

# 『金融研究』(第15巻第5号、第16巻第1号) 所収論文の紹介

日本銀行金融研究所では、その研究成果を広く外部に公表することを狙いとして、『金融研究』<sup>(注)</sup>を発行している。以下は、第15巻第5号(平成8年12月発行)および第16巻第1号(平成9年3月発行)所収論文の概要を紹介したものである。

【第15巻第5号】

## 構造変化と単位根・共和分仮説

——マクロ経済時系列への応用

国友直人

本稿ではまず時系列分析においてこれまで知られている単位根検定(unit roots tests)および共和分検定(co-integration tests)の方法が経済時系列のトレンドに構造変化が存在する場合には誤った結果をもたらす可能性が大きいことを指摘する。次に構造変化を含む線形時系列モデルにおいて単位根仮説および共和分仮説に対する新たな検定統計量のクラスを提案する。尤度比検定を含むこのクラスの検定統計量は標本数が増加するにつれてブラウン運動の汎関数に収束することが示せるので、シミュレーションによりその極限分布の性質をより詳しく考察する。提案する検定を用いて外国為替レート(円・ドル・マルク)と日本の実質所得・消費系列を分析し、前者については単位根の存在に肯定的、後者については否定的な結果を得た。所得・消費の長期的変動の解釈としては共和分関係としてではなく、2つのトレンドの共変動関係と見

做す方がより適当と判断される。マクロ経済時系列の実証分析において最近よく使われるようになっている単位根仮説や共和分仮説についての既存の検定方法を機械的に適用するよりも、むしろ経済構造の変化を適切に時系列モデルで表現することがより重要であろう。

## 資産価格変動と物価指数

白塚重典

1980年代後半以降のわが国経済をみると、一般物価水準が比較的安定的に推移する中で、資産価格が大幅に上昇・下落するとともに、景気の振幅も大規模なものとなった。このため、金融政策の運営における資産価格の位置付けが議論を呼んできた。本稿では、こうした一般物価水準安定のもとでの資産価格の大きな変動という経験を踏まえ、資産価格を金融政策運営に活用していく上での問題点を議論する。具体的には、第1に、現行のCPIにおける資産価格の位置付けとその改善の可能性について検討し、第2に、物価指数概念を動学的に拡張し、資産価格情報を取り込む可能性について検討する。

(注)『金融研究』所収論文の内容や意見は執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。なお、『金融研究』(定価1,030円)はときわ総合サービス株式会社より販売。

本稿における結論は、以下のとおりである。まず、C P Iにおける資産価格の取り扱いの中では、持ち家について価格とウエイトという重要な物価指数構成要素の推計方法に大きな問題があり、これらの点を改善することにより、C P Iの信頼度を高め得る。次に、物価指数概念の動学的拡張によって資産価格情報をより直接的に取り込む可能性については、理論的整合性の高さは評価できるが、物価指標を中心とした物価情勢の判断材料を補強する指標として活用するといったレベル以上の機能を望むことは難しい。これは、資産価格が将来の財・サービス価格の上昇予想以外にも様々な要因の影響を受けており、資産価格の変化が直ちに将来時点における財・サービス価格の変動を意味するわけではないこと、資産価格の精度はカレントな物価指標と比べて著しく低いことによる。このため、資産価格を含む物価指標を金融政策判断の中核に位置付けていくことは困難である。

## 証券化におけるオフバランス化の問題

——金融資産の認識中止の条件について

福澤恵二

証券化の目的の1つに、保有する金融資産のオフバランス化（一旦計上した資産の認識中止）がある。ただし、証券化における資産譲渡の場合、単純な売買と異なり、資産の譲渡後も、譲渡人が当該資産に対してリコース義務（原債務者の債務不履行等の場合に、債務者が本来支払うべき金額を支払う義務）といったリスクを引き続き留保することがある。このため、こうしたリスクの留保がある場合に金融資産の認識中止を認めるべきかどうかという問題に関して、各国の会計基準における考え方には相違がみら

れる。つまり、譲渡資産に関連するリスクが留保されている場合には、当該資産の認識を中止すべきでないという考え方と、リスクが留保されていても、経済的便益（将来的なキャッシュインフロー）が他に移転したのであれば認識を中止すべきであるという考え方である。こうした中、米国において、1996年6月に金融資産の譲渡に関する包括的な会計基準が出された。その内容は、金融資産が複数の構成要素に分解できることを前提に、基本的にリスクの留保を資産認識中止の制約としない「金融構成要素アプローチ」に立つものである。金融手法の発達により、金融資産がその構成要素へとさらに分解され、リスクが独立して取り扱われている現状を考えると、会計上もリスクを独立して取り扱うのが整合的である。つまり、資産の定義の核である経済的便益に着目して資産認識中止の判断を行い、負担しているリスクはリスクとして別途適切に表示する方向が検討されるべきである。

## わが国の連結会計基準の諸問題

——国際的調和の視点から

平松一夫

近年、企業を取り巻く環境の変化に応じてわが国の企業が急速に集団化・多角化・国際化を進める中で、企業業績を連結ベースで評価する必要性がさらに高まるなど、連結財務諸表は格段にその重要性を増している。それに伴い、現時点にふさわしい連結会計制度を再構築する必要性が強く認識されるに至っている。一方、世界では会計の国際的調和を目指す動きが急進展しており、わが国の連結会計基準は再検討を迫られている。

本稿においては、わが国の連結会計基準の諸問題を、特に国際的調和の視点から検討するものである。そのために、第2節で国際会計基準(IAS)を巡る動向を整理し、次に第3節でわが国企業会計制度へのIASの適用方式について検討する。ここでは、現実の対応策として、証券取引法のみで作成を要求されている連結財務諸表に限ってIASを導入することを提案している。そして第4節では個別の論点として、①連結の範囲、②連結決算日、③会計処理の統一、④投資消去差額の処理、⑤持分法の適用、⑥ジョイント・ベンチャーの会計処理、⑦連結財務諸表の体系と様式、⑧セグメント情報の開示について、それぞれわが国の基準とIASの規定の内容を比較検討することとする。最後に第5節では、これまでの議論を要約し、国際的調和の視点から、わが国の連結会計基準が現在直面する課題を提示する。

## ワークショップ「江戸時代における藩札の流通実態」の模様

本稿は、日本銀行金融研究所が1996年9月4日に開催した標記ワークショップでの報告・討議の模様を取りまとめたものである。

当研究所では、山口和雄東京大学名誉教授の指導のもと、地方在住の貨幣・金融史研究家に全国諸藩の藩札の流通実態に関する研究を委託してきた。今回のワークショップでは、そうした委託研究の成果を総括した基調報告(鹿野嘉昭「委託研究からみた藩札の流通実態」)を当研究所が行った後、(1)藩札の発行理由、(2)幕府の貨幣高権と藩札発行との関係、(3)藩札流通の背景、(4)国際比較からみた藩札の日本的

特徴など、江戸期幣制における藩札の性格・役割と経済史的意義を巡り、様々な議論が展開された。

これらの議論を通して、中世から近世、近世から近代への連続性・非連続性の問題をさらに掘り下げて分析するためにも、通貨制度や決済システムといった切り口から藩札の歴史を捉え直すことの重要性が改めて認識された。

## 委託研究からみた藩札の流通実態

鹿野嘉昭

本稿は、日本銀行金融研究所がこれまで実施してきた藩札に関する委託研究での研究成果を中心として、江戸時代に諸藩が発行した地方貨幣である藩札の流通実態を地域別・年代別に再検討したものである。この検討結果によると、藩札の流通実態に関しては、次の3点が指摘できよう。

第1に、藩札の流通事例には多種多様なものがあり、通説のように幕末にかけて価値の急落や札騒動が発生する事例もみられたが、その一方で、藩専売制の実施により領外からの正貨獲得に成功した藩においては円滑に流通していた事例も少なからずみられた。

第2に、藩札の流通状況を左右していたのは、貨幣としての一般受容性に対する領民からの信頼であり、各藩とも、十分な兌換準備の確保のほか、有力商人の信用を利用したり、藩札発行を藩財政から切り離した上で有力商人に委託するなど、でき得る限りの方策を用いて藩札の価値維持に腐心していた。そして、そうした施策が採用された藩では、多くの場合、藩札は円滑に流通していた。その意味で、節度ある藩財政運営が円滑な藩札流通の基礎を形成していたと

言えよう。

第3に、藩札は、継続的に発行される中で士民生活の中に定着し、利便性の高い交換手段として広く利用されていたことが窺われる。そうであるがゆえに、藩札価値の下落が見込まれる場合には、札騒動が発生したと思われる。

#### 【第16巻第1号】

### 会社分割の法律問題

——債権者の扱いを中心に

本稿は、商法学者（前田庸、田村諄之輔、江頭憲治郎、神田秀樹、吉原和志）と日本銀行のスタッフが参加した会社分割研究会（事務局：日本銀行金融研究所）の報告書である。本報告書では、わが国商法上にはいまだ規定のない会社分割法制の立法論を検討している。特に債権者の扱いを中心としたのは、会社分割では、会社財産の帰属の変更が不可避であるため、債権者保護が重要な問題となり得るからである。

本報告書の構成は、Ⅰで会社分割の意義と目的、方法を概観した後、Ⅱで各国の会社分割法制を比較し、Ⅲで現行会社法における債権者保護の意義を論じた後、Ⅳでは、債権者保護に関する会社分割の立法論を検討する。立法論では、営業の移転＋株式の分配として捉える立法と包括的な会社分割立法として捉える類型の可能性、債権者異議権の意義、債務を連帯債務として引き継ぐ会社分割、連帯債務としない会社分割、の順で論じる。

そこで明らかとなったのは、次のような点である。第1に、会社分割に際しては、これまで被分割会社の債務を分割会社が連帯債務として

承継することが必要であるとの見方が強かったが、債権者に異議権を付与したり、情報開示を充実することにより、連帯債務としない会社分割を認めることは、十分可能である。第2に、営業の移転＋株式配当という形の会社分割については、他の会社分割とは異なり、格別の債権者保護手続きなくこれを認めることが可能ではないかと考えられる。そして第3に、合併とのアナロジーで議論されることの多い会社分割であるが、債権者保護の問題に限っても独自の論点は決して少なくはなく、いろいろと検討すべき点がある。

### ワークショップ「藩札の紙質・印刷技法について」の模様

本稿は、1996年9月19日に開催された標記ワークショップでの討議の模様を取りまとめたものである。

ワークショップでは、まず増田勝彦東京国立文化財研究所修復技術部長から紙の技術史に関する特別報告があり、中国で生まれた製紙技術がわが国において洗練され、さらに19世紀以降ヨーロッパの製紙技術と融合する形で発展していった経緯が紹介された。次いで、大川昭典高知県立紙産業技術センター総括主任からは、藩札の紙質分析結果に基づき藩札に用いられた用紙は現在の和紙とは大きく異ならない、また稲葉政満東京芸術大学大学院助教授からは、明治初期の江戸で流通していた和紙には美濃や越前といった有力産地の紙は「高品質」のことが多い、という報告があった。さらに金融研究所の山岡直人は、形状やサイズ、印刷様式および偽造・識別対策といった観点から藩札を分類・整理し、それ

ぞれの特徴について実物を示しながら説明した。

その後の討議では、摂津国名塩村の紙が藩札用紙に用いられた背景や、版木の材質および彫刻技法などを巡って、活発な議論が展開された。また、流通藩札の品質管理の在り方についても議論され、藩札の場合、損傷・磨耗の目立つものをできるだけ流通させないよう、7年前後で回収・廃棄されていたのではないかとの見方が示された。

## 為替レート変動・企業の国際化と企業総価値

——デイリー・パネル・データによる実証分析

馬場直彦・深尾京司・佐々木（長瀧）百合

1995年の前半期の急激な円高局面においては、輸出依存度の高い企業の株価が大きく下落した。為替レート変動の企業総価値に対する影響経路の中でも、近年の日本企業による海外生産活動の拡大は注目に値する現象である。日本企業の海外生産活動の中には、日本への逆輸入を主な目的としているものも多い。このような現地法人を設立することは、ちょうど日本に対する輸出に特化する外国企業を持つことに等しいため、仮に円高が起きれば本社企業の利益は増加し、その企業総価値は高まると考えられる。

本稿では、為替レート変動と企業総価値との関係について理論的な背景を明らかにした上で、日本の製造業の中でも特に輸出依存度・海外生産比率が高い電気機械産業に属する企業から構成されるデイリーのパネル・データを用いて実証的に検証を行っている。

実証分析の結果、サンプル期間を長期間でとった場合を中心にして、円高（円安）局面では、為替レート変動は輸出依存度の高い企業の株価

を引き下げる（引き上げる）一方、海外進出比率が高い企業の株価を引き上げる（引き下げる）効果が統計的に有意に存在することが明らかになった。また、実証結果を基にした試算によると、10%の円高による製造業全体の企業総価値の下落約0.6%（1994年度経常利益の約29.0%に相当）のうち約0.2%（同約7.4%に相当）が企業の海外進出により相殺されていることが分かる。

## 資本市場の不完全性と金融政策の波及経路

——最近の研究成果の展望

星 岳雄

完全な資本市場では、モディリアーニ・ミラーの命題が成立し、企業の資金調達手段はその投資行動に影響を与えない。しかし、非対称情報などの不完全性が市場に存在すれば、各資金調達手段はもはや完全代替的ではなくなる。このとき、企業の投資は、比較的情報コストの低い資金源（例えば内部資金や銀行借入れなど）の利用可能性に制約されることになる。最近の実証研究は、概ね、この結論を支持しており、情報の問題の重要性を示唆している。このように資本市場が不完全な場合、金融政策は、教科書的な「預金のチャンネル」だけではなしに、「貸出のチャンネル」をも通じて、実質経済に影響を与える。最近の実証研究は、貸出のチャンネルの存在を支持しているが、それが預金のチャンネルよりも重要なものかについては意見が分かれるところである。最後に、最近のデリバティブの普及は、このような金融政策の波及経路に大きな影響を与えると思われるが、実証研究の不足から、その影響の方向についてはまだ断定できない。