金融学会会報

2019年度

日本金融学会秋季大会

研 究 報 告 概 要

期　日　　**2019 年 10 月 19 日（土）・10 月 20 日（日）**

会　場　　甲南大学　岡本キャンパス

〒658-8501 兵庫県神戸市東灘区岡本 8 丁目 9 番 1 号

【最寄り駅・所要時間】

・JR 神戸線 摂津本山駅（北口）から徒歩 12 分

・阪急神戸線 岡本駅（南改札口）から徒歩 10 分

連絡先　　日本金融学会 2019 年度秋季大会準備委員会

〒658-8501 兵庫県神戸市東灘区岡本 8 丁目 9 番 1 号

甲南大学経済学部 永廣顕研究室

E-mail :　ehiro@konan-u.ac.jp

お　し　ら　せ

1．大会参加費

無料です。

2．懇親会

10 月 19 日（土）18 時 00 分より、甲南大学 5 号館 1 階カフェパンセにて行います。ぜひご参加ください。参加をご希望の方は、懇親会費 4,500 円を申し受けますので、同封の振込用紙にて 9 月 25 日（水）までにお振り込みください。

なお、9 月 25 日（水）以降および懇親会当日も懇親会への参加希望を承りますが、この場合は懇親会費として 5,000 円を申し受けます。

3．昼食

お弁当（1 食 1,000 円）をご希望の方は、同封の振込用紙にて 9 月 25 日（水）までにお振り込みください。当日の受付はいたしません。お弁当は昼食時に 524 教室（5 号館 2 階、休憩室）でお渡しいたします。お弁当は同教室にてお召し上がりいただけます。

大会期間中、会場内での食堂等の営業はございません。大学の周りにはお店がございませんのでお弁当のお申し込みをお勧めいたします。

摂津本山駅、岡本駅周辺には、飲食店、コンビニエンスストア等がございます。

【振込先】

銀　　行　　名：ゆうちょ銀行

口座記号番号：００１２０－０－５８８２５３

加　入　者　名：日本金融学会全国大会準備委員会

（ニホンキンユウガッカイゼンコクタイカイジュンビイイン）

【ご注意】

懇親会費およびお弁当代を振り込まれる際は、必ず懇親会の出席、お弁当の必要個数を Web 上のご登録、あるいは出欠ハガキのご返送にてお申込みください。お申込みが無い場合、たとえ代金をお振り込みいただいても懇親会へのご参加をお断りすること、あるいはお弁当をお渡ししかねること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。

4. 交通アクセス

交通アクセスについては、15 ページをご参照ください。近接地の方も公共交通機関をご利用ください。

5. 宿泊施設

各自でご手配願います。

神戸の三宮周辺あるいは大阪の梅田周辺には多くの宿泊場所があり、甲南大学へのアクセスも便利です。

6. 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。

なお、自由論題の報告については、報告者の氏名に下線を引いてあります。

セッションの円滑な進行にご協力をお願い申し上げます。

7. 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)。また、会場内にはコピー機がありません。

・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。

・各会場には、ノートパソコン（Windows10）とプロジェクターを用意しています。各ノートパソコンは､USB メモリーが利用でき､Office2016（PowerPoint2016 を含む)､Adobe Reader DC がインストールされています。

・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 を利用してご連絡いたします。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。

・大学の開門時間につきましては、第1日は8時から21時まで、第2日は8時から17時までとなっています。また、会場は、第1日・第2日とも8時30分に開場します。

・喫煙は、学内の指定された喫煙場所をご利用ください。

日本金融学会　2019 年度秋季大会　プログラム

第 1 日　10 月 19 日（土）

受付開始 甲南大学　岡本キャンパス 5 号館 1 階 9:30～

1.　自由論題 ＜10:00～12:00＞

A 会場　5 号館 521 教室

セッション：金融政策・マクロ金融 I

座 長　神戸大学　西 山 慎 一 氏

(1)　Inflation Expectations Curve in Japan

報告者　日本銀行　丸 山 聡 崇 氏

日本銀行　菅 沼 健 司 氏

討論者　東京大学　新 谷 元 嗣 氏

(2)　The Role of Money and Optimal Monetary Policy in a Two-country Economy

報告者　桃山学院大学　井 田 大 輔 氏

討論者　神戸大学　西 山 慎 一 氏

(3)　Optimal Monetary and Fiscal Policy Rules, Welfare Gains, and Exogenous Shocks in an Economy with Default Risk

報告者　駒澤大学　江 口 允 崇 氏

名古屋市立大学　岡 野 衛 士 氏

討論者　大阪経済大学　福 本 幸 男 氏

B 会場　5 号館 522 教室

セッション：為替・通貨

座 長　愛知大学　栗 原　裕 氏

(1)　Price Discovery and Liquidity Recovery: Forex Market Reactions to Macro Announcements

報告者　コロンビア大学・政策研究大学院大学　伊 藤 隆 敏 氏

大阪大学　山 田 昌 弘 氏

討論者　滋賀大学　吉 田 裕 司 氏

(2)　日本企業の為替リスク管理とインボイス通貨選択：平成 30 年度日本企業の海外現地法人アンケート調査結果概要

報告者　コロンビア大学・政策研究大学院大学　伊藤隆敏氏
中央大学　鯉渕賢氏
横浜国立大学　佐藤清隆氏
学習院大学　清水順子氏
中央大学　吉見太洋氏
討論者　慶應義塾大学　安藤光代氏

(3) Tariff Reduction and Its Effects on the International Wine Trade: A Gravity Model Approach

報告者　中央大学　原田喜美枝氏
関西学院大学　西立野修平氏
討論者　明治学院大学　佐々木百合氏

C 会場　5 号館 523 教室

セッション：金融市場分析 I

座長　武蔵大学　茶野努氏

(1) How Arbitrage-Free is the Nelson-Siegel Model under Stochastic Volatility?

報告者　中央大学　高見澤秀幸氏
討論者　名古屋商科大学　小林武氏

(2) コンジョイント分析を用いたサステナブル債の投資価値の推計

報告者　みずほ証券株式会社・法政大学大学院　末廣徹氏
みずほ証券株式会社　稲垣真太郎氏
法政大学　武田浩一氏
討論者　東京大学　湯山智教氏

(3) ESG スコアに関する実証分析

報告者　東京大学　湯山智教氏
青山学院大学　白須洋子氏
慶應義塾大学　森平爽一郎氏
討論者　武蔵大学　中嶋幹氏

D 会場　5 号館 525 教室

セッション：企業金融

座長　中央大学　奥山英司氏

(1) 企業間信用と情報伝達

報告者　東京国際大学　清水誠氏

討論者	近畿大学	中 岡 孝 剛 氏

(2) Which Type of Institutional Investors Promotes CSR?

報告者	青山学院大学	白 須 洋 子 氏
	京都大学	川 北 英 隆 氏
討論者	一橋大学	鈴 木 健 嗣 氏

(3) 発生した企業不正の発覚要因の分析

報告者	埼玉大学大学院	橋 本 武 敏 氏
討論者	一橋大学	花 崎 正 晴 氏

2. 特別セッション ＜10:00～12:00＞

E 会場　5 号館 511 教室

テーマ：金融教育の最前線

座 長	日本証券経済研究所	若 園 智 明 氏

(1) グローバルな金融教育の潮流とわが国の課題

報告者	日本銀行	岡 崎 竜 子 氏

(2) 日本証券業協会の金融・証券教育支援活動について

報告者	日本証券業協会	菊 地 鋼 二 氏

(3) 金融リテラシーの向上がもたらす金融政策及び金融システムへの効果

報告者	桃山学院大学	北 野 友 士 氏
討論者	愛知教育大学	西 尾 圭一郎 氏

3. 昼　食 ＜12:00-13:30＞

4. 自由論題 ＜13:30～15:30＞

A 会場　5 号館 521 教室

セッション：金融仲介機関 I

座　長	福岡大学	掛 下 達 郎 氏

(1) Effects of Bank Soundness on Lending Relationships Promotion Activities

報告者	愛知学院大学	内 木 栄莉子 氏

南山大学　大鐘雄太氏
討論者　甲南大学　筒井義郎氏

(2)　本邦地域銀行の金融競争度と利益率・安定性の関係
報告者　江戸川大学・埼玉大学大学院　杉山敏啓氏
討論者　岡山大学　大熊正哲氏

(3)　再貸付を考慮した社会関係資本とグループ貸付
報告者　新島学園短期大学　松田慎一氏
討論者　名城大学　西垣鳴人氏

B 会場　5 号館 522 教室

セッション：金融市場分析Ⅱ

座長　武蔵大学　大野早苗氏

(1)　Financial Market Switching-Points and Economic Anomalies
報告者　国立情報学研究所　袁　媛氏
国立情報学研究所　水野貴之氏
討論者　早稲田大学　蟻川靖浩氏

(2)　「フリーキャッシュフロー問題」の実証分析
報告者　明治大学　呉　東錫氏
討論者　甲南大学　馬場大治氏

(3)　中国で進展するデータ駆動型金融と我が国への示唆
報告者　京都先端科学大学　李　立栄氏
討論者　大阪市立大学　王　東明氏

C 会場　5 号館 523 教室

セッション：金融史

座長　山口大学　古賀大介氏

(1)　明治9年の国立銀行条例改正
報告者　同志社大学　鹿野嘉昭氏
討論者　早稲田大学　鎮目雅人氏

(2)　日本銀行による国債市場オペレーション（1936-45 年）
報告者　東京海上アセットマネジメント株式会社　平山賢一氏
討論者　麗澤大学　佐藤政則氏

(3)　産業公害の克服と金融の役割の再検討：1970 年代開銀公害防止融資の実証分析
報告者　日本政策投資銀行　内山勝久氏

日本政策投資銀行　細田裕子氏
討論者　立正大学　浅子和美氏

D 会場　5 号館 525 教室

セッション：各国金融と通貨

座　長　一橋大学　熊本方雄氏

(1)　暗号資産のマクロ経済統計への反映に向けた検討状況と課題：国際収支統計を中心に

報告者　中央大学　武田英俊氏
成城大学　後藤康雄氏
討論者　国際通貨研究所　矢口　満氏

(2)　Bank Lending Channel and International Capital Flows into a Banking Sector in a Dollarized Economy

報告者　JICA 研究所　相場大樹氏
討論者　学習院大学　細野　薫氏

(3) カンボジア商業銀行の市場競争度：2007-2017 年期の Boone 指標の計測

報告者　一橋大学　奥田英信氏
一橋大学大学院　葉　佳麗氏
一橋大学大学院　竹田圭佑氏
討論者　東京外国語大学　出町一恵氏

5.　中央銀行パネル ＜13:30～15:30＞

E 会場　5 号館 511 教室

テーマ：マネーの未来

座　長　フューチャー　山岡浩巳氏

(1)　将来のマネーの可能性:情報・データ処理の観点から

報告者　東京大学　柳川範之氏

(2)　マネーの未来を切り拓くメガバンクの挑戦:J-Coin Pay の取り組み

報告者　みずほフィナンシャルグループ/
Blue Lab　向井英伸氏

(3)　マネーを前に進める:社会課題を解決する金融サービスとは

報告者　マネーフォワード　瀧　俊雄氏

6. 特別講演＜15:40-16:40＞

E 会場　　5 号館 511 教室

司 会	神戸大学	家 森 信 善 氏
講演者	金融庁長官	遠 藤 俊 英 氏

演 題 ： 金融行政の現状と課題

7. 会員総会 ＜16:50～17:50＞

E 会場　　5 号館 511 教室

8. 懇親会 ＜18:00～19:30＞

会場　　カフェパンセ（5 号館 1 階）

第 2 日　10 月 20 日（日）

受付開始 甲南大学　岡本キャンパス 5 号館 1 階 9:30～

9. 自由論題 ＜10:00～12:00＞

A 会場　5 号館 521 教室

セッション：金融政策・マクロ金融Ⅱ

座 長　同志社大学　北 坂 真 一 氏

(1) Time-varying Bank Capital Requirements with Capital Distribution Constraints: A DSGE Approach

報告者　名古屋大学大学院　佐 藤 嘉 晃 氏

討論者　専修大学　奴田原 健 悟 氏

(2) 金融セーフティネット未整備期における破綻処理金融政策

報告者　松本大学　飯 塚　徹 氏

討論者　神戸大学　藤 原 賢 哉 氏

(3) 日銀による ETF 買入政策のインパクト

報告者　成蹊大学　俊 野 雅 司 氏

討論者　中央大学　原 田 喜美枝 氏

B 会場　5 号館 522 教室

セッション：金融仲介機関Ⅱ

座 長　同志社大学　植 田 宏 文 氏

(1) 金融機関の企業業績に貢献する力量の測定：企業データを用いて新評価指標の実証研究

報告者　京都大学　吉 原 清 嗣 氏

討論者　一橋大学　花 崎 正 晴 氏

(2) 近年の家計資産を巡る動きと金融機関の資金調達への影響を考える

報告者　野村資本市場研究所　宮 本 佐知子 氏

討論者　県立広島大学　村 上 恵 子 氏

(3) 失われた 20 年における企業と金融機関のバランスシート状況の変化とその実体経済への影響に関する分析

報告者　岡山商科大学　星 野 聡 志 氏

討論者　首都大学東京　飯 星 博 邦 氏

C 会場　　5 号館 523 教室

セッション：地域・中小企業金融

座 長　　関西学院大学　　岡 村 秀 夫 氏

(1) Evolution of Real Estate Prices and Agglomeration：Theory and Evidence from the Tokyo Metropolitan Area-

報告者 慶應義塾大学大学院・三菱経済研究所　　福 田　　紫 氏

討論者　　日本政策投資銀行　　中 村 純 一 氏

(2) 何が地方銀行を外債投資に駆り立てたか

報告者　　山形大学　　山 口 昌 樹 氏

討論者　　東北学院大学　　伊鹿倉 正 司 氏

(3) Search for Yield under Prolonged Monetary Easing and Aging

報告者　　早稲田大学　　小 倉 義 明 氏

討論者　　甲南大学　　中 島 清 貴 氏

10. 国際金融パネル　＜10:00-12:00＞

E 会場　　5 号館 511 教室

テーマ：昨今の新興国の資金フローと金融システム

座 長　　大阪経済大学　　高 橋　　亘 氏

(1) 先進国の金融政策が新興国の国際資金フローに与える影響

報告者　　一橋大学　　武 田 真 彦 氏

(2) 中国の金融システム

報告者　　日本銀行　　福 本 智 之 氏

(3) ASEAN 諸国の金融システム

報告者　　日本総合研究所　　清 水　　聡 氏

11. 昼　　食　＜12:00-13:30＞

12. 共通論題　＜13:30-16:00＞

E 会場　　5 号館 511 教室

テーマ：金融再編と地域公益：歴史的観点からの試論

座　長	早稲田大学	鎮 目 雅 人 氏
(1)　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
(2)　日銀による戦時銀行統合の現代性:一県一行の再考		
報告者	麗澤大学	佐 藤 政 則 氏
(3)　協同組織金融と地域:「コミュニティ・バンク論争」の再検討		
報告者	名城大学	新 井 大 輔 氏
討論者	神戸大学	内 田 浩 史 氏
討論者	甲南大学	筒 井 義 郎 氏

（プログラム委員会）

高屋　定美	（関西大学　委員長）		
井尻　裕之	（岡山商科大学）	栗原　　裕	（愛知大学）
岩壷健太郎	（神戸大学）	古賀　大介	（山口大学）
植田　宏文	（同志社大学）	佐藤　政則	（麗澤大学）
大野　早苗	（武蔵大学）	清水　順子	（学習院大学）
岡野　衛士	（名古屋市立大学）	高橋　豊治	（中央大学）
岡村　秀夫	（関西学院大学）	茶野　　努	（武蔵大学）
奥山　英司	（中央大学）	西山　慎一	（神戸大学）
掛下　達郎	（福岡大学）	英　　邦広	（関西大学）
北坂　真一	（同志社大学）	兵藤　　隆	（山口大学）
北野　重人	（神戸大学）	家森　信善	（神戸大学）
熊本　方雄	（一橋大学）		

（準備委員会）

永廣　　顕　（委員長）

大塚　晴之　　筒井　義郎　　中島　清貴

交通アクセス

住所　〒658-8501
　　神戸市東灘区岡本 8-9-1
○JR 神戸線　摂津本山駅
　　北口から徒歩 12 分
○阪急神戸線　岡本駅
　　南改札口から徒歩 10 分
※詳しくは地図アプリ等で
　ご確認ください。

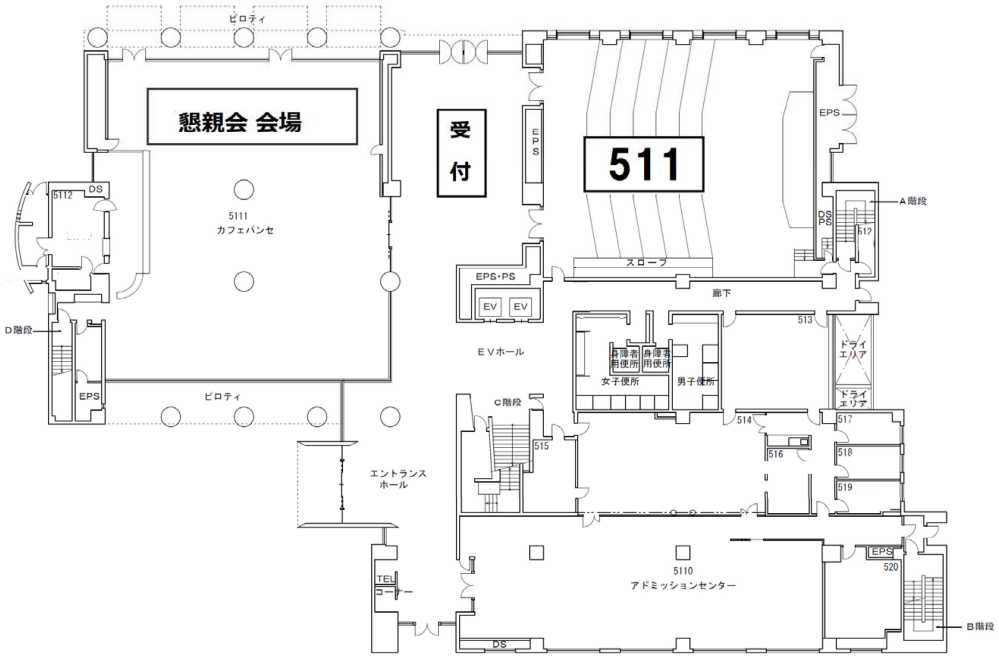
【タクシー利用】
JR 摂津本山駅を利用される場合は、摂津本山駅北口を出て信号機のある交差点方面に進むと、交差点の近くにタクシーが待機しています。また、摂津本山駅南口にタクシー乗り場があります。阪急岡本駅を利用される場合は、岡本駅南口改札を出て左側にタクシー乗り場があります。いずれも大学までは 5 分程度で到着します。

甲南大学　岡本キャンパス建物配置図

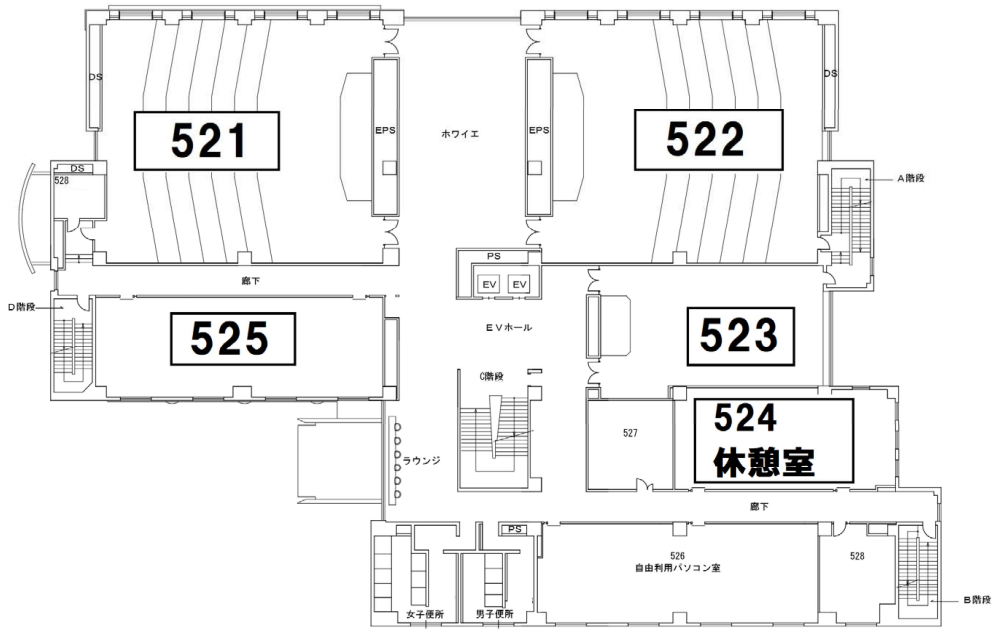
甲南大学ホームページ　https://www.konan-u.ac.jp/　もご覧ください。

5 号館　館内案内図

5 号館　1 階



5 号館　2 階



Inflation Expectations Curve in Japan

Toshitaka Maruyama
Bank of Japan
Kenji Suganuma
Bank of Japan

Abstract

We estimate "inflation expectations curve" – a term structure of inflation expectations – combining forecast data of various agents. We use a state-space model which considers consistency among expectations at different horizons, and for relationships between inflation rate, real growth rate and nominal interest rate.

We find that the slope of the curve in Japan is positive in almost all periods since the 1990s. In addition, looking at the estimated inflation expectations in time series, the inflation expectations at all horizons rose in the mid-2000s and from late 2012 to 2013, after the downward trend from the early 1990s to the early 2000s. Short-term inflation expectations in particular have tended to shift upwards since the launch of Quantitative and Qualitative Monetary Easing, while being affected by fluctuations in the import price. Finally, a structural VAR analysis shows that the estimated inflation expectations in Japan are largely adaptive, meaning their formation is affected by actual inflation rates.

The role of money and optimal monetary policy in a two-country economy

桃山学院大学
井田　大輔

The importance of the role of money is evident from the monetary policies of advanced countries. This paper examines the effect of a non-separable utility between consumption and real money balance on optimal monetary policy in a two-country framework. It shows that relative real money balances between two countries affect the international risk-sharing condition directly when considering the non-separable utility. Departure from the separable utility function changes the structural equations in a two-country economy with nominal rigidities. In addition, the shape of the loss function is different from that of a standard loss function. Therefore, the assumption of a non-separable utility affects the properties of optimal monetary policy significantly. The presence of a non-separable utility function between consumption and money crucially changes the termination date of a zero interest rate policy for both countries.

Optimal Monetary and Fiscal Policy Rules, Welfare Gains, and Exogenous Shocks in an Economy with Default Risk *

OKANO, Eiji† Masataka Eguchi
Nagoya City University Komazawa University

This Draft: Jun., 2019

Abstract

We develop a class of dynamic stochastic general equilibrium models with nominal rigidities and we introduce default risk in the model. We find that if productivity changes are observed, policy authorities should be aware of default risk, although being aware of such risk is not very important following government expenditure changes. Welfare gains from awareness of default risk are nonnegligible if productivity changes, although welfare gains from awareness of default risk are tiny following government expenditure changes.

Keywords: Sovereign Risk; Optimal Monetary Policy; Fiscal Theory of the Price Level
JEL Classification: E52; E60

Price Discovery and Liquidity Recovery:
Forex Market Reactions to Macro Announcements

大阪大学 山田昌弘
コロンビア大学 伊藤隆敏

We examine the improvement of Forex market quality, measured by speed of price discovery and liquidity recovery after macro announcements, with 20 years of high-frequency data. We find that both measures have improved little over years. The price discovery is positively affected by the impact of news surprise on returns, which does not show a time trend. Despite improving liquidity, an increasing number of traders slows down rather than fasten the price discovery. We fit a classical microstructure model for explaining why: such fast traders behave like uninformed.

Keywords: Price discovery, Liquidity, Foreign exchange markets, Macro-announcements, Market Microstructure
JEL: D43, D47, F30, F31, F33, G12, G15,

日本企業の為替リスク管理とインボイス通貨選択：
平成30年度日本企業の海外現地法人アンケート調査結果概要

伊藤隆敏（コロンビア大学大学院・政策研究大学院大学）
鯉渕賢（中央大学）
佐藤清隆（横浜国立大学）
清水順子（学習院大学）
吉見太洋（中央大学）

要　旨

本論文は、21,801社の海外現地法人を調査対象として2019年1月に調査票を送付して実施した「日本企業の海外現地法人に対するインボイス通貨選択アンケート調査」の回答結果をまとめたものである。主な結果をまとめると以下のようになる。第一に、日本企業の海外現地法人が裁量的にインボイス通貨選択、および為替リスク管理を行っている割合が約6割であり、その傾向はこれまでの調査を通じて変わっていない。第二に、人民元をはじめとするアジア通貨の利用が高まっており、全体で2割、繊維や鉄鋼関連の業種では4割の現地法人が人民元を利用している。第三に、特にアジア所在現地法人と日本本社との輸出入および他の諸外国との輸出入の両方で人民元とアジア現地通貨の利用が顕著に増加している。第四に、アジア諸国通貨の利用が増えたことの裏側で、アジア所在現地法人の米ドル建取引が減少している。特に日本を除く他の諸外国との貿易において米ドル建て取引の減少が大きい。第五に、アジア所在現地法人の日本からの中間財輸入では円建て取引が最大のシェアを占めているが、日本向けの輸出では米ドル建て取引のシェアが円建て取引のシェアを上回っている。この傾向は過去2回の調査でも同様に見られたが、今回の調査では日本向け輸出の円建てシェア低下が著しい。

それでは、なぜ日本の海外現地法人のアジア貿易取引で人民元やアジア現地通貨の取り扱いが増えてきたのだろうか。それにはいくつかの要因が考えられる。第1に、中国をはじめとして輸出先としてのアジア市場の重要性が高まり、現地通貨建ての売上が増大してきた。第2に、現地法人において中間財の現地調達も増え、それに伴い現地通貨の取り扱いが増えてきた。これにより、現地法人に為替リスクを負わせないためには、米ドルよりもアジア現地通貨を利用する方がより有利となってきたのである。こうした動きは、人民元をはじめとするアジアの現地通貨の為替制度がより市場を重視した管理フロート制へと移行し、為替取引規制が緩和されるという制度的側面と近年のアジア諸国通貨の為替相場の安定という市場的側面に助長されたと考えられる。これらの傾向をさらに進めるためには、対円でのアジア通貨建て取引の取引コスト低減のためには、二国間の直接取引市場の開設など、アジア通貨の使い勝手を改善するための政策的関与が必要となるだろう。

Tariff Reduction and Its Effects on the International Wine Trade: A Gravity Model Approach

Kimie Harada[1] and Shuhei Nishitateno[2]

May 2019

Abstract

This paper examines an extent to which import tariff reductions through bilateral free trade agreements (FTA) are attributable to an increase in wine exports to East Asian countries. Our empirical method involves estimating an augmented-version of gravity equation with a panel dataset for 1990-2016 covering 28 exporters and Asian main three importers. We find that a 1 percentage point tariff reduction leads to 0.053 % increase in annual wine exports for bottled wine and 0.082% increase for bulk wine exports. This implies that tariff reductions through FTAs have significant positive effects on wine exports than MFN tariff reductions. Non-tariff measures also have negative significant effects on wine exports for sparkling and bottled wines. The results suggest that export growth induced by only tariff reductions through FTAs could account for 1.325％ of global wine export growth during 1990-2016.

Keywords; Tariff reduction, wine, international trade, non-tariff barriers, gravity equation, Poisson pseudo-maximum likelihood estimator.

JEL classification: F14, F69, L66

[1] Professor, Chuo University, 742-1 Higashinakano, Hachioji Tokyo Japan, kimieh@tamacc.chuo-u.ac.jp.

[2] Associate Professor, Kwansei Gakuin University, 2-1 Gakuen, Sanda 669-1337 Hyogo Japan, shuhei0828@kwansei.ac.jp.

How Arbitrage-Free is the Nelson-Siegel Model under Stochastic Volatility?

Hideyuki Takamizawa
Chuo University

This study examines the effect of no-arbitrage on the Nelson-Siegel (NS) (1987) model under stochastic interest-rate volatility. Unlike under constant volatility, in which only a constant (convexity-adjustment) term of a yield function differs with and without no-arbitrage, the loadings of the factors driving the yield curve also differ when the volatility is spanned by the factors even after controlling for the drift of changes in the factors. We specify the volatility as a linear function of the factors while keeping the other components of the model unchanged, which allows for interpreting the spanned-volatility model as an extension of the NS model. We consider two approaches for examining the no-arbitrage effect. The first is the two-step approach in which the factors are first extracted by fitting the NS curve at each point in time and then the dynamics of the factors are estimated from the pooled data. These factor and parameter values are fed into the no-arbitrage version of the models to compute the no-arbitrage yield curve, which is compared to the original NS curve. The second is the one-step approach in which the factor and parameter values are estimated simultaneously in both cases with and without no-arbitrage and then compared between the two cases. We find in both approaches that spanned volatility does not magnify the effect of no-arbitrage relative to constant volatility on average, though it does when the level of interest rates is very high. The finding implies that we can pursue practical benefits of the NS model, such as by augmenting it with stochastic volatility after identifying the factors from the yield curve, without much increasing the cost of the theoretical deficiency of allowing arbitrage opportunities.

コンジョイント分析を用いたサステナブル債の投資価値の推計

みずほ証券株式会社/法政大学大学院生　末廣　徹
みずほ証券株式会社　稲垣　真太郎
法政大学　武田　浩一

本稿では、日本におけるサステナブル債の価値評価についてコンセンサスがないという複数の先行研究をまとめた上で、コンジョイント分析を用いた確定効用の推計によって、Web アンケート調査から示唆される債券投資家が考える ESG の有無(通常の債券か、サステナブル債かどうか)の価値を推計した。

具体的には、ESG ありの債券は ESG のない通常の債券と比較してスプレッド(超過利回り)約 0.4bp の価値があるとされる一方で、ESG の有無の頑健性はそれほど高くはないことを示した。

また、サステナブル債の投資に対して積極的な投資家とそうでないとい投資家にサンプルを分けて推計しても、ESG の有無による効用値の変化はないことを示した。

一方、サステナブル債の投資に対してスプレッドを重視するかどうかという点に着目してサンプルを分けて分析した結果、ESG の有無による効用値の変化に影響を与えることが分かった。具体的には、サステナブル債の投資に対してスプレッドを重視する投資家は、ESG ありの価値をスプレッド基準で-0.67bp とし（超過スプレッドを求める)、スプレッド重視ではない投資家は ESG ありの価値をスプレッド基準で約＋0.87bp と評価していることが分かった。

ESG スコアに関する実証分析

2019 年 7 月 1 日（未定稿）　Ver.2.3

湯山智教・白須洋子・森平爽一郎 †

要　旨

本稿では、わが国の企業を対象としたESGスコアについて、分析対象とした4スコア（FTSE、MSCI、Bloomberg、Thomson Reuters）を用いて、各指標の相関度合いや違い、各スコアの特徴、どの程度 ESG の実態を示しているのか、ESG パフォーマンスを示す指標や、金融パフォーマンス指標との関係性等について実証的に検証した。

ます、主成分分析を行ったところ、第 1 主成分によって、概ね 6 割程度を説明する共通指標を構築することができたことから、この共通指標は各 ESG スコアの共通要素を抽出できているものと考えられる。ただし、一部スコアについては、他スコアとはやや異なる傾向にあるものも含まれる。

さらに、4 スコアともに、主成分分析により抽出した共通スコアを用いて、企業価値（PBR：トービン Q）との関係性についてみたところ、同じデータ、同じ期間、同じ推計手法を用いた場合であっても、推計結果が異なることを示した。このことは、ESG 投資を行う際に、特定のひとつの ESG 評価機関のスコアのみを用いる場合には注意を要すること、すなわち ESG スコアが高いからといって必ずしも ESG パフォーマンスが高くなるわけでもなく、ひいては企業価値向上にも繋がらないケースもあり得ることを示唆する。

本稿は、ESG 投資が近年潮流となり、各企業の ESG スコアも注目を集めているにもかかわらず、我が国では各 ESG スコアの特徴に関する実証分析は稀有であることからも、意義があると考えられる。ただし、本稿では、分析対象期間が基本的には ESG が注目を集めだした最近の 3 年間に限った分析であること、ESG パフォーマンスのデータの使用が限られること等に伴う限界もあることから、今後の更なる実証分析の蓄積が望まれる。

以　上

† 湯山智教：東京大学公共政策大学院、yuyama“at”pp.u-tokyo.ac.jp
白須洋子：青山学院大学経済学部、shirasu“at”cc.aoyama.ac.jp
森平爽一郎：慶應義塾大学、modiraira”at”waseda.jp

企業間信用と情報伝達

東京国際大学　　清水　誠

本研究では、次のような情報の不完全性がある場合の企業間信用の情報伝達機能を考察する。資金調達をし中間財を購入してビジネスを行う企業（バイヤー）とその中間財のサプライヤーは密接な関係にあり、サプライヤーはバイヤーやそのビジネスの収益に関する情報を、一般より知り得る立場にあるとする。そのような情報を用いることで、その企業の収益をより良く評価することでより有効に資金提供することができる一方で、情報を入手し得る立場にあっても提供可能な資金を十分に持っているとは限らない。このため、バイヤーとサプライヤーは何らかの方法で情報伝達を行って、銀行のような一般的な資金提供者から資金を引き出す必要がある。その方法の一つは、サプライヤーがビジネスのリスクの一部を引き受けると示すことであり、その時には平均的にみて、サプライヤーは少なくても何も情報がない場合よりバイヤーのビジネスの収益を高く評価していることが保証されなければならない。サプライヤーはこのような取引で、リスクを取っていることを明確に示すためには、バイヤーのビジネスが失敗した場合に十分な流動性資産によって、銀行などの資金提供者に補填する必要がある。また、このような方法での情報伝達は、当然のことながら不完全なので、銀行は過度に高くビジネスの収益性を評価してしまうこともあり得る。実証への含意としては、サプライヤーの流動資産が多いと銀行の貸出利子率の低下を通じて企業間信用率は低下し、また一般の金利が低下する場合やサプライヤーが高いマージンを要求する場合は企業間信用率は上昇する。

また、以上と対立的な方法として、バイヤーが担保を設定する場合で、ビジネスの成功確率の高いバイヤーは、そうでない場合に比べて担保となる資産を失う確率が低いことが、収益性のシグナルになる場合である。ただし、その場合でも、中間財のサプライヤーとのビジネス上の密接な関係によって、バイヤーが設定する担保資産のサプライヤーの利用価値が一般のそれより高い場合には、企業間信用契約を結んで担保を設定することで、バイヤーは資金調達費用を低下させることができる。

Which type of institutional investors promotes CSR?

Yoko Shirasu

Department of Economics, Aoyama Gakuin University, Japan

Email: shirasu@cc.aoyama.ac.jp

Hidetaka Kawakita

Graduate School of Management, Kyoto University, Japan

Abstract

We provide an empirical analysis of the links between corporate social responsibility (CSR) and ownership share of long-term investors. Our findings can be summarized as follows. First, we find that we cannot see the precise characteristics of the higher owner share of long-term investors, whereas the higher owner share of domestic short-term investors improves CSR activities about governance and social. Second, the higher owner share of long-term passive investors is positively significant for all CSR categories, whereas, all short-term passive investors are insignificant. Also, we find that the long-term growth and value investors interested in all classes of CSR activities, whereas short-term investors are not interested in environmental activities. Third, long-term foreign blockholder interested in CSR activities, positive effects on governance CSR categories, and negative impact on environment categories. Finally, it seems that long-term foreign investors use CSR as a tool for risk hedge during the crisis period.

Keywords: corporate social responsibility, long-term investors, stock share, foreign investors, corporate governance
JEL Classifications: G11; G32; G39

発生した企業不正の発覚要因の分析

埼玉大学大学院生　橋本武敏

企業で発生する不正・不祥事には、事故、システム障害のように発生すると速やかに発覚する場合が多いものもあるが、談合・カルテル、着服・横領等にみられるように、多くの場合は、発生しても一定期間発覚しない。このため、不正・不祥事を収集したデータベースには、主として最近発生した事案が未発覚のため収集されずに欠測値となる形のバイアスが存在する。この問題は、Poirier(1980)、Feinstein(1990)らにより Partial Observability の問題として指摘された。それらによると、未発覚事案があるにもかかわらず全ての不正・不祥事は発覚済みと仮定して統計的分析を行うことは、不正・不祥事の発生率を過小評価するなど不適切な分析結果に繋がる危険があるが、未発覚事案の発覚率に関連したデータにより統計的に補正が可能である。

不正・不祥事の発覚要因を取り扱った先行研究は、米国企業を対象にしたものが数例みられるが、財務指標の影響を分析した研究が多く、コーポレートガバナンスの観点から発覚要因を分析した研究は少ない。これは、米国の場合、取締役会の機関構成といったコーポレートガバナンスのあり方には、既にある程度のコンセンサスが成立していて、企業間で大きな相違がみられないことも一因と考えられる。一方日本では、取締役会の機関構成だけを見ても、監査役会設置会社、監査等委員会設置会社、指名委員会等設置会社の 3 種類があり、社外取締役・独立取締役の役員に占める割合、役員報酬の決定方法、個別開示の有無等、コーポレートガバナンスのあり方に企業間で相違が大きい。

本報告では、日本の上場企業で発生した不正・不祥事について、その発覚を早める要因、遅らせる要因を、コーポレートガバナンスの在り方の面から分析した。その結果、取締役に占める社外取締役（特に独立取締役）の比率を高めることは、不正・不祥事の発覚を早める効果があることが認められた。また、取締役会の機関構成を監査役会設置会社から指名委員会等設置会社等に変更する、取締役に業績連動報酬制度を導入する、株主総会招集通知を英文でも作成するなど株主の議決権行使を助ける措置を講じる等の取り組みも、不正・不祥事の種類によりばらつきはみられるものの、不正・不祥事の発覚を早める効果が認められた。その一方で、監査役・監査委員の比率を高めることには、不正・不祥事の発覚を早める効果は認められず、むしろ発覚を遅らせる効果がみられた。更に、個別の報酬開示が義務付けられるような高額報酬（年間 1 億円以上）の取締役が存在する企業も、不正・不祥事の発覚が遅くなるとの分析結果が得られた。

上記の結果は、近年日本で進められている所謂“コーポレートガバナンス改革”に、不正・不祥事の早期発覚の面から、一定の効果があることを示す。その一方で、監査役・監査委員のあり方、高額報酬の是非については、改善・検討の余地があることも示す。

<特別セッション>

金融教育の最前線

座長：日本証券経済研究所 若園智明

<セッションの趣旨>

日本銀行の白川前総裁が 2009 年に「金融教育フェスティバル<東京>」で講演をされた際に金融教育の重要性に言及されていたように、金融教育はわが国の金融システムにとっても重要なトピックの一つになっている。これは金融庁による「金融レポート」と「金融行政方針」を統合した「変革期における金融サービスの向上にむけて～金融行政のこれまでの実践と今後の方針（平成 30 事務年度）～」の中にも金融経済教育が取り上げられていることからもわかる。

そこで本セッションでは、従来からその重要性を指摘し、啓蒙・普及に取り組んできた中央銀行の担当者、金融業界の担当者、研究者の 3 者による報告をお願いした。大規模調査、教材作成、各種セミナーなどの様々な取り組みが行われていることを踏まえて、実務家の視点からわが国の金融教育の現状と、現場での取り組みについての知見、研究者からの視点としてミクロレベルで金融教育を積み重ねた結果、マクロ的にはどのような影響をもたらしうるのか、というご意見をいただき、金融教育の取り組み、意義を整理したい。

第一報告では OECD/INFE（International Network on Financial Education）の定例会議に日本銀行の担当者として出席するなど、国際的な潮流に最も詳しいだけでなく、国際的な取り組みの最先端におられる岡崎竜子氏（日本銀行情報サービス局金融広報課企画役・金融教育グループ長／金融広報中央委員会事務局・金融教育プラザリーダー）に、OECD/INFE での近年の潮流を踏まえて、日本も含めて各国での金融教育についてご報告いただく。第二報告として民間の業界団体としての金融教育への取り組みについて、日本証券業協会の菊地鋼二氏（日本証券業協会常務執行役、金融・証券教育支援本部長）に業界としての取組みをご報告いただく。第三報告として、日本の学生を対象とした金融リテラシーの実態調査や要因分析を行い、中央銀行のコミュニケーション戦略と金融リテラシーとの関係についての研究などを行っておられる北野友士氏（桃山学院大学）に今回は金融研究者という視点から、金融リテラシーの向上が金融政策や金融システムや実体経済とどのように関わりうるか、ご自身の取り組みや調査を踏まえてご報告いただく。

世界における金融教育の潮流と日本の課題*

日本銀行　岡崎竜子

現在、世界各国で金融教育の国家戦略を策定して金融教育を推進する動きが広がっている。大規模な金融リテラシー調査も多くの国で実施され、国際比較も行われている。国家戦略の下で年齢層別の詳細な目標の体系を作成・公表し、これに基づく教材や指導書を作成・提供する動きも各国で盛んである。

金融教育推進の目的としては、国民の消費者としての自立や消費者保護、経済格差の是正、経済成長、金融包摂などが挙げられており、一部の国は金融政策の有効性の向上にも言及している。金融教育では、知識の習得だけでなく、態度や心構えを身に付けることが重要であると広く認識されている他、早期から金融教育を行うことが有益であるとの考え方も多くの国で共有されている。

日本では、金融広報中央委員会を中心に 1970 年代から金銭教育が行われてきたほか、1980 年代から金融経済情報の提供や生活設計の推奨が行われており、関係機関・団体間の連携も盛んである。金融教育の国家戦略としては、金融経済教育研究会の報告書と『金融教育プログラム』が作成されており、大規模な金融リテラシー調査も過去 2 回行われている。市民向けのセミナーや講演会、ウェブサイトを通じた情報提供、大学における金融リテラシー講座が行われている他、学校向けには教材・指導書の作成・提供、教員対象セミナーの開催、研究校の委嘱、作文・小論文コンクール等が行われている。

また、日本の新しい学習指導要領には、従来にも増して多くの金融教育の内容が含まれ、今後、より充実した金融教育が全国の学校で行われることが期待される。

日本人の金融リテラシーの特徴としては、知識面では複利やインフレ、分散投資やリスクとリターンに関する正答率が比較的低い。態度や心構えの面では期日通りに支払うと回答する人が大半であるなど堅実な行動が窺われる一方、長期的な生活設計の作成などは十分とは言い難い状況である。

世界各国の政府および中央銀行は、OECD が主催する「金融教育に関する国際ネットワーク（International Network on Financial Education、INFE）」を通じて緊密に情報交換を行い、優れた取り組みを共有している。こうした過程を通じて日本の取り組みは多くの国によって参照されている。

わが国の金融教育の課題としては、①職域における金融教育推進方法の検討、②高齢者の金融リテラシーの向上が急務である。また、③「学校における金融教育の年齢層別目標」の改訂も行いたい。これらのうち①、②は筆者の直接の任務ではないが、国内外における議論を通じて貢献していきたい。

＊国際的な用法に従い、金融教育を、成人に対する金融知識普及を含む意味で使用している。また、上記は筆者個人の見解であり、日本銀行の公式見解ではない。

日本証券業協会の金融・証券教育支援活動について

日本証券業協会　菊地鋼二

<報告要旨>

日本証券業協会（以下「日証協」という。）は、協会員（証券会社及び銀行等の金融機関）による証券取引等を公正かつ円滑ならしめ、金融商品取引業の健全な発展及び投資者保護に資することを目的として活動を行っている金融商品取引法に基づく認可金融商品取引業協会である。なお、証券取引法から金融商品取引法への改組時（2007 年 9 月施行）に「金融商品取引業協会は、金融に係る知識の普及、啓発活動及び広報活動を通じて、金融商品取引業の健全な発展及び投資者の保護の促進に努めなければならない」という規定も新たに置かれている（同法 77 条の 4）。

日証協では、金融商品取引法が施行される以前から長年にわたり、国民経済にとって重要な役割を担う証券・証券市場の意義・役割や国民の資産形成手段である証券に関する知識を普及するため、小学生から社会人に至る様々な層向けに、公正・中立な観点で、金融・証券に関する知識の普及・啓発活動に取り組んできているところであるが、本報告では、本協会のこれらの活動のうち主に初等中等教育における支援活動（学校への副教材提供、教員向け情報発信、学校への出前授業等）の概要を紹介するとともに、実際の活動を通じて感じている課題等について、日証協が事務局を務める「金融経済教育を推進する研究会」が 2014 年に実施した中学校・高等学校の社会科・家庭科の教員向けに実施した「中学校・高等学校における金融経済教育に関する実態調査」の結果[1]を交えて紹介する。

また、2017 年及び 2018 年に告示・公表された中学校、高等学校の次期の学習指導要領及び同解説において「経済活動や起業などを支える金融の働き」（中学校社会科）、「金融商品を活用した資産運用にともなうリスクとリターン」（高等学校公共）、「資産形成の視点」（高等学校家庭科）といった点などが新たに記載され、新たな教科書等における金融・証券に関する記述の拡充も期待される。このような中、新学習指導要領を踏まえた金融・証券に関する教育が学校現場において実践されることが重要と考えられるところ、日証協としても学校・教員等への支援策について検討を行っており、本報告ではその問題意識等についても紹介する。

[1] 回答した教員の殆どが金融経済教育の必要性を認識しているものの、約 3 割の教員が実施できていないと考えており、また、回答した教員の半数が「生徒にとって理解が難しい」「教える側の専門知識が不足している」と感じていると回答。

金融リテラシーの向上がもたらす金融政策および金融システムへの効果

桃山学院大学　北野友士

<報告要旨>

本報告は金融リテラシー教育が持つ新たな可能性として、中央銀行のコミュニケーション戦略への寄与、および中小企業経営者の金融リテラシー向上がもたらす金融システムへの影響、という 2 つを示すことを試みる。

金融庁が金融改革プログラムにおいて「貯蓄から投資へ」の方針を明確にしたのが 2004 年、金融広報委員会が「金融教育元年」と位置付けたのが 2005 年である。つまりわが国における現代的な金融教育の在り方を模索する動きは 15 年ほどが経過した。この期間にはグローバルな金融危機に対する反省もあり、金融リテラシー教育の重要性が強く認識されるようになった。わが国でも 2013 年には金融経済教育研究会から「最低限身に着けるべき金融リテラシー」が公表され、金融リテラシー教育の普及につながっている。

ところで「最低限身に着けるべき金融リテラシー」は、「家計管理」、「生活設計」、「金融知識及び金融経済事情の理解と適切な金融商品の利用選択」、「外部の知見の適切な活用」という 4 分野 15 項目で構成されている。このうち「金融知識及び金融経済事情の理解と適切な金融商品の利用選択」にはインフレや金利等の金融経済の状況の理解と、金融商品の選択が含まれているが、これは突き詰めると中央銀行の予想と政策意図を読み取って金融商品を選択することといえる。そのため、本報告ではまずイングランド銀行の取り組みを参考にして、中央銀行のコミュニケーション戦略と金融リテラシー教育との関係を考察する。

一方で近年は個人・家計部門のみならず、中小企業経営者の金融リテラシーと企業業績との関係についても注目されている。つまり金融リテラシーの高い経営者の企業、もしくは金融リテラシーに関する何らかのプログラムに参加した経営者の企業は、そうでない企業よりもパフォーマンスが優れているという研究成果がいくつか発表されている。そこで本報告では報告者のかかわった中小企業経営者へのアンケート調査の結果を参照しつつ、中小企業経営者の金融リテラシーの向上がもたらす金融システムへの影響について考察する。

ただし、以上のような金融リテラシーの向上がもたらす可能性については、今後より厳密な検証が求められる。そのため、本報告を通じて金融リテラシー教育に関する研究の喚起につながれば幸いである。

Effects of Bank Soundness on Lending Relationships Promotion Activities

南山大学　大鐘雄太
愛知学院大学　内木栄莉子

This paper examines the effects of the soundness of financial institutions on the activities of financial institutions to establish or strengthen lending relationships with small and medium-sized enterprises (SMEs) by using a unique bank-level dataset of 120 financial institutions in Japan. The major findings of this paper are the following three points. First, sound financial institutions are more likely to take any activities to promote lending relationships with SMEs. Second, among these activities, sound financial institutions tend to take the following three activities: (1) increase target number of frequencies of contact with current client firms by loan officers; (2) increase in the decision power of branch managers in lending; (3) relax lending standards or increase in credit limit amount. Finally, sound financial institutions are more likely to take such activities particularly about loan officers from earlier periods.

JEL classification: G01; G21
Keywords: Bank soundness; Bank activity; Lending relationships; Small and medium-sized enterprises

本邦地域銀行の金融競争度と利益率・安定性の関係

江戸川大学　杉山 敏啓

１．地域銀行の収益低下

地域銀行の収益低下が進行し、地域金融サービスの持続可能性を懸念する声が強まっている。政府は未来投資会議 2019 年の実行計画案において、地方の生活インフラの維持の一環として、地域銀行等を対象として独占禁止法の除外を認める特例法によって集中的な業界再編を後押しすると表明した。特例法による地域銀行の再編は金融競争度の緩和につながる可能性が高いが、競争低下は、地域銀行の経営安定性の向上に資するのであろうか。

２．金融競争度の評価

Liu & Wilson(2011)、尾島(2017)などの先行研究に従って地域銀行の価格競争度をラーナー指数・マークアップを年毎に計測すると、日本銀行金融システムレポート 2017 年 4 月号および尾島(2017)が指摘する通り、価格競争化の進行が窺われた。銀行等の店舗数は全体として減少基調であるが、堀江(2015)に従って市区町村内店舗シェアによるハーフィンダール指数（HHI）を年毎に計測すると、2010 年代には競争低下が殆ど進行していなかったことが窺われた。

３．銀行の利益率と安定性への影響

市場構造成果仮説に従えば、競争低下は金融機関の利益率および安定性を高めると考えられる。2005 年度～2017 年度の地域銀行別パネルデータ分析を行うと、ラーナー指数に見る価格競争低下が進行した場合、地域銀行の利益率指標 ROA と安定性指標 Z スコアを共に向上させる関係性が示唆された。他方、店舗 HHI 逆数に見る競争低下が進行した場合、Z スコアは低下する符号関係であり、地域シェア上昇による与信集中リスク等が、地域銀行の経営健全性を損なう可能性を想起させるものであった。ただし、店舗 HHI 逆数の Z スコアに対する偏回帰係数の頑健性は高いとは言えず、実際には合併事案によって様相が異なる可能性がある。総資産規模拡大は Z スコアを向上させる関係性であり、地域銀行の大規模化によって経営体力が向上する関係性が示唆された。

再編による大規模化は、地域銀行の持続可能性の向上に寄与する一方で、地域シェア上昇を背景として合併新銀行のリスクが高まる可能性には注意が必要であることが、本研究を通じて示唆された。地域銀行は経営体力を高めた上で、例えば地方創生への取り組みの積極化等によって自らの営業地盤である地域経済の活性化を図ることが、地域銀行自身の将来の経営安定性につながると言える。

以　上

再貸付を考慮した社会関係資本とグループ貸付

新島学園短期大学　松田慎一

要旨

2000 年代以降、マイクロファイナンス機関は、グループ貸付から個人貸付に貸付システムを変更している。グループ貸付は借り手同士がグループとなり相互に連帯保証を行う契約であるが、個人貸付では自己責任により貸付契約を行う。しかし実例から変更後も借り手がグループを形成しながら定期的に集まり返済を行っていることは、グループを形成するという意味において従来と同様の方法を継続している。鈴木・松田・佐藤(2011)では、バングラデシュの現地調査をもとに、ASA によるグループ貸付の実例の報告を行ったが、ASA はグループを形成した上での個人貸付を行っていた。本論では Quidt,Fetzer,Ghatak(2016)に基づきグループを組み、相互の信頼関係を形作りながら貸付を行うことについて定性的な議論を行う。新たに「ASA では 1 期の貸付の末、債務不履行になった借り手を所得水準の最も低いグループに組み入れ、再度の貸付を行っていた事例が見られた」ことを仮定として、Quidt,Fetzer,Ghatak(2016)の再考を行うものである。

JEL classication： G21、O12、O16
Keywords： マイクロファイナンス、連帯保証、社会関係資本

Financial Market Switching-Points and Economic Anomalies: Evidence from S&P100

Yuan Yuan and Takayuki Mizuno
National Institute of Informatics

Abstract

In this paper, our aim is to clarify the statistical relationship between the switching points of financial market and various economic indicators by using machine learning. Using an extensive set of macroeconomic variables, we apply LASSO regression to select the important variables which have important impact on switching-points and predict the switching-points over the period of 2002-2016 of S&P100 by using the selected variables. We find selected variables have good out-of-sample predictive power. Moreover, we also apply ridge regression and predict the switching-points. Our study contributes to both anomaly detection of financial market and applying high dimension data and machine learning to financial market.

「フリーキャッシュフロー問題」の実証分析

明治大学大学院商学研究科　呉東錫

本報告の目的は、2000 年代以降の日本企業の「フリーキャッシュフロー問題」を検証することにある。「フリーキャッシュフロー問題」とは、企業が過剰に流動性資産を増やせば、経営者は非効率的な M&A や設備投資を行い、かえって企業価値を下げる可能性があると言う問題である。その意味から、企業の過剰な流動性資産保有はエージェンシコストを発生させる。

本報告の実証分析は、流動性資産増加が企業価値に与える影響を分析した Faulkender and Wang(2006)モデルに依拠する。本稿の分析の特徴は、「フリーキャッシュフロー問題」が発生する条件を明らかにし、Faulkender and Wang(2006)モデルにそれら条件を満たすダミー変数を追加して推定を行う。

フリーキャッシュフローが起きる条件として、成長性が低いにも関わらず、過剰な流動性資産を持っている企業として定義する。過剰な流動性資産保有は実際の企業の流動性資産保有比率が最適比率を超える場合として定義する。したがって、最適比率を超える場合に流動性資産保有比率の上昇は企業価値評価にとってマイナス、それを下回る場合に流動性資産保有比率の上昇は企業価値にとってプラスになる。最適流動性資産保有比率は平均回帰モデルでの推定値を適用する。

実証分析の結果、企業にフリーキャッシュフロー問題が起きた場合、流動性資産増加の限界価値は低くなるだけではなく、企業の株式リターンに負(−)の影響を与える場合もある。また、そのフリーキャッシュフロー問題により、増加した流動性資産が低く評価される傾向は中小企業より大企業で顕著である。その原因として、大企業は中小企業と比べ、株主の数も多くて株式の保有関係が複雑である場合が多いことを取り上げることができる。

中国で進展するデータ駆動型金融と我が国への示唆

京都先端科学大学　李立栄

中国の個人金融分野におけるフィンテックの先進的エコシステムは、単に金流である電子決済基盤の共有のみならず、物流や商流を押さえることで、様々なデジタルフットプリントや取引履歴といったパーソナルデータをもとにリアルタイムで信用評価を行い、そのスコアリングを貸出や様々な非金融サービスにまで活用できることに特徴がある。

本研究では、中国におけるビッグデータの利用環境について言及するとともに、中国での人工知能を活用したデータ分析型融資の広がりを中心に事例を調査し、金融サービスにおいて人工知能がどのように位置付けられているのか、期待されている効果とその成果、個人情報問題への対応、などの事実を明らかにする。特に、データ駆動型金融を用いた与信業務の展開が従来型金融機関の審査業務に比べてパフォーマンスが向上しているのか、金融包摂に効果が表れているのか、をデータに基づいて実証的に明らかにする。

中国を研究対象とするのは、フィンテック分野で同国が世界最先端を行くからである。急速に発展する理由としては、膨大なビッグデータの蓄積、複占プラットフォームによるネットワーク効果、イノベーションが容易な規制環境、従来型金融サービスとの大きな利便性格差、などさまざまな要因が指摘されている。中国と日本では政治体制が大きく異なるものの、情報通信技術が主導する中国のフィンテックは、金融サービスの一つの将来像を示すものとして注目される。とりわけ、個人の信用情報をリアルタイムで更新して活用するデータ駆動型金融について、その課題を含めて将来の可能性について考察することは、わが国の金融サービスの将来像を考察する上でも意義は大きいと考えられる。

本報告では、中国の個人金融分野におけるアリババグループを中心とした金融ビジネスの先進事例を紹介するとともに、このようなデータ駆動型金融の拡大から得られる未来の金融ビジネスの姿や日本の金融ビジネスへの示唆を論じる。

キーワード：中国のフィンテック、データ駆動型金融、金融イノベーション

明治９年の国立銀行条例改正

同志社大学　鹿野嘉昭

本報告では、明治９年の国立銀行条例改正前の国立銀行はどのような状況にあったのか、国立銀行は銀行券の兌換請求の増嵩とともに極度の営業資金不足に陥ったとされるが本当にそうなのかといった問題や、条例改正の背景とその経済史的意義について改めて検討した。その結果、次のような新たな知見を得ることができた。

すなわち、第１に、明治９年８月の国立銀行条例改正までの間、最大手の第一国立銀行の動きを反映して国立銀行全体としての主たる資金調達手段は官公預金であり、銀行券の発行は限界的な役割しか果たしていなかった。それゆえ、金銀内外比価の拡大とともに銀行券が発行不能になり、これが国立銀行の営業資金不足を招いたという通説には首肯できない。

第２に、官公預金にかかわる資産保全規制の強化および銀行券の発行環境の悪化に伴う営業資金不足に対応するべく、国立銀行４行は明治７年９月から９年６月にかけて、政府紙幣の貸し下げを幾度か受けた。その際、国立銀行は銀行券を返納したうえで金札引換国債の返還を受け、これを改めて政府に政府紙幣借り受けにかかわる担保として差し入れた。その結果、国立銀行の銀行券発行枠は政府紙幣の借り受け増大とともに逓減し、９年６月末には８万円まで縮小するなど、その発券機能は事実上消滅した。

第３に、明治９年の国立銀行条例改正を促した要因として最も重要なのは、政府が俸禄制廃止という秩禄処分に伴って華士族に下付した交付国債の一種である金禄公債の不胎化要請であった。加えて、国立銀行の営業資金不足を解消するとともにその後の開設ラッシュを下支えしたのは、金兌換の廃止および銀行券発行枠の拡大ではなく、金禄公債の資本金払い込み手段としての容認および最低資本金の 20 万円から 10 万円への引き下げであった。

第４に、金禄公債の不胎化は、国立銀行が銀行券の発行に際し政府に供託する公債の対象に金禄公債を付加して当該公債による資本金払い込みを容認するというかたちで実施された。事実、金禄公債の約３割は国立銀行の資本金となって塩漬けされ、市中で売却されることがなくなったのである。

第５に、金融論の視点に立つと、国立銀行条例の改正に伴い、そもそも将来における現金支払いを確約するだけの金禄公債が国立銀行の資本金となるとともに政府に供託されることを通じて銀行券の発行を可能とするというかたちで現時点での現金へと時間変換のうえ転化された。このようにして金禄公債の発行という財政措置が現時点での疑似資本に変換されたことで銀行券の増発が可能となるという信用創造機能が作用したことにより国立銀行は成長資金を潤沢に供給し、金融面から産業の発展を支えたということができる。これこそが明治９年８月に公布された国立銀行条例改正の経済史的意義ということができる。

日本銀行による国債市場オペレーション（1936-45 年）

東京海上アセットマネジメント株式会社　平山賢一

本研究の課題は、1930 年代後半以降、国債利回りの変動率が低下していく過程で、日本銀行の国債市場オペレーションの実態を明らかにすることである。国債市場の主たる参加者である日本銀行の売買行動の整理は、これまで研究対象として掘り下げられてこなかった戦時期の国債流通市場を解明する端緒になることも期待されよう。

1932 年以降、日本銀行は、戦時期の巨額政府資金調達を左右することになる国債引受を実施してきた。各種の国債優遇策を通して国債消化が促されたが、その中でも日本銀行による国債引受による消化体制の徹底が、国債利回りの安定化に貢献したとみなされている。日本銀行が引き受けた国債を民間金融機関等へ売却する仕組みが、政府の資金調達を容易にして戦時経済を支えたと考えられているのである。この点は、戦時期の金融市場政策にとって重要な論点であるものの、資金循環構造の探求はされているものの、引受けた国債を日本銀行が売却していく過程での国債市場オペレーションの実態は明らかにされていないのが現状である。

そこで、本研究では、1936 年 1 月から 1945 年 12 月までの日本銀行「総勘定元帳」の「公債」勘定に着目し、「借方」「貸方」「残高」の日次推移と、各種史料のデータとを照合し、1936 年以降の国債流通市場を日本銀行の国債市場オペレーションの側面から確認することを試みた。国債大量発行時代に、日本銀行の日々の金融調節実態を明らかにすることで今後の政策や研究にも貢献すると考えるからである。

その結果、日次ベースの日本銀行総勘定元帳から「公債」勘定を確認すると、日本銀行は、国債残高の急増や急減を回避し、緩やかに国債残高が増加するように日々の調節（売オペレーションなど）を実施していたことが明らかになった。この間、日次ベースの国債残高の変動率は、低下基調で推移してきたが、1944 年 9 月前後を境に急上昇し、日々の調節姿勢に変化がみられるようになっている。そのため、引受額の急増や、売りオペ対象金融機関の多様化といった点も手伝い、国債消化における転機が 1944 年 9 月前後に訪れていた可能性がある。1944 年には日本銀行貸出金が急増しており国債の実質消化率が急低下していることから推察するに、日本銀行の国債市場オペレーションにも、その影響があったのかもしれない。また、日本銀行と国債流通市場という観点からは、相対的に買オペレーション額は売オペレーション額よりも少額であったものの、時系列で見れば第二次世界大戦終盤に向けて急増しており、「公債」勘定の借方および貸方の水準も高どまっていたため、国債流通市場が閑散状態に陥ったとは言い難いだろう。

産業公害の克服と金融の役割の再検討[3]
—1970 年代開銀公害防止融資の実証分析—

日本政策投資銀行　内山勝久
日本政策投資銀行　細田裕子

公害規制が強化された 1970 年から 80 年代半ばにかけての日本における企業の公害防止投資行動とそれを支えた資金調達に関する分析を行った．企業の旺盛な公害防止投資は 70 年代後半に日本の公害問題が沈静化した要因の一つとして挙げられ，OECD などはこうした設備投資を支えたのが政府による直接規制強化とその遵守を促す助成措置であったと考察している．そこで，助成措置の一つとして政府系金融機関であった日本開発銀行（開銀）の公害防止融資制度に注目し，その果たした役割を実証的に検証した．

トービンの q タイプの設備投資関数を企業レベルのデータを利用して推計したところ，次のような結果が得られた．第 1 に，開銀公害防止融資の grant element 機能は公害防止投資を促進するよう概ね作用していたこと，第 2 に，長期資金の availability 供与機能は 1970 年代後半までは公害防止投資促進に大きな効果を上げたが，70 年代終わりから 80 年代半ばにかけては公害防止投資に影響しなかったこと，第 3 に，開銀の情報生産機能は，公害防止融資に関しては十分に機能を発揮できていなかったことである．

こうした結果からは，助成措置としての開銀公害防止融資は 1970 年代半ばの企業の旺盛な公害防止投資の促進に大きく貢献したと言える．さらにその果たした役割は，低利性を通じて企業の費用低下をもたらした面はもちろん，必要資金の量的な供給を通じて企業の集中的な投資を支援した点に求められ，結果として産業公害の克服と，そこに至る時間の短縮化において貢献したと評価できよう．

[3] 本報告の内容や見解はすべて執筆者個人に属するものであり，株式会社日本政策投資銀行の見解を反映するものではない．

暗号資産のマクロ経済統計への反映に向けた検討状況と課題
～国際収支統計を中心に～

中央大学　武田　英俊
成城大学　後藤　康雄

＜報告要旨＞

2009 年に最初の暗号資産（仮想通貨）であるビットコインが登場して 10 年が過ぎた。この間、マウントゴックス事件やシルクロード事件等のネガティブイベントを経験しつつも、主要な暗号資産の 2019 年 5 月時点の発行残高は 2,000 億ドルを超え、種類も 1,600 に達するなど、金融・経済における暗号資産の存在感は着実に高まっている。

一方、2008SNA や国際収支マニュアル第 6 版等のマクロ経済統計に関する現状の国際基準は、概ね 2008 年～2009 年に改訂されたため、暗号資産の扱いが規定されていない。また、企業会計基準における扱いもいまだ検討中である。

IMF は、国際収支マニュアル第 6 版の改訂に向けた検討を進める中で、主要論点の一つとして、暗号資産のマクロ経済統計における扱いを検討し、結果を公表した。そこでは、暗号資産を、ビットコインおよび類似の性格を持つ暗号資産（Bitcoin like crypto assets: BLCAs）と、BLCAs 以外の暗号資産（デジタルトークン）に分けて検討し、主要な暗号資産である BLCAs について債務を伴わないことから金融資産ではないとした。そのうえで、BLCAs は財貨の 1 類型である貴重品（valuables）とすべきであり、その下に新規の内訳項目である「デジタル化された貴重品（digital valuables）」を設けて計上することを推奨するとした。この推奨に従えば、国際収支統計では暗号資産取引を貿易収支に計上することになるが、違和感が残るところである。

現状、多くの暗号資産は投機の対象となってはいるが、ビットコインの初期開発者たちの理想は、信頼できる組織がなくても安価で安全な送金ができるシステムを構築することであったとされる。現在、暗号資産をめぐる課題は多数存在するが、そうした課題を克服し、初期開発者の思想に近づくような改善を試みる動きも目立ってきている。これらが実を結べば、暗号資産は安全・安価な決済や送金の手段として使用されるようになると思われる。そうした場合には、マクロ経済統計においても暗号資産を新種の金融資産と位置付けることが適切と考えられる。本稿では、こうした筆者の考えを整理して提示する。

Bank Lending Channel and International Capital Flows into a Banking Sector in a Dollarized Economy

Daiju Aiba (Research Fellow, JICA Research Institute)
Email: Aiba.Daiju@jica.go.jp

Abstract

In this study, we study sensitivity of bank lending to foreign funding flows by exploiting unique data which allow us to reveal the exact amounts of funds individual Cambodian banks received from abroad. Specifically, we construct dataset from balancesheets of commercial banks on a quarterly basis (2011Q4-2017Q4). Furthermore, our paper develops the empirical model to identify a causality in the impact of foreign funding flows by using the information of bank ownership and foreign countries' economic and monetary conditions as instrument variables. As the result, we empirically find that foreign funding flows are positively associated to bank lending as well as domestic funding flows, and we also find the robust results with sub-sample of largest banks, suggesting that the Cambodian banking sector is significantly dependent on the foreign funding sources. Next, we demonstrate that the foreign funding flows are affected by foreign countries' economic and monetary conditions. Specifically, GDP growth in home countries of the bank's major shareholder negatively affects the foreign funding growths for the Cambodian banks. Furthermore, deposit rates in home countries temporally affect funding inflows in the sense that it has negative effects at first quarter, and positive effects in the following quarters, reflecting that the effect of monetary policy on funding flows is neutral in the long run. Lastly, we find that the causal impact of foreign funding inflows on bank lending in the Cambodian banking sector. Those findings suggest that the Cambodian banking sector is vulnerable to the external shocks.

Keywords: Bank Lending Channel, International Capital Flow, Dollarization

カンボジア商業銀行の市場競争度：2007-2017 年期の Boone 指標の計測

奥田英信（一橋大学大学）
葉　佳麗（一橋大学大学院生）
竹田圭佑（一橋大学大学院生）

カンボジアの銀行業は、好調な経済情勢を背景として、過去 20 年間、急速な成長を見せている。好調な経済情勢と参入規制が緩やかなことから、商業銀行の数は 2008 年の 24 行から 2017 年には 39 行へと増加し、銀行部門の総資産を対 GDP 比率で測ると、2008 年には 49%であったが、2017 年には 142.02%に達している。

しかしその一方では、、カンボジアの銀行部門について、非効率な小規模銀行が乱立して銀行数が過剰であるというオーバーバンクの問題や、銀行数が多すぎて金融当局が銀行経営の健全性を十分に監督できていないという指摘もされている。実際、市場シェアの変化だけを見ればカンボジア銀行業の集中度は漸減傾向にあるものの、近年の新規参入銀行の大半はプノンペン周辺で営業している小規模外資系銀行で、実質的に市場は２分されているという意見もある。これらの諸点に鑑み、IMF は、経営統合などによる銀行数の集約と経営規模の拡大が必要であるとの政策提言がされている（Unteroberdoerster, Olaf ed. (2014) Cambodia: Entering A New Phase of Growth, IMF)。

カンボジア銀行部門についてのミクロ経済学的な実証研究はこれまで殆ど無く、銀行部門の競争度の実態は全く不明なままと言ってよい[4]。本論文の目的は、Boone 指標を使って 2007 年から 2017 年までの期間のカンボジア商業銀行の市場競争度を計測し、その決定要因について検討することである。本論文の計測結果によれば、（１）カンボジア銀行業の競争度は近年むしろ低下傾向にあるように見えるものの、（２）大規模銀行と小規模外資系銀行との間で市場が 2 分されているという指摘を考慮すると、競争度の低下は見られなかった。また、（３）マイクロ金融機関との競合性や、マクロ経済情勢と政治的要因による起因する市場ストレスの悪化も、銀行間の競争度を高める結果となっていると考えられること、が示唆された。

本稿の構成は次の通りである。第２節では、カンボジア銀行セクターの特徴について説明し、第３節では本稿で使用する Boone 指標を紹介する。第４節では Boone 指標値の計測結果を説明し、その背景となる決定要因について言及する。第５章では本稿の要約と今後の課題について述べる。

---

[4] Okuda, H., Aiba, D. (2015) Determinants of Operational Efficiency and Total Factor Productivity Change of Major Cambodian Financial Institutions. *Emerging Market Finance and Trade*, on line published in December 2015.は先駆的研究である。

<中央銀行パネル>

マネーの未来

フューチャー　山岡　浩巳（パネル座長）

＜パネルの趣旨＞

急速に進行する情報技術革新は、マネーのあり方に大きな変革をもたらしつつある。

近年のスマートフォンの爆発的普及などを背景に、全世界、とりわけ新興国、途上国でモバイル決済（Alipay, WeChatPay, M-Pesa 等）が一気に普及した。これに伴い、従来は金融から切り離されていた何十億もの人々が新たに、しかもデジタルベースで金融サービスにアクセスできるようになるなど、金融包摂が急速に進行している。

また、GAFA、BAT と呼ばれる巨大企業（BigTech）がデジタル決済分野に参入し、今や銀行を凌駕する規模の支払決済サービスを運営するなど、マネーのインフラの担い手にも大きな変化がみられている。また、BigTech の多くは、支払決済サービスの提供を通じてデータの蓄積を進めるとともに、これらのデータを e コマースや広告など広範なビジネスへの利用を図っている。このように、マネーは従来の「価値の移転」という機能だけでなく、情報やデータの媒介といった新たな機能が期待されるようになっている。この意味で、現在のマネーの変化は、データ量の圧倒的増加および処理コストの低下という、現在の「データ革命」を象徴するものともいえる。

また、暗号資産（仮想通貨）は、これまではその価値変動の激しさから支払決済には殆ど使われてこなかったが、最近ではフェイスブックの「リブラ」など新たな動きが出てきている。このような動きに伴い、ブロックチェーン技術やスマートコントラクトが、新たなマネーの機能、例えば「匿名性のコントロール」や「取引の執行」、「同時履行の確保を通じたリスク管理」等に活用されていく可能性も考えられる。

今回のパネルでは、日本においてマネーの未来を切り拓く取り組みをリードしておられるお３方をお招きし、理論と実務の両面からマネーの未来について論じていただく。

柳川範之氏（東京大学）には、主に経済理論の視点から、デジタル技術やブロックチェーン、スマートコントラクトなどの情報技術革新はマネーにどのような変化をもたらしていくのか、また、これからのマネーがいかなる姿をとるものとなるのかお話しいただく。

向井英伸氏（みずほファイナンシャルグループ＆BlueLab）には、日本を代表するメガバンクの立場から、グループが進める、P2P での瞬時の支払決済も可能とする銀行横断的なキャッシュレス決済手段“J-Coin Pay”の取り組みを中心にご説明いただく。

瀧俊雄氏（マネーフォワード）には、フィンテック企業の立場から、支払決済や取引に伴う情報を活用しながらマネーをより身近なものにすると共に、マネーと金融を革新し、社会の課題解決も図っていく取り組みについてご説明いただく。

そのうえで、パネル後半では、マネーの未来について、フロアの方々と共に、理論・実務も含めさまざまな観点から、議論を深めていく。

マネーの変革の方向性

東京大学　柳川　範之

マネーとは何かという問いは、経済学において依然として大きな課題であるが、近年の技術革新をマネーの変革という視点でまとめてみると、一番大きな革新要素はデジタル化であろう。ただし、銀行間決済等はかなり以前からデジタル化がされており、最近になって起こったことではない。近年の特徴は、リテール分野でのデジタル化が進んだことにある。

それに加えて以下の 3 点が、マネーの変革ポイントとして考えられる。

（1） 将来の貨幣供給をコミットする技術が開発されたこと
（2） 情報伝達機能との親和性が高くなったこと
（3） 取引の自動執行との親和性が高くなったこと

（1）は価値の裏付けのない暗号資産（仮想通貨）が価値もち、流通するようになった根幹の理由であり、ブロックチェーン技術の開発の結果である。しかし、ブロックチェーン技術自体は、必ずしも裏付けのない資産が価値をもつためだけに有用なわけではない。理念的には暗号資産の登場は、大きなブレークスルーであったが、現実面においては、むしろ何らかの価値の裏付けのあるマネーが、今までとは異なった機能やサービスを担うようになった点が大きい。

（2）は近年、いわゆるキャッシュレス化やビッグデータのブームの中で、特に注目されている点である。マネーがデジタル化された過程では、その利用に関する情報をデジタルデータ化して活用することは極めて自然なことで、技術的にはさほど大きなブレークスルーではない。しかし、Wi-Fi やスマホ等のモバイル技術の進展は、決済やマネーの利用に関するデータを伝達・集積させ分析し、他産業での利用も含め多様な情報活用の可能性を拡大させることになった。その意味において、実ビジネス上のインパクトが大きい点である。

（3）は、今後の、たとえば IoT やスマートコントラクトの技術革新が進むことによって、期待されているマネーが持つ親和性である。スマートコントラクトが発展していくと、それによって取引の自動執行が実装されていくことになる。その際に決済だけが自動化されなければ、自動執行の魅力は半減してしまう。デジタル化によってマネーも自動執行に合わせて、自動決済を行う素地は整ってきており、今後ブロックチェーン技術の活用等を通じて、この面でのマネーの役割が広がっていくことが期待される。

このように、技術革新によって、マネーに本質的な構造変化がもたらされるのであれば、それは中央銀行を含めた既存事業者の戦略に大きな影響を与えると同時に、新規参入事業者のビジネスモデルを大きく左右することになる。その観点から、中銀デジタル通貨や、リベラの可能性、今後の銀行を中心とした金融機関の役割等についても考えていく。

マネーの未来を切り拓くメガバンクの挑戦
―J-Coin Pay の取り組み―

みずほフィナンシャルグループ　向井　英伸

要　旨

国内では、少子高齢化による生産年齢人口減少により、業種・規模を問わず人手不足が深刻化している。企業にとって人件費の割合が年々増加傾向にあることも大きな課題だ。
日本が直面するこうした構造課題に向き合う切り口として、キャッシュレス化の推進は極めて重要な取り組みである。

新たなデジタル通貨のスマートフォン（スマホ）アプリとして、今年３月に「J-Coin Pay」をリリースし、サービスを開始した。その特徴は店舗での決済利用だけではなく、個人間での送金に対応していることだ。「送る」「送ってもらう」という基本機能により、友達や家族間でのお金のやり取りをスマホで完結させることができる。J-Coin Pay はみずほ銀行独自のサービスとはしていないことも特徴だ。多くの金融機関にも参加を推奨することで、国内のキャッシュレス化を促進する狙いがある。現在全国約 70 の金融機関と協働し、登録可能な金融機関は 50 を超えている。今後も順次拡大していく方針だ。それぞれの金融機関の口座と直結することによって、利用者はＡＴＭから現金を引き出すような感覚で、スマホにいつでも無料でお金をチャージできる。逆にスマホからお金を口座に戻すことも無料でできる。銀行ならではの安全性・利便性を兼ね備えたサービスである。

日本でキャッシュレス化が進まない背景には、若年層がクレジットカードを持てないなどの問題があった。クレジットカードを始め、既存のキャッシュレス決済手段を導入する加盟店側のコスト負担も少なくない。こうした課題解決にはインフラの整備が不可欠だ。J-Coin Pay では、店舗側での導入およびランニングコストを抑える仕組みを準備している。

学校での給食費集金や塾の月謝支払い、経費の精算、寄付など、店舗での決済以外にも小口の現金が使われているシーンは数多い。今後はそうしたやり取りをすべて J-Coin Pay で完結できるように機能の拡充を図っていく。

マネーを前に進める　―社会課題を解決する金融サービスとは―

マネーフォワード　瀧　俊雄

フィンテックと呼ばれる潮流は2014年頃から世界的に始まった。テクノロジーは長らく金融産業とは不可分の要素であったが、金融サービスを提供する手段としてテクノロジーが位置付けられてきた世界から、テクノロジー企業の提供するユーザー利便性の極めて高いサービスが金融サービスの需要を決定する世界への移行があり、端的には技術と金融の主客転倒がその本質にある。西海岸や中国のテックジャイアントが興隆し、金融サービスへの進出も見られている中、伝統的なプレーヤーや規制当局がこのパラダイムにどう対応していくべきか、様々な議論が行われている過程にある。

仮に、フィンテックが主流となる際の論点を整理すると、日本ではまずは足元の社会における物理的な摩擦をなくしていくことが重要であり、その代表格としてのキャッシュレス化がある。現金大国である我が国では、様々な社会的・経済的な背景からその状況が温存されてきた。だがこのことにより、諸外国で現金を不要とする動きや、オンライン経済がオフライン経済を包含していく動きがみられている中で、我が国は新しい経済構造から取り残され、産業の競争力が劣化する懸念がある。過去に家電、携帯電話、SNSなどの世界で起きてきたシナリオを、金融産業の側面において回避するためには、現状行われている技術的な選択から、何らかのジャンプを促す政策のコーディネーションが必要である。

キャッシュレス化が進展した先の世界で重要となるのは、意思決定の摩擦をなくしていくことである。金融サービスは、極めて正確な経済取引のデータを大量に包含する。キャッシュレス化が進み、現金が使われない前提の社会が実現することで、消費者、店舗、流通、会計監査などにおけるデータ記録・確認の自動化が行われるのみならず、BI（ビジネス・インテリジェンス）と呼ばれるような、事業のより良い戦略選択を可能とする意思決定もスムーズに行われることが期待される。データが有効に使われていくことは、とりわけスモールビジネスにおける意思決定や、個人の不安を解消していく面で大きな潜在的付加価値がある。

そして最後に期待されるのが、意思決定迅速化の結果としての、ユーザーの行動変容である。従来、情報生成コストや時間的なラグが妨げてきた意思決定は、フィンテックにより徐々に可能となる。そこでは、リスク性資産への投資や、高齢者の生活における資産保全、事業における成長投資の促進といった、現代社会の様々な課題における、意思決定コストや不確実の低減につながる効果が期待される。意思決定のスピードが変わることは、時間の持つ価値の変化をも意味する中で、法制度面における変化もまた必要となる。

このような変化は、人口減少が進み、高齢化による様々な社会構造の変化が求められる我が国にあって、前向きに捉え、促進していくべきものと考える。当社マネーフォワードでは、上記の課題のそれぞれに対して、サービス提供による解決を試みている。制度的な議論とともに、サービスを作る現場の目線からのビジョンをお伝えしたい。

Time-varying bank capital requirements with capital distribution constraints: A DSGE approach

Yoshiaki Sato
Graduate Student at Nagoya University

ABSTRACT

We evaluate stabilizing effects of heightened and time-varying minimum capital requirements on the financial sector and the economy. Under the current Basel regulation with time-varying minimum capital requirements, when financial intermediaries incur losses on capital, they can release extra capital accumulated in advance during normal times. As a result, they do not need to contract credit supply in order to keep the capital ratios high enough during bad times. Our simulation results show that a taxing scheme which works as capital distribution constraints on intermediaries significantly enhances the stabilizing effects of time-varying minimum capital requirements. This evidence partly provides support for the current Basel III counter-cyclical capital buffer regulations.

Keywords: Capital requirements; Basel III; DSGE model; Capital distribution constraints; Counter-cyclical capital buffer

金融セーフティネット未整備期における破綻処理金融政策

松本大学　飯塚徹

金融機関は、利鞘の減少、資金需要の減少、人口の減少（少子高齢化）の環境下、厳しい経営状況に陥っている。メガバンクは、国内店舗の統廃合や人員削減などを進め、海外展開に注力し、フィンテックなどの新サービスを展開しているが、地域金融機関（地方銀行、信用金庫、信用組合）は、グローバルな営業展開ができず、地域のインフラの機能を果たし、急速なリストラ（店舗閉鎖・人員削減等）を進められず、淘汰（整理・統合）され、破綻する先も出てくることが予想される。これまでの金融機関の破綻事例、金融セーフティネット、破綻処理金融政策などについて変遷を考察することは意義がある。本稿は、金融機関不倒体制の崩壊後、金融セーフティネットの未整備期（1990～1999 年）における、預金保険制度の導入、地域金融機関の破綻、破綻処理金融政策の特徴を考察する。

わが国は、戦後から長期間において銀行が破綻しない体制を構築してきた。金融当局による積極的な介入（規制規律）、具体的に「金融規制」「金融行政」「金融当局主導の救済合併」により支えられた。しかし、戦後の産業・経済発展を支えた不倒体制も、1980 年代の金融自由化および規制緩和により、護送船団式金融政策は廃止され、金融機関は業態を超えた競争環境に突入し、不倒体制は崩壊し、1990 年以降、金融機関の破綻が相次いだ。1992 年に、東邦相互銀行（愛媛県松山市）、東洋信用金庫（大阪市）が破綻し、それ以降、2000 年半ばまで、ほぼ毎年、金融機関の破綻が続いた。1996 年には不良債権問題が深刻化し、金融機関の破綻が加速し、わが国は金融危機に陥った。こうした事態を打開するため、金融システム安定化委員会が「金融システム安定化の諸施策（市場規律に基づく新しい金融システムの構築）」を答申した。本答申は、「市場規律の発揮」と「自己責任原則の徹底」を基本とした金融システム（セーフティネット）を構築すべきことを提言し、現代のセーフティネットの基礎となるものである。しかし、その後も、金融機関の破綻は続き、なかでも、北海道拓殖銀行の破綻のインパクトは大きく、社会問題となり、地域経済に大打撃を与えた。

金融セーフティネットは、事前措置として金融当局による規制、中間措置として債権者等による市場規律、事後措置として預金保険機構の預金保険制度がある（中央銀行が実施する最終貸出制度：LLR 機能もある）。わが国では、1971 年に預金保険法が施行され、制度が整備され、破綻先に資金援助が発動された。そして、金融危機時には、預金は全額保護された。

この時期（金融再生法施行前：1992～1998 年）において、破綻処理金融政策は、国内の経済状況、各金融機関の経営状況、救済金融機関の有無などに応じた個別対応が行われた（セーフティネット未整備）。本稿では、金融当局（大蔵省）、預金保険機構、日本銀行などの破綻処理金融政策を時系列で考察する。これを踏まえ、一律の対応制度の構築が考えられ、金融再生法が 1998 年 10 月に施行される。次稿は、拓殖銀行以降の金融機関の破綻と金融再生法によるセーフティネット、それに基づく新たな破綻処理金融政策について考察したい。

日銀による ETF 買入政策のインパクト

成蹊大学　俊野雅司

本研究では、2001 年以降本格的な運用が開始された国内籍の ETF 市場を分析対象として選択し、特に 2010 年 12 月以降開始された日銀による ETF 買入政策の影響力を確認することを主な目的とした。

国内籍の ETF は、2019 年 3 月末時点で純資産額が 37 兆円超に達しており、それなりの規模に成長していると見ることもできる。しかしながら、2010 年以降開始された日銀の ETF 買入額は累計 25 兆円近くにも達しており、これがそのまま解約されずに投資されたままの状態であることを考えると、これまでの ETF 市場の成長は、かなりの程度、日銀による ETF 買入の影響が大きかったことがわかる。これまでの ETF 市場における累計純設定額（設定額－解約額）は約 31 兆円（設定額約 87 兆円－解約額約 56 兆円）であったが、日銀による買入額の約 25 兆円は、その約 80%も占めることとなる。

わが国の代表的な株価指数である日経平均株価と TOPIX のリターンと日銀買入額の関係を分析した結果、日銀買入額と買入日直前のリターンとの間で統計的に有意に強い負の相関関係を示しており、日銀の ETF 買入は、株価の下落局面で速やかに実施される傾向があることがわかった。特に、前日の株価指数の終値と比べて、始値が値下がりしている日に買入が実施される傾向が強かった。

日銀買入の後の株価指数には、特にリターンの改善が見られるという事実は確認できなかった。日銀の買入後、実際に ETF が設定されるまでには平均 3 営業日程度かかる傾向が見られ、指定参加者（証券会社）によって数日間かけて株価指数構成銘柄の買入が行われるため、株式市場へのインパクトが緩和されている可能性がある。

設備投資および人材投資に積極的に取り組んでいる企業を支援するための ETF（設備・人材投資 ETF）に関しては、日銀の 2016～18 年の買入額が毎年 2,000 億円台であったのに対して、実際の ETF の設定額はどの年も 2,000 億円未満であった。2019 年 1～3 月に関しても、日銀の買入額は約 700 億円であったのに対して、ETF は 1 円も設定されていない。設備投資や人材投資に積極的な企業の支援という目的を政府が推奨して、日銀や投資会社もその方針に応じた対応を試みたものの、実際には該当する株式の選別がむずかしかったなど何らかの理由で、日銀の買入に応じた ETF の設定が実現していない状況と推察される。

俊野[2018]で提示した日銀の ETF 買入による日経 225 構成銘柄のインデックス化の兆候は、今回の計測では確認できなかった。2016 年 10 月以降、日銀の ETF 買入政策が日経 225 から TOPIX 中心へシフトしたことの影響の可能性もある。

金融機関の企業業績に貢献する力量の測定
―企業データを用いて新評価指標の実証研究－

京都大学　研究員　吉原清嗣

〈報告要旨〉

金融機関が顧客企業に対して成長に資する活動の度合いを示す場合、アンケート調査を中心に顧客満足度などをその尺度にすることが多い。しかし、この主観的な調査には疑いの余地も残る。金融機関は顧客企業の財務にプラスの影響を及ぼしているのか、顧客企業の発展に貢献しているのか。残念ながら、現在の金融機関経営指標からは直接的に顧客企業と一緒に成長した金融機関と、表現は良くないが顧客企業を犠牲にして成長した金融機関を区別することは困難である。金融機関に対する現在の主要な経営指標は、金融機関が顧客企業を育成し発展させるために存在するという考えを直接反映していない。

本論の目的は実際の金融機関の顧客財務指標データを利用して、顧客サイドのデータから金融機関を評価することである。そして、金融機関の意思決定の違いにより企業成長に違いがあるのかを確かめることである。一定の金融機関のパフォーマンスを比較するものではない。むしろこの測定手法を実際に運用する場合の問題点や改良点を見つけ結果の意義の確認を主な目的としている。当然であるが、現在の金融機関経営指標を一つたりとも否定するものではない、むしろ尊重したうえで、この指標も加えてはどうか、というのが筆者の考えである。これが金融機関の社会的価値を測るメカニズムでありその導出される数値が回答の一つであると考えている。

近年の家計資産を巡る動きと金融機関の資金調達への影響を考える

野村資本市場研究所　宮本佐知子

近年の金融市場環境の変化や金融規制の緩和、情報通信技術（ICT）の革新は、金融機関が直面している経営戦略上の大きな課題である。前者の金融市場環境については、リーマン・ショックとその後の世界金融危機の発生や、日本銀行によるマイナス金利政策の導入などにより、近年急速に金利が低下してきている。また、後者の金融規制の緩和や ICT の革新については、既存金融機関が IT やデータ活用に取組む一方で、フィンテック企業が単独または既存金融機関と連携し、金融サービス分野に参入を図る動きが広がっている。

このような動きは、既存金融機関の経営にとって、潜在的な好機であるとともに脅威にもなりうるものである。これまでも多くの議論がなされてきた通り、これらは既存金融機関の収益にとって重要な問題である。

しかし、金融機関の ALM の基礎部分である、家計からの資金についての構造的な問題は、もっと深く掘り下げる必要がある。これらは家計資金においても、既存金融機関が見逃せない新たな動きを生じさせているからである。家計部門はわが国の預金総額の 6 割、国内銀行預金の 6 割を有しており、家計資金は金融機関、とりわけ預金取扱機関のバランスシート上、重要な存在である。

このような問題意識の下、本稿では家計が保有する資産のうち特に現預金を巡る動きに注目し、金融規制の緩和や ICT の革新による決済サービスへの影響や資産運用サービスへの影響を見る。そのうえで、これらの課題が家計資産への影響を通じて、預金取扱機関の資金調達構造へどのような影響をもたらすかを考える。

失われた 20 年における企業と金融機関のバランスシート状況の変化とその実体経済への影響に関する分析

岡山商科大学　星野聡志

本研究の目的は、失われた 20 年において、金融機関あるいは企業のバランスシート状況の変化が、日本の景気循環変動に対して如何なる影響をもたらしたのかについて考察することである。そこで、本研究では、Iiboshi, Matsumae, and Nishiyama (2014)に従い、バランスシート制約に直面する金融機関と企業を動学的確率的一般均衡（DSGE）モデルに導入する。さらに、金融機関と企業の自己資本に対するショックを加えることにより、それぞれの主体のバランスシート状況の変化について分析することを可能にした。そして、これらの特徴を有したモデルを日本のデータを用いて、ベイズ推定することにより、実証分析を実施する。

分析の結果、まず、90 年代以降の経済停滞期において、産出量の低下の大部分が、生産技術ショックによってもたらされることが示された。この一方で、この期間の企業の設備投資の変動については、投資の効率性（MEI）ショックの影響が強く表れるものの、金融機関や企業の自己資本に対するショックといった金融的なショックの影響も、相応に作用していることが明らかとなった。とりわけ、この金融的なショックのうち、投資に及ぼす影響の程度については、金融機関の自己資本ショックによる効果が、相対的に強く表れていることも同時に分かった。

Evolution of Real Estate Prices and Agglomeration: Theory and Evidence from the Tokyo Metropolitan Area

Yukari Fukuda
**Keio University and Mitsubishi Economic Research Institute

Abstract

The purpose of this paper is to see the connection between real estate prices and agglomeration in the Tokyo metropolitan area. In the theoretical part, we investigate the model of a city with heterogeneous regions. We find that if the rent is not sensitive to population growth, the population grows more largely in regions around the city center. In contrast, if the rent is sensitive to population growth, the population grows more largely in suburban regions of the city. In the empirical part, we test the implication of the model by using municipal-level data in the Tokyo metropolitan area. We find that the elasticity of the land price to population in the Tokyo Metropolitan area was greater than two before the mid-1990s but was less than two after the mid-1990s. We also find that in the Tokyo metropolitan area, the population had grown more largely in suburban regions until the mid-1990s but had grown more largely in central regions since the mid-1990s. These empirical findings are consistent with our theoretical prediction.

何が地方銀行を外債投資に駆り立てたか

山形大学　山口昌樹

本研究は売却損や評価損の報道によって注目を集めた地方銀行による外債投資を取り上げて詳細な分析を行った。研究課題は地方銀行を外債投資に駆り立てた要因を客観的に同定することであった。分析期間は 2011 年度から 2017 年度とし、リーマンショックに端を発する世界金融危機と欧州債務危機のために外債投資が底を付けた時期から米国金利の上昇による損失計上を契機として投資残高を減らすまでの外債投資が興隆した時期を捉えて検証を行った。分析に用いたデータは全国銀行協会が公表する個別行の財務諸表と各行の有価証券報告書から取得し、銀行の財務的特徴を表す変数を算出した。被説明変数である外債比率が切断されたデータであるためモデルの推計にはパネルトービットモデルを使用し、モデル選択のための尤度比検定の結果から変量効果トービットモデルの結果を採用した。

地方銀行を外債投資に駆り立てた要因について本研究から得られた主要な結論は以下の四点にまとめられる。第一に、海外有価証券利回りが外債比率に負の影響を与えるという事前の予想と異なる結果を得た。高い利回りを求めて地方銀行は海外リスク資産への投資を増やしたが実態としては国内有価証券への投資と比べても特段に高い利益を実現できていたわけではないことが分かった。第二に、ビジネスの中核となる金融仲介業務の不振という構造問題が外債比率を高めたことが判明した。利鞘と預貸率という金融仲介機能に係る 2 つの説明変数が係数の符号が負を示したことから、金融仲介業務において苦戦している地方銀行が外債投資へ走ったという仮説が裏付けられた。第三に、日本銀行による金融政策がもたらした低金利の継続もまた銀行の収益を圧迫して外債投資による収益獲得へ向かわせた要因だと同定された。国内における有価証券投資の利回りが低下するほど外債投資の比率は上昇しており、利鞘の低下を有価証券運用が補完しきれていない状況が浮かび上がった。第四に、金融仲介業務の不振を補う役割を担う役務収入の比率が高ければ外債投資の比率が低くなることも分かった。リスクが高く地方銀行にとって不慣れな外債投資に傾倒することは地域への貢献という地方銀行の存在意義からしても望ましくない。この問題への対処として役務収入の増強が有効であることが示された結果を得ることができた。

Search for Yield under Prolonged Monetary Easing and Aging

Yoshiaki Ogura
Waseda University

We find several facts supportive of the search for yield, i.e., the phenomenon that a low loan spread encourages banks to extend less monitored and more risky loans, in Japanese regional loan market, where banks experience the prolonged monetary easing and the rapid population aging. We estimate the demand elasticity and the conjectural variation in local loan markets simultaneously with a structural model. The estimates show that the competition gets more intensified in the markets where the loan demand is less elastic against lowering interest rates due to the rapidly aging population. The banks in such competitive markets are driven to extend riskier loans.

<国際金融パネル>

先進国の金融政策が新興市場国の国際資金フローに与える影響

一橋大学　武田真彦

新興市場国（emerging markets）は、国際金融市場に emerge した必然的結果として、国際資金フローから大きな影響を受けるようになる。特にここ十数年間、先進国における好不況の波とそれに伴う金融政策の大きな変化が、新興市場国経済に様々なショックを与えてきた。

国際通貨基金（IMF）はこの点に着目し、2011-2015 年にかけて Spillover Report を毎年作成・公表し、その後も Spillover Notes を不定期に発行している。また、World Economic Outlook や Global Financial Stability Report においても、世界経済に占めるウエイトの大きい国々の景況や政策が他国に及ぼす影響に関連するトピックを時折取り上げている。しかしこの問題に対する IMF の熱意は、一頃と比べると低下してきているようにも伺われる。

本報告では、国際金融危機以降の先進国金融政策（特に米国の金融政策）の変遷が、国際資金フローを通じて新興市場国に与えてきた影響を概観し、その性格を分析する。それを踏まえて、新興市場国の望ましい政策対応や、IMF に期待されるグローバルなサーベイランスのあり方について論ずる。

中国の金融システム

日本銀行　福本智之

中国の金融システム改革は、1990 年代後半以降、国有商業銀行の巨額の不良債権の処理と経営メカニズム改善に重点を置いて進められてきた。資本注入と不良債権分離、上場を通じて、国有商業銀行の改革は相応に進展した。

もっとも、2008 年の世界金融危機後、中国政府が景気刺激のため大幅な金融緩和を行った結果、信用が急拡大、特に、シャドーバンキング部門の膨張が金融システムにもたらすリスクが懸念されるに至った。

中国政府は、これに対し、金融監督・規制の強化による「デレバレッジ」政策を推進。同政策は、レバレッジ抑制の面で一定の成果を挙げつつある。ただし、民営企業の資金調達を困難化させ、景気を減速させる要因ともなっている。

また、資本フローに関しては、中国の景気が減速した 2015 年から 2016 年にかけては、人民元レートの先安期待の高まりから、資本流失が進み、為替介入の結果外貨準備高が減少、これが金融システムにもたらす影響が懸念された局面があった。

報告では、中国金融システムの安定性とリスクにつき、特に、

① 近年の金融監督・規制強化の内容とその効果

② シャドーバンキングを含む国内金融システムの安定性とリスク

③ 資本フローが金融システムにもたらすリスク

に焦点を当てて、論じる。

ASEAN 諸国の金融システム

（株）日本総合研究所　清水聡

2008 年の世界金融危機以降、先進国から新興国に向かう資本フローの拡大が加速し、両者の間で経済・金融の連動性が高まるとともに、新興国の債務が増加した。これらの現象に伴う新興国のリスクを評価するに当たっては、マクロ経済の運営状況、対外的脆弱性（国際金融面）、金融的脆弱性（国内金融面）から判断することが妥当と考えられる。

ASEAN 諸国においては、対外的・金融的脆弱性に関する問題は新興国の中で相対的に少ないが、2018 年にはアルゼンチン・トルコの混乱や米中貿易摩擦の深刻化などを受けて ASEAN 諸国からも資本が流出し、為替レート・株価・債券価格が下落した。このような資本フローや資産価格の大幅な変動は、新興国にとって大きなリスクである。

また、ASEAN 諸国でも企業・家計債務の対 GDP 比率が全般に高止まりしているほか、国内金融システムの規模が小さいインドネシアやフィリピンを中心に企業の外貨建て借り入れへの依存度が高くなっている。これらは、国際金融情勢が悪化した場合に金融不安定化を加速させる要因となりかねない。

いうまでもなく、海外で発生する問題の影響が及ぶことは避けられない。ASEAN 諸国にとっては、関係が緊密化している中国経済の減速が大きな懸念材料となっている。

2019 年 7 月に米国で利下げが行われたが、新興国の金融リスクに関しては常に注意が必要であろう。本報告では、ASEAN 諸国の金融リスクについて、多様な観点から検討する。

<共通論題>

金融再編と地域金融―歴史的観点からの試論

趣旨

1990 年代からの金融危機は、普通銀行が激減した 1920 年代～40 年代前半の再来かと思わせるような驚くべき事態の連続であった。信用金庫や信用組合を中心に地域金融機関数の大幅な減少をもたらし、現在に至っても地域金融機能の模索は続いている。業務提携、経営統合、合併といった金融再編に活路を求める動きは、今後一層強まると思われる。

金融再編によって、どのような地域金融システムが生みだされるのか、そこにおける新たな問題は何か、考察すべき課題は多岐にわたる。なかでも地域公益を地域金融システムがどう担うのかを問うことは、重要な課題となろう。地域公益とは、地域金融組織が自己認識し、地域社会が期待・認知する使命のことである。もちろん、地域公益は特定の地域でのみ成立する公益であって、他の地域あるいはより広域な観点からすれば、必ずしも公益とは言えず、むしろ私益や地域利害と映る場合もあり得る。問題は、その限定された世界で成立する地域公益とより高次の公益との関係であろう。

明治以来のほとんどの地域金融組織は、狭隘だが明確な地域公益を意識し認知されて誕生した。しかしその地域公益は、現代の我われが抱くものとは相当な乖離がある。例えば同じく銀行と言っても、特定企業と結びつく機関銀行、地域産業との密接な関係をもつ産地銀行、特定資産家の運用機関である資産家銀行、都市銀行との資本関係をもつ系列銀行等々、様々なタイプがあった。そこでは、地域性や独自性をもたらす固有のリレーションシップに基づく地域公益が成立していた。

20 世紀日本において繰り返されてきた金融機関の合併や経営統合は、この固有のリレーションシップを希薄化させ、次第に地域社会全体を包括する地域公益に変えたと考えられる。これは、地域金融組織が特定のリレーションシップを乗り超え、地域公益に寄与する金融機関へと変容していく長期のプロセスでもあった。

こうした関心から共通論題では、地域金融組織の再編が予想される今こそ、地域公益を主体的に担う地域銀行・地域金融機関の形成について改めて論じたい。まず靄見報告が近代日本におけるリレーションシップ・バンキングの展開を概観する。その上で、佐藤報告が 20 世紀金融再編の分岐点ともなる戦時期の一県一行主義を再考し、新井報告が 1970 年代以降顕著となる協同組合金融組織の地域金融機関化を再検討する。

以上の 3 報告とこれらに対する内田コメント、筒井コメントが議論の素材を提供し、現状と歴史との交流を深めながら、新たな知見を得る機会としたい。

（佐藤政則）

近代日本におけるリレーションシップ･バンキング

法政大学　靄見誠良

このところリレーションシップ・バンキングに対する関心が高まっている。本報告のめざすところは、近代日本におけるリレーションシップ･バンキングの展開を、銀行の市場構造とのかかわりで概観するところにある。

欧米では、リレーションシップ・バンキングはトランザクション･バンキングと対で語られることが多い。しかしながら日本の銀行は、ほとんどリレーションシップ・バンキングの歴史であった。

銀行と顧客との関係は、人々の経済圏＝生活圏によって多様である。経済の発展とともに人々の経済圏は広がり、それに応じて銀行の営業圏も広がり、銀行の顧客との関係も変化する。一般に営業圏が広がるにつれ、顧客との関係も濃密なものから希薄なものへ変化する。リレーションシップ・バンキングからトランザクション・バンキングへの転換も、その一齣に過ぎない。

銀行の営業圏の広がりは、その本支店ネットワークに現れる。銀行の本支店ネットワークのありようは、銀行市場の構造を示す。市場構造の変貌は、銀行合併、集中によって惹き起こされる。顧客関係の変化は、銀行合併―市場構造の変貌―銀行の本支店ネットワークの変容とともに生じる。

本報告は、このようなシェーマから、日本におけるリレーションシップ・バンキングの展開を概観することで、現在の問題に対する示唆を得たい。

日銀による戦時銀行統合の現代性；一県一行の再考

麗澤大学　佐藤政則

太平洋戦争期の日本銀行は 3 つの顔を見せた。第一に日銀引受によって発行された国債の高い売却率である。1941 年～44 年における総引受額 417 億円の 91%を売却した。第二に日銀貸出の六大銀行への集中である。帝国、三菱、安田、三和、住友、興銀への貸出は、1942 年 12 月末で 58.3%、45 年 2 月末で 63.6%に達した。そして第三が、金融統制会会長行として地銀統合を推進したことである。1945 年末の普通銀行は 61 行になった。これら 3 つの顔の一元的な把握が望まれるのだが、本報告では第三の顔にスポットを当てる。

具体的には、まず日銀における統合方針を固めた 1942 年企画委員会答申を取り上げる。そこでは 42 年末の地銀 135 行を 30 行程度とする目標が定められ、それに伴う諸々の問題が議論されたからである。次に 1943 年 1 月に日銀考査局が大蔵省の要請を受け、当面の統合案としてまとめた戦時期最大のマスタープラン、全国銀行統合並店舗整理案を紹介する。これらを通じて、第一に現在我われが一県一行主義と見なす施策は、当時の認識とかなりの乖離があることを確認したい。想定されていたのは一県一行ではなく、広域経済圏を踏まえた広域地銀であり、大規模地銀であった。第二にこれらのなかで地域独占の銀行機能をどのように理解していたのか、考えてみたい。

こうした構想は実施可能な県域から進められ、敗戦と共に中止されたが、かなりの一県一行が誕生した。つまり、20 世紀前半における統合の終着点と言えるが、同時に新たな出発点でもあった。一県一行という地域独占の銀行が歴史上初めて生まれたのである。何をすべきなのか、何をしてはいけないのか、誰にも経験のないことであった。その在り方をめぐる模索は、敗戦後の再建整備や農地改革によって既存の大株主等とのリレーションシップをリセットしたところから始まる。

結果としての一県一行は、地方銀行自らが求めたものと言えるのだろうか。現在の再編をめぐる議論のなかには、県域で画された地方金融市場の独占・寡占を「アメ」とみなす見解も見受けられる。たしかに 1950 年に自発的に再結成された地銀協（51 年全国地方銀行協会と改称）によって地銀の独自の世界は尊重されるに至った。しかしながら、特定地域を基盤とする小規模銀行の道はすでに 1927 年銀行法によって断たれており、さらに県経済の広域化に伴う広域地銀への成長は、戦後長く異端視されてきたのである。

本報告では、こうした戦後の一県一行的あり方の展開にも言及する予定である。

協同組織金融と地域：「コミュニティ・バンク論争」の再検討

名城大学　新井大輔

本報告では、1970 年代における「コミュニティ・バンク論争」を、信金の担う「地域公益」という観点から再検討し、その上で 1990 年代半ば以降急激に進展した信金再編とその結果としての営業地区の広域化の意味について考察する。

1970 年代初頭、高度成長の終焉により大手企業の資金需要が縮小し、それまで信金のテリトリーであった中小企業や個人へ、都銀も含めあらゆる金融機関が力を入れ始めた。こうした競争環境の変化の中で、信金の発展方向をめぐって「コミュニティ・バンク論争」が展開された。

論争の当事者である川口弘は、「かなり単純化していえば、一方に、信用金庫は中小企業金融専門機関なのだから今後もそれに全力を集中していかなければならないという観点があり、他方では、信用金庫は地域金融機関なのだから、地域に密着して地域全体に奉仕するという方向を強めていくべきだ、という観点が対立しているようにみえる」（文献①4 頁）と述べている。後者の立場を代表するのが榊田喜四夫（1970-1985 年に京都信金理事長）の「コミュニティ・バンク」論であり、榊田の主張に朝日信金常務理事（当時）の新八代や、川口などが批判を加えるという形で論争が展開された。

本報告では、この論争を、様々な金融機関が地域を指向する中において信金が自らの担うべき地域公益を自問自答するプロセスとして捉え返す。ここで、地域公益とは「地域金融機関が自己認識し、地域社会が期待・認知する公的な使命」（文献②序-ⅷ頁）を指している。当時榊田らが展望した地域公益のビジョンはどのようなものだったのだろうか。

また、以上の議論を踏まえた上で、1990 年代後半以降の劇的な再編を経た信金の現状について考察する。歴史的にみれば、1970 年代に綻び始めた第二次大戦期以来の地域金融システム（一県一行＋協同組織金融）は、1990 年代後半の金融危機→（特に信金・信組の）劇的な金融再編によって「半壊」し、近年にわかに活発化している第一地銀の再編によって、いよいよ全面的な崩壊に立ち至ろうとしている。信金の現代的な使命とは何か、歴史的変化の起点としての 1970 年代の議論を手掛かりに考えたい。

＜主な参考文献＞

①川口弘・榊田喜四夫（1977）『コミュニティ・バンク論争』日本経済評論社文庫
②伊藤正直・佐藤政則・杉山和雄編（2019）『戦後日本の地域金融：バンカーたちの挑戦』日本経済評論社