 日産生命の行動はどうして生じたのか。

評者(家森)には、日産生命がリスクを過小評価していたのではないかと感じられる。報告者(小藤先生)の立場では、提示されている経済モデルでの合理的な主体のように、ハイリスクを承知の上で、日産生命はハイリターンを狙いにいったと理解しておられるようである。(理論分析での「安全な生保」と「危険な生保」の存在の仮定とも関連するが)もしそうだとすると、他社に比べて、日産生命がリスク愛好的である理由はどこ

にあるのであろうか。とくに、多数の保険契約者（契約者社員＝持ち主）が集まっている相互保険会社の場合、リスク特性が各社ごとに違うことをどのように説明できるであろうか。

（回答）

日産生命は危険回避の度合いが低いためにハイリスク・ハイリターンの運用を実行し破綻したという主張が私の骨子である。なぜ他の生保と比較して危険回避度が低かったのか、それは経営者の方針によって経営が決定されるからである。生保会社は相互会社組織であるため、批判されるメカニズムがない。それゆえ、経営者、しかもトップの人間によってどのような方向にも動かされてしまう性格を有している。日産生命の場合は積極果敢な経営を好む経営者の出現によって経営の方向性が決定づけられ、高い利回りの一時払い養老保険や年金を好む契約者が集まったために崩壊に向かっていった。

3) 日産生命はなぜ保険契約を集められたのか。すでに、1987年、1988年の段階で、保険契約者側にモラルハザードが発生していたと判断して良いであろうか。

（回答）

金融機関との業務提携が大きく影響している。一時払い保険料をローンで支払うシステムを開発し、個人年金保険ローン契約をめざましい勢いで伸ばしていったためである。87年、88年頃、大手生保はこのような一時払い保険は将来に問題を残すことを懸念し、押さえていた。しかし、中堅生保は積極的に営業を展開していた。この対称的な動きから

モラルハザードは当時からあったと思われる。また、経営不安がささやかにはじめたときには営業職員によるセールストークとして契約者保護基金の制度が使われたと言われている。このことはモラルハザードそのものである。

4) 現行制度は問題が多いとして、それではどのような制度が望ましいと考えるか。

（回答）

経営内容がすぐにわかり、経営者のチェックが可能で、しかも資金調達が可能で経営システムが好ましい。つまり、相互会社から株式会社への組織変更、しかも株式の公開が必要である。戦前の生保会社は株式会社がほとんどであった。また、相互会社の模範としたアメリカの生保会社も、現在、株式会社化に進もうとしている。

フロアーからの質問

九州大学 城石和秀氏

（質問）

1) 日産生命の経営破綻については、負債面にも原因を求め得るのではないか。（高負担からハイリスク・ハイリターンに走らざるを得なかったのではないか。）

（回答）

確かにご指摘のことは言えるかもしれないが、高い予定利率を達成できると信じるほどの積極的経営がその背後にあったと解釈している。

2) ここの報告の論旨からすると預金保険もモラルハザードを生むことになるが、預金保険の存在意義とのバランスをどう考えるか。

(回答)

銀行を対象とする預金保険と、保険会社を対象とする経営危機対応制度は違うと考えている。銀行は決済機能に見られるように公共財的性格を有しているので預金保険が必要だが、保険会社の場合はそのような機能がない。それゆえ、同じ扱いはしにくいと思う。

3) 日産生命の契約者は保護すべきではなかったと言って良いのか。

(回答)

経営危機対応制度はモラルハザードを引き起こす可能性が高いことを報告したが、そこから日産生命の契約者を保護すべきでないという指摘にはつながらない。その前に生保会社による情報公開の問題がある。この問題を飛ばして先に進むことはできない。

4) 全体として解約が増えたということをもって、一種のパニックが起きたという言い方もできるのではないか。

(回答)

解約増大の全社的現象は2つの種類に分けられる。ひとつは根拠の無い解約を示す「純粹パニック効果」で、もうひとつが経営内容に応じて解約の動きが決定づけられる「情報効果」である。本報告では解約増大の全社的現象が情報効果に基づいていることを指摘した。しばしば用いられる「パニック」と言う表現は純粹パニック効果を意味していると解釈すれば、否定したことになる。

フロアーからの質問

慶応義塾大学 馬淵紀壽氏

1) 配布資料の図表13において、明治生命が97年9月末の伸び率が純減となっているが、同社の「純含み率」は業界第2位の優等生である。にもかかわらず、解約が多く純減となったのは、日産生命破綻の余波でバブル期の変額養老保険契約者が浮足し立ったのではないか。もしそうだとすると、契約者は通常考えられているよりはクレバーで、無差別的な連鎖反応は起こさないと言う報告者の論点のひとつが裏付けられるように思う。

(回答)

ここでは97年9月末の伸び率の値よりもイベントスタディーの応用分析として、97年9月末の対前年比と97年3月末の対前年比の差に注目している。このほうが契約者の合理的動きが読み取れると考えている。

2) 1980年代のアメリカで保険会社の経営破綻がいくつか発生したが、州政府あるいは連邦政府の対応はどのようなものであったか、ご教示乞う。

(回答)

アメリカの破綻処理についての研究は今後の課題とさせていただきます。申し訳ございません。

第2日

自由論題

「中央銀行の独立性と信用秩序維持」

中央銀行の独立性と信用秩序維持 最後の貸手機能をめぐって

その1 アメリカ

* (金融学会会報/1998年度金融学会春季大会/研究報告概要より抜粋)

数阪孝志 (大阪市立大学)

金融システムの安定性を維持するための仕組み - セーフティ・ネット - の具体的なあり方、各構成要件のウェイトづけは各国によって異なっている。

アメリカの場合、金融機関に対する規制・監督体制は、分散的・重層的な特徴を持っている。分散的というのは、預金取扱金融機関の種別 (商業銀行・銀行持株会社・貯蓄金融機関・信用組合、あるいは連邦法・州法のいずれを根拠法とするか) に応じて、いわば縦割りに対応する規制・監督機関が定められている点を指す。重層的というのは、例えば同時に複数の機関が重層的に一つの商業銀行に対して対応する場合があります、その中で第一義的監督権限を有する機関が決められているという状況を指す。

これは、預金取扱金融機関の組織形態と根拠法の多様性に基づくものであるが、重要な要件として中央銀行システムのあり方にも関連している。1980年預金金融機関規制緩和・通貨管理法により、全預金取扱金融機関に支払準備率規制が適用されていることから、中央銀行たるFRBの金融政策運営カバー領域は広いというものの、連邦準備制度へ加盟している商業銀行の行数では、わずか39.1%に過ぎない。ただし、預金・貸付額で見れば各々73.3%、75.4%と、全商業銀行取扱額の4分の3を占めている (96年6月末) し、銀行持株会社レベルで見れば預金の93% (94年) に当たるが、商業銀行と最も直接の加盟・加入関係をもっているのは、連邦預金保険公社 (FDIC) である。そのため、FRBは、通貨監督官庁 (OCC)、FDICとの密接な共同関係のもと、規制・監督にあたっている。FRB、OCC、FDICの共同作業の中で、特徴的なものは銀行格付である。97年1月以降、評価基準に市場性リスクへの感応度 (sensitivity to market risk) が加わり、現在CAMELSと呼ばれている銀行格付は、3機関が共同で行っており、銀行の経営状態をモニタリングする重要なポイントとなっている。

また、前記のことから、アメリカでは、公的セーフティ・ネットのうち、預金保険制度のウェイトが極めて高いことが特徴となっている。さらに、S & L破綻に対してRTCという特別の処理機関を設けたこと、91年連邦預金保険公社改革法によって導入された早期是正措置など、事前・事後の破綻対応策が積み重ねられている。

このような推移の中で、アメリカでは、FRBの「最後の貸し手」機能としての緊急融資は、コンチネンタル・イリノイのケース以来、“too-big-to-fail”問題として議論されてきた。このため、一般に中央銀行の「最後の貸し手」機能の発揮は、純然たるシステ

ム・ダウンに対処する場合と、金融機関の経営破綻の連鎖・波及に対処する場合の2通りあるといえるが、アメリカでは前者に絞り、後者の場合には預金保険を中心とした対処をするシステムが出来ている。

その2 ドイツ

*(金融学会会報/1998年度金融学会春季大会/研究報告概要より抜粋)

相沢幸悦(長崎大学)

「ドイツ連邦銀行法」第3条によれば、その使命は、「本法によって付与された通貨政策上の権限を用いて、通貨を安定させる目的で通貨流通および経済への信用供給を規制し、かつ銀行で受け付ける国内と国外の支払い決済取引を監視する」ことにある。ドイツ連邦銀行は、通貨価値の安定のために活動することを法律で規定されているのである。

そのため、「ドイツ連邦銀行法」第29条第1項で「中央銀行理事会および役員会は、連邦の最高官庁たる地位にある。州中央銀行および支店は、連邦の官庁たる地位にある」と規定され、連邦政府と同等の高い独立性を付与されている。

しかし、EU通貨統合に際して設立されることになっている欧州中央銀行の目的規定と独立性は、徹底したものである。雛形になったはずのドイツ連邦銀行ですらも独立性という点で十分ではない。したがって、1996年11月に欧州通貨機構(EMI)は、各国中央銀行の独立性の強化を求めた。ドイツについては、政府による中央銀行理事会の議決を2週間延期させる権限である議決延期権の排除、物価と通貨価値安定を重視しているが、現行の規定では、物価安定を明確に第一の目的であるとする点で不十分であり、物価安定の維持を第一義的な目的として明記しなければならない、意思決定機関のメンバーの任期を最低5年間にするということの明記、意思決定機関のメンバーの解任規定を、重大な違法行為によって有罪とされた時などというように限定、などが求められた。

そこで、ドイツ政府は、ドイツ連邦銀行の独立性をさらに高めるため、連邦政府がドイツ連邦銀行理事会の決定を延期させることができるいわゆる議決延期権の廃止、理事の任期を最低5年とする、物価の安定を第一義的なものとして明記するという法改正を行なった。

さらに、ドイツ連邦銀行は、通貨価値安定のための金融政策の遂行に全力を投入するとともに、監督責任を問われて安易な銀行救済を行なわないように、直接的な銀行監督を行わず、監督当局である連邦銀行監督庁に協力している。破綻銀行を救済するために融資を行うということもない。その典型的事例がヘルシュタット銀行事件であった。

1974年6月のヘルシュタット銀行の倒産に際して、ドイツの中央銀行であるドイツ連邦銀行は、倒産の原因は、為替投機の失敗にあるので、救済措置をまったくとらなかった。同行の倒産に際してとった措置は、この倒産がドイツの金融界に波及することを回避するために、市中銀行再割引枠の拡大などによって、国内の流動性を高めることだけであった。すなわち、本来の中央銀行の「最後の貸手機能」を果たしたのである。

その3 イギリス

* (金融学会会報/1998年度金融学会春季大会/研究報告概要より抜粋)

植田宏文 (同志社大学)

1997年5月に発足したブレア政権は、就任後まもなく相次いで金融政策運営制度の改革を打ち出すとともにイングランド法改正に着手した (1998年上半期に国会で可決される見込みである)。同法案の顕著な特色は、(1)金利決定権限を従来の大蔵大臣からイングランド銀行に与えること、(2)銀行監督権限をイングランド銀行から第三者機関であるFSA (金融サービス機構, Financial Service Authority) に移行させること、である。金利決定と銀行監督の両面における改革は、1986年の証券業の「ビッグバン」に対して「第2のビッグバン」とも称されている。

本報告の目的は、イングランド銀行法改正内容について旧法と比較検討しながら以下の点を明らかにしていくことである。(A)金利方法については、すでに1997年6月より新法に基づいた決定方法が採用されている。従って、この時期を境に金利決定権限が大蔵大臣からイングランド銀行に移ったことで金利の決定に大きな変化がみられるか否かを検証する。(B)従来、証券・投資業を監督していたSIB (証券投資委員会, Securities and Investment Board) に銀行監督権を加えさせ改組拡充した新SIBすなわちFSAが金融業務全般の監督を行うようになる。銀行監督権限が中央銀行から第三者機関に移行される背景にはどのような要因が存在したのか、幾つかの公聴会の答申等の経緯と絡み合わせながら考察し評価する。

イングランド銀行は、300年余の歴史を有し「中央銀行の模範」として高い名声を得ているながら、法的側面における政府からの独立性に関しては先進国の中でも著しく低い位置にある (Alesina and Summers (1993) 等)。そこで、1990年代を中心に金利決定方法を法的側面のみならず実際の金利決定プロセスを吟味することによって、イングランド銀行の政府からの独立性を政策決定の際の運営面から検証する。イングランド銀行総裁が政策助言をし、大蔵大臣が金利の最終決定を下す月例金融会議の議事録要旨が1994年1月より公表されている。この議事録要旨においてイングランド銀行が金利決定時に、かなりの影響力を有していると同時に政策決定プロセスが明確化されしている (Accountability) ことから、法的独立性では実際よりも過小評価されている傾向があることを論じていく。さらに1997年6月以降、金利決定権がイングランド銀行内の金融政策委員会に移されてからは、以前に増して反インフレーション政策を目指していることを確認し、制度改革が金利決定判断に与えている影響を議論する。また政策ターゲットとしてインフレーションを採用していることの功罪を考察したい。

銀行監督権移行の背景については、過去のイギリスの銀行監督体制及び信用秩序維持政策の事例を検証する必要がある。公認会計士と協力した銀行審査方法を具体的に考察した後、FSAへの移行の理由として、(A)銀行監督と最後の貸し手としての機能を同一機関が有していることから生じるモラル・ハザードの影響度が強いこと、(B)英国における各金融機関の多業務化が急進展していることから、監督行政の効率性を図るために銀行・

証券・保険・投資業の監督一元化が必要となった、ことを議論する。

「銀行規制」

(1) 貸出債権流動化と銀行監督

高橋 正彦 (日本資産流動化研究所)

近年、各国の銀行による貸出債権の流動化・証券化への取組みが活発化してきている。

こうした動きの背景として、我が国においては、主として、都市銀行・長期信用銀行を中心に、国際決済銀行(BIS)の自己資本比率規制上のいわゆる分母対策として、資産圧縮の要請が高まったという事情が挙げられる。1998年4月からの早期是正措置導入もあって、特に1997年度末にかけて、銀行の貸出債権を原債権とする資産担保型証券(asset-backed securities = ABS)の発行などの流動化が集中的に行われた。

一方、欧米の銀行による貸出債権の流動化・証券化の背景には、BIS自己資本比率規制対策という側面のほかに、「商業銀行の投資銀行化」ともいべき経営戦略転換の流れがある。

さらに、将来的には、銀行の貸出債権証券化は、信用リスク管理高度化の要請のなかで、能動的なローン・ポートフォリオ管理のための手法として用いられるようになることも想定される。

このような貸出債権の流動化・証券化の活発化は、ABS等の流動化・証券化商品市場の発展という観点からは、基本的に望ましい動きと評価できよう。

他方で、銀行の貸出債権の証券化を含むセキュライゼーションの進展は、金融システムの見地からみると、伝統的な金融仲介機能の分解ないしアンバンドリング(unbundling)の進行と対応しており、今後の金融業の方向性にも大きな影響を与える契機となり得るものである。

金融規制・監督機関にとっても、こうした金融業の変容に対する確に対応していくことが、中長期的には重要な政策課題となつてこよう。ただ、当面は、自己資本比率規制を中心とする銀行の健全経営規制の観点から、貸出債権の流動化・証券化に伴い、信用リスクの移転が適切に行われているかどうか、という点などに関する判断基準が重要になる。

例えば、最近、オリジネーター(原債権者)としての銀行による劣後部分(原債権のキャッシュフローからの弁済順位が劣後する部分)の自己保有についてのBIS規制上の取扱いが問題となった。このほかにも、原債権の譲渡が「真正売買」(true sale)なのか、資金調達目的の譲渡担保なのか、銀行は貸出債権の譲渡の事実を債務者に知られることを避けるため、対抗要件の具備を留保することが一般的であるが、その場合、銀行自体の信用リスクをどの程度配慮すべきか、といった問題がある。

また、これらに関連して、貸出債権の譲渡・証券化によるオフバランスが認められれば、銀行の表面上の自己資本比率は上昇する反面で、優良債権のオフバランス化により、相対的に優良でない貸出債権だけが残る結果、銀行のバランスシート上の資産内容が劣化するという懸念もある。

このような問題意識から主要国の規制・監督の実情をみると、ひとつの顕著な事例として、銀行の貸出債権流動化・証券化に対し、独自の自己資本比率基準を通じて踏み込んだ個別指導を行ってきた、英国の中央銀行であるイングランド銀行（Bank of England = B O E）の監督手法が注目される。

なお、英国では、現在、多数の機関に分散していた金融規制・監督の機能を、単一の新機関である「金融サービス機構」（Financial Services Authority = F S A）に統合するという機構改革が進行している。これにより、上記のようなB O Eの個別銀行監督権限はF S Aに移管される。

英国とは歴史的・制度的背景が異なる我が国にとって、B O E型の監督手法をそのまま導入することは困難であろう。ただ、こうした手法は、市場の信任を得た公益性の高い中立的機関がルールを開示したうえ公正な立場で審査・指導を行うことの重要性という点で、示唆に富むものと考えられる。

<参考文献>

本報告のより詳細な内容に関しては、以下の拙稿を参照されたい。

「貸出債権証券化とイングランド銀行」、日本資産流動化研究所『資産流動化研究』Vol . (1998年3月)

「英国における証券化と規制・監督 金融サービス法とイングランド銀行」、日本証券経済研究所『証券経済研究』第13号(1998年5月)

「証券化は『魔法の杖』ではない」、東洋経済新報社『論争 東洋経済』1998年7月号

<質疑応答>

(1) 共同通信社・伊藤隆康氏

<質問>

特定債権法（特定債権等に係る事業の規制に関する法律）が対象としているリース・クレジット債権以外の資産の流動化・証券化に関する統計整備の現状と将来の展望について、伺いたい。

<回答>

我が国では、各種の資産流動化・証券化に関する公式統計が十分整備されていない。現状では、実績が定期的（四半期ごと）に公表されているのは、特定債権法に基づくものだけであり、それ以外の流動化・証券化については、各機関等により、随時、断片的な推計が行われているにすぎない。

ただ、日本銀行では、資金循環勘定（マネーフロー）統計の見直しの一環として、流動化・証券化に関する項目を新たに追加する方向で準備中と聞いている。

(2) 長銀総合研究所・藤原英郎氏

<質問>

貸出債権証券化についても、他のA B Sと同様、市場性商品であり、格付機関の審査機

能（ストラクチャリングも審査の対象）を活用すればよい。別途、中立機関の審査を必要とするのは、二重規制となり、流動化・証券化をかえって阻害することにならないか。

<回答>

貸出債権証券化に対するBOEの監督手法の有効性については、同行自身が高く自己評価しているだけでなく、監督される金融機関等の間でも、“London Rules”として十分定着しており、格付機関との二重規制といった批判的な意見はあまり聞かれない。

その背景としては、次のような点を指摘することができる。

BOEが個別行の資産内容等を常時把握し、公正な立場で証券化に伴う諸リスクを的確に判断することができるという点について、市場参加者の広範な信任を得ていること。

貸出債権証券化に際してのオフバランス処理に関する具体的基準を通達のかたちで明確に開示することにより、監督の透明性を維持していること。

通達に示されるルールについて、銀行等の関係者との広範な議論や、証券化実務の発展を踏まえて、随時見直しを行っていること。+

(2) 銀行の自己資本規制の歴史的意義

小島 仁(北星学園大学)

イギリス金融史を例として、厳密に歴史的な順番どおりとはゆかないが、金融史上問題となった順に、銀行自己資本金が銀行経営に果たした意義・役割を本報告で整理し、今日銀行自己資本規制を問題にするに際して教訓になりうるような問題点を探りたい。なおここで銀行自己資本金という言い方をするのは、他方に他人資本(借入金のこと)という概念があるのでそれと区別しておきたいからである。また資本金というとき、積立金ないしは準備金(英文でいうとレザーブ・ファンド)を含めて考える。金融史においても大概同様のことをしている。またここで「銀行」というのはイギリス金融史上「預金銀行」、「商業銀行」、そして多くの場合「株式銀行」であり、「ロンドンに本拠がある支店銀行業」がその主流であった銀行を扱う。

(1) 銀行の貸付資金の主要な源泉・ときには貸付資金そのもの・としての役割。銀行はこの場合貸し金業者に過ぎない。信用創造能力はなく、冒頭に言った意味での銀行ではない。しかし、初期の銀行はこのような要素を多分に持っていた。だから初期の銀行の資本金は割合に大きい。

(2) 発券銀行の発券準備金をカバーするものとしての資本金。金融史上ではスコットランドの銀行が長らく発券特権を維持しているので、スコットランドの銀行とイングランドの銀行の利害対立としてこの話題が登場する。すなわち発券を行っていないイングランドの銀行に言わせると、スコットランドの銀行は発券歩留まりがある分だけイングランドの銀行よりも不当に有利だということになる。第一次大戦後にはスコットランドの銀行は発券準備金をカバーする資本金をもつようになる。

(3) 預金の支払準備金をカバーする自己資本金。預金の支払準備として銀行は流動性を保有し、同時にその流動性の支払能力をもつ。ここでいうカバーは「支払能力」にかかわる。負債を上回る資産の部分が資本金でなければならないことは、古今同様であろう。流動性の第一線準備が、「現金およびイングランド銀行預け金」、この部分には利子は全く期待できない。第二線準備がコール資金、商業手形割引、短期の大蔵省証券保有などで、流動性は高いが利子は低い。このような支払準備をカバーするのは、資本金と預金の歩留まり分ということになるだろう。第一線準備をカバーするのが資本金というほど厳密な関係は成立していないが、だから無関係ということにはなるまい。

(4) 銀行の店舗資産、銀行が保有するコンソル債など、銀行保有資産の減価引き当てのための資本金。

(5) 19世紀末から20世紀初頭に起こった銀行合同運動では、合同に際して新株のプレミアム付き募集を行なって、合併の費用を賄った上に、都度相当の金額の準備金を積み立てていた。

(6) 銀行が海外銀行振り出しの手形引受をロンドンで行なう際に、資本金の額を手形引受残高をカバーするものとしてみなしていた。

(7) 外貨建て資産の損失準備金としての資本金。たとえば中国で営業する香港上海銀行はポンド建て資産と銀建て資産に資産を二分し、それぞれに引当金を建てているが、この銀行の資本は特に銀建て資産に生じうる損失のカバーも顧慮している。(日本の戦前の横浜正

金銀行にみられる在外支店為替基金の存在は、香港上海銀行の場合の銀資準備金に相当するものであると考える。)

以上は全て基本的に第一次大戦以前のイギリス金融史に見られた銀行資本金の存在理由であるが、銀行資本金のこのような存在理由は歴史的事情の変化を顧慮して考えると今日も基本的には存続しているものと思われる。もとよりこのような「一般化」に際しては、歴史的縦軸が横倒しになって異なった銀行種類に分かれて現れるとか、その間に生じた本位制の変質、国際取引の盛衰、統制経済の栄枯に応じて、ある要素は弱まり別の要素が強まるという「読み替え」が必要となろう。なにしろ金貨兌換の金貨本位制から、金為替本位制、変動相場制へという変化は、無視できるものではないからである。

以上の歴史的類型の中で今日の変動相場制の下でもっとも注目されるのは、銀行の国際取引の発展に応じて現れる資本金機能の類型である(7)の外貨資産損失準備金であろう。(6)の手形引受カバーは第一次大戦前という歴史的条件下での海外取引に伴う危険準備として、むしろ(7)の外貨資産損失準備の類型に、一般には合併してよいと思う。

質問への回答

小島 仁

吉田真広先生は、1. 中心国銀行の場合には、安定的な外国からの預金残高は信用の基礎になるのではないかと、2. 銀行預金量を規定するのは、その銀行自身の資本金ではなく、中央銀行のベース・マネーではないかと、3. 周辺国銀行が為替リスクを一手に背負うのが不公平なのはそのとおりだが、しかし国際営業には為替リスク以外にも大変なリスクがあるから、それ相当の資本金を備える必要があるのではないかと、という3点を質問しておられる。

第1点については、「それはそのとおりだが、そのことで資本金の必要がまるでないかのように言うことはできないだろう」、とお答えしたい。預金には銀行から引き出されることのないいわば歩留まり部分がありうることは、昔から知られている。しかしそのような歩留まり部分というのは、数量化することが極めて困難である。金融史の話題は多くの場合数量化して語られており、たとえ経験的にそのような部分が存在するのが明らかであっても、その他の数字は全て確定値なのであるから、確定値と組み合わせて語るのは非常に難しい。たとえば第一線準備が預金の8パーセントであるとしておきながら、他方で資本金が資産の5パーセントであるといつて、両者の食い違いを意に介しない理由はどこにあるか。預金の歩留まり部分を想定しているからではあるまいか。もっともある水準の歩留まり部分が確定的に発生しうる事情があるのなら、話は別であろう。私自身もある論文の中で、為替銀行の為替基金をカバーしうる要素の中に、「銀行が現地において預かる安定的預金残高の存在」を数え、横浜正金銀行の中国での営業に際して、日本の對中国借款に関わる中国の官省からの預金が安定的残高になった、という例を指摘している。

第2点は、今日大層悩ましい論点である。現在BIS資本金規制が厳しく働いているので、資本金調達に難しければ、銀行は現に資産・負債構造の全体を資本金に合わせて縮小する傾向にあるのではないかと。国際環境の変動の影響も著しい。先日のタイム誌ではリチャード・クー氏が、「1円の円安になると日本の都市銀行の全体で実に1兆円の資産圧縮が起こる」、

と言っていた。資本金が円建てなので外貨資産に対して都銀の資本金が目減りするのだ。しかし1930年代 - 50年代の英国のように政策的に強く規制されている銀行制度の場合であれば、単純にベースマネーが支配するかもしれない。ノーマン・マクレー「ロンドン金融市場」には、少なくともイングランド銀行が当時そのような操作を意図していたことが描かれている。要するに私の申し上げたいことは、問題は歴史的与件の如何に関わるということである。

第3点は、仰せの通りである。

松本久雄先生の「銀行資本金が、現金+イングランド銀行預け金をカバーする、とはどういうことか」というご質問に関しては、もし当日の私の報告で「資本金」が「現金+イングランド銀行預け金」と常に同額かあるいはそれより大きい、と言っているように聞こえたとすれば、そのようなことは到底実証できそうもないので、「そんな厳密な関係は成り立っていない」、とお答えするしかない。私の別の論点で、「資本金(実は資本金+準備金)が手形引受の期末残高と同額」としていたのは、実際に当時の銀行の公表バランス・シートでそうなっているのである。「カバー」というときは、支払準備が流動性を備えなければならないということの他に、支払準備が銀行にとって支払可能なものでなければならないことを指摘するのである。資本金という自己資金であれば、支払可能性について全く問題ない。さきに吉田先生は、資本金以外でも預金の歩留まり部分はそのような要因に含めていいのではないか、という質問をされたのだった。

今回の報告に際しては、私が第一次大戦以前のイギリス金融史における銀行資本金の機能を現代にまで一般化する方向で議論したので、一般化のありようや、それ以降の時代との比較やが質疑・討論に参加された先生方の興味を中心となった。そのため単に金融史の一時期に限定して研究していた時とは違う、広がりのある議論になった。松本先生、吉田先生への以上の答弁は、十分に私の意を尽くしたものではない。この件を主題にして「銀行資本金機能の歴史的類型」という論文を目下書いているので、出来上がったらお二人にお送りして再度ご意向を伺うことにしたい。

「決済制度」

(1) 銀行取り付けについて

宮本 守 (関東学院大学経済学部)

バブル崩壊後、金融機関の破たんはいくつか見られたが、その際小さな取り付け騒ぎは報告されているものの金融システムを揺るがすような取り付け騒ぎは発生していない。しかし、ビッグバン後の新たな金融システムのもとで大規模な取り付けが生じない保証はない。とりわけ憂慮すべきは、経営上まったく問題のない健全銀行に取り付け騒ぎが発生し、それによってその銀行が事実上経営破たんに追い込まれるという事態である。はたして健全銀行に取り付け騒ぎは生じるのかどうか、もし生じるとするとどういった要因によるのか。ここでは、きわめて簡単なモデルを提示し、こういった課題に答えていきたい。

われわれのモデルでは、銀行の将来の元金の支払いは不確実であるとする。確かに、バブル崩壊以降、銀行の支払い不能の可能性を前提することは残念ながら不自然ではなくなった。さらに、グローバルな競争にさらされるであろうビッグバン以後の銀行経営にとってその不確実性は一層増すであろう。ここでは、とくに銀行の将来の支払い率 (= 返済能力) にこだわってみたい。預金者が預金をする場合、あるいは現在の預金契約を更新するかどうかの意思決定に際し、銀行の返済能力は1つの重要な判断基準である。預金者側は、銀行の公表する支払い率 (公表するかどうか不明だが、公表するとしてもそれはつねに1である) を信用することも、それに頼ることもできない。預金者がそれを推測する以外にない。

基本的に2期間モデルを想定する。預金者は1期末に預金取引を継続するかどうかの意思決定をしなければならない。その際預金者は次のような2つのシグナルのうちどちらかを受け取るものとする。「銀行は将来 (= 2期末) に支払いに応じるであろう」と「将来支払いに応じないであろう」。前者のシグナルを $S=1$ 、後者のそれを $S=0$ と表現する。そこで、預金者が推測しようとする銀行の将来支払い率 (r) を、 $r = (S=1 \text{ のシグナルを得た預金者数} / \text{預金者総数})$ と定義しよう。ただし、この r はあくまで母集団におけるもので、個々の預金者にとっては未知である。なぜなら、何万という預金者のすべてにわたってその受け取るシグナルを正確に知ることは、いずれにとっても不可能だからである。なお、ここでいう母集団とは、当該銀行と預金契約を結んだ預金者の全体を指す。

たとえば、ランダムに選ばれた5人の預金者のうち、4人が $S=1$ のシグナルを受け取っていて、しかもそのことをそれら預金者が知っているとしよう。このとき、銀行の将来支払い率 (= 未知母数) に関してなんら先験的知識をもっていない預金者は、その銀行の将来支払い率の推定値を $4/5 = 0.8$ ととらえるにちがいない。これも1つの推定方法ではあるが、われわれのモデルでは、すべての預金者は事前分布という形で未知母数に関し先験的情報をもっているため、それを推定に際し積極的に利用しようとする。つまり、銀行の将来支払い率 r を確率変数とみなし、その事前分布としてここではベータ分布を前提する。これが、未知母数 r の推測方法の1つとしての「ベイズ推定法」の基本的考

え方である。そうすると、 の推定値は事後分布の期待値、すなわち のベイズ推定値によって表される。

預金者が抱いている当該銀行の健全性に関するイメージは、具体的には将来支払い率の事前分布の形状で表現される。健全銀行と非健全銀行との区別の基準として、事前分布であるベータ分布の期待値に着目する。この事前分布の期待値がたとえば95%以上のときに健全銀行、それ未満を非健全銀行として区別する。さらに、預金者のもつ情報量の違いに応じた区別を設け、それぞれについて検討する。結論のみを言えば、通常の状態のもとで健全銀行には取り付け騒ぎは発生しない。一方、非健全銀行にはその場合でも取り付けの危険性が存在する。また、健全銀行にも悪いうわさ(=風説の流布)が発生するとき、取り付けの危険性がある。

(2) 「米国の決済制度について」

島田顕生(九州経済調査協会)

1. はじめに

米国決済制度の最大の特徴として、中央銀行である連邦準備銀行（以下、連銀と略す）が民間金融機関に広範囲の決済サービスを提供している点があげられる。本報告では、連銀がなぜこうしたサービスを提供しているのか、連銀による介入は米国決済制度の発展にどのような影響を与えたのかについて、分析することにした。

3. 19世紀末の小切手決済

米国では、1870年代の中頃から、隔地間取引においてもパーソナル・チェックが利用されるようになった。ユニット・バンク制度では、小切手の取立およびそれに付随した資金決済はコルレス・ネットワークを通じて分散的に行わざるを得ず、決済に要するコストは非常に高かった。その結果、名宛銀行や取立銀行による為替（送金）手数料や取立手数料の徴収、手数料を避けるための取立の迂回化といった預金者にとって有害な諸慣行が生じ、経済活動を行う上で大きな障害となっていた。

以上の問題に対応すべく、隔地間決済制度を改革する試みが各地で行われたが、銀行数が多く銀行間の利害関係が複雑な米国では、業界が一致してこの問題を解決することはできなかった。こうした隔地間決済における「市場の失敗」の存在が、連銀による小切手決済への介入を正当化したのである。

5. 設立期の連銀による小切手決済サービス

とはいえ、小切手決済制度の改革は連邦準備制度設立の主たる目的ではなかった。むしろ、分散的な支払準備金の保有構造を改変するための実務上の必要からと、任意加盟であった連邦準備制度への加盟を促進するといった政策的な配慮から、連銀は小切手決済サービスの提供に乗り出したのである。

連銀の小切手決済サービスは、資金化に必要な時間が以前より短縮され、かつ標準化されたので、国民経済的に見て望ましいばかりか、民間銀行にとっても魅力的なものであった。連銀がこうしたサービスを提供した理由には、連邦準備制度の法的な枠組みが密接に関係していた。すなわち、連銀は任意加盟であるために民間銀行に対して有利なコルレス・サービスを提供する必要があったが、根拠法により提供できるサービスは厳しく制限されており、提供可能なサービスについては、利用者にも有利なものにならざるを得なかったからである。

皮肉にも、連銀のサービスを最も利用したのは、競争相手とされた金融中心地の大銀行であった。大銀行は地方の銀行から委託された小切手の取立を連銀に再委託することで、小切手決済に要するコストを削減しようとしたのである。これにより、隔地間決済は連銀に間接的ながらも集中していくことになり、それにより決済制度全体の効率も上昇することになった。

4．1970年代

連銀への小切手決済への集中が最も進んだのは、RCPC(Regional Check Processing Center)の整備が進んだ1970年代であった。RCPCの設置により、小切手の資金化に要する時間は更に短縮され、当時、フロートを大幅に削減するなどの効果を上げることができた。しかし、RCPCは機能面で手形交換所協会と競合しており、RCPCの成功は、本来ならば民間銀行が担うべき同地内決済についても、連銀に集中させることになったのである。

5．おわりに

立法者の意図はどうか、連銀による小切手決済介入の根拠は小切手決済の効率化という公共的なものであった。とりわけ、連銀の小切手決済サービスが銀行間で支配的な地位を確立した第二次世界大戦後はそうであった。しかし、1980年金融制度改革法により、連銀の決済サービスが有料化されると、民間銀行による連銀サービスの利用は大幅に減少し、最大のサービス供給者として小切手決済制度の効率性に影響を与えることはできなくなっている。

しかし、銀行倒産が多発した1980年代後半には、取立を行うコルレス銀行の破綻を回避し、民間銀行による連銀サービスの利用が一時的に増加する事態も生じている。また、近年、民間銀行によるコルレス決済サービスが廃止された決済の空白地域も実際に生じており、こうした地域に基礎的な決済サービスを提供するためにも、連銀は小切手決済を行っているのである。連銀による小切手決済サービスの存立理由は、効率性から全国に普く決済サービスを提供することにシフトしてきたのである。

(質問用紙) 質問者：福岡大学 川合研 氏

連銀による小切手取立制度創設の理由として、地方銀行による為替手数料の徴収があったと思う。この手数料が地方銀行の収益源として重要であったこと、また地方銀行は集めた預金をニューヨークなどの銀行に再預金していたことを考えると、為替手数料はユニット・バンキング・システムにおける一種の支店維持コストと考えることができ、合理的根拠を持っていたのではないかと思うが、この点をどう考えられるか。

(回答)

為替手数料にそうした側面があったことはもちろんだと思います。しかし、為替手数料を負担したのがニューヨークなどの大銀行にととまらず、地方の銀行(の預金者)でもあったことを考えると、手数料だけを支店維持コストとは言い切れないのではないのでしょうか。地方のユニット・バンクの存立を許す仕組みがあったのは事実ですが、その仕組みは決済関連の手数料だけに求められるべきではなく、他の収益機会の提供にも求められるべきだと思います。

「英米の金融」

(1) 1920年代のノーマン総裁とケインズ

小峯 敦 (新潟産業大学)

問題の所在

本発表はケインズを媒介にして、ノーマン・イングランド銀行総裁(1920-1944)の評価を再考する。言わば、経済学史と金融史の接点を探ろうとする試みである。

ノーマンの2つの評価

ノーマンの政策体系(その意図と結果)については、2つの見解が鋭く対立している。第1の立場は、その性格を「意図的デフレ政策」と規定する伝統的な見解である。Pollard [1992]など、ケインズ主義に好意的な論者がその代表である。第2の立場は、ノーマンの政策を非常に革新的なものと讃え、従来の見解に大幅な修正を迫る見解である。Clay [1957]やSayers [1976]が代表的であり、特にイングランド銀行の「産業合理化」の側面に光を当てた。特に第2の陣営の中で、田中[1976]はノーマンの政策を、「デイス・デフレーション政策」(高金利の悪影響を認めつつ、その更なる悪影響を回避しようとする政策)を目指したものと規定した。また、吉澤[1986]はこの対立する見解を整理しつつ、ノーマンの産業介入の性格を国際主義の延長線上に把握した。本発表は特にケインズとの関係を熟慮し、ノーマンの実像を再確認する。

要約的結論

1920年代の金融政策・産業政策をケインズとの比較で顧みる時、ノーマンの革新性は限定的に考えるべき、と本発表は結論する。主な主張は次である。

- ・「ノーマン=意図的デフレ政策」について

この評価は適切でない。ケインズとの対立軸が<国際主義vs国内主義>のみに還元・縮小されてしまうからである。

- ・「ノーマン=デイス・デフレ政策」について

この評価は無理がある。この解釈の弱点は、ノーマンがデフレに対抗的な経済政策を打ち出していない所にある。その点、ケインズはデフレに対抗する種々のアイデア(利率の長短分離政策・信用の量的緩和など)を提唱していた。また、為替安定のための様々な装置(金為替本位制度・為替平衡勘定など)も提案し、そのいくつかは実際に作動した。

新しい解釈

「ノーマン=不況~金融政策の無関係説」という解釈を与える。ノーマンは国際均衡優先主義(<シティの利益=イギリスの国益>とみなし、究極的には国内産業より国際金融筋を優先する考え)に立脚しつつ、経済の自動調整機能(イギリス金融正統説)を信頼する思考を持っている。そのため不況(失業)の原因や救済を自らの責務と切り離し、経済

の自動機構を乱すような裁量的政策を忌避した。このように解釈してこそ、ノーマンの政策体系の意図と帰結を適切に評価できる。

- Clay, H. Lord Norman, London: Macmillan 195
- Pollard, S. The Development of the British Economy, Fourth Edition 1914-1990 Victoria, Australia: Edward Arnold, 1992
- Sayers, R. S. The Bank of England 1892-1944, 2vols. and Appendixes, Cambridge: Cambridge University Press, 1976 西川元彦監訳 『イングランド銀行～1891-1944年～』東洋経済新報社 1979
- 田中生夫「公定歩合政策に関するノーマン総裁の証言ーイギリス再建金本位の金融政策研究序章ー」『金融経済』（金融経済研究所）No.158 pp.1-27 1976.6
- 平木良子「大戦間期におけるイギリスの産業合理化と公定歩合政策ーマクミラン委員会におけるノーマン総裁とケインズの証言をめぐってー」 mimeo pp.1-17 1997.8
- 吉澤法生『イギリス再建金本位制の研究』新評論 1986

（コメントへの回答）

ノーマンが高金利の悪影響を熟知していることは、十分に承知している。しかし、ケインズの提唱した様々な裁量的金融政策ー極めて具体的であり、そのいくつかは実際に実現するーと比較した場合、金融当局の最高責任者として「デフレに対抗的な政策を施した」とは評価できない。「デフレ放置」とはこのような意味を含めているが、用語として誤解を招く恐れがあり、改訂版では表現を改めることを考えている。

・セイヤーズの認識は非常にバランスがとれていると、発表者も同感する。ただし、摩擦的や自発的ではない失業の部分（つまり有効需要の不足によって生じる失業の部分）に対しては、特に直接的な「大がかりな措置」が必須であったーそし経済の管理化は、1941年予算や1944年雇用白書などで実現していくー、というケインズの認識と対照する必要はあるのではないか。

（謝辞）

ーノ瀬篤先生（岡山大学）からは元原稿のミスのご指摘を含め、大変に有益なコメントを頂いた。また、司会の高山洋一先生（大東文化大学）や平木良子氏（早稲田大学大学院）は、当日の発表の手助けをして頂いた。ここに記して感謝したい。

(2) 米国における銀行経営戦略論とその実践 米国銀行協会ストーニア高等銀行研修所の課程にみる

由里宗之(中京大学)

「日本版金融ビッグバン」の成否を左右する大きな要素として、金融機関の経営が監督官庁主導の「護送船団方式」から脱皮し「市場の規律」をガイドラインとした自律的なものに転換できるか否か、という点があげられる。この「自律的経営」は、経営環境の変化や市場からの評価に金融機関の経営がタイムリーに反応し、経営戦略の策定、実施、見直しがなされる、という組織的機制(institutional mechanism) - 戦略決定・実施・モニタリング過程の組織内での定着とそれを支える組織成員の戦略的思考・行動様式 - が備わってはじめて実現するであろう。

日本の金融機関にこの組織的機制が定着するための実践的な知識のインフラストラクチャーの一つが、金融機関の経営戦略論であると考えられる。この分野に関する研究・検討が、学会・金融界においてもっと活発になされるべきではないだろうか。発表者はこの問題意識にもとづき、日本の金融機関、とりわけ地域的な預金金融機関が採り入れうる経営戦略論の方向を探るため、米国における伝統(1935年設立)と定評のある銀行経営幹部養成機関である、米国銀行協会(ABA)のストーニア高等銀行研修所[以下「ストーニア」]の研修課程(3年間)に、昨年から一般研修生として参加している。

1. ストーニアにおける研修課程

ストーニアの課程は、経営戦略論(経営環境分析・リーダーシップ論を含む)を核に、経営管理機能別または事業分野別の経営管理論(マーケティング・顧客管理、ALM・投資ポートフォリオ、融資営業・与信リスク管理、証券・信託業務、ファイナンス・M&A、広報政策など)を必修または選択科目として組み合わせる、という構成になっている。

この経営戦略論の理論的ベースとなっているのは M.E.ポーターおよびその系譜上の競争戦略論、とりわけ「持続可能な競争優位の構築」という概念である。その概念と実践的適用方法が、ビジネススクールでPh.Dを取得した銀行コンサルタントなどによって講義される。年一度、一週間のスクーリングの後、各研修生は事後課

題として、自分の属する銀行にこの概念・方法を適用する機会を得る。具体的には、自行の上級管理者の協力およびストーニアの契約コンサルタントの通信指導のもと、経営(事業)戦略の企画書(1年目)および経営(事業)戦略の立案・実施企画書(2年目;"Stonier Thesis"と称される)を作成する、という課題である。

2. 経営戦略論の実践の機会と中小銀行経営への寄与

これらの授業・課題を通じ、ストーニア研修生は、所属する銀行の経営環境、自行および競争相手の強み・弱みを客観的に分析し、持続可能な競争優位の構築が(潜在的に)可能な事業セグメントを探り、その実現のための具体的な戦略実施企画を練りあげる、という経営戦略策定に必要な知識とその実践の経験を得る。

ストーニア研修生のほとんどは中小銀行の中間管理職の立場にあるが、合併による再編が続く米国の銀行界にあって、彼らの危機意識はもちろん大きい。しかし同時に、発表者が出会った中小銀行の役職員たちには、「中小行であるからこそ経営環境の変化に応じた独自の戦略展開が可能」との意気込みや、「中小行であるからこそ銀行と地域の発展が自分への報賞に一層ダイレクトに結びつく」との期待感など、銀行界をとりまく環境の激しい変化を前向きに捉える態度が多く見られた。

そのような意欲、および極めて具体的な経営課題への取組姿勢は、前述した"Stonier Thesis"のうち優秀作品とされた企画書の、たとえば以下のような表題からも伺われる。

"Alternative Delivery Systems and Franklin Bank's Strategic Pursuit of Small Business Marketshare"

"A Quality Service Program -- a Method of Survival for the Community Bank"

"Supermarket Banking: a New Distribution System for the Future"

"Cash Dividends and the Medium-Sized Bank: Are They Financial Magic, Marketing

Tools, or Costly Frills?"

(これらの作品はデラウェア大学及びハーバード・ビジネス・スクールの図書館に保存され、また、著者の了解を得たものはABAを通じてコピーが外部にも頒布される。)

所属する中小銀行から将来を嘱望されたストーニアの研修生たちが、上記のような意欲と期待を、授業、ワークショップ、企画書作成のための協力、課外交流行事、

先輩講話などを通じ、涵養しあう場となっていることも、ストーニアの存在意義の一つといえよう。

彼らの企画書のうち優秀なものは所属する銀行に実際に採用されることも多く、また彼らが将来銀行の経営戦略を担う立場になった際、このような研修機会はプラスになると考えられる(それゆえ長年にわたり全米各地の銀行が自行の経費で研修生を送っているのであろう)。日本でも、とりわけ中小の預金金融機関の経営能力を高めるため、このストーニアのような経営戦略論に重点を置いた共同利用研修機関の必要性が高まっているのではないかと考える。

米国における銀行経営論の動向－由利宗之先生報告コメント

武蔵大学経済学部教授 岡 正生

アメリカ銀行協会ストーニア高等銀行研修所の研修経験を基に、銀行の経営環境の変化と銀行経営について、戦略的経営を行うための人材養成がどのようになされており、それが、アメリカの銀行の経営にどのような関わりをもつかを明らかにされた報告は、これからの日本の銀行の経営行動を考えるうえで重要な点が指摘されている。株価や格付け、顧客の信頼などで表される市場の評価に反応するような経営や実行組織、経営者や従業員の意識の重要性の指摘については、同意見である。

以下、報告についての疑問点、報告では触れられなかったいくつかの点について、コメントしたい。

第1は、ストーニア高等銀行研修所のケーススタディからみて、戦略的思考の養成について、研修所の歴史のなかでその内容がどのように変わってきたかということである。第2は、研修所の参加者は、主として、規模の小さい銀行の中間管理者であるようだが、規模の小さい銀行では、経営戦略の決定は、オーナー経営者によって左右されることが多いと思われる。中間管理者がどこまで、経営戦略に関わりをもてるのか、どのレベルの戦略的経営に参加できるのか、中間管理者の役割はなにか、研修による戦略的思考の養成が、実際にどのように経営に反映されるのかということである。

第3は、銀行規制と経営戦略の関係についてどのような研修カリキュラムがあり、経営戦略に銀行規制の要素がどのように位置づけられるかということである。州際業務規制の緩和・撤廃のなかで、銀行の大型合併が進んでいる。とくに、スーパーリージョナル銀行が、中堅銀行を合併しているが、小規模銀行やコミュニティバンクにとっては、どのようなプラス(独占禁止法による合併銀行の店舗売却はプラス)、マイナスがあるのか、コミュニティ銀行のなかにも、スーパーコミュニティ銀行と呼ばれるような合併戦略をとるところがでてきているが、州際業務規制の緩和・撤廃に対する戦略についてお聞きしたい。第4は、アメリカの銀行の環境の変化と経営対応についてである。アメリカの個人の金融資産のなかで、預金の割合が低下し、年金・保険、有価証券の保有比率が上昇、アメリカの規模の小さい銀行では、預金の伸びが、貸出の伸びを下回り預貸率が高まってきている。このようななかで、小規模銀行の戦略的経営の幅が狭まってきているのではないかと考える。

模銀行の戦略的経営の限界についてお聞きしたい。また、情報化、コンピュータバンキングの進展に対して、規模の利益を得られない小規模銀行は、アウトソーシングによってカバーできるのか。テクノロジーの利用、商品開発力についてはどうか。

第5に、アメリカのコミュニティ銀行の存立基盤として、アメリカ国民の建国以来のコミュニティについての価値観が根強く存在していること、コミュニティ銀行業界の政治的影響力があることについて、コミュニティ銀行の戦略的経営とどのような関わりをもつのか。また、金融制度改革、銀行再編成、ノンバンクの銀行業務参入によって、その存立基盤が揺らぐようになるのか、政治力をコミュニティ銀行の営業基盤への参入阻止に活用できるか。地方銀行連盟のような団体が、大銀行の合併シェアに対して政治的な運動をすることが、小規模銀行やコミュニティ銀行の存立基盤になっているのではないかと。また、大銀行の合併による地方の支店閉鎖に対する住民の反発がコミュニティ銀行の存立のバックにあることについて、どのように考えればよいのか。

地方小規模銀行と地域の活性化について、大銀行とは違った地方小規模銀行の地域活性化に果たす役割はどのようなものがあるか。ストーニア高等銀行研修所では、地域活性化に対する地方小規模銀行の戦略をどのようにとらえているか。

コミュニティ銀行は、80年代後半から、90年代始めにかけ、規模の大きい銀行が、不良債権を発生させ、収益力が低下したなかでも、全体として安定した経営を行ってきた。ROA、自己資本比率も高水準を維持している。しかし、これから、経営の安定性が維持できるのかどうか。80年代、90年代に経営破綻が増大した貯蓄貸付組合との違いはどこにあったか。貯蓄貸付組合の地方銀行化にどのように対応するのか、将来、アメリカの銀行は、中規模銀行が、大銀行によって吸収され、大規模銀行とコミュニティ銀行の二極分化が生じると考えられるのか。

最後に、小規模銀行は、大銀行のように、株価や格付け会社の評価のような市場からのシグナルを得ることが難しい銀行が多いと思われるが、どのようなシグナルを基に、自律的経営のガイドラインとしてゆけばよいのか、監督当局の規制との関係について、お聞きしたい。

(回答)[武蔵大学 岡正生教授のコメントに対し]

[1]

資料をすべてあたってはいないが、1960年代半ばの資料では、ストーニアの課程は「商業銀行」、「投資」、「預金業務」、「信託業務」の4つの専攻科に分かれている。現在のように「銀行経営論」課程に1本化されたのは、おそらく、経営学の領域で経営戦略論が台頭する1970年代以降であろうと推察される。

[2]

ストーニアの研修生の所属銀行に関する限り、中間管理職の執行役員への昇進機会は開かれているようである。創業者の株が数度の相続を経て一族に分散し、その個々

人の影響力は小さくなっている場合も多い。オーナー(一族)にとっても優秀な執行役員の活躍で株価(非公開の場合売却時の査定価格)や配当が上がることは望ましく、銀行再編が進む中、執行役員・中間管理職・銀行コンサルタントなどによる(合併も含む)経営戦略の立案が重要であるとの認識は高まっているのではないか。

[3]

合併や証券等の兼營業務などに関する規制に関しては、ストーニアの当該選択科目のなかで教えられている。しかし銀行規制全般に関する A B A レベルでの教育は、主に A B A "National Compliance School" によって担われている。州際業務規制の撤廃の影響は、具体的に合併や店舗買収のオファーの増加となって小銀行(ここでは概ね総資産500億ドル未満を想定)にも及んでいるが、現在のところ小銀行の経営も総じて順調なため、余程の高値がつかない限りオファーに応じない、というのが一般的なスタンスと思われる。そのなかで増加しつつある合併パターンは、むしろ小銀行同士の、「コミュニティ銀行」としての性格を保持するための合併であろう。

[4]

長期の好況持続や株価上昇に支えられた国内金融資産総額の堅調な伸びにより、90年代半ば以降、銀行預金も絶対額としては増加している。小銀行も集計量でみる限り、有価証券等の流動性準備資産の多さ、自己資本比率の高さなど、財務的柔軟性は悪化していない。しかしながら、規模の絶対的な小ささが戦略の選択余地を狭めている側面は、貸出案件のロットの小ささ、ミューチュアル・ファンド等投資商品取扱のための人的資源の不足、情報化対応の遅れなど、多く見受けられる。だが一方、全米で数千もの独立系小銀行が抱えるこれらの悩みは、貸出資産証券化のプローカー、ミューチュアル・ファンド会社、コンピューター会社、各種コンサルタントなどにとり大きな商機でもあり、また、A B A や I B A A (米国独立銀行家協会)などの業界団体による共同の取組みもあるため、解決が困難とも言い切れない。ストーニアで聞いた限りでは、資産規模が百億ドル以上の小銀行には上記の諸サービスを複数利用している場合が多く、その効果もあるようである。

[5]

ご指摘のとおり、米国では「コミュニティを守る」という価値意識がかなりの政治的訴求力を有しており、I B A A など小銀行の業界団体の連邦・州議会への影響力も大手行を凌ぐ。たとえば1994年の州際業務自由化法も巧妙に州法による制限の余

地を残しているし、その州法のなかには、「人口1万人未満の町村に新たに支店を開設する銀行は当該町村の全地元銀行の合意が必要」といった極めて小銀行保護色の強い規定(ミネソタ州)も見受けられる。日本の金融界に対しては「グローバル・スタンダード」を迫る米国だが、同国内にも明らかに「ローカル・スタンダード」が併存するのである。

[6]

地域の事業所の活性化は小銀行の融資活動の生命線であり、小銀行参加者の話からはその情熱も感じられるが、ストーニアではむしろ、融資審査や融資先管理、中小企業向けローン債権の証券化といった、技術的側面や今後の方向性を教えている。

[7]

小銀行でも1980年代後半には毎年100を越える破綻が生じている。しかし財務計数の集計量でみる限り確かにS & L(貯蓄貸付組合)や大手行より悪化の度合いは少ない。この原因について十分な考察は行っていないが、破綻したS & Lや大手行で多くみられた融資額の急拡大やリスク分散の欠如に関し、小銀行の間では伝統的に警戒心が強く(銀行内で未だに大恐慌を生き延びた際の経験が語り継がれているという話をストーニアで何度か聞いた)、当局検査でも小銀行については特に留意されてきた、という要因もあるかもしれない。貯蓄金融機関(S & Lとsavings bank)の銀行との同質化の影響、大手行とコミュニティ銀行への二極化の如何、は発表者にとって重要な検討課題である。

[8]

小銀行でも数億ドルの総資産規模がある場合、NASDAQなどで株式公開しているケースはある。

預金格付についてはさらに小さな規模でも取得している事例がある。自己資本が数千万ドル程度あれば、銀行としては小さくても会社として小さいとはいえない。そのクラスの銀行は一般的に、ALM・資産時価・年金債務などの情報を含む詳細なディスクロージャー誌を発行しており、日本の同規模クラスの預金金融機関よりはるかに市場の眼を意識した経営をしている。

(回答)[新潟大学 平木俊一先生の質問に対し]

正式の大学院ではない。"Master in Banking"といった称号も授与されない。しかし

「ストーニア」の名前は米国銀行界内部では良く知られており、修了後は自分の経歴に書くことで評価に寄与する、と聞く。

(回答)[名城大学 村橋敏博先生の質問に対し]

ご指摘の通りのウェイトのシフトがあると思われる。金利更改期間ギャップに由来する金利リスクの把握や、保有資産中のCMO証券の価格変動リスクの認識、さらには金利スワップ等の利用法などは、小銀行の運営にとっても身近な経営課題となっており、当局の検査でも重視されるようになった。ストーニアの課程でも、ALMやデリバティブの科目は比重が大きい。

「国際金融」

(1) 貿易金融EDIとボレロ・プロジェクト

山川 健(大阪産業大学)

はじめに

電子商取引を巡る研究状況を整理し、それに関連付けて、貿易金融取引の実験的プロジェクトであるBoleroを取り上げ、その中から直接的・間接的に関連する民間金融機関およびそのグループに生じるであろう問題点と解決策を探り出すのが目的である。

I 電子商取引に係わる研究状況

1) 法的側面では、契約成立の時期、譲渡可能な貿易金融書類の電子化と書類の真正性、準拠法の研究である。2) 電子マネーと銀行システムに係わる側面では、テクニカルな部分の取り扱いがほとんどで、純粋に貨幣論・貨幣本質論の立場でアプローチした研究はあまり見受けられない。ただ、それとの関連で、銀行経営への影響、および銀行システムの在り方として、フリー・バンキング・システムへと変化せざるをへないとする考え方や、Seignorageの帰属問題が取り上げられるようになってきた。3) EDI化された決済システムに係わる側面では、システムック・リスクの回避策の研究である。4) システムのセキュリティに係わる側面では、システム全体のテクニカル上の維持とセキュリティ・システムの在り方の研究である。5) 市場の変化とビジネス・チャンスの拡大に係わる側面では、スモール・ビジネスがビッグ・ビジネスと対等にビジネス活動ができるような世界を作り出すとの研究である。

では次に、こうした学問研究の成果を現実化させたプロジェクトであるボレロについて論述していこう。

II 貿易金融EDIとしてのボレロ・プロジェクト

ボレロ・プロジェクトの目的は、電子式船荷証券の実現のためのパイロット・テストの構築と実験、第三者の認証機関によるサービスと技術的インフラの有効性、電子式サービスが商業的に受容されることを立証すべくパイロット・システムを計画し開発することであった。

1995年7月から9月まで実施されたパイロット・テストの結果どのような成果が生じたかといえば、電子式船荷証券の登録・移転・維持・管理・確認する中央登録機関の設置、デジタル署名、ボレロ・ルールの合意により初期の目的は達成された。

III 今後の課題と解決策

ボレロ・プロジェクトから探り出せる民間金融機関やそのグループに生じるであろう問題点と解決策につき論及しておきたい。

1) 法的側面と金融機関の対応では、現行法と電子式船荷証券のシステムであるという主張の乖離および準拠法の問題がある。それには、ボレロ・ルールの合意に見られるように、システム法で対応すべきである。また銀行買取に係わる問題では、荷為替信用状データと船荷証券データの突き合わせが可能なシステムの開発が必要となろう。

2) システミック・リスク、収益源の減少への金融機関の対応では、システミック・リスクを最小限に抑える方策とサービスの内生化などを図ることが必要となる。

前者では、決済ボリュームの膨張への対応の問題以外に、決済情報のEDI化への対応の問題もある。それゆえ、市場ベースのEDI化された決済システムに参加する個々の民間金融機関のリスクと損失とを小さくし、同時に民間金融機関グループはシステミック・リスクを削減するような多通貨ネットティング・サービスを提供することにより、システミック・リスクを中央銀行に波及させないこと、また中央銀行は、民間金融機関がリスクを削減しやすいように、決済システムを市場ベースにのせる役割を担うべきである。そして、それから生じて来るであろう流動性の減少に対しては、ネットティング・ペイメント・システムそれ自体に各参加者双方の決済エクスポージャーを計算しかつ連続性が保てるようなネットティング・スキームを各参加者間に認めさせていくことで対応すべきである。

後者では、金融保証の増大に結びついた手数料収入をも含めてサービスの内生化を図ることや、情報ネットワークの活用と安全で効率的な決済サービスを開発・提供し、EDIビジネスの拡充を図ることで対応すべきである。

(討論者のコメント) 宅和公志氏(日本大学)

1. 貿易・金融取引のEDI化は技術的課題と法的課題以外に経済学(理論)上、例えば伝統的な貿易理論に対して何らかの修正を迫るものかどうか。

(回答)

1. 貿易障害が今まで以上に削減され、価格メカニズムがより貫徹される世界が形成されることになるゆえ、比較優位理論を中心とした伝統的な貿易理論が重みを増すことになる。

(質問) 山本繁緯氏(関西大学)

1. 今後ボレロのような電子商取引が実現され主流になると思われるが、日本の総合商社は、これにコミットしているか。

(回答)

1. あまり関心が向けられていないのが現状である。ただ最近になって、三井物産が三和銀行と貿易金融取引のEDI化に向けて取組み始めている。

貿易金融EDIとボレロ・プロジェクト

山川 健

(英文名)

EDI Trade Finance and Project Bolero

ken Yamakawa

(2) 実物ショックの発生と固定相場制の維持可能性

高浜 光信(明治大学)

一般に、固定相場制に属するある国で実物ショックが生じると、交易条件や金利に影響を与える結果、固定相場制の継続は困難になる。例えば、92年、93年のEMS（欧州通貨制度）における通貨危機は、中心国であるドイツが東西ドイツの統合という極めて大きな実物ショックに見舞われたことが原因であると考えられる。すなわち、統合に伴う財政支出からの増加からドイツ国内にインフレ圧力が生じたために、緊縮的な金融政策で対処し、他のEMS諸国も固定相場制維持のため、これに同調せざるを得なくなったことに端を発している。このように大きなショックが頻繁に起こるとは考え難いものの、この経過は実物ショックに対する固定相場制の脆弱さを示す一例である。そこで、本報告では、各国に生じる実物ショックの相関度が固定相場制の継続性に対してどのような影響を与えるかという問題を考察する。

報告の論旨は以下の通りである。まず、90年代のEMSにおける通貨危機がどのように実物ショックを関連付けられるかという問題をとりあげる。80年代のEMSの安定期は、ドイツが「N番目の国」として域内の総体的な金融スタンスを決定し、他のEMS諸国は自国通貨をマルクに対して固定してドイツの金融政策に追従するという構図にあった。この背後には、低インフレ国であるドイツの固定相場関係を通じて、他のEMS諸国が国内インフレの抑制を図るという意図があったとされている。一方、90年代に入って、ドイツは統合という独特な実物ショックに見舞われたにもかかわらず、80年代と同様、国内的な事情を優先する金融政策のスタンスを変更しなかった。その結果、過度の金融抑制を強いられた各国がドイツの金融政策に追従するインセンティブを失ってしまったのが、通貨危機の原因であると論じる。

次に、古典的な最適通貨圏の議論を振り返り、実物ショックと固定相場制の継続可能性との関係について整理する。最適通貨圏の理論では、固定相場制が継続可能であるためには、各国間の労働の移動性が高いか、非対称的な実物ショックの生じにくい経済構造の類似性が高いことが必要とされる。しかしながら、短期的には労働の移動性を高めることのできないEUの現状のもとでは、産業構造の相違から生じる各国の実物的な乖離度の大きさが問題となることを論じる。

これらを考察した後、Alesina and Grilli(1992)タイプの各国の損失関数を明示した2国モデルを用いて、潜在的に高インフレ指向の国（産出量上昇のためには多少のインフレ率の上昇は許容する国）が低インフレ指向の国（インフレに対する許容度の低い国）と固定相場関係を結んだという仮定のもとで、両国の産出量に非対称的な変動が生じる場合に前者が後者との固定相場関係を継続しようとするかどうかという問題を考察する。ただし、域内の総体的な金融政策のスタンスは、低インフレ国が決定するものとする。高インフレ国は、低インフレ国との固定相場関係を維持することから、インフレ率の低減という利得を得ることができる。しかしながら、一方で固定相場関係を維持する限り、自国の産出量の変動に十分に対処することができないという損失を被ることになる。利得が損失を上回る限り、この国は固定相場関係を維持すると考えると、この国が潜在的に高インフレ指向の

状態にある時期には、インフレ抑制から得られる利得が大きく、低インフレ国との実物的な乖離度が問題となる可能性は少ない。しかしながら、選好が変化して低インフレ国の選好に近づいていくにしたがって、インフレ抑制上の利得は次第に縮小し、実物ショックが両国間で同調しない限り費用のみが確実に発生することになる。EU の文脈で言えば、インフレ率の低減や財政規模の収斂といった諸条件を達成することで、各国の政策上の選好は、一致の方向へと向かうであろう。したがって、選好の均質化が進展するにしたがって、非対称的な実物ショックが生じないような加盟国間の産業構造の調整がますます必要になると言えよう。

なお、詳しい内容については、参考文献の拙稿を参照されたい。

参考文献

- Alesina, A. and Vittorio Grilli(1992) "The European Central Bank: Reshaping Monetary Politics in Europe," in *The Creation of Central Bank*, ed. By Matthew Canzoneri, Vittorio Grilli and Paul Masson, Cambridge Univ. Press, pp.49-77.
- 高浜光信(1998)「実物ショックの発生と固定相場制の維持可能性」『明大商学論叢』第 80 巻第 3・4 号。

[討論者のコメントに対する回答]

- (1) インフレ抑制指向の国の通貨当局は、国内に生じたショックを外国にばらまかないよう配慮しているわけではなく、自らの厚生関数に照らして都合の良い点を選択しているだけである。この国と固定相場関係を結んでいる潜在的にインフレ指向の国は、同じインフレ率を選択せざるを得ないので、もし固定相場関係がなければ達成できないディスインフレという利得は享受できる。だが、一方で自国の産出量に生じるショックに十分に対処できないために損失が発生することが政策上の葛藤を生み出すという状況を想定している。両国の間に購買力平価が成立しているのは、やや強い仮定であるが、ショックの発生前には固定相場制の維持が完全に信認されていることを意味している。
- (2) 固定相場関係を結ぶことによって輸入できるレピュテーションの大きさは、両国の時間整合的なインフレ率の差によって表されている。
- (3) 通貨統合への加盟がインフレの抑制を目的とするものであれば、経済政策の収斂は加盟国のレピュテーション上のメリットを小さくし、通貨圏に属するインセンティブを弱めてしまうことになる。したがって、経済政策の収斂を進めるのであれば、加盟国間で非同調的な実物ショックが生じにくい産業構造へと転換を図るような産業政策を同時に推進することが必要となる。
- (4) 最適通貨圏の議論は、本来、為替相場を変更せずに交易条件を是正できる経済的な条件は何かという考え方に基づいており、インフレ率の類似性は固定相場維持のための条件の一つであるとされる。これに対して、最適通貨圏の議論をコストとベネフィットの単純な比較であるとみなすならば、インフレ抑制効果という固定相場制の正の側面を強調して最適通貨圏の条件を見直すことは有用かも知れない。

[神戸大学 藤田誠一先生の質問に対する回答]

今回のモデルから得られた結果を通じてマーストリヒト条約のもつ意味をどのように考えるかという問題は、今後の課題としたい。ただ、マーストリヒト条約がエコノミスト的な立場に基づいており、経済諸変数の収斂の結果として為替相場の安定がもたらされると考えるの対し、今回のモデルの設定では為替相場がまず強制変数として作用し、その結果経済諸変数の収斂が得られるというように、むしろマネタリスト的な立場に基づいている点が異なると考えられる。

「金融システムの安定性 信用秩序維持に関連して」

『金融システムの安定性』

清水啓典（一橋大学）

1. 現状認識

現在の日本経済ではバブルのピーク時に比べて、不動産で約 1,000 兆円、株式約 500 兆円、国民総生産の 3 年分にも匹敵する 1,500 兆円もの資産が消滅している。金融機関の不良債権はこの一部に過ぎない。これだけの規模の資産消滅が消費に与える負の資産効果は、生産・雇用を低下させ、一層の不良債権を生み出している。現在の状況は大不況に至る典型的なデフレ・スパイラルをたどり始めており、世界の歴史的な大不況に至る過程と酷似している。政府は現状がこのような危険な状態にあるという認識を明確に示し、その防止のための強い意志を持って、国民が将来所得の増加を納得するに足る政策を打ち出す必要がある。そこで現在の日本では、地価デフレ対策、マクロ経済政策、金融システム対策、という 3 つの問題への対処を同時に進行させねばならない。

2. 地価デフレ対策

A. 土地担保貸出

土地担保貸出は明治以来日本の銀行経営の特徴であり、地価動向が貸出額に支配的影響を与えていることは実証的にも明らかである。⁴結局、地価デフレが止まらない限り、不良債権の増加と金融システム不安、貸し渋りは解消しない。いかに政府が金融機関に貸し渋りの解消を要請しても、担保不足の貸出を行った場合には銀行検査で指摘されるため、主たる担保物件である不動産価格が低下し続けている以上、金融機関が担保の範囲以上に貸出を増加させることはできない。日本の金融機関の土地担保依存体質は、明治以来幾多の改善の努力にも係わらず、今日まで根本的な解決が見られずに続いてきた伝統的慣行であり、短期的には変わらないと考えるおかなければならない。本年 3 月に行われた公的資金の注入は、このような矛盾を残したまま実施されたため、大きな成果を上げ得なかった。

B. 税制のズレ

そこで、地価対策としては、不動産市場に流動性を導入する枠組みを整備することが不可欠である。事実、地価バブルは不動産市場への流動性の過剰流入によって生じたし、それを突然規制したためにバブルは崩壊したのである。地価は既にバブル以前のトレンド水準に戻り、いつ反転してもおかしくない水準にまで低下している。しかし、バブル期の反省から、土地税制は既に地価が大幅に下落しつつあった平成 4 年度から懲罰的に強化された。この土地税制は、本年 1 月から 2 年間の時限措置として平成 4 年以前の水準に戻され

⁴ 清水啓典（1997）、*日本の金融と市場メカニズム*、東洋経済新報社、第 4 章、第 2 節、参照。

たが、凍結された地価税同様、恒久的に変更されたわけではない。土地税制の変更は、完全に実態の後追いとなって後手に回り、地価下落を一層深刻にした。これは、裁量的な経済政策は、効果を持つまでには長いラグを持っているために、かえって景気攪乱効果を生むという典型的な事例である。

そこで、地価デフレを止めるためには、土地から得られる期待実質収益を引き上げる必要がある。可能なことは、最も有効に土地を利用する主体に土地を移転しやすくする、

土地税制の軽減によって、土地取引・保有からの実質収益を引き上げること、である。デフレ・スパイラル防止のためには、土地譲渡益課税や不動産取得税などを現在議論されている恒久減税に先だって引き下げること、あるいは景気回復時まで限定的に凍結するほどの大胆な土地政策が必要な段階に来ているように思われる。

担保不動産の処理を急ぐよりも、まず一般の不動産取引市場において優良な不動産が活発の取り引きされる条件を作り出すことが先決である。一旦、不動産価格が底値を付けて反転の傾向が明らかになれば、担保不動産の流動化も円滑に進展する。このためには、円の下落による海外からの不動産投資の増加も契機の一つになり得るかも知れない。

3. マクロ経済政策

A. 裁量的景気対策の放棄

従来の裁量的なケインズの経済政策が景気対策としても有効性を失っている。諸外国では既に政策転換が行われているにも係わらず、日本においては依然として公共投資を中心とする裁量的景気対策が行われていることも、不況が長引いている要因となっている。

政府が大規模な従来型の景気対策を続けることは、大きな政府を生み財政を悪化させ、将来の一層の増税を予想させ、景気をさらに悪化させる。政府は信頼に足る行財政改革の実績や規制緩和の実行を通じて、国民が確信できる将来の所得増加の明確な展望を示し、それによって民間の経済活動を活性化することこそ政府の役割である。これが小さな政府・規制緩和・自由化の流れとして、世界的に定着した政府の役割の変化である。

B. マネーサプライ増加率の引き上げ

卸売物価の下落が数年来継続している現在の状況は、明らかなデフレ過程であり、その原因は、1990年には11.7%であったマネーサプライが91年以来から97年までの平均で2.4%の水準に引き下げられていたことにある。現在は80年代とは全く逆に物価が低下しつつあり、低すぎるマネーサプライを長期安定的に維持すべき水準にまで引き上げなくてはならない。

90年代は公定歩合も史上最低水準に引き下げられ金融緩和とされているが、マネーサプライで見ると金融緩和といえる状況にはない。貸し渋りとはこの状況の別の言葉での表現である。日銀は本来、名目金利を目標として政策運営を行うのではなく、マネーサプライ増加率を5%程度の水準に安定的に維持することを目標とすべきであった。インフレ率はかなりの期間にわたる平均的なマネーサプライ成長率に依存するため、当面のデフレ防止のためには長期的に望ましい水準よりも高いマネーサプライが必要となる。日銀はデフレ防止のための断固たる姿勢を示し、多少の短期的副作用や批判を恐れず、物価安定というその最大の使命の達成に的を絞った政策を堅持する必要がある。

誤解のないように繰り返しておく、金融政策の目標はあくまで長期的に安定した物価水準の維持であり、それは2%程度のインフレ率を意味する。物価水準が低下するデフレ防止もまた金融政策の重要な目標である。そのためには、潜在成長率プラス2%程度のインフレ率の水準（5%程度）にマネーサプライ増加率を長期安定的に維持することを金融政策の基本とすべきであるが、90年代のマネーサプライが低すぎたために当面は7%8%での増加が必要である。

C. 恒久減税と小さな政府

現在の不況の引き金となった要因の一つは消費税の引き上げといわれているが、現実にはそれだけではない。基本的には長期間にわたる景気低迷による財政事情の悪化があり、抜本的な行財政改革の見込みが立たない以上、将来の高齢化を控えて増税を行わざるを得ない背景がある。法人税率が引き下げられたものの、引き当て金制度や減価償却制度の見直し、交際費課税強化、社会保険料負担の増加、介護保険の導入等、実質的な課税強化も進行している。恒久減税も財源が明確でない限り長期的に維持されず、結局は一層の消費税増加につながる。しかし、それは規制緩和による新市場の創造や、行財政改革による小さな政府の実現と並行して実施されるのでない限り、根本的な問題解決にはつながらない。減税は一時的な景気対策として実施されるべきではなく、その効果がないことはわが国の経験からも証明済みである。

情報化社会では、国民は信頼される情報を先取りして行動するので、伝統的な金融・財政政策のみならず、政府の認識の表明、信頼される情報や将来展望の提示なども重要な政策手段である。

4. 金融システム対策

金融システムの安定化対策に関して重要な点は、政府の強い決意表明、完全な情報開示と無欠の透明性、大胆な公的資金投入、モラルハザードの防止と市場原理の活用留意した短期集中的な処理、である。とりわけ、情報開示による完全な透明性が市場機能が有効に機能するための基礎的要件であり、行政の役割はこの点を如何に実現するかに係っている。しかし、情報開示は不良債権額だけではなく、それをいかに管理し対処するかに関する経営方針が中核となるべきものである。

金融システムを安定化の本質は、金融機関自身による抜本的なリストラと独自の戦略の実施である。不良債権の流動化の枠組み整備、破綻金融機関の処理策などは、金融機関独自の体質転換を促すための環境整備に他ならない。それと並行して苦渋に満ちたリストラの過程を推進し金融システムを強化するのは、あくまで金融機関自身であり、リストラの遅れはモラルハザードの一つである。

結局、金融市場に市場原理を導入することが、金融機関の自発的で大胆なリストラや方針転換を生んで、金融機関の経営を強化し、金融システムの強化につながる道を開くことになる。そのため、ビッグバンによる規制緩和、破綻処理、公的資金投入などの一連の施策は、全て市場メカニズムの活用による金融システム再編の一環として、整合性を持って実施しなくてはならない。現在は、一刻も早く用意された30兆円を明確な形で金融システムの安定化に活用する必要があり、その前提として地価の安定化や適切なマクロ政策の

実施が必要である。

質問

砂村賢（京都大学）

金融の超緩和よりも、為替相場への大幅な介入政策を採るべきではないか。

答え

為替相場は自由な変動に任せなければ、バブルのような副作用を引き起こす。日銀はマネーサプライのコントロールによる物価水準を安定化させ、デフレの進行を止めることに集中すべきである。

質問

小野英祐（国土舘大学）

マネーサプライをどのような方法で増大させるか。地価はバブルのピーク時よりは低い、1980年代初めよりはなお高い点をどう考えるか。

答え

日銀は大規模な買いオペ等大量の資金供給を行うと共に、あらゆる手段を講じてデフレを防止するという不退転の決意を示し、健全な金融機関の将来の資金繰りに関する懸念を払拭する必要がある。例えば、準備率の引き下げ、自己資本比率規制の一時的凍結なども含めて、マネーサプライ増大を目的とした必要な制度改正を進め、政策目的を達成することが通貨当局の役割である。

地価は既にバブル以前の水準に戻っており、不動産税制によるゆがみを是正して地価の下落傾向を止め、底値を確定させることが重要である。

金融システムの安定性

岩村 充（早稲田大学）

金融システムの安定性を論じるときに、システムとしての信用仲介制度あるいは支払決済制度の安定性と、システムの中のプレイヤーである金融機関経営の安定性の問題とは区別しなければならないことは、多くの論者によって指摘されてきている。

確かに、もし金融システムの利用者たちの間に情報の非対称性がないか、無視できるほどに小さいとするならば、システムの中のプレイヤーたる金融機関の経営の安定が失われたとしても、それはシステムの不安定にはつながらないはずである。その意味では、現在の金融システム問題とされているものの多くは、金融機関をめぐる情報の非対称性に原因があるといえる。だから、そうした情報の非対称性を除去すれば、個別金融機関の生じた問題がシステム全体に波及することはなくなり、それが現在の私たちを悩ませている問題の解決につながるのだという主張は、少なくとも理論的には正しいといえる。公的な枠組みで保持すべきは金融システムの安定性であって、個別金融機関経営の安定ではないことは間違いないからである。

しかし、私たちは、金融機関経営における情報の非対称性をなくせば金融システムの安定性が得られるであろうということと、実際に金融機関経営における情報の非対称性が完全に除去できるということとを混同してはならない。仮に金融機関とその顧客との間に情報の非対称性がまったくないとしたら、そうした状況の下で金融機関が企業として存続できるのかどうか、それ自体、理論的には疑問というべきだろうし、さらに現実問題としても、金融システムの問題と個別金融機関の問題を完全に区別できるほどまで、情報の非対称性を除去するには非常に多くのコストを必要とするはずだからである。ディスクロージャーの充実などによって金融機関経営における情報の非対称性を少なくすることは、確かに金融システムの安定性を増すという点で有効な解決策ではあるが、それだけで問題のすべてが片付くわけではないのである。

それでは、個別金融機関に生じた問題が金融システム全体の問題に波及することを完全には防止できないという前提の下で、問題を限定し、あるいは最小化するには、いったいどのような方策が考えられるのだろうか。

この問題に対する制度的な答が預金保険制度であることは言うまでもない。しかし、預金保険制度には多くの矛盾と問題点があることも、すでに何度となく指摘されている。金融機関の資産リスクやリスク吸収バッファとしての自己資本の大小に無関係に決められる預金保険料の下では、資産リスクが大きく自己資本の薄い金融機関の方が、預金保険からの給付の期待値が大きくなるという預金保険のモラルハザード性は、その最も本質的な問題点の一つである。

もちろん、こうした預金保険制度の矛盾を解消する方法は存在する。例えば、金融機関の資産リスクや自己資本比率の大小に応じて預金保険料に差を設ける、いわゆる可変預金保険料率制を採用は、その理論的な答えの一つだろう。しかし、これも答えとしては完全でない。私たちが、いわゆる国営銀行でなく、金融機関を株式会社制度の下で組成させ、市場の中で競争させるという制度を選択しているのは、政府による投資判断よりも市場に

よる競争と淘汰のメカニズムを採用した方が、よりよく金融市場が育成できると考えているからに他ならない。にもかかわらず、資産リスクを評価し保険料率を正当に決定することを規制当局に求めるのは、本来的に矛盾しているからである。可変保険料率制の採用は、誰がみても異常といえるようなリスク選好行動を防止する装置としては機能しても、それで金融システムの安定を維持できるほど強固な安定装置として機能するとは考えにくいのである。

もちろん、この他にも金融システムに安定をもたらす工夫やアイデアは様々に存在する。しかし、当たり前なことではあるが、どのアイデアにも一長一短があり万能の解決策などはない。私たちにできることは、金融システムに不安定が生じること自体は不可避なものとして受け入れ、そうした不安定が社会や経済の重大な混乱に結びつかないように影響を極小化するような制度設計をしておくことであるように思われる。

ところで、そうした観点から現在の金融システムを見渡してみると、私たちは数多くの改善すべき点に気づくはずである。今回、それらを順番に列挙していく余裕はないが、それでも私たちが当然のように前提にしている、振込み処理中心に設計されたセンター集中型決済システムの仕組みそのものにも、最近の情報処理技術の発展を踏まえて別のアプローチが可能になっていることぐらいは指摘しておく意義があるように思われる。

実際、現在の振込処理中心のシステムでは、決済システムにおけるリスク管理に個々の利用者のイニシアティブが発揮されにくいといえる。そして、そうした利用者のイニシアティブを前提にできないという決済システムの性質が、決済システムにおいては、信用仲介システムにおけるよりも、そのリスク管理に自己責任原則を要求しにくいものとして、私たちに気づいても良いだろう。預金保険制度の必要な分野として決済システムの安定維持が真っ先にあげられ、あるいは、いわゆるナローバンクに決済業務を委ねるべしという議論がしばしば行われるのも、決済システムのこうした「宿命」によるものと考えられてきた面が少なくないからである。

現在の私たちが利用可能な決済手段の中で考える限り、保管や搬送のコストという点で多額の資金決済にはとても使用できないという制約下にある「現金」をわずかな例外として、私たちが資金を他人に送る、とりわけ遠隔地にいる他人に送るという局面においては、個別銀行から銀行間のデータ交換さらには中央銀行による資金決済にまで重層的に重なるEFT(Electronic Fund Transfer)システムを利用する以外に、現実的な選択肢はないといってよい。そうした制約下にある決済システムのイメージは図で示すようなピラミッド型の管理構造として与えられるだろう。しかし、決済システムがこのような構造で設計され運営される以上、その安定は制度として保証されなければならないし、それは競争の中で淘汰と適者生存を求める市場志向の制度設計とは基本的に矛盾せざるを得ないのである。

しかし、電子マネーに代表される分散型の決済システムの発達は、こうした決済システムの「宿命」を着実に変化させていこう。電子マネーのように資金の支払者から資金の受取者へと銀行間システムを通さずに価値を転送する技術が確立すれば、私たちは少なくとも現在ほどは決済システムのリスク、いわゆるシステムック・リスクに神経質にならずに他人に資金を送り受け取ることができるようになる。そして、それは金融システムの安定問題を個別の金融機関の安定問題から切り離す、一つのモメンタムになり得るのではないだろうか。

これまで、金融システムの安定をめぐる議論は、多く法制度論として議論されてきた。しかし、現在の私たちが直面している情報処理技術革新の大きさを考えれば、議論と検討の視野に、技術進歩の成果をいかに活用するかという角度からの検討と、技術進歩がもたらす新しい危険についての対処をどうするかという角度からの検討を取り入れていくことが、ぜひとも必要になっていると思われる。

銀行のディスクロージャー（不良債権情報の開示をめぐって）

杉本俊紀（全国銀行協会連合会調査部）

2．不良債権情報開示の経過

実務家の立場から、銀行のディスクロージャーについて述べる。

銀行法に基づくディスクロージャーは1981年の銀行法全面改正時に導入されたが、法律上の義務とはされず、内容も各銀行の自主性にまかされた。しかし、実際の開示内容にばらつきがあったため、86年度から全銀協が統一基準を作ることとなった。不良債権に関する項目は含まれていなかったが、この点で米国のSEC基準に比べて不十分という認識は当初からあった。その後、貸出に関しては、国内・国際部門別、平均残高、残存期間別などの開示を行い、SEC基準に近づけるべく改正していったが、不良債権に開示には至らなかった。

91年の銀行・証券不祥事後、翌年1月に出された金制調専門委員会報告は、不良債権情報を含む開示の拡充を要請したが、全銀協でも92年初めに不良資産情報開示の基本方針を決定した。ただし、具体的内容については金制調に置かれたディスクロージャー作業部会の検討を待つことにした。同作業部会の結論は同年12月に出されたが、ディスクロージャーが預金者に与える影響に慎重に配慮した内容であった。全銀協では、翌年3月に不良債権の開示を決定したが、作業部会の報告どおりの内容で、93年3月期から破綻先債権額、延滞債権額を開示するというものであった（地銀、第二地銀は前者のみ）。

開示の拡大については、その後もディスクロージャー作業部会で検討され、95年5月には金利減免・棚上げ債権の開示、地銀等における延滞債権の開示等を内容とする報告が出された。全銀協では、96年3月期から金利減免等債権および経営支援先債権の開示を決定した（地銀、第二地銀も結果的にすべてを開示）。さらに、本年3月からは3ヶ月以上延滞債権および貸出条件緩和債権を開示するようになり、開示内容は米国のSEC基準並みとなった。

なお、現在国会で審議中の金融システム改革法による銀行法の改正では、ディスクロージャーは義務化され、主要な開示項目が省令で定められるとともに、違反に対しては罰則が設けられている（6月に成立。12月施行）。

3．漸進的方法の評価

不良債権の開示の進め方は、一方で不良債権が急増する中で実施せざるをえなかった点に難しさがあったといえる。92年以降の主要行の不良債権額を下表に示したが、この間多額の償却を並行的に進めたにもかかわらず残高がそれほど増えていないのは、新規の不良債権が次々と発生したからに他ならない。現時点で各銀行が抱えている不良債権を発生時期別にみると、大雑把に言って92年度以前、93～95年度、96年度以降に発生したものがそれぞれ3分の1ずつである。一般にバブル崩壊とともに発生した不良債権を銀行は小出しに開示してきたと見られているようだが、その点は少し違っている。

部分的支払準備制度のもとにある銀行は、もともと取付に対して脆弱な面があるが、そうした性格を前提にすると、不良債権の累積というかつて経験したことの深い深刻な事態

が進展するなかで、そのディスクロージャーを進めることは、預金者がどのような反応をするか予想困難ななかでは、92年のディスクロージャー作業部会が指摘するように、慎重かつ漸進的方法をとるしかなかったのではないと思われる。

結果的には、不良債権の開示自体が取付のような形での預金者の動揺につながることはなかったが、その虞れを払拭することはできなかった。今回の一連の事態のなかでは、ディスクロージャーが直接の引き金ではなかったものの、例えば木津信用組合では、政府が預金の全額保証を宣言しても取付が起こったし、昨年11月には一部の地銀や主要行に対しても取付が現実発生した。ある地銀の例では、財務局長と日銀支店長が声明を出したり、取引先企業が連名で地元紙にその銀行を応援する旨の全面広告を出すといったことも起こったわけで、預金者のコンフィデンスの低下が限界に達する事態が生じた。

他方、漸進的な開示は、開示されない不良債権の額に対する疑心暗鬼を生み、事態を混乱させたとの批判があることも承知している。実際、アナリストなどによる不良債権の推計額が公表不良債権額の3倍とか4倍という数字で発表され、公表額に対する不信も生じた。こうした推計額は、今年1月に大蔵省が公表した自己査定結果による分類債権の総額76兆円に近い数字であったわけであるが、第1分類債権を全部不良債権とみるのは行き過ぎである。

3. ディスクロージャーの意義と受け止め方

ディスクロージャーは、銀行経営に対する市場規律に基づくチェック機能をもつが、それだけでは十分とは言えず、規制当局の監督規制を補完するものと位置づけるべきであろう。

ディスクロージャーの意義は、銀行経営者に対する自己規正手段という点が一番大きいと言えるが、それが現実に機能するためには、ディスクロージャーを受け止める側の意識なり、能力に依存するところが大きい。

バブル期の銀行行動に対しては、現時点から見たさまざまな批判があることは承知しているが、当時はマスコミから企業、市場関係者に至るまで、財テク、土地神話などのバブルに酔っていた。例えば、銀行はバブル期から業種別貸出残高を開示しており、いわゆる3業態への貸出の急増は明らかにされていた（個別行はディスクロージャー誌、業態別は日銀統計）が、その意味合いが当時十分にチェックされていたとは言い難い。他方、好況だった当時、不良債権はほとんどなく、不良債権を仮に開示していたとしても、その数字から何かを読み取ることは難しかったであろう。

（意見にわたる部分は、報告者の個人的見解です。）

都市銀行・長期信用銀行・信託銀行の不良債権額

1992.3	7兆9,900億円	(6ヶ月以上延滞債権・大蔵省発表による)
9	12兆3,000億円	"
1993.3	12兆7,800億円	(破綻先債権+延滞債権)
9	13兆7,600億円	"
1994.3	13兆5,800億円	"
9	13兆3,300億円	"
1995.3	12兆5,500億円	"

9	13兆 100億円	〃
1996.3	21兆8,700億円	(破綻先債権+延滞債権+金利減免等債権)
9	19兆9,400億円	〃
1997.3	16兆4,400億円	〃
9	16兆1,300億円	〃

[質問] 文京女子大学 菊池英博氏

銀行の不良債権ディスクロージャーは、なぜこんなにでたらめなのか。

[回答]

経営破綻後に不良債権額が何倍にも増加した兵庫銀行や阪和銀行の例を指摘されていると思うが、一般的に言って、ゴーイングコンサーンとしての企業価値と破綻した場合の企業価値に相当程度開きがあるのは当然であり、破綻時に不良債権がある程度増えるのは止むを得ない。その程度が妥当な範囲にあるかは個別の債権に当たってみなければ分からない。不良債権が著しく増加したケースは粉飾決算の疑いもあるが、商法なり証取法違反に問われたケースはない。

[質問] 高千穂商科大学 宮坂恒治氏

96年11月にビッグバンが打ち出されたとき、不良債権処理のスケジュールとの関連はどの程度検討されたのか。検討されなかったのなら、ビッグバンのスケジュールは延期する必要があるのではないか。

[回答]

ビッグバンを指示した橋本首相の文書にも「市場の改革と金融機関の不良債権処理とを車の両輪として進めていく必要がある」とされており、その点は十分考慮されている。銀行界としても、不良債権の処理を済々と行いつつ、ビッグバンはスケジュールどおり進めていくべきと考えている。

