

## 科学研究費補助金研究成果報告書

平成 22年 5月 1日現在

研究種目：若手研究（B）  
 研究期間：2007 ～ 2009  
 課題番号：19730223  
 研究課題名（和文） 短期主義が金融システムの安定性に与える影響の分析  
 研究課題名（英文） Analysis of the influence of short-termism on the stability of financial system  
 研究代表者  
 清水 克俊 (Katsutoshi Shimizu)  
 名古屋大学・大学院経済学研究科・准教授  
 研究者番号：80292746

## 研究成果の概要（和文）：

短期主義と呼ばれる傾向が市場の不安定性をもたらしているのではないがというテーマのもと、3つの論文を作成した。第一の論文では、2000年代前半の日本銀行の量的緩和政策が金融危機の解決において果たした役割について実証分析を行った。第2の論文では、金融危機における預金者の短期主義的な預金引き出し行動を分析した。第3の論文では、地域の貸出市場における信用金庫の行動が地域経済における企業の倒産状況に対してどのような影響を及ぼしてきたかを分析した。

## 研究成果の概要（英文）：

I analyzed whether short-termism caused the instability of financial markets to produce three papers. In the first paper, I empirically investigated what role the quantitative easing monetary policy of Bank of Japan during the first half of 2000s played. In the second paper, I studied how Japanese depositors withdrew their deposits myopically during the financial crisis period. In the last paper, I investigated how the behavior of *Shinkin* banks influenced the bankruptcy of small enterprises in the local credit market.

## 交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2007年度	800,000	0	800,000
2008年度	900,000	270,000	1,170,000
2009年度	800,000	240,000	1,040,000
年度			
年度			
総計	2,500,000	510,000	3,010,000

研究分野：社会科学

科研究費の分科・細目：経済学 財政学・金融論

キーワード：金融論

## 1. 研究開始当初の背景

この研究は、現代の資本主義経済において

短期主義的な傾向が存在し、それが金融システムの不安定性につながっているのでは

ないかという疑問を中心とする全体の研究構想の一部分であった。当初は日本の不良債権問題や金融危機が重要な動機となっていたが、2008年の世界金融危機は私の研究テーマである「この世界的な金融システムの不安定性がどのようなメカニズムで生じ、どのような金融システムを構築することが望ましいか」がいかに重要ものであったかをだれの目にも明らかにしたといえよう。

## 2. 研究の目的

第1の目的は、2000年代前半の日本銀行の量的緩和政策がうまく機能したのは、日銀預け金を保有するという銀行の流動性需要が、金融危機において特別に発生していたからであるということ明らかにすることであった。第2の論文の目的は流動性ショックが生じたときに、**profitable**な長期的投資機会があったとしても、人々が銀行取付という短期主義的な行動を引き起こしてしまうために、企業が金融市場から資金調達できなくなるという仮説を理論的に導くことであった。第3の研究の目的は短期主義を回避するために長期的なレントが必要であったのに、自由化によってレントが縮小したことが銀行の短期主義的な行動を招き金融システムを不安定化させたのか、自由化の遅れによってレントが残存していたことが人々の規律を緩ませ、金融システムが不安定化したのかを明らかにすることであった。

## 3. 研究の方法

第1の論文では、既存の文献を応用して、契約論的アプローチによる金融政策を明示的に考慮した一般均衡のモデルを構築し、日経NEEDSの銀行データ（パネルデータ）を使用して、回帰分析を行う。まず、既存の文献を整理し、データの入手・加工・整理を行う。日経NEEDSの銀行デ

ータ（パネルデータ）およびマクロデータ（時系列）を使用する。サンプル期間は1990年頃から2006年までとし、対象銀行は日経NEEDSに含まれる銀行とする。量的緩和政策のもとで、銀行の日銀預け金のうち法定準備にあたる部分を法定準備率と預金残高を用いて概算的に推計し、超過準備額を推計する。他に、各銀行のバランスシートなどの変数（国債保有比率、預金残高減少率、株価変化率、短期金融市場からの借り入れ率など）を入手する。推計方法としては標準的な操作変数法を用いて、パネル分析を行う。超過準備額を被説明変数として、説明変数として国債保有比率、預金残高減少率、株価変化率、短期金融市場からの借り入れ率を用いる。

第2の論文では、Diamond and Rajan (2005)をベースとして、契約論的な一般均衡モデルを構築する。特に、預金者が容易に入手可能なライバル銀行の情報などが預金の引き出し行動の引き金になることを説明する。また、理論モデルを応用し、銀行の預金者行動において短期主義的行動が観察されたかどうかを実証的に分析する。具体的には、預金の変化率を被説明変数として、銀行のファンダメンタルズやライバル銀行の株価変化率を説明変数とする回帰式を推計する。預金者の預金引き出し行動が、当該銀行の健全性だけではなく、ライバル銀行の業績の悪化という情報に反応していたかどうかという仮説を検証する。対象は、2000年から2002年までの信用金庫とする。データは、全国信用金庫財務諸表（金融図書コンサルタント社）から入手する。信用金庫は共同組織金融機関であり、株式が取り引きされていないため、その経営状態に関する情報は比較的入手しにくい。

地域経済において、信用金庫の預金者が地域の地方銀行の株価に反応して預金の引き出しを決定していれば、contagion effectが生じていたといえることができる。

第3の論文では、金融市場の投資家の行動に金融市場の不安定化の原因があったのか、経営者の行動に不安定化の原因があったのかを、それぞれのステークホルダーが有していたレントを推計することによって検証する。既存文献を整理し、データを入手・加工・整理する。データは主にNikkei Financial Quest、全国銀行財務諸表分析などを用いる。また、米国の銀行のデータも入手し、日本の銀行との比較を行う。レントは様々な費用を考慮の上、implicitなレントを推計する。株主の場合、配当の実現値などを利用し、遡ってレントを計算するなどの方法を考える。経営者のレントも、役員報酬や退職金などを用いて検討する。標準的な操作変数法を用いて、パネル分析を行う。具体的には、レントを説明変数として、銀行の貸出行動（特に、不動産や建設などへの貸出比率）、銀行の破たん、不良債権比率への影響を分析する。また、非金融企業の資金調達行動の分析では、その企業が借入れている銀行のレントの度合を説明変数として、企業の投資パフォーマンスへの影響を分析する。

#### 4. 研究成果

短期主義と呼ばれる傾向が市場の不安定性をもたらしているのではないかというテーマのもと、3つの論文を作成した。

(1) 第一の論文では、2000年代前半の日本銀行の量的緩和政策が金融危機の解決において果たした役割について実証分析を行った。金融危機において、銀行は長期的な収益を犠牲にして、短期的な安全性を確保するため流動性を保有しよう

とする。銀行は将来資金調達が困難になることを恐れて、流動資産を保有する。量的緩和政策は、金融市場に代わって流動資産を供給するという点において意義があった。実証分析は、日本の地方銀行等のパネルデータを用いて、同時方程式を用いて行った。これは、流動性保有、貸出額、国債の3つのポートフォリオ構成比率を銀行が同時に決定すると考えられるからである。流動性需要を被説明変数とする第一の方程式においては、自己資本比率が低い銀行や不良債権比率の高い銀行がより多くの流動性を保有しているかどうかを検証した。その結果、自己資本比率の低い銀行ほど多くの流動性を保有する傾向が確認された。貸出額を被説明変数とする第2の方程式においては、十分な流動性を確保できた銀行が貸出額を増加させたかどうかを検証した。2002年度と2005年度においては正の影響を確認できたが、2003年度と2004年度においては有意な影響を確認することはできなかった。これによって2003年度と2004年度における流動性の供給は余分なものであったことが示唆された。また、副次的な結果として、日銀当座預金残高自身は重要な変数ではなく、それに現金残高やコールローンなどの流動資産を付加した流動性指標のほうが意味のある変数であったことがわかった。以上から、流動性の罫に陥った経済における金融政策運営について重要な示唆を与えることができたと考えられる。

(2) 第2の論文では、預金者の短期主義的行動が銀行行動にどのような影響を与えるか、預金者の短期主義的な流動性需要がどのような要因によって引き起こされるかを理論的に考察し、後者については日本の信用金庫のデータを使って実証的に分析し

た。情報生産コストを節約するための他人の行動からの学習行動は危機の伝播を招く可能性がある。銀行破たんが近隣銀行の預金引出をもたらしたという結果を報告している Saunders and Wilson (1996)に基づき、危機における地方銀行の株価下落が近隣の信用金庫の預金引出につながったかを実証的に分析した。2001年度の319行の信用金庫の預金変化率を被説明変数とする回帰式を推定した結果、近隣の地方銀行の株価変化率は有意に正の影響を及ぼしていた。これは、信用金庫の預金者が地方銀行の株主の行動から学習したことを意味する。また、信用金庫の自己資本比率などのファンダメンタルズも預金者の行動に有意な影響を及ぼしていた。このようなことから、金融危機における人々の短期主義的な預金引き出し行動は一定の合理性を有していると考えられる。金融危機における政策的対応を考える上では一定の考慮が必要であるということが示唆される。

(3) 第3の論文では Boot and Thakor(2000, JF)と Stein(2002, JF)の理論モデルに基づき、地域の貸出市場における信用金庫の行動が地域経済における企業の倒産状況に対してどのような影響を及ぼしてきたかを分析した。地域の貸出市場においては地方銀行(第2地銀を含む)と信用金庫が主要なプレイヤーである。信用金庫は株式会社ではない協同組織金融機関であり、地方銀行よりも小規模であるという特徴をもっている。Stein(2002)の示唆する relationship lender としての特徴が強い。本研究の仮説は、信用金庫が地方銀行に比べて高い不良債権比率(破綻先債権比率を除く)を有する都道府県では、個人事業主などの小規模企業の倒産比率が低い、である。このような仮説が考えられるのは、

信用金庫は地方銀行よりも、小規模企業の情報をよく知っているため、それらが財務上危機に陥っているように見られてもそれらを救済して、倒産を回避することができるからである。パネル分析の結果、適切な変数をコントロールしても、不良債権比率(破綻先債権比率を除く)は各都道府県の小規模企業の倒産比率に対して、1%水準で有意に負の影響をもたらしていたことが分かった。

本研究の結果は Berger et al(2005, JFE)などの relationship lending に関する分野における実証結果として学術的な価値が高いと考えられる。また、日本の金融システムにおける協同組織金融機関の役割を考える上でも現実的なインプリケーションがえられているという点で、重要な意義があると考えられる。信用金庫は地方銀行等に比べて不良債権比率などが高いことはよく知られているが、そのような経営が可能であったのは市場からの圧力によって短期主義に陥る必要がなかったからである。

#### 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計3件)

[1] Katsutoshi Shimizu, Is the information produced in the stock market useful for depositors? Finance Research Letters, 査読有, 6, 2009, 34-39.

[2] 清水克俊・家森信善, 長期的貸出関係に関する理論と実証, 金融経済研究, 査読有, 28, 2009, 23-45.

[3] Katsutoshi Shimizu, The behavior of Japanese banks in the 1990s and government intervention for the financial crisis, Public Policy Review, 査読有, 5, 2009, 229-253.

[学会発表] (計 7 件)

- [1] 清水克俊, Informational monopoly and winner's curse in relationship lending, Ritsumeikan Conference on Financial Economics, 2009.9.17, 立命館大学.
- [2] 清水克俊, Informational monopoly and winner's curse in relationship lending, 地域金融コンファランス, 2009.8.26, 大阪大学.
- [3] 清水克俊, Silent bank runs: Discipline or contagion?, 日本金融学会, 2008.10.12, 広島大学.
- [4] 清水克俊, Silent bank runs: Discipline or contagion?, 2008.8, 地域金融コンファランス, 名古屋大学.
- [5] 清水克俊, Silent bank runs: Discipline o

r contagion?, 2008.7, 名古屋市立大学.

[6] 清水克俊, 流動性需要と量的緩和政策, 日本金融学会中部部会, 2007.6. 椙山女学院大学.

[7] 清水克俊, Liquidity demand and quantitative monetary easing policy in Japan: Evidence from panel data, 2007.9, 神戸大学

[図書] (計 1 件)

清水克俊, 新世社、金融論入門、2008年、229ページ

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

清水 克俊 (Shimizu Katsutoshi )  
名古屋大学大学院経済学研究科 准教授  
研究者番号 : 80292746