金融学会会報

2017年度

日本金融学会秋季大会

研 究 報 告 概 要

期　日　　**2017 年 9 月 30 日（土）・10 月 1 日（日）**

会　場　　**鹿児島大学法文学部（郡元キャンパス）**

（〒890-0065　鹿児島市郡元 1-21-30）

最寄り電停・バス停と所要時間：

市電　市電 2 系統「工学部前」から徒歩 7 分

市営バス　9 番線（武岡・鴨池港線）、11 番線（鴨池・冷水線）、

18 番線（大学病院線）、20 番線（緑ヶ丘・鴨池港線）

「法文学部前」から徒歩 2 分

鹿児島交通バス　19 番線（紫原・桜ヶ丘団地線）

「法文学部前」から徒歩 2 分

連絡先　　日本金融学会鹿児島大学大会事務局

〒890-0065 鹿児島市郡元 1-21-30

鹿児島大学総合教育機構共通教育センター　永田邦和研究室

E-mail: kunagata@leh.kagoshima-u.ac.jp

お　し　ら　せ

〇大会参加費：
無料です。

〇懇親会：
9 月 30 日（土）18 時 00 分より、鹿児島大学学習交流プラザにて行います。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 9 月 6 日（水）までにお振り込みください。

銀行名：　　ゆうちょ銀行
口座記号番号：　01750-3-146432
加入者名：　　日本金融学会鹿児島大学大会事務局
（ニホンキンユウガッカイカゴシマダイガクタイカイジム）

なお 9 月 7 日（木）以降および当日お支払いの場合には 5,500 円を頂戴いたします。

〇昼食：
9 月 30 日（土）は鹿児島大学生協中央食堂および学習交流プラザフードコーナー（売店のみ）、キャンパス周辺の飲食店やコンビをご利用ください。10 月 1 日(日)は、学内の食堂と売店は営業しておりません。キャンパス周辺の飲食店やコンビニをご利用ください。当日のお弁当販売はいたしませんので、ご了解ください。

ご注意：
懇親会費を振り込まれる方は、同封のハガキに必要事項をご記入の上、必ずご返送ください。このハガキを返送せずに、振り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、お振り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。

〇アクセス：
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。

〇開始時刻：

9 月 30 日（土）は 10 時 00 分、10 月 1 日（日）は 9 時 30 分です。

〇セッション：

自由論題の各報告は、座長から特に指示のない限り、原則として報告者の報告時間 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。また、現時点で未確定のセッションがございます。後日、詳細を学会ホームページで発表いたします。

〇宿泊施設：

各自でご手配願います。

〇その他：

・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。学会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 PC のパワーポイントは Office2010 版、PDF Reader は Adobe Reader DC 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ホームページに情報を掲載し、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 2017 年度秋季大会

プログラム

第 1 日　9 月 30 日(土)

受付開始　　鹿児島大学　郡元キャンパス

総合教育研究棟 1 階 102 講義室　9:30～

１．　自由論題　　＜10:00～12:00＞

A 会場　　法文学部 3 号館 2 階 203 講義室

セッション：企業金融Ⅰ

座長　一橋大学　安田行宏氏

(1)　リーマンショック以降の日本企業の設備投資行動の変化

― 単体と連結財務データの比較による検証 ―

報告者　一橋大学大学院　羽田徹也氏

討論者　中央大学　鯉渕賢氏

(2)　日本の主要輸出業種の生産販売構造の地理的分布と設備投資行動

報告者　中央大学　鯉渕賢氏

一橋大学大学院　後藤瑞貴氏

討論者　一橋大学　安田行宏氏

(3)　企業の外部資金調達と投資決定

報告者　関西大学　宇惠勝也氏

討論者　一橋大学　三隅隆司氏

B 会場　　法文学部 3 号館 1 階 103 講義室

セッション：金融政策 I

座長　同志社大学　北坂真一氏

(1)　FRB による量的緩和政策のスピルオーバー効果

— TVP-VAR モデルによる検証 —

報告者　岡山商科大学　井尻裕之氏

神戸大学　地主敏樹氏

討論者　大阪府立大学　立花実氏

(2)　Revisiting Finance-Trade Linkage during the Great Trade Collapse

報告者　滋賀大学　吉田裕司氏

討論者　一橋大学　植杉威一郎氏

(3)　量的・質的金融緩和期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

C 会場　　法文学部 3 号館 1 階 104 講義室

セッション：金融仲介機関 I

座長　日本大学　澤田充氏

(1)　地域金融機関における競争激化と金融の安定性

報告者　日本銀行　尾島麻由実氏

討論者　岡山大学　大熊正哲氏

(2)　Old Boy Network, Capital Injection and Banks' Returns:

Evidence from Japanese Banks

報告者　埼玉大学　長田健氏

大阪大学　恩地一樹氏

カリフォルニア州立大学フレズノ校　デービッド・ヴェラ氏

討論者　早稲田大学　小倉義明氏

(3)　融資先企業の資金制約を通じた金融機関の評価

報告者　九州大学　野澤亘氏

九州大学　馬奈木俊介氏

討論者　日本政策投資銀行　田　中　賢　治　氏

D 会場　法文学 1 号館 1 階 101 講義室

セッション：株式市場

座長　東京理科大学　柳　瀬　典　由　氏

(1)　日中から世界への株価連関の変化

報告者　一橋大学大学院　山　﨑　邦　利　氏

討論者　武蔵大学　大　野　早　苗　氏

(2)　An Empirical Analysis of the Largest Sovereign Foreign Wealth Fund Investing in the Japanese Stock Market

報告者　ロンドン大学 SOAS　篠　沢　義　勝　氏

討論者　武蔵大学　茶　野　　努　氏

(3)　Oil Shocks, Exchange Rate Shocks, and Japanese Stock Markets

報告者　明星大学　中　田　勇　人　氏

立命館大学　青　野　幸　平　氏

一橋大学　祝　迫　得　夫　氏

討論者　東北大学　永　易　　淳　氏

E 会場　法文学部 1 号館 2 階 201 講義室

セッション：政策・制度分析

座長　中央大学　奥　山　英　司　氏

(1)　欧州銀行同盟における単一監督メカニズム（SSM）― 欧州の大銀行の視点から ―

報告者　立教大学大学院　石　田　　周　氏

討論者　金沢大学　佐　藤　秀　樹　氏

(2)　The Cost of Trading during Federal Funds Rate Announcements: Evidence from Cross-listed Stocks

報告者　マンチェスター大学　大　坪　陽　一　氏

オークランド工科大学　バート・フリンズ　氏

オークランド工科大学　アイヴァン・インドゥリアワン　氏

オークランド工科大学　アリレザ・トゥラニラッド　氏

討論者　神戸大学　岩　壷　健太郎　氏

(3)　多角化企業の事業部門間における人的資産配分

― 日本の電気機械産業の企業について ―

報告者　常葉大学　土　村　宜　明　氏

討論者　慶應義塾大学　富　田　信太郎　氏

F 会場　　総合教育研究棟 2 階 203 講義室

セッション：物価

座長　明治大学　伊　藤　隆　康　氏

(1)　Inflation and Bubbles in the Japanese Condominium Market

報告者　東北大学　永　易　　淳　氏

討論者　長崎大学　須　齋　正　幸　氏

(2)　消費税率変更の物価動向への効果

報告者　日本大学　小　巻　泰　之　氏

討論者　明治大学　伊　藤　隆　康　氏

(3)　Public Investment and Stock Price Returns: The Case of Japan

報告者　流通科学大学　小　塚　匡　文　氏

東海大学　平　賀　一　希　氏

神戸大学　宮　崎　智　視　氏

討論者　京都大学　敦　賀　貴　之　氏

２．　昼食　　＜12:00～13:20＞

３．　中央銀行パネル　　＜13:20～15:20＞

A 会場　　法文学部 3 号館 2 階 203 講義室

テ　ー　マ：マーケットから見たこれまでの金融緩和政策

座長　富士通総研　早　川　英　男　氏

(1)　量的・質的金融緩和と金融市場

報告者　日本銀行　東　善明氏

(2)　異次元緩和４年半で見える国債市場の変化

報告者　ドイツ証券　清水智也氏

(3)　近年の日銀の金融緩和策と円相場

報告者　シティグループ証券　高島　修氏

４．　自由論題　＜13:20～15:20＞

B 会場　法文学部 3 号館 1 階 103 講義室

セッション：地域金融Ⅰ

座長　九州大学　岩田健治氏

(1)　九州における教育ローン・奨学金の現状

― 長崎・高校生・大学生の質問票調査と鹿児島・長島町「ぶり奨学金」―

報告者　長崎県立大学　小原篤次氏

鹿児島相互信用金庫　白石俊栄氏

討論者　金融広報中央委員会　吉國眞一氏

(2)　地域の課題解決と地域金融機関経営を両立するビジネスモデルの在り方についての一考察

報告者　大和大学　藤木秀明氏

討論者　京都産業大学　寺崎友芳氏

(3)　Identifying the Dual Hypotheses in Lending Market: Evidence from Japanese Regional Lending Markets

報告者　東海大学　平賀一希氏

嘉悦大学　真鍋雅史氏

アジア開発銀行研究所　吉野直行氏

討論者　一橋大学　植杉威一郎氏

C 会場　法文学部 3 号館 1 階 104 講義室

セッション：金融仲介機関Ⅱ

座長　下関市立大学　森　祐司　氏

(1)　新規上場企業と金融機関との関係

報告者　一橋大学大学院　本田朋史　氏

討論者　長崎大学　山田和郎　氏

(2)　When Japanese Banks Become Pure Creditors: Effects of Declining Shareholding by Banks on Bank Lending and Firms' Risk Taking

報告者　中央大学　小野有人　氏

一橋大学　鈴木健嗣　氏

一橋大学　植杉威一郎　氏

討論者　甲南大学　中島清貴　氏

(3)　The Emergence of a Parallel World:
The Misperception Problem for Bank Balance Sheet Risk and Lending Behavior

報告者　札幌学院大学　井上　仁　氏

甲南大学　中島清貴　氏

日本銀行　高橋耕史　氏

討論者　神戸大学　畠田　敬　氏

D 会場　法文学部 1 号館 1 階 101 講義室

セッション：コーポレート・ガバナンス

座長　東京経済大学　熊本方雄　氏

(1)　民のインセンティブを促す報酬体系と PPP 事業

報告者　慶應義塾大学大学院　福田　紫　氏

討論者　一橋大学　花崎正晴　氏

(2)　日本における転換社債の発行の決定要因
― コーポレート・ガバナンスの視点から ―

報告者　一橋大学大学院　顔　菊馨　氏

討論者　慶應義塾大学　金子　隆　氏

(3)　The Role of the Board of Directors in Companies in Gulf Arab Countries

報告者　日本貿易振興機構アジア経済研究所　齋藤　純　氏

討論者　立命館アジア太平洋大学　鈴木　泰氏

E会場　法文学部1号館2階201講義室

セッション：通貨

座長　関西大学　高屋定美氏

(1) FinTechは、今度こそ「預金通貨」を根底から変えるか？

報告者　長崎県立大学　石田和彦氏

討論者　京都橘大学　佐久間浩司氏

(2) ビットコインの将来性 ― 仮想通貨の光と影 ―

報告者　麗澤大学　中島真志氏

討論者　専修大学　渡邊隆彦氏

(3) The Benefit of Common Currency as a Medium of Exchange

報告者　日本大学　豊福建太氏

討論者　専修大学　石原秀彦氏

F会場　総合教育研究棟2階203講義室

セッション：中国金融

座長　立命館大学　播磨谷浩三氏

(1) The Effect of the 2015 Renminbi Reform on the Relationship between Onshore and Offshore Exchange Markets

報告者　一橋大学大学院　羅　鵬飛氏

討論者　神戸大学　金京拓司氏

(2) 中国のゾンビ企業の現状とその原因

報告者　一橋大学大学院　王　楽氏

討論者　日本政策投資銀行　中村純一氏

(3) Hurst Exponent Analysis of Chinese and Japanese Stock Market

報告者　九州大学　儲　梅芬氏

討論者　明治学院大学　張　艶氏

G 会場　　総合教育研究棟 2 階 201 講義室

日韓特別セッション

座長　　東北学院大学　伊鹿倉　正　司　氏

詳細は学会ホームページにて発表します

５．　特別講演　　＜15:40～16:40＞

会場　　法文学部 3 号館 2 階 203 講義室

司会	神戸大学	家　森　信　善　氏
講演者	南日本銀行頭取	森　　俊　英　氏

演題：未定

６．　会員総会　　＜16:50～17:40＞

会場　　法文学部 3 号館 2 階 203 講義室

７．　懇親会　　＜18:00～20:00＞

会場　　鹿児島大学学習交流プラザ

第２日　10 月１日(日)

受付開始　　鹿児島大学　郡元キャンパス

総合教育研究棟１階 102 講義室　　9:00～

８．　金融史パネル　　＜9:30～11:30＞

A 会場　　法文学部３号館２階 203 講義室

テ　ー　マ：金融業のネットワークの検討 ― 日本の近世から近代を題材に ―

座長　麗澤大学　佐藤政則氏

(1)　江戸時代大坂の金融業ネットワーク ― 大名の資金調達を素材に ―

報告者　神戸大学　高槻泰郎氏

(2)　近代日本におけるリレーションシップバンキング

報告者　法政大学　靏見誠良氏

(3)　銀行間ネットワークと金融市場統合 ― 明治期日本を中心に ―

報告者　早稲田大学　鎮目雅人氏

討論者　甲南大学　筒井義郎氏

９．　自由論題　　＜9:30～11:30＞

B 会場　　法文学部３号館１階 103 講義室

セッション：各国金融

座長　沖縄国際大学　池宮城尚也氏

(1)　インドにおける邦銀の業務展開

報告者　愛知教育大学　西尾圭一郎氏

討論者　神戸大学　家森信善氏

(2)　金融構造と経済成長 ― 東南アジアの証券市場育成支援は正しい方向か ―

報告者　獨協大学　木原隆司氏

討論者　一橋大学　奥田英信氏

(3)　マイクロ金融機関の経営特性の国際比較

― DEA と主成分分析を利用したカンボジアとフィリピンの事例 ―

報告者　一橋大学　奥田英信氏
一橋大学大学院　外山雄介氏
討論者　沖縄国際大学　池宮城尚也氏

C会場　法文学部3号館1階104講義室

セッション：地域金融Ⅱ

座長　愛知学院大学　近藤万峰氏

(1)　地域の金融競争度の評価と利用者影響について

報告者　埼玉大学大学院　杉山敏啓氏
討論者　名古屋経済大学　峯岸信哉氏

(2)　地域金融機関の競争環境が事業所の開廃業に与える影響

報告者　釧路公立大学　尾崎泰文氏
立命館大学　播磨谷浩三氏
討論者　長崎大学　式見雅代氏

(3)　信用金庫の従業員主権的なガバナンス構造とリスクテイク行動の関係

報告者　武蔵大学　茶野努氏
討論者　立命館大学　播磨谷浩三氏

D会場　法文学部1号館1階101講義室

セッション：金融政策Ⅱ

座長　神戸大学　西山慎一氏

(1)　A Note on Nominal Rigidities and Model Misspecification

報告者　松山大学　蓮井康平氏
討論者　神戸大学　西山慎一氏

(2)　Market Concentration and Sectoral Inflation under Imperfect Common Knowledge

報告者　日本銀行　加藤涼氏
日本銀行　奥田達志氏
討論者　神戸大学　砂川武貴氏

(3)　Delegating Optimal Monetary Policy Inertia in a Small Open Economy: An Analytical Investigation

報告者　大阪学院大学　岡野光洋氏

桃山学院大学　井田大輔氏

討論者　広島市立大学　高久賢也氏

E 会場　法文学部 1 号館 2 階 201 講義室

セッション：企業金融Ⅱ

座長　流通科学大学　小塚匡文氏

(1)　日本の多国籍企業の現金と債務にかかる決定要因の分析

― 多国籍化は、日本企業の財務行動にどのような影響を与えているか―

報告者　神戸大学大学院　梅根嗣之氏

討論者　東京理科大学　佐々木隆文氏

(2)　減損会計は企業投資行動に影響を及ぼすか

報告者　一橋大学　植杉威一郎氏

一橋大学　中島賢太郎氏

学習院大学　細野薫氏

討論者　東京経済大学　金鉉玉氏

(3)　Forgiveness versus Financing:

The Determinants and Impact of SME Debt Forbearance in Japan

報告者　一橋大学　安田行宏氏

中央大学　小野有人氏

討論者　東京大学　福田慎一氏

F 会場　総合教育研究棟 2 階 203 講義室

セッション：保険・リスクマネジメント

座長　山口大学　兵藤隆氏

(1)　通販型損害保険に関する通説の実証的検証

報告者　地銀ネットワークサービス　矢野聡氏

武蔵大学　茶野努氏

討論者　東京理科大学　柳瀬典由氏

(2)　観測分布の歪みに対応した VaR 推定の方法

報告者　熊本学園大学　吉田洋一氏

討論者　山口大学　兵　藤　隆　氏

G 会場　総合教育研究棟 2 階 201 講義室

セッション：住宅金融

座長　同志社大学　丸　茂　俊　彦　氏

(1)　House Price and Credit Cycles: Effects of Global Liquidity and Risk Perception

報告者　慶應義塾大学大学院　戸　部　智　氏

討論者　東北大学　永　易　淳　氏

(2)　都市機能再生にかかる金融手法に関する一考察

―　“TIF”を利活用したインフラ整備、再開発の可能性について　―

報告者　日本政策投資銀行　若　林　茂　樹　氏

討論者　長崎大学　深　浦　厚　之　氏

(3)　なぜ日本人は中古一戸建て住宅を売却しないのか？

―　「地籍調査」による土地の所有権確立の必要性　―

報告者　法政大学　下　野　恵　子　氏

討論者　大阪大学　福　重　元　嗣　氏

10.　昼食　＜11:30～13:00＞

11. 共通論題　　＜13:00～15:00＞

A 会場　　法文学部 3 号館 2 階 203 講義室

テ　ー　マ：東京金融市場のアジアにおける競争性（仮題）

座長		長崎大学	須　齋　正　幸　氏
パネリスト		金融庁	小　森　卓　郎　氏
パネリスト	ポーツマス大学		アレクシス・ステンフォーズ　氏
パネリスト	ステート・ストリート信託銀行		高　橋　秀　行　氏
パネリスト		一橋大学	奥　田　英　信　氏
パネリスト		関西大学	高　屋　定　美　氏

詳細は学会ホームページにて発表します

（プログラム委員会）

兵藤　　隆　（山口大学、 委員長）

伊鹿倉正司　（東北学院大学）
池宮城尚也　（沖縄国際大学）
伊藤　隆康　（明治大学）
岩田　健治　（九州大学）
岩壷健太郎　（神戸大学）
奥山　英司　（中央大学）
北坂　真一　（同志社大学）
熊本　方雄　（東京経済大学）
栗原　　裕　（愛知大学）
小塚　匡文　（流通科学大学）
近藤　万峰　（愛知学院大学）
佐々木百合　（明治学院大学）
佐藤　政則　（麗澤大学）
澤田　　充　（日本大学）
鎮目　雅人　（早稲田大学）
千田　　隆　（広島大学）
高屋　定美　（関西大学）
冨村　　圭　（愛知大学）
西山　慎一　（神戸大学）
播磨谷浩三　（立命館大学）
前田　　淳　（北九州市立大学）
丸茂　俊彦　（同志社大学）
三隅　隆司　（一橋大学）
森　　祐司　（下関市立大学）
安田　行宏　（一橋大学）
柳瀬　典由　（東京理科大学）
矢野　順治　（公立鳥取環境大学）
家森　信善　（神戸大学）
永田　邦和　（鹿児島大学）

（準備委員会）

永田　邦和（委員長）

山本　一哉　　三浦　　壮（非会員）　　澤田　成章（非会員）

リーマンショック以降の日本企業の設備投資行動の変化
－単体と連結財務データの比較による検証－

一橋大学大学院生　羽田徹也

本稿は、日銀の輸出物価指数を構成する六業界に属する企業の設備投資動向を、企業レベルの単体財務データと連結財務データ別にそれぞれ実証分析する。その分析結果から、リーマンショック以降の設備投資の変化を検証する。

法人企業統計によれば、日本企業の経常利益が過去最高額を更新している。このような利益環境の中、日本企業が現預金を始めとする手元流動性を潤沢に保有している一方で、設備投資が抑制されているという指摘が散見されるようになった。しかし、日本企業が、手元流動性を必要以上に保有する一方で、将来の収益の源泉と考えられる設備投資を抑制しても、グローバルな激しい競争を戦っていくことができるのであろうか。日本企業の設備投資に関して、何らかの見過ごされたメカニズムの存在が考えられる。見過ごされたメカニズムとして考えられるのは、企業レベルのミクロデータから算出される設備投資とGDP 統計や法人企業統計の設備投資との間に差異があることである。具体的な差異は、海外における有形固定資産投資である。

GDP 統計や法人企業統計の原データである単体財務データの設備投資関数の分析結果では、設備投資が増加した景気拡大期と比較すると、六業界に属する企業は、リーマンショック以降の設備投資の水準を低下させている。一方で、連結財務データの設備投資関数の分析結果では、景気拡大期と比較しても、六業界に属する企業が、リーマンショック以降、設備投資の水準を低下させていることは必ずしも確認できなかった。六業界に属する企業は、手元流動性を一定水準以上に維持しながら、景気拡大期の設備投資の水準をリーマンショック以降も維持していると考えられる。

単体財務データと連結財務データの分析結果が異なる結果になったのは、六業界に属する企業が、リーマンショック以降に、国内有形固定資産投資（国内の設備投資）から海外有形固定資産投資（海外での設備投資）に投資の重点を移行したためと考えられる。

六業界に属する企業のリーマンショック以降の投資行動の変化からのインプリケーションは、以下の二つである。海外での設備投資への投資の重点の移行は、海外での生産が増加することを意味する。したがって、歴史的な日本円安でも、日本企業の輸出数量の増加が鈍くなると考えられる。加えて、増加している海外での設備投資からの果実を日本経済が十分に享受することが、リーマンショック後の日本の経済成長に必要だと考えられる。したがって、日本経済が日本企業の設備投資からの恩恵を享受するため、海外での設備投資からの果実を、日本企業に国内還元させる仕組みづくりが必要だと考えられる。

キーワード：単体財務データ、連結財務データ、海外での設備投資

日本の主要輸出業種の生産販売構造の地理的分布と設備投資行動

鯉渕賢（中央大学）
後藤瑞貴（一橋大学大学院生）

本稿では、第 1 に、有価証券報告書から入手可能な企業の生産販売資産構造と設備投資の地理的分布に関する情報を利用し、日本の主要輸出業種である、自動車（完成車、自動車部品）、電気機器（総合電機、電子部品、家電、OA 機器）、機械（建設機械、農機、産業用ロボット、重機）の 3 業種について、対象企業間の連結関係および直接の取引関係を考慮した集計された生産販売構造の指標構築を行った。第 2 に、これら指標が、現実の生産販売構造を的確に示しているかを、自動車産業の主要企業グループについて集計された指標の検証を通じて確認した。第 3 に、日本の主要輸出企業の生産販売構造から生じているキャッシュフローと、これらの業種で実施された設備投資の動向に地理的な齟齬があることを指摘した。

Keywords: 多国籍企業, 生産販売構造, 設備投資
JEL Classification: F23, G31

企業の外部資金調達と投資決定

関西大学　宇惠勝也

企業の資金調達行動の問題は，負債と株主資本の構成比率である資本構成の選択の問題として捉えられ，それは資本構成理論の研究テーマとして位置づけられてきた．現在の資本構成理論は，Modigliani and Miller（1958）の MM 命題にまで遡る．MM 命題以後の理論的発展としては，静学的トレードオフ理論とペッキングオーダー理論の二つが有力である．

まず，静学的トレードオフ理論（Static Trade-Off Theory）は，MM 命題が想定する完全な資本市場に税制と財務リスクという二つの要素を導入した理論であり，その先駆けとなる業績が，Kraus and Litzenberger（1973）である．この理論によれば企業は，負債による資金調達に伴う節税効果の便益と財務リスクの費用のトレードオフに直面しており，その下で目標となる負債比率を決定する．すなわち，企業価値最大化を目指す企業は，負債による資金調達に伴う限界的な便益と費用とが一致する点に最適資本構成を決定し，それを目標として資金調達を行うというのが静学的トレードオフ理論の主張である．

一方，ペッキングオーダー理論（Pecking Order Theory）は，Myers and Majluf（1984）および Myers（1984）をその嚆矢とする．この理論は，MM 命題の想定する完全な資本市場に情報の非対称性を導入する．企業経営者と外部投資家の間における情報の非対称性により，企業は外部金融よりも内部金融を選好し，外部資金が必要な時には，発行に伴う情報コストが相対的に低いことから，株式よりも負債による資金調達が選好される．通常の状況下では株式による資金調達は行われず，また，最適資本構成は存在しない．ペッキングオーダー理論は，資金調達がその企業の業績がいかなるものであるかを公衆に対して示すシグナルとなるが故に重要である．もし企業が内部資金調達を行っているのであれば，それは企業の経営が極めて順調であるというシグナルである．もし企業が負債を通じて資金調達を行っているのであれば，それは経営が信頼の置けるものであり，企業は返済義務を契約に忠実に果たすことができるというシグナルである．もし企業が新株発行を通じて資金を調達しているのであれば，それは通常，負のシグナルである．なぜなら，非対称情報の下で企業は，自らの株式の価格が市場において過大に評価されていると考えており，株価の下落よりも資金調達を重視し優先しようとしているからである．

上記二つの理論は，排他的というよりはむしろ補完的な性質を有しており，一方の理論によってうまく説明できる事実もあれば，他方の理論と整合的な事実もあるというのが現実である．また，ペッキングオーダー理論に関しては，それの持つ含意については意見が分かれるものの，企業の意思決定にとって不完全情報が重要であるとするその理論の主たる基本的仮定についてはかなりの程度意見の一致が見られる．

そこで本報告では，資金調達のシグナルとしての性質を重要視するペッキングオーダー理論に焦点を合わせた理論的分析を試みる．具体的には，Myers and Majluf（1984）において提示された企業投資と資本構成のモデルをシグナリング理論の観点から詳細に検討することを通じて，企業の外部資金調達と投資決定について考察する．

FRB による量的緩和政策のスピルオーバー効果
－TVP-VAR モデルによる検証－

岡山商科大学　井尻裕之
神戸大学　　地主敏樹

リーマンショック以後のアメリカの金融政策、特に QE は、国際的に資金循環を変化させて、海外の資産価格等にも影響を及ぼしたと考えられている。当時の国際金融情勢下において、FRB の政策運営は国際金融市場や各国の国内市場に大きな影響力を持ち得たであろう。その動向は日本においても重要視されてきた。

本発表では FRB の QE のスピルオーバーとして、他の先進各国への波及効果に焦点を当てる。金融危機の最中およびその後しばらくの期間においては、信用収縮の激化やその緩和、主要金融機関の破綻や合併など、金融システム内部で様々な構造変化が生じていたと考えられる。そこで、分析手法としてパラメータが時変である VAR モデル(TVP-VAR)を用い、実体経済の変数も含めた QE の中長期的な影響に注目した。

先行研究である Ijiri (2016)や Ijiri and Matsubayashi (2016)、Ijiri (2017)では、日本の QE 期間中の政策効果が時間の流れとともに変化していたことが示唆されている。本発表では、時間の流れとともにパラメータの変化を許容した時系列モデルである TVP-VAR モデルを、アメリカともう一つの主要国を含む二国マクロモデルに対して適用して、アメリカの QE のスピルオーバー効果を金融市場と実体経済の両面から検証を行った。

This version, April 2017

Revisiting finance-trade linkage during the Great Trade Collapse*

Yushi Yoshida
Faculty of Economics
Shiga University

Abstract

We re-examine whether Japan's export during the Great Trade Collapse is really affected by financial channel. In this paper we focus on Japan's regional export in which regional exporters rely heavily on regional banks. The damage on local banks in different regions exerted by the global financial crisis were heterogeneous. By examining the same industry across all regions in Japan, we test whether the financial shocks in regional banks affected regional exports differently. Our preliminary empirical evidence based on cross-correlation analysis questions the validity of notion that financial turmoil in developed countries should diminish their exports. However, after controlling incomes of both exporting and importing economies, we find strong evidence that the finance-trade linkage operated during the Great Trade Collapse.

Keywords: Bank loan, Great Trade Collapse, Finance-Trade linkage, International Trade, Regional banks, Trade credit.
JEL codes: E44, E32, G21, F40

* This study is conducted as a part of the Project "Exchange Rate and International Currency (ERIC)" undertaken at Research Institute of Economy, Trade and Industry(RIETI). Financial support from Grant-in-Aid for Scientific Research (C26380295), JSPS, is gratefully acknowledged. I thank seminar participants at the 2016 European Trade Study Group Conference. The author is grateful for helpful comments and suggestions by Keiichiro Kobayashi, Satoshi Koibuchi, Masayuki Morikawa, Atsushi Nakajima, Eiji Ogawa, Junko Shimizu and other participants in ERIC seminar and Discussion Paper seminar participants at RIETI.

量的・質的金融緩和期における日本の信用創造

一橋大学経済学研究科　塩路悦朗

本研究は量的・質的金融緩和導入以降の日本の銀行行動を分析する。マクロ経済統計を見る限り、同政策下のマネタリーベースの急拡大はマネーストックの増加をもたらさなかったように見える。本稿では銀行レベルのミクロデータにより同問題を検証する。つまり準備預金の増大に直面した銀行は資産構成をどのように変えてきたのか、例えば貸出をどの程度増加させたのか、あるいは大半を国債購入に回したのではないか、といった疑問に答える。

この目的のために、主に上記政策導入以前を分析した塩路(2016)同様、個別銀行の財務諸表を基にパネルデータを構築する。分析対象期間が短いため、年次ではなく半期データを活用する。分析対象は地方銀行（第二地銀を含む）である。固定効果モデルを用いた推定結果からは、準備預金（正確には現金及び現金同等物）が増えた銀行がその後貸出を増やす傾向は認められなかった。これは塩路(2016)の結果とは定性的に異なるものである。一方で、そうした銀行が国債購入を増加させる傾向はある程度認められた。このことは量的・質的緩和がポートフォリオ・リバランス効果を通じて国債市場に影響を与えていた可能性を示唆する。

地域金融機関における競争激化と金融の安定性

日本銀行　尾島　麻由実

本稿は、人口減少などを背景に厳しい競争環境に直面している日本の地域金融機関を対象に、競争激化が金融機関の経営安定度にどのような影響を与えるか分析したものである。地域金融機関のマークアップは過去 30 年間ほぼ一貫して縮小している。こうした競争激化が金融機関の経営安定度に及ぼす影響をみると、1990 年代前半までは、競争による貸出金利の低下が借り手の破綻リスクの低下をもたらす経路などを通して、銀行経営の安定化に寄与していたことが確認できる。しかし、その後も継続した競争激化は、金融機関の利鞘縮小圧力を強め、銀行経営の安定性をむしろ低下させる方向に寄与してきた。この間、地域金融機関数は、バブル崩壊を経て、破綻や合併により大幅に減少した。破綻や合併によって市場から退出した金融機関の行動をみると、競争環境が激化していく中で、リスクテイクの積極化により一時的に利益を嵩上げし、その後、過去のリスクテイクが裏目となり経営が不安定化していった傾向がより顕著に確認される。

Old Boy Network, Capital Injection and Banks' Returns: Evidence from Japanese Banks

Takeshi Osada, Saitama University
Kazuki Onji, Osaka University
David Vera, California State University, Fresno

We present a novel analysis of the relation between board's network structure and mandatory reorganization in the context of Japanese banks. Using a unique data set on individual board member characteristics, we estimate two affiliated networks based on alma mater and hometown. Furthermore, we identify the fraction of former employees of Bank of Japan (BOJ) and Minister of Finance (MOF) for each bank's board. First, we are able to determine the effect of the capital injections on different aspect of each bank's network (both based on alma mater and hometown) such as size and average number of connections. Second, using the fraction of former employees from BOJ and MOF we are able to instrument for capital injections and determine the effect of injections on banks' returns.

Our findings suggest that network size and mean degree (the number of connections for an average board member) for capital injected banks decreased compared to the network size and mean degree of banks that receive no injection.

We add to different strings of the literature bank rescue operations, corporate network structure, and network connectedness and firm's return. In the context of Japanese banks rescue operations, Hoshi and Kashyap(2005) and Onji, et al. (2012) found that injected banks were somewhat reluctant to carry some aspects of the mandated restructuring. Our findings suggest that the injection of capital may have disrupted the structure of board networks. We also add to the literature on board network structure and firms returns, Khanna et al. (2015),

Keywords: Recapitalization program, Japanese banks, board network.
JEL classification: G21, J40

融資先企業の資金制約を通じた金融機関の評価

九州大学　野澤 亘
九州大学　馬奈木 俊介

貸出市場には、都市銀行・地方銀行を含む普通銀行に加え信用金庫などの協同組織金融機関も存在し一定のシェアを占めている。これらの協同組織金融機関は、非営利組織であることや営業対象・営業地域に制約があるなど普通銀行と異なる特徴を持っている。本研究では、企業のパネルデータを用いて、メインバンクの業態が融資先企業の資金制約にどのように影響するか検証をおこなった。

資金制約の指標としては、投資のキャッシュフロー感応度を用いたが、その信頼性には議論がある。本研究の予備的分析の推定結果は、企業年齢あるいは企業規模が上がるにつれ投資のキャッシュフロー感応度が下がることを示しており、資金制約の指標として有用であるとする先行研究と整合的な結果となった。

メインバンクの業態ごとの投資のキャッシュフロー感応度の推定結果は、信用金庫と普通銀行の間に有意な差が存在することを示した。この有意な差は、企業規模で層別して計測した場合でも小企業の間で観察された。企業年齢で層別した場合にはどの年齢層でも有意でなかったが、若年企業間でおよそ 4%、中年企業間でおよそ 6%だけ信用金庫をメインバンクとする企業の方が投資のキャッシュフロー感応度が低いという結果となった。これらの結果はいくつかの定式化、変数の変更にも頑健であった。

日中から世界への株価連関の変化

一橋大学大学院生　山﨑邦利

【要旨】

本論文は、最近の世界の株価連関状況に関して、実証分析による研究成果を報告すると共に、日中の株価が世界の株価に及ぼす影響の変化を考察するものである。結論から述べると、世界の株価連関性は近年においてより増加していた。我が国日本も世界の連関の渦中にあることは間違いないが、世界に対する影響力は徐々に衰える傾向にあることが確認された。その理由の一つは同じアジア圏における中国の台頭であった。中国が影響力を増せば増すほど相対的に日本の影響力は薄れていく結果だった。2007 年 1 月 5 日から 2016 年 5 月 17 日まで計 2442 日分の日次終値データを使用し、時系列相関モデルと VAR モデルを使った実証分析を行っている。世界主要株式市場を有する日独英米の４カ国の株価指数変動から､最近の世界の株価連関性を分析し､時系列で株価連動性の変化を確認している。日本の世界に対する影響力が薄れつつある、その原因の特定のため中国株価を加えた分析も行った。中国を加えた分析では、より一層、日本の世界に与える影響力の弱まりと、中国の説明優位性の強まりが確認された。この分析結果は、アジア圏における中国の台頭を証明しており、同時にアジア圏の覇権を失いつつある日本の現状を浮き彫りにするものであった。

An empirical analysis of the largest sovereign foreign wealth fund investing in the Japanese Stock Market.

Yoshikatsu Shinozawa, University of London

Abstract

The objective of this paper is to identify what characteristics of a firm attract the large sovereign wealth fund investing in Japanese shares and to examine the possible impact on the target share performance. The focus of this paper is on the sovereign wealth fund ranked as the fifth largest shareholder in the Tokyo stock market whereas the published literature on this subject usually uses the aggregated data of various sovereign wealth funds investing in many host countries. Using sample firms from the top 500 companies in the Tokyo market from 2008 to 2013, the panel data analysis shows that the SWF prefers relatively small value shares with high ROE from the large cap market index. The analysis also provides little evidence of superior returns of the target firms, suggesting no impact on these target firms. All in all, the investment strategy and subsequent impact of the SWF in Japan should not cause concerns about political interference.

Note that this research is supported by a grant-in-aid from Zengin Foundation for Studies on Economics and Finance.

Oil shocks, Exchange Rate Shocks, and Japanese Stock Markets

Kohei Aono, Ritsumeikan University
Tokuo Iwaisako, Hitotsubashi University
Hayato Nakata, Meisei University

Abstract

We examine the importance of structural shocks behind crude oil prices and Yen's exchange rate in explaining Japanese stock market. We extend the structural VAR model of Kilian and his coauthors to obtain the structural shocks, assuming four structural shocks, namely oil supply shocks, global demand shocks, oil market specific demand shocks, and pure exchange rate shocks. We find clear evidence that these structural shocks except oil supply shocks do affect contemporaneous stock returns at aggregate level. Then, we examine if structural shocks contain any useful information in explaining contemporaneous stock returns and cross-section of individual stock returns, in addition to Fama-French factors. Our empirical results suggest that the answer is, probably yes. The results using the size-B/P sorted portfolios provides not only negative, but also rather strange result. We conjecture this is because rather special characteristic of the size-B/P sorted portfolios pointed out in the recent literature on the reappraisal of cross-sectional tests of asset pricing models. The result using the Beta sorted portfolios provides more intuitive result and we find oil market specific demand shocks and pure exchange rate shocks are likely to contain some additional information, not contained in Fama-French's three factors.

欧州銀行同盟における単一監督メカニズム（SSM）
――欧州の大銀行の視点から――

立教大学大学院生　石田周

2014 年 11 月、欧州銀行同盟の第 1 の柱として、単一監督メカニズム（SSM）が始動した。これにより、一定の基準を満たす「重要な金融機関」に対する監督権限は、加盟国政府から欧州中央銀行（ECB）へと移された。

SSM は様々な目的・性格をもった複合的な存在として描かれる。最もよく指摘される SSM の目的は、銀行危機とソブリン危機の悪循環を断ち切ることである。ここではペリフェリ諸国の当局がもつ監督権限を ECB へと集中することに主眼が置かれる。また、別の見解は、SSM が銀行に対する監督を強化するものと考える。この見解によると、これまで自国銀行に寛容な監督を行ってきたユーロ圏各国の当局から ECB へと監督権限を移すことにより、SSM は銀行に対してより厳格な監督を行うことができる。これらの見解は、監督当局の視点から SSM を捉える試みであるともいえる。

しかし、銀行同盟の設立が 2012 年に提唱された当初より、欧州の大銀行は SSM を積極的に支持してきた。このことは、「SSM＝監督制度の強化」という見解とは一見矛盾するようにも見える。このような SSM への銀行業界の支持を説明する見解が、「SSM は銀行の欧州規模での経営を容易にする」とする見解である。この見解によると、欧州の大銀行が国際化を進めるにつれ、大銀行と本国当局との関係が相対的に重要でなくなり、逆に受入国当局との関係はより重要になっていく。SSM の創設により、大銀行はコンプアイアンス・コストの引き下げという利益を得ることができる。このような見解は、欧州の大銀行の側から SSM を捉えようとする試みであるといえよう。

このように多様な側面をもつ SSM は様々な角度から検討される必要がある。このような問題意識から、本報告では、「大銀行の欧州規模での経営を容易にする」という SSM の側面に着目し、欧州規模でビジネスを行う大銀行の視点から SSM を捉えることを目指す。

本報告の着眼点は主に 2 つある。1 つは、2000 年代初頭の時点ですでに、欧州の大銀行が金融監督制度の調和・統一を提唱してきたという点である。大銀行の経営が国際化するにつれ、各国ごとに監督権限が分散した金融監督体制は非効率になると同時に、各国固有の情報コストが増大することが懸念された。このような懸念の下、ドイツ銀行や金融部門の業界団体である欧州金融サービス円卓会議（EFR）は、監督制度の調和・統一を早くから提唱してきたのである。もう 1 つの着眼点は、ユーロ危機時に受入国当局が大銀行による資金移動の自由を制限したという点である。ユーロ危機時、イタリアの大銀行ウニクレディトは、そのドイツ子会社である HVB から本国イタリアへの送金を、ドイツの監督当局により制限された。この事実は、後にウニクレディトが SSM を支持する背景となった。

The Cost of Trading during Federal Funds Rate Announcements: Evidence from Cross-listed Stocks

Bart Frijns, Auckland University of Technology
Ivan Indriawan, Auckland University of Technology
Yoichi Otsubo, University of Manchester
Alireaza Tournai-Rad, Auckland University of Technology

Abstract:
We investigate the behaviour of bid-ask spread components around the U.S. Federal Funds Rate announcements for a sample of cross-listed firms in Canada and in the U.S. We use transaction level data to decompose the spread into its three components, namely, information asymmetry, order persistence, and order processing costs. We observe that during news announcements, the information asymmetry component increases more in Canada than in the U.S., indicating that trades in Canada are more information-driven than trades in the U.S. Next, we find that the order persistence component increases more in the U.S. than in Canada, indicating that there is a temporary price pressure surrounding news announcement period in the U.S. These differences may be due to the fact that small individual investors dominate the trading of Canadian stocks in the U.S. while larger investors dominate the trading in Canada. Finally, following the implementation of Regulation National Market System, we observe that liquidity in the U.S. has increased, and subsequently more informed traders are now present in the market, particularly during news announcement period.

多角化企業の事業部門間における人的資産配分
―日本の電気機械産業の企業について―

常葉大学　土村宜明

企業が事業を多角化する利点は何か。この問題に対して，多角化企業における事業部門間の資源配分機能が注目され，20 年ほど前から米国を中心に議論が活発化している。伝統的なファイナンス理論では，多角化企業は事業部門間の資本配分が可能なため（内部資本市場が働くため），外部の資本市場を用いる場合の様々な摩擦を解消できることが指摘されている。しかし，実証研究の面からは，内部資本市場の効率性については否定的な評価も多い。

他方で，事業多角化の利点は，企業内部の人的資源の配分（内部労働市場）にもあるのではないかという視点から，米国企業を対象とした実証研究の結果が報告され始めている。Tate and Yang (2015) は，多角化企業の労働生産性が単一事業企業よりも高いこと，その理由として，内部労働市場がビジネス機会に対応して人的資産の配分を行っていることを示している。以上の文脈において，本稿は，日本の電気機械産業に属する企業を対象として，内部労働市場における人的資産配分が効率的に行われているか否かについて，財務データを用いた実証分析によって考察した。

最初に，2011 年から 2014 年の期間において，事業部門の人的資産の変化がどのような要因に影響を受けているかをパネル分析によって分析した結果，利潤率が低く生産額が増えている事業部門ほど，人員を増やしていることが示された。この結果からは，内部資本市場における人的資産の配分が効率的ではないことが示唆される。

次に，企業全体に対する事業部門ごとの従業員数の割合を人的資産配分の指標とし，その要因をパネル分析によって推計した。その結果，利潤率が低い事業部門ほど企業内の人的資産の配分が大きいことが示された。電気機械に属する企業は，利潤率が低い事業部門に相対的により多くの人員を配置しているという意味で，非効率な意思決定を行っていると解釈できる。

Inflation and Bubbles in the Japanese Condominium Market

Tohoku University Jun Nagayasu

We investigate the dynamics of condominium prices by using a new data set containing national and regional data on prices and transaction volumes for Japan. First, using left- and right-tailed integration methods to circumvent deficiencies in existing approaches for economic analyses, we propose two definitions of bubbles and show that the condominium market has experienced neither mild nor explosive bubbles since 2008. The perception of bubbles can be influenced by the variables chosen to represent economic fundamentals; however, the standard model specification suggests no bubbles during that period. Second, consistent with this finding, we point to several economic fundamentals; notably, the increase of Chinese residents in Japan is one reason for the long-term trend in condominium prices. Third, we find that, among the explanatory variables considered, transaction volume, particularly the volume of purchases of companies from individuals, is relevant in explaining condominium price inflation. This suggests that there is asymmetric information between trader types.

Keywords: Real estate market, condominium prices, market bubble, unit root, cointegration, Japan
JEL classification: R1, C5

消費税率変更の物価動向への効果

日本大学　小巻泰之

消費税率の引上げの影響については, 実質賃金の低下から消費悪化となる効果に注目されている．他方，財貨・サービスへの価格転嫁率にもよるが，消費税率引き上げ分の価格引き上げが生じる．この価格引き上げによる物価上昇を Unconventional Fiscal Policy（非伝統的財政政策）の効果とする先行研究がみられる（Correcia(2011), D'Acinto, et(2016)）．D'Acinto, et(2016)によれば，ドイツの税率引上げでインフレ予測の上昇効果が確認されるとしている. 2005 年 10 月の引上げのアナウンス以降, 家計のインフレ期待が上昇し, 2007 年の物価も上昇している．その結果，耐久消費財の消費が 30%増加したとしている．

そこで，日本及び欧州での付加価値税率引き上げの効果について検証する．ここでは，①付加価値税率引上げ前後の物価の動き，②期待インフレ率を表現しているとみられる物価サーベイの動き，③消費支出の動きについて確認する．経済諸変数の動きから判断すると，以下のような効果が確認できる．

１）物価指標の動き

・日本の場合 89 年を除き，総合の場合，物価上昇は引き上げ後 1 年間のみにとどまっている．食料品を除くと，物価上昇は引き上げ後 2 年間継続していることも伺える．

・他方，欧州については，D'Acinto, et(2016)で例として挙げられているドイツの他，複数の地域で物価上昇が持続している様子が確認できる．ただし，多くの国は，引上げ直後の 1 年間で物価上昇は沈静化している様子もうかがえる．

２）期待インフレ率の動き

・日本のみだが，物価変動債から推計した期待インフレ率を用いて，消費税率の変更のアナウンスと消費税法改定の成立についてみると，アナウンス時には期待インフレ率への効果は確認できない．しかし，法改正が決まる前に期待インフレ率が小幅であるが上昇する効果が確認できる．しかし，その効果は長続きせず，法改正成立時には効果が確認できない．

３）消費支出の動き

・欧州各国については食料品と非食料品に分けてみると，ある意味当然であるが，軽減税率を導入している欧州各国では非食料品では付加価値税変更の影響を確認できるが，食料品でのほとんど確認できない．

・日本では過去 3 回の消費税変更により食料品で消費税の影響を受けている様子が確認できる．

日本では消費税率変更による物価への影響は一過性なものに留まっている．欧州においても，付加価値税の変更の全てが期待インフレ率に影響しているとはいえない．付加価値税率変更時の当該国の経済環境，軽減税率などの税制の変更などが影響しているとみられる．

Public investment and Stock Return: The Case of Japan

Kazuki Hiraga (Tokai University)
Masafumi Kozuka
(University of Marketing and Distribution Sciences)
Tomomi Miyazaki (Kobe University)

Abstract

This research examines the effects of public investment on stock returns in Japan over the periods from 1980 to 2012. By doing this, we calculate the impulse response function by local projection method using the sectoral panel data. The empirical results show that public investment has a positive impact on stock returns. Especially, we confirm a strong effect on a group of the primary and secondary industries, as well as the periods after the 2000s, though the quantitative effects are not so substantial. Our empirical evidence on the post high-growth era in Japan suggests that public investment has been partly useful to support the revitalization of stock market.

＜中央銀行パネル＞

マーケットから見たこれまでの金融緩和政策

富士通総研　　早川英男

＜趣旨＞

黒田総裁の下で日本銀行が大胆な金融緩和に乗り出して 4 年半近くが経つ。この政策が日本経済に与えた影響に関しては賛否両論があり、これまでの金融学会・中央銀行パネルにおいても政策を高く評価する立場、批判的な立場双方の経済学者、エコノミストが議論を戦わせてきた。しかし金融政策、とりわけ非伝統的金融緩和政策については資産価格への影響を通じて実体経済に波及するルートが重要だと考えられている。そうであれば、過去 4 年半の金融政策を評価する上でも、金融市場の参加者たちが政策変化をどのように受け止め、どのように行動してきたのかにも注目する必要があることになる。

そこで今回の中央銀行パネルでは、従来とはやや視点を変えて、各種金融市場の参加者の方々をパネリストにお集まり頂き、「マーケットから見たこれまでの金融緩和政策」について議論することとした。具体的には、ドイツ証券の国債ディーラーである清水智也氏、シティー証券の為替アナリストである高島修氏というお二方の代表的な市場参加者に加え、日本銀行から金融市場調査の前線に立つ東善明氏をお招きすることとした。パネルの司会役は早川英男が務める。

主な議題としては、まず各パネリストから金融緩和政策の重要なステップ（QQE のスタート、14 年 10 月の追加緩和、マイナス金利政策の導入、「総括的検証」と YCC への転換）毎に金融市場参加者たちがこれらの政策変更をどのように受け止め、どう行動したかについてお聞きする。次いで金融緩和の規模が拡大し、長期化したことに伴う副作用（マイナス金利政策の負の影響、市場価格の歪みや流動性の低下の有無、ないし程度）をどう評価するかについて議論する。最後に、来るべき金融緩和の「出口」の手順（長期金利の調整→短期金利の引上げ→日銀バランスシートの縮小？）やそこで予想される困難（長期金利急騰のリスク、日銀が大幅な赤字に陥るリスクなど）についても意見を交わしたい。

通常のように、フロアからの質問、意見も受け付ける予定である。金融市場参加者と金融学会メンバーの意見交換から生産的な議論が生まれ、金融政策の現実のより立体的な把握に繋がるよう期待したい。

＜中央銀行パネル＞

量的・質的金融緩和と金融市場

日本銀行　東善明

日本銀行は、2013 年 4 月、消費者物価の前年比上昇率 2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するため、金融市場調節の操作目標を無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更したうえで、マネタリーベースおよび長期国債等の保有額を 2 年間で 2 倍に拡大するなど、量・質ともに次元の違う「量的・質的金融緩和」を導入した（2014 年 10 月には、「量的・質的金融緩和」の拡大を決定）。

その後、2016 年 1 月には、企業コンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクの顕現化を未然に防ぎ、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、金融機関が保有する日本銀行当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用する「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。

こうしたもとで、わが国の経済・物価は大きく好転し、「物価が持続的に下落する」という意味でのデフレではなくなったが、海外経済・国際金融市場を巡る不透明感などを背景に、物価見通しに関する不確実性が高まってきた。このため日本銀行は 2016 年 9 月、「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証を行い、その結果を踏まえて、従来の政策枠組みを強化する形で「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入することを決定した。

こうした量的・質的金融緩和は――マイナス金利や長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）も含めて――非伝統的金融政策の一つとして理解されており、ゼロ金利制約下での実質金利の押し下げに大きな効果を発揮することが期待されるが、同時に、金融市場や金融機関への影響も大きい。

本報告では、このうち量的・質的金融緩和による金融市場への影響に焦点を当てる。具体的には、日本銀行による大規模な国債買入れのもとでの国債市場の流動性や、マイナス金利のもとでの短期金融市場の機能度が主なトピックとなる。日本銀行の関連施策や制度面の工夫――市場との対話の拡充や日本銀行当座預金の 3 段階の階層構造への分割など――にも触れながら、金融市場の流動性や機能度、市場構造がどのように変化してきたのかを検討する。

＜中央銀行パネル＞

異次元緩和 4 年半で見える国債市場の変化

ドイツ証券　清水 智也

2013 年 4 月以降の日銀異次元緩和で、日本国債市場は大きく変化した。具体的には、1）店頭流動性の大幅低下、2）日銀国債保有比率上昇に伴う国債保有者構造の変化、3）外国人投資家の存在感の高まり、4）日銀のイールドカーブ支配力の高まり、5）日銀トレードと呼ばれる対日銀取引比率上昇（必ずしも儲かるわけではない）、などが挙げたい。過去、日銀は、ゼロ金利政策（1999 年 2 月）、量的緩和政策（2001 年 3 月）など先進的政策を他中銀に先んじて実施。ただ、国債流動性低下などは、今回の異次元緩和が際立っている。

国債市場の店頭売買の流動性低下（1）は、回転率（証券会社の店頭売買高÷円債市場規模）の大幅低下で確認される。回転率は、リーマンショック前 3 年平均対比で約 50%低下した。同じ QE を実施した米国対比でも、日本の回転率は米国の 8 分の 1 しかない。低い国債流動性の理由として、日本国債の特殊な保有構造とその変化（2）を指摘したい。米国債保有者をみると、FED は 2 割弱に過ぎず、外国人投資家が 40%以上を保有する最大投資家だ。一言で外国人投資家といっても、外貨準備など公的マネー、生保/年金などリアルマネー、ヘッジファンドなど多様性がある。一方、日本は、異次元緩和前でも、国内大手 13 投資家が 5 割弱+日銀が 1 割強を保有し、外国人保有比率が 10%に満たない村社会だった。異次元緩和で、上記 13 投資家保有比率は 3 割まで下がったが、日銀が 4 割を保有する形に変わっただけだ。日銀は、民間と違って国債を売らないため、流動性低下要因だ。

外国人は、短期国債を 5 割程度保有するなど短い年限中心に存在感を高めた（3）。保有するドルの希少性からドル売り円買いのベーシススワップを使って、ドル LIBOR+α のプラスの利回りを享受できるためだ。円債売買高でも、2 割を占める最大投資家であり、外国人投資家の売買が、国債のマイナス金利取引をサポートする。そして、日銀の国債購入規模が大き過ぎるため、日銀のイールドカーブ支配力が高まった（4）。日銀が QQE2 で国債買入ペースを加速させた時は、金利は大幅低下。逆に、YCC 政策下では、1-5 年の国債買入を減額したことで、2 年/5 年金利は上昇した。なお、日銀トレードは、日銀以外の投資家売買高が減少した結果、増えざるを得なかったとみる（5）。実際、国債回転率低下と日銀トレード比率上昇（日銀国債買入÷投資家全体の売り）は同時進行だ。証券会社は、日銀トレードが必ずしも儲かるわけではないうえ、国債流動性提供に必要なレポコストが上がっているため、異次元緩和下で厳しい環境におかれている。

＜中央銀行パネル＞

近年の日銀の金融緩和策と円相場

シティグループ証券　高島修

＜問題意識＞

2013 年に始まったアベノミクスと黒田日銀の超金融緩和策の下、為替相場においては、過去では考えられないような円安が進行してきた。その是非自体が検討に値するものの、デフレ脱却を目指す経済政策の方向性を受け入れるのであれば、その遠因の一つである長期的な円高是正に大きな貢献があったことは事実である。ただ、2015 年を境に円安基調は一服。2016 年には日銀のマイナス金利政策導入に拘らず、円高が進行する場面もあった。為替相場の場合、日本の国内要因のみならず、米国を始めたとした海外要因の影響が色濃く反映される。そうした為替相場の特性を考慮した上で、近年の日銀の金融緩和策に対する市場の非対称的な反応が生じた理由や背景について考えたい。

＜オブザベーション＞

2012 年終盤に安倍政権が誕生する際、日銀法改正などが議論の俎上に上り、為替市場の日本の経済政策に対する感応度が強まった。2013 年 4 月の量的質的緩和・第 1 弾(QQE1)に対する強烈な円安反応は、従来、FRB の金融緩和策で生じたドル安円高オーバーシュートの是正という側面もあったと考えられる。2014 年 10 月の QQE2 は黒田日銀のデフレ克服に向けた緩和姿勢をより強く印象づけたものの、その結果、人民元安の傾向などが見えてくると、米国の円安黙認姿勢に変化が生じた。2016 年 1 月のマイナス金利政策導入は円高への回帰を阻止する意図があったと見られ、国内の投資家や金融機関の投資戦略や財務戦略にも決定的な影響を及ぼした。だが、日銀の金融緩和の行き詰まりを確信した市場は、円高と株安で反応。同年 9 月のイールドカーブ・コントロールなどの導入は事実上の緩和姿勢の後退であったが、その現実路線への転換まで市場のネガティブな反応が続いた。

＜検証結果＞

発表者のファンダメンタルズモデルに基づくと、量的緩和策がドル円のフェアバリューに与える影響は思いのほか大きい。一方、相場のオーバーシュートを牽引する金利差のフェアバリューに与える影響は小さいとの結果が得られる。但し、量的緩和策が為替相場など金融市場や実体経済に及ぼす影響について確立された理論はなく、実証検証も乏しい。為替相場が金利や量の変化などに合理的に反応していると確信することはできない。ドル円の場合、日銀の政策など日本要因のみならず、米国の経済政策や、近年ではそれに大きな影響を及ぼす人民元など中国要因などを織り込みながら、変動していると考えられる。

九州における教育ローン・奨学金の現状

－長崎・高校生・大学生の質問票調査と鹿児島・長島町「ぶり奨学金」―

長崎県立大学　小原　篤次
鹿児島相互信用金庫　白石　俊栄

家計のなかで教育費の負担割合が増大し、とりわけ大学進学に関係する負担が重い。二人以上大学まで進学すると、特に、地方圏では、幼稚園から大学までの教育費は住宅取得費に匹敵する。保護者の負担だけでは、高騰する大学進学費用を賄いきれず、アルバイトとともに奨学金が補っている。日本で、奨学金を受けている大学生は 2 人に 1 人にのぼる 。その大半は貸与型奨学金、つまり教育ローンになっている。その中核を担う日本学生支援機構は 2014 年度において、奨学金貸与に係る年間事業費は 1 兆 2,000 億円の規模に達し、貸与人数は 140 万人にのぼるとしている 。

東京など大都市圏と、九州など地方圏との間には、所得格差 があるのに対して、授業料は、私学より低い水準にある、国公立大学の間で、地域差は見られない。こ都道府県別で大学進学率に格差が存在する。2015 年度の上位は、大学立地にも恵まれた東京都（66.8%）と京都府（66.4%）、下位は、沖縄県（39.8%）、長崎県（41.3%）である。東京都と沖縄県の間には 27.0%ポイントのギャップがある。

以上の問題意識から、本研究は、第 I 節で、奨学金をはじめとする教育費や奨学金に関する先行研究を整理したうえで、第 II 節で、教育ローン・奨学金問題の概念図を示し、第 III 節では、長崎県内の高校生・大学生を対象にして 2016 年 11 月から 2017 年 1 月にかけて、長崎県内の高校生・大学生 1,704 名を対象に実施したアンケート調査（10 ページ、設問数 35）を実施した結果の一部を報告することで、教育費や奨学金などの若者の意識を明らかにすることを目的とする。最後に、全国に先駆けた九州独自の取り組みとして、鹿児島相互信用金庫が鹿児島県長島町住民を対象に提供する U ターン学生に支払いを免除する教育ローン「ぶり奨学金」に言及する。大学進学率に地域差があるゆえに、都道府県、市町村など地域ニーズに応じた制度作りが重要である。

アンケート調査では、大学生の 4 人に一人の割合で主たる大学進学費用負担者になっていることも明らかにしている。

地域の課題解決と地域金融機関経営を両立する ビジネスモデルの在り方についての一考察

藤木秀明（大和大学）

要　旨

本報告では、地域金融機関が地域活性化により貢献していくための方途について、PPP（公民連携、Public Private Partnership）の観点から考察した。リレーションシップバンキング（地域密着型金融）の経緯、地域金融機関を取り巻く環境の変化を整理し、地域金融機関が地域の課題解決に向き合う必要があることを明らかにした。

併せて、ペストフのトライアングルを日本の PPP の現状に適用できるように修正・拡張した「PPP のトライアングル」を用いて、地域金融機関自身と地域の接点を可視化することによって、日常の営業活動と地域の課題解決が結び付いていることを明らかにした。

それらを踏まえ、地域の課題解決と金融機関経営を両立するビジネスモデルの在り方として、事業再生ノウハウの公共セクターへの応用、多様な金融手段（証券子会社の活用、セール＆リースバック取引、不動産の流動化、動産担保融資（ABL）等）の活用、クラウドファンディングを活用した預金者との連携を提案した。

Identifying the Dual Hypotheses in Lending Market: Evidence from Japanese Regional Lending Markets

Kazuki Hiraga
Masashi Manabe
Naoyuki Yoshino

Abstract

This paper investigates the effect of oligopoly power to the lending rate in the regional lending market using prefectural panel data in Japan and Herfindahl-Hirschman Index (HHI) as the measure of the degree of oligopoly power. We construct the estimation models of lending rate and outstanding lending which identify the borrowing demand and lending supply. With this model, we capture the effects of HHI to the lending rate and the outstanding lending. We obtain the negative correlation between lending rate and HHI, and the positive correlation between outstanding lending and HHI. This result implies efficient effects or scale effects is dominant to market structure effects provided by oligopoly.

新規上場企業と金融機関関係

一橋大学大学院生　本田朋史

本稿の目的は、新規上場企業と金融機関との取引関係に着目し、新規上場が資金調達面で企業にどのようなメリットをもたらすのか、また金融機関との取引関係にどのような影響を及ぼすのかを明らかにすることである。

本稿では、2 つの問題意識の下、実証分析を試みている。第 1 に、日本において新規上場が企業の資金調達面でメリットをもたらすのか、企業と金融機関との取引関係がどのように変化するのかを明らかにすることである。第 2 に、上場する株式市場の違いに注目することで、新規上場に伴う資金調達面でのメリットが、銀行間の競争が激しくなったことによるものか、それとも株式市場からの競争圧力の強まりによるものかを特定することである。Pagano et al. (1998) は、新規上場が企業の資金調達面においてメリットをもたらす原因は、「情報開示による銀行間競争の促進」、「株式市場から影響」の 2 つであると論じ、Schenone (2010) は、情報開示による銀行間競争の促進によって資金調達面のメリットがもたらされると論じているが、両者を明示的に区別して論じた先行研究は存在しない。本稿では、この点を補完するため上場市場の株式の流動性に注目した分析を試みている。

得られた結果は次のとおりである。第 1 に、新規上場した企業では、借入スプレッドの低下、当座貸越契約件数の増加、融資枠の増加が観察される。第 2 に、新規上場した企業では、取引金融機関数と金融機関からの借入残高が減少している。第 3 に、流動性の大きい株式市場へ上場する企業ほど、借入スプレッドの低下幅は大きく、金融機関との取引関係は希薄化する。これらの結果から、日本では新規上場により借入金利低下や融資枠拡大といった企業の資金調達面でのメリットが生じていることが分かる。またそのメリットには、銀行間の競争程度の高まりのみならず、株式市場などからの競争圧力の増大が寄与していることも推測される。

When Japanese Banks Become Pure Creditors: Effects of declining shareholding by banks on bank lending and firms' risk taking

中央大学　小野有人
一橋大学　鈴木健嗣
一橋大学　植杉威一郎

Utilizing the regulatory change relating to banks' shareholding in Japan as an instrument, this study examines the causal effects of declining shareholding by banks on bank lending and firms' risk taking. Banks may hold equity claims over client firms for either of the following two reasons: (i) gaining a competitive advantage by exploiting complementarity between shareholding and lending activities, and (ii) mitigating shareholder-creditor conflict. Exogenous reduction in a bank's shareholding would then impair the competitiveness of the bank's lending activities and aggravate the risk-shifting behavior of client firms. Using a firm-bank matched dataset of Japan's listed firms during the period 2001-2006, we empirically tested several hypotheses and obtain the following findings. First, a bank's removal from the list of major shareholders of a client firm (extensive margin) and the reduction in the ratio of the bank's shareholding to the firm's total shares on issue (intensive margin) decreases the bank's share of the firm's loans. Second, a reduction in the extensive margin of a bank's shareholding increases the volatility of the client firm's return on assets and reduces its Sharpe ratio. However, we do not find the same effect when a bank reduces the intensive margin of its shareholding.

The Emergence of a Parallel World: The Misperception Problem for Bank Balance Sheet Risk and Lending Behavior

札幌学院大学　井上　仁
甲南大学　中島　清貴
日本銀行　高橋　耕史

We examine the reason that there have coexisted the two opposing views on distressed banks' lending behavior in Japan's post-bubble period: the one is the stagnant lending in a capital crunch and the other is the forbearance lending to low-quality borrowers. To this end, we address the measurement problem for bank balance sheet risk. We define the credit supply and allocation effects of bank capital in the bank loan equation specified at loan-level units, thereby finding that the parallel world, or the above two opposing views, would emerge if the regulatory capital does not reflect the actual condition of increased risk on bank balance sheet, while the fair value of capital signals it. In the real world of Japan's post-bubble period, banks with low market-evaluated capital decreased the supply of credit, engaging in window dressing of the regulatory or book capital. The parallel world can emerge whenever banks are allowed to evaluate portfolio risk with their discretion.

民のインセンティブを促す報酬体系とＰＰＰ事業

慶応義塾大学大学院生 福田紫

本稿では、PPP/PFI 事業における民のインセンティブの役割について、公共事業を運営する事業者の「コーポレート・ガバナンス」の視点から理論的・実証的に考察を行った。本稿を通じて明らかになった点は、PPP/PFI 事業の公益目的（政策目的）を実現し、私的利益を追求する民間事業者の行動を官が望む結果に導くには、民間のインセンティブを高めるため、成功報酬や基本報酬を適正な水準に設定することが望ましいということである。特に、基本報酬や成功報酬は少なすぎても多すぎてもよくないことが明らかにされた。分析では、まず簡単なプリンシパル・エージェント・モデルを用いて、このことを理論的に示した。次に、この理論分析の結果を踏まえて、これまで日本で行われてきた PPP/PFI の事例として、豊島区庁舎建て替え事業とタラソ福岡の運営事業を取り上げ、いずれの事例でも報酬体系の設定がその成否に大きな影響を与えた可能性があることを、事例分析や株価のイベントスタディを行うことで明らかにした。豊島区庁舎建て替え事業の事例では、事業の付帯施設として分譲マンションが併設され、その販売収入が成功報酬として機能した。ただ、受注民間事業者の株価の推移をみる限り、この事業でも成功報酬は、契約時点の期待値で見た場合には必ずしも高すぎるものではなく、民と公がいわゆる win-win の関係を構築していたことが示された。一方、タラソ福岡の運営事業の事例では、基本報酬によるディスインセンティブが成否に大きな影響を与える可能性があることを指摘した。タラソ福岡の運営事業では、低額であった契約価格（基本報酬）が妥当な金額でなかったことが問題であったが、受注民間事業者の株価は契約後に逆に上昇した。この結果は、受注事業者が、自らの期待利潤を高めるため、社会的には望ましくないリスクの高い事業運営を行うことになってしまったことを示しているといえる。これらの結果から、適正な基本報酬や成功報酬の設定が重要であったことが確認されたといえる。

日本における転換社債の発行の決定要因
―コーポレート・ガバナンスの視点から

一橋大学大学院生　顔菊馨

本稿では、コーポレート・ガバナンスが転換社債の発行に対して与える影響について日本企業を対象に実証分析を行っている。本稿で得られる分析結果より、ガバナンスが弱いほど､企業は普通社債に対して転換社債を発行する傾向にあることが分かる｡この結果は、転換社債のガバナンス機能と企業の株主及び取締役会によるガバナンス機能には代替的な関係にあることを示唆している｡具体的には､転換社債のエージェンシー問題の緩和機能、すなわち、株主と債権者の間の利害対立の一因となる資産代替問題を緩和する機能を主張する理論モデルと整合的な結果である。しかしながら、経営者のエントレンチメント行動を助長する機能を主張する転換社債の理論モデルとも整合的である。そこで、この 2 つの仮説を識別するために、本稿では転換社債を発行した企業の成長性についても分析を行っている。その結果によると、成長性があり、普通社債の資本コストが高い企業は、投資資金の調達のために転換社債を用いることが分かる。したがって、本稿の分析結果より、転換社債のエージェンシー問題の緩和機能の理論を支持していると解釈できる。

The Role of the Board of Directors in Companies in Gulf Arab Countries

アジア経済研究所　齋藤　純

Corporate governance initiatives in Gulf Cooperation Council (GCC) countries have recently been established. In the case of GCC listed companies, the major feature of corporate governance is that ruling families and family conglomerates control corporate management through boards of directors. The purpose of this study is to analyze the determinants of board structure and the influence of board character on the performance of Gulf Cooperation Council (GCC) listed companies in 2015.

First, our estimate shows that companies with decentralized ownership or a major government owner tend to have a large board. We also find that the role of outside director becomes important in those companies with highly concentrated ownership. In addition, governments operated by a ruling family send family members to affiliated companies. Second, in our GCC company sample, corporate performance may be affected by management factors, but not by board characteristics.

FinTech は、今度こそ「預金通貨」を根底から変えるか？
――「情報技術革新と預金通貨・金融政策」（1999）revisited――

長崎県立大学　石田和彦

現在、FinTech が一種のブームとなり、それは、銀行等既存の金融システムを根底から覆すかのような印象を与えている。特に、ブロック・チェーン技術を用いた「仮想通貨」――その代表が「ビットコイン」――については、銀行を中心とする現行の支払・決済システムや、中央銀行が発行する現金に取って代わる可能性があるとの議論もしばしばなされる。

過去を遡ると、1990 年代後半の「IT 革命」と言われた時代に、同様の議論が広範に行われ、特に、銀行・中央銀行を中心とする支払・決済システムは、情報技術革新により大きな変貌を迫られるとの見方が拡大した。これに対して、石田（1999）は、預金通貨・金融政策をその本質から捉え直し、情報技術革新により登場する新たな支払・決済手段を検討する際は、用いられる技術ではなく、支払・決済手段の経済的機能面を中心に考察することの重要性を示した。その上で、新たな支払・決済手段の可能性をいくつか示しつつも、預金通貨が近い将来に他の支払・決済手段に置き換えられる可能性は低いことを主張している。

本稿は、この主張を踏まえて、その後現在に至るまでの、各種の新たな支払・決済手段の登場を改めて評価するとともに、当時は予想もできなかったビットコイン等の仮想通貨が､銀行の預金通貨を中心とする支払･決済システムに与える影響を考察したものである。

まず、1999 年当時は実験段階であった「電子マネー」は、現在、広く普及し日常的に支払に使用されている。また、理論的主張に過ぎなかった「ナローバンク」や「国債投資信託による決済」も、必ずしも理論通りの形ではないが、事実上それに近いものが登場している。しかし、経済的機能の面からみれば、これらは、実は、預金通貨の移転方法の多様化に過ぎず、それ自体が、新たな支払・決済手段を提供している訳ではないものと評価される。

これに対して、ビットコイン等の「仮想通貨」は、高度な技術が使用されているだけでなく、経済的機能の面でも、確かに預金通貨とは異なる新たな支払・決済手段である。ビットコインには発行主体が存在せず、従って、特定の経済主体の負債ではなく、それ自体が単なる資産として存在するだけである。その意味で、ビットコインは、金のような商品貨幣に近いが、金とは異なり、貨幣として用いる以外に商品としての使用価値はない。ミクロ経済学でいう「最終期の貨幣価値」の問題を踏まえて考えると、このようなものが経済全体で広く貨幣として用いられるためには、「未来永劫に亘ってビットコインが貨幣として使用される」という期待を大多数の経済主体が持ち続けることが不可欠である。その条件が満たされるか否かを考えれば、どのように高度な技術に支えられていようとも、経済的機能の面からみて、ビットコイン等の仮想通貨が、現行の預金通貨を用いる支払・決済システムに取って代わる可能性は限りなく低いものと思われる。

ビットコインの将来性
－仮想通貨の光と影－

麗澤大学　中島真志

要　旨

「ビットコイン」という仮想通貨が 2009 年に登場してから、8 年以上が経過した。この間、「仮想通貨は、通貨に革命をもたらす」とか「仮想通貨が世界を変える」といった論調で取り上げられることが多かったが、果たしてそういう理解でよいのであろうか。

ビットコインについては、一般的に、以下のような認識が持たれている。

①ビットコインは、世界で多くの人が利用している
②ビットコインは、世界中で取引されている
③ビットコインには高い信頼性がある
④ビットコインは、お金として使われている
⑤ビットコインが発行上限に達するのは 120 年後である
⑥ビットコインの取引量に限界はない
⑦ビットコインは、通貨に革命をもたらし、世界を変える

本報告では、ビットコインを支える技術、ビットコインの安全性を支える仕組み、新規発行に関するマイニング（採掘）の仕組みなどについて概観したうえで、こうした点について検証を加え、ビットコインの将来性について考察することとする。

また、「ビットコインは、果たして通貨なのか？」という論点についても、金融論的な観点から検討を加える。

The Benefit of Common Currency as a Medium of Exchange

日本大学　豊福建太

日常における交換過程のほとんどで、貨幣は交換手段（もしくは決済手段）として用いられている。しかし、標準的な金融理論では、債務証書など他の流動的な資産も交換手段として用いられうることを指摘している。そこで本稿では、交換手段として不換紙幣という貨幣を用いることの意義を、決済の経済学の観点から分析を行う。

モデルは、Freeman and Tabellini (1998) のモデルを応用し、貨幣がプレイヤーの交換手段の選択によって内生的に供給されるように拡張したものである。このモデルでは、3タイプのプレイヤーが存在し、各プレイヤーは相対価格ショックを受ける状況を想定する。ただし各タイプが地理的に分離しているため、事前に相互に保険契約を結べない状況を想定している。

この時、交換手段が債務証書しかない場合、相対価格ショックによって各債務証書の価値が変動するため、事後的なプレイヤー間の消費水準が変動してしまう。しかし、中央銀行が事前に共通担保オペのような公開市場操作を用いて各債務証書と交換に不換紙幣という形で貨幣を供給すると、この貨幣を交換手段として用いることでプレイヤー間のリスク分担が可能となり、プレイヤー間の消費水準を平準化することができる。このリスク分担機能より、貨幣がプレイヤー間の取引において交換手段となるだけでなく、価値尺度としても用いられるようになることを示した。

以上の分析の特徴は、まず貨幣の有用性を、サーチ・モデルにみられるような交換過程における摩擦や OLG モデルにみられるような異時点間の取引における摩擦などを想定せず、貨幣のリスク分担機能という新たな視点から導き出している点である。次に、貨幣が経済に供給される仕組みを、共通担保オペのような公開市場操作を用いて内生的に表現している点である。これらの結論は、交換手段や価値尺度としての貨幣の有用性について新たな視点を提供しているだけでなく、中央銀行による不換紙幣の供給に関する理論的意義を与えるものと考える。

The effect of the 2015 renminbi reform on the relationship between onshore and offshore exchange markets

羅鵬飛
一橋大学大学院生

Abstract

Under the background that the Chinese renminbi has depreciated since 2014, the Chinese monetary authorities announced a reform of the quotation mechanism of the policy fixing rate and enhanced the capital outflows to defend renminbi. The policy changes have deeply affected both the onshore and the offshore renminbi markets. In this paper, this policy effect is evaluated by comparing the relationship between onshore and offshore markets from two perspectives: the time-varying correlations using a DCCGARCH framework, and the adjustment mechanism of the pricing differential using a SETAR model. The main findings are as follows. First, the conditional correlations became averagely lower and more volatile, showing the market segmentation after the reform. Moreover, the pricing differential became larger and more consistent, and the arbitrage between the two markets may become more difficult.

Keywords: renminbi, offshore CNH exchange rates, DCC-GARCH, SETAR

中国のゾンビ企業の現状とその原因

一橋大学大学院生　王楽

【概要】

高度成長期を経た中国は経済成長の失速というリスクに直面している。国家主席習近平が 2015 年 11 月に提示した「供給側改革」は今の中国が直ちに解決しなければならない問題を明確に指摘している。

製造業、特に鉄鋼、石炭、セメントなどの産業は、生産能力過剰、製品の低付加価値、需要を大きく上回る供給過剰などの原因で、ほとんどの企業の収益性が低下し、連年で赤字に陥っている企業も少なくない。そうした企業を「ゾンビ企業」と呼ぶが、中国政府が初めて「ゾンビ企業」という言葉に言及したのは、2016 年 2 月 4 日に中国政府が公表した「鉄鋼業の生産能力過剰の解消と財務危機から脱出するための所見」であった。

1990 年代にバブル崩壊後に長期的な経済停滞に陥った日本におけるゾンビ企業問題と経済停滞の関係について、いろいろと検討された。中国の今の状況は当時の日本と類似しているが、中国のゾンビ企業に関してはあまり検討されていない。人民大学の国家発展・戦略研究院が 2016 年に出した「中国ゾンビ企業の研究報告書—現状、原因と対策」は、ゾンビ企業の分布などを詳しくまとめて理論的に原因などを述べているが、実証分析が不十分である。

本論文は、まず、先行研究に習って中国のゾンビ企業を識別し、その現状を確認する。次に、2000～2014 年の上場企業を対象として、マクロ経済の状況、企業財務、コーポレート・ガバナンスなどの面からゾンビ企業の成因を実証分析する。さらに、政府による企業経営への干渉が強いという中国経済の特徴から、国有企業と民営企業の間に「成長の機会」、「融資の条件」、「救済される可能性」などで大きな差が存在することから、政府がゾンビ企業問題でどのような役割を果たしているのかを解明する。

上記の分析の結果、レバレッジが高く、コスト管理を怠る企業がゾンビになりやすい一方で、ガバナンスが完備している企業、例えば取締役の独立性の高い企業ではゾンビ企業になる確率が低い。そうなる理由は、集中度の高い企業の所有構造が一種の監督機能を果たすからだと考える。民営企業と比べて国有企業の方がゾンビ企業になりやすいとは言えない。むしろ、国有企業の方がゾンビ状態からの回復率が高く、ゾンビ状態の年数も短い。それは、国有企業が民営化改革とサバイバル・バイアスの要因を排除されたうえで、政府からの救済を受けているからだと考える。

キーワード：コーポレート・ガバナンス、中国企業、ゾンビ企業

Hurst Exponent Analysis of Chinese and Japanese Stock Market

Meifen CHU
Kyushu University

Abstract

Hurst Exponent Analysis was proposed by a British hydrologist, Harold Edwin Hurst in late 1960s. This methodology is originally used in measuring the long-range dependence of time series. Now it has been widely applied in biology, medicine, engineering, economics, etc. A number of researchers employ the Hurst Exponent Analysis in studying foreign exchange rates and stock markets. In this paper, Hurst Exponent Analysis is conducted in order to find out the characteristics of the Chinese and Japanese stock market. Since the Shanghai Stock Exchange (SSE) and the Tokyo Stock Exchange (TSE) represent their own country's market respectively, in this paper, we adopt the data from the Shanghai Stock Exchange and the Tokyo Stock Exchange. We find that both SSE and TSE series display anti-persistent characteristics. However, in the long term, the SSE series shows persistent pattern while the TSE series keeps its ant-persistent feature.

Key words: Japanese Stock Market; Chinese Stock Market; Hurst Exponent Analysis; Persistent; Anti-persistent

＜日韓特別セッション＞

ABSTRACT FORM

for 2017 Japan Society of Monetary Economics Conference

Paper title	**Another Reason for Non-Neutrality of Financial Liquidity**
Authors information	Professor Jong-Eun Lee, Economics, Sejong University, Seoul, 05006, Republic of Korea
Abstract	This paper reinterprets the non-neutrality of financial liquidity under a general equilibrium model with multiple financial liquidities, but without price stickiness. Non-neutrality opens the possibility of effective monetary or financial policy on the crisis-prone real economy and thus revisiting its nature is worthwhile. We find that models with only one asset and money limit our perspectives to see the nature of financial liquidities interacting with real economy. Departing from abstracting an economy with only one interest rate allows us to see the underlying reason of non-neutrality of financial liquidities, i.e., industry-specific rates of return distinguishable from the representative rate of return. Without the assumption of price stickiness but with a wider frame of multiple liquidities, this paper provides another reason of non-neutrality of financial liquidity and naturally clarifies the meaning of money neutrality.

＜日韓特別セッション＞

ABSTRACT FORM

for 2017 Japan Society of Monetary Economics Conference

Paper title	Conditional Cross-Section: Belief Difference and Characteristic Explanations
Authors information	Hogyu Jhang School of Business, Chungnam National University (co-author: Emmanuel Alanis, Texas State University)
Abstract	We study the cross-sectional stock return variation when returns are conditioned on investors' belief difference and book-to-market ratio. In the conditional cross-section, returns decrease from low to high belief difference for all book-to-market ratios, and increase from low to high book-to-market ratio for all belief differences. Conventional risk-based model struggles to explain the given conditional return variation. We offer plausible economic explanations based on characteristics that are related to investors' belief differences and market frictions. While the short-sale constraints and the max-return can help explain the decrease in returns across belief difference, cash flow risk can help explain the value premium across book-to-market ratios. Our study calls for a new theoretical framework that can account for investors' belief differences in explaining the cross-sectional return variation.

＜日韓特別セッション＞

ABSTRACT FORM

for 2017 Japan Society of Monetary Economics Conference

Paper title	May Monetary Policy Affect Long Run Expectations of Non-Stationary Real Interest Rates ?
Authors information	Department of International Trade, Dankook University, 126, Jukjeon-dong, Yongin-si, Gyeonggi-do 448-701, Korea, Email: yunyeongkim@dankook.ac.kr.
Abstract	In this paper, we analyze whether the monetary policy may affect the long run expectation of non-stationary real interest rate. That is conducted through Beveridge-Nelson trend decomposition within a co-integrated vector autoregressive model based upon New Keynesian frame work. For this, we suggest an augmented test of conventional co-integration test on the non-stationarity of real interest rate, which checks whether the co-integration coefficient of inflation is one and the output gap does affect the co-integration equilibrium of nominal interest rate. Further we suggest to decompose the long run expectation of non-stationary real interest rate as the three trends of interest rate shock (including monetary shock), inflation shock and output gap shock. According to the empirical analyses using the monthly US data after Korean war, we find that there is an interest rate shock trend in the long run expectation of non-stationary real interest rate and the impulse of federal fund target rate induces significant response of the interest rate shock trend. However the interest rate shock trend has very small portion in the long run expectation of non-stationary real interest rate which may explain why the monetary policy was not so effective to recover the economy after global financial crisis.

＜金融史パネル＞

金融業のネットワークの検討：日本の近世から近代を題材に（趣旨）

早稲田大学　鎮目雅人

本パネルでは、社会内部における流動性の提供と信用の供与における銀行の役割について、歴史的な観点から検討したい。具体的には、日本の近世から近代における金融機関と顧客との関係、および金融機関同士の関係を視野に入れ、社会全体として銀行のネットワークがどのように機能してきたかについて、検討を試みる。

Rajan and Zingales(1998)は、金融市場が未発達で契約の履行可能性に問題がある資本主義的発展の初期段階においては、金融機関と顧客の長期的な関係を軸とするリレーションシップ・バンキングが有効に機能する一方、金融市場が発達し市場を通じて効率的な投資を行う環境が整うにつれて、リレーションシップ・バンキングが資源配分を歪め経済成長を阻害する弊害が目立つようになると論じた。Hoshi and Kashyap (2001)は、戦前日本の金融システムは資本市場中心であり、第 2 次大戦中の金融統制と戦後インフレの収拾過程を経て銀行中心の金融システムへの転換が起こったとしたうえで、21 世紀においては再び資本市場中心の金融システムへの回帰が必要となると論じた。もっとも、戦前日本の金融システムが資本市場中心であったのか、それとも銀行中心であったのかについては議論がある（寺西 2006）。また、2000 年代以降の日本では、低成長経済下における地域金融機関のビジネスモデルとして、リレーションシップ・バンキングが注目されている。本パネルでは、戦前の金融システムにおいて銀行が果たしていた役割に焦点を当て、日本におけるリレーションシップ・バンキングの考察から出発し、さらに金融機関間のネットワーク構築の試みについても分析することで、現代における地域金融を考えるうえでのひとつの視座を提供したい。

高槻報告では、江戸時代の両替商が大名に対して長期的な取引関係を基礎とする流動性の提供と信用供与を行っていた点に焦点をあて、両者の関係がどのように生起し、展開していったのかを検討する。靏見報告では、近代的な銀行制度が整備された明治～大正期の企業と銀行との関係について、預金銀行化の流れと関連付けながら整理する。鎮目報告では、明治期における金融市場統合に際して、全国的な金融機関間のネットワークが果たした役割について採り上げる。

(参考文献)

寺西重郎「戦前日本の金融システムは銀行中心であったか」『金融研究』第 25 巻第 1 号、2006 年 3 月

Takeo Hoshi and Anil K Kashyap (2001), *Corporate Financing and Governance in Japan: the Road to Future*, MIT Press.

Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales (1998) "Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis," *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(3), pp.40-48.

＜金融史パネル＞

江戸時代大坂の金融業ネットワーク―大名の資金調達を素材に―

神戸大学　高槻泰郎

金融市場における資金調達の形態は、市場ベース（arm's length）の金融取引と、関係的融資とに大別でき、実際にはこれらを両極とする無数の組み合わせの中から選択される。我が国金融市場においては、後者の関係的融資が重要な位置を占めてきたと言われ、その一類型である戦後のメインバンクシステムについては豊富に研究が蓄積されている。

しかし、貸し手と借り手の間に存在する情報非対称がいかに緩和されたのか、協調融資を行った金融機関同士で、いかなる情報交換がなされたのか、といった点に肉薄する研究は、管見の限り存在しない。これらの極めて内部的な情報に、外部の研究者が接触することは不可能に近いからである。

このメカニズムを具体的に明らかにする手がかりが江戸時代の大坂金融市場に求められる。鴻池屋善右衛門（現・三菱東京 UFJ 銀行）や加島屋久右衛門（現・大同生命保険）などの豪商は、貸付先となる大名の大坂蔵屋敷に手代を派遣して財政上の意志決定に参画させ、大名の行動を監視しつつ、融資の可否を決定し、貸付額が自身の手に余る場合には、他の両替商と協調融資を行っていた。まさに関係的融資を実現する金融業ネットワークが存在していたのであり、融資契約の事前・事後において行われた種々の交渉内容は、膨大な記録として今に伝わっている（大阪大学経済史・経営史資料室所蔵「鴻池善右衛門家文書」、神戸大学経済経営研究所所蔵「廣岡家文書（加島屋久右衛門家文書）」など）。

江戸時代において関係的融資慣行が成立した要因の一つには、幕府による債権保護が脆弱であったことが挙げられるが、司法による解決が期待できた戦後日本においても、関係的融資慣行が隆盛であったことを踏まえるならば、関係的融資慣行が持った経済的な意義について詳しく検討する必要があろう。これが本報告の掲げる第一の課題である。

第二の課題は、大名が関係的融資を受けることに加えて行っていた、市場ベースの資金調達について、その内容を明らかにすることである。具体的には、米切手という一定数量の米（10 石）との交換を約束する証券を発行することで行う資金繰りについて、関係的融資との違いに留意にしながら検討する。

大名の大坂蔵屋敷では、実際に保有する在庫米の量以上に米切手を発行することを常としており、この米切手が堂島米会所という江戸幕府管轄下の中央市場において、不特定多数の商人によって活発に売買されていた。関係的融資については、一切関与しない姿勢を見せた幕府であったが、米切手と米との兌換については、確実にそれが履行される様、法的な保護を加えていた。

幕府がこのような濃淡をつけた理由も含め、具体的な取引事例から米切手発行・取引市場の動態を明らかにしたい。

＜金融史パネル＞

日本におけるリレーションシップ・バンキングの展開―機関銀行と合本銀行

法政大学　靏見誠良

現代金融においてリレーションシップ・バンキングが脚光を浴びている。リレーションシップ・バンキングかトランザクション・バンキングか、ひとたび歴史を遡ると多様な論点が浮かび上がってくる（靏見(2016)）。本報告の目的はリレーションシップ・バンキングの観点から近代日本の銀行の意義を見直すところにある。

リレーションシップ・バンキングの展開において最初の転回点は、預金銀行化である。この点についての欧米における先行研究として、アメリカ Lamoreaux (1994)とイギリス Collins & Baker(2003)がある。Lamoreaux は 18 世紀から 19 世紀にかけてニューイングランドにおいて、産業資本家が銀行家を兼ね、銀行貸出はインサイダーレンデイングであった点を明らかにした。それはさしずめ日本において加藤(1956)が提起した機関銀行論のアメリカ版といえよう。加藤が 1920 年代日本の銀行が不安定であったのは機関銀行だったからと否定的だったのに対して、Lamoreaux はインサイダー貸出が二ユーイングランドの成長を牽引し、しかも安定的であったと積極的に評価した。問題は、預金銀行化途上の銀行システムのあり方にある。銀行の利害関係ネットワークはどのようなものであったか、またその経営は不安定であったろうか。

日本において預金化率は、第一次大戦頃まで 5、6 割近辺にあり、自己資本のウエイトが高かった。この事実を日本金融史の通説は、「前期的」「貸付会社」的と後ろ向きに評価する。しかし小銀行であっても 100 名を超える株主からなる株式銀行であった。預金が成長する前に株式資本というもう一つの源泉をとって社会的資本の集積が行われたのである。自己資本の一部は貸出に、一部は準備金に向けられる。部厚い自己資本が積極的な貸出を可能にし、同時に経営の安定性をもたらした。村、郡など地域の資産家を中心に株式によって広く資金が集められ、株主を中心に貸出が行われた。預金銀行化に向けて、預金と自己資本のバランスを如何にとるか、ここに経営の要諦があった。こうした経営行動は、地域の零細な資本を集めた「合本銀行」として積極的に評価されよう。英米では銀行の株式化と預金化とがほぼ同時に進んだのに対して、日本では銀行の株式化が預金化に先行した。ローカルな初期資本市場がそれを支えたのである。

本報告では、マクロデータ（大蔵省『銀行局年報』）とミクロデータ（『銀行通信録』収録銀行決算広告）をもとに「合本銀行」の姿を浮き彫りにする。

参考文献：

加藤俊彦『本邦銀行史論』東京大学出版会　1957 年

靏見誠良「リレーションシップ・バンキングからトランザクション・バンキングへ：理論歴史サーベイ」『地方金融史研究』第 47 号　全国地方銀行協会　2016 年

＜金融史パネル＞

銀行間ネットワークと金融市場統合―明治期日本の事例から―

早稲田大学　鎮目雅人

歴史的にみると、銀行は、預金の受け入れや貸出の実行などを通じて顧客との関係を構築するだけでなく、銀行間の関係を構築し、そのネットワークを活用しながら様々な金融サービスを提供してきた。換言すると、各銀行は預金や貸出といった対顧客サービスに関しては競合関係にありながらも、種々の金融活動のインフラとしての決済サービスの提供に関しては協働してきた。本報告では、こうした銀行間の関係に着目し、銀行間ネットワークが国内金融市場の統合に果たしてきた役割について検討する。その際、近代的な金融システムの一環としての銀行間ネットワークが形成されつつあった 1880 年代の日本に焦点を当て、遠隔地間の資金決済に着目して分析を行う。

近代の日本では、全国規模の遠隔地間資金集中決済の仕組みは第 2 次世界大戦中の内国為替集中決済制度の発足（1943 年）まで存在しなかった。遠隔地間の資金決済を円滑に行うため、各銀行は自前の支店網を構築するとともに、銀行間で相互にコルレス勘定を設置し、銀行部門全体としてネットワークを形成していた。すなわち、コルレス契約を結んだ銀行間では、例えば、遠隔地にある相手銀行の顧客が自行所在地にある自行取引先に宛てて振り出した手形（為替手形）を自行が割り引くことで、自行の信用供与を伴いつつ資金化がなされる。逆に、自行取引先が遠隔地にある相手銀行の顧客に対して振り出した手形を相手銀行が割り引くことで、相手銀行の信用供与を伴いつつ資金化がなされる。こうして形成されたコルレス網は、各地の金融市場をつなぐ役割を果たした。

明治政府は当初、アメリカに倣い複数の民間発券銀行＝国立銀行を中核とする金融システムの設立を目指した。民間の事業家たちはこれに積極的に対応して 150 以上の国立銀行が設立され、短期間のうちに民間銀行間のコルレス網が形成された。その後、政府は方針を転換し、ヨーロッパ型の中央銀行＝日本銀行の設立へと舵を切った。新たに設立された日本銀行は独自にコルレス網の構築に取り組んだ。この結果、1880 年代後半の日本では、①既存の民間銀行によるネットワークと、②新たに設立された中央銀行のネットワークの二つが共存していた。そして、設立されたばかりの日本銀行は、銀行間ネットワークのなかで自らが果たす役割を模索しつつ、中央銀行としての行動規範を学習していった。本報告では、上記二つの銀行間ネットワークを比較しつつ、銀行間ネットワークとその中での銀行行動が全国的な金融市場の統合に果たした役割について新たな光を当てることとしたい。

参考文献：靄見誠良『日本信用機構の確立』有斐閣、1991 年

インド進出邦銀の業務展開

愛知教育大学　西尾圭一郎

本研究は、一般的には海外進出顧客の支援のために国際展開を行うと捉えられている邦銀が、進出国の状況に対応して実際にどのような現地戦略を採っているのか、インドをケースとして研究する。とりわけ現地戦略を決定する要因と戦略の変化の過程を、バランスシートと収益構造の分析から明らかにすることが目的である。

2010 年代に入り、邦銀は再び海外展開を活発化させるようになった。2010 年代の邦銀の国際展開は、従来以上に途上国に注力して行われている。本研究が対象とするインドにおける邦銀の資産規模も、2012 年以降急激な上昇を見せている。実際に邦銀の資産規模が増えているインドは邦銀の海外展開の最も大きな要因である顧客企業の進出が盛んである。国際協力銀行が日本の製造業企業に実施したアンケート調査（JBIC『わが国製造企業の海外事業展開に関する調査報告』2016 年 12 月）によれば、インドはインドネシアや中国を押しのけて、最も有望な事業展開先とみなされている。そのため、邦銀のインドでの事業拡大は当然のことと考えられる。

これまで多国籍銀行論による分析では、邦銀の海外展開は、一般にリーダー／フォロワー戦略と呼ばれる、顧客企業の海外展開に対応したものであった。それゆえ海外での活動は商業銀行業務が中心であった。近年の再進出に際しても、邦銀の海外資産の動向を見ると規模は急増しているものの未だ貸付が中心業務のままである。

しかし、2010 年代における邦銀のインドでの展開は進出顧客を支援するための貸付を中心とした商業銀行業務ではなく、証券投資の急拡大という形を取っている。そのような戦略転換は邦銀の海外活動全体で生じているわけではない。

そのようなインド進出邦銀のバランスシートの変化がいつ、どのような形で生じるのかということを分析した結果、進出行によって証券投資の比率が高まる時期が異なっていたり、運用の形態が異なっていたりすることがわかり、ひとくくりにインド進出邦銀の特徴を指摘できるものではないことが明らかとなった。そのため、今後はかつて行われていた多国籍銀行研究における邦銀の研究をより深めていく必要があることと、定量的な分析だけでなく定性的な分析についても、同時に進めていかなければならない。

金融構造と経済成長
－東南アジアの証券市場育成支援は正しい方向か―

獨協大学 木原　隆司

近年、我が国の東南アジアにおける金融市場支援は、ミャンマー等における証券市場開設支援、アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）等の債券市場支援等、「直接金融」分野での支援が活発化している。このような証券市場育成支援は、東南アジアの開発や成長に大きく貢献する支援なのであろうか？本稿では、近年の理論的発展を反映した実証分析と東南アジア各国の金融システムの特性を検証することにより、ある程度金融市場が発展してきた段階では「直接金融」分野での更なる発展が成長や開発とってより重要となるため、「間接金融」中心の金融構造を持つ国は、経済発展に伴い証券市場を育成する必要があることを示す。

本稿ではまず、金融と成長に関する理論と実証分析の先行研究をレビューした上で、経済発展と金融構造の関係が所得水準によって異なることを、各所得百分位値で異なる係数を推定できる Quantile Regression（分位値回帰）で示す。また、「シュンペーター型内生的経済成長理論」を反映した実証分析の結果を示し、持続的な経済成長のためには民間信用/GDP 比の増大といった「金融イノベーション」が必要であることを確認する。

更に、世界銀行の Global Financial Development Database (GFDD)を用いて、先進国・途上国・東アジアの金融システムの特性と成長・格差との関係を検証する。先進国の金融発展度は総じて途上国の金融発展度より高く、近年は東アジア太平洋地域でも証券市場が大きく発展してきた。金融システムの特性と成長との関係をパネル回帰で推定すると、銀行等の「金融市場」では市場の深度の高まりと効率化が、株式・債券等の「証券市場」では深度があり、アクセスに優れ、安定した市場の存在が「イノベーション」となり、成長率と有意な正の相関を持つ。また商業銀行民間信用/GDP 比率の増大等の金融発展は、有意に格差（GINI 係数）を縮小させる。以上の分析を踏まえ、「金融市場」、「証券市場」それぞれの「深化」「アクセス」「効率」「安定」を示す指標について、東アジア各国がどのように進展してきたかを概観する。最後に、本稿の分析結果を纏め、東南アジアでは、成長モメンタムを保ち格差縮小を図るためにも、民間信用が健全に増大するよう金融基盤を整備するとともに、証券市場が未発達・低水準な CLMV 諸国では、所得水準の上昇に伴って今後証券市場の発展を促す施策が特に重要となることを示す。

Keywords；金融構造、Quantile Regression, シュンペーター型内生的経済成長

マイクロ金融機関の経営特性の国際比較：
—DEA と主成分分析を利用したカンボジアとフィリピンの事例—

奥田英信　一橋大学
外山雄介　一橋大学大学院生

市場経済制度と複数政党制を持つ東南アジア諸国の中で、カンボジアとフィリピンは、マイクロ金融機関（microfinance institutions、以後 MFIs と略称）が発達した国である。The Economic Intelligence Unit Limited のマイクロ金融機関に関する世界ランキングによれば、全般的ビジネス環境に関したフィリピンとカンボジアは 4 位と 8 位、監督制度に関して 2 位と 6 位で、高い評価を受けている（Habaradas et al., 2013）。

カンボジアとフィリピンのマイクロ金融機関の経営環境にはかなりの違いがみられる。雨森（2010）によれば、カンボジアの MFIs は全体の傾向として持続的経営をより重視する経営特性を強めており、金融機関の成長とともに貧困層への金融サービス提供の比重が低下しつつある。カンボジア政府は、金融制度を整備するという観点から MFIs が成長し商業銀行に転換することも期待しているともいわれ、貧困層へのサービス提供と金融機関の持続的発展とのバランスが今後どう変化するのかが興味がもたれている。一方、フィリピンではカンボジアに比較して既に一定水準の金融制度が整備されていることから、MFIs が新たに商業金融機関に発展することは期待されておらず、またその可能性も小さい。また、非営利のマイクロ金融機関の役割が大きく MFIs の経営目的は収益性よりも貧困削減を重視する傾向があると指摘されている。

本稿は、MIX（Microfinance Information Exchange）のデータベースに Gutierrez-Nieto (2007)の手法を適用して、カンボジアとフィリピンの MFIs の経営特性を比較検討した。カンボジアとフィリピンの MFIs の比較研究には湯川（2009）があるが、本稿では使用データを最新のものにすると同時に、分析方法の改善を試みた。即ち、投入要素と産出物の選択について、より経済学的に合理性のある変数に改めると同時に、効率性の計測において収穫一定（CRS）だけでなく収穫変動（VRS）の場合も仮定してより一般的な計測を行った。

分析結果は湯川（2009）の結果と異なり、両国間で対照的な経営特性の違いが見られた。即ち、 第 1 にカンボジアの MFIs は Sustainability 傾向が強いのに対して、フィリピンの MFIs は Outreach 傾向が強かった。第 2 にカンボジアでは規模が大きい MFIs は規模の小さい機関よりも総合効率性が高い傾向があるが、フィリピンではそのような傾向は見られなかった。第 3 にカンボジアでは MFIs は人件費をそれ以外の費用より集約的に投入する経営しているが、フィリピンでは逆に人件費以外の非費用を人件費よりも集約的に投入する経営を行っていた。

本稿の以下の構成は次の通りである。第 2 節ではカンボジアとフィリピンのマイクロ金融機関の経営を記述統計的に説明する。第 3 節では分析手法を説明する。第 4 節では包絡線分析（DEA）による計測結果を説明し、第 5 節では主成分分析（PCA）を用いてマイクロ金融機関の経営特性について検討を加える。第 6 節は要約と結論である。

地域の金融競争度の評価と利用者影響について

Evaluation of regional financial competitiveness and its impact on the area

埼玉大学大学院生　杉山　敏啓

１．金融寡占度を巡る問題意識

わが国の預金取扱金融機関数は平成年間でおよそ半減しており、全体として金融寡占化が進んだとみられるが、他方でわが国銀行部門では、金融機関同士の過当競争を背景とした貸出金利低下に伴う低収益性問題も指摘されている。

金融競争度を客観的に評価するために、市区町村別の店舗シェアに基づくハーフィンダール指数（HHI）を計測すると、2000 年から 2005 年頃までは大型銀行合併もあって金融寡占化が進んだものの、その後 2016 年までの最近約 10 年間については、銀行合併による寡占化の動向と、地域金融機関の越境出店による競争化の動向とが拮抗して HHI は一進一退であり、全体として金融寡占化は進んでいないことが分かった。

２．金融寡占化の利用者への影響の整理

金融競争環境を変化させる要因には、個別金融機関の店舗戦略に加えて金融機関合併があるが、金融機関合併は、短期間のうちに地域の金融シェアを激変させて金融寡占化を招くことがある。金融寡占化が進むと、金融機関の市場支配力が高まり、利用者からすると選択肢が減少して銀行等の言いなりになるデメリットが心配される。これでは地域の開業率低下を招くなど企業活力をそぎかねない。

他方、合併による金融機関の大規模化には、経営体力の拡大による金融サービス持続可能性の高まりや､経営効率化に伴う貸出金利や手数料の低下などのメリットも指摘される。これらの影響は複合的に生じるために、いずれの影響力が勝るのかが重要な関心となる。

３．金融寡占化が地域の事業所開業率に及ぼす影響の検証

各地域の期首における金融機関参入状況を示す指標と、期中の事業所開業率との間には正の相関関係が認められる。参入金融機関の増加は起業活動の下支えとなる一方、参入金融機関の減少は起業の阻害要因となる可能性が示唆される。

市区町村別・複数期間パネルデータを用い、事業所開業率を被説明変数として地域の金融市場環境との関係性を分析したところ、金融競争度指標である「店舗 HHI 逆数」の係数符号は有意にプラスであり金融機関の地域参入と起業活動との正の関係性か確認された。そして参入金融機関の内容を説明する「中小・中堅金融機関店舗割合」の係数符号は有意にマイナスであった。中小・中堅金融機関の方が大手よりもリレーションシップ重視型の金融仲介機能に優れていて起業支援力も高いという一般的見方があるが、これの存在感が希薄化しても、金融機関の大規模化に伴う各種メリットが、それをカバーして余る効果を発揮する可能性が示唆された。

以　上

地域金融機関の競争環境が事業所の開廃業に与える影響

立命館大学　播磨谷浩三
釧路公立大学　尾崎泰文

要　旨

地方創生に関して、地域金融機関が果たす役割に様々な期待が寄せられている。他方、地域金融機関はリレバンの機能強化を 2000 年代半ばから推進しており、既に地域との密着度は十分に高まっていることが推察される。しかし、地域経済の衰退に歯止めがかかっているとは言い難く、一部の大都市を除き、廃業数が開業数を超過する状況が長期的に続いているのが実情である。また、地域金融機関の中には、地方中核都市への新規出店の増加で店舗網が広域化している先も多く、地元での取引先との関係は希薄化している可能性が大きい。本論では、地域金融機関の競争度が開業率や廃業率にどのような影響を与えているのかについて、「経済センサス」の市区町村ベースのデータを用いて検証を行った。結果、競争度が低いほど、開業率は高く、廃業率は低い傾向にあることが確かめられた。同様の結果は、事業所数に代えて従業員数を用いた場合についても確かめられた。これらの本論で明らかにされた内容は、地方における地域金融機関の存在意義を示すと同時に、競争度の高まりは決してリレバンに寄与しないことを示唆する Information 仮説と整合的である。

キーワード：地域金融、競争度、開廃業、雇用

「信用金庫の従業員主権的なガバナンス構造とリスクテイク行動の関係」

武蔵大学　茶野　努

茶野・筒井（2017）では、信用金庫の従業員主権的な性格を考慮して、それが効率性に与える影響を分析した。結果は、①従業員主権的な傾向が弱い、②地方財務局や日本銀行等々の外部出身者が常勤理事である、③監事を積極的に登用している、④役員の専業化が進んでいる信用金庫ほど、その効率性が高いというものであった。本稿では、信用金庫の従業員主権的なガバナンス構造とリスクテイク行動の関係について分析する。

Laeven and Levine（2009）は48か国270行の銀行を対象に分析を行い、ガバナンス構造が銀行のリスクテイク行動に影響を及ぼすことを指摘している。またSaunders et al.（1990）は、米国の「経営者管理的な銀行」と「株主支配的な銀行」を比較し、規制緩和が行われた1979年から1982年、後者はより大きなリスクをとっていたとする。一方、家森ほか（2008）による本邦信用金庫を分析対象とした研究では、健全性指標として自己資本比率を用い、超過理事率との間に有意な関係はみられないとしている。森（2014）も自己資本比率を用い、地域銀行の安定性が低下するとガバナンス改革が進むとしている。もっとも、銀行の所有・ガバナンス構造の違いが金融機関のリスクテイク行動に与える影響の検証は重要な研究課題にかかわらず、わが国に関しては先行研究が少ない状況にある。

本稿では、信用金庫の従業員主権的なガバナンス構造がリスクテイク行動に与える影響を分析する際に、リスク許容度をもとにリスクテイク関数を推計し、その推定値との乖離を、過度なリスクテイク水準および過度なリスク回避水準としているところに特徴がある。そして、従業員主権的な特性が、過度にリスクテイク行動を促進する誘因をもつのか、あるいは逆に、過度にリスク回避的な行動を促す可能性があるのかを、その信用金庫が直面する市場の競争性を考慮しつつ検証した。

リスクテイク仮説の検証結果からは、①従業員主権型であるほど、②役員の専業化（プロ化）が進んでいないほど、③直面する貸出市場が競争的なほど、当該信用金庫は過度にリスクテイクを行う傾向が認められた。茶野・筒井（2017）で理事数を対職員数でみて適正な水準に縮小すること、あるいは、理事会に外部出身者をいれること、役員の専業化（プロ化）を促進すること等が、信用金庫の効率性を高めるうえで有効であることを指摘した。このことは、信用金庫における理事会のガバナンスが有効に機能して過度にリスクをとらないようにするためにも必要な施策といえる。一方で、リスク回避仮説については、従業員主権性、ガバナンス指標、貸出市場の競争性といったすべての説明変数が有意ではなかった。このようにリスクテイク行動とリスク回避行動では非対称性が認められた。なぜ、このような結果が生じるのかについては、今後さらに検証を試みたいと考えている。

A Note on Nominal Rigidities and Model Misspecification

松山大学　蓮井康平

短期の経済において名目硬直性は重要な要素の一つである．特に，名目賃金の硬直性は，Erceg et al. [2000]と Christiano et al. [2005]によって，金融政策による安定化のトレードオフの問題や，金融政策の波及チャネルにおいて，その重要性が指摘されている．本研究は，名目賃金の硬直性について，ニューケインジアン・モデルにロバスト制御問題を導入して分析を行う．分析の結果，次の 2 つの結果が得られた．第 1 に，価格の硬直性の増大はロバスト制御の影響を拡大させるが，名目賃金の硬直性の増大はロバスト制御の影響を小さくすることが判明した．この結果は，ロバスト政策の経済への影響は，名目硬直性の種類によって異なる可能性があることを示している．第 2 に，名目賃金の硬直性の増大は，経済構造を通じた効果のみに焦点を当てると，ロバスト制御の影響を拡大することが判明した．この結果は，価格の硬直性の変化のみを考慮する政策は，ロバスト制御の影響が拡大し，厚生損失を増大させる可能性があることから，経済厚生上望ましくない政策になる可能性があることを示している．

Market Concentration and Sectoral Inflation under Imperfect Common Knowledge

Ryo Kato, Bank of Japan
Tatsushi Okuda, Bank of Japan

Abstract

This paper first provides empirical evidence that sectoral inflation persistence, measured by autocorrelation of monthly changes in US producer prices, is starkly dispersed and negatively correlated with market concentration in each sector. To account for such empirical observation, we develop a dynamic stochastic model of firms' pricing strategy in which monopolistically competitive firms set their prices while receiving private signals on cost shocks. In the model, an increase in the number of competing firms raises strategic complementarity among the firms in the same sector. Using the model, we analytically show that, under imperfect common knowledge, sectoral inflation persistence is monotonically decreasing in market concentration.

Delegating optimal monetary policy inertia in a small open economy: An analytical investigation

桃山学院大学　井田大輔
大阪学院大学　岡野光洋

This paper seeks for delegating targeting regimes in a small-open economy model. It examines the effect of an open economy on the coefficients for stabilization weights in the delegated objective function of the central bank. We address the role of the exchange rate in delegating optimal monetary policy. We analytically derive the condition that each targeting regime that this paper considers coincides with a commitment policy. This paper shows that there are non-negligible effects of an open economy on each coefficient in delegated targeting regimes.

日本の多国籍企業の現金と債務にかかる決定要因の分析
－多国籍化は、日本企業の財務行動にどのような影響を与えているか－

神戸大学経営学研究科大学院生
梅根　嗣之

要旨

多国籍化は、日本企業の現金と債務に関する財務行動にどのような影響をあたえているのだろうか。2001 年から 2015 年にかけての日本の上場企業のデータ 35,090 社を、多国籍化の自己選択と多国籍化度に応じて現金と債務が内生的に決定されるモデルで検証した。

多国籍化の進んだ企業は、収益ボラティリティの増加に現金比率の増加、キャッシュフローと投資機会の相関の上昇に現金比率の低下で対応することが示された。これは内国型企業と比較して、多国籍型企業が認識する資金制約が相対的に厳しいことを示唆する。また資金制約の要素である企業規模や有形固定資産の水準に対する反応も、多国籍型企業の資金制約が内国型企業に比べて厳しいことを示す。一方債務比率は、収益ボラティリティの増加にも拘わらず、増加を見せた。これは、将来の資金不足を現金増加で対応するための資金を、債務の発行によって賄っている可能性を示唆する。また現金に関わる意思決定が企業単独で行われるのに対して、債務の発行と償還に関わる意思決定が債権者との相互作用で決定されることによる可能性を示唆するものである。

減損会計は企業投資行動に影響を及ぼすか

植杉威一郎（一橋大学） 中島賢太郎（一橋大学） 細野薫（学習院大学）

報告要旨

減損会計とは、企業が保有する資産価値が減少した場合に、当該資産の貸借対照表上の価額を減らすとともに、減損分を利益額から差し引く会計上の取扱いである。日本では、固定資産の減損会計基準が 2005 年度から強制適用されたが、景気低迷期にその導入が議論されたこともあり、負の影響を懸念する見方も多かった。一方、先行研究の多くは、減損会計を含む保守的な会計基準には効率的な投資を促す効果があるとしている。本稿では、2000 年度から 2014 年度における上場企業のパネルデータを用い、減損会計が企業の設備投資や土地購入・売却行動に及ぼす影響を調べた結果、以下の点を見出した。第 1 に、減損計上企業と非計上企業とを比較すると、設備投資率や土地購入率に有意な違いがない場合が多い。第 2 に、保有土地の時価簿価比率で表される含み益は設備投資率を高める効果を持つが、減損計上の有無は、含み益と設備投資率との関係には影響しない。第 3 に、減損計上企業における土地売却率は減損計上しない企業における土地売却率を上回る。この傾向は、利益率が上昇傾向にある企業においてより強く観察されており、財務に比較的余裕のある企業が減損の生じている土地を売却して損金を計上するという税務上の動機に基づいた行動の結果である可能性がある。

キーワード：会計基準、減損会計、土地、設備投資、資金制約
JEL classification：M41；M48；R33；G31

Forgiveness versus financing: The determinants and impact of SME debt forbearance in Japan

Arito Ono, Chuo University
Yukihiro Yasuda, Hitotsubashi University

Abstract

This paper empirically examines the impact of Japan's debt forbearance policies with regard to small and medium-sized enterprises (SMEs) stipulated in the "Act concerning Temporary Measures to Facilitate Financing for SMEs." Using unique Japanese firm survey data that identify firms that received "financing" (such as through the deferral of debt repayments) and firms that received "debt forgiveness" (such as through a reduction in principal and/or interest), we examine the determinants and the effects of debt forbearance to test the theoretical predictions of Krugman's (1988) "financing vs. forgiving a debt overhang" analysis. We find, first, that banks choose debt forgiveness for firms that are more creditworthy and more profitable, which is consistent with the theory of debt overhang. Second, among firms that received debt forbearance, those that had received debt forgiveness had better access to new loans and showed superior ex-post performance than those that received financing, which is also consistent with the theory of debt overhang. Third, compared to firms that had not received any debt forbearance, firms that had received financing were more leveraged and exhibited worse performance, especially those whose forborne loans were covered by public credit guarantees, while firms that had received debt forgiveness exhibited better performance, especially those without public credit guarantees. This suggests that the effectiveness of the SME forbearance policy is adversely affected by the moral hazard generated by public credit guarantee programs.

Keywords: Debt forbearance, Debt overhang, Public credit guarantee programs
JEL classification: G21; G28; G33

通販型損害保険に関する通説の実証的検証

地銀ネットワークサービス株式会社　矢野聡
武蔵大学　茶野努

損害保険の販売チャネルには、代理店を通して募集する「代理店型」と、主にインターネットを通じて直販する「通販型」がある。通販型は 1990 年代の保険自由化を通して、ソニー損害保険が 1999 年から国内損保としては初めて本格的に自動車保険のインターネット販売を始めた。通販型の解禁にあたっては、代理店型よりも効率的な募集を行うことで保険料が低廉化するという期待があった一方で、保険金支払いが抑制される、事故が少ない消費者だけが選別されるという批判があった。本稿はこれらの評価を実証的に検証する。

まず、損害保険会社がリスクを引き受けることで産出するリスク・プレミアムの代理変数として、粗利益を採用する根拠を議論する。ついで、粗利益を被説明変数として損害保険会社の投下費用に対する反応度合いを見たところ、通販型は代理店型よりも効率的に粗利益を産出していることがわかった。

次に、支払保険金を被説明変数として損害保険会社の支払行動を実証分析したところ、通販型の保険金支払いを抑制していないどころか、代理店型よりも積極的に保険金を支払っていることがわかった。

最後に、収入保険料当たりの支払保険金を比較することで、通販型は参入当初にはクリーム・スキミングしていたが、最近は弱まっていることが示唆された。

観測分布の歪みに対応した VaR 推定の方法

熊本学園大学　吉田洋一

本稿は，現行のヒストリカル・シミュレーションによる分位点の決定方法に換え，観測基準日の経験分布のみに依存する特定の連続分布を仮定する方法を提言するものである．現行のヒストリカル・シミュレーションの欠点を回避し，現実の観測分布に近似でき，かつ，観測分布の歪みに対応した分位点の決定手順を提案する．

ヒストリカル・シミュレーションではパラメータの過去データを利用して計測しているが，過去の観測分布をそのまま利用しない．つまり，ヒストリカル・シミュレーションによって推定される，Value-at-Risk 推定値を直接決定する「予測分布」は，現実の「観測分布」とはまったく異なる形状をしている可能性が高い．

本稿で提案する「観測分布適合法」は，概念そのものは極めて簡単な手法である．現実の「観測分布」に適合する分布を選別することが困難であること，また，その選別方法に恣意性が介入することが，取り上げにくいりゆう原因であると推測される．そこで適合する分布の選別手順を厳密にした上で，統計的手法による選別根拠を補足する方法を提言するものである．

House price and credit cycles: effects of global liquidity and risk perception

慶應義塾大学大学院生
戸部智

This paper explores the determinants of house prices and bank credit. An empirical analysis of panel data of 22 developed countries during 1990–2015 reveals cross-border bank inflows and risk perception in global markets as the key drivers of house prices and bank credit. Moreover, it indicates that house prices in economies with higher leveraged financial sectors and mortgage lending are more strongly associated with risk perception. These results suggest that local financial cycles are exposed to spillover effects of U.S. monetary policy, and that local banking sectors play key roles in transmitting the effects to local house price cycles.

都市機能再生にかかる金融手法に関する一考察

(株)日本政策投資銀行　若林茂樹

要　旨

1999 年に地方分権一括法が制定され、地方債が許可制度から協議制度へ移行し、財政の早期健全化及び再生を図る制度として地方財政健全化法が導入される等、地方自治体を巡る環境はその後 15 年余りの間に変容してきた。加えて国及び自治体の負債残高は高水準にあり、財政赤字の削減が急務である。財政を含む地方分権の流れを踏まえると、今後自治体は市場を活用した資金調達の比重を高める方向に進むものと思われ、老朽化したインフラの更新、整備についても地域独自に財源を確保していく必要がある。

海外でも自治体が中心市街地活性化に取り組む中で、独自の財源確保が課題とされてきた。アメリカでは早くから Tax Increment Finance（以下「TIF」という）という制度が普及しており、それに追随する形でイギリスでも導入され、都市機能の再生に大きな役割を果たしている。日本においても今後の自治体の財政、特に自主財源の確保を考える上で示唆に富む仕組みと思われるが、直ちに導入することは難しく実現に向けたハードルは高い。

本稿では、老朽化したインフラを更新し都市機能を活性化する方策として、固定資産税、都市計画税を引当（担保）とする TIF の日本での活用可能性を検討する。そしてそのための具体的な金融手法として、日本において実績のある、信託制度を用いた債権流動化、証券化の仕組みの利活用を提言する。

TIF により財源を確保することができれば、地方自治体の財務基盤の拡充、特に民間からのファイナンスに途を開くことに繋がり、以て地域経済の活性化、国及び地方財政の安定化に資する効果があるものと思われる。

以　上

なぜ日本人は中古一戸建て住宅を売却しないのか?
―「地積調査」による土地の所有権の確立の必要性―

法政大学　下野恵子

この報告では、日本では最も重要な個人資産である土地の所有権が確立していない、という驚くべき事実を明らかにする。日本の登記簿の図面の半分は明治初期に地租を確定するために行われた測量図である。それゆえ、現実の土地の面積、形、境界とは全く対応していない。科学的な「地籍調査」の実施率は全国で 50%、都市地域ではさらに低く、地籍調査により境界・面積・所有者が明確とされた土地の面積はわずか 4 分の 1 である。つまり都市地域の 75%の土地は所有権が確立していない。

著者は研究テーマの一つとして、個人のライフサイクルでの消費･貯蓄行動、資産選択の研究してきた。長年の疑問は、住宅(土地)が活用されることなく、単に遺産として次世代に残されることであった。中古住宅を売却すれば高齢期の生活はより豊かになるはずなのに、日本人はなぜ中古住宅を売却しないのであろうか。

著者を含め内外の研究者は、住宅が資産選択の対象とならず、日本の中古住宅市場の小さい理由として、日本人の新しい物好き、借入れ制約、住宅に関する情報開示の不十分さなどをあげてきた。しかし、実際には土地所有権の未確立が最も大きな要因であることを理解したときには驚愕した。経済理論は市場で売買される財の所有権が明確であることを前提としているが､日本の大多数の中古一戸建て住宅は境界･面積が不正確な土地に建ち、市場では売買の困難な財なのである。それが日本において、中古一戸建て市場が成立しない理由であり、住宅が資産選択の対象とならない理由である。

日本以外の欧米諸国では「地籍調査」により土地所有権を明確することは、公正な固定資産税負担、経済開発の面から、国家の重要な責務となっている。土地所有権の確立した欧米諸国の中古住宅市場の規模は大きく、住宅は金融資産選択と同様に収益性を考慮した資産選択の対象となっている。それゆえ一戸建て住宅を含めて住宅の買い替えは活発で、住宅市場に占める中古住宅の売買は 8 割前後と高い。一方、日本の住宅取引のうち中古住宅の占める割合はわずか 15%にすぎない(2013 年)。特に中古一戸建て住宅の取引は少なく、東京では中古住宅売買の 20%にとどまる。

土地の所有権の未確定は、空き家住宅を増加させ（約 820 戸、全住宅の 13.5%、2013 年)、都市再開発や災害復旧を何年も遅らせるだけでなく、小規模な不動産市場による経済活動の抑制、住宅資産を活用できないことによる個人消費の低迷をもたらす。

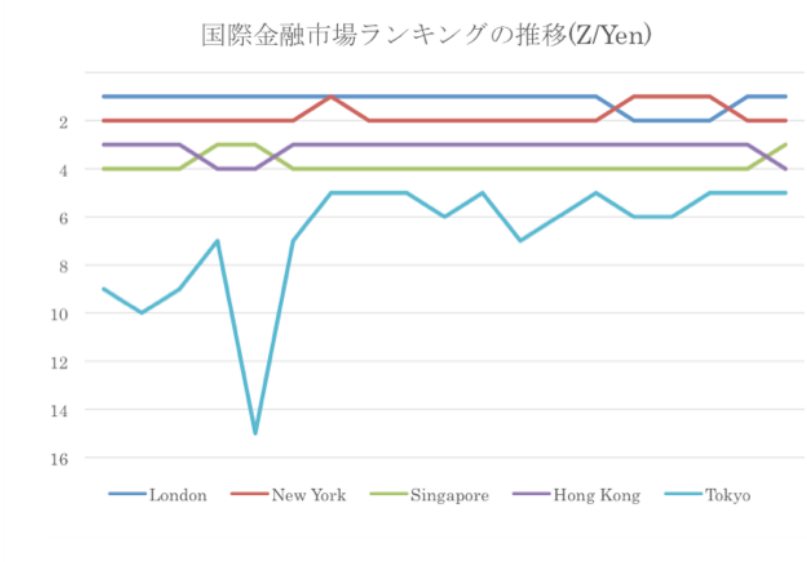
＜共通論題＞

東京金融市場のアジアにおける競争性（趣旨）

長崎大学　須齋正幸

これまでの東京金融市場の国際的な役割を振り返ると、1980 年代の「日米円・ドル委員会」以降、預金金利の自由化をはじめとする規制緩和が進められ、ニューヨーク、ロンドンに次ぐ、アジアにおける国際市場としてその役割を果たしてきた。しかし、1990 年代のバブル経済崩壊後、その国際金融市場としての評価は、これらの市場と比較すると相対的に低迷し、1996 年には日本版ビックバンが実施され、その後、金融再生プログラムの開始をはじめとして金融・資本市場のグローバル化のための政策が継続して実施されてきた一方で、シンガポールや香港などのアジアの金融市場の台頭とは対照的な状況が続いてきた。

このような背景のもと、近年、日本の経済を牽引する原動力として、また高齢化社会における資産形成方法の多様化に資するためにも、東京金融市場を国際金融センターとして機能強化するための準備が精力的に進められてきた。しかしながら、世界の金融市場の評価、ランキングを年２回発表している Global Financial Centre Index によると、以下のグラフにあるように、東京市場はロンドン、ニューヨーク、シンガポール、香港に次いで直近の評価では第５位となっている。アジアにおいては二つの市場の後塵を拝しているという評価である。ビジネス環境や人的資源、インフラストラクチャーの他、金融セクターの現状や市場自体の信任も下位に評価されている。TheCityUK から発表されている”Key Fact about The UK as International Financial Centre”では、国際性ではこれら二市場よりも下位に評価されており、ロンドンとニューヨークがグローバル市場に区分されているが、東京は他の二市場に上海とソウルを加えたアジアの地域ハブ市場として区分されている。クロスボーダーの銀行貸出やデリバティブの取引量ではシンガポールや香港を凌駕しているが、市場の評価には繋がっていない点に重要な課題が隠れているように思われる。



官民、様々な会議などで東京の国際市場に向けての論点がまとめられているが、

東京は大きな経済力と豊富な金融資産を背景としている点ではニューヨークに類似し、香港（中国経済を背景）とはこの観点では競合するものの、アジアにおいては相対的に優位に立っていると評価されよう。また税制や諸規制の緩和なども進められてきているが、ビジネス環境や人的資源を含むインフラストラクチャーの整備は、これまでも常に課題と指摘されてきており、現時点でも依然として課題として残っているように思われる。

本セッションでは、東京を含む国際金融市場で豊富な実務経験を有するスピーカーを日英から招待し、その経験をもとにこのテーマで議論すべき論点を提示して頂く。金融庁、学会より討論者をお招きし、これらの論点について、それぞれ専門的観点からご議論頂き、東京国際金融市場のアジアにおける競争性の本質的課題を整理する。

＜共通論題＞

東京金融市場のアジアにおける競争性

ステート・ストリート信託銀行株式会社　高橋秀行

東京をアジアの金融センターに、という議論が最近加速している。外資系金融機関の殆どがアジアのヘッドクオーターを香港もしくはシンガポールに置いている今、もう一度東京金融市場の競争力を考える時期に来ているのではないか。

ここで金融センターの定義として重要な要素は 3 点あると考える。

先ずは①そこに十分な市場があり、②次に参加者が新規に参入できるインフラがあり、③最後に人的資源を現地で調達し成長する事が出来る。

世界の 2 大金融センターNY とロンドンを見てもこの 3 点は共通している。

NY は世界の金融資産の過半を占め、ロンドンもウィンブルドン現象と言われながらもユーロマーケットという市場の基地として存在してきた。

3 つのポイント其々をもう少し詳しく述べると、

１）市場に魅力があるか。マザーマーケットの持っている厚み。金融資産の規模という事になろうか。

日本の 1800 兆円の個人金融資産、世界最大の公的年金、等マザーマーケットの資金の厚みはある。国内国外にこうした資金が投資される可能性が参加者にとっての市場の魅力。50%強が現預金という現状、JGB の 90%強を国内(日銀)で消化する、出口の見えない低金利の状態は資金の大きな動きを予見させる。

２）インフラは整っているか。誰にでも分かり易く、使いやすい様々な金融インフラが整っているか。新規参入者にとって参入障壁は無いか。同時に新しいインフラ、フィンテック等を導入できる規制環境が整っているかという事であろう。

インフラはある。整っているが海外からの参入者が使いやすいインフラとは必ずしも言えない。金融インフラのガラパゴス化。フィンテックへの取り組み。規制と新規ビジネスの狭間。規制のサンドボックス化が日本でも始まるのか。

３）人材は確保できるか。外資系金融機関が日本でビジネスをするにあたり、本国から人材を派遣し業務を行うには限界がある。発展と成長を支えるには現地で優秀な人間を調達できるかが大変重要なポイントとなる。新卒、現在金融機関に勤める中堅の経験者問わず、必要とされる人的資源は存在するか、という事であろう。

残念ながらグローバル金融人材は不足している。金融リテラシィの問題、英語でのビジネス遂行の問題。多国籍組織の中で必要十分な知識と経験そしてコミニケーション能力を持つ人材は年齢問わず限定的ではないだろうか。

こうした 3 つのポイントは実は独立した要素ではなく、相互に関連し、影響し合っているのではないであろうか。こうした点を中心に議論を展開したい。

＜共通論題＞

Competing Financial Centres: Reflections from Europe

Alexis Stanfords
University of Portsmouth, Business School

Abstract

The Eurodollar market, launched in 1957, laid a platform for financial innovation, regulatory arbitrage and ultimately resulted in the international money market we are familiar with today. However, it also spurred a wave of competitive deregulation between states, often dubbed as 'Big Bang' in several financial centres (such as London or Tokyo). During the last few decades, and in line with the processes of globalisation and financialisation, international financial centres have continued to strive to remain competitive in relation to each other.

In light of the Japanese government's ambitions to promote Tokyo as a leading global financial centre, this talk draws upon a series of banking and trading floor anecdotes from European (but also Asian) financial centres. Topics range from regulation and taxation (London, Stockholm, Luxembourg and Geneva), global geopolitics and Brexit (Singapore, Frankfurt, Amsterdam and Dublin) to languages and cultures (Paris, Copenhagen, Tokyo and Hong Kong).

By doing so, it highlights some of the challenges in competing as a financial centre even within narrow segments of international finance – let alone at a global stage. Moreover, it stresses the importance of viewing financial centres as 'moving targets', which always will be strongly influenced by non-economic factors, such as languages, cultures and social provision – in other words factors important to people working and living in them.