1　ごあいさつ

2005 年 4 月に発足した東京大学金融教育研究センター（Center for Advanced Research in Finance, CARF）は、同じく 2005 年 4 月に開設された大学院経済学研究科金融システム専攻（2015 年 4 月より他専攻との協力関係を強化するため、現代経済、経営と数量ファイナンス副専攻に分割、再構成）、および 2007 年 4 月開設の経済学部金融学科と一体となって、アジア環太平洋における金融研究の中心的役割を担い、理論・実証両面から世界トップ水準の金融研究を推進することによって、日本を含むアジア経済、および世界経済の健全な発展に資することをミッションとしています。このため、当センターは可能なかぎり、世界の学界および産業・金融界に向かって開かれた組織形態を目指すとともに、緻密で厳格な研究に重点を置いた本格的な金融教育研究センターになることを目指しています。

発足当初から、当センターは、金融システムのデザインの研究と政策提言、金融工学・ファイナンスの理論研究およびその応用、マクロ金融政策の理論・実証研究の 3 分野を活動の柱として位置付けてきました。また、こうした研究を推進するためのデータベースの構築・分析環境面でのインフラ整備、世界の第一線の金融研究者を招聘した共同研究と外部に向けたセミナーの開催、そして、産業界や政策当局と連携した産学共同や官学共同の研究プロジェクトを重視してきました。研究用データベース環境に関しては、2007 年度までに基本的な整備が完了し、国内外の幅広い金融関係のデータベースを研究者に提供できるようになり、常に最新かつ有用なデータであるよう継続的に検討や更新を行っています。

また、当センターの運営は、文部科学省から産学連携施設に認定されており、その運営資金は政府による特別教育研究経費の支給のほか、広く産業界・金融界からの支援を受けてまかなわれています。2014 年度は、第一生命保険株式会社、野村ホールディングス株式会社、株式会社三井住友銀行、株式会社三菱東京 UFJ 銀行の 4 社（50 音順）よりご支援をいただいています。また経済学部へ株式会社みずほフィナンシャルグループ、農林中央金庫よりご支援をいただき発足した寄付講座ともいくつかの活動で連携させていただいています。特別教育研究経費は 5 年を単位とした支給であり、2005 年度から 2009 年度の第一期が終了、2010 年度から第二期目の支給が認められました。

今後も引き続き活発な内外、金融界・学界の交流を進める中で、これまでの研究成果を活かしつつ、マクロ金融政策の分野、ファイナンスの分野、および最適な金融システムデザインの分野において注目される、さらなる研究成果をあげるべく活動を続けるとともに、日本を含むアジア経済、および世界経済のバランスのとれた発展の支援を目指して、その成果を広く社会に還元していく所存です。

東京大学金融教育研究センター
センター長　植田 和男

2　活動概要

本年度の活動成果を要約すると以下のとおりです。

まず、産官学交流の場としては、『金融監督政策研究会』、『金融制度設計およびマーケットデザインのマクロ経済への影響』、『「財政破綻後の日本経済の姿」に関する研究会』、『IFRS と日本の会計制度（現代会計フォーラム）』、および『マクロファイナンス･金融 & 国際金融ワークショップ』などを開催しています。

さらに、当センターでは、内外の研究者・実務家による数多くのセミナーおよびワークショップが開催されています。具体的には、2014 年 5 月と 2015 年 1 月に『2014 年度 Asia Shadow Financial Regulatory Committee（ASFRC）会議（第 3 回、第 4 回）』、7 月に『17th Annual Japan Project Meeting』、9 月に『NUS-UTokyo Workshop on Quantitative Finance』、11 月に『日本政策投資銀行・設備投資研究所との日本経済に関するシンポジウムの開催』の計 5 回のコンファレンスを開催しました。また、当センターが主催する『特別セミナー』を 3 回、『CARF セミナー』を 6 回、『CARF ワークショップ』を 1 回開催しました（詳細は P. 6「4 リサーチ」、P. 41「5 その他のイベント」を参照）。

以上のほかに、当センター発の学術論文に関しては、センターホームページに公表されているように、合計 21 本（英文 18 本、邦文 3 本）の論文がワーキングペーパーの形で執筆され、これらのうち何本かはすでに内外のジャーナルに掲載、および単行本として公表されています（詳細は P. 53「6 ワーキングペーパー」を参照）。

3　センターの構成

ファカルティ

◆ センター長

植田 和男　Ueda, Kazuo
マクロ経済学、金融論
（兼務：金融教育研究センター運営委員会委員長）

◆ 副センター長

新井 富雄　Arai, Tomio
企業金融、証券投資、証券市場

◆ 教授

大日方 隆　Obinata, Takashi
財務会計

西村 清彦　Nishimura, Kiyohiko G.
中央銀行論、経済理論、経済統計

松島 斉　Matsushima, Hitoshi
ゲーム理論、情報の経済学、ミクロ経済学、実験経済学、金融制度理論

米山 正樹　Yoneyama, Masaki
財務会計

高橋 明彦　Takahashi, Akihiko
ファイナンス

福田 慎一　Fukuda, Shin-ichi
マクロ経済学、国際金融、金融

柳川 範之　Yanagawa, Noriyuki
金融契約、法と経済学

渡辺 努　Watanabe, Tsutomu
マクロ経済学、国際金融、企業金融

◆ 准教授

青木 浩介　Aoki, Kosuke
マクロ経済学

佐藤 整尚　Sato, Seisho
計量ファイナンス

植田 健一　Ueda, Kenichi
金融論、マクロ経済学
（兼務：東京大学公共政策大学院所属）
（2014 年 9 月 1 日着任）

◆ 常勤講師

尾張 圭太　Owari, Keita
数理ファイナンス、確率解析

白谷 健一郎　Shiraya, Kenichiro
ファイナンス
（2014 年 10 月 1 日着任）

小枝 淳子　Koeda, Junko
マクロ経済政策、マクロファイナンス、国際金融
（2014 年 8 月 31 日退職）

鈴木 通雄　Suzuki, Michio
マクロ経済学、リスクシェアリングと経済格差、設備投資

田村 彌　Tamura, Wataru
情報の経済学

平野 智裕　Hirano, Tomohiro
金融市場の不完全性とマクロ経済学

藤本 淳一　Fujimoto, Junichi
マクロ経済学、国際経済学
（2014 年 8 月 31 日退職）

戸村 肇　Tomura, Hajime
マクロ経済学、金融論

藤井 優成　Fujii, Masaaki
ファイナンス

◆ 特任研究員

水野 貴之　Mizuno, Takayuki

渡辺 広太　Watanabe, Kota

◆ 招聘研究員

伊藤 隆敏　Ito, Takatoshi
マクロ経済学、金融政策、国際金融、日本経済論
（コロンビア大学・政策研究大学院大学教授）

（2014 年度所属スタッフ）

諮問委員会

当センターでは諮問委員会を設け、金融の分野で著名な方々にセンターの運営上の重要な問題について助言を仰いでいます（敬称略・50 音順）。

氏家　純一　　Ujiie, Junichi
野村ホールディングス株式会社　常任顧問

永易　克典　　Nagayasu, Katsunori
株式会社三菱東京 UFJ 銀行　取締役会長

宮田　孝一　　Miyata, Koichi
株式会社三井住友フィナンシャルグループ　取締役社長

森田　富治郎　　Morita, Tomijiro
第一生命保険株式会社　特別顧問

4　リサーチ

物価・資産価格指数

■ スキャナーデータを用いた日次物価指数の開発 ■

メンバー

教授　　渡辺　努
特任研究員　渡辺広太（明治大学総合数理学部）

今年度の活動概要

本研究は、1988 年から現在に至る約四半世紀分の日次スキャナーデータ（日本で POS データと呼ばれる小売店の販売履歴データ）を用いた実証研究を基礎とし、日本の長期デフレの発生原因を解明しようとするものである。その一環として、スキャナーデータから Tornqvist 方式を採用した日次価格指数を計測するアルゴリズムを開発、「東大日次物価指数」として、結果を 2013 年 5 月よりホームページ上で毎日公表している（http://www.cmdlab.co.jp/price_u-tokyo/）。本年度は、CPI ウェイトベースで 17% である現在の東大日次物価指数の品目カバレッジの向上、公表指数の拡充等を目指して以下の作業を行った。

まず、各商品について価格と売上数量の両方が記録されるというスキャナーデータの強みを活かし、商品の売上指数を計測した。 これによって、既存統計において異なるデータソースから計測されてきた「価格変動」と「売上変動」を同一のデータから捉え、その間の関係を分析できるようにした。日次、月次の売上指数は、2014 年 7 月より同じくホームページを通じて毎日公表している。

カルチュア・コンビニエンス・クラブ株式会社と共同で、同社が提供する T ポイント利用履歴データを利用した日次価格指数の開発に着手した。T ポイントカードは多彩な利用提携先企業を持ち、その利用者は 5,000 万人にのぼる事から、財・サービスのカバレッジを向上させるほか、年代別、地域別の価格指数を作成する事を目指している。同様に、株式会社アイディーズ（以下、ID's）からも、有償・無償で大規模な ID 付きスキャナーデータ（レシート単位）の提供を受け、分析を行っている。

スキャナーデータから連鎖方式の高頻度価格指数を計測する際に発生する、「連鎖ドリフト」と呼ばれる上方・下方バイアスの発生原因について分析を行った。Tornqvist 方式の連鎖指数を {定価, 特売}、{価格, 売上} に関する各要因に分解することで、「連鎖ドリフト」の主な発生原因の一つが、特売期間中、およびその前後における売上変動の非一様性によるものである事を統計的に示した。「連鎖ドリフト」の解消には、レシート単位の販売履歴データから得られる情報を用いた調整が有効である事を報告した。本分析を ID's から提供される ID 付きスキャナーデータを用いてさらに精緻化し、連鎖方式の日次価格指数を計測する手法を構築すべく、継続的に作業を行っている。

特売頻度がデフレ期に上昇しているというファクトを再現し、特売がマクロ経済に与える影響を、特売頻度やロイヤルカスタマーとバーゲンハンターの割合を内生化した DSGE モデルによって分析した成果を論文にまとめた（論文名：Working Less and Bargain Hunting More: Macro Implications of Sales during Japan's Lost Decades、著者：N. Sudo, K. Ueda, K. Watanabe, T. Watanabe、CARF-F-351, September 2014）。なお、特売頻度や特売幅については、同じくホームページを通して公表すべく、作業を行っている。

■ 商業不動産価格指数の開発 ■

メンバー

教授	渡辺　努
教授	西村清彦
教授	清水千弘（麗澤大学経済学部）
教授	David Geltner（MIT Center for Real Estate）

米国における住宅価格の高騰とその後の急落が世界的な金融危機を招いたことから、国際通貨基金は、2009 年に G20 に対して住宅に関する統計の整備を促した。さらに、1980 年代半ばから 1990 年代初頭にかけて日本で発生した商業不動産を中心としたバブルの生成と崩壊は、その後の日本における経済の長期停滞の原因となったことから、同じく IMF は 2011 年に G20 に対して商業不動産価格指数に関する統計の整備を提言した。本研究プロジェクトは、そのような国際的なプロジェクトに貢献すべく、海外の当該分野の代表的な研究者らとの共同研究の推進と国内における研究成果の還元を行った。具体的には、2 本の新規論文の公刊と、5 つの国際会議での報告、そして、公開研究会の開催である。

まず、研究論文においては、公的統計と商業不動産に関する関連性を国民経済計算の体系の中で説明することを試みた（Diewert, Fox and Shimizu（2014））。商業不動産価格指数を国民経済計算の枠組みで計測しようとした場合には、土地と建物部分を分離していくことが重要となる。そこで、Diewert and Shimizu（2014）では、東京の REIT データの商業不動産価格のマイクロデータを用いて、土地と建物に分離するための新しい推計手法を提案した。前者の論文は、*Journal of Economic Literature* に、後者の論文は *Review of Income and Wealth* に投稿し、いずれも Revise and resubmit の状況にある。

また、そのような研究成果に基づき、国連、欧州中央銀行、国際通貨基金らが主催した国際会議や経済統計の国際学会において報告を行った。

加えて、このような国際的な議論の展開や研究成果を広く政策担当者、または実業界に認知してもらうため、本研究チームが中心となって、2014 年 12 月 16 日に公開研究会を主催した。公開研究会では、研究代表者の渡辺、または分担者の西村の古くからの共同研究者であるシンガポール国立大学のヨンヘン・デング教授、分担者の清水と共に国際商業不動産価格指数のハンドブックを執筆しているマサチューセッツ工科大学のデイビッド・ゲルトナー教授を招聘した。加えて、国土交通省と共催することで政策当局と連携すると共に、不動産協会をはじめとする関係団体に後援となってもらうことで、300 名を超える研究者、実務家の参加の下で盛況に終えることができた。本公開研究会では、研究代表者の渡辺がオーガナイズし、西村が新しい研究成果を報告すると共に、清水が 2012 年に CARF の Working Paper として、渡辺、西村らと執筆した論文の成果を報告した。同論文は、*Journal of Property Research* に Revise and resubmit の状況にあり、現在、再投稿に向けて渡辺を中心に改訂中である。その改訂作業を通じて、REIT データを用いた新しい商業不動産価格指数の推計方法を開発した。具体的には、商業不動産価格指数の多くは不動産鑑定士によって調査された不動産鑑定価格が利用されることが一般的であるが、本研究では、上場リート市場の株価に基づく価格情報を用いて、金融市場の情報を取り込んだ不動産価格指数を提案した。

今年度の活動概要

Ⅰ．公開研究会

不動産市場とマクロ経済―経済のグローバル化と不動産市場の展望―

場所：一橋講堂（Hitotsubashi Hall）

日時：2014 年 12 月 16 日（火）

主催：東京大学、麗澤大学、一橋大学

共催：国土交通省

後援：一般社団法人不動産証券化協会、一般社団法人不動産協会、公益社団法人日本不動産学会、公益社団法人都市住宅学会、公益財団法人東日本不動産流通機構、公益社団法人日本不動産鑑定士協会連合会

【プログラム】

開会：渡辺　努（東京大学大学院経済学研究科教授）

1. Opening speech　13:05–14:00
   - 西村清彦（東京大学大学院経済学研究科長・教授、前日本銀行副総裁）
     人口の高齢化と不動産市場の展望：Aging, Population Decline and Real Estate Market
   - ヨンヘン・デン（シンガポール国立大学不動産学部長、不動産研究センター長、全米不動産経済学会会長）
     中国不動産市場のリスクと展望：Understand the Risks and Opportunities in the Chinese Housing Markets―What We Know and What We Need to Know―
2. 研究報告
   - デイビッド・ゲルトナー（マサチューセッツ工科大学不動産研究センター教授）
     米国の不動産市場の現状と展望：US Real Estate Market and future perspective
   - ジム・センプレ（米国 Real Capital Analysis グローバル指数担当シニア・ヴァイスプレジデント）
     グローバル不動産市場の現状と展望：Comparison of Real Estate Market and future perspective
   - 清水千弘（麗澤大学経済学部教授）
     わが国の不動産市場の現状と展望：Japanese Real Estate Market and future perspective
   - 植杉威一郎（一橋大学経済研究所准教授）
     不動産市場とマクロ経済：Macroeconomic Policy and Real Estate Market
   - 小林　靖（国土交通省土地建設産業局不動産市場整備課長）
     わが国の不動産価格指数の整備と今後：Japanese Property Price Indexes

閉会：清水千弘（麗澤大学経済学部教授）

Ⅱ．国際会議報告

研究分担者　清水千弘による報告

（1）11/18, 2014　Second IMF Statistical Forum: Statistics for Policymaking—Identifying Macroeconomic and Financial Vulnerabilities（IMF, Washington. D.C, USA）

Presentation Title: Real Estate Prices—Availability, Importance, and New Developments（Discussantant with Prof. Robert Shiller, Yale University）

（2）9/29–30, 2014　International Conference on Commercial Property Price Indicators（Eurostat, ECB, IMF and BIS, OECD）2014（European Central Bank, Frankfurt, Germany）

Presentation Title: What is Commercial Property?（9/29）

Presentation Title: Decomposing a CPPI into Land and Structure Components.（9/30, with Erwin Diewert）

（3）8/27, 2014　33rd IARIW General Conference—Session for 7B“Measuring Capital Stock and Capital Services”（Rotterdam, Netherlands）

Presentation Title: Measuring Commercial Property Prices in Tokyo（with Erwin Diewert）

（4）8/20, 2014　Society for Economic Measurement（Chicago, USA）

Session. Alternative Approaches to the Measurement of Property Prices

Presentation Title: Depreciation Rate for Commercial Property（with Erwin Diewert）

（5）5/28, 2014　United Nations Economic Commission, Meeting of the Group of Experts on Consumer Price Indices, 2014（Geneva, Switzerland）

Presentation Title: Alternative approaches to CPPIs for Tokyo（with Erwin Diewert）

Ⅲ．論文

（1）Diewert, W. E., K. Fox and C. Shimizu（2014）,“Commercial Property Price Indexes and the System of National Accounts,”Discussion Paper 14-09, Vancouver School of Economics, University of British Columbia.

（2）Diewert, W. E. and C. Shimizu（2014）,“Alternative Approaches to Commercial Property Price Indexes for Tokyo,”Discussion Paper 14-08, Vancouver School of Economics, University of British Columbia.

■ 経済ニュースが株価のボラティリティに及ぼす影響に関する研究 ■

メンバー

教授　　渡辺　努
特任研究員　水野貴之（国立情報学研究所）

今年度の活動概要

この研究では、2003 年以降にロイター画面に流れた全てのニュース（時間スタンプつきのニュース）からなるデータベースを構築し、自然言語処理の手法を用いて、トピックごとに分類する。その上でニュースの発生時点における株価とそのボラティリティの変化を調べる。本年度は下記の 2 つのサブテーマについて研究をおこなった。

1 つめのサブテーマは、経済ニュースが日本国債のボラティリティに及ぼす影響に関する研究である。記者が手動でロイターニュースに付与した各ニュースに関するキーワードを教師データとして学習し、ロイターニュースから日本国債に関連するキーワード・リストを作成した。これを用いて、記者によるキーワードが付与されていない、ロイター社以外のニュースに対してもキーワードを機械的に付与した。また、日本国債に関連する様々な媒体のニュースのボリュームと、日本国債のボラティリティに強い相関があることを確認した。これらの結果の一部は、国内学会及び査読付き国際会議にて報告した（タイトル：日本国債の価格の統計性と外生的ショック　著者：田平好文、水野貴之、大西立顕、渡辺努　学会名：日本物理学会 2014 年秋季大会　場所：中部大学　日付：2014/9/9）（タイトル：Analysis of exogenous shocks using high frequency data in JGB markets　著者：Yoshifumi Tahira, Takayuki Mizuno, Takaaki Ohnishi, Tsutomu Watanabe　国際会議名：Econophysics Colloquium 2014　場所：神戸市　日付：2014/11/4–6）。この研究成果は、ニュースから日本国債に強い影響を与えている話題や金融政策を抽出できることを示唆しており、今後は、後述するもうひとつのサブテーマの研究成果と組み合わせて、ニュースから日本国債に強いポジティブな影響を与える話題や金融政策や、逆に、強いネガティブな影響を与える話題や金融政策を抽出することをおこなう。

2 つめのサブテーマは、各ニュースの重要度を定量化することである。市場は常に変化しており、同種のニュースだとしても、他のニュースとの関係や報じられるタイミングにより、市場の反応は異なる。昨年度に提案したニュースの「新規性」（過去に類似の記事が流れていないニュースは新規性に富む）と「話題性」（複数のベンダーが配信しているニュースは話題性に富む）を用いて、各ニュースのこれらの値によってニュースに対する株価のボラティリティの反応が大きく異なることをニューヨーク証券取引所の上場銘柄を網羅的に調査することにより明らかにした。これらの結果の一部は査読付き国際会議にて報告した（タイトル：Exogenous shocks in financial markets: Novelty and topicality detection in business news　著者：Takayuki Mizuno, Takaaki Ohnishi, Tsutomu Watanabe　国際会議名：Sigma Phi 2014　場所：ギリシャ　日付：2014/7/10）（タイトル：Forecasting Volatility using Financial Big Data Sets　著者：Takayuki Mizuno, Takaaki Ohnishi, Tsutomu Watanabe　国際会議名：Satellite meeting of COMPSTAT 2014　場所：スイス　日付：2014/8/23）。本研究テーマとは別に、ニューヨーク証券取引所とナスダック市場の過去 10 年間の全ての上場銘柄に関して分足の価格及び出来高のデータの整備をおこなった。今後は、別の研究テーマで整備したこのデータも活用し、「新規性」「話題性」が高いニュースのなかのどの語句や単語に市場は反応しているのかを網羅的に調査することをおこなう。これにより、ハーディングの元凶となる報道の仕方や、有効な金融政策を抽出する。

これら 2 つのサブテーマを通じて、市場への外生的ショックの伝播をモデル化し、将来の株価やそのボラティリティを予測する手法を開発することを計画している。

金融システム

■ 金融監督政策研究会 ■

金融監督政策研究会は、世界および日本における金融監督政策・行政の変化について情報交換するために、産官学連携の対話の場として 2010 年に発足した。2007–09 年の世界金融危機の要因として、金融監督の失敗が挙げられることが多く、最悪期を脱したあと、金融監督体制の見直しの議論が各国で起きている。また、リーマン・ブラザーズの破綻でみられたように、金融機関破綻処理の国際的な基準がないなかで、多くの国に支店・子会社を持つ金融機関が破綻することは、大きな混乱を生じさせることが明らかになった。そこで、本研究会では、日本の金融監督政策における政策担当者、世界的な規制がかけられるであろう大手民間金融機関、世界的な金融改革の議論に参加している学者による情報交換、意見交換を行っている。欧米でよく行われているようなシンクタンクにおける産官学の意見交換の場を日本においても作ることができた。会員は、金融庁、日本銀行、民間金融機関 6 社、学者 9 名で構成されている。自由闊達な議論を保証するため、議論は非公開としている。

第 19 回　金融監督政策研究会

日　時：2014 年 11 月 10 日（月）　19 時 00 分～ 21 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）2 階　第 3 セミナー室
報告者：中村康治（日本銀行）
演　題：日本銀行　金融システムレポートについて

第 20 回　金融監督政策研究会

日　時：2015 年 1 月 29 日（木）　8 時 00 分～ 9 時 30 分
場　所：ホテル・オークラ会議室
報告者：Kenneth Rogoff（Harvard University）
　　Klaus Regling（European Stability Mechanism）
演　題：足許の国際金融情勢、ユーロ危機からの教訓

今年度の活動概要

本年度は前年度まで本研究会の担当であった伊藤隆敏教授が退職したため、しばらく休会していたが、2014 年暮れに再開し、年度内に 2 回の会合を開催した。第 19 回の会合では、その直前に公表された日本銀行金融システムレポートについて、執筆を担当した日本銀行中村氏より報告を受け、その後、参加者間で関連のテーマについて自由討議を行った。強力な金融緩和の下で、金融機関がスプレッドの確保に苦労していること、特に大手は海外進出を加速させていること、また一部に異例の低金利が必ずしも健全とはいえない借り手への貸出を増大させている懸念があることなどが指摘された。第 20 回では、おりから来日中の Rogoff, Regling 両氏から国際金融情勢についてプリゼンを受けた後、自由討議を行った。Rogoff 氏は、いわゆる先進国経済の長期停滞論が、悲観的過ぎること、足許の停滞は、特に 2007–09 年の世界的金融経済危機後の調整が長引いている結果であること、他方で長期的な技術進歩の種は IT 分野等を中心に際限なく存在することなどを指摘した。Regling 氏は、ユーロ圏の

様々な問題が、金融監督の一元化、財政政策の部分的な統合の動きを引き起こしたこと、また為替レートは調整されなくても国内賃金・物価の調整で、ユーロ圏の不均衡は調整されつつあることなどから、同地域の将来についての楽観的な見方を示した。

現時点での参加メンバーは次のとおりである（敬称略）。

第一生命保険株式会社　調査部長	岡本 一郎
野村ホールディングス株式会社　執行役　財務統括責任者（CFO）	柏木 茂介
株式会社みずほフィナンシャルグループ　取締役　執行役常務	藤原 弘治
株式会社三井住友銀行　常務執行役員　経営企画部長	大西 幸彦
株式会社三菱東京 UFJ 銀行 常務執行役員　企画部長	石塚 勝彦
明治安田生命保険相互会社　運用企画部長	林 秀
金融庁　監督局長	森 信親
金融庁　監督局審議官	氷見野 良三
金融庁　統括審議官	三井 秀範
日本銀行　副総裁	中曽 宏
日本銀行　金融機構局長	衛藤 公洋
日本銀行　金融機構局　金融システム調査課長	中村 康治
学習院大学　経済学部教授	細野 薫
慶應義塾大学　商学部教授	深尾 光洋
中央大学　商学部教授	原田 喜美枝
中央大学　商学部准教授	鯉渕 賢
明治大学　総合数理学部　教授	松山 直樹
コロンビア大学　教授	伊藤 隆敏
東京大学　大学院経済学研究科　教授	植田 和男
東京大学　大学院経済学研究科　教授	柳川 範之
東京大学　公共政策大学院 兼　経済学研究科　准教授	植田 健一

■ 東大・設研共同主催シンポジウム：リスクマネーの供給と日本経済の持続的成長 ■

開 催 日：2014 年 11 月 21 日（金）
開催場所：大手町フィナンシャルシティサウスタワー 3 階　カンファレンスセンター
　　東京都千代田区大手町 1–9–7
主　　催：東京大学金融教育研究センター
　　株式会社日本政策投資銀行設備投資研究所
共　　催：一般財団法人統計研究会・金融班
　　一般財団法人日本経済研究所

【シンポジウムの目的】

我が国の金融システムは 1990 年代から 2000 年代にかけて深刻な危機に見舞われた。ただ、これに対する対応は 2000 年代半ばごろまでにおおむね完了したというのがコンセンサスであろう。その後、2007–10 年にかけて世界的な金融経済危機が発生したものの、我が国の金融システムが受けた打撃は比較的軽微であった。それにもかかわらず、日本経済全体を見回した時に十分なリスクテークが行われているとは言い難い。金融システムの側から見れば、十分にリスクマネーが供給されていないのである。金融システムのどこに問題があるのだろうか。それを解決するためにはどのような枠組みが求められるのだろうか。本シンポジウムは、このような問題意識の下、健全な経済発展に資する金融システムのデザインや政策提言を行うことをミッションの 1 つとする東京大学金融教育研究センター（Center for Advanced Research in Finance: CARF）と、設備投資研究の伝統を継承しつつ近年では金融分野の研究にも力を入れている日本政策投資銀行設備投資研究所（設研）が共同で主催したものである。

【シンポジウムの構成】

シンポジウムは、報告セッション・午前の部「マイクロデータに基づく企業行動の実証分析」、報告セッション・午後の部「アベノミクスと日本経済の諸課題」、およびパネルディスカッション「リスクマネー供給の円滑化に向けた新たな資金循環の形成」で構成された。

【植田報告のポイント】

シンポジウムでイントロダクションを務めた植田の報告のポイントは次のとおりである。「日本でのリスクマネー供給が不十分だという現象は、様々なデータから確認可能である。1990 年代から 2000 年代にかけての日本では、市場から退出した企業の方が新規参入企業よりも生産性が高かったという研究がある。また別の側面をみると、家計の株式保有は投資信託等、間接的なものを含めても総資産の 15％程度だが、米国では 50％に達する。年金等のリスクテークが見劣りすることも重要なポイントである。さらに、銀行貸出、社債、証券化商品市場等については、金利体系の歪みが正常なリスクテークを難しくしているという面がある。こうしたリスクテークの不十分さを、戦後前半は財政投融資をてこにした政府の活動が補ってきた。その後財投機関が民営化されてみると、健全なリスクテークの芽は十分には育っていない。不良債権問題の後遺症、その後の金融規制の影響も無視できない。ところが、ここにきて再び政府主導で様々なリスクテークが促進されており、ベンチャーキャピタル市場等にも巨額の資金が流入している。これが民間中心のリスクテークに育っていくのか、公的機関主導のデメリットの方が顕在化してしまうのか、注目されるところである。」

【プログラム】

開会の辞	9:30 ～ 9:40	薄井 充裕（日本政策投資銀行設備投資研究所長）
導入セッション	9:40 ～ 10:00	事務局（日本政策投資銀行設備投資研究所）

〈報告セッション　午前の部〉

「マイクロデータに基づく企業行動の実証分析」 座長：花崎 正晴（一橋大学大学院商学研究科教授）

10:00 ～ 11:00	報告者	岡本 弦一郎（日本政策投資銀行設備投資研究所研究員）
	論　題	資本構成の維持と満期構成
	討論者	内田 交謹（九州大学大学院経済学研究院教授）
11:00 ～ 12:00	報告者	小川 一夫（大阪大学社会経済研究所教授）
	論　題	Productivity, Firm Size, Financial Factors and Exporting Decisions: The Case of Japanese SMEs
	討論者	伊藤 恵子（専修大学経済学部教授）

〈報告セッション　午後の部〉

「アベノミクスと日本経済の諸課題」 座長：福田 慎一（東京大学大学院経済学研究科教授）

13:15 ～ 14:15	報告者	竹田 陽介（上智大学経済学部教授）
	論　題	Stock Prices and Policy Uncertainty: Evidence from the Tokyo Stock Exchange, 2008–2014
	討論者	細野 薫（学習院大学経済学部教授）
14:15 ～ 15:15	報告者	穴山 眞（日本政策投資銀行設備投資研究所主任研究員兼執行役員業務企画部長）

	論　題	「設備投資計画調査」からみる日本経済の課題と金融の役割
	討論者	池尾 和人（慶應義塾大学経済学部教授）

〈パネルディスカッション〉

「リスクマネー供給の円滑化に向けた新たな資金循環の形成」

来賓メッセージ	15:30	細溝 清史（金融庁長官）
15:35 ～ 17:30	座長	植田 和男（東京大学大学院経済学研究科教授・金融教育研究センター長）
	パネリスト	井潟 正彦（野村證券市場研究所執行役員）
	パネリスト	池谷 光司（三菱東京 UFJ 銀行常務執行役員）
	パネリスト	齋藤 通雄（金融庁総務企画局参事官）
	パネリスト	柳川 範之（東京大学大学院経済学研究科教授）
	パネリスト	地下 誠二（日本政策投資銀行執行役員経営企画部長）
閉会の辞	17:30	植田 和男（東京大学大学院経済学研究科教授・金融教育研究センター長）

■ 2014 年度 Asia Shadow Financial Regulatory Committee（ASFRC）会議 ■

第 1 回

開 催 日：2014 年 5 月 8 日（木）～10 日（土）

開催場所：一橋大学・千代田キャンパス

共　　催：Financial Management Association、東京大学金融教育研究センター、
Massey University（New Zealand）

第 2 回

開 催 日：2015 年 1 月 11 日（日）～13 日（火）

開催場所：マレーシア・Sunway Resort Hotel & SPA, Bandar Sunway, Selangor

共　　催：Jeffrey Cheah Institute on Southeast Asia、東京大学金融教育研究センター

Asia Shadow Financial Regulatory Committee（ASFRC）（アジア金融監督シャドー会議）は、アジア・オセアニア地域の金融経済学者が、その時々の金融監督に関する諸問題を取り上げ、政府とは独立の立場から毎年 2 回提言を行うもので、2014 年度の会議は、第 1 回が一橋大学・千代田キャンパスで、第 2 回がマレーシア・Sunway Resort Hotel & SPA でそれぞれ開催された。

第 1 回会議のテーマは、「Financial Regulatory Cooperation in Asia（アジア地域における金融協力のあり方について）」であった。アジア地域は、目覚ましい経済成長によって実体経済面では世界経済におけるプレゼンスを大きく高めている。しかし、金融市場の発展という面では、欧米諸国と比べて、多くの面でその制度設計がいまだ発展途上である。このため、域内で金融市場をいかに育成し、効率的な資金フローを生み出していくかは、持続的な経済成長を実現していくうえで喫緊の課題である。本会議では、以上の問題意識から、まず河合正弘氏（東京大学）がゲストスピーカーとしてアジア地域における金融協力の現状について説明を行ったあと、参加者が各国の経験を紹介し、関連テーマに関して討論を行った。そのうえで、パネル・ディスカッションを行い、その成果を踏まえて、「アジア地域における金融協力のあり方について」の提言を取りまとめ、Financial Management Association の特別セッションで報告した。

第 2 回会議のテーマは、「Technology-Driven Banking and Consumer Empowerment（技術革新下の銀行業とその啓発について）」であった。近年 IT 産業のめざましい技術革新によって、金融ビジネスのあり方が大きく変化している。これは、アジア地域でも例外ではなく、これまでとは大きく異なる金融ビジネスモデルの必要性が各国で急速に高まっている。しかし、多くの分野では、それに対する規制や利用者に対する啓発はいまだ不十分である。このため、新しい金融技術を使った金融ビジネスモデルをいかに育成し、効率的な資金フローを生み出していくかは、アジア地域で健全な金融市場を育成していくうえで喫緊の課題である。本会議では、以上の問題意識から、まず Woo Wing Thye 氏（President, Jeffrey Cheah Institute on Southeast Asia）がアジア地域における金融技術の革新とそれに伴う新しい金融ビジネスの潮流について説明を行ったあと、参加者が各国の経験を紹介し、関連テーマに関して討論を行った。そのうえで、パネル・ディスカッションを行い、その成果を踏まえて、「技術革新下の銀行業とその啓発について」の提言を取りまとめた。多角的な観点から活発な議論が展開され、大変有益であった。

【プログラム】

第 1 回会議

第 1 日：5 月 8 日（木）

午後セッション

「アジア地域における金融協力のあり方について　Financial Regulatory Cooperation in Asia」

場　所　　一橋大学千代田キャンパス・会議室 101

時　間　　14 時 00 分 –16 時 30 分

座　長　　Martin Young（Massey University, New Zealand）

報告者　　シンガポール　David K. Ding（Massey University, New Zealand）

台湾　Chen-Min Hsu（National Taiwan University, Taiwan）

日本　祝迫得夫（一橋大学、日本）

第 2 日：5 月 9 日（金）

午前セッション

「外部からのヒアリング」

場　所　　一橋大学千代田キャンパス・会議室 103

時　間　　10 時 30 分 –11 時 45 分

報告者　　河合正弘（東京大学、日本）

タイトル　　Regional Financial Regulation in Asia

午後セッション

「アジア金融シャドー提言に向けての討論」

場　所　　一橋大学千代田キャンパス・会議室 103

時　間　　13 時 30 分 –16 時 30 分

モデレーター　Martin Young（Massey University, New Zealand）

パネリスト　　韓国　Ghon Rhee（University of Hawaii, USA）

タイ　Sunti Tirapat（Chulalongkorn University, Thailand）

日本　福田慎一（東京大学、日本）

第 3 日：5 月 10 日（土）

アジア金融シャドー提言の報告

場　所　　一橋大学千代田キャンパス・一橋講堂

時　間　　12 時 10 分 –12 時 40 分

テーマ　　「Financial Regulatory Cooperation in Asia」

報告者　　Martin Young（Massey University, New Zealand）

12 時 40 分　終了

第 2 回会議

第 1 日：1 月 11 日（日）

1:00 pm	Informal Lunch and discussion, Fuzion Restaurant, Level 1
	Welcome speech by Woo Wing Thye
2:00 pm	Welcome Session, Level 20, Club Room
	Chair: Martin Young（Massey University, New Zealand）
	Discussions on future meetings and new members
	Discussions on financial inclusion and consumer empowerment
4:00 pm	Coffee Break
4:10 pm	Introductory Session, Meet on 20, Level 20, Club Room
	Discussions on Malaysian financial issues by See Yan Lin（Sunway University Malaysia）
7:30 pm	Welcome Dinner, Business Centre 4, Level 15
	Tan Sri Dato' Seri Dr Jeffrey Cheah, Founder and Chairman, Sunway Group; Founder and Chancellor of Sunway University

第 2 日：1 月 12 日（月）

9:30 am	Brainstorming Session, Meet on 10, Level 10, Room 10.2
	Chair: Martin Young（Massey University, New Zealand）
	Further discussions on consumer finance and internet banking
11:20 am	Coffee Break, Concourse area, Meet on 10, Level 10
11:50 am	Brainstorming Session, Meet on 10, Level 10, Room 10.2
	Chair: Martin Young（Massey University, New Zealand）
	Discussions on the structure of the statement
1:00 pm	Lunch, Fuzion, Level 1
2:30 pm	Draft Committee Session, Meet on 10, Level 10, Room 10.2
	Jian-Xin Wang, Qian Sun, Martin Young, Woo Wing Thye
3:00 pm	Coffee Break, Concourse area, Meet on 10, Level 10
3:20–5:00 pm	Brainstorming Session: Meet on 10, Level 10, Room 10.2
	Chair: Martin Young
	Discussions for finalizing the statement
7:30 pm	Dinner
	Taste Enclave, Pyramid Tower Hotel

第 3 日：1 月 13 日（火）

10:00 am	Media Briefing, Meet on 10, Level 10, Room 10.2

■ 大金融危機後の世界経済 ■

当センターでは、東京大学大学院経済学研究科、日本経済国際共同研究センター（CIRJE）と協力して最近の金融危機・地震災害に関するプロジェクトの紹介、教員による最新のコメント、全体の理解に役立ちそうな基礎的な研究の紹介等をホームページ上で随時行っている（http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/research/comment/carfcomment01.html を参照）。

教員による金融危機に関する最新のコメント

コメント	著者	発表時期
「政策の完成度は道半ば」日本経済新聞『経済教室』（2014 年 4 月 28 日）	植田 和男	2014.04
「正念場迎えるアベノミクス」日経ヴェリタス『異見達見』（2014 年 7 月 27 日）	植田 和男	2014.07
「波乱生む懸念拭えず」日本経済新聞『経済教室』（2014 年 10 月 15 日）	植田 和男	2014.10
「所得分配からみた日本経済」日経研月報（2015 年 2 月号）	植田 和男	2015.02
「世界経済、急回復にもリスク」日経ヴェリタス『異見達見』（2015 年 2 月 22 日）	植田 和男	2015.02

より基礎的な研究の紹介：今回の危機と関係のある日本の経験

タイトル	著者	発表時期
Safe Asset Shortages and Asset Price Bubbles	Kosuke Aoki Tomoyuki Nakajima Kalin Nikolov	2014.05
Beauty Contests and Fat Tails in Financial Markets	Makoto Nirei Tsutomu Watanabe	2014.06

より基礎的な研究の紹介：その他

タイトル	著者	発表時期
MULTI-BELIEF RATIONAL-EXPECTATIONS EQUILIBRIA: INDETERMINACY, COMPLEXITY AND SUSTAINED DEFLATION	Kiyohiko G. Nishimura Hiroyuki Ozaki	2014.08
デフレ期における価格の硬直化　原因と含意	渡辺　努 渡辺広太	2015.02

バブル・財政

■「財政破綻後の日本経済の姿」に関する研究会 ■

日本の政府債務残高の対 GDP 比率は G7 国中最悪の水準で、現在の 230% を超える水準はギリシャの政府債務残高の対 GDP 比率を上回っている。こうした深刻な財政危機状態や 2%の物価上昇率を目標に掲げる日銀の歴史的な積極的金融緩和策が続行されるなか、2015 年 3 月時点の 10 年物国債の最終利回りは依然 0.5% を下回っている。ある意味、不可解な現象である。われわれは過去 3 年弱「現状の日本でなぜ国債価格の大幅下落、急激なインフレを伴う『財政破綻』は現実化しない、その予兆も見えないのはなぜか？」という問題意識を抱きながら、研究会を続けてきた。

上記の現象を説明するひとつの仮説は、人々の期待は標準的な経済理論で想定されるような「合理的」なものではないというものである。2014 年度前半の 2 回の研究会では、投資家の期待形成メカニズムや資産選択行動を解明する糸口を求めて関連するファイナンス研究を取り上げて議論した。

2014 年 6 月の研究会では、投資家の期待形成を取り扱った最近の研究である Greenwood/Shleifer（2014）に基づいて、彼らが米国の株式市場で見いだしたのと同様な事象が日本市場でも観察されるか否かも合わせて議論した。Greenwood/Shleifer 論文は、機関投資家および企業の財務担当者等を対象に行われてきたサーベイ調査に見られる株式の将来リターンに関する投資家の期待を分析した論文である。彼らの主な結論は、（1）各サーベイ調査における投資家の期待間には高い相関がある、（2）期待は投資信託への資金流入と正の相関を持つ、（3）期待は、過去 1 年のリターンが高ければ、今後 1 年のリターンも高いと予想する外挿（順張り）傾向を持つ、（4）期待は配当利回り等の変数を用いたモデルに基づく期待リターンと負の相関関係がある、（5）期待は株式市場の将来パフォーマンスと弱い負の相関がある、というものである。彼らは、以上の実証結果は単一の代表的主体を想定した従来モデルと整合的ではなく、前述の結果を上手く説明する別のモデルが必要であると主張している。

一方、研究会では日本の機関投資家の株式の将来リターンに関する期待についても米国と同様な現象が見られるか否かを日経クイックの株式調査データを用いて検証してみた結果も報告された。主なポイントは、（1）日本の機関投資家の将来リターンの期待は、米国と異なり、過去の一定期間のリターンが高ければ将来のリターンは低いだろうと予想する逆張り型である、（2）ただ、投資家の予想した将来リターンが的中しないという点においては米国と同様である、（3）米国同様、日本市場でも配当利回りが株式の将来リターンをある程度予測する傾向が見出された、（4）ただ、近年では、東証一部の委託売買の 6 割以上を海外投資家が占め、現在の日本の株式市場は米国と異なり国内投資家中心の市場ではない。そのため、日本では株価見通しについて投資家サーベイを行う場合、国内投資家だけを対象にするサーベイでは不十分である、（5）近年の日本の株式市場では海外投資家が順張り、国内投資家が逆張りの行動をとっている。すなわち、海外投資家は株価が上昇した月に買い越している。国内投資家はその逆である、というものである。

8 月の研究会では、Bossaerts [2002] *The Paradox of Asset Pricing*, Princeton University Press を取り上げて議論した。この著作で Bossaerts は、（1）代表的投資家の主観的確率分布と客観的確率分布が一致するという合理的期待、（2）これにリターンの分布が時間に依存しないという定常性の仮定を追加したモデルの実証研究、（3）実証研究の結果、見出された株式の安全資産に対する超過リターンが合理

的に説明できないほど高いという「株式リスクパズル」等を説明するために導入された習慣持続仮説などパラメータを追加することで「説明」しようとするアプローチ、に疑問を呈している。

Bossaerts は、実験経済学の研究に基づき、合理的期待も定常性も仮定せず、投資家の効率的学習のみを仮定した効率的学習市場仮説を提唱した。これは最初の事前確率は間違っていても、投資家は事後的に観察した事象を取り入れながら時系列的に事前確率を修正していくというモデルである。報告に対しては、Bossaerts の著作は 2002 年に出版されたものであり、現在時点から見ると内容がやや古くなっており、特に、金融危機後、ファイナンス研究において従来からのアプローチ以外の様々なアプローチが提案されており、現在は次代のファイナンス研究の方向の模索期にある、という指摘がなされた。いずれにしろ、従来の効率的市場仮説以外の研究が盛んになっていることを再確認した研究会であった。

10 月の研究会では、「日本の国債市場と投資家行動」というタイトルで日本の国債市場で長年仕事をしてこられた実務家に報告をしてもらった。冒頭に述べた不可解な現象の原因と持続性について国債市場の参加者はどのように考えているのか議論の材料を提供してほしいとお願いした。

報告では、豊富なデータに基づき、日本の財政状況は、たしかに数字の上では危機的な状況にあるが、国債の保有構造特性から直ちに危機が表面化する可能性は低いと市場関係者は見ている、という見解が述べられた。ほぼ国内で閉じた資金循環の中で、国債を買い支えているのは究極的には高い現預金比率と低い金利感応度を持つ家計の金融資産であり、こうした家計金融資産保有特性が金融機関の投資行動に反映され、巨額の保険・年金資金と合わせて長期金利は上昇しにくい構図にある。影響が大きいのが銀行、保険、年金を経由した資金の流れで、これに最近の日銀を経由した流れが加わり、これらのチャネルで国債に伴う金利リスクの大部分が負担されている。金融政策が今後も最大の相場変動要因だが、日銀のオペ以外では、近年影響力が強くなっているのが生命保険である。その負債特性の変化を含めて生命保険の今後の動向は要注意である、という指摘がなされたのが注目された。今後の展望として、新発国債の入札を順調に進め続けられるか、金利が低位安定しているうちに成長戦略 / 財政再建戦略を実現できるか、を市場参加者は注視している、という指摘がなされた。

第 20 回「財政破綻後の日本経済の姿」に関する研究会（共催：金融システム研究フォーラム）

日　時：2014 年 6 月 20 日（金）18 時 00 分～ 21 時 00 分
報告者：新井 富雄（東京大学）
演　題：投資家の期待形成：Greenwood/Shleifer（2014）を糸口に

第 21 回 「財政破綻後の日本経済の姿」に関する研究会（共催：金融システム研究フォーラム）

日　時：2014 年 8 月 27 日（水）18 時 00 分～ 20 時 30 分
報告者：福井 義高（青山学院大学）
演　題：市場の「合理性」と資産価格モデル

第 22 回 「財政破綻後の日本経済の姿」に関する研究会（共催：金融システム研究フォーラム）

日　時：2014 年 10 月 3 日（金）18 時 00 分～ 20 時 30 分
報告者：角間 和男（野村アセットマネジメント株式会社）
演　題：日本の国債市場と投資家行動

今年度の活動概要

2014 年度の研究会は、金融システム研究フォーラムとの共催で上記のように 3 回開催され、複数の大学、研究機関および金融機関から多数の研究者が参加した。参加メンバーによる単独あるいは共同で進める研究・討議を基本とし、研究会の他に日本の国債市場および投資家行動に関して研究会メンバーの同報メールを通じた意見交換や関連情報の収集を行った。

研究会は自由な問題設定と研究・討議の場としてのみ位置づけ、メンバーによる研究成果・意見公表に制約は置いていない。また研究会内部で結論や意見の集約・統一を企図し、加えて報告書を作成することも想定していない。ただし、各報告関連の資料は研究会のウェブページ（http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/research/zaisei/zaisei_index.html）で公表している。

■ バブルと危機：理論と実験 ■

バブルと金融危機に関連する基礎研究になる経済学実験の準備をメインにおこなった。2 月 5 日現在で、前川淳（助教）、花木伸行（マルセーユ大）、松島斉の三人が実質的に中心になって、実験計画（説明）書作成の最初のステップが踏めた。内容は以下の通り。

資金を借り入れる際には、一般に、「信頼」や「互恵」といった、社会心理学的要因が重要だとされている。実際このことを裏付ける膨大なリサーチがある。しかし、これらのリサーチは、非常に単純化された、「最後通牒ゲーム」や「信頼ゲーム」といった、貸し手一人、借り手一人の戦略的関係のみを検討している。しかし、現実には、債権者は債権を証券化して他者に売却し、債権購入者はさらに売却するといった、金融取引によって、債権債務関係が複雑に金融仲介ネットワーク化されている。この場合には、社会心理学的要因は依然として機能しうるのかどうか、が重要な問いになる。

以下の実験計画は、このことを明らかにするものである。ネットワークの研究は先端領域である。しかし、信頼や互恵との関連を検討した過去の研究は今のところ確認していない。よって、実験結果次第ではかなり重要な学術貢献になりそうである。

金融仲介ネットワーク（1）：信頼ゲームの実験に、金融仲介のステップを導入することにより、債務者の返済行動の変化を調べる。この際に、債権者が債権を売却したり譲渡したりする可能性を金融仲介ネットワークとしてモデル化することになる。ネットワークが、Trust Building に与える効果をしらべる実験になる予定である。Private Lending と銀行システムの違いや関係を、行動経済学的に説明する。

金融仲介ネットワーク（2）：信頼ではなく互恵性を調べるモデルである「最後通牒ゲーム」をもとに、上と類似の設定で実験計画をたてた。Reciprocity と仲介ネットワークの関係を見る。最近になって関連文献が非常に増えてきており、そのため、年度内に実験を行う予定であったのを見合わせて、より練られたオリジナルなプランを作る方向で検討中である。

これらは、取引資産のミスプライシングを説明する基礎研究になる。抵当設定の効果、Belief Heterogeneity の導入を長期的には考えている。バブルと危機を独自に実験室で再現することになる。Abreu-Brunnermeier タイプと Matsushima タイプといった、不完備合理性の導入を検討することになる。

我々および早川仁（助教）は、1 月に MIT の Mihai Manea 准教授を招いて、仲介ネットワークの理論的展開について意見交換をした。上のプランはこの際の意見交換の影響を強く受けている。

今年度の活動概要

以下の報告、研究成果はプロジェクトに関連するものである。

松島 斉：

【国際学会セミナー等】

12 月 18 日　一橋大学経済学研究科 Implementation and Detection

12 月 16 日　東京大学経済学研究科 Implementation and Detection

12 月 11 日　京都大学経済研究所 Implementation and Detection

12 月　4 日　大阪大学経済学研究科 Implementation and Detection

8 月 26 日　EEA-ESEM Meeting 2014（Toulouse）　EFFICIENT COMBINATORIAL ALLOCATION:

VOLUNTARY PARTICIPATION VERSUS STABILITY

8 月 19 日　14th SAET Conference on Current Trends in Economics（WASEDA UNIVERSITY）EFFICIENT COMBINATORIAL ALLOCATION: VOLUNTARY PARTICIPATION VERSUS STABILITY　Session “Combinatorial Auctions and Dynamics” Organizer and Chair

6 月 20 日　2014 Asian Meeting of the Econometric Society（Taipei）EFFICIENT COMBINATORIAL ALLOCATION: VOLUNTARY PARTICIPATION VERSUS STABILITY　Session “Contest and Allocation” Chair

4 月　3 日　MPT フォーラム（東洋経済新報社）金融システムの（不）安定性：バブルと金融危機

花木 伸行：

【論文】

Eizo Akiyama, Nobuyuki Hanaki, Ryuichiro Ishikawa “It is not just confusion! Strategic uncertainty in an experimental asset market,” forthcoming in *Economic Journal.*

Eizo Akiyama, Nobuyuki Hanaki, Ryuichiro Ishikawa “How do experienced traders respond to inflows of inexperienced traders? An experimental analysis,” *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 45, pp 1–18, 2014

【国際学会発表】

“Strategic uncertainty and cognitive ability in an experimental asset market,” Satellite Workshop B at Society of Advancement of Economic Theory（SAET）（August 22, 2014, WASEDA University, Tokyo）

“How do experienced traders respond to inflows of inexperienced traders? An experimental analysis,” Annual meeting of Society of French Experimental Economists（ASFEE）2014（May 22–23, 2014, Besancon）

“How do experienced traders respond to inflows of inexperienced traders? An experimental analysis,” Annual meeting of Society of Experimental Finance（SEF）2014（June 22–23, 2014, Zurich）

【セミナー等】

“It is not just confusion! Strategic uncertainty in an experimental asset market,” 日本マーケティング・サイエンス学会マーケティング・ダイナミクス研究部会（2014 年 7 月 10 日）

“It is not just confusion! Strategic uncertainty in an experimental asset market,” 関西大学経済実験センター（2015 年 2 月 3 日）

“It is not just confusion! Strategic uncertainty in an experimental asset market,” 高知工科大学制度設計工学研究センター（2015 年 2 月 4 日）

“It is not just confusion! Strategic uncertainty in an experimental asset market,” Paris School of Economics（2015 年 2 月 12 日）

前川 淳：

【国際学会発表】

11 月　7 日　Conservatoire Darius Milhaud Association of Southern-European Economic Theorists（Assets）“Securitization and Heterogeneous-Belief Bubbles with Collateral Constraints”

■ バブル、金融危機と政策対応　研究会 ■

2014 年度は合計 7 名のマクロ金融の研究者を海外から招聘し、活発な意見交換を行った。以下で 3 名の研究報告を取り上げたい。

NY 連銀エコノミスト Tobias Adrian 氏による論文“Intermediary Leverage Cycles and Financial Stability”（with Nina Boyarchenko）の発表・討議が行われた。論文では、Value at Risk に基づいた担保制約と銀行破たんの可能性を銀行部門に導入したマクロ経済モデルを作り、モデルシミュレーションがデータで観察される危険資産の期待利回りと銀行部門のレバレッジの相関を生み出せることを示した。また、ある程度の担保制約を貸すのが家計にとってもっとも望ましいという分析結果が示された。出席者からは、銀行破たん時の処理についての仮定や、銀行貸し出しでの貸し倒れをより現実に近い形でいれた場合モデルの結果がどう変わるかなどの質問がなされた。

香港科技大の Pengfei Wang 氏には、資産価格バブルと経済政策に関する論文を発表して頂いた。資産バブルが経済厚生に与える影響としては、伝統的にバブルは経済厚生を高めるという見方が支配的であるが、Wang 氏が発表した論文は、資産バブルは経済厚生を下げ、したがって、資産バブルの発生を防ぐことが最適政策になることを理論的に明らかにした。多くの質疑応答がでた。一つは、彼らのモデルでは、資産バブルは崩壊しないという仮定があるが、それが現実的ではないのではないかというものである。また、彼らの論文では、政府の政策によって経済に歪みがあるもとでバブルが発生すると、バブルは経済厚生を下げる。そもそも歪みをもたらす歪みを取り除くことが重要ではないかという意見もでた。多くの意見交換ができ有意義なセミナーであった。

Columbia 大学の Martin Guzman 氏には、ノーベル賞受賞者の Joseph Stiglitz 氏との共同論文を発表して頂いた。将来に対する予想の違いによって、資産価格がファンダメンタルバリューよりも大きくなることを示した上で、そういった資産の発生と崩壊が実体経済にどのような影響を与えるのか、経済厚生の観点から見て、望ましいのかを明らかにした。大変興味深い点は、資産価格が大幅に下落した際には、価格を完全に硬直的にする方が経済厚生の観点からみて望ましいことを明らかにしたことである。

今年度の活動概要

第 1 回　バブル、金融危機と政策対応　研究会

日　時：2014 年 5 月 30 日（金）16 時 40 分～18 時 20 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室
報告者：Tobias Adrian（Federal Reserve Bank of New York）
演　題：Intermediary Leverage Cycles and Financial Stability（joint with Nina Boyarchenko）

第 2 回　バブル、金融危機と政策対応　研究会

日　時：2014 年 9 月 25 日（木）16 時 40 分～18 時 20 分
場　所：東京大学経済学研究科棟 3 階　第 3 教室
報告者：Paul Levine（University of Surrey）
演　題：Imperfect Information, Optimal Monetary Policy and Informational Consistency（joint with Joseph Pearlman）

第 3 回　バブル、金融危機と政策対応　研究会

日　時：2014 年 11 月 13 日（木）16 時 40 分～ 18 時 20 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室
報告者：Serene Tan（National University of Singapore）
演　題：Does Risk Aversion Matter in Directed Search Models?（joint with Nicolas L. Jacquet and John Kennes）

第 4 回　バブル、金融危機と政策対応　研究会

日　時：2014 年 12 月 18 日（木）16 時 40 分～ 18 時 20 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室
報告者：Pengfei Wang（Hong Kong University of Science and Technology）
演　題：Housing Bubbles and Policy Analysis（joint with Jianjun Miao and Jing Zhou）

第 5 回　バブル、金融危機と政策対応　研究会

日　時：2015 年 1 月 21 日（水）12 時 00 分～ 13 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室
報告者：Martin M. Guzman（Columbia University）
演　題：Pseudo-wealth Fluctuations and Aggregate Demand Effects（joint with Joseph E. Stiglitz）
共　催：マクロファイナンス・金融 & 国際金融ワークショップ

第 6 回　バブル、金融危機と政策対応　研究会

日　時：2015 年 2 月 12 日（木）16 時 40 分～ 18 時 20 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室
報告者：Charles Leung（City University of Hong Kong）
演　題：Flippers in Housing Market Search（joint with Chung-Yi Tse）

第 7 回　バブル、金融危機と政策対応　研究会

日　時：2015 年 3 月 12 日（木）16 時 40 分～ 18 時 20 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室
報告者：Martin Gervais（University of Iowa）
演　題：What Should I Be When I Grow Up? Occupations and Unemployment over the Life Cycle（joint with Nir Jaimovich, Henry Siu, and Yaniv Yedid-Levi）

SWET（Summer Workshop on Economic Theory）2014

開 催 日：2014 年 8 月 5 日（火）～ 2014 年 8 月 12 日（火）
開催場所：小樽商科大学、北海道大学
資金協力：東京大学金融教育研究センター（CARF）
「長期デフレの解明」プロジェクト（代表者：渡辺 努）
科学研究費補助金（基盤 S：横尾 真 代表）
科学研究費補助金（基盤 A：石川 城太 代表）
科学研究費補助金（基盤 A：岡田 章 代表）

2014 年 8 月 12 日に小樽商科大学・北海道大学で開催された Summer Workshop on Economic Theory（SWET）にて、バブル・金融危機に関するワークショップを開いた。金融・マクロ経済学の専門家が集まり、5 本の論文報告に対して、活発な意見交換が行われた。以下、5 本の論文の要旨である。

第一の報告は、シンガポール国立大学の菊地朋生氏である。菊地氏は、資産バブルはなぜ生じるのか、

資産バブルの発生と崩壊は実体経済にどのような影響を及ぼすのかに関する論文を発表した。資産バブルの発生には、過剰貯蓄の問題があることを理論的に明らかにした。その上で、資産バブルが実物投資を呼び込むことで、実体経済に拡張効果をもたらすことを理論的に明らかにした。

第二の報告は、日本銀行の竹井郁夫氏である。竹井氏は、日本の長期停滞の原因に関する論文を発表した。長期停滞の原因に関しては二つの見方がある。一つは金融要因（銀行の自己資本低下）であり、もう一つは実物要因（生産性低下、投資の調整コスト上昇）である。竹井氏らの論文では、両者は相互関連しているものの、金融ショックは日本の 1990 年代から 2000 年代にかけての長期停滞の主な原因ではないことを定量的に明らかにした。

第三の報告は、キヤノングローバル戦略研究所の白井大地氏である。白井氏は、借り手企業の過剰債務問題が銀行行動、および実物経済にどのような影響をもたらすのかに関する論文を発表した。白井氏らの分析により、企業が多くの負債を抱えると、銀行はいわゆる追い貸しするのが最適になることが示された上で、銀行の追い貸し行動が長期的な生産の低下をもたらすことが理論的に明らかになった。他方で、銀行が過剰債務を減らすようにすると、生産は一時的に低下するもののその後、回復することを明らかにした。

第四の報告は、日本銀行の黒住卓司氏である。黒住氏は、金融ショック（借入制約が厳しくなるショック）に対して、中央銀行はどのような政策を採るべきかに関する論文を発表した。金融ショックに対しては、インフレーション・ターゲット政策やプライスレベル・ターゲット政策は望ましくなく、名目 GDP 成長率ターゲットや名目 GDP レベルターゲットが望ましいことを simulation によって明らかにした。

第五の報告では、日本銀行の砂川武貴氏が、労働人口の低下が、各産業の生産性、および構造変化にどのような影響を及ぼすのかに関する論文を発表した。労働人口の低下は、資源配分の悪化をもたらし、各産業の生産性を低下させることを定量的に明らかにした。その上で、各産業の生産性の低下は、構造変化を阻害することを明らかにした。

（http://www.int.otaru-uc.ac.jp/swet/schedule 参照）

ファイナンス

■NUS-UTokyo Workshop on Quantitative Finance■

開 催 日：2014 年 9 月 25 日（木）～26 日（金）
開催場所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）
1 階：第 1 セミナー室、第 2 セミナー室　2 階：コンファレンスルーム
共　　催：Center for Advanced Research in Finance, The University of Tokyo
Centre for Quantitative Finance, Faculty of Science, National University of Singapore

『NUS-UTokyo Workshop on Quantitative Finance』は国立シンガポール大学との共催による国際会議であり、今年は 9 月 25 日及び 26 日の 2 日間にわたって CARF がホストとなり、東京大学の会場で行われた。12 名の招待講演者を含む合計 22 名による発表が行われ、ファイナンスのみならず、経済や、数理科学、OR など、幅広い専門分野から研究者が参加し、この分野の最先端を行く研究成果が発表され、活発な討議や意見交換を行った。このワークショップに参加した人数は延べ 92 名であった。様々なテーマについて発表が行われたが、金融市場に関連した数理的基礎に関する報告が多かったと思われる。これは、この分野で日本の研究水準が高いからだと思われる。これらをもとにファイナンス分野の現実の問題について、様々な方向から研究が行われていくことが期待される。以下、講演の演題の邦訳を掲載する。

【招待講演の演題（訳）】

・「マリアバン＝マンチーノによるフーリエ推定法の一般化について」赤堀 次郎（立命館大学）
・「レヴィ過程に対する局所リスク最小化」新井 拓児（慶應義塾大学）
・「流動的住宅市場と自発的退職可能なもとでのライフサイクル消費と投資」Min Dai（National University of Singapore, Singapore）
・「多数の競争的トレーダーの価値評価を通した資産価格形成」Dan Crisan（Imperial College London, UK）
・「マルチアームド・バンディット・サンプリングを用いた入れ子ポートフォリオのリスク計測」Sandeep Juneja（Tata Institute of Fundamental Research, India）

・「エネルギー直物市場における、先渡・オプションデータからのインプライド・リスク中立確率の抽出―統合的非マルコフ的アプローチ」Valery Kholodnyi（Verbund Trading GmbH, Austria）
・「EM アルゴリズムと確率制御」Steven Kou（National University of Singapore, Singapore）
・「バミューダ型派生証券の価格付けに対するモンテカルロ法」楠岡 成雄（東京大学）
・「確率ボラティリティモデルのもとでの離散タイマーオプションの価格付け」Yue Kuen Kwok（Hong Kong University of Science and Technology, Hong Kong）
・「主観的合理性とベイズ主義」David Schmeidler（Tel Aviv University, Israel）
・「ボラティリティモデル選択における情報量規準 sVIC」吉田 朋広（東京大学）
・「非優位モデルにおける頑健的効用最大化」Chao Zhou（National University of Singapore, Singapore）

【一般講演の演題（訳）】

・「価格リスク要因としての投資家心理：実証的証拠」Abhijeet Chandra（Indian Institute of Technology Madras, India）
・「タイミング・リスクの漸近的な静的ヘッジとその誤差」今村 悠里（立命館大学）
・「生存粒子フィルタとパーティクル・マルコフ連鎖モンテカルロ法における応用」Ajay Jasra（National University of Singapore, Singapore）
・「ポワソン配列における優モジュラ順序」Bünyamin Kizildemir（Nanyang Technological University, Singapore）
・「外国為替価格の動きにおける統計的メカニズム：取引単位、取引量、その他制約が分布に与える影響」守屋 博之（Quasars22）
・「マーケット・インパクトがある流動性モデルにおける局所リスク最小化」斎藤 大河（東京大学）
・「不完全担保下における派生証券の価格付け」白谷 健一郎（みずほ第一フィナンシャルテクノロジー株式会社）
・「独占的ディーラー対ブローカー：取引手数料がある場合の独占的取引のインパクト」Yuan Tian（龍谷大学）
・「バリア・オプションに対する無裁定条件」都築 幸宏（東京大学）
・「計算ファイナンスにおける漸近論」山田 俊皓（東京大学）

今後も、このような会議を行うことが、日本のファイナンスの研究や実務の発展にとって有益であると思われる。

■ アクチュアリーのための数理的・計量的手法の研究 ■

メンバー

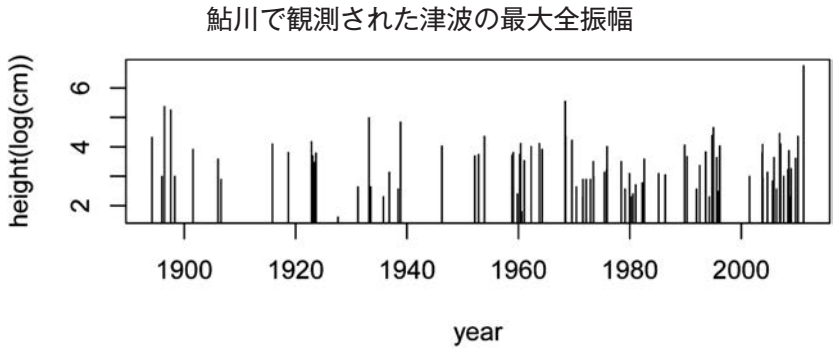
准教授　佐藤整尚、教授　高橋明彦
森本祐二（実務家）、松平正直（実務家）、陳春航（琉球大学・准教授）

研究の概要

東日本大震災以後、大規模災害等のリスクについて注目が集まっている。本プロジェクトでは、このようなリスクに対して、数理的・計量的なアプローチを考えて、具体的なリスク計量を行うための研究を行っていく。また、アクチュアリーになるための教育にも力を入れていき、優秀な学生がアクチュアリーを目指すような活動も進めていく。

今年度の活動内容

今年度はこれまでやってきた、レヴィ過程に基づく津波の高さのモデリングをさらに拡張した。この研究では、過去の津波の時系列から、今後予想される津波の高さについて、統計的な分析を行った。さらに、この方法を用いて最大風速や最大雨量に応用する研究を行った。今後はさらに、台風などの自然災害のリスク計量に役立つような方法の研究を行っていきたいと考えている。



アクチュアリー教育では、夏に行われる沖縄アクチュアリーセミナーに、アクチュアリー試験を受ける予定の学生を 3 名派遣した。基本的なことから、試験に直結するような内容まで、幅広く学ぶことができた。その結果が実り、2 名の合格者を出すことができた（うち 1 人は準会員資格取得）。来年度はこのような活動をさらに進めていき、多くのものがアクチュアリーを目指すようにしていきたい。

会計・コーポレートガバナンス

■ IFRS と日本の会計制度（現代会計フォーラム）■

現代会計フォーラムは、メンバーが研究発表と議論をする「場」として設けられた。メンバーは、フォーラムにおいて、報告と討論で研鑽と啓発するのはもちろんのこと、メーリング･リストを通じて、相互に情報交換をしている。

研究能力、分析能力は、研究発表の場で、コメントをもらうことによって磨かれる。他方、理解力と批判能力は、研究発表に対して、どれだけ有用なコメントをするかで磨かれる。ゆえに、本フォーラムでは、そうした双方向の切磋琢磨を目指している。

このほか、研究報告が単なるメモで終わることがないように論文として情報発信し、また、研究会への参加を通じて有望な若手研究者を発掘し、指導・育成を通して先行研究の蓄積を継承するとともに、絶えず、最新の分析道具と情報を共有するように努めている。

第 42 回　現代会計フォーラム

日　時：2014 年 4 月 26 日（土）　13 時 30 分～18 時 30 分
場　所：東京大学経済学研究科棟 12 階　第 1 共同研究室

第 43 回　現代会計フォーラム

日　時：2014 年 5 月 31 日（土）　13 時 30 分～18 時 30 分
場　所：東京大学経済学研究科棟 12 階　第 1 共同研究室

第 44 回　現代会計フォーラム

日　時：2014 年 6 月 28 日（土）　13 時 30 分～18 時 30 分
場　所：東京大学経済学研究科棟 12 階　第 1 共同研究室

第 45 回　現代会計フォーラム

日　時：2014 年 7 月 19 日（土）　13 時 30 分～18 時 30 分
場　所：東京大学経済学研究科棟 12 階　第 1 共同研究室

第 46 回　現代会計フォーラム

日　時：2014 年 10 月 25 日（土）　13 時 30 分～18 時 30 分
場　所：東京大学経済学研究科棟 10 階　第 4 共同研究室

第 47 回　現代会計フォーラム

日　時：2014 年 11 月 15 日（土）　13 時 30 分～18 時 30 分
場　所：東京大学経済学研究科棟 12 階　第 1 共同研究室

第 48 回　現代会計フォーラム

日　時：2015 年 1 月 24 日（土）　13 時 30 分～18 時 30 分
場　所：東京大学経済学研究科棟 12 階　第 1 共同研究室

【報告・研究の一例紹介】

近年、単純な多重回帰分析に対して、統計学・計量経済学の観点から、重要な問題点が指摘されている。いま、変数 y を x に回帰する。その回帰係数が、2 つのサブ・グループのあいだで有意な差異があるか否かを検証するさい、下記の回帰式が利用される。

$$y = \alpha_0 + \alpha_1 D + \beta_1 x + \beta_2 D \cdot x + \varepsilon$$

上記の D は、一方のサブ・グループを 1、他方を 0 とするダミー変数である。切片のグループ間差異は係数 α_1 に現れ、傾きのグループ間格差は係数 β_2 に現れるというのは、ごく初歩的な入門テキストレベルの理解である。

かりに、グループ間で x の分布に偏りがあるとする。その場合、x と D は独立ではないから、上記の回帰推定はガウス―マルコフの定理を満たさない。つまり、多重回帰推定は失敗する。会計・ファイナンス系の実証論文のかなり多くがこの問題を無視しており、結論の信頼性が大きく損なわれている。そのようなバイアスがある場合にどのような推定をするのが適切であるのか、フォーラムではその問題を議論し、より適切な方法を検討した。

今年度の活動概要

CARF「現代会計フォーラム」からの情報発信の場、広く一般の方々と交流する場として、公開セミナーを開催した。選択したテーマは、「IFRS と日本の会計制度」である。このテーマについては、巷間の誤解も多いことから、趣旨を明確にするため、Web での案内には下記のように記した。

＊　＊　＊　＊　＊

国際財務報告基準（IFRS）を日本にどのように導入するべきかは、巷間、注目を集めている検討課題です。マスメディアやインターネット上では、大勢の人が、導入の是非について多様な意見を発信しています。多くの人は、導入の可否は多数決で決まると考えて、アカデミックな世界にいる研究者に対しても「賛成か反対か」の意見を求めているようです。しかし、そのような要求に対して、おそらく研究者は満足のゆく回答はできないでしょう。研究者の多くは、「IFRS 導入の可否」そのものを研究テーマにしているわけではないからです。

本セミナーでは、研究者は、IFRS を題材として、どのような検討課題を設定して、どのような新しい知見を得たのかを紹介していきます。IFRS 問題の向こう側に、どのような学問的課題があるのか、IFRS をめぐる議論や経験は、学問の進歩にどのような貢献をしているのかを、多くの方々と一緒に考えていきたいと思います。

＊　＊　＊　＊　＊

本年度は、下記の通り、4 回のセミナーを開催した。

CARF セミナー「IFRS と日本の会計制度」(5)

日　時：2014 年 6 月 27 日（金）17 時 30 分～19 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）2 階　コンファレンスルーム
報告者：1）大日方 隆 教授（東京大学大学院経済学研究科）
　　2）大石 桂一 教授（九州大学経済学研究院）
報告テーマ：1）IFRS と日本の会計制度（5）
　　2）IASB の会計基準設定主体としての性格の変化

CARF セミナー「IFRS と日本の会計制度」(6)

日　時：2014 年 7 月 25 日（金）17 時 30 分～19 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 2 セミナー室
報告者：1）大日方 隆 教授（東京大学大学院経済学研究科）
　　2）福井 義高 教授（青山学院大学大学院国際マネジメント研究科）
報告テーマ：1）IFRS と日本の会計制度（6）
　　2）経済理論から見た日本基準の合理性

CARF セミナー「IFRS と日本の会計制度」(7)

日　時：2014 年 11 月 14 日（金）17 時 30 分～19 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）2 階　コンファレンスルーム
報告者：1）大日方 隆 教授（東京大学大学院経済学研究科）
　　2）小賀坂 敦 氏（企業会計基準委員会副委員長）
報告テーマ：1）IFRS と日本の会計制度（7）
　　2）修正国際基準（JMIS）について

CARF セミナー「IFRS と日本の会計制度」(8)

日　時：2015 年 3 月 19 日（木）17 時 30 分～19 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）2 階　コンファレンスルーム
報告者：1）大日方 隆 教授（東京大学大学院経済学研究科）
　　2）紙谷 孝雄 氏（企業会計基準委員会ディレクター（総括担当））
報告テーマ：1）IFRS と日本の会計制度（8）
　　2）IFRS 第 15 号「顧客との契約から生じる収益」の概要と我が国への影響

【テーマの一例紹介】

2014 年 7 月 31 日、企業会計基準委員会（ASBJ）から、「修正国際基準（国際会計基準と企業会計基準委員会による修正会計基準によって構成される会計基準、略称 JMIS）」が公表された。この JMIS については、誤解がきわめて多い。日本基準、米国基準、IFRSs と並ぶ 4 つめの会計基準（GAAP）としての側面だけを強調し、JMIS は冗長（無用の長物）であるという批判は、その典型例である。

JMIS の主たる目的は、日本から IASB にたいする意見発信のベースとなることである。そのことは、JMIS の作成を ASBJ に委ねた企業会計審議会の決定からあきらかであって、論評する個人の好き嫌いの問題ではない。このように、IFRS をめぐる議論には誤解にもとづいた主張がいたずらに議論を混乱させていることが多い。事態を冷静に正しく観察することが、きわめて重要である。

IFRS をめぐる論点は多岐にわたるうえ、刻々と状況は変化している。「現代会計フォーラム」では、引き続き、IFRS を題材とした研究を続け、セミナーも活発に開催する予定である。

■ 金融機関が製造業（ものづくり企業）に融資する際に必要な製造現場の見切り方（目利き力）に関する探索的研究および仮説構築 ■

メンバー

※敬称略、期中参加の連携メンバー含む
東京大学：藤本隆宏（MMRC）、新宅純二郎（MMRC）、大日方隆（CARF）、米山正樹（CARF）
山形大学：柴田　孝、柊　紫乃（事務局）、京都大学：上總康行（名誉教授）、澤邉紀生
（連携メンバー）　横浜国立大学：佐藤秀典、熊本学園大学：吉川晃史

【地域金融機関に求められる役割と資質―なぜ『目利き力』なのか？】

金融機関、特に地方銀行や信用金庫などの地方金融機関は現在、多くの課題とともに独自の努力による成長の可能性をあわせ持っている。「地方創成」推進という国や自治体の方針により、地域金融機関への期待は増加している。具体的には、金融機関は融資先企業の経営改革にも貢献すべきという金融政策を所与として、各金融機関は「融資できる取引先を見極める」「融資が難しい企業の中から、てこ入れ可能な企業を見極める」「てこ入れ可能な企業に対して、どこをどうすればいいかを見極める」等の取組みをせまられている。これらに必要とされる能力は、従来の金融機関が持つ財務分析力等とは異質な点も多く、新たな能力構築が望まれている。

【研究プロジェクトの目的―金融と企業を繋ぐ「組織能力」の新機軸解明】

地方金融機関には、個々の金融マンが持つ、担当先と自行を繋ぐスキルとリレーションの蓄積がある。しかし、そうした知識を「潜在的な優良融資先」の見極めに活用するのは難しく、これを金融機関が行員共通の組織能力として構築することはさらに困難である。それが困難である以上、そうした組織能力の開発に成功した企業といまだ成功していない企業を分けている要因の析出はいっそう困難である。本研究プロジェクトは、これらの組織能力を『金融機関が製造業（ものづくり企業）に融資する際に必要な製造現場の見切り方（**目利き力**）』と定義し、その要件および構築方法についての仮説設定を目的として今年度新たに発足し、1 年間の活動を続けてきた。

【研究プロジェクト体制の特徴―研究における「産金学連携」実現】

本プロジェクトの特徴は、経営（生産）分野と金融（会計）分野の研究者からなる学際的メンバー構成と柔軟な外部連携体制である。当初予定していた連携先は、内外の研究者はもとより、①「MMRC ものづくりインストラクター養成スクール」を嚆矢に全国拡大中の「地域スクール」（産金官学の連携事例）や② MMRC で数年来継続している「ものづくり管理会計研究会」（企業、会計研究者、実務家等、多様な参加者）であったが、地域金融機関の実務担当者も期中から参加することとなり、今後の継続的連携体制を築くに至った。

【研究方法の特徴と活動記録―「先進事例」「汎用課題」と研究進捗の PDCA】

本プロジェクトでは、実務における先進事例の調査分析と、分野横断的な理論研究を統合する学際的研究とを意図した。そのため、現地調査と当事者である金融機関関係者へのヒアリングを重視し、それらの結果を分析した。また PDCA（Plan, Do, Check, Action）の考え方にもとづき、研究知見の段階的進化を図った。具体的な活動については、以下の通りである。

【製造企業調査】

日　　時	2014 年 6 月 12 日（木）～14 日（土）
場　　所	鹿児島県鹿児島市および霧島市
訪問先および内容	鹿児島銀行関連融資先企業 6 社（7 現場）の見学調査

【研究会】

日　　時	2014 年 8 月 30 日（土）16:00 ～ 20:00
場　　所	東京大学 MMRC 会議室
参　加　者	研究者 5 名、金融機関関係者（オブザーバー）1 名、発表者（下記）1 名
内　　容	「企業再生と管理会計　―ビジネス・エコシステムからの経験的研究―」 熊本学園大学　吉川晃史准教授（2015 年 3 月、同タイトル書籍上梓）発表 参加各位によるコメントと全体討議

【金融機関ヒアリング調査】　※現地集合解散による合同調査

日　　時	2014 年 10 月 31 日（金）11:00 ～ 17:00
場　　所	鹿児島県鹿児島市
参　加　者	研究者（経営学、会計学）6 名、関連分野学生 1 名（議事録）
訪問先および内容	鹿児島銀行本店の企業支援に関わる実務ヒアリング

【「ビジネスビジネスエコシステムにおける金融機関の役割」第 1 回金融サミット】

日　　時	2015 年 1 月 23 日（金）10:00 ～ 17:00
場　　所	キャンパスプラザ京都
参　加　者	異なる 3 地域の金融機関実務家 4 名、 研究者（会計学、経営学、技術経営）6 名
内　　容	金融機関実務家、研究者による各自発表、および情報・知見交換

【成果と展望―実務と理論に貢献するための課題と期待】

本プロジェクトでは当初、各調査結果の分析レポートとそれを基にした研究会、学会発表、研究論文等を通じた研究成果の公表を想定していた。しかし、調査活動を通じて実務家との交流が深まっていくと、「産金官学連携」の機運と実効性の高まりは当初の想定を超えており、その全貌を把握するためにはより多くの時間が必要であることが明らかとなった。

本プロジェクトは上記のとおりまだ初期段階にとどまっており、プロジェクトの趣旨に適った最終的な研究成果の公表形態についてはさらなる検討が必要とされている。こうしたことから、本年度は調査内容についての課題整理と問題発見にとどめ、次年度以降もメンバー各位の意欲と専門性により研究を深耕、進化しながら最終的な成果の公表形態を模索していくこととしたい。研究計画を期中に修正して実現させた地域金融機関実務家と研究者のコラボレーションからは多くの新たな知見が得られたため、次年度以降もこれを継続するとともに、そこで得た知見を最終的な研究成果に反映させることに努めたい。

■ コーポレートガバナンスの新たな局面に関する経済分析 ■

メンバー

教授　　柳川範之

今年度の活動内容

今年度は主にファミリービジネスの検討を通じて、我が国のコーポレートガバナンスの今後の方向性について考察してきた。

日本のファミリービジネスの企業業績については、世界的にみても大きな特徴がある。ファミリー企業については、創業者オーナーの企業業績が一般企業の業績に比べて高いことは、良く知られており、世界的な傾向でもある。しかし、我が国の特徴は、後継者が継いだファミリー企業についても、業績が高いことであり、その要因の一つとして、婿の存在が指摘されてきた。本プロジェクトはこの点に着目して、なぜ業績が高いのか、そしてそれが日本のコーポレートガバナンスのあり方全体に対して与える含意について理論的、実証的に検討してきた。

そこで得られたポイントの一つは、日本のファミリー企業は、実は一般企業に比べて外部からの経営者人材を積極的に活用していたということである。内部昇進のメカニズムと矛盾しない形で外部人材を活用する知恵が、ファミリー企業にあったと考えられる。この点は、ファミリー企業の今後を考えるうえで重要であるとともに、ファミリー企業以外の一般企業のガバナンスのあり方を考えるうえでも、有意義な示唆があると思われる。

本プロジェクトでは、この点も含めてファミリー企業のガバナンス構造について、2014 年 9 月にカリフォルニア大学バークレー校において講演を行うとともに、2015 年 2 月に東京大学においてワークショップを開催し、活発な意見交換を行った。

日本のコーポレートガバナンスについては改革の必要性が叫ばれて久しい。どのような改革が必要かを考える際には、通常は海外の事例を参考にする。もちろん、それも必要なことではある。しかし、海外とでは諸制度や慣習も異なるため、そのまま採用することに問題がある場合も少なくない。日本のファミリービジネスの実態をみることで、コーポレートガバナンスのあり方について、重要な追加情報が得られる。

一方今年度は、制度的にはコーポレートガバナンスに関する改革がかなり行われた年でもあった。スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードの策定が行われ、東京証券取引所による新たな制度整備も行われようとしている。これらの制度整備が実態面としてのコーポレートガバナンスにどのような影響を与えるのか、また、それが日本の資本市場や日本の実態経済にどのようなプラスを与えるのかは、いまだ未知数である。

そこで本研究プロジェクトでは、来年度は、これらの制度変更が実態経済にどのような形で影響を及ぼすのか、あるいはどのような工夫をすれば、よい影響が期待できるのかについて引き続き検討していく。特に、今年度の結果を踏まえて、社外取締役の導入が、経営者の人材市場の深化にどの程度の影響を与え得るかを検討していく予定である。

今年度の活動概要

2014 年 9 月 22 日（月曜日）

University of California, Berkeley の Law and Economics Workshop において“The Rising Son under the Shadow of Company Communities: Do Japanese Family Firms Really Excel?”を報告。

ワークショップ：「ファミリービジネスと日本のコーポレートガバナンス」

開催日：2015 年 2 月 10 日（火曜日）15:00 ～ 18:00

場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）2 階 第 3 セミナー室

【プログラム】

15:00–16:00　報告者：宍戸善一（一橋大学）

“The Rising Son Under the Shadow of Company Communities: Do Japanese Family Firm Really Excel?”（by Dazai, Saito, Shishido, and Yanagawa）の報告

討論

16:30–17:30　報告者：長谷川博和（早稲田大学）

“Wise Growth Strategies in Leading Family Business”by Prof. Joachim Schwass を中心に日本の FB のあり方

討論

17:30–18:30　報告者：柳川範之（東京大学）

ファミリービジネスからコーポレートガバナンスを考える

全体討論

■ CARF セミナー ■

（http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/event01_2014cgi.html 参照）

第 17 回　CARF セミナー（JAFEE デリバティブ部会共催）

日　　時：2014 年 4 月 18 日（金）19 時 00 分～20 時 00 分
場　　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）2 階　コンファレンスルーム
スピーカー：Marc Chesney 氏（University of Zurich）
Vice Director of Department of Banking and Finance, Professor of Finance, Head of RPP “Finance”
演　　題：Detecting Informed Trading Activities in the Options Markets

講演概要：
We develop statistical methods to detect informed trading in options markets. We apply these methods to 31 companies from various sectors over 14 years analyzing approximately 9.6 million option prices. We find that option informed trading tends to cluster prior to certain events, takes place more in put than call options, generates easily large gains exceeding millions, is not contemporaneously reflected in the underlying stock price, involves around the money options during calm times and out-of-the-money options during turbulent times. These findings are not driven by false discoveries in informed trades which are controlled using multiple hypothesis testing techniques.

第 18 回　CARF セミナー

日　　時：2014 年 6 月 27 日（金）17 時 30 分～19 時 00 分
場　　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）
2 階　コンファレンスルーム
スピーカー：1）大日方 隆 教授（東京大学大学院経済学研究科）
2）大石 桂一 教授（九州大学経済学研究院）
演　　題：1）IFRS と日本の会計制度（5）
2）IASB の会計基準設定主体としての性格の変化

大日方　隆

大石　桂一

スピーカーのプロフィール：
1）大日方 隆 教授
1985 年東京大学経済学部卒業。同大学院経済学研究科で経済学博士号を取得。横浜国立大学経営学部専任講師および助教授を経て、1998 年東京大学大学院経済学研究科助教授、2007 年同准教授、2008 年同教授に就任。現在に至る。著書に『金融危機と会計規制』（共著、中央経済社･2012 年）、『利益率の持続性と平均回帰』（単著、中央経済社･2013 年）、『アドバンスト財務会計　第 2 版』（単著、中央経済社・2013 年）がある。

2）大石 桂一 教授
1990 年九州大学経済学部卒業。同大学院経済学研究科で経済学博士号を取得。2000 年佐賀大学経済学部助教授、2007 年九州大学経済学研究科（研究院）助教授を経て、2007 年九州大学経済学研究院准教授、2013 年同教授に就任。現在に至る。著書に『アメリカ会計規制論』（単著、白桃書房･2000 年）、『マクロ会計政策の評価』（山地秀俊編）（共著、神戸大学経済経営研究所・2002 年）、『ケリー・ニュートンの会計政策論』（翻訳、九州大学出版会・1999 年）がある。

第 19 回　CARF セミナー（農林中央金庫寄付講座共催）

日　　時：2014 年 7 月 16 日（水）17 時 00 分～18 時 30 分
場　　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）2 階
コンファレンスルーム
スピーカー：Alexander F. Wagner 氏（University of Zurich）
演　　題：Tips and Tells from Managers: How the Market Reads Between the Lines of Conference Calls

Alexander F. Wagner

スピーカーのプロフィール：
Alexander F. Wagner is Associate Professor of Finance, Department of Banking and Finance at University of Zurich After receiving his Ph.D. in economics from Harvard University in 2005, he joined the faculty at University of Zurich. He has taught Corporate Finance, Mergers and Acquisitions and Corporate Governance at University of Zurich. Alexander has received various awards and fellowships, including Swiss Finance Institute Research Grant, ProDoc Grant of the Swiss National Science Foundation, and SFI Junior Chair. He has published numerous articles in American Economic Review, Journal of Finance, Journal of Financial Economics, Journal of Financial Intermediation and other journals. He is also the author and co-author of many books written both in German and English.
In the coming seminar, he is going to talk about his recent paper which investigates the hypothesis that the stock market reacts to “between the lines” aspects of managerial communication（such as the degree of negativity in the tone of managers）in a manner that rationally captures the information the manager reveals in his tone.

第 20 回　CARF セミナー

日　　時：2014 年 7 月 25 日（金）17 時 30 分～ 19 時 00 分
場　　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階
　　第 2 セミナー室
スピーカー：1）大日方 隆 教授（東京大学大学院経済学研究科）
　　2）福井 義高 教授（青山学院大学大学院国際マネジメント研究科）
演　　題：1）IFRS と日本の会計制度（6）
　　2）経済理論から見た日本基準の合理性

福井　義高

スピーカーのプロフィール：
1）大日方 隆 教授
　第 18 回 CARF セミナー参照

2）福井 義高 教授
　1985 年東京大学法学部卒業。1998 年カーネギーメロン大学大学院博士課程修了（Ph.D. 経営工学）。2000 年東北大学大学院経済学研究科助教授を経て、2008 年青山学院大学国際マネジメント研究科教授に就任、現在に至る。著書に『鉄道は生き残れるか』（単著、中央経済社・2012 年）、『会計基準研究の原点』（共著、中央経済社・2012 年）、『体系現代会計学　第 1 巻：企業会計の基礎概念』（共著、中央経済社・2011 年）、『会計測定の再評価』（単著、中央経済社・2008 年）などがある。

第 21 回　CARF セミナー

日　　時：2014 年 11 月 14 日（金）17 時 30 分～19 時 00 分
場　　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）2 階
　　コンファレンスルーム
スピーカー：1）大日方 隆 教授（東京大学大学院経済学研究科）
　　2）小賀坂 敦 氏（企業会計基準委員会副委員長）
演　　題：1）IFRS と日本の会計制度（7）
　　2）修正国際基準（JMIS）について

小賀坂　敦

スピーカーのプロフィール：
1）大日方 隆 教授
　第 18 回 CARF セミナー参照

2）小賀坂 敦 氏
　2000 年監査法人トーマツ（現有限責任監査法人トーマツ）パートナー。2009 年企業会計基準委員会主席研究員を経て、2013 年より企業会計基準委員会副委員長、現在に至る。

第 22 回　CARF セミナー

日　　時：2015 年 3 月 19 日（木）17 時 30 分～19 時 00 分
場　　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階
　　第 2 セミナー室
スピーカー：1）大日方 隆 教授（東京大学大学院経済学研究科）
　　2）紙谷 孝雄 氏（企業会計基準委員会ディレクター（総括担当））
演　　題：1）IFRS と日本の会計制度（8）
　　2）IFRS 第 15 号「顧客との契約から生じる収益」の概要と我が国への影響

紙谷　孝雄

スピーカーのプロフィール：
1）大日方 隆 教授
　第 18 回 CARF セミナー参照

2）紙谷 孝雄 氏
　2003 年新日本監査法人（現新日本監査有限責任法人）パートナー。2013 年より企業会計基準委員会ディレクター（総括担当）、現在に至る。

■ CARF ワークショップ ■

（http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/research/workshopcgi.html 参照）

金融センター・ワークショップ

日　　時：2015 年 2 月 10 日（火）15 時 00 分～18 時 30 分
場　　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）2 階　第 3 セミナー室
スピーカー：宍戸善一 教授（一橋大学大学院国際企業戦略研究科）
　　長谷川博和 教授（早稲田大学商学学術院ビジネススクール）
　　柳川範之 教授（東京大学大学院経済学研究科）
演　　題：ファミリービジネスと日本のコーポレートガバナンス

5　その他のイベント

■ 17th Annual Japan Project Meeting ■

開 催 日：2014 年 7 月 31 日（木）～2014 年 8 月 1 日（金）
開催場所：Asian Development Bank Institute
共　　催：National Bureau of Economic Research
Center on Japanese Economy and Business
Australia-Japan Research Centre
Center for Advanced Research in Finance
後　　援：Asian Development Bank Institute
Shorenstein Asia-Pacific Research Center at Stanford University
Organizer：Shiro Armstrong, Charles Horioka, Takeo Hoshi, Tsutomu Watanabe, and David Weinstein

本年度の NBER Japan Project Meeting は 7 月 31 日–8 月 1 日に霞が関のアジア開発銀行研究所で行われた。100 名を超える出席者が参加し、活発な議論が一日半にわたって展開された。

■ Fiscal Reform and Government Debt in Japan: A Neoclassical Perspective（Hansen, Imrohoroglu）

日本の債務比率は 150％にのぼり、高齢化に伴い将来さらなる財政悪化が予想されている。この論文では、標準的な成長モデルを用いて、政府債務を安定化させるのに必要な税負担を計測した結果、負担は全消費支出の 30–40% に達することが判明した。財源を消費税に求めるにせよ所得税に求めるにせよ、前例にないほどの引き上げが必要となる。これだけの負担を既存の税の増税で賄うことは非現実的であり、歳出削減または課税ベースの抜本的な見直しなどの対応が今後必要である。

■ How Much Do Official Price Indexes Tell Us About Inflation?（Handbury, Watanabe, Weinstein）

消費者物価指数（CPI）のような公的な物価指数は、アドホックな公式を用いて算出された不完全な指標であり、経済理論の根拠に欠ける。この論文では、CPI が真のインフレ率に関する情報を我々にどれほど知らせてくれるかを分析する。この論文では、日本のスキャナーデータ（1989 年から 2010 年）を用いて、真のインフレ率であるトルンクヴィスト指数を計測した。この指数を総務省の公

表するCPIと比較すると、両者の差であるバイアスが時間を通じて一定ではなく、インフレ率の水準に依存して変化していることを発見した。すなわち、インフレ率が高いときにはCPIは真のインフレ率と強く相関しており、頼りになる。しかし、インフレ率が2%を下回るときには、両者の関係は弱く、CPIから真のインフレ率を予測することは難しくなる。低インフレ下でCPIの信頼性が低下するという問題は、日本に固有のものではなく、米国で採用されているPCEデフレータにも存在する。

■ Time Consistency and the Duration of Government Debt: A Signalling Theory of Quantitative Easing（Bhattarai, Eggertsson, Gafarov）

この論文では量的緩和政策のシグナリング効果に着目する。中央銀行が量的緩和を採用し公開市場操作を行うと公的債務のデュレーションが変化する。これは、中央銀行の政策金利の決定に関する誘因が変化させる。これがシグナリング効果である。具体的には、量的緩和は、公的債務のデュレーションを短くするので、中央銀行は、キャピタルロスを避けるために政策金利を低く保とうとする。このシグナリング効果は、デフレを防ぐ手段として有効である。この論文では、近年の実証研究では十分にとらえきれていない方法で、流動性の罠の状況における量的緩和のもたらす便益が大きくなりうることを示している。

■ Lending to Unhealthy Firms in Japan during the Lost Decade: Which, Technical or Financial?（Chakraborty, Peek）

この論文では、企業とそこに貸出を行う金融機関をマッチさせたデータを用いて、貸出が不適切に配分されるという問題について検討を加える。分析の焦点は、貸し倒れ損失を回避するために銀行が信用力の低い企業に追加融資を行う誘因である。この論文では、企業が経営危機に陥る状況として、（一時的な）流動性不足と、生産性の低下の2つを考える。分析の結果、生産性の低い企業（「ゾンビ」企業）に銀行融資が継続的に行われたというこれまでの研究とは異なる結果が得られた。これまでの研究結果は、供給サイド（融資を実行する銀行サイド）と需要サイド（借入を行う企業サイド）を厳密に区別していないことから生じている可能性がある。

■ Aging and Deflation: Japanese Experience（Fujita, Fujiwara）

この論文では、マッチングモデルを用いて、高齢化とデフレの関係を分析する。モデルの重要な含意は、高齢化が進むと自然利子率が低下するということである。中央銀行が、そのことを十分に考慮せずに標準的なテイラールールに従って政策運営を行うと、持続的な物価下落（デフレーション）に陥る。

■ Production Networks, Geography and Firm Performance（Bernard, Moxnes, Saito）

この論文では、生産ネットワーク（どの企業がどの企業から仕入れているか）が企業のパフォーマンスに及ぼす影響を明らかにする。この論文のモデルでは、市場に近い場所で生産を行う企業や、顧客サーチの費用が低い企業は、より多くのより良い供給者を探すことができる。そのため企業の限界生産費用が低下する。この論文では、新幹線の開通というイベントを利用してこの理論を検証する。新幹線の開通に伴いビジネスマンの移動コストが低下したので、企業は顧客サーチの費用を減らすことができたはずであり、そのため、新しいサプライチェーンが形成されたはずである。データは確か

にそうした変化が生じたことを示している。また、新たなサプライチェーンの形成に伴い個々の企業の収益性も向上した。

■ Acquisitions, Productivity, and Profitability: Evidence from the Japanese Cotton Spinning Industry（Braguinsky, Ohyama, Okazaki, Syverson）

この論文では M&A が生産性や収益性に及ぼす影響を分析する。分析に用いるのは、日本の紡績工業における経営、財政、所有権に関する詳細なミクロデータである。これまでの文献では「より生産性の高い企業がより生産性の低い企業を買収する」とされてきたが、この論文の分析からはそれとは異なる結果が得られた。すなわち、平均的にみると、買収された企業の生産設備は、買収した企業の買収前の設備より、物理的な生産性が低くなかったということがわかった。買収された企業は買収した企業に比べ収益性の面でははるかに劣っていたが、それは設備が物理的に古かったためではなく、その設備を十分に活用できていなかったためである。こうした企業がより収益性の高い企業に買収されると、買収された企業の設備が有効活用され収益性が高まる傾向が確認された。

■ The Unfairness Trap: A Key Missing Factor in the Economic Theory of Discrimination（Halaburda, Kodama, Siegel）

この論文で用いるデータは、2000 年代における日本企業の代表的なサンプルからとられたもので、企業の人口構成、企業の成果、個人の報酬に関する情報が含まれている。この論文の主要な発見は、女性役員比率の増加は、それが女性役員の増加であれ、女性課長の増加であれ、企業の収益性を向上させるということである。この結果は日本企業に特有のものではない。日本で営業を行う北米の多国籍企業についても、女性マネージャーを雇い活用することでより大きな利益を得ている。この結果は、時間効果や企業の固定効果、時により変わる臨時従業員やアルバイトの活用等の変数をコントロールすることで、より頑健なものになる。女性マネージャーを雇うことで報酬を節約できるので、これにより企業の収益は多少改善するが、それよりはるかに重要な利点として、生産性が顕著に向上し、それが収益改善につながる。

【プログラム】

Thursday, July 31

8:30 am Breakfast/Registration

8:50 am Welcome Remarks by Naoyuki Yoshino, Dean, Asian Development Bank Institute

Chair: David Weinstein, Columbia University and NBER

9:00 am Gary Hansen, University of California at Los Angeles and NBER
Selo Imrohoroglu, University of Southern California
Fiscal Reform and Government Debt in Japan: A Neoclassical Perspective

Discussant: Fumio Hayashi, Hitotsubashi University and NBER

10:00 am Break

Chair: Shiro Armstrong, Australian National University

10:30 am Jessie Handbury, University of Pennsylvania and NBER
Tsutomu Watanabe, The University of Tokyo
David Weinstein, Columbia University and NBER
How Much Do Official Price Indexes Tell Us About Inflation?

Discussant: Masahiro Higo, Bank of Japan

11:30 am Saroj Bhattarai, Pennsylvania State University
Gauti Eggertsson, Brown University and NBER
Bulat Gafarov, Pennsylvania State University
Time Consistency and the Duration of Government Debt: A Signalling Theory of Quantitative Easing

Discussant: Emi Nakamura, Columbia University and NBER

12:30 pm Lunch

Chair: Takeo Hoshi, Stanford University and NBER

Lunch Speaker: Yasuchika Hasegawa, Chairman of the Board and CEO, Takeda Pharmaceutical Company Limited

2:00 pm Joe Peek, Federal Reserve Bank of Boston
Suparna Chakraborty, University of San Francisco
Lending to Unhealthy Firms in Japan during the Lost Decade: WTF?

Discussant: Daisuke Miyakawa, Nihon University

3:00 pm Break

Chair: Tsutomu Watanabe, The University of Tokyo

3:30 pm Shigeru Fujita, Federal Reserve Bank of Philadelphia
Ippei Fujiwara, Australian National University
Population Aging and Deflation: Japanese Experience

Discussant: Jon Steinsson, Columbia University and NBER

4:30 pm Panel Discussion
Moderated by: Takeo Hoshi, Stanford University and NBER

Panelists:
Anil Kashyap, University of Chicago and NBER
Ryutaro Kono, BNP Paribas
Sayuri Shirai, Bank of Japan

6:00 pm　Adjourn

Friday, August 1

8:30 am　Breakfast

Chair: Ganeshan Wignaraja, Asian Development Bank Institute

9:00 am　Andrew Bernard, Dartmouth College and NBER
Andreas Moxnes, Dartmouth College and NBER
Yukiko Saito, RIETI
Production Networks, Geography and Firm Performance

Discussant: Makoto Nirei, Hitotsubashi University

10:00 am　Break

Chair: Charles Horioka, University of the Philippines and NBER

10:30 am　Serguey Braguinsky, Carnegie Mellon University
Atsushi Ohyama, Hokkaido University
Tetsuji Okazaki, The University of Tokyo
Chad Syverson, University of Chicago and NBER
Acquisitions, Productivity, and Profitability: Evidence from the Japanese Cotton Spinning Industry

Discussant: Tatsuo Ushijima, Aoyama Gakuin University

11:30 am　Jordan Siegel, Harvard University
Naomi Kodama, Hitotsubashi University
Hanna Halaburda, Harvard University
The Unfairness Trap: A Key Missing Factor in the Economic Theory of Discrimination

Discussant: Miki Kohara, Osaka University

12:30 pm　Lunch and Adjourn

■ 特別セミナー ■

（http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/research/sp_seminarcgi.html 参照）

第 66 回　特別セミナー

日　　時：2014 年 4 月 21 日（月）17 時 00 分～18 時 30 分
場　　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 2 セミナー室
スピーカー：Eswar S. Prasad 教授
Tolani Senior Professor of Trade Policy & Professor of Economics, Cornell University
演　　題：“The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance”

スピーカーのプロフィール：
Eswar Prasad is the Tolani Senior Professor of Trade Policy at Cornell University. He is also a Senior Fellow at the Brookings Institution, where he holds the New Century Chair in International Economics, and a Research Associate at the National Bureau of Economic Research. He was previously chief of the Financial Studies Division in the International Monetary Fund's Research Department and, before that, was the head of the IMF's China Division.
Prasad has testified before the Senate Finance Committee, the House of Representatives Committee on Financial Services and the U.S.-China Economic and Security Review Commission, and his research on China has been cited in the U.S. Congressional Record. He was a member of the analytical team that drafted the 2008 report of the High-Level Committee on Financial Sector Reforms set up by the Government of India. He serves on an Advisory Committee to India's Finance Minister and is the Lead Academic for the DFID-LSE International Growth Center's India Growth Research Program. He is the creator of the Brookings-Financial Times world index（TIGER: Tracking Indices for the Global Economic Recovery; www.ft.com/tiger）.
Many of his research papers and quotes from his speeches have been cited extensively in prominent media outlets such as the *Economist, Financial Times, Forbes, International Herald Tribune, New York Times, Newsweek, Time, Wall Street Journal, Washington Post, and USA Today.* His op-ed articles have appeared in the *Financial Times, International Herald Tribune, Wall Street Journal Asia, Washington Post* and other newspapers. He has made frequent appearances on BBC, Bloomberg, CNBC, CNN, C-SPAN, Fox, NBC, NPR, PBS, Reuters and other radio and television channels.
Prasad is also a Research Fellow at IZA（Institute for the Study of Labor, Bonn）. He has served as the co-editor of the journal *IMF Staff Papers*, was on the editorial board of *Finance & Development* and was the founding editor of the quarterly *IMF Research Bulletin*.

第 67 回　特別セミナー

日　　時：2014 年 5 月 19 日（月）16 時 00 分～18 時 00 分
場　　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 2 セミナー室
スピーカー：J. Mark Ramseyer 教授（Harvard Law School）
Robert D. Cooter 教授（UC Berkeley）
演　　題：J. M. Ramseyer,“Social Capital and the Formal Legal System”
R. D. Cooter,“Welfare Overtaking and Intellectual Property Law”

J. Mark Ramseger 教授

Robert D. Cooter 教授

スピーカーのプロフィール：

Mark Ramseyer spent most of his childhood in provincial towns and cities in southern Japan, attending Japanese schools for K-6. He returned to the U.S. for college. Before attending law school, he studied Japanese history in graduate school. Ramseyer graduated from HLS in 1982. He clerked for the Hon. Stephen Breyer（then on the First Circuit）, worked for two years at Sidley & Austin（in corporate tax）, and studied as a Fulbright student at the University of Tokyo. After teaching at UCLA and the University of Chicago, he came to Harvard in 1998. He has also taught or co-taught courses at several Japanese universities（in Japanese）. In his research, Ramseyer primarily studies Japanese law, and primarily from a law & economics perspective. In addition to a variety of Japanese law courses, he teaches the basic Corporations course. With Professors Klein and Bainbridge, he co-edits a Foundation Press casebook in the field.

Robert Cooter, a pioneer in the field of law and economics, was educated at Swarthmore College, Oxford University, and Harvard University. After receiving his Ph.D. in economics in 1975, he joined the economics faculty at Berkeley. In 1980 he joined Berkeley's law faculty, where he is currently the Herman F. Selvin Professor. Bob regularly teaches the economic analysis of law, and he has taught a variety of courses jointly with lawyers, including contracts, torts, corporations, financial services, the theory of adjudication, and law and anthropology. Bob has received various awards and fellowships, including Institute for Advanced Study, National Science Foundation, Guggenheim, Max Planck, American Academy of Arts and Sciences, and the Humboldt Research Prize, and the European Law and Economics Association Distinction Award for 2011. He was a founding director of the American Law and Economics Association and its President in 1994–1995. He co-founded the Berkeley Electronic Press（BEPress）in 1999. In 1999 he was elected to the American Academy of Arts and Sciences. He received an honorary doctorate from Hamburg University in 2002 and Universidad de San Martin de Porres, Lima, Peru, in 2012. He co-founded the Latin American and Caribbean Law and Economics Association（ALACDE）, and he served as its president in 2005. Besides numerous articles, he is co-author of *Law and Economics*（6th edition, 2011, with Tom Ulen; also translated into Spanish, Portuguese, Italian, Hungarian, Japanese, Chinese, Korean, and Farsi）, *The Strategic Constitution*（Princeton, 2000）, and *Solomon's Knot: How Law Can End the Poverty of Nations*（Princeton UP, 2012, with Hans Bernd Schäfer）. Cooter has published a wide variety of articles applying economic analysis to private law, constitutional law, and law in developing countries.

第 68 回　特別セミナー

日　　時：2015 年 3 月 3 日（火）16 時 00 分～ 17 時 30 分
場　　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）2 階　コンファレンスルーム
スピーカー：Adair Turner 卿
Former Chairman of the United Kingdom's Financial Services Authority & Senior Fellow at the Institute for New Economic Thinking
演　　題：“Credit, money and leverage: monetary policy after the crisis”

スピーカーのプロフィール：
Adair Lord Turner has combined careers in business, public policy and academia. He became Chairman of the United Kingdom Financial Services Authority as the financial crisis broke in September 2008, and played a leading role in the redesign of the global banking and shadow banking regulation as Chairman of the International Financial Stability Board's major policy committee. He is now a Senior Fellow of the Institute for New Economic Thinking, and at the Centre for Financial Studies in Frankfurt.
Prior to 2008, Lord Turner was a non-executive Director at Standard Chartered Bank（2006–2008）; Vice Chairman of Merrill Lynch Europe（2000–2006）; and, from 1995–1999, Director General of the Confederation of British Industry. He was with McKinsey & Co. from 1982 to 1995.
Lord Turner became a cross-bench member of the House of Lords in 2005 and was appointed Chair of the Climate Change Committee in 2008, stepping down in 2012; he also chaired the Pensions Commission from 2003 to 2006, and the Low Pay Commission from 2002 to 2006.
He is the author of ‘Just Capital—The Liberal Economy’（Macmillan, 2001）, and ‘Economics after the Crisis’（MIT Press, 2012）, and holds Visiting Professorships at the London School of Economics and at Cass Business School, City University. He is a Trustee and Chair of the Audit Committee at the British Museum.
Lord Turner studied history and economics at Caius College, Cambridge.

■ マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ ■

このワークショップは、米国の大学や研究機関でよく行われている、教員、学生が参加するセミナー（ブラウンバック・ランチ・セミナー）であり、授業の一環でもある。主に、マクロ、マクロファイナンス、国際金融の分野における大学院生、若手研究者、外部研究者・実務家を対象に、研究の中間報告の場を提供し、研究活動の推進、さらには研究バックアップ体制の充実を図っている。

具体的には、大学院生は、授業の一環として、修士・博士論文の中間報告をすることで、上記の分野を専門とする教員（青木・植田（和）・戸村・平野・福田・渡辺等（50 音順））からフィードバックを早い段階において受け、さらにプレゼンテーションの指導も受けることになる。若手研究者（助教・講師など）は、取り組み中の研究を報告することで、同僚からのフィードバックを受けることができる。さらには、外部研究者・実務家を招き、研究・論文の中間報告を通じて、交流を図っている。過去に、海外の大学、国際機関、政府系投資銀行に所属する研究者による報告があった（http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/research/mf-workshop.html 参照）。

第 72 回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：2014 年 4 月 30 日（水）12 時 00 分～13 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室
報告者：Luke Meehan（Australian National University）
演　題：Sectoral stagnation and the yen

第 73 回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：2014 年 5 月 14 日（水）12 時 00 分～13 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室
報告者：Jorge Cruz（Bank of Canada）
演　題：CoMargin

第 74 回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：2014 年 5 月 21 日（水）12 時 00 分～13 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室
報告者：中村 康治・武藤 一郎（日本銀行）
演　題：日本銀行「金融システムレポート」

第 75 回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：2014 年 6 月 11 日（水）12 時 00 分～ 13 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室
報告者：1）加藤 明久（東京大学）
　　2）Wandi Zhang（東京大学）
演　題：1）The optimal timing problem of tapering QE
　　2）House Prices and Macroprudential Policy

第 76 回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：2014 年 6 月 18 日（水）12 時 00 分～ 13 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室
報告者：1）Hanzhe Lin（東京大学）
　　2）塚原 悠一朗（東京大学）
演　題：1）The relation between China's new E-commerce related mutual fund and SHIBOR

2）Does local competition impact interest rates charged on housing loan?

第 77 回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：2014 年 6 月 25 日（水）12 時 00 分～ 13 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室
報告者：1）福井 真夫（東京大学）
　　2）寺本 和弘（東京大学）
演　題：1）Asset Quality Cycles
　　2）Monetary Easing in the U.S. and Sudden Stops in Emerging Countries

第 78 回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：2014 年 7 月 2 日（水）12 時 00 分～ 13 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室
報告者：明城 壮志（東京大学）
演　題：Unconventional Monetary Policy and Monetary Policy

第 79 回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：2014 年 7 月 9 日（水）12 時 00 分～ 13 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室
報告者：1）安達 光（東京大学）
　　2）坂部 翔悟（東京大学）
演　題：1）Heterogeneity in Euro area and effectiveness of haircut policy
　　2）Regulation and Systemic Risk in Financial Network

第 80 回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：2014 年 7 月 16 日（水）12 時 00 分～ 13 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室
報告者：1）青柳 潤（東京大学）
　　2）石出 旭（東京大学）
演　題：1）The Stable Economy with Asset Price Bubbles
　　2）Bailout policy and financial stability

第 81 回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：2014 年 10 月 8 日（水）12 時 00 分～ 13 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室
報告者：1）加藤 明久（東京大学）
　　2）矢尾 祐樹（東京大学）
演　題：1）Large Scale Asset Purchases and Exit Policy
　　2）Financial Regulation, Regulatory Arbitrage, and Gain from Policy Coordination

第 82 回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：2014 年 10 月 15 日（水）12 時 00 分～ 13 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室
報告者：1）青柳 潤（東京大学）
　　2）Sho Hashimoto（東京大学）
演　題：1）The Stable Economy with Asset Price Bubbles
　　2）The effect of changing the value of risky asset on wealth inequality

第 83 回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：2014 年 10 月 22 日（水）12 時 00 分～ 13 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室

報告者：1）福井 真夫（東京大学）
　　2）寺本 和弘（東京大学）
演　題：1）Asset Quality Cycles
　　2）Monetary Easing in the U.S. and Sudden Stops in Emerging Countries

第 84 回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：2014 年 10 月 29 日（水）12 時 00 分～ 13 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室
報告者：1）明城 壮志（東京大学）
　　2）石出 旭（東京大学）
演　題：1）Recent Unconventional Monetary Policy and Expectation in Japan
　　2）Asymmetric Effects of Banking Crisis across Firms

第 85 回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：2014 年 11 月 5 日（水）12 時 00 分～ 13 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室
報告者：中村 康治・三尾 仁志（日本銀行）
演　題：日本銀行「金融システムレポート」
共　催：「バブル、金融危機と政策対応研究会」

第 86 回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：2014 年 11 月 12 日（水）12 時 00 分～ 13 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室
報告者：1）安達 光（東京大学）
　　2）坂部 翔悟（東京大学）
演　題：1）Heterogeneous Home Bias in Euro Area Banks
　　2）Regulation and Systemic Risk in Financial Networks

第 87 回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：2014 年 11 月 19 日（水）12 時 00 分～ 13 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室
報告者：1）塚原 悠一朗（東京大学）
　　2）Sha Mengli（東京大学）
演　題：1）Japanese Housing Loan markets and Local Traits
　　2）State-owned Enterprises as Financial Intermediaries—Credit Misallocation between State-owned Enterprises and Private Enterprises in China

第 88 回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：2014 年 11 月 26 日（水）12 時 00 分～ 13 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室
報告者：1）Frank Hao（東京大学）
　　2）Zhang Ping（東京大学）
演　題：1）Taiwan's Housing Bubble
　　2）A Research on Liquidity in Nikkei Market

第 89 回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：2014 年 12 月 17 日（水）12 時 00 分～ 13 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室
報告者：野澤 良雄（Federal Reserve Board）
演　題：What Drives the Cross-Section of Credit Spreads?: A Variance Decomposition Approach
共　催：「バブル、金融危機と政策対応研究会」

第 90 回　マクロファイナンス・金融＆国際金融ワークショップ

日　時：2015 年 1 月 21 日（水）12 時 00 分～ 13 時 00 分
場　所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）1 階　第 1 セミナー室
報告者：Martin M. Guzman（Columbia University）
演　題：Pseudo-wealth Fluctuations and Aggregate Demand Effects（joint with Joseph E. Stiglitz）
共　催：「バブル、金融危機と政策対応研究会」、「マクロ経済学ワークショップ」

今年度もワークショップの設立目的に沿って、マクロファイナンス、金融、国際金融におけるトピックを幅広くカバーした。

授業の一環である修士論文の中間報告では、教員から多数の質問・コメントが出され、学生にとって有意義な報告の場となった。早い段階で厳しい質疑応答をこなすことで、論文を修正し、またプレゼンの場数（通常、英語での報告）を踏んでいってほしい。ただ、今年度はマクロ専攻の修士学生が多かったために、学内若手教員による報告の枠を確保することができなかった。

学外からも、Jorge Cruz 氏（Bank of Canada）、野澤良雄氏（Federal Reserve Board）、Martin M. Guzman 氏（Columbia University）から最新の研究・トピックについてお話し頂き、教員同士の交流も深めることができた。さらに、日本銀行金融機構局から「金融システムレポート」の報告を春と秋にしていただき、学術研究と実務の交流を図った。

6 ワーキングペーパー

F-series

分類番号	タイトル	著　者	発表時期
CARF-F-360	Optimal Position Management for a Market Maker with Stochastic Price Impacts	Masaaki Fujii	2015.03
CARF-F-359	Connected Price Dynamics with Revealed Preferences and Auctioneer's Discretion in VCG Combinatorial Auction	Hitoshi Matsushima	2015.02
CARF-F-358	A weak approximation with asymptotic expansion and multidimensional Malliavin weights（Revised version of CARF-F-335; Forthcoming in *Annals of Applied Probability*）	Akihiko Takahashi, Toshihiro Yamada	2015.02
CARF-F-357	Optimal Mechanism Design: Type-Independent Preference Orderings	Hitoshi Matsushima	2015.02
CARF-F-356	Asymptotic Expansion Approach in Finance（Forthcoming in *Large Deviations and Asymptotic Methods in Finance*, Springer Proceedings in Mathematics and Statistics, Vol. 110, 2015, Springer）	Akihiko Takahashi	2015.01
CARF-F-355	Price Impacts of Imperfect Collateralization	Kenichiro Shiraya, Akihiko Takahashi	2014.11
CARF-F-354	MULTI-BELIEF RATIONAL-EXPECTATIONS EQUILIBRIA: INDETERMINACY, COMPLEXITY AND SUSTAINED DEFLATION	Kiyohiko G. Nishimura, Hiroyuki Ozaki	2014.08
CARF-F-353	Buyer-Supplier Networks and Aggregate Volatility	Takayuki Mizuno, Wataru Souma, Tsutomu Watanabe	2014.11
CARF-F-352	An FBSDE Approach to American Option Pricing with an Interacting Particle Method（Revised version of CARF-F-302; Forthcoming in *Asia-Pacific Financial Markets*）	Masaaki Fujii, Seisho Sato, Akihiko Takahashi	2014.10
CARF-F-351	Working Less and Bargain Hunting More: Macro Implications of Sales during Japan's Lost Decades	Nao Sudo, Kozo Ueda, Kota Watanabe, Tsutomu Watanabe	2014.09
CARF-F-350	A New Improvement Scheme for Approximation Methods of Probability Density unctions（Revised version of CARF-F-305; Forthcoming in *Journal of Computational Finance*）	Akihiko Takahashi, Yukihiro Tsuzuki	2014.08
CARF-F-349	A Semi-group Expansion for Pricing Barrier Options（Revised version of CARF-F-271; Forthcoming in *International Journal of Stochastic Analysis*）	Takashi Kato, Akihiko Takahashi, Toshihiro Yamada	2014.08

6 ワーキングペーパー

CARF-F-348	Optimal Hedging for Fund & Insurance Managers with Partially Observable Investment Flows（Revised version of CARF-F-338; Forthcoming in *Quantitative Finance*）	Masaaki Fujii, Akihiko Takahashi	2014.07
CARF-F-347	On Error Estimates for Asymptotic Expansions with Malliavin Weights—Application to Stochastic Volatility Model—（Revised version of CARF-F-324; Forthcoming in *Mathematics of Operations Research*, Revised in September 2014）	Akihiko Takahashi, Toshihiro Yamada	2014.07
CARF-F-346	Beauty Contests and Fat Tails in Financial Markets	Makoto Nirei, Tsutomu Watanabe	2014.06
CARF-F-345	Complexity of Payment Network	Hitoshi Hayakawa	2014.06
CARF-F-344	Safe Asset Shortages and Asset Price Bubbles	Kosuke Aoki, Tomoyuki Nakajima, Kalin Nikolov	2014.05
CARF-F-343	A Polynomial Scheme of Asymptotic Expansion for Backward SDEs and Option pricing（Revised in December 2014; Forthcoming in *Quantitative Finance*）	Masaaki Fujii	2014.05

（http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/workingpaper/index.html 参照）

J-series

分類番号	タイトル	著　　者	発表時期
CARF-J-102	デフレ期における価格の硬直化　原因と含意	渡辺 努 渡辺 広太	2015.02
CARF-J-101	担保差し入れが不完全な状況におけるデリバティブ価値の評価について	白谷 健一郎	2014.08
CARF-J-100	純利益と「その他の包括利益」―両者の分類規準をめぐる通念の検証―	米山 正樹	2014.07

（http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/workingpaper/index_j.html 参照）

7　ファシリティ

データベース

当センターでは学術研究のために以下のデータベース、および金融情報サービスを利用しています（2014 年度実績）。

◆ 分析用データベース

Wharton Research Database Services（WRDS）

WRDS は WWW 上で利用可能なデータマネージメント用システムであり、広範囲にわたる金融、経済、市場の情報から必要な情報を容易に抽出することができます。ユーザーの要求に基づくデータ抽出環境に加え、計算機上でのバッチ処理環境も提供します。CRSP や COMPUSTAT からの金融データのマネージメントツールとして有名ですが、これ以外にも証券市場のインデックス、債券価格や金利、投資信託や株式保有に関する情報、オプション、および広範なマクロ経済時系列を用意しています。

NEEDS FinancialQUEST

FinancialQUEST は、日経 NEEDS に収録される企業財務、株式・債券、マクロ経済、産業統計など様々なジャンルの経済データをインターネット経由で取得できるデータ検索サービスです。分析に必要なデータを希望する検索条件で取得できます。

OLSEN DATA

オルセン・フィナンシャル・テクノロジーズは、金融機関および研究者向けにティックデータのデータベースを世界規模で提供しています。為替、先物、金利およびその他の市場における高頻度データを含む最高水準の金融データおよびテクノロジーが利用できます。

◆ 金融情報サービス

ブルームバーグ・プロフェッショナル・サービス

ブルームバーグ・ビジネスの中核を成すブルームバーグ・プロフェッショナル・サービスは、いまや金融プロフェッショナルにとって必要不可欠なツールです。金融・経済情報を配信するこの画期的なインタラクティブ・ネットワークは、世界の金融市場を把握するために必要なすべてを網羅しています。1 台のプラットフォームにデータ、ニュース、分析、マルチメディアリポート、メール機能をシームレスに統合し、的確な投資判断とさまざまな通貨による取引執行をサポートするブルームバーグ・プロフェッショナル・サービスは、世界 126 カ国 260,000 人を超えるマーケット・プロフェッショナルに 24 時間休みなく利用されています。