

# 金融学会会報

2018年度

## 日本金融学会秋季大会

研究報告概要

期 日 2018年10月20日土曜日・10月21日日曜日

会 場 名古屋市立大学 滝子キャンパス

(〒467-8501 名古屋市瑞穂区瑞穂町字山の畑1)

最寄り駅・バス停と所要時間：

名古屋市営地下鉄桜通線 桜山駅(5番出口)から西へ徒歩15分

名古屋市営バス 滝子バス停から南へ徒歩5分

連絡先 日本金融学会 2018年度秋季大会準備委員会

〒467-8501 名古屋市瑞穂区瑞穂町字山の畑1

名古屋市立大学大学院経済学研究科学習室気付

E-mail: [jsme\\_ncu@econ.nagoya-cu.ac.jp](mailto:jsme_ncu@econ.nagoya-cu.ac.jp)

## お し ら せ

○大会参加費：  
無料です。

○懇親会：

10月20日(土)17時50分より、名古屋市立大学生協食堂にて行います。ぜひご参加下さい。参加をご希望の方は、同封の葉書にて9月26日水曜日(必着)までにお知らせ頂くのと同時に懇親会費として5,000円を申し受けますので同封の振込用紙にて9月26日(水)までにお振り込み下さい。

振込先

銀行名： ゆうちょ銀行  
口座記号番号： 00880-2-189044  
加入者名： 日本金融学会 2018年度秋季大会準備委員  
(ニホンキンユウガツカイニセンジュウハチネンドシュウキタ)

なお9月26日水曜日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懇親会費として5,500円を申し受けます。

○昼食：

お弁当(1食1,000円)をご希望の方は、同封の葉書にて9月26日水曜日(必着)までにお申し込み頂くのと同時に代金を同封の振込用紙にて9月26日水曜日までにお振り込み下さい。当日の受付は致しません。お弁当は昼食時に名古屋市立大学生協食堂でお渡しします。お弁当は同食堂にてお召し上がりいただけます。大会会期中、会場内での食堂等の営業はございません。会場周辺に飲食店、コンビニエンスストア等がございますが、混雑が予想されます。なお、お弁当をお申し込みでない方も昼食時に名古屋市立大学生協食堂をご利用いただけます(食堂としては営業しておりません)。

**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同封の葉書にてお申し込み下さいませ。お申し込み無き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、ご了解下さい。

○アクセス：

会場へのアクセスは、**20 ページ**をご参照下さい。駐車場の用意はしておりません。公共交通機関をご利用下さい。

○開始時刻：

10月20日土曜日は9時30分、10月21日日曜日は10時00分です。

○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下さい。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、一部未確定のセッションがあります。決まり次第、詳細を学会ホームページで公表致します。

○宿泊施設：

各自でご手配願います。

○その他：

- ・当日のコピー・サービスは一切行いません（当日の配布資料については、各自で事前にご準備下さい）。
- ・要旨集の印刷配布は行いません。ホームページから必要とされる要旨をダウンロードしてご利用下さい。
- ・A会場に備え付けのパソコンには**Office 2013** および **Adobe Reader XI** が、B～G会場に備え付けのパソコンには**Office 2016** および **Adobe Reader DC2018** が、それぞれ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、ご了解下さい。

# 日本金融学会 2018 年度秋季大会

## プログラム

### 第 1 日 10 月 20 日(土)

受付開始 名古屋市立大学 滝子キャンパス

3 号館(経済学部棟)1 階玄関 9:00~

#### 1. 会長講演 <9:30~10:00>

会場 3 号館(経済学部棟)2 階 201 教室

日本金融学会 会長

神戸大学

地主敏樹氏

演題：非伝統的金融政策について

#### 2. 中央銀行パネル <10:10~12:10>

A 会場 3 号館(経済学部棟)1 階 101 教室

テーマ：金融政策研究の最先端

座長

一橋大学

塩路悦朗氏

(1) ヘリコプターマネー：実施ラグの影響について

報告者

大阪大学

敦賀貴之氏

(2) 金融政策の実証分析に関する最近の進展について

- 報告者 神戸大学 柴本昌彦氏  
(3) 深層学習を用いた景況感指数および金融政策トーン分析

報告者 日本銀行 中山興氏

### 3. 自由論題 <10:10~12:10>

#### B会場 3号館(経済学部棟)2階202教室

##### セッション：金融市場分析

座長 名古屋市立大学 横山和輝氏

- (1) The Effect of the Bank of Japan's Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate Policy on Financial Markets

報告者 関西大学 英邦広氏

討論者 近畿大学 星河武志氏

- (2) 株価指数連動型ファンドの普及と価格形成

報告者 成蹊大学 俊野雅司氏

討論者 名古屋大学 中島英喜氏

- (3) ESG 開示スコアとパフォーマンス

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 早稲田大学 首藤恵氏

#### C会場 3号館(経済学部棟)2階203教室

##### セッション：外国為替・通貨 I

座長 学習院大学 清水順子氏

- (1) 企業の海外進出と為替レートの変動の影響

報告者 一橋大学 小川英治氏

日本政策投資銀行 品田直樹氏

日本政策投資銀行 佐藤正和氏

- 討論者 横浜国立大学 佐藤 清隆 氏
- (2) 日本企業の為替リスク管理とインボイス通貨選択：「2017年度日本企業の貿易  
建値通貨の選択に関するアンケート調査」結果

報告者 学習院大学 清水 順子 氏  
 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

討論者 中央大学 中 條 誠一 氏

- (3) Destination of Global Liquidity and Role of Foreign Banks

報告者 同志社大学 五百旗頭 真吾 氏  
 討論者 一橋大学 熊 本 方 雄 氏

## D会場 3号館(経済学部棟)3階301教室

### セッション：企業金融Ⅰ

- 座長 神戸大学 藤原 賢哉 氏
- (1) 上場子会社の財務戦略とコーポレート・ガバナンス
- 報告者 一橋大学大学院 涂 琛 氏  
 一橋大学 小 西 大 氏  
 討論者 日興リサーチセンター 中 島 幹 氏
- (2) 日本の多角化企業における内部労働市場の効率性
- 報告者 常葉大学 土 村 宜 明 氏  
 日興ファイナンシャル・インテリジェンス 杉 浦 康 之 氏  
 討論者 神戸大学 畠 田 敬 氏
- (3) The Effect on Performance and Return of Privatization: A Case of a Japanese  
Railway Company

報告者 明治大学 朝 岡 大 輔 氏  
 金沢工業大学 杉 村 佳 寿 氏  
 討論者 日本政策投資銀行 田 中 賢 治 氏

## E 会場 3号館(経済学部棟)3階 302 教室

### 日韓特別セッション

座長 東京大学 福田 慎一 氏

- (1) Why do Sell-Side Analysts Still Prevail? Credible Optimistic Recommendation by Cheap Talk

報告者 Dongguk University Jooyong Jun 氏

Chung Ang University Eunjung Yeo 氏

討論者 武蔵野大学 田中 茉莉子 氏

- (2) A Study on Volume-Synchronized Probability of Informed Trading (VPIN) and Information Asymmetry

報告者 Korea Student Aid Foundation Sungchang Kang 氏

Yonsei University Joocheol Kim 氏

討論者 富山大学 山田 潤司 氏

- (3) The Efficiency of IPO stocks

報告者 Ulsan National Institute of Science and Technology (UNIST)

Junyoup Lee 氏

討論者 日本政策投資銀行 中村 純一 氏

## F 会場 2号館(教養教育棟)2階 208 教室

### セッション：各国金融 I

座長 早稲田大学 鎮目 雅人 氏

- (1) 米国における量的金融緩和政策の有効性—SVAR モデルによる検証—

報告者 京都学園大学 澤田 吉孝 氏

討論者 岡山商科大学 井尻 裕之 氏

- (2) Monetary Policy Expectations and the Malaysian Deposit Market: Analysis of Islamic Rates of Return and Conventional Interest Rates

報告者	明治大学	伊藤隆康氏
討論者	愛知大学	栗原裕氏

(3) 近年の新興国における資本規制政策の実際

報告者	神戸大学	北野重人氏
	広島市立大学	高久賢也氏
討論者	明治学院大学	佐々木百合氏

**G 会場 2号館(教養教育棟)2階209教室**

**セッション：行動ファイナンス**

座長	法政大学	高橋秀朋氏
----	------	-------

(1) Managerial Overconfidence, Conservative Accounting and Corporate Investment

報告者	三重大学	嶋恵一氏
	日本政策投資銀行	中村純一氏
討論者	法政大学	高橋秀朋氏

(2) 株式分割を通じた名目株価の変化とリターンの共変動

報告者	一橋大学大学院	柳樂明伸氏
討論者	中央大学	奥山英司氏

(3) Layered Communication が学生の期待形成に与える効果の検証—イングランド銀行のコミュニケーション戦略を参考として—

報告者	桃山学院大学	北野友士氏
討論者	京都橘大学	近藤隆則氏

**4. 昼食 <12:10~13:30>**

**5. 国際金融パネル <13:30~15:30>**

**A 会場 3号館(経済学部棟)1階101教室**

**テーマ：BREXIT と国際金融センター「シティ」の将来**

- |     |                                 |           |          |
|-----|---------------------------------|-----------|----------|
|     | 座長                              | 一橋大学      | 小川英治氏    |
| (1) | BREXIT が意味するもの—シティと欧州金融ビジネスの将来— |           |          |
|     | 報告者                             | 日本銀行      | 清水季子氏    |
| (2) | BREXIT 後の欧州の金融センターと EU の金融統合    |           |          |
|     | 報告者                             | ニッセイ基礎研究所 | 伊藤 さゆり 氏 |
| (3) | BREXIT が銀行業に及ぼす影響               |           |          |
|     | 報告者                             | 国際通貨研究所   | 山口綾子氏    |
|     | 討論者                             | 関西大学      | 高屋定美氏    |

## 6. 自由論題 <13:30~15:30>

### B会場 3号館(経済学部棟)2階202教室

#### セッション：金融政策・貨幣マクロ I

- |     |  |         |       |
|-----|--|---------|-------|
|     | 座長   | 神戸大学    | 西山慎一氏 |
| (1) | Efficiency of QQE in Japan—with Negative Interest Rates, YCC, Reserve Deposit, ETF and J-REIT— |         |       |
|     | 報告者  | 京都学園大学  | 森田洋二氏 |
|     |  | 京都学園大学  | 宮川重義氏 |
|     | 討論者  | 東京経済大学  | 井上裕行氏 |
| (2) | The Time-Varying Volatility of Financial Shocks in Macroeconomic Fluctuations                  |         |       |
|     | 報告者  | 神戸大学    | 西山慎一氏 |
|     |  | 首都大学東京  | 飯星博邦氏 |
|     |  | 東北大学    | 松前龍宜氏 |
|     | 討論者  | 一橋大学    | 陣内了氏  |
| (3) | 日本における株価バブルのマクロ経済への影響：ベイジアン DSGE モデルを用いた検証   |         |       |
|     | 報告者  | 神戸大学大学院 | 星野聡志氏 |
|     | 討論者  | 日本銀行    | 平形尚久氏 |

## C会場 3号館(経済学部棟)2階203教室

### セッション：家計金融

- |    |      |           |
|----|------|-----------|
| 座長 | 関西大学 | 宇 惠 勝 也 氏 |
|----|------|-----------|
- (1) Household Characteristics and Homeownership during the “Lost Decades”
- |     |        |           |
|-----|--------|-----------|
| 報告者 | 東北大学   | 永 易 淳 氏   |
| 討論者 | 流通科学大学 | 小 塚 匡 文 氏 |
- (2) 日本個人投資家のリスク性資産への投資行動—金融リテラシーの種類や情報源の違いはどんな影響を与えるのか？
- |     |         |           |
|-----|---------|-----------|
| 報告者 | 一橋大学大学院 | 顔 菊 馨 氏   |
|     | 京都橘大学   | 近 藤 隆 則 氏 |
|     | 青山学院大学  | 白 須 洋 子 氏 |
|     | 一橋大学    | 三 隅 隆 司 氏 |
| 討論者 | 甲南大学    | 筒 井 義 郎 氏 |
- (3) Disentangling the Effect of Home Ownership on Household Stock-holdings: Evidence from Japanese Micro Data
- |     |                 |           |
|-----|-----------------|-----------|
| 報告者 | 中央大学            | 小 野 有 人 氏 |
|     | 一橋大学            | 祝 迫 得 夫 氏 |
|     | 年金積立金管理運用独立行政法人 | 齋 藤 周 氏   |
|     | 国際連合            | 徳 田 秀 信 氏 |
| 討論者 | 一橋大学            | 塩 路 悦 朗 氏 |

## D会場 3号館(経済学部棟)3階301教室

### セッション：各国金融 II

- |    |       |           |
|----|-------|-----------|
| 座長 | 学習院大学 | 村 瀬 英 彰 氏 |
|----|-------|-----------|
- (1) Offshore Bond Issuance and Noncore Liability in BRICs Countries
- |     |          |           |
|-----|----------|-----------|
| 報告者 | 山口大学     | 山 本 周 吾 氏 |
| 討論者 | 神戸市外国語大学 | 江 阪 太 郎 氏 |
- (2) 日銀金融緩和政策の中国・香港市場／経済への影響

報告者	立命館大学	大田英明氏
討論者	明治大学	北岡孝義氏

- (3) The Role of Financial Regulation in Financial Inclusion: The Case of a Lending Rate Restriction on Microfinance Institutions

報告者	JICA 研究所	相場大樹氏
討論者	一橋大学	植杉威一郎氏

## E 会場 3号館(経済学部棟)3階 302 教室

### セッション: 金融仲介機関 I

座長	愛知学院大学	内田滋氏
----	--------	------

- (1) 創業支援のために求められる信用保証協会の役割—愛知県信用保証協会アンケート調査結果を基にして—

報告者	神戸大学	家森信善氏
	神戸大学	尾島雅夫氏
討論者	中央大学	根本忠宣氏

- (2) Predicting the Probabilities of Default for Privately Held Banks: The Case of Shinkin Banks in Japan

報告者	内閣府	渡部和孝氏
	ジュンドウバ大学	ブラヒム・ギザーニ氏
討論者	神戸大学	家森信善氏

- (3) The Determinants of Operational Characteristics of Microfinance Institutions: A Comparative Analysis of Cambodia and the Philippines Using DEA and PCA

報告者	一橋大学	奥田英信氏
	JICA 研究所	相場大樹氏
討論者	津田塾大学	新海尚子氏

## F 会場 2号館(教養教育棟)2階 208 教室

### セッション: Topics on Macroeconomics (English)

- |     |  |          |       |
|-----|--|----------|-------|
|     | 座長   | 大阪大学     | 敦賀貴之氏 |
| (1) | Importance of Awareness of Default Risk on Conducting Monetary and Fiscal Policies                     |          |       |
|     | 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  | 日本銀行     | 岡地迪尚氏 |
| (2) | 長期耐久消費支出によるアセットプライシング  |          |       |
|     | 報告者  | 一橋大学大学院  | 李環氏   |
|     | 討論者  | 成蹊大学     | 鈴木司馬氏 |
| (3) | Counter-cyclical Capital Requirements with a Scheme of Capital Distribution Restraint: A DSGE Approach |          |       |
|     | 報告者  | 名古屋大学大学院 | 佐藤嘉晃氏 |
|     | 討論者  | 中央大学     | 吉見太洋氏 |

**7. 特別講演** <15:50~16:35>

**会場** 3号館(経済学部棟)2階201教室

- |     |         |       |
|-----|---------|-------|
| 司会  | 東京大学    | 宮尾龍蔵氏 |
| 講演者 | 日本銀行副総裁 | 雨宮正佳氏 |

**演題**：マネーの将来

**8. 会員総会** <16:50~17:40>

**会場** 3号館(経済学部棟)2階201教室

**9. 懇親会** <17:50~19:20>

**会場 名古屋市立大学生協食堂**

## 第2日 10月21日(日)

受付開始 名古屋市立大学 滝子キャンパス

3号館(経済学部棟)1階玄関 9:30~

### 10. 歴史パネル <10:00~12:00>

A会場 3号館(経済学部棟)1階101教室

#### テーマ: 前近代の日本における貨幣の発行と流通

座長 早稲田大学 鎮目雅人氏

(1) 一六世紀日本における貨幣の発行と流通

報告者 安田女子大学 高木久史氏

(2) 藩札発行における領主の機能

報告者 住友史料館 安国良一氏

(3) 小規模藩による紙幣の発行

報告者 大阪商業大学 加藤慶一郎氏

討論者 名古屋女子大学 金井雄一氏

### 11. 自由論題 <10:00~12:00>

B会場 3号館(経済学部棟)2階202教室

#### セッション: 金融政策・貨幣マクロII

座長 神戸大学 北野重人氏

(1) Quantifying the Effects of QQE on Long-run Inflation Expectations in Japan

報告者 東京大学大学院 相馬尚人氏

東京大学 新谷元嗣氏

討論者 日本銀行 一上響氏

(2) Identifying Unconventional Monetary Policy Shocks

報告者 甲南大学 中島清貴氏

- |     |        |       |
|-----|--------|-------|
|     | 神戸大学   | 柴本昌彦氏 |
|     | 日本銀行   | 高橋耕史氏 |
| 討論者 | 京都学園大学 | 森田洋二氏 |
- (3) 雇用形態の違いによる家計消費への影響
- |     |         |       |
|-----|---------|-------|
| 報告者 | 高知大学    | 海野晋悟氏 |
| 討論者 | 関西外国語大学 | 小川一夫氏 |

## C会場 3号館(経済学部棟)2階203教室

### セッション：外国為替・通貨Ⅱ

- |    |       |       |
|----|-------|-------|
| 座長 | 同志社大学 | 北坂真一氏 |
|----|-------|-------|
- (1) ドル建て投資ポートフォリオの為替リスクヘッジ戦略
- |     |      |       |
|-----|------|-------|
| 報告者 | 龍谷大学 | 竹中正治氏 |
| 討論者 | 長崎大学 | 須齋正幸氏 |
- (2) What Factors Caused the Increasing Currency Hedging Cost?
- |     |      |        |
|-----|------|--------|
| 報告者 | 武蔵大学 | 大野早苗氏  |
| 討論者 | 神戸大学 | 岩壺健太郎氏 |
- (3) The Trade Rebalance Effect and the Exchange Rate Pass-through of Renminbi
- |     |         |       |
|-----|---------|-------|
| 報告者 | 一橋大学大学院 | 羅鵬飛氏  |
| 討論者 | 名古屋市立大学 | 稲垣一之氏 |

## D会場 3号館(経済学部棟)3階301教室

### セッション：企業金融Ⅱ

- |    |      |       |
|----|------|-------|
| 座長 | 専修大学 | 石原秀彦氏 |
|----|------|-------|
- (1) 企業の財務政策は保守的すぎないか—望まれる超低金利負債の有効活用—
- |     |              |       |
|-----|--------------|-------|
| 報告者 | 立命館大学/昭和女子大学 | 林原行雄氏 |
| 討論者 | 学習院大学        | 辰巳憲一氏 |
- (2) 日本における融資枠の概観—融資枠の契約、極度額、利用率に関する実証分析—
- |     |         |        |
|-----|---------|--------|
| 報告者 | 一橋大学大学院 | 本田朋史氏  |
| 討論者 | 立命館大学   | 播磨谷浩三氏 |
- (3) ファミリー企業のパフォーマンスとその長期的推移

報告者	名古屋商科大学	太 宰 北 斗 氏
討論者	京都産業大学	沈 政 郁 氏

## E 会場 3号館(経済学部棟)3階 302 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) 邦銀オーババンキング問題の再考

報告者	埼玉大学大学院	杉 山 敏 啓 氏
討論者	椛山女学園大学	植 林 茂 氏

#### (2) Bank Characteristics and Bank Lending to New Firms

報告者	南山大学	大 鐘 雄 太 氏
	同志社大学	内 木 栄 莉 子 氏
討論者	中央大学	小 野 有 人 氏

#### (3) マイクロクレジットにおける異なるアウトリーチ間トレードオフと最適金利

報告者	岡山大学	西 垣 鳴 人 氏
討論者	摂南大学	岩 坪 加 紋 氏

## F 会場 2号館(教養教育棟)2階 208 教室

### セッション：決済

座長	流通科学大学	小 塚 匡 文 氏
----	--------	-----------

#### (1) 国際金融への仮想通貨の体系組込みと PoW (Proof of Work) 型認証方法への改良案

報告者	専修大学	小 川 健 氏
討論者	近畿大学	花 木 正 孝 氏

#### (2) 中国のパーソナルファイナンスにおけるビッグデータの活用

報告者	京都学園大学	李 立 栄 氏
討論者	専修大学	渡 邊 隆 彦 氏

#### (3) Export Dynamics and Invoicing Currency

報告者	中央大学	吉 見 太 洋 氏
-----	------	-----------

	アジア経済研究所	早川和伸氏
	慶應義塾大学	松浦寿幸氏
Thailand Development Research Institute	Nuttawut Laksanapanyakul	氏
討論者	広島市立大学	高久賢也氏

## G 会場 2号館(教養教育棟)2階 209 教室

### セッション：保険・リスクマネジメント

- |    |      |       |
|----|------|-------|
| 座長 | 神戸大学 | 家森信善氏 |
|----|------|-------|
- (1) 「そんぽADRセンター」による紛争解決事例の検討
- |     |        |       |
|-----|--------|-------|
| 報告者 | 京都産業大学 | 吉澤卓哉氏 |
| 討論者 | 小樽商科大学 | 中浜隆氏  |
- 第1報告は中止になりました。開始は10時40分となります。
- (2) Learning from Extreme Catastrophes
- |     |        |       |
|-----|--------|-------|
| 報告者 | 東京理科大学 | 柳瀬典由氏 |
|     | 南洋理工大學 | 神谷信一氏 |
| 討論者 | 神戸大学   | 山崎尚志氏 |
- (3) Determinants of Derivatives Use -Evidence from Small and Medium-sized Enterprises
- |     |      |       |
|-----|------|-------|
| 報告者 | 明治大学 | 浅井義裕氏 |
| 討論者 | 一橋大学 | 安田行宏氏 |

12. 昼食 <12:00~13:00>

13. 共通論題 <13:00~15:30>

A 会場 3号館(経済学部棟)1階 101 教室

テーマ：仮想通貨の意義と課題

- |    |      |       |
|----|------|-------|
| 座長 | 東京大学 | 宮尾龍蔵氏 |
|----|------|-------|
- (1) サトシが描いた世界から逸脱したビットコインの行方

- 報告者 京都大学 岩 下 直 行 氏
- (2) 仮想通貨の経済学的意味と今後の課題
- 報告者 東京大学 柳 川 範 之 氏
- (3) 仮想通貨の将来的な活用可能性と実務面における課題
- 報告者 マネーフォワードフィナンシャル株式会社 神 田 潤 一 氏
- (4) 仮想通貨交換業者に対する監督上の対応と課題
- 報告者 金融庁 水 口 純 氏

## (プログラム委員会)

栗原 裕 (愛知大学、委員長)

岩壺健太郎 (神戸大学)

石原 秀彦 (専修大学)

宇恵 勝也 (関西大学)

植田 宏文 (同志社大学)

内田 滋 (愛知学院大学)

永廣 顕 (甲南大学)

岡野 衛士 (名古屋市立大学)

北坂 真一 (同志社大学)

鎮目 雅人 (早稲田大学)

清水 順子 (学習院大学)

敦賀 貴之 (大阪大学)

西山 慎一 (神戸大学)

福田 慎一 (東京大学)

藤原 賢哉 (神戸大学)

宮尾 龍蔵 (東京大学)

村瀬 英彰 (学習院大学)

横山 和輝 (名古屋市立大学)

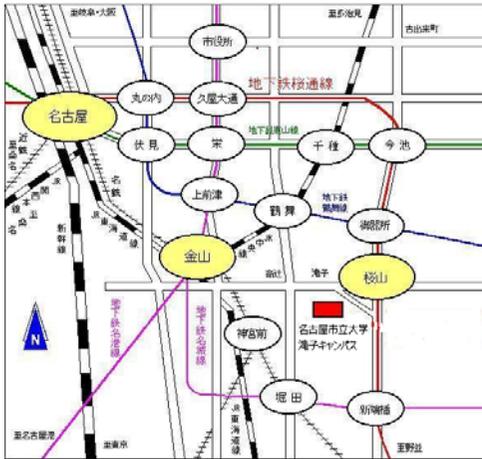
家森 信善 (神戸大学)

## (準備委員会)

臼杵 政治 (委員長)

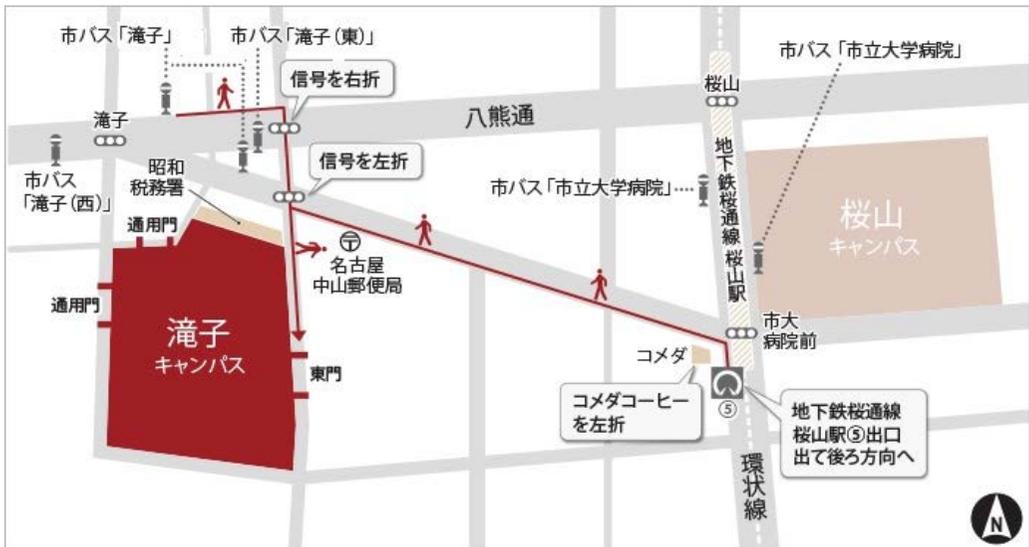
稲垣 一之 岡野 衛士 坂和 秀晃 横山 和輝 渡辺 直樹

## 交通アクセス



- ◆名古屋駅から地下鉄利用
- 地下鉄桜通線『桜山』駅下車。5番出口から西へ徒歩15分。
- ◆金山駅からバス利用
- 金山バスターミナルから、市バス 金山11・12・14(桜山経由)・16系統で『滝子』バス亭下車。南へ徒歩5分。
- ◆その他のバス
- 市バス 黒川12・栄26系統で『滝子』バス亭下車。南へ徒歩5分。

### 桜山駅、滝子バス停から名古屋市立大学滝子キャンパスまでの道順



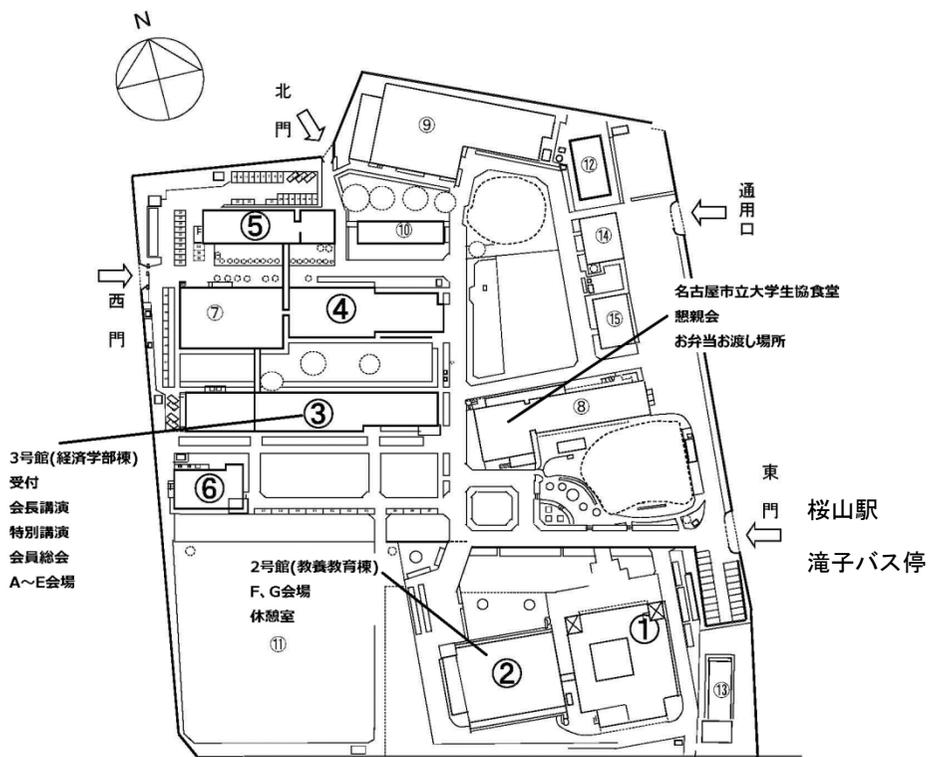
名古屋市立大学大学院経済学研究科のウェブサイト

<http://www.econ.nagoya-cu.ac.jp/information/access>

もご覧下さい。

## 滝子キャンパス建物配置図

①1号館 (人文社会学部棟)	⑦図書館
②2号館 (教養教育棟)	⑧学生会館 (生協・食堂)
③3号館 (経済学部棟)	⑨体育館
④4号館 (自然科学研究教育センター南棟)	⑩トレーニングルーム
⑤5号館 (自然科学研究教育センター北棟)	⑪アニスコート
⑥6号館 (総合情報センター)	⑫プール
	⑬弓道場
	⑭体育系クラブハウス
	⑮文化系クラブハウス



## 金融政策研究の最先端

一橋大学 塩路 悦朗（パネル座長）

### <パネルの趣旨>

本パネルの目的は金融政策の効果に関する研究のフロンティアについて知見を深め、そこから何が学び取れるか、またこれからの研究に望まれるものは何かについて議論することである。金融政策研究はいま、一つの転換期にある。その背景は3つある。① 事実上のゼロ金利が続くもとの、短期金利操作などのアクションに代わり「コミュニケーション」を通じて民間の予想形成に影響を及ぼそうとする政策の役割が比重を増したこと、② 非伝統的金融政策のもとで金融・財政政策の境界線が以前ほど明確でなくなる中、統合政府の予算制約式を通じた両政策の連関が否応なく強く意識されるに至ったこと、③ 分析手法の革新、すなわちビッグデータ分析、テキスト分析などの台頭である。

今回の中央銀行パネルでは金融政策研究の最前線で活躍する気鋭の研究者3名をお招きした。パネル前半では各パネリストに、「コミュニケーション」と「予想形成」を共通のキーワードとして意識していただきつつも、近年の研究の発展について自由にご議論いただきたい。敦賀貴之氏（大阪大学）には中央銀行による財政政策ともいえるべき、ヘリコプターマネー政策に関する理論研究の新展開について論じていただく。同政策は劇薬であり、通常以上に予想形成の管理に注意が求められる可能性がある。柴本昌彦氏（神戸大学）には政策効果の実証分析における新潮流について幅広くご議論いただく。新しい方向性の例としては、アナウンスメントが主要な政策手段となった世界において政策効果を定量化しようとする取り組みを挙げることができる。中山興氏（日本銀行）には人工知能（AI）を活用した全く新しい研究の発展とその可能性について考察していただく。例えば、民間のムードのような漠然としたものに当局が及ぼす影響について、AIはどの程度迫れるのだろうか。

パネル後半ではパネリストの方々に現在の研究の限界と今後望まれる展開について討論していただきたい。座長からは以下の4つの論点を例示したい。(1)「コミュニケーション」は「コミットメント」を代替しうるのか（予想の合理性を重んじる古い考え方によれば、政策担当者があるアクションを将来「取らざるを得ない」状況に自らを追い込まない限り、単なる言葉による発信は無意味と思われていたが、最近の研究によればそうでもないのか）、(2)「コミュニケーション」は強く明確であるほどよいのか、(3)新しい知見をどのように金融政策の遂行に活かすべきか、(4)AIは経済学者・エコノミストの仕事を奪うのか。

## Money-Financed Fiscal Stimulus: The Effects of Implementation Lag

大阪大学 敦賀 貴之

本報告では、「貨幣発行を財源とする財政発動」（ヘリコプターマネー）について、いくつかの理論的な可能性を検討する。貨幣発行を財源とする財政発動の是非については、日本が直面してきた経済環境のために、多くのエコノミストによって数年前から議論されてきた。具体的には、ゼロ金利のために金融政策による需要創出が困難、また増大した政府債務のために従来の財政政策による需要創出が困難なときでも、総需要を喚起し、長期停滞から脱することができる可能性のある重要な政策だと議論されている。事実、ニュー・ケインジアンモデルに基づくこれまでの議論でも、貨幣発行を財源とする財政発動は、一定水準の価格粘着性のもとで、効果的に所得を拡大し、インフレも高めることができることが指摘されている（Galí, 2017）。

本報告では、これまで理論・実務において頻繁に議論されてきた財政政策の「実施ラグ」を仮定し、貨幣発行を財源とする財政発動の効果について検討する。今回の分析で得られた結果は以下の通り。もし、様々な政治的なプロセス等によって財政政策の実施ラグが生じる場合、(1) 平時における経済では、貨幣発行を財源とする財政発動は一時的な不況を生み出す、(2) ゼロ金利制約に直面し、経済が不況にある場合、貨幣発行を財源とする財政発動は一時的なデフレにより不況をさらに悪化させる、(3) 実施ラグが長くなるほど、不況が深刻になる、(4) ただし、この結果は貨幣需要の利子弾力性の大きさに応じて変わりうる。すなわち、実施ラグがあっても、貨幣需要関数の利子弾力性が十分に高いときには、貨幣発行を財源とする財政発動は依然として所得の拡大に効果的である。今回の分析結果にもとづけば、ヘリコプターマネーの政策的効果を高めるためには、政策決定者は貨幣需要関数に関する十分な知識をもつこと、財政政策の実施ラグをできるだけ短くすること、貨幣需要の利子弾力性によってはヘリコプターマネーは実施を見送るべきかもしれない、の3点が政策的含意となる。

## 金融政策の実証分析に関する最近の進展について

神戸大学 柴本昌彦

近年の金融政策運営の発展に伴い、金融政策の実証分析の従来の方法の問題点や新たな論点が提示されている。本報告では、最近の(時系列)分析手法の進展やそれと関連する金融政策の実証研究を紹介するとともに、自身によるいくつかの実証分析結果を紹介する。特に、(1) 金融政策ショックの識別、(2) コミュニケーション効果の推定、(3) 非伝統的金融政策効果、(4) インフレ期待安定のための政策運営の評価に関する実証研究について紹介する。

(1) 金融政策の動学的因果効果を推定する際、Sims (1980)に代表されるリカーシブ制約に基づいて識別された金融政策ショックの効果を推定することが多い。しかしながら、政策効果が過小評価される可能性(Gertler and Karadi, 2013)や外生的な変化を捉えていない可能性(Shibamoto, 2016)が指摘されている。一方、最近の実証研究では新たな識別方法(符号制約、操作変数を用いた識別など)を用いた金融政策効果の推定が多く行われている。本報告では、日本のデータを用いて、識別方法の違いによる政策ショックの効果の違いを比較検討する。

(2) 従来は足元の政策変更の効果に焦点が当てられてきたが、近年の政策のフォワードガイダンスに代表されるような将来の政策パスの変化を通じた効果や市場との対話の影響に関心が高まっている。本報告では、足元の政策金利の変化に対する影響と将来の金利の変化に対する影響の違いを分析した研究、及び、市場との対話による効果を分析した研究を紹介する。

(3) Bernanke and Blinder (1992)に代表されるように、従来は短期政策金利の変化による効果に焦点が当てられてきた。しかしながら、低金利下においては短期金利の変更のみならず、非伝統的な政策手段(量的緩和・質的緩和、フォワードガイダンス)が使われており、非伝統的な政策の効果に関心が高まっている。本報告では、量的緩和・質的緩和・政策金利の3つ政策手段の政策効果の違いを分析した研究を紹介する。

(4) かつては政府との独立性が必ずしも市場に知られない形で政策運営を行っていた一方、特に90年代以降、インフレ期待の安定といった内生的な(システムティックな)政策運営に重点が置かれるようになった。事実、近年は金融政策ショックとして捉えられる外生的な金融政策の変更は極めて限定的である。本報告では、インフレ期待安定のための内生的な金融政策の役割を分析した研究を紹介する。

## 深層学習を用いた景況感指数および金融政策トーン分析

日本銀行 中山 興

### <要旨>

近年、金融分野をはじめ、多くの分野において人工知能の活用がめざましい進展をみせている。本報告では、人工知能を用いた分析手法の一例を簡単に説明したうえで、深層学習を用いた景況感指数の構築や、中央銀行の政策説明のトーンがメディアに与える影響に関する研究を紹介する。

まず、人工知能の活用に広がりが見られる背景として、ハードウェア面で大規模データを高速に扱うことを可能とする技術革新があったことに加え、ソフトウェア面でも従来取り扱いが困難だった非構造化データの取り扱いを可能とする機械学習、とりわけ深層学習を用いた分析技術の進展があったことを指摘する。

次に、人工知能を用いた分析を行うプロセスの一例を説明する。具体的には、データの事前処理、深層学習の手法の選択、教師データを利用した学習の要否、データの流し込みの順に、検討すべきポイントを整理する。そのうえで、景気ウォッチャー調査のテキストデータを教師データとして深層学習を行い、各種テキストを分析した研究を2点紹介する。

1つめは、ニューステキストを用いて景況感指数を構築した研究である。これにより、従来は月遅れないし四半期遅れでしか得られなかった景況感について、日次ベースで定量的に把握することが可能となる。さらに、得られた景況感指数は、景気動向指数の動きを比較的良好にトレースできているほか、リーマンショックや東日本大震災の発生以降、経済の先行きに対する不確実性の高まりを反映してボラティリティが高まった様子も窺われることから、タイムリーな政策判断に活用が期待できる。

2つめは、日本銀行の政策説明のトーンがメディア報道に及ぼす影響を分析した研究である。日本銀行の政策説明のうち、既知のデータで説明される以外のトーンを日本銀行の「トーン・ショック」と定義し、それが翌日の新聞報道のトーンに対してどのような影響を与えているのかについて、定量的に分析する。分析の結果、黒田総裁の就任以降、新聞のトーンに有意に影響していることが明らかとなった。

最後に、人工知能を金融経済分析に用いる際のメリットと限界について述べる。メリットとしては、人手では処理が困難な大量かつ非構造化データを高速に処理し、データの背後に潜むパターンを明らかにすることが可能となる点が挙げられる。一方、課題としては、教師データなど事前学習ソースに偏りが無いかの明確な基準に乏しいことや、得られた結果は過去のデータとの類似性を示すものに過ぎず、背後に存在する因果関係や経済的関係は分からないという限界がある点に留意すべきことが指摘できる。

## **The Effect of the Bank of Japan's Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate Policy on Financial Markets**

関西大学 英 邦広

We employ an event study methodology to examine financial markets' reactions to the announcement of the Bank of Japan's Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate. There are few empirical studies on this policy announcement. We find that this announcement causes yen depreciation and fall of interest rate. Moreover, stock prices in the banking sector decrease but stock prices in the non-banking company sector generally increases after this announcement.

Keywords: Announcement effect; Event study; Negative interest rate policy

## 株価指数連動型ファンドの普及と価格形成 —日経 225 型 ETF 普及の影響—

成蹊大学 俊野雅司

日銀の長期間にわたる大規模な金融緩和政策に関しては、2%程度のマイルドなインフレ率の達成という目標がなかなか達成できない中、金融機関の経営に対する悪影響など様々な「副作用」が発生しているという指摘が見られる。このような環境の中、直近時点では年間6兆円に達する株価指数連動型ETFの購入に伴う株式市場への影響について考察を行った。その結果、日銀によるETFの購入政策が開始された2010年以降、2017年までの間、継続して日経平均株価の構成銘柄であった197銘柄の価格形成において、個別銘柄固有の要因に基づく株価変動の要素が薄れ、株価指数のインデックス売買に伴う市場要因に基づく株価変動の要素が高まっていることを示唆する検証結果が得られた。

わが国では、日経平均株価に連動する運用を目指すインデックスファンドは90本以上設定されてきたが、2001年にETF（上場投資信託）が解禁され、インデックスファンドよりも低コストで日経平均株価へのエクスポージャーを確保できる金融商品が提供され始めてからは、インデックスファンドに関しては、純資産額、純設定額（設定額－解約額）ともに、伸び悩む状況が続いている。これに対して、日経225連動型のETFはこれまで8本設定されてきたが、日銀によるETFの買入政策が開始されたころから、純資産額、純設定額ともに急上昇してきた。特に、2014年10月以降、株価指数連動型ETFの買入総額が6兆円に増額されてからは、両指標ともに上昇のスピードは加速している。

日経225連動型ファンド（インデックスファンドとETFの合計）の純設定額の変動と日経平均株価の構成銘柄197銘柄の価格変動の関係について計測を行ったところ、純設定額が増加すると、株価指数のリターンと構成銘柄のリターンの間のマーケットモデル（計測期間は、純設定時の翌日から20営業日）におけるベータが1に近づき、自由度調整済決定係数が上昇するという傾向が見られた。この結果は、日経225連動型ファンドの純設定額が増加して、日経平均株価の構成銘柄に関して一律に株式を購入する取引が発生することによって、構成銘柄の株価変動における個別銘柄固有の要因が薄れ、市場要因が増加していることを示唆していると考えられる。純設定額の増加に伴って構成銘柄のボラティリティがTOPIXのボラティリティに近づく傾向が見られたことも、個別銘柄固有の要因に基づく株価変動の希薄化と何らかの関連があると考えられる。

今後、日銀によるETFの購入がこのまま継続された場合には、日経平均株価構成銘柄の株価形成要因がますます市場連動型に偏っていき、個別銘柄固有の要因の影響がますます希薄化していく可能性も懸念される。このような状況が継続すると、コーポレート・ガバナンスの緩みなど、様々な副作用が発生する可能性も否定できない。

## ESG 開示スコアとパフォーマンス

湯山智教 東京大学  
白須洋子 青山学院大学  
森平爽一郎 慶應義塾大学

### 要 旨

ESG 開示と投資効果や企業業績などのパフォーマンスに関する内外の既存研究を見渡す限り、ポジティブな関係が存在するとの指摘が多いように見受けられるが、いまだ評価は定まっておらず、更なる研究の蓄積が望まれる。本稿は、こうした観点から、特に先行研究が少ない我が国の金融市場における ESG 投資に関する様々なパフォーマンスについて、そのディスクロージャー指標の一つである Bloomberg の ESG 開示スコアとの関連性の観点から検証したものである。

Bloomberg による ESG 開示スコアに基づき 4 区分した銘柄群について、株式超過収益率の投資パフォーマンスを検証した。ESG 開示スコア自体は時価総額など企業規模と正の相関があり、一方で、スコアが低い傾向にある低時価総額銘柄は通常はボラティリティが大きいのでリスクも大きい。このため、株価上昇局面では、単純な株式超過収益率でみると、上位区分に属する銘柄の単純なパフォーマンスは劣後するが、リスク調整済みの株式超過収益率でみると、その傾向はあらわれず、どの区分でみてもパフォーマンスに大きな差はみられない。

次に、CAPM 及び Fama-French の 3 ファクター・5 ファクターモデルを推計し、その  $\alpha$  の値について、上記 ESG 開示スコアの 4 区分に応じた検証も行ったところ、ESG 投資とパフォーマンスとの関係性は異なっていた。いずれにせよ、最近の、我が国金融市場における ESG 投資と投資パフォーマンスの関係を見る限り、必ずしもポジティブな関係があるとはいえないとみるのが妥当と思われる。逆に言えば、企業にとっての ESG 対応に伴うコストは、株価に対してマイナスの投資パフォーマンスをもたらしてもいいともいえる。

もっとも、各 ESG 評価会社の ESG スコアは、必ずしも相関が高くないことも指摘されていることから、本稿による分析も ESG スコアの評価方法に大きく依存する。このため、他社の ESG スコアを用いた場合には別の結果となる可能性もある点には留意する必要がある。

## 企業の海外進出と為替レートの変動の影響<sup>1</sup>

一橋大学 小川英治  
日本政策投資銀行 品田直樹  
日本政策投資銀行 佐藤正和

本稿では、日本企業の海外拠点の事業の拡大に注目し、海外拠点の資産規模の違いで為替レートの変動が企業価値（PBR）に及ぼす影響がどのように異なるのかを分析した。また、為替レートの変動に伴う海外拠点のバランスシートや損益の変化が、関連する業績指標（自己資本・自己資本比率、ROE）に及ぼすインパクトについても分析した。

パネルデータによる推計結果からは、リーマンショック以前は海外拠点の資産規模の大きな企業ほど輸出も多く行い、為替レートが円安に動けば企業価値は総じて上昇する傾向がみられた。また、リーマンショック後は、企業価値の上昇のインパクトはやや拡大するが、為替レートが大きく円安に動いた状況と比較するとその程度は小さいことも確認された。

一方、海外拠点の資産規模の大きな企業ほど、為替レートの変動に伴う為替換算調整勘定の変動を経由した自己資本・自己資本比率への影響は大きくなることが明らかとなった。また、為替レートの変動が ROE に及ぼす影響をみると、為替レートが円安に動く場合、純損益の ROE の引き上げ効果が大きいために ROE は上昇する傾向がみられた。ただし、この場合は自己資本も増加するため、その引き上げ効果の一部が相殺されるという特徴もみられる。これらの結果は、為替レートの変動が企業に及ぼす影響を検討する際には、輸出などの貿易面だけではなく海外拠点が受ける影響の観点からも検討する必要があることを示唆している。

キーワード：為替レート、海外進出、海外拠点、企業価値、為替換算調整勘定、自己資本、ROE

JEL Classification Codes : F20、F31、M20、M40

<sup>1</sup> 本稿は、財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」に掲載予定の論文である。本稿の作成にあたり、財務省財務総合政策研究所の目黒克幸総務研究部長、小平武史総務課長をはじめとして論文検討会議に参加した方々から貴重なご助言を頂いたことに対して、深く感謝の意を表したい。また、本稿の内容及び見解はすべて執筆者個人に属するものであり、執筆者が所属する組織とは一切関係ないものである。

## 日本企業の為替リスク管理とインボイス通貨選択：「2017年度日本企業の貿易 建値通貨の選択に関するアンケート調査」

清水順子（学習院大学）

伊藤隆敏（コロンビア大学大学院・政策研究大学院大学）

鯉淵賢（中央大学）

佐藤清隆（横浜国立大学）

### 要 旨

本論文は、海外活動を行っている日本製造業の全上場企業を対象として2017年11月に調査票を送付して実施した「日本の貿易建値通貨の選択に関するアンケート調査」の回答結果をまとめ、これまで2009年と2013年に行ってきた同様の調査の回答結果と比較し、日本企業のインボイス通貨選択と為替リスク管理の現状と経年変化について論じる。

筆者が過去二回経済産業研究所で実施してきた調査研究では、日本企業は輸出取引で輸出先の通貨もしくはドルを選択し、競争の激しい先進国市場で販売価格を一定に保つことで市場シェアを維持する価格設定行動を採るという特徴を明らかにしてきた。今回の調査結果では、以下二つの特徴が挙げられる。第一に、総輸出に占める円建て比率は13年以降、ドル建てを下回り低下傾向が続く一方、ドル建ては総輸出の約半分を占め、ユーロ建て比率も割合は低いものの安定的に推移している。インボイス通貨として相手国通貨を選択するという日本の輸出企業の特徴は、為替リスクは輸出企業自らが負担することを意味している。円建て比率の長期継続的な低下を踏まえると、こうした価格設定行動と為替戦略を採用する傾向が、企業規模の大きな企業から小さい企業へと拡大している可能性がある。

第二に、アジア通貨建て比率の上昇である。たとえば、中国向け輸出に占める元建て比率は、09年の1%から17年には12%に急上昇している。さらに、日本企業の主要な貿易相手国であるタイや韓国向け輸出でも、17年に相手国通貨建て比率が大きく上昇している。輸出先としてのアジア市場の重要性の高まりと、近年のアジア諸国の為替市場の安定が一因だ。こうした近年の特徴は、日本企業にとってアジアの主要な取引相手国の通貨の国際化がより重要となっていることを示唆するものであり、現地市場での販売価格の安定化させるという戦略と整合的な為替リスク管理を今後はアジア市場にも拡大していく必要がある。

最後に、円建て輸出の可能性に注目してみよう。多様な通貨の為替リスクに対処する体制を構築していない小規模企業が商社経由で円建てを選択している一方で、世界市場でトップシェアを誇り、強い製品競争力を持つ一部の日本の主要輸出企業が円建てを選択している。こうした円建て取引を志向できる企業の存在は、国内投資の増加と雇用維持という

観点からみて望ましい側面を持つ。今後は、日本企業が効率的な為替戦略の一環として円建て取引を実践できる金融環境や税制の分析が注目の一つとなるだろう。

## Destination of Global Liquidity and Role of Foreign Banks

Doshisha University  
Shingo Iokibe

When funding conditions for banks across the globe are extra-ordinary loose, or when global liquidity expands, which countries is the global liquidity headed for? This paper examines empirically this question.

Our conjecture is that one of the key determinants of the destination is foreign banks' penetration rate in the host country's banking system, captured by share of foreign owned banks' assets to total bank assets. As for cross-border lending, informational asymmetry between lenders and borrowers is more severe, except in the case of intra-group lending between parent banks and foreign affiliate banks. This implies that if a bank in country X has foreign affiliates and/or branches in country Y, but does not have them in country Z, a large fraction of cross-border credit by the bank in country X might be extended to country Y while only a small fraction is extended to country Z.

We test this hypothesis by running cross-sectional regressions using data from 99 developed and emerging economies. The dependent variable is cumulative net inflows of bank-to-bank cross-border credit to an individual country from the second quarter in 2004 to the first quarter in 2008, calculated from the Locational Banking Statistics of BIS. The independent variables include a set of host country's *ex-ante* variables like foreign banks' penetration rate in its banking system in 2004, average real GDP growth rate in the preceding five years before 2004, regional dummies, and so on.

Our main findings are two-fold. First, during the global liquidity surge period in mid 2000s, the global liquidity flowed more into countries whose banking systems had been more penetrated by foreign banks. This finding is consistent with "flight abroad effect" in international syndicated loan market and with massive utilization of internal cross-border funding by parent banks of global banking groups during the global financial crises.

Second, the destinations of global liquidity during mid 2000s are unevenly distributed in a specific region: EU member states were the main receivers of global liquidity, while Sub-Saharan Africa is the region who received it least. This suggests that the expression of "global" liquidity might be misleading.

Keywords: cross-border bank credit, foreign banks' penetration, European Union

## 上場子会社の財務戦略とコーポレート・ガバナンス

一橋大学大学院生 涂 琛

一橋大学 小西 大

### 要旨

親子上場とは親会社とその傘下の子会社がともに上場している状態を指す。近年親子上場は減少傾向にあるが、依然として2015年時点に全上場企業の約8%を占めており、そのプレゼンスは大きい。アメリカにおいてもエクイティ・カーブアウトによる親子上場は存在するが、それはスピンオフや子会社化に先立つ過渡的な状態であり、長期間に亘って子会社が上場し続けることはまれである。一方日本では、子会社が長期継続的に上場し続ける点に特徴があり、親会社による支配構造が子会社の少数株主の利益を損なっている可能性がかねてから指摘されてきた。

こうした状況を鑑み、本稿は上場子会社の財務戦略に焦点を当て、親会社による支配構造が子会社のコーポレート・ガバナンスに与える影響、特に少数株主に対する利益相反の有無について実証的に分析する。具体的には、2005～2015年の全上場企業（金融等規制産業は除く）を対象に、上場子会社と独立会社における利益還元と現金保有の決定要因について分析を行う。分析の結果、上場子会社は独立会社に比べて利益還元・現金保有のいずれも少ないことが確認された。この結果は、様々な利益還元・現金保有の定義及び分析手法に対して頑健である。しかし、上場子会社において問題視されている関係会社預け金及び関係会社貸付金を加えた広義の現金保有について分析すると、上場子会社は独立会社に比べて現金保有が多いことが確認された。以上の分析結果は、一見上場子会社では手元資金が少ないために利益還元に対して消極的であるように見受けられるが、実際には手元資金を関係会社預け金・貸付金に配分するために配当原資が少なくなることが消極的利益還元の理由である可能性を示唆している。支配株主による少数株主の利益搾取はしばしばトンネリング (tunneling) と言われるが、以上の結果は上場子会社において関係会社預け金・貸付金を通じたトンネリングが起きていることを示唆している。

キーワード：親子間取引、利益還元政策、現金保有

## 日本の多角化企業における内部労働市場の効率性

土村宜明（常葉大学）

杉浦康之（日興ファイナンシャル・インテリジェンス）

本稿は、日本企業を対象として、多角化企業における事業部門の生産性や収益性、企業特種投資がその事業部門間の労働力の配分に与える効果を実証分析によって考察した。

最初に、2010年から2014年の期間において、事業部門の人的資本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、収益性や生産性といった面で脆弱である事業に対し、労働資源を注入していることを確認した。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。こうした多角化企業の資源配分の活用が、少なくとも日本の多角化企業の実生産性低下にも影響しているものと推察される。

次に、企業特種投資という視点から、日本の多角化企業を観察すると、研究開発費の多い企業の方が効率的に人的資本を活用していることが確認された。すなわち、その企業の人材が、企業特種的な技術の共有を通じて、資源配分を効果的に配分することを可能にする。

また、労働力の調達については、平均年齢の高低や研究開発の有無によって内部労働市場の活用状況が異なることが確認された。平均年齢で見た場合、従業員が平均的に熟練した技術、能力を持つようなとき、内部労働市場のみを活用している可能性がある。一方で、平均年齢の若い企業は、社内に技術、能力面で不足する部分があり、そのため外部労働市場を活用している可能性が考えられる。研究開発費がある場合は、従業員が共有する企業特種投資を活用するため、他の事業部門の事業活用に頼るが、そうした開発がない場合は、自社の従業員の異動だけでなく、外からの資源を利用している可能性が示唆された。

このように、日本の多角化企業は、生産性や効率性の面から人事配置することに長けていないが、多角化企業全体としての企業特性を鑑みて、人材配置しているとも考えられる。

The effect on performance and return of privatization:  
A case of a Japanese railway company

明治大学 朝岡大輔  
金沢工業大学 杉村佳寿

< 報告要旨 >

Major infrastructure businesses such as transportation, telecommunication, and financial services have been privatized in Japan with the aim of improving economic performance of those businesses and mitigating the Japanese government's fiscal deficit. In this paper we examine a recent case of privatization of a Japanese railway company, Kyushu Railway Company (JR Kyushu), by means of stock sale. This case is unique in that the sale of the whole shares was completed at one time as opposed to staged sales over years, which enables us to examine the effect of privatization more clearly. We show that the company's performance, measured by operating profitability and return on assets, significantly improved against its benchmarks, a close competitor in the same region and a neighboring government-owned railway company. For this purpose, we decompose an accounting maneuver which the company took before the listing. We also measure stock return for investors after the privatization and find that the stock at least delivers a fair market return to investors.

## ABSTRACT FORM

for 2018 Japan Society of Monetary Economics Conference

Paper title	Why do Sell-Side Analysts Still Prevail? Credible Optimistic Recommendation by Cheap Talk
Authors information	Jooyong Jun (Assistant Professor of Economics, Dongguk University) Eunjung Yeo (Associate Professor of Finance, ChungAng University)
Abstract	<p>We investigate a cheap talk game between an analyst and an investor where the analyst's information about true state is imperfect and the combination of the optimistic bias and the precision is heterogeneous.</p> <p>Under specific conditions, there exists a Perfect Bayesian Equilibrium where the analyst's recommendation for investment decision is optimistic, and the investor who is aware of this bias still follows the recommendation.</p> <p>Our result can give some policy implications on the effectiveness of the European Union's introduction of Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II, which mandates the separation of brokerage and research.</p>

ABSTRACT FORM

for 2018 Japan Society of Monetary Economics Conference

Paper title	A Study on Volume-Synchronized Probability of Informed Trading (VPIN) and Information Asymmetry
Authors information	<p><i>Sungchang Kang</i>*, <i>Joocheol Kim</i>**</p> <p>* First author, Corresponding author, Korea Student Aid Foundation</p> <p>** Co-author, Professor, Department of Economics, Yonsei University, Korea</p>
Abstract	<p>This study has a purpose that through Volume-Synchronized Probability of Informed Trading (VPIN), which is measured value of probability of informed trading, it is to verify effectiveness of VPIN as an early warning indicator of stock market crashes by using representative stock market crashes that recorded short-term bottom point of KOSPI200 futures index and KOSDAQ150 futures index in 2016, based on hypotheses of information asymmetry and liquidity level. Also, this study analyzed time variable correlation coefficient between VPIN and futures index, verified trends and structural changes of VPIN, and analyzed significant matters of KOSDAQ150 futures index in order to research general effects of the VPIN in 2016.</p> <p>As the results of researches, when the information asymmetry is high, VPIN showed preliminary signs of stock market crashes in both KOSPI200 futures index and KOSDAQ150 futures index, so that this study could find that VPIN would be effective as an early warning indicator. On the other hand, when the information asymmetry is low, information that could cause stock market crashes would be quickly reflected into bid-ask spread of selling-buying so that there have been some cases that could not identify preliminary signs of stock market crashes through VPIN.</p> <p>-----</p> <p>Keywords: VPIN, High Frequency Trading, Trading Volume, Trade Imbalance, Information Asymmetry, Liquidity</p> <p>This research was supported by the National Research Foundation of Korea(NRF) funded by the Ministry of Education (NRF-2014S1A5A2A01011100)</p>

## ABSTRACT FORM

for 2018 Japan Society of Monetary Economics Conference

Paper title	The Efficiency of IPO stocks
Authors information	Name: Junyoup Lee Institution: Ulsan National Institute of Science and Technology (UNIST), Assistant Professor in Finance Email: <a href="mailto:junlee@unist.ac.kr">junlee@unist.ac.kr</a> Phone: 82-52-217-3175
Abstract	<p>I test whether there is a difference in the level of efficiency between IPO stocks and a matched sample of seasoned stocks. My findings show that IPO stocks are less efficient than seasoned stocks during my testing period of 175 trading days. I attribute the lower level of efficiency for my testing period to the higher amount of information asymmetry inherent in IPO stocks. I contend that the presence (or quality) of financial intermediaries is related to the level of information asymmetry for IPO stocks. Consistent with this argument, I find that IPOs with prestigious underwriters, with venture capital backing, or with large managing syndicates have a higher level of efficiency than IPOs with less prestigious underwriters, no venture capital backing, or small managing syndicates. Finally, I show that stocks with higher levels of efficiency have higher long-run performance, consistent with efficient stock prices being an important input for firms to make sound financing and investment decisions.</p> <p>Keywords: IPOs, Seasoned stocks, Price efficiency, Underwriters, Venture capitalists, Managing syndicates, Long-run performance</p> <p>JEL classification: G14; G23; G24; G32</p>

## 米国における量的金融緩和政策の有効性

—SVAR モデルによる検証—

京都学園大学 澤田 吉孝

### <報告要旨>

本稿の目的は、2008年9月のリーマン・ブラザーズの破綻後に実施された米国の量的金融緩和政策(QE政策)の有効性を定量的に分析することである。QE政策の第1弾(QE1)は2008年11月から2010年6月まで、第2弾(QE2)は2010年11月から2011年6月まで、第3弾(QE3)は2012年9月から2013年12月まで、そして2014年1月から同年10月まで緩和と減税が実施されている。米国のQE政策は2008年11月から6年間に渡って実施されてきたわけだが、この期間のデータのみを用いて回帰分析を行った場合には推計結果にバイアスを生じる可能性がある(小標本問題)。日本経済のQE政策を分析した Honda and Tachibana (2011)は、この「小標本問題」を回避するために、ダミー変数を用いて標本期間の拡大を行っている。

そこで、われわれは、彼らの方法を応用し、米国における金融政策の全体的な経済効果と、その波及経路を分析する。構造型ベクトル自己回帰モデル(SVARモデル)を用いた分析を通じて、次の3点が明らかとなった。第1に、QE政策は株価チャンネルを通じて生産高を増加させる。第2に、QE政策は、ボラティリティ指数で表される投資家の市場に対する不安感を緩和させ、株式に対するリスクテイクの向上につながる。第3に、生産高を増加させる効果は、QE3が最も大きく、次いでQE1が続く。つまり、これらの結果は、米国のQE政策が景気低迷を緩和する手段として有効であったことを示唆している。

Monetary Policy Expectations and the Malaysian Deposit Market:  
Analysis of Islamic Rates of Return and Conventional Interest Rates

Meiji University Takayasu Ito

**ABSTRACT**

This paper focuses on the impact of monetary policy expectations on deposit rates in Malaysia. Comparative analyses of Islamic rates of return and conventional interest rates are conducted. Bank Negara Malaysia has been successful to some extent in communicating with financial markets because monetary policy expectations have some impact on Islamic rates of return or conventional interest rates up to the maturity of 12 months. Islamic rates of return and conventional interest rates shape the short-term deposit market in Malaysia, and they are driven by monetary policy expectations. Islamic finance is not different from conventional finance in terms of the formation of deposit rates. Bank Negara Malaysia plays an important role in the formation of Islamic rates of return and conventional interest rates in the deposit market up to 12 months.

Keywords: Islamic finance, Malaysian deposit market,  
monetary policy expectations.

JEL Classifications : E43, E52, O53

## 近年の新興国における資本規制政策の実際

神戸大学 北野重人

広島市立大学 高久賢也

本研究では、近年多くの政策担当者や研究者によって高い関心が持たれている国際資本移動に対する資本規制政策について、新興国で実際にそれがどのように使われているかを概観する。最近新たにつくられた資本規制の指標によると、それまでの指標ではとらえきれなかった資本規制政策の変化をより正確に把握することが可能となり、金融危機後、新興諸国がこれまで考えられていた以上に、資本規制政策を用いていたことが明らかとなった。

## Managerial Overconfidence, Conservative Accounting and Corporate Investment

Keiichi Shima (Mie University)

Jun-ichi Nakamura (Development Bank of Japan)

We examine the link between managerial overconfidence, conservative accounting and investment. Using Japanese firm data, we estimate a q-investment model incorporating real options effects. Consistent with the prior studies, we find that managerial overconfidence increases investment-cash flow sensitivity. On the other hand, we find mixed results regarding the relationship between managerial overconfidence and real options. We proxy sales growth for investment return growth and find that firms' investment is positively related to sales growth and negatively related to its volatility. We also find that managerial overconfidence increases both positive sensitivity of investment to sales growth and negative sensitivity of investment to sales growth volatility.

In addition, we examine whether conservative accounting mitigates agency costs and investment distortions after controlling for the effect of managerial overconfidence on investment. Contrary to prior studies, we find that conservative accounting increases investment-cash flow sensitivity. However, our results confirm that conservative accounting significantly reduces investment-cash flow sensitivity for firms with managerial overconfidence.

## 株式分割を通じた名目株価の変化とリターンの共変動

一橋大学大学院生 柳樂明伸

本稿では、日本市場において、株式分割と株式併合を通じた株価水準の変更が、その後のリターンの変動に影響をもたらすかを検証する。分析の結果、株式分割により株価の水準が低くなると、株価の低い株式との連動が高まり、株価の高い株式との連動が低下することが確認された。他方で株式併合を行った企業は、併合実施後、株価の低い株式との連動が低下し、株価の高い株式との連動が上昇することが確認された。この結果は、単元株式数の調整を同時に行い、最低投資金額が変化しない場合でも同様であり、実質的には株式分割と同様の効果をもたらすと考えられる株式併合実施企業についても、株式併合同じ結果が得られている。このことは、株価の高さそのものが投資家の投資行動に影響することを示している。株価の水準の変化によるリターンの共変動は、価格が低い株式ほど大きくなり、分割比率が大きい企業ほど高まることが示された。また分割実施時のマーケット全体のセンチメントも共変動の大きさに影響をもたらしている。これらの結果は、投資家が名目価格によって株式をカテゴライズし、投資判断を行っている可能性を示唆している。

## Layered Communication が学生の期待形成に与える効果の検証 —イングランド銀行のコミュニケーション戦略を参考として—

桃山学院大学 北野友士

非伝統的な金融政策にはいくつかの波及経路があるが、一つの有力な波及経路がフォワードガイダンスによる時間軸効果と、それに伴うインフレ期待の形成である。インフレ期待を形成することができれば、合理的な経済主体は予想される物価上昇率に基づき、現在から将来にわたって適切な資源配分を行うはずであり、自己実現的に目標とする物価上昇率を達成可能となる。しかしながら、家計や企業には現状維持バイアスの存在することが知られている。また金融リテラシー調査の結果からもインフレを理解できていない家計や企業は多数存在する。つまり中央銀行が金融政策をアナウンスすることを通じて、インフレ期待を形成し、望ましい物価上昇率を達成するには、国民の金融リテラシーを考慮する必要があると考えられる。

そこで本報告では、イングランド銀行（BOE）によるコミュニケーション戦略を参考にして、学生へのアンケート調査を通じて Layered communication（金融の非専門家を意識した簡易版なインフレーションレポートの公表）の有効性を検証した。BOEによるフォワードガイダンスは一定の成果を得ていると考えられる。そして近年の BOE はコミュニケーション戦略として、communication（情報伝達）、conversation（会話）、education（教育）に取り組んでいる。本報告では、特に BOE が 2017 年 11 月の「インフレーションレポート」から公表している Visual Summary を参考にして、日本銀行による「経済・物価の展望」（以下、展望レポート）の簡易版を作成した。そして展望レポートの概要そのままの通常版と簡易版のランダムに混ぜたアンケート用紙を作成し、FP 科目を受講している学生（以下、FP 受講者）と、受講していない学生（非 FP 受講者）とに回答してもらい、通常版と簡易版に対する反応の違いを調査した。調査の結果、展望レポートにおける簡易版の作成は、非 FP 受講者による「わからない」との回答を減少させ、また資産選択や労働市場に関する適切な予想を引き出すなど、一定の期待形成の効果がみられた。しかしながら、簡易版の作成がむしろ FP 受講者から適切な反応を引き出している項目もあり、コミュニケーション戦略にとって、より重要なのは金融リテラシー教育であることも指摘できる。国民の金融リテラシーを考慮した情報発信と、国民の金融リテラシーを高める取り組みは、民間の経済主体による期待形成が重要な要素となっている現代の中央銀行として必然的に求められるプログラムであろう。

## What will Brexit mean?

日本銀行 清水季子

なぜ Brexit は起こったのか？これまで英国は、EU への参加により廉価な労働力とユーロ金融センターとしての権益を得てきたが、ユーロ建金融ビジネスにかかる利益はロンドンを中心とする地域に集中し、それ以外の地域の経済成長との格差が広がってしまった。こうした格差の拡大が EU 離脱への賛成票増加につながったと考えられる。もっとも、直接的な原因は、こうした社会変化を的確に認識し、適切な解決策を講じられなかった英国政治にある。国民投票が実施されたこと自体、不満を抱えた潜在的賛成票への認識不足によるものといえる。また、投票実施後もその結果を冷静に受け止められない夢想家 (dreamers) が政府・議会に広く存在したことが交渉の進展にブレーキをかけた。同時に、EU 側もギリシャ危機以降、同盟を維持するためのコストの大きさが浮き彫りとなり、曖昧な連帯を許さない組織に変わっていったことも、英国の離脱を促す背景となったと考えられる。

交渉開始から既に 1 年が経過したが、離脱後の関係性は見えていない。これは、英国にとって離脱に伴う最大の経済的損失である、金融サービスにかかる権益の喪失について、関係者間で認識が共有されていないところが大きい。財貿易に関する合意は相互の利害を調整することで一定の合意に達し得るとみられるが、金融サービスに関する調整は容易ではない。EU は 27 国が合意して物事が決まる組織であり、英国の要望に応じて機動的に交渉を進めることはできない一方、英国は国内意見がまとまらない中、筋道の立った方針を予め定めることができない。最大の争点となる金融サービスに関し、英国側に欧州の金融サービス提供能力を過小評価する傾向があることも、互いを尊重しあう形での交渉を難しくしている。

欧州金融システムに及ぼす影響を考える上で、欧州の金融規制が厳格化の方向にある点にも留意する必要がある。EU が提案する同等性評価に基づくアクセスは、基本的には小国への適用を想定した仕組みであり、英国への適用は必ずしも現実的でない。現実的な方向性としては、日米間等でも採用した 2 国間金融協議のような枠組みを用意することが考えられる。日系金融機関は、ロンドンが EU 域内として扱われるメリットを最大限享受してきた。今後、両側で同様のビジネス拠点を擁することに伴うコストは相応に上昇すると考えられる。欧州ビジネスの収益性向上を図りつつ、リスクに見合った適切な拠点整備を行うことが求められる。

## BREXIT後の欧州の金融センターとEUの金融統合

ニッセイ基礎研究所 伊藤さゆり

英国のメイ政権は18年7月19日公表の英国とEUの将来の関係についての文書（通称「白書」）で財と金融で異なるアプローチを示した。財に関しては共通のルールブックに基づく自由貿易圏を提案する一方、金融では、単一市場での自由なサービスの提供を認める単一パスポートの枠組みから離脱、規制の相互承認も求めない方針を確認した。（1）農産物を含む財の自由貿易圏はアイルランド国境の厳格な管理回避策として必要とされた、（2）離脱のベネフィットとされる法規制のコントロールの回復を可能な限り実現する必要がある、（3）金融は規制形成力や関連産業の集積の厚み、ビジネス・フレンドリーな環境などに支えられた高い競争力を誇る、といった事情を総合的に判断した結論と史料される。

BREXIT後の英国とEUの金融面での将来の関係は、英国の要望よりもさらに低いレベルとなる可能性が高い。英国は、監督面での緊密な協力や規制に関わる対話等で、EUの同等性評価の予見可能性を高めることを求めている。だが、EU側は、圏内の金融システムの安定確保と金融業の活性化の両面から、英国の提案を受け入れるつもりがない。

英国当局発行の単一パスポートで、単一市場の顧客にサービスを提供してきた金融機関は、一部の機能をEU圏内への移管を迫られている。拠点の新設や増強、機能の拡張先としてフランクフルト（ドイツ）、パリ（フランス）、アムステルダム（オランダ）、ダブリン（アイルランド）、ルクセンブルクなどが選ばれている。

金融機関の再配置で、シティの一部の機能は縮小するが、それでも相対的な優位は保たれるだろう。特定の都市がシティを代替する金融センターに発展するよりも、圏内に機能が広く分散する可能性が高いと見られるからだ。

EUは、圏内でのポピュリズム広がりという内圧と、BREXITと米国におけるトランプ政権の発足という外圧により、改革を迫られている。BREXITとの関わりでは、金融統合の優先度は高く、政策当局者は、いつか必ず起こる危機への備えとしての制度強化の重要性を強く認識している。しかし、金融統合の推進力は、債務危機が後景に退く一方、移民・難民問題が、EUの基盤を脅かす問題となっていることで失われている。

BREXITは金融面での欧州全体の地盤沈下をもたらすおそれもある。欧州で金融ビジネスを展開する金融機関は機能の分散によるコスト増を余儀なくされる。投資先としての欧州には統合の不完全さという潜在的リスクが残る。これらは市場参加者にとっての欧州の魅力を高める要素ではない。

なお、本報告の直前の10月18日の首脳会議は英国とEUの離脱協定と将来の関係の政治合意の期限と位置付けられている。最新の情報を踏まえた議論を試みたい。

## Brexit と銀行業への影響

公益財団法人国際通貨研究所 山口綾子

欧州連合 (EU) では、一国で免許を取得すれば、他の加盟国で新たに免許を受けずとも、金融業を行うことができる (単一パスポート制度)。国際金融都市ロンドン・シティには、英銀を含め、世界の SIFIs (システム上重要な金融機関) が拠点を構えており、多くの EU 域外金融機関は、英国免許をもとに他の EU 加盟国でも金融業務を行ってきた。英国の EU 離脱 (Brexit) により、こうした EU 域外金融機関は、英国と EU との間で特別の措置が取られない限り、他の EU 加盟国での金融業務が行えなくなる可能性がある。

Brexit後の英国とEUの関係を巡る交渉は難航が続いており、清算金や2020年末までの移行期間については合意ができたものの、離脱実施までに全体の合意が得られなかった場合、最悪この移行期間についてもスムーズな業務継続が行えないケースがありうる。このため、英国に拠点を置くEU域外銀行や英銀では、EU内での拠点新設や、人員移転などの計画が相次いでいる。邦銀メガバンク3行は投資銀行業務を含む証券業務は、英国の免許をベースに行ってきたため、ユーロ圏内に証券業務の拠点を設けるべく準備中である<sup>1</sup>。

Brexit は国際金融センターとしてのシティの将来にも影を投げかける。Brexit で金融取引の一部 (ユーロ建て取引の決済業務など) がユーロ圏の都市 (フランクフルト、パリ、アムステルダム、ブリュッセル、ダブリン等が候補とされている) に移転することは避けられないとみられる。しかし、欧州のなかで、都市としての規模、高度な人材、金融インフラ、金融関連サービス業の集積、情報量などを考慮すると、ロンドンの右に出るところはない。ユーロ圏以外の東欧諸国、ロシア、中東・アフリカなど、欧州および周辺地域関連金融ビジネスの多くは引き続きロンドンを中心に行われる模様である。世界の金融センターとしてのシティの優位性は揺らがないものとみられる。

ただし、邦銀に限らず、これまでロンドンを国際金融のハブとして業務を行ってきた多くの金融機関にとっては、ロンドンとユーロ圏内のいずれかの都市に業務を分散せざるを得ず、効率性の低下、コスト上昇は避けられない。特に近年の銀行監督規制の強化の動きは、各海外拠点のコンプライアンス・コストの上昇を招いており、国際業務を行う銀行にとっては自国外拠点網の見直しが課題となっている。

EU は資本市場同盟など金融統合をさらに進めて行く考えのようである。英国はこれまで規制強化の動きには反対し、自国にとって不利益となるような統合深化を牽制してきた。今後英国と EU との金融市場や規制の分断が、市場の効率性をゆがめ、金融取引のコスト上昇に繋がらないよう、規制当局および関係者の綿密な連携が必要であろう。

<sup>1</sup> みずほと MUFG は以前から大陸 EU 加盟国で免許を取得し、銀行業務を行っている。SMBC はフランクフルトに銀行子会社を設立する予定と公表。

Efficiency of QQE in Japan---with Negative Interest  
Rates , YCC, Reserve Deposit, ETF and J-REIT---

Yoji Morita

Kyoto Gakuen University

Shigeyoshi Miyagawa

Professor Emeritus of Kyoto Gakuen University

E-mail: morita-y@kyotogakuen.ac.jp

Abstract

After the collapse of Lehman Brothers 2008, the \_financial crisis attacked the world economy. US Federal Reserve Board (FRB) and the Bank of England (BOE) adopted the non-traditional monetary policy. The Bank of Japan (BOJ) decided to reintroduce the QQE at the Policy meeting of April, 2013, since the suspension of the QE on April, 2006. On February and September of 2016, negative interest rates and YCC policies were respectively introduced.

In this paper, the efficiency of QQE in Japan is investigated through SVAR (Structural Vector Auto Regressive) model together with effects of ETF and J-REIT purchased by the BOJ.

The efficiency of negative interest rate and YCC can be obtained by comparing economic activities in (2014m4,2016m1) with those in (2014m4,2018m3). Reserve deposit is shown to be effective in (2013m4,2018m3). ETF and J-REIT are effective in (2012m4,2018m3) and (2012m4,2017m12) respectively.

Keywords: Efficiency of QQE, SVAR, ETF and J-REIT |

## The Time-Varying Volatility of Financial Shocks in Macroeconomic Fluctuations

報告者： 神戸大学経済学研究科 西山慎一

In order to investigate sources of the Great Recession (Dec. 2007 to Jun. 2009) of the US economy in the latter portion of the first decade of the 2000s, we modified the standard New Keynesian dynamic stochastic general equilibrium (DSGE) model by embedding financial frictions in both the banking and the corporate sectors. Furthermore, the structural shocks in the model are assumed to possess stochastic volatility (SV) with a leverage effect. Then, we estimated the model using a data-rich estimation method and utilized up to 40 macroeconomic time series in the estimation. In light of a DSGE model, we suggest the following three empirical evidences in the Great Recession: (1) the negative bank net-worth shock gradually spread before the corporate net worth shock burst ; (2) the data-rich approach and the structural shocks with SV found the contribution of the corporate net worth shock to a substantial portion of the macroeconomic fluctuations after the Great Recession, which is unlike the standard DSGE model; and (3) the Troubled Asset Relief Program (TARP) would work to bail out financial institutions, whereas balance sheets in the corporate sector would still not have stopped deteriorating.

日本における株価バブルのマクロ経済への影響：  
ベイジアン DSGE モデルを用いた検証

神戸大学大学院生 星野聡志

本稿の目的は、日本における株価バブルの推定と、そのバブルが及ぼすマクロ経済的影響について考察することである。これらの問題について議論するために、本稿では株価バブルを有する動学的確率的一般均衡モデルを用いて、ベイズ推定を通じた実証分析を行う。本稿の分析から、1980年代後半から90年代初めにかけて、人々の株価バブルに対する市場心理の変化を捉えるショックが株価バブルの上昇を通して、産出量の成長率を押し上げたことがわかった。これは、バブル要素の上昇によって企業価値が高められたことにより、企業の資金繰り状況が緩和させられたことが要因として考えられる。

## Household Characteristics and Homeownership during the “Lost Decades”

Tohoku University, Jun Nagayasu

**Abstract:** Using household survey data from the recent economically depressed period, we attempt to identify typical household characteristics by residential type and study whether households change their residence in different stages of life. We find that the general trend in residential choice is influenced by their socioeconomic backgrounds. Multinomial probit estimation results show that the probability of homeownership increases with age of household heads, income, and family size. This probability is also higher in rural areas. In contrast, the probability of renting a home increases when household residents are female and reside in urban areas. Furthermore, evidence is obtained that the likelihood of selecting the rental option increases along with rising mortgage rates. Finally, despite market imperfection, a significant tendency exists for people to adjust residential size according to their needs in different stages of life. Indeed, residential size tends to increase along with household age; however, this trend becomes less significant for older households and in rural areas. In addition, the fact that people, from the age of around 55 or more, start to reduce residential size is confirmed by the differences-in-differences approach.

**Keywords:** Homeownership, Life-cycle, Dwelling size, Multinomial probit method, Bayesian approach, Differences-in-differences, Japan, Lost decades

**JEL classification:** R3, C5

## 日本個人投資家のリスク性資産への投資行動 —金融リテラシーの種類や情報源の違いはどんな影響を与えるのか？

一橋大学大学院生 顔 菊馨

京都橘大学 近藤 隆則

青山学院大学 白須 洋子

一橋大学 三隅 隆司

### <要旨>

本稿は、投資家の資産選択行動及び投資成果に対して、危険回避度、情報源及び金融リテラシーが与える影響について、日本の個人投資家を対象としたインターネット・アンケート調査結果を分析したものである。本研究から導き出された結果は主として以下の3点である。第1に、投資家のリスク回避度は、株式保有には影響を与えない一方で、投資信託、特にインデックス型以外の投資信託の保有に対して、その保有を抑制する有意な影響を有していることが観察された。第2に、情報源については、インデックス型投資信託及びインデックス型投資信託以外の投資信託を含んだ投資信託全般を保有する場合、または正の投資リターンを獲得する時には、専門家の助言が有益である。これは、株式と比較して、投資信託はより複雑な商品性を有するからであると考えられる。第3に、金融リテラシーについては、リスク性資産保有の選択において、証券投資の基礎理論に関する知識の程度を測る基礎的金融リテラシーのみではなく、実際に取引する際に必要な金融商品や取引制度に関する知識の程度を測る応用的金融リテラシーが高いほど、株式及び投資信託などのリスク性資産に投資する傾向を持つことが確認された。

本稿の結果は、個人投資家(家計)の金融行動を「貯蓄から資産形成へ」転換させるといふ日本の金融界(金融当局および金融機関)における喫緊の重要課題への取り組みの方針を考えうえで有益なインプリケーションを与え得るものと考えられる。

## Disentangling the effect of home ownership on household stock-holdings: Evidence from Japanese micro data

一橋大学 祝迫得夫

中央大学 小野有人

年金積立金管理運用独立行政法人 齋藤周

国際連合 徳田秀信

Using Japanese household micro survey data for the period 2000–2015, this study examines the effects of home ownership on household stock holdings. To disentangle the effect of housing assets (land value) and mortgage debt on a household's portfolio of stocks as a share of their liquid financial assets, we apply the instrumental variable approach proposed by Chetty et al. (2017) that employs differences in average land price indices across housing markets in the year in which household portfolios are measured and those in the year in which the house was purchased. Our estimates suggest that an exogenous increase in land value (while holding mortgage debt constant) increases the portfolio of stocks, while an increase in mortgage debt (while holding land value constant) reduces it. We also find that an increase in land value and mortgage debt (while holding home equity constant) does not affect the portfolio of stocks, but increases the repayment of mortgage debt.

## Offshore Bond Issuance and Noncore Liability in BRICs countries

山口大学 山本周吾

### Abstract

In BRICs countries, in order to circumvent capital restriction, the use of offshore affiliates as financing vehicles for accumulating low-yield US dollar liability has become widespread. In order to analyze this issue deeper, we focus on noncore liability and analyze whether the increase of offshore bond issuance by offshore affiliates can be a source of the boom of noncore liability in BRICs countries. From VAR analysis, we found that offshore bond issuance shock has a positive impact on noncore liability in China and Brazil. But the above relation is weak in Russia. Finally, we analyze the Chinese shadow banking sector which is similar with noncore liability. Since funds from offshore bond issuance are used, although financial restriction is strict, shadow banking become more vulnerable to turmoil in international market. Furthermore, due to currency mismatch, depreciation of renminbi will further amplify the damage of the financial shock.

## 日銀金融緩和政策の中国・香港市場／経済への影響

立命館大学

大田 英明

世界金融危機後、先進国、特に日米の金融緩和政策は、先進国や新興国への資金流入を大幅に拡大した。先進国のうち、日本銀行の大幅な資金調達、世界市場でのマネーストックの拡大をもたらした。その結果、日本銀行の量的・質的金融緩和政策（QQE）[2013年4月～]に伴う大量の資金供給は、中国の経済・市場に大きな影響を及ぼしている。特に2014年11月の香港/上海市場間の資本市場の一体化措置は日本と中国・香港市場のみならず経済にも大きな栄養を及ぼしていると考えられる。本稿は、2001年4月から2017年12月までのBOJのQE政策の全期間における香港と中国市場の主要変数に基づくベイジアン・ベクトル自己回帰（BVAR）モデルを用いて日本銀行の政策の中国・香港市場への効果を分析した。

分析の結果、日銀の金融緩和が香港、中国、日本の金融・通貨部門に大きな影響を与えていることを示していることが確認された。特に、日本から香港や中国市場への資金流入の拡大に伴い、QE以前（2001～2006年）やCQE（2010年10月～2013年3月）から中国におけるマネタリーベース（MB）とマネーストック（M2）の増加と生産活動が日本経済と市場にプラスの影響を与えていることも示している。しかし、QQE以降では主にマネーストック（M2）により中国市場・経済への影響が相対的に拡大している一方、中国から日本のMBやM2への影響が拡大しており、また香港からは日本の株価や鉱工業生産に正で有意な影響を与えている。特に2014年11月の香港・上海市場の取引一体化によって中国から直接的に日本の金融市場及び株価や生産に正で有意な影響が顕著となっている。

## The role of financial regulations in financial inclusion: The case of a lending rate restriction on microfinance institutions

Daiju Aiba (JICA Research Institute)

Financial regulations play a significant role in determining a market structure and behaviors of financial institutions. In April 2017, an interest rate cap policy at 18% was newly introduced in the Cambodian microfinance institutions (MFIs), where there has been no restriction on lending rates previously. The policy was aimed at mitigating a rising issue of over-indebtedness for borrowers. However, in the literature of interest rate cap, there are mixed results with effects of this policy on loan provision of financial institutions. In this regard, we provide empirical evidence on effects of the interest rate cap policy by exploiting unique MFI-district pair-wise data in Cambodia. The data allows us to investigate changes in MFI's lending in detail, especially in geographical outreach.

Although interest rate cap policy (sometimes also referred to as interest rate ceiling or usury laws) is a widely common practice in both of developed and developing countries, a strand of the literature presents mixed results of real effects of this policy on financial institutions and accumulation of evidence is not sufficient. Alessie et al. (2005) find a positive impact on credit supply in Italian consumer markets, and Benmelech & Moskowitz (2010) and Rigbi (2013) find a negative impact in U.S. loan markets of firms and consumers. The theoretical argument of the regulation on the banking sector suggests that an interest rate cap policy could have positive and negative effects, depending on conditions of loan markets, such as competitiveness and current policies of governments. Thus, further empirical investigation into the effects of interest rate cap is needed in the literature of interest rate cap policy.

In addition, it is noted that there is a paucity of studies on effects of financial regulation on MFIs. Most of prior empirical studies are focused on developed countries, especially on behaviors of commercial banks and consumer loan markets. However, discussion in previous studies are not directly applicable to financial systems in the developing countries, where MFIs play a significant role in providing credits with the poor and SMEs. Originally, MFIs are aimed at addressing poverty reduction issues, and the nature of MFIs is not only pursuing the profit, but also improving outreach to extend loans to the poor. Thus, regulations on MFIs should be implemented with consideration of this MFI's nature. However, there is no systematic investigation into the effect of interest rate cap policy on MFIs. Our empirical findings are useful for the policy-makers and shed a light on the debate on the effectiveness of financial regulation on the MFI sector.

As a result, we find that the policy introduction negatively affected MFI loan provision in the sense that MFIs were likely to maintain profits by reducing the growths of number of borrowers and increasing loan sizes. In particular, MFIs with higher pre-regulated interest rates are more likely to reduce loan provision after the policy implementation. In the meantime, the policy did not necessarily have harmful effects on MFIs' outreach. After the policy introductions, MFIs with lower pre-regulated interest rate were likely to increase growths of amounts of loans and numbers of borrowers in less developed areas. These results suggest that interest rate cap policy affect MFIs differently depending on pre-regulated interest rate they charge on borrowers, and MFIs with higher pre-regulated interest rates are more likely to be affected and to reduce loan provision and increase the size of loans in order to maintain the lending policy toward profit-orientation. However, MFIs with lower pre-regulated interest rate circumvent the policy, and further increase loan provision to people in less developed areas. In other words, the interest rate cap policy lead to reduction in outreach of MFIs with higher pre-regulated interest rate, while such reduction was compensated by increases in outreach of MFIs with lower pre-regulated interest rate.

## 創業支援のために求められる信用保証協会の役割 —愛知県信用保証協会アンケート調査結果を基にして—

神戸大学 家森信善

神戸大学 尾島雅夫

2018年4月に施行された「中小企業の経営の改善発達を促進するための中小企業信用保険法等の一部を改正する法律」では、自己資金の必要のない創業関連保証の枠(100%保証)が1000万円から2000万円へと引き上げられるなど、信用保証を通じた創業支援の拡充が進められている。実は、こうした法整備が進む前から、信用保証を使って創業を支援しようという取り組みが各信用保証協会や地域金融機関によって進められてきた。しかしながら、創業に関連する保証制度の利用者の実態についての調査は行われてこなかった。

そこで、我々は、愛知県信用保証協会と連携して、同協会を利用している創業期の事業者3,988社(創業関連保証などの創業企業向けの保証利用者に加えて、一般企業向けの保証を利用した創業期の企業を含む)に対して2017年9月にアンケート調査を実施し、967社から回答を得た。本稿では、このアンケート調査に基づいて、創業や創業企業の成長を支援するための信用保証のあり方について検討した。

主な結果を紹介すると次の通りである。

信用保証を初めて利用した時点から現在までの間の従業員数の増減を、一定の前提をおいて試算してみたところ、約1.7倍となっており、信用保証の利用だけが原因ではないものの、保証利用企業が雇用を大きく増やしていることが確認できた。

創業者の苦労や心配事を、(1)創業前、(2)創業時、(3)現在、に分けて尋ねてみたところ、「資金繰り、資金調達」は創業前、創業時において最大の心配事であり、資金繰り上の安心感を与えられるような支援が非常に重要であることがわかる。一方、事業を発展させた「現在」になると、「資金繰り、資金調達」の心配は減っているが、それでも3人に1人の創業者にとっては心配事であり、金融面での継続的な支援の重要性が明確になった。

信用保証利用時に対しては約6割の人が何らかの不満を感じている。不満の中には、信用保証協会や窓口となる金融機関の十分な説明や業務の効率化によって解消できるものも多い。逆に、信用保証利用のメリットについても尋ねているが、注目したいのは「金融機関との取引が緊密になった」との回答がごくわずかにとどまっていた点である。保証利用先企業と金融機関の関係を早期に密接化する仕掛け作りがまだ構築できていないことを示唆している。

信用保証協会が、こうした金融機関の消極的な対応姿勢をどこまで改善していけるかが、2018年4月に始まった新しい信用保証制度の成否のカギを握っていると言えよう。

Predicting the Probabilities of Default for Privately Held Banks: The Case of  
*Shinkin* Banks in Japan

Brahim Guizani†  
University of Jendouba  
Wako Watanabe  
Cabinet Office

Abstract

Using the statistical relationships between market values of banks' assets and their volatilities that are implied from banks' shareholders' values of publicly held banks and their financial statement-based variables, which are used to compute banks' probabilities of default, we conduct out of sample predictions for these two variables for the sample of privately held *shinkin* banks. We, then, use estimates of these two variables to estimate *shinkin* banks' probabilities of default. We find that estimated probabilities of default predict *shinkin* banks' ex-post failures that are not predicted based on such financial statement-based variables as the regulatory capital adequacy ratio well.

Keywords: probability of default, privately held bank

JEL classification: G21, G22

## The Determinants of Operational Characteristics of Microfinance Institutions: A Comparative Analysis of Cambodia and the Philippines Using DEA and PCA

Hidenobu Okuda (Hitotsubashi University)

Daiju Aiba (JICA Research Institute)

This study is the attempt to found successfully several differences in management characteristics and efficiency between Cambodian and Philippine MFIs. By applying the analytical methodology adopted in Gutierrez-Nieto (2007) and Yuzawa (2009) to the samples extracted from the MIX (Microfinance Information Exchange) database on MFIs in 2009-2014, this study investigated the management characteristics and management efficiency of Cambodian and Philippine MFIs. In addition, in order to quantify the impact of the country specific differences in business environments on the operational characteristics of MFIs, this study also investigate the factors which drive MFIs to shift toward outreach-oriented operation by regressing the PC2 on the environmental variables.

According to DEA and PCA, first, Cambodian MFIs tended to target sustainability (profitability) oriented management, and Philippine MFIs tended to target outreach (financial service to the poor) oriented management. Secondly, the large sized MIFs tended to have higher overall efficiency than the small and medium sized MFIs in Cambodia, but this tendency was reversed in the Philippines. Thirdly, Cambodian MFIs used personnel expenses more intensively than other non-personnel expenses, but the tendency was reversed in the Philippines. These findings are consistent with the assertion claimed by Amenomori (2010).

Regression analysis suggests that (i) the development in formal financial sector push the MFIs to more outreach-oriented operation, since the competition in the low risky customer segment becomes intense, (ii) GDP growth increase the number of potential customers for MFIs, especially the poor, and drive MFIs to focus on outreach-oriented operation, (iii) if top commercial banks have high market power, the MFIs are pushed to extend loans to the poor, (iv) there is a difference in the MFI's operation between Cambodia and Philippine, possibly because of regulatory or cultural difference or differences in government policy relating to MFI sectors.

Keywords: Cambodia, the Philippines, MFIs, Operational Characteristics, DEA, Principle PCA

## Importance of Awareness of Default Risk on Conducting Monetary and Fiscal Policies

Okano, Eiji

Nagoya City University

Masataka Eguchi

Komazawa University

We develop a class of DSGE models with nominal rigidities and investigate importance of awareness of default risk at the point of conducting monetary and fiscal policies. We introduce the default risk in the model. The default mechanism is based on Uribe's who show the trade-off between stabilizing inflation and suppressing default. We assume two policy authorities: the policy authority who are aware of the default risk and it who are not. If the policy authorities are aware of the default risk, the welfare costs function which stems from second-order approximated utility function contains the quadratic term of the premium difference which is difference between the government debt yield and its coupon rate. If they are not, the welfare costs function does not contain such a quadratic term. We analyze two policies: the exact and the false policies. The exact is optimal monetary and fiscal policy and conducted by the policy authorities which are aware of default risk. The false is optimal monetary and fiscal policy and conducted by the policy authorities which are not aware of default risk. We solve the LQ problem and the model are solved numerically. Further, we calculate coefficients of simple rules which are a class of Taylor rules and a class of Bohn rule. We find that there is no distinction on simple rules between the exact and false policies if the interest spread is low. However, if the interest spread in the steady state is high, the policy authorities should give up to stabilize inflation and minimize the premium difference. We calculate welfare costs under two policies. if the interest spread is low, there is much difference on welfare costs between two policies. However, if it is high, the difference on the welfare costs are not negligible and is very high. If policy authorities are not aware of the default risk, the policy authorities introduce tighter policy which generates much welfare costs. If the interest spread is high, policy authorities should be aware of the default risk.

## **Asset Pricing with Long-Run Durable Expenditure Risk:**

### **Evidence from the U.S. and Japan**

HUAN LI

一橋大学大学院生

#### Abstract

Applying the model of Parker and Julliard (2005) to durable goods, this study investigates the relationship between long-run durable expenditure risk and cross-sectional variation of stock returns across two highly developed capital markets: the U.S. and Japan. A new finding is that the long-run durable expenditure model can obtain a reasonable risk-aversion parameter and estimate a smaller value than those obtained with the many novel models proposed in recent years. The U.S. and Japan share a common relationship between the pattern of business cycles and durable expenditure risk in the future horizon following return; that is, durable expenditure risk over the long-run is countercyclical. The ability to use data on consumption, for which households have true latitude in making choices, could help to resolve equity premium puzzles.

JEL classification: G11; G12; E21

Keywords: Durable goods; Equity premium puzzle; CCPAM; GMM; Long-run consumption risk

## **Counter-cyclical capital requirements with a scheme of capital distribution restraint: A DSGE approach**

佐藤嘉晃 ( 名古屋大学大学院生 )

### Abstract

We assess the effects of the introduction of the time-varying capital requirements on the financial sector and the economy during a simulated recession. We consider the time-varying capital requirements which respond to the changes in the credit-to-GDP ratio. The simulation results provide the evidence that the time-varying capital requirements work to mitigate the severity of a recession. Our results also indicate that a scheme which discourages financial intermediaries from distributing their capital during a recession significantly enhances the stabilizing effects of the time-varying capital requirements. These results partly provide support for new macro-prudential capital requirement regimes proposed in Basel III reforms.

## <歴史パネル> 前近代の日本における貨幣の発行と流通

### パネル趣旨

早稲田大学 鎮目 雅人

20世紀末から21世紀初頭に各国で発生した金融危機と伝統的な金融政策手段の有効性喪失という事態は、貨幣のあり方に対する通説的理解の再考を迫っている。また、仮想通貨の出現は、中央銀行を流動性供給の中核とする近代の貨幣制度への挑戦とみることもできる。実は、世界の多くの地域において、近代の貨幣制度が成立する以前やその生成過程においては、金属を中心とする商品貨幣に起源をもつ貨幣と社会内部の信用から派生した貨幣が多様な展開を見せ、相互に密接に関係しながら流動性の供給が行われていた。例えば、江戸時代の日本では、幕府が独占的に供給する金銀銭貨と、両替商をはじめとする商人信用に（程度の差はあれ）依拠する藩札・私札が、地域的な多様性を持ちつつ併存し、その発行・流通形態は時代を通じて変容していった。そこでは、国家単位で設立された中央銀行を流動性供給の中核とする近代貨幣制度の下では覆い隠されてきた貨幣や信用のさまざまな様態が、より明確なかたちで観察できる。本パネルでは、主として織田・豊臣政権期から江戸時代の日本における貨幣の発行と流通に関するいくつかの事例観察の中から、現代にも通じる貨幣のあり方に対する新たな知見を探りたい。

### 報告1：16世紀日本における貨幣の発行と流通

安田女子大学 高木 久史

近世日本の貨幣システムの始点たる16世紀の貨幣システムに関する研究の近年の到達点を整理する。外生的供給・内生的供給によるものそれぞれの16世紀における供給の実態と制度、そして17世紀への連続性について論じる。具体的な対象は銭、米、金貨、銀貨、手形類、掛取引である。銭（輸入・国産模造）の不足に伴う、新たな基準銭の定義（ビタ）の形成と、銭以外の媒体・信用手段の使用とが社会で自律的に発生したことを中心に語る。

### 報告2：藩札発行における領主の機能

住友史料館 安国 良一

藩札における領主の持つ意味を正面から取り上げる。まず17世紀の貨幣をめぐる幕府と藩（大名）の基本的な関係を整理したうえで、藩札の発行・流通において幕・藩領主の果たした機能について論じる。両者の対立面よりも相補的な関係への変化に注目したい。また19世紀、発行の原資や裁判時の取扱など、身分制社会の枠組みを利用しながら、さまざまな貨幣形態・様式が地域社会のなかから生み出され流通したことを明らかにする

### 報告3：小規模藩による紙幣の発行

大阪商業大学 加藤慶一郎

藩札研究はその殆どが中規模以上の藩を対象にしており、100以上の小規模藩（知行高4万石未満）の紙幣に関する研究は皆無に近い。諸藩領が錯綜する播磨地方に所在した三日月藩（1万6千石）もその一つで、19世紀初頭～明治初年において数種の紙幣を発行した。当初は札潰れを恐れて一流の職人に製造させたが、明治初年には不換紙幣であっても藩債の返済と地域流動性の向上を可能にする「一举両得」なものとの認識に転じていた。

## Quantifying the Effects of QQE on Long-run Inflation Expectations in Japan

Mototsugu Shintani

University of Tokyo

Naoto Soma

University of Tokyo (Graduate Student)

### Abstract

We apply a simple time-series model framework to evaluate the effects of the quantitative and qualitative easing (QQE) policy conducted by the Bank of Japan on the long-run inflation expectations among market participants.

Keywords: Autoregressive model, inflation forecast, sticky information

JEL Classification: E5

## Identifying Unconventional Monetary Policy Shocks

柴本昌彦 神戸大学  
高橋耕史 日本銀行  
中島清貴 甲南大学

This paper proposes a novel method for identifying unconventional monetary policy shocks. The method incorporates the movement of two unconventional monetary policy indicators, namely, the size and composition of the central bank's balance sheet, after the bank makes policy decisions. Under some restrictions imposed in the vector autoregressive model, we identify two unconventional policy shocks, quantitative and qualitative shocks, as anticipated shocks that best portend the current and future paths of the unconventional policy indicators in response to the policy shocks. The qualitative easing shocks have expansionary effects on the real economy, while the quantitative easing shocks have contractionary effects.

## 雇用形態の違いによる家計消費への影響

高知大学 海野晋悟

### 概要

本研究では、家計経済研究所の「消費生活に関するパネル調査」を使用して、夫婦の就業状態の違いが世帯消費にどのような影響を与えているかを消費関数の推計することで分析した。労働時間は35時間を軸に未満と以上で形態を分け、呼称は「常勤」と「パート・アルバイト」で形態を分けた。基本統計から、35H未満妻世帯やパート妻世帯の結果に注目した場合、他の種類の世帯よりも資産残高の割に負債を多く保有しており、月々の返済で消費支出をスムーズに行えているのか懸念が生じる。負債残高が多く予備的貯蓄がうまく行えない環境で、所得に高い不確実性が予期されるような雇用状態は更なる消費への負の影響が予期できる。

「ドル建て投資ポートフォリオの為替リスクヘッジ戦略」  
Hedging Strategy of Foreign Exchange Rate Risk Based on Mean Reversion  
of The Real Exchange Rate Index of Yen Against Dollar

龍谷大学 竹中 正治

報告要旨

本論は実質相場指数の平均回帰の性質を利用した外貨（米ドル）建てポートフォリオの為替リスクの効果的なヘッジ手法の提示を試みたものである。実質相場指数が回帰する長期的な平均値として、①1973年1月起点の各時点平均値、②各時点の15年移動平均値の2通りについて、またヘッジ操作の手法としては、①実質相場指数の乖離率の累積相対度数から算出した基準ヘッジ率通りの操作、②平均値からの1シグマベース乖離で発動するleads & lagsヘッジ操作、③同1/2シグマベースのleads & lagsヘッジ操作の3ケースに分けて検証した。

為替相場のリスクヘッジを適用したドル建てポートフォリオとしては、1989年12月から2017年12月の期間を対象に米国株価指数S&P500に連動する投資と米国債7-10年物に対する投資（S&P U.S. Treasury Bond 7-10 Year Index）を50:50の比率で毎年12月末にリバランスするものを想定した。

投資パフォーマンスを対比する参考基準として、ヘッジ無し、常時100%ヘッジ、常時50%ヘッジの3通りと比較したところ、15年移動平均値基準のヘッジ操作の3通りのケースで、シャープレシオの向上が見られた。とりわけ1/2シグマベースのleads & lagsヘッジ操作でシャープレシオの有意な向上が見られ、検証した9通りのケースで最も高い結果となった。

日本の投資家層は外貨金融資産の為替変動（円高）で過去度々大きな損失を計上し、また近年の先物為替取引でのヘッジコストの金利格差を上回る水準への上昇で苦戦している。本論の検証結果は、こうした日本の投資家にとって有望なものだと筆者は考える。

ただし今回の結果がどこまで一般化できるかについては、以下の理由でさらなる検証が必要であろう。その理由は、第1に対象がドル円相場に限定されており、日本の投資家の視点からは、ユーロ円をはじめとする複数の主要先進国通貨（英国ポンド、カナダドル、オーストラリアドルなど）にも適用可能か、さらには主要諸通貨の対ドル相場で適用が可能かなど対象通貨拡大して検証する必要がある。

第2に本論の提示するヘッジ操作による投資パフォーマンスの向上は、基準として採用する移動平均値の期間、leads & lagsを発動する平均値からの乖離率のレンジ設定などに依存しており、他通貨ペアでも同様の設定で投資パフォーマンスが向上するかどうかは未検証であり、今後の作業課題となる。

以上

## What Factors Caused the Increasing Currency Hedging Cost?

Sanae Ohno  
Musashi University

### Abstract

The increasing currency hedging costs have been highlighted in recent years. The hedging costs to cover the US dollar exposures has been increasing at a faster pace than the interest rate differentials, which indicates the violation of covered interest rate parity (CIP). The deviations from CIP have become evident even though there has been no symptom indicating worsened creditworthiness of global financial institutions as well as the associated liquidity tightness observed during the past crisis period.

This study employs two empirical methodologies to examine the determinants of CIP deviations by focusing on the gap of monetary policy stances across nations and other macroeconomic structural factors. First, historical decomposition analysis is implemented to detect a main factor bringing about the upward trend of the hedging costs in the past few years. Second, panel data analysis is conducted to confirm the relationship between CIP deviations and macroeconomic structural factors.

Results show that the cost of hedging exposure to foreign currencies, particularly the US dollar, might arise from the increased outward securities investments promoted by the difference of monetary policy stances across countries. This study also reveals that macroeconomic structural factors were related to the increase in hedging costs. The significant increase in the price of hedges for yen investors might be driven by their biased preference toward the US dollar securities investments.

## **The trade rebalance effect and the exchange rate pass-through of renminbi**

Pengfei LUO

Hitotsubashi University

### **Abstract**

China's trade imbalance (surplus) sharply had deteriorated in the 2000s and returned to an acceptable level in the last decade. Referring to the large change of China's exchange rate regime in the last decade, this paper aimed to illustrate whether the renminbi exchange rate effectively helped rebalance China's large trade surplus in 2000s, especially after 2005 when China switched its exchange rate regime from the dollar-peg to the managed floating regime. By employing structural vector autoregressive (SVAR) model and time-varying parameter VAR (TVP-VAR) model, this paper found that the appreciation of renminbi generally helped reduce China's large trade surplus during 1998-2016, but this rebalance effect varied over time. Moreover, I found that the increased exchange rate pass-through could partially explain the increased trade rebalance effect of the renminbi after the global financial crisis.

**Keyword:** renminbi, trade rebalance, exchange rate pass-through, TVP-VAR

**JEL Classification:** F31, F32

## 企業の財務政策は保守的すぎないか -望まれる超低金利負債の有効活用-

立命館大学・昭和女子大学 林原 行雄

### 〈報告要旨〉

企業の内部留保の水準とその用途について、①. 企業は賃金や配当を抑え内部留保に必要以上に計上していないか、②. 企業が留保した利益の効率運用を図っていないかのではないかと、③. 過剰な内部留保に課税すべきではないか、という指摘がなされている。

本報告は、法人企業統計年次別調査を用いて企業の内部留保の水準と運用の動向を分析し、企業の財務政策が財務の基礎理論からみて適正に行われているか検証する（本報告では内部留保課税の是非については触れない）。

2008年のリーマン・ショック後の企業の財務政策を概観すると、企業の内部留保に減価償却費を加えた内部調達、業績の好調により実物投資（設備投資、土地投資、在庫投資の合計）を遥かに上回り、企業部門は資金余剰・貯蓄超過の状態が継続している。ペッキング・オーダーが最も上位にある内部調達資金は潤沢すぎる程用意されていたので、企業投資が資金的制約により抑制されていないことは明らかであり、超低金利の負債が投資資金の源泉として積極的に活用されたことはなかった。

内部調達その用途はかつて過剰と指摘された有利子負債の返済に優先充当され、DEレシオが最適水準を下回る水準まで低下しているように思える。企業の手元流動性比率は上昇しており、キャッシュ・マネジメントが進む中、しかも金融緩和下にあつて、企業は必要以上の当座資産を保有し、資金の効率運用を図っていない。この間配当性向は低下傾向にあり、超低金利の負債調達をDEレシオが最適点に達する迄増やし、そうして生まれた余裕資金を配当の増加に充てる、すなわち内部留保を抑え配当性向を高めることにより、企業価値の最大化が図られた筈である。

人手不足下で賃金が上がらないことへの対策は、賃金が雇用の需給を反映するよう法制や慣行を改め、雇用の流動性を高めることが何よりも有効である。

以上から判断すると、「異次元の金融緩和」が期待通りの効果を生み出していない一因は、内部留保を適正水準以上に計上し、その資金運用の効率を図っていないという、近年の保守的すぎる企業の財務政策にある。超低金利状態が続く間に負債を活用して、イノベーションに富む成長投資にチャレンジする、積極的な企業家精神を持つことが、成長戦略の達成のために企業経営者に求められている。金融政策の効果を測る視点も、2%の物価上昇率の公約実現だけでなく、異次元の金融緩和がどのような波及経路で企業活動を活性化し、日本経済の成長に結びつくのかという点に、もっと焦点が当てられるべきである。

## 日本における融資枠の概観 -融資枠の契約、極度額、利用率に関する実証分析-

一橋大学大学院生 本田朋史

本稿は、2004年から2017年の期間において、各年度の融資枠に関する概要の推移を明らかにし、融資枠の契約、極度額、利用率の決定要因に関して分析を行っている。本稿で得た結果は次の通りである。第1に2004年から2017年において、コミットメントラインは約17%、当座貸越は約14%の企業が契約をしていた。総資産に対する融資枠の極度額の規模について、コミットメントラインに関しては2004年以降減少傾向にあるが、当座貸越は増加傾向となっていた。融資の利用率については中央値で見た場合、当座貸越に関しては、リーマンショック以前は増加傾向にあり、それ以降は減少傾向になっていた。しかし、コミットメントラインに関しては、2004年から2017年の期間において利用されていないことが明らかとなった。第2に融資枠の契約に関しては、キャッシュフローが大きい企業ほど契約する傾向があるが、特にコミットメントラインの契約は取引銀行との関係が緊密であることが要因の一つであることが明らかとなった。第3に融資枠の契約規模は内部資金によって決定されるが、取引銀行との関係が緊密な場合でもコミットメントラインの契約規模には影響を与えないことが明らかとなった。第4に融資枠の利用比率に関しては、内部資金と代替的に融資枠が利用されている。また、銀行企業間関係が緊密なほどコミットメントラインからの借入が減少することが明らかとなった。

本稿の結果から、日本の上場企業においてコミットメントラインは、1999年の「特定融資枠契約に関する法律」の成立以降未だに普及していないことが示唆される。また、契約の有無や契約後の利用が現金保有やキャッシュフロー等の内部資金によって決定されている点に加え、取引銀行との関係性に影響される。特にコミットメントラインの多くはほとんどが未利用となっている点で、日本の上場企業はコミットメントラインを利用する必要がないこと、取引銀行との関係を目的として契約している可能性が示唆される。

## ファミリー企業のパフォーマンスとその長期的推移

名古屋商科大学商学部

太宰 北斗

途上国や新興国だけでなく日本を含む多くの先進諸国の大企業においても、創業者一族が経営に参加したり、一定量の株式を保有したりするファミリー企業は数多く観測される。このファミリー企業のパフォーマンスに関して、これまで多くの研究が行われてきた。共通して見られる傾向の1つは、創業者が経営するファミリー企業では非ファミリー企業よりも平均的に業績が良いが、2代目以降の世襲経営が行われているファミリー企業では平均的に業績が悪いというものである。

しかし、過去の実証分析の結果は、必ずしも一様の傾向を示してはいない。世襲経営をするファミリー企業でも業績が良いとする実証結果も、複数の先行研究で示されているからである。この点は、日本を対象とした先行研究でも見られ、研究上の齟齬を生んでいる。

研究間で分析結果が異なる理由について、先行研究の一部では、ファミリー企業の定義や、上場場部など対象企業の違いによる影響が指摘されてきた。しかし、日本のファミリー企業を対象にした先行研究では対象企業やファミリー企業の定義については共通した点が多い。

これに関連して、本稿では、双方の研究の対象期間の違いに着目し、日本のファミリー企業のパフォーマンスがどのように推移してきたのかを分析した。具体的には、1962年から2010年までの1部2部上場企業および地方上場企業を対象に、ファミリー企業であるかどうか、トービンの $q$ に与える影響について、産業の競争環境や、GDP成長率など経済状況を示す変数との関係が見られるか、回帰分析により確認した。なお、本稿では創業者一族が上位10大株主であるか、または、創業者一族が社長もしくは会長に就任している企業をファミリー企業としている。

分析の結果は、対象期間の選択がファミリー企業のパフォーマンスの見え方を変化させることを裏付けるものであった。創業者が経営するファミリー企業か世襲経営が行われているファミリー企業に係わらず、1960年代には比較的トービンの $q$ が高く、バブル経済期に向けて落ち込んでいく傾向があり、この年代別の差も有意なものであった。また、この変化は総資産成長率の高い成長機会が見込める状況においてプラスに動き、市場全体の株式時価総額が高い時期にはマイナスに動くことが示された。

本稿は、ファミリー企業のパフォーマンスについて、その長期的な推移や変化を確認した、筆者の知る限り、はじめてのものである。また、株主構成など企業特有の要因のほか、マクロ経済状況によってもファミリー企業と非ファミリー企業のパフォーマンスの差が変化しうることを示唆した点は、従来の、ファミリー企業が優れているのか劣っているのか

という研究に見られた齟齬を解消できる可能性を見出しており，本稿の貢献であると考えられる．

## 邦銀オーバーバンキング問題の再考

埼玉大学大学院生 杉山 敏啓

### 1. 問題意識

オーバーバンキングは、銀行セクターが巨大（オーバー）であることが銀行経営不振の原因となって、金融システム脆弱性につながる懸念があるために問題として認識されてきたように思われる。1990年代後半から2000年代前半頃までは、銀行等の巨大な不良債権に起因する銀行経営不振があつてオーバーバンキング批判が展開された。だが最近では、銀行経営不振の原因が信用リスク要因から収益コスト要因へと質的に変化していると思われ、今一度オーバーバンキング問題について再考する意義があると考えられる。

### 2. 邦銀オーバーバンキング度合いの評価

オーバーバンキングが指すオーバーの観点、金融機関数、店舗数、預貸残高など論者によって異なることがある。本邦銀行セクターの機関数・店舗数は減少基調を辿ってきており、最近の水準は他の先進国と比較して巨大とは言いにくい。貸出残高の対GDP割合は、わが国は2005年頃までは巨大と言えたが、最近の水準は先進国の中位程度になっている。要求払預金および市中現金の対GDP割合は、わが国は突出して巨大であり、しかもその突出ぶりは年々高まっている。

このように今日の邦銀がオーバーバンキングと思われる観点は預金超過にあり、イールドカーブ低下と相俟って金融機関の収益コスト構造の悪化を招き、最近では銀行経営不振の原因となっている可能性が考えられる。また預金超過の背景には国内利用者の現預金選好の強さや、同ニーズに呼応した本邦金融機関の過剰利便性提供にあるという仮説も考えうる。

### 3. 銀行セクター低収益性問題の原因

オーバーバンキング批判が生じる根底に、銀行セクターが低収益化して将来的な安定存続への懸念があるとするならば、わが国のオーバーバンキング問題と邦銀低収益性問題は同源と言える。その根本的原因に関する仮説を本研究では①低い手数料利益、②低いイールドカーブ、③預金超過・貸出能力過剰、④営業規模過剰の4点に整理した。

このうち預金超過に起因する低収益性問題について、手数料収入増強や市場金利上昇等による業務粗利益の拡大均衡が見込めない場合、銀行等は採算に合わない預金取引コストの削減という縮小均衡にも本腰を入れざるを得ないと思われる。

以上

## Bank Characteristics and Bank Lending to New Firms

南山大学 大鐘雄太

同志社大学 内木栄莉子

This paper examines the characteristics of financial institutions that provide finance to new firms using a unique firm-bank match-level dataset of more than 3,000 unlisted small and medium-sized enterprises (SMEs) incorporated in Japan. We employ a within-firm estimator that controls for unobserved time-varying firm heterogeneity through firm\*time fixed effects. We find that financial institutions with many branch stores or employees are more likely to provide finance to new firms. We also find that Shinkin banks tend to provide loans to these firms more aggressively than profit-maximizing financial institutions. Moreover, we find that when financial institutions provide finance to new firms from just after their incorporation, the number of stores is more important than the case of lending to such firms in general. Furthermore, we find that financial institutions with high capital adequacy ratios continuously provide loans to the same new firms.

JEL classification: G21; L26; M13

Keywords: Bank characteristics; Bank lending; New firms

## マイクロクレジットにおける 異なるアウトリーチ間トレードオフと最適金利

岡山大学 西垣鳴人

マイクロクレジットの目的は世界共通であり、貧しい人々に許容可能な条件で融資を提供すること、それを通じて彼ら彼女らの貧困を緩和することである。しかしながら、この「貧困緩和」の効果をどのような観点から評価するかによって見解が大きく分かれる。マイクロクレジット研究者には伝統的に一定の高金利を擁護する論者と高金利に反対する論者とが混在している。これら二種類の論者は「貧困緩和」の効果を評価する観点が異なっており、高金利擁護派は、ある程度の金利水準を確保することでより多くの貸し手が市場に参加出来たりより多くの資金を調達可能にしたりできるという「広がり（狭義のアウトリーチ）」によって主に貧困緩和の効果を評価する。一方、高金利反対派は借り手の費用を抑制することで手元に残る「利益」がどれだけ確保されたかを重視する。

Schreiner (2002)はこれら「広がり」と「利益」という二つのアウトリーチ（手を差し伸べること）の間にトレードオフの関係を認めた。少し単純化した言いだが金利を高めることは融資の「広がり」を増進させる一方で借り手一人当たりの「利益」は低下させることになる。本稿は「広がり」をマイクロクレジットの顧客数、「利益」を顧客一人あたりの純利潤とみなし、その積を貧困緩和の総効果ととらえる。総効果は最初金利の上昇とともに拡大するがやがて縮小に転ずる。この総効果を最大にするような金利を最適金利とする分析枠組みを本稿前半（第3節まで）で構築する。

本稿後半では最適金利の分析枠組みを応用することで、マイクロクレジットが直面するいくつかの現実的課題の分析を試みる。第4節ではマイクロファイナンスのエージェンシー問題：ある種のモラルハザードと逆選択が最適金利に及ぼす影響について分析している。第5節では途上国と先進国それぞれの課題について同フレームワークを使った分析と政策提言を試みている。

## 国際金融への仮想通貨の体系組み込みと PoW (Proof of Work)型認証方法への改良案\*

専修大学 小川健\*\*

### <報告要旨>

近年急速に注目されるようになってきた仮想通貨とその暗号技術であるブロックチェーンは、経済系でも例えば金融方面を狙う場合には決して無視できない。また、その代表格の1つ、ビットコインはデジタルな金(きん)とも呼ばれ、その価格の乱高下・高騰以外にも中央銀行のないお金として経済学教育の教材にも充分なり得るだけでなく、教えないという選択は学生に「真実を伝えない」教育ともとれる。そして、こういう事柄を(10年前にはニュースに触れていなかった)学生が教員の手ほどき無しに勝手に学びだす際には、例えば10年ほど前に問題になった円天詐欺等のような項目に簡単に引かかる危険性も高い。しかし技術系と異なり、経済系では例えば電子メール等での公開鍵暗号の仕組み等ですら教えられている訳ではなく、学生も多くは知らない。そこで、本報告では国際金融の学部生用講義を想定して、技術系ではない経済系では仮想通貨やビットコイン/リップル、そしてブロックチェーン等はどう教えたらいかが検討することで、国際金融の既存の体系の中に仮想通貨・暗号通貨をどのように組み込めるのか検討する。

また、2018年5月よりモナコイン(MONA)、ビットコインゴールド(BTG)を初めとして、Proof of Work型アルトコインにはBlock Withholding Attack/Selfish Mining, 51%攻撃と言われるようなProof of Work認証型ブロックチェーンの根幹を揺るがすような攻撃が行われだした。これを契機に(ビットコインを除く)小・中規模なアルトコインでは旧来のProof of Work型の認証方式には限界が来ているのではないかとする説が取りざたされるようになり、モナコインは実際に保有量に応じた承認権限を与えるProof of Stake(PoS)型への移行を表明した。しかし、ビットコインに始まるパブリック・ブロックチェーンの持つ「非中央集権制」について、PoSでは(事前には確保されても)事後には確保されない可能性がある。そこでProof of Work型暗号通貨認証方式の長寿命化についても本報告で考察する。

キーワード：仮想通貨教育，国際金融教育，Proof of Work(PoW)

JEL区分：A22, E58, F31, F65, G12, G15

論文本体URL：<http://u0u1.net/HRLh> (随時更新予定)



\* 本稿の基原稿に際し、橋本理博先生(帝塚山大学)及び高久賢也先生(広島市立大学)への討論者をお呼びいたしました。この場を借りて御礼申し上げます。商標侵害の意図はありません。本稿にありうる誤りについては執筆者に帰します。

\*\*〒214-8580 神奈川県川崎市多摩区東三田二丁目1番1号 生田校舎9号館7階9710号室  
(044)900-7970, (090)4255-1796, takeshi.ogawa.123@gmail.com

## 中国のパーソナルファイナンスにおけるビッグデータの活用

京都学園大学 李立栄

中国のフィンテックは、インターネット企業が電子商取引決済プラットフォームにおいて金融商品販売を行うなど、さまざまな分野をカバーしながら急速に拡大した。とりわけ、ビッグデータを活用したさまざまなサービスにおいてユーザーの信用リスク評価を低コストかつ迅速に行うことが可能になり、多様なサービスを有機的に展開できるようになった。

本研究では、中国のパーソナルファイナンスに焦点を当てて、金融分野でのビッグデータ活用事例をもとに考察を加える。中国を研究対象とするのは、同国がビッグデータ活用に適した環境にあるからである。すなわち、インターネット利用人口が世界最大であることに加え、スマートフォンを使用した個人向けサービスの利用が盛んであり、個人のデータ蓄積が他国より圧倒的に速い。また、巨大なプラットフォーム企業 BAT（百度、アリババ、テンセント）が存在するため、様々な分野のデータを組み合わせることが容易である。そのため、ビッグデータの活用において先進的な取組みが先行している。

世界のフィンテックのなかでも、電子商取引最大手のアリババグループが豊富なデータ活用が可能なのは、アリババの電子商取引とそのプラットフォームにおいて膨大なビッグデータの収集・連携が可能なのが大きく寄与している。中国は個人データに関する規制をはじめ、業務に関する規制が比較的緩やかであるといわれており、先進的な実験が可能であることなどが背景として指摘できる。

本報告では、中国のフィンテック業界をリードするアリババグループのビッグデータを活用したパーソナルファイナンス分野での取り組みについて紹介する。アリペイが広範囲な業務との連携が可能であった背景について考察するとともに、今後の規制監督の方向性と課題についても触れたい。

キーワード：中国のフィンテック、ビッグデータ、金融イノベーション

## Export Dynamics and Invoicing Currency

Kazunobu HAYAKAWA\*

*Institute of Developing Economies, Japan*

Toshiyuki MATSUURA#

*Keio Economic Observatory, Keio  
University, Japan*

Taiyo YOSHIMI

*Faculty of Economics, Chuo University,  
Japan*

Nuttawut LAKSANAPANYAKUL

*Science and Technology Development  
Program, Thailand Development Research  
Institute, Thailand*

---

**Abstract:** In this paper, using the finely disaggregated firm-level export data in Thailand, we examine how firms' export experience is related to the dynamic choice of invoicing currency. We present an evidence that the majority of exporters do not change invoicing currency for same product/destination during the sample period. This evidence implies that changing invoicing currency requires significant burden of menu cost. We also find that, even after controlling for export size, the probability of choosing export country's currency, or producers' currency (PC), in the first export is significantly higher than in the export of the second and subsequent products/destinations. Assuming importers are risk averse, this finding implies that accumulation of firms' export experience provides better know-hows of exchange rate risk management and enhances the use of currencies other than PC in order to gain better profit. We also propose a theoretical model which provides rationale for these empirical findings.

**Keywords:** Export dynamics; Invoicing currency; Exchange rate risk management; Learning

**JEL Classification:** F1; F3

---

\* This research was conducted as part of a project of the Economic Research Institute for ASEAN and East Asia "Export Dynamics and Export Industry Development." We would like to thank Ju Hyun Pyun, Kiyoshi Matsubara, Etsuro Shioji, and the seminar participants at Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI), Japan Society for International Economics and University of Niigata Prefecture. Matsuura and Yoshimi acknowledge financial support from the JSPS under KAKENHI Grant Numbers JP2638011 (to Matsuura), JP15H05393 and JP16H03638 (to Yoshimi). All remaining errors are ours.

# Corresponding author: Toshiyuki Matsuura; Address: 2-15-45, Mita, Minato-ku, Tokyo, 108-8345, Japan; E-mail: matsuura@sanken.keio.ac.jp.

## Learning from Extreme Catastrophes

南洋理工大学 神谷 信一

東京理科大学 柳瀬 典由

This article studies the effect of extreme catastrophes on the expectation of the likelihood of future events by investigating Japanese households' earthquake insurance take-up after the top two costliest disasters in history. Direct loss experience led the strongest reactions to extreme catastrophes while risk belief updates were nation-wide phenomena. Sharing personalized information contributed the strong and persistent indirect experience effects. Both availability bias and representativeness help explain the effect of past loss experience. Further, a dominating effect of gambler fallacy in the sense of Tversky and Kahneman (1973) is observed after indirect experience of a 1000-year earthquake.

## Determinants of Derivatives Use -Evidence from Small and Medium-sized Enterprises-

明治大学 浅井義裕

デリバティブは、企業のリスク管理などによく用いられている。デリバティブに関する研究は数多いが、「リスク管理目的のデリバティブ利用」と「投機目的のデリバティブ利用」を区別した分析はほとんどない。また、中小企業が、どの程度、どのような目的でデリバティブを利用しているのかを明らかにした研究はほとんどない。そこで、本研究では、浅井義裕(2015)「中小企業の保険需要とリスクマネジメント—アンケート調査の集計結果—」『明大商学論叢』第97巻4号 pp. 45-82 でまとめたデータ（全国の製造業、中小企業3500社を対象にアンケートを送付し、909社から回答が得られた）を利用し、デリバティブ利用の目的を区別したうえで、中小企業におけるデリバティブ利用に関する実証的な分析を行う。

分析の結果、以下のような結果が得られた。まず、銀行との関係が十分に構築できていないと考えられる中小企業は、「リスク管理目的」、「投機目的」ともに、デリバティブが利用する傾向があることが明らかになった。また、独立系の中小企業では、投機目的でデリバティブを利用しない傾向があることが確認できた。輸出や輸入に従事する企業、海外に工場や営業所を持つ中小企業では、リスク管理目的でデリバティブを利用する傾向があることが分かった。さらに、東京に本社がある中小企業は、リスク管理目的でデリバティブを利用する傾向があるなど、地域間で、デリバティブを利用する傾向に差があることが明らかになった。

## <共通論題>

### 仮想通貨の意義と課題

東京大学 宮尾龍蔵

#### <パネルの趣旨>

ビットコインに代表される仮想通貨は、昨年後半から価格が急騰し、先物市場も創設されるなど、利用者と時価総額は急速に拡大した。日本でも個人投資家による取引が拡大する一方で、今年に入り価格は急落し、取引所において大量不正流出問題も発生した。賛否が対立する仮想通貨であるが、その社会的な影響は広がってきており、決して無視できない。

ビットコインは、無価値の電子データが決済手段として使われるという「未来のおカネ」として期待され、年初からの大幅な価格調整を経た後も、高値の取引が続いている（2018年9月初め時点）。特定の管理者を持たないビットコインは、なぜ現在のような信頼を勝ち得るに至ったのか。そもそも仮想通貨は、本当に信頼に足る「通貨」なのか。投資目的の資産ならば、そのファンダメンタルズとは何か。デジタル資産による資金調達（Initial Coin Offering：ICO）は何が問題なのか。今後、業界団体や規制当局は、どのような取組みを進めていくべきか等々、素朴な疑問は尽きない。

本パネルでは、以上のような問題意識を念頭に、仮想通貨にはどのような意義があり、また課題があるのか、歴史・技術面、学術面、実務面、規制面などから各専門家にご議論いただく。ご登壇いただくパネリストは、岩下直行氏（京都大学教授）、柳川範之氏（東京大学教授）、神田潤一氏（マネーフォワードフィナンシャル代表取締役社長）、水口純氏（金融庁総合政策局審議官）の4名である。

本パネルの討議を通じて、会員諸氏の仮想通貨に関する理解が一段と深まり、研究と教育の現場において仮想通貨とどう向き合うべきなのか考える機会となれば幸いである。

## ＜共通論題＞

### サトシが描いた世界から逸脱したビットコインの行方

京都大学 岩下直行

#### ＜報告要旨＞

2008年にサトシ・ナカモトを名乗る人物が新しい電子現金システム「ビットコイン」を提案する論文を発表した。この新しい技術は、安全性が確保されないインターネット上で、現金に似た価値のある情報を移転、保有できるようにしたという意味で、革命的であった。

インターネット上のデジタルデータを現金のように送金や支払手段に利用する「電子現金」構想は、1980年代から暗号学の一分野として研究されてきた。そうした研究を源流として、各国で実用化が相次ぎ、例えばわが国では交通系電子マネーが広く普及するに至った。

しかし、そうした実用的な電子決済手段は、多くは発行体の負債として規制され、プライバシーの保護も十分ではない。それは、サトシにとっては理想からほど遠いものであったのだろう。彼は、2009年に自らビットコインのシステムを開発してネット上で公開し、第三者が仲介しなくても、匿名での取引が可能な電子的な支払い手段を作り上げた。

ビットコインのシステムを支えているのは、その趣旨に賛同した個人が供出する計算機資源であり、「ビットコイン株式会社」のような組織は存在しない。明確な契約も、法人化の仕組みもなく、コード（コンピュータのプログラム）だけが存在する。そのコードもまた、自主的に集まった技術者が、相互にレビューしつつ、頻繁に書き換えている。国境や法律に縛られることなく送金や支払いができるビットコインは、政府の介入を嫌う人々から熱狂的に受け入れられた。サトシが描いてみせたのは、そんな世界であった。

しかし、開発当初の牧歌的な時代はすぐ過ぎ去る。2013年頃になると、ビットコインの値上がりを求めて、多くの個人投資家が参入してきた。仮想通貨取引所は、法定通貨と仮想通貨を交換するとともに、その管理ができない個人に代わって仮想通貨を預かるサービスを提供するようになる。これが、サトシが想定していた世界からの逸脱の始まりだった。

ビットコインをマイニングする専用のマシンが開発され、マイニングを専門業者が担うようになったのも、サトシが想定していなかったことだ。今や、マイニングは大量の電力を消費し、地球環境問題に無視できない影響を与えていることが指摘されるようになった。

ビットコイン技術が最も輝いて見えたのは、2012年頃であった。その後、相場は上昇したものの、電子現金としての利用はすっかり影を潜め、投機対象に変質してしまった。ビットコインは、今後も、当初デザインされた用途に使われるようになるとは考えにくい。

ビットコインや仮想通貨の将来を考えるうえでは、それらが投機商品として売買されている実態は受容し、不正利用（ML/TF）の禁止や消費者保護の視点からの規制を課しつつ、冷静に内容の理解を進めていくことが必要であろう。こうした観点からは、今後は、犯罪被害防止のための官民における情報共有や、消費者教育が重要になるのではないだろうか。

**<共通論題>****仮想通貨の経済学的意味と今後の課題**

東京大学 柳川範之

**<報告要旨>**

ビットコインに代表される仮想通貨が、実際に価値をもち流通している現状は、貨幣の意義を経済学的に考えるうえでも重要である。そこで、この報告においては、まず仮想通貨を通常の経済理論及び貨幣論の中に位置づけるとともに、仮想通貨が、通常の貨幣とは異なる特徴をどのように有しているのか、そして技術の進展がどのような影響を与えたのかを簡単に紹介する。

そのうえで、現状の仮想通貨が、通貨としてはどのような点で課題を抱えているのか、そしてそれは今後どのように進展していく可能性があるのかを検討する。また、マクロ経済理論や金融論に沿って考えた場合、仮想通貨がどのように経済に影響を与える可能性があるのか、また経済実態の変化によって、仮想通貨の存在可能性が変化しうるのか等について議論する。

また、ICO と呼ばれる、新しい仮想通貨発行による資金調達方法も生じてきている。これについては、ほとんど詐欺に近いという主張もある反面、ブロックチェーン技術を実用化するうえでは重要だという主張もある。そこで、ICO が経済に与える影響とブロックチェーン技術と ICO の関係および ICO 関連のベンチャービジネスの可能性についても議論する。

最後に、ICO も含めて今後の仮想通貨関連取引において、どのような規制を考える必要があるのかを、特にどのような視点から規制を考えるかによって規制のもつ意味が大きく変わってくる点に焦点をあてて検討する。

**<共通論題>****仮想通貨の将来的な活用可能性と実務面における課題**

マネーフォワードフィナンシャル 神田潤一

**<報告要旨>**

ビットコインに代表される仮想通貨は、昨年後半の価格高騰の後、年初から価格が急落し、9月中旬現在はビットコインが最高値から7割程度下落した水準で取引されている。

この間、わが国の仮想通貨業界では、主要な取引所であったコインチェックからの仮想通貨の流出事件があり、その後、金融庁による一連の検査・行政処分が行われた。

コインチェック事件は、仮想通貨の持つ技術的な課題ではなく、事業社側のリスク管理が不十分であったことが直接の原因であった。一方、その後の金融庁による一連の検査・行政処分では、コインチェック以外の事業者においても、ガバナンスやマネーロンダリング対策、顧客資産の分別管理、システムリスク管理などで重大な不備が見つかり、多くの事業者が業務停止命令や業務改善命令を受けることとなった。

こうした流れを受けて、仮想通貨交換事業者では、買収・統合の動きが活発化したほか、9月中旬時点において登録済みの事業者による自主規制団体が認可を申請する動きもみられている。また、金融庁では、新規登録を目指す事業者の審査も始まっており、業界全体として正常化・健全化に向けた動きが本格化している。

一方、仮想通貨に関しては、金融サービスの大きな変革につながる技術との期待も大きい。例えば、仮想通貨のベースとなるブロックチェーン技術は、中央にホストコンピューターなどの大規模なシステムを不要とし、改竄されないデータベースを備えたネットワークを低コストで構築することが可能となるため、グローバルな決済手数料を劇的に下げることが期待されている。また、新規通貨発行（ICO）による簡便な資金調達手段、ユーティリティ・トークンを利用した地域通貨やトークンエコシステムの構築なども、実際のサービスでの活用が視野に入っている。

「仮想通貨には根源的な価値がない」と指摘されることもあるものの、実際のサービスでの利用が広がり、仮想通貨の価値を多くのユーザーが認めるようになれば、仮想通貨に「信認」が生まれ、実際の通貨のように流通する可能性がある。

実際のサービスでの利用が拡大するためには、価格変動（ボラティリティ）の抑制や税制の簡素化・低減などの大きな課題があるものの、既存の金融機関や上場IT企業など、社会的に高い信用を有するプレイヤーの参入が相次ぎ、利便性の高いサービスの提供が拡大すれば、価格の安定化に繋がり、税制面の見直しの機運も高まる可能性がある。

本パネルの討議を通じて、仮想通貨が金融サービスを変革していく可能性と、現時点における課題について、実務的な側面からの視点を提示できれば幸いである。

**<共通論題>****仮想通貨交換業者に対する監督上の対応と課題**

金融庁 水口 純

**<報告要旨>**

我が国では、2014年における仮想通貨交換所の破綻、及びその後のG7やFATFからの国際的要請（暗号資産（仮想通貨）に関する規制導入）を踏まえ、金融イノベーション促進と利用者保護のバランスを考慮しつつ、仮想通貨交換業者に対して登録制を導入し、2017年4月、システム安全性や利用者財産の分別管理義務等の利用者保護規制や、取引時における本人確認義務等のマネロン規制等を課す改正資金決済法を施行した。

暗号資産については、高度で複雑なシステムによりインターネットを通じてグローバルに取引されるといった特性、暗号資産による資金調達（いわゆるICO）など新たな取引や、匿名性が高い暗号資産の登場、投機目的の取引拡大を通じた暗号資産価格の乱高下など、暗号資産を取り巻く環境やビジネスに関する急速な変化が生じている。

これらの状況を踏まえ、昨年8月、マネロン対策やシステムの専門家等で構成される仮想通貨モニタリングチームを設置し、交換業者における内部管理態勢全般にわたって、人員・体制といった形式面のみならず、その実効性を含め重点的な登録審査・モニタリングに努めてきた。

こうした中、2018年1月、登録申請中であったみなし交換業者であるコインチェック社が不正アクセスを受け、保管仮想通貨が外部に流出する事案が発生した。この事態を踏まえ、全てのみなし交換業者及び複数の登録交換業者に対して立入検査を実施し、問題が把握された業者に対しては行政処分を行い、また無登録の業者に対しては警告・公表を行うなど、利用者保護の観点から厳正かつ機動的な対応を行ってきた。

この立入検査等の結果については、本年8月に「中間とりまとめ」として公表しているが、主にみなし交換業者において、市況の拡大に伴うビジネスの急激な拡大に内部管理態勢等の整備が全般的に追いついていない実態が把握された。この背景には、システムやリスク管理人材が不足している中で、内部管理より業容拡大・利益を優先する経営姿勢等、経営ガバナンス上の問題が認められた。

また現在、法令上の規制とあわせ、業界団体による自主規制機能の早期確立も期待されている。

さらに、クロスボーダーで取引されるといった暗号通貨のグローバルな特性に鑑み、1国のみでの対応では問題は解決できず、G20/G7等の国際フォーラムや、国際機関による国際協調に基づくグローバルな対応が不可欠であると考えられる。