金融学会会報

2016年度

日本金融学会春季大会

研 究 報 告 概 要

期　日　　2016年5月14日（土）・5月15日（日）
会　場　　武蔵大学江古田キャンパス
（〒176－8534　東京都練馬区豊玉上１－２６－１）
最寄り駅と所要時間：　西武池袋線「江古田駅」，徒歩６分。都営大江戸線「新江古田駅」、徒歩　７分。東京メトロ副都心（有楽町）線「新桜台駅」、徒歩５分。　URL：http://www.musashigakuen.jp/access.html

連絡先　　日本金融学会武蔵大大会事務局
〒176－8534　東京都練馬区豊玉上１－２６－１
武蔵大学　大野早苗　研究室
E-mail:sanaeon@cc.musashi.ac.jp

お　知　ら　せ

○大会参加費：無料です。

○懇　親　会：5 月 14 日（土）18 時 40 分より，武蔵大学江古田キャンパスの 50 周年記念ホール（8 号館 8 階）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 13 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：　00120-2-634727
加入者名：　日本金融学会春季大会準備委員会
(ﾆﾎﾝｷﾝﾕｳｶﾞｯｶｲｼｭﾝｷﾀｲｶｲｼﾞｭﾝﾋﾞｲﾝｶｲ)

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　0634727
加入者名：　日本金融学会春季大会準備委員会
(ﾆﾎﾝｷﾝﾕｳｶﾞｯｶｲｼｭﾝｷﾀｲｶｲｼﾞｭﾝﾋﾞｲﾝｶｲ)

なお，4 月 13 日（水）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：大会開催中の学生食堂の営業はございません。キャンパス近辺の飲食店をご利用ください（同封のランチ・マップをご参照ください）。
なお、土曜日のみ、午後 1 時まで生協の売店が営業しております。

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 2010 年版です。
- 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 2016 年度春季大会

プログラム

第 1 日 5 月 14 日（土）

受付開始　　武蔵大学　江古田キャンパス　1号館2F　1202 教室　9:30～

１．　特別セッション　　＜10:00～12:00＞

A会場　　１号館 1002 教室

テーマ：大学における金融教育と金融“論”教育

座長　　立正大学　　林　　康　史　氏

(1)　1980 年代のマクロ経済の変化にともなう金融学科の必要性

報告者　　武蔵大学　　黒　坂　佳　央　氏

(2)　証券市場の進展と金融“論”の大学教育

報告者　　武蔵大学　　丸　　淳　子　氏

(3)　正しい金融論教育のために必要なこと

報告者　　楽天証券経済研究所　　山　崎　　元　氏

(4)　金融版“学問のすすめ”

報告者　　金融広報中央委員会　　吉　國　眞　一　氏

討論者　　神戸大学　　地　主　敏　樹　氏

２．　金融史パネル　　＜10:00～12:00＞

B会場　　１号館 1101 教室

テーマ：都市における中小企業金融・小口金融とその担い手

- 戦前の大阪・尼崎・東京 -

座長　　麗澤大学　　佐　藤　政　則　氏

(1) 戦前期大阪の普通銀行による中小商工業金融

報告者　阪南大学　今　城　　徹　氏

(2) 工業都市尼崎における信用組合の展開

報告者　慶應義塾大学大学院　出　口　雄　大　氏

(3) 戦前日本の都市家計に対する小口信用資金の供給主体

－１９３０年代の東京市を中心に－

報告者　東京大学　小　島　庸　平　氏

討論者　愛知大学　早　川　大　介　氏

討論者　横浜国立大学　邉　　英　治　氏

３．　自由論題　＜10:00～12:00＞

Ｃ会場　　１号館 1201 教室

セッション：国際取引と国際連関

座長　一橋大学　塩　路　悦　朗　氏

(1) Banking Network Amplification Effects on Cross-Border Bank Flows

報告者　山口大学　山　本　周　吾　氏

討論者　北海道大学　代　田　豊一郎　氏

(2) バラッサ・サミュエルソン効果と日本の労働市場：１９７７－２００８

報告者　神戸市外国語大学　藤　井　隆　雄　氏

神戸大学　松　林　洋　一　氏

討論者　東北大学　永　易　　淳　氏

(3) Regional inflation and consumption behavior

報告者　東北大学　永　易　　淳　氏

討論者　日本大学　池　野　秀　弘　氏

D会場　　1号館1203教室
セッション：金融市場分析１

座長　神戸大学　岩　壷　健太郎　氏

(1)　債券利回りにみる複数格付けの情報生産機能

報告者　一橋大学大学院　根　本　直　子　氏
討論者　埼玉学園大学　黒　沢　義　孝　氏

(2)　国際株式投資家の取引は株価の連動を引き起こすか？

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　健二郎　氏
討論者　関西学院大学　阿　萬　弘　行　氏

(3) ポートフォリオリバランスとその効果

報告者　早稲田大学　米　澤　康　博　氏
討論者　神戸大学　岩　壷　健太郎　氏

E会場　　6号館6101教室
セッション：各国金融

座長　関西大学　髙　屋　定　美　氏

(1)　Board Directors and Bank Performance in United Arab Emirates

報告者　アジア経済研究所　齋　藤　　純　氏
討論者　一橋大学　花　崎　正　晴　氏

(2)　Ownership and Capital Structure of Pakistani non-Financial Firms

報告者　立命館アジア太平洋大学　鈴　木　　泰　氏
立命館アジア太平洋大学　ｼﾞｮｱｲﾌﾞ　ｶｰﾝ　氏
討論者　関東学院大学　中　泉　拓　也　氏

(3)　国際金融センターの都市比較

報告者　亜細亜大学　赤　羽　　裕　氏
討論者　明治学院大学　佐々木　百　合　氏

Ｆ会場　　６号館 6103 教室

セッション：中小企業金融

座長		長崎大学	深　浦　厚　之　氏

(1)　金融機関との関係構築が中小企業の業績に与える効果

報告者	日本政策金融公庫総合研究所	深　沼　　光　氏
	日本政策金融公庫総合研究所	藤　田　一　郎　氏
討論者	早稲田大学	小　倉　義　明　氏

(2)　経営環境の変化と地域銀行の対応

報告者	関西外国語大学	堀　江　康　熙　氏
	福岡大学	有　岡　律　子　氏
討論者	東京国際大学	上　林　敬　宗　氏

(3)　我が国の ABL（Asset Based Lending）の課題と展望

報告者	日本経済大学	相　馬　一　天　氏
討論者	長崎大学	深　浦　厚　之　氏

４．　昼食　　＜12:00～13:30＞

５．　国際金融パネル　　＜13:30～15:30＞

Ａ会場　　１号館 1002 教室

テーマ：FX　証拠金取引の実際と課題

座長	慶應義塾大学	池　尾　和　人　氏

(1)　我が国の FX 証拠金取引の現状と規制

報告者	金融先物取引業協会	山　崎　哲　夫　氏

(2)　本邦の証拠金取引とインターバンク市場の関係

報告者	ドイツ証券	大　西　知　生　氏

(3)　FX 証拠金取引と外為市場

報告者	日本銀行	井　上　広　隆　氏

(4) ロスカット規制の効果ー気質効果とリスクテイクー

報告者　神戸大学　岩　壷　健太郎　氏

６．　自由論題　＜13:30～15:30＞

Ｂ会場　１号館 1101 教室

セッション：金融政策・金融マクロ１

座長　東北大学　永　易　　淳　氏

(1) Oil Price Uncertainty and Inflation Dynamics

報告者　早稲田大学　関　根　篤　史　氏

討論者　首都大学東京　飯　星　博　邦　氏

(2) 財政状況と長期金利

報告者　日本銀行　中　村　康　治　氏

日本銀行　八　木　智　之　氏

討論者　神戸大学　松　林　洋　一　氏

(3) Revisiting the Fiscal Theory of Sovereign Risk from the DSGE View

報告者　名古屋市立大学　岡　野　衛　士　氏

名古屋市立大学　稲　垣　一　之　氏

討論者　東北大学　松　前　龍　宜　氏

Ｃ会場　１号館 1201 教室

セッション：金融仲介機関

座長　一橋大学　小　西　　大　氏

(1) The Number of Bank Relationships and Bank Lending to New Firms: Evidence from Firm-level Data in Japan

報告者　名古屋大学大学院　大　鐘　雄　太　氏

討論者　京都産業大学　坂　井　功　治　氏

(2) Can Agency Mortgage-backed Securities Function as Liquidity Buffer?

報告者　九州大学大学院　孫　　明　元　氏

討論者　北九州市立大学　前　田　　淳　氏

(3) ゼロ金利下における日本の信用創造

報告者　一橋大学　塩路悦朗氏
討論者　札幌学院大学　井上　仁氏

D会場　1号館1203教室
セッション：金融市場分析2

座長　一橋大学　宮川大介氏

(1) 日中米不動産価格に関する実証的検証

報告者　同志社大学大学院　金　静之氏
討論者　一橋大学　植杉威一郎氏

(2) 日本市場の転換社債発行について

報告者　一橋大学大学院生　顔　菊馨氏
討論者　神戸大学　畠田　敬氏

(3) マクロ経済モデルを利用した株式プレミアムの推定

報告者　三菱UFJトラスト投資工学研究所　須田真太郎氏
討論者　財務省財務総合研究所　石川大輔氏

E会場　6号館6101教室
セッション：イスラム金融

座長　学習院大学　清水順子氏

(1) 財務データから見たイスラム銀行の経営実態について－GCC諸国を例として－

報告者　筑波大学　上山　一氏
討論者　アジア経済研究所　齋藤　純氏

(2) マレーシアにおけるイスラーム金融サービス法施行とイスラーム金融機関への影響

報告者　東京外国語大学　福島康博氏
討論者　アジア経済研究所　濱田美紀氏

(3) イスラム金融の危機耐性は高いのか－一般株価指数との相対比較を含めて－

報告者　京都大学　吉田悦章氏
討論者　学習院大学　清水順子氏

Ｆ会場　　６号館 6103 教室

セッション：金融政策・金融マクロ２

座長　東北大学　西　山　慎　一　氏

(1)　Evaluating Unconventional Monetary Policy of Bank of Japan: A DSGE Approach

報告者　神戸大学大学院　王　芮　氏

討論者　桃山学院大学　井　田　大　輔　氏

(2)　Estimating currency composition of China's foreign exchange reserves

報告者　一橋大学大学院　聶　麗　氏

ノースイースト・ノーマル大学　石　凱　氏

討論者　東洋大学　川　崎　健太郎　氏

(3)　Effectiveness of Monetary Policy in Economies in Democratic Transition : Evidence from Tunisia

報告者　チュニス大学　ｷﾞｻﾞｰﾆ　ﾌﾞﾗﾋﾑ　氏

討論者　神戸大学　ｳﾞｨｴｼﾎﾞﾌｽｶ　ｱｶﾞﾀ　氏

７．　会長講演　＜15:40～16:10＞

大講堂

テーマ：Inertia of the US Dollar as a Key Currency through the Two Crises

日本金融学会　会長　一橋大学　小　川　英　治　氏

８．　特別講演　＜16:20～17:20＞

大講堂

司会　慶応義塾大学　池　尾　和　人　氏

講演者　日本取引所自主規制法人理事長　佐　藤　隆　文　氏

演題：資本市場の品格とプリンシプル

９．　会員総会　　＜17:30～18:20＞

大講堂

10.　懇親会　　＜18:40～20:40＞

会場　　50 周年記念ホール（８号館　８階）

第 2 日 5 月 15 日（日）

受付開始　　武蔵大学　江古田キャンパス　1号館2F　1202 教室　9:30～

11．　中央銀行パネル　　＜10:00～12:00＞

A会場　　1号館 1002 教室

テーマ：非伝統的金融政策における手段・枠組みの国際比較

座長　クレディ・スイス証券　水　野　温　氏　氏

(1)　米国金融政策の正常化

報告者　三菱東京ＵＦＪ銀行　鈴　木　敏　之　氏

(2)　ECB による非標準的政策の枠組みとその効果

報告者　関西大学　髙　屋　定　美　氏

(3)　イングランド銀行の量的緩和政策

報告者　大阪経済大学　斉　藤　美　彦　氏

12．　自由論題　　＜10:00～12:00＞

B会場　　1号館 1101 教室

セッション：為替・通貨

座長　中央大学　高　橋　豊　治　氏

(1)　The exchange rate and the performance of Japanese firms: A preliminary analysis using firm-level panel data

報告者　内閣府経済社会総合研究所　花　垣　貴　司　氏

内閣府経済社会総合研究所　堀　雅　博　氏

討論者　中央大学　鯉　渕　賢　氏

(2) The International Use of Renminbi: Evidence from the Japanese Firm-Level Data

報告者	学習院大学	清　水　順　子　氏
	横浜国立大学	佐　藤　清　隆　氏
討論者	日本総合研究所	清　水　　聡　氏

(3) 外国為替証拠金取引規制－わが国における FX 取引の沿革と現状－

報告者	中部学院大学	畠　山　久　志　氏
	立正大学	林　　康　史　氏
	立正大学大学院	歌　代　哲　也　氏
討論者	早稲田大学	岩　原　紳　作　氏

C会場　　1号館 1201 教室

セッション：為替市場 / 金融教育

座長	東京経済大学	熊　本　方　雄　氏

(1) New assessment of the Japanese foreign exchange intervention: A stopping time approach

報告者	早稲田大学	北　村　能　寛　氏
討論者	滋賀大学	吉　田　裕　司　氏

(2) Stepping Out of Limit Order Book: Empirical Evidence from the EBS FX Market

報告者	滋賀大学	吉　田　裕　司　氏
	長崎大学	須　齋　正　幸　氏
討論者	早稲田大学	宇　野　　淳　氏

(3) 大学生の金融リテラシーに及ぼす学校、家庭、社会の影響について

報告者	金沢星稜大学	北　野　友　士　氏
	滋賀短期大学	小山内　幸　治　氏
	愛知教育大学	西　尾　圭一郎　氏
	金沢大学	松　浦　義　昭　氏
	愛知県金融広報委員会	氏　兼　惟　和　氏
討論者	横浜市立大学	藤　野　次　雄　氏

D会場　　1号館1203教室

セッション：金融制度

座長　鹿児島大学　永田邦和氏

(1) 経済的産出量および金融市場の発展に影響を与える歴史的初期条件としての植民地

報告者　桐蔭横浜大学　冨田洋介氏

討論者　立正大学　林康史氏

(2) 金融論と民法学の接点－証券化と債権譲渡ファイナンスをめぐって－

報告者　横浜国立大学　高橋正彦氏

討論者　成城大学　福光寛氏

(3) バーゼル規制対応の新しい資本性証券の課題

報告者　早稲田大学大学院　鶴沢真氏

早稲田大学　大村敬一氏

討論者　慶應義塾大学　池尾和人氏

E会場　　6号館6101教室

セッション：金融史

座長　麗澤大学　佐藤政則氏

(1) ブラジルの政治経済と日本のODA

報告者　布目稔生氏

討論者　拓殖大学　山村延郎氏

(2) 戦間期日本の「変態増資」－その意義と背景－

報告者　フェリス女学院大学　齋藤直氏

討論者　東北大学　結城武延氏

(3) ナチス体制下のドイツ銀行業－ドイチェバンクをめぐる歴史認識論争－

報告者　北星学園大学　山口博教氏

討論者　愛知淑徳大学　石坂綾子氏

F会場　　6号館6103教室

セッション：中国金融

座長	青山学院大学	白　須　洋　子　氏

(1) 市場社会主義化のコーポレート・ガバナンスと企業行動－中国上場企業に関する実証分析－

報告者	一橋大学大学院	王　　楽　　氏
	一橋大学	劉　　群　　氏
	一橋大学	花　崎　正　晴　氏
討論者	横浜市立大学	随　　清　遠　氏

(2) 取締役の構成が銀行の貸出に与える影響－株式会社化以降の中国銀行に関する分析－

報告者	一橋大学商学研究科特別研修生	郎　　霊　　氏
討論者	アジア開発銀行研究所	吉　野　直　行　氏

(3) 急成長する中国のインターネットファイナンスの動向と今後の課題

報告者	野村資本市場研究所	李　　立　栄　氏
討論者	大阪市立大学	王　　東　明　氏

13．　昼食　　＜12:00～13:00＞

14．　共通論題　　＜13:00～16:00＞

A会場　　1号館1002教室

テーマ：地方創生と地域金融機関の再編

座長	神戸大学	家　森　信　善　氏

(1) 環境変化と地域金融システムの再構築

報告者	関西外国語大学	堀　江　康　熙　氏

(2) 地域金融機関に期待される役割

報告者　金融庁　西田直樹氏

(3) 地方創生と地銀の役割

報告者　浜銀総合研究所　伊東眞幸氏

討論者　成城大学　村本孜氏

大分県立芸術文化短期大学　植村修一氏

（プログラム委員会）

家森信善（神戸大学、委員長 ）

石原秀彦（専修大学）

大野早苗（武蔵大学）

熊本方雄（東京経済大学）

佐藤政則（麗澤大学）

清水順子（学習院大学）

鈴木唯（武蔵大学）

髙屋定美（関西大学）

田村香月子（関西大学）

中川竜一（関西大学）

西山慎一（東北大学）

三隅隆司（一橋大学）

岩壷健太郎（神戸大学）

小倉義明（早稲田大学）

小西大（一橋大学）

塩路悦朗（一橋大学）

白須洋子（青山学院大学）

高橋豊治（中央大学）

田中隆之（専修大学）

茶野努（武蔵大学）

永易淳（東北大学）

林康史（立正大学）

宮川大介（一橋大学）

（準備委員会）

大野早苗（委員長）

茶野努　二階堂有子　鈴木唯　松澤孝紀

林康史

＜特別セッション＞

大学における金融教育と金融“論”教育

立正大学 経済学部
林 康史

武蔵大学経済学部は、昭和 24 年 4 月に旧制武蔵高等学校の後身として設立された。開設時は経済学科だけであったが、昭和 34 年に経営学科が増設された。その後、1980 年代終わりに、①二つのコクサイ（国債、国際）化を背景に金融自由化の流れが進んだこと、②ストックの蓄積にともない資産運用への関心がさらに高まったこと、③ファイナンスの分野でノーベル賞受賞者が出るなど「金融」分野が研究領域としても著しく進化するとともにその認知度が高まるといった変化があった。このような変化を受け、平成 4 年 4 月に私立大学として初めて金融学科を開設した。金融学科は、金融業界をはじめ広く実業界での活躍をめざすには金融に関する専門的な知識と即戦力として役立つ実務的知識が不可欠であるとの認識のもと、金融学科では金融の視点から経済の基礎を学ぶとともに、実践的なファイナンス理論や金融制度などを深く学ぶことを目的としている。

現在、パーソナル・ファイナンス（PF）およびフィナンシャル・プランニング（FP）を中心とする金融教育が盛んとなっており、「金融」教育の高まりの“第二の波”が起こっているように思われる。

大学における PF 教育は、①対象学部を問わない金融リテラシーの教育を目指す授業、また、②学問対象としての PF 教育、さらには、③FP 養成のための教育が考えられる。パーソナル・ファイナンスの研究テーマは、金融論を家計主体からみたものであり、金融論の一部を構成するものと見ることも可能である。

こうした PF 教育といった“第二の波”との関わりを意識しつつ、経済・商・経営学部における「金融論」教育のあり方について、再考する。

武蔵大学で金融学会の大会を開催するにあたり、大学における金融教育と金融“論”教育をテーマとして特別セッションを設けることは、金融学会としても意義あるものである。

＜特別セッション＞

第一報告：1980 年代のマクロ経済の変化にともなう金融学科の必要性

武蔵大学　黒坂佳央

この報告の目的は、金融学科の必要性を設立が検討された1980年代の日本経済を取り巻くマクロ的環境の変化に基づき説明することである。1980年代の日本経済においては、そのマクロ的環境の変化から金融活動の重要性が以下の三つの事柄から生じた。

第一は、金融自由化であった。金融自由化の進展の過程で、様々な金融イノベーションと金融機関相互の競争の激化が発生し、金融システムの効率化が進むとともに、他方では、金融機関の経営格差の拡大に伴って信用秩序をいかに維持するかという問題が生じた。

第二は、金融の国際化であった。日本の金融・証券市場は世界的な規模に達し、日本を中心とする金融取引が急増し、東京はニューヨーク、ロンドンと並ぶ世界の金融センターの地位をめざしていた。さらに、経常収支の大幅で持続的な黒字を達成したことで、日本は世界最大の対外純資産国となっていた。

第三は、日本経済のストック化であった。1989年度の経済白書は日本経済のストック化を分析テーマにとりあげ、保有資産の構成や活用方法の見直し、必要に応じた資産組み替えなどの重要性を指摘した。

上記の三点を主要内容とする、1980年代の日本経済におけるマクロ的環境の変化から生じた金融活動の重要性を体系的に検討するともに、実社会で必要となる金融知識を身につけるための教育の緊急性から、金融学科の設立が要請されたのである。また、1990年の株価急落とそれに続く地価下落による資産バブルの崩壊も、日本経済のストック化を抜きにしては論じられない現象であり、このような金融活動の重要性に潜む負の側面の解明についても、金融学科の設立は喫緊の課題であった。

さらに、1990年のノーベル経済学賞は「金融経済学」の創始者であるH・マーコビッツ、W・シャープ、M・ミラーの三人に与えられた。「資金配分と価格形成にかかわる金融・証券市場の機能を分析」する金融経済学を用いて、1980年代より重要性を増してきた上記の金融現象を解明することも、金融学科設立の必要性の一つであった。

＜特別セッション＞

第二報告：証券市場の進展と“金融”論の大学教育

武蔵大学　丸　淳子

１．金融市場において、証券の取引および市場の拡大、グローバル化の進展
　資金の需要サイドから見ると、企業、政府は証券市場からの調達が急速に拡大
　市場での取引はグローバル化しやすく、市場参加者の専門化・高度化が要求される。
２．資金の供給サイドからみると、証券市場の拡大の影響は非常に規格である。金融資産大国である日本の資金供給の主役である家計（個人投資家）は 1980 年以降 30 年余たっても、預貯金中心の資産選択（運用）であり、株相場式の上昇時に証券投資が増加するが、相場下落とともにもとに戻っている。これは金融ビッグバンで掲げた‘貯蓄から投資へ’以降でも変化していない。

このような金融、金融市場の現状と金融論、金融教育の対応
１．金融論のテキストの概要
２．武蔵大学・金融学科
３．金融教育の実態は金融機関の販売窓口：
　銀行の投信窓販の実態

＜特別セッション＞

第三報告：**正しい金融論教育のために大学で必要なこと**

楽天証券　山崎　元

個人金融資産の蓄積が進み、ＮＩＳＡが導入されたり、確定拠出年金が拡充されるなど、わが国では、個人を対象とした「金融論教育」に対する社会的なニーズが大いに高まっている。また、年金基金の運用などプロの業務に於ける金融論の応用にも従来からニーズがあるが、公的年金の運用を例として見ても、定見を欠き、方針が大きく（かつ非合理的に）揺れている。金融論の教育・研究がニーズに十分応えているとは言い難い。

わが国の金融論教育の不備に関しては、大きな原因が２つ指摘できる。

第１に、そもそも金融論教育のベースとなるべき「金融論研究」が、本来あるニーズに十分応えていない。例えば、個人の資産運用を含むファイナンシャル・プランニングにあっては、「金融論的にこれが正しい」といった手順が確定されていない。このため、ファイナンシャル・プランナーなどが、医療で喩えると根拠の無い民間療法のようなノウハウを顧客に押し付けている。また、個人にあっても、年金基金にあっても、運用計画の「時間の設定」すら正しく行えていない。こうした事例の背景にも、金融論の「研究」そのものの不備がある。

第２に、金融論の教育と研究の両方にあって、金融ビジネスと適切な距離を取ることができていない点が問題だ。

金融論の成果を教育する「場」の設定は、多くの場合、銀行・証券会社・保険会社といった金融業者によって行われる。このため、これらのスポンサーにとって不都合な内容は、重要なものであっても、伝えられないことが多い。そして、その「不都合な内容」こそが、金融論教育の最終的受益者であるべき一般個人にとって重要なのだ。

例えば、個人向けに販売される社債、毎月分配型投資信託、個人年金保険、ラップ口座、仕組み債券、アクティブ運用される投資信託、外貨預金、などの現実の運用商品は、金融論的には全て投資対象として不適切な商品であるが、こうした対象を自信を持って排除できる根拠となる金融論的知識は、投資教育等の機会にあって提供されない。実際の投資家にとっては、情報の非対称性、金融仲介業者のインセンティブ、コスト（手数料）の重要性、市場の公平性（「効率性」ではなく）、などの知識が重要だが、伝わっていない。

大学にあっては、金融論の研究目標を正しく設定して成果を上げるとともに、金融ビジネスと意識的に距離を取ることが必要だ。

＜特別セッション＞

第四報告：**金融版「学問のすすめ」**

金融広報中央委員会　吉國　眞一

近年、頻発する金融危機や、金融犯罪を背景に金融の分野において基本的な知識や知恵を一般の市民が身につけるべきであるという「金融リテラシー」に関する議論が国際的に高まっている。2012年に経済協力開発機構（OECD）が作成した「金融教育に関するハイレベル原則」が同年のロスカボス・サミットで承認された。

一方、わが国の状況を見ると、戦後経済復興のために推進された貯蓄増強運動の流れを引き継いだ、「金融広報中央委員会」（中央委）において、かねてから金融教育の促進に努めてきたが、こうした国際的な議論の高まりを背景に、金融リテラシー向上のための活動を一段と強化している。

2005年を「金融教育元年」と位置づけ、関係省庁等との協力の下に07年に「金融教育プログラム」を刊行し、小学校から高校まで5つの年齢層に応じて金融教育で教えるべき内容を具体的に示した。さらにOECDのハイレベル原則などを踏まえ、14年には、大学生、社会人も含めた金融教育の学習項目を年齢層別に示した「金融リテラシー・マップ」を作成している。

金融教育については、「小学生に金もうけの話などすべきでない」という根強い反対論が存在するが、以上のような取り組みの目的は、金融リテラシーの向上を通じて、国民の「生きる力」、「自立する力」を涵養することであり、現代人にとって不可欠のものと考えられる。一方、アベノミクスでは「貯蓄から投資」というスローガンの下でリスクマネーへの投資促進が謳われている。中央委が行う金融広報・教育活動は、「中立・公正」を原則とし、特定の金融商品への投資促進を意図したものではないが、合理的な判断力と金融商品への「目利き力」を養うことで、金融商品の勧誘におけるトラブルや犯罪を未然に防止するといった点で、リスクマネー投資促進のための必要条件を整える役割を担っている。また、ライフプランの作成等を通じて「自立する力」を養うことで、日本経済にとって喫緊の課題であるワークライフバランスなどについて、国民の意識を高めることが期待される。

この間、超低金利状態の持続、ITと結びついた新しい金融手法（FinTec）の発達など金融環境が激変するなかで、教える側のリテラシーの向上も重要な課題である。中央委では教師や金融広報アドバイザー向けの研修を積極的に行うなど金融教育手法の改善、アップデートに努めるとともに、学習指導要領の改訂の議論において以上のような基本的な考え方が反映されるよう、政府に対し働きかけを行っている。

＜金融史パネル＞

都市における中小企業金融・小口金融とその担い手
―戦前の大阪・尼崎・東京―

趣旨

佐藤政則（麗澤大学）

1960 年代後半から本格化した戦前期に関する日本金融史研究は、今日では膨大な個別事例研究と有力な金融構造論を共有するに至っている。しかしながら研究成果の全体的配置を観れば、企業金融を担う銀行部門における制度・政策、環境、経営の研究が中心である。当然ながら、そこから漏れる分野も多く、大都市における中小企業金融や家計向けの小口金融などは極めて手薄な分野の一つである。もちろん手薄であることについては、積極的な理由も理論的な問題もあるのだが、とにもかくにも実態があやふやなままでは、議論のやり様がない。

したがって実態の究明を目的に本パネルでは、まず大都市の中小企業金融がどのような主体に担われていたのか、そもそも論から始めたい。具体的には大阪を取りあげ、貯蓄銀行、無尽会社、信用組合とともに普通銀行（都市銀行）はどのような役割を担ったのかを検討する。次に急テンポで工業化・市街地化が進む尼崎において、なぜ市街地信用組合（現在の信用金庫）が必要となっていくのかに焦点を絞り、普通銀行支店や系列銀行では充足されない金融ニーズとはどういうものかを考察したい。そして東京を対象に家計に対する金融を取りあげる。都市家計における小口金融の担い手としては質屋や無尽が想定されているが、その実態はほとんど不明である。

以上を通じて、これまで未解明であった領域に光があたり、銀行中心の金融史において小規模金融を正当に位置付ける試論に近づけば、非常に有意義と考える。

＜金融史パネル＞

第 1 報告：戦前期大阪の普通銀行による中小商工業金融

今城徹（阪南大学）

本報告の目的は、戦前の大都市の一つであった大阪の中小商工業金融の特徴を、大阪に本支店を置いた普通銀行と商工業者の取引関係から明らかにすることである。

今城(2001)は戦前日本の大都市における中小商工業金融について全体像を与えており、東京、大阪、名古屋、横浜、神戸の商工業者は経営規模の小さいほど貸金業者や質屋といった非金融機関から資金調達を行い、経営規模が大きくなるにつれて各種金融機関から資金調達を行ったこと、そのなかで貯蓄銀行、無尽会社、信用組合といった中小商工業者向け金融機関が一部の中小商工業者にとって重要な資金調達先であったことを強調した。

また今城(2004)は戦間期大阪における貯蓄銀行、無尽会社および信用組合の活動を、同(2009)は、戦前期において大都市を中心に全国展開した大規模貯蓄銀行であり、同時に最大の中小商工業者向け金融機関であった不動貯金銀行の展開を考察している。これらの論考はいずれも中小商工業者向け金融機関が戦間期の大都市の中小商工業金融において一定の役割を果たしていたことを強調している。

しかし上記の先行研究は、中小商工業者向け金融機関の役割を強調するあまり、普通銀行が中小商工業金融に果たした役割を検討していない。今城(2001)はいわゆる問屋金融が各経営規模の商工業者にとって重要であったことも指摘している。中小商工業者向け金融機関のなかでも貯蓄銀行と無尽会社は当座取引や手形割引のサービスがない。当然ではあるが、普通銀行が商工業者間の信用を支えた主役だったのである。

そこで本報告では、第 1 節において戦前大阪で実施された中小商工業者に対する融資に関連した施策と、経営規模ないし収益別の商工業者と各種金融機関および非金融機関の取引関係を概観した上で、第 2 節において大阪所在の普通銀行と商工業者の取引関係を、1939 年末時点の営業収益税 50 円以上の商工業者の取引銀行が判明する大阪商工会議所編『大阪商工名録昭和 15 年版』を用いて検討する。

戦時期に軍需関連以外の商工業者が転廃業を強いられたことを踏まえると、この史料だけで戦前大阪の普通銀行と商工業者の取引関係を考察することには無理がある。しかし、戦前および戦時期の大阪について比較的小規模の商工業者の取引銀行が判明する史料がこれのみであること、また 1938 年 11 月から大阪市が開始した商工業者に対する転業資金の融資実績が 1939 年 5 月末時点で不調であったことを考慮すると、この史料は戦前最後の大阪の普通銀行と商工業者の取引関係を反映しているともいえる。本報告は、重要であるがこれまで解明されてこなかった、戦前大都市における普通銀行による中小商工業金融の具体的な把握に貢献するものといえる。

（参考文献）

・ 今城徹(2001)「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』第 51 巻第 3 号。
・ 今城徹(2004)「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(6)。
・ 今城徹(2009)「戦前期における不動貯金銀行の経営活動-中小商工業金融との関係を中心に-」『地方金融史研究』第 40 号。

＜金融史パネル＞

第 2 報告：工業都市尼崎における信用組合の展開

出口雄大（慶應義塾大学大学院）

本報告では、1921 年に尼崎市内に設立された有限責任尼崎信用組合（以下、尼崎信用組合。現尼崎信用金庫）の分析を通じて、中小商工業者向け金融を目的とした市街地信用組合の具体的な事業展開とその担い手、事業基盤などを明らかにする。その際、尼崎市立地域研究史料館に所蔵されている尼崎市役所『産業組合関係書』1921-1923 年、尼崎市役所『産業組合関係書』1924-1926 年を主な史料として用いる。

周知の通り、尼崎市及びその周辺部は、明治期より商業者戸数が 1200 戸前後存在した一方で、第一次世界大戦を契機に工業都市として著しく発展した地域であった。その意味では、都市部における中小商工業者向け金融を目的とする市街地信用組合の性質を考える上で、一つの典型的な事例となりうるであろう。

ところで、市街地信用組合に関する研究は、政策思想史あるいは制度史を中心に進められてきた（加瀬和俊「市街地信用組合」加藤俊彦編『日本金融論の史的研究』東京大学出版会、1983 年、澁谷隆一『庶民金融の展開と政策対応』日本図書センター、2001 年など）。しかしその一方で、加瀬前掲論文で指摘されたように、個別の市街地信用組合に即した分析は少なく、市街地信用組合の具体的な経営内容や事業基盤などについては、充分に明らかにされていない点も多い。

上記の研究史上の課題を踏まえて、本報告では尼崎信用組合という個別具体的な市街地信用組合を対象として、その経営の内実を明らかにする。その際、以下の三点を分析の中心に据える。第一に、尼崎信用組合の設立過程についてである。尼崎市及びその周辺地域は、商工業を中心に著しく発展を遂げる。しかしその一方で、尼崎市域では 1920 年代になると、不況のあおりを受けて金融機関の再編成が行われ、地元銀行の吸収合併が進んだ。その結果、尼崎市域における中小商工業者向け金融は脆弱となり、市域の中小商工業者は高利貸や無尽、頼母子講などを利用せざるを得ない状況下に追い込まれた。そのような中で、尼崎信用組合が設立されたわけであるが、その設立過程について、担い手に注目しつつ検討を行う。第二に、尼崎信用組合の経営分析・事業展開について分析を行う。設立当初はわずか 14 名であった組合員数が、第一年度事業終了時には 471 名、第二年度事業終了時には 615 名と飛躍的な発展を遂げる。組合員数だけでなく、貸付金・割引手形・貯金などの各種事業も年々著しく発展したのであった。このような発展を可能にさせた事業基盤について、定款・営業報告書などの分析を通じて明らかにする。すなわち、地域金融において尼崎信用組合の果たした役割を明らかにする。第三に、関西圏・首都圏など他の市街地信用組合との比較検討を行うことによって、第一・第二の分析で明らかにした尼崎信用組合の特徴をより明確にする。

以上の分析を通じて、現在全国有数の信用金庫の一つである尼崎信用金庫の歴史的前提を明らかにするとともに、中小商工業者向け金融を目的とした市街地信用組合の地域金融における歴史的意義について考えたい。

＜金融史パネル＞

第 3 報告：戦前日本の都市家計に対する小口信用資金の供給主体
―1930 年代の東京市を中心に―

小島庸平（東京大学）

本報告は、主として 1930 年代を中心に、家計向けに小口の資金貸付を行っていたフォーマルないしインフォーマルな経済主体について検討することを課題とする。

戦前の日本を対象とする金融史研究においては、いわゆる「重層的金融構造」論に代表される構造論的アプローチや、個別の金融機関を取り上げた経営史的アプローチが主流となっており[i]、金融サービスの一方の需要者である個別家計を対象とする小口の資金需要のあり方については、預金・貸出双方におけるウエイトの小ささゆえに、ほとんど明らかにされてこなかった。本報告では、金融史研究における「家計アプローチ」とも呼ぶべき手法を採用し、こうした都市家計に対して零細・小口の資金を供給し（ようとし）ていた銀行や貸金業者の視点から分析を行う。

近年、開発経済学におけるマイクロファイナンスへの注目などを背景に、経済史の分野においても質屋や無尽講などといった小口金融に関する分析が活発化しつつある。だが、いわゆる「高利貸」と呼ばれてきた個人の貸金業者についての研究は、澁谷隆一氏の貴重な研究[ii]があるものの、都市部におけるその実態はほとんど明らかにされてこなかった。都市家計を対象とする資金の出し手は、従来の研究では人々に「吸着」する「寄生的」性格の強い経済主体として捉えられている。しかし、親戚・知人との日常的な関係性に基づく資金貸借においても時に高利を要求することがあり、対人信用に基づく有利子貸金の出し手の裾野は意外なほど底辺に近い部分にまで広がっていた[iii]。高いデフォルトのリスクを自ら背負って資金を貸し付けていたこれら貸金の供給主体たちは、いかにして資金を調達し、どのような金融技術に基づいて信用審査を行い、自らの債権の確実な保全と資金の蓄積を図っていたのであろうか。本報告では、都市家計における資金需要のあり方と、これに資金を供給する側の主体が有する金融取引のネットワークと金融技術の実態を明らかにする。

構成は次の通りである。まず１では、都市部に生活する俸給生活者や労働者が、中小商工業者たちと比べて相対的に大きな信用制約に直面していたことを指摘し、これらの人々に対して資金を貸し付ける際の審査の留意点や回収上の工夫などを同時代の文献から読み取ることで、当時の個人貸金営業者の持つ金融技術の実態を明らかにする。次に２では、金融恐慌後に預金を集中し、恐慌下でその放資先を模索する中で小口信用貸付に乗り出（そうと）した都市銀行の動きとその限界を、特に日本昼夜銀行に着目して検討する。最後に３では、『東京市商工名鑑』等を利用して、当時の貸金業者や質営業者を重層的金融構造の中へどう位置づけるのかを吟味し、銀行を中心とする制度的金融と個人金融業者との関係性について考察したい。

Banking Network Amplification Effects on Cross-Border Bank Flows

Faculty of Economics, Yamaguchi University
Shugo Yamamoto

Abstract
The global factor often referred to as the volatility index (VIX) is said to be the most important determinant of cross-border bank flows. Contrary to established theory, we investigate the spatial amplification of the network origins of the aggregate fluctuation effect on cross-border bank flows. Results show that first, amplification effects from networks of core–core countries can explain a large share of global shocks, which will replace VIX. Second, because the US is located at the core of the network, the US amplifies shock originating in other countries. Furthermore, monetary policy shocks originating in the US have large amplification effects not only the US itself, but also on the rest of the world. Therefore, domestic shocks apparently propagate throughout the international banking network, affecting other countries, and generating a sizable global factor.

JEL Classification Code: F30, F34
Keywords: Core–periphery, Global factor, Spatial effect, VI

バラッサ・サミュエルソン効果と日本の労働市場：1977-2008

神戸市外国語大学　藤井 隆雄
神戸大学　松林 洋一

本稿は日米間の実質為替レートを用いてバラッサ・サミュエルソン効果の検証を行ったものである。バラッサ・サミュエルソン効果については、理論的に貿易財部門と非貿易財部門の賃金の同一性の仮定がなされているが、その点に焦点をあてている点が本稿の特徴である。パネル閾値回帰モデル(panel threshold regression model) を用いて分析を行った結果、貿易財部門と非貿易財部門の賃金差が拡大したことを受け、バラッサ・サミュエルソン効果が低下していることが明らかとなった。

Regional Inflation and Consumption Behavior

University of Tohoku
Jun Nagayasu

Abstract
This paper analyzes empirically interaction between the inflation rates across regions using consumption data on services and the geographical location of regions in Japan. The service sector has been expanding rapidly in terms of its contribution to the total economic activity in advanced countries, and further demographic changes have accelerated its speed in Japan over recent decades. After providing a theoretical relationship between regional inflation and consumption of non-tradable goods, we find evidence that different consumption patterns of services across regions explain heterogeneity in regional inflation in Japan.

Keywords: Regional inflation, non-tradable goods, services, demographic changes, spatial models
JEL classification: F3, R1, E3

債券利回りにみる複数格付けの情報生産機能

一橋大学商学部大学院生　根本直子

同じ発行体企業に対して、複数の格付け会社が格付けをする「複数格付け」は、多様な意見を投資家に提供することで情報の非対称性を緩和させ、また競争によって情報の質を高めることができる（Canter and Packer (1994)）。しかし日本では国内の債券発行に際して単一格付けが過半を占めており複数格付けの活用は浸透していない。また企業の格付け取得数、特に外資系の格付け数は過去 10 年で大幅に減少している。
本稿は、日本の債券市場を対象として、複数の格付けとりわけ外資系格付け会社の格付けが情報の非対称性を緩和し、調達コストの低下につながるかを分析した。具体的には、新規発行社債の利回りスプレッドと外資系、日系格付けの水準、格付け取得数との関係を最小２乗法により推計した。分析の結果以下のことがわかった。
第一に、国内の債券発行に際しては、日系格付け会社の格付けも外資系格付け会社の格付けもスプレッドに影響を与えているが日系の格付けのほうが有意性が高い。第二に債券格付けだけではなく、発行体格付けも債券利回りに有意な影響を与えている。債券格付け（イシュー格付け）とは、個別の債券発行に対する格付けで、発行体側の選択により付与されるものである。一方発行体格付け（イシュアー格付け）とは企業の総合的な債務履行能力を表す格付けであり、債券格付けに比べて格付けのカバレッジが広い。第三に複数の日系格付け取得はスプレッドを縮小させる（信用リスクを削減する）方向に働いているが、外資系の複数格付けについてはその効果は明確ではない。第四に、日系と外資系の格付け格差が 3 ノッチ以上あるグループについては、格付け取得数が多いことは債券利回りを削減させる。
国内の社債投資に関して日系格付けが単数よりも複数あることは調達コストの低下につながるが、外資系格付けの取得に関してその効果は明確ではない。しかし外資系の債券格付けも発行体格付けも利回りに影響を及ぼしていること、また日系と外資系の発行体格付けの格差が 3 ノッチ以上と大きい場合に、格付け取得数が利回りを縮小させることは、外資系格付けにも一定の情報生産機能があることを示唆している。
社債の利回りと企業の信用力を対象とした研究は多数あるが、日本市場を対象に複数格付けがもたらす情報生産機能について分析をした研究は少ない。
複数格付けに情報生産機能があるにもかかわらず、発行体が意図的に格付け数を限定しているとすれば、投資家保護の点からも、また日本の社債市場の健全な発展という点からも望ましいことではない。

国際株式投資家の取引は株価の連動を引き起こすか?

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，国際株価連関は，ファンダメンタルの変化が原因なのか，国際投資家の売買が原因なのかを検証する。
中国には，国際的に開かれている市場と，閉ざされている市場が存在する。一つの企業がこの二つの市場で同時に発行する株式は，企業価値やファンダメンタルズ，外的ショックからうけ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国際投資家が投資可能であるか否かである。本稿では，それぞれのマーケットで同時上場している株式の，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，2012 年 1 月 2 日から 2015 年 2 月 27 日における株価指数を対象に，Diebold and Yilmaz (2012, 2014)が開発した Spillover Index を用い，8 つの国際的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，国際的に開かれている市場と閉ざされている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。
推定の結果，国際的株式市場から開かれている市場の株式へのリターンとボラティリティの波及効果の方が閉ざされている市場の株式よりも高いことがわかった。また，株式市場の開放度の変化を考慮に入れた検定をおこなった結果，閉ざされた市場の開放がすすみ国際投資家の数が増えれば，その市場の株式と国際的株式市場との連動は開放前よりも高まる，という結果を得た。
以上の結果は，国際投資家の売買が原因であるというを支持するもので，国際株価連関が国際投資家の投資行動によって引き起こされている事を裏付けるものである。

ポートフォリオリバランスとその効果

早稲田大学　米澤康博

本論文の目的はわが国のポートフォリオリバランス効果を実証的に明らかにすることにある。この効果を分析する際の共通の framework が定まっていない中、一つの framework、考え方、定式化を提案する。

ポートフォリオリバランスの語彙は、中央銀行の国債買いオペレーション政策によって国債利回りを大きく低下させ、民間金融機関等を中心にそれへの運用魅力度を下げ、相対的に期待収益率の高い株式、貸し出し等のリスク資産運用へポートフォリオをシフトさせる効果から来ている。ポートフォリオリバランス政策の目的はこのポートフォリオ調整を通じて国債以外のリスク資産の期待収益率を下げることにある。この政策は特にわが国の異次元量的緩和政策の一つとして行われている。

実証分析の視点としては第一に、民間金融機関等がポートフォリオを如何にリバランスしたかのの視点からであり、例えば Saito and Hogen(2014)、Arslanalp and Botman(2015)等がある。第二としてはその結果、資産価格に如何なる効果をもたらしたかの視点であり、例えば、Stein(2012)、Li and Wei(2012)、磯部、中澤、米田（2014）もこの視点に相当する。本当に危険資産の期待収益率が下がったのか否かの視点である。本論文の実証とはこの後者の実証であり、それを目的としている。

実証分析の結果、日銀の大量国債買い入れが国債利回り、リスクプレミアムを低下させていることは明らかであり、その効果は相当に強いことがわかる。それに比してそれが株式のリスクプレミアムに与える効果は予想に反してアベノミクス以前はプラスの効果を持っていたがアベノミクス以降は有意な効果は持っていない。株式 ETF の購入も株価に対しては有意な効果は持っていないことがわかる。これは予想外であるが、この間の株価の上昇は ROE の上昇で十分に説明できるからである。株式購入額、国債購入額は高い伸び率で上昇しているが株価はそこまで上昇していないのが実態である。またわれわれが経験したように株価は緩和政策が発表された時点で大きく株価に反映されるので一般の回帰分析ではその効果が捕まえられない可能性がある。ファイナンスの event study のように分析した方が良いのかもしれない。この点は今後の課題としたい。ただし、アベノミクス以降の ROE の上昇は為替の円安効果に負う所が大である。この円安はもちろんアベノミクスの異次元緩和政策によるものであるので、この点を含めて再評価するのであればそれは株価を高めたと言っても誤りではないであろう。

Board of Directors and Bank Performance in United Arab Emirates

Institute of Developing Economies
Jun Saito

This paper is for an empirical work about the corporate governance of the financial institutions in United Arab Emirates (UAE). The purpose of this research is to analyze what influence the structure of the board of directors has on the performance of the commercial banks in UAE.
To examine what control in the Board of Directors by a particular family effect the bank management, we estimated several models where dependent variable is ROA or ROE, independent variables are Board of Directors variables and control variables are bank management variables.
As our estimate results, it considers that the Board of Directors are partially effective functioning on corporate governance in the UAE banks. Our results show that the control of the bank management by ruler family has a good effect on bank profitability. Our results conclude the possibility that directly bank control by ruler family through Board complement the inadequacy of corporate governance system in the UAE.

Ownership and Capital Structure of Pakistani non-Financial Firms

立命館アジア太平洋大学　鈴木　泰
立命館アジア太平洋大学　大学院生　ショアイブ・カーン

Despite very significant discussions in the literature on the relationship between ownership structure and capital structure choices, less has been done to investigate the mechanism of the relationship. This study aims to contribute to this controversial argument by examining the impact of internal ownership (managerial ownership) and external ownership (external large shareholders / blockholder) on corporate financing preferences using the cases of non-financial listed firms on Karachi stock exchange during the period of 2008-2012. We shed an analytical light on their capital structure choices under different ownership patterns, particularly looking at the proportion of managerial ownership and the presence of large and dominant external shareholders.

Our results suggest that the external ownership has a significant effect on financing choices of firms in accordance with the presence of blockholders who may retain relatively strong corporate governance power. On the other hand, the internal ownership has a complicated effect it shows significant positive relationship to leveraging in the cases of firms with lower proportion of managerial shareholdings, while it shows negative relationship in the cases of firms with a certain higher level of managerial ownership. Besides, the combined analysis suggests that the presence of blockholders negates the impact of managerial ownership on capital structure. This implies that the presence of large and dominant shareholders of Pakistani firms, due partly to weak institutional and legal framework, may have caused a bias for debt financing in order to protect their voting power and returns on equity.

国際金融センターの都市比較

亜細亜大学　赤羽　裕

本報告では、いわゆる「国際金融センター」の機能・特色を確認したうえで、それが都市の経済発展に資する側面を検討する。つづいて、東京の特色・位置づけを他都市と比較・分析する。そのうえで、今後、東京が国際金融センターとして発展していくための課題や方策を確認した。
これまで、円の国際化が十分には進まず、東京の国際金融センター化も本格化せず、ロンドン・ニューヨークとは差が開き、香港・シンガポールと3番手の地位を争っている状況であった。そうした中、2013年に、2020年の東京オリンピック開催が決定されたことを受け、改めて東京の国際金融センター化の気運が盛り上がり、官民から各種の提言が出され、東京都も具体的な行動を開始した。金融センターとしての競争に関して、どのような点が重要なのかを先行研究や複数のランキング資料を参考に検討を進めた。
検討結果としては、いわゆる「国際金融センター」は、金融及び関連業界企業が集積する場であり、そこには優秀な人材も必要であるとの特徴、それを確立・継続するためには、他の都市（金融センター）との差別化が必要であることが確認できた。そうした前提で考えると、東京がロンドン・ニューヨークはもちろん、アジアの他都市との競合でも厳しい状況であることが浮き彫りとなった。
東京国際金融センター化の今後の方策や課題を明確化すべく、SWOT分析のアプローチを採用した。強み・課題を整理する上では有効であったと考えている。その中から、先行研究や現在出ている各種提言も参考にしつつ、より具体的な方策を検討してみた。日本がアジアでこれまで積み上げてきた、ASEAN＋３での活動や、厚みのある日本国債市場など、強みを活かす方策を考えることが、他都市との差別化を図る上で有効なアプローチであると考えている。
具体的には、外為市場でのアジア通貨の取り込み強化のため、将来の東アジアのバスケット通貨創出とそのメイン市場となること。あわせて、Tokyoプロボンド市場の活性化である。合わせて、債券市場活性化で重要な役割を果たす日本国債の最近の環境変化のありかたについても、検討を加えた。
2020年の東京オリンピック開催決定は、東京の都市としての整備・発展に大きく寄与すると考えられる。産官学での協力の下、国際金融センターとしても、実効性のある内容で、独自性を持った取組が着実に進められることを期待したい。
なお、本稿の内容・見解は個人的なものであり、本務先、その他いかなる組織とも無関係である。

金融機関との関係構築が中小企業の業績に与える効果

日本政策金融公庫総合研究所　深沼 光
日本政策金融公庫総合研究所　藤田 一郎

本研究では、金融機関とのリレーションシップの構築が中小企業の業績にどのような効果を与えているのかについて実証分析を行った。具体的には、「10 年前」から「現在」にかけての金融機関への相談頻度の変化をリレーションシップの強さを示す指標と捉え、業績の傾向との関係を探った。

分析ではまず、最近 10 年の間にどのような中小企業が金融機関への相談頻度を高めたのかを検証した。もともと業績のよい企業に対して金融機関がアプローチを行った結果、相談頻度が高まった可能性も否定できないためである。そのうえで、金融機関への相談頻度が現在の業績の傾向にどのような効果をもたらしているかを検証した。分析の結果明らかになったのは以下の 3 点である。

第一に、「10 年前」の業績の傾向と、「10 年前」から「現在」にかけての金融機関への相談頻度の変化に有意な関係は観察されなかった。もともと業績が好調だった企業もそうでない企業も、金融機関への相談頻度が高まった企業が一定数存在する。これは、本研究における「相談」が、必ずしも金融機関から業績好調の企業に対して持ちかけられたものではないということを意味する。

第二に、「10 年前」の時点で金融機関を除く外部支援機関の多くに経営の相談を行っていた企業ほど、「現在」にかけて金融機関への相談頻度が高まっているという傾向が確認された。この 10 年の間に、企業からみた金融機関の位置付けが変化し、単なる資金供給元ではなく経営課題の相談先としての存在感が高まってきていることを示唆している。

第三に、この 10 年の間に金融機関への相談頻度が高まった企業はそうでない企業に比べて、「現在」の業績の傾向が良好にあるということがわかった。特に、「10 年前」の業績の傾向が良くなかった企業において、この傾向が強く観察された。リレーションシップバンキングの推進は、金融機関との関係構築が企業の立て直しにおいてより効果的であった可能性がある。

リレーションシップの構築は企業にメリットをもたらす。特に中小企業の業績を立て直すうえで、金融機関の果たす役割は大きい。こうした事実を金融機関、企業双方が認識し、今後ますますリレーションシップを深化させていくことが期待される。

経営環境の変化と地域銀行の対応

関西外国語大学　堀江康熙
福　岡　大　学　有岡律子

我が国は既に人口が減少傾向を辿っており、2040 年には 2010 年比 16%程度減る見通しである。そうした現象は、とくに地方圏で経済活動の停滞となって表れており、地価も下落傾向を辿っている。その影響は、地域金融機関の経営にも強く生じてくる。本報告では、地域銀行が経営環境の変化にどう対応しているのか、その成果如何について、貸出等の面に於ける他行との差別化、経営体制の革新等を中心に取り挙げ、それを踏まえて変化の方向性および課題を示していく。

まず、各銀行が営業地盤とする地域の人口変化を概観する。その場合、「地域性」の相違を考慮し市区町村単位で営業地盤を考察し、クラスター分析を基に３つにグループ化（大都市型・中核都市型・地方都市型）した。そうしたグループ別にみると、人口減少がとくに地方都市型の地域銀行で大きく、既に地価もかなり下落していることを示す。

それを踏まえて収入面の差別化戦略に関して、貸出構造および手数料収入のウエイトといった側面から、2004→2014 年度の変化を検討した。何れのグループも、中小企業向けの貸出割合が低下し手数料収入が増えているなかで、コア業務純益率がかなり低下しているのが特徴である。

経営体制については、昨今目立ちつつある再編の視点から分析する。上記の３グループ毎に、単独存続の銀行と合併や経営統合等の経験のある銀行に分け、貸出や収益構造、不良債権比率等について合併等の経験行にそうした効果があるか否かを分析した。合併等を行った銀行グループは、経費の伸びが有意にマイナスとなっている反面、中小企業向け貸出が実額・比率ともに大きく減少・低下しており、貸出金利の低下幅も大きい。他方で大都市型では手数料収入のウエイトは上昇しているが、中核都市型・地方都市型では単独存続の銀行と差が無く、全体として利益率の低下幅が有意に大きい結果となる。利益率に関する回帰分析では、再編の効果が認められるケースも存在するが、かなり時間を要することを示す。

また、単独存続行と合併等の経験行の店舗について 2004→2014 年の 10 年間に於ける新設・存続・廃止別に店舗数の変化を把握し、配置転換の効果を検討した。単独存続の銀行では大都市部で廃止に比べて新規出店が多いほか、単独存続の銀行・合併等の経験行の両者とも、存続店舗に比べて新規店舗の営業地盤の指標が改善している。

以上の分析を踏まえて、地域銀行の将来性について、単独存続の可能性、合併等の方向性などを考えていく。

我が国の ABL（Asset Based Lending）の課題と展望

日本経済大学　相馬一天

ABL（Asset Based Lending）は、「動産債権担保融資」等に訳され、売掛金や在庫を担保にし、その資産評価額の範囲内でリボルビング型の貸出をする貸出技術として近年着目されている。本稿では、我が国の ABL における制度上の課題を米国と比較し、示唆を得ることを目的とする。

ABL の先行研究には、その仕組を概説したものがあるが、我が国の ABL 制度の問題点を論じた研究は一部の調査レポート除き多くはない。そこで、本稿では、これまでの研究を整理し、ABL 制度の特徴と課題を考察することで日本型 ABL の発展への示唆を試みる。

本稿では、大きく 2 つの点から ABL を考察する。1 つ目は、金利水準と商習慣である。金利水準においては、米国と日本の短期プライムレートと貸出金利水準を比較する。商習慣は、親事業者と下請事業における債権の譲渡禁止特約の問題である。2 つ目は、法制度である。法制度については、米国統一商法典の UCC（Uniform Commercial Code）およびチャプター11 と日本の担保法制および企業再生型倒産法制との比較により考察を加える。

米国の短期プライムレートが 3%台のときの貸出金利水準は売掛金や在庫を担保とした貸出において貸出額 1 百万ドル以下の場合 20%前後である。日本の貸出金利は短期プライムレート 1%台のときの企業向け担保付貸出に 10%以上を付けるのは、さまざまな理由から困難であろう。商習慣においては、親事業者と下請事業者における債権譲渡禁止の特約の存在が債権譲渡を取り扱う電子記録債権や ABL を限定的なものにしている。近時、民法改正における債権譲渡の制限や禁止についての動向が注目されている。

我が国の担保法制においては、動産および債権の第三者対抗要件の具備において米国の UCC（Uniform Commercial Code）に規定されるファイリング方式に類似する登記を動産債権譲渡特例法（動産及び債権の譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律）によって可能にした。登記における課題はあるものの経済界において評価されるところである。

米国の UCC における担保法制の特徴としてプロシーズ（Proceeds）がある。プロシーズは、担保を処分した後の債権、金銭、代替物に担保権の効力を認めたものである。プロシーズがない場合、担保物が処分されたことを想定し、想定する代替物等の全てに対して担保を設定することは現実的ではないし、それでは、貸手のインセンティブが削がれてしまいかねない。我が国においてもプロシーズまたはそれに類似する法制度の検討がなされるべきではないだろうか。

＜国際金融パネル＞

FX 証拠金取引の実際と課題

慶應義塾大学　池尾和人

＜主旨＞

近年の円安傾向を追い風に、日本の FX 証拠金取引の取引高が飛躍的に拡大している。

個人投資家による FX 投資については日本が最も盛んな国であり、証拠金取引によって発生する資金フローが東京外為市場への流動性供給源として大きな役割を果たしていることなどを踏まえると、日本の FX 証拠金取引にはアカデミックにも大きな関心が寄せられてしかるべきである。

そこで、本パネルでは、株式や投資信託と並んで個人投資家の主要な投資先となっている FX 証拠金取引をテーマとして取り上げる。

まず各パネリストから、FX 証拠金取引の仕組み、市場拡大の歴史、取引規制、インターバンク外為市場との関係、マクロ経済への影響、個人投資家の投資行動、ロスカット規制の効果などについて報告を行っていただく。その後、パネル討論に移り、①個人投資家の視点、②FX 取引業者の視点、③為替やマクロ経済の視点から、FX 証拠金取引が抱える課題と目指すべき方向性について議論を行っていただく。

このうち①をめぐっては、投資家保護を図りつつ、取引の活性化を妨げない最適な規制・制度設計のあり方や投資教育が論点になろう。他方、②については、近年スプレッド競争が激化しており、その結果としての低収益化が倒産リスクの増大につながって、市場の安定性にも悪影響を及ぼしかねないことが議論の中心となろう。

最後に、③では、日本の個人投資家の投資行動は為替レートやマクロ経済にどのようなインパクトを持っているのかを議論していきたい。取引高が高まっている現在、日本の個人投資家の行動は大きな注目を集めている。

パネリストには、FX 証拠金取引について高い見識を示している論者として山崎哲夫氏（一般社団法人金融先物取引業協会）、大西知生氏（ドイツ証券）、井上広隆氏（日本銀行）、岩壷健太郎氏（神戸大学）を迎え、池尾和人が司会進行を行う予定である。

＜国際金融パネル＞

我が国の FX 証拠金取引の現状と規制

一般社団法人　金融先物取引業協会　山﨑哲夫

我が国の FX 為替証拠金取引（FX 取引）は、1998 年の外国為替管理法改正による外国為替取引の自由化により登場し、その後 20 年足らずの間に急成長を遂げ、現在その取引規模は、東京インターバンク外国為替市場に迫り、個人投資者による外国為替取引市場としては世界最大級の規模を誇っている。

その成長の過程では、不適切な勧誘行為などの顧客トラブルが頻発し、社会問題となったことから、2005 年 5 月、金融先物取引法を改正し、FX 取引を決済形態が金融先物取引と類似している事から金融先物取引として整理し、その取引業者を金融先物取引業者として金融庁の監督下に置くこととなった。

金融先物取引法は、2007 年 9 月、金融商品取引法に姿を変え、FX 取引および取引業者は、それぞれ金融商品（通貨関連デリバティブ取引）、金融商品取引業者として、有価証券デリバティブ取引あるいは証券会社と同様の規制の枠組みに収められた。また、リーマンショックによる個人投資者の損耗を踏まえ、2010 年 2 月、FX 取引に対してロスカット、レバレッジ、顧客資産完全信託化の３規制が導入され、資産管理面における投資者保護の仕組みが整った。

これ以後、FX 業界は、取引価格決定のあり方を整え、顧客への説明の強化を図るなど、自主規制を中心に、投資者からの信頼性を高めるための取り組みを続けている。

こうした業界の取り組みに関わらず、昨今の為替相場の激しい変動によって、顧客財産の毀損や FX 業者の業務継続性に焦点があたり、昨年度に公表された金融庁の金融モニタリングレポートでは、法人顧客との過度なレバレッジ取引の見直し、業者の財務健全性を維持するための方策、たとえばストレステストの実施などによる市場リスクマネジメントの高度化、相場急変時の取引のあり方などに関する顧客への説明の強化などの指摘を受けることとなった。業界では、その解決に向けた取り組みを進めている。

そのほか、FX 市場が大衆商品としてさらに成長するためには、いわゆる投資家と業者間の情報の非対称性の問題や、取引価格の決定および約定処理に関する裁量権の在り方、業者間取引における流動性不足時の対応などについても、真剣な議論を重ね、より良い市場を創造するための取り組みを積極的に行う必要がある。さらに、取引金額に比して、顧客口座増加率には停滞感が見られることから、FX 取引が成長トレンドを今後も維持するためには、FX 市場に対する投資者の理解を深め、金融商品取引として金融リテラシーに則した利用の在り方を示していくことが肝要であろう。

＜国際金融パネル＞

本邦の証拠金取引とインターバンク市場の関係

ドイツ証券　大西 知生

東京外国為替市場委員会(市場委員会)の調査によると 2015 年 4 月中における本邦の主要銀行・証券会社によるスポット取引高は 1 日平均で 1,297 億ドル。一方で一般社団法人金融先物取引業協会の統計における証拠金取引金額は 1759 億ドル。つまり本邦における為替スポット取引全体の 58%が証拠金取引である。

証拠金会社は投資家から引き受けた相場変動リスクをヘッジする目的で銀行等とカバー取引を行う。この取引により発生したフローが銀行等を通してインターバンク市場に流れている。カバー取引は銀行等が行うスポット取引全体の 31%を占めておりその影響力は大きい。

証拠金取引の拡大は外為市場における電子化を促進した。市場委員会の調査によるとインターバンク市場おける電子取引の比率は 2006 年に 21.5%であったものが 2015 年には 47.3%と 2 倍以上になっている。電子化はコンピューターの人工知能ともいえるアルゴリズムの進化と事務処理の自動化を促し、マーケットメイクにおけるビッド・オファーのスプレッド縮小という結果となった。

証拠金取引は銀行等のビジネスモデルにも影響を与えており、銀行等が証拠金会社の信用を肩代わりするプライムブローカー・サービスが生まれた。

電子化にともなうアルゴリズムの導入やプライムブローカー・サービスは多額の設備投資資金が必要であるため、後発組には参入障壁が高い。このため、銀行等の間で取引の集中化がみられるようになった。

わが国の証拠金取引の口座数は 6 百万口座たらずで、インターネットによる株式取引の口座数の 19 百万口座と比べても、さらに拡大余地がある。また、ここにきて証拠金会社の海外進出が目立つようになってきた。今のところ、海外、特に新興国においては多様な制限があり本邦証拠金会社が国内同様に自由にビジネスが行える環境ではない。しかし制限を緩和することによって自国の金融市場を活性化させようとする動きはそれらの国々で徐々にみられている。今後は経験を蓄積した本邦証拠金会社が海外で活躍する機会が増える可能性が高い。

証拠金取引は国内、海外両方においてさらに拡大する可能性があり、そのカバー取引等を通したインターバンク市場への影響度はより一層強まるものと考える。

＜国際金融パネル＞

FX 証拠金取引と外為市場

日本銀行　井上 広隆

わが国における FX 証拠金取引（以下、証拠金取引）の特徴点をみると、証拠金取引を外貨預金や外貨建投資信託の代替として「円を外貨に換えて運用する手段」と捉える個人投資家が多いこともあり、「外貨買い／円売り」ポジションが構築されていることが多い。また、2000 年代半ばまでは順張り戦略、すなわち、例えば円安ドル高が進んだ際にさらにドルを買い増すといったトレンドフォロー型の投資スタンスもみられたが、2008 年のリーマン・ショックを契機とした急速な円高局面の到来により、一旦トレンドが反転した場合の順張り戦略のリスクが改めて認識されるにつれ、逆張り、すなわち、例えば円高ドル安が進む局面では安くなったドルを買うといった戦略が一般的になってきている。

このような「逆張り戦略」「外貨買い／円売り」で特徴づけられるわが国の証拠金取引を外為市場の相場形成という点からみると、まず、逆張りの投資行動のもとで、円安（円高）が進むと円が買われ（売られ）るため、一般に相場変動が抑制されることが指摘できる。一方、外貨買い／円売りポジションが構築されているため、何らかの理由で急速に円高が進行すると、投資家の円売りポジションが強制決済（ロスカット）され、円高方向への相場変動が一段と大きくなるといったケースもみられた。

こうした中、昨年 1 月 15 日のスイス中銀による対ユーロでのスイス・フランの上限撤廃（スイスフラン・ショック）は、証拠金取引にも大きな影響を及ぼした。外国為替証拠金取引取扱業者（以下、FX 取引業者）に未収金が発生したこともあり、FX 取引業者のリスク管理の強化、例えばストレステストの実施や法人向けレバレッジ上限の引き下げなどが進められている。また、FX 取引業者がインターバンク市場で自らのポジションをカバーする際には大手金融機関が提供するプライム・ブローカレージ・サービスを利用しているが、大手金融機関サイドのリスク管理強化の流れの中で、同サービスの提供条件が厳格化されているといった指摘もある。

証拠金取引の市場構造や投資家の取引戦略は外為市場における相場形成を考える上で重要な視点を提供すると考えられるため、その動向については今後とも注目していきたい。

＜国際金融パネル＞

ロスカット規制の効果
－気質効果とリスクテイク－

神戸大学　岩壷健太郎

近年、ＦＸ証拠金取引の人気が高まっている。ＦＸ証拠金取引にはロスカット規制があり、一定比率以上の含み損を抱えた投資家に対して業者が自動的に反対売買を行う。その目的は投資家の損失を抑制し、業者の財務リスクを軽減するためであるが、投資の自由を制約するものであると反対する声も聞かれる。

一般社団法人金融先物取引業によって徴収された複数の FX 取引業者の口座別取引データを用いてロスカット規制の効果を検証した。検証の結果、一時的ではなく平時から気質効果が高い投資家がロスカットされる確率が高いこと、ロスカット後に気質効果が弱まること、リスクテイクの度合いよりも気質効果の方がロスカット確率には重要であることが明らかになった。これらの結果はロスカット制度が自発的に損切り出来ない投資家を対象として機能していることに加えて、ロスカットされた投資家にディシプリンを与えていることを示唆している。

Oil Price Uncertainty and Inflation Dynamics

早稲田大学　関根　篤史

This study investigates how oil price shocks affect U.S. inflation. Previous studies employing conventional structural vector autoregressive (VAR) analyses assert that oil price shocks have little effect on U.S. inflation. This study performs Engle and Ng tests to identify oil price uncertainty, defined as conditional variance in forecast errors of oil price changes, and examine whether oil price shocks have asymmetric effects on inflation allowing generalized autoregressive conditional heteroskedasticity (GARCH). Employing GARCH-in-mean VAR, I demonstrate that inflation responds substantially to positive oil price shocks, while it does weakly to negative shocks. This finding implies that oil price shocks affect inflation asymmetrically. I also show that oil price uncertainty may amplify the inflationary effects of positive oil price shocks. Thus, oil price uncertainty may be a determinant for the asymmetric effects of oil price shocks on inflation.

財政状況と長期金利

日本銀行　中村康治
日本銀行　八木智之

本稿では、OECD に加盟する 23 か国の 1980 年から 2013 年までのパネルデータを用いて、財政状況などが名目長期金利に及ぼす影響について定量的な分析を行った。分析の結果、労働生産性や労働投入量、インフレ率に加えて、財政収支や国民負担率、経常収支（＝国内貯蓄）が名目長期金利に影響を及ぼすことが分かった。特に、財政収支については、将来の財政の持続性に影響すると考えられる政府債務残高の水準の高低によって、名目長期金利の弾性値が異なるとの結果が得られており、名目長期金利の財政収支に対する弾性値はこの変数に依存して非線形であることが分かった。また、国民負担率が低い場合は、将来の財政再建に対する期待から、長期金利が低位に抑えられるとの結果も得られた。このほか、近年では、非伝統的金融政策が、名目長期金利の押し下げに寄与していることも分かった。

Revisiting the Fiscal Theory of Sovereign Risk from the DSGE View

名古屋市立大学 岡野衛士
名古屋市立大学 稲垣一之

本稿は名目価格の硬直性を仮定した動学的確率的一般均衡モデルを用いて 2 つの事実上のインフレ抑制政策、最適金融政策と最適金融･財政政策のソブリンリスクを伴う経済でのインフレ抑制とデフォルト回避のトレードオフについて検討した。最適金融政策の下では名目利子率のみが政策変数であり、最適金融･財政政策の下では名目利子率に加えて税率も政策変数として有効である。最適金融･財政政策の下ではインフレ率および GDP ギャップのボラティリティは最適金融政策の下でのそれらのボラティリティを下回るだけでなくそれぞれが完全に安定化された。加えて、デフォルト率のボラティリティは最適金融･財政政策の下では最適金融政策の下でのそれを 75%をも下回ることになった。したがって、Uribe 氏の「ソブリンリスクの財政理論」が提唱するインフレ抑制とデフォルト回避のトレードオフは必ずしも成立しない。

The Number of Bank Relationships and Bank Lending to New Firms: Evidence from Firm-level Data in Japan

名古屋大学大学院生　大鐘雄太

This paper examines how the number of bank relationships affects bank lending to new firms using a unique firm-level panel data set of more than 2,000 unlisted small and medium-sized enterprises (SMEs) incorporated in Japan. The theory of winner's curse suggests that more bank relationships reduce short-term borrowing for new firms, and the theory of free-riding indicates that more bank relationships increase long-term borrowing for them. We find that more bank relationships reduce short-term borrowing for new firms. However, we find no evidence that more bank relationships increase long-term borrowing for them.

JEL classification: G21; L26; M13
Keywords: Multiple bank relationships; New firms; Short-term borrowing; Long-term borrowing

Can Agency Mortgage-backed Securities Function as Liquidity Buffer?

九州大学大学院生　孫明元

Abstract
The deterioration of market condition of mortgage-backed securities during the recent financial crisis can only be partially explained by the decreasing credit quality of the particular assets; moreover, the disintegrated mechanism of market participants' role as liquidity providers is another factor which will affect the market stability. In this paper, I develop an empirical analysis on whether agency MBS can function as a buffer to funding liquidity shocks before, during and after the recent crisis and the implications on how banking institutions failed to provide liquidity in the market of mortgage-backed securities. The results imply that the collapse of liquidity buffer can undermine liquidity provision in banking system.

ゼロ金利下における日本の信用創造

一橋大学　塩路悦朗

本研究は名目金利が下限に達した下での日本の銀行行動、特に貸出行動を実証的に分析する。日本は他国に先駆けて、金利に引き下げ余地がない下でマネタリーベースの量を拡大する政策を採用してきた。しかしそれに反応してマネーストックが増加した形跡はほとんど見られない。すなわち信用創造過程は弱体化し、貨幣乗数（限界的な意味での）は消失したかに見える。このことはマクロ経済学の標準的理論とも整合的である。
しかしながら、議論の余地はあるものの、これらの政策は生産や物価などに一定の効果を及ぼしてきたと見られる。その源泉は何だろうか。本研究は貨幣乗数が実は完全にゼロになってしまったわけではなく、マネタリーベースの大量供給がわずかながらマネーストックの増加に寄与してきた可能性を追求する。
本研究では個別銀行の財務諸表を基にパネルデータを構築し、「前期末時点でより多くの超過準備を抱えていた銀行ほど、今期中に貸出を増加させる傾向があるか」を検証する。その結果、ゼロ金利のもとでそのような傾向が平均的に観察されることが示される。さらに検討してみると、この傾向に関しては銀行間で異質性が認められた。すなわち、超過準備に貸出が反応する傾向は不良債権を多く抱えている銀行ほど強く、また業態によっても差異が認められる。よって、近年のマネタリーベースの急激な増加は銀行部門全体を通してと言うよりも、その一部を通じて信用創造過程に流れ出している可能性が示唆される。

日中米不動産価格に関する実証的検証

同志社大学　金静之

近年、中国不動産業の発展とともに、不動産価格は高騰している。とりわけ、中国の金融中心地である上海は、住宅平均売買価格が 2000 年の 3,565 元/平方メートルから 2011 年には 14,503 元/平方メートルへと約 4 倍の水準にまで上昇した。
本研究では、まず、中国不動産市場にバブルが生じたかどうかを検証し、中国不動産価格高騰の原因を実証分析によって明らかにする。次に、不動産価格と過剰流動性の相関、さらに外国直接投資と不動産価格の連動性について実証し、不動産価格の変動要因を明らかにする。最後に、中日米不動産価格の変動を比較し、中国不動産市場の特徴を示す。以上の分析によって、中国不動産市場全体像を根本的に把握でき、今後の中国不動産市場の健全化に必要な対策を明確にすることができるということに、本研究の意義がある。具体的な分析とその結果は以下の通りである。
第一に、上海不動産市場を対象に、不動産価格にバブルが存在するか否かを実証的に検証した。具体的には、まず、1998 年から 2012 年までの上海不動産市場について理論的に分析を行った。そして、政府の不動産市場への政策についてまとめた。最後に、単位根と共和分検定を通して、上海不動産市場にバブルがあるか否かについて実証分析を行った。そこでは、全期間（2002.1-2010.12）には不動産バブルが存在することが確認された。さらに、全期間を二つに分けて検証した。その結果、前半の期間（2002.1-2007.9）ではバブルが存在していなかったことが明らかにされた。一方、後半（2007.10-2010.12）では経済ファンダメンタルズから離脱しバブルが生じていたことが示され、2007 年の構造的変化が中国の不動産価格を大きく上昇させる要因になったことが確認された。
第二に、中国不動産価格と流動性について実証的に分析した。具体的には、まず、中国の過剰流動性の現状をまとめた上で、単位根検定、Granger 因果関係検定とインパルス反応検定で、流動性と不動産価格の間ではお互いにプラスの影響を与えているという結果が導かれた。さらに、不動産価格の高騰が海外からの直接投資の流入をもたらしたものであり、FDI の流入が中国の不動産価格の上昇に与えた影響は有意でないことを明らかにした。
第三に、ARCH 型モデルおよびその拡張モデルを用いて、中国、日本、アメリカの不動産価格収益率の変動について時系列分析を行った。分析によって、中国上海不動産市場とバブル形成期のアメリカ不動産市場には、株式市場や為替市場で発生する ARCH 現象が見出された。しかも、中国不動産市場に非対称性があり、市場に好材料が出れば投資家は非合理的に不動産を購入する一方、悪材料が出れば有意に反応しないことが示された。それに対して、日本不動産市場.2 とバブル崩壊後のアメリカ市場では、ARCH 現象が見出されなかった。つまり、通常の ARMA モデルで不動産収益率の変動を捉えることができることが示された。

日本市場の転換社債発行について

一橋大学大学院生　顔菊馨

本稿の目的は、近年(1996 年～2015 年)日本市場における転換社債の発行アナウンスメント効果を募集方法、発行形態の面から検証し、さらに、同社債発行の決定要因を分析することにある。

転換社債発行のアナウンスメント効果について、本稿の結論は三つある。まず、1996 年以降、日本市場における転換社債の発行に対して、市場は有意に負の反応を示しており、そのマグニチュード(-1.41%)は米国のそれ(平均的に-1.63%)と比較できるものである。また、コールオプション条項の有無によって市場の反応は有意な差がないことに対して、クーポンがついているかどうか、下方修正条項付きであるかどうかによって市場の反応は有意に異なっている。そして、募集方法に関して、公募転換社債発行のアナウンス効果に比べて、私募転換社債の発行はより正のリターンをもたらしている。これらの結果は発行企業の財務的特性等をコントロールした後においても、変わらない。

一方で、近年における転換社債発行の決定要因について、日本市場を対象とする先行研究は数少ない。本稿の検証結果では、日本市場における公募転換社債発行の決定要因は先行研究の転換社債発行の理論的枠組みとは整合的ではないことがわかる。この結果は、日本市場における転換社債発行の決定要因を解明するために、欧米企業と大きく異なる日本企業の株主構成、日本の企業資金調達における法的制度や行動的な要因を取り入れて分析する必要性を示唆している。

マクロ経済モデルを利用した株式リスクプレミアムの推定

三菱 UFJ トラスト投資工学研究所(MTEC)　須田真太郎
三菱 UFJ トラスト投資工学研究所(MTEC)　佐藤　賢一

本研究では、第一に、マクロ経済学で主流となった動学的確率的一般均衡モデル(Dynamic Stochastic General Equilibrium Model: DSGE モデル) をベースとしたマクロ経済モデルにより景気循環の要因(各モデル方程式のショック項、以下マクロリスクと呼ぶ) を推定する。そして第二に、推定したマクロリスクをリスクファクターとしたマルチファクターモデルにより、日本と米国の株式市場における株式リスクプレミアムの推定を行い、株式リスクプレミアムの決定要因をマクロ経済の視点から説明することを目的とする。実証分析の結果、米国の景気循環要因が日米の株式市場において大きな説明力を持つことが明らかとなった。また、リーマンショック前後の局面においてリスクプレミアムの水準に変化が見受けられ、投資家のマクロ経済に対する期待が変化していることを示唆させる結果が得られた。
本研究で構築したマクロ経済モデルは、IMF のエコノミストを中心に開発されたプロジェクションモデルを拡張し、モデル内に Nelson-Siegel 型のイールドカーブモデルを内包した。これにより金融政策に関するマクロリスクの計量を高度化し、株式市場との関係もより明確に観察できるようになったと考える。
また、日本におけるマクロ経済と株式市場に関する先行研究は非常に少なく、今久保(2002)や Aono and Iwaisako(2007)、山本・宮崎(2010)などを挙げるにとどまる。さらに、これらの先行研究は、それぞれが注目するマクロ変数と株価を直接比較していく研究スタイルである。日本において構造型のマクロ経済モデルを利用した株式リスクプレミアムに関する研究は筆者らの知りうる限り存在しておらず、日本の株式市場に関するマクロ経済の観点からの新たな知見が得られるものと考える。

財務データから見たイスラム銀行の経営実態について
－GCC 諸国を例として－

筑波大学　上山　一

近年、イスラム圏を中心に、イスラム金融市場の規模が拡大している。こうしたイスラム金融市場における代表的なプレイヤーがイスラム銀行である。本報告では、GCC 諸国におけるイスラム銀行部門の経営実態について分析を行う。本報告は、以下の内容から構成される。①GCC 諸国における金融部門の特徴とその動向を考察することで、同イスラム銀行部門の置かれている市場環境について検討を行った。次に、②2005 年から 2011 年までのイスラム銀行の財務データを用いて、イスラム銀行部門の経営実態について分析を行った。分析結果より、2008 年 9 月以降の金融市場の混乱を受けて、GCC 諸国のイスラム銀行部門が業務の多角化に対して積極的ではなかったことが分かった。また、GCC 諸国のイスラム銀行部門を資産規模別に見た場合、経営規模における比較優位から、物的資本と労働力の両面において、上位行が最も効率的に経営資源を利用していたことが明らかとなった。さらには、GCC 諸国のイスラム銀行市場については、新規参入および支店網の拡大という状況がある一方で、銀行間の競争は依然として弱いことが示された。最後に、③本報告の分析結果を総括し、そのインプリケーションと今後の課題を指摘した。

マレーシアにおけるイスラーム金融サービス法の施行と イスラーム金融機関への影響

東京外国語大学　福島　康博

イスラーム金融先進国として知られているマレーシアにとって、2013 年は大きな転機となる年であった。既存のイスラーム金融関連諸法等を廃止してイスラーム金融サービス法（Islamic Financial Services Act）に再編したからである。顧客保護やシャリーア・コンプライアンスなどの強化を目指す新法の導入は、既存のイスラーム金融商品の改廃、懲役刑や罰金刑などこれまでにない刑事罰の採用、タカフル保険会社の M&A をうながすライセンス規定の新設など、同国の既存のイスラーム金融産業・市場のあり方に大きな変更をもたらす内容を孕んでいた。およそ 30 年ぶりの抜本的な法律の再編は、ドラスティックな改革をイスラーム金融機関・市場に求めるがゆえ、条項に応じて最大５年の猶予期間がイスラーム金融機関に与えられている。そのため、2016 年現在の同国のイスラーム金融は、法再編に伴う新ルール適応までの移行期間とみなすことができる。

本報告は、以上のような認識に基づき、マレーシアにおけるイスラーム金融サービス法の施行によるイスラーム金融機関への影響を明らかにすることを目的とする。具体的には、まず I. では、同国にてイスラーム金融を対象とする諸法がどのように変遷したかを概観する。次に II. では、2013 年 7 月に施行されたイスラーム金融サービス法の内容を明らかにする。その際、同法を廃止されたイスラーム銀行法とタカフル保険法、および同時期に施行された従来型金融を対象とする金融サービス法と比較することで、その特徴を明確にする。続く III. から V. にかけては、同法の中でもイスラーム金融機関への影響が特に強いとみられる（１）イスラーム銀行の預金口座における元本保証規定とそれに基づく口座の区分の変更、（２）シャリーア・コンプライアンスの強化に伴うシャリーア委員会の権限と義務の強化、および（３）損害保険に相当するゼネラル・タカフル（general takaful）と生命保険に相当するファミリー・タカフル（family takaful）の兼業禁止とこれに伴うタカフル保険会社の M&A（合併・買収）の活発化の３点について、条文の内容とそれがイスラーム金融機関に与える影響を検討する。

上記３点の改正とその影響は、旧法体系では不徹底ないしは明確な規定が存在していなかった事柄への対処といえる。また、金融サービス法と比較した場合、イスラーム金融を対象とする法再編は、イスラーム金融がシャリーアに密接に関係している分野、すなわち金融商品の分野や経営・企業統治の分野での規制強化という特徴を見出せる。

イスラム金融の危機耐性は高いのか
―一般株価指数との相対比較を含めて―

京都大学　吉田悦章

本稿では、イスラム金融が、理念的に期待されるような金融危機への耐性を持っているのかという点につき、市場の動向を客観的に観察して論じる。イスラム金融は、よく知られる利子の禁止規定にとどまらず、投機的な取引の回避と高いガバナンス等により一般の金融に比べて高い耐性を持っていると考えられており、金融危機後、イスラム圏の学者や政策当局者等よりこうした主張がなされた。

一方で、種々の個別金融市場（イスラミック・シンジケート・ローン組成額、イスラム銀行資産残高、イスラム債新規発行額、イスラミック・ファンド残高）に関する量的指標をみると、イスラム金融も金融危機の影響を相応に受けていることが確認された。

また、価格指標として日本株に関するイスラム株価指数の特性につき統計的手法を用いて分析すると、一般の株価指数との類似性が高いものであり、またイスラム・マネー固有の要因の影響は無視し得るものであることから、同様に金融危機のショックを受けていることが確認できた。また、こうした性質を踏まえ、コンベンショナルの株価指数（全体株指数と金融株指数）を合成して得られる合成疑似イスラム株価指数を作成して実際のイスラム株価指数と比較し、概ね類似したパフォーマンスを得ることができた。

以上を総合的に踏まえると、その理念的期待に反して、実際のイスラム金融取引は金融危機の影響をコンベンショナル金融と同様に受ける、と考えることが可能である。

Evaluating Unconventional Monetary Policy of Bank of Japan: A DSGE Approach

神戸大学大学院生　王芮

名目金利がゼロ金利下限に達する場合、通常、短期金利調整による伝統的な金融政策は中央銀行にとって実行不可能になり、政策効果を持たなくなる。そこで、中央銀行にとって、経済を刺激し、デフレプレッシャーに対応するために、量的緩和は数少ない実行可能の政策の選択肢の一つとなっている。1999 年 2 月以来、日本銀行はいくつかの非伝統的金融政策プログラムを実施してきた。この分野では、構造的なアプローチによる研究が少ないという現状に鑑みて、本稿では、異なる満期構造を持つ国債が存在するニューケインジアン動学的確率的一般均衡モデルを構築して、資産における代替の不完全性という仮説に基づいて、日本銀行が 2013 年 4 月から実施する量的・質的緩和政策におけるポートフォリオリバーランスメカニズムによる効果を考察する。本稿で、カリブレートされたモデルによるシミュレーションで得られる主な結果は 2 つある。

第一に、現時点の日本政府の国債の発行残高および保有構造では、日本銀行が実施する大規模の国債買入れプログラムはポートフォリオリバーランスという波及経路から、総産出、投資、インフレを押し上げ、長期金利を押し下げることができると確認されている。

第二に、シナリオごとのシミュレーションの結果から、量的緩和が実施される期間が長いほど、刺激効果やその持続性が強いということが確認されている。ゆえに、政策的なインプリケーションとして、日本銀行による国債購入の規模が同じであっても、出口戦略を先延ばして、長い期間の緩和政策はより効果的であり、望ましいと考えられる。

Estimating currency composition of China's foreign exchange reserves

一橋大学大学院生　　聶麗
東北師範大学　　石凱

Abstract
This study explores the latent currency composition of China's foreign exchange reserves during 2003Q1 to 2015Q1 through the Constrained Least Square model with bounds conditions. The empirical results present a mixed picture of the diversification debate. During the European sovereign debt crisis, the national credit of some developed economic entities degraded repeatedly. The loss of China's foreign exchange reserves due to the fluctuations in exchange rate and asset yields become inevitable. We decompose the foreign reserve change into two parts: net purchases of foreign reserves and non-purchase changes of foreign reserves, by virtue of Balance of Payments and International Investment Position. The results show that China maintained a relatively stable currency composition during the period from 2003 to 2009, but then decreased the euro share and meanwhile increased the share of other currencies such as Japanese yen, Australian dollar, and Canadian dollar. That is, China tried to diversify its reserves out of euro into other currencies to reduce the negative effect of sovereign debt crisis. Our results suggest that China still took the U.S. dollar as the dominant reserve currency, and began to pay more attention to its major trading countries' currencies. As of 2015Q1, China held about 63.6% of its reserves in the U.S. dollar, 19.6% in the euro, 3.4% in the Japanese yen, 5% in the pound sterling, 2.2% in the Canadian dollar, 2.0% in the Australian dollar and 0.1% in the Swiss francs.

Key words: Currency composition, Net purchase of foreign reserve, Non-purchase of Foreign reserve

Effectiveness of Monetary Policy in Economies in Democratic Transition: Evidence from Tunisia

Brahim Guizani, The University of Tunis

Abstract
This paper aims to contribute to the meager literature on monetary policy effectiveness in Tunisia especially after the revolution of January 2011; a period during which the country entered a delicate democratization transition. On the basis of a monthly data of several macroeconomic variables during the period from 2000 through 2013 a Vector Error Correction (VEC) model is estimated. The VEC-generated impulse response functions show that the monetary policy stance, as measured by the short-term interest rate, has become increasingly more effective on real output and prices during the post-revolution period; i.e., (2011 – 2013) than the previous period; i.e., (2000 – 2010). The variance decomposition analysis not only confirms these findings but also points out an increasing role to the real output in price variation during the political transitional period. This might be attributed to the increasing volatile environment that characterized this period, which perturbed the aggregate supply and exacerbated the aggregate demand. Another no less important finding uncovered by the model is the amplification and acceleration of the exchange rate pass-through during the transitional period with respect to the pre-revolution period.

Keywords: monetary policy, Vector Error Correction Model, impulse response function, variance decomposition, Exchange rate Pass-Through.

JEL classification: E52, E58

＜中央銀行パネル＞

非伝統的金融政策における手段・枠組みの国際比較

クレディ・スイス証券 水野温氏

＜主旨＞

グローバル金融危機後、「ゼロ金利制約」に直面した主要先進国の中央銀行は、１）資産買入れ、２）貸出支援、３）フォワード・ガイダンス、４）マイナス金利政策、など非伝統的金融政策を導入してきた。ただ、世界経済の低迷が続く中、金融市場では、非伝統的金融政策（特に QE/APP など資産買入れ策）は「時間を買う政策」に過ぎないとの意見が増えてきた。金融緩和の波及経路は、実質長期金利低下に伴う、資産価格の押し上げと自国通貨安を通じたもの（「為替チャネル」と「資産価格チャネル」）が中心となり、「貸出チャネル」が十分に働いていないため、非伝統的政策による実体経済の押し上げ効果は乏しい。日本銀行は、2013 年 4 月 4 日に「量的・質的金融緩和（QQE）」を導入し、2016 年 1 月 29 日にマイナス金利政策を導入した。マイナス金利政策は、自国通貨高防衛策としての色彩が強いが、多くの国が自国通貨安を望む中、為替チャネルによる景気刺激効果は限定的である。また、円高ドル安進行、株価下落に加え、大手金融機関はマイナス金利政策が収益を圧迫するとの判断の中、預金受入れを抑制、低いスプレッドでの法人貸出に慎重になり、バランスシートを縮小させようとしており、少なくとも短期的には金融環境をむしろ引き締めた。QQE は「異次元緩和」と呼ばれているが、国債を中心とした資産の大量購入は、リスク資産の購入という「質的緩和」の部分は目新しものの、黒田総裁が就任するまでの日本銀行の資産買入れの延長戦であった。一方、『マイナス金利付き QQE』は、民間金融機関の市場部門のみならず、預金・貸出業務、システム投資など本業に影響を与えるという意味で、わが国の金融サービス業界にとって、まさに真の意味で、「異次元」の金融緩和のフレームワークといえる。2015 年にマイナス金利政策に踏み切った欧州諸国では、金融規制強化への対応もあり、民間のバランスシートは縮小し、金融機関の金融仲介機能は低下している。

主要先進国の中央銀行が景気下支え役を果たしたものの、日本とユーロ圏では構造改革と成長戦略が不十分で、財政健全化が進展したことも、景気回復力に乏しい回復が続いている。QE/APP を好感した長期金利低下・株価上昇・クレジットスプレッドのタイト化の効果は息切れしつつある。時間の経過に伴い、追加的な資産購入を継続しない限り、資産価格の正常化プロセスがスタートする。ハイ・イールド債（ジャンク・ボンド）のイールドが発行体のクレジット・リスクを反映した適切な水準に上昇した場合、低金利で格付けの低い企業が資金調達できなくなると、米国のリスク資産市場は悪循環に入る可能性が高い。安全資産として米財務省証券に資金がシフトする可能性が高い。2016 年は「グローバルな金融緩和の効果と限界」が金融市場のテーマになろう。また、「クレジット市場の blow up（流動性枯渇・崩壊）」が tail risk と判断される。

本パネルでは、まずパネリスト３氏にそれぞれＦＲＢ、ＥＣＢ、ＢＯＥの非伝統的金融政策を論じていだいた後に、日銀の政策にも言及しながら議論を深めていくこととしたい。

＜中央銀行パネル＞

米国の金融政策の正常化

三菱東京 UFJ 銀行　鈴木敏之

2007 年からのグローバル金融危機は、世界経済を恐慌の淵にまで追い込んだ。米国は、マクロ安定政策としての金融政策、TARP による資金注入などの金融システム安定化策、財政からの刺激策を総動員し、危機克服を成し遂げた。今日、経済成長率は、FOMC（連邦公開市場委員会）が、潜在成長率とみる 2%成長の軌道に乗っており、失業率は 4.9%（2016 年 2 月）にまで著しい低下をみている。インフレ率もコアでみると、上昇をみている。一方で、ドット＝フランク法の制定をはじめ危機の再発を防ぐべく規制などの制度対応も信認を得ている。

この状況下、恐慌の淵にある状態で緊急対応として発動された強烈な金融政策、政策金利の引き下げ、LSAP（大量資産購入、俗にいう QE）、積極的な将来の金利の期待形成の誘導は、平時には弊害があるとして、いわゆる金融政策の正常化に着手した。2013 年 5 月にバーナンキ FRB 議長が、LSAP の縮小を公言し、その後、1 年半をかけてそれを完了した。正常化の次のステップである政策金利の引き上げに動こうとしたが、結局、2015 年 12 月に、ようやく 1 回の利上げに漕ぎ着けただけで年末を迎えた。その間、資金吸収、政策金利の誘導を軋轢なく行えるかの準備に長い時間をかけた。それでも、LSAP で膨張した Fed（連邦準備）のバランスシートは 4.5 兆ドル規模が維持されている（2016 年 3 月時点）。

ここで、次の問題の検討が必要であろう。

(1) 他主要国も非通常型金融政策を発動したが、何故、米国だけが、上記の通り、良好といえる経済状態を比較的短時間で回復できたのか。
(2) 一方で、長期停滞論が論じられ、自然利子率の趨勢的低下が観察されるが、その金融政策への意味は何か。
(3) 正常化を標榜し、行動し、中央銀行のバランスシートの拡大をとめるところまできた。利上げも開始できた。しかし、それだけでも長い時間を要している。これほど時間を要するのは、何故か？
(4) 正常化を進めるのに時間を要する弊害、すなわち、ストックでみた量的緩和状態が長期化する弊害は傍観していてよいのか？
(5) その弊害に資産価格のバブル誘発がある場合、マクロプルーデンス政策での対処は有効と期待できるのか？
(6) 近年、金融市場の動揺が激しくなっている。米国だけが、正常化を進めることに問題はないのか？

以上の検討をもとに、非通常型金融政策の持つ課題を明らかにし、いかなる対応が要るかについての議論を仰ぎたい。

＜中央銀行パネル＞

ECBによる非標準的政策の枠組みとその効果

関西大学　高屋定美

2007 年夏のパリバショック以来、欧州は金融危機に直面し、2008 年 9 月のいわゆるリーマンショックでは欧州中央銀行(ECB)は、金融市場への流動性供給を行ってきた。しかし、金融危機、そしてギリシャ政府による巨額の財政赤字の露呈を契機とした欧州債務危機に対応するため、従来の資金供給策でない非標準的金融緩和政策を実施することとなった。

たとえば 2012 年 9 月に導入された OMT(Outright Monetary Transaction)の導入により、ECB は南欧諸国の国債を買い切ることを宣言し、債務危機の沈静化を狙った。これによりいったん債務危機は沈静化し、一定の効果はあったものといえる。ただし、OMT は不胎化されたため金融緩和には寄与していない。

しかし、それでもなおユーロ圏の経済状態は上昇傾向にあるとはいえず、ブレークイーブンレートでみた期待インフレの上昇もみられず、2014 年からは下降傾向にある。そのため、ECB はいっそうの金融緩和を狙うため、預金ファシリティ金利をマイナスにするという、いわゆるマイナス金利政策を採用した。それでもなお、期待インフレの下落が続き、2015 年に入って、月額 600 億ユーロの国債を 2016 年まで購入を継続する、いわゆる量的緩和政策を実施するに至った。

本報告では、ECB が量的緩和政策に踏み切るまでの背景を述べるとともに、2014 年以前の非標準的緩和政策、マイナス金利政策、そして量的緩和政策の効果を、金融市場データならびにマクロ経済データを用いて、実証的に検証する予定である。その上で、一連のユーロ圏での金融緩和効果を再検証する。

さらに、ECB の金融緩和が、わが国の金融緩和の政策枠組みに与える示唆も検討する予定である。

＜中央銀行パネル＞

イングランド銀行の量的緩和政策

大阪経済大学　斉藤美彦

今次金融危機の影響を大きく受けたイギリスは、金融政策において超緩和政策を採用せざるをえなくなり、イングランド銀行（BOE）は、２００９年 3 月には政策金利を史上最低の０．５％に引き下げるとともに、量的緩和政策（QE）を導入した。この QE は、基本的には国債の大量購入政策（LSAP）であるが、BOE の QE の特徴としては、自らが国債のアウトライトオペを行うのではなく、子会社である資産買取ファシリティ（APF）により行うという点にある。そして APF に損失が出た場合は、財政負担となるという取り決めとなっている点がユニークである。

また、APF による資産購入は、上限を画するという形式により行われており、当初のそれは 500 億ポンドであったが、その上限は段階的に引き上げられ、２０１２年７月には 3,750 億ポンドとなったが、それ以後の購入上限の引上げは行われていない。また、BOE の政策金利とは準備預金への付利金利であるが（これが平時においては通常の資金供給手段である期間１週間の短期レポオペの適用金利である）、これは２００９年 3 月以降変更されていない。

BOE は１９９２年以降、インフレーション・ターゲティングを採用しているが、危機以降は CPI がターゲティングレンジ（２％±１％）を外れる場合が多いが、それが金融政策の変更へとは結びついてはいない。また、２０１３年７月に就任した BOE のカーニー総裁は、すぐに失業率目標によるフォワード・ガイダンスを導入したが、失業率の低下により（出口へ向かうのではなく）、２０１４年１月にはその見直しをせざるをえなくなった。これは、アメリカの出口政策の影響を見極めたうえで、政策決定を行おうとの思惑によると思われるが、最近のイギリス経済自体はキャメロン政権の緊縮財政にも関わらず相対的には好調であるといってよい。これをあまり動いていない金融政策の貢献としてよいかは議論が必要であろう。

なお、BOE は QE の導入当初においては、一般向けのパンフレット等においてその効果について単純なマネタリスト的な説明を行っていたが、その後その説明を事実上撤回し、いわばその効果が限定的であるという説明に変化してきている。そして、BOE の場合、銀行からではなく機関投資家からの国債購入であるから QE は準備増とともに預金増となるわけであるが、その増加した預金については決して銀行にとってのフリーマネーではないと説明するようになった。

さらに、QE によってもマネーストック増に結びつかないことから、銀行の資金調達コストを引き下げることにより貸出増（＝預金増）を狙った証券貸出スキーム（FLS：TB の低利貸出制度）を２０１２年８月以降実施してきたが、あまり効果がなく２０１５年１１月には、制度を終了させること（２０１８年１月）が発表された。

為替変動が企業業績にもたらす影響について
― 企業財務データを用いた実証分析 ―

内閣府経済社会総合研究所
特別研究員　花垣貴司
上席主任研究官　堀　雅博

2012 年 12 月の「アベノミクス」開始以降、外国為替市場では大幅な円安が進行した。我が国の景気動向が為替変動と密接に関連していることは衆知であり、円安は民間経済活動を刺激する最も分かりやすい経路の一つと考えられている。ただ、誰もが円安を歓迎している訳ではなく、例えば、国内で活動する中小企業にとって円安は海外調達コストの増大を意味する。また、近年、日本企業は円安の下でも海外での販売価格（ドルベース）をあまり下げなくなっており、輸出数量はそれ程増加していない。

こうした背景の下、本稿では、２つの企業レベルのデータセット（企業活動基本調査、及び Orbis）から構築した 1990 年代半ばから 2013 年度までの日本企業約 36 万社をカバーする大規模なパネルデータを用い、特に最近の為替レートの変化が日本企業の業績に与えた影響に関するファクト・ファインディングの結果を報告する。

分析結果によれば、円安は一般的に日本企業の業績に（売上経路を通じて）正の効果を有する。また、予想される通り、最も恩恵を受けるのは、輸出の多い大・中堅企業である。

分析結果を以って、「良好な企業業績は円安の直接的な結果である」という見方を実証したとは言えないが、2013 年に見られた日本企業全般の好業績は、過去数十年の円ドルレートと業績の関係から推定される姿に概ね沿ったものであった。

一方、2013 年の円安が輸出企業にもたらした正の影響は、何らかの理由で過去に比べて小さいように見える。この点について、輸出企業の生産部門の海外移転が、円安の恩恵を低下させたという仮説を検証してみたが、我々の暫定的な分析に基づく限り、肯定的な結論は得られていない。

The International Use of the Renminbi: Evidence from the Japanese Firm-Level Data

学習院大学　清水 順子
横浜国立大学　佐藤 清隆

The use of the Chinese renminbi (RMB) is said to have been increasing in recent years for trade invoicing, due to active promotion policies by the Chinese government. However, only patchy information has been presented in the literature on the use of RMB in Chinese trade. Since China plays a role of regional and global manufacturing hub and foreign multinational companies (MNCs) actively operate in China, it is necessary to investigate to what extent MNCs use RMB for trade invoicing especially in their intra-firm trade, whereas no empirical evidence has been presented.
Utilizing the firm-level information obtained by the large-scale questionnaire surveys, this study presents a new evidence of the use of RMB by Japanese MNCs operating in China and other Asian countries along their regional and global production network. We found that although RMB is extensively used for local sales and procurement in China, Japanese MNCs in China mainly use the U.S. dollar and yen in trade with other countries. However, we also observed that Japanese MNCs in China increased the use of RMB in intra-firm trade with Japan. The RMB transactions will be growing further if it becomes easier for MNCs to conduct marry and netting for their trade settlement.

外国為替証拠金取引規制―わが国におけるＦＸ取引の沿革と現状―

中部学院大学　　畠山久志
立正大学　　林康史
立正大学　　歌代哲也

1996 年に第二次橋本内閣が発足直後、抜本的な金融制度改革、いわゆる日本版金融ビッグバンを実施した。その金融制度改革の施策の一つに外国為替取引の完全自由化という規制撤廃があった。
外国為替管理の自由化によって、為銀主義が廃されたために、現在では一般に FX 取引と呼ばれる外国為替証拠金取引が誕生した。外国為替証拠金取引に関しては、規制する業法もないため、監督官庁もなく、通常の民法や商法などの一般法によるルールがあるのみといった、ほとんど規制のない状態で取引が自由に行えるようになった。
外国為替証拠金取引は、委託証拠金を用いて取引が行われ、また、差金決済が可能であるため、レバレッジの倍率次第では多額の利得を得ることもあるが、損失が増幅されることもある金融商品である。法律の不存在の結果、外国為替証拠金取引の商品特性の説明が不十分であったり、顧客も特性を理解しないまま取引が行われたりし、不公正な取引が行われることもあり、社会問題化し、また、訴訟にも発展した。
こうした事態を受けて政府は規制を行うこととし、外国為替証拠金取引は先物取引と整理され、改正金融先物取引法で規制が行われることとなった。外国為替証拠金取引業者は金融庁に登録が義務付けられ、参入規制や、商品説明義務や不招請勧誘などの行為規制などが課され、顧客保護に一定の効果があった。しかし、リーマン・ショックが起こり、外国為替証拠金取引業者が破綻し、顧客に損害が及んだ。そのため、取引証拠金の区分管理を徹底し、ロスカット・ルールを定め、証拠金のレバレッジ規制を導入した。
取引証拠金の区分管理やロスカット・ルールは、外国為替証拠金取引に本来的に不可欠なものであり、適切な規則であるものの、商品性の本質にかかわるものではない。しかし、レバレッジ規制は、商品の効率性、魅力に係る本質そのものを制限するものであり、単なる業者規制、行為規制に止まらない。こうした商品の本質そのものに係る制限は、日本版ビッグバンが目指した金融制度改革の規制緩和、自由化に逆行するものと評価され、法規制の建物て付け上も問題なしとしない。
本稿は、外国為替証拠金取引を外国為替制度の流れのなかで位置づけて史的展開を述べ、市場・取引と法が相互依存・経路依存であることを認めたうえで、その取引に係る諸規制、就中、レバレッジ規制について検討するものである。

New assessment of the Japanese foreign exchange intervention: A stopping time approach

早稲田大学　北村能寛

I propose a new variable to assess the effect of the Japanese foreign exchange (FX) intervention. The variable is the probability of an FX rate reaching one threshold before the other threshold is reached. Importantly, the probability depends on not only the level but also the trend and volatility of a current FX rate. When an intervention changes the probability into its intending direction, the intervention is effective. The notable feature of the probability is to consider both the level and volatility of an FX rate comprehensively, on those previous literature examine the effect of FX intervention separately.

JEL classification: F31; E58
Keywords: Foreign exchange intervention; Nearest-neighbors matching analysis; Probability reaching a threshold

Stepping Out of Limit Order Book: Empirical Evidence from the EBS FX market

Masayuki Susai* Yushi Yoshida**
Nagasaki University Shiga University

Abstract:
Most of limit orders exit from the market without any transactions by either cancellations or revisions. The EBS dataset allows measuring how long an individual limit order stays in the foreign exchange market. With the measured lifetime of cancelled limit orders, we find that, consistent with optimal behaviors of order placement, post-order-placement changes in market price and the depth in limit order book affect cancellation behaviors. FX dealers cancel their limit orders faster when depth at better quotes become thicker. When a market price moves away from their submitted quotes, patient dealers show more forbearance to their worsened position.

Journal of Economic Literature Classification: F31 (foreign exchange), G12 (trading volume), G14 (information and market efficiency), G15 (international financial markets).

Keywords: Foreign exchange market; Life time; Limit order; Market microstructure; Order book.

大学生の金融リテラシーに及ぼす学校、家庭、社会の影響について
―国公立 6 大学の学生を対象とした調査をもとに―

金沢星稜大学　北野友士
滋賀短期大学　小山内幸治
愛知教育大学　西尾圭一郎
金沢大学　松浦義昭
愛媛県金融広報委員会　氏兼惟和

昨今、金融教育の推進が国家的な取り組みとして求められている。こうした状況の下で、2013 年 4 月に金融経済教育研究会から「最低限身につけるべき金融リテラシー」、2014 年 6 月には金融経済教育推進会議から「金融リテラシー・マップ」が相次いで公表された。詳細は割愛するが、これらは生活スキルとして最低限身に付けるべき 4 分野 15 項目の金融リテラシーをライフステージごとに設定したものである。こうした取り組みにより、わが国における金融教育に関する基盤は着々と形成されつつある。

ところでわが国においてもまず「最低限身につけるべき金融リテラシー」が定義されたことからわかるとおり、金融教育はそのコンテンツともいうべき金融リテラシーの内容が非常に重要である。金融リテラシーの内容を明確にしなければ金融教育として何を教えるべきなのかも定まらず、また金融教育の成果を計測することもできないからである。なお現在求められている金融リテラシーは、単なる金融知識ではなく、行動力や対応力などを伴うものでなければならない。そのため、個人の金融リテラシーは学校で身に付ける知識のみならず、家庭や社会、個人の習慣などの環境要因に影響されている可能性がある。

そこで本稿ではアメリカで金融教育の支援に取り組んでいる NPO 法人の Jump$tart Coalition for Personal Financial literacy（以下、Jump$tart）が行っている大学生向けの金融リテラシー調査を参考にして、わが国の大学生の金融リテラシーを計測できる調査用紙を作成した。Jump$tart が作成した調査用紙は、全米のさまざまな専攻分野の大学生を調査対象としており、その調査結果から最も確度の高い金融リテラシー調査の 1 つであると筆者らは考えている。この調査用紙を用いて日本の大学生の金融リテラシーの計測を行うことで、日本の大学生の金融リテラシーが計測できるのみならず、日米の比較が可能となる。また Jump$tart の金融リテラシー調査には存在しない問題を付加することによって、「最低限身につけるべき金融リテラシー」も同時に計測できるように工夫した。そのうえで、日本の大学生の金融リテラシーに影響を与えている要因についても検証する。

経済的産出量および金融市場の発展に影響を与える歴史的初期条件としての植民地

桐蔭横浜大学法学部非常勤講師
冨田　洋介

本稿では各国を 1914 年以降より前に独立していた国を独立国とし、1914 年以降に独立した国を植民地として分類し、1 人当たりの GDP および金融市場の発展が独立国と植民地の間で異なるのかを調査したものである。まず、各国における法の起源をイギリス法起源、フランス法起源、ドイツ法起源、スカンディナビア法起源の 4 種類に分類し、さらに各法の起源ごとに独立国と植民地に分類する。その分類に基づいて 1 人当たりの GDP および金融市場の発展の程度が独立国と植民地という要因で差が生じるのかを検定したところ、如何なる法の起源であっても独立国の方が高いことが示された。また、本稿の推計結果によれば、1 人当たりの GDP および金融市場の発展の程度は独立国の方が高い。

本稿の第 1 節において、法の継受について議論し、植民地政策などで行われる強制的継受は既存の制度に受け入れられにくく失敗しやすい傾向にあるということを議論する。このような法の継受の議論から、独立国と植民地では独立国の経済的産出量および金融市場の発展の程度が高いという仮説を導き出す。第 2 節において、前節で説明された仮説を検証するために、まず各国を法の起源ごとに分類し、さらに独立国と過去に植民地であった国に分類し平均的な統計を概観する。その独立国と植民地の経済的産出量や金融市場の発展について差の検定を用いて検証する。第 3 節では、3 つの回帰式を用いて経済的産出量および金融市場の発展に独立国と植民地の間に相違があることを推計する。データはパネルデータであり変動効果モデルによって推計される。第 4 節において、本稿の問題点とインプリケーションを示す。

本稿の問題点として、このようにただ単純に独立国か植民地であったかによって分類するだけでは法の起源の継受における成否を一概に説明できない部分もある。ただし、本稿の推計によって独立国は植民地と比較して高い経済的産出量や金融市場の発展に関連付けられることを示したことは意義のあることであると考える。つまり、平均的に見て植民地における法の継受は失敗しやすい傾向にあるということである。その結果が、1 人当りの GDP で計測した経済的産出量や金融市場の発展に関連しているのである。

本稿の今後の課題として、植民地における法の継受が成功するパターン、もしくは独立国であっても法の継受が失敗する具体的な要因を探ることにあると考える。

金融論と民法学の接点
――証券化と債権譲渡ファイナンスをめぐって――

横浜国立大学　　高橋正彦

「債権譲渡ファイナンス」とは、金銭債権譲渡形態の金融取引の総称で、報告者が創造した、証券化等の上位概念である。本報告では、債権譲渡ファイナンスをめぐって、金融論等の経済学と民法学等の法律学との接点という視点から、踏み込んだ考察を試みる。

債権譲渡ファイナンスに関して、対象債権が既発生債権か将来債権か、および、債権譲渡が真正売買か譲渡担保かという二つの座標軸を切り口とすると、現実に行われている債権譲渡取引を四つの象限に分類することができる。すなわち、①既発生債権・真正売買として、通常の金銭債権（住宅ローン債権、リース・クレジット債権等）の流動化・証券化など、②既発生債権・譲渡担保として、中小企業向けの売掛債権担保融資（借入）など、③将来債権・真正売買として、将来売掛債権の証券化、事業の証券化、プロジェクト・ファイナンス、レベニュー債など、④将来債権・譲渡担保として、診療報酬債権担保融資（借入）、ＡＢＬ（アセット・ベースト・レンディング）における売掛債権担保融資（借入）の将来債権部分などが挙げられる。ただ、個別の債権譲渡取引は、既発生債権→将来債権、真正売買→譲渡担保という各座標軸に沿って、連続的に分布している。

債権譲渡ファイナンスの対象債権が既発生債権か将来債権かという、主に民法上の論点は、対象債権の発生リスクの程度という、経済的事象にほぼ解消される。また、証券化と倒産隔離性に関して、更生担保権の要件といった、一見して倒産法上の論点は、売買か担保かという民法レベルの契約の解釈、または取引の性格付けに帰着し、さらに、オリジネーターの信用リスクの遮断・残存の程度という、経済的事象にほぼ解消される。

このように、証券化と債権譲渡ファイナンスを例にとっただけでも、金融論を含む経済学と、民法学を含む法律学との間に、少なからぬ接点があることは明らかである。しかし、経済学と法律学との専門分化の反面で、両分野を横断するような議論を行いにくくなっている面も否定できない。その背景には、特殊な専門用語などの壁に加え、民法学上の「売買か担保か」のような二者択一的・質的・規範的な法律論と、金融論上の信用リスクの程度のような連続的・計量的・実証的な議論など、それぞれの方法論や思考様式の相違もあり、両分野が相互に親和的でないという事情がある。両分野は、社会科学の隣接領域でありながら、現状では、水と油のような関係になってしまっているようにみえる。

債権譲渡ファイナンスに限らず、金融取引や金融システムなどを多面的・包括的に理解するためには、法と経済学、あるいは経済学と法律学との複眼思考（エコノリーガル・スタディーズ）のように、学際的な考察をさらに進めていく必要があろう。

バーゼル規制対応の新しい資本性証券の課題

早稲田大学大学院生　鶴沢　真
早稲田大学　大村　敬一

世界的に経済の低迷が広がるなか、銀行の健全性向上のために個別銀行に対する規制と自己資本充実が一層厳格化され、金融システムの安定性を維持するためにセーフティネットが強化されてきた。しかし、経済環境の趨勢的な低迷のもとで銀行が余儀なくされたリスクテイクの拡大、そして、グローバル化によってリスク伝播の拡大と同期化、リスク分散能力の低下が急速に広がり、金融システムの不安定性は低下するどころか、むしろ高まる傾向にある。

こうした事態は、2008 年の世界的な金融危機を契機として深刻化し、ラストリゾートとしてのベイルアウト(政府による救済)負担は国家予算を圧迫している。バーゼル規制では、主要銀行の自己資本の一層の充実を掲げ、銀行にとって限界と思われるほどの水準に要求を高めている。2010 年以降のギリシア債務問題に端を発する欧州危機においても、銀行のストレステストが繰り返されて自己資本充実を迫られるなど、エクイティに近い証券発行による調達ニーズが高まっていたが、その一方で増資環境が悪化していた。これらの困難を解消し、ベイルアウトによる政府負担を軽減する工夫として、一定のトリガーに抵触すれば資本に転換されるオプションの付与された新しいタイプの資本性証券の発行が急速に広がっている。

本稿では、新しい資本性証券の仕組みの解明と課題の把握、それを踏まえた改善の提案を行う。負債と資本の中間に位置する資本性証券の整理を行ない、さらにベイルインに関する議論や規制上の取扱いを検討した。そして、欧州での発行状況を踏まえ、わが国のメガバンクが発行している新しい資本性証券の商品性をオプションモデルによって明らかにした。わが国では、預金保険法 126 条の特定 1 号措置によって公的資金によるセイフティネットが整備されており、投資家のインセンティブ上の問題として、商品性に関する詳細な検討や理解とは別に、政府保証を前提とした楽観的な引き受けが行われている可能性があることを、モデルによる評価から明らかにしている。

新しい資本性証券のなかでも、業績悪化時に元本削減し業績が良化すると元本が回復する双方向に元本調整する条項のついた資本性証券については、他の形態と比較し損失吸収が柔軟に行える設計となっており、優れた商品性となっている。しかし、政府救済を期待する投資家は、トリガーが発動される事態を想定しておらず、設計上の工夫が活かされていない。この現状を改善するため、総資本比率をトリガー条項として追加することと、新たなファシリティ機構を創設し、シンプルな社債やエクイティへ転換する仕組みにすることで、民間の市場メカニズムを有効に活用することを提言している。

以上

ブラジルの政治経済と日本の ODA

布目稔生

互いに「地球上で最も遠い国」とされる日本とブラジルの国交は 1895 年に開始された。それから数えて 2015 年は両国の外交樹立 120 周年の記念すべき年であった。

ブラジルは、世界第 5 位の面積・人口をかかえ、世界第 7 位の経済規模を誇る。一次産品の輸出で成立していた経済は、最近の目覚ましい経済発展から国際的地位を高め、同時に豊富な地下資源、世界最大の食糧増産余力から両国の関係強化は極めて重要である。

本報告は 2 部構成（第 1 部：ブラジルの戦後政治経済史、第 2 部：日本の ODA 供与）で議論を進める。まず第 1 部は、ブラジルの戦後をポピュリズムの時代（1946～1964 年）、長期軍政の時代（1964～1985 年）、民主主義の復活（1985～現在）に区分し、政治経済の歴史を概観する。

それを受けて、第 2 部では日本からの ODA の供与状況を円借款と贈与（無償資金協力、技術協力）に分けて振り返る。2015 年初頭に閣議決定された「開発協力大綱」には、軍への災害時に限り ODA を供与するという規定があるが、順守されるかは疑問である。それでもブラジルは、いまだインフラが整備されていないため、引き続き円借款が供与されよう。また贈与では、日本の援助機関の JICA 設立の契機となり、1979 年から 22 年におよび実施されたセラード農業開発協力にも触れ、日本の ODA の展開とブラジルの経済発展が密接な関係にあった点を説明する。

戦間期日本の「変態増資」
―その背景と意義―

フェリス女学院大学　齊藤　直

本報告は，両大戦間期（以下，戦間期）に頻繁に見られた特殊な増資形態である，いわゆる「変態増資」について，明治製糖による新明治製糖の設立・合併の事例を中心とするいくつかの主要事例の検討を通じて，その背景と意義を考えることを課題とする。
変態増資とは，別会社を設立したうえで直後にそれを合併することで資本金を増加させる形の増資を意味する。非常に不自然な印象を受ける資金調達方法であるが，戦間期には，浅野セメントによる第二浅野セメントの合併（1924 年 6 月），明治製糖による新明治製糖の合併（27 年 10 月），東京モスリン紡織による第二東京モスリンの合併（32 年 10 月），日本鋼管による第二鋼管の合併（33 年 12 月）などの事例が示すように，当時の日本を代表する大企業もこの形での増資を行っている。そして，先行研究は，こうした変態増資が行われた理由として，当時における資本金の払込に関する分割払込制度を前提としたうえで，商法が全額払込以前の段階における新規の株式発行を禁止していたことにより，全額払込前であるものの新株を発行したい企業が，変態増資という形での増資を選択したという説明を行ってきた。しかし，そうした説明に対しては疑問を提示せざるを得ない。仮に，業績不振などの理由により変態増資以外の方法での資金調達が困難な企業が変態増資を行おうとする場合を想定すれば，その企業が変態増資を行い得ると考えることは不自然である。逆に，好業績で資金調達が相対的に容易な企業が変態増資を行ったとすれば，その企業は複数の資金調達方法の中から変態増資という方法を選択している可能性が高く，変態増資という方法を選択した理由は未払込資本金が存在することとは別の点にあった可能性が高いであろう。いずれの場合でも，全額払込前の株式発行を禁止する法制度のみで変態増資の背景を十分に説明できるとは考え難い。
そこで，本報告では，戦間期に行われた変態増資の代表的な事例を分析することを通じて，変態増資の背景を法制度に求める見解が妥当かどうかを検討するとともに，変態増資の歴史的意義を提示する。

ナチス体制下のドイツ銀行業－ドイチェバンクをめぐる歴史認識論争

北星学園大学　山口博教

本報告は、ナチス体制下のドイツの銀行業、とりわけドイチェバンクの歴史認識をめぐる国際論争を紹介し、考察を加えることである。

ドイツの銀行・保険業界は、1997/98 年に一斉に 1933 年から 1945 年の期間の金融業務について調査を開始した。この結果アリアンツ保険会社が 2001 年にアメリカ人研究者による研究成果を公刊した。またコメルツバンクはフンボルト大学に依頼し 2004 年に、またドレスナーバンクもベルリン自由大学の研究者グループに委託し 2006 年にそれぞれ歴史文書を公刊した。特に後者は 2300 ページから成る大部の報告書である。

この背景には、東西ドイツ統合後に再燃したスイス銀行に対するユダヤ評議会の資産返還請求の高まり、ドイツ企業が戦時中に行った強制労働に対するアメリカ合衆国における集団訴訟、さらにはドイツの銀行・保険会社に対する休眠口座預金の返還・未払い保険金賠償金請求を求める運動があった。

本報告の対象であるドイチェバンクは 1998 年に歴史検証委員会を立ち上げ、国内外の研究者に研究を依頼した。ただしドイチェバンクの場合には、すでにこの種の史検証作業は、1980 年代に東独研究者チヒョンの著作をめぐる裁判で経験済みであった。さらに 1989 年の時点で 5 人の研究者に依頼し 125 年記念史刊行の準備を開始し、1995 年に刊行した。

ドイチェバンクをめぐるこれらの研究成果が他の金融機関の報告文書と異なっているのは、集団討議を経た後にも研究の視点が各研究者の裁量に任された点である。このため検証の成果は一冊にまとめられたものではなく、個人研究成果として続々と刊行された。このため各著者の間で評価・見解に食い違いが生じ、議論を引き起こすことになった。一方ではプリンストン大学教授 H.ジェイムズのドイチェバンクの「アーリア化」、特に東欧での外国部門担当アプス取締役への批判、ケンブリッジ大学教授 J.スタインバークの「金転送」業務における批判等が生じた。他方ではこれらに対する反論が、フランクフルト大学教授 R.ガルによりなされた。後者は『アプス伝』を公刊する中で表明された。生い立ち、個人銀行からドイチェバンクへの抜擢、1944 年ヒトラー暗殺未遂事件に関わるドイツ銀行業界内部の抵抗運動との関わり等多岐に渡る論点が提示されている。

第二次世界大戦後ドイツ金融界を代表し、産業界にも君臨したアプス重役は“a man for all seasons”と呼ばれた。この表現は一方では、「八方美人」、「全天候型人物」とも訳しうるし、他方では「鵺的存在」とも訳しうる。いずれにせよ、第二帝政・ヴァイマル共和国・ナチス体制・連邦共和国（西ドイツ＋東西統合ドイツ）という五つの時代を生き抜いた「老獪な人物」であったことは間違いない。今後、ドイチェバンク 150 周年（2020 年）記念誌における自己評価を含め、歴史認識はさらに進んでいくことが予想される。

以上の点を踏まえて、本報告では論争に対する現時点での評価を与えておきたい。

市場社会主義下のコーポレート・ガバナンスと企業行動
―中国上場企業に関する実証分析―

一橋大学大学院生　王楽
一橋大学　劉群
一橋大学　花崎正晴

本稿では、中国特有の市場社会主義下のコーポレート・ガバナンス構造に着目し、上場製造業企業のガバナンス構造の変遷と現状、そしてそのようなコーポレート・ガバナンス構造が企業パフォーマンスや企業行動に及ぼす影響を定量的に分析した。本稿は、２０００年から２０１４年の１４年間という長期間の上場製造業企業データを用いて、所有構造や取締役会構造のなかでの政府のプレゼンスと企業パフォーマンスおよび企業行動との関係を定量的に分析した。とりわけ、先行研究で無視されている国有法人株主と民営法人株主の差異について考察し、加えて CEO や独立取締役の前職についての情報を集めて、それぞれ企業パフォーマンスや設備投資行動との関係を分析した。世界で最大の市場社会主義国家である中国において、経済面での最も顕著な特徴は国家が主導力を発揮している点であり、本稿でもその点に焦点を当てた分析を進めている。
その結果、政府の持株比率は、企業パフォーマンスとノンリニアな U 字関係を支持する結果を得た。また、CEO および独立取締役の属性に関しては、政府との関係を有する CEO が企業の収益性を悪化させる傾向がみられる一方で、独立取締役の属性の影響は明白には観察されなかった。さらに、政府系取締役の存在が、企業の設備投資を抑制していることを示す結果も得られた。これは、企業の過剰投資をコントロールする政府の方針がうかがえると同時に、人事支配の手段を通してその方針を効率的に実施していることを示唆するものである。

取締役の構成が銀行の貸出に与える影響
―株式会社化以降の中国銀行業に関する分析

一橋大学大学院　特別研修生　郎霊

中国経済全体の高成長が中国系銀行躍進の重要な原因だが、中国系銀行が現在国際的に重要な地位を占めるに至った根本的な原因は金融制度改革（restructuring）であると思われる。銀行の株式会社化（corporatisation）の結果、2004 年から 2014 年の期間には、ほとんどの銀行が株式会社形態で経営を行うに至った。そして、取締役会構成の変化が銀行の業績にどのような影響を与えるかという新たな問題が生じた。本研究は、株式会社化の後、銀行収益の最大な源泉である貸出構成に、取締役の構成が与える影響を検証したい。

本研究は、まずファクトファインディングを通じて、20 種類銀行の貸出から六項目を選出した。2006 年から 2014 年の期間に、これら六種類への貸出は、平均的に 36 銀行の貸出の八割超を占めている。次は、資本収益率、資産収益率と不良債権比率などの業績指標とこれら六種類の貸出の相関関係を検証する。そして、2006 年から 2014 年の期間における 36 行のパネルデータを用いて、政府系取締役比率が貸出構成に与える影響を検証する。

検証の結果、建築業への貸出は、パネル推定方法で政府系取締役比率と有意な正の相関を持つことが検出された。頑健性検証について、四大銀行を除いて、仮説を検証する結果、建築業への貸出は、政府系取締役比率と有意な正の相関を持つことも検出された。

検証結果によれば、取締役構成が株式会社の形態で経営を行う銀行の貸出構成にある程度の影響を与える。政府系取締役は、貸出構成を通じて収益率に有利な影響を与えている。政府系取締役が銀行業績に与える影響は、株式会社化の成果とはいえ、現時点中国の金融システムに存在している欠点を利用して利益を得られるものでもある。

急成長する中国のインターネットファイナンスの動向と今後の課題

野村資本市場研究所　李立栄

中国において近年インターネット企業による金融サービスへの参入が活発化しており、特にコンシューマー向けのサービスが急成長している。この背景には、①中国当局の規制緩和、②インターネット人口の爆発的増加、③第三者決済をめぐる法規制の明確化、④金利規制に対する裁定機会の存在などがある。
第三者決済は電子商取引の安全を図るために生まれたサービスである。第三者決済の利用者は近年爆発的に増加しており、登録者ベースで 8 億人以上に達する。近年は第三者決済のプラットフォームで即日資金化可能な MMF（余額宝）の販売も行われており、銀行預金より有利で利便性も高いことから、利用が急増している。すなわち、余額宝は発売以来僅か 1 年で開設口座数が 1 億件を突破し、資産残高が 5,742 億元（約 12 兆円）に達し世界第四位のファンドとなった。インターネット事業者が提供する MMF ファンドへの資金流出の加速は、伝統的な金融機関にとって大きな脅威となりつつある。
また、インターネット上のプラットフォームを通じて融資の貸し手と借り手をマッチングさせる P2P レンディングも、中小企業をはじめとする強い資金調達ニーズとより有利な運用先を求める投資家ニーズを背景として急速に市場が拡大している。
コンシューマー向けインターネットファイナンスが発達した意義としては、①金融サービスレベルの飛躍的な向上、②金融包摂の進展、③銀行以外の新たな決済プラットフォームの登場、が指摘できる。当局は消費者保護、リスク管理の観点から規制監督を強化する方針であるが、彼らを金融イノベーションの担い手として活用し、既存金融機関を含む金融システムのレベルアップを図る意図が伺われる。
本報告では、急成長する中国のインターネットファイナンスの動向と発展経緯を整理する。具体的には、革新的な第三者決済サービス「支付宝」（アリペイ）、オンライン MMF（余額宝）、P2P レンディング、クラウドファンディング、非 P2P レンディングの小額貸付（ネット小額貸付）について言及する。さらに、中国のインターネットファイナンスの規制監督上の課題を明らかにする。

＜共通論題＞

地方創生と地域金融機関の再編

座長　神戸大学　家森信善

＜趣旨＞

地方経済は、大都市部に先行して、人口減少や超高齢化という深刻な課題に直面している。これに対して、政府は地方創生を政権の最重要政策と位置づけ、2014 年 12 月に「まち・ひと・しごと創生総合戦略」を閣議決定し、政策対応を急いでいる。このうち、「しごとの創生」では、「若い世代が安心して働ける相応の賃金、安定した雇用形態、やりがい」のある仕事を地方圏に生み出していくことを具体的な課題としている。地方圏の雇用の大半を担っているのが中小企業であることから、「質の高い」雇用の場を地方圏で生み出すには、地域の中小企業の付加価値や生産性を継続的に高めていくことが必要である。

中小企業の生産性を高めるための支援者として、地域金融機関への期待が高まっている。地域金融機関に対しては、リレーションシップバンキングを実践して、中小企業者に対してきめ細かな支援を行うことはもちろんであるが、地方版総合戦略の立案や実行に際して地方公共団体の行う地域経済活性化対策に協力することなど、取引先企業に対してだけではなく、地方経済そのものに対する貢献も強く求められるようになってきた。

こうした経済・社会環境の変化に対応して、地域金融機関も自らのあり方を見直さなければならなくなっている。実際、地域密着度を高める戦略をとるところもあれば、広域化を志向して地元以外の地域に進出する動きも目立ってきている。さらに、横浜銀行と東日本銀行、あるいは鹿児島銀行と肥後銀行の経営統合のように、健全な地域金融機関の間での再編の動きが加速化する兆しも見られる。

そこで、今回の共通論題では、地域金融機関が地方創生に対してどのような貢献をできるのか、どのような貢献をすべきなのか、さらには、そうした役割を果たすためには、今何をすべきなのかという問題意識で、研究者、実務家、監督当局者の 3 人に、それぞれの立場からの報告をお願いした。今回は、再編そのものを分析するよりも、地域が直面する課題を解決する上で、必要ならは、どのような再編が望まれるのかといった観点も含めて、幅広い観点で議論を深めたいと考えている。また、3 人の先生方の報告に対して、二人の研究者にコメントをお願いした。

今回の共通論題を通じて、地方創生における地域金融機関の役割、および再編も含めた地域金融機関の課題を探ることを目指したい。

＜共通論題＞

環境変化と地域金融システムの再構築

関西外国語大学　堀江康熙

我が国の人口は既に減少傾向を辿っており、2040年には2010年比16％程度減る見通しである。それはとくに地方圏で大きなインパクトを及ぼし、景気が拡大傾向の下でも、経済活動の停滞・地価の下落が続いている。政策当局は地域創生策等に取り組んでいるが、成果を挙げるにはかなりの期間を要すると考えられる。地域金融機関は、各種情報の収集・提供等を含めて地域経済を支えると同時に、経済規模が縮小するなかでの生き残り策を考えていく必要がある。本報告では、経済環境変化の下で、地域金融機関がどのように対応しているのか、またその成果如何について、店舗配置の変更、合併等による経営体制の革新を中心に取り挙げ、それを踏まえて地域金融システムの再構築の方向性および課題を検討する。

まず、人口でみた各金融機関の営業地盤の変化を概観する。その場合、「地域性」の相違を考慮し市区町村単位で営業地盤を考察し、クラスター分析を基に幾つかにグループ化する（大都市型・中核都市型・地方都市型等）。そうしたグループ別にみると、人口減少がとくに中・小都市型・農村型の金融機関で大きく生じ、既に地価もかなり下落していることを示す。それらを踏まえて、業態毎・グループ毎に店舗配置の変化の特徴を捉え、対応状況を検討する。最初に地域銀行について､主として合併・経営統合の影響および効果をみていく。次に、信金・信組の店舗配転を通じた効果、最後に農協に関して人口減の影響・合併の効果を考えていく。

これらを基に、地域金融システムの再編成を方向付けていく。リレバンの特性を考慮すると、地域金融機関は地域に於ける金融取引のコア的存在として引き続き大きな意義を持つ。その際、経済活動に伴い発生する金融ニーズを如何に満たすかが重要となる。そうした視点を含めつつ、①中規模以上の地域銀行等のグループに於ける再編と、②小規模な地域銀行・協同組織金融機関のグループでの再編に分けて考えていく。問題となるのは後者で、中期的に単独存続が難しく、且つ地域に類似した金融機関が存在しないグループの再編であり、垣根を越えた統合・活動の移譲の必要性等も考えていく。

ここで描く姿は、飽くまで人口見通しを基にする1つの試算結果に過ぎない。地域創生策等の成果如何ではこれよりも「上振れ」することは十分想像され、その限りでいわば「悲観的な姿」を示すに留まる。しかし、人口減少・経済グローバル化の一段の進行を考慮すると、金融機関は当面こうした姿を前提としつつ活動せざるを得ない。とくに中規模都市以下の地域では、このような試算が現実味を帯びてくることも予想される。

＜共通論題＞

地域金融機関に期待される役割

金融庁　西田直樹

現在、政府においては、地方創生や一億総活躍社会の実現を重点施策として掲げ、様々な施策に取り組んでいるところであるが、そうした中で、地域金融機関に期待される役割は、大変大きいものと認識している。

具体的には、地域金融機関においては、それぞれ地元と位置づける地域の経済や産業等の現状・将来見通し、課題等に関する分析結果も活用して、取引先企業の事業の内容や成長可能性等を適切に評価（事業性評価）し、融資のみならず様々な本業支援等を通じて、地域の企業や産業の生産性向上や円滑な新陳代謝の促進を図ることにより、日本経済の持続的成長や地方創生等に貢献していくことが強く期待されている。

金融庁では、こうした基本的な考え方の下、昨年９月に策定・公表した「金融行政方針」に基づいて、引き続き、日常のオン・オフ一体のモニタリングを通じて、地域金融機関が“組織全体として継続的に”事業性評価やそれに基づく解決策の提案・実行支援（真の意味での地域密着型金融の実践）に取り組むよう促すとともに、本事務年度は、特に、金融仲介機能の“質”の改善を目指して以下の施策に重点的に取り組んでいるところである。

① 融資先企業へのヒアリング（本事務年度中に 1,000 社程度）により、取引金融機関に対する顧客企業の評価を把握し、それを基に金融機関との対話を進める。

－ 金融サービスの質を評価するに際しては、その利用者である企業側の期待や真のニーズを知ることが重要。

② 金融機関のガバナンスを重点的に検証し、その改善を促す。

－ 金融機関が質の高い金融仲介機能を組織全体として継続的に発揮（持続可能なビジネスモデルを構築）していくためには、それを支える経営トップのリーダーシップも含めた適切なガバナンスを構築することが重要。

③ 金融機関の地方創生に向けた金融仲介の取組み状況を客観的に評価出来る多様なベンチマークを検討する。

－ 金融機関との間で、事業性評価に基づく融資や本業支援等について、より具体的で深みのある対話を行うためには、各金融機関の金融仲介機能の発揮状況を客観的に評価できる目線を策定する必要。

④ 外部有識者を含めた「金融仲介の改善に向けた検討会議」を開催し、担保・保証依存の融資姿勢からの転換、企業・産業の生産性向上への金融仲介のあるべき姿等を議論する。

－ 金融庁は、外部の専門家の積極活用等により、金融行政について民間の有識者の有益な意見や批判が継続的に反映される意思決定の仕組みの構築に取り組んでいくこととしており、本検討会議はその一環として設置。

＜共通論題＞

地方創生と地方銀行の役割

浜銀総合研究所 伊東眞幸

＜趣旨＞

地方銀行(以下、地銀)は自らが地盤とする地元において、さまざまな期待を寄せられている。そして、そうした期待にすべて応えることはむずかしいものの、「地元の将来の発展に寄与すると判断できる」ものについては、極力その期待に応じるべきである。

すなわち、自らが営業地盤とする地元が活性化し発展すれば、金融ビジネスのフィールドは確実に拡大し、そこで商売をする地銀にも必ずメリットがあるはずであり、そうしたことへの応分の「負担」「投資」を行うべきと考える。逆にいえば、地元を営業地盤とする地銀にとって、そうした地元経済の活性化・発展なくして、自らの発展などとうてい望めないということである。

そうだとすれば、地銀は地元経済の維持・発展に向けた取組みを「受身」で行うのではなく、「戦略的」「積極的」に行うべきである。また、そうした取組みは地元の活性化・発展への「協力」ではなく、むしろ積極的な「貢献」「参画」という形で行うべきであり、「地元の活性化・発展への積極的な貢献・参画」は地銀が目指すべきビジネスモデルの一つであると考える。

「リレ―ションシップ・バンキング」というビジネスモデルの「基本的な考え方」は、「取引先と長く密度の濃いつきあいをするなかで、定性的な面を含め、お互いを深く理解し合う」ことであろう。この「基本的な考え方」をしっかり理解しさえすれば、地銀の役職員が、いつ、どのような状況で取引先と接しても、誰もがこの「考え方」に沿った行動をとることができるはずである。だからこそ、取引先も安心して地銀と取引をすることができ、結果としてお互いが「Ｗｉｎ－Ｗｉｎ」の関係になることができるのである。

一方、新しいビジネスモデルの「基本的な考え方」は、「地元の活性化・発展に戦略的・積極的に貢献・参画することにより、結果として自らも発展する」ものであり、このモデルを「コントリビューション・バンキング」と呼ぶことにする。現在、「地方創生」において示されている地銀に対するさまざまな期待に積極的に応えていくためには、そして、地銀が金融界においてさらに「存在感」を高めていくためには、このビジネスモデルに対する深い「理解」と徹底した「実践」がなによりも重要となる。

「リレーションシップ・バンキング」と「コントリビューション・バンキング」は競合する「選択肢」ではなく、人口減少という大きな環境変化のなかで、地銀が他の金融機関と「差別化」し、生き残っていくために必要な、「親和性」が高く、また「補完性」の強い、二つの「独立した」ビジネスモデルなのである。

---

[i] 伊牟田敏充『昭和金融恐慌の構造』経済産業調査会、2002 年、277-278 頁。

[ii] 渋谷隆一『高利貸金融の展開構造』日本図書センター、2000 年、および同編『サラリーマン金融の実証的研究』日本経済評論社、1979 年。

[iii] 拙稿「都市家計によるリスク対応と資金貸借」加瀬和俊編『戦間期日本の都市家計―世帯の対応とその限界―』東京大学社会科学研究所研究シリーズ No.57、2015 年。

＜アクセスマップ＞

■西武池袋線「江古田駅」より徒歩６分、「桜台駅」より徒歩８分。

■都営大江戸線「新江古田駅」より徒歩７分。

■東京メトロ副都心線、東京メトロ有楽町線「新桜台駅」より徒歩５分。

＜キャンパスマップ＞

・大会会場　…　１号館１２０２教室（受付），１号館，６号館，大講堂

・懇親会会場　…　５０周年記念ホール（８号館８階）

江古田ランチMAP

（ ）は徒歩での大体の所要時間です

① KITCHEN OBASAN（4分/月定休）

ボリュームたっぷり
ふかふかのオムライス
が大人気の洋食屋！

② ジャンゴ
（4分/月・第1、第3、第5火定休）

隠れ家的パン屋さん。武蔵大学の屋上で飼っているミツバチのはちみつを使ったパンも。

③ ラハメン ヤマン（3分）

ジャマイカ国旗がはためく！
絶品の純和風ラーメン店です。

④ 横浜家系ラーメン五十三家（3分）

豚骨醤油と秘伝のタレでおなじみの正統派横浜家系ラーメン！

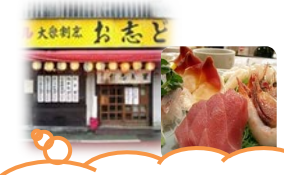
⑤ トンカツおそめ（3分/日定休）

江古田でとんかつと言えばココ！アットホームでリーズナブルが嬉しい。

⑥ 福本
（4分/火定休）

昔ながらのお蕎麦屋さん。家庭的でほっとする空間です。

⑦ お志ど里（7分）



地元の人から愛されている
アットホームなお店。まさに
江古田の大衆食堂です。

⑧ インド・ネパールレストラン マサラ（6分）

本格的なインド料理
モチモチのナンが大人気！

⑨ 中国料理 正邦（5分/木定休）

本格的な中国
料理のお店。
リーズナブル♪

⑩ 茶平（5分/無休）

広くて明るい店内。上
品な味が魅力の老舗
中華料理店です。

⑪ 伊食工房 JYONNOBI（5分/月定休）

地下にある、隠れ家
的なイタリアンのお店。
ランチはフォカッチャ
食べ放題！

⑫ キッチン太郎（5分）

昔ながらの洋食屋さん。
小さなお店はいつも満席
で、ボリューム満点です。