

金融学会会報

2008 年度

日本金融学会春季大会

研究報告概要

期 日 : 2008 年 5 月 17 日(土)・5 月 18 日(日)

会 場 : 成 城 大 学

(〒157-8511 東京都世田谷区成城 6-1-20)

最寄り駅は小田急線「成城学園前」駅。「急行」は停車しますが「快速急行」は通過となりますので注意してご乗車下さい。 駅中央改札口北口(駅構内から中央改札口に向かって左手)から右前方向に歩いて3分です。

連絡先 2008 年度日本金融学会春季大会事務局
(事務局) 成城大学 経済学部 Fax : 03-3482-3660
福光 寛 TEL : 03-3482-9389
fukumitu@seiyo.ac.jp
当日連絡先 090-9845-4965

お知らせ

- 大会参加費： 無 料とします。
- 懇親会： 5月17日(土)18時15分より、大会会場と同じ建物(成城大学3号館)1階の学生ホールにて行います。ぜひご参加ください。
参加を希望される方は、懇親会費(5,000円)を同封の振込用紙にて4月17日(木)までにお振込み下さい。
——なお、当日お支払いの場合には5,500円を頂戴致します。
- 昼 食： お弁当(1,000円)をご希望の方は、同封の振込用紙にて4月17日(木)までにお振込み下さい。当日の受付は致しません。お弁当の購入やテイクアウトが可能なお店のリストを後ろにまとめました。
——なお、大会1日目は学内で利用可能な食堂は限られており2日目につきましては学内の食堂は閉鎖されています。また、学外の食堂はいずれも小規模ですので昼食時は混雑が予想されます。
- アクセス： キャンパス内駐車場はありません。お車でのご来場はご遠慮下さい。
(会場へのアクセスは、末尾の地図をご参照下さい)
セッション： 自由論題の各報告は、報告者の報告時間25分、コメント10分、質疑応答10分の合計45分となります。セッションの円滑な進行にご協力をお願い申し上げます。
また、開始時間は5月17日(土)が9時30分、18日(日)が10時です。
- 宿泊施設： 各自でお手配願います。
- その他： ・当日のコピー・サービスは一切行いません。
(当日配布される資料については、各自で事前にご準備下さい)
 - ・ 本大会準備委員会の方針として出席者名簿の配布は致しません。
 - ・ 本大会では、フロアからのコメント、討論者のコメントを集めません。
ホームページには要旨集のみ掲載致します。
 - ・ 本大会から要旨集の印刷配布は行われません。ホームページから必要とされる要旨をダウンロードしてご利用ください。

日本金融学会 2008 年度春季大会

プログラム

第1日 5月17日(土)

1. 中央銀行パネル <9:30~11:45>

F会場(003教室 3号館地下1階)

建物正面に向かって右端にある大階段を利用して地階に降りて下さい。

サブプライム問題と中央銀行

- | | | | |
|-----|----------------------|------|-------|
| | 座長 | 中央大学 | 黒田 巖氏 |
| (1) | サブプライム問題からみた中央銀行の課題 | | |
| | 報告者 | 日本銀行 | 雨宮正佳氏 |
| (2) | サブプライム問題と証券化 - 実務の視点 | | |
| | 報告者 | 九州大学 | 小西龍治氏 |
| (3) | 信用リスク情報のパフォーマンス評価 | | |
| | 報告者 | 日本大学 | 黒沢義孝氏 |

2. 自由論題 <9:30~11:45>

A会場(311教室 3号館1階)セッション: 間接金融

- | | | | |
|-----|---|----------|-------|
| | 座長 | 東北大学 | 鴨池 治氏 |
| (1) | 地域金融機関は地域の経済成長に必要なか? - 「失われた10年」の実証分析 | | |
| | 報告者 | 早稲田大学大学院 | 大熊正哲氏 |
| | 討論者 | 日本政策投資銀行 | 花崎正晴氏 |
| (2) | 「失われた10年」の債権放棄: メインバンクの超過負担からのインプリケーション | | |
| | 報告者 | 千葉商科大学 | 鯉淵 賢氏 |
| | 討論者 | 横浜市立大学 | 随 清遠氏 |

(3) 市場型間接金融に関する一考察

報告者	日本大学	亀谷 祥治氏
討論者	千葉商科大学	齊藤 壽彦氏

B 会場 (大会議室 3号館3階) セッション：金融市場の実証 (1)**3階への移動は階段ではなくエレベーターをご利用ください**

座長	九州大学	堀江 康熙氏
----	------	--------

(1) 不確実なマクロ経済環境における銀行の貸出行動

報告者	中央大学大学院	北村 仁代氏
討論者	大阪大学	小川 一夫氏

(2) クレジット・スコアリングは万能か?

報告者	慶應大学大学院 法政大学	蓮見 亮氏 平田 英明氏
討論者	みずほ総合研究所	小野 有人氏

C 会場 (312 教室 3号館1階) セッション：企業金融と株式市場

座長	慶應義塾大学	金子 隆氏
----	--------	-------

(1) 企業の収益発表のイベント・スタディ - 銀行貸出依存度による市場の反応の違い -

報告者	一橋大学大学院	石川 雅也氏
討論者	慶應義塾大学	金子 隆氏

(2) 日本企業の事業多角化と内部資本市場の役割

報告者	神奈川大学 日興フィナンシャル・インテリジェンス	土村 宜明氏
討論者	専修大学	杉浦 康之氏 手嶋 宣之氏

(3) 銀行の貸出と企業の設備投資：中国の上場企業における投資の負債感応度

報告者	法政大学大学院 東京大学	袁 媛氏 元橋 一之氏
討論者	早稲田大学	蟻川 靖浩氏

D 会場 (321 教室 3号館2階) セッション：金融危機とアジア

座長 早稲田大学 首藤 恵氏

(1) 金融危機後の東南アジアの投資環境

ー インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイの投資関数の推計 ー

報告者 一橋大学大学院 竹 康至氏
 討論者 早稲田大学 蟻川 靖浩氏

(2) 中国と主要国際株式市場間の連動性における新しい証拠—分散因果性アプローチに基づき

報告者 一橋大学大学院 陳 思翀氏
 討論者 早稲田大学 米沢 康博氏

(3) アジア主要国の株価に関する実証分析

報告者 福岡女子大学 張 艶氏
 討論者 青山学院大学 亀坂安紀子氏

E 会場 (322 教室 3号館2階) セッション：アメリカの金融

座長 成城大学 内田 真人氏

(1) アメリカにおける異業種の銀行業参入とインダストリアル・ローン・カンパニー

報告者 大阪市立大学大学院 高山 浩二氏
 討論者 名城大学 前田真一郎氏

(2) 米国金融システムの二面性～メインストリート金融の存在意義～

報告者 茨城大学 内田 聡氏
 討論者 神奈川大学 数 阪 孝 志 氏

(3) 粘着価格・賃金モデルからみた日米のインフレ圧力

報告者 みずほ総合研究所 鈴木 将 覚 氏
 討論者 日本銀行 白塚 重典氏

3. 特別報告 <11:50~12:35>**F 会場 (003 教室 3号館地下1階)**

建物正面に向かって右端にある大階段を利用して地階に降りて下さい。

グローバル化と金融規制

報告者 日本金融学会会長 清水 啓典氏

4. 昼食 <12:35~13:35> お弁当のほか学内外の食堂などをご利用ください。

5. 学会活性化パネル¹⁾ <13:35~15:50>

金融経済学の領域では、従来の money and banking に加えて money and finance も研究の関心事になっている状況を踏まえ、理事会等での議論を多角的に論じ、学会のあり方を探る。

F 会場 (003 教室 3 号館地下 1 階) 建物の右端にある大階段を利用して地階に降りて下さい。

	座長	関西学院大学	春井久志氏
(1)	報告者	一橋大学	花輪俊哉氏
(2)	報告者	中部学院大学 ²⁾	千田純一氏
(3)	報告者	大阪大学	筒井義郎氏
(4)	報告者	成城大学	村本 孜氏

6. 自由論題 <13:35~15:50>

A 会場 (311 教室 3 号館 1 階) セッション：証券化

	座長	中央大学	高橋豊治氏
(1) 証券化商品市場の混乱を考える	報告者	野村アセットマネジメント	中井浩之氏
	討論者	中央大学	井村進哉氏
(2) 証券化の進展と有価証券概念	報告者	横浜国立大学	高橋正彦氏
	討論者	早稲田大学	米沢康博氏
(2) データから見た日本の証券化市場の展開	報告者	長崎大学	深浦厚之氏
	討論者	成城大学	福光 寛氏

B会場（大会議室 3号館3階）セッション：国際金融

3階への移動は階段ではなくエレベーターをご利用ください

座長 明治大学 勝悦子氏

(1) バランスシート効果を考慮した通貨バスケットモデル

報告者 一橋大学大学院 中村周史氏

討論者 神戸大学 北野重人氏¹⁾

(2) 労働移動・郷里送金の要素を考慮した中米地域のドル化・最適通貨圏の議論

報告者 国際通貨研究所 松井謙一郎氏

討論者 東洋大学 川崎健太郎氏

(3) 金融統合下での外生的ショックの国家間伝播：ニュージーランドの事例から

報告者 関西大学 鈴木智也氏

討論者 岡山大学 西垣鳴人氏

C会場（312教室 3号館1階）セッション：家計の金融問題

座長 早稲田大学 晝間文彦氏

(1) 改正貸金業法下における消費者金融のあり方

報告者 愛知学泉大学 三村聡氏

討論者 東洋大学 堀田真理氏

(2) 金融不安要因の定量化における一考察 - 企業及び家計の両観点より - ³⁾

報告者 関西学院大学 澤田吉孝氏

討論者 京都学園大学 宮川重義氏

3) 金融無貯蓄世帯の増加と特徴

報告者 九州大学 堀江康熙氏

討論者 東京国際大学 上林敬宗氏

D会場（321教室 3号館2階）セッション：現代の諸問題

座長 愛知大学 栗原裕氏

(1) 中央銀行による金融機関検査の意義－日本銀行考査の変遷と課題－

報告者 日本銀行 熊倉修一氏

討論者 一橋大学 三隅隆司氏

(2) 現代における金(Gold)の貨幣性—金生産、金生産コスト、金市場価格—

報告者	立命館大学	松本 朗氏
討論者	神戸大学	藤田 誠一氏

(3) ファンド投資によるベンチャー企業の成長促進効果

～中小企業基盤整備機構のベンチャーファンド事業データによる検証～

報告者	成城大学	内田 真人氏
	経済産業研究所	石井 芳明氏
	中小企業基盤整備機構	福島 章雄氏
討論者	一橋大学	釜江 廣志氏

E会場 (322 教室 3号館2階) セッション：中小企業の金融

座長	同志社大学	鹿野 嘉昭氏
----	-------	--------

(1) 政策金融改革のルールについて—中小企業金融を中心に—

報告者	岡山大学	西垣 鳴人氏
討論者	長崎大学	内田 滋氏

(2) 創業期における政府系金融機関の役割

報告者	中央大学	根本 忠宣氏
	慶應義塾大学	渡辺 和孝氏
	国民生活金融公庫	深沼 光氏
討論者	大阪府立大学	加納 正二氏

(3) 中堅・中小企業向けトランザクション型貸出の決定要因

：企業属性に応じた適性に関する一考察⁴⁾

報告者	みずほ総合研究所	太田 智之氏 ⁵⁾
	みずほ総合研究所	小野 有人氏
	みずほ総合研究所	野田 彰彦氏 ⁶⁾
討論者	同志社大学	鹿野 嘉昭氏

7. 特別講演 <16:00~17:00>

F会場 (003 教室 3号館地下1階) 建物の右端にある大階段を利用して地階に降りて下さい。

金融規制の質的向上—ベター・レギュレーションへの取組み

講演者	金融庁長官	佐藤 隆文氏
-----	-------	--------

8. 総会 <17:10~18:10>

F会場 (003 教室 3号館地下1階) 建物の右端にある大階段を利用して地階に降りて下さい。

9. 懇親会 <18:15~20:15>

会場：(学生ホール 3号館1階中央部)

第2日 5月18日(日)

1. 国際金融パネル <10:00~12:15>

F会場(003教室 3号館地下1階)

建物正面に向かって右端にある大階段を利用して地階に降りて下さい。

サブプライムローン問題：現状と展望

- | | | | |
|------------------------------------|-----|--------------------|--------|
| | 座長 | 明治学院大学 | 佐々木百合氏 |
| (1) 米国の住宅バブルとサブプライム問題 | | | |
| | 報告者 | 三菱UFJリサーチ&コンサルティング | 五十嵐敬喜氏 |
| (2) サブプライム問題とバーゼルII | | | |
| | 報告者 | 金融庁 | 氷見野良三氏 |
| (3) クレジット市場危機：その展開と金融理論へのインプリケーション | | | |
| | 報告者 | 東京大学 | 植田和男氏 |

2. 自由論題 <10:00~12:15>

A会場(311教室 3号館1階) セッション：金融市場の実証(2)

- | | | | |
|--|-----|---------|-------|
| | 座長 | 広島大学 | 矢野順治氏 |
| (1) The Firm-Specific Volatility of Stock Returns, Credibility of Management Forecasts, and Media Coverage: Evidence from Japanese Firms | | | |
| | 報告者 | 長崎大学 | 阿萬弘行氏 |
| | 討論者 | 早稲田大学 | 首藤 恵氏 |
| (2) 役員報酬と企業業績の関係：銀行派遣役員の役割の視点から | | | |
| | 報告者 | 大阪大学 | 坂和秀晃氏 |
| | | 大阪大学大学院 | 渡辺直樹氏 |
| | 討論者 | 早稲田大学 | 広田真一氏 |

- (3) 日本の大企業（東証一部上場企業）のキャッシュフローと資本コスト認識に関する長期時系列分析（1960年代～1970年代）－その経路とコストの検証－

報告者	千葉商科大学	武見浩充氏
討論者	中央大学	奥山英司氏

C会場 (312教室 3号館1階) セッション：アジアの金融

座長	一橋大学	小川英治氏
----	------	-------

- (1) Microfinance as a Strategy for Economic Development and the Pathway out of Poverty: The Provision of Financial Service for the Poorest of the Poor

報告者	佐賀大学大学院	N. P. Dammika Padmakanthi 氏
討論者	立命館大学	荒川宜三氏

- (2) On the Problem of Indonesia's Financial Stability: Harnessing the Central Bank Independence

報告者	佐賀大学大学院	Syafriadi Adwan 氏
討論者	神戸大学	三重野文晴氏

D会場 (321教室 3号館2階) セッション：金融政策

座長	神戸大学	北野重人氏 ¹²⁾
----	------	----------------------

- (1) 低インフレ下における最適金融政策ルール－開放経済モデルへの拡張－

報告者	神戸大学大学院	井田大輔氏
討論者	日本銀行	須合智広氏

- (2) 操作変数の線形性問題を考慮したインフレーション・ターゲティング政策－連続時間モデルによる分析－

報告者	東北大学大学院	荒井壮一氏
討論者	日本銀行	寺西勇生氏 ¹³⁾

- (3) 金融の量的緩和政策は効果があったのか

報告者	大和総合研究所 内閣府	原田泰氏 増島稔氏
討論者	大阪大学	本多佑三氏

E会場 (322教室 3号館2階) セッション：時系列的分析

座長	成城大学	明石茂生氏
----	------	-------

- (1) 住宅金融政策の効果に関するVAR分析

報告者	日本大学	廣野桂子氏
討論者	名古屋大学	家森信善氏

- (2) 両大戦間期日本の長期金利指標：東京株式取引所における上場国債の価格データを用いた推計

報告者	神戸大学	鎮目雅人氏
討論者	日本大学	寺西重郎氏

- (3) 日本における長短金利差の将来の経済状態に対する先行指標性についての構造変化を考慮した検証

報告者	宮崎産業経営大学	中尾田 宏氏
	大阪大学	福田佑一氏 ²⁾
討論者	神戸大学	宮尾龍蔵氏

3. 昼食 <12:15~13:15> 学内の食堂はすべて休業しておりますのでご注意ください。

4. 共通論題 <13:15~16:00>

F会場 (003 教室 3号館地下1階)

建物正面に向かって右端にある大階段を利用して地階に降りて下さい。

金融イノベーション ―― 決済システムの新展開 ――

金融分野でのイノベーションは、情報通信技術の進展と制度改革の動きの中で、決済分野でも電子マネー、電子記録債権などの新展開を見せているが、これらを多面的に議論する。

- | | | | |
|-----|-----------------------------------|-----------|-------|
| | 座長 | 慶應義塾大学 | 池尾和人氏 |
| (1) | 電子マネー：金融機関の戦略上の位置づけ ⁸⁾ | | |
| | 報告者 | 三菱東京UFJ銀行 | 嶋田 大氏 |
| (2) | 電子マネー：リテール決済のイノベーション | | |
| | 報告者 | 麗澤大学 | 中島真志氏 |
| (3) | 電子記録債権と金融のイノベーション ⁹⁾ | | |
| | 報告者 | 立命館大学 | 大垣尚司氏 |
| (4) | 電子記録債権制度の活用について ¹⁰⁾ | | |
| | 報告者 | 経済産業省 | 小宮義則氏 |

(プログラム委員会)

浅井良夫 (成城大学)	内田真人 (成城大学)	小川英治 (一橋大学)
勝悦子 (明治大学)	金子隆 (慶応義塾大学)	鴨池治 (東北大学)
栗原裕 (愛知大学)	佐々木百合 (明治学院大学)	鹿野嘉昭 (同志社大学)
首藤恵 (早稲田大学)	高橋豊治 (中央大学)	地主敏樹 (神戸大学)
春井久志 (関西学院大学)	晝間文彦 (早稲田大学)	福光寛 (成城大学)
本多佑三 (大阪大学)	堀江康熙 (九州大学)	村本孜 (成城大学)
矢後和彦 (首都大学東京)	矢野順治 (広島大学)	

印刷版との異同について

誤植あるいはご本人からの申し出により以下のように修正します。

- 1) p6 学生活活性化 → 学会活性化
- 2) p6 中京大学 → 中部学院大学
- 3) p.7 金融不安定化 → 金融不安要因
- 4) p.8 適正 → 適性
- 5) p.8 報告者追加
- 6) p.8 報告者追加
- 7) p.11 報告者追加
- 8) p.11 論題追加
- 9) p.11 電子記録債権制度の活用について → 電子記録債権と金融のイノベーション
- 10) p.11 電子記録債権と金融のイノベーション → 電子記録債権制度の活用について
- 11) p. 7 地主敏樹氏 → 北野重人氏
※ 討論者が交代いたしました。
- 12) P.10 地主敏樹氏 → 北野重人氏
※ 座長が交代いたしました。
- 13) P.10 板垣有記輔氏 → 寺西勇生氏
※ 討論者が交代いたしました。

サブプライム問題からみた中央銀行の課題

日本銀行 雨宮正佳

サブプライム問題の本質は金融バブルの発生と崩壊であり、その限りでは歴史的に繰り返されてきた現象である。したがって、中央銀行の課題といってもこれまで繰り返し問われてきたものも多いが、同時に、セキュリタイゼーションやグローバルイゼーションといった環境変化や、インフレーション・ターゲティングに代表される昨今の金融政策思想との関連に着目すると、今日的な観点からの課題も浮かび上がってくる。本報告では、サブプライム問題発生以降の主要国中央銀行の政策運営を振り返るとともに、そこから得られる課題を整理する。

1. サブプライム問題の捉え方

- ほんとうに21世紀型か？
- 本質は金融緩和長期化のもとでの「資産価格バブルの発生と崩壊」
- グローバルな視点（原材料市況高騰、一部途上国の過熱現象等との関係）

2. 主要国中央銀行のこれまでの対応

- (1) 流動性の供給
- (2) 金融調節手段の進化
- (3) 金融緩和

3. 中央銀行の課題

- (1) 金融政策運営における資産価格の位置づけ
 - 事後対応重視戦略か事前対応重視戦略か？
- (2) 金融政策とプルーデンスポリシー
 - 二分法の限界
 - 中央銀行のオーバーサイト・モニタリング機能の重要性
- (3) インフレーション・ターゲティングを巡る問題
 - シングル・オブジェクティブ思想の功罪
- (4) 流動性管理と金融政策
 - 金利誘導だけが金融政策か？
 - 流動性管理の国際的側面

サブプライム問題と証券化—実務の視点

九州大学 小西龍治

以下のような視点に基づき、今回のサブプライム問題を論じる。

- ① 証券化のトラップ
- ② 時価主義の自家撞着
- ③ 日本の銀行のマネジメント力

信用リスク情報のパフォーマンス評価

日本大学 黒沢 義孝

資本市場における企業・政府・ABS等の信用リスク情報は、主として格付会社によって生産される。サブプライム関連証券（RMBS・CDO等）に対する格付け情報（信用リスク情報）の殆どはムーディーズ、S&P、フィッチによって提供されているが、情報の正確性について大きな問題を抱えている。格付け情報のパフォーマンス（正確性の程度）は、累積デフォルト率、格付け変更トランジション、市場利回りと格付けの関係の3要素を総合して判断される。累積デフォルト率は格付会社が予定した、あるいは過去の実績として示した格付け別デフォルト率を中・長期にわたって維持できるかどうかによって判断される。格付け変更トランジションは初期格付けからの変更率が一定の範囲内に納まっているかどうかである。頻繁に変更すれば累積デフォルト率の乖離を小さく保つことができるが、投資情報としての価値が減少してしまう。市場利回りと格付けの関係は、格付会社の出す信用リスク情報が市場の利回りとしてどの程度受け入れられているかを示すものである。

米国の2大格付会社（ムーディーズ、S&P）は数度の例外を除いて、過去100年にわたってこの3要素を概ね満たしてきた。しかし、今回のサブプライム関連証券（ストラクチャード証券）に対する格付けは、2007年7月以降、大幅な格下げが行われ、格付け変更トランジションに関するパフォーマンスを悪化させている。累積デフォルト率については、少なくとも1年程度の実績期間が必要であるので08年8月に発表される数値を待たなければならないが、これまでの実績からかなり大きく乖離することが予想される。市場利回りについても、同じ格付けクラスの他のストラクチャード証券と比較して、サブプライム関連証券の利回りは高い金利が付けられていたといわれており、それがサブプライム証券の売れ行きを急増させた理由のひとつになっていた。

サブプライム関連証券の格付けパフォーマンスが悪化した原因は、格付けの手法と格付会社の法人形態にあると考えられる。格付けの手法について、サブプライム証券などストラクチャード証券の格付けは原資産（個々のローンなど）を標本とする統計的、金融工学的手法によって行われるが、標本の質的变化（規制緩和など）に対するフォローが後追いになる宿命を負っている（変化後、ある程度の期間が経たないと標本が採れない）。格付会社は「2006年格付機関改革法」（米国）、「内閣府例」（日本）などによっていくつかの規制を受けるが、利潤・株価最大化を目的とする株式会社としての性格を制約するものではない。従って、格付会社の主要収入源である被格付会社が、格付会社から好意的な評価を受ける潜在的可能性は排除できない。ストラクチャード証券についても、社債格付けのようにアナリストが信用リスクの発生源について定量的・定性的に注意深く判断する方法を格付け手法の中に組み込むことが必要であり、格付会社の法人格についても格付けの公共性と私企業との調和を考慮する必要がある。

Are Local Banks Needed for Local Economic Growth? Evidence from Japan's Lost Decade

早稲田大学大学院 大熊 正哲

地域金融機関の破綻は、地元企業の直面する外部資金コストの上昇を通じて、地域の経済成長を長期にわたって抑制する。本稿の目的は、この仮説の妥当性を実証的に検証することにある。本稿の主なファインディングは以下である。金融機関の破綻により、銀行依存的な産業部門ほど、そうでない産業部門に較べて成長が阻害される。さらに地域金融機関の破綻が成長率に与える負の影響は、相対的に所得が低く、あるいは銀行部門のあまり発達していない地域で大きい。本稿ではいくつかの方法によって推計結果の頑健性を検証しており、このような推計結果が逆の因果性 (reverse causality) や過少定式化、あるいは外れ値 (outliers) の影響によってもたらされた可能性は小さいことが示される。以上のような本稿の分析結果は、不完全な資本市場における銀行信用の特殊性を強調する、いわゆる「レンディング・ビュー (lending view)」と整合的である。また地域金融機関と地元企業の長期継続取引関係がエージェンシー・コスト (agency cost) の低下という経済的価値をもつこと、および日本の銀行貸出市場がおおよそ都道府県レベルに分断されていることも同時に示唆される。

JEL Classification Numbers: E44, G21, O16

Keywords: Banking Crisis, Bank Lending Channel, Local Growth

「失われた10年」の債権放棄：

メインバンクの超過負担からのインプリケーション

千葉商科大学 鯉淵 賢

伝統的な日本の銀行-企業間関係を巡る議論では、顧客企業の財務危機時にメインバンクがどの程度積極的に企業救済を主導するかは、銀行-企業間関係におけるメインバンクの「名声の維持」の問題として考えられてきた。本稿では、協力ゲームの理論の枠組みを用いて、1990年代後半以降の主要な債権放棄事例におけるメインバンクの債権放棄負担の決定要因を分析し、次に1998年から2005年にかけての日本の主な上場企業の債権放棄事例をサンプルにして回帰分析を行った。そして、サンプル事例間で観察されるメインバンクの超過負担の程度の相違は、債権放棄前までのメインバンク関係の親密度と統計的に有意な相関を示していることを見出した。本稿の結果は、債権放棄時に観察される超過負担の大きさが債権放棄交渉におけるメインバンク主導の程度を表す指標であることを示すと共に、日本の伝統的なメインバンク主導の古い企業救済のルールが、金融自由化を経て大きく変貌した2000年代初頭に至っても大企業の債権放棄事例においてさえ広く適用され続けたことを強く示唆している。

キーワード：債権放棄, メインバンク, 名声

市場型間接金融に関する一考察

日本大学 亀谷 祥治

1. (研究の背景) 経済のグローバリゼーションを前提に、金融においても間接金融から直接金融へのシフトが論じられて久しいがその潮流は遅々たるものである。そこで、市場型間接金融を中心として、間接金融、直接金融の並存という複線型の金融構造が現実的であると考えられるので、本稿では、市場型間接金融を前提としたインフラ整備及び金融機関の経営戦略考察を目的とする。2. 研究フレームワークとしては、第1に、従来の相対型の間接金融、市場型間接金融及び直接金融の異同を議論する。第2に市場型間接金融を中心としたインフラ整備に関して議論する。第3に、市場型間接金融を中心とした金融構造を前提に、金融機関はどのような経営戦略を講ずるべきか検討する。3. 本稿は従来型間接金融、直接金融も含めて市場型間接金融を中心とした複線の金融環境を前提とし、投資信託、シンジケート・ローン、プロジェクトファイナンスを中心とした金融機関経営戦略をポートフォリオ型、シナジー型の多角化に2分して議論していることに、新規性があると考えている。4. (分析結果の概要) 第1に、従来の相対型の間接金融、市場型間接金融及び直接金融の異同を明らかにしたが、従来型の相対型の間接金融では、利鞘ビジネスの域を出ず、閉塞感があり、直接金融ではリターンを享受できるが、リスク分散をいかに考えるかの投資技術が前提になることから、市場型間接金融を中心とした相対型間接金融、直接金融並存の複線型金融システムが日本の金融にとって最適のシステムであると考えられる。第2に市場型間接金融を中心としたインフラ整備は、証券市場、債券市場及びその周辺ビジネスの整備、ポートフォリオ的発想の啓蒙、蓄積が重要である。第3に、市場型間接金融を中心とした金融構造を前提に、金融機関の経営戦略は、多角化に際して、シナジー型ではなく、ポートフォリオ型を選択することが期待され、情報生産機能、審査機能の深化も重要である。5. (結論の考察と今後の課題) 市場型間接金融中心を前提として、金融機関の経営戦略として、利鞘ビジネスから投資銀行への展開が重要であり、その前提となる人材の育成強化、各種市場インフラの整備が課題となろう。と同時に、シンジケート・ローン、プロジェクトファイナンスいずれの場合においても、市場メカニズムを導入するが、リレーションシップ・バンキングによる情報の非対称性軽減は重要である。

不確実なマクロ経済環境における銀行の貸出行動

中央大学大学院 北村 仁代

本稿では、Baum et al.(2005)の研究を基に、マクロ経済の不確実性が、邦銀の貸出行動にどのような影響を及ぼすのかについて分析した。Baum et al. (2005)のモデルでは、銀行の経営者は、不完全な情報に基づいて将来の経済環境を予測しながら、自行の資産ポートフォリオを常に最適な状態、すなわち、リスクと期待収益が自行の効用を最大にするように保っている。このような枠組みを利用することで、最適なポートフォリオ選択の際に、マクロ経済の不確実性の影響を考慮することができる。そして、この最適化問題を解いた結果、マクロの不確実性が増大すると、銀行の貸出行動はより類似したものになるという関係を得ることが出来る。すなわち、マクロ経済の不確実性が増大すると、銀行の経営者が得る、将来の貸出からの期待収益を予測するために必要な情報にノイズが混じる。このノイズは、各期の銀行の総資産に占める貸出比率の分散に対して、負の影響をもつ。各行の貸出比率の分散が小さくなるということは、各期に貸出にまわす資産の配分のバリエーションが少ないことを意味する。その結果、各銀行は、同じような貸出行動をとることになるのである。このように、各行の貸出行動が歪められると、経済全体として最適な貸出が行われないという結果をまねく。

この関係を実証的に検証するための方法は次の通りである。マクロ経済の不確実性の代理変数は、消費者物価指数を用いて、GARCH モデルで作成した自己相関条件付不均一分散とする。銀行間の貸出行動の類似性は、総資産に占める貸出比率の横断的分散を指標とした。1975年から2007年までのデータを用いて、貸出比率の横断的分散を GARCH モデルで作成した不確実性の代理変数の分散に回帰した結果、わが国においても、これらの期間において、マクロ経済の不確実性が銀行の貸出行動に負の影響を及ぼすことを確認することができた。これは、既存の研究で実証されているような、邦銀の貸し渋りや、横並び行動の存在を、異なる側面から説明する結果であるとも言える。

こうした結果は、金融政策の観点からも、マクロ経済の変動を出来る限り抑えていくことが、銀行を通じた資金の供給を最適なものにするために不可欠であることを示唆する結果となった。

クレジット・スコアリングは万能か？

慶應大学大学院 蓮見 亮
法政大学 平田 英明

本研究では、この数年で急速に一般化してきたスコアリング貸出の定量的な情報を用いて、金融機関経営へのインプリケーション、スコアリング貸出市場の今後の拡大の可能性を検証する。スコアリング貸出とは、いわゆるトランズアクション型の一種であり、統計学的手法により構築されたスコアリング・モデルによって推計されたデフォルト確率を基準として貸出手法である。日本においても中小企業金融の一環として、現在では幅広く活用されている。本稿では、実際の貸出に最も幅広く利用されてきたモデルの一つである Moody's KMV RiskCalc モデルを利用して、分析を進める。

金融機関の貸出行動をモデル化して Moody's モデルのパフォーマンスを確認すると、売上高経常利益率等の単独の財務指標によって貸出の可否を判断するよりも、良好なパフォーマンスが得られることが判明した。しかし、良いスコアを得ていたにもかかわらずデフォルトを起こした企業に注目し、その要因を計量分析すると、自己資本比率、売上高対支払利息比率等といったデフォルト予測力の高い財務指標に対して、モデル内で与えられていたウエイトが不十分であることが明らかとなった。

スコアリング貸出の利点の一つは、リスクをスコアとして数値化することにより、リスクに応じたスプレッドの設定が可能にある。理論的にいえば、一般的な仮定のもとでは、リスクに応じた貸出金利を設定したほうが、最適な貸出規模は拡大する。そこで、スコアが金融機関の認識するデフォルトリスクに擬制できると仮定して、財務諸表上で計算される借入金利を被説明変数として回帰分析を行った。すると、デフォルトすべき企業に対し、リスクに応じた程度程度の金利上乗せがなされていることが示された。

スコアリング貸出の最大の障害は、各企業が提出する財務諸表の信頼性にある。デフォルト前の財務諸表から計算される有利子負債とデフォルト後に判明した有利子負債との比率に着目すると、事前によりモデルを得ていたにもかかわらずデフォルトを起こした企業には、負債の比率の乖離幅が増加方向に顕著に大きい企業が多いことが判明した。このような企業が全て粉飾を行ったとはいいがたいが、粉飾企業も少なからず含まれている可能性が示唆された。審査コストの削減はモデル適用の大きな利点であるといわれるものの、スコアリング貸出をより採算のとれるビジネスにするためには、小野(2007)が指摘するように、事前の面談やモニタリングなどのコスト負担は避けられない。

企業の収益発表のイベント・スタディ

- 銀行貸出依存度による市場の反応の違い -

一橋大学大学院 石川 雅也

本稿では、企業の収益発表に対する株価のイベント・スタディを通じて、銀行のモニタリング機能と救済機能についての市場の認識についての考察を行う。市場投資家は、企業の将来の収益性を正確に知ることができないため、企業による収益発表は投資家にとって、企業評価を修正させるような新情報公開のイベントとなる。しかし、企業のガバナンス体制が悪く、モニタリングが起用していない場合、企業・投資家間には、将来の収益性に関する不確実性の問題に加えて、モラル・ハザード問題が生じていると考えられる。そして、モラル・ハザードの問題は企業の収益構造を本来の収益性から歪めてしまうため、モラル・ハザードに直面している企業の収益結果は、本来の収益性とモラル・ハザードによる影響の両者を含んだものとなる。その結果、モラル・ハザード問題は、収益発表の企業価値に関する情報としてのインパクトに影響を与える可能性がある。

もし、モラル・ハザードが各企業本来の収益力に関する企業間の差を小さくしてしまう場合、モラル・ハザードは収益発表の将来の収益性に関する情報としてのインパクトを小さくし、逆に収益力に関する企業間の差をより鮮明にする場合、収益発表のインパクトは大きくなると考えられる。本稿ではこのような仮説に基づき、イベント・スタディの手法によって計測される収益発表に対する株式異常収益率への、モラル・ハザード問題の程度、銀行によるモニタリングの程度の違いによる影響を分析する。また、銀行に救済機能が存在する場合、市場予想より悪い収益発表に対する反応が銀行依存企業では、そうでない企業より株価は悪く反応しないと考えられる。これらの銀行の個別の機能に基づいた仮説を立てての実証分析は、これまで「銀行貸出の特別性」に関する検証として多く行われてきたローン・アナウンスメントに対するイベント・スタディではなされていない。

実証分析の結果、収益発表に対する株価の反応はモラル・ハザード問題の程度が大きいと考えられる企業ほど大きく、銀行借入れ依存度が高い企業ほど小さくなることが観察された。これは銀行のモニタリング機能仮説と整合的な結果である。また、救済機能仮説と強く整合的な結果が観察された。すなわち、収益発表がバッド・ニュース（事前の予想より悪い結果の収益発表）であった場合において、銀行依存企業はそうでない企業に比べ株価は有意に好意的に反応する。また、この結果以外に、収益発表前後三日間においてニュースの種類に関わらず、総じて高い株式異常収益率が観察されており、それについての更なる分析が今後必要であると思われる。

日本企業の事業多角化と内部資本市場の役割

神奈川大学 土村 宜明
日興フィナンシャル・インテリジェンス 杉浦 康之

多角化企業の低生産性問題、いわゆるコングロマリット不経済 (conglomerate discount) 問題の要因は何かという問題に対して、米国ではここ10年余り、学術、実務を問わず多くの関心が寄せられてきた。その研究過程でマイナス要因が企業内の内部資本市場の非効率性にあるのではないかとの方向に進んでいる。日本でもこのテーマに関する研究はいくつか行われ始め、総じて米国と同じコングロマリット不経済が報告されている。しかし、計測方法には問題も含まれているので、本稿はその問題点を改善した上で再検討することを目的とする。これまで内部資本市場の非効率性の検証は、資本利潤率 (ROAなど) やトービンの q を指標として行われることが多かった。しかし同じ規模、効率性の資本ストックを用いてもより多くの労働量を用いればそれら指標は高くなり、効率的に見える。また労働力は同じでも何らかの理由によって賃金が低い場合にも同様に利潤率、トービンの q は高くなる。しかしこれらの要因による高利潤率、高 q は当然ながら資本ストックの効率的な利用のされ方を表すものではない。そこでこれら困難性を克服するため、資本配分が生産関数を通して企業の付加価値に与える効果を検証し、その内部資本市場の効率性を評価することにした。

最初に、事業多角化の形態が付加価値に与える効果、次に内部資本市場による資本配分の効果を推計した。多角化の形態自体の効果としては、セグメント q の分散度とセグメント数が企業の付加価値に与える効果によって検証した。前者だけに有意に負の効果を検出され、事業の多角化は、セグメント間の投資機会の収益性に差があるほど大きなマイナス効果を持つことが明らかになった。この結果は、日本企業にとって収益力に差のある業種にまたがりすぎる多角化は非効率であるが、セグメント数の多少は効率性に影響しないことを示している。次に、資本配分の代理変数として、売上高を加重した各セグメント q の分散度を説明変数とした推計によって、日本企業の内部資本市場が効率的かどうかを検証した。この結果、内部資本市場によるセグメント間の配分格差が大きいほど、付加価値が高まることが明らかになった。以上のふたつの推計結果から示唆されることは、投資機会のバラツキ度に比して、相対的にセグメント間の資本配分格差が大きい企業ほど効率的だということである。

銀行の貸出と企業の設備投資：

中国の上場企業における投資の負債感応度

法政大学大学院 袁 媛
東京大学 元橋 一之

本研究では、2001～2006年の中国の上場企業について、総負債比率と銀行借入比率が設備投資に及ぼす影響が存在するのか、そして、投資機会の異なる企業の設備投資への影響が異なるのかについて分析を行った。その結果、総負債比率（銀行借入比率）の企業設備投資に与える負の影響は、中国の上場企業にも存在することが明らかになった。また、総負債比率（銀行借入比率）が成長企業よりも成熟企業の方に強い負の影響を与えており、総負債比率（銀行借入比率）が企業の過剰投資を抑制していると思われる。さらに、総負債比率よりも銀行借入比率の方が企業の設備投資への影響が強く、特に成熟企業の投資を抑制する効果が強いという結果も見られたため、中国では銀行がほかの債権者より企業の投資活動を強く監督しているのではないかと考えられる。

金融危機後の東南アジアの投資環境

—インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイの投資関数の推計—

一橋大学大学院 竹 康至

アジア金融危機後に、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイの ASEAN 4 各国では、中央銀行改革、プルーデシヤル規制の強化、上場企業のガバナンス強化など、金融改革が行われ、大きく投資環境が変化した。金融危機後の実物経済に関しては急激な回復が認識される一方で、投資環境がどのような状態にあるのかについては、ミクロ金融理論を背景にした十分な計量分析が行われては来なかった。

金融危機前の東南アジアの企業金融では、先進国と同様の傾向が観察される一方で、企業グループなど、リレーションシップ・バンキングの影響が観察されてきた。金融危機時に、これらの銀行と企業間のリレーションシップはクローニー・キャピタリズムであり、金融危機の遠因の一つになったことが指摘され、ASEAN4 各国では金融・ガバナンス改革を促進することとなった。多くの先行研究が制度的な変遷を分析し、東南アジア 4 各国では金融政策に大きな変更が見られ、企業の金融行動に変化があることが予想される。

しかしながら、金融危機後の企業金融を計量的に評価した研究は多くは無く、クロスカントリーで計量分析する研究も多くは存在しない。特に金融危機後の ASEAN4 各国の投資環境の状況を、クロスカントリー分析によって明らかにするものは存在していない。

そこで本稿では、金融危機後の ASEAN 4 各国上場企業のパネル・データを用いて、トビーン Q を用いた投資関数を推計し、各国の投資環境を分析した。本稿の分析結果は、投資機会に対して投資が行われており先進国と同様の投資行動をとっていると言える半面、資金調達手段が投資水準に強く影響を与えており、ASEAN4 各国の金融部門は十分に円滑であるとは言えないこと、大企業の投資行動が抑制されており、調達資金の規模にあった資金調達手段が存在しないこと、各国のそれらの効果に相違があり、金融部門の状態が投資行動に影響を与えている可能性を示唆している。

JEL Categories: G31, G32, G38, O16

Keywords: 企業金融, 投資関数, インドネシア, マレーシア, フィリピン, タイ

New evidence on the volatility spillover between Chinese and major international stock markets: A causality-in-variance approach

一橋大学大学院 Sichong Chen

一橋大学大学院、南開大学大学院 Cheng Liu

This paper employs the CCF and multivariate GARCH (in the form of BEKK) approaches to investigate the causality-in-variance linkage between Chinese stock markets and major international stock markets by using the daily data of recent two years. We find surprisingly that there is significant empirical evidence to show that the A-shares market of China caused the international major markets in variance, indicating the volatility spillover from the former to the latter, while there appears no feedback in variance in the reverse direction. This result implies that China has been entering a new phase, not only in the field of international trade, but also in global financial markets. We can also observe that the patterns of the information transmission from China's stock market to major international markets are quite the same way. In particular, our results provide evidence to show immediate causal effects in variance from the A-shares market of China to major international markets within the same trading day, as well as with some lags, three trading day's lag for the U.S market, and four trading day's lag for remaining international markets. These results seem to suggest that investors in international markets may need some time to evaluate the new information occurred in the A-shares market of China to be reflected in stock prices of the global markets. Our results also verify the leading role of the U.S. in the global markets. In contrast, B-shares and H-shares indices of Chinese enterprises, in which more international investors participate, are not only affected by the A-shares, but also significantly sensitive to the U.S. market. The inconsistent results compared with the A-shares index seem to imply that there may be remarkable distortion in the information enclosure and underestimated risks in the A-shares market of mainland China, allowing potential room for sudden adjustments. Unfortunately, this market still seems to be climbing independently, which may put the swarming participants into the potential accumulating risk. Therefore, the regulatory institution and investors in China should be more alert to the potential danger.

An Empirical Analysis of Stock Prices in Major Asian Countries

福岡女子大学 張 艷

The Asian financial crisis that occurred in 1997 had various influences on not only Asian countries but also the world economy through the exchange rate, the stock market and other elements. Ten years have passed after the Asian financial crisis, and the capital inflows and outflows of the Asian stock markets continue in expectation of high Asian economic growth. In this paper, interdependence in stock price movements among the Asian countries such as Japan, Singapore and China from 1990 to 2007 is analyzed by examining the correlation coefficients, impulse response and forecast error variance decomposition of stock indexes. Furthermore, the influence of the Asian financial crisis on the Asian stock markets is also analyzed. Based on the analysis results, suggestions for the Asian stock markets and the desirable Asian economic relationships in the future are considered.

From the analysis, it has been revealed that interdependence in stock prices among the Asian countries has risen after the Asian financial crisis. In addition, it was found that the Chinese stock market has played an important role in the Asian stock markets.

Key Words: Stock Price, Asian Stock Markets, Asian Financial Crisis

アメリカにおける異業種の銀行業参入と

インダストリアル・ローン・カンパニー

大阪市立大学大学院 高山 浩二

アメリカでは、1999年のグラム・リーチ・ブライリー法（以下、GLB法）の制定と前後して、インダストリアル・ローン・カンパニー（以下、ILC）の資産規模が急激に拡大している。元来、ILCは、勤労者に対する貸付を目的として設立された金融機関である。現在のILCは、銀行持株会社法においては銀行と規定されていないが、実質的には銀行と同様の機能を果たし、預金保険が適用されるという特殊な存在となっている。

ILCの資産の大部分を保有しているのは、メリル・リンチやモルガン・スタンレーといった金融サービス会社である。アメリカでは、GLB法の制定によって金融持株会社を用いた金融統合が可能となったが、上記の金融サービス会社は、金融持株会社ではなくILCを通じて実質的に銀行業に参入したのであった。金融サービス会社は、FRBの監督を回避しながらも、ILCを通じて銀行業に参入することができたのである。

また、ILCは一般事業会社による銀行業参入の経路にもなっている。アメリカでは、歴史的に銀行業と一般事業会社との分離がはかられてきた。しかし、ILCは銀行と規定されていないため、一般事業会社がILCを保有することは制限されない。そのため、GE、BMWやToyotaといった一般事業会社がILCを通じて実質的に銀行業に参入している。

一般事業会社のなかでも、とりわけウォルマートやホーム・デポといった小売大手によるILC免許取得の動きは、銀行業界や議会に大きな衝撃を与えた。アメリカでは、歴史的にユニット・バンキングを採用してきたため、現在でも小規模銀行が散在している。それに対して、ウォルマートやホーム・デポは1990年代以降、急激に店舗数を増やしており、2005年時点でウォルマートの国内店舗数は3617にのぼる。このように、巨大な店舗網を保有する小売大手の銀行業参入は、既存の銀行にとって大きな脅威となる。そのため、アメリカでは日本やイギリスとは対照的に、小売業による銀行業参入を阻止する動きが続いている。

現在のILCは、金融サービス会社や一般事業会社による銀行業参入の手段として活用されており、その結果、資産規模が急激に拡大したのであった。議会などではILCに関する議論が進められており、今後、ILCを通じた金融統合や銀行業と一般事業会社との結合問題にいかなる対応がとられるのか注目される。

米国金融システムの二面性

～メインストリート金融の存在意義～

茨城大学 内田 聡

米国の金融システムは、マネーセンターを拠点に全米・国外の資金が取引されるウォールストリート金融と、地域を拠点に地域の資金が取引されるメインストリート金融から形成されるが、前者に比べ後者の分析は必ずしも十分ではない。1990年代の規制緩和でメインストリート金融にもメガバンクの攻勢が続く一方、通常の認識とは異なり、多くの地域で地元金融機関が事業向貸出で大きなシェアを持っている。地域経済に意味のある中小企業でも、メガバンクではその価値を理解して貸し出すにはしばしば採算が合わない。換言すれば、コミュニティに根付き、ソフト情報を人的・組織的に獲得・活用できる地域金融機関が不可欠である。地域金融機関は市場経済で活動しているが、慣行や政策にも支えられている。この支えは価値観を市場論理以外にも求めるコミュニティの反映でなければならず、地域金融機関は自己保身だけにこれらを用いればその行き場を失うことになる。米国の金融システムは市場論理と非市場論理という二面性を持ち合わせており、ウォールストリート金融が主に市場論理で機能するなかで、メインストリート金融の存在意義は市場論理とコミュニティの要請を調和させるところにある。米国金融システムの全体像の把握には、こうしたメインストリート金融の理解が欠かせない。

* 報告者は05年8月～08年2月の間に6度にわたり、米国の6州15市の、銀行、貯蓄金融機関、クレジットユニオン、規制当局、銀行協会、大学など計40数ヶ所で調査を行ったため適宜言及したい。

粘着価格・賃金モデルからみた日米のインフレ圧力

みずほ総合研究所 鈴木 将寛

ここ数年間、政策当局や市場の経済予測において、需給ギャップの改善が示唆するほどインフレ圧力が高まらないという事態が生じた。この背景には、労働形態の多様化や労働者の年齢構造の変化等により、賃金の動きが緩慢に推移したことがあると考えられる。インフレ決定理論として有力な「粘着価格モデル」(ニューケインジアン・フィリップス曲線(NKPC))では、需給ギャップと賃金が同方向に動くと仮定され、需給ギャップの改善がインフレ圧力を生じさせる。これに対して、ここ数年は需給ギャップと賃金の動きが乖離し、インフレ率は上昇しなかった。

インフレ率と需給ギャップ、賃金の相互依存関係を明らかにすることは必ずしも容易ではないが、「粘着価格モデル」を改良することによってNKPCの枠内で賃金独自の動きをインフレ率に反映させることは可能である。価格の粘着性と同様に、Calvo型の設定によって賃金の粘着性を仮定した「粘着価格・賃金モデル」では、インフレ率を説明する変数として、「粘着価格モデル」に含まれる)期待インフレ率と需給ギャップのほかに実質賃金ギャップが含まれる(Erceg, Henderson, and Levin (2000))。

80年代以降の日米のデータを用いて「粘着価格・賃金モデル」を推計すると、日米ともに「粘着価格・賃金モデル」は一定のパフォーマンスを示すとの結果が得られた。特に、日本についてはGDPデフレーターとコアCPI(米国基準)のどちらを用いて実質賃金ギャップを計測した場合にも良好な結果が得られ、「粘着価格・賃金モデル」の有効性が示された。「粘着価格・賃金モデル」が示す実質賃金ギャップのインフレ率への影響は、我々が金融政策の判断において賃金動向に十分な注意を払い、かつ賃金構造の変化への理解を深めることの重要性を示唆しているように思われる。

『特別報告』

「グローバル化と金融規制：BIS 規制、サブプライム、投資ファンド」

一橋大学 清水 啓典

米国でのサブプライム問題を契機として、金融システムの国際的連関やリスク管理上の課題が明らかになり、様々な投資ファンドの拡大も注目を集めている。このような世界的な金融市場の変化をグローバル化と金融規制の視点から考えてみたい。

現在生じている多様な問題の根元が BIS 規制にあると考えれば、全ての変化は容易に理解できる。大きな資本市場を持つ米国の銀行は BIS 規制への対応として、分母圧縮のための証券化を始めとする **Unbundling** や **Off-Balance** 化が進展した。証券化された貸出債権のリスクは銀行の手を離れて、リスク負担能力のある多数の投資家により分散して保有されるので、リスクが顕在化しても金融システムはより安全である、と信じられてきた。

しかし、今回明らかになったのは、銀行からの証券化商品の買手への多額融資や、買手自身が銀行の実質的の子会社や他の銀行であるなどによって、そのリスクが銀行システムから切り離されていなかった事実である。銀行が設立した **SIV** の連結基準も明確でなく、銀行の健全性を維持するはずの BIS 規制が、結果的に銀行システム全体のリスクを見えない形で増幅する結果を生んでいる。

BIS 規制はまた、高収益の見返りにリスクが可能な投資家の資金を、リスク資産の保有を制限せざるを得ない銀行から、株式保有制限や自己資本比率規制のない投資ファンドに移動させ、近年の投資ファンド成長の誘因ともなっている。規制がなく数人で何兆円もの資金を運用して高収益を得る投資ファンドも、そこに銀行が大規模融資を行っていれば、**LTCM** 破綻の場合のように、破綻すれば結果的に政府は何らかの救済措置を採らざるを得ない。複雑かつ密接に関連し合う金融システムの中で、狭義の銀行だけを対象とし自己資本比率のみを基準に健全性維持を狙って 20 年以前に構想された BIS 規制の限界が、今日の金融技術の進歩とグローバル化の中で表面化してきたと考えるべきである。

また、たとえ直接的には銀行でなくとも、証券会社等の大規模な金融機関の経営危機に対しては、銀行に深刻な影響が及ぶため何らかの公的支援が行われざるを得ない。金融市場と資本市場は切り離されているわけではないので、資本市場は銀行システムよりもリスク負担能力があると想定はナイーブすぎる点も明らかになった。

それ以上に問題なのは、サブプライム問題の最大の被害者たる、当初有利に見える融資条件で融資を受け結果的に住居を失った人々の存在である。日本では銀行が損失を負担した結果、バブル崩壊後もホームレス問題は発生していない。銀行を中心とする間接金融システムは深刻な危機に直面したが、マクロショックに対する社会的リスク負担という大きな役割を果たしたことになり、アジア型金融システムの再評価も検討されるべき課題である。

金融市場のグローバル化と規制について、データを示しつつ問題提起を行う予定である。

日本金融学会 2008 年度春季大会
成城大学：2008 年 5 月 17 日

日本金融学会活性化パネル

— 討論のための資料 —

花輪俊哉 (一橋大学)
千田純一 (中部学院大学)
村本 孜 (成城大学)
筒井義郎 (大阪大学)
座長 春井久志 (関西学院大学)

I 「学会活性化WG答申」評価

- 1 日本金融学会の現状についての認識・評価
- 2 「活性化」の方向性：定義や目標
- 3 活性化の方法や手段
 - (1) 機関誌『金融経済研究』の改革
 - (2) 大会振興
 - (3) その他：①「金融学会賞」の創設
 - ② 国際化
 - ③ オープン化
 - ④ 金融リテラシー教育

II 「私の見解」：日本金融学会の回顧と展望

- 1 学会の「過去と現在」と今後の展望
- 2 学会活性化の必要性
- 3 学会活性化の具体的方法と提案

日本金融学会の活性化について

一橋大学 花輪 俊哉

I、日本金融学会の活性化について

学会の活性化を、私のような年寄りに訊くのはどんなものか。昔シュンペーターは20歳台で資本主義経済の理論の枠組みを完成させ、年とった後はそれに肉付けしていただけだと昔聞いたことがある。どこの分野でも、やる気のある若い人がどんどんでてるようにしなければ発展することは出来ない。

こんな話を聴いてもう手遅れかと大いのがっかりしていた時のことである。LSEで活躍されていた森嶋先生に食事をご馳走してもらった時、経済学は若くしてはわからない。いろいろ勉強した後で、はじめて理解できるものだという話や、それ故経済学は数学などと違い50歳台からであるという話を聴き、なにか少しホッとした事を覚えている。年をとってもなおやれる分野もあることを信じたい。

II、答申の認識について

「日本金融学会の現状についての認識・理解」の(I)に次のような説明がある。

[金融学会は「伝統のある学会」であるが、その対象領域の money and banking は「相対的に縮小傾向」にあり、最近では finance が重要性を増している「成長分野」である。]という認識をもっているようである。money and banking から money and finance への転換が頭にあるらしい。しかし両者には共通点があるように思う。金融学会の研究対象が前者に限定されるという考え方には賛同できない。

そもそも貨幣の研究は、交換市場を考えていた。生産者と消費者が、それぞれ価格に依存して行動するならば、市場で需給と供給が均衡するという形で市場を考えることは現実的ではない。現実には両者の間に商人が存在し、商人が商品の需給に関与しているのである。ここで重要なのは、交換は物々交換ではなく貨幣を使用する間接交換だということである。また商人もしくは商人機能が市場での需給に関与することは、フローの需給均衡だけでなく、ストックをも考慮する事を意味している。さらに商人機能は、単独である場合もあるし、また生産者や消費者と結合して活躍する場合もあると考えられる。

金融市場においては当然銀行が、そうした金融的商人と考えられる。そして銀行は商業銀行のほかに投資銀行も当然含まれる。外国為替市場でも同様に考えてゆくことができる。このように商人機能を入れて、市場活動を見ていけば、金融学会の活動について、狭く限定する必要がないと考える。原理的なものから応用的分野にいたる種々なる研究に力を注いで欲しい。

日本金融学会活性化パネル

中部学院大学 千田 純一

1. 日本金融学会の課題について

・金融経済の分野においては情報化やグローバル化を背景に激しいスピードでかつ多様な変化が生じており、本学会の研究報告の内容なども多様化・高度化・専門化が顕著である。これはいわば当然のことであるが、日本金融学会としてはそうした研究の動向を貨幣・信用を明示的に組み込んだ経済理論（以下、貨幣的経済理論）の立場からインテグレートし、科学的知見の発信・政策提言に繋げていくことが使命であると思われる。

・こうした使命の達成に向けて、本学会は、①共通論題やパネルを拡充して理論・実務・政策などの各分野からの参加者によるディスカッションを一層充実させること、②その際、カレントな動向の意義を主要な学説・理論の立場から議論し、学会として貨幣的経済理論の発展に注力すること、③以上と並行して、個別研究を増やすなど引き続き充実を図ること、などが課題になると思われる。

・上記について、近年の日本銀行の金融緩和政策（以下、日銀政策）を例にして敷衍すると、日銀政策は理論、制度、歴史、実証分析などによる総合的分析を要する問題である。仮に理論の面に限定しても、日銀政策は19世紀中葉の通貨論争から始まってヴィクセル、ケインズを経て現在のマネー・ビュー vs クレジット・ビューの論争に至る貨幣的経済理論の流れと深く関わる問題であり、本学会においても幾度か取り上げられているが、今後とも多角的に議論さるべきビッグ・イシューであると思われる。

2. 学会の活性化に向けて

・学会の活性化とは、多角的な議論と豊かな人間的交流の場を提供することであると考えられる。厳しい議論と参加することの楽しさが共存する学会であってほしい。

・本学会の活性化の方策や手段については、WG答申に述べられている論点に概ね賛成であり、それらの論点についてさらに検討を続け、合意を得て順次実施すべきであろう。

・少々補足的意見を述べると、以下の通りである。

①本学会の特徴であるメンバーや研究テーマの多様性に目配りした学会運営を続けつつ、日銀政策で例示したように、専門化・細分化された研究を横断するビッグ・イシューをテーマとして採用して共通論題・パネル・プロジェクトなどの充実を図ること

②新しい動向に対応すべく「ファイナンス部会」などのテーマ別部会を設置すること

③地域別部会において地域の金融・経済界との交流を強化すること

④機関誌は研究大会の様子を伝えることが1つの役割であるので、共通論題やパネルの議論を掲載すること

以上

金融の研究意欲向上に向けて

大阪大学 筒井 義郎

清水会長の指導のもと、2006年度から「金融学会をどのように活性化すべきか」の検討が進んでいる。WGの答申でも指摘されている、学会が直面している主要な問題としては、

- ① 長期的に見て、**money and banking** が衰退産業である、
- ② 研究 **oriented** な研究者（特に若手）の参加が少ない
- ③ したがって、金融学会の相対的な地盤沈下が予想される。

をあげることができる。

根本的な改善案は、学会員全体の研究レベルの向上を図ることである。現状は、『金融経済研究』への投稿数を見ると学会員の研究意欲には改善の余地がある。私が『金融経済研究』編集委員長の立場にあった5年間には、大学の教授職にある人からの投稿数はおよそ100件の総投稿数のうち6件でしかなかった。一方、最近の若手研究者は、レフェリー雑誌に論文を掲載することが就職や昇進の基準になっているため、研究業績を上げようとやっきである。若手研究者にレフェリー雑誌に掲載可能な論文を執筆する研究指導を行うための十分な指導体制を整えることが重要な課題である。ついでながら、『金融経済研究』のライバル誌である『現代ファイナンス』では、かなり多くの論文が教授の身分を持つ指導的な立場の研究者によって書かれている。金融学会には研究 **oriented** な研究者（特に若手）の参加が少ないという指摘の背景にはこのような事情があるのかもしれない。

研究水準の状況は歴史的に決定されているものであり、簡単に改善することは不可能である。しかし、最近、文部科学省が業績評価に基づく資金配分を推進しているため、レフェリー制雑誌に掲載された業績を求めるプレッシャーが強くなると思われる。業績評価の方法にはいろいろな問題があるが、基本的には、研究レベルを改善する方向に作用することが期待できる。

この点で、学会ができることは何か？これまで行われてきた、大会運営、機関誌編集といった活動に加え、学会員が科学研究費などを獲得していろいろなワークショップを開くことが考えられる。たとえば、昨年1月に神戸大学で開かれた「量的緩和政策に関するシンポジウム」や本年3月に大阪大学で開かれた「地域金融コンファランス」のように、研究分野毎の意見交換や共同研究を推進することが重要な課題である。そのためには研究資金の獲得が必須であるが、こうした事業について、学会がとりまとめをすることが考えられよう。

第2の論点は、**money and banking** の分野の重要性が、日本の金融産業界においても、研究対象分野としても、ファイナンス（証券）の分野と比較して、低下している点である。ファイナンスは理論的にも、実証的にもこの20年間に急速な発展を遂げ、ここ10年間私のところにくる大学院生を見ると、ファイナンスに関心のある学生が2/3、銀行に関心がある学生が1/3と20年前の状況とは一変している。要するに、日本においては **money and banking** は衰退産業になりつつある。

もちろん、だからといって、**money and banking** 研究の意義が失われたわけではない。むしろ最近の20~30年間は、**money and banking** 研究に厳密な理論的基礎付けが行われた時期であっ

た。その結果、現在、money and banking の micro 研究の分野は、情報の非対称性と契約理論に基づいて展開されている。一方、macro 研究の分野は、個人の通時的な効用最大化モデルである「新しいマクロ経済学」での、貨幣の入った効用関数や流動性制約のバージョンを基礎として構築されている。たとえば、前者では、*Microeconomics of Banking* (1997)、後者では *Monetary Theory and Policy* (1998) が大学院での標準的な教科書であろう。money and banking での世界標準の研究に従事する大学院生・若手研究者を育てるには、まず、大学院教育においてこのような標準的教科書を用いた「金融のコア科目」を提供し、その理解の上で、具体的な日本の金融現象の解明に取り組むカリキュラムに進むことが必要である。

第2の問題は、日本において banking と finance の研究分野があまりに分離されすぎていることである。両分野は確かにアプローチや基本理論で大きな隔たりがあるが、現実の金融現象を解明するために、一方の分野だけの理解では十分でない。学界が現実問題へのインパクトを保持するためには両分野の交流を深めることが必要である。この問題について学会としてなし得ることの一つは、「日本金融学会」と近接する学会の統合を検討することである。

その他：WG 答申にもあるが、

- ・ 非会員に課している『金融経済研究』投稿料の廃止
- ・ 『金融経済研究』WEB ジャーナルへの移行
- ・ 大会共通論題の廃止ないしは縮小
- ・ 学会賞の創設
- ・ メールと web での連絡の活用（郵送の原則廃止）

日本金融学会活性化パネル

成城大学 村本 孜

1. 学会の活性化とは

- ・ここ4年ほど清水会長の下で、学会の活性化が常任理事会、理事会で行われてきた。
- ・とくに、常任理事会では長時間を費やして議論し、2006年9月以降WGが設置されて、精力的に議論された。
- ・日本金融学会が1943年の創設で、すでに65年の歴史を持つ以上、時代の要請、会員の興味に対応しての脱皮、変貌は常に課題である。
- ・応用経済学である貨幣金融論分野でも近接する学会としては、日本ファイナンス学会、日本金融・証券計量・工学学会、証券経済学会、生活経済学会などを上げることができる。
- ・活性化とは、学会としていかに情報発信可能か、参加する会員同士の議論が活発か、金融というすぐれて実務、制度、政策に直結する分野でのプレゼンスの確立等に集約され、その内容はWG報告（2007年4月）に詳しい。

2. 活性化をいかに達成するか

- ・活性化といっても、学会のメンバーの由来は多様である。純粹の大学人、金融分野の実務家、政策担当者、ジャーナリスト等多岐に亘る。その全て満足度を均霑することは容易ではない。
- ・学会としては、メニューを提供し、それに賛同する会員が積極的に関与するというスタンスにならざるえない（member-oriented）。
- ・機関紙編集委員長としての経験。
 - 1996年～2001年の5年間に投稿（再投稿を除く）77本
 - テーマ：金融政策関連20%、銀行・金融機関30%、国際金融10%、ファイナンス10%、金融理論系20%、その他10%（学説史、金融史、信用理論、個人金融など）
- ・多様性こそ日本金融学会の存在意義

3. 学会の活性化に向けて

①機関誌

- ・定期発刊を行う
- ・投稿論文だけでの編集としない（共通論題、パネルなど）
- ・トピックスコーナーのような大学人以外の論稿も

②大会

- ・報告数の増加
- ・とくに院生の報告増加⇒ポスターセッションの活用も
- ・プロコミの活用⇒今回のサブプライム問題などに機動的に対応

③学会賞

- ・2001年5月に提案したが、他機関との関係などから見送り。

証券化商品市場の混乱を考える

～金融仲介機能とリスク配分の視点から～

野村アセットマネジメント株式会社 中井 浩之

2007年はじめの米国のサブプライム住宅ローンの不良化懸念に端を発した先進国の金融市場、特に証券化商品市場の混乱はなかなか収まりを見せず、同年夏ごろから大きく拡大した。本稿は、最近の証券化商品に関する金融市場の混乱について、金融仲介機能とリスク配分という観点からその整理と問題点の指摘を試みたものである。

まず、金融仲介という視点から考えると、融資の証券化にあたっては、①証券化された融資はもとの融資の実行主体である銀行などから完全に切り離されていること、②証券化商品の投資リスクが資金提供者に対して明白であること、③証券化商品の最終保有者は、個人や年金、保険会社など、銀行などとは異なったリスク特性（債務構造）を持つ投資家であること、の3点が満たされることが本旨であると考えられる。しかし、今回の証券化商品市場の混乱の状況を見ると、この3点はいずれも満たされていないと考えられる。

①については、サブプライム住宅ローンの債務者保護のために、最近の米国当局などは、証券化商品の保有者の同意を得ないままにサービサーなど関連業界への規制や指導を行っている。この結果、当局の行為によって①が完全には満たされていないと評価できる。

②の点は、証券化商品が流通市場で価格形成されるために必要不可欠な条件である。しかし、一部の証券化商品、特にCDO(Collateral Debt Obligation)など複雑なスキームを持つものについて、その信用リスクを投資家が評価することは困難であり、発行体から情報提供を受けている格付会社しか評価できない状況になっていた。このため、金融商品については世界的に fair value (公正時価)での評価が原則となっている中、CDOなどについては、格付会社による格付への信頼が失われる中で市場の価格形成機能が麻痺してしまい、金融市場の混乱を助長している。

③については、ある銀行が証券化した融資を別の銀行が購入することは、どちらも銀行として同じ規制に従い、同じような債務構造を持っている以上、金融仲介におけるリスク分散という視点からは何の意味もないことになる。しかし、実際には、銀行融資を証券化した商品の相当部分が、銀行や、SIV(Structured Investment Vehicle)や Conduit と呼ばれる銀行傘下の特殊な投資会社により保有されており、結果として銀行が相互に融資を証券化して持ち合っていたことが混乱を大きくした一因であると考えられる。

証券化の進展と有価証券概念

横浜国立大学 高橋 正彦

証券取引法上の基本的概念である「有価証券」の範囲は、限定列举の規定の下で、銀行・証券等の業際問題の制約などから、戦後長らく固定されていた。1990年代前半の金融制度改革に至り、金融の証券化の流れのなかで、ようやく有価証券の範囲が拡大し始めた。しかし、証券取引審議会で議論されていた「幅広い有価証券概念」は、大蔵省と他省庁との省際問題などが制約となり、十分に実現しなかった。その後、証券化の進展や、1990年代後半の金融ビッグバンに伴い、数次にわたる証券取引法の改正により、断続的・後追いの、個別の新しい有価証券が追加されてきた。

こうした経緯を経て、投資サービス法（仮称）に向けた金融審議会の議論では、同法の対象となる金融商品として、「投資商品」などの上位概念の導入が検討された。しかし、2007年9月末に全面施行された金融商品取引法では、立法技術的な制約などから、そうした上位概念の採用は見送られた。集団投資スキーム（ファンド）持分に関する包括条項の導入などにより、幅広い有価証券概念には近付いたものの、証券取引法以来の伝統的な有価証券概念と、その定義規定の枠組み自体は、従来どおり維持された。

「貯蓄から投資へ」という流れは、時代の要請に沿ったものといえる。ただ、現状の有価証券概念の背後にある投資対象性の判断基準に関して、法的形式と経済実態を考慮しながら、個別に整合的な線引きをしていくことは、決して容易ではない。金融商品取引法による有価証券の定義規定についても、①通常の指名金銭債権（ローン債権）と電子記録債権、②集団投資スキーム持分と信託受益権、③ABSとABL、④学校債（券）と医療法人（機関）債などの間に、投資対象性の基準に照らして、少なからぬアンバランスが残されている。

さらに、投資（商品）と貯蓄（商品）の区別についても、現実には自明とはいえない。それにもかかわらず、投資対象性という基準で、広範な金融商品のなかでの線引きを行うこと自体が、投資者（消費者）保護などの観点から妥当といえるのか、再考してみる必要がある。「お金を専門家に託し、それがいくら返ってくるか」というシンプルな基準で考えれば、投資商品とそれ以外の金融商品を峻別する理由は乏しい。

証券化の一層の進展など、金融商品がグローバルに多様化し続けるなかで、旧来の有価証券概念を維持していくことは、もはや限界に近づいている。将来の金融サービス（・市場）法に向けて、長年にわたる有価証券概念の呪縛を脱し、「金融商品」等の上位概念の定立など、次の局面を展望すべき段階が迫りつつある。金融審議会等の場で、さほど遠くない時期に、真摯に検討が行われることを期待したい。

データから見た日本の証券化市場の展開

—集約化・二極化・機関化—

長崎大学 深浦 厚之

本研究では、日本証券業協会から公表されている証券化市場の動向に関する月次データをもとに、日本の証券化市場の展開過程を検討する。その結果、日本の証券化市場は全体の傾向として拡大基調にあり、自動車ローンや消費者ローン、クレジットカード債権などの典型的・伝統的な原債権を用いたプログラムが依然として重要な位置を占めることが示された。同時に、不動産関連の証券化プログラムが特に最近になってからは市場全体の傾向に強い影響を与えるようになりつつあることが論じられる。こうした検討を通じ、最近の日本の証券化市場の特徴を、次の3つのキーワードで表現した。

(1) 集約化

証券化取引の認知度が高まり原債権の種類は増えているが、住宅ローンやクレジットカード債権など代表的な原債権、あるいは不動産関連の証券化プログラムが市場全体のベクトルを方向づける傾向が強くなっている。また、大半の証券化プログラムが信託方式によって行われている。つまり、日本の証券化市場は標準的な原債権が標準的な方法で証券化されるような市場といえる。言い換えれば市場全体の性格が単純化しており、多様化というよりは“集約化”の方向にある。

(2) 二極化

不動産関連の証券化とそれ以外の証券化、数年程度を上限とする短期～中期の証券化プログラムと、30年前後の長期のもの、有力金融機関によるアレンジャーの寡占化など、日本の証券化市場は二つの核を持つ“二極化”傾向にある。

(3) 機関化

オリジネータやアレンジャーの固定化、私募方式の普及、住宅金融公庫（住宅支援機構）のプレゼンスの増大等に見られるように、機関投資家や有力金融機関の役割が高まっている。過去数年にわたる証券化市場の制度改革は、新たな参入を促進させるという効果は十分現れていない。この特質は“機関化”と呼べる。

これらの特徴は流通市場の未整備とも相まって日本の証券化市場の現在の姿を浮き彫りにする。すなわち、現下の証券化市場は原債権のリスクを広く資本市場に分散させるという状況にはなく、有力アレンジャーや機関投資家等、限られた原債権の保有者など一部のプレイヤーにリスクが蓄積される傾向にある。そうだとすれば、市場型間接金融システムをめぐる議論の中で言及されることが多い証券化市場の機能への期待は、少なくとも現況においては十分に実現されていないというべきであろう。

バランスシート効果を考慮した通貨バスケットモデル

一橋大学大学院 中村 周史

本稿では、Eichengreen and Hausman[1999] の指摘する、自国通貨建て借入が行う事ができず、資金調達において特定の外貨建て負債を抱えてしまうと言う “Original Sin” と、Calvo and Reinhart[2002] が示した “Fear of Floating” に基づき、エマージング・マーケットにおける為替政策と、それを維持するための金融政策ルールへの提言として、通貨バスケット制の理論モデルを構築、分析を行った。その際、従来の通貨バスケットの理論では焦点の当てられる事の無かった外貨建て負債の存在と、それにより発生するバランスシート効果を考慮した理論モデルを新たに構築し、政府が選択すべき通貨バスケットのウエイトに与える影響を検証した。具体的には小国開放経済型の New Keynesian DSGE に開放経済に拡張した Financial Accelerator を組み込み、そこに “Original Sin” を制約として加える事で、その影響の分析を行った。

その結果、外債における支配通貨圏において金融政策ショックが発生した場合、単一通貨ペッグ制下では二つの通貨圏と取引する小国開放経済にとって交易条件をより大きく変動させることになり、通貨バスケット制を採る方が安定に資する結果となった。しかしながら、もう一方の通貨圏において金融政策ショックが発生した場合には、特定支配通貨に対する単一通貨ペッグを採る事で、“Original Sin” によるネガティブなバランスシート効果を抑制し、交易条件及びマクロ経済全体の変動を抑える事が可能となることが観察された。この事は外貨建て負債が存在する下では、こうした効果がリスクプレミアムの上昇やそれによる資本リターンの上昇を引き起こし、限界費用を通じてインフレ率へと影響し、交易条件へと影響することを示している。つまり、単純に貿易ウエイトを通貨バスケットウエイトに設定するだけでは交易条件の安定性は確保できないことを意味する。現実のように債券を複数の通貨建てで保有する場合には、そのシェアに応じたウエイトを用いる事でバランスシート効果を抑制する事ができ、それにより交易条件の安定に資することが可能となると考えられる。

こうした結果から、自国のマクロ経済を大国間の為替変動によるショックから守り、安定化するには、通貨バスケットのウエイトには貿易シェアのみならず、外貨建て負債の存在も考慮しなければならないという結論を得た。この結論は Calvo and Reinhart[2002] が指摘した “Fear of Floating” を抱える国々に対し、政府が取るべき次の段階を提示するものである。

労働移動・郷里送金の要素を考慮した中米地域のドル化・最適通貨圏の議論

国際通貨研究所 松井 謙一郎

中米地域では2000年末にエルサルバドルが公式ドル化政策（自国通貨を廃止してドルのみを法定通貨とする）を採用、グアテマラがドルを法定通貨として認める動きがほぼ同時に見られた。パナマは1903年の独立時から公式ドル化政策を続けており、中米でのこの動きは2000年初のエクアドルの公式ドル化政策採用と併せて、中南米地域全体の通貨・為替制度の議論における公式ドル化政策への支持を高めることとなった。しかしながら、その後の2001年末のアルゼンチンのカレンシーボード制度崩壊や主要新興市場国が柔軟な為替相場制度（変動・管理フロート制度）に移行したことから、現在では公式ドル化政策への関心は大きく低下している。

一方、中米地域では米国への出稼ぎ労働者による本国宛送金（郷里送金）が近年大きく増加しており、2000年頃とは状況が大きく変わっている。並行して、中米地域では地域統合が進展を見せる中で、地域の将来の通貨制度の在り方についても国際機関や地域各国の政策当局者のレベルを中心に関心が高まっている。地域の通貨制度の在り方においては、最適通貨圏の条件の充足の議論がしばしば行われる。複数の国が共通通貨を採用した場合に為替相場での調整手段がなくなる事から、外的ショックへの反応度（経済の同質性）、物の移動（貿易面での開放度）、資本・労働移動等の面での調整が可能か否かが最適通貨圏の判定条件となる。労働移動は、当該地域内で発生したショックに対して労働移動で労働の需給・賃金が調整されるかという観点から最適通貨圏の判定条件の1つとなっている。

近年の中米から米国を中心とした海外への出稼ぎ労働者の急激な増加は、ショックへの労働移動による調整の側面に留まらず、中米地域の米国との経済の同質性を高める点で重要な役割を果たしている。一方で、労働移動・郷里送金については国連機関を中心に多くのデータ整備・分析の蓄積が行われているが、開発学（開発資金・貧富の格差是正としての郷里送金の役割）や社会学（米国でのヒスパニック増加、出稼ぎ労働者本国の社会への影響等）の視点に拠るものが圧倒的に多く、中米地域のドル化・最適通貨圏の議論に明示的に組み込んだ分析は未だ見られないように思われる。

本発表ではドル化・最適通貨圏について、先行研究のレビューを行った上で、米国への労働移動状況、郷里送金を勘案した対外開放度の2点から分析を行う。より精緻化した形での分析（労働移動の実態のより詳細な把握、労働移動・郷里送金のもたらす様々な派生効果の勘案）は今後の課題と致したいが、前述の2点の分析の結果では労働移動・郷里送金の要素が地域のドル化・最適通貨圏の適格性をより高めていると考えられる。

金融統合下での外生的ショックの国家間伝播

— 郵貯銀行を外資へ売却したニュージーランドのケース —

関西大学 鈴木 智也[※]

2007年10月、郵政分社化・民営化により、ゆうちょ銀行が誕生した。しかしながら、2017年を目処とした完全民営化への道筋は、まだ具体的に決まっていない。ゆうちょ銀行の完全民営化に対し、懸念されているのが外資による買収である。ゆうちょ銀行が外資に買収された場合、かつては主に国内で滞留していた郵貯資金が、国外へ流出しやすくなることは想像に難くない。ゆうちょ銀行を傘下に収めた外国銀行は、たとえば、本店所在国での金利上昇に応じて、我が国からそちらへ郵便貯金を移動するかもしれない。そのような場合、我が国全体で貸付可能資金が減少し、あたかも我が国で金融が引き締められたかのような状態になる。このように、ゆうちょ銀行のような大きな銀行が外資に買収されると、他国で起きた経済ショックが本国へ伝播しやすくなる可能性が生じる。本稿はこの仮説を検証する。その際、本稿が参考にするのは、ニュージーランドの事例である。ニュージーランドでは、我が国と同様な郵政分社化・民営化の結果として、郵便貯金事業が豪州の民間銀行へ売却された。本稿は、豪州とニュージーランドの時系列データを用いて、郵便貯金事業が外国銀行に買収されることによって、外生的ショックが国家間を伝播するようになることを示す。

[※] 本研究は、日本学術振興会より科学研究費補助金（基盤研究C）を、財団法人ゆうちょ財団より研究助成を、それぞれ受けております。ここに記して、感謝します。

改正貸金業法下における消費者金融のあり方

愛知学泉大学 三村 聡

日本消費者金融協会は2007年版『日本消費者金融白書』のなかで消費者ローンの新規成約率が急速に低下していると報告した。2005年度53.7%であった成約率は、2006年度では44.9%にまで一気に9ポイント低下した。また、2006年度数値を月次ベースで追うと、2006年4月には50.4%であった新規成約率は、同年12月に40%を割り込み、2007年3月では36.4%と1年間で14ポイントも低下している。

これは、近年深刻さを増す個人のファイナンスに起因するトラブルを解決するために「貸金業の規制等に関する法律の一部を改正する法律」が成立し、貸金業界各社が2009年末までに完全実施される上限金利の引き下げや返済能力を超える借り入れを防ぐ総量規制の導入に備えて与信基準の厳格化に前倒しで踏み切ったためである。本法の要諦は、金利体系の適正化と過剰貸付の抑制による貸金業の適正化、また、ヤミ金融対策の強化と多重債務問題に対する政府を挙げた取組みについてである。

わが国における個人向け無担保融資は、審査でパスした銀行ローン利用者に対しては、法律（利息制限法）が定める上限金利が適応されてきたとは言え、利用者の信用度合いによって貸出し金利に適切な差異を設けるといふ行動をほとんど行っていなかった。その背景には貸金業者がどのような条件の顧客に対してもほぼ上限金利（出資法と利息制限法の範囲・グレーゾーン金利）で貸付けるビジネスモデルをとり、銀行も同じ発想で業務を実施してきた経緯がある。すなわち、無担保のリテールファイナンス分野においては、本来働くべき市場のマーケットメカニズムや競争原理は金利に対しては利息制限法と出資法に既定された上限に張り付いたまま硬直化し、有効的に機能し得なかった。これが、わが国における消費者金融の特徴である。

本報告では、金融システム改革以降、現在に至るプロセスを振り返りながら、そこに潜む課題について金融機関経営（預金・為替業務を営む者）と貸金業経営とを、業種特性、商品・営業手法、審査・管理手法、データベース、アライアンスなどの観点から可能な限り実際の業務内容に照らして対比・考察を試みた。

また、米国における「サブプライムローン問題」や「債権の流動化」の潮流を参考にしつつ、改正貸金業法施行後のわが国における金融機関と貸金業の経営課題をマーケティング戦略の観点から明らかにし、今後のビジネスのあるべき姿に言及した。

金融不安要因の定量化における一考察

—企業及び家計の両観点より—

関西学院大学 澤田 吉孝

筆者は、金融政策の実施において、マネーサプライはいまだなお重要であるという立場から、1981年Q1から2001年Q1までのデータを用いて貨幣ストックと実体経済活動の間の長期均衡関係が存在するかどうかを検定し、つぎに短期貨幣需要関数の安定性について分析した。これによると、

① 68SNA ベースでは94年Q4まで、93SNA ベースでは95年Q2まで実質貨幣ストック、実質GDPと株価の間に長期均衡関係が存在していた、

② しかし、推定期間を95年以降まで拡張した場合、大きく不安定化した、という関係が見出された。90年代中頃以降、これら3変数間で長期均衡関係が検出できなくなったのはなぜだろうか。共和分が崩れた理由は、バブル崩壊に伴う経済状態の悪化の下で、①金融調節手段の変更、②公定歩合の低水準、③対ドル為替レートの歴史的な高水準、④不良債権問題、に伴う民間の経済に対する不安が高まったことが挙げられる。先行きに対する不確実性が高まれば、経済主体が取引に用いられることのない流動性、つまり予備的動機による貨幣需要を増やすことは、ごく自然な行動である。予備的動機による異常な貨幣需要の増加が、貨幣ストックと実体経済を不安定な関係にした可能性は十分に考えられる。木村・藤田[1999]は、実質貨幣ストック(M2+CD)をGDPデフレーターで実質化)、実質GDP、実質株価(日経平均をGDPデフレーターで実質化)という変数の組み合わせで、長期均衡関係を考察し、これら3変数間での安定した関係は80年Q1から97年Q3までは成立するが、97年末に発生した金融システムショックによって長期均衡関係が大きく損なわれたと主張した。彼らは金融システムショックによって引き起こされる金融不安要因の定量化を、日銀短観による企業サイドから行った。

しかしながら、彼らの推定結果は、わが国の経済動向と比較して必ずしも合理的に説明しきれない部分がある。そこで本稿では彼らの問題点を指摘すると共に金融不安要因の定量化をさらに推し進める。その際に、新たな観点、特に家計サイドに焦点を当て分析を行い、その手法としては統計的に精度の高いEGARCHモデルを用いる。

金融無貯蓄世帯の増加と特徴

九州大学 堀江 康熙

本報告では、金融広報中央委員会による「家計の金融資産に関する世論調査」の個票データを基に、家計の金融貯蓄の有無を取り挙げ、その変化、地域的な特徴および背景を検討し、問題の所在を考えていく。

経済格差の拡大に伴い生活が困難化した世帯の増加は、金融貯蓄の出来なくなった世帯、即ち無貯蓄世帯の増加に示される。「世論調査」をみると、無貯蓄世帯ないし金融資産のない世帯は近年は3～4世帯に1世帯の割合にまで増えており、「一時的な要因」から生じた現象であるとは見なし難い。また、フロー・ストックともに貯蓄のない世帯が緩やかながら増えてきており、特に南北日本の地域で増加が目につく。

無貯蓄世帯の割合は、高齢世帯では全体の半分弱にも達している一方、現役世帯も低いとはいえ上昇傾向にある。また、低所得層については高齢世帯ではその割合が4割台から6割台に、現役世帯も2割台から4割台半ばに上昇しており、南北日本地域で増えるといった、地域間の跛行性も生じている。

無貯蓄世帯といった基準で「生活の苦しさ」の特徴を捉えると、少なくとも90年代には地域的な格差は小さいが、近年はその差が拡大していること、特に南北日本地域でその増加が目立っている。反面、東海・関西圏については、そうした無貯蓄世帯の増加でみる限り、相対的に少ない。高齢層では、所得水準によらず地域的な跛行性を伴いつつ無貯蓄世帯が増えているが、その全世帯に占める割合は5%前後である。問題は、現役且つ中・高所得層に於いても無貯蓄世帯が増加傾向にあり、近年は全世帯の1割強を占めているほか、南北日本地域で多いなどバラツキが拡大しているところにある。無貯蓄世帯の増加は、最低限の消費水準を維持出来ないといった文字通りの「生活苦」から生じたものだけではないことを表している。

こうした有貯蓄・無貯蓄の変動要因をみると、地域的には東海・関西地区の世帯は貯蓄を行う世帯がやや多いとはいえ、大都市圏でもそうした余裕を持つ世帯は他の地域と明確に差が生ずるほどではなく、住宅取得等がプラスの金融貯蓄への余裕を小さくしている。また、年齢区分が高い世帯ほど貯蓄しない割合が増加していることは、特に南北日本の地域に於いて高齢化が進行しているだけに、そうした地域に於ける所得面での余裕の無さが、経済活動、ひいては金融機関の資金吸収面にも影響してくる可能性がある。

中央銀行による金融機関検査の意義

日本銀行 熊倉 修一

日銀は最後の貸し手機能（LLR：Lender of Last Resort）を発揮し流動性枯渇に陥った金融機関への特別融資や、その前提として金融機関の検査（日銀考査）を実施するなど、金融システムの安定確保を目指した諸政策（プルーデンス政策）を遂行している。

このようにLLRに関連付けて中央銀行が金融システムの安定化政策にコミットすることに対しては、金融政策との利益相反が生じる等として批判的な意見も存在するが、決済システムの円滑な運営を責務とする中央銀行としては、信用不安事態の早期発見やLLR発動の可否判断の前提として金融機関経営の健全度合いを独自に把握することは重要であり、そうした観点から日銀は、金融機関情報を直接もたらず考査機能を重視しているのである。

日銀考査はどのような経緯で開始され、どのような過程を経て現在に至ったのであろうか。本報告は、日銀考査のこれまでの道程を振り返ることにより、日銀は一貫して個別金融機関の経営情報を直接入手できるパイプを確保しようとし続け、そのために行政による金融機関検査との差別化を極力図ろうとしてきたこと、逆に言えば、行政検査との差別化を図れず両者の一体化を余儀なくされることを避けるためには、考査の法的根拠や権限化を求めるといったことには拘泥しないとの姿勢であったことを明らかにする。

しかし、そうした日銀の期待とは裏腹に、昭和金融恐慌、戦時下の金融統制、平成金融危機といった金融界の大きなうねりが生じる度に、行政検査との平仄を余儀なくさせられ、時にはそれとの協同を強制されることを通じて、金融機関からみると次第に実質的に強権を伴う存在となり、同時に行政検査との差別化を図ることは次第に困難化していったのである。98年の早期是正措置の実施、改正日銀法での考査の明文化などを通じて、考査と行政検査との相違は際立ったものではなくなくなってきており、日銀が強調する『中央銀行の立場からの金融機関考査の必要性』との考え方は微妙なものとなっている。これは翻ってみれば、日銀考査がわが国プルーデンス政策の中で欠くべからざるものであり、中央銀行の立場から独自の考査がなされなければならないとの社会的な合意が未だなされていないことを示している。

ここで改めて日銀考査の歴史を辿ることは単にその歴史的な事実を詳らかにするだけでなく、中央銀行によるプルーデンス政策の意義等を検討するためにも、さらにはその今後あるべき姿を展望する上でも、有益な材料を提供してくれるものである。

[参考文献]

- ・熊倉修一[2007]、「中央銀行による金融機関検査の意義—日本銀行考査の変遷と課題—」（「東京外国語大学論集」第73号）
- ・———[2008]、「日本銀行のプルーデンス政策と金融機関経営—金融機関のリスク管理と日銀考査—」（白桃書房）

現代における金の貨幣性——金生産、金生産コスト、金市場価格——

立命館大学 松本 朗

1971年8月15日の金とドルとの交換停止は、制度的な「金廃貨」への道をひらくものであった。それが明示的に現れたのは変動相場制へ移行であり、これ以降金を通貨体制の中心（「価値尺度」）とする通貨制度再建の試みは放棄されていった。最終的に1976年1月ジャマイカのキングストン会議でIMF協定改正案が合意され、変動相場制の容認と国際通貨制度における金の規定の削除が決まった（1978年4月に発効）。こうして制度的には「金廃貨」が成立したと言える。

このような現実を受けて、貨幣理論の世界にも大きな変化が現れる。特に、大きな影響が、金を最終的な決済手段（支払手段）として捉えてきた論者（メタリスト）のなかに現れた。さらにこの影響は、信用貨幣論の立場の論者の一部にも波及した。これらの論者は、制度的な「金廃貨」や金が決済手段として登場しない現実を追認し、商品貨幣の存在を否定すると同時に貨幣の価値尺度機能を軽視、ないし排除する議論へと変化していった。

その一方で、次のような主張も見られる。金ドル交換停止は、公的に行ってきた基軸通貨ドルと金との交換を放棄し、それを市場に委ねただけであって（＝民営化）、それ以上でも以下でもない。そうであるからこそ、金ドル交換停止以降の事態を金がいまなお貨幣＝価値の尺度（＝諸商品の価値表現の材料）であるとする立場からどのように説明するか、という問題が残っている。

本稿では、こうした主張を受けて、実際の金の需給構造、金生産の動向、金市場価格と物価の長期的な傾向を検討することで、今日においても金が貨幣として機能し、さらには価値尺度として機能している可能性を探ることとする。すなわち、現代における金の貨幣性を検証することが本稿の目的である。

本稿でのアプローチは次のようなものである。

まず、第一に、かつて提起された金価値論争を引き継ぐ議論を整理し、金の社会的需要構造がどのようなもので、どのように確定するかを確認する。その上で、現実の金需要構造がどのようなになっているかを見ていく。

第二に、金の社会的需要構造を明らかにした上で、金購買力指数の動向と金生産量との関係を見ていく。それによって金の社会的需要構造が一定の下で、投機的要因を含めた金市場価格変動が金購買力指数と金生産にどのような影響を与えるかを検証する。そこで見られる金生産動向の特徴が金の貨幣性を示していることを明らかにしたい。

第三に、金市場価格と金費用価格の関係を見る。金が貨幣性を維持しているとすれば、金の市場価格と金の費用価格との間には一定の関係が見られることは従来の研究で示されている。この点を1980年代以降の統計データから検証した上で、新たに析出されたインプリケーションを示したい。

ファンド投資によるベンチャー企業の成長促進効果

～中小企業基盤整備機構のベンチャーファンド事業データによる検証～

成城大学 内田 真人
経済産業研究所 石井 芳明
中小企業基盤整備機構 福島 章雄

今日、わが国経済は緩やかながら回復が続いているとされるが、中小企業を取り巻く環境はなお厳しい。とくに経済のダイナミズムの指標となる開業率等の低迷が未だ続いており、開業資金・成長資金の調達には多くの困難が伴う。

こうした資金を充足する手段として、ベンチャーファイナンスは担保力の乏しい小企業の資金調達に有効な手段である。また、銀行型金融システムを中心とする中小企業金融において、中小企業がアクセスしにくい直接金融への機会を与えるという点においても大きな意義がある。

中小企業基盤整備機構(以下、「中小機構」)では1998年からベンチャーファンドに対する出資を行っており、2007年12月現在で80ファンド、のべ1800社への投資を行っている。投資対象は創業期の企業、また産学連携や次世代産業育成、地域活性化など、政策的色彩の強い、一般にはリスクと取られがちなファンドの組成や出資も行ってきた。

本研究においては、中小機構が過去に行ってきた出資先ファンドを運営するベンチャーキャピタルや投資先企業に関する報告資料・アンケート調査等のデータを用いて、中小機構の関与するベンチャーファンドが、中小企業の雇用、売上高、ROA、経常利益についてどのような影響を与えているか、ファンドの類型、資本系列、設立年度、地域(大都市圏と地方の相違等)に着目して分析した。またアンケート項目にある政策の有効度(ハンズオンの有無、機構のファンドへの出資がなかった場合の組成予定)とファンドデータの相関をみることによって、一般にリスクと取られる分野への投資の検証を行った。

分析の結果、中小機構の投資前と投資後の直近のデータを比較すると、①従業員数と売上高では大幅な増加がみられ、従業員数では比較的規模の大きな企業、売上高では比較的規模の小さい企業にその傾向が強いこと、②売上高経常利益率でも一定の成長がみられるが企業規模等によって増減の差が大きいこと、等が示された。

政策金融改革のルールについて ―中小企業金融を中心に―

岡山大学 西垣 鳴人

現在わが国において、政策金融の抜本的な改革が進められている。07年3月の時点で9機関存在した政府系金融機関のうち、1機関がすでに独法化、08年10月に2機関が民営化され1機関は別機関に業務移転される。残り5つの機関は同月以降統合されて日本政策金融公庫となる。しかし一方においてこのような「改革」は単なる数合わせであり、依然、民間金融との競争・業務圧迫の可能性は解消されないという指摘がある。数値的に見れば、財投計画額はピーク時に比べて07年度は3分の1近くまで削減され、各公庫においても04年度以降はどこも大幅に融資額を減少させている。果たして中小企業政策金融の担い手である新公庫はさらに融資額を大きく削減し、住宅公庫同様に証券化支援等の信用補完に活動の中心を移してゆくべきなのか、或いは信用補完活動ですら民間に任せるべきなのか、必ずしも十分に議論は尽くされていない。政策金融の存在意義としては「非対称情報問題」が取りざたされる。しかし情報生産能力において官が民を凌ぐという必然性はない。また直接融資は民間に任せ官は信用補完に徹すべきだという議論も理論的ベースが必ずしもしっかりしているわけではない。

本報告では、第一に官民における情報スキルの優劣に関し場合分けを行ない、直接融資および信用補完それぞれにおける政策金融改革のルールを「真の不確実性」概念を援用して導出する。まず官民の情報生産能力が同等である場合、官業は融資活動を民間に全て任せ信用補完に専念すべきとする。次に情報スキルにおいて官が民に優越している場合、直接融資では官業はリスク判定が難しく民間から融資を受けられなかった事業者に限定して融資を行い、信用補完に関しては民間による十分な審査を経た債権のみ買取りや保証を行なう。最後に官業が民間に劣っているケースでは、政策金融の廃止が求められる。第二に、以上のルールに従って日本の現実と照合しつつ、今後わが国の政策金融改革が如何に行われてゆくべきかについて提言を行う。中小企業分野では、情報スキルにおいて部分的にせよ、なお民間が公庫に及ばないケースが存在する。したがって政策金融による直接融資は廃止されるべきではないが、しかし圧迫にならないよう慎重な適用が求められる。また信用補完も住宅ローンの場合のように手軽に促進されるべきものではなく、案件の精査が行われるべきことが主張される。

創業期における政府系金融機関の役割

中央大学 根本 忠宣
慶應義塾大学 渡辺 和孝
国民生活金融公庫 深沼 光

中小企業庁や国民生活金融公庫の実施したアンケートにおいても、資金調達難は創業期の問題として常に上位に位置しており、資金調達先の大部分が親類や知人からの借入に限定されている。中小企業金融の制約要因である情報の非対称性を緩和する手段が、①担保、②リレーシヨシップの形成、③クレジットデータ（取引履歴）だとすれば、それを持たない新規開業企業に対して民間金融機関が積極的になれないという点を批判することはできない。そうしたリスクファイナンスを担うのはエクイティということになるが、実際にはオーナーを中心とする内部投資家に限定されており、負債を代替するような状況になっていない。

また、創業期の資金調達額が成長性にどう影響するのかを理論的に特定するのは困難であるが、初期時点の資本構成や流動性制約が生存率や成長性と無関係でないことは既存の実証研究によっても示されている。

こうした状況を踏まえると、現状において金融面に対する支援なしでは新規開業の促進やその成長は困難といえるであろう。実際に、政策金融の縮小を前提とした欧米の改革の方向性をみても創業やベンチャーに対する支援の必要性はほぼ共通して支持されている。

問題は、日本のように政府系金融機関が民間金融機関に代わって直接的に貸し付けることが有効か否かである。この点は組織論の結論が出された後の運営方針を巡る論点であり、支援の必要性のみならず、支援形態別の有効性比較を厳密に行うことが求められている。

本論では、中小企業向けアンケートの個票データに基づく計量分析によって、創業期における政府系金融機関の役割を明らかにしようと試みた。具体的には政府系金融機関と民間金融機関の補完関係を評価するとともに、政府系金融機関の利用企業と非利用企業の成長性の比較を行った。従って、分析結果は必ずしも政府系金融機関の必要性そのものを評価したものではない。利用企業の方が高い成長性を示したとしても、単純に政府系金融機関の必要性を支持することはできないからである。しかし、民間金融機関との補完関係とともに成長性が確認できれば、政府系金融機関の役割と機能に対する一定の評価は可能だと思われる。

以上

中堅・中小企業向けトランザクション型貸出の決定要因：

企業属性に応じた適性に関する一考察

みずほ総合研究所 太田 智之

みずほ総合研究所 小野 有人

みずほ総合研究所 野田 彰彦

近年、中堅・中小企業を対象としたトランザクション型貸出がわが国でも広がりつつある。トランザクション型貸出とは、企業の財務情報等の定量的な「ハード」情報に依拠した貸出手法の総称であり、具体的には、クレジット・スコアリング貸出、CLO・CBO、動産担保貸出（ABL）、シンジケート・ローンがあげられる。本稿では、みずほ総合研究所が2006年8～9月に実施した企業アンケート調査を用いて、上記4つのトランザクション型貸出手法を利用している（あるいは利用を希望している）中堅・中小企業に関するプロビット分析を行い、これら企業の特徴を、企業規模、信用リスク、企業と銀行とのリレーションシップ、の観点から明らかにする。主な分析結果は、以下の通りである。

第一に、クレジット・スコアリング貸出、CLO・CBOでは、規模の小さい企業の利用確率が高くなっており、多数の債権をポートフォリオとして束ねて与信することで、審査・モニタリングが相当程度効率化され、中小企業金融における規模の経済の問題が緩和されていると考えられる。一方、ABL、シンジケート・ローンでは、企業規模が大きくなるほど利用確率が高くなっている。

第二に、信用リスクの高い（信用評点の低い）企業ほど、クレジット・スコアリング貸出、CLO・CBO、ABLの利用確率が高くなっており、これらのトランザクション型貸出は、リスクの高い企業に適した貸出手法といえる。一方、シンジケート・ローンについては、信用力のある（信用評点の高い）企業ほど利用確率が高くなっている。

第三に、企業と銀行とのリレーションシップとトランザクション型貸出の利用確率の関係をみると、取引金融機関数が多く、金融機関との物理的な距離（金融機関の立地）をあまり重視しない企業ほど、総じてトランザクション型貸出の利用確率が高くなっている。トランザクション型貸出は、基本的にはリレーションシップ貸出と代替的な関係にあると考えられる。ただし、潜在利用企業を対象とした分析では、銀行とのリレーションシップを重視する企業で、トランザクション型貸出に対する潜在ニーズが高いことを示唆する結果も、一部得られた。

『特別講演』

金融規制の質的向上—ベータ・レギュレーションへの取り組み

金融庁長官 佐藤 隆文

米国の住宅バブルとサブプライムローン問題

三菱UFJ リサーチ&コンサルティング

五十嵐 敬喜

<サブプライムローン問題の発生>

米国でサブプライムローンが急増し始めたのは2004年。とくに2006年の増加が著しい。住宅投資自体は2006年から減少し始めているから、住宅需要全体がピークアウトする中で、住宅ローンの落ち込み回避を狙った金融機関がサブプライム層に貸し込んでいった可能性がある。

ローンの貸し手にとっては、証券化によってリスクが転嫁できることが、相対的にリスクの高いサブプライムローンへの傾斜を強めた面がある。加えて、あるビジネスによる収益はその期のうちに関係者にボーナスの形で配分されてしまうという欧米型のボーナスシステムが、サブプライムローンの証券化ビジネスにおけるモラルハザードを助長したことは否めない。

証券化の手法の発達によって、現債権が持つリスクが見えにくくなる。100%サブプライムローンのプールからAAAの住宅ローン担保証券(RMBS)が作り出されることは理解できるとしても、RMBSのメザニン部分の大半をAAAの債務担保証券(CDO)に仕立てるプロセスは常識を超えている。現債権の劣化がCDO市場を崩壊させたことこそが常識であろう。

<サブプライムローン問題の影響>

①短期金融市場への影響、②金融機関業績への影響、③実体経済への影響、に分けて考えることができる。

①の問題は金融機関の資金繰りの問題である。この点については、欧米の中央銀行による潤沢な資金供給や利下げによって、一時期の緊張は大きく改善されている。しかし、②の問題はまだその範囲と深度の見極めがつかない状況である。そのこと如何では金融機関の与信が収縮するおそれがある。

信用収縮が起こるかどうか③の問題に大きく関わってくるのは当然である。また、そもそも米国の住宅市場がバブル状態にあって、それが弾けたのであれば、バブル崩壊が直接景気を悪化させるルートもあろう。その際に触媒役を果たすのが住宅価格の下落であることは言うまでもない。

<サブプライムローン問題の教訓>

サブプライムローン問題とバーゼルⅡ

金融庁 氷見野 良三

2007年夏、サブプライムローン問題が顕在化し、証券化取引を通じて世界の金融機関に影響が及んだ。日本は銀行の新しい自己資本比率規制「バーゼルⅡ」を既に完全実施済だったが、欧米はまだだった。半年後の2008年2月、G7財務大臣・中央銀行総裁は東京で会合し、最近の金融混乱に鑑み、「透明性及びリスク管理を向上させるバーゼルⅡの枠組みの実施」が特に重要な課題である旨声明した。

他方、米国の学者グループ「影の金融規制委員会」は、2007年12月、声明を発表し、格付にも金融機関の内部モデルにも信頼が置けない以上、それらを用いるバーゼルⅡにも懸念がある旨述べた。また、自行の評判への影響を懸念してオフバラ取引を引き取った銀行の例を挙げて、バーゼルⅡは不十分である旨指摘した。

G7と「影の委員会」のいずれが正しいのだろうか。

バーゼルⅡは、当初から証券化取引への対応を目的の一つとしていたが、証券化の複雑なリスクの把握方法の開発は容易ではなく、バーゼルⅡ起草作業長期化の一因ともなった。わが国は、バーゼルⅡの検討過程において、自行の評判への懸念から「契約外の信用補完」が行われる問題について議論の火付け役となり、関係の規定が盛り込まれるきっかけを作った。また、証券化のリスク計測についても、格付を利用する方式の他に、原資産のリスクに遡って分析する方式を盛り込むよう努めた。この方式は、バーゼルⅡの中でも、一次証券化と二次証券化を区別する唯一の方式となっている（パラ634）。

バーゼルⅡの国際合意成立後、金融庁は、サブプライム問題が顕在化する1年も前の2006年7月に、バーゼルⅡ上の証券化の扱いに関する国内Q&Aを公表した。そこでは、証券化取引に関する格付は、現在の開示状況では有意な検証が困難であり、格付の適性さについて市場規律が働きにくい旨述べ、格付会社に格付基準や個別取引のスキーム、裏付資産、劣後比率などを公表するよう求めた。このため、日本で組成された証券化取引についての格付会社の開示は、おそらく世界でも最も充実したものとなった。また、バーゼルⅡの第3の柱の実施を通じ、証券化取引についての銀行の開示内容も他国に先駆けて充実した。

影の規制委員会が指摘するとおり、格付も金融機関の内部モデルも万能ではない。従ってバーゼルⅡも万能ではありえないが、市場型間接金融モデルの廃棄を考えるのでない限り、「限界があるなら駄目」といった議論は建設的でない。バーゼルⅡは、証券化に関する記載が一切なかったバーゼルⅠに比べ、著しい前進であった。今後についても、透明性とリスク管理の向上に向けて、地道に努めていくのが本道であろう。

バーゼル委の証券化部会には、日本からは、日銀の秀島弘高氏や金融庁の椎名康氏らが出席した。のち、秀島氏はバーゼル委事務局に転じて証券化部会の担当書記となり、椎名氏はバーゼルⅡの国内実施にかかるQ&Aの証券化部分などを起草した。両氏らの努力は、バーゼルⅡを通じて証券化取引の透明性とリスク管理の向上に努めたものと位置づけることができると考える。

クレジット市場危機：その展開と金融理論へのインプリケーション

東京大学 植田 和男

アメリカのサブプライム問題に端を発した金融危機は、サブプライムローン市場だけでなく、幅広く金融資本市場に深刻な影響を及ぼしている。世界的に深刻なクレジットの収縮、実体経済と金融システムとの負のスパイラルも懸念される場所である。これらの点を概括する。また、今回の危機は貸出債権の証券化・銀行の存在理由、金融資本市場における流動性の意味・重要性、BIS 規制等の公的介入のあり方など金融論が長年分析の対象としてきた根本問題に深いインプリケーションを持っている。これらについても論じたい。

The Firm-Specific Volatility of Stock Returns, Credibility of Management Forecasts, and Media Coverage: Evidence from Japanese Firms

Nagasaki University, Hiroyuki Aman

By using the data sourced from the Japanese market, this paper aims to explore the determinants of firm-specific volatility and provide new evidence to the existing literature in terms of corporate disclosure and the quantity of public information. In the analysis, we examine how the credibility of management forecasts and the extent of media coverage contribute to the firm-specific volatility of stock returns. The results indicate that both the accuracy of the management forecasts and the extent of the total media coverage are positively associated with firm-specific volatility. Further, with regard to the interaction between the two key factors, we discover that the improvement in the credibility of management forecasts drives the impact of media coverage in citing earnings performance toward incorporating firm-specific information rather than market- or industry-wide information.

Executive Compensation and Firm Performance in Japan: The Role of Bank-appointed Monitors

Osaka University, Hideaki Sakawa

Osaka University, Graduate Student, Naoki Watanabe

This paper examines the relations between role of bank-appointed monitors and pay-performance sensitivity in Japan. Previous studies show that pay-performance sensitivity is positive and almost same as the market-oriented system like US. However, under Japanese bank-oriented system, pay-performance sensitivity is expected to be controlled by bank-appointed monitors. Our findings in this paper are summarized as follows. First, pay-performance relations are significantly positive for 1990s. Second, the discipline mechanism of bank-appointed monitors are not well functioned in Japan for 1990s. Finally, there are differences of pay-performance relations between recessionary and recovery period and bank directors help to decrease the pay-performance sensitivity in a recessionary period and to enhance the pay-performance sensitivity is effective for loss profit only in a recovery period.

JEL Classifications: M12; M52; J33; G30; O53

Keywords: Bank-appointed Directors; Business Cycle; Corporate Governance; Executive Compensation; Firm Performance; Japan

日本の大企業（東証一部上場企業）のキャッシュフローと

資本コスト認識に関する長期時系列分析（1960年代～1990年代）

— その経路とコストの検証 —

千葉商科大学 武見 浩充

わが国では、1980年代に企業が過剰な債務を負い、その結果としてのバブルと同崩壊が起きたと考えられており、2000年前後には銀行の不良債権処理が問題となった。この企業経営の根幹に関わる問題は、マクロ経済の状況、金融資本市場の特性、コーポレート・ガバナンスなどの視点から多くの研究がなされている。企業の資本コストとの関連では、たとえば米澤・松浦（2000）は、コーポレート・ガバナンスが配当政策に与える影響をみており、宮島・蟻川・斎藤（2001）は、フリーキャッシュフローに焦点を合わせて石油ショック前後とバブル期を比較検証し、福嶋（2003）は投資家の期待を満たしていたかを事後の実現したリターンからみている。

武見（2005）は、長期時系列で業績の推移を分析するなかで90年代のみを問題の時期とすることは誤りであり、傾向として捉えようとすれば70年代まで遡ることが可能であること、産業全体を俯瞰すれば長期に渡って生産性の上昇を上回る人件費の上昇がみられることを示している。この人件費に焦点を合わせた分析は、たとえば宮永（2002）でも同様な結論を得ており、これを企業の利害関係者間でみれば、株主が従業員を長期に渡って扶助していたことになる。

本報告では副題にみるように、福嶋（前掲）と同じく、経営者が株主に損（扶助）をさせるような資本コストの認識だったのか、否かをみている。これは、ガバナンス論議に端を発し、管理費用の大幅増加を招いた統制強化の現況に対して、企業内部の問題なのか、あるいは企業にとっては与件となる資本市場の問題なのかを峻別することで、株主リターンへの圧迫要因となる統制強化の必要性をみることにもつながっている。このため、たとえばMarket for ControlといわれるM&Aによる投資家側の変化（市場の変化）が経営者の従来から持つコスト認識経路を通じて影響を与えるとすれば、Accountabilityの問題を除いて内部統制強化の必要性は失われることになる。

CAPMあるいは3ファクターモデルから求める資本コストではなく、分析期間当時の経営者が容易に認識できたであろう資本コスト（株式益利回り）を企業の対売上高比配当負担額に擬制し、それを3つのモデル（資本構成、資金調達、資産規模）の説明変数として用いた結果、各モデルにおいて資本コストの同擬制値は有意となった。これは、経営者の従業員重視・投資家軽視が長期に渡る収益率低下の原因ではなく、むしろ市場が収益率の低下をコストの面から容認していた可能性を示唆している。

**Microfinance as a Strategy for Economic Development and the Pathway out of Poverty:
The Provision of Financial Service for the Poorest of the Poor**

Saga University, Doctoral Student,
N.P Dammika Padmakanthi

The alleviation of poverty is necessary for economic development. Most of researchers have pointed out that financial development and poverty alleviation have a positive relationship. The provision of financial facilities for every person who needs financial facilities will boost economic development and reduce poverty and also have inverse relationship. However, most poor people suffer from a lack of financial facilities because formal finance institutions are reluctant to supply financial facilities for these people because of market failures and the lack of collateral. Therefore, financially destitute people financially depend on informal sources with high interest rates and other barriers, which push them to be poorer in the long term. However, without such sources their life may be more miserable, since they cannot even meet their current financial requirements. Therefore, it is worthwhile to introduce risk managed financial services for the poorest of the poor. It is a common belief that the provision of financial services for the poor is not a profitable business. However, some successful microfinance institutions have shown that the provision of financial services to the poor is a profitable business while these institutions remain as self-sufficient institutions.

The objective of this study is to discuss techniques which help to reach even the poorest of the poor to eradicate poverty while microfinance institutions perform as sustainable self-sufficient financial institutions.

Some techniques can be recommended to achieve this objective. One technique would be to introduce more flexible low cost risk management varieties of financial services for this segment of the population after carefully identifying their economic, financial and social background. Further, instead of eliminating informal money lenders, they can be employed as agents for formal financial institutions' rural financial services by implementing some rules and regulations. Further, microfinance institutions can introduce special financial services for remittance and remittance transfer. Apart from these, it would be worthwhile to introduce an insurance scheme according to the risks faced by poor. Also, it would be cost-effective to supply other services, such as an advisory services, marketing services and technical assistance along with financial services. These techniques themselves are helpful for financial institutions to operate as self-sufficient financial institutions. However, there are many reasons for poverty. By providing financial facilities some problems can be overcome, but to eradicate poverty it is necessary to find solutions for other structural problems in remote areas, along with the provision of financial services.

Key words: Microfinance, the Poorest of the poor, Poverty alleviation

On the Problem of Indonesia's Financial Stability: Harnessing the Central Bank Independence

Saga University, PhD. Student, Syafridi

Bank Indonesia (BI) legally received an independent status in 1999. It experienced a long period of being influenced by the government. Generally, the endeavor to achieve the independence is on the right track. BI tends to adopt monetary independence. However it must be understood that the statutory independence is not a condition of being free and totally independent of the government (or free from political matters). It should be seen as a simply separation of public function which calls for a peer to peer dialogue and mutual coordination and information sharing between them, because there will be no total independence for any central bank in this world. This paper also tries to observe the relationship between the independence and the implementation of the open market operation, even though it is understood that both stand on different pillars. This paper found that the relationship between the independence and the open market operation in Indonesia have a close and a reciprocal relationship. The improvement in the hemisphere of the open market operations inevitably influences the effectiveness of the central bank independence. The open market operations are the significant tools of the monetary policy. What is interesting is that the role of the Central Bank Certificates (Sertifikat Bank Indonesia – SBI) overwhelms the monetary instruments, and influences the aggregate of Indonesian financial structure. The investigation on the SBI as the primary monetary means is the heart of the observation on the open market operations. It is observed that the main problem of the financial market lies on the excessive role of the SBI. Although recently the government has also started to issue the government securities (Surat Berharga Negara – SBN), but it has not been broadly used as a monetary means. The SBI is now undermining the commitment to the independence, and spoiling the banking intermediary function. The intermediary is undermined as banks prefer the SBI rather than overcoming the lending risk. As results, real sector financing is slowing and sound banking system is decreasing. Albeit these problems, the SBI is playing an important role in the financial structure. The results of the study suggest that: a. the open market operations must be well reoriented to mainly transact the SBN in the long run; b. to achieve central bank independence a peer to peer dialogue and mutual coordination and information sharing between the government and BI are inevitable ways; and c. present condition is not an appropriate time to significantly decrease the amount of the SBI, but the SBN should gradually play a significant role as a promising candidate of the monetary instrument; and d. intermediation problem must be put as a priority to be resolved.

Keywords: Open Market Operations, Government Securities, Central Bank Independence

低インフレ下での最適金融政策ルール—開放経済モデルへの拡張—

神戸大学大学院 井田 大輔

1980年代初めまでは、世界的に高いインフレ率が続いていたが、それ以降、インフレ率は安定的に低位で推移するようになり、世界的にディスインフレの傾向が定着するようになった。さらに、1990年代に入ると、インフレ率がゼロ近傍まで低下するという現象が日本などの国においてみられるようになった。1990年代の後半以降になると、日本経済はデフレーションとゼロ金利制約という二重の困難な状況に遭遇した。また、2000年代前半には、日本だけでなく、米国でもデフレーションとゼロ金利制約の懸念を強めた。

そうした背景から、本稿は低インフレ下における最適金融政策ルールの議論を開放経済に拡張して分析している。具体的には、日本や米国などの大国がゼロ金利制約に直面してしまうような状況を分析するために、Sugo and Teranishi(2005)の議論を Clarida and Gali and Gertler(2002)の開放経済モデルに拡張している。

本稿の分析から以下のことが確認できた。第1に、閉鎖経済を開放経済モデルに拡張しても、非協調政策の場合には、Sugo and Teranishi(2005)と同様の最適な利子率ルールを求めることができる。第2に、両国の中央銀行が政策協調した場合、自国の最適な利子率ルールは、自国のインフレ率や産出量ギャップのみならず、外国のインフレ率や外国の政策金利にも依存することが示された。第3に、自国のみがゼロ金利制約に陥っているような状況では、自国においては最適な利子率ルールが得られるのに対して、外国では最適な利子率ルールを得ることができない。第4に、開放経済において、ゼロ金利制約を考慮すると、非協調の場合には、インフレ率や産出量ギャップなどの内生変数を通じた利子率ルールのみが最適となるが、政策協調した場合、自国の利子率が外国の利子率にも依存するので、最適な利子率ルールを得ることができなくなる。したがって、両国がゼロ金利制約に直面しているような状況では、最適な利子率ルールが得られないという点において、政策協調からの **gain** を得ることができない。よって、両国が名目金利の非負制約に直面しているような状況では、自国の中央銀行は政策協調をおこなわずに外国の政策を所与として自国の金融政策を運営することによって、最適な利子率ルールが得られることが示された。

操作変数の線形性問題を考慮したインフレーション・ターゲティング政策

—連続時間モデルによる分析—

東北大学大学院 荒井 壮一

バブル崩壊を経験し、様々な金融不安の直中にあった日本経済において、あるべき金融政策像を巡って活発な議論が交わされたことは記憶に新しい。そうした議論における中心的な議題の1つに、中央銀行の政策として、インフレーション・ターゲティング政策を採用すべきか否かという問題があった。

インフレーション・ターゲティングの理論的な側面を示すものとしては、その理論モデルを提示した Svensson(1997)が先駆的な研究として挙げられる。このモデルは、伝統的な総需要・総供給関数をそれぞれ制約条件と見なし、中央銀行の損失関数の下で最適化問題を解くものであると簡潔に述べることができる。この最適金融政策の結果、中央銀行が採用すべき金利は、テイラー型の金利決定式から求められるものとなることが一般的に知られている。

しかしながら、このインフレーション・ターゲティングのモデルは、最適化問題のハミルトニアンにおける操作変数の線形性から生じる問題を明確に考慮に入れておらず、このために状態変数のジャンプが生じるものとなっていることに注意しなければならない。特にこのモデルでは、経済の初期時点についてある特定の関係が満たされていなかった場合、中央銀行が無限大の利子率を採用し、産出量ギャップが瞬時にジャンプするという現象が生じる。直観的な理解からも、こうした政策を金融政策と呼ぶことは難しい。

したがって、本論文においては、Svensson(1997)モデルの理論的問題点を修正し、状態変数のジャンプが生じないインフレーション・ターゲティングのモデルを提示する。この試みを通して、インフレーション・ターゲティングは、中央銀行が直面する操作変数の有界制約と、中央銀行が設定する政策目標とに依存して、実際に実行可能な場合とそうでない場合があることがわかった。

参考文献：

Svensson, Lars E.O. (1997) "Inflation forecast targeting: implementing and monitoring Inflation targets," *European Economic Review*, Vol.39, pp.195-214.

金融の量的緩和政策は効果があったのか

大和総研 原田 泰**
内閣府 増島 稔***

2001年3月19日から金融政策の操作目標が、それまでのコールレートから日銀当座預金残高に変更された。量的緩和政策の開始である。日銀当座預金残高の目標は、8回にわたって増額されたが、2006年3月には、景気は着実に回復し、消費者物価も前年比でプラス幅が拡大したとして、操作目標がコールレートに変更された。量的緩和政策の終了である。

このような政策が採用された背景としては、短期金利がゼロとなっても景気は回復せず、デフレが続いていたことがある。さらには、銀行不良債権は解決できず、金融システム不安が囁かれていたからである。

本稿の目的は、量的緩和政策の効果を明らかにすることである。量的緩和政策については、多くの論文があるが、その多くが、量的緩和が実体経済に与える影響の経路について議論し、全体としての効果を分析したものは少ない。そこで本稿は、2001年以降、量的緩和政策を採用したことによって、実体経済が刺激されたのかをまず分析し、次に、その波及の経路を分析することにした。

すなわち、まず、第1に、マネタリーベースと経済活動との間に統計的關係があるか否かを検討した。結果は、明白に關係があるとなった。

第2に、その経路として、資産価格を通じる経路、銀行のバランスシートを通じる経路、銀行の情報生産機能を通じる経路、為替レートを通じる経路、時間軸効果を通じる経路をVARモデルによって分析した。結果は暫定的なものであるが、資産価格を通じる経路が重要で、他の経路はそうではないという結果になった。

第3に、上記の分析を量的緩和政策が行われた期間ではなく、金融政策が伝統的な金利政策が行われていた期間に適応した。その結果は、極めて暫定的であるが、金利政策が行われていた期間においても、マネタリーベースは金利、資産価格の経路を通じて実体経済に影響を与えていたとなった。すなわち、金利によって金融政策を行っていた期間においても、マネタリーベースの変化が、様々な経路を通じて実体経済に影響を与えてきたことが示された。2001年以降（それ以前についても同じだが）の量的緩和政策が生産にプラスの影響を与えている以上、1990年代の早期に量的緩和を行えば、当然にそれは生産にプラスの影響を与えていただろう。すなわち、長期にわたる景気低迷を緩和する手段として金融政策は有効であったと考えられる。

** 原田泰 (株式会社大和総研チーフエコノミスト yutaka.harada@rc.dir.co.jp)

*** 増島稔 (内閣府参事官 minoru.masujima@cao.go.jp)

住宅金融政策の効果に関する VAR 分析

日本大学 廣野 桂子

住宅金融公庫は廃止されたが、今後の住宅金融政策を考えるにあたり、まず、公庫が果たした役割を検証することが重要である。本研究では、住宅金融公庫の住宅金融政策が住宅着工に対して果たした貢献を定量的に分析した。具体的には、住宅金融公庫の住宅ローンの金利及び融資額が住宅着工に与えた効果を初めて検証した。

本研究では、日本の住宅政策の分野では初めて VAR モデルを採用した。第5章で VAR モデルを採用する理由は、次のとおりである。第一に、理論モデルを作成して最小二乗法で住宅着工を被説明変数として計測すれば、当該問題に関するモデルでは、説明変数に住宅ローン市場の金利といった内生変数が含まれるバイアスを生じやすい。住宅着工を被説明変数の1つとする連立方程式体系の回帰分析を行うケースでも、同じ理由から同時方程式バイアスが起りやすい。第二に、現実には経済で起こっていたことを検証して公庫の政策を評価するため、理論モデルの制約をなくして変数間の関係を調べる VAR モデルがこの分析に適している。また、インパルス反応関数による検証の結果の妥当性をみるために、分散分解の手法を併用した。

インパルス反応関数、分散分解などの手法を用いた分析の結果は次のとおりである。住宅金融公庫のかつての低利融資や住宅ローン融資額は確かにわが国の住宅着工に貢献してきた。すなわち、第一に、住宅金融公庫の住宅ローンの金利を1%分低利に導くことで、住宅着工を1年半後に6770.7戸増やす効果があった。この低利融資の住宅着工への貢献は公庫の住宅ローンの予算が実績を上回る1999年第3四半期頃まで続いた。第二に公庫の住宅ローン融資額についていえば、誤差の1標準偏差分の公庫の住宅ローン融資額の増加は、1999年第2四半期までは8214.7戸の住宅着工を促進したことが判明した。さらに、1999年第3四半期以降、効果は1/5に薄れたものの、公庫の住宅ローン融資額は住宅着工の増加に引き続き効果があった。

インパルス反応をみる分析の前に、住宅着工、住宅金融公庫の住宅ローンの金利や公庫の住宅ローンの融資額のデータの季節性、定常性、共和分の存在の検証を行った。この検証により、住宅着工、住宅金融公庫の住宅ローンの金利や公庫の住宅ローンの融資額は単位根をもつ非定常系列であることが判明した。

両大戦間期日本の長期金利指標

——東京株式取引所における上場国債の価格データを用いた推計——

神戸大学 鎮目 雅人

本報告では、両大戦間期日本の金融実態を把握するための基礎的データの整備に向けて、上場国債の流通価格データを用いて長期金利を導出する。

両大戦間期の日本では、多様な投資家が参加する国債の流通市場が存在し、1878（明治11）年に創設された東京株式取引所は、国債をはじめとする有価証券流通の中央市場として機能していた。同取引所での取引価格は、新聞や経済雑誌、海外通信社等を通じて国内外の投資家に広く共有され、投資判断に活用されていた。また、東京株式取引所では、データを月次で取りまとめて邦文・英文併記による『月報』として発行するなど、投資家に対して積極的に情報を提供していた。

本報告では、国内金融市場の指標として利用可能な金利データの構築を目指し、東京株式取引所に上場されていた国債の取引価格をもとに長期金利を導出する。具体的には、1919（大正8）年1月から1938（昭和13）年12月の時期について、取引所で活発に取引されていた超長期債である甲号五分利公債の価格を用いて長期金利を推計するとともに、1928年1月から1936年2月までの時期について、クーポン・レートが同一で満期の異なる複数の国債の金利を用いて期間別金利を推計する。

本報告で導出した金利データは、市場で成立していた指標金利としてさまざまな分析に利用することが可能である。

How many did structural changes in the relation between the yield spread and future real economic activity in Japan occur over time?

宮崎産業経営大学 中尾田 宏
大阪大学 福田 祐一

本研究では、欧米において観察される長短金利差が将来の経済状態(生産と消費)の指標となる特性(the leading indicator property of the term spread, LIPTS)について、日本において成立しているかどうか実証的に検証している。具体的には、日本の10年もの国債金利とCD3ヶ月もの金利の差と将来の実質GDP成長率との間に有意な関係があるのか、また、その関係に複数回の構造変化がおきていないのかどうかについて分析している。1982年第3四半期から2004年第1四半期について検証した結果、1985年第3四半期、1990年第2四半期、1996年第1四半期の計3回の構造変化が観察された。これらの構造変化時点は、それぞれプラザ合意、バブル崩壊、超低金利政策の導入に対応していると考えられる。また、1985年と1990年の構造変化では、長短金利差とGDP成長率の関係の強さが変化しているだけで、継続的に正の関係が存在していたが、1996年の構造変化以降、長短金利差とGDP成長率の間に有意な正の関係がなくなっていることが示された。

共通論題：金融イノベーション—決済システムの新展開—

電子マネー：金融機関の戦略上の位置づけ

三菱東京UFJ銀行 嶋田 大

1990年代に入り、銀行・カード会社等を中心に電子マネー導入に向け多くの実証実験が行われたが、実用化には至らなかった。しかし、非接触型ICカードの登場を契機に、プリペイド型に加え、ポストペイド型を含む様々なスキームが登場し、簡単・スピーディーな決済手段として一気に社会インフラとして定着しつつある。

商品・サービス開発・提供を通じ、エンドユーザーと直接接点を持つ金融機関の立場で、主にビジネス面に軸足を置いた報告を行う。

第一に、過去の銀行・カード会社主導の電子マネーへの取り組み実績を振り返り、実用化に至らなかった原因を分析した後、現在の隆盛に至った原因を分析する。

第二に、金融業界、運輸業界、流通業界等の各業界における電子マネー業務の取り組み状況、及び戦略上の位置づけ・収益モデルを比較した上で、三菱東京UFJ銀行が「Edy」、「Suica」、「VISA TOUCH」といった電子マネーを導入するに至った経緯、狙い、効果について報告する。

最後に、新規スキームの相次ぐ参入により類似スキームが乱立気味の状況にある現状や法的整備面の課題を整理し、課題解決に向けた具体的対応案を論じる。

以 上

電子マネー：リテール決済のイノベーション

麗澤大学 中島 真志

わが国における電子マネーは、これまで、Edy と Suica が「2大電子マネー」となっていたが、2007年にPASMO、nanaco、WAONといった新しい電子マネーが相次いで導入された。このため、2007年は「電子マネーの普及元年」とも言われ、マスコミ等ではしばしば特集が組まれるなど「電子マネーブーム」の様相を呈している。

本報告の骨子は、次のとおりである。

まず第1に、現在普及が進みつつある「電子マネー」とは何かについてみることにする。そのために、電子マネーのいくつかの種類や電子マネーの決済のプロセスについて概観する。そして、電子マネーを「新しい通貨」としてとらえるべきなのか、あるいは「電子的な技術を使った新たな支払手段」として考えるべきなのかについて論ずる。

第2に、わが国における電子マネーの特徴をさらに明らかにするために、2大電子マネーであるEdy と Suica を対象として、その共通点と相違点について分析を加える。こうした中には、「クローズド・ループ型」の電子マネーであるといった共通点と、一方で、「3コーナー・モデル」と「4コーナー・モデル」との違いなどをみることにする。

第3に、わが国において、電子マネーが急速に普及し、世界でも有数の「電子マネー大国」となりつつある背景について考察を加える。小口決済の手段として、現金の利用頻度が高く、電子マネーにとってのいわば「潜在的なマーケット」が大きかったことや、デビットカードの未発達、かえって追い風となっていること、決済機能だけでなく、マーケティング・ツールとしてのメリットが認識されていること、などを指摘する。

第4に、今後の電子マネーの展開についてみる。格納媒体の変化が見込まれることや、決済端末の共通化によって利用者にとっての利便性が向上すること、ポイント制の導入などにより、割安な決済方法として位置づけられる可能性などについてみることにする。

最後に、電子マネーを今後一層発展させるための課題について触れる。利用機会の拡大など、「どこでも使える」環境作りのほか、セキュリティに対する信頼感の向上や、法的基盤の整備等の「安心して使える」環境作りがポイントとなるものと考えられる。

電子記録債権と金融イノベーション

立命館大学 大垣 尚司

シュンペーターは主著『経済発展の理論』の中でイノベーション（革新）について2つの興味深い指摘をしている。ひとつは、革新が①新しい財貨の生産、②新しい生産方法の導入、③新しい販路の開拓、④原料・半製品の新しい供給源の獲得、⑤新しい組織の実現といった新結合（new combination）の遂行として行われるという視点である（視点Ⅰ）。もうひとつは、革新が、自発的に生じた顧客のニーズに応えるかたちで起こるのではなく、むしろ産業側から顧客に対して新しい欲望が教え込まれ、産業側のイニシアチブで行われるという点（視点Ⅱ）である。電子記録債権との関係でいえば、導入時に議論のあった「手形の電子化」や「シンジケートローンの電子化」は、視点Ⅰについて辛うじて②を満たすが、視点Ⅱになるとどれだけの革新性があるか疑問なしとしない。たぶん、この方向性を追求しても「ちょっと便利」な程度に終わるのではないか。

あらためて考えてみると電子記録債権には革新を可能ならしめうる以下の特徴がある。

- 1) 企業間信用の手段として導入されること。金融機関自身も活用はできるが、固有の関与としては資金決済や関連会社を通じた電子債権記録機関の部分に限定される。
- 2) 権利を決済とは分離して電子的にかつ法的に高い確実性と安定性を以てやりとりすることができるこれまでにない「権利の流通手段」であること。別途存在する「権利」に関する単なる電子情報でも電子情報に「署名」を行うための仕組みでもなく、電子情報そのものが「権利」を表章する初めての制度であること。
- 3) 企業だけでなく消費者の利用が想定されていること。
- 4) 現在の電子マネーが前払式電子証憑だとすれば、電子記録債権は後払式電子証憑と考えることができ、両者は本質的に異なるものではないこと。

また、視点Ⅱとの関係で次のような点が指摘できるであろう。

- 1) 企業はこれまで資金決済と一体化された手形か、使い勝手の悪い指名債権のかたちでしか権利段階での流通や決済を許されてこなかったため、使い勝手のよい権利の流通手段があるとどんなニーズが広がるかについて現時点では想像力が及んでいない。
- 2) これまでのITサービスでは「堅い」決済を他のシステムから分断して考えることが当然視されており、両者を一体化するという発想が希薄である。
- 3) 個人への信用販売は業者割賦から専業割賦へと進化し、販売業務から信用業務を切り離す方向にベクトルが向かっていたが、電子記録債権により割賦債権を用いたファイナンスが容易になれば実際には業者割賦のほうが効率的になる可能性がある。

このように電子記録債権はそれ自身が当然に革新をもたらすものではないが、革新を可能ならしめる要素技術としては有望である。これをどう活用して金融において革新を生み出すかは新結合を「遂行」する金融パーソンの想像力と推進力に委ねられている。

電子記録債権制度の活用について

経済産業省 小宮 義則

電子記録債権制度は、平成15年に、経済産業省が、中小企業の資金調達円滑化を目的として、検討を開始。以降、中小企業のみならず、様々なビジネスモデルを検討。これを踏まえつつ、昨年、電子記録債権法案が、法務省及び金融庁により国会提出され、昨年6月に成立・公布。

電子記録債権とは、当事者の意思表示に加え、電子債権記録機関が作成する記録原簿に記録しなければ発生または譲渡の効力が生じない債権。指名債権および手形債権双方の特徴を併せ持つ柔軟性がある。

電子記録債権の活用類型としては、①電子手形、②電子指名債権（電子売掛債権）、③リース・クレジット債権の流動化、④CMSへの活用、⑤シンジケートローンへの活用等が想定された、しかし、法案の制定過程において、記録機関の財務健全性や運営基盤の安定性が重視されたため、現行法制では、③及び④は、事実上難しいと見られている。

経済産業省においては、2007年度において、中小企業金融円滑化に資するため、電子手形及び電子売掛債権の制度整備を検討。大企業と中小企業、債権者と債務者が、合意することが可能な共通ルールを設定を図っている。

電子手形については、①利用者の事前審査を行うこととすべき、②記録事項を限定すべき、③記録請求手続きについて、一定の条件の下で、発生記録請求につき包括委任を容認すべき、④譲渡人の担保責任について、原則として「保証記録」が付されるべき、⑤譲渡禁止特約を設けない制度とすべき、⑥一定の条件の下で、受取側が単独で債権を分割することが可能、⑦不渡処分制度と同様の制度が整備されるべき、⑧下請法に適合する制度設計とするべき、といったルールを整備。

一方、電子指名債権（電子売掛債権）については、①利用者の事前審査は必要なし、②任意的記録事項の項目について法16条2項16号に基づき政令で定めるべき事項は、当面はなし、③記録請求手続きについては、電子手形と同様、④譲渡人の担保責任について、当然に担保責任を負うものとはしない、⑤譲渡禁止特約について全面的に禁止することは困難、また、債権の分割は一定の条件の下に認めるべき、とした。

今後の電子記録債権制度の発展については、電子記録債権が、第二の通貨と成り得る潜在力を、メリット及びデメリットの観点から判断し、電子債権記録機関の監督規制が、どの程度緩和されるかにかかっている。

成城大学アクセスマップ



・新宿から急行で15分。成城学園前駅中央口で駅構内から見て左側の北口から徒歩3分です。

・○内の数字は各駅からの所要時間の目安です。

なお、成城学園前駅には小田急線の「急行」は停車しますが「快速急行」は通過となりますので注意してご乗車下さい。

千代田線は<代々木上原>で、井の頭線は<下北沢>で、南武線は<登戸>で、それぞれ小田急線に接続しています。品川方面からは新宿から小田急線あるいは渋谷から井の頭線経由でお越し下さい。