

平成 20 年 1 月 28 日
日 本 銀 行
調 査 統 計 局

東京大学金融教育研究センター・日本銀行調査統計局第 2 回共催コンファレンス：
「90 年代の長期低迷は我々に何をもたらしたか」の様

東京大学金融教育研究センターと日本銀行調査統計局は、2007 年 11 月 26 日(月)、
27 日(火)の両日にわたって、日本銀行本店にて、「90 年代の長期低迷は我々に何を
もたらしたか 浮かび上がった日本経済の課題・新たに生じた課題 」と題する
コンファレンスを共同開催した。

2005 年 11 月に開催された第 1 回共催コンファレンス「1990 年代以降の日本の経済
変動」では、バブル経済崩壊以降のわが国経済の長期低迷の原因について、多面的に
検討した。これを踏まえ、第 2 回目となる今回のコンファレンスでは、1990 年代の長
期低迷によって浮かび上がった、わが国経済の新たな課題や、長期低迷の経済的コス
トなどについて、計 10 本の論文が報告され、活発な議論が展開されたほか、90 年代
の長期低迷の帰結を総括する目的のパネル・ディスカッションも行われた。プログラ
ムは以下のとおり。

導入セッション

- ・物価変動のコスト 概念整理と計測
報告者 宮尾龍蔵・中村康治・代田豊一郎

第 1 セッション 物価・財政・労働市場に関する分析

- ・日本のフィリップス曲線に何が起こったか
企業の価格設定行動の変化と名目硬直性の高まり
報告者 木村武・黒住卓司・原尚子
- ・長期低迷・デフレと財政
報告者 岩本康志・榎本英高
- ・1990 年代以降の日本の失業：展望
報告者 太田聰一・玄田有史・照山博司

第2セッション 企業の生産性と金融機関融資

- ・金融危機下における銀行貸出と生産性：
企業別成長会計を使った「追い貸し」の検証
報告者 福田慎一・粕谷宗久・赤司健太郎
- ・資源配分の歪みと銀行貸出の関係について：銀行の金融仲介機能の低下とその影響
報告者 大谷聡・白塚重典・山田健

第3セッション 金融資本市場における変化

- ・Efficiency of Credit Allocation and Effectiveness of Government Credit Guarantees: Evidence from Japanese Small Businesses
報告者 植杉威一郎
- ・優先権侵害が追い貸しと貸し渋りに及ぼす影響についての実証研究
報告者 山崎福寿・瀬下博之・太田智之・杉原茂
- ・US Barbarians at the Japan Gate: Cross Border Hedge Fund Activism
報告者 内田交謹・胥鵬
- ・企業の流動性資産保有と投資の決定要因について：上場企業の財務データを用いたパネル分析
報告者 堀敬一・齊藤誠・安藤浩一

総括討議

パネリスト 植田和男・吉川洋・西村清彦・福田慎一・宮尾龍蔵・門間一夫

以下では、セッションごとの報告論文、指定討論者のコメント、リジョインダー、フロアも含めた討論、およびパネル・ディスカッションの概要を紹介する（各参加者の所属等はコンファレンス開催時点のものであり、文中では敬称を省略している）。

導入セッション

「物価変動のコスト 概念整理と計測」宮尾龍蔵（神戸大学）・中村康治・代田豊一郎（日本銀行）

報告者の宮尾は、インフレとデフレを含む物価変動のコストについて、概念整理を行うとともに、わが国の長期低迷期以降における物価変動のコストについて定量的・定性的両面から評価を行った。そして、物価変動の不確実性、貨幣保有の機会費用、ゼロ金利制約、名目賃金の下方硬直性、供給ショック等のコスト要因を分析した結果に基づけば、バブル経済崩壊後に生じたデフレには、コストとメリット両

討論者の塩路悦朗(一橋大学)は、フィリップス曲線のフラット化に関する新しい仮説を提示したうえで、斬新かつ応用範囲の広いモデルを用いて検証したと高く評価した。そのうえで、1970年代後半～80年代前半と近年の2つのフラット化現象を、同じ理由で説明する必要があるか疑問を呈したほか、モデルの現実的妥当性などについてコメントした。すなわち、報告論文では、企業が個々の需給動向よりも、過去の物価動向へのスライド(インデクセーション)を強めている可能性を指摘したのに対して、塩路は、マクロのボラティリティが近年低下する一方、企業毎の個別ショック(idiosyncratic shock)の重要性が相対的に高まっているため、企業は、過去の物価動向を含むマクロ変動に関する情報を、価格設定の際に切り落とすようになった可能性を指摘した。そして、そうした状況下では、個別価格が激しく変動する一方で、平均価格のマクロショックに対する反応は鈍くなったと考える方が自然な解釈ではないかと述べた。また、企業がインデクセーションの傾向を強めているという報告論文の見方について、それをサポートする具体的なエビデンスの提示を求めた。

もう一人の討論者である新谷元嗣(日本銀行・ヴァンダービルト大学)は、報告論文のモデルは、価格改定頻度に関するマイクロデータの分析結果と整合的か、構造型フィリップス曲線を直接推計し、モデル分析の補強を行うべきではないか、モデルに基づくと、インフレ慣性が近年高まっていることになるが、それは、インフレ率の系列相関が近年低下している事実と整合的か、という点についてコメントした。

これに対して、報告者の木村は、マクロのボラティリティが個別ショックに比べ相対的に低下しているという見方に関して、2002年以降の景気回復局面では確かに当てはまっているように見えるが、フィリップス曲線がフラット化し始めた1990年代後半以降の日本経済は、失われた10年の最中にあり、マクロのボラティリティはむしろ拡大したと考える方が適切ではないかと述べた。また、マイクロデータとの整合性に関しては、報告論文のモデルは、過去15年間におけるインフレ率の低下にも拘らず、価格改定頻度がほぼ一定であるという実証結果と整合的であること、価格改定幅が近年低下しているという事実は、ゼロインフレ、低インフレ環境下で企業がインデクセーションを行っているという見方と整合的であること、を指摘した。また、インフレの慣性とは、「ショックが発生した後、インフレ率が元の均衡水準にどの程度の速さで収束するか」ということであり、慣性の程度を評価する際には、インフレ率の均衡水準をどう考えるかが重要であると述べた。そして、CPIでみたインフレ率は近年ゼロ%近傍で推移しているが、均衡水準をゼロ%と考えれば、慣性は低いとも考えられる一方、均衡水準を(例えば、1997年末の金融危機発生直前の)1%程度と考えると、慣性は非常に高いということになるのではないかと指摘した。

「長期低迷・デフレと財政」岩本康志(東京大学)・榎本英高(日本銀行)

報告者の岩本は、長期低迷・デフレが財政状況にどのような影響を与えたか、長期低迷・デフレ期にどのような財政運営がなされるべきだったか、の2つの問題意

識に基づく分析結果を報告した。まず、 について、長期低迷・デフレが仮に生じなかったとした場合、一般政府純債務残高の対名目GDP比率は現実値よりも26%程度改善するものの、80年代半ばとの対比では依然として20%以上上昇するとのシミュレーション結果を示した。したがって、経済・物価の安定確保は政府債務の削減に貢献したはずだが、それだけでは現在の財政赤字は解消されなかった可能性が高いと主張した。次に、 について、「景気循環会計(Business Cycle Accounting)」の手法を用いて、GDPの循環変動の要因分解を行い、労働投入の歪み、生産性の変動、政府支出等の変動のいずれも影響しているとの試算結果を提示した。続いて、財政支出が経済厚生を改善するかどうかは、 景気、 消費者が政府支出から直接的に得られる効用水準、および 政府支出乗数の大きさに依存することを示したうえで、経済活動が低迷していた1997年以降に、より拡張的な財政政策を行うことが適切であったかもしれないと論じた。もっとも、政府支出から直接的に得られる効用と財政乗数に関する知識の蓄積が、現時点では十分でないため、こうした結果の解釈には留保が必要である点を強調した。

討論者の中里透(上智大学)は、 デフレが生じなかったケースに対応するGDPデフレーター上昇率の想定を変えることによって、政府債務残高の改善幅の試算結果はどの程度影響されるか、 GDPのうち消費以外の部分を「政府支出等」として分析しているが、政府支出と民間投資等に分けることによって、厚生分析をより精緻化できるのではないかと、 97年から98年にかけての景況感の悪化とこの間の財政運営の関係について、分析結果からどのような理解が可能か、とコメントした。

討論者の小林慶一郎(経済産業研究所)は、不良債権問題を税収減の要因として明示的に考慮すべきではないかと指摘するとともに、比較的長期の問題を考察対象としているにも拘らず、設備投資(資本蓄積)の意思決定を捨象したモデルを用いることに対し疑問を呈した。加えて、報告論文と同様の問題意識から、わが国に景気循環会計を適用した他の研究結果の概要を紹介し、財政政策が景気に対するプラスの効果(労働投入の歪みの改善など)を有さなかった可能性があるかと主張した。もっとも、こうした分析結果はモデルの設定に強く依存するため、結果の解釈にはかなりの留保が必要であると付け加えた。

フロアからの意見として、福田慎一(東京大学)は、 税収の試算にあたって制度的な減税を明示的に考慮すべきではないかと、 分析期間において、政府支出乗数が低下していた可能性も考えてみてはどうか、と提案した。

これらのコメントに対して岩本は、デフレが生じなかったケースとして想定するGDPデフレーター上昇率をゼロ%から1%に変更した場合、純債務の対名目GDP比率は10%程度追加的に低下すると回答した。また、各種の制度減税が税収に与えた影響については、個別的な減税を明示的に考慮することによって試算を精緻化できる可能性がある点は認めつつも、本論文で推計された税収と名目GDPの関係を、「政府が個別の税制変更の効果を勘案しつつ、税収を総合的に調整した結果」と解釈すれば、精緻化のゲインが必ずしも大きいとは言えないと述べた。

「1990年代以降の日本の失業：展望」太田聰一（慶應義塾大学）・玄田有史（東京大学）・照山博司（京都大学）

報告者の照山は、1990年代から2000年代初にかけて、なぜ失業率は上昇を続けたのか、未だ十分に説明されていないと論じたうえで、1990年代以降のわが国労働市場に関する先行研究を展望しつつ、自らの実証結果も提示し、今後の失業研究の方向性を示唆した。すなわち、ベバレッジ曲線に基づく標準的なUV分析を用いると、1990年代後半における失業増加の大部分は、「構造的失業」であるとの結論が導かれることが多いが、職業安定業務統計によれば、地域・年齢・職業間のいずれのミスマッチ指標にも、同時期に目立った上昇傾向は見られないとし、ミスマッチの拡大以外の他の要因を探る必要があると主張した。そのうえで、失業率と実質GDPの2変数構造VARを推計し、主に景気要因を表すマクロ的ショックに対する失業率の反応の慣性が、近年高まっていることを報告した。加えて、労働力調査のフローデータを用いて、

1990年以降、就業から失業へのフローの増大が、失業率上昇にとりわけ大きな影響を与えていること、マクロ的ショックが、就業から失業へのフローに与える影響の持続期間が、1990年代以降長期化していることを示し、よりミクロ的な観点から失業の慣性上昇の原因を探っていくことが今後の重要な研究課題であると結論付けた。もう1人の報告者である玄田は、雇用動向調査の事業所データに基づく雇用創出・消失分析の結果を紹介した。すなわち、2000年代には、雇用創出の高まりが観察されない一方で、希望退職の集中などにより2001年にピークを迎えた雇用消失が近年、縮小傾向を辿っていることが雇用回復に貢献していると報告した。

討論者の脇田成（首都大学東京）は、1990年代後半における失業率上昇がミスマッチ要因や構造的失業に起因するものではないとの報告論文の主張に概ね同意したうえで、雇用調整は日本的雇用慣行を背景に、「離職（解雇）」ではなく主として「入職（採用）」の削減によって行われた点に注目すべきであると主張した。さらに、1990年代に、GDPの変動に比べて、失業率が過剰に反応したのは、1990年代後半の「過剰リストラ」と、非正規雇用の増大に代表される労働供給面の変化の影響が大きいのではないかと、この見方を示した。

討論者の川口大司（一橋大学）は、照山の示したVARやフロー分析の結果について、バブル崩壊以前の日本経済はマクロ的なショックに対して、柔軟な賃金調整で対応したため、雇用量の調整規模は小さかったが、1990年代以降は、低インフレ・デフレによって賃金調整マージンが喪失したため、企業は雇用量を大きく調整するようになったとの解釈を提示した。また、当期の失業率の上昇が次期の失業率の上昇を引き起こす内生的な系列相関と、失業率へのショックが断続的に発生する状況すなわち外生ショックが系列相関を持つ状況を、VAR分析ではどのように識別しているのかを質した。ミクロデータを用いた分析については、分析期間中に存続していた企業にサンプルが限られる場合が多く、開業・廃業などを行った企業がサンプルから抜け落ち

るため、雇用が安定的にみえるというバイアスがかかる点に注意を喚起した。

フロアからは新谷が、米国について報告論文と同種の構造VAR分析を行うと、1990年代には、マクロ的ショックに対する就業・失業フローの反応は、日本とは逆に小さくなっているとの自らの研究結果を紹介した。

これらのコメントに対し照山は、VARのショックは、系列相関が存在しないとの前提で推計されている、労働力フロー間の推移確率を用いた分析でも、日本と米国では逆の結果が得られており、日米の違いについては今後の検討課題としたい、と応じた。玄田は、企業が人員調整によって雇用調整を行うようになった背景として、川口の指摘した賃金調整マージンの喪失に加え、希望退職など人員調整のノウハウがわが国企業に蓄積してきた点も重要ではないかとの見解を披露した。

第2セッション：企業の生産性と金融機関融資

「金融危機下における銀行貸出と生産性：企業別成長会計を使った「追い貸し」の検証」福田慎一（東京大学）・粕谷宗久（日本銀行）・赤司健太郎（東京大学）

報告者の福田は、1990年代後半から2000年代初頭のわが国経済において、「追い貸し」と呼ばれる非効率な銀行貸出が、大企業や中堅企業の全要素生産性（TFP）を低下させた、とする実証分析結果を報告した。すなわち、上場・非上場企業の個別財務データ、および取引先銀行データに基づくパネル分析の結果、メイン・バンクの健全性の悪化（不良債権比率の上昇）に直面した企業で、長期貸出の変化率とTFP成長率の間に、有意な負の相関がみられる一方、貸出と資本ストックの変化率との間には、有意な正の相関がみられると報告した。この結果は、健全性が悪化したメイン・バンクが過度に貸出を増加させ、資源のミス・アロケーション（過剰資本ストック）を通じて、TFPの成長率を低迷させた可能性を示唆すると結論付けた。

討論者の櫻川昌哉（慶応義塾大学）は、「追い貸し」という用語の定義を明確にすべきであると強調したうえで、報告論文は「追い貸し」の存在を企業レベルのデータを用いて実証することに成功した力作であると評した。もっとも、データの取扱いに関して、資本ストックに土地（時価評価ベース）を含めるべきであると主張したほか、資本の減損処理を考慮していないため、不良資産を抱えた企業ほど資本が過剰になり、TFP成長率が低く推計されている可能性があるとして、追加的な検証の必要性を示唆した。

フロアから小川一夫（大阪大学）と池尾は、貸出からTFPへの因果関係（貸出の増加がTFP成長率を低下させる）は、逆方向にも解釈可能であると主張した。すなわち、TFPが上昇している企業は内部資金も潤沢である可能性が高く、そうした企業は銀行借入を減少させることが合理的な行動となり得るとして、実証結果の解釈に留保を促した。さらに小川は、TFP成長率を規定する一因であるR&D投資と、銀行貸出の関係を考察することにより、「追い貸し」の有無を検証する方法を提案した。渡部和孝（慶応義塾大学）は、自己資本比率規制が金融機関に「追い貸し」

のインセンティブを与えたとする仮説は、当該規制がバイディングになっていた時期（1997年11月～年度末）を除いて、妥当性が低いとの見解を示すとともに、問題企業への救済融資もメイン・バンクの役割の一つであり、何を「追い貸し」とすべきかは難しいと主張した。平田英明（法政大学）は、実証分析に用いたデータに関して、

福田らによるメイン・バンクの定義（取引先銀行の第1行）は、第2行以下による第1行の代替可能性を無視しており、第1行の影響を過大評価している惧れがある、

デフォルト・非デフォルト企業を区別していないため、サンプルにバイアスが生じている可能性がある、と指摘した。座長の西村清彦（日本銀行）は、貸出の効率性の判断材料として、「個別プロジェクト単位」でみた割引現在価値か、「企業単位」でみた割引現在価値か、を区別することが重要と指摘した。

これらのコメントに対し福田は、TFP算出に際し、資本ストックに土地を含めていないのは、標準的なマクロの生産性分析との整合性を確保するためである、貸出とTFPの因果性が、逆方向にも解釈可能である点については、今後の分析課題としたい、と応じた。

「資源配分の歪みと銀行貸出の関係について：銀行の金融仲介機能の低下とその影響」大谷聡・白塚重典・山田健（日本銀行）

報告者の大谷は、1990年代以降におけるわが国経済の長期低迷と金融システム不安、その後の景気回復と金融システムの安定化に焦点を当て、実物面での資源配分の歪みと、金融面での歪みの間における相互作用を実証的に分析した結果を報告した。具体的には、「実物面の歪み」として、生産要素（労働と資本）の相対価格比率に関する産業間の乖離度合いを、「金融面の歪み」として、平均・分散アプローチから計算された最適な産業別貸出ポートフォリオと実際の貸出ポートフォリオとの乖離度合いを計測した。その結果、実物面の歪みと金融面の歪みは、ともに1990年代後半にかけて大きく悪化したものの、2000年代入り後は改善傾向にある、個別銀行データ、産業別データを用いてパネルデータ分析を行うと、実物面の歪みと金融面の歪みの間には、1990年代後半にかけては負の相互作用が存在していたが、1990年代末以降は金融面の歪みが改善に転じ、それが実物面の歪みも改善させるという正の相互作用が観察される、と報告した。

討論者の鶴光太郎（経済産業研究所）は、金融・実物両面から資源配分の歪みを計測し、かつ両者間の相互依存関係について、分かりやすい実証手法を用いて包括的に分析した重要な貢献である、計測された産業毎の資源配分の歪みや、貸出ポートフォリオの歪みの時系列的な動きも「実感」と非常にマッチしている、として高く評価した。そのうえで、長期的な視野を持って分析結果を解釈できるよう、バブル期以前にまで遡って歪みの計測を行うことを提案した。また、追い貸しの象徴と言われた不動産において、実物面からみた資源配分の歪みが殆ど生じていないのはなぜか、地域銀行の貸出ポートフォリオの歪みが、1993～2005年の間で殆ど変化していない

のはなぜか、と質した。

フロアからは齊藤誠(一橋大学)が、地域銀行の貸出ポートフォリオの歪みに変化していないのは、「業種別」の資金配分の歪みしか考慮していないためではないか、と述べたうえで、実際には地域銀行は地域特有のリスクを過大に抱えていた可能性があるとの見解を示した。加えて齊藤は、資源配分に歪みが存在したとすれば、そのコストは一体、究極的にどの経済主体によって引き受けられたのかを質した。データの取り扱いについて、櫻川は、不動産業の付加価値や営業余剰から不良債権によって発生したロスを差し引くべきと指摘したほか、福田は不動産業の生産要素として土地も考慮すべきと主張した。また、座長の西村は、SNAの不動産業のアウトプットには帰属家賃が含まれるため、その影響を取り除くべきと指摘した。このほか吉田二郎(東京大学)は、リスクの存在によって業種毎に均衡収益率が異なるため、ベンチマークとなる相対価格比率も業種別に異なるのではないかと、との疑問を呈した。

これらのコメントを踏まえ、白塚は、貸出ポートフォリオの歪みの指標には、地域別の配分のほか、企業規模別の配分の歪みも取り込まれていない点に注意を促した。また、貸出ポートフォリオの歪みは、銀行セクターが時間を通じたリスクの平準化機能を発揮していることの裏返しであり、こうしたリスクが自己資本との対比で過大でないかという視点でみていくことが重要であると補足した。

第3セッション：金融資本市場における変化

「Efficiency of Credit Allocation and Effectiveness of Government Credit Guarantees: Evidence from Japanese Small Businesses」植杉威一郎(一橋大学)

報告者の植杉は、中小企業が直面する貸出市場において、非効率な企業を市場から退出させる「natural selection mechanism」が働いていたかどうか、および政府による特別信用保証制度はどのような効果を持ったのか、について実証分析結果を報告した。すなわち、 について、約24万社からなる信用リスク・データベース(Credit Risk Database：通称CRD)を用いた分析の結果、中小企業向け貸出市場は効率的であり、収益性が低く支払金利が高い企業がデフォルトする傾向が強いと報告した。この結果について、中小企業の貸出市場では、natural selection機能がそれなりに効果的に働いていたと解釈したうえで、中小企業向け貸出は規模が小さく、所謂“too big to fail”が該当しなかった可能性が高いと主張した。続いて について、特別信用保証制度の仕組みについて概観した後、中小企業庁のアンケートと東京商工リサーチの企業財務データを用いて、特別信用保証制度を利用した企業のパフォーマンスを分析した。その結果、特別信用保証制度は、企業のモラル・ハザードや逆選択を引き起こすことなく、信用力の比較的高い企業の収益性を改善させる効果があったと報告した。その背景として、金融機関サイドには信用保証を受け続けるために、貸出債権の質を良好に保つインセンティブが存在した reputation mechanism が働いていた との解釈を提示した。

討論者の渡部は、報告論文は中小企業に関する大規模な数量情報と質情報を活用した、包括的な分析であると評価した。その上で、unnatural selectionの背景として考えられる銀行の資本制約がバイディングになっていた時期は、1997年度に限られる点は概ねコンセンサスとなっている、特別信用保証の効果を分析する際には、一般信用保証の利用の有無をコントロールする必要がある、と指摘した。このほか、推計結果について様々な計量経済学的な頑健性チェックの方法を提案した。これに対して植杉は、一般信用保証は特別信用保証を利用するうえで、制約にはならないと応じた。

フロアからは、早川英男（日本銀行）が、特別信用保証制度がモラル・ハザードを引き起こさなかったとの実証結果は大変興味深いと評したうえで、それを抑制したメカニズムは何かを、サンプルの属性等をコントロールすることによって明らかにしてはどうかと提案した。西村は、unnatural selectionが確認されたのは、1997～98年のみであったとの自身の研究結果を紹介した。福田は、事後ではなく、リアル・タイムのデータを利用して分析することを提案した。植田和男（東京大学）は、selection mechanismが働いていたかどうかは、デフォルトの有無よりも、リスク調整後のリターンを基準に評価すべきであると指摘した。加えて植田は、他の政策との比較において、特別信用保証制度を総合的にどう評価するか、報告者に意見を求めた。これらのコメントに対し植杉は、モラル・ハザードが起こらなかった背景として、各企業が複数の金融機関と取引していたため、特別信用保証を利用していない金融機関からのモニタリングが有効に機能していた可能性がある、貸し渋りを緩和する政策として、資金不足企業に直接的に働きかける特別信用保証制度は、銀行への公的資本注入よりも効果的だったのではないかと応じた。

「優先権侵害が追い貸しと貸し渋りに及ぼす影響についての実証研究」山崎福寿（上智大学）・瀬下博之（専修大学）・太田智之（みずほ総研）・杉原茂（大阪大学）

報告者の瀬下は、法制度の歪みや政治的介入に起因する優先権侵害が、貸出市場における「追い貸し」や「貸し渋り」に繋がっているかどうか、実証的に検証した結果を報告した。瀬下はまず、わが国の優先権侵害の実態について説明した。すなわち、「併用賃借権」ならびに「抵当権に基づく占有排除」を否定した1990年前後の最高裁判決により、短期賃借権が濫用され、優先権侵害が助長されたと指摘した。こうした状況のもとでは、金融機関が優先権侵害による損失を回避するために、事後的には非効率的な追加融資（追い貸し）に応じると同時に、事前的には効率的な融資も躊躇する（貸し渋り）ことが合理的な行動となり得る点を、理論モデルを用いて説明した。そのうえで、「金融機関が、優先権侵害を恐れて非効率企業に追い貸しを行っていれば、その企業のキャッシュフローが増加した場合、追い貸しは減少するはず」との理論モデルの帰結に着目して、政策投資銀行の大企業パネルデータを用いて銀行貸出関数を推計し、キャッシュフローの係数を調べた。その結果、理論通り、キャッシュ

フローの係数は負となり、優先権侵害仮説が支持されること、その傾向は、80年代と比較すると、最高裁判決が優先権侵害を助長した90年代においてより顕著であること、を報告した。

討論者の柳川範之(東京大学)は、優先権侵害がもたらす経済活動の歪みに着目し、それが実際の貸出市場において、どのように影響したのかを、個別企業レベルで検証した新たな貢献であると評価した。そのうえで、モデルにおいて、法的整理段階における債権者と株主の関係が不明確、理論モデル上は、追加融資段階での投資の効率性が問題とされているにも拘らず、実証分析では、企業全体が効率的か否かでサンプルが分類されている、実証結果は優先権侵害仮説と整合的にみえるが、他の理論(ペッキング・オーダー仮説²)でも説明可能、とコメントした。

これに対して瀬下は、報告論文における優先権侵害は、専ら私的整理下における債権者間の所得移転に焦点を当てており、債権者と株主の間に摩擦を惹起する法的整理は想定していない、優先権侵害仮説と他の代替的な仮説との識別については、今後の検討課題としたい、と述べた。

フロアから胥鵬(法政大学)は、金融機関は優先権が侵害される可能性を認識しているにも拘らず、依然として抵当権に依拠した融資を続けているのはなぜかと質したほか、融資先のキャッシュフローは、事実上、破産時に債務を相殺するための原資として機能している可能性に注意を喚起した。また、福田は、報告論文は貸出供給関数の推計を企図しているが、操作変数等を使用していないため、需要と供給の識別が不十分と主張した。

「US Barbarians at the Japan Gate: Cross Border Hedge Fund Activism」内田交謹(北九州市立大学)・胥鵬(法政大学)

報告者の胥は、スティール・パートナーズや村上ファンドに代表される企業買収ファンドが、わが国の買収先企業の企業価値や株価に対し、どのような影響を与えたかを実証的に検証した結果を報告した。その準備作業として、胥は米国におけるコーポレート・ガバナンスの変遷の歴史を概観し、敵対的買収は、1980年代には「無実の企業を食い物にする」という会社強奪のイメージを持たれていたが、結果的には買収先の企業価値を増加させ、「経営者利益と株主利益の一致」を求める90年代のコーポレート・ガバナンス改革の先鞭をつける役割を果たしたとして、企業買収ファンドの役割を積極的に評価した。そのうえで、近年のわが国のコーポレート・ガバナンスも、80年代以降の米国と同じ道を、非常に短期間に歩んでいる、との自らの解釈を披露した。続く実証分析では、スティール・パートナーズと村上ファンドの買収対象企業と、無作為に抽出された同業他社とのパフォーマンスを比較し、スティール・パートナ

² 外部からの借入に対しては、「情報の非対称性」に起因したエージェンシー・コストが金利に付加されるといふ仮説。この仮説によれば、相対的にコストの低い内部資金(キャッシュフロー)が増加すると、外部資金(銀行借入れ)は減少する。

ーズの買収対象は、企業価値対比でみてフリー・キャッシュ・フローが豊富な企業である一方、村上ファンドの買収対象は、単にキャッシュが豊富な企業である、株式市場は村上ファンドよりもスティール・パートナーズに対して好意的に反応する、買収企業の株価は長期的にも上昇し、ファンドの「売り抜け説」は支持されない、との結果を報告した。

討論者の池尾は、報告論文は企業買収ファンドの存在が、わが国企業のコーポレート・ガバナンスに与える影響について、緻密な実証分析を行った先駆的な業績であると評価した。そのうえで、実証結果に関する解釈を巡って、報告者はスティール・パートナーズや村上ファンドの役割を肯定的に捉え過ぎているのではないかと疑問を呈した。すなわち、これらのファンドは、確かに、株主価値を無視し株価を割安に放置している、わが国企業の経営者を覚醒させる役割を一面では担ったが、株主への再配分を超えて、直接的に企業価値を向上させる経営意思と能力を持ち合わせていないと述べた。

これに対して胥は、自らの実証結果は企業買収ファンドに対し、驚くほど肯定的な評価を与える内容であったと応じた。さらに、フリー・キャッシュ・フローは過剰投資や経営者の私的流用に費消される可能性が高く、やはりその過剰な保有はコーポレート・ガバナンス上、望ましくない、企業買収ファンドに直接的な経営能力が無いからといって、その存在を断罪するのは適当でない、従業員と株主がゼロサム関係にあるとは限らず、株主価値の向上は従業員にも何らかのメリットをもたらす得るはず、と付け加えた。

フロアから門閭一夫（日本銀行）は、海外で隆盛を誇る企業買収ファンドが、わが国資本市場に本格的に参入しない背景として、従業員の解雇が困難な日本的雇用慣行の存在、ファンドが経営を託すべき経営者プールの不足、経営者が受け取る巨額の報酬に対する社会的反感、といったファンドの活躍を妨げる構造要因の存在を示唆した。

「企業の流動性資産保有と投資の決定要因について：上場企業の財務データを用いたパネル分析」堀敬一（立命館大学）・齊藤誠（一橋大学）・安藤浩一（日本政策投資銀行）

報告者の齊藤は、わが国上場企業の財務諸表から構築したパネルデータを用いて、1980年代から2000年代にかけて、企業の現預金をはじめとした流動性資産の保有行動が、どのように変わってきたかを実証的に検証した結果を報告した。具体的には、サンプル期間を4つに分割したうえで、それぞれの期間について、現預金/総資産比率を非説明変数、説明変数には、トービンのQの代理変数として総資産の時価簿価比率、規模の経済を表す変数として対数実質資産、設備資金需要を表す変数として設備投資比率などを用いて、流動性資産保有関数をパネル推計した。その結果、規模の経済の作用と、現預金等のフリー・キャッシュ・フローの圧縮を求める債権者

からの規律を反映して、流動性資産保有には長期的な低下傾向が観察されるが、1997～98年の金融危機時には、とりわけ製造業において、代替的な資金調達手段へのアクセスが限定されたため、設備投資の原資として、あらかじめ保有されていた流動性資産が積極的な役割を果たした、と報告した。さらに、1997～98年に企業は流動性不足に直面していたとの実証結果を踏まえると、この時期に大量の流動性供給を目的とした量的緩和政策を行うべきでなかったか、と付け加えた。

討論者の阿部修人（一橋大学）は、サンプル期間の分割を行うことでマクロの金融環境の変化をコントロールしながら、固定効果分析によるロバストな推定を行い、メイン・バンクや債権者の役割等に関して多くの有益なインプリケーションを導出していると報告論文を評価した。そのうえで、1980年代～90年代前半と90年代後半以降で、流動性資産保有関数における企業規模のパラメータの符号が逆転した背景は何か、推計結果と統合的な企業金融の理論モデルはどのようなものか、メイン・バンクの持ち株比率はあまり変動しないため、これはメイン・バンク関係の強度を表す指標として適切でないのではないかと、1990年代以降について、メイン・バンク関係は外生とは言えないのではないかとコメントした。これに対し堀は、報告論文においてメイン・バンクの定義として用いている「会社四季報」の筆頭取引銀行は、1990年代を通じて殆ど変わっていないと返答した。

フロアからは吉田が、需要関数の推計式における内生性の問題に懸念を示し、操作変数を用いた推計を提案した。また、藤木裕（日本銀行）は、企業規模を表す指標として、総資産ではなく売上高を用いることを提案したほか、宮尾は、企業の流動性資産保有における予備的動機の有無を検証するため、売上高の標準誤差などを説明変数に加えてはどうかと提案した。

総括討議

座長：植田和男（東京大学） パネリスト：吉川洋（東京大学）・西村清彦（日本銀行）・福田慎一（東京大学）・宮尾龍蔵（神戸大学）・門間一夫（日本銀行）

<パネリストによる各セッションの総括およびコメント>

宮尾は、自らの導入報告の内容を振り返りつつ、物価変動のコストについて説明した。すなわち、インフレ・デフレ共通のコストとして 相対価格に対する歪み、 予期されない物価変動に伴う富や所得の再分配効果、インフレ特有のコストとして シュー・レザー・コスト、デフレ特有のコストとして ゼロ金利制約、 名目賃金の下方硬直性、 グローバル化などに伴う供給ショックの存在、を挙げた。そのうえで、全体としてみれば、長期低迷期におけるデフレの「直接的な」コストはさほど大きくなかったのではないかと推察した。さらに、 グローバル化等の供給ショックは、木村・黒住・原論文が扱ったフィリップス曲線のフラット化とも関連する、 名目賃金の下方硬直性の存在は、太田・玄田・照山論文が扱った失業長期化の問題にも密接に関わる、と問題提起した。

植田は、自らが座長を務めた第1セッションの内容を整理したうえで、わが国経済の本格回復のためには、非効率的な企業が淘汰される一方で、効率的な企業が参入してくることが重要との認識を示した。もっとも、福田・粕谷・赤司論文および大谷・白塚・山田論文が、長期低迷期において金融機関が「追い貸し」などを通じて実体面での非効率性を増幅したと主張する一方で、植杉論文は特別信用保証制度のもとでも、ある程度のスクリーニング効果が存在したと報告しており、わが国の長期低迷において金融仲介が果たした役割については依然として不明な点も多いと述べた。また「追い貸し」の問題について、顧客のパフォーマンスが一時的に悪化したときに流動性を供給するある種の追い貸しを行うのは、銀行の本質的な役割の一つである点を踏まえると、長期のストレスと短期のストレスのバランスを勘案しつつ、銀行自身の体力の範囲内で適切な融資を行うというリスク・マネジメントが重要と付け加えた。最後にデフレのコストについて、デフレの直接のコストが小さいとの宮尾の見解に同意しつつも、仮にマイナス金利が可能であったとすれば、厚生を改善できた可能性があるとの研究結果を踏まえると、デフレに伴うゼロ金利制約のコストは大きかったとの解釈も可能ではないかと述べた。

西村は、自身が座長を務めた第2セッションについて、1990年代における負の技術ショックに対して、産業間の調整が効率的に行われてきたか、そうした調整に対し金融機関がどのような役割を担ってきたか、を分析したと述べた。その結果、1990年代には金融システムの非効率性が、林文夫氏とエドワード・プレスコット氏の主張するような技術進歩の低下を増幅した可能性が高いと総括したうえで、以下の4つの観点から問題提起を行った。第1に、1990年代に生じた技術ショックは、単に生産効率を下げる負のショックといった単純なものではなく、「陳腐化 (obsolescence)」と「機能向上 (enhancement)」の両方をもたらしたショックであったと解釈できると整理した。その上でIT革命が米国において正の影響を与えたのとは対照的に、わが国の人的資本に対しては結果として負の影響を与えた可能性が高いとの見解を披露した。第2に、植杉論文を始めとして、企業の退出に関する分析は進んでいるが、参入に関する研究は未だ蓄積されておらず、参入退出のダイナミズムが全体としてわが国経済の生産性にどのような影響を与えたのか理解を深めることが重要と述べた。第3に、1990年代以降は、単にマクロの成長率が低下しただけでなく、企業間・産業間のばらつきが拡大した時期であるとし、こうしたばらつきの拡大がわが国経済にどのような影響を与えたかは今後の重要な研究課題であると述べた。最後に、現在進行中のサブプライム問題や1990年代における深刻な流動性不足から得られた教訓として、流動性不足が企業活動の柔軟性を奪う結果、マクロ経済全体に悪影響を与える可能性があり、金融政策において短期の利子率だけを中心に考えることで十分かとの問題を提起した。

第3セッション座長であり当コンファレンスのオーガナイザーでもある福田は、論文の公募段階においても金融仲介を扱った論文が数多く集まった事実に触れながら、第3セッションで扱った、長期低迷期における金融仲介の役割は、研究者の関心を依

然として引き付けている重要なトピックであると述べた。そのうえで、第3セッションの報告論文を振り返りつつ、近年の景気回復において、「追い貸し」が存在したとされる大企業が目覚ましい回復を遂げる一方で、特別信用保証制度のもとでも非効率な企業が退出したとされる中小企業の回復が遅れている理由は謎である、ミクロレベルにおける金融問題の重要性は理解が進んできているが、マクロで総合的に捉えたときの金融システムの重要性については考え方を整理する必要がある、と指摘した。また、市場ルールの整備を始め金融面の制度設計を考えるためには、同分野の研究の蓄積を待つ必要があるが、東京市場の競争力低下が危惧されるもとで、じっくりと取り組んでいる時間的余裕もないとの見方を示した。

吉川は、2000年以降、中国特需により「復活」を遂げたわが国鉄鋼業を例に挙げ、2000年代の長期低迷を脱却する局面において、中国経済からの正の需要ショックが果たした役割がとりわけ大きかったとの見解を披露した。こうした需要面の役割の大きさを踏まえると、総需要とは独立な供給面の効率性低下が、長期低迷の主たる原因であるとする考え方は疑わしいと述べた。続いて吉川は、デフレと金融政策の関係について自らの考えを提示した。すなわち、デフレはマネタリーな現象であり中央銀行の金融政策により解決可能との考え方が主流であるが、19世紀後半の英国のデフレを例に挙げながら、歴史的にもマネーサプライでデフレを説明できる局面とできない局面があることを説明した。したがって、単純な貨幣数量説が示すような「マネーから物価」という一方向の因果関係は必ずしも正しくなく、現実の中央銀行は金利を平準化しよう政策運営しているため、マネーは実際の物価水準に合わせて受動的に供給されていると理解すべきであるとの見方を示した。

門間は、まず、フィリップス曲線のフラット化について、木村・黒住・原論文の価格ショック慣性上昇仮説のように、斬新なコンセプトを提示することの意義は非常に大きいと評価しつつも、すべての局面を統一的な原理で説明するより、局面ごとにフラット化の理由は異なると考える方が理解しやすい面もあると述べた。例えば、1990年代末にデフレが深刻化しなかったという意味でのフラット化は、ゼロインフレ近傍でサービスを中心に価格の名目硬直性が強まったためであり、2002年以降のフラット化は、新興国の成長に特徴付けられる景気拡大が正の需要ショックと負の価格ショックを同時にもたらしたものの、という理解の仕方も捨て難いと指摘した。そのうえで、フラット化の解釈の仕方によって、例えば、足もと起きている一次産品価格の上昇が、先行きのインフレ率に与えるインプリケーションも異なってくるため、決め打ちを避け、様々な可能性に対しオープンな姿勢で臨むことが重要であると主張した。次に門間は、太田・玄田・照山論文が提示した「1990年代以降、景気ショックが失業に与える影響が長期化している」との仮説について、経済成長トレンドの下方屈折による労働保蔵のリスクやコストの上昇を背景に、労働需給の調整負担が「企業内・異時点間」から「その時々労働市場」にシフトしたことによって生じた現象と捉えたうえで、それを構造的失業率と呼ぶかどうかはともかく、同一の資源稼働水準に対応する失業率の水準は、最近は以前よりも上昇しているという理解でよいのではないかと

と述べた。最後に門間は、金融機関行動が実体経済の非効率を温存したとの仮説は第2・第3セッションの報告論文で補強されたとしたうえで、そうした金融機関行動がなぜ採られたのかを振り返ってみると、非効率な労働市場や大きな倒産コストなど、実は実体経済側の条件により根本的な原因があったとの見方もできると述べた。そのうえで、金融と実体経済の同時決定に見える非効率を解きほぐしていくための議論を、どのような切り口で進めればよいか 例えば「法と経済」や「リスク・リターン」に関する知見の蓄積など、そうした「切り口探し」が次のステップになるのではないかとの問題意識を示した。

< 一般討論 >

座長の植田は、一連のパネリストによるコメントを受けて、一般討論の論点として、ゼロ金利制約の問題という留意点は残るものの、デフレの直接のコストは小さいという理解でよいか、木村・黒住・原論文により新しい仮説が提示されたものの、フィリップス曲線のフラット化の原因は依然として謎のままということではよいか、雇用と賃金の関係は構造変化したのか、中央銀行は金融政策運営において短期金利を中心に考えるだけでよいか、金融仲介機能の低下に伴って非効率な企業への「追い貸し」が行われたのは確かである一方で、効率的な企業に十分な資金が回らなかったという現象は本当に存在したのか、1990年代に、大企業については「追い貸し」が行われた一方で、中小企業についてはある程度のスクリーニングが働いていたとすると、2000年代の景気回復期において大企業の方が良好なパフォーマンスを示したのはなぜか、との6点を提示した。

これに対し吉川は、財政赤字の拡大はデフレの大きなコストであるとの認識を示した。また、フィリップス曲線のフラット化について吉川は、失業率がピークの5.5%まで上昇し、その後4%以下まで低下してきた過程において、失業率が労働市場全体の需給を表すのに必ずしも適切な指標ではなかった可能性もあると述べ、わが国企業の雇用調整スタンスが変化するもとの、1つの要因で賃金版フィリップス曲線の変化を説明するのは困難との考えを示した。植田は、門間が主張するように、雇用調整の場が企業内部から外部労働市場にシフトしたのであれば、失業の増減に対して賃金ははっきりと反応するようになる フィリップス曲線はむしろスティープ化するはずと主張した。しかしながら、実際には今回の景気回復局面で平均賃金が上昇していない点を踏まえると、外部労働市場における雇用調整は依然としてマイナーな役割しか果たしていないのではないかと述べた。これに対し門間は、若年層では外部労働市場での調整が活発となりつつあるものの、たしかに中高年層については外部市場における調整は主流ではない、その結果、中高年の賃金が生産性に見合った水準にまで十分に低下しておらず、これが中長期的に賃金の調整圧力となり得る可能性がある、と応じた。

植田は、金融政策運営について、オーバーナイト金利だけでなくターム物金利や、個別借り手に対するリスク・プレミアムなどを総合的にみていくことで、金利からも

ある程度、流動性需要の動向を窺い知ることとも可能ではないかと述べた。また植田は、マネーと物価水準の関係について、金利水準を平準化している「短期」については吉川の主張は正しいものの、「長期」的には中央銀行が金利水準をどう動かすかにより物価水準が決定されるはずと整理した。ただし、現状はオーバーナイト金利が0.5%程度の低位で推移する中、日本銀行は金利操作によって物価水準をターゲットに近づける能力を大幅に欠いた状態にあるとの認識も示した。

宮尾は、デフレに伴うゼロ金利制約について、長期低迷期にはただでさえ設備の過剰感が根強い中で、マイナス金利になれば実行されたであろう投資案件が実行できなかったことが果たして大きなコストだったかは疑問と述べた。それに対して吉川は、短期金利は確かにゼロとなったが、長期低迷期にはリスクの高まりに伴ってリスク・プレミアムが上昇していた点が重要との認識を示した。植田は、日銀の量的緩和を含めた金融政策は、リスク・プレミアムを低下させることを企図していた面が少なからず存在する、金融政策のタイミングの問題として、流動性供給との観点からは、1998年頃から量的緩和を行っていれば良かったかもしれない、との見方を示した。

西村は、フィリップス曲線について、全体として（特にナイトの意味での）不確実性が高まった結果、「フラット化」ではなく「不安定化」したのではないかと、効率的な企業に適切に資金が配分されたかどうかについては、1990年代には、そもそも投資案件の収益性が極端に低下し、どこに資金を出してよいかも分からない状態であった、2000年代以降の大企業と中小企業のパフォーマンス格差を理解するには、大企業が中国需要に支えられて回復した事実なども踏まえると、財・産業・輸出先など需要の源がグローバルに多極化してきた点が重要、との見解を示した。これに対して福田は、1990年代において「ゾンビ」と呼ばれた大企業では、非貿易財を扱う非製造業を含めその殆どが現在は持ち直しており、大企業と中小企業のパフォーマンス格差について、需要の多極化だけでは説明が難しいのではないかと疑問を呈した。

さらに福田は、デフレのコストについて、確かに直接のコストは小さかったものの、デフレの議論に費やされた社会的なコストは大きく、そこから得られる教訓は、中央銀行と市場とのコミュニケーションを充実させることではないかと述べた。また門間は、世界経済の拡大に救われて結果的にデフレのコストが小さかったと結論付けられている可能性もあり、既にゼロ金利となっていたもとで逆に負のショックが追加発生していたらどうなっていたか、そのリスクを背負ったことがデフレのコストだったのではないかと述べた。さらに門間は、1990年代末以降のデフレ局面の評価については、金融政策だけでなく、1997年度の財政収縮の効果についても議論すべき、とした。それに対し吉川は、1997年度の財政収縮が失敗であったことはコンセンサスではないかとコメントした。加えて吉川は、財政再建に必要な税収は名目成長率に依存するため、デフレ克服は今後とも重要な課題となり続けると予想した。

フロアからは白塚が、自らの報告論文における貸出ポートフォリオの歪みの指標は、非効率的な企業に「追い貸し」される場合でも、効率的な企業に資金が供給されない場合でも、どちらのケースでも悪化し得る、量的緩和政策の効果を理解するには、

流動性が大量供給されると、フォワード・レートと実際の金利の差として定義される予測誤差が、不確実性の低下を反映して小さくなる効果が観察されるという実証結果を踏まえることが重要、一般物価のデフレのコストは小さかったかもしれないが、資産価格のデフレは金融システムの不安定化をもたらした点でコストは甚大であった、と述べた。岩本は、自らの報告論文における、長期低迷・デフレの財政面を通じた厚生コストの計測が、試論の域を出ていない点を認めつつも、コンファレンス全体の印象として、厚生コストを計測するという規範的な分析があまり報告されなかった点は遺憾と述べた。齊藤は、フィリップス曲線のフラット化に関して、1本のフィリップス曲線で供給情報を集約できるとの問題設定にはそもそも無理があるのではないか、1997～98年当時における準備預金の供給量の増減が、金利に影響していたとの実証結果の存在は、当時のマーケットで流動性に対する超過需要が発生していたことを示唆しており、当時の金融調節の議論を煮詰めていくことによって金融政策に関する新たな知見が得られるのではないかと述べた。

< 座長総括 >

座長の植田は、長期低迷期におけるデフレの直接的なコストは小さかったという意見が大勢だが、福田の指摘したような政治的なコストと、仮に2003年頃に追加的に負の需要ショックが発生していたら、デフレは深刻化していたかもしれないとの門間の指摘を踏まえると、デフレのコストはそれなりに大きいのではないかとの見解を示した。最後に植田は、先行きの景気や金融資本市場の展開によって、今後の研究の方向性も異なってくる可能性に触れて、コンファレンス全体を締めくくった。すなわち、来年も経済が安定成長を続けていくことになれば、金融と実体経済双方に様々な歪みを抱えるもとで、この相互依存的な非効率をどう解きほぐすかが重要なテーマになる一方、最近の金融資本市場の混乱が今後も続くのであれば、世界各国の中央銀行が「金融政策の問題」と「金融システムの問題」が必ずしも切り離せないという困難な状況に直面し、図らずもこの分野で多くの経験を積んだ日本銀行の知的財産が役立つ局面が来るかもしれない、と展望した。

以 上