

## 『金融研究』（第11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』を発行している。以下は、第11巻第1号（平成4年3月発行）所収論文の概要を紹介したものである。

### 第5回国際コンファランスの様様

金融研究所では、1991年10月24～25の両日、「1990年代における物価安定：国内・国際両面の政策課題」というテーマで、内外18か国の中央銀行および国際機関の幹部エコノミスト、有力学者など約45名の参加を得て、第5回国際コンファランスを開催した。

コンファランスにおける討議は、3つのセッションに分けて行われ、まず第1セッションでは、60年代以降の各国のインフレ動向とその背景が検討された。続いて第2セッションでは、インフレの測定をめぐる問題点や各種インフレ予測指標の有用性について、さらに第3セッションでは、これらの討議を踏まえ、国内・国際両面の政策課題が議論された。この間、両日の午後には、金融研究所の海外顧問であるメルツァー、フィッシャー両教授が、それぞれ「大インフレ期の教訓」、「モデレートなインフレからの教訓」と題する講演を行った。

今回コンファランスの狙いは、中央銀行にとって古くて新しい問題であるインフレについて、最新の理論・実証研究成果を踏まえ、新しい目でさまざまな角度から再検討し、今後の各国の政策運営に役立てようということにあったが、物価問題についてトップクラスの業績を持つ専門家が論文報告者や討論者として参加したこともあって、各セッションとも予定時間を大きくオーバーする白熱した議論が展開された。

本稿は、この第5回国際コンファランスの提出論文および両海外顧問の講演の要旨を紹介するとともに、討議の概要をとりまとめたものである。

### 企業の設備投資とメインバンク関係

岡崎竜子・堀内昭義

銀行をはじめとする資金の供給者は、一般に、借り手が行う投資プロジェクトの内容や経営者の資質など企業内部の情報を完全には知りえない。このため、資金提供者は投資プロジェクトの収益性などを正確に判断することはできないが、その結果、借り手に対する資金供給が必ずしも円滑には進まなくなる可能性がある。こうした情報の非対称性から生じる社会的な費用は、エージェンシー・コストと呼ばれ、そうしたコストが企業行動に及ぼす効果について、近年、理論・実証の両面から種々の検討が加えられている。

とりわけ、わが国においては、いわゆるメインバンクと借り手企業との間の株式保有や役員派遣等を通じた緊密な関係に着目し、そうしたメインバンク機能を通じて、日本の企業は、借入れに伴うエージェンシー・コストを削減しうるといふ仮説が関心を集めている。

本論文は、電機産業を例にとり、こうした仮説の妥当性を、エージェンシー・コストの存在を明示的に考慮した企業の最適化行動から導かれる設備投資関数の推定により検証しようとするものであり、メインバンクと借り手企業との緊密度合いを、融資比率、持株比率、役員派遣比率で量的に表現するところに特色がある。そして、メインバンクが融資の実行を通じて示した判断が借入れに伴うエージェンシー・コストを引下げ、設備投資に対する資金面からの制約を緩和する方向で作用していると主張される。

中央銀行による外国為替市場への介入は、将来の金融政策の方向についての情報を市場に伝達するための手段として機能する可能性がある。例えば、中央銀行が将来、為替相場を自国通貨安の方向に誘導しようと考えている場合には、今日の外為市場で、邦貨建て債券を売却し外貨建て債券を購入するという不胎化介入オペレーションを実行することにより、この政策意図をあらかじめ市場参加者に伝えることができる。このとき、将来の為替相場に関する市場の期待は自国通貨安の方向へと変化し、これを反映して今日の市場で成立する為替相場も自国通貨安になる。

不胎化介入の外為市場に対するこうした効果はシグナル効果と呼ばれ、その重要性はフリードマン、ムッサを始めとして多くの経済学者によって強調され、またプラザ合意後の一連の実証分析でも繰返し指摘されてきたが、既存の為替相場理論ではこれを十分に取扱うことができなかつた。本論文の目的は、不胎化介入を通じて中央銀行から外為市場参加者に情報が伝達されるメカニズムを、ゲーム理論を応用して解明しようとしたものである。

分析の焦点は、将来の金融政策に関する市場の予想が形成されるメカニズムにあてられ、市場参加者は中央銀行が将来、どのような政策をとるかを予想する一方、中央銀行サイドでは市場がどのような予想を形成するかを考慮しながら最適な政策を決定する、という相互依存関係のモデル化が図られている。

本論文では、こうした分析を通じ、不胎化介入によるシグナル伝達のメカニズム、協調介入と単独介入との相違、コストを伴わない「口先介入」と不胎化介入との関係等について、統一的視点から一つの解釈を与えている。

近年、国際金融市場や米国の商工業貸付市場における日本の銀行のシェア拡大を背景として、銀行の競争力について論じられる機会が増大している。そうした中であって、投資家が資金提供に際し要求する最低収益率水準を示す資本コストを銀行についても実際に計測のうえ、コスト面から各国銀行の競争力の優劣を評価しようとするアプローチに大きな関心が寄せられるとともに、種々の計測結果が公表されている。しかしながら、これまでの研究の多くは、製造業を対象として提案された資本コストの計測方法を銀行業にそのまま適用するだけであって、銀行業と製造業との相違点が明示的に考慮されていないため、そのようにして得られた計測結果に基づき各国の銀行の競争力を議論することは必ずしも適当であるといえない。

本論文では、銀行の主たる役割は金融仲介サービスの生産にあるとの立場から銀行業の資本コストに関する概念を整理し、貸付のほか預金などの負債も金融仲介の過程で銀行により生産される産出物であることを考慮すると、銀行の資本コストは株式コストのみで議論するのが適切であると主張される。また、こうした立場から、資本コストの有り得べき推定方法が提示されるとともに若干の計測が試みられているが、その際に必要な株式持合いや転換社債発行の資本コストに対する効果の調整方法についても議論されている。

・『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。

・『金融研究』（第11巻第1号）は日本信用調査株式会社より販売、定価1,030円。