金融学会会報

2015年度

日本金融学会春季大会

研 究 報 告 概 要

期　日　**2015年5月16日（土）・ 5月17日（日）**

会　場　**東京経済大学国分寺キャンパス**
（〒185-8502　東京都国分寺市南町1−7−34）
最寄り駅と所要時間：
JR中央線・西武国分寺線・西武多摩湖線国分寺駅、徒歩約１２分
URL : http://www.tku.ac.jp/access/kokubunji/

連絡先　日本金融学会東経大大会事務局
〒185-8502　東京都国分寺市南町1−7−34
東京経済大学経済学部　熊本方雄研究室
E-mail：kumamoto@tku.ac.jp

お　知　ら　せ

○大会参加費：無料です。

○懇　親　会：5月16日（土）18時00分より，東京経済大学国分寺キャンパスの葵陵会館にて行います。ぜひご参加ください。参加をご希望の方は，懇親会費（5,000円）を，同封の振込用紙を使って，下記のゆうちょ銀行口座に4月16日（水）までにお振込みください。

銀行名：　ゆうちょ銀行
口座記号番号：　00120-6-586947
加入者名：　日本金融学会東経大大会事務局
(ﾆﾎﾝｷﾝﾕｳｶﾞｯｶｲﾄｳｹｲﾀﾞｲﾀｲｶｲｼﾞﾑｷｮｸ)

他行等からお振込みくださる場合は下記内容をご指定ください。

銀行名：　ゆうちょ銀行
店名：　〇一九（ｾﾞﾛｲﾁｷｭｳ）店（019）
口座番号：　当座預金　0586947
加入者名：　日本金融学会東経大大会事務局
(ﾆﾎﾝｷﾝﾕｳｶﾞｯｶｲﾄｳｹｲﾀﾞｲﾀｲｶｲｼﾞﾑｷｮｸ)

なお，4月16日（木）以降および当日お支払いの場合には6,000円を頂戴いたします。

○昼　　食：土曜日については，キャンパス内の生協食堂（葵陵会館1F）をご利用下さい。日曜日については，JR 国分寺駅周辺に数多くの飲食店がありますので，ご利用ください。

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

○アクセス　：会場へのアクセスは，最終頁の地図をご参照ください。駐車場の用意はしておりません。公共交通機関をご利用ください。

○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8分，質疑応答7分の合計40分です。パワーポイントをご利用の方は，セッションの開始10分前までに会場備え付けのパソコンにコピーしてください。セッションの円滑な進行にご協力をお願い申し上げます。

○宿泊施設　：各自で手配願います。

○そ　の　他：

- 当日のコピー・サービスは一切行いません（当日の配布資料については，各自で事前にご準備ください）。
- 要旨集の印刷配布は行いません。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。
- 会場のパワーポイントは2013版です。
- 自然災害等によって開催が困難になった場合は，できるだけ迅速に学会HPに情報を掲載し，また学会MLを利用してご連絡します。非開催に伴う諸費用の補償はできませんので，ご了解ください。

日本金融学会 2015 年度春季大会
プログラム

第１日　5 月 16 日（土）

受付開始　　東京経済大学　国分寺キャンパス　　1 号館 1F　9:00～

１．　会長講演　　＜9:30～10:00＞

大倉喜八郎進一層館　1F

テーマ：Local Currency Trade Settlement under the International Monetary System with the US Dollar as a Key Currency

日本金融学会　会長　　一橋大学　　小　川　英　治　氏

２．　金融史パネル　　＜10:10～12:10＞

A 会場　　1 号館 A304 教室

テーマ：都市の中小企業はどの金融機関を取引先にしたのか？
－『愛知県商業名鑑』『名古屋商工名鑑』による分析－

座長　　千葉商科大学　　齊　藤　壽　彦　氏

(1)　1920 年代の名古屋における商工業者と金融機関の取引関係

報告者　　愛知大学　　早　川　大　介　氏

(2)　『1967 年版名古屋商工名鑑』による取引先金融機関の分析

報告者　　麗澤大学　　佐　藤　政　則　氏

(3)　中小企業金融におけるリレーションシップバンキングの展開
—1970s 以降における都市銀行との競争を中心に—

報告者　　名城大学　　新　井　大　輔　氏

討論者　　阪南大学　　今　城　　徹　氏

討論者　　法政大学　　鷲　見　誠　良　氏

３．　自由論題　　＜10:10～12:10＞

B 会場　　1 号館 A305 教室

セッション：金融仲介機関Ⅰ

座長　一橋大学　小西　大　氏

(1)　The Number of Bank Relationships and Small Business Bankruptcies

報告者　名古屋大学大学院　大鐘雄太　氏

討論者　中央大学　小野有人　氏

(2)　資本注入政策の効果についての実証

報告者　京都橘大学　近藤隆則　氏

討論者　名古屋大学　清水克俊　氏

(3)　International Syndicated Loans and Japanese Regional Banks: Comparison between the First and Second Internationalization

報告者　山形大学　山口昌樹　氏

討論者　専修大学　渡邊隆彦　氏

C会場　　1号館A306教室

セッション：国際金融Ⅰ

座長　神戸大学　岩壷健太郎　氏

(1)　Industry-specific Exchange Rate Fluctuations, Japanese Exports and Financial Constraints: Evidence from Panel VAR Analysis

報告者　横浜国立大学大学院　章　沙娟　氏

討論者　神戸市外国語大学　江阪太郎　氏

(2)　為替レートの変動について－アセット・プローチとマネタリー・プローチ－

報告者　東京国際大学　清水　誠　氏

討論者　大阪経済大学　福本幸男　氏

(3)　金融危機後の米国の縮小する経常収支赤字と対外純負債急膨張のパラドックス

報告者　龍谷大学　竹中正治氏

討論者　明治大学　勝悦子氏

D 会場　1 号館 A404 教室

セッション：金融と法

座長　東北大学　菅原歩氏

(1)　米国経済制裁法の域外適用を巡る国際法及び金融政策上の課題

報告者　早稲田大学　久保田隆氏

討論者　愛知大学　栗原裕氏

(2)　債権譲渡ファイナンスと信用リスク

報告者　横浜国立大学　高橋正彦氏

討論者　早稲田大学　久保田隆氏

(3)　金融と法－方法論的序説－

報告者　立命館大学　大垣尚司氏

討論者　成城大学　村本孜氏

E 会場　1 号館 A405 教室

セッション：国際マクロ

座長　東北大学　永易淳氏

(1)　On the Role of Volatility in Prediction with Constant Gain Learning

報告者　久留米大学　池田太郎氏

討論者　横浜市立大学　中園善行氏

(2)　投資動機とトービンの q：グレンジャー因果性による検証

報告者　流通科学大学　小塚匡文氏

神戸市外国語大学　藤井隆雄氏

討論者　明治大学　千田亮吉氏

(3) Choice of Inflation Targeting: Some International Evidence

報告者　国際大学　柿中　真　氏
ウズベキスタン中央銀行
シャクゾット　イズマイロフ　氏
東京大学　宮本弘暁　氏
討論者　関西学院大学　田中　敦　氏

４．　昼食　<12:10～13:40>

５．　中央銀行パネル　<13:40～15:40>

A 会場　1 号館 A304 教室

テーマ：量的質的緩和政策の評価

座長　大阪経済大学　高橋　亘　氏

(1) 金融政策論争と量的・質的金融緩和の評価

報告者　明治大学　飯田泰之　氏

(2) 量的・質的金融緩和政策は様々な経路を通じて経済を回復させている

報告者　日本銀行　原田　泰　氏

(3) 量的質的緩和政策の評価

報告者　BNP パリバ証券　河野龍太郎　氏

(4) 量的・質的金融緩和（QQE）の評価と課題

報告者　富士通総研　早川英男　氏

６．　自由論題　<13:40～15:40>

B 会場　1 号館 A305 教室

セッション：保険/ﾘｽｸ・ﾏﾈｼﾞﾒﾝﾄ

座長　東京経済大学　柳瀬典由　氏

(1) 生命保険業に対するプルーデンス規制の在り方とその範囲について

報告者　早稲田大学　大塚忠義　氏
討論者　ｷｬﾋﾟﾀｽｺﾝｻﾙﾃｨﾝｸﾞ　植村信保　氏

(2) 原発事故はシステマティックリスクにどの様に影響したか？－状態空間モデルを用いた実証研究から－

報告者	青山学院大学	白 須 洋 子 氏
	早稲田大学	森 平 爽一郎 氏
	東京経済大学	吉 田 靖 氏
討論者	国際大学	伊 藤 晴 祥 氏

(3) Moral Hazard Premium: Valuation of Moral Hazard under Diffusive and Jump Risks

報告者	一橋大学	中 村 恒 氏
	一橋大学	高 岡 浩一郎 氏
	一橋大学	三 隅 隆 司 氏
討論者	横浜国立大学	西 出 勝 正 氏

C 会場　　1 号館 A306 教室

セッション：企業金融

座長	九州大学	岩 田 健 治 氏

(1) 内部ガバナンスとペイアウト政策に関する実証分析

報告者	一橋大学大学院	齋 藤 巡 友 氏
討論者	東洋大学	佐々木 寿 記 氏

(2) Empirical Analysis of the Hold-Up Problem in Debt Financing: Evidence from Japanese Listed Firms

報告者	一橋大学大学院	岩 木 宏 道 氏
討論者	早稲田大学	小 倉 義 明 氏

(3) Bank Relationships and Cash Holdings: Evidence from Japanese Firms

報告者	長崎大学	式 見 雅 代 氏
討論者	東京理科大学	佐々木 隆 文 氏

D 会場　　1 号館 A404 教室

セッション：各国の金融

座長　京都大学　三重野　文　晴　氏

(1)　インドネシアの金融政策手段の効果

報告者　法政大学大学院　尾　垣　弥　生　氏

討論者　一橋大学　奥　田　英　信　氏

(2)　Heterodox Perspectives on Islamic Prohibition of *Riba and Gharar*: Towards Transcending the Trend of *Financialization*

報告者　立命館アジア太平洋大学　鈴　木　　泰　氏

ニズワ大学　デュラル　ミア　氏

討論者　早稲田大学　北　村　歳　治　氏

(3)　現代ロシアの金融制度－金融業界の構造－

報告者　拓殖大学　山　村　延　郎　氏

討論者　龍谷大学

クラフチック　マリウシュ　コンラッド 氏

E 会場　　1 号館 A405 教室

セッション：地域・中小企業金融

座長　山口大学　兵　藤　　隆　氏

(1)　ベンチャーファイナンスの有効性－IPO 前企業のデータによる分析－

報告者　成城大学大学院　藤　倉　孝　行　氏

討論者　愛知大学　栗　原　　裕　氏

(2)　金融機関による中小企業の財務評価方法に関する提言

報告者　作新学院大学大学院　安　西　克　己　氏

討論者　神戸大学　家　森　信　善　氏

(3)　人口減少社会と地域金融機関経営

報告者	関西外国語大学	堀　江　康　熙　氏
討論者	福岡大学	有　岡　律　子　氏

７．　特別講演　　＜16:00～17:00＞

大倉喜八郎進一層館　1F

司会	慶応義塾大学	池　尾　和　人　氏
講演者	金融庁長官	細　溝　清　史　氏

演題：最近の金融行政について

８．　会員総会　　＜17:00～17:50＞

大倉喜八郎進一層館　1F

９．　懇親会　　＜18:00～20:00＞

会場　　葵陵会館 1F

第２日　５月17日(日)

受付開始　　東京経済大学　国分寺キャンパス　　１号館 1F　9:30～

10.　自由論題　　＜10:00～12:00＞

A 会場　　１号館 A304 教室

セッション：市場分析

	座長	青山学院大学	皆木健男氏
(1)	金の需給構造変化と価格形成		
	報告者	武蔵大学	茶野　努氏
	討論者	World Gold Council	森田隆大氏
(2)	Management Buyouts in Japan		
	報告者	国際大学	伊藤晴祥氏
		ハワイ大学	エリック メイズ氏
	討論者	東京経済大学	吉田　靖氏
(3)	Why Do International Stock Markets Co-move? Evidence from Accessible and Inaccessible Stocks in China		
	報告者	対外経済貿易大学	西村友作氏
		甲南大学	筒井義郎氏
		関西学院大学	平山健次郎氏
	討論者	福岡女子大学	張　艶氏

B 会場　　１号館 A305 教室

セッション：金融仲介機関Ⅱ

	座長	中央大学	奥山英司氏
(1)	市場規律と追い貸し		
	報告者	鹿児島大学	永田邦和氏
	討論者	九州共立大学	森　祐司氏

(2) Bank Competition, Ownership Structure and Risk Taking: Evidence from Japan

報告者	岡山大学	大 熊 正 哲 氏
	九州共立大学	森 祐 司 氏
討論者	立命館大学	渡 辺 直 樹 氏

(3) Are Bank Mergers Good News for Shareholders? The Effect of Bank Mergers on Client Firm Value

報告者	国際基督教大学	モンゴメリ ヘザー氏
	ニューヨーク州立大学	高 橋 裕 希 氏
討論者	埼玉大学	長 田 健 氏

C 会場　　1 号館 A306 教室

セッション：国際金融Ⅱ

座長	滋賀大学	吉 田 裕 司 氏

(1) 人民元オンショア・オフショア為替相場と金利市場の因果関係
－VAR モデルによる実証分析－

報告者	一橋大学大学院	羅 鵬 飛 氏
討論者	東洋大学	川 﨑 健太郎 氏

(2) 金融危機時における金融機関の CDS

報告者	武蔵大学	大 野 早 苗 氏
討論者	愛知大学	栗 原 裕 氏

(3) Asymmetric Exchange Rate Pass-Through in Japanese Exports: Application of the Threshold Vector Autoregressive Model

報告者	横浜国立大学大学院	
		グェン・ティ・ゴック・アイン 氏
	横浜国立大学	佐 藤 清 隆 氏
討論者	一橋大学	塩 路 悦 朗 氏

D 会場　　1 号館 A404 教室

セッション：中国の金融

座長　神戸大学　金 京 拓 司 氏

(1) 中国のシャドーバンキング（影子銀行）の形成と今後の課題

報告者　野村資本市場研究所　李 立 栄 氏

討論者　福岡女子大学　張 艶 氏

(2) 国有株及び政府系取締役が銀行の収益性に与えた影響

報告者　一橋大学　郎 霊 氏

討論者　福山大学　古 島 義 男 氏

(3) シャドーバンクについて中国では何を議論しているか

報告者　成城大学　福 光 寛 氏

討論者　大阪市立大学　王 東 明 氏

E 会場　　1 号館 A405 教室

セッション：金融マクロ

座長　東北大学　西 山 慎 一 氏

(1) Currency Substitution and Monetary Policy Effects: The Case for Latin American Countries

報告者　福島大学　熊 本 尚 雄 氏

東京経済大学　熊 本 方 雄 氏

討論者　成蹊大学　大 野 正 智 氏

(2) The Role of Bank Capital Requirements in the Propagation of Monetary Policy

報告者　福島大学　福 田 慎 氏

討論者　山形大学　溜 川 健 一 氏

(3) Macroeconomic Analysis of Relationship Lending

報告者　山形大学　溜 川 健 一 氏

討論者　福島大学　熊 本 尚 雄 氏

11. 昼食　＜12:00～13:30＞

12. 共通論題　＜13:30～16:00＞

大倉喜八郎進一層館　1F

テーマ：日本の経常収支 -現状、展望と政策的課題ー

座長　明治学院大学　佐々木 百 合 氏

(1) 経常収支の現状と今後の展望ーアベノミクスを成功させるためにー

報告者　財務省国際局長

東京大学　浅 川 雅 嗣 氏

(2) 経常収支と外国為替市場との関わりの変遷と、これから

報告者　新生銀行　政 井 貴 子 氏

(3) 経常収支、為替レートとバラッサ・サミュエルソン効果

報告者　コロンビア大学

政策研究大学院大学　伊 藤 隆 敏 氏

討論者　神戸大学　松 林 洋 一 氏

討論者　アジア開発銀行研究所　吉 野 直 行 氏

（プログラム委員会）

高　橋　豊　治　（中央大学、委員長）

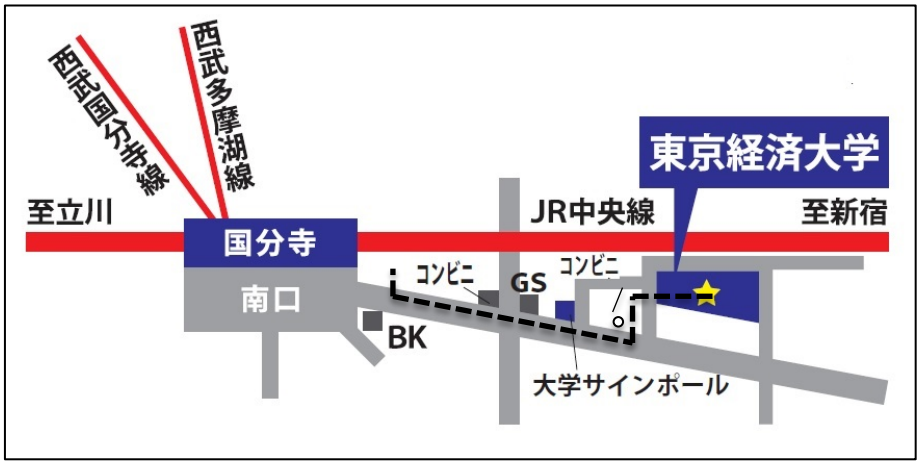
岩　田　健　治　（九州大学）
内　田　真　人　（成城大学）
奥　山　英　治　（中央大学）
川　﨑　健太郎　（東洋大学）
小　西　　大　（一橋大学）
佐　藤　政　則　（麗澤大学）
永　易　　淳　（東北大学）
兵　藤　　隆　（山口大学）
皆　木　健　男　（青山学院大学）
柳　瀬　典　由　（東京経済大学）
吉　田　裕　司　（滋賀大学）
岩　壷　健太郎　（神戸大学）
岡　野　衛　士　（名古屋市立大学）
鴨　池　　治　（東北福祉大学）
熊　本　方　雄　（東京経済大学）
佐々木　百　合　（明治学院大学）
菅　原　　歩　（東北大学）
西　山　慎　一　（東北大学）
三重野　文　晴　（京都大学）
安　田　行　宏　（一橋大学）
矢　野　順　治　（鳥取環境大学）

（準備委員会）

釜　江　廣　志（委員長）

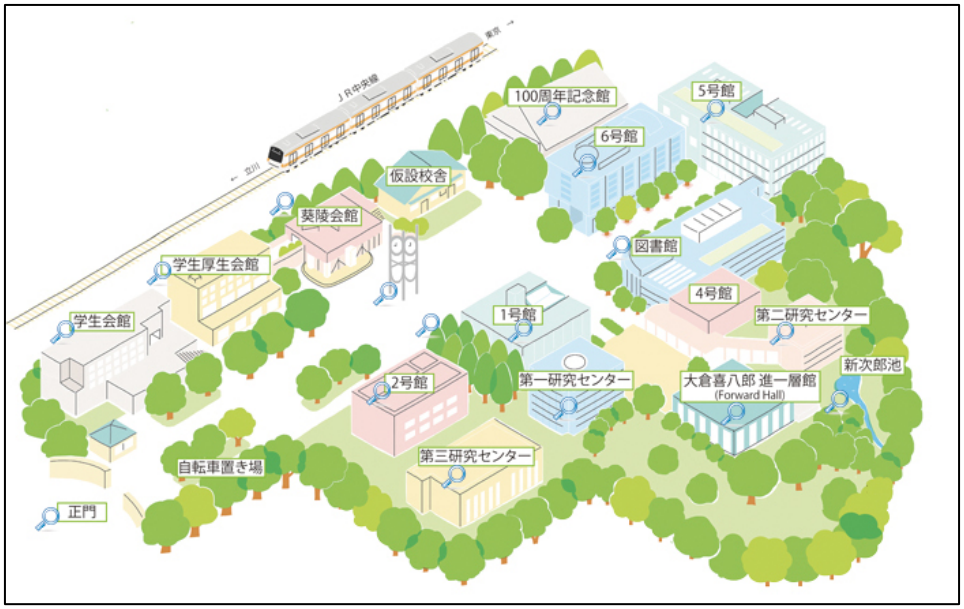
石　川　雅　也　　熊　本　方　雄　　安　田　行　宏　　柳　瀬　典　由
横　川　太　郎　　吉　田　　靖　　渡　辺　裕　一

＜アクセスマップ＞



■JR 中央線，西武国分寺線・多摩湖線「国分寺駅」南口より徒歩 12 分です。
■JR 中央線「新宿駅」から「国分寺駅」まで，「特別快速」電車で約 20 分，「快速」電車で約 30 分です。
※タクシーをご利用の場合は，東北門へお回りください。

＜キャンパスマップ＞



・大会会場　…　1 号館（受付），大倉喜八郎進一層館
・懇親会会場　…　葵陵会館

＜金融史パネル＞

都市の中小企業はどの金融機関を取引先にしたのか？

―『愛知県商業名鑑』『名古屋商工名鑑』による分析―

麗澤大学　佐藤政則

＜主旨＞

戦時期までの銀行統合は、戦後の地域金融にどのような特徴をもたらしたのだろうか。なかでも中小企業の多くが立地するにもかかわらず、全国地方銀行協会加盟の地方銀行（本店）が所在しない、あるいは有力な地方銀行が存在しない、神戸、大阪、京都、名古屋、東京などの大都市では、地方銀行の地域金融機能をどのような金融機関が担ったのだろうか。戦後に関しては、さしあたり「常識的」な仮説として相互銀行（第二地銀）、信用金庫、信用組合が担ったと考えておく。

本パネルでは、都市のより小規模な企業が、どのような金融機関を取引先としていたのかについて、全国で唯一、地銀協加盟の地方銀行本店が所在しない愛知県、名古屋市を対象に、基礎的データを提示し、次の三つの課題を中心に上記仮説を検証する。

第一に、そもそも戦前において愛知県の商工業者は、どのような金融機関と取引をしていたのだろうか。とくに東海銀行の前身である愛知銀行、名古屋銀行、伊藤銀行は、どの程度の規模の商工業者まで営業基盤にしていたのだろうか。第一報告（早川大介）において、愛知県産業部編纂『愛知県商業名鑑』（1922 年 6 月調査）を用い概要を示す。

第二に、高度成長期の都銀貸出において中小企業は限界的な融資先と報告者も考えていたが、実際に小規模な企業はどのような金融機関を取引先にしていたのだろうか。第二報告（佐藤政則）において、名古屋商工会議所編『1967 年版名古屋商工名鑑』を用い、東海銀行、その他都銀支店、地銀を含む地域金融機関における取引先の特徴を観察し、併せて第一報告からの変化にも言及する。

第三に、1970 年代以降、都銀が中小企業金融に本格的に進出すると報告者も考えていたが、果たして実態はどうなのであろうか。第三報告（新井大輔）が名古屋商工会議所編『1991 年版名古屋商工名鑑』を用いて、第二報告との変化を中心に考察する。

報告で用いる『愛知県商業名鑑』、『名古屋商工名鑑』は、あくまでも名簿にすぎず取引内容は不明である。またある程度の規模や事業内容を保持する商工業者ないし会社が対象となっている。こうした制約のある資料に基づく議論であることに充分な留意が必要である。
それでもなお、都市銀行、地域金融機関各々の大都市における中小企業金融に関して興味深い論点を提示できる見込みである。国際業務やホールセールバンキングに注目しがちな都市銀行機能であるが、このパネルでの検討は、実態に即した都市銀行の機能を問うことになる。

＜金融史パネル＞

1920 年代の名古屋における商工業者と金融機関の取引関係

愛知大学　早川大介

本報告では、愛知県産業部編纂『愛知県商業名鑑』（1922 年 6 月調査、1923 年 10 月刊行、以下『名鑑』と略記）を利用して、1920 年代前半の名古屋市内の商工業者（とりわけ商業者）と金融機関との取引関係を明らかにする。

名古屋を中心とした中京工業地帯は、第一次大戦期の紡織工業・金属・機械工業の飛躍により大きく発展した。地場の銀行は、19 世紀後半までは三井銀行支店など都市大銀行の後塵を排していたが、日露戦後から名古屋三大銀行（愛知銀行・名古屋銀行・明治銀行）が急成長し始め、第一次大戦期には東京・大阪に次ぐ都市金融市場へと発展していった（石井寛治（1970）、村上はつ（1978））。

これまでの戦前期の金融史研究において、金融機関とその取引先の階層性については古くから指摘されてきた（伊牟田敏充（1976））。しかしながら、破綻処理の報告書や内部資料を利用した一部の研究をのぞいて金融機関の具体的な取引先についてはまだ明らかにされていない点が多い。『名鑑』には、愛知県産業部が約 7000 件に依頼状を送り、回答が得られた約 3600 名の氏名・商号のほか創業年月、取引銀行等が記載されている。既に先行研究でもその一部は利用されており、当時の名古屋をはじめとする愛知県内の商工業者がどのような銀行と取引関係にあったかを把握するのに好適な資料であるといえよう。（村上前掲、浅井良夫（1976）など）。また、1922 年という調査時点は、「名古屋特有」の金融恐慌とよばれる 1923 年の銀行動揺の前年にあたる。1932 年の明治銀行の休業に至る名古屋金融市場の動揺の前夜の商工業者と銀行との取引関係を示しているという点も興味深い（植田欣次（2011））。なお『名鑑』には以下のような制約も存在する。一時点の一県のみの調査であり、調査対象が商業会議所名簿に記載された営業税年額 30 円以上（名古屋以外は 20 円以上）の階層に限られている点、銀行との取引の具体的な内容が示されていないという点である。

本報告では、以上の点に留意しながら、『名鑑』から名古屋市内の商工業者を抽出し、さらに『商工信用録』などの興信所の資料等を利用して所得税額などの情報を加えて、名古屋市内の商工業者がどのような金融機関と取引関係にあったのかを実証的に検討したい。

＜金融史パネル＞

『1967 年版名古屋商工名鑑』による取引先金融機関の分析

麗澤大学　佐藤政則

本報告では、都市の中小企業金融がどのような金融機関によって担われていたのか、その手がかりとして中小企業がどの金融機関を取引先としていたのかに関する基礎的データを提示する。用いる資料は各地商工会議所が編纂した『商工名鑑（名簿）』である。

高度成長期の中小企業金融（機関）をめぐる通説的理解を挙げれば、次の 5 点に整理できるだろう。

① 高度成長期の企業金融は、大企業金融を担う都市銀行、中小企業金融を担う相互銀行、信用金庫、信用組合という棲み分け（ないしは「二重構造」）

② 中小企業を含め企業規模の階層性に対応した金融機関のポジション[1]

③ 1950 年代から 60 年代に相銀、信金の中小企業金融におけるシェアは大きく進展[2]

④ 1970 年代以降では都銀による中小企業分野への進出が顕著[3]

⑤ 都市銀行の行う中小企業金融は、金融緩和期の限界的な融資であり、景気動向に伴って激しく変動した[4]

豊富な研究蓄積に基づく上記の通説的理解に異論を提示できるだけの準備はないが、都銀の中小企業金融に関しては今少し丁寧な分析が必要と思われる。例えば、戦時期までの銀行統合によって、戦後における地域金融のあり方（例えば中小企業金融の担い手など）は、相当な影響を受けたと考えられ、なかでも戦前以来の有力な地方銀行が存在しない大都市の中小企業金融に関しては、都銀の関与は無視できないと思われる[5]。

[1] ①②については、さしあたり川口弘・川合一郎編『金融論講座 5　日本の金融』有斐閣、1965 年。川口弘「中小企業への金融的『シワ寄せ』機構」、舘龍一郎・渡部経彦編『経済成長と財政金融』岩波書店、1965 年、所収。

[2] 吉田暁「最近における中小金融機関の動向」『金融』、1961 年 10 月。「近年における相互銀行および信用金庫の発展とその背景」日本銀行『調査月報』1964 年 7 月、相川直之「信用金庫の成長要因をめぐって」『信用金庫』25 巻 3 号、4 号、1971 年 3 月、4 月。

[3] 新井大輔「1970 年代における都銀と信金の競争激化とリレーションシップバンキング」『商学論纂』（中央大学）52 巻 5・6 号、2011 年 6 月。同「1980 年代における中小企業向け貸出とリレーションシップバンキング」『商学論纂』（中央大学）54 巻 3・4 号、2012 年 12 月、同「高度成長期における『金融の二重構造』とリレーションシップバンキング」『東京立正短期大学紀要』41 号、2013 年を参照。

[4] 金融制度調査会「中小企業金融のあり方について」1967 年 10 月 20 日、金融制度調査会編『中小企業金融専門機関等に関する答申集』金融財政事情研究会、1981 年、所収。

[5] 都市銀行の関与も含めた都市中小企業金融の研究は意外と手薄である。上記新井大輔のほか、今城徹「戦間期における五大都市中小商工業金融の特徴―中小商工業者と金融機関の取引関係を中心に―」『大阪大学経済学』51 巻 3 号、2001 年 12 月。同「戦間期大阪における中小商工業者向け金融機関の展開」『社会経済史学』69 巻 6 号、2004 年 3 月を参照。また、東大阪市における中小企業のメインバンクで多い業態は都銀であることを提示した林幸治「東大阪市における中小企業と金融機関との関係に関する分析」『大阪商業大学論集』6 巻 1 号、2010 年 6 月、は興味深い。

本報告では、名古屋商工会議所編『1967 年版名古屋商工名鑑』を用いる。同書には業種別に約 12500 名（社）が収録されている。商工会議所に所属している会員と特定商工業者の名簿にすぎないが、創業年、従業員数、資本金、そして取引金融機関も記載されており[6]、これらは活用できる。残念ながら金融機関の記載は二つまでであり、1 行しか記載のないものもある。したがって、2 行の記載があった場合、取引先が 2 行なのか、2 行以上あるのかは不明である。また 1 行しか記載がない場合も同様である。上記通説的理解を意識して高度成長期の終盤にあたる 1967 年版（内容は 1966 年）を用いる。

同書の利用にあたって以下のような限定を行っている。

①取引先金融機関を、東海銀行（以下東海）、東海銀行以外の都市銀行グループ（以下都銀）[7]、地方銀行、相互銀行、信用金庫、信用古組合などの地域金融機関グループ（以下地域）という 3 つに区分する。

②金融機関が 2 行記載されている場合には、最初に記載されている金融機関を「一位」、2 番目に記載されている金融機関を「二位」と表記する。

③名古屋経済の特性と記載企業数の多さを考慮し、金属 1105 社、機械器具 2321 社、繊維 1189 社の業種を対象とする[8]。これらは収録会社数の 37%になる。

④「支店経済」とも言われた名古屋経済界を反映して、金属、機械器具、繊維においても多くの支店、支社等出先機関が商工会議所のメンバーになっている。これらはすべて除外する。

⑤中小企業、なかでもより小規模な企業がどのような金融機関を選択しているのか、という関心から、1963 年中小企業基本法で定めた卸小売サービス業の基準である、資本金 1000 万円以下、従業員 50 人以下という 2 条件を両方満たす企業のみを対象とする。

⑥以上の④と⑤によって対象となる会社数は、金属 510 社、機械器具 963 社、繊維 643 社、合計 2116 社になる。

現時点での結論的見通しを示せば、次のとおりである。上記 2116 社が取引先としたのは、圧倒的に東海銀行（現：三菱東京 UFJ 銀行）であった。しかも東海銀行の取引先分布の構成は、地方銀行を含む地域金融機関のそれと遜色がない。つまり地域金融機関的な都市銀行の姿である。都市小規模企業金融の重要な担い手として見做しても良いであろう、東海銀行を通説的理解との関係でどのように考えるかが問われることになる。

[6] 金融機関の記載は、戦後第三回目となる 1958 年版から始まった。

[7] 便宜上、商工組合中央金庫（商工）も都銀グループに含める。

[8] 『1967 年名古屋商工名鑑』は業種を 17 に分けて記載している。金属、機械器具、繊維以外では、化学、窯業、食料、木・竹・草、紙・文具、印刷・書籍・出版、雑貨、光熱、商事・貿易、総合小売・小売団体・総合企業組合、建設、交通・運輸、サービス、金融・不動産・その他産業となっている。

＜金融史パネル＞

中小企業金融におけるリレーションシップバンキングの展開

―1970s、1980s を中心に―

名城大学　新井大輔

本報告の目的は、第一に、1970 年代以降、大都市において都市銀行（以下都銀）が中小企業分野へ本格的に進出したことによって、中小企業金融市場に大きな構造変化が生じ、その結果信用金庫（以下信金）のリレーションシップバンキングが強化されたことを説明することである。

都銀の進出には二つの画期がある。一つ目の画期は 1970 年代半ばである。この時の進出は中小企業の「上層」への進出であり、それを受けて信金は店舗周辺の零細企業への渉外活動を徹底し、リレーションシップバンキングを強化した。二つ目の画期は 1980 年代前半であり、都銀の貸出先企業は零細企業にまで拡大された。その結果、信金の貸出先と都銀の貸出先は本格的に競合することとなった。その中でも信金は引き続き 1970 年代と同様のリレーションシップバンキングを展開し、1980 年代後半のバブル期においても基本的にそれを堅持した。

また、本報告の第二の目的として、本パネルの趣旨に従い、報告者の議論が依拠している「通説」を、中小企業の側から検証する。通説とは、もともと都銀にとっての中小企業は、金融緩和期における限界的な融資先でしかなかった（「金融の二重構造」）が、1970 年代以降の「大企業の銀行離れ」などを背景に、恒常的な貸出先として定着していったというものである。本報告は 1970 年代以降を対象としており、通説を直接検証することはできないため、ここでは 1970-1980 年代を通じた都銀の進出後に、各業態の貸出先中小企業に規模的な階層性が存在するのかどうかということに問題を絞る。

具体的には、1990 年の名古屋における中小企業の取引先金融機関を分析する。資料は名古屋商工会議所が編集した企業名簿である『名古屋商工名鑑』（1991 年版）を用いる。分析の視点は、金融機関を３つのグループ（東海銀行、その他の都銀、地域金融機関）に分け、各グループの取引先中小企業の規模別構成比を見るというものである。結論的には、各グループの間には一定の規模の階層性が見られた。

上記の通説の評価は、佐藤報告における同資料 1967 年版の分析結果と突き合わせ、この資料の持つ限界（最大で２行しか記載できない、記載されている金融機関がメインバンクかどうか分からない、さらには融資を受けているかどうかも分からない等々）も考慮に入れた上で慎重に行う必要がある。しかし、本報告の分析結果である、規模の小さな企業ほど地域金融機関を取引先とする比率が高いという傾向が、規模の小さな企業ほど都銀の貸出先になりにくいことを意味するならば、それは通説を間接的に支持するだろう。

The Number of Bank Relationships and Small Business Bankruptcies

名古屋大学大学院生　大鐘雄太

In this study, we analyze the effect that the number of firms' correspondent financial institutions has on the probability of firm bankruptcy using unique microdata from small and medium-sized enterprises incorporated in Japan between April 2003 and January 2012. The result shows that an increase in the number of correspondent financial institutions increases the probability of firm bankruptcy, which implies that the free rider problem occurs in the financial sector; that is, an increase in the number of correspondent financial institutions of a firm accelerates the free ride of other financial institutions in supporting the firm. Ultimately, this decreases the level of firm support received from financial institutions and, therefore, increases the probability of firm bankruptcy.

JEL Classification: C72, D71, G21, G33, M21
Keywords: multiple bank relationships, bankruptcy, small business,
free-rider problem, collective action

資本注入政策の効果についての実証

京都橘大学　近藤隆則

日本における金融機関への資本注入は、90年代末の平成金融危機と2008年のリーマン・ショックへの政策対応として、二度行われた。これら資本注入については、両者に共通の問題が存在する。それは「政策目的の不整合」である。資本注入は、銀行の財務健全性の回復（金融システム安定の回復）という目標を達成するために行われる。しかし平成金融危機期にもリーマン・ショック期にも、資本注入の目標として金融システムの安定と同時に貸出の増加（特に中小企業向け貸出の増加）が掲げられた。資本注入して財務健全化を図りながら、不良債権を抱えた銀行にマクロ経済が不調にもかかわらず貸出増加を求めるのは矛盾した要請である。この「二重目標」がどのような効果をもたらしたのか、つまり「財務健全化と貸出増加は資本注入によって同時に達成され得るのか」を明示的に取り上げ、実証的に検証した先行研究は必ずしも多くない。

財務の健全性と貸出の増加を同時に実現しようとする「二重目標」は、リーマン・ショック直後の米国の資本注入政策においても見られた。本稿が取り扱う資本注入政策における二重目標は、日本に固有の問題ではなく、現代の政治経済システムにおける普遍的な問題であると考えられる。本稿は、主に銀行の財務データを用いて、日本における二度の資本注入政策の効果を検証した。

実証の主要な結果は以下のとおりである。第一に、「信用コスト上昇時の貸出削減」が両危機期に共通した銀行の行動パターンであり、「情報の経済学」が想定しているように銀行は行動していた。

第二に、平成金融危機においては、「貸し渋り解消優先」から「財務健全化優先」へと政策が時間的に不整合であったため、資本注入が貸出を増加させる効果は見られなかった。一方、リーマン・ショック期においては、資本注入が貸出を増加させる効果が見出されたが、これは、注入対象銀行が資本注入の実績作りをしたい金融庁の意向に付き合わざるを得なかったという面が強い。

第三に、両危機期において、公的資本注入が多い銀行ほど、信用コストが増加しても貸出を増やすという非合理的行動をとっている可能性が示唆された。たとえ公的資本注入によって貸出が増えたとしても、信用コストの高い貸出を積み増せば不良債権は増え、財務の健全化は遅滞する。資本注入政策における貸出増加目標と財務健全化目標の二重目標は両立しない可能性が高い。

International Syndicated Loans and Japanese Regional Banks: Comparison between the First and Second Internationalization

山形大学　山口昌樹

本報告は大きな注目を集めている地方銀行の国際業務を分析する。国際業務は地銀の成長戦略と密接な関わりがあるため、このトピックは地銀にとって高い重要性を持つ。国際業務の中でも収益への貢献が期待される国際シンジケートローンを本報告は取り上げる。地銀の第一次国際化と第二次国際化とについて参加案件を比較し、国際シ・ローン市場における地銀の貸出構造の特徴を探る。

本報告は２つの課題に取り組む。第一の課題として、２つの期間において地銀の参加案件についてどのような違いがあるかを調査する。分析の結果、地銀の国際シ・ローンへの参加状況と参加案件にいくつかの違いを観察した。まず、第一次国際化における地銀の活動は第二次国際化を凌駕していた。第一次国際化は地銀の幅広い参加という特徴を持つ。次に、借り手の国籍に大きな変化が確認できた。アジア諸国の借り手への融資は第二次国際化では半減し、その存在感を低下させた。建値通貨については、第二次国際化において円建て貸出が大幅に増加したことを観察した。参加行数で捕捉するシンジケート規模は第一次国際化の方がかなり大きかった。

第二の課題は、地銀が参加を選好する国際シ・ローンはどのようなタイプのものかを調査する。この課題に答えるためプロビット分析を採用し、限界効果を算出した。推計結果は地銀の貸出行動は２つの期間で似通っていることを示すものであった。地銀の参加を促進する案件の特徴は小さな融資額、大きなシンジケート規模、資金使途が通常業務であることが観察された。こうした選好は地方銀行のリスク負担能力や審査能力が限定的であることを反映していると推察される。一方、貸出行動に２つの差異が確認できた。１つには、第二次国際化において円の存在感が増大したことである。もう１つは、地銀の参加に対する格付けの影響が大きくなったことであり、このことの背景には市場環境や借り手の行動の変化があると推測できる。

Industry-specific Exchange Rate Fluctuations, Japanese Exports and Financial Constraints: Evidence from Panel VAR Analysis

横浜国立大学大学院学院生　章沙娟

By employing the industry-breakdown data of financial constraints on Japanese firms obtained from Bank of Japan, *Tankan* (*Short-Term Economic Survey of Enterprises in Japan*), and this paper empirically investigates whether and how financial constraints (internal and external) influence the response of Japanese sectoral exports to the exchange rate shock using a Panel-VAR approach. In addition, we use the industry-specific real effective exchange rate data developed by Sato *et al.* (2013) to take consideration of the different movements of real effective exchange rates across industries. It is found that financial constraints have significant influences on Japanese exports in response to exchange rate shocks. Japanese exporters with either lower internal financial constraints (higher liquidity ratio) or external financial constraints (accommodative lending attitudes of financial institutions) are less affected by Japanese Yen appreciations. Further, cutting down the external financial constraints can help firms with high internal financial constraints buffer the impact of yen appreciation on theirs exports. Thus, accommodative financial environment plays an important role in alleviating the impact of yen appreciation on Japanese exports.

JEL Classification: F31, F33, F15
Keywords: industry-specific real effective exchange rate, financial constraints, Japanese exports, panel-VAR

為替レートの変動について

―アセット・アプローチとマネタリー・アプローチ―

東京国際大学　清水誠

本研究は為替レートの変動について、アセット・アプローチとマネタリー・アプローチについての理論的及び実証的分析と考察である。四半期のデータによるマネタリー・アプローチに基づく回帰モデルは統計的な当てはまりは良いが、それ以外の期間の長さのデータでは、少なくとも日本のマネタリー・ベースの変化では為替レートの変化を説明できそうにない。また理論的にもマネタリー･ベースから為替レートの変化には様々な疑問点が生じる。一方、アセット・アプローチはリスク・プレミアムの変化を外貨建て資産保有量（ここでは外貨建ての経常収支を用いた）の変化と関連付けると、理論的には非常に興味深いものである。しかし、統計にも有意と言える計量モデルが構築できるかが今後の課題であろう。

金融危機後の米国の縮小する経常収支赤字と対外純負債急膨張のパラドックス

龍谷大学　竹中正治

2008年の金融危機以降、米国の経常収支赤字は急速に縮小し、名目GDP比率で2006年の赤字のピーク5.8%から2013年には2.4%まで縮小、改善した。一方で対外純負債（対外資産と負債の差額）は大きく振幅しながらも、GDP比率で2006年末の13.1%から2013 年末の32.1%に急膨張し、その膨張は経常収支の同期間の累積を遥かに上回る規模となった。

このような経常収支の累積ベースと対外純ポジションの乖離は、Gourinchas、 Pierre -Olivier and Ray(2007)によって対外資産・負債の評価損益効果（evaluation effect）として強調され、注目されるようになったものである。ただし当時は、米国の対外資産が対外負債を上回る大きなキャピタルゲインを長期にわたって上げていた。そのため米国の対外純負債が経常収支の長期にわたる累積額より大幅に小さくなる点に注目が集まった。

筆者は竹中（2009）（2012）で、米国の対外資産と負債の総合投資リターンの間に長期にわたって存在しているプラスのリターン格差が、ある程度の幅（試算例では3.0%）で持続することを想定するならば、GDP比率で4%程度の貿易収支（プラス経常移転収支）の赤字は、将来20年間ほどのタイムスパンの下で米国の対外純負債を膨張・発散させることなく収束させ、あるいは対外純資産への転換すらあり得ることを試算例として示した。

ところが2011年以降起こっていることは、その逆であり、対外純負債が経常収支赤字の累積額を遥かに超えて急膨張した。本稿ではまずその原因として当該期間における米国と米国外の株式市場の価格上昇率の違いに注目し、代表的な株価指数を使用して対外資産と負債間で同期間に生じたキャピタルゲインの相違で説明できることを示す。同時にキャピタルゲイン・ロスから生じる投資リターンの変移が米国内外の代表的な株価指数の変化比で説明できることを示す。 次にこのような近年の状況は、米国優位の投資リターン格差の変調、終焉を示唆するものか、あるいは一時的なものかを検証する。

結論として、2011 年以降の米国の対外純負債の急膨張をもたらした主因である「米国株価の上昇率>海外株価の上昇率」というパターンは、過去も繰り返し見られた一時的なものである公算が大きい。内外株価成長率の格差が長期的趨勢的な傾向に回帰することを前提にすると、総合投資リターンで見たプラスの投資リターン格差は2000 年代後半の推計値よりは縮小するものの、持続すると見込まれる。

最後にその結果を踏まえ 2013 年末時点を起点とした対外純負債残高（対 GDP 比率）の将来 20 年間の試算をケース分けして提示する。その結果として対外純負債が発散・膨張を続けるシナリオよりも、一定の水準で安定、あるいは減少する可能性が十分にあることを示唆する。

米国経済制裁法の域外適用を巡る国際法及び金融政策上の課題

早稲田大学　久保田隆

１．問題の背景

最近米国では、財務省外国資産管理局（OFAC）やNY州金融サービス局（DFS）等が中心となり、外国銀行が外国で行った行為に対し、イラン、スーダン等の経済制裁対象国に対する自国法をマネーロンダリング対策法と絡めて広範に「域外適用」（自国領域外に自国法を適用すること。国際法上は一定の制約がかかる）し、裁判所による司法判断を仰ぐ以前に行政罰として高額な制裁金を科し、米ドル取引の禁止等の厳しい措置を命じる動きを加速している。例えば、仏BNPパリバ銀行（2014年6月。過去最高89億ドル制裁金）や英HSBC銀行（2012年。当時の過去最高19億ドル制裁金）のほか、邦銀も制裁を科された。銀行は評判低下リスクを避けるため、裁判所で長期間争うよりは過大であっても行政罰を受け入れざるを得ない。ところが、最近の制裁金の高騰でそうした規制コストが高まり、外国銀行の経営を圧迫しかねない状況にある。また、米国法の域外適用を受ける欧州・日本ではかつては米国に積極的に抗議してきたが、最近は「テロとの戦い」等で首脳同士がソフトロー合意しているからか沈黙しがちである。外国銀行は、米国法人と取引するか米ドルを扱うと米国法が適用され得るため、米国法を念頭に置いたコンプライアンス・コストが益々高まり、経営を圧迫している。

２．検討課題

米国の広範な域外適用は、国際法上の適法性に様々な疑義が残る。しかし、国際法が未整備であることや、米国法の中にある様々な管轄権拡張の仕組み（例：米ドル・コルレス口座管轄、属人主義に米国法の共謀罪や幇助等を絡めた管轄等）を介して国際問題を米国の国内問題化したり、米国法それ自体が国際法をあまり重視しないことにより、問題はなかなか解決に至っていない。そこで、まず法的問題を整理し、検討する。

一方、制裁金の高騰は、米ドル・金融システムの主要な担い手の一部である外国銀行の経営を圧迫することを通じて米国金融システムの不安定化を招く可能性も指摘されるようになった。例えば、Patrikis元NY連銀副総裁は、このままでは外国銀行による様々な米ドル決済回避の動きを加速させ、米国金融システムの不安定化を招きかねないとした上で、金融規制における国際協調の枠組みである母国と受入国の共同監督体制（バーゼル・コンコルダート）に経済制裁を組入れる提案を行っている。そこで、次に米ドル決済回避の現実性や国際枠組み作りの課題といった金融政策面での問題を考察する。

３．参考文献

久保田隆「『米ドル・コルレス口座』管轄の拡大とアメリカ金融政策上の懸念」国際商事法務42巻10号（2014年10月）

債権譲渡ファイナンスと信用リスク

横浜国立大学　高橋正彦

金銭債権は金銭の給付を受ける権利であり、金融は金銭または購買力の融通・移転であるから、法的概念である金銭債権譲渡を経済的側面からみると、固定した資金を流動化する機能を有しており、それが金融取引に相当することは当然ともいえる。この点に関して、経済学・法律学では、従来、正面から議論されることは少なかったが、本報告では、金銭債権譲渡形態の金融取引の総称として、「債権譲渡ファイナンス」という新概念を提唱する。

債権譲渡ファイナンスの具体例として、①代物弁済としての債権譲渡、②ファクタリング、③手形割引、④シンジケート・ローン等のローン・セール、⑤不良債権のバルクセール、⑥貸付債権等の管理・回収（サービシング）の一形態、⑦売掛債権等の譲渡担保、⑧金銭債権（住宅ローン、リース・クレジット債権等）の流動化・証券化などが挙げられる。

近年では、既発生の債権だけでなく、将来債権（将来発生すべき債権）の譲渡も広く行われるようになっている。こうした将来債権譲渡ファイナンスに類する新たな金融取引として、①アセット・ベースト・レンディング（ＡＢＬ）、②プロジェクト・ファイナンス、③事業の証券化（ＷＢＳ）、④レベニュー債などが注目される。

債権譲渡ファイナンスの典型例である債権譲渡担保と債権流動化・証券化とも、先行する企業・金融取引に伴って発生した金銭債権を譲渡することによって、再度の信用授受を行う（元の与信者が新たに受信者となり、金銭債権を現金化する）取引である。そこでは、原債権を発生させる先行取引と債権譲渡取引が複層化していることに対応し、原債務者（元の受信者）と債権譲渡人（新たな受信者）に係る信用（デフォルト）リスクも併存する。そのなかで、債権譲渡人による資金調達後の返済・償還の引当てとして、譲渡担保型の債権譲渡の場合には調達者自身の返済能力が、真正売買型の債権流動化・証券化の場合には対象債権の資産価値が、それぞれ一義的な意味を有することになる。

このように、債権譲渡ファイナンスのなかでも、アセット・ファイナンス（資産金融）として純化した形態である債権流動化・証券化は、信用リスクをコントロールする、クレジット・エンジニアリング（信用工学）の性格を有する金融技術といえる。すなわち、特別目的媒体（ＳＰＶ）等への債権譲渡により、オリジネーター（原債権者・債権譲渡人）の信用リスクから基本的に切り離され（真正売買性を含む倒産隔離性）、譲渡対象債権の信用力（通常、信用補完措置が施される）のみが、投資家にとっての引当てとなる。

2015 年の通常国会に提出される民法（債権法）改正案では、将来債権譲渡の譲渡人が倒産した場合、管財人等の下で発生する債権に対し、将来債権譲渡の効力が及ぶかという論点に関して、明文の規定の導入が見送られる。これにより、将来債権の証券化などにとって、重大な法的不確実性が残されることになる。債権譲渡ファイナンスと信用リスクをめぐる制度設計の観点から、法と経済学的な検討をさらに深めていくことが求められよう。

金融と法－方法論的序説－

立命館大学　大垣尚司

金融と法のダイナミズムについて研究する既存の方法論としては、金融に関する法一般を横断的に研究する「金融法」やミクロ経済学やゲーム理論の手法を用いて法制度の分析を行う「法と経済学」の枠組みが存する。これに対し、今大会では「金融と法」というセッションが設けられた。では、金融法や法と経済学とは異なる方法論として「金融と法」を位置づける意義は何か。

まず第一に、金融市場の発展段階とこれに見合った法規整の関係を過去に遡って検討し、そこから金融市場の新たな展開にとってどのような法規整が必要になるのかを分析し提言するという文脈が考えられる。これまで規制緩和に沿って欧米の制度や取引を移入することが中心であったわが国金融界には古くて新しい視点である。第二に、自然科学における理論（theory）と工学（engineering）の関係になぞらえれば、金融取引は、金融理論（financial theory）だけでは絵に描いた餅であり、お金という抽象的な財を契約という法的な枠組みと、情報システムの構築を通じて実際に取引可能な金融商品やサービスに具現化する必要がある。このうち前者、すなわち理論から導き出された特定の仕組みや取引を最も効率よく実現するための法律構成や契約形態を選択・構築する法技術（legal engineering）にかかる研究を深めることがわが国の金融サービスの水準や競争力強化のために重要である。第三に、第一・第二を進める過程では、経済･数理にまたがる金融理論に対する理解を前提に取引法・規制・税務・会計という要素が相互に有機的に絡み合う。このためこれらを総合的に扱う学際的アプローチが欠かせない。また、本来英米法固有の枠組みである信託が、証券化や投資ファンドの普及に伴い伝統的な大陸法系の国々においても急速に普及したように、市場化・グローバリゼーションが究極に達した金融の世界にあっては、

異なる法系間のコンバージョン（融合現象）が進んでいる。ここでは、金融の標準語である英米法を適切に取り込むことが重要である一方、新しい領域については他に先んじて日本法を「標準」とする戦略的視点も欠かせない。本報告ではこうした点を指摘した上で、各論において、取引法や組織法の領域を中心に当面考えられるいくつかの具体的な研究領域を示唆して、学会諸子の参考に供することとしたい。

On the Role of Volatility in Prediction with Constant Gain Learning

久留米大学　池田太郎

Branch and Evans (2006) demonstrate the superiority of constant gain learning in predicting US GDP growth and inflation. This paper examines the role of volatility in predictive performance under constant gain learning. We find that the inclusion of volatility improves out-of-sample prediction of inflation by professional forecasters, and the improvements are remarkable when the forecast includes the crisis period.

JEL Classification: E37, D83, D84
Keywords: constant gain learning, forecasting, survey of professional forecasters

投資動機とトービンのq：グレンジャー因果性による検証

流通科学大学　小塚匡文
神戸市外国語大学　藤井隆雄

現在、安部政権によって進められている経済政策（アベノミクス）において、その基本方針は「3本の矢」とよばれている。その中で最重要視されているものが、「第3の矢」、すなわち「民間投資を喚起する成長戦略」である。しかしその効果について検証する場合、設備投資の動機について着目する必要がある。なぜなら、民間企業の投資は「能力増強」や「研究開発」だけではなく他の動機に基づいても実行されるものだからである。そして動機によっては、成長戦略とは必ずしも整合的でない投資が行われる可能性がある。

そこで本稿では、製造業を素材系と加工・組立系に分類した上で、動機別の投資に対してトービンのｑがグレンジャーの因果性を持つかどうかの検証を行っている。ただし動機別投資のデータは年次（年度）であるため小標本バイアスが発生する。そこでここでは、ブートストラップ法による漸近的な臨界値を求めて検証している。

分析の結果、素材系産業では、トービンのｑが「需要増加・能力増強・製品高度化」および「維持補修」向けの投資に対してグレンジャーの意味での因果性を持つことが示されている。これは、素材系産業における生産設備は一般に規模が大きいため、継続した生産活動と事故防止を目的として、比較的高い優先順位で設備の補修を進めていることが背景にあると思われる。そこから利潤率（トービンのｑ）が高まるような状況にあったとしても、その影響がすべて「成長」に向かうわけではないことが示唆される。一方、加工・組立系産業では、いずれの動機に基づく投資に対しても、トービンのｑは因果性を持っていないことも示された。これは、加工組立系の中に電気機械製造業のような製品陳腐化の早い産業が含まれており、このような産業は、将来の高い利潤、すなわち高いトービンのｑが観測されない限り設備投資を実行しないことから、このような結果が得られたものと考えられる。

以上のことから、トービンのｑが高まるような状況でも、特に加工・組立系産業は成長につながるような設備投資を実行しない可能性が示されている。よって本稿の実証結果は、成長戦略の再考が求められることを示唆している。

Choice of Inflation Targeting: Some International Evidence

国際大学　柿中真
ウズベキスタン中央銀行　シャクゾット　イズマイロフ
東京大学　田中敦

Inflation targeting has attracted attention to researchers and policy makers since the first attempt in New Zealand in 1990. This paper discusses a country's choice of inflation targeting by examining its driving forces with the dataset of 82 countries. The empirical result shows that countries' decision of adoption of inflation targeting depends highly on their development stage. For high-income or developed countries, the significant motives of monetary authority to choose inflation targeting is the desire to keep or enhance anti-inflation credibility, and inflation targeting could be a natural option under more floats with the absence of nominal exchange rate anchor. On the other hand, low-income or developing countries with the large size of public debts are not likely to choose inflation targeting, so that fiscal fragility would discourage monetary authority to adopt restrictive monetary policy under inflation targeting.

Keywords: inflation targeting; exchange rate arrangements; anti-inflation credibility; fiscal fragility.

＜中央銀行パネル＞

量的・質的緩和政策の評価

大阪経済大学　髙橋亘

＜主旨＞

日本銀行が黒田東彦総裁のもと、大規模な量的・質的金融緩和（異次元緩和）に乗り出してから 2015 年 4 月で 2 年経過する。また、昨年 10 月には追加的な金融緩和策に踏み切った。

これまでの成果をみると、異次元緩和は、追加緩和を含めて株価・為替等の資産市場に強いインパクトを与えた。実体経済面では、雇用面の改善が際立ちほぼ完全雇用状態が達成され、賃金にも上昇の兆しがみられるなど前向きな循環が生まれてきているとの見方もされている。だが、物価面では、黒田総裁は異次元緩和を導入した際、2%上昇の達成期限を「2 年程度」と掲げたが現段階では、その達成は難しくなっている。また雇用面の改善にも拘らず経済成長率もこのところ見通しが低下するなど期待を下回っている。

そこで今回は、昨年の 10 月の追加緩和を含めて質的・量的金融緩和政策について賛成・反対の両方の立場からパネリストに参加頂き、理論・実績両面に亘り幅広く議論していただく。

賛成の立場からは量的・質的金融緩和政策（ＱＱＥ）のこれまでの効果をどう評価するのか、特に、インフレ（期待）の高進により実質金利の低下などを通じて景気刺激を行うルート、ポートフォリオ・リバランスを通じてのルートが理論通り働いているのか等を含めて説明頂く。インフレ率の上昇は消費抑制に働くのではないか。円安は交易条件の悪化を通じて景気にマイナスに働くのではないか。また原油価格の低下という相対価格の変化により追加緩和を行うのは適当ではないのではないかなどの様々な批判にも答えていただく。

反対の立場からは政策の実績を評価していただく一方で、現行の政策についての問題点は何か。財政規律の維持や財政再建との関係も含めて、いわゆる出口問題をどう考えるのか。また、政策変更を必要とする場合、それは目標達成の修正（物価目標の引下げ・達成時期の先伸ばし）といった修正的なものか、より根本的に相違するものかを含めて議論いただく。

金融緩和を含むアベノミクスについては、政府は「この道しかない」として政策を進めてきている。そこで本パネルでは批判的な立場の方には、あえて「代替案は何か」を問うて、議論がより建設的なものになるよう企図した。アベノミクスが成果をあげるためには、政策への信頼が重要ではあるが、一方学問的には疑問を呈することも健全な対応であろう。両者が相まって議論がより実のあるものとなることを期待したい。

本パネルでは、飯田康之氏（明治大学）、原田泰氏（早稲田大学）、河野龍太郎氏（BNP パリバ証券）、早川英男氏（富士通総研）、など金融政策・アベノミクスについて日頃から高い見識を示している論者をパネリストに迎え、高橋亘の進行の下、議論を行う予定である。

＜中央銀行パネル＞

金融政策論争と量的・質的金融緩和の評価

明治大学　飯田泰之

我が国の経済学会・経済論壇における論争史において、金融政策の可能性と有効性を巡る議論は大きなウェイトを占めてきた。小宮隆太郎による論文「昭和 48～49 年のインフレーションの原因」（1976 年、『東京大学経済学論集』）による問題提起や、1992 年から 94 年にかけて『週刊東洋経済』の誌面等行われた、マネーサプライ論争（いわゆる翁・岩田論争）における岩田規久男の主張は、金融政策における量的側面とその実体経済への影響力の重視という点で、現在の量的・質的金融緩和政策の原型を提供している。

もっとも、これらの経済論争は政策当局に対して個々の経済学者が異を唱えたにとどまり、論争によって実際の政策方針が変更されたわけではない。その意味で、小宮・岩田らの提言は、現実によって試されることのない学問上の仮説であった。

一方、2000 年代のゼロ金利解除以降に活発化したインフレーションターゲット・リフレ政策を巡る議論（リフレ論争）は、2012 年の安倍政権の登場によって、現実の政策方針を大きく左右するところとなった。これは、我が国の経済論争史において特筆すべき事項であると同時に、リフレ論争における言説を現実経済によって検証することが可能になったことを示している。

リフレ論争において金融緩和の必要性を訴える主張は、長期国債の買い入れによる長期金利の抑制とポートフォリオリバランス効果による需要の創出というやや伝統的な側面、政策レジーム転換とコミットメントによる期待（expectation, mindset）や認識(perception)の変化による直接的な需要変化や資産価格とバランスシートを経由した実態経済への波及という新しい提言の双方を含んでいた。

一方で、これらの主張に対する批判は、政策変更による期待転換の困難を指摘するものの様に政策の実現可能性を疑問視するもの、これらの政策がもたらす実体経済の変化は大きいものとは言えないというもの、その副作用を懸念するものといった３つの主張に分類できる。これらの批判のうち、将来の副作用を巡る批判に現時点のデータを持って答えることは出来ないものもある。

そこで、主に前二者の批判を整理し、政策実施後に生じた事実と対照することで、リフレ論争における金融緩和論への批判の妥当性を検証したい。

＜中央銀行パネル＞

量的・質的金融緩和政策は様々な経路を通じて経済を回復させている

日本銀行　原田泰

量的・質的金融緩和（QQE）は成果を上げている。予想物価上昇率の高まりとともに、円安、株高となり、消費、雇用、投資、輸出が拡大した。輸出の回復が遅れたのは事実であるが、それは、リーマンショック後の不十分な金融緩和による急激な円高によって、企業が生産基盤を海外に移転したことによる。しかし、それでも徐々に輸出が回復している。雇用は、地方でも拡大を続けている。雇用の拡大は非正規賃金の上昇をもたらし、徐々に正規雇用の増大、正規賃金の上昇に結び付いている。

QQE に対しては、賃金は上がっていない、増えた雇用は非正規ばかり、銀行貸出が伸びていないなどの批判がある。確かに、賃金は上がっていなかった。しかし、雇用は伸びているので、賃金×雇用の雇用者総報酬は増えていた。人手不足とともに、企業は非正規では雇用を拡大できなくなるので、やがて正規の雇用も増大する。2015 年になって、非正規比率の上昇が頭打ちになったようである。銀行貸出も徐々に伸びている。

このように確かな成果を上げているにもかかわらず、なぜ QQE への反対が根強いのだろうか。その理由は、QQE が最終的には金利を上げるからである。物価が上がり景気が良くなれば、当然金利が上がる。金利が上がれば債券価格は低下する。債券を保有する人々は損失を被るだろう。しかし、金融機関全体としては、景気上昇による貸出の増加、貸出先の利益回復による貸出の質の向上、株や不動産の価格上昇、円安による外債の価格上昇などの利益が、債券価格の下落を上回る。国民経済全体で考えれば、生産と雇用の増加の利益が債券価格の下落の損失を上回ることは自明である。

また、物価には 2%という上昇率目標が付いているので、物価の急騰はなく、金利の急騰もあり得ない。資産全体のバランスを考えれば、金融機関が危機に陥ることはない。QQE とともに貸出が増加し、伝統的銀行業務の収益も改善している。債券運用者の利益ではなく、経済全体の利益、資産運用全体の利益を考えることが必要である。

QQE が、財政ファイナンスである、財政規律を弱める、出口は危険だ、最終的に超インフレ、金利の急騰をもたらすなどの批判は妥当しない。

金融緩和政策とは国債を購入することで、その点で政府が借入をしやすくなるのは事実である。しかし、お金が入ってくれば使ってしまうというのなら、増税しても同じである。議会と財政当局が政府支出をコントロールするべきである。前述のように、QQE は、最終的には金利を上昇させる。しかし、超インフレや金利の急騰が起こる危険はない。

＜中央銀行パネル＞

量的質的緩和政策の評価

BNP パリバ証券　河野龍太郎

2013 年 5 月の金融学会で、以下の 3 点を報告した。①伝統的なトランスミッション・メカニズムが機能しない中で、2 年で 2%程度のインフレ目標を達成しようとすれば、極端な金融政策となり、急激な資産価格上昇とそれに続く大幅調整などで、マクロ経済を不安定化させる恐れがある。②金融緩和だけで 2%のインフレ醸成は難しいが、アベノミクスの本質がマネタイゼーションなら、達成の可能性はゼロではない。ただ、デフレ脱却に成功すると、長期金利上昇を招き、それが危機を誘発する恐れがある。③大量の長期国債の購入を決定した結果、日銀が国債管理政策に組み込まれ、デフレ脱却後も財政や金融システムへの配慮から出口に向かうことは難しく、QQE が金融抑圧の大きな第一歩となった可能性がある。

基本認識は当時と変わらず。①については、QQE により株高、円安が生じた。問題は、円安が輸出回復にほとんどつながらない中で、家計の実質購買力を悪化させ、消費低迷をもたらした点。消費増税で実質購買力の悪化が予想される中で、家計に追い打ちをかける円安をもたらす金融政策の発動は、フレキシブル・インフレーション・ターゲットからの逸脱ではないのか。輸出企業は円安の恩恵を受けたが、輸出数量、生産は増えておらず、経済全体のパイが拡大していないため、輸出企業が享受したメリットは、家計や内需部門からの所得移転だったのではないか。

②について。4 月の CPI コア前年比はゼロ%の見込みだが、消費税や原油価格等の影響を除くと 0.5%程度と見られ、2013 年 3 月のマイナス 0.8%から 1.3 ポイント改善した。円安の影響が 0.6～0.7 ポイント、需給ギャップ改善の影響が 0.4～0.5 ポイントと試算される。ただ、需給ギャップ改善は GDP 比 2%強に及ぶ 2012 年度補正予算の効果が大きい。ここでの金融政策の明確な成果は、追加財政による金利上昇を抑えたことである。論点は円安進展で、本来、マネタリーアプローチは、貨幣数量説と購買力平価説の成立が前提。短期金利のみならず長期金利もゼロ制約に直面し、貨幣数量関係が失われているため、バランスシートの拡大自体は効果がないはずだが、サンスポット的な経路によって、市場参加者の期待に影響し円安が進んだ可能性がある。

③について。議会制民主主義の下で、財政膨張の唯一の歯止めとなるのは長期金利上昇だが、日銀がそれ抑え込むことで財政規律が大きく弛緩した可能性がある。消費増税先送りも QQE の発動が遠因ではないのか。将来、QQE の tapering を開始する際、政府の財政健全化が前提となるが、日銀の大量国債購入政策に頼って財政健全化が進まないと、いつまでも QQE の EXIT が開始できない恐れがある。

＜中央銀行パネル＞

量的・質的金融緩和（QQE）の評価と課題

富士通総研　早川英男

日銀が進める量的・質的金融緩和（以下、QQE）を含む非伝統的金融政策の効果に関しては、未だ明確なコンセンサスは存在しない。その意味で実験的な政策と考えることができるが、そうであれば実際の経験から謙虚に学び、適切な軌道修正を行うことがとりわけ重要となる。

そうした観点から、QQE の成果と限界を振り返ってみると、円安・株高だけでなく、デフレ脱却が実現し、完全雇用もほぼ達成された。しかし、成長率は高まらず、むしろ人手不足という形で潜在成長率の低下が鮮明となった。潜在成長率の低下は、財政健全化へのハードルを高めるものである。こうした現実から学ぶのであれば、①金融政策は2%のインフレ目標を堅持しつつも、その達成は急がない、②消費税率引上げと社会保障改革により、財政健全化へと早期に舵を切る、③踏み込んだ構造改革と労働参加率を高める施策で潜在成長率の向上に注力する、というのが素直な処方箋であろう。

しかし、実際には昨年 10 月末の追加金融緩和（財政ファイナンスの色彩が一層濃くなった）、消費再増税先送りを前提とした解散・総選挙と、上記と正反対の決定がなされた。これらは財政健全化に関する市場の信認を失いかねない危険な判断であった。何故なら、QQE がうまく出口を抜けられるかどうかは、インフレ目標が達成された時点で市場参加者が財政の維持可能性を信じているか否かに決定的に依存するからだ。その信認さえあれば、あとは日銀の手腕次第となる。しかし、それが失われた場合には、国債の大量買入れを止めても（→長期金利急騰）、続けても（→円安とインフレ加速のスパイラル）大きな混乱を招くことが避けられない。

しかし、幸運にもちょうどそのタイミングで大幅な原油安という神風が吹いてきた。この原油安に伴う交易条件の大幅な改善の結果、今年の日本経済は高めの成長が期待できる一方、当面は市場で 2%インフレが意識されることはない。目先の景気を心配することなく、財政健全化策に注力する時間の余裕が生まれたことになる。

現下の最大の注目点は、安倍首相が約束したとおりに、2020 年度までに基礎的財政収支を黒字化するための具体策を説得的に描きうるか否かである。その場合、過度に楽観的な前提に頼るのではなく、潜在成長率並みの成長を前提に（ベースライン・ケース）、必要な増税幅と歳出削減の内容を積み上げて行くことが求められる。政治的には極めて厳しい道程となるが、それなくして QQE の成功を期待することはできない。

生命保険業に対するプルーデンス規制の在り方とその範囲について

早稲田大学　大塚忠義

金融庁は、統合的リスク管理（ERM）を重視する姿勢を明確に打ち出している。監督指針では、ERM の意義を保険会社のリスク管理においては、将来にわたる財務の健全性の確保及び収益性の改善を図るため、適切なリスク管理を組織的・統合的に行うこととしている。しかし、財務の健全性の確保のみならず、収益性の改善も含めた ERM の推進は、客観的な指標にもとづかない定性的・相対的な監督基準につながり、直接的な行政指導によって護送船団方式と呼ばれた過去の規制手法への回帰につながる恐れがある。

本稿の目的は、保険業に対するプルーデンス規制の意義を明らかにし、我が国の保険業におけるプルーデンス規制の在り方およびその範囲を提言することである。これにより、財務健全性の維持に係る規制において、現在の市場原理に基づく監督を継続することが望ましいことを示す。

まず、保険業に対するプルーデンス規制の根拠は、銀行業と同じく小口契約者の保護を目的とする代理人仮説に求めることができることを保険市場における市場の失敗の類型をもとに明らかにする。そして、その範囲は長期にわたる業務の継続可能性の確保にあることを構造型オプションの存在をもとに示す。

次に、第二次世界大戦後から保険業法改正までの 50 年間の生命保険市場と規制の変遷を分析することで、保険市場で競争原理が働かず価格競争が起きなかったことは規制の失敗による部分が大きいこと、さらには、バブル崩壊期における中堅生保の破綻原因の生成に規制が多大な影響を与えたことを示す。

そして、ソルベンシーマージン比率を公開し消費者の監視下におくことにより、市場原理に委ねる監督手法は効果をあげていること、および　危機の予見が困難であることを前提として、早期警戒措置を整えそれらに基づく監督基準を構築することの重要性を示す。

これらを踏まえて、我が国における保険業に対するプルーデンス規制は市場原理に基づく監督を継続するべきであるとしたうえで、ソルベンシーマージン比率の欠点を補い、長期にわたる事業継続性を測定するための健全性指標の開発、および規制の対象とする ERM の定義を長期にわたる支払能力の確保、すなわち、事業継続の確保に限定すべきであることを提言する。

原発事故はシステマティックリスクにどの様に影響したか?
ー状態空間分析を用いた実証分析からー

青山学院大学　白須洋子
早稲田大学　森平爽一郎
東京経済大学　吉田靖

最近の 20 年間の日本で生じた二つの大震災が、東京海上、三井住友、損保ジャパンの 3 つの損害保険会社のリスクに対してどのような影響を与えたかを、シングルファクター・モデルと線形の状態空間モデル、つまりカルマンフィルターを用いて検証をおこなった。この場合、システマティックリスクの尺度であるベータは時間とともに確率的に変化をする「確率ベータ」として特徴づけられる。また、この確率ベータが平均回帰をすると仮定し、ベータの長期平均とその長期平均に回帰する強さ（速度）を最尤法によって推定し、このベータの長期平均と平均回帰する強さが、大震災によって有意に変化をするかどうか、またその大きさを推定した。

2011 年の東日本大震災発生は３つの大手損害保険会社のリスクに対し興味深い影響を与えたことがわかった。

第１に、震災発生後の１から２ヶ月の間ではあるが、ベータは低下をした。つまり震災は損害保険会社のシステマティックリスクを押し下げるようにはたらいたことがわかった。この点は直感に反するが、その合理的な理由として、1) 損害保険会社の自己資本規制が有効にはたらいていたこと、2) 大震災リスクが顕在化したことによって地震保険特購入のための前提条件となる火災保険の販売が増加することを見込んで株価がその分上昇したため、損保企業の株価が市場指数とは逆の動きをしたことなどがあげられる。

第２に、一般には観察できないベータの長期平均の測定を行ったが、それは大震災によって大きく変化することはなかった。これに対し、ベータの平均回帰する強さ(速度)は大幅に減少し、ベータそのもののボラティリティが高まった。ベータの変化を示す状態方程式の誤差項の分散に有意な差を見出すことができなかったこととあわせて考えると、ベータそのものの変化は平均回帰速度が減少したことによるものであると結論づけることができよう。

第３に、1995 年の阪神淡路大震災において、現在営業を行っている３社と比較可能な、東京海上、三井住友、損保ジャパンの３社について比較分析をおこない、次のような点を明らかにした。第１に、震災直後のベータの低下は東京海上で見られたものの、三井すみともでは増加が、損保ジャパンではほとんど変化しなかった。第２に、ベータの長期平均、平均回帰をする強さ、ベータの誤差分散のいずれも震災はほとんど影響与えなかったといえる。非システマティック・リスクは三井住友と損保ジャパンで増加をしたが、東京海上では有意かつ顕著な増加を見出すことはできなかった。

大震災は損害保険会社のリスクの大きな影響を与える。過去 20 年間に生じた二回の大震災は、損害保険会社のシステマティック、非システマティックリスクにたいし、異なった影響をあたえた。しかし、十分な自己資本の蓄積とそれを担保する適切な自己資本規制があれば、そのリスクをヘッジすることができ、契約者の厚生の資することができると考えられる。過去 20 年間における二回の大震災の経験を踏まえるならば、概ねこのことは実現できたと判断できよう。

Moral Hazard Premium: Valuation of Moral Hazard under Diffusive and Jump Risks

一橋大学　中村恒
一橋大学　高岡浩一郎
一橋大学　三隅隆司

We provide an equilibrium asset pricing formula under moral hazard、 which is defined as a firm's change of measure that is incontractible, on the assumption of a power utility function and an endogenous riskless rate. Moral hazard distorts asset prices by (1) moving the market price of diffusive risk in the opposite direction to an investor's marginal utility, (2) amplifying the market price of jump risk, and (3) stipulating a positive premium, called a "moral hazard premium" in this paper, on the riskless rate.

Thus, the risk-free rate puzzle, which was explored first by Weil (1989), is further exaggerated under moral hazard. Financial markets alleviate the allocation conflict caused by moral hazard.

JEL Classification: D51, D82, G12.
Keywords: moral hazard, asset pricing, diffusive risk, jump risk, riskless rate.

内部ガバナンスとペイアウト政策に関する実証分析

一橋大学大学院生　齋藤巡友

本稿は企業内部のガバナンスメカニズムがペイアウト政策にどのような影響を与えているのかを明らかにするため、日本企業の取締役会特性とペイアウト政策特に配当政策との関係について実証分析を行っている。その結果、余剰資金が豊富で潜在的にフリーキャッシュフロー問題が深刻な企業はそうでない企業に比べた場合、社外取締役の存在は配当政策に正の影響を与えていることが確認できた。また、一般的な社外取締役よりも独立性の高い社外取締役である独立取締役は配当政策に与える効果が大きいこと、独立取締役が一人しか存在しない状況ではその効果は現れず複数存在することで初めて効果が出ることが確認できた。さらに、独立性の高い社外取締役の導入が配当政策にどのような影響を与えているのかを difference in difference によって分析したところ、配当の実施確率および配当水準に対して正の導入効果が認められた。

以上の結果は、社外取締役が企業内部のガバナンスメカニズムにおいて監督機能の点から重要な役割を担っていること、社外取締役が監督機能を果たすには取締役会における社外取締役の影響力が強まるような環境が必要であること示唆するものである。

Empirical Analysis of the Hold-Up Problem in Debt Financing: Evidence from Japanese Listed Firms

一橋大学大学院生　岩木宏道

We provide causal empirical evidence that, even among publicly traded firms that seemingly suffer less severe information asymmetries, some firms experience hold-up problems in debt financing. Based on the prediction in Rajan (1992), we examine how changes in the ratio of short-term bank loans affect firm leverage and investment behavior. We confirm that, while bank-dependent firms face reduced leverage and investment as the ratio of short-term loans increases, firms with access to the public debt market can mitigate or offset these adverse effects. This finding, consistent with Rajan (1992), suggests that, as many Japanese firms lack access to the public market because of the absence of public debt issuance under the BBB rating, even publicly traded firms, no matter how large or well known, face potential hold-up problems in their relationships with banks. This paper's results help explain why firms without access to public debt consistently have lower leverage than do firms with such access and provide possible reasons for the phenomenon documented in the previous studies.

Bank Relationships and Cash Holdings: Evidence from Japanese Firms

長崎大学　式見雅代

This study investigates how firm–bank relationships affect corporate cash holding behavior. Using bank relationships and financial statement data for IPO firms in Japan, we find that firms with a competitive bank loan structure and long-term bank relationships hold more cash. In addition, we find that firms with less concentrated bank relationships have a higher propensity to save cash. The effect of bank relationships on cash holdings is greater for IPO firms than for large listed firms. Our findings suggest that heterogeneous firm–bank relationships and informational asymmetries are important determinants of a corporate cash holding policy.

JEL Classification: G21, G31, G32
Key words: bank competition, financial constraints, lending relationships, hold-up problems, refinancing risk

インドネシアの金融政策手段の効果

法政大学大学院生　尾垣弥生

世界的な金融危機を受け、過去20年以上に渡り、金融政策の枠組みとして採用されてきた、中央銀行の最終目標を物価の安定とし、政策手段として主に短期金利を利用する、Inflation Targetingは、実体経済および金融システムの安定にも配慮する、より柔軟な'Flexible Inflation Targeting'へと変化し、コンセンサスとなっている。

新興国においては、'Flexible Inflation Targeting'枠組みの中での金融政策手段として、主に短期金利を用い、補助的手段として、準備預金制度や為替介入を活用するケースが見られる。2008年の金融危機以降は、先進国の非伝統的な金融緩和が、新興国への大量の資本流入やボラティリティの高まりを招き、準備預金制度は、マクロプルーデンスのツールの一つとして再び脚光を浴びている。

本稿は、'Flexible Inflation Targeting'の枠組みの中で、非常にユニークな金融政策手段を使用しているインドネシアに注目し、主な金融政策手段である「短期金利」と「準備預金制度」の役割と有効性を検証することを目的としている。そして、インドネシア特有の預貸率をベースとした準備預金制度に光を当て、政策の変遷を明らかにし、個別銀行の時系列のバランスシートデータを用いて政策効果を検証したことに新しさがある。

構造VAR（Structural Vector auto regression）による実証分析の結果は、以下の通りである。第一に、2005年7月のInflation Targeting導入に伴う金利ターゲティングにより、短期金利を軸とした中銀の物価コントロール能力が増した。第二に、2005年～2008年の預貸率が低いほど、追加の準備預金率（ペナルティー）が課される'非伝統的'な預貸率ベースの準備預金制度が、貸出の促進および銀行仲介機能の回復に貢献し、銀行・金融の安定の強化を図った。第三に、為替レートが物価に与える影響は強く、物価の安定の補助的手段として、為替レートの過度な変動やファンダメンタルズからの大幅な乖離に対し、為替介入を実施する必要性が確認された。

Heterodox Perspectives on Islamic Prohibition of *Riba and Gharar*: Towards Transcending the Trend of *Financialization*

立命館アジア太平洋大学　鈴木泰
ニズワ大学　デュラル　ミア

The paper aims at linking three prominent issues relevant to the financial world today – the mounting level of *financialization*, heterodox perspective on functionless investors, and compatibility of Islamic principles to heterodox thinking particularly in regards to interest and uncertainty. Examining the vast array of burgeoning literature the paper argues that the trend of financialization in the capitalist countries has created a new class of capitalist with huge accumulation of wealth ensued merely from financial transactions. Income gap between the rich and poor has widened which is at odd with heterodox perception of equality among social classes. In the Marxian and Keynesian traditions, there is little room for functionless investors to expropriate surplus earned by working and entrepreneurial classes particularly through financing means. We find Islamic prohibition of interest and uncertainty compatible, to a good extent, with this heterodox thesis. Islam does not allow rentire income from interest; rather it encourages profit and loss sharing financial contracts so that uncertainty involving with the future income is shared by contracting parties.

Keywords: financializaiton, heterodox economics, Islamic finance, interest, uncertainty

現代ロシアの銀行制度について

―金融業界の構造―

拓殖大学　山村延郎

ロシアは、昨年の夏以来、欧米をはじめとする各国の経済制裁を受けている。中でも金融制裁が重要で、昨今のルーブル下落の重要な遠因といえる。ところが現代のロシア金融制度について、ロシア経済の専門家ならまだしも、多くの金融論者には、ほとんど知られていない。そこで本稿では、ソ連崩壊前後の金融制度の成立史、ロシア中央銀行統計にみる銀行業の全体像、銀行番付に見られる主要金融機関の具体像を洗ってみた。

従来、ロシア・東欧の銀行制度は、モノバンクからデュアルバンク制度に移行したと言われた。確かにロシアでも、ゴスバンク(ソ連国家銀行)から専門銀行が分かれ商業銀行部門が形成される中で、市中銀行と中央銀行の二層制になった。しかし国有銀行が資産規模においても支店網においても圧倒的であり、金融政策の点で三層制と考える説も出ていることに注目したい。また、金融業界をみると、従来は、その出自から専門銀行と商業銀行に分けて捉えられてきた。だがIMFの論文では、国有銀行、外資系銀行、大規模民間銀行、小規模民間銀行に四分類している。確かにこのほうが現状を理解しやすい。

より具体的にみると、ロシアの金融業界は、上位行のシェアが極めて高い。およそ900行の金融機関のうち、上位5行で全資産総額の半分以上を占め、上位20行で与信額の七割近くを占めている。他方で、最下層には日本の信組の開業資本金に満たない資本金額しか持たない金融機関がある。下位層は、自己資本比率が高く融資率が低いので、投機的な金融機関が含まれるとみえる。中堅銀行は、個人向け貸し出しなどの割合が高いなど、リテール金融の成長が示唆されるが、預貸率から見て外国からの資金流入に頼っている。支店網は、地理的な配置は地方の経済力を反映しているが、数では貯蓄銀行の支店網が半数近くを占めていて圧倒的である。全体的には増大しているが、集約・階層化しつつある。預貸率から考えて、預金集約というより与信所や出金所として機能している可能性がある。

上位25行あたりまでの銀行番付をみると、政府系と外国系の金融機関がほとんどで、一部、民族系の銀行もあるといった印象になる。2007年から2012年までの変化としては、ロシア農業銀行とロッシア銀行の台頭が目につくが、貯蓄銀行、VTB、ガスプロム銀行が不動の上位三行である。この三行とロシア農業銀行が現在のロシア四大銀行といえる。昨年夏からのEUによる金融制裁は、これらを含むロシア五大銀行を対象とするリファイナンスの制限である。この点、アメリカによる制裁とは意味も影響も大いに異なっている。

ベンチャーファイナンスの有効性-IPO 前企業のデータによる分析-

成城大学大学院生　藤倉孝行

本稿は、2008 年から 2013 年に IPO を果たした企業のうち IPO 前にベンチャーキャピタル（以下、「VC」とする）から出資を受けていた企業のデータセットを用いて、VC による投資先企業への投資効果（VC の特徴、投資手法）について検証した。国内の先行研究は、データの制約から IPO 前後における分析が中心であったため、本来分析対象とするべき投資時点から IPO するまでにおける VC による投資先企業の関与状況など把握できなかった。本稿では、ユニークなデータセットを利用して IPO に至るまでの投資効果について検証をすることを最大の目的としている。

日本のベンチャー投資の状況を概観すると、投資残高はアメリカと比較して約 20 分の 1 程度であり、1 つのファンドの平均的な規模も約 3 分の 1 程度といった状況にある。一つ一つのファンド規模が大きいわけではないため投資先企業の資金需要に対して、多数の VC が共同で投資するケースが多い。VC に期待される役割としては、成長性の高い企業の発掘する選別機能と様々なハンズオン支援を提供して企業の成長を促す支援機能があり、その際に中心的な役割を担うのがリード VC である。共同で投資する場合には、リード VC が様々なハンズオン支援を総合的にコントロールして投資先企業の成長性を高める。すなわち、誰がリード VC を担うかにより企業の成長性に差が生じると考えられるのである。

本稿の検証の結果によれば、投資先企業の売上高に与える影響として、シシンジケート投資についてはその効果が発揮されていない。シンジケート投資の効果が発揮されるために必要と考えられる投資先企業に関する情報の共有や、ハンズオン支援の分担といった投資行動につながっていないと考えられる。段階的投資については、その効果が発揮されているといえる。しかし、ジェネラリスト型 VC については企業の生産性にマイナスの影響を示していることから、スペシャリスト型 VC を中心に段階的投資が普及し始めてきた可能性が高いと考えられる。

Key words:ベンチャーキャピタル、ベンチャー企業、投資手法

金融機関による中小企業の財務評価方法に関する提言

作新学院大学大学院生　安西克巳

歴史的に見て日本経済の発展に中小企業が果たしてきた役割は大きく、今後についても特に地域経済の発展には、地域資源の有効活用や雇用創出等の面でその潜在的なパワーの活用は欠かせない。現在、中小企業は、人口の減少に伴う内需の低下、デフレの長期化等により経営環境は厳しさを増している。このような環境下にある中小企業が、事業を継続し、成長・発展するためには、安定した資金繰りの維持が重要になり、金融機関には中小企業に対する的確な実態評価を通して、適切な金融支援が求められるとともに、経営力が低下している中小企業に対して、コンサルティング機能の発揮が期待されている。

金融機関が中小企業の実態を評価する際に用いる方法は、大別して定量的評価と定性的評価に分類される。定量的評価は、主に財務データを対象に、当該企業の財務状況を過去に債務不履行に陥った企業と比較することなどにより評価を行う。一方、定性的評価は、財務諸表に計上されない無形の経営資源、例えば経営者の資質、技術力、販売力などを、観察や対話を通して評価するものである。金融機関が中小企業を定量的・定性的両面から的確に評価することが重要であるが、本稿は、定量的評価、特に財務評価に焦点を当てたものである。

金融機関が中小企業に対するコンサルティング機能を効果的に発揮するには、その第一歩として、事業の持続可能性や経営課題などについて、中小企業と意見の一致を図ることが必要になる。しかし、現在、金融機関が用いている多くの財務評価方法は、課題を抱えており、特に検討が必要な点として、①従来の財務評価方法については、その評価の結果を理解する上で、専門的な知識や能力を求める場合が多いこと、②スコアリングモデルに基づいた評価方法については、当該企業の経営課題が何であり、今後どのような経営改善を必要とするのか直接的に示さないこと、そして、③前述した①②の両方法とも、中小企業における財務や会計の整備事情を踏まえた上で､応用性や実用性を更に高めていくことが課題となっている。

本章は、前述した３点の課題について検討し、当該企業の倒産リスクを経営改善策と対応づけて財務評価を行える方法を提案する。第１に、従来までに提案されている財務評価方法とその課題について整理する。第２に、中小企業における財務や会計の整備事情について調査すると共に、財務諸表に計上される勘定科目や一般的な経営指標が、倒産リスクを単独でどの程度まで評価できるか調査する。第３に、これらの調査結果に基づいて、実質自己資本の概念について特に着目すると共に、中小企業の経営状況を可視化する財務評価方法を提案する。最後に、提案方法の特徴と今後の展望について述べる。

人口減少社会と地域金融機関経営

関西外国語大学　堀江康熙

地域経済は、グローバル化の影響や高齢化の進行・人口減少等を背景に、消費を含めて活動が構造的に停滞した状態が続いている。先行きについても、国立社会保障･人口問題研究所が行った地域別将来人口推計によれば､人口は減り続け､それは(予想されることではあるが)とくに地方部で大きい結果となっている。これは、金融機関経営にも大きなインパクトをもたらす。とくに大都市部以外の地域に於いて経営を営む小規模な金融機関は、営業範囲が狭域であるだけに大きな影響を蒙ると推察される。

従来の地域金融に関する分析は、地域的な経済特性を考慮すること無く、相対的に規模が大きくデータ入手も容易な地域銀行や信金を対象とし、また分析の手法もフォロンティア生産関数等を用いて経営効率性を測定することが主体であった。しかし、全国の金融機関を一律に扱うケースが殆どであり、こうした方法では地域に於ける人口減少が金融機関経営に及ぼす影響を分析することは難しい。その限りで人口減少と金融に関する研究は、未だ学会等でも事実上手つかずの状態にある。本報告は、地域性を考慮しつつ農協や郵貯も含む全金融機関を対象とし、とくに店舗配置を中心に考察する。そして、人口減が全体として金融機関経営にどのような影響を及ぼすのかを検討し、それを基に小規模な金融機関を中心に地域金融システムの在り方ないし再編の方向性を考えていく。

この場合、単に金融機関経営と本店所在地の人口減少との関係のみを取り出しても、両者の漠然とした関係をチェックするのに留まり、変化や対応を十分に捉えることは難しい。問題とすべきは、金融機関が営業活動を展開している地域でどの程度の人口減少が予想されるのか、即ち営業地盤はどのように変化するのかにあり、それは店舗配置を基に考えていくことが必要となる。本報告では、可住地面積当たり人口減少の影響を店舗配置からみた営業地盤の変遷として捉え､それを１つの柱としつつ検討する｡こうした手法を用いることによって、金融機関側が営業地盤とする区域の人口減少の影響をどの程度受けるのかを捉えることが可能となる。本報告ではそれを踏まえて、金融機関とくに小規模な協同組織金融機関等は、そうした事態にどのように対応しているのか、とくに店舗配置を変えている金融機関は経営が改善しているのか､ないし長期的にみてもそうした方法は可能であるのかなどについて報告する。

本報告では、地方圏の金融機関全般を対象とするが、とくに協同組織金融機関についてその対応策を検討する。そして、併せて地域金融システム全体としての在り方等にも触れていく。

金の需給構造変化と価格形成

武蔵大学　茶野努

金は、不思議な物質である。現在のような管理通貨制に至る前には、金は貨幣そのもので、19世紀半ば以降金本位制を支えてきた。銀とともに、劣化しない・価値が安定している等の性質から貨幣として貴重な金属であった。一方で、1920年代の金本位制への復帰は安定をもたらさなかった。すなわち、各国の金融当局が金本位制に固執するがゆえに適切な金融政策をとれずに、大恐慌が世界に波及したという苦い経験をわれわれは有している。

現在、金には価値尺度・交換手段という貨幣機能はない。金が貨幣であった時代には、当然のことながら、インフレ（デフレ）時には金の購買力が低下（上昇）する。すなわち、インフレ（デフレ）時に金の価値は低下（上昇）するので、インフレ・ヘッジ効果はなかった。しかし、1971 年のニクソンショックによりドルとの兌換が停止されて以降は、金価格が物価以上に上昇するなどインフレに強い有力な投資商品となっている。また、価値貯蔵手段として優れた金は、古来より現在まで人類憧れの宝飾品の筆頭でもある。また、各国の中央銀行が外貨準備資産として金を保有しており、国際通貨システムにおいていまなお一定の役割を果たしている。このような金は現在コモディティ商品として取引され、その価格は市場取引により決定されている。

コモディティが 2000 年代にはいって以降、「金融商品化」（financialization）している。コモディティは従来、その個別の需給要因によって価格が形成され、株式や債券との相関は高くないとされてきた。それがほぼあらゆる種類のコモディティの価格が高騰し、株価等との関係が強まってきた。その背後にはコモディティ・インデックス投資の拡大と当業者以外の金融機関による取引拡大がある。

本論では、最近の需給構造の変化を踏まえ、金の価格形成について検証を行った。2000 年代にはいってから金価格は自己相関が強くなっており、その背後には金への投資需要の拡大がある。小口投資等については右上がりの需要曲線となっていて、金価格が上昇すれば金の需要が増加するという関係が顕著である。一方で、金は宝飾品あるいは産業用と安定した需要があり、インドや中国の経済発展はこれらの需要を増大させてきた。また、各国の中央銀行を全体としてみた場合、金の売り手から買い手へと転ずるといった大きな変化もあった。これらを踏まえ VECM（vector error correction model: ベクトル誤差修正モデル）による分析を行なった結果によれば、①短期的には、金価格の変動はそれ自身の変動によって大きく規定されていること、②一方で、1 年超の長いスパンでみれば、宝飾品・産業用の需要が各要因と関係しながら大きな影響をもつこと、③中央銀行の金売却・購入はともにこれらの要因に比べてさほど大きな影響をもたないことがわかった。

Management Buyouts in Japan

国際大学　伊藤晴祥
ハワイ大学　エリック　メイズ

We examine a sample of 54 management buyouts (MBO) in Japan from January 2001 to March 2009 and document an average buyout premium of 49.0% and a post-MBO investor average return of 54.6%. We find no evidence of operating performance improvements after MBOs in Japan but MBO firms do sell off significant amounts of assets post-MBO. The median equity ownership of pre-buyout managers is 29.36% increasing to 59.82% post buyout. Our MBO sample firms have high equity book to market ratios compared to industry and size-matched control firms indicating that MBO firms are undervalued relative to their peers. MBO firms have higher levels of stock repurchase activity in the years prior to the buyout compared to control firms. The evidence suggests undervaluation and not the reduction of agency problems as the motivation for MBOs in Japan.

Why Do International Stock Markets Co-move? Evidence from Accessible and Inaccessible Stocks in China

対外経済貿易大学　西村友作
甲南大学　筒井義郎
関西学院大学　平山健二郎

本稿では、国際投資家によるポートフォリオの調整が国際株価連関（international stock market co-movement）の原因の一つであるという実証的証拠を提供する。

中国には、外国人投資家が容易に取引可能である銘柄（accessible）と、主に地元の投資家のみが購入可能な銘柄（inaccessible）が存在する。これらは同一企業が発行している同一価値の株式であり、企業価値やファンダメンタルズ、外的ショックが株価に与える影響等は全く同じで、唯一の違いがこの株式を取引する投資家、つまり国際投資家が投資可能か否かである。本稿では、中国のこのような特徴を利用し、それぞれのマーケットの国際的株式市場の変動に対する反応の違いを分析した。

具体的な手法としては、2010年1月4日から2014年3月31日における株価指数を用い、米国株式市場からのリターンとボラティリティの波及効果について、accessible と inaccessible 市場に同時上場する銘柄を比較した。なお、これらの市場に同時上場している銘柄の値動きを反映した株価指数は存在しないため、本稿では、個別銘柄のデータを用いて発行企業は全く同じだが実際に株式を取引する投資家のみが異なる株価指数を独自に作成した。

実証分析の結果、米国市場のリターンの変動に対しては、accessible 株と inaccessible 株の夜間リターンは共に反応するものの、前者の方が強く反応している事がわかった。また、米国市場のボラティリティの変動は accessible 株の夜間および日中ボラティリティに影響を与えているが、inaccessible 株への有意な波及効果は確認できなかった。これらの結果は、国際株価連関が国際投資家のポートフォリオ調整によって引き起こされている事を裏付けるものである。

市場規律と追い貸し

鹿児島大学　永田邦和

市場規律とは、銀行に対する金融市場からの規律付けである。市場規律は、市場の監視能力と市場の影響力から構成されている。市場の監視能力とは、市場が銀行の経営状態を評価し、その評価を速やかに価格や利回りに反映させることである。市場の影響力とは、市場価格の下落や利回りの上昇に対して、銀行が経営状態を改善することである。

日本の金融市場の影響力に関する先行研究では、預金市場を単独で取り上げることが多い。ある市場を単独で分析する場合、その市場が銀行に影響していなくても、他の市場が銀行を規律付けしていれば、その市場の影響力が機能しているという結果が得られてしまう。市場の影響力を正確に評価するためには、銀行を規律付けする市場を可能な限り説明変数に加える必要がある。そこで、本稿では、日本のデータを用いて、預金市場やCD市場、コール市場、株式市場も対象とし、1990年代に、これらの市場が銀行の追い貸し（不良業種貸出）を抑制したかどうかを検証し、日本の金融市場の影響力が機能しているかどうかを明らかにする。さらに、本稿では、動学パネル分析による推定も行う。動学パネル分析は、静学パネル分析と異なり、被説明変数のラグ付き変数を説明変数に加えており、銀行の貸出行動を動学的にとらえることができる。

本稿の分析結果は、以下の通りである。1990年代には、預金市場は銀行の追い貸しを抑制しており、預金市場の影響力が機能していた。一方、CD 市場やコール市場は銀行の追い貸しを抑制していなかった。株式市場の影響力が機能していることも強く示されなかった。本稿では、動学パネル分析による推定も行った。動学パネル分析では、貸出を瞬時に中断できないような状況を考慮できるが、そのような状況でも、預金市場は追い貸しを抑制していることが示された。

Bank competition, Ownership Structure and Risk Taking: Evidence from Japan

岡山大学　大熊正哲
九州共立大学　森祐司

本研究は株式所有構造のあり方が日本の地域銀行のリスク・テイクに及ぼす影響を実証的に検証する。標準的なエージェンシー理論においては、経営者と株主の間にリスク・テイクに関する利害対立が存在する可能性が指摘されている。本研究では相対的に経営者優位な株式所有構造を有すると考えられる銀行ほどリスクに対して慎重であること、また地域銀行の株式所有構造とリスク・テイクの関係は地域金融市場の市場構造に依存することを明らかにする。

Are Bank Mergers Good News for Shareholders?
The Effect of Bank Mergers on Client Firm Value

国際基督教大学　モンゴメリー　ヘザー

ニューヨーク州立大学　高橋裕希

This study investigates the effects of bank mergers on client firm valuation using a matched sample of main bank–client firm data from Japan. On average, client firms of merging banks lose equity value around announcement of a merger event, but there is significant heterogeneity. Equity value losses are significantly larger for clients of the target bank in the merger. Size of the merger also matters, and client firms of banks merging into a mega-bank experience significantly negative losses of equity value than client firms of banks merging into a regular-sized bank. These negative effects, however, disappear following 1 year of announcement. Health of the client firms and merging banks do not seem to matter in the short-run, but unhealthy client firms underperform than healthy client firms in the long-run.

JEL Classification: G14, G21, G34, L14

Keywords: mergers and acquisitions, event study, bank, bank-firm relationships

人民元オンショア・オフショア為替相場と金利市場の因果関係
―VAR モデルによる実証分析―

一橋大学大学院生　　羅　鵬飛

2009 年から、人民元建て貿易決済と伴ってオフショア人民元市場が大幅に発展した。中国国内には厳しい資本規制があるので、米ドルや日本円などの自由に流通する国際通貨と違い、オンショア・オフショア裁定取引が禁止されて、両市場は厳格に隔離されている。各人民元市場間の因果関係を解明することは、市場メカニズムの理解と将来の予測に大きな意義がある。

本稿ではオンショア・オフショア人民元直物・先物・NDF・金利などの各市場の因果関係を分析するために、2011 年 3 月 8 日～2014 年 10 月 31 日のデータを五つの期間に分けて VAR モデルを構築して、単位根検定、Granger 因果性テスト、インパルス応答関数などの手法を使用して実証分析を行う。

主な結論は：(1) 全期間に NDF 市場から別の人民元相場への決定力は最大であるが、オンショア直物からの影響は小さい。(2) 金利市場が各人民元為替相場との因果性が弱い。(3) 2014 年 4 月後、オンショアからオフショアへの影響力は急に増加中である。

金融危機時における金融機関の CDS

武蔵大学　大野早苗

2007－2008 年の世界金融危機や 2010 年以降の欧州ソブリン危機において、各国の金融機関の CDS スプレッドが一様に高騰する現象が起こった。CDS スプレッドは参照企業の信用リスクを反映するはずだが、CDS スプレッドが同時に高騰する現象を信用リスクだけで説明するのは困難であることから、何らかの共通ファクターが寄与していた可能性が考えられる。

また、金融危機の発生時には、公的支援の提供等を通じて金融セクターから公的セクターへ、あるいは投融資活動を通じて公的セクターから金融セクターに信用リスクが移転される現象が着目された。すなわち、各金融機関の CDS スプレッドは、公的セクターとの相互依存性、異業種金融セクターとの相互依存性、国際的な相互依存性を通じて同時に高騰していた可能性がある。

本稿は、主要国の銀行および保険会社の CDS スプレッドを対象に、構造 VAR モデルを用いて、CDS スプレッドの決定要因を検証する。具体的には、共通ファクターの影響と、CDS スプレッドの相互依存関係について考察する。

リーマン・ショックを契機に極度の流動性逼迫が起こった 2008 年には、流動性指標の CDS スプレッドに対する影響が顕著にみられたが、主要国が大胆な金融緩和政策を実施していた 2010 年以降の欧州ソブリン危機においても、ユーロ市場における流動性指標を用いると流動性逼迫の影響が観察された。流動性逼迫は、インターバンク市場への依存性が高い銀行のみならず、保険会社も少なからず影響を与えていたことが明らかにされた。

また、公的セクターと金融セクターとの相互依存性は、ソブリン・リスクへの関心が高まった 2010 年以降の時期だけではなく、2008 年の世界金融危機の際にすでに存在していたことが示された。ただし、2008 円の時期には、「質への逃避」現象を示唆する負の関係が示される傾向が強かったものの、欧州ソブリン危機の時期には、公的セクターと金融セクターの間に正の相関関係が示されるようになった。

Asymmetric Exchange Rate Pass-Through in Japanese Exports: Application of the Threshold Vector Autoregressive Model

横浜国立大学大学院生　グェン・ティ・ゴック・アイン
横浜国立大学　佐藤清隆

This paper employs a threshold vector autoregressive (TVAR) model to analyze the asymmetric behavior of exchange rate pass-through (ERPT) or pricing-to-market (PTM) in Japanese exports between the yen appreciation and depreciation regimes. Exporters typically set the export price and quantity assuming their own reference (break-even) exchange rate that is periodically revised based on the information on the past and expected future movements of exchange rates. This paper developsa new approach to the exporter's reference exchange rate by estimating the time-varying threshold based on the exchange rate level. Employing the estimated time-varying reference exchange rate as well as the industry-breakdown data on export prices, this paper first distinguishes between yen appreciation and depreciation regimes for each industry. Given such an industry-specific difference in exchange rate regimes, this paper investigates whether the Japanese exporter's pricing strategy is regime-dependent, that is, whether the pricing strategy differs not only between yen appreciation and depreciation regimes but also over time. It is found that the degree of ERPT (PTM) is smaller (larger) in the yen depreciation regime up to the end of the 1990s but becomes larger (smaller) in 2000s. An increase (decline) in ERPT (PTM) in the yen depreciation regime suggeststhat Japanese exporters tend to lower the yen-based export price and fail to fully exploit foreign exchange gain in response to the yen depreciation, likely due to the deterioration in export competitiveness as well as growing intra-firm trade.

JEL Classification: C22, D22, E31, F31
Keywords: exchange rate pass-through (ERPT), pricing-to-market (PTM), threshold vector autoregressive model, Japanese exports, yen appreciation and depreciation regimes, time-varying threshold

中国のシャドーバンキング（影子銀行）の形成と今後の課題

野村資本市場研究所　李立栄

Informal financial intermediation, widely characterized as shadow banking, has developed rapidly in recent years in China, accounting for more than half of the financing of the real economy.　The rapid expansion of shadow banking in China is the result of financial innovation(s) enabling the procurement, investment, and intermediation of funds amid changing circumstances and policy environment in the country.　While the rise of shadow banking in Europe and the United States is the result of the use of asset securitization, in China it has complemented the function of traditional banks as credit intermediaries, which weakened mainly due to restrictive monetary policy and tighter financial regulations.

This paper analyzes the institutional factors related to the formation and development of shadow banking in China by comparing it to the development of shadow banking in the United States and Europe.　It examines why the shadow banking in China has taken off since the advent of the global financial crisis.　It also identifies the potential risks that the rise of shadow banking poses to the nation's financial system and discusses its implications for the institutional design of the financial system in the foreseeable future.

JEL Classification: G21, G28, G00, O16, O53
Keywords: Chinese shadow banking, informal financial intermediation, institutional design, China's financial system

国有株及び政府系取締役が銀行の収益性に与えた影響

一橋大学　郎霊

近年、国有銀行の株式会社化をきっかけとして、中国における金融改革が加速した。株主総会、取締役会、監査役会が設置され、銀行全体のパフォーマンスを向上した。国有株及び政府系取締役の間に、通常の利益相反ではなくより特殊な関係がある。国有株支配銀行においては、取締役の社会・政治に関連する経営行動、例えば、国有企業への貸出などを、株主に容認・許可してもらう可能性が高い。

本稿では、2004-2013 年 33 銀行を分析対象として、国有株比率及び政府系取締役は資産収益率及び資本収益率に与える影響を推定して、下記の仮説を検証した。「銀行代表取締役が政府系である場合、国有株が高い銀行の収益率が低い」。

貢献として、既存研究に基づき、株主会社化以後銀行における国有株及び政府系取締役がもたらしたエージェンシー問題を考察して、収益率に与える影響でこの問題を検証するものである。

検証の結果として、資産収益率に与える影響は仮説を支持している。政府系代表取締役の場合、国有株比率が高ければ高いほど、資産収益率が顕著に低くなる。資本収益率の結果には、有意ではないが、結果同じの結果が検出される。結果により、部分的な私有化による銀行パフォーマンスの改善があるが、国有株及び政府系取締役がもたらした負の影響は存在している。

銀行の収益性を向上させるために、株主あるいは取締役と政府への関係を弱める必要がある。社会利益説と政治利益説により、経済成長初期に国有銀行は有益な役割を果たしているが、経済高成長の段階において、資源配分の歪みを引き起こす。結果は理論と一致する。国有株主と政府系取締役のコンビが銀行における「最悪」なコンビである証拠を本稿で示した。中国の金融改革の立案者にとって、株式会社制の銀行ガバナンスが機能を果たすため、国有株主の役割を考えなおす必要がある。

キーワード：国有株、政府系取締役、銀行パフォーマンス

シャドーバンクについて中国では何を議論しているか

成城大学　福光寛

この報告は、日本（海外）では理解されていない中国国内でのシャドーバンクについての議論を紹介するもの（成城大学経済研究所研究報告 N.68 及び N.69 の概要）である。

日本で中国のシャドーバンクというと、理財商品を通じた都市開発をイメージに浮かべ、その開発も行き詰まり、理財商品の償還を求める人が金融機関で抗議をしているという紋切型の報道が思い浮かぶ。しかし理財商品で量が多い銀行理財の多くは低利の短期商品であり、償還が問題になったのは実は信託商品。信託商品は投資単位も通常 100 万元以上と大きく長期高利で、投資単位通常 10 万元以上の銀行理財とは全く別物である。

銀行理財は多数の銀行理財を一括した資金プールによる運用のため商品ごとの経理が曖昧で償還が優先される面（＝剛性兌付）が問題視され、2011 年から銀監会は投資家の自己責任原則を徹底するため資金プール制の廃止を求める通知を重ねたが、徹底しなかった。2012 年 10 月、中国銀行 COD(当時)の肖鋼が英字紙 China Daily に発表した論説で資金プール制を Ponzi scheme に他ならないと批判したことは内外で大反響を巻き起こした。

2012 年から 2013 年にかけて、銀行理財商品の販売をめぐり、銀行行員の不正行為が相次ぎ、被害を受けた顧客が銀行店舗前で抗議する事件が続いた。融資絡みの信託商品については償還が遅延する事件が続いた。銀監会は問題の銀行理財に関しては償還を指導する一方、2013 年 3 月、8 号文と呼ばれる通知を発出し、2011 年から懸案の資金プール制の廃止を改めて指示するとともに、貸付など非標準化資産の運用比率規制を導入した。

その後、2013 年 12 月には国務院が 107 号文を発出した。107 号文は、シャドーバンクを金融イノベーションの結果（金融創新的必然的結果）だと肯定的にとらえ、業態ごとに監督管理部門を明確に定めることを指示している。日本（海外）ではマイナス面だけ議論される中国のシャドーバンクについて、中国の最高行政機関が積極的に肯定する姿勢を示した点に 107 号文の歴史的意義がある。107 号文は、信託業について受託という信託の本質に立ち返ることと、資金プール業務の受託禁止も定めた。もっともこれらの規制の効果について現地のネットメディアは、8 号文（なお 2014 年 7 月に銀監会は資産管理事業部の独立を求めた 35 号文をさらに発出している）の場合と同様に規制には抜け穴があり大きな影響はないと冷ややかである（なお報告当日までにさらに分析を深める努力をしたい）。

規制をめぐる議論と並行して、夥しいシャドーバンク（影子銀行）研究が現われた。たとえば、中央財経大学金融学院の『中国影子金融体系研究報告』(2012 年 9 月)は広範なシャドーバンクの全容を描き衝撃を与えた。中国社会科学院の研究グループがまとめた『影子銀行与銀行的影子』（2013 年 6 月）は逆に銀行業務内の影子銀行を強調。銀監会がまとめたとみなせる『中国影子銀行監管研究』（2014 年 4 月）は、銀行理財や信託商品は監督管理されているので影子銀行ではないとこれと正反対の主張をした。また民間金融の肯定面を説く張化橋『影子銀行内幕』（2013 年 11 月）は広く読まれ多大な影響を残した。

Currency Substitution and Monetary Policy Effects: The Case for Latin American Countries

福島大学　熊本尚雄
東京経済大学　熊本方雄

In this paper, we empirically investigate to what extent currency substitution transmits the foreign monetary policy shocks to the domestic countries and evaluate the central bank's response to real exchange rate movements in three inflation-targeting Latin American countries under currency substitution: Chile, Mexico and Peru. Our model is based on a small open-economy dynamic stochastic general equilibrium model that incorporates currency substitution and incomplete financial markets. We derive a tractable model expressed in terms of the output gap, the domestic inflation rate, and the real exchange rate gap and estimate it using Bayesian estimation techniques. Our empirical results are as follows: (1) The degree of currency substitution are higher in Mexico, while negligible in Chile and Peru, which reflects the slight differences in parameter values capturing the preference for domestic currency among these countries. (2) The estimated coefficients of the real exchange rate gap in the monetary policy rule are high, meaning that the central banks in these countries actively respond to real exchange rate movements to diminish the unpleasant results of real exchange rate volatility. (3) Domestic monetary policy influences on the domestic economy through the real interest channel. On the other hand, foreign monetary policy affects significantly in Mexico, while insignificant in Chile and Peru. It means the potential instability of currency substitution in the sense that the slight changes in parameter values capturing the preference for domestic currency alter the degree of insulation from foreign monetary policy shocks.

JEL Classification: E50, E52, F32, F41
Keywords: Currency substitution, DSGE model, Bayesian estimation, Latin American countries

The Role of Bank Capital Requirements in the Propagation of Monetary Policy

福島大学　福田慎

This study uses a dynamic stochastic general equilibrium (DSGE) model to investigate whether the principles of the Basel III regime are countercyclical as it uses a countercyclical buffer to respond to high levels of credit growth. Specifically, in the model presented, banks weight their risk depending on the probability of entrepreneurs and impatient households defaulting, given the existence of credit growth and accumulation of capital. The findings presented herein imply that contrary to Basel II, the principles of Basel III are countercyclical. As Basel III requires accumulation of capital by banks in recessionary periods and liquidating bank capital in boom periods, if the central bank increases the policy rate, Basel III suppresses the degree of economic recession.

Macroeconomic Analysis of Relationship Lending

山形大学　溜川健一

In this paper, we incorporate relationship lending into a new Keynesian dynamic macroeconomic model. The relationship lending is a lending activity that stresses a relationship between borrowers and lenders in making a loan contract. We found the following results: (i) relationship lending can lower the equilibrium loan rates, (ii) relationship lending becomes more effective as entrepreneurs are more risky, (iii) relationship lending plays a role in decreasing the degree of financial accelerator effects. Finally, we demonstrate that bad news for entrepreneurs can generate a recession and this recession becomes deep when a strong relationship is hard to be established.

JEL Classification: E32, E52, E62
Keywords: relationship lending, DSGE model, financial accelerator, fiscal policy

＜共通論題＞

日本の経常収支　－現状，展望と政策的課題－

明治学院大学　佐々木百合

＜主旨＞

近年，日本の経常収支において構造的な変化が生じている。2005 年度においては，（第一次）所得収支の黒字が，貿易・サービス収支を上回った。また，経常収支は，2007 年度をピークに縮小傾向にあり，とりわけ，2011 年度に 31 年ぶりに貿易収支が赤字となって以降急速に縮小し，2014 年上半期においては，1985 年以降初めて赤字となった。

経常収支には，貿易・サービス・所得収支の合計としての側面と，国内の貯蓄投資バランスとしての側面がある。したがって，日本の経常収支が縮小した要因を考察する際，為替相場の変化に伴う輸出入の変化，原油・天然ガスなどの輸入の増大といった短期的な要因と，高齢化の進展，潜在的成長率の低下，産業・貿易構造の変化といった中長期的な要因を区別し議論する必要がある。これは，近年の日本の経常収支に対する経済ショックが，どのようなショックであり，それが，一時的なショックであるか恒久的なショックであるか，さらに，それぞれのショックがどの程度寄与しているかを識別することでもある。また，世界の貯蓄投資バランスで実質金利が決定され，これが日本の貯蓄投資バランスに影響を与えることを鑑みれば，国内の要因のみならず，世界全体における貯蓄投資バランスの変化についても考慮する必要がある。

経常収支は，将来にかけての所得の時間的なパターンを所与として，消費，投資，政府支出など，支出の時間的パターンを決定する最適化行動の結果であるため，経常収支赤字の是非そのものについては，多くの議論を必要としないかもしれない。しかしながら，国内の貯蓄投資バランスの減少は，中長期的には，例えば，国内における国債の消化問題に影響を与える。とりわけ，経常収支は，多くの投資家が意思決定をする際に着目する指標の一つであることを鑑みれば，経常収支赤字の急激な拡大や高い赤字水準が継続は，日本の財政の維持可能性に影響を与える可能性がある。さらには，日本の経常収支の変化は，国際資本フローを通じ，世界の金融市場にも影響を与えうる。

以上の背景に基づき，共通論題では，近年，日本において経常収支が減少した短期的・長期的要因，および，経常収支の減少が，国内外に与える影響について議論を行うことで，経常収支の中長期的な展望，経常収支の政策的な意義づけについて考察を行う。

＜共通論題＞

経常収支の現状と今後の展望－アベノミクスを成功させるために－

財務省国際局長　東京大学総合文化研究科客員教授　浅川雅嗣

我が国の経常収支黒字幅は、2010 年の 19.1 兆円から 2014 年には 2.6 兆円と、16.5 兆円減少した。所得収支は 4.5 兆円改善したものの、貿易収支が 19.9 兆円減少しており、経常収支悪化の要因のほとんどは貿易収支の赤字拡大で説明できる。

経常収支が仮に赤字になるとすれば、それは我が国の IS バランス上海外から資金を調達する資本構造になることを意味する。当然財政部門の赤字を縮小させる努力は不可避であるが、今後家計部門の貯蓄増加がほとんど期待できない中で企業部門の投資、資金需要が高まっていったときに、資金供給を海外部門に依存せざるを得なくなることのリスクは決して過小評価できない。

それでは、約 20 兆円にもなる貿易収支赤字拡大の原因はどこに求められるであろうか。誰でも思い浮かべるのは、大震災後の原発稼働停止から来る鉱物性燃料（原油、天然ガス等）の輸入増であろう。実際 2010 年と 2014 年とを比較してみると、鉱物性燃料の輸入額は 17.4 兆円から 27.2 兆円へと、10.3 兆円拡大している。ところが、意外なことにこのうち原発停止で説明できる輸入額増は、3.7 兆円に過ぎない。むしろ原油価格自体の上昇や、円安の影響が鉱物性燃料輸入増の大きな割合を占めると思われる。

これに加え、我が国の対中、対 EU の 2 国間の貿易バランスを見ると、2010 年から 2014 年にかけて輸出額はほとんど増加してない一方で、輸入額が大きく伸びることにより、貿易収支が両方合わせて 7.8 兆円悪化していることがわかる。

ここからいえるのは、我が国の貿易収支悪化の構造的要因としては、交易条件の悪化が極めて大きな要素であるということである。実際、2000 年以降米国、英国、独などの主要先進国の交易条件はほぼ横ばいであったのに比べ、我が国の交易条件は約 4 割悪化している。これは、鉱物性燃料の輸入価格が上昇する一方、我が国の貿易産業がアジア等新興国、途上国との価格競争に巻き込まれ、結果として輸出価格の下落を避け得なかったことから、交易条件が劇的に悪化したものと考えられる。今後は、我が国の輸出財をより高付加価値化することにより輸出価格の悪化を防ぐとともに、鉱物性燃料の調達先の多様化などを進め輸入価格の抑制に努めることが、政策的に重要であろう。

それと同時に、我が国の稼ぎ方を変えて、海外での所得を増大させることによっても経常収支の黒字を維持していく必要がある。具体的には、モノの輸出だけではなく我が国の技術力、ノウハウを海外に展開することによって、使用料収入が得られるが、我が国のネットの使用料収支は 2003 年に黒字に転じて以降、黒字幅を拡大し続けている。さらに、我が国の海外直接投資の収益率をさらに高めることにより、所得収支黒字をさらに拡大させていく方策が必要である。

かくして、アベノミクスの成功の鍵を握るであろう安定的な実質金利を維持するためには、経常黒字の維持は重要である。そのために我々の発想のベースを GDP から GNI に切り替え、海外市場まで視野に入れた我が国の稼ぐ力をいかに増大させるかが、これからの我が国のマクロ経済の安定にとって極めて重要な課題となるであろう。

＜共通論題＞

経常収支と外国為替市場との関わりの変遷と、これから

新生銀行　政井貴子

１．経常収支と外国為替市場との関わりとの歴史を見てみる。
３つの局面

（ア）米双子の赤字が、市場の最大関心事だった時代は、クリントン政権からブッシュ（ジュニア）政権時代に米財政収支が黒字化し、双子では無くなった時に終焉。名物だった米国貿易収支発待ちの為の市場参加者らの米国時間の居残りは、消滅した。

（イ）2000 年代に入り、リーマンショック前までは、再び米国の赤字拡大が問題視されたが、対象の矛先はもっぱら中国であり、対円での材料とはあまりならなかった。また、米国の海外投資のリターンが常に海外諸国の米国投資のリターンを上回っている事も認識され始めた。この頃から、財政収支の赤字は、切り離して考えられる様になった。

（ウ）現在は、２０１１年の震災以降、日本の経常収支動向、特に貿易収支について、市場での注目が集まっている。

２．近時の節度ある円安維持へ安心感を与えている材料の一つとしての経常収支。

2011 年の震災以降、貿易収支はほぼ慢性的な赤字が続いている。経常収支も一時赤字化し、円売りセンチメントに影響を与えた。このように、2013 年以降に取られている日本の金融政策と共に、貿易収支は、円安を下支えする材料の一つとなっている。一方、経常収支黒字が、一時所得の伸びにより安定的に維持される見通しとなっており、市場に、「節度ある」円売り安心感を提供していると言える。

３．日本の経常収支と財政収支は将来的に大きな市場のテーマとなりうるか？
今後、通貨安定の為にますます必要であり重要な経常収支黒字

財政再建の道のりは厳しく長くなる見通しの中で、基軸通貨でもない日本は、米のような双子の赤字は、米ドル以上に円の減価の可能性を秘めている。また、将来的な通貨の変動率上昇要因になりうるだろう。ただし、日本の第 1 次所得は、今後も増えていく見込みだ。この為、日本版双子の赤字が、実際に発生し円売り材料化する事の蓋然性は低いと考えているが、当局者は、こうした危うい状況の上に現在の円相場が成り立っている事を常に意識するべきだ。

また、アベノミクスが成功し、海外からの対内投資も進むと仮定すると、対内、対外投資のバランスはよくなるものの、一方で、支払いが増えていくことになる。現在は、規模の割に低い日本の対外投資の収益性にまで市場は注目していないが、払いが増えていけば、財政再建と共に、市場は円売り材料の一つとしてシビアに見つめるだろう。

＜共通論題＞

経常収支、為替レートとバラッサ・サミュエルソン効果

コロンビア大学　政策研究大学院大学　伊藤隆敏

実質実効為替レート。日本の実質実効為替レート（インフレ率調整後、多くの貿易相手国との加重平均為替レート）は 1973 年から 1995 年にかけて増価を続け、円の価値は 2 倍になった後、一転して減価に転じて、2015 年の実質実効為替レートは、じつに 1973 年当時と変わらない水準にまで落ちている。実質実効為替レートが増価（減価）する、ということは、円の実質価値の上昇（下落）であり、増価した水準にも関わらず日本で生産・輸出するには生産性の上昇が欠かせない。一方、日本人が海外旅行をした際に外国の物価が安く見える、ということである。バブル絶頂期から 1995 年にかけては、日本人にとって海外の物・サービスはなんでも安く見えた。逆に外国人にとっては、日本の物価が高く見えて、「内外価格差」という問題提起もなされた。現在では、日本からの旅行者は多くの国で、外国の物価が日本の物価よりも高く感じられる。一方、日本への旅行者数は拡大を続けている。

バラッサ・サミュエルソン効果。一般に実質実効為替レートの変化はどのように説明されるのだろうか。有力な仮説に、バラッサ・サミュエルソン効果がある。貿易財には購買力平価（国際的一物一価）が成立しているが、非貿易財には国際的一物一価は成立しないとしよう。貿易財の生産性上昇率が非貿易財の生産性上昇率よりもはるかに高い（そして、その格差の程度が貿易相手国よりも大きい）と、非貿易財の価格が貿易財の価格に比べて割高になっていくために実質実効為替レートの増価がおきる。貿易財セクターが高い生産性上昇率を実現する経済では、バラッサ・サミュエルソン効果は起こりやすいことになる。まさに日本の 1950 年代半ばから 1995 年までの 40 年間はこれがよく当てはまるだろう。一方、バブル崩壊後は、貿易財セクターの生産性上昇率も落ちて、さらに規制緩和によりサービス部門の生産性上昇が高まった。これによって、実質実効為替レートは減価に向かった。1990 年代半ば以降の円の動きは、「逆バラッサ・サミュエルソン効果」と呼んでも良い状況にある。

貿易収支と経常収支。貿易収支は、円が実質実効減価（増価）すると、黒字幅の拡大（縮小）につながる。円の減価から、貿易収支黒字化までは、「J カーブ」と呼ばれる時間差がある。一方、貿易収支の黒字増大（縮小）は、円の増価（減価）につながる傾向がある。したがって、経常収支と為替レートとの間には双方向の因果関係（causality）がある。ショック（予期せざる変化）が経常収支でおきるのか、為替レートでおきるかによって、経常収支と実質実効為替レートのその後の動きが決まる。最近 3 年間の（おもに金融政策に起因する）急激な円安は、これから貿易収支を拡大すると予想されるが、これまでのところ J-カーブがなんらかの理由によって、効果の発現が遅れている、といわざるを得ない。

今後の展望。金融政策の転換により、すくなくとも名目値でみた超円高局面は是正された。経済も成長のマクロ的条件は整ったように見える。しかしながら、経済にとって「心地よい」実質実効為替レートが、1973 年当時のレベルであるということは、日本経済（国内の力）は衰退に向かっていることを意味している。1973 年との違いは、国内の貯蓄が大きいこと、対外純資産が大きいことである。国外に生産拠点を移し、国外で稼いで、国内へ（利子・配当を）送金することで、国内の所得水準を高く保つような経済へと移行しているように見える。