

第1日 5月15日(土) 午前

A会場 セッション：銀行経営

貸出のレントと邦銀の海外業務

財務総合政策研究所 島袋伊津子
横浜国立大学 井上 徹

現在、わが国の自己資本比率規制では、海外業務を行う銀行は BIS 国際統一基準（自己資本比率 8%以上）が適用され、国内業務に特化する銀行は国内修正基準（自己資本比率 4%以上）が適用される。また自己資本比率の算出式において分母を構成する資産は、その種類によってリスク・ウェイトが異なり、商業貸出は 100%リスク・ウェイトとなっている。邦銀が株価最大化行動をとる場合、収益性の低い業務、資産の見直しはもちろん、このような規制下においては、業態や資産構成による規制のインパクトの違いをも考慮しなければならない。BIS 規制を制約条件とする銀行の株価最大化行動を動学的最適化問題として定式化した井上（2004）モデルは、BIS 規制下で株価最大化を行う銀行がどのような資産構成を行うかについて、通常いわれる BIS 規制導入後の銀行行動と矛盾しない結論を理論的に証明している。井上（2004）の主要な結論は以下のとおりである。

- 1) 銀行資産のシャドウ・プライスは、その資産の限界調整費用に等しく、それに等しいレントが発生する。
- 2) 銀行資産のレントの加重平均は、自己資本比率に等しい。
- 3) 資産のレントの大きさと資産残高の増加率の間には正の相関関係があり、レントの変化率は、資産残高の変化の加速度に対応する。
- 4) 上記の 3 つの結論は、BIS による自己資本比率が最低水準に張り付いた場合にも成立する。

5) BIS 自己資本比率が最低基準比率に張り付いた場合、リスク・ウェイトが高くレントが相対的に小さい資産の増加率は低下し、場合によっては、残高が減少する。また、国債のように、リスク・ウェイトが 0 である資産の残高は加速度的に増加する。

6) リスク・ウェイトが高い資産の保有比率が 1 に近い銀行の BIS 自己資本比率が最低基準に張り付いたならば、銀行は、ほぼ確実に貸出などのリスク・ウェイトが高い資産残高を圧縮する。

実証分析において、邦銀の費用関数を国内業務、海外業務別に推計し、井上（2004）モデルを modify した理論分析から得られた式を用いて各行の貸出のレント（収益性）を国内業務、海外業務別に算出した。また自己資本比率 4%水準、8%水準達成に必要な貸出のレントを算出し、前者と比較することにより邦銀の海外業務の縮小傾向という現状と整合的な結論を得た。本稿の問題提起は、邦銀の海外業務が、「8%の BIS 自己資本比率を維持することに見合うだけの収益を上げているといえるのだろうか？」あるいは「その高い BIS 基準を維持して海外業務を行うことが銀行の株主にとって有利な行動といえるのだろうか？」ということである。実証分析において BIS 基準を維持するために必要な平均レントとの比較をした結果、推計期間中すべて銀行について、海外業務貸出のレントが国内業務貸出のレントよりも小さく、BIS 基準を維持しようとするレントをも下回っていた。したがって、少なくともこの期間中、推計対象とした銀行は、海外業務貸出を何らかの形で改善すべき状況にあった、といえる。これが前述の問題提起に対する本稿の答えである。

第1日 5月15日(土) 午前

A会場 セッション: 銀行経営

クレジット・デリバティブ等を活用した金融
機関の信用リスク管理高度化

広島大学 樋 渡 淳 二

信用リスクの移転手段は、決して目新しいものではないが、1990年代に入り、海外では、デリバティブ技術の発達を背景に、信用リスク移転の新商品が開発された。その代表例のクレジット・デリバティブは、ローン・トレーディングとは異なり、取引先との関係を維持しつつリスクのみを第三者に移転できるといった点で特記に値する。しかし日本では、97年金融危機を契機に、クレジット・デリバティブ市場が急拡大しているものの、その市場規模は貸出市場の0.4%に過ぎず、全世界市場(6.6%)に比べ雲泥の差がある。また、日本の金融機関は、不良債権処理に引続き追われており、リスクに見合った貸出利鞘を確保する仕組みが整備されていないため、リスクを第三者にうまく移転できる環境にはない。

上記問題の解決策として、リスクに見合った貸出利鞘が確保できるように、貸出金利を適正な水準に引上げること、リスク管理を強化して信用コストを適正な水準に引下げることが重要である。その際、クレジット・デリバティブ等の活用は、適正な価格形成や信用リスク削減を通じて、信用リスク管理の高度化等に役立つものと思われる。

具体的には、信用コスト(不良債権の償却・引当額)は、「融資先の破綻率」(中間管理適否の指

標)、「大口与信倍率」(ポートフォリオ管理適否の指標)、「アンカバー率」(担保・保証管理適否の指標)の3つに要因分解できる。本稿では、著者らが金融実務を踏まえ独自に考案した「要因分解式」を活用し、バブルの教訓を活かす形で、信用コスト全体を適切にコントロールする方法を提案したい。すなわち、「融資先の破綻率」は、クレジット・デリバティブ等市場価格のモニターにより管理する、「大口与信倍率」は、債権流動化や追貸し防止等により管理する、「アンカバー率」は、クレジット・デリバティブの活用等により管理する、といった方法である。

日本では、円金利のデリバティブ取引がスタートしたのは、わずかこの10年程度のことである。それにも拘らず、金利スワップ取引の発達により、現物・先物市場間に裁定が働くようになるなど、市場リスクのデリバティブ商品は、金融機関のリスク管理高度化に大きな貢献を果たしていると言われている。クレジット・デリバティブも同様の可能性がある。金融機関のリスクに見合った貸出利鞘の改善が進み、リスクに見合ったリターンが投資家に移転される土壌が整えば、日本でも、金融機関がクレジット・デリバティブをリスク管理高度化に有効活用できる。これにより、日本の金融機関が金融仲介機能を果たし、ひいては、日本経済・金融の再構築につながっていくことが期待される。

第1日 5月15日(土) 午前
A会場 セッション: 銀行経営

経営健全化計画の有効性：公的資金被注入行
のパフォーマンス

青山学院大学 清水 克 俊

本稿は、金融機能早期健全化法に基づく公的資金注入時に計画された経営健全化計画の有効性について検討する。Bernanke(1983)によれば、よい借手と悪い借手を区別することが銀行の機能であり、そのための費用(金融仲介コスト)の上昇がアメリカの大不況を長期的かつ深刻なものにした。金融システムの危機に際して、情報が完全な場合には銀行はよい借り手のみに融資を拡大して収益を確保し健全性を保つことができるが、情報の不完全性のもとでは、それに由来する金融仲介コストの上昇によって、新規貸出を停止したり、貸出額を縮小したりすることが銀行にとって最適な行動になる。(Stiglitz and Weiss (1981))。したがって、経営健全化計画で数値目標の設定されている貸出の増大は、同時に数値目標として設定されている健全性を犠牲にすることになり、あるいは逆に健全性の向上は貸出の減少を余儀なくさせる。本稿の目的は、この仮説を検証し、金融危機を早期解決、緩和する上で経営健全化計画が有効に機能しなかったメカニズムを明らかにすることである。具体的には、1999年から2001年の全国銀行のパネルデータを用いて貸出供給関数、不良債権関数、健全性関数等を推計し、次のような結果をえた。

- ・ 貸出供給関数では、健全化計画が貸出を増大させた。

- ・ 不良債権関数では、貸出の増大と人件費等のリストラが不良債権を増大させた。
- ・ 健全性関数では、不良債権の増大が自己資本比率を低下させ、リストラが健全性を上昇させた。

したがって、経営健全化計画による貸出の増大は不良債権の増大を通じて健全性を低下させた。また、健全化計画による人件費等のリストラには直接的な健全性向上の効果も認められたが、情報生産能力の毀損によって健全性を低下させたことが分かった。このように健全化計画制度が有効に機能しなかった理由は、金融危機において発生する金融仲介コストの上昇という重要な問題を軽視し、単なる貸出の増大と健全性の向上という異なる目的を単一の制度によって追求するという矛盾を放置したことにある。金融仲介コストの上昇が企業の投資行動を抑制させることによって実物経済が悪化し、さらに金融仲介コストが上昇するという悪循環を断ち切るためには、単純な貸出の増大策ではなく銀行の金融仲介コストを低下させるような政策が必要であった。そうした政策を実行してこなかったことは、よい借手と預金者(納税者)の利益を侵害し、金融危機を長期化・深刻化させたのである。

JEL Classification No. G21

キーワード： 公的資金注入、経営健全化計画、信用割当、金融危機、不良債権、自己資本比率

第1日 5月15日(土) 午前
B会場 セッション: 金融理論(1)

フリードマンの貨幣仮説批判について

徳山大学 吉野正和

1963年に、フリードマンとシュバルツは、1929年からの大不況の分析を行った。この分析は「貨幣仮説」と言われている。1992年に、マンキューがこの「貨幣仮説」を批判している。1929年~1931年は、実質貨幣残高が減少していないので、LM曲線は左にシフトしない。また、1931年~1933年は、実質貨幣残高が減少しているので、LM曲線は左にシフトする。しかし、その場合、利子率は上昇しなければならない。実際の利子率は下落していた。したがって、フリードマンとシュバルツの「貨幣仮説」は誤りである、というのがマンキューの主張である。

これは、ケインジアン-マネタリスト論争であり、IS-LM分析に関する論争であり、大不況に関する論争であり、貨幣と金利の関係の論争である。マンキューはIS-LM分析を用いて、「貨幣仮説」を批判している。一方、マネタリストはIS-LM分析を重視していない。フリードマンは、IS-LM分析よりも、貨幣数量説を重視している。また、フリードマンの貨幣数量説では、大不況期に、利子率は低下していたと考えている。貨幣と利子率の関係は反比例ではなくて、正比例である、とフリードマンは考えている。したがって、大不況期には、貨幣と利子率は低下していたのであった。

大不況の分析は「ケインズ革命」と「マネタリ

スト反革命」の原点になっている。大不況の経験から「ケインズ革命」と「マネタリスト反革命」が生まれたのである。この大不況の研究は、ケインジアンとマネタリストの出発点である。中央銀行が拡張的な金融政策をしたにもかかわらず、大不況をくい止められなかったので、大不況に対して、金融政策は無効である、とケインズが考えていた、とフリードマンは考えている。それに対して、フリードマンは、中央銀行が拡張的な金融政策を実施していれば、あの大不況をくい止められたであろう、と考えている。フリードマンはケインズの考え方を否定している。ケインズは事実を誤って解釈してしまった、とフリードマンは考えている。

第1日 5月15日(土) 午前

B会場 セッション: 金融理論(1)

金融排除と社会厚生

中京大学 村上敬進†

本稿では金融排除(Financial Exclusion)について考察を行う。郵政民営化が話題になって以来、民営化の反対理由の一つとして金融排除問題が注目を集めている。しかしながら、日本では、社会政策上の関心が中心で、この現象を経済学の立場から理論的に研究した文献は少ない。本稿ではGomis-Porqueras(2001)を基にして、金融排除が社会厚生に与える影響を、一般均衡モデルを利用し研究する。Gomis-Porqueras(2001)では、高所得者に対しては高収益が得られる貯蓄手段へのアクセスを保証し、一方、低所得者に対しては、低収益の預金を提供する銀行にしか預金できないようにすると、高所得者のみならず低所得者の厚生水準も高まることを理論的に示している。

しかし、彼の結論は、所得格差を考慮すると修正されることになる。本稿では、所得格差が大きければ大きいほど、低所得者が有利な貯蓄機会へアクセスすることを妨げる(高所得者を優遇する)金融排除政策は、高所得者の厚生のみを大きく引き上げ、低所得者の厚生は低下することが示される。

具体的には、高所得者層と低所得者層の人口割合で所得格差を考えた場合、低所得者層の割合が非常に大きい時(一部の大金持ちが存在する経済の時)、金融排除政策は低所得者の厚生水準を低下させることになる。次に、所得格差を高所得者

と低所得者の所得分配率で考えた場合、高所得者の所得分配率が大きい時、金融排除政策は低所得者の厚生を低下させることが示される。したがって、本稿で得られた結論は、所得格差が年々拡大しているアメリカや、郵政民営化が予定されている日本にとって、政策判断の一助になるものと考えられる。

Keywords: Financial Exclusion; Inequality; Social Welfare

† E-mail: a-murakami@aimnet.ne.jp

第1日 5月15日(土) 午前

B会場 セッション：金融理論(1)

市場型間接金融を活用した金融機関の環境配慮行動

日本経済新聞社 藤井良広

世界的に企業の社会的責任(CSR)への関心が高まる中で、金融機関にもCSRの視点に立った環境・社会配慮行動が求められている。金融機関の場合、投融資という本来の企業業務を通じて取引先企業のCSR活動を促進、選別する役割が期待されるためだ。ただ、環境配慮などを誘導するために金融機関が低利優遇金利などの適用することはCSR活動としては評価されても、その取引だけを見ると「得べかりし金利」を失うわけだから、金融機関の収益性という面とは整合性がとれなくなる可能性がある。

この環境配慮行動と収益性との間のトレードオフの解消については、前回の金融学会(滋賀大)で、貸付債権の回収率の向上といったリスク管理上の長期的なプラス効果が期待できることを指摘したが、今回は別の視点から、市場型間接金融とSRIを組み合わせる手法を提案する。

同組み合わせ方式により、取引先企業は環境・社会配慮面への投融資の際の資金調達で低利優遇金利を確保できるほか、仲介金融機関はそうした融資に際しても適正収益を確保するとともにリスク管理の適正化と、自らのCSR価値を向上させる評価リスクの軽減効果などが得られる。またSRI投資家にとっても長期的な安定資産の確保が図れ、SRI市場の広がりも期待できる。具体例として、欧州のラボバンク(オランダ)、ユニ・クレジッ

ト・イタリアーノ(イタリア)などが導入するグリーン・ボンド方式の実例を検証する。

日本で同方式を導入するには、金融機関の環境配慮融資の際の審査項目に、環境・社会要素を評価する標準的なスコアリングモデルを構築し、複数の融資を証券化する際に設けるSPC(特別目的会社)への保証機能を確保すること、さらにはSRIファンドが企業投資に加えて、グリーン化した債券投資を柱の一つに据えることなどが必要となってくる。

第1日 5月15日(土) 午前

C会場 セッション：企業金融(1)

Are SMEs Real Victims of Asian Financial Crisis; Evidence from the 1999 Thailand Industrial Survey Data

一橋大学大学院

チャクリット・ブンパイサンチャイ

After the 1997 Asian financial crisis, many literatures study credit crunch in east Asian countries. Those studies also argue that small and medium-sized enterprises (SMEs) or smaller firms tend to be rationed by financial institutions more than larger counterparts. However, there are no empirical studies about this argument, which may due to data limitation. By using the 1999 Thailand industrial survey, this paper studies whether smaller firms face more credit rationed than larger firms. Generalized ordered logistic regression are employed to estimate the probability a firm suffer decreasing in credit availability. The results however, show that even firms reported sharply decreased in credit availability, SMEs may not suffer from credit rationing more than larger firms as we thought. In fact, when firm sizes are break down, there are more probability in decreasing credit availability for small and large firms while there is less for medium-sized firms. Firms who export or receive foreign direct investment which are believed to have better reputation and borrow easier from bank also reported small different probability.

The study hope to encourage more studies to utilize data in hand for doing research about small firms, particularly in countries where well-constructed data are difficult to acquire.

第1日 5月15日(土) 午前

C会場 セッション：企業金融(1)

過少投資問題 リアルオプションアプローチ
を用いた考察

松山大学 井上修一

本論文の目的は、リアルオプションという最新のフレームワークを用いても、従来の研究と同様の過小・過大投資という結果が生じるかどうかを検討することにある。リアルオプションの枠組みで株主と債権者の間で利害が対立するエージェンシー状況下で投資決定問題を解明したのは、Mauer and Ott(2000)である。彼らは企業の意思決定権は株主にあるという前提で、二つの投資政策を比較している。株主が企業価値全体の最適化を図る投資政策を実行する場合と、もう一つは株主価値のみの最適化を図る投資政策を実行する場合である。ここでは企業価値全体を基準に投資の採否の判断をすることが社会的に好ましい行動とされている。また株式価値を基準に投資することは利己主義的な行動とされている。そして株主が利己主義的な行動をとるとき、社会的に好ましい行動をとるときより、投資のタイミングが遅れることを数値例で指摘した。また彼らは投資のタイミングが遅れることは、「将来、投資が実行される確率が減少する」という意味で過小投資であるとも主張している。彼らは株主が利己主義的な行動をとるとき投資のタイミングが遅れる理由として富の移転をあげている。しかしこの富の移転が投資のタイミングとどのような関係があるのかについては、数値例のため必ずしも明らかではない。

本論文では Mauer and Ott(2000)と同様のエー

ジェンシー問題を考察する。すなわち二つの投資政策を比較する。株主が企業価値全体の最適化を図るといふ社会的に好ましい投資政策をとるときと、株式価値のみの最適化を図るといふ利己主義的な投資政策をとる場合である。そして彼らの結果と同様に、株主が利己主義的な行動をとるとき投資のタイミングが遅くなることを示す。ただし彼らのモデルは複雑であり、解析的な結果を導出することはできない。そこで本論文ではエージェンシー問題をリアルオプションの枠組み、すなわち多期間の枠組みで考えても、従来の研究と同様に株主が利己主義的な行動をとるとき、投資すべき投資案が実行されない可能性、すなわち過小投資が生じることをより簡単なモデルで解析的に明らかにする。また投資すべきでない投資案が実行されてしまう可能性、過大投資が生じることも解析的に明らかにする。

第1日 5月15日(土) 午前

C会場 セッション：企業金融(1)

生産性とコーポレート・ガバナンス 企業規模
間での比較分析

京都大学大学院 宮崎浩伸

60年代以降のわが国の製造業のGDP成長の要因分析を行なうと、全要素生産性(以下ではTFPと略称)による寄与が大きいことがわかる。この間、わが国の企業を取り巻く金融市場の環境は大きく変化してきたが、このような変化は、企業の生産性と何らかの関係があるのだろうか。このような問題意識の下、産業間、企業規模間での違いを考慮した資本ストック、技術知識ストックのデータを作成し、これらを用いて、金融・財務要因(銀行借入、社債、株式)がTFPに及ぼす影響について、企業規模間での比較分析を行なった。

特に、本稿では、産業別、企業規模別に投資財の中身の違いまで考慮したデフレーターを用いて、実質値の資本ストックデータを作成していること、TFPの計測では、景気循環要因を取り除いたケースを含め、3通りの方法により計測するなど、精緻なデータを作成している点に特徴がある。

従来のがわが国を対象とした研究では、金融・財務要因が生産性の上昇に及ぼす影響については、未だ意見の一致には至っていないのが現状であるが、金融・財務要因以外に、技術知識ストック、市場競争力要因まで考慮したモデルを用いることにより、新たな興味深い結果を得ることができた。主な分析結果は以下の通りである。

・銀行によるガバナンス機能は、金融自由化以前では、中小企業、中堅企業でプラス、大企業では

マイナスの影響を及ぼしていた。また、自由化以後では、中小企業、中堅企業でみられたプラスの影響は弱まり、またはマイナスの影響を及ぼすように転じており、大企業でみられたマイナスの影響はより強まっている結果が得られた。

・社債を通じたガバナンス機能は規模を問わず、また自由化の進展にかかわらず、有意な影響を及ぼしていないことが明らかになった。

・株式によるガバナンス機能は、自由化以前では、大企業でのみプラスの影響を及ぼしていたが、自由化以後では、大企業だけでなく、中堅企業でもプラスの影響を及ぼしていることがわかった。この結果からも、大企業では、既に70年代から株式によるガバナンス機能が有効に働いていたことがわかる。

・技術知識ストックの産出弾力性は中小企業より大企業で大きいことが明らかになった。

・貿易を通じた国際競争力、各産業に存在する超過利潤も生産性の上昇に寄与していることも明らかになった。

以上の実証結果から、80年代から進められたわが国の金融自由化の動きは、銀行からのガバナンス機能を弱め、これが、企業の生産性に対して及ぼすマイナスの力を強くすると同時に、株主によるガバナンス機能を強化するという変化をもたらしたといえる。

第1日 5月15日(土) 午前

D会場 セッション：各国の金融

韓国におけるIMF管理体制下の金融構造調整

(金融構造調整が与えた影響に関する一考察)

鹿児島国際大学大学院 韓 尚 均

1997年末に韓国で起きた経済金融危機は、外部的要因と内部的要因が絡み合って生じた総体的危機であった。そのなかで、内部的要因は、主に金融部門と企業部門にあった。30余年間の高度成長の過程でのその内部的要因は、成長の原動力と同時に危機をもたらした原因でもあった。危機から6年経った、現在の状況は政治、経済的に必ずしも安定しているとは言い難いではなかろうか。そして、再び危機に襲われる可能性についての噂も出ている。しかし、今は6年前とはかなり状況が異なっており、危機の内部的要因といわれた要素が完全に無くなった訳ではないが、危機を経験したおかげで危機に対する対処方法を学習したことは事実である。

危機以降、韓国の目覚ましい経済回復および対外的脆弱性の顕著な減少は韓国政府がIMF支援下で実施した政策が効果を発揮したと言える。このことは、韓国のマクロ経済基礎データが金融危機以降急速に改善されたことで示されている。経常収支の黒字化、外貨準備の拡大、為替レート安定といった指標を見ると、97年の経済金融危機以降、着実に経済の回復へ向けて努力してきたことが分かる。特に金融部門における構造調整は、官治金融といわれてきたいわゆる開発年代の「圧縮成長」(キャッチアップ型)の副産物を迅速かつ果敢に解決したといえる。つまり、制度的な改善

を始め、採算性の悪い金融機関に対して果敢なリストラを実施するとともに、160.5兆ウォン、日本円で16兆円を超える公的資金を投入し、銀行の不良債権処理および健全性強化など金融部門における抜本的な構造改革の成果は、いわゆる「V字型回復」の主要因であるといわざるを得ない。危機以降、経済成長のなかで民間消費と投資が占める割合が何より高いという事実は、銀行の貸出量と関連している。これに対して、具体的な内容は研究中であるが、銀行の不良債権の処理などの金融改革が果たした成果は大きなものであることは否定できない。

本稿では、99年2000年度の急激な韓国経済の回復振りの背景を考えるのを始め、危機以来、IMFとの管理体制を通じて行われた、金融部門の構造調整の内容を概観する。そして公的資金の投入と回収についての内容と、最後のまとめとして金融部門の構造調整が経済成長に果たした役割について一考察する。全体的に言えば、本稿は1998年から2001年を中心に韓国の金融システムが「IMFの管理」を契機にどのように変わったかを、主として、その事実関係を整理し、今後の韓国金融制度研究のためのひとつの始点となるものである。

第1日 5月15日(土) 午前

D会場 セッション：各国の金融

米国金融機関のリテール金融業：その戦略と成功の秘訣

野村證券金融経済研究所 前田 真一郎

報告者は、2000年から2003年にかけてニューヨークに滞在し、証券アナリストとして米国金融の調査・分析を行ってきた。本報告では、その中でリテール金融業に焦点を当て、米国の金融業においてリテール戦略が成功した理論的根拠を示すことを目的としている。

米国にてリテール金融業の位置付けが高まった背景として、顧客の金融ニーズが多様化してきたことがある。個人が金融取引を多く行うようになり、リスクに適合した金融商品の提供を行う過程で消費者信用市場が拡大していった。同時に金融機関も情報生産機能を強化させることにより、様々な金融商品を提供出来る時代となった。最近の米国リテール金融業における収益性改善は、住宅モーゲージ市場の拡大などに伴う循環的な要素もあるが、リテール金融業の役割が相対的に拡大していることは構造的現象である。実際、主要米銀におけるリテール金融部門の利益構成比は2003年度で見ても60%を超えている。

リテール金融業とは何か。結論から述べると、リテール金融業とは金融機関のビジネス・モデル、すなわちビジネス手法によって分けられるものである。但し、そのくくり方は各金融機関によって様々である。不特定多数の顧客に対し、ある定型化したビジネス・モデルによって提供することが出来る金融分野の事業、これがリテール金融業の

考え方である。そのビジネス・モデルの基本形は、例えばスコアリングシステムや大数の法則などを適用したもの、あるいは顧客データベースに基づき組み合わせ商品の提供を行うものなどが考えられる。

それではリテール金融業で収益を上げる基盤は何か。これは、米国金融機関が、リテール金融業でどのようにして収益を上げているかを分析することによって解明されるのではないかと考えられる。最近の統計によると、米銀のリテール金融業における収益性改善が顕著に現われている。しかし、見逃してならないのは、全ての金融機関が同じように利益を上げている訳ではないということである。成熟化しつつある米国リテール金融業では、業界再編により勝ち残った金融機関が規模の利益を追求し、効率性を上げている。その背景には、顧客に応じた商品・サービスを提供するという「コストをかけないカスタマイズ化」の姿がある。顧客は、コモディティ化された商品であればあるほど同一金融機関に取引を集中させる傾向がある。金融機関としては、顧客ニーズに合った商品を提供することにより顧客を囲い込み、顧客に対して他社より安く商品提供出来るようになるのである。従って、装置産業化したリテール金融業で収益を上げる基盤は、コストをかけずに顧客に応じて商品・サービスを提供するインフラが何かを探ることにより明らかになるはずである。本報告では、そのインフラが何かを考察すると同時に、最後に日本の金融機関がリテール金融業で如何に収益化を図るべきかの示唆を与えられることを望んでいる。

第1日 5月15日(土) 午前

D会場 セッション：各国の金融

米国の金融持株会社 市場と法

明治学院大学 白石 渉

アメリカでは、1933年銀行法(いわゆるグラス・ステイガル法)および1956年銀行持株会社法以降、1999年のグラム・リーチ・ブレイリー法の成立に至る半世紀以上にわたって、銀行が証券や保険など他の金融業務に携わることは厳しく禁止されてきた。このような銀行と証券の業務を分離する規制は、アメリカの経済・金融システムを貫くいわば背骨のような大きな存在であった。しかし2001年のエンロン破綻によって、大手投資銀行や商業銀行と投資銀行などを傘下に持つ金融持株会社は信用供与と証券業務をセットにして企業に広範囲な金融サービスを提供していることが明らかになった。また最近の投資信託の不正取引において、上述した総合金融グループ内の資産運用会社は、特定の大口顧客に対して事後取引や短期売買などの便宜を図り、市場取引を歪めたとして民事上ならびに刑事上の責任を追及されている。

これらの現象はいずれも、以下に述べるようなアメリカ金融セクターの構造変化の表層的な現われである。

ひとつは、グラス・ステイガル法からグラム・リーチ・ブレイリー法を経てサーベンス・オクスリー法に至る過程で、銀行と証券の業務分離規制がなし崩し的に侵食され、金融機関の業態のボーダーレス化が進んでいることである。この潮流を法制度上から追認し、いわゆる銀行と証券の

垣根を事実上取り除いたとされるグラム・リーチ・ブレイリー法の評価に関する論議が盛んである。

二つ目は、経済環境の変化に対応した市場行動により、既存の金融システムが十分機能しなくなり、システムが質的に変容を遂げる金融イノベーションが起きていることである。イノベーションは、金融システムの金融仲介機能が銀行を中心とする間接金融から資本市場を通じる直接金融へとシフトする金融のディス・インターメディエーションの進展により誘発される。その過程で集団投資スキームが金融仲介の主要な形態となり、集団投資スキームの典型であるミューチャル・ファンドや年金ファンドなどの機関投資家が市場支配力を強めてくる。

三つ目は、1980年代後半以降、規制緩和に伴う競争の激化を通じて金融機関の大再編が行われ、総合金融グループが形成されたことである。金融持株会社は、金融のボーダーレス化ならびに金融イノベーションのなかから生み出された組織であり、金融サービスのワン・ストップ・ショッピングを求める顧客、とりわけ大企業のニーズと合致している。

本報告は、時間的制約を考慮して、三番目の視点から、大手総合証券会社や金融持株会社のうちメリル・リンチとシティ・グループに焦点を当て、それらの組織、財務指標の推移、金融取引などの分析を通じて、アメリカ金融セクターの構造変化を考察することを目的としている。

結びとして、金融セクターの構造変化により、正義と公平性を理念とする法は効率性を命題とする市場の行動を抑止するように作用するので、先

端の金融取引は法の束縛を嫌って脱市場化へ向かうという展望を示す。

以上

第1日 5月15日(土) 午前
E会場 セッション：金融機関

わが国信託銀行の貸出行動における特性 銀行勘定貸しと貸出金との関連についての検証

札幌学院大学 播磨谷 浩三

要 約

本論の目的は、長期金融機関としての信託銀行の貸出行動に関する特性を、信託銀行固有の決算勘定である銀行勘定貸し(信託勘定借り)と各勘定の貸出金との関連から検証することにある。銀行勘定貸しとは、信託勘定から銀行勘定への資金移転の大きさを表しており、信託財産の分別管理の例外として、信託財産たる金銭のうち未運用元本や分配前の収益金などを銀行勘定と合わせて運用するために行うものである。

近年、長期性の資金需要の低迷も影響し、銀行勘定の貸出金が増加傾向にある。仮に、銀行勘定の貸出金を増加させることを目的に銀行勘定貸しが使われ、不良債権化しているとするならば、信託財産の分別管理義務や受託者の忠実義務の原則からも問題が指摘できる。本論で明らかにされた内容は、以下の通り要約できる。

まず、月次データを対象にVARモデルを用いて推定を行った結果、銀行勘定貸しから信託勘定貸出金へとGRANGERの意味での因果関係があることが認められた。10%有意ではないものの、銀行勘定貸しから銀行勘定貸出金についても、帰無仮説を棄却する確率は比較的小さいことが認められた。これらのことは、銀行勘定貸出金を増減させることを目的に、信託勘定内において信託勘

定貸出金と銀行勘定貸しとの調整が行われていた可能性を示唆している。しかし、より最近時のデータを対象とした場合では、貸出業務全体に占める銀行勘定貸しの役割が相対的に低下していることを示唆する結果が示された。このことは、信託銀行の調達構造が近年大きく変化してきていることを反映していると言えよう。

専業信託7行のパネルデータを対象とした分析では、銀行勘定貸出金に対して銀行勘定貸しが有意に正の影響を与えていることが確かめられた。このことは、Granger 検定の結果を支持しており、信託銀行の貸出業務において、勘定間の資金移動である銀行勘定貸しが重要な要素となっていたことを示唆している。

第1日 5月15日(土) 午前
E会場 セッション：金融機関

米国の地域コミュニティ金融 円滑化策とそれが機能するための諸条件

金融庁金融研究研修センター 松田 岳

「地域金融の円滑化を如何にして図るか」は、昨今我が国でも金融監督政策上重要な政策課題と認識されている。我が国において「金融の円滑化」は金融監督行政の任務であるとされていることもあって、これまで我が国の研究者が米国の金融制度を研究する際、米国の金融監督行政とりわけ金融監督に関連する法制や規制に研究の焦点が当てられてきたように見受けられる。

それら先行研究が「地域向け金融の円滑化策」に関連して得られるインプリケーションとしてしばしば引き出してきたのがコミュニティ再投資法（Community Reinvestment Act: CRA）とそれに関連する監督当局のレギュレーションであった。同法と関連規制は、1980年代に発生した貯蓄金融機関を中心とする金融機関の大量破綻に対応する形で、80年代末から90年代にかけて種々の立法措置やレギュレーションの改正によって運用の強化が図られてきた。こうした経緯を参考にし、我が国でもCRAに類する法律を制定することで、地域向け金融の円滑化を図ろうとする動きが展開されている。

CRAについては我が国においてもすぐれた先行研究が数多く存在する。CRAとその関連規制の内容や制定・強化に至る背景、CRAに対する賛否両論とその論理、コスト問題を中心としたCRAが抱える問題点の析出、さらには近年における規

制の変化などについて詳細な分析が加えられてきた。

とはいえ、米国における地域コミュニティ金融を円滑化するための政策は、CRAのような金融監督政策に限られたものではなく、他の経済政策の影響から独立しているわけでもない。とりわけ税財政政策と金融監督政策は相互に関連し、影響を与え合っている。また、地域コミュニティの資金循環は、それら政策の複合的な影響を受けて変容を遂げていく。したがって、金融監督政策に加え、税財政政策をも含めた形で、包括的に「円滑化策」を論じることが、有効なインプリケーションを得る上で肝要ではないかと考えられる。

本報告では以上のような問題意識に立って、米国における地域コミュニティ金融の「円滑化策」を金融監督政策に限定せず、コミュニティの金融ニーズが満たされるべく行政府が行った施策を広く「円滑化策」と捉え、整理したい。その際、「円滑化策」の内容そのものよりもむしろ、当該政策がそれぞれの時期に必要とされた時代背景や社会的・経済的条件が歴史的に準備される様に重点を置いて考察する。予め本考察を通じて明らかになった政策的インプリケーションをまとめると以下の通りである。第一に、我が国においても税財政などによるインセンティブ措置が必要ではあるが、それが効果的に機能するためには円滑化で「核」となる主体の育成もあわせて必要である。第二に、金融監督政策においては多角的な視点から金融機関をチェックする必要がある。

第1日 5月15日(土) 午前

E会場 セッション：金融機関

地域金融機関と企業の取引銀行数

九州大学 堀江 康熙

企業は、取引先（特に融資取引）としての銀行を、距離的な利便性や銀行自体の信用度等を勘案しつつ決定する。もっとも、企業は銀行サイドが独占的な交渉力を発揮することを避ける傾向があり、全ての融資を唯一の銀行から受けるケースは少なく、一般的には金利や利便性等の面で大きな差がない他の銀行とも取引関係を持つとみられる。そうした取引銀行の数は、企業自身の創業以来の年数が長い場合や、売上高の規模が大きい場合には多くなると考えられる。

これ以上に企業の財務内容や業績も、銀行との（融資）取引関係を決定する大きな要因である。まず、ストックとしての自己資本が厚い企業は、外部調達（通常は借入）の必要性が薄い一方、銀行サイドからみればそれだけ回収リスク（信用リスク）が小さいことから、（貸出）取引への誘引が強くなる。従って、取引銀行数へのインパクトは、企業サイドと銀行サイドの誘引の強さに依存すると考えられる。次に、フローとしての企業の業績や財務体質の総合的な評価は、格付ないし評点に表れ、格付が高い企業はメインバンクからの資金調達がそれだけ容易で、多くの銀行から資金を調達する必要性が薄いことから、取引銀行数は少ないと考えられる。他方、銀行サイドでは、優良な企業については貸出金利等の交渉を有利に運ぶ観点からも、メインとなって取引を独占しようとする誘引が強くと作用することが予想される。

本報告では、企業と銀行との取引関係を企業の取引銀行数の決定要因といった視点から分析し、メインバンクによる優良先の「囲い込み」を中心に検討する。そして、地域金融機関の代表として東京都内の信用金庫を取り挙げ、銀行にとってメイン・準メインではなくたとえ貸出順位が下位であっても、優良企業との取引数の増加が収益拡大に結びつきやすい状態にあること、またそれが逆に銀行が取引先数を増やす大きな背景となっていることを考察する。

第1日 5月15日(土) 午後

A会場 中央銀行パネル：「最近の金融政策と市場の機能」

デフレ下の金融政策

明治大学 原 正彦

1 デフレに関する二つの見方

一つの見方は、古典派の二分法のもとで、継続的な物価下落が生じる貨幣的現象だとする見方である。実物サイドでは、自然利子率(自然価値)が決定され、貨幣サイドでは、市場利子率が決定される。この両者の乖離から累積過程が進行する。このデフレの見方の理論的根拠はマネタリズムである。

いま一つは、貨幣的生産経済のもとでフロー(投資や消費)・ストック(地価や株価)両者の悪循環による継続的な物価下落だとする見方である。実物サイドと貨幣サイドは、価値貯蔵物の連続体(continuum)をかいして、あざなえる縄のごとく結合されている。このデフレの見方の理論的根拠はケインズ理論である。

2 適応調整に関する二つの見方

いずれの見方をとるにしても、デフレが継続的な物価下落の現象であるからには、なんらかの適応調整がなければならない。新古典派では、実物サイドで相対価格(relative price)が決定され、貨幣サイドでは、貨幣数量が流通速度をかいして、絶対価格を決定する。これに対してケインズ理論では、各種資産の価格は、広義の流動性選好をかいして、相対貨幣的価格体系(relative monetary price)によって決定される。

前者では、無時間的な完全競争売買モデルが想

定されているが、後者では、時間を含む市場である現物価格-先物価格スキームを通じて決定される。こうした現物-先物市場を導入せずに、ケインズ革命を理解することはできない。

この適応調整メカニズムの相違は、貨幣の働きが数量かその質ともいべき流動性選好によるのか、さらに資本主義的ファイナンスについての認識の相違から生じる。

3 「流動性の罠」に落ち込む負の調整メカニズム

この価格理論の相違を反映して、流動性の罠に落ち込む負のメカニズムもきわめて対照的である。新古典派では、均衡への調整は自然価値 自然価格、自然利子率、自然失業率 にむけて収斂する。ケインズの貨幣経済理論では、これとまったく逆の収斂過程をたどる。貨幣利子率こそが各種資産の自己利子率を引き寄せる重力の役割をはたす (JMK, X , p.103)。わが国の実態にそくして、企業の資本収益率(ROA)、株式の収益率(ROE)、長期債券の金利、銀行の信用コストについて実証してみよう。

4 デフレ克服のための金融政策

経済学教科書で教える財政・金融政策は、経済システムが規則的な好・不況の循環を繰り返すことを前提にしたもので、構造的なデフレ政策は書かれていない。そこで、インフレ・ターゲット政策や日銀の「量的緩和政策」、さらに小泉構造改革が論じられているのである。ここではインフレ・ターゲット政策の理論的問題点を指摘したうえで、日銀の量的緩和政策の内容とその評価を試みることにしよう。

第1日 5月15日(土) 午後

A会場 中央銀行パネル：「最近の金融政策と市場の機能」

量的緩和下の短期金融市場

東短リサーチ 加藤 出

第1日 5月15日(土) 午後

A会場 中央銀行パネル：「最近の金融政策と市場の機能」

金融調整と市場の機能

日本銀行 中曾 宏

第1日 5月15日(土) 午後

B会場 セッション：国際金融

Robin Hood in a Financially Open Economy : Does Globalization Escalate Social Conflict ?

名古屋市立大学 村瀬英彰

Abstract

In recent years, many political groups have expressed protests against “financial globalization” through street battles and demonstrations at the Summits, the Davos, and the annual meetings of WTO, IMF, and the World Bank. These anti-global activists claim that international capital flow is one of the major sources of increased economic turmoil and social unrest in developing countries; then capital movements should be restricted. However, the claim sharply contrasts with the standard economics argument that the liberalization leads to more efficient world capital allocation and must be beneficial. Should international financial liberalization benefit developing countries? This paper studies the effects of international financial liberalization on domestic distributive conflict under autocratic political regimes. In the model, redistributive policy is strategically determined by the rich to prevent distributive conflict. We examine how the incentives for the rich to redistribute are affected by liberalization. It is shown that the incentives crucially depend on the direction of capital flows, which is determined by the level of distributive conflict or political risk; however, the level of

conflict itself is determined by redistributive policy. Then, there may be a circular argument or a positive feedback, which leads to the possibility of multiple equilibria: one equilibrium is characterized by a high political risk, capital outflows, and a low redistribution, while another is characterized by the opposite features. The access to international financial markets may benefit the economy but need not, since the rich may find it more profitable to engage in capital flight than to resolve conflict. Furthermore, the equilibrium multiplicity may explain: why autocratic open economies are unstable in the sense that small shocks in expectations (sunspots) and in fundamentals generate large capital flow reversals; why some autocratic governments are egalitarian (like Asian developmental dictatorships), but others are not.

Keywords: Financial liberalization; Distributive conflict; Political risk; Redistributive policy; Autocracy; Self-fulfilling expectations; Multiple equilibria

JEL classification: D74; F21; G15; H23

*The author would like to thank Bill Schworm, Hodaka Morita, Gautam Bose, Shin-ichi Fukuda, Masaya Sakuragawa, Eiji Ogawa, Paolo Giordani, Robert Hill, Kaoru Hosono, Esturo Shioji, Masahiro Ashiya, Tsunao Okumura, and seminar participants at the Institute of Statistical Research, Yokohama National, and Nagoya City University for their helpful discussion.

第1日 5月15日(土) 午後

B会場 セッション：国際金融

望まれる「通貨政策」の更なる活用 - 実証分析して
いただきたい「通貨」 -

フジマキ・ジャパン 藤 巻 健 史

・問題意識

「円安 vs. 円高 どちらの道を選択すべきか」
(東洋経済新報社)にも記したが、いまこそ、第3
の経済政策「通貨政策」を活用すべきである。本
報告は、日本において通貨政策の議論を活性化す
る切っ掛けとしたい。

まずは、日本円を巡る経済状況を説明した後、
現在必要な通貨政策案を議論する。さらには、集
う研究者の方に実証していただきたい「仮説」を
提示する。

その結果、通貨危機回避などやや後ろ向きな研
究が多かった通貨政策であるが、前向きな経済政
策として活用されることを期待する。

・概略

(1) 日本経済の現状と通貨政策の活用への期待

日本経済は底を打ったようにも見えるが、決して
力強い回復とはいえない。一方、経済政策の面
では、「金融政策」はすでにゼロ金利まで達して
おり、「財政政策」も GDP 対比先進国では、財
政赤字の面からもすでに限界である。また、「構
造改革」の進行も停滞している感は否めない。こ
のような状況下「通貨政策」の活用が期待される。

(2) 難しい通貨政策

しかし、通貨政策の活用は難しい。景気が悪い

ときには、金融政策ならば金利の引下げ、財政政
策ならば公共投資や減税など対処は決まっている。
一方、通貨政策は、その状況によって使い分けが
必要である。場合によって、薬にも毒にもなる。
通貨政策は難しいのである。

(3) 実務に基づく「仮説」

この報告は市場における実務をベースにして
いる。通貨政策の有効性は、身をもって感じている。
仮説を持って行動しており、実証的な分析さ
えされれば、それは通貨政策の難しさを解消でき
ると確信している。

(4) 実証分析していただきたい「仮説」

仮説とは、おカネが海外に出て行けない構造的
問題、極端に低い海外資産の保有率、ドル連動国
債の発行可能性、円安・円高が経済に良い影響を
与えた事例。為替レートとインフレ・デフレの実
際の関係、債務国米国の金融収支などのことで、
どれも通貨政策のキーポイントとなるものである。

第1日 5月15日(土) 午後

B会場 セッション：国際金融

Feldstein - Horioka 指標を用いた国際資本移動と経済成長の実証分析

九州国際大学 上坂 豪

本稿の目的は、国際的な資本取引が自由な国ほど高い経済成長率が実現するか否かを実証的に検証することである。

経済理論上は、国際資本移動が自由な世界では資本の効率的配分が可能となり、経済成長率が上昇することは自明のように思われるが、先行研究によると必ずしもそうではない。Obstfeld (1994)のモデルによれば、対外資本取引が自由化されると国際的なリスクシェアリングの進展によって投資家のリスク許容度が高まり、高リスクではあるが収益性の高い資産への投資が進む結果、資本蓄積・経済成長が促進される。一方で、Devereux and Smith (1994)の分析によると、リスクシェアリングが進むことによって将来所得の不確実性に伴うリスクが減少し、予備的動機に基づく貯蓄率が低下、さらには経済成長率が低下する可能性が存在する。

実証分析の面からも、国際資本移動の自由度と経済成長率の関係を扱った研究は少なくないが、分析結果は多様であり確定的な結論は出ていない。

実証研究において確固たる結論が確立していない理由の一つに、国際資本移動の自由度を数量的に把握することの困難さがあると思われる。先行研究では、国際資本移動の指標として(1)IMFから公表されている各国の資本移動規制に関する叙述的情報から作成した指標(Quinn (1997)など)

や、(2)国際収支の資本勘定に計上された実際の資本フロー額(Reisen and Soto (2001)など)が用いられてきた。しかし、前者はその作成方法上主観的な判断に頼らざるを得ないし、後者は深刻な計測誤差の存在が実証分析結果を歪める可能性を指摘することができる。

本稿では、こうした問題に取り組むための一つの試みとして、国際資本移動自由度の指標としてFeldstein and Horioka (1980)タイプの貯蓄・投資相関度を採用し、それが各国の経済成長率にいかなる効果を及ぼすかを分析する。国際資本移動の指標として貯蓄・投資相関度を用いることにはいくつかの問題点が指摘されているので、Bayoumi (1990)やMontiel (1994)に従った修正を施し、94カ国の資本移動自由度を算出する。その上で一人当たり経済成長率を被説明変数とする一般的なクロスカントリー回帰式に、各国の資本移動自由度を導入し、その効果を見る。

現在までに得られている暫定的な結論は以下の通りである。(1)国際資本移動の自由度の高さが、直接的に経済成長率を高めるという証拠は得られない。(2)一部の推計式において、国際貿易自由度が高い国、あるいは金融システム深化が進んだ国では、自由な国際資本移動が成長を促進させる効果が認められる。

第1日 5月15日(土) 午後

B会場 セッション：国際金融

“Institutional Dollarization” of Asian Currencies¹

野村證券金融経済研究所 中井浩之

Abstract

Previous studies show that after the Currency / Economic crisis of 1997 and 1998, Asian currencies are again strengthening their linkages, or pegging, to the U.S. dollar. Our calculations also confirm such a trend. Volatility of Asian currencies' exchange rates to the U.S. dollar has fallen recently to the almost same levels as before the crisis. The volatility of Nominal Effective Exchange Rates has also diminished.

We could evaluate such situation as “Institutional Dollarization”, since players in Asian economies seem to welcome the nominal stability of the exchange rates to the U.S. dollar. From the trading side, the dollar-pegged zone comprises an increasing share of the trading partners for Asian economies. Multi national enterprises, which account for a large share in exports from Asian economies, also favor pegging to the U.S. dollar. Stable forex rates against the U.S. dollar are considered to help maintaining constant foreign direct investment inflow and export-oriented industrialization. And, under “Institutional Dollarization”, Asian economies can enjoy low interest rates, free capital movements, and stable forex rates

simultaneously. De-internationalization of their own currencies also helps to stabilize forex rate movements.

But, at the same time, threats and side effects of “Institutional Dollarization” are now becoming apparent. The widening current account deficit in the United States, where the dollar is the currency, implies the risk of global currency rates adjustments. Some Asian central banks are heavily selling their own currencies to stabilize them against the U.S. dollar, while such interventions conflict with their domestic monetary policy in some economies. In addition, increasing weights of the U.S. dollar could erode their asset quality. Although de-internationalization of currencies weakens market pressure, it impedes the development of the forex futures and options market. Moreover, high open economic structure of Asia makes it very difficult to curb forex speculations.

We could conclude that in Asia, the side effects – or risks - of Dollarization are increasing to the level where gradual loosening of it should be considered. Assuming small price effects on exports from Asian economies, the negative impact of gradual appreciation to the real economy would be minor. On-going initiatives to improve Asian financial system, such as the ABMI (Asian Bond Market Initiative) would help smooth transition of Asian financial system out of the current dollarized situation through reducing dependence on the U.S. dollar. To be effective,

such measures should be designed to offer benefits of de-Dollarization to economic players, such as exporting enterprises or investors.

economy.

Original paper is available at <http://www.tcf.or.jp/Activities/2004AT10/gatewaypagAT102004.html>

¹ This report is based upon the paper submitted to 14th Annual AT10 Research Conference “The Emergence of China and the Evolution of Regional Economic Integration in East Asia”, on February 3-4, 2004. The Tokyo Club Foundation for Global Studies, the sponsor of AT10 Research Conference, was established by Nomura Securities Co., Ltd. in 1987 as a non-profit organization for promoting studies in the management of the global

第1日 5月15日(土) 午後

C会場 セッション：企業金融(2)

The Choice of Outside Equity: Public versus Private Placement

京都大学 小林 磨 美

企業が株式によって資金調達する方法として私募増資と公募増資とがある。本稿の主要な目的は、経営者による増資方法の選択が株主、特に大株主の行動選択を通じてどのように株価に反映されるか、そして経営者の選択が株価を最大にするかどうかを考察することである。

本稿では私企業を経営する経営者が増資する状況をモデル化する。増資によって、成功すれば私的便益を伴わないリターンが、失敗すれば私的便益のみが生じるようなプロジェクトを経営者は立ち上げる。外部投資家には小口投資家(小株主)と大口投資家(大株主)が存在し、経営者は増資に際してこれらに株式を割り当てるものとする。小株主はある一定の確率で流動性ショックにさらされることによって市場で保有株式を売買する。一方、大株主は流動性ショックには影響されず、経営者による経営努力を観察した後で(i) 経営介入によって経営者が隠匿する私的便益を取り上げプロジェクトの成功確率を上昇させる、または(ii) 介入せずに保有株式を市場で売買する、のいずれかを選択する。大株主は自らの期待利得を最大にする行動を選択するのだが、ここでのモデルでは大株主の行動選択ははじめに経営者が決めた企業の所有構造に依存する。よって経営者は増資の際に、企業の所有構造を、自分の期待利得を最大にするほうの行動を大株主に選択させるように決定

することができる。

以上の設定のもとで得られる主要な結論は次のとおりである。まず、経営者は常に私募を選択する。すなわち増資する際に外部株式を全て大株主に割り当てることによって市場の流動性をなくし、大株主が経営介入を選択せざるを得ない状況を作り出す。大株主による介入が経営者にとって望ましくなる理由は、介入により節約できる経営努力と上昇する株価から得られる利得が失う私的便益を上回るように経営者は自分の持ち株比率を決められるからである。次に、このような経営者の選択は常に株価を最大にするとは限らないことが示される。経営者の選択が株価を最大にするかどうかは大株主の介入費用、プロジェクトが成功した場合のリターンの大きさ、そして市場におけるスペキュレーション費用の大きさ、の3つに依存する。特に大株主の介入費用が経営者の経営努力費用よりも大きい場合、efficiency lossが発生しやすいたことが示される。

第1日 5月15日(土) 午後

C会場 セッション：企業金融(2)

商社金融の評価

経済産業研究所 植杉 威一郎

売掛債権、買入債務のやり取りを通じた企業間信用については、金融機関の与信行動に比べると分析の対象となることが少ないが、実際には、企業金融に大きな役割を果たしてきたと言われている。銀行から借入を断られて資金繰りに苦しむ中小企業に対し、商社が売掛金・受取手形を通じて資金融通を行い、彼らのその後の成長に寄与したとの指摘も多い。更に、最近では、売掛金担保融資制度の創設や、売掛債権証券化の議論など、企業間信用を媒介とした資金の流れに対する関心が高まっており、その動向を分析する意義は大きい。

植杉(2003)では、中小企業庁の金融環境実態調査を用いて、企業間信用と銀行借入との関係についての分析を行った。本研究では、企業間信用を最も活発に用いてきたと考えられる大手商社を対象を絞り、企業間信用だけではなく融資、投資を含めた商社からの与信行動について分析を行うこととする。

まずは、法人季報、個別企業の財務諸表といったデータを用い、他業種との比較で、大手商社による与信行動が金融機関からの融資とどのように異なっているかを時系列で観察する。

次に、金融環境実態調査で得られている2001、2002年の中小企業を中心とするパネルデータを用い、大手商社を主要仕入先にしている企業について、企業間信用や借入金の動向を分析する。なお、大手商社と直接取り引きする企業は、中小企

業といってもかなり大きく、平均的に見て、都銀をメインバンクとする企業群と同程度の規模である。東京商工リサーチが調査している個別企業の信用リスクを表す企業評点の変化を用い、評点が2001年から2002年にかけて下落している企業において、買入債務対総資産比率の変化を見た。大手商社を仕入先にしている企業とそれ以外とを比較すると、評点の悪化している企業での買入債務比率はそれ以外の企業では大きく落ち込むが、大手商社を仕入先にしている企業ではそれほど落ち込まない傾向が見られる。

こうした結果は、金融機関と比較して大手商社がどの程度の信用リスクを負う主体なのか、信用リスクに関する情報を迅速に入手できるのかといった点について、有益な示唆を与えると考えられる。

植杉威一郎 「日本における企業間信用：金融機関借入との関係」, *RIETI Discussion Paper Series(04-J-001)*, Jan 2004

第1日 5月15日(土) 午後

C会場 セッション：企業金融(2)

エージェンシー理論によるフィリピン企業の資本構造の検討：企業属性を考慮した製造業企業の負債比率の推計*

一橋大学 奥田英信
一橋大学大学院 齋藤純

アジア経済危機を契機として、ASEAN 諸国の企業金融に関して、負債依存度の高さや、金融機関と企業との癒着、財閥企業間での不明朗な資金配分といった問題点が指摘されるようになった。しかしながら、ASEAN 諸国の企業金融に関する計量経済分析は限定的であり、その実態は依然として不明なところが多い。フィリピンの企業金融の構造についても、Saldana (2001)などの研究はあるものの、その内容はいずれも記述統計を中心とした概説的な研究に止まっている。これらの研究では、財閥グループによる企業・銀行の集中的な所有構造を指摘し、所有タイプの違いによる負債依存度を比較しているが、企業金融に関わる資金提供者と企業経営者間の関係については明らかにされていない。

本稿の目的は、エージェンシー理論の枠組みを用いて、フィリピン製造業企業の資本構造の決定要因を検証することである。企業属性により異なる経営者・株主・債権者間のエージェンシー問題が、フィリピン製造業の資金調達構造にどのような影響を与えるかについて分析を行う。分析期間はアジア危機を挟む1991年から2000年までの10年間とし、売上高上位1000社に含まれる製造業企業のマイクロ・データを利用して計量経済分析

を行う。

本稿ではまず第1節で、集中度の極めて高い企業の所有構造、株式公開比率が低く情報開示が不十分で投機的取引が中心の株式市場、財閥による銀行保有構造と銀行の財閥系企業との密接な関係、企業外部からのガバナンスの欠如といった、フィリピン企業のガバナンス構造を踏まえた上で、エージェンシー理論の枠組みを利用して、企業の資本構造に関する仮説を設定する。第2節では、フィリピン製造業企業の負債比率の推計を行い、企業の資本構造に対して企業特性あるいは企業ガバナンス構造がどのように影響を与えているのかについて、第1節で設定した仮説を検証する。第3節では、計量経済分析による推計結果についての議論を要約し、今後の研究課題に言及する。

本稿の実証分析の結果によれば、(1)利益率の高い企業では負債依存度が低下する、(2)企業規模が大きいと負債比率が増加する、といった傾向が観察された。また、企業ガバナンス構造に関しては、(3)外資系企業では負債依存度が低い、(4)財閥系企業でも負債依存度が低い、という特徴が確認された。このことは、外資系・財閥系企業も大規模な設備投資を行い長期的には収益性が高いものの業績のリスクも高いために、高い負債依存度を避ける傾向があると考えられる。更に、(5)外資系企業・上場企業・財閥系企業が市場で増資を行うため高収益を市場へのシグナルとする必要があること、が示唆された。また、(6)財閥系企業と外資系企業に対する貸出しは慎重であり、より多くの担保を必要とすること、(7)これらの企業では取引銀行との長期的関係によって

情報の非対称性の問題が緩和されることも示唆された。

* 本稿は、奥田・齋藤 (2003a) も踏まえて奥田・齋藤 (2003 B) を改訂したものである。

第1日 5月15日(土) 午後

C会場 セッション：企業金融(2)

コミットメントライン型銀行借入 vs. 市場性負債：アナウンスメント効果の比較

慶應義塾大学 金子 隆

慶應義塾大学大学院 渡邊 智彦

企業の資金調達手段としての銀行借入には、市場性負債 - 具体的には公募普通社債 (SB) やコーポラル・ペーパー (CP) - にない "something special" があることは、米国では Fama (1985) によって示唆され、James (1987) 他によって実証的に確認されている。ところが、わが国では、従来型の銀行借入についての個別情報がほとんど公表されないという制約もあって、筆者の知るかぎり、これまで同様の手法による確認は行われてこなかった。にもかかわらず、存在を直接的に確認したわけではない「銀行借入の持つ特殊性」を情報の経済学の視点から解明しようとする試みが、数多くなされている。

ところで、最近急速に普及しているコミットメントライン型の銀行借入については、新聞等に契約締結のニュースが掲載されることが多い。本稿ではこの点に着目し、イベントスタディの手法を用いて契約締結のニュースが株価に及ぼすアナウンスメント効果を計測し、市場性負債の発行計画発表が株価に及ぼす同効果と比較する。もし市場が「銀行借入の持つ特殊性」を認識しているなら、両者には有意な差が観察されるはずである。

日経4紙に契約締結ないし発行計画の記事がはじめて掲載された日をイベント日とし、140日前から20日前までをマーケットモデルの推定期間

とするイベントスタディを行ったところ、予想通りの結果が得られた。すなわち、SBやCPのアナウンスメント効果は、イベント日の異常収益率(AR)でみても前日からの累積異常収益率(CAR)でみても有意にゼロから異なっていないのに対して、コミットメントライン型銀行借入のアナウンスメント効果は、いずれも1%水準で有意にプラスであった。

同様の結果が従来型の銀行借入についても観察されるのか否かは不明だが、少なくともコミットメントライン型に関する限り、市場性負債と比べての「銀行借入の持つ特殊性」がわが国でも実証的に確認されたことになる。

キーワード：コミットメントライン、銀行借入、市場性負債、アナウンスメント効果、イベントスタディ、累積異常収益率(CAR)

第1日 5月15日(土) 午後
D会場 セッション：生命保険

近年の生保一般貸付の決定要因を巡る一考察
ニッセイアセットマネジメント

高橋 智彦*

銀行貸出低迷が定着して久しいが、生命保険会社の一般貸付も低迷して久しい。これについて様々な要因の関与が指摘されている。生保の負債の大部分が円資産であるにもかかわらず、資産側で同じく円資産であり、負債との連動性も高いと思われる貸出低迷がどこから生まれているのであろうか。ここでは同じ円金利資産運用の国債投資などと比較しながら、一般貸付の低迷要因に供給側要因、例えば不良債権や1999年3月期以降導入された早期是正措置の要諦である支払い剰余(ソルベンシー・マージン)規制の関与があったのかなどを実証も含め検討した。

2002年3月期と2003年3月期に一般貸付残高がある25社のパネルデータを用いて推計を行った。その結果、一般貸付について前期末ソルベンシー・マージン比率は必ずしも高い方が貸付を伸ばしたことにはならず、貸倒引当金の一般貸付に占める割合(客観的不良債権比率の代用変数)の高い方が貸付を抑制する結果となった。また同じ円金利資産である国債投資を見るとこれも基本的には責任準備金などの動きが有意に効いているが、ソルベンシー・マージン比率、貸倒引当金の比率ともに有意に効かなかった。

推計結果の解釈としては責任準備金の積み上が

りとともに負債特性に見合った一般貸付、国内債券といった円金利資産が動いている。また、商品構造、負債構造の変化の中で資産側もリ・バランスが進み、一般貸付の整理が進んだことなどが考えられる。

(*) 当論文は業務を離れ、本学会の会員である一人の研究者として全くの個人的見解を述べたものである。筆者の属する組織の見解とは一切の関係はない。また、規制や会計制度に対する価値判断や個別会社の比較等を示すことは意図していない。

参考文献 福田慎一「ソルベンシー・マージン比率と生保貸出」郵政研究所月報
2002.5, pp.19-24

第1日 5月15日(土) 午後
D会場 セッション：生命保険

生命保険企業の広告戦略 理論・実証分析

鳴門教育大学 青葉 暢子

保険の価格や種類は各保険企業であまり差異がない。生命保険の場合、契約期間が数十年と長期であるため、消費者が満期までに支払う保険料の合計はかなり高額になるが、一般に消費者が自分の支払う保険料が保険数理上適性なのかどうかを確かめるのは難しい。したがって、生命保険の広告は企業名を強調するなど保険の具体的な内容を説明するよりも、保険の社会的認知を高めるのに重点を置くことがある。この場合、広告の効果は、それを行った保険企業のみには帰着しない。すなわち、A企業が行った広告によってある保険の社会的認知が高まり、広告を行っていないB企業の保険の売上が増大する。これを広告のスピルオーバー効果という。このように生命保険の広告でスピルオーバー効果が生じているとき、消費者の購入を決定づけるのが営業職員の活動である。消費者が保険の情報を営業職員の説明等から獲得するとき、営業職員の活動は広告のスピルオーバー効果を減じるように働く。したがって、広告のスピルオーバー効果が大きいほど営業職員の活動が重要になってくると考えられる。そこで本論文では、広告のスピルオーバー効果と営業職員の活動をモデルに導入し、営業職員の数が広告のスピルオーバー率によって決定され、広告のスピルオーバー率の高い保険の場合、営業職員の数を増大する方が保険企業にとって効率的であることを示し、実証分析を用いて理論モデルの結果を検証する。

第1日 5月15日(土) 午後

D会場 セッション：生命保険

保険と金融 直接金融・間接金融との対比

東京海上火災保険 吉澤卓哉

リスクの証券化、保険デリバティブなどと、保険商品と金融商品の融合はますます進みつつあり、両者の相違の整理が求められている。ところで、保険も金融的側面を持つのは事実であるが、保険の本来の機能はカバー（cover、一定のリスクを担保すること）の提供である。

そこで、保険と金融の相違を考えるにあたり、保険の原型や保険制度やリスク証券化におけるカバー提供機能に関する経済的仕組みを、直接金融や間接金融や市場型間接金融における資金融通機能に関する経済的仕組みと、それぞれ比較対照した。その結果、比較対照したそれぞれの経済的仕組みの間に類似点が見られた。

すなわち、保険の原型（冒険貸借・無償貸借・仮装売買）は、直接金融に経済的仕組みが一致している。また、保険制度は、間接金融に経済的仕組みが類似している。そして、リスク証券化は、市場型間接金融に経済的仕組みが一致している。

ただし、保険の原型、保険制度、リスク証券化のうちで保険の経済的要件を満たしているのは保険制度のみであり、他は保険ではなくて金融商品である（だからこそ、直接金融や市場型間接金融に一致するのである）。

他方、肝心の保険制度については、間接金融に経済的仕組みが類似する一方で、両者の間には重要な相違点もあることが判明した。すなわち、第1に、保険の本来の機能であるカバー集約とカバ

ー提供は、保険販売という1段階の行為で実行される（間接金融では、本源証券の購入と間接証券の販売という2段階である）。第2に、保険においては、カバー余剰主体とカバー不足主体は一致する（金融では、資金余剰主体と資金不足主体は一般に異なる）。第3に、保険においては、大数の法則が完全に成立すれば、カバー仲介者である保険者がリスクを負わないことになる（間接金融では、金融仲介者が本源証券と間接証券のリスクの差違を負担する）。

第1日 5月15日(土) 午後

D会場 セッション：生命保険

生命保険会社破綻と家計・保険契約者の選択

：保険契約者は何に注目して生保会社を選べばよいのか、あるいは保険契約者は何に注目しているのか

日本経済研究センター 白石小百合
広島大学 松浦克己

1980年代『ザ・セイホ』とまで言われた国内生保会社であるが、1990年代後半以降戦後から営業していた伝統のある「国内20社」（いわゆる漢字生保）の内7社までが法的に破綻し債務不履行となった。更に、生命保険会社の法的破綻（保険業法による業務停止命令、金融機関更正特例法による更生手続き開始申し立て）前に予定利率の引き下げ等が行われ、生命保険会社がデフォルトするという事態が想定されるほど生保業界の混迷は深まっている。

保険業法の改正で認められるようになった予定利率の引き下げや解約の一時停止は、定義によりデフォルトである。予定利率の引き下げが図られる時にとられる解約の一時停止は、経済的には預金封鎖と異ならない。

この法改正により、家計や企業（保険契約者）は当該金融機関が法的に破綻する前にデフォルトに直面することがあるという空前の事態に立ち至った。このようにデフォルト・リスクが実際のものとなり、今後も続くと想定される中で、家計や企業という保険契約者が資産選択を適切に行うための情報は十分に提供されていたのか、実際の破綻はどのように処理されたかを考察し、その中で保険契約者は民保各社をどのように評価し選択を

行ったのかを検証することが本稿の目的である。保険契約者による生保各社に対する選別が機能することが、生命保険会社の適切な生命保険商品の設計と資産運用・契約管理という経営の規律付けにつながるからである。

第1日 5月15日(土) 午後

E会場 セッション：証券市場

取引方法とアンダープライシング

一橋大学 小 西 大*
一橋大学大学院 鈴木 健 嗣†
日本銀行 乗 政 喜 彦‡

新規株式公開(IPO)の際、公開価格が初値を下回るというアンダープライス現象が世界的に確認されている。アンダープライスは、初値で資金調達できたところをより低い公開価格で資金調達してしまうという意味で、IPO企業にとっての機会損失といえる。

こうしたアンダープライシングに対し、様々な研究がなされてきた。既存研究のほとんどは、IPO企業や主幹事証券会社が公開価格を過小に設定する必要があるという点に注目して議論をすすめている。これに対し、本稿は公開価格の過小設定のみならず、初値の設定の違いが与える影響に焦点を当てている。

日本のJASDAQ市場では、マーケットメイク(MM)方式とダッチ(DC)方式の2種類の初値決定方法が並存している。これらの初値決定方式は、それぞれ異なる手順や主体によりIPO時の初値形成が行われる。こうした2つの初値決定方式が並存する市場は世界的に見てまれであり、初値の設定の違いが初期収益率に与える影響を検証する上で適切な市場といえる。本稿は、初値決定方式の違いがアンダープライスに与える影響を検証

するため、MM方式が利用可能となった1999年から2002年までにJASDAQ市場に公開した335社を用いて分析している。

主な結果は、以下のとおりである。(1)アンダープライシングの程度はMM方式の方が低い。(2)アンダープライシングの標準偏差はMM方式の方が小さい。(3)初値決定方式の違いは長期パフォーマンスに影響を与えていない。こうした結果は、投資家に対し不安定な初期収益率をもたらす初値決定方式(DC方式)は、投資家にある程度のアンダープライスを提供するために、過小に公開価格を設定する必要があるという考えと一致している。

‡ 一橋大学大学院商学研究科修士課程

* 一橋大学商学研究科

† 一橋大学大学院商学研究科博士課程

第1日 5月15日(土) 午後

E会場 セッション：証券市場

近年の地方債発行市場の変化と地方債の信用力

農林中金総合研究所 丹羽由夏

2002年以降、地方債の発行市場では大きな変化がおきている。従来、発行する地方公共団体にとって地方債発行市場は市場原理に直面する場では無かった。これは、総務省(旧自治省)主導の下、市場公募債の発行条件は全国一律に決定され、縁故債は指定金融機関制度というシステムの下、地域金融機関との閉鎖的關係からくる安定性が可能としてきたと言える。また、背後にある政府資金および公営企業金融公庫資金というセーフティネットの存在も資金調達に対する意識を希薄化していた。しかし、安定的な引受資金であった政府資金は財投改革によって縮小傾向は否めず、公営企業金融公庫資金も特殊法人改革の下、先行きは不透明なままである。今後の引受先として期待されるのが民間資金であり、地方公共団体にとって地方債市場の整備・育成が喫緊の課題となっている。

このような中、2002年4月から公募債発行団体間で初めて発行条件が異なる発行方式が導入された。従来の統一条件決定方式から、都とその他団体に分けたツートーブル方式への変更である。さらに、2003年4月からは都を除く公募債発行団体(26団体)の連名による共同発行債が導入された。そして、2004年度からは、公募債発行団体が4団体(群馬県、福島県、岐阜県、熊本県)増えるとともに、東京都と横浜市の2団体が個別条件決定方式に移行する。横浜市は、公募地方債ではじめて入札方式を採用する予定である(機関

投資家向け5年債)。将来的には全ての発行団体が個別に条件決定を行う方式へ移行する。

以上のように発行市場が急激に変化する一方で、地方債流通市場では、近年銘柄間格差が定着しつつある。この格差は、団体間の発行量の差だけでは説明できないものとなっており、債務償還能力(=信用力)が要因と考えられる。地方債には「暗黙の政府保証」があり、信用力は同一であるという主張が総務省サイドから出されてきたが、投資家サイドとの共通認識にはなっていないのが現状であろう。99年3月からR&Iにより地方債格付け(東京都AA+から大阪府AA-の格差あり)の公表も開始されている。

本報告は、地方債発行市場の近年の変化を踏まえながら、流通市場の銘柄間価格差の状況を過去3年間のデータで分析し、その動向と背景にある地方債の信用力格差についての考え方の整理を行うことを目的としている。信用力格差については、アメリカ、フランス、ドイツなどの地方債の状況を整理し、日本の地方債に対して、「暗黙の政府保証」を付与していると言われている地方債にかかわる諸制度の持続可能性、問題点を指摘する。

第1日 5月15日(土) 午後

E会場 セッション：証券市場

Competition in Japanese Securities Industry

龍谷大学 亀坂 安紀子

大阪大学 筒井 義郎

本報告の目的は、1983年度～2001年度の期間に日本の証券業の競争度がどのように変化したかを明らかにすることである。この分析期間を通じて金融自由化が進められたが、その自由化措置が十分だったかどうかについては議論のあるところである。本報告は、証券業における自由化がどれだけ競争をもたらしたのかを評価する試みとも位置づけられる

競争度についてはいくつかの計測法があるが、本報告ではPanzar and Rosse (1987) のH-統計量を用いる。Panzar and Rosse は企業の収入 R の要素

価格弾力性の総和、つまり、 $\sum_{k=1}^K \frac{w_k}{R} \frac{\partial R}{\partial w_k}$ に着

目した。ここで w_k は第 k 番目の要素価格、 K は生産要素の数である。この量を Panzar and Rosse の H-統計量と呼ぶ。Panzar and Rosse は、独占では $H < 0$ であり、完全競争では $H = 1$ 、限界収入 = 限界費用が成立し利潤が0である独占的競争の均衡(チェンバレン均衡)では、 $H \leq 1$ であることを示した。

本報告では、収入関数として、

$$\begin{aligned} \ln R_{i,t} = & a_0 + a_1 \ln r_{i,t} + a_2 \ln w_{i,t} \\ & + a_3 \ln k_{i,t} + a_4 \text{BROKER}_{i,t} \\ & + a_5 \text{DISTR}_{i,t} + a_6 \text{MARGIN}_{i,t} \\ & + a_7 \ln \text{ASSET}_{i,t} \end{aligned}$$

を仮定し、推定した。ここで、 R は営業収益合計、 w は賃金率、 r は金融費用の価格、 k は資本設備の価格、 ASSET は総資産である。証券会社の業務の相違をコントロールするために、 BROKER (= ブローカー業務収益 / 収益合計)、 DISTR (= 募集売出業務益 / 収益合計)、 CRED (= 信用取引業務収益 / 収益合計) の3変数を用いている。H-統計量は、 $H \equiv a_1 + a_2 + a_3$ となる。

全期間を 1983-88 年度、1990-95 年度、1996-2001 年度の3期間に分割して、パネルデータを用いて推定したところ、H-統計量はそれぞれ、-0.044 [.471]、0.255 [.058]、0.383 [.004] ([]内は p-値)であった。したがって、第1期間では、独占均衡、第3期間では独占的競争均衡にあり、第2期間ではその中間的な状態にあることが示された。すなわち、日本の証券業は、1980年代以降、一貫して競争度が増してきてはいるものの、最近でも、未だ、完全競争状態からはほど遠いと結論される。日本の生命保険業の競争度を推定した Souma and Tsutsui (2002)、銀行業の競争度を推定した Uchida and Tsutsui (2002) と比べると、証券業は生命保険業よりは競争的であるが、銀行業より競争度が低いと判定される。

(現在、論文改訂中のため、学会当日は改訂した結果を報告する可能性があります。)

第1日 5月15日(土) 午後

E会場 セッション：証券市場

証券化の進展と金融システム・金融政策

横浜国立大学 高橋正彦

我が国では、このところ、資産担保証券（ABS）等の資産流動化・証券化の市場が拡大しつつある。証券化は、資産保有者・資金調達者（オリジネーター）やアレンジャー、投資家など、直接の各当事者にとってのメリットにとどまらず、マクロ的な金融・資本市場や金融システム、金融政策に対しても、少なからぬインパクトを与え得るものである。

すなわち、証券化は、本質的に、「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して、信用リスク等の移転とコントロールという経済的機能を有する。また、金融システムに対するインパクトとしても、金融仲介機能のアンバンドリングや、従来型の間接金融から市場型間接金融・複線的金融システムへの移行などに際して、重要な役割を果たし得る。

これらに加えて、最近では、金融システム・金融政策面において、政策的に有用なツールとして、証券化の応用分野が広がるとともに、証券化市場の存在意義が一層高まってきている。例えば、不良債権の流動化・証券化、中小企業金融への活用、公的金融との関わり、金融政策・金融調節との関わりなどである。

そこで、本報告では、こうした金融システム・金融政策と証券化をめぐる最新の動向をフォローし、その実務的・政策的意義や今後の課題等に関して、検討を行う。まず、最近における中小企業

金融分野での証券化技術の活用事例を紹介する。また、公的金融との関わりについては、住宅金融公庫による住宅ローン債権証券化（RMBS）と、民間金融機関に対する証券化支援業務を中心に、概観と評価を行う。さらに、金融政策・金融調節に関しては、日本銀行によるABSの適格担保化と、今般のABS買入れに至る経緯を振り返り、中堅・中小企業関連のABSやRMBSなど、証券化市場に与える影響について、考察と評価を行う。そのうえで、日本銀行の「証券化市場フォーラム」の報告書なども踏まえて、我が国の証券化市場が直面する諸課題を整理するとともに、金融システム・金融政策との関わりをなかで、今後の証券化市場のあり方をめぐって、展望を試みることにする。

第2日 5月16日(日) 午前

A会場 国際金融パネル：「人民元をめぐる諸問題」(開催の趣旨)

座長 京都大学 村瀬 哲 司

2003年に続き本年2月の7カ国財務大臣・中央銀行総裁会議声明でも、「為替レートの柔軟性を欠く主要な国・経済地域にとって、その更なる柔軟性が・・・望ましい」と、間接的に中国に対し人民元相場の弾力化要求が盛り込まれた。人民元の切上げを求める国際的圧力が高まるなかで、中国政府は人民元相場の安定を重視し、事実上のドルペッグ制を変更することに慎重な立場をとり続けている。

WTO加盟を機に、世界経済における中国の存在感は年を追って大きくなっている。直接投資の受入累積額は米国に次ぎ、すでに英独に匹敵するのみならず、流入の勢いは衰えていない。2003年には米独日に次ぐ貿易大国となり、日本を追い越すのは時間の問題とみられる。米国にとり中国は最大の貿易赤字相手国であり、日本にとっては最大の輸入相手国(輸出は米国に次ぎ2位)である。中国にとって日本と米国はそれぞれ1位、2位の貿易相手国である。

一方、発展途上国であり体制移行経済の中国は、目覚ましい経済成長に代表される光の部分とともに、失業率の漸増と所得格差の拡大など影に相当する多くの国内問題を抱えている。国際的には光の部分にスポットが当たりがちである反面、中国政府は影の部分の直視している。今後ますます経済的に国際社会に組み込まれていく過程で、中国は、国際的なルールと動的な力関係を踏まえつつ、国

内の諸問題に取り組み、解決していかなければならない。

国際金融パネルでは、過去半世紀中国がはじめて直面する自国通貨の切上げ圧力に、どのように対応すべきかという政策の選択肢を含め、人民元をめぐる諸問題をさまざまな角度から議論したい。

第2日 5月16日(日) 午前

A会場 国際金融パネル:「人民元をめぐる諸問題」

「中国人民元の切り上げ論」について

金融情報システムセンター 大西 義久

- 1、人民元の切り上げは、94年以来の「管理変動相場制」の下で、実質的に米ドルに固定された為替相場を弾力化することを意味し、「国内金利の自由化」や「資本取引の自由化」を含む「金融面の3つの自由化」の一環として捉えられる。しかし、97年のアジア通貨危機の教訓(自由な資金移動 資本取引の自由化)の下では、為替相場の変動が不可避であること、いわゆる、「国際金融のトリレンマ」の帰結、発展途上国にとって、金融面の自由化は、金融・資本市場の整備による市場コントロールの強化や国内金融インフラの整備 金融機関の健全性の確保、金融監督体制の確立等を前提として、慎重に取り組むべき課題であり、自国の実情を無視した拙速な自由化は、市場からの信認の低下を通じ、大惨事を招きかねないことを「他山の石」とする中国にとって慎重に取り組むべき中長期的な課題である。
- 2、「人民元切り上げ論」の2つの主張(人為的な市場介入により実力以下に評価された人民元相場が、中国製品の競争力を高め、先進国への輸出増加を通じ、デフレ的影響を与えており、いわば『世界各国にデフレを輸出している』米国スノー財務長官、現行為替相場の下で、貿易収支の黒字が累積する中、相場維持のための市場介入が国内流動性を増加させ、過熱

経済をもたらしており、こうした政策は持続不可能であり、人民元相場を市場の流れにゆだねるべきである。米国グリーンズパン連邦準備制度理事会議長)は、いずれも人民元の切り上げを中長期的にはさておき、早急に実行すべきとする決定的論拠に乏しい。

- 3、中国との地政学的宿命を背負うわが国としては、中国の市場経済化の方向を支持するとともに、急速な市場化が中国国内の混乱を招く可能性を念頭に置きつつ、無理な政策の遂行を強いることのない英知をもつことが必要である。

第2日 5月16日(日) 午前

A会場 国際金融パネル：「人民元をめぐる諸問題」

中国人民元に関する一考察

慶應義塾大学 白井 早百合

近年、貿易黒字と直接投資の拡大による国際収支の黒字と安価な製品の輸出拡大を背景にして、一ドル＝八.三元あたりのレートでドルに固定されている中国の通貨、人民元に対する切り上げ要求が世界的に高まっている。一方、こうした要求に対して中国政府は「人民元レートは一九九四年から一九九七年にかけて実質的に三〇%も増価している」と指摘し現行の為替相場が合理的であることを主張している。さらに、「中国の今年の貿易黒字は大幅に減少する見込みである。外貨準備残高も国民一人当たりによれば低い水準にとどまり、国内総生産比では高くない」とし、その上、「米国などの国内の失業率問題は、中国の為替相場とは無関係であり、為替レート問題を国際政治問題化したり、貿易保護主義の口実とすべきでない」と強く反論している。

こうした両極端の見解が表明されるなかで本稿では人民元の切り上げが行われれば米国の対中国貿易赤字が改善し、米国の製造業者の所得と雇用が増えるであろうという仮説は正しくないということを主張する。そして、これに関連して四つの構造的要因について指摘する。それらは第一に中国の加工貿易の実態、第二に輸出補助金制度の存在、第三にほぼ無制限に存在する余剰労働力と低賃金の持続、第四に外資企業への税制上およびその他の優遇処置の存在である。こうした多岐にわ

たる優遇処置は外資企業に対する中国政府の補助金の支給と同じ役割をはたしており、とくに輸出志向の外資企業の多くはこうした恩恵を受けて、国際価格を下回る輸出価格で中国からの輸出を拡大しているのである。このような要因が存在する状態で人民元を切り上げたとしても、こうした恩恵が存続する限り、米国製造業者の国際価格競争力をただちに回復し、雇用促進には結びつくことにはならないと思われる。たとえ中国政府が人民元の対ドルレートを現行の水準から一五・二五%程度切り上げたとしても、名目為替相場の切り上げは中央・地方政府によるさまざまな優遇処置を拡大することによって容易に相殺することができてしまうのである。

本稿では、最後に、外国為替市場で発生している人民元の切り上げ圧力および国際的に高まる切り上げ要求のなかで、中国政府が取るべき政策について検討する。

第2日 5月16日(日) 午前

A会場 国際金融パネル：「人民元をめぐる諸問題」

人民元切り上げの趨勢と中国の対応策

東北財経大学 劉 昌 黎

アジア金融危機の際、中国政府は人民元安定政策を取り、実質30%程度の元高を齎した。これで、中国は社会・経済の安定と発展を保つと同時に、東南アジア諸国の通貨切り下げ競争の悪循環から免れられ、アジア金融危機の早期収束ひいては世界的な金融危機の防止にも貢献し、国際的な評価を受けた。アジア金融危機の試練をきっかけに、人民元の為替レートは切り下げ段階を終え、安定ひいては切り上げ段階へ転じてきた。これから中国経済が引き続き高い成長率を保ち、貿易が急速に増えて行くなかで、人民元は長期的には切り上げの傾向にあるだろうと思われる。

一国通貨の為替レートの変動はその国にとってメリットとデメリットがある。中国について言えば、1994年までの元安はメリットがデメリットより大きく、経済急発展のプラス要因となったのに対して、1995年以来人民元の安定・切り上げはメリットがデメリットより大きく、経済ソフトランディングを実現させたプラス要因となったのである。今後の長期的な元高は輸出圧迫や海外直接投資減少や構造調整的失業増大や人民元相場に対する投機誘発やデフレ長期化などの心配があるが、今現在の低賃金水準とマクロ経済管理などから見れば、それほど問題は起こるまい。そして、経済と物価を安定させることや、貿易条件を改善させることや、海外間接投資を拡大させることや、外貨債務の為替リスクを減少させることや、企業経営管理と技

術進歩を促進させることや、人民元の国際化を促進させることなど、いろいろなメリットも期待される。

日本は1990年代までに先進国のなかで一番高い成長率を保った上、円が3倍切り上げられた。日本経済は急速の円高で打撃を受けたが、世界第2位の経済大国の地位を守り、アメリカとの経済面の格差も急速に縮小された。たぶんこれから、中国も日本と同じような道を歩むことになるだろう。個人の判断としては、2020年までに人民元は1~2倍ぐらい切り上げられる可能性がずいぶんあると考える。

当面の間、中国は引き続き人民元安定策をとるべきだが、元高の長期的な趨勢に直面して、積極的に複数の通貨からなるバスケットペッグ制を模索し、ドルペッグ制を基本とする管理変動相場制を改善した上、元レート変動の幅を適当に拡大し、緩やかな元高を実現させていくべきである。そして、これまでの経験をまとめた上、日本の円高対策を参考にして、元高の悪影響を出来るだけ克服しなければならない。

第2日 5月16日(日) 午前

B会場 セッション：金融理論(2)

金融不安要因を考慮した貨幣乗数の推定

創価大学 小林孝次

90年代以降、特にゼロ金利政策、量的緩和政策以降、大量のハイパワードマネーの増加にもかかわらず、マネーサプライの増加に結びつかず、金融の目詰まり現象、いいかえれば貨幣乗数の低下が生じている。

本稿ではこうした貨幣乗数の変動について、低金利と金融不安の高まりが準備/預金比率と現金/預金比率を上昇させ、そしてそれらが貨幣乗数を低下させるという仮説を検証してみる。そこで、ここでは、1990年代以降も含む1976年以後直近までのデータを用いて、金利と金融不安の要因を取り入れて貨幣乗数を推定した実証結果を報告する。

まず、90年代以降の貨幣乗数低下に関する最新の先行研究をいくつか紹介し、続いてGARCHモデルを用いて、金融不安の定量化を行う。次に準備/預金比率と現金/預金比率を推定し、最後に貨幣乗数の推定をする。

結果は、貨幣乗数については、利子率の変動、金融不安要因、そして1期前の貨幣乗数によってとらえることができる。また貨幣乗数の変化については、利子率の変動と金融不安要因で捉えることができるといえる。

特に、金融不安を捉える代理変数としては3種類を使用するが、このうち、株価の下落が金融不安を増長させるという点を考慮した株価変動の不確実性を用いた金融不安変数が貨幣乗数の推定に

最も有意に影響を及ぼしていることを報告する。

こうして、90年代以降の貨幣乗数の低下については、利子率の低下とともに、金融不安要因が影響をおよぼしていることを実証的に確認できたことを報告したいと思う。

第2日 5月16日(日) 午前

B会場 セッション：金融理論(2)

新しい金融の流れ 循環型金融と資金循環

安田女子大学 戸井佳奈子

20世紀を金融という面から振り返れば、契約自由の原則、私的所有権制度、過失責任主義のもとで、人々が個々の自由な意思決定に基づき金融商品や金融サービスを売買することができるようになった時代である。その間、金融市場においては、多種多様な金融商品や金融サービスが登場した。利便性が高まるとともに、個人や組織は、各々の目的に合った金融商品や金融サービスを購入できるようになった。しかしその一方で、多額の不良債権の累積、金融機関の破綻、金融危機、多額の公的資金の注入を経験し、さらには、貸し渋りや差別的融資、貸し剥がしの問題などを引き起こした時代でもあった。こうした問題は、地域の経済や社会へ悪影響を及ぼしただけでなく、国の治安や国民の安全保障に影響を及ぼす可能性のある失業問題、犯罪の増加、という問題をも生み出した。金融のみならず社会の基盤を根底から揺るがす人間の安全保障の問題は、既存の金融システムでは制御不能のようにすら見える。

もちろん、こうした問題に対して行政も手を拱いていたわけではなく、状況に対処すべくさまざまな施策を試みてきた。しかし、現実に取り組みられてきた政策は、期待された効果を上げず、対処療法の彌縫策の域を脱してはいない。

こうした問題に対処するためには、まず、既存の金融システムを与件として金融サービスからの疎外や人間の安全保障の問題を解決しようとする

政策を超えて、金融システムの根底にある信用や信頼の価値を認識し、それを内生化する金融のあり方を根本から問い直さなければならない。このことは必然的にこれまでの政策の対象領域を拡大し、社会文化メタシステム(産業や国民生活に必要なインフラストラクチャーのサービスを提供する仕組みが、その社会が有するルールや倫理、あるいはその社会の人々が共有する価値観や宗教などによって形成されているシステム)や法体系をも踏まえて政策を考えていくことにならざるを得ない。そして、金融市場での取引や金融機関の経営の根幹に信用や信頼の維持をはかる活動が位置づけられなければならない。それは信用や信頼に基づいた新しい金融の流れを生み出すことになるであろう。本報告では、その新しい金融の流れを市場型方式に組織型方式を接合した「循環型金融」と呼び、循環型金融を構築するための基本条件を明らかにするとともに制度構築のあり方を論ずる。

第2日 5月16日(日) 午前

B会場 セッション：金融理論(2)

自己資本比率規制：理論と現実

一橋大学 清水啓典

2006年の導入に向けて、各銀行の独自モデルを認める方向でのBIS改革が進行中である。しかし、内部モデル利用の容認は画一的規制の撤廃を意味するし、他の改革案は些細な調整に過ぎず、本質的問題点解決のための改革案とは言えない。自己資本比率規制は日本でのみ実効的に機能した規制であり、日本の経験を生かして、その効果を実証的に検証し、より建設的な提案をすべきである。

本報告では、まず自己資本比率規制に関する理論的根拠をいくつかの観点から検討し、それが明確に銀行の健全性を向上させるという確証に乏しいことを明らかにする。また、現実のBIS規制に含まれる自己資本勘定は理論的概念としての自己資本と乖離しており、現実に正確な自己資本を算定することも非常に困難である。従って、BIS規制改正に関しては、現在議論されている改正点以上に本質的な、これらの問題点を検討する必要がある。

さらに、現実的にも株価暴落というマクロショックが生じた日本で、貸出し圧縮によるマネーサプライの低下を生んで、デフレ長期化の主要因となったことを実証的に明らかにし、マクロショックが生じた場合の世界的に一律な自己資本比率規制の問題点を指摘する。

元々、自己資本比率規制の基本には市場で株価を高めるような経営を促す狙いがある。しかし、

現実のBIS規制は、自己資本のTier2に含まれる劣後債起債によって満たされている場合が多く、規制を満たすために公的資本注入が行われるなど、本来の狙いとズレが明らかになっている。今日の日本の株式市場では既に、株価が銀行の健全性を反映して決定されている。銀行の健全性維持のためには株式市場での評価を基準として、母国政府が責任を持って対処すべき事柄である。各国毎に大きく異なる銀行の役割を無視した世界的に画一的な一律の自己資本比率規制は、各銀行の経営戦略の自由度を妨げると共に、金融政策の自由度をも妨げて、マクロショックに対する金融政策の有効性を低下させている。

金融システムはマクロショックに対する社会的リスク負担システムでもある。マクロショックがない場合の個別銀行の健全性だけに注目したBIS規制が、マクロショックが生じた場合の金融システム全体としてのリスク負担機能を大きく阻害することは、日本の経験から明らかである。株債次第で貸出が受けられない事態を経験した企業側にとっては、BIS規制の存在は大きな経営上のリスクであり、資金需要低迷と長期不況の要因となっている。このような事態は、BIS規制が日本のバブル崩壊といったマクロショックを想定していなかったためである。規制は実態に合わせて変更されるべきであり、実施から10年以上の経験を積んだ現在では、日本における明確な失敗の経験に基づいて、日本は世界経済のためにも世界的に画一的なBIS規制の撤廃を実現させるべきである。

この主張に対しては、既に既成事実化している国際的規制の撤廃を主張すれば、邦銀の健全性がかえって疑問視される、という反論がありえよう。

しかし、日本の銀行は健全性を回復しつつあるし、市場はより正確に銀行の健全性を知っており、明確な理論的基礎を持ったより望ましい規制体系を提案することは、責任ある行政当局の任務である。

第2日 5月16日(日) 午前
C会場 セッション：金融政策

1990年代後半におけるイングランド銀行の金融調節 プルーデンス政策と野関連での評価

松山大学 松浦 一悦

イギリスにおける1980年代の金融自由化・規制緩和は、イングランド銀行(Bank of England, 以下BOEと略記する)の金融政策における通貨の量的コントロールの有効性を大きく侵食した。その結果として、BOEは金利と為替相場を政策手段としてインフレ率を最終目標とする金融政策へシフトしてゆく。他方、銀行の規制・監督業務としては、信用秩序を維持するために銀行の自己資本比率等の事前的規制を強化した。

BISおよびECの銀行自己資本規制によって銀行活動が将来制約されることが予想されるなか、シティが国際金融市場として躍進し続けるには、BOEとしてもイギリスの銀行の国際競争力を強化するために何らかの形で支援することを迫られた。その政策手段の一つに、1990年代におけるオープン市場の改革があった。BOEはとりわけオープン・レボ市場を改革し、同市場におけるオペレーションを通じて、銀行制度に流動性を機動的に供給する装置を創り出した。そのことは、市場の貨幣需要に応じた通貨発行の「内生性」を進化させることとなった。

1998年銀行法の制定によって、BOEの従来の二つの機能であった金融政策の決定・実行と銀行の規制・監督は分離され、BOEは専ら金融政策の決定・実行を担うことになり、金融サービス機構(Financial Service Authorities, 以下FSAと略

記)が金融機関の監督業務を行うことになった。この BOE の機能分離の背景には、通貨発行の市場への「内生化」が進む状況下で、BOE は信用秩序(決済制度)の維持という責任をモはや果せなくなったという事情があり、その結果として、その責任を FSA に委ねざるを得なかったといえる。

しかし、BOE は「信用秩序の維持」という使命を FSA に委譲したとはいえ、「通貨価値の安定」と「信用秩序維持」という二つの使命は不可分に結び付き、一体化したものとして追求する必要がある以上、「通貨価値の安定」を目標に掲げる中央銀行の金融政策は「信用秩序の維持」にも資するものでなければならない。そのような問題意識から、BOE の金融調節を考察し、金融政策の運営が信用秩序(決済システム)にとってもたらすインプリケーションとは何かについて考えてみたい。

本報告では、最初に、1998 年 BOE 銀行法制定の背景を ERM 離脱後の通貨価値安定の模索、

中央銀行の独立性の世界的潮流、BCCI とペアリング社の破綻、という点で捉えて説明する。次に、97 年 3 月金融調節改革とそれに続いて 98 年 6 月に導入された金融調節改革の内容を紹介する。そして 90 年代後半の実際の金融調節を分析し、「スターリング貨幣市場の効率性と競争力の促進を追求する」という BOE の目標に照らして金融調節の評価を試みる。最後に、BOE による金融調節が信用秩序に及ぼす影響について整理する。

キーワード 金融政策、信用秩序維持政策、イギリスの銀行法

第 2 日 5 月 16 日(日) 午前

C 会場 セッション：金融政策

P スターモデルによるデフレの要因分析

愛知大学 小林 慎 哉

景気や不良債権処理には多少の明るさがみられるものの、デフレについては鉄鋼などの素材製品や生鮮食品など一部を除いてはなかなか脱出のメドが立たない。日銀はたび重なる量的緩和政策でデフレ克服の後押しをしているが、流通速度の低下から十分な成果を上げているとはいいがたい。デフレ克服のための政策を議論するときの 1 つの問題点として、デフレの原因について十分な実証研究が行なわれておらず、その結果具体的な処方箋についてのコンセンサスが得られていないと言うことが挙げられる。本報告は、P スターモデルを用いて、1994 年以降のデフレの要因を明らかにし、今後の政策運営に資することを目的とする。

P スターモデルはグリーンスパン議長がインフレ期待を表わす指標として紹介したことで注目を集めるようになった考え方で、財市場と貨幣市場の需給バランスの合計によって物価変動を説明しようとするものである。P スターモデルでは海外要因は明示的には考慮されておらず、基本的には閉鎖体系のモデルである。しかし、日本のデフレは経済グローバル化による一物一価への収斂(内外価格差解消)の動きであるとの指摘もある。そこで、今回は KOOL・TATOM(1994)にならい、説明変数として国内の財・貨幣両市場の需給バランスに内外価格差(購買力平価と現実の為替レートの差)を加え実証分析を行った。推計結果の詳細は当日報告するが、実証分析からはおおむね次の

ような結果が得られた。

- 1) 物価のデータとして国内企業物価を用いた場合は、財・貨幣市場の需給バランスは有意な影響を与えているが、内外価格差は有意ではない。
- 2) 物価のデータとして消費者物価、GDP デフレーターを用いた場合は有意な結果は得られなかった。

<参考文献>

Kool C.J.M. and J.Tatom,(1994) "The P-Star Model in Five Small Economies," Federal Reserve Bank of St.Louis Quarterly Review,11 -29

第2日 5月16日(日) 午前

C会場 セッション：金融政策

インフレ率変更の費用は何によって規定されているのか

広島大学 千田 隆

金融政策当局は、しばしば、インフレ率を引き上げたり引き下げたりしなければならないという問題に直面する。この最も有名な例の一つとして、1980年代初頭の米国におけるインフレ引き下げ政策を挙げることができる。また、より最近の例として、現在のわが国におけるリフレ政策（インフレ率をマイナスからプラスに引き上げる試み）がある。

インフレ率の変更には、それが引き上げであれ引き下げであれ、いくらかのコストがかかってくる。インフレ率変更費用の大きさは、しばしば、犠牲率（the sacrifice ratio）と呼ばれる数値 インフレを1%下げるのに年間実質 GDP が何パーセント失われなければならないかを示す数値 によって表される。そして、このインフレ率変更費用に関連して、犠牲率で測られるインフレ率変更費用の大きさが何によって規定されているのか、また、何らかの政策手段によってインフレ率変更費用を小さくすることは可能なのだろうかという点が議論された。この問題については多数の先行研究が存在するが、依然として意見の一致をみていないと思われる（Mankiw, 2000, p.531）。

本報告は、適応的期待の前提の下で、インフレ率変更費用の大きさの説明を試みるものである。期待が適応的に形成されるとき、犠牲率は フィリップス曲線の傾き、 経済主体がインフレ期待

を修正するスピード、および過去に実現した実際のインフレ率によって決定される。犠牲率は過去のインフレ率の動きに依存するため、インフレ率引き下げにおける犠牲率の大きさは個々のケースによって異なることになる。本報告では、犠牲率を「期待インフレを1%下げの年に年間実質GDPが何パーセント失われなければならないかを示す数値」と定義することによって、より安定的な犠牲率を得ることができることを示す。この犠牲率は、フィリップス曲線の傾きと期待インフレの調整スピードのみに依存し過去のインフレ率には依存しないため、期待インフレの調整スピードとインフレ率変更の費用との間の関係を分析するのに適している。本報告では、政策当局がインフレ率変更政策を早期に実施することにより、インフレ率変更費用を引き下げることができることが示される。また、インフレ率低下期には期待インフレの調整スピードが遅いという実証結果から、インフレ引き下げ政策の費用の方がリフレ政策の費用より大きくなるという示唆が得られる。

Mankiw, N. G. (2000). *Macroeconomics, 4th ed.* Worth Publishers.

第2日 5月16日(日) 午前

D会場 セッション：金融史

万延の改鑄における新旧金貨引替え・引替元金・御手当被下金

青山学院大学大学院 須賀博樹

本研究では万延の改鑄に伴う大坂両替商の新旧金貨引替えの実態を明らかにする。すなわち、江戸幕府が従来の新旧金貨引替えより短期間・大量の新旧金貨引替えである万延の改鑄を強行していくため文久元年～慶応3年(1861～1867)の間に、どのような譲歩を両替商にしなければならなかったかについて検証する。

まず、元文～安政までの各旧金貨(一部、慶長～享保の各旧金貨も含む)を各大坂両替商(三井組・十人組の「両組引替」、三井組・十人組・住友両替店の「三手引替」、鴻池屋善右衛門ら有力両替商からなる「十五軒組合」)が引替えた金額を「江戸書状控」「京都書状控」「御用留」等(三井文庫所蔵史料)、「古金銀引替御用一件(二)」(大阪大学所蔵鴻池家文書)、「引替古金銀上納請取通」(国立史料館所蔵加嶋屋長田家文書)、「引替古金銀上納請取之通」(大阪商業大学所蔵近江屋森本家文書)より算出する。その新旧金貨引替え額については、三井組が引替元金233万8569両3分で旧金貨115万6716両1朱を、十人組が引替元金227万9140両で旧金貨89万8223両1分1朱を文久元年～慶応3年に引替えた。住友両替店が引替元金71万2600両で旧金貨29万6763両2分1朱を文久元年～慶応2年に引替えた。十五軒組合が引替元金86万1104両で旧金貨48万2239両3朱を文久元年～慶応元年に引替え

た。

次に、幕府の大坂両替商に対する譲歩・妥協を、引替元金の送付方法の変化、両替商への御手当被下金の交付額の割合上昇、両替商への御手当被下金の交付方法の変化、という3つの側面より考察していく。文政・天保の改鑄の際の幕府より大坂両替商への御手当被下金の受取額については、十五軒組合を中心にしてその実態がかなり判明している（鴻池家文書等の記録等でも詳細な記載が認められる）。しかし、万延の改鑄による幕末の新旧金貨引替えでは各大坂両替商がどの位の御手当被下金を幕府より受け取っていたかについては未だ判然としていない。

そのため本研究では、先に述べた各大坂両替商による旧金貨引替え額の状況を基にして、各大坂両替商が幕府より最低でどの位の御手当被下金を受け取っていたかを算出・類推する。それによれば、最低でも、三井組は金6878両・銀34.65匁、十人組は金4722両3分3朱・銀40.575匁、住友両替店は金1654両・銀33.2125匁、十五軒組合は金2403両2分・銀6.99匁を幕府より受け取っていたと考えられる。

江戸時代の貨幣改鑄は、従来、幕府が貨幣改鑄益金（出目）を得てきたように言われている。しかし万延の改鑄では、幕府はまず旧金貨所持者である引替人へ与える引替誘因の上昇で引替条件を悪化させ、新旧金貨引替えを担当する両替商に対しても引替条件を悪化させた（引替元金や御手当被下金の面で）。すなわち、本研究では幕府の貨幣改鑄益金の獲得には一定の条件があることが明らかとなった。

第2日 5月16日（日） 午前

D会場 セッション：金融史

金融政策は昭和恐慌においても重要だったか

東京大学大学院 寺井 晃

1930年代の世界大恐慌の原因については、既に多くの経済学者が研究に取り組み、「金本位制」という一つの解に辿り着いている。多くの国で同時に負のデマンド・ショックが発生した原因として、これらの国が金本位制に固執して、デフレ的な金融政策を同時に追求したことを指摘している。

他方、日本の昭和恐慌に目を向けると、記述的な論文は多数あるものの、実証的な分析は決して数多くはない。そして実証的な研究を行ったものにおいては、一般に、財政政策の昭和恐慌に与えた効果は大きいというものと小さいというものの両様がある。金融政策については、一般に、物価には影響を与えているが、実質生産には影響を与えていないという結果が示されている。

なぜ日本において世界的な実証研究と異なる結果が示されているのだろうか。本研究は、この謎に答えることを中心に、昭和恐慌とそれからの回復過程を含む戦間期を対象に、マクロ経済政策と生産や物価の変動との関係を中心に実証分析を試みる。具体的には、財政政策と金融政策が生産や物価に対しどのような効果を持ったのか、月次データを用い、変数間に制約を課さないベクトル自己回帰モデルにより分析を行う。

結果は暫定的なものであるが、財政政策の生

産の変動に対する効果は小さく、世界的大恐慌研究と同じように、金融政策の物価と実質生産に対する影響が大きかったことが示された。すなわち、日本においても金融政策が大恐慌の発生と脱出において重要であった。また同時に、これまでの研究において金融政策が実質効果をもっていないように計測された理由を明らかにする。

第2日 5月16日(土) 午前

D会場 セッション：金融史

金融危機と破綻銀行処理政策 昭和金融恐慌
への対応

甲南大学 永 廣 顕

本報告の課題は、昭和金融恐慌後の休業銀行の破綻処理問題を検討することにある。先に報告者は、昭和金融恐慌に対応して行われた公的資金導入の展開過程を解明した。しかし、公的資金導入の過程で行われた休業銀行の破綻処理をめぐる諸政策については、十分に検討していなかった。したがって、本報告では、昭和金融恐慌後の休業銀行の破綻処理政策の展開過程について究明することとしたい。

昭和金融恐慌後の休業銀行の破綻処理問題に関する研究は、従来、きわめて不十分であったといえるが、近年、その研究の欠落を埋める研究が相次いで発表された。だが、これらの研究は、休業銀行の破綻処理において重視されると考えられる、政策当局（大蔵省および日銀）の関与のあり方という視点から、休業銀行の破綻処理問題を検討しているとはいえない。そこで、本報告では、昭和金融恐慌後の休業銀行の破綻処理において政策当局がどのように関与していたのかを考察し、入手可能な第一次資料をできる限り利用しながら、休業銀行の破綻処理政策の展開過程を検討していくことにしたい。

報告内容は以下の通りである。

- ・はじめに
- ・破綻処理方法の決定
- ・破綻処理遅延への対応

1. 破綻処理の遅延
 2. 預金払戻の便法
 3. 中小商工業者応急資金の融通
- ・ 休業銀行監理法案の立案
- ・ むすび

[本報告は、拙稿 (2002)、「昭和金融恐慌と休業銀行の破綻処理問題」甲南大学経済学会編『甲南経済学論集』第 43 巻第 2 号に依拠している。]

第 2 日 5 月 16 日 (日) 午前

E 会場 セッション：金融市場と構造

Asymmetric adjustment of the equilibrium relationship between the nominal interest rate and expected inflation rate

同志社大学大学院 牧 大 樹

本稿では、名目利子率と期待インフレ率の均衡関係の非対称調整を検証する。フィッシャー方程式として示されるこの問題は、これまでに単位根検定や共和分検定を用いて議論されてきた。それらの研究の中で代表的な研究である Rose(1988)では、実質利子率が非定常である、つまり、名目利子率と期待インフレ率に均衡関係が存在しないと結論付けている。より近年においては、Rapach (2003)が検出力の高い Ng and Perron (2001)の GLS を用いた単位根検定と Perron and Rodriguez (2001)の GLS を用いた共和分検定により、Rose (1988)の結果を支持している。しかしながら、多くの研究によって示されているように、経済変数はビジネスサイクルの周囲で非対称な調整過程を持つ。したがって、従来の単位根検定や共和分検定は非対称調整を考慮に入れていないので、非対称調整が均衡関係の乏しい結果を導いている可能性がある。

そこで本稿では、Enders and Siklos (2001)によって導入された閾値共和分 (threshold cointegration) の手法を用いて名目利子率と期待インフレ率の均衡関係を検証する。この手法は、均衡誤差が閾値より大きいか小さいかによって、均衡への収束速度が異なるシステム、つまり、非対称性

を想定している。したがって、この枠組みの中では、Engle-Granger の対称的な調整過程を想定している手法は、特殊なケースとなる。実証結果から、対称的な調整過程を考慮に入れている検定法では名目利子率と期待インフレ率の均衡関係が得られない一方で、非対称性を想定している検定法では、均衡への非対称調整によって特徴付けられる明確な共和分関係を示す。

第2日 5月16日(日) 午前

E会場 セッション：金融市場と構造

日本の消費行動とその構造変化
sus-predictive test による検証

神戸大学大学院 小塚 匡文

90年代に入り、日本における消費の伸びは落ち込んだといわれる。90年・91年における実質消費支出(全世帯・除サービス)の増加率は、前年比で0.9%であり、これは80年代後半の数値と比べて低いものである。さらに、92年以降の同数値の増加率は、ほぼマイナスとなっている。

その一方で金融政策の面では、91年以降ほぼ一貫して金利(コールレート)は名目・実質ともに低下し、緩和政策が続いている。一般的な消費のオイラー方程式に基づくと、このような状況下では、利子収入による将来所得は減少し、異時点間の代替効果によって今期の消費は上昇すると考えられる。しかし前述のように90年代の日本では、一時期を除きそれが成立していないように思われる。そこで本稿では、この点について、異時点間における消費の代替弾力性(Intertemporal Elasticity of Substitution : 以下 IES)とその構造変化に着目した検証を行なうことを目的としている。

本稿では、推定式として、Ogaki and Reinhart (1998a, 1998b)で導出された、耐久消費財と非耐久消費財との同時点間代替弾力性(Intratemporal Elasticity of Substitution)を考慮した消費のオイラー方程式を用いた。これは、同時点間における代替弾力性の存在を考えることによって、IESの下方バイアスを除き、より正確な推定を行なうことを目的とするものである。さらに推定された

IES に対する構造変化の検証として、Ghysels et al.(1997)による1個の未知の構造変化点を調べる検定 (sup-predictive test) を行なった。なお、資産収益率には有担保コールレート (最終消費財支出デフレータで実質化したもの) を用い、サンプル期間は、1980年第1四半期から96年第4四半期である。

その結果、90年頃にIESがシフトし、IESが減少する傾向にあることが示された。これは、この時期に消費がコールレートに対してより非弾力的になり、当時金融政策の政策手段とされていたコールレートの消費に対する効果が90年代に入って減衰したことを示唆しているものと考えられる。

第2日 5月16日(日) 午前

E会場 セッション：金融市場と構造

Response of Depositors to the Reinstatement of Caps on Deposit Insurance Protection

一橋大学 小 西 大

日本経済研究センター 笛 田 郁 子

本稿の目的は、2005年4月に予定されているペイオフの全面解禁を前に、国内の預金者銀行選別基準をさぐることにある。ペイオフは当初、2003年4月に全面解禁されるはずだった。ところが、預金者の自己防衛的な預金先の変更が中小金融機関の経営を圧迫しかねないとして、2002年12月に預金保険法が改正され、完全解禁は2005年4月まで延期されることになった。こうした経緯から、定期性預金に関するペイオフが解禁された2002年4月、およびペイオフ凍結の2年延長が決まった同年12月前後の預金者行動を詳しくみていくことによって、2005年4月に完全解禁される直前の預金者の行動をある程度予測することが可能になると考えられる。

以下では、銀行の財務データに加えて、全国の信用金庫および信用組合の財務データから、預金増加率と銀行の破綻リスクを表す指標との関係、および預金金利と銀行のリスク指標の関係を同時にとらえ、預金者が銀行を選別する際にどのような指標を重視しているかを分析する。預金増加率と銀行のリスク指標が負の相関をもち、かつ預金金利と破綻リスクが正の相関をもつ場合にのみ、預金者の銀行選別行動と判断する。リスク指標には、BISの自己資本比率のほか、資産の質、収益性、

流動性等の代理変数を用いる。

実証結果からは、預金者が2002年4月のペイオフ部分解禁を前に、規模の大きな銀行に預金をシフトさせるとともに、規模の低い銀行に対してはより高めの預金金利を要求する傾向にあったことが確認できた。また、ペイオフが部分的に解禁された後は、公表 BIS 比率の高い銀行に対して預金をシフトさせるとともに、BIS 比率の低い銀行に対してはより高めの預金金利を要求する行動に変化していたことも確認できた。2005年4月に予定されたペイオフの完全解禁を前に、預金者は銀行選別における判断基準を、「too big to fail (大きすぎてつぶせない)」というこれまでの不透明な金融行政に対する信認から、公表自己資本比率というより透明性の高い指標へと切り替え始めていることが、実証分析より結論できる。

第2日 5月16日(日) 午後

F会場 共通論題：「市場型間接金融の展望」

野村資本市場研究所 淵田 康之

市場型間接金融を、金融機関のローンのリスクを、市場を通じてトランスファーしていく金融取引の形態と定義するならば、貸出債権の流動化、証券化、クレジットデリバティブの3形態が含まれる。

貸出債権の流動化については、不良債権の売却が行われてきた他、大手銀行を中心に、シンジケートローンの積極的な取り組みが見られている。

証券化については、米国の銀行の場合、住宅ローンとカード債権を含む消費者向けローンが中核となっている。わが国においては、住宅ローンの証券化は、住宅金融公庫の買取型が昨年スタートしているが、まだ本格化していない。カード債権の証券化については、同業務を別会社で行うことが一般的であったため、銀行本体としての取り組みは活発ではない。一方、資産担保証券や、自治体等が関与するCLO等の証券化が見られる。

クレジットデリバティブは、BIS規制対策もあり、90年代後半より本格化しているが、最近ではシンセティックCDOなども開発されている。

わが国における市場型間接金融については、以下のような課題がある。

1.市場を通じてリスクをトランスファーする上では、市場メカニズムを反映した形で貸出債権がプライシングされている必要がある。しかし現状、同じ企業のクレジット商品でありながら、ローン、クレジットデリバティブ、社債の間でクレジット

スプレッドに大きな格差が生じている。

2. 貸出条件がリスクに見合った水準で決定され、また貸出債権の価値が、その経済価値を十分反映して評価されるようにならなければ、流動化も証券化も進展しにくい。なおシンジケートローンについては、SNCPの導入が望まれる。

3. 金融システム改革の観点で言えば、流動化商品、証券化商品の買い手が金融機関が主体となるのであれば、市場型間接金融の拡大は、金融機関に経済のリスクが過度に集中しているという問題を解決することにつながらない。真の機関投資家等へのリスクのトランスファーが進展する必要がある。

4. 公的機関が過度に信用を補完したり、残余リスクを金融機関が抱え込むようなスキームも、金融システム改革の目指す方向性からは外れている。

5. 高い流動性を確保するためには、ロットが重要であるため、大手銀行の取り組みが主体となろう。中小地域金融機関の場合は、住宅金融公庫による買取型や保証型の証券化スキームがどれだけ普及するかがポイントとなろう。

6. ただし、住宅ローン一つとっても、証券化の動きは鈍い。銀行がリスクを抱え込まないビジネスモデルは十分理解されていない。ローンのリスクはもとより、そのコストについても十分計測されていないのではない。

第2日 5月16日(日) 午後

F会場 共通論題：「市場型間接金融の展望」

日本銀行 内田 真人

金融仲介機能は1990年代に大きく低下し、特に銀行借入への依存度の高い中小企業向けに貸出が十分に回らなくなったと言われている。

銀行預金を用いたわが国の伝統的な銀行貸出システムは高度成長期に一定の機能を果たしてきた。しかし、同システムは銀行部門に経済のリスクが集中しやすく、高度成長が終焉しグローバル化の進展もあって90年代以降企業のリスクが増すと、これに見合った資金供給が十分に行えなくなった。このため、今後は伝統的な貸出に加えて、リスクを市場参加者が広く負担し合う資本市場や市場型間接金融市場(証券化市場、シンジケートローン市場等)の活性化により、複線的な金融システムを構築するといった変革が必要となっている。逆に、リスクとリターンがうまく組み合わせられ、金融市場での価格機能が高まり、資金配分が効率化していけば、金融緩和の波及メカニズムが強化され、企業金融も活発化し、わが国はダイナミックな経済を再構築出来よう。

こうした問題意識に立ち、本報告では企業金融の新しい流れを作るツールの一つとして、証券化市場に焦点を当て、現状、課題を整理した上で、今後具体的に進むべき方向性について考察する。

まず、わが国の証券化市場の現状をみると、発行市場はその用途や範囲を広げつつ拡大している。また、これを後押しする法制面の整備も、リースクレジット債権の流動化に法的な枠組みを与えた

93年の特定債権法以降様々な対応が図られてきた。しかし証券化商品の年間発行額(2002年中)は5兆円、GDP対比で約1%と米国の約330兆円(GDP比3割)はもとより、欧州に比べても小規模である。また、流通市場も発達していない。

証券化市場の一層の発展のためには、投資家が限定されており流動性に欠ける、債権譲渡手続きが煩雑で、譲渡禁止特約等の商慣行も弊害である、証券組成上のコストが高い、といった点の改善が必要と指摘されている。

つまり、投資判断に必要な情報開示の充実、債権譲渡に係る実務・法制面等の対応による証券化組成コストの削減、財務データの拡充と金融技術革新の成果を取り入れた証券化商品の適切なプライシング・リスク評価等が重要である。

現実には、市場慣行や守秘義務の問題もあって、その解決に向けた取り組みは容易でなく、時間も要しよう。しかし関係者が知恵を寄せ合って継続的に粘り強く取り組んでこそ初めて解決が可能となる。このような視点に立ち、日本銀行では昨夏から揺籃期にある資産担保証券の直接買入れを始めた。また、証券化の市場整備に向けて、銀行、証券会社、機関投資家、格付機関に至るまで幅広い市場参加者による討議の場として、証券化フォーラムを設け、議論してきた。

本パネルでは同フォーラム報告書の論点整理も踏まえながら検討したい(以上の見解は個人的なもので、所属する機関と関係ない点付言する)。

第2日 5月16日(日) 午後

F会場 共通論題:「市場型間接金融の展望」

中小企業金融における市場型間接金融

成城大学 村本 孜

1. 日本の金融システムは、単線型システムから複線型システムへの移行が課題とされている(『中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン』2002.9.30)。その報告書では、「リレーションシップを前提とする産業金融モデル」は、経済がキャッチアップの段階では適的なモデルであるほか、「少なくとも中小企業や個人等に対する金融においては、今後とも産業金融モデルの有効性は失われない」としたが、産業金融モデルでは預金金融機関にリスクが集中しすぎるという弊害もあり、市場金融モデルによる複線化の必要性も示された。

同報告書では、「複線型金融システムにおける市場型間接金融の役割」という節を設け、複線型金融システムでは、市場型間接金融という、専門的なサービスを伴う個人と市場、市場と企業をつなぐ資金仲介が有効で、伝統的な銀行を通じる間接金融と区別されるシステムが重要とした。具体的には、貸出債権の売却や証券化等がその事例とされ、機関投資家をはじめとする多様な金融仲介機関に対する期待が高まり、その過程で投資対象に対するガバナンス機能の発揮も期待されるとされる。中小企業金融においては、産業金融モデルの今後の有効性を認めても、企業の成長段階等に応じて多様な資金調達手段が提供されるとともに、資金調達に伴う様々な金融サービスが提供される

ことが必要となる。成熟期の企業には再活性化のための組織再編成支援や資本市場からの資金調達スキーム、起業段階での外部資金調達などにも、市場の利用可能性は高まるとされている。

2. 中小企業金融では、従来、金融機関の融資が主体であり、今後もその方向は変わらない。しかし、金融機関の信用仲介能力の低下・信用の裏付けとなる資産の不足・個々の中小企業の信用力不足などによる、担保・保証への過度の依存、中小企業自身の自己資本の脆弱性などを抱える中小企業金融の目詰まりを解消するには、担い手（預金金融機関に加えてノンバンクなど）・手法（証券化・出資など）・リスク対応（不動産担保以外の動産・売掛債権など）などについて多様化が不可欠と思われる。

中小企業の資金調達の多様化には、アセットファイナンス、デットファイナンス、エクイティファイナンスがあるが、証券化は、倒産隔離性（セラーの信用力を遮断することにより、セラーの信用度よりも優良なABS組成可能）、プール効果（複数債権のプールで全体のリスク低減）、信用補完、トランピング（優先劣後構造）、流動性補完などの効果をもつ。中小企業金融分野でも、CLO活用の証券化が実施され（信用保証協会の保証の活用も）、日本銀行の買取も開始された。今後、政府系金融機関の参入による公的補完が実現すれば、この分野の活性化に寄与する可能性が大きい。この点で、中小企業金融公庫の買取型・保証型の証券化スキームは評価される。ただし、証券化の進んだアメリカのSBA・セカンダリープログラムも、全体の中小企業金融から見れば、極めて限定的である点には注意しておく必要がある。