

2015
年度

東京大学金融教育研究センター
活動報告書



東京大学金融教育研究センター 2015年度活動報告書

目 次

1	ごあいさつ	1
2	活動概要	2
3	センターの構成 ファカルティ 諮問委員会	3
4	リサーチ	6
	◆物価・資産価格変動に関する研究	
	スキャナーデータを用いた日次物価指数の開発	
	商業不動産価格指数の開発	
	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	
	消費者の物価観と物価予想の形成メカニズムに関する研究	
	CARF・日本銀行調査統計局共催コンファレンス	
	◆金融システム・バブル	
	金融監督政策研究会	
	総括：日本経済の失われた20年	
	TRIOコンファレンス「国際金融の新潮流 “International Finance in the Global Markets”」	
	フィンテックに関する法と経済学的研究	
	バブルと危機：理論と実験	
	バブル、金融危機と政策対応 研究会	
	大金融危機後の世界経済	
	◆ファイナンス	
	アクチュアリーのための数理的・計量的手法の研究	
	連続過程における最適化とフィルタリングについての研究	
	◆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）	
	地方金融機関の地域支援に係る行動原理—支援の成果と問題点	
	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	
	CARFセミナー	
	会計ワークショップ（会計基準研究と実証分析との融合）	
5	その他のイベント	51
	18th Annual Japan Project Meeting	
	特別セミナー	
	マクロファイナンス・金融&国際金融ワークショップ	
6	ワーキングペーパー	60
	F-series	
7	ファシリティ	62
	データベース	
	施設案内 アクセス・マップ	

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月より現代経済、経営、数量ファイナンスコース、並びに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。2015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。政府からの教育研究経費は当初は5年を単位とした支給でしたが、それまでの活動実績が認められ、2010年度から恒久措置化されました。ただし、5年毎に事業進捗状況の評価を受けています。

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が続けるとともに、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。

研究プロジェクトでは、物価に関して日次物価指数の開発、その不動産価格等への応用の研究を継続し、内外の研究者・実務家の高い評価を受けています。また、その成果も含めて、日本の物価動向について日本銀行調査統計局とコンファレンスを開催、多面的な検討を行いました。

金融システム・バブル関連では、「総括：日本経済の失われた20年」プロジェクトが、金融システム問題中心に日本経済の停滞を再評価しようと試みています。

また、今年度より「フィンテック」プロジェクトがスタートし、その発足シンポジウムは大盛況となりました。その他、バブルに関する理論的分析、金融機関行動に関する実験研究も進んでいます。

ファイナンス・会計チームは、投資信託の運用スタイル分析の他、昨年開始された本学の経営研究チームの製造業分析を融資の現場に活用するというプロジェクトが様々な成果をあげつつあります。

産官学交流の場という面では、「金融監督政策研究会」、「IFRSと日本の会計制度（現代会計フォーラム）」、「東京会計ワークショップ」、「フィンテック研究フォーラム」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、2015年7月に「18th Annual Japan Project Meeting」、11月に「CARF・日本銀行調査統計局第6回共催コンファレンス」、12月に「第25回 東大金融センター共催TRIOコンファレンス」、2016年3月に「公開シンポジウム『フィンテックとこれからの金融システムのあり方』」の計4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10回を開催しました（詳細はP.6「4 リサーチ」、P.51「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、23本（英文）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.60「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

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

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

宮尾 龍蔵 Miyao, Ryuzo
マクロ経済学、金融、応用時系列分析
(2015年3月26日着任)

米山 正樹 Yoneyama, Masaki
財務会計

◆ 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)

首藤 昭信 Shuto, Akinobu
会計学
(2015年4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

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

白谷 健一郎 Shiraya, Kenichiro
ファイナンス

田村 彌 Tamura, Wataru
情報の経済学

3 センターの構成

戸村 肇 Tomura, Hajime
マクロ経済学、金融論
(2015年8月31日退職)

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

藤井 優成 Fujii, Masaaki
ファイナンス

◆ 特任研究員

今井 聡 Imai, Satoshi

清水 千弘 Shimizu, Chihiro

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)

(2015年度現在)

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 名誉顧問

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

（2015年度現在）

4 リサーチ



物価・資産価格変動に関する研究

■ 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）、今井聡（株式会社ナウキャスト）

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）やレシートデータ、ポイントカードデータを活用し、統計的・経済学的に裏付けのある物価指数を高頻度で計算する手法を確立するとともに、日本の長期デフレの原因を解明することを狙ったものである。また、研究成果の一部は2013年5月より公開している東大日次物価指数（2016年以降はNowcast Inc.にCPINow-T指数として移管）の拡張や精緻化のために活用し、もって日本経済に寄与しようとするものである。具体的に着手した研究テーマは以下3つに分類される。

第一に、スキャナーデータから連鎖方式の高頻度物価指数を計測する際に発生する顕著なバイアスである「連鎖ドリフト」を消失させる方法について研究を行った。現行の東大指数では、ある日のある商品の価格を、同じ商品の1年前の価格と比較することによって前年同日比の価格変化率を計算し、それをTornqvist方式で加重平均することである日の前年同日比インフレ率（東大指数）を計算する。他方、Tornqvist方式で前日比インフレ率を計算し、それを365日分積み上げることによって前年同日比インフレ率を計算することも可能である。後者のように、重複のない期間のインフレ率をその期間のウェイトから計算し、それを繋ぎ合わせてより長期のインフレ率を計算する方法を連鎖方式と呼ぶ。連鎖方式の採用は、物価水準の計算や新商品の迅速な取り込みが可能となるなどのメリットがある一方、「連鎖ドリフト」を生む。本研究で利用しているスキャナーデータの場合、過去四半世紀の東大指数（前年同日比）の平均値が-1%に満たないのに対し、日次の連鎖方式を採用した場合には-60%程度と計測される。このような致命的なバイアスは各国のスキャナーデータから同様に観察されており、その解消が大きなテーマとなっている。我々は、スキャナーデータを構築する際のもととなるマイクロデータであるレシート単位購買データに着目し、そこから得られる情報を用いることで連鎖ドリフトが生じる原因を実証的に明らかにし、それを消失させる方法を提案している。同時に、提案手法の妥当性を経済主体の行動モデル（経済モデル）から検証している。本研究成果は、2016年5月に開催される国際連合欧州経済委員会主催の国際会議で報告予定である。

第二に、カルチュアコンビニエンスクラブ株式会社（以下、CCC）と共同でT-Pointカードデータを用いた物価指数の計測を行っている。物価指数は年金支給額のマクロスライドに利用されるなど、特

定の年代の経済主体に対する政策を決定するための指標としても用いられる。他方、当局が公表する消費者物価指数は若年層からシニア層までを含めた日本の代表的家計が直面する物価を計測するものであり、年代間での消費バスケットの異質性や直面する物価の違いを把握することは困難である。対して、T-Point カードにはカードホルダーの性年代（男女、ジュニア・シニア）を識別する情報が含まれており、各年代の消費者が直面する物価を計測することが可能である。本研究では、性年代別に計測したインフレ率に系統的な違いがあることや、特売に対する感応度が性年代別に顕著に異なることなどを示している。本指数はCCCが運営するウェブサイト（www.cccmk.co.jp/tpi/）上で公開・日次更新を行っており、今後も研究を継続する予定である。

第三に、品目別インフレ率とそれを集計したCPIインフレ率の間の関係を日本、米国、欧州の間で比較分析することで、日本の長期デフレの含意を探った。日本の品目別インフレ率の頻度分布を見ると、90年代後半以降のデフレ期にはそのピークが0%近傍に張り付いている。また、日本ではCPIインフレ率が0%近傍の値をとるときに品目別インフレ率の分散が最小となり、0%からの乖離が大きくなると分散が拡大するのに対し、欧米では1~2%程度のCPIインフレ率のときに分散が最小となっていることを実証的に述べた。他の類似研究では、分散が最小となるCPIインフレ率の違いは、当局が導入する金融政策や価格設定における各国のノルムの違いに関係している可能性が示唆されており、これについても議論を行った。本研究成果については、東京大学金融教育研究センター・日本銀行調査統計局第6回共催コンファレンスで報告を行うとともに、今後、海外事例の拡充を含めた研究の精緻化を行うこととなった。

■ 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、特任研究員 清水千弘（キヤノングローバル戦略研究所）

David Geltner (MIT Center for Real Estate)

今年度の活動概要

1980年代の日本、1990年代のスウェーデンをはじめとする北欧諸国において発生した不動産バブルのきっかけは、商業不動産の高騰から始まった。また、2000年代に入ってから欧州を中心とした不動産投資市場の過熱は、商業不動産を中心に発生していた。このような中で、効果的な金融政策または経済政策を発動していくためには、商業不動産市場の動向を適切に捕捉できる経済指標が求められている。しかし、多くの国において、商業不動産に関連する統計は、最もその整備が遅れている分野の一つである。

その背景としては、商業不動産はその品質が様々であり、一つ一つの取引の規模が大きいものの、取引量としては住宅などの不動産や他の財やサービスなどと比較して極めて少ないといった問題がある。商業不動産といっても、オフィス、商業施設、投資用住宅、工場、物流施設、ホテル、病院、介護施設、さらには農地（Land）とその範囲は広く、さらにはそれぞれの市場内部においても不均一性が強く、取引が少ないといった意味で市場が極めて薄いのである。そのため、最も測定が困難な市場の一つであるといっても過言ではない。加えて、国民経済計算（SNA）に代表される各国の基盤となる経済統計との関連性も十分に理解されているとは言い難い。このような理由によって、その政策的な重要性が認識されながらも、その統計の整備がもっとも遅れた分野であるとも言える。

それでは、商業不動産価格指数、つまり商業不動産の経済価値はどのように測定していくことが出来るのだろうか。

本研究は、このような問いに答えるために、商業不動産の経済価値のメカニズムを整理すると共に、その測定方法に関して概観し、日本で商業不動産価格指数の開発が出来るように、その先進的な取り組みを持つ米国の最近の動きを、マサチューセッツ工科大学のDavid Geltner教授とともに整理したものである。

まず商業不動産の経済価値の測定に先立ち、その価格決定構造を理解することから始めなければならない。一般的に、不動産や株に代表される資産の価格は、将来にわたって発生する収益の割引現在価値として決定される。そうすると、商業不動産においては、様々な種類の不動産から発生する「収益」、つまり家賃や地代の「割引現在価値」として決定される。そうしたときに、商業不動産の経済価値を利用しようとするれば、家賃や地代といった「収益」と、現在価値へ変換するための「割引率」といったパラメータが必要になる。

また、商業不動産市場においては、その取引市場も存在しているため、その取引市場によって成立した「取引価格」情報を用いて、価格指数などの経済価値の測定をしていくということも考えられる。

そうすると、不動産価格指数の推計においては、「取引価格」を用いて測定する方法と、「収益」と「割引率」から測定する方法の二つに大別されることとなる。

一般的に、価格指数というと、市場において取引された価格情報を用いて指数が計算されていることをイメージする。しかしながら、商業不動産価格の測定においては、多くの場合で不動産鑑定評価が利用されてきた。民間機関で、最も広く不動産価格指数を公表してきたのが、英国に本社を置く、Investment Property Databank (IPD) 社であるが、そこで公表されている指標は不動産鑑定評価を基に測定されている。

また、米国を代表する商業不動産に関する指標である NCREIF capital value もまた、IPD 同様に、不動産鑑定評価に基づき作成されている。

このように価格指数を推計したり、その経済価値を測定しようとしたりするときに、専門家によって決定された鑑定価格を用いるというのは、他の価格指数に代表される経済統計などにおいては例がない。そうすると、どうして、商業不動産価格指数を提供する民間企業は、不動産鑑定評価に基づき指数を作成しているのかという背景と、その特性を十分に理解しておくことは、商業不動産の経済価値の測定において極めて重要な意味を持つ。

また、商業不動産は、住宅と同様に、国民経済計算において極めて重要な役割を果たしている。新規の不動産投資における建物投資は国民経済計算に計上されなければならない。経済が急速に成長していく中では、新規の建物投資は、国民経済計算における投資の重要な部分を占める。また、不動産は耐久性を持つ財であることから、時間の経過と共に発生する減価償却を正しく測定しなければならない。さらには、とりわけ商業不動産は、住宅と比較して耐用年数が長いために、維持・更新または価値を増加させるためのリノベーション投資 (Renovation or Improvement) が行われる。このような維持・更新投資も、都市が成熟していく過程の中では、新規投資と合わせて重要な投資部分を構成することとなる。

そうすると、商業不動産価格指数の測定に当たり、次の問題について検討しなければならないことがわかる。

- ・物価指数に代表される経済指標は、一般には通時的に同じアイテムの価格を追跡調査してその価格の変化を観察する。しかし、商業不動産に関しては、都市中心地までの距離などの立地、建物の性能・構造によって変化してくる。そのような中では、物価統計などで活用されている調査方法は活用できない。
- ・商業不動産の経済価値を決定している要因の不均一性は極めて大きい。また、一概に商業不動産といっても、その収益の源泉に応じて、オフィス、商業施設、投資用住宅、工場、物流施設、ホテル、病院、介護施設、さらには農地と幅が広い。
- ・取引は、極めて少なく散発的にしか観察することが出来ない。
- ・商業不動産市場を観察するための指標として、実際のビジネスでは、取引価格に加えて、不動産鑑定士によって決定された「不動産鑑定価格」といった指標が利用されることが頻繁にある。
- ・商業不動産価格指標は、大まかに言えば、その活用においては異なった目的があり、その目的に応じた指標が必要とされている。
- ・国民経済計算との関係は強いものの、その計算において、必ずしも合意がとられた調査法が確立されているわけではない。

このような課題が指摘される中で、IMF を中心とする国際機関は、「住宅価格指数に関する指針」

を2013年に公表したのちに、「商業不動産価格指数に関する指針」の整備を進め、2015年に公表した。

マサチューセッツ工科大学のDavid Geltner教授と清水千弘は、その国際指針作成のプロジェクトチームのメンバーとして参加し、商業不動産価格指数の測定方法に関し、国際機関とともに議論を深めてきた。本研究は、その一連のプロジェクトにおいて、どのような点が論点となり、どのような問題での合意形成が困難であったのかを整理したうえで、新しく指数の開発が出来るかどうかを検討したものである。加えて、そのガイドラインの中には取り上げられることがなかった、商業不動産価格の異なる視点からの測定法に関しても、整理した。

研究成果は、

デイビッド・ゲルトナー・清水千弘 (2015) 「商業不動産価格はどのように測定すればいいのか？」
経済研究, 第66巻, 第3号, 194-208.

として報告した。

加えて、下記のようなワークショップを行った。

ISI 2015 Invited Paper Session (IPS018), World Statistics Congress 2015, Rio, Brazil

Commercial Property Price Indices and their Place in Official Statistics

Monday 27 July, at 16.00 – 17.40

Session organizers:

Chihiro Shimizu (National University of Singapore) and Niall O'Hanlon (IMF)

Session Chair:

Carsten Boldsen (United Nations)

Speakers:

1. David Fenwick (International Expert, fenwickabuja@yahoo.com)
Commercial Property Price Indices Transaction and appraisal based indices: the practical challenges
2. Chihiro Shimizu (National University of Singapore, cshimizu@nus.edu.sg)
Commercial Property Price Indexes and the System of National Accounts, with Erwin Diewert and Kevin Fox
3. Jens Mehrhoff (German Bundesbank, jens.mehrhoff@bundesbank.de)
Commercial property prices: price indices vs. performance indicators
4. Christian Dembiermont (Bank of International Settlement, Christian.Dembiermont@bis.org)
Commercial property prices: collection and usages at the BIS

Discussant:

Peter van de Ven (OECD, Peter.VANDEVEN@oecd.org)

■ 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（時間スタンプ付きのニュース）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ニュース記事の特徴量を抽出する。その上でニュースの発生時点における株価やそのボラティリティの変化を調べる。本年度は、下記の「金融市場の方向性とニュース報道の量的パターン」について、中央大学大学院理工学研究科博士前期課程2年の田平好文氏も交えて共同で研究をおこなった。

「金融市場の方向性とニュース報道の量的パターン」

1. はじめに

金融市場ではしばしば正規分布に従わない激しい価格変動が起き、市場経済を混乱させている。計量ファイナンスや経済物理学では、このような激しい変動が生じるメカニズムについて、トレンドフォロワーが作り出す過去の価格変動を追従するような内生的なメカニズムと、突発的に起きたニュースに対する反応のような外生的なメカニズムの双方から研究がおこなわれている。

行動経済学のプロスペクト理論によると、投資家は損失回避を優先する。したがって、株価に下落のおそれがあるとき、投資家はその銘柄に関連する多くの情報を特に必要とし、報道機関はその要望に応じる。その結果として、株価が下落する前に、その株に関連するニュース記事やWeb上での検索数が増加する。H. S. Moatらは、Dow Jones Industrial Average (DJIA) の構成銘柄である30社についてのWeb上での検索数の変動とその後のDJIAの変動に関連があり、DJIAの下落の前に、これらの企業に関する検索数が増加することを示した。

本研究では、2007年12月から2012年4月までにTHOMSON REUTERS社が機関投資家向けに配信する英語の915万ニュース記事と複数の市場の株価指数を用いて、ある株式市場に関連するニュース記事数の変動と将来のその市場の株価指数の変動に相関があることを示した。

2. 手法

H. S. Moatらの解析手法をニュース記事数に応用した。ある週 t の上場企業 i に関するニュースの記事数を $n_i(t)$ とする。ここで、週の終わりは日曜日とする。次に、過去 Δt 週間の記事数の平均 $N_i(t-1, \Delta t) = \sum_{\tau=1}^{\Delta t} n_i(t-\tau) / \Delta t$ を計算する。 t 週の記事数が過去より増加した $n_i(t) > N_i(t-1, \Delta t)$ とき、 $t+1$ 週にその企業が上場している株式市場における1単位の株式指数を $p(t+1)$ で売り、 $t+2$ 週に $p(t+2)$ で買い戻す。逆に、 t 週の記事数が過去より減少した $n_i(t) \leq N_i(t-1, \Delta t)$ とき、 $t+1$ 週に1単位のその株式指数を $p(t+1)$ で買い、 $t+2$ 週に $p(t+2)$ で同じだけ売る。我々は、この売買戦略を特定の期間で行い、累積収益率を計算した。累積収益率はランダムに売買を選択する戦略で得られる累積収益率の標

準偏差で規格化される。

我々は、ある株式市場に上場する全ての企業について規格化された累積収益率 R_i を算出した。 R_i の分布が、ニュースの記事数の変動に依存せずにランダムに売買を選択する戦略で得られる規格化された累積収益率の分布と異なることを示すことによって、ニュース記事数の変動がその後の株式指数の変動と有意に関係していることを明らかにすることができる。

3. 結果

NYSEとNASDAQに上場する銘柄に関する過去 $\Delta t=7$ 週間のニュース記事数の変動にもとづいてS&P500に対して売買戦略を実行したときの累積収益率 R_i の平均値は、ランダムな売買戦略での平均累積収益率 1.3×10^{-3} に比べて高く0.40であった。一方で、異なる市場である東京・香港・上海・韓国証券取引所に上場する企業に関するニュース記事数にもとづく売買戦略をS&P500の指数に対して実行した場合、平均累積収益率 $\langle R \rangle$ は0.13であり、NYSEとNASDAQに関するニュース記事数の変動にもとづく売買戦略に比べて顕著に低かった。また、ランダムな売買での分布を帰無仮説とするKolmogorov-Smirnov検定のp値は0.15で有意水準5%で棄却されなかった。これらの結果は、将来のある株式指数の変動は、過去の関係のより深い市場のニュース記事の変動と相関があることを示唆している。

売買戦略で得られる累積収益率の傾向は、売買戦略のパラメータ Δt や分析対象の期間に、あまり依存しない。一方で、ニュース記事の内容には強く依存する。THOMSON REUTERS社の記者は、自身の書いたニュース記事に22分類のトピックを付ける。Fig.1は、Business sectorトピックのニュース記事数の変動にもとづいてS&P500を売買したときの累積収益率 R_i の確率密度分布を表す。Business sectorトピックは平均累積収益率 $\langle R \rangle$ が最も高く1.10である。累積収益率の分布はランダムな売買の累積収益率の分布と有意に異なり、Kolmogorov-Smirnov 検定のp値は 1.57×10^{-33} を示す。企業の業績と密接に関係するBusiness sectorのニュース記事数の変動には、市場は顕著に反応していることが明らかになった。

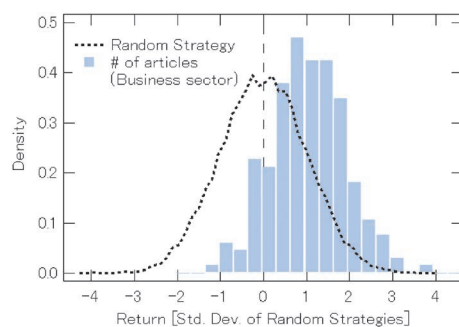


Fig.1 Business sectorトピックのニュース記事数の変動にもとづいてS&P500を売買したときの累積収益率 R_i の分布。破線は、ランダムに売買した場合の分布を表す。

4. 成果

これらの研究成果は、4件の国内学会（2015年統数研共同研究集会「経済物理とその周辺研究会」、基礎物理学研究所研究会「経済物理学2015」、日本物理学会2015年秋季大会、第10回社会システム部会研究会（査読あり）、2件の査読付き国際会議（CCS'15, ECONOPHYSICS2015）で報告し、さらに、2件の講演論文が受理された。また、現在、査読付き論文誌Complexity Economicsへの投稿を準備中である。

■ 消費者の物価観と物価予想の形成メカニズムに関する研究 ■

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）
 特任講師 ジェス・ダイヤモンド（一橋大学経済学研究科）

今年度の活動概要

1. プロジェクトの狙い

デフレからインフレへと移行する局面で期待がどのような役割を果たすのか、期待の変化がいかにして生じるのかは、理論と実証の両面で重要な論点である。また、我が国やユーロ圏などデフレで苦しむ国でそこからの脱却方法を議論する際にも避けて通れない論点である。本研究では、家計が物価予想を形成する仕組みについて調べていく予定である。本研究では、消費者を対象としたアンケート調査を行うことにより、物価予想の形成プロセスを解明する。

具体的には、デフレからインフレへと局面が変化する中で、消費者が物価予想を変化させる経路としては、（ア）自らの買い物経験を通じてインフレを予想するようになる、（イ）新聞やテレビなどのマスメディアを通じてインフレを予想するようになる、（ウ）自分の周辺の人間に影響されてインフレを予想するようになる、（エ）政府・中央銀行の政策アナウンスに影響されてインフレを予想するようになる、などが考えられる。このうち（ア）は自らの経験というマイクロ情報をもとに物価予想を形成するという意味でbackward-lookingな期待形成であり、これに対して（イ）（ウ）（エ）は自分の経験以外の情報（マクロ情報）に依拠して予想が形成されている点に特徴がある。特に（イ）と（エ）では、人々はマスメディアの論調や政府・中央銀行のアナウンスから将来の政策や経済の状況に関する情報を入手し、それをもとに自らの物価予想をアップデートしており、その意味でforward-lookingな期待形成である。また、（ウ）はChris Carrollが提唱する伝染病仮説（Epidemiology of macroeconomic expectations）の物価版であり、人々の間に存在する社会的ネットワーク（例えば、ソーシャルメディア）を通じて、人から人へと物価予想が伝播されるとの考えに基づく。それぞれの経路について理論モデルを構築するとともに、我が国のデフレ脱却局面では、物価予想の変化はどの経路を通じて起きたのかを調べていく。

物価予想に関するもうひとつの論点は、家計の予想が変化したとして、それが商品の購買や投資行動の変化につながるかということである。理論モデルでは、物価予想が変化すると、実質利子率の変化などを通じて行動の変化が起きるはずであり、それがデフレ脱却の原動力となると考える。この仕組みが実際に働いているかをみるために、インフレ予想を持つようになった家計が、（ア）日常的な買い物行動を変えているか、（イ）不動産や車などの耐久財の購入を急いでいるか、（ウ）名目債券から実質債券へ、自国通貨建てから外貨建てへと、投資ポートフォリオを変更しているか、といった点をアンケート調査で調べていく。

今年度の調査は12,846人の消費者に調査を依頼し11,273人から有効回答を得た。アンケートの実施期間は2016年2月24日から3月3日までであり、マイナス金利政策の導入直後である。設問数は32問である。このアンケート調査の特徴は、毎年同じ消費者に回答を依頼していることであり、約1万人

の消費者のインフレ期待の変化を、2014年3月、2015年3月、2016年3月と時間を追ってみることができる。いわば定点観測である。また、アンケートの回答者については、実際の購買履歴（いつどこで何をいくらで買ったか）が残されており、アンケートの回答と実際の購買行動を突き合わせて分析できるよう設計されている。ジェス・ダイヤモンド（一橋大学）、渡辺広太氏（明治大学）との共同研究では、個々の消費者について、購買履歴を用いてその消費者の物価指数を計測し、それとその消費者のインフレ期待がどのように関連しているかを調べることを行っている。

2. アンケート結果の概要

図1は過去1年間の物価の変化に関する回答結果を示している。具体的には、「物価は一年前と比べてどう変わりましたか。『物価』とは、あなたが購入する食品、衣服、日用品、家電製品、自動車、外食、旅行、電気・ガス・水道代、教育費、医療費を含めた様々な価格全般のことです」という問いに対して、「かなり上がった」「少し上がった」「変わらない」「少し下がった」「かなり下がった」の選択肢の中から1つを選択してもらった結果を示している。図1では、過去1年間に「かなり上がった」という回答の割合は、2015年3月には21%であったが、今回は14%に低下している。その代わりに、「変わらない」という割合が前回の24%から29%に増加している。消費者の実感する物価上昇率は1年前の3月と比べて顕著に下がっていることがわかる。

足元のインフレ率が下がっているという消費者の実感は先行きのインフレ予想にも影響を及ぼす。図2は先行き1年間について物価がどう変化するかを予想してもらった結果を示している。2015年3月の調査では「かなり上昇するだろう」が15%を占めていたが、今回は10%に減っている。「少し上昇」も含めて物価上昇を予想する人の割合は69%であり、2015年3月調査の76%から大きく減少した。物価上昇を予想する割合は2014年3月調査でも75%と高い水準にあった。過去2回の調査と比べて今回調査の数字の低さが際立っている。ただし、「少し下落」「かなり下落」は引き続きほぼゼロで、物価の下落予想がここに来て広がっているというわけではない。

アンケートでは、日銀の行っている政策（物価目標政策とマイナス金利政策）の認知度やそれらの政策を望ましいと思うかどうか聞いており、物価予想と政策の評価の相関を見ることがもできる。これらの成果の一部は、“Estimating Consumer Price Inflation By Household,”（Jess Diamond, Kota Watanabe, Tsutomu Watanabe）としてまとめ、2016年8月に開催のNBER Japan Project Meetingで報告の予定。

図1：過去1年間の物価の変化

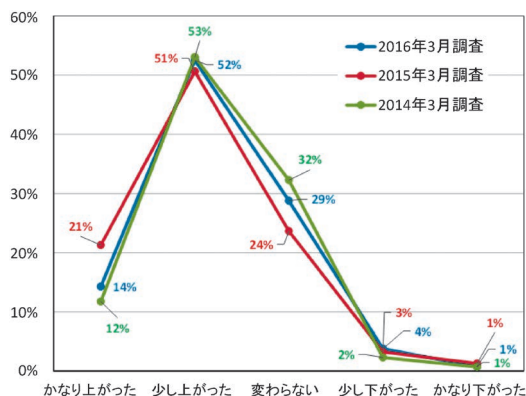
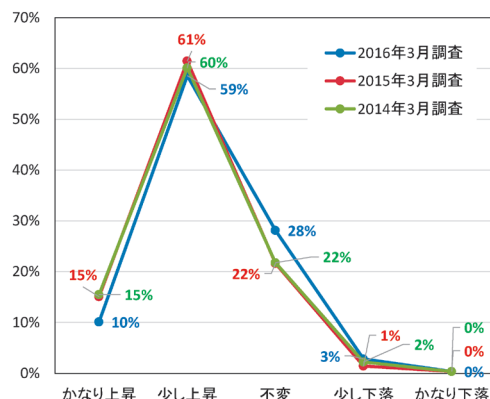


図2：先行き1年間の物価の見通し



■ CARF・日本銀行調査統計局共催コンファレンス ■

開催日：2015年11月26日（木）

開催場所：日本銀行本店 新館9階大会議室A

東京都中央区日本橋本石町2-1-1

主催：東京大学金融教育研究センター

日本銀行調査統計局



東京大学金融教育研究センター（CARF）と日本銀行調査統計局は、2015年11月26日、日本銀行本店にて、「物価変動と其中での経済主体の行動変化」と題するコンファレンスを共同開催した。コンファレンスは、日本経済を巡る諸問題について、学界および日本銀行、さらには実務家を含め幅広く討議を行うことを目的として、2005年より隔年で実施されている。過去のコンファレンスでは、資産バブル崩壊後のわが国経済の長期低迷の背景とその帰結、経済全体の生産性を中長期的に引き上げるための課題、1990年代以降の物価の弱さの背景について議論した。第6回である今回は、異次元の金融緩和下での日本企業の価格設定行動や労働市場における経済主体の行動の変化などについて、多面的に議論を行った。計5本の論文が報告され、それぞれ活発な議論や質疑応答が行われたほか、それを踏まえたパネルディスカッションや全体の総括討議も行われた。以下はその要旨である。

（1）物価変動の背景

近年、物価は、基調としては緩やかに上昇してきており、日本経済はデフレから脱しつつあるとの認識が共有された。この背景のひとつとして、量的・質的金融緩和と政策を起点としたインフレ期待の変化があるとの見方も共有された。ただし、その変化は緩やかであるほか、経済主体間でのばらつきもなお大きいとの指摘が聞かれた。この点、経済主体の期待形成は、ある程度合理的であるが、経済の変化に対する認識の浸透に時間を要するなどの指摘がみられた。

また、企業の価格設定行動について、デフレ期には価格を据え置くことが「ノルム（規範）」となっていたが、最近では価格が据え置かれる品目が減少する一方、値上げ品目が増加し、少しずつではあるが「ノルム」に変化の兆しがみられるとの指摘があった。先行きについては、成長期待や交易条件など、価格設定行動の背後にある様々な要因をどのように捉えるかによって評価が分かれた。

（2）経済主体の行動変化

企業収益が増加しているわりには、賃金の上昇や国内設備投資の増加は緩やかであり、企業行動はなお慎重との見方が共有された。この背景には、企業がグローバルな競争力やわが国の経済成長の先行きに確信を持っていないことに加えて、終身雇用にみられるような日本的雇用慣行が前向きな企業行動を抑制している可能性も指摘された。そのうえで、成長期待の引き上げに向けて、政府の成長戦略で提示されたような取り組みを地道に続けていく重要性が共有された。こうしたなか、量的・質的金

融緩和政策は、今次の景気回復局面において経済・金融にプラスの影響を及ぼしたとの見方が多かった。また、現在の金融政策は、労働市場のタイト化を通じて、省人化投資や人的資本への投資を促すなど、持続的な経済成長に資する面もあるとの指摘もみられた。

上記に関連して、賃金の伸びが緩慢な背景として、趨勢的な労働生産性の伸び悩み、交易条件の悪化、労働者の交渉力の弱さなどが挙げられたほか、正規雇用と非正規雇用の関係も重要な論点として提示され、このメカニズムの詳細を検討する必要があるとされた。また、家計においても、一部にリスクテイクの積極化がみられるが、この動きをさらに後押しするためには、マイルドなインフレ率の上昇に加えて、金融リテラシーや株式投資に対する信頼性の向上なども重要との指摘がみられた。

*本稿で示されたコンファレンス内での報告・発言内容は発言者個人に属しており、必ずしも日本銀行、あるいは調査統計局の見解を示すものではない。

【プログラム】

9:00～9:05	開会の辞	関根 敏隆（日本銀行調査統計局長）
導入セッション		
9:05～9:50	物価変動とその中での経済主体の行動変化	
	報告者	原 尚子（日本銀行調査統計局企画役補佐）
第1セッション「物価変動の背景」		
	座長	福田 慎一（東京大学教授）
9:50～10:50	Inflation Expectations and Monetary Policy under Disagreements	
	報告者	中園 善行（横浜市立大学准教授）
	指定討論者	堀 雅博（内閣府経済社会総合研究所 上席主任研究官）
10:50～11:00	休憩	
11:00～12:00	デフレ期における価格の硬直化：原因と含意	
	報告者	渡辺 努（東京大学教授）
	指定討論者	早川 英男（富士通総研 経済研究所エグゼクティブ・フェロー）
12:00～13:30	昼食	
第2セッション「経済主体の行動変化」		
	座長	地主 敏樹（神戸大学教授）
13:30～14:30	量的緩和政策と労働市場	
	報告者	宮本 弘暁（東京大学特任准教授）
	指定討論者	工藤 教孝（名古屋大学教授）
14:30～15:30	Household Portfolios in a Secular Stagnation World: Evidence from Japan	
	報告者	青木 浩介（東京大学准教授）
	指定討論者	チャールズ・ユウジ・ホリオカ（アジア成長研究所主席研究員）
15:30～15:45	休憩	
総括討議		
15:45～17:45	モデレーター	岩田 規久男（日本銀行副総裁）
	パネリスト	福田 慎一（東京大学教授）
		地主 敏樹（神戸大学教授）
		池尾 和人（慶應義塾大学教授）
		関根 敏隆（日本銀行調査統計局長）
17:45～18:00	閉会の辞	福田 慎一（東京大学教授）
18:30～	懇親会	
	挨拶	桑原 茂裕（日本銀行理事）

金融システム・バブル

■ 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。

今年度の活動概要

第21回 金融監督政策研究会

日 時：2015年6月15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：佐藤 健裕（日本銀行政策審議委員）
演 題：最近の金融経済情勢について

第22回 金融監督政策研究会

日 時：2015年12月14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：森 信親（金融庁長官）
演 題：新体制での行政の考え方

本年度は中枢の政策担当者を招いて年度内に2回の会合を開催した。第21回の会合では、日本銀行政策委員会の佐藤審議委員を招き、同委員の金融経済、金融政策に関する見方を伺った後、自由討論を行った。また第22回の会合では、昨年就任したばかりの森金融庁長官を招き、新体制での政策の基本的な考え方について報告をいただいた後、自由討論を行った。いずれの会も、議論はオフレコベースで進められたため、ここに要約等を記すことができないのは残念であるが、金融政策、金融監督政策という当センターの主要な関心事について、参加者による活発な議論が展開された。

2015年度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 執行役員 経営企画部長	中島 達
株式会社三菱東京UFJ銀行 執行役員 経営企画部部長	半沢 淳一
明治安田生命保険相互会社 運用企画部長	林 秀
金融庁 長官	森 信親
金融庁 総務企画局審議官（国際）	氷見野 良三
金融庁 検査局長	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	小牧 義弘
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	柳川 範之
東京大学大学院経済学研究科 教授	植田 和男
東京大学公共政策大学院 兼 大学院経済学研究科 准教授	植田 健一

(2015年度現在)

■ 総括：日本経済の失われた20年 ■

メンバー

教授 植田和男、教授 吉川洋

活動の概要

本プロジェクトは、日本経済に関する英文の書物 *The Japanese Economy: From Bubbles to Abenomics*, 1985–2015 刊行に向けたプロジェクトである。本年度は初年度に当たる。

1990年代初頭バブルが崩壊した後、日本経済は長期間停滞を続けてきた。2001年、世紀の変わり目の頃には「失われた10年」という言葉が定着したが、やがて「失われた20年」という表現も使われるようになった。閉塞感日本国内における自覚にとどまらず、いまや国際的な共通認識でもある。2015年、ギリシャで財政危機が深まるなかで、EU経済（ユーロ圏）は「日本化」するのではないか、という表現も目にするようになった。

日本経済はなぜ長期停滞に陥ったのか。その原因は何か。長期停滞から脱出するためには、何が必要とされるべきであったのか。また、現在何がなされるべきであるのか。こうした問いは、日本経済の明日を考えるうえで最も重要な問いである。

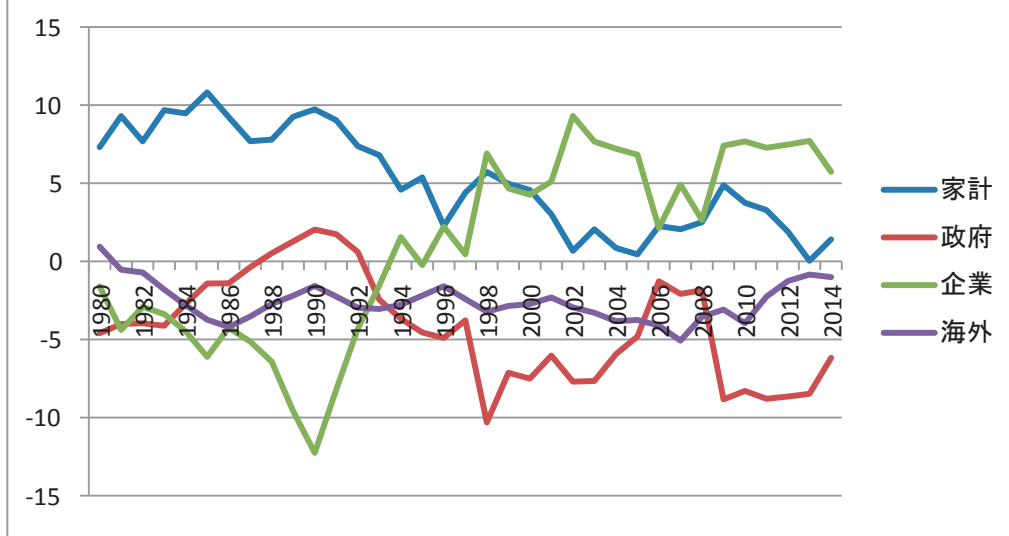
日本経済の長期停滞の原因を探っていくと、1980年代のバブルに行きつく。これが本研究の出発点であるが、このプロジェクトではクロノロジーを逆転し、われわれは日本経済の現状、すなわち2012年末の総選挙により誕生した安倍晋三内閣の下での日本経済を分析することから始めることにした。日本経済を振り返ることの意義は、単に歴史的な関心に留まらず、何よりも日本経済の現状、目下の経済政策について考えるところにある、とするわれわれの立場からは、問題意識を鮮明にするためにも現時点から出発し遡及することが最適だと考えた。こうした理由により、本年度はアベノミクスの下での日本経済が直面する問題を考察した。

一般物価水準の持続的な下落であるデフレーションと、実質GDP、失業率などによって表される実体経済の好況・不況は、異なる経済現象である。しかしアベノミクスでは、デフレこそが日本経済の長期停滞の「原因」であり、それは金融政策の失敗によって引き起こされるとされた。「貨幣的」な現象であるデフレを克服するためには、貨幣数量（マネーサプライ）を増やせばよい。これがアベノミクス「第一の矢」、黒田東彦総裁の下で始まった日本銀行による「異次元の金融緩和」（2013年4月4日）である。

日本経済の実体面の「不調」は基本的にデフレに起因するのか。これは大きな問題である。例えば、世界経済全体に関するローレンス・サマーズの「長期停滞論」は、「貨幣的」ではなく「実物的」な要因である「投資機会の欠乏」を基本的な原因としてみなしている。ベースマネーが増大してもマネーサプライが増えないのは、「借り手がいないから」という銀行の主張は、同様の考え方に立っていると言える。

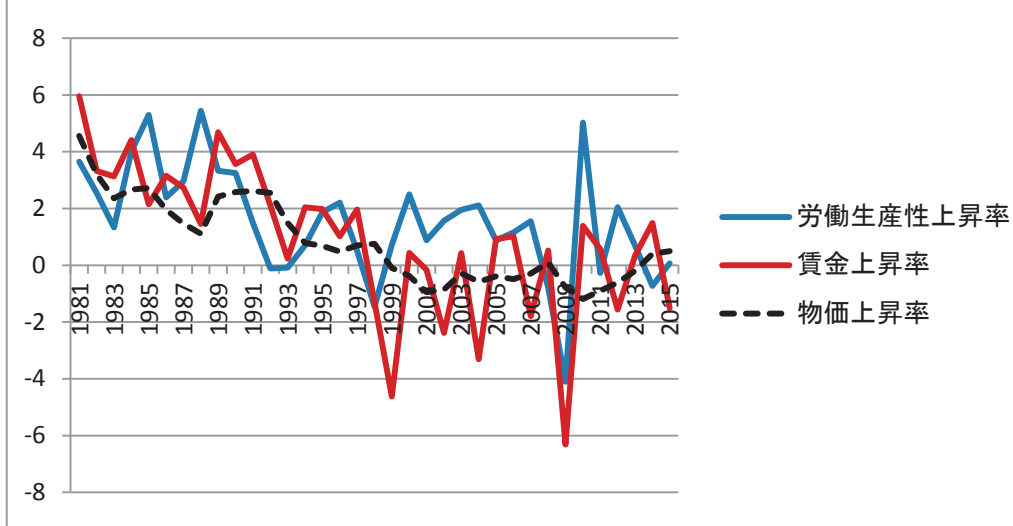
実際、図1にあるとおり、1998年以降、わが国では民間の非金融法人部門が家計をしのぎ日本経済における最大の純貯蓄主体となっているのである。もっとも、海外のM&Aなど然るべき目的のためには資金を使っている、という企業側の主張もある。資金循環と国民経済計算の関係は重要な検討課題である。

図1 部門別貯蓄超過額(対GDP比)



企業行動については、バブル崩壊後、1997-98年の金融危機を経る中で、日本企業は一貫してコスト削減に努めてきた。とりわけ、生産コストの中で大きなシェアを占める労働コストをカットするために行われてきた非正規労働の拡大、ベア凍結、ボーナスカットなどを通して、わが国で先進国では戦後例を見ない名目賃金の引き下げが続いた（図2）。これが金融緩和では容易に解決できない日本のデフレの核心である。賃金引き下げは、また「格差」の拡大も招いた（植田（2015）参照）。内需の柱である消費が不振である背景には格差問題があると思われるが、この点も詳細は研究課題として残されている。

図2 賃金・労働生産性・物価(除く食料・エネルギー)上昇率



ゼロ金利の下で金融政策の手段が限られていることは、つとに認識されてきたが、アベノミクスの下で金融政策はどのような役割を果たしてきたのか。

既に指摘したように、日本銀行は2013年4月に、いわゆる量的質的緩和政策実行を決め、長期国債の大規模な買入を主な手段として、ベースマネーを未曾有の水準にまで拡大させた。2014年10月に

は、これをさらに量的に拡大させる追加策を実行した。背景には貨幣供給の増加がいずれは物価上昇につながるという貨幣数量説的な考え方がある。

為替レート・株価等の資産価格は、この政策に予想以上に強く反応し、2%のインフレ目標達成を期待させる動きとなった。しかし、実体経済・インフレ率の資産価格に対する反応は予想外に鈍く、2016年初め段階でもインフレ目標にはほど遠い水準にとどまっている（図2参照）。

こうした状況に鑑み、日本銀行は2016年1月に日銀当座預金の金利の一部をマイナスにする「マイナス金利政策」を導入した。しかし、市場の反応は芳しくなく、2月現在ではむしろ円高・株安方向への動きとなっている。原因としては、グローバルなリスクオフの動きの影響が大きいと考えられるが、金融緩和政策の限界も近づきつつあるという市場の認識も無視できないと思われる（植田（2016）参照）。

以上のように、デフレが諸悪の根源であり、その是正のポイントは強力な金融緩和政策の実効だとの前提で出発したアベノミクスだが、政権発足後3年余りを経てもデフレ脱出には程遠い状態である。とりあえずのところ、貨幣数量説的な金融経済の見方は、現実によって否定された格好となっている。さらに憂慮されるのは、同時に強調されたアベノミクスの第三の柱、成長政策の様々な側面での実行にもかかわらず、一向に生産性が上昇に転じる気配がないことである。むしろ、アベノミクス下で生産性上昇率ははっきり下落に転じている（図2参照）。

当プロジェクトでは、次年度にかけてこうした足許の動きを一段と精密に分析しつつ、そこに至る過去20年間の評価につなげたいと考えている。特に、為替レートについては、貿易財部門の生産性国際競争力を反映した「適正な」為替レート、購買力平価はどれほどの水準にあるのか。1970年代初頭の変動相場制移行後1990年代までの期間について推定した方法を改良し、直近の購買力平価を推計する研究を現在行っている。

参考文献：

植田和男（2015）「所得分配からみた日本経済」『日経研月報』2月号

http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/research/comment/201502NikkeiGeppo_Ueda.pdf

_____（2016）「マイナス金利政策の功罪（上）『現金の金利ゼロ』、効果制約」日本経済新聞『経済教室』2016年2月8日

http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/research/comment/20160208Nikkei_ueda.pdf

Hiroshi Yoshikawa, Hideaki Aoyama, Yoshi Fujiwara, Hiroshi Iyetomi（2015）

“Deflation and Money” VOX CEPR’s Policy Portal

<http://www.voxeu.org/article/deflation-and-money#>

吉川 洋（2016）「分断危機を越えて①」日本経済新聞『経済教室』2016年1月4日

■ TRIO コンファレンス「国際金融の新潮流 “International Finance in the Global Markets”」■

東京大学金融教育研究センター（CARF）は、2015年12月16日（水）と17日（木）の両日、TCER-NBER-CEPR 共催「TRIO コンファレンス」を東京大学経済学研究科棟6階大会議室で開催した。「TRIO コンファレンス」は、米国および欧州諸国における著名な経済学研究者を東京に招いて、日本の経済学研究者とともに現代社会のホットイシューを報告・討論するコンファレンス・シリーズで、今回が第25回となる。今回のテーマは「国際金融の新潮流」で、近年の国際金融情勢が世界経済にもたらす諸問題を多角的に議論した。東大からは、福田慎一、青木浩介、植田健一、河合正弘、Michal Fabingerらが報告者ないし討論者として参加した。また、海外からの参加者には、Gianluca Benigno (LSE)、Andrew Rose (University of California at Berkeley)、Charles Engel (University of Wisconsin)、Vahagn Galstyan (Trinity College Dublin)、Fabio Ghironi (University of Washington)、松山公紀 (Northwestern University)、星岳雄 (Stanford University)、伊藤隆敏 (Columbia University) らいずれもこの分野でのトップクラスの研究者が含まれ、大変意義深い議論が展開された。

近年、主要国では、非伝統的な金融政策のもとで大規模な金融緩和が行われている。その一方で、これまで好調であった新興国経済の成長に陰りが見られ、欧州でもユーロ危機以降の不安定さが続いている。このため、いかに国際金融市場の危機を回避するかは日米欧いずれの地域でもタイムリーなトピックで、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。なお、TRIO コンファレンスの成果は、レフェリー・プロセスを経て、国際学術誌 *Journal of the Japanese and International Economies* (JJIE) の特集号として刊行されることになっている。

開催日：2015年12月16日（水）～ 2015年12月17日（木）

開催場所：東京大学経済学研究科棟 6 階大会議室

主催：Centre for Economic Policy Research (CEPR)

National Bureau of Economic Research (NBER)

Tokyo Center for Economic Research (TCER)

共催/後援：東京大学日本経済国際共同研究センター (CIRJE),

東京大学金融教育研究センター (CARF)

Organizer：Kosuke Aoki (The University of Tokyo and TCER)

Shin-ichi Fukuda (The University of Tokyo and TCER),

Takeo Hoshi (Stanford University and NBER),

Takashi Kano (Hitotsubashi University and TCER)

【プログラム】

Wednesday, December 16

Chair: Shin-ichi Fukuda, University of Tokyo and TCER

9:15 am **Gianluca Benigno, London School of Economics and CEPR**

Contagious Sudden Stops

Discussant: Kosuke Aoki, University of Tokyo and TCER

10:15 am	Break
10:30 am	Hiro Ito, Portland State University Masahiro Kawai, University of Tokyo and CEPR <i>Trade Invoicing in the Japanese Yen and the Deutsche Mark in the 1980s and 90s: Lessons for Renminbi Internationalization</i> Discussant: Etsuro Shioji, Hitotsubashi University and TCER
11:30 am	Anya Kleymenova, University of Chicago Andrew Rose, University of California at Berkeley and NBER Tomasz Wieladek, Bank of England <i>Does Government Intervention Affect Banking Globalization?</i> Discussant: Kenichi Ueda, University of Tokyo and TCER
12:30 pm	Lunch
Chair:	Kiminori Matsuyama, Northwestern University
1:45 pm	Charles Engel, University of Wisconsin and NBER <i>Macroprudential Policy under High Capital Mobility: Policy Implications from an Academic Perspective</i> Discussant: Takatoshi Ito, Columbia University and NBER
2:45 pm	Break
3:00 pm	Vahagn Galstyan, Trinity College Dublin Philip Lane, Trinity College Dublin and CEPR Caroline Mehigan, OECD Rogelio Mercado, Trinity College Dublin <i>The Holders and Issuers of International Portfolio Securities</i> Discussant: Masaya Sakuragawa, Keio University and TCER
4:00 pm	Shin-ichi Fukuda, University of Tokyo and TCER <i>Strong Sterling Pound and Weak European Currencies in the Crises: Evidence from Covered Interest Parity of Secured Rates</i> Discussant: Eiji Ogawa, Hitotsubashi University and TCER
5:00 pm	Adjourn

Thursday, December 17

Chair:	Takeo Hoshi, Stanford University and NBER
9:15 am	Ethan Ilzetzki, London School of Economics Keyu Jin, London School of Economics and CEPR <i>The Puzzling Change in the International Transmission of U.S. Macroeconomic Policy Shocks</i> Discussant: Takayuki Tsuruga, Kyoto University
10:00 am	Break
10:30 am	Takashi Kano, Hitotsubashi University and TCER Kenji Wada, Hitotsubashi University <i>The First Arrow Hitting the Currency Target: A Long-Run Risk Perspective</i> Discussant: Junko Koeda, Waseda University and TCER
11:30 am	Matteo Cacciato, HEC Montréal Fabio Ghironi, University of Washington and NBER Yurim Lee, University of Washington <i>Financial Market Integration, Exchange Rate Policy, and the Dynamics of Business and Employment in Korea</i> Discussant: Michal Fabinger, University of Tokyo
12:30 pm	Lunch and Adjourn

■ フィンテックに関する法と経済学的研究 ■

メンバー

教授 柳川 範之

今年度の活動概要

情報技術 (IT) や人工知能 (AI) の進展を背景にして、新しい技術を使った金融ビジネスいわゆるフィンテックと呼ばれるビジネスが、急速に進展しつつある。この変化は、金融産業の構造を大きく変えていくと考えられるが、それが具体的にどのような変革をもたらすのか、経済全体にどのような影響があるのかは、まだ十分に明らかになってはいない。また、技術の変化を踏まえて、どのような規制改革、法制度整備をしていくことが、経済全体にとって望ましいかも、今後検討すべき重要な課題である。

このような問題意識に基づき、本研究プロジェクトではフィンテック研究フォーラムを立ち上げ、この問題を学術的に研究、提言していくこととした。変化の複雑さを踏まえ、情報技術、経済学、法学の専門家を交え、また実務の実態を踏まえつつ、有意義な研究交流の場をつくっていきたいと考えている。

また、キックオフイベントとして、3月11日に公開シンポジウム「フィンテックとこれからの金融システムのあり方」を開催した。このシンポジウムに関するプログラムは以下の通りであるが、約450名の出席申し込みがあり、改めて本研究プロジェクトに関する社会の関心の高さが明らかになった。

公開シンポジウム「フィンテックとこれからの金融システムのあり方」

日 時：2016年3月11日（金）14時00分～20時00分

場 所：東京大学本郷キャンパス 伊藤謝恩ホール

主 催：東京大学金融教育研究センター（CARF）

【プログラム】

14:00～14:45	基調講演「フィンテックと決済サービス」 アフラック・シニアアドバイザー (元日本銀行理事・元大蔵省銀行局調査課長)	木下 信行
14:45～15:15	講演「フィンテックが目指す社会と法制度」 森・濱田松本法律事務所 パートナー弁護士	増島 雅和
15:15～15:45	講演「フィンテックは金融と経済をどう変えるか」 東京大学経済学研究科教授	柳川 範之
15:45～16:00	休 憩	

16:00～17:30 パネルディスカッション 「フィンテックと金融制度のあり方」

パネリスト

株式会社お金のデザイン 取締役COO	北澤 直
株式会社マネーフォワード 代表取締役社長CEO	辻 庸介
東京大学法学政治学研究科教授	藤田 友敬
森・濱田松本法律事務所 パートナー弁護士	増島 雅和

モデレーター

東京大学経済学研究科教授	柳川 範之
--------------	-------

17:30～17:45 総括コメント 東京大学金融教育研究センター長 植田 和男

18:00～20:00 懇 親 会

シンポジウムにおいては、フィンテックと呼ばれているものは、どのような現象のビジネスを指しているのかという基本的なポイントの確認から始まり、金融の本質は、お金よりもむしろ情報の活用にあるため、フィンテックの進展によって金融業や日本経済が大きく変化する可能性があること、それらの変化を踏まえたこれからの金融制度のあり方など、主に学術的な側面から、フィンテックと金融制度のあり方が広範に検討された。

また、今後、フィンテックが進展していくなかで、規制や制度をどのように再設計していくかといった課題や、ブロックチェーン技術やスマートコントラクト等が進展してきた際の金融システムや法制度のあり方についての検討が、学術的な面からも重要な課題であることが浮き彫りになった。そこで、本研究プロジェクトでは、「フィンテック研究フォーラム」を通じて、このような課題について、分析・検討をしていく予定である。

また、フィンテックの進展に伴って金融機関のビジネス戦略をどのように構築していくかなど、実践的な課題についても研究を行い、日本の金融システムの発展に資する提言等も行っていく予定である。



■ バブルと危機：理論と実験 ■

メンバー

教授 松島斉、特任講師 田村彌、助教 前川淳

早川仁（北海道大学特任助教）、萱場豊（一橋大学高等研究院特任講師）

花木伸行（AMSE）、大橋賢裕（早稲田大学助教）、遠山智久（工学院大学教員）

本プロジェクトは、金融システムのよりよいあり方について、理論経済学（ミクロ経済学理論、ゲーム理論）および実験経済学のアプローチから、基礎研究を行うものである。特に、金融仲介ネットワーク構造、金融契約、長期的な金融契約関係、情報マクロ政策、という観点から研究をすすめた。

ここでいう基礎研究とは、現実の状況を具体的に分析するのではなく、現実の理解に有用な簡易モデルを理論と実験によって分析するアプローチを意味する。この作業を土台にして、今後応用研究に生かしていく。

今年度の成果は以下のリストアップの通りである。研究は多岐にわたるため、今年度内に完結した研究の中からひとつを紹介する。

長期的な契約関係についての実験経済学研究「Accuracy and Retaliation in Repeated Games with Imperfect Private Monitoring: Experiment and Behavioral Theory」（松島、萱場、遠山）について説明したい。

マイナス金利政策によって、金融機関が積極的に企業に資金提供できる状況になった場合を想定しよう。この場合、はたして優れた企業とそうでない企業を、金融機関が峻別できるか、また企業が優れていても、金融契約において正しいインセンティブが提供されるのかどうか。これらの問いは、情報の経済学というミクロ経済学の分野における、典型的な問題である。

しかし、企業と金融機関などの間での長期的な契約関係について、実験室でそれを再現して、どのようなパフォーマンスを実際にとっているかについてのデータをとって解析する研究は、今まで、意味のある形ではあまりなされてこなかった。しかしこの作業はとても重要である。なぜなら現実のデータは、十分にコントロールされた環境のものではないので、収集も分析も極めて困難であるからだ。

我々の論文は、正しい企業の意思決定のインセンティブの提供の可能性に焦点を当てて、企業の行動について直接観察できないとする「不完全モニタリング」を仮定して、囚人ジレンマの繰り返しゲームの実験をおこなって、そのデータを解析し、論文をまとめた。

具体的には、Strategy Frequency Estimation Methodという推定方法によって、各プレーヤー（被験者、おもに金融機関の役割者）がどのような戦略をプレイしているかを推定した結果、70%近い被験者がGTFT（おだやかなしっぺがえし戦略）という、非常に単純な、しかし結果に敏感な行動パターンをとっていることがわかった。

繰り返しゲームでは、もっと多様な、複雑な戦略をとることが理論的には考えられる。また、ほかにも単純な戦略はたくさんあり、理論的な重要なものも数多くある。にもかかわらず、多数の被験者の行動が、同一のクラスの単純な戦略で記述できることを発見したのは、驚きの実験結果であるといえる。過去の関連研究でここまでシャープな結果をだしたものはないからだ。

そして、相手の行動をよりよくモニターできるほど、「悪い」結果にたいする制裁（契約解除、融資額削減など）が厳しくなされ、そのために企業側のインセンティブを悪化させてしまうことが観察された。逆にモニタリングが不十分である場合は、偶発的な「よい」結果に敏感に反応して、劣悪な

企業にも融資を継続する可能性を示唆する結果を得た。

我々のこの研究内容の一部は、実験経済学の世界では国際的にすでに知られていて認知されていた。しかし、戦略を推定する分析をきちんとしていなかったことが原因で、この実験結果を正当には評価されてこなかった。今年度になって萱場豊氏の全面的な協力によって、GTFT戦略の重要性を、このように統計的に明らかにできた。このことで、積年の問題を解決できた。これはブレイクスルーである。年度末には海外のトップジャーナルに投稿する予定である。

今年度の活動概要

【松島 斉：論文】

“Accuracy and Retaliation in Repeated Games with Imperfect Monitoring: Experiments and Behavioral Theory” (Joint with Yutaka Kayaba and Tomohisa Toyama), mimeo.

“Implementation, Verification, and Detection”, CIRJE-F-991, 2015

“Connected Price Dynamics with Revealed Preferences and Auctioneer’s Discretion in VCG Combinatorial Auction”, CARF-F-359 CIRJE-F-960, 2015

“Optimal Mechanism Design: Type-Independent Preference Orderings”, CARF-F-357 2015

【松島 斉：エッセーなど】

日本銀行「くらし塾きんゆう塾」連載—経済学者がくらしをあばく—

第1回 イノベーション：新しさをひろめる作法（第33号2015年夏）

第2回 オークション：値付けの魔術（第34号2015年秋）

第3回 タブー：越えなければならない壁（第35号2015年冬）

第4回 幸福：よりよいくらしと経済学（第36号2016年春）

日本評論社「経済セミナー」連載—オークションとマーケットデザイン—

第14回 情報の非対称性をめぐる四方山（2015年4, 5月号）

第15回 証券取引の「フラッシュ」メカニズムデザイン：早い者勝ちから遅刻厳禁へ（2015年6, 7月号）

第16回 ナッシュから履行問題（Implementation）へ：ワンコインが貧困を救う（2015年8, 9月号）

第17回 即席！全体主義をデザインする（2015年10, 11月号）

第18回 繰り返しゲームと感情（2016年2, 3月号）

【松島 斉：セミナー学会報告】

The 12th Joint conference of Seoul National University and University of Tokyo: Current Topics in Economic Theory

日 時：2016年1月22日

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

演 題：“Accuracy and Retaliation in Repeated Games with Imperfect Private Monitoring: Experiments and Behavioral Theory”, Joint with Yutaka Kayaba and Tomohisa Toyama

実験社会科学コンファレンス

日 時：2015年11月28～29日

場 所：東京大学 本郷キャンパス 法文2号館2階（1番大教室、教員談話室）

演 題：基調講演（29日9時30分）「繰り返しゲームの理論と実験：モニタリングが不完全なケース」

St. Andrews University (UK) Invited Seminar

日 時：2015年11月19日

演 題：Implementation, Verification, and Detection

Glasgow University (UK) Invited Seminar

日 時：2015年11月17日

演 題：Implementation, Verification, and Detection

EEA-ESEM Meeting 2015 (Mannheim, Germany)

日 時：2015年8月24日～27日

演 題：Implementation and Ex-Post Verifiability

Econometric Society World Congress (Montreal, Canada)

日 時：2015年8月17日～21日

演 題：Implementation and Ex-Post Verifiability

SAET Conference (Cambridge University, UK)

日 時：2015年7月27日～31日

演 題：Infinitely Repeated Games with Imperfect Private Monitoring: Experiments (Original Title: Accuracy and Retaliation in Repeated Games with Private Monitoring: Theory and Experiments)
Joint with Yutaka Kayaba and Tomohisa Toyama

NUS

日 時：2015年7月7日

演 題：Implementation and Detection

Yonsei University Mini-Conference (Yonsei University) Invited Seminar

日 時：2015年3月18日

演 題：Implementation and Detection

【早川 仁：論文】

“Characterization of Lower Bound and Upper Bound of Required Settlement Fund under Real-Time Gross Settlement”,

Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2659975> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2659975>

【早川 仁：セミナー】

The 20th Annual Workshop on the Economic Science with Heterogeneous Interacting Agents (WEHIA 2015), Sophia Antipolis, France (May 21–23);

Singapore Economic Review Conference 2015, Singapore (August 5–7);

Financial Risk & Network Theory Conference 2015, Cambridge (September 8–9)

【田村 彌：論文】

“Optimal Monetary Policy and Transparency under Informational Frictions” *Journal of Money, Credit and Banking*, forthcoming 2016/02/10

“Endogenous Information and Central Bank Transparency”, mimeo, 2015/08/25

【田村 彌：セミナー報告】

経済理論・政策ワークショップ（青山学院大学）2015/07/18 報告論文 “Endogenous Information and Central Bank Transparency”

【花本伸行：論文】

Nobuyuki Hanaki, Nicolas Jacquemet, Stephane Luchini, Adam Zylbersztein “Cognitive ability and the effect of strategic uncertainty” forthcoming *Theory and Decision*, 2015 (doi: 10.1007/s11238-015-9525-9);

Nobuyuki Hanaki, Eizo Akiyama, Yukihiro Funaki, Ryuichiro Ishikawa “Diversity in cognitive ability enlarges mispricing” (GREDEG WP, 2015-29)

Takashi Yamada and Nobuyuki Hanaki “Experiments on Lowest Unique Integer Games” (GREDEG WP, 2015-34);

Eric Guerci, Nobuyuki Hanaki, Naoki Watanabe “Meaningful learning in weighted voting games: An experiment” (GREDEG WP, 2015-40)

Nobuyuki Hanaki, Eizo Akiyama, Ryuichiro Ishikawa “A methodological note on eliciting price forecasts in asset market experiments” (GREDEG WP, 2016-02)

【花本伸行：学会発表】

“The effect of strategic environment and group size in beauty contest games” ASFEE 2015 (Paris)

“Meaningful learning in weighted voting games: An experiment” WEHIA 2015 (Sophia-Antipolis), Kyoto International Experimental Workshop

“Effect of heterogeneity in a cognitive ability among traders in an experimental asset market” SEF 2015 (Nijmegen)

“Principle of minimum differentiation revisited” WEHIA 2015 (Sophia-Antipolis)

【花本伸行：セミナー発表】

Innsbruck, Renne (CREM), Nice (GREDEG), Glasgow, Edinburgh, GRIPS, Keio, Osaka, Doshisha, Hokkaido, Waseda, Hitotsubashi, EHESS (Paris, Fundaction Franco-Japonais)

■ バブル、金融危機と政策対応 研究会 ■

メンバー

准教授 青木浩介、講師 平野智裕

今年度の活動概要

2015年度は合計8名のマクロ金融の研究者を海外から招聘し、また、夏の8月には北海道大学にてバブル・金融危機に関するコンファレンスを行った。以下で3名の研究報告を取り上げたい。

McGill大学のJiro Kondo氏によるCooperation Cycles: A theory of endogenous capital-embodiedの発表・討議が行われた。論文では、投資家と企業が互いに協力し合えば高い収益が得られるが、企業は投資家が提供するアイデアを盗む可能性がある状況を考える。このとき投資家は企業がアイデアを盗まないように報酬契約を結ぶ。将来景気が良くなると予想されると、アイデアを盗むことによる損失が大きくなるため企業はアイデアを盗もうとしない。その結果、投資家と企業との協力がうまくいき、このこと自体が今の投資・生産のブームをもたらす。他方で、将来景気が悪くなると予想されると、協力関係がうまく行かず、結果として今の投資・生産の停滞をもたらす。景気循環を説明する一つの理論として大変興味深い研究発表であった。

Federal Reserve Bank of Richmond, Vice President for Monetary ResearchのAlexander Wolman氏の研究論文、Monetary Policy and Global Equilibria in an Economy with Capitalについてのディスカッションを行った。氏の研究は、流動性の冪均衡の頑健性についての研究論文である。モデルに資本ストックや過去の利子率などの状態変数がある様より現実的な場合においても、通常均衡から流動性の冪均衡に向かう動学経路が存在するという結果は大変興味深い。参加者からは動学経路の計算方法などについての質問がなされた。また、氏の研究論文は、日本経済の低インフレの原因についても多くの示唆を含んでおり、広く意見交換をした。

米国アトランタ連邦準備銀行リサーチアドバイザー、William Roberds氏による論文、Death of a Reserve Currencyについて意見交換を行った。氏の論文では、18世紀のヨーロッパにおいて主要な決済手段を提供した銀行の一つであるアムステルダム銀行の帳簿のアーカイブの研究結果が発表された。その一つとして、アムステルダム銀行が額面の大きい金貨と引き換えに預金債務を発行し、その預金債務が高額取引の決済に使用された事や、アムステルダム銀行が東インド会社への貸付を行うに従い財務内容が悪くなり、金貨の大量引き出しが生じたことなどが発表された。発表者からは、アムステルダム市庁による資本注入があったかどうかや、金貨引き出しが起こったときの預金者側の動機について質問がなされ、多くの意見交換をすることができた。

第8回 バブル、金融危機と政策対応 研究会

日 時：2015年5月14日（木）16時50分～18時35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：Scott Davis（Federal Reserve Bank of Dallas）

演 題：Credit Risk and Monetary Policy Tradeoffs

第9回 バブル、金融危機と政策対応 研究会

日 時：2015年5月27日（水）12時10分～13時10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：Kai (Jackie) Zhao (University of Connecticut)
 演 題：Employment-Based Health Insurance, Uncertain Medical Expenses, and Aggregate Labor Supply (joint with Zhigang Feng)

第10回 バブル、金融危機と政策対応 研究会

日 時：2015年6月5日（金）16時50分～18時35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：Marco Bassett (University College London)
 演 題：Forward guidance: communication, commitment, or both?

第11回 バブル、金融危機と政策対応 研究会

日 時：2015年7月9日（木）16時50分～18時35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：Boyan Jovanovic (New York University)
 演 題：Growth through Learning

第12回 バブル、金融危機と政策対応 研究会

日 時：2015年7月30日（木）16時50分～18時35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：William Roberds (Federal Reserve Bank of Atlanta)
 演 題：Death of a Reserve Currency (joint with Stephen Quinn)

第13回 バブル、金融危機と政策対応 研究会

日 時：2015年9月10日（木）16時50分～18時35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：Pietro Reichlin (LUISS G. Carli)
 演 題：The Housing Cost Disease (joint with Nicola Borri)

第14回 バブル、金融危機と政策対応 研究会

日 時：2015年10月8日（木）16時50分～18時35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：Jiro E. Kondo (McGill University)
 演 題：Cooperation Cycles: A theory of endogenous capital-embodied (joint with Dimitris Papanikolaou)

第15回 バブル、金融危機と政策対応 研究会

日 時：2015年11月12日（木）16時50分～18時35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：Alexander Wolman (Federal Reserve Bank of Richmond)
 演 題：Monetary Policy and Global Equilibria in an Economy with Capital (joint with Andreas Hornstein and Tim Hursey)

SWET (Summer Workshop on Economic Theory) 2015

開催日：2015年8月2日（日）～2015年8月9日（日）

開催場所：小樽商科大学、北海道大学

資金協力：科学研究費補助金（基盤S：横尾 真代表）

資金協力：科学研究費補助金（基盤S：横尾 真代表）

「持続可能な発展のための資源配分メカニズム 設計理論の構築」

科学研究費補助金（基盤S：石川 城太代表）

「グローバル経済におけるリスクの経済分析～国際経済学の視点から～」

科学研究費補助金（基盤A：岡田 章代表）

「ゲーム理論の新展開：協力メカニズムの解明」

科学研究費補助金（基盤B：別所 俊一郎代表）

「財政危機と金融危機のコンテイジョンと危機管理対応」

科学研究費補助金（特別推進研究：矢野 誠代表）

「経済危機と社会インフラの複雑系分析」

その他

2015年8月7日にSummer Workshop on Economic Theoryにて「バブル・金融危機の経済学」のセッションを開催した。発表された論文は5本である。5本の論文は全て大変質が高く、参加者全員で多くの意見交換をすることができ、大変有意義な研究会であった。以下が発表された論文内容である。

著 者：白井大地（キヤノングローバル戦略研究所）

小林慶一郎（慶應義塾大学、キヤノングローバル戦略研究所）

論文タイトル：Debt-Ridden Borrowers and Productivity Slowdown

論文要旨：

日本経済はバブル崩壊後、失われた20年と言われるような長期停滞に陥った。その原因として、生産性の成長率や企業参入の低下、Labor wedgeの悪化、過剰債務問題などが指摘されている。本研究では、これらの問題と長期停滞のメカニズムを考察するために、内生的借入制約を導入した内生的成長理論モデルを開発した。過剰債務問題を考察するために、莫大な借金を負って借入が厳しい状態に陥っている「過剰債務企業」を明示的に導入した点が大きな特徴となっている。金融危機によって、過剰債務企業が増加することで、運転資金の借入が十分できなくなる結果、研究開発が減少し、新規参入も減少していく。研究開発が滞ることで、スピルオーバー効果が小さくなり、生産性の成長率が停滞する。運転資金である賃金支払が十分できない結果、Labor wedgeも悪化する。こうした現象は、リーマンショック後の欧州や米国での長期停滞にも共通する部分が多く、日本だけでなく、欧米の長期停滞問題も説明できるのではないかと考えている。

著 者：北野重人（神戸大学）

高久賢也（愛知淑徳大学）

論文タイトル：Capital Controls, Monetary Policy, and Balance Sheets in a Small Open Economy

論文要旨：

本論文は、ドル建てで債務を抱える小国開放経済に、ファイナンシャル・アクセラレーターのメカニズムを組み込んだニューケインジアンモデルを展開する。ラムゼー・タイプの分析を行い、変動為替相場制度の下で最適金融政策と、固定為替相場制度の下で最適資本規制政策の厚生を比較する。ファ

イナンシャル・アクセラレーターのメカニズムがない経済においては、固定為替相場制度の下で最適資本規制政策を行った場合よりも、変動為替相場制度の下で最適金融政策を行った場合のほうが、厚生が大きくなる。しかし反対に、ファイナンス・アクセラレーターのメカニズムがある経済においては、変動為替相場制度の下で最適金融政策を行った場合よりも、固定為替相場制度の下で最適資本規制政策を行った場合のほうが、厚生が大きくなることを明らかにした。

著 者：上東貴志（神戸大学）
渡辺寛之（神戸大学）

論文タイトル：Extracting Asset Bubbles: The Case of the Tokyo Stock Price Index

論文要旨：

この論文の目的は資産価格バブルを抽出し、可視化することである。株価に占めるバブルの割合を評価するため、非線形ガウス状態空間モデルの枠内において単純な配当割引モデルを考え、バブルは stochastic explosive root process (STER) という推移式に従うと想定する。Andrieu et al. (2010) が言及している通り、条件によっては標準的なマルコフ連鎖モンテカルロ法 (MCMC) では十分に頑健な推定が行えない。本稿では擬似周辺化マルコフ連鎖モンテカルロ法 (pmMCMC) を用いて頑健な推定を行う。この手法がバブルを抽出・可視化するために効果的かどうか、シミュレーション実験を行って確認した後、この手法を日本の株価データに応用した。その実証結果によればバブルが1980年代後半の株価を急上昇させていた。一方でリーマン・ショック前の株価の上昇に対しては、1980年代後半の時ほどには、バブルは寄与していなかった。

著 者：高橋修平（京都大学）
中嶋智之（京都大学）

論文タイトル：The Optimum Quantity of Debt for Japan

論文要旨：

本論文は、非完備市場を仮定した動学一般均衡モデルを用いて、日本にとっての最適な政府純債務の量を計算した。その結果、GDP比で40%の債務が経済厚生を最大化することを明らかにした。また、現在のGDP比130%の債務は、消費0.08%に相当する経済厚生を減少を生み出すことを示した。さらに、利子率が1%高い場合には、最適な政府債務はGDP比マイナス100%、現在の債務による厚生を減少は消費の1.1%になることを明らかにした。

著 者：高橋修平（京都大学）
中嶋智之（京都大学）

論文タイトル：Non-Existence of a Zero-Tax Steady State with Incomplete Asset Markets

論文要旨：

本論文は、非完備市場を仮定した動学一般均衡モデルを用いて、政府が保有する資産から得られる利子収入ですべての支出を賄うという「無税国家」の可能性を分析した。その結果、政府が資産蓄積を進めると利子率が低下していくため、政府の利子収入に上限が存在することを明らかにした。また、その上限が非常に低く、無税国家は現実的に不可能であることを数値計算によって示した。さらに、政府が資産を蓄積していくと利子率が成長率まで低下し、バブルのある均衡が生まれることを明らかにした。

■ 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、全体の理解に役立つよ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

タイトル	著者	発表時期
「マイナス金利の功罪」朝日新聞『耕論』2016年2月17日	植田和男	2016.02
「マイナス金利政策の功罪（上）『現金の金利ゼロ』、効果制約」日本経済新聞『経済教室』2016年2月8日	植田和男	2016.02
「金融規制強化に問題はないか」日経ヴェリタス『異見達見』（2016年1月10日）	植田和男	2016.01
「市場メカニズムを通じた債務の抑制」わたしの構想No. 16『EUは強靱たりうるか』公益財団法人総合研究開発機構（NIRA）（2015年10月15日）	植田健一	2015.10
「近づく国債買いオペの限界点」日経ヴェリタス『異見達見』（2015年8月9日）	植田和男	2015.08
「ギリシャ再建、絞られたシナリオ」日経ビジネスオンライン『ニュースを斬る』（2015年7月7日）	植田健一	2015.07
「帰属家賃、物価下押し要因に」日本経済新聞『経済教室』（2015年7月6日）	西村清彦	2015.07
「危機は去ったか（下）『ギリシャ巡り欧州に亀裂』」日本経済新聞『経済教室』（2015年6月17日）	植田健一	2015.06
「市場、長期停滞見越す」日本経済新聞『経済教室』（2015年5月27日）	植田和男	2015.05

より基礎的な研究の紹介

タイトル	著者	発表時期
Three “Seismic Shifts” in the Global Economy and Policy Challenges	Kiyohiko G. Nishimura	2016.02
A General Framework for the Benchmark pricing in a Fully Collateralized Market (formerly titled as “Choice of Collateral Currency Updated” CARF-F-371; Forthcoming in Journal of Financial Engineering)	Masaaki Fujii, Akihiko Takahashi	2016.02
Price Impacts of Imperfect Collateralization (Revised version of CARF-F-355; Forthcoming in “International Journal of Financial Engineering”)	Kenichiro Shiraya, Akihiko Takahashi	2015.11
Financial Disintermediation and Financial Fragility	Kosuke Aoki, Kalin Nikolov	2015.11
Choice of Collateral Currency Updated —A market model for the benchmark pricing—	Masaaki Fujii, Akihiko Takahashi	2015.08

ファイナンス

■ 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

アクチュアリーのための、数理的な基礎研究および、数量ファイナンスを応用した研究を行う。特に、アクチュアリー資格取得を目指す学生に対して、どのように指導していくかについて、研究を行う。また、実際にアクチュアリーとしての活動をなさっている実務家をお招きして、その話を伺い、学生への啓蒙活動をしていく。

今年度の活動概要

- ・研究面では、リスク管理を目的とした、計量的手法の研究を行った。具体的には制限情報最尤法と呼ばれる手法を用いて、リスクの相関の計量を行う手法について研究した。本年度は基礎的な性質についてシミュレーションを行い、その有効性を確かめた。非線形的な関係がある場合の拡張や、検定を行う際の検定統計量の性質についても調べた。
- ・沖縄で開催されたアクチュアリーセミナーについては、本年度は授業日程の関係から参加できなかった。
- ・以下のセミナーを開催した。

日時：第1回 2016年3月30日（水） 17:00～19:00

“Structural Models in Credit Valuation: The KMV experience”

第2回 2016年3月31日（木） 17:00～19:00

“Finance and Economics: Interest Rate Behavior”

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：Oldrich Vasicek 博士



- ・アクチュアリー試験のための勉強会を行った。なお、本年度の合格者は以下の通りである。

- 5科目合格（準会員資格取得）：1名
- 4科目合格：1名
- 3科目合格：1名
- 2科目合格：1名

■ 連続過程における最適化とフィルタリングについての研究 ■

メンバー

准教授 佐藤整尚、教授 高橋明彦

研究の概要

投資行動における最適化と、それを計量的に分析するためにフィルタリングの応用を考える。金融市場において、投資家は利益追求のために様々な最適化を行っていると考えられる。たとえば、ポートフォリオマネージャーは一定の許容リスク量の下で、リターンを最大にするために、銘柄選択等の最適化を行っている。その投資行動は連続的に行われていると考えられ、その過程の数量的モデリングを行ってゆく。さらに、フィルタリングの手法を応用して、実現されたリターン系列からその投資パターンを動的に抽出することが可能である。本研究では、このような投資行動に対するモデリングと、実際のデータからの実証分析を行う。

今年度の活動概要

今年度の研究では、

- (1) 投資信託のリターン系列からのスタイルの抽出
- (2) フィルタリングを用いた最適ポートフォリオの構築

について、研究を行った。ここでは (1) について簡単に紹介したい。

・フィルタリング手法を用いた投資信託のスタイル分析

近年、NISAなどの証券投資への優遇策もあり、投資信託の設定が増加している。リーマンショック以前と比べても、ファンドの数や資産総額でも大きく上まわるような状況である。通常、投資信託がどのような運用をしているかについては詳細には公開されていない。目論見書等で基本方針が示されていることと、日々の基準価格が発表されていることぐらいである。

本研究では統計学的手法を用いて、株式投資信託のリターン系列からその投資信託がどのような運用をしているかについて推定をしていきたい。とはいっても、細かく、どのような個別銘柄を買っているか、売っているかをつぶさに推定することは不可能であると思われる。ここでは代表的な「スタイル」を取り上げて、そのスタイルの変化を推定することにする。今回考えるスタイルは、「バリュー＝グロース」と「大型＝小型」などの規模に関するものである。バリュー株は会社の資産から見、割安と思われる株のことで、グロース株は資産から見ると割高であるが、成長が期待できる株となる。これに規模の要素を入れて、「大型＝バリュー (TV)」、「大型＝グロース (TG)」、「中型＝バリュー (MV)」、「中型＝グロース (MG)」、「小型＝バリュー (SV)」、「小型＝グロース (SG)」の6つのスタイルに分類した。つまり、上場銘柄をこれら6つに分類して、ファンドがどのような割合でこれらを組み合わせているかを推定していくことにする。

もし、これらの割合が時間的に一定であれば、通常の回帰分析の枠組みでウエイト推定が可能となる。しかしながら、時間とともに運用の仕方やポジションは変化するのが普通であろうから、時間変化するウエイトを推定する必要がある。そこでモンテカルロフィルタを用いて、これら潜在変数を求めることにする。今回は、月次の配当込みのリターン系列を用いて、月次のウエイトを求めた。さらに、各ファンドの運用報告書で公表されている保有株式の明細から、真のウエイトを年に1-2回計算して、推定結果と比べてみた。

図1はあるインデックスファンドに対する結果である。真のウエイトを見ると、ほぼ時間変化はなく一定の割合となっていることが分かる。それに対してモンテカルロフィルタを用いた推定結果ではやや細かい凸凹が表れており、興味深い。インデックスファンドであるので、それほど、構成銘柄を動かすことはないと思われるが、各銘柄の価格が変動することにより、このような変動が起こりうると考えられる。これらは運用報告書の情報だけでは分からないと思われる。

図1 インデックスファンドに対する結果

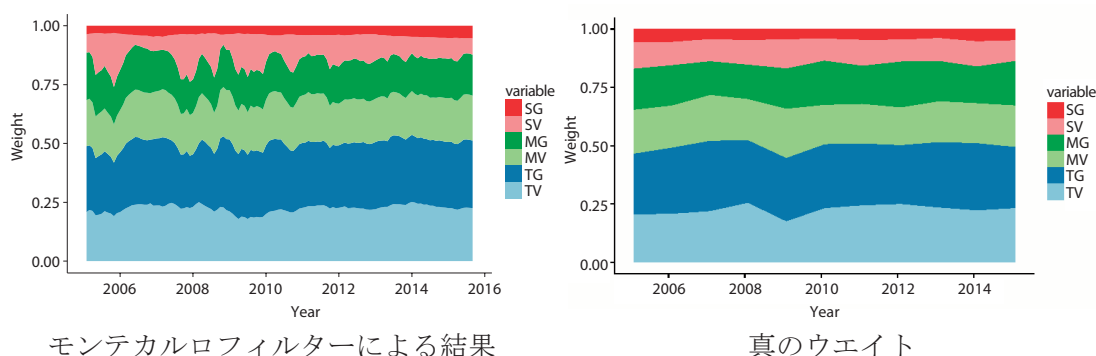


図2 アクティブファンドに対する結果

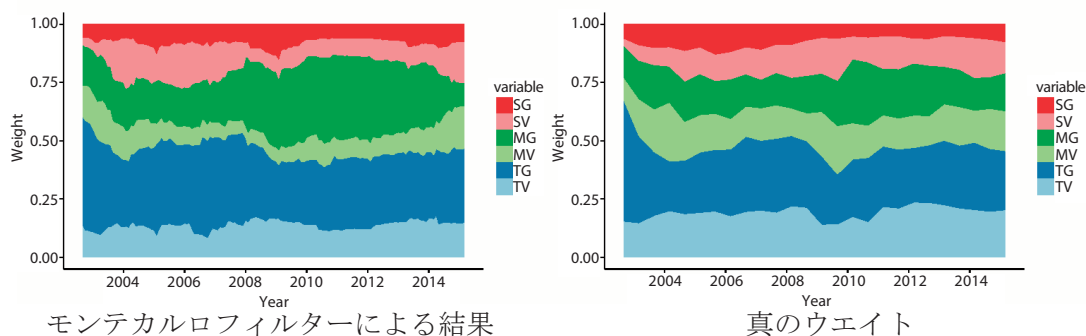


図2はあるアクティブファンドに対する結果である。このファンドでは、真のウエイトを見ても、時間とともに各スタイルに対するウエイトを変化させていると考えるのが妥当である。そして、モンテカルロフィルタの結果は真のウエイトとほぼ同じ動きをしている。したがって、この方法の妥当性が示されていると思われる。同じモデルで日次のデータに対しても適用可能であり、日々の動きをモニターすることも可能である。これらの内容をCARFのワーキングペーパーにまとめた。今後は、さらにモデルの精度を高めるべく改良していきたい。

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）■

メンバー

教授 大日方隆、教授 米山正樹、准教授 首藤昭信

研究の概要

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49回 現代会計フォーラム

日 時：2015年4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12階 第4共同研究室

第50回 現代会計フォーラム

日 時：2015年5月23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51回 現代会計フォーラム

日 時：2015年6月27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52回 現代会計フォーラム

日 時：2015年7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12階 第1共同研究室

第53回 現代会計フォーラム

日 時：2015年8月3日（月） 15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54回 現代会計フォーラム

日 時：2015年9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55回 現代会計フォーラム

日 時：2015年10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

第56回 現代会計フォーラム

日 時：2015年11月21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57回 現代会計フォーラム

日 時：2016年2月20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58回 現代会計フォーラム

日 時：2016年3月20日（日） 13時30分～18時30分
場 所：九州大学箱崎キャンパス文系地区経済学部棟 2階中会議室

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っています。

* * * * *

本年度は、下記の通り、5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」(9)

日 時：2015年7月2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) 今給黎 真一 氏・長谷川 勲 氏（株式会社日立製作所 財務統括本部）
報告テーマ：1) IFRSと日本の会計制度（9）
2) 日立グループ概要とIFRS対応

CARF セミナー「IFRSと日本の会計制度」(10)

日 時：2015年10月9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) 勝尾 裕子 教授
（学習院大学経済学部）
報告テーマ：1) IFRSと日本の会計制度（10）
2) IASB概念フレームワークにおける利益概念



CARF セミナー「IFRSと日本の会計制度」(11)

日 時：2015年11月13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）
関口 智和 氏（企業会計基準委員会常勤委員）
紙谷 孝雄 氏（新日本有限責任監査法人シニア・パートナー及び企業会計基準委員会客員研究員）
報告テーマ：1) IFRSと日本の会計制度（11）
2) IASBの概念フレームワーク案とASBJのコメント

CARF セミナー「IFRSと日本の会計制度」(12)

日 時：2015年12月21日（月） 19時00分～20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
報告者：1) 大日方 隆 教授（東京大学大学院経済学研究科）
2) 熊谷 五郎 氏（みずほ証券経営調査部上級研究員、及び、京都大学経営管理大学院客員教授）
報告テーマ：1) IFRSと日本の会計制度（12）
2) 資本市場と企業報告～投資家と企業の建設的対話のために

CARF セミナー「IFRSと日本の会計制度」(13)

日 時：2016年2月29日（月） 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) 秋葉 賢一 教授（早稲田大学大学院会計研究科）
3) 後藤 潤 氏（株式会社格付投資情報センター格付本部チーフアナリスト）
正脇 久昌 氏（三井住友ファイナンス&リース株式会社執行役員）
報告テーマ：1) IFRSと日本の会計制度（13）
2) IFRS第16号「リース」の概要に関して
3) IFRS第16号に関するコメント



■ 地方金融機関の地域支援に係る行動原理 — 支援の成果と問題点 ■

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：柊紫乃（事務局）

（連携メンバー） 京都大学：上總康行（名誉教授）、澤邊紀生、熊本学園大学：吉川晃史

長崎県立大学：宮地晃輔、横浜国立大学：佐藤秀典、山形大学：小野浩幸

【地方金融機関に求められる役割—経済環境という前提条件を変えるために】

地方金融機関は、その立地条件、存在意義において地域の産業と経済の影響と密接に関連する存在である。「地方創生」の流れの中、各地で様々な取組みがなされてもなお、地方経済の厳しさは続いている。地方金融機関の融資を主とする営業活動は、もとより当該地域に立脚するため、そこでは地方金融機関どうしの「収益獲得機会」、いわゆる「パイの奪い合い」が起きていることは否めない。しかし、もしここで、肝心の「パイ」が大きくなれば、ライバルである金融機関の共存確率はあがる。しかも、効果は金融機関にとどまらず、地域産業・企業の活性化、さらには地方自治体の税収増加、また、雇用拡大による地域住民の幸せへとつながっていく。

このような素晴らしい循環が、一期の夢に終わらないためには、地域ビジネスエコシステムにおいて、各プレイヤーが果たすべき役割に係る理論モデルの解明と、そのモデルにもとづく新たなスキームの構築（制度設計）が必要とされる。その際に、当該地域の大動脈流といえる資金循環の要である地方金融機関の重要性は言を俟たない。現在、地方金融機関に強く求められる役割は、従前の「優良顧客に融資する」スタイルから、「地域とともに優良顧客を発掘し、育て、共存する」という新モデルの形成である。それは、当事者である地方金融機関だけでなく、産金官学連携で達成すべき社会課題と捉えなければならず、研究者の立場での、本プロジェクトの責務もそこにある。

【本プロジェクトの目的・進捗・成果—金融機関の実効性ある「支援力」の追究】

金融庁の「リレーションシップバンキング」構想から13年、地方金融機関に関わる研究にも、実践に直結する活動と成果が求められている。本プロジェクトは、地方金融機関に必要とされる「組織能力」を特定し、その強化方法について、広く実践知と理論知を統合することを目的に、2014年度より活動している。初年度は特に、「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）」の解明を目指して活動した。その成果は、今年度、CARFセミナー「地域金融機関による『ものづくり』の視点に立った顧客支援（1）」で、元トヨタ自動車生産調査部長である田中氏の講演に集約された。

今年度はさらに、「金融機関の融資以外の顧客支援の方法論（支援力）」に研究対象を拡げた。また、広く社会課題を追究するため他拠点・研究者と積極的な連携を推進した。たとえば、農業関連分野について、ものづくり管理会計研究会と合同で取り上げ、地方金融機関の先進事例研究として、イノベーション誘発メカニズム、マッチングシステム等について知見を共有・蓄積した。

連携実践としては、地方金融機関と研究者の知見交換の場（金融サミット）を拡大開催した。そこでは、地域を超えた地方金融機関の協働可能性が示唆された。中小企業の海外進出支援では、信用金庫の海外駐在調査に基づく専門家の知見を、CARFセミナー「地域金融機関による『ものづくり』の視点に立った顧客支援（2）」で社会に還元した。

昨年度同様、研究進捗についてもPDCA（Plan, Do, Check, Action）をまわして、研究知見の段階的進化を図っており、今年度は、CARFセミナーを新たに開催し始める等、成果の社会還元と、それらを通じた研究視点・知見の充実を図る「相互交流型の研究方法」をさらに強化した。

具体的な活動については、次頁の通り。

【製造企業調査】 ※現地集合解散による合同調査

日 時 2015年7月27日（月）
場 所 山形県米沢市
参加者 研究者（経営学、会計学）10名、実務家4名
内 容 玉澤精機株式会社、NEC パーソナルコンピューター株式会社米沢事業所訪問調査

【ものづくり管理会計研究会発表】 ※ものづくり管理会計研究会と合同開催

日 時 2015年9月18日（金）
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
参加者 発表者（下記）2名、参加者（除く発表者）17名
内 容 「6次産業化における事業成長性に関する研究」
山形大学国際事業化研究センター連携推進研究員 高屋聡氏
「農業現場の改善—輪菊生産農家への改善活動導入」
ものづくりシニア塾1期生 濱松史郎氏

【CARFセミナー】地域金融機関による「ものづくり」の視点に立った顧客支援（1）

日 時 2015年7月22日（水） 17:30～19:30
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
参加者 発表者（下記）1名、セミナー参加者（除く発表者）38名
内 容 「本流トヨタ式と『製造現場の見ぬき方』」株式会社Jコスト研究所代表 田中正知氏
※株式会社オーケープリント、ピーキューブ株式会社の協力により現場解説オリジナル映像作成

【CARFセミナー】地域金融機関による「ものづくり」の視点に立った顧客支援（2）

日 時 2016年2月1日（月） 17:30～19:30
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
参加者 発表者（下記）2名、セミナー参加者（除く発表者）19名
内 容 「地域金融機関による『ものづくり』の視点に立った 顧客支援」東京大学 米山正樹教授
「地域金融機関による中小企業の海外進出支援」山形大学 山口昌樹教授

【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 2016年1月29日（金）
場 所 愛媛県松山市
参加者 研究者（経営学、会計学）7名、関連分野大学院生1名（議事録）
内 容 伊予銀行の企業支援に関わる実務ヒアリング、支援先企業訪問調査

【第2回金融サミットin米沢】 ※現地集合解散による合同企画

日 時 2015年12月9日（水）～10日（木）
場 所 山形大学工学部
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
県内企業、山形大学有機エレクトロニクス関連施設訪問調査

【今後の課題と期待—さらに実務に踏み込んだ研究テーマ設定と社会への還元】

本プロジェクトは2年間にわたり、「地方金融機関の顧客支援力」について、主に個別ケースを中心に様々な観点から「組織能力」の特定を試みた。これらの知見は一部、セミナー等で公開し、また、積極的な研究連携の場を提供してきている。次年度以降は、実務に関わって、制度的分野にも対象を拡張しつつ、主テーマの一層の追究と、積極的な知見の公表を行っていききたい。

■ 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

今年度の活動概要

本研究プロジェクトでは、主に日本のファミリービジネスの実態分析を通して、日本におけるコーポレートガバナンスのあり方を検討してきた。コーポレートガバナンスの問題については、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードという二つのコードが作成され、大きな転換期を迎えている。しかし、当然のことながら、コードが作成されれば、すべてのガバナンス問題が解決するというわけではないし、また社外取締役を導入すれば、直ちに業績があがるという単純なものではない。各企業の実際の取り組みを考えただけで、実態に沿ったあり方を考えていく必要がある。

その点では、他国の事例等は大いに参考にすべきであるが、コーポレートガバナンスの問題は、各国の法制度や慣行、文化等も関係するため、直接的に比較をしても、意味のある含意を引き出すのが難しいという難点がある。そこで本研究では、一般企業にはない特質をもっている日本のファミリー企業に焦点をあて、そこから一般企業のガバナンスのあり方を考えるという手法をとることにした。

もちろん、それはファミリー企業のコーポレートガバナンス構造を、一般企業も真似せよという単純な主張ではない。ファミリー企業と一般企業とでは、株主所有構造がそもそも大きく異なるし、ファミリー企業がすべて優れたパフォーマンスを示しているというわけでもない。

しかしながら、日本の上場企業が全体として成績不振に陥っている中で、日本の上場ファミリー企業のパフォーマンスは比較的良好であることがいくつかの実証研究や我々の実証研究によって指摘されている。とくに、創業者の子孫が経営するファミリー企業が、サラリーマン経営者が経営するファミリー企業および一般上場企業に比して、経営パフォーマンスが良いという点が、アメリカにおける実証研究とは異なった結果のため、世界的にも、注目されている。

いずれにせよ、ファミリー企業のコーポレートガバナンスには、多くの問題点もあるが、一般上場企業にはない様々な特色がある。本研究プロジェクトでは、日本のコーポレートガバナンスの今後のあり方を考える上で、ファミリー企業の特色を良い形で一般上場企業に生かすことはできないかという問題意識から、日本のファミリー企業の特色を検討し、日本企業のコーポレートガバナンスの今後のあり方について検討を行ってきた。

また、ファミリー企業のパフォーマンスをより向上させるうえで、どのような改善策が有効かについても検討してきた。

そこから得られた大きな含意としては、高度経済成長期には成功した日本の企業システムが、低成長期には機能しなくなっており、再構築の必要性に迫られているという点である。今後は、日本企業の会社共同体的な強みを生かしながら、株主利益の視点をうまく導入する方策を考える必要がある。そのためには、ファミリー企業が示唆するところは多く重要である。

日本企業のコーポレートガバナンスの問題改善には、社外取締役が寄与できる部分もあるが、それだけでは、解決できない問題も多く、優秀な経営者を育成するためには、経営者のインセンティブに着目し、今後は、外部経営者市場の活用も視野に入れるべきであろう。

本研究成果の論文についてはアメリカのYale大学、Indiana大学等でも報告し、海外の研究者との間でも積極的な意見交換、情報共有が行われるようになっている。そこで今後は、国際的な研究にも発展させていく予定である。

また今後は、研究成果を早急にまとめて、より積極的に広報活動を行っていくとともに、ファミリー企業のパフォーマンスをあげるための方策について、より詳細に検討していく予定である。

CARF セミナー

(http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/event01_2015cgi.html 参照)

第23回 CARF セミナー（農林中央金庫寄付講座共催）

日 時：2015年4月21日（火） 16時30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：Prof. Marcin Kacperczyk（Imperial College London）
 演 題：“The Unintended Consequences of the Zero Lower Bound Policy”（with Marco Di Maggio: Columbia University）



Marcin Kacperczyk

スピーカーのプロフィール：

Marcin Kacperczyk is Professor of Finance at Imperial College London. He was previously appointed as Assistant Professor at New York University Stern School of Business, and as Assistant Professor at University of British Columbia. His research and teaching interests include financial intermediation, asset pricing, risk management, and behavioural finance. His research has been published in the Journal of Finance, Journal of Financial Economics, Quarterly Journal of Economics, and the Review of Financial Studies, among others. He has been widely cited in popular press, including Wall Street Journal, New York Times, Business Week, US News, Financial Times, CNN, and CNBC. He is Associate Editor at the Review of Financial Studies and the Review of Finance. He is a former NBER faculty research fellow and the current CEPR research associate. His research and teaching have been distinguished with several prizes.

第24回 CARF セミナー「IFRSと日本の会計制度（9）」

日 時：2015年7月2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
 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) 今給黎 真一 氏・長谷川 勲 氏（(株)日立製作所 財務統括本部）
 演 題：1) IFRSと日本の会計制度（9）
 2) 日立グループ概要とIFRS対応

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) 今給黎 真一 氏

株式会社日立製作所 財務統括本部 財務マネジメント本部 経理部部長

長谷川 勲 氏

株式会社日立製作所 財務統括本部 財務マネジメント本部 経理部 連結計理グループ 部長代理



大日方 隆



今給黎 真一



長谷川 勲

第25回 CARFセミナー「地域金融機関による『ものづくり』の視点に立った顧客支援 (1)」

日 時：2015年7月22日（水） 17時30分～19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：田中 正知 氏（株式会社Jコスト研究所代表）
 演 題：本流トヨタ式と『製造現場の見ぬき方』



田中 正知

スピーカーのプロフィール：

名古屋大学大学院工学研究科航空学コース修士課程修了。1967年トヨタ自動車工業株式会社入社。カラー、初代ソアラの生産立上げなどに携わる。田原工場新設時には全工程の約5千人にトヨタ方式を指導。その後、トヨタグループや主要サプライヤー各社にトヨタ方式を指導する部署である生産調査部の部長、物流管理部部長をへて、2000年に社命によりものづくり大学に教授としてトヨタ方式を学生に教育。2007年、株式会社Jコスト研究所設立、代表に就任（<http://www.j-cost.com/index.html>）。ものづくり大学名誉教授。元東京大学ものづくり経営研究センター特任研究員。著書の『考えるトヨタの現場』『「トヨタ流」現場の人づくり』は中国版、台湾版にも翻訳されている。『トヨタ式カイゼンの会計学』『トヨタ原点回帰の管理会計（共著）』、ものづくり、物流、会計など複数分野にまたがる論文の他、JB Pressの「本流トヨタ方式」連載が好評。

第26回 CARFセミナー「Giulia Di Nunno教授による連続セミナー」

日 時：第1回9月28日（月） 17時00分～19時00分
 第2回9月29日（火） 17時00分～19時00分
 第3回9月30日（水） 17時00分～19時00分
 第4回10月1日（木） 17時00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 第3セミナー室
 スピーカー：Giulia Di Nunno教授（Professor, University of Oslo）
 演 題：Malliavin Calculus for Lévy Processes
 招 聘：科学研究費・基盤研究（C）
 課題番号：25380389（研究代表者：高橋明彦）



Giulia Di Nunno

スピーカーのプロフィール：

Ph.D. in Mathematical Statistics from University of Pavia in January 2003, Degree in Mathematics from the University of Milano in July 1998. She joined the University of Oslo as associate professor in stochastic analysis in 2003 and became full professor in 2010. She holds an adjunct professor position at the Norwegian School of Economics, Bergen since 2009. She has been adjunct researcher at Rizklab, Norge for about 1 year.

第27回 CARFセミナー「IFRSと日本の会計制度 (10)」

日 時：2015年10月9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) 勝尾 裕子 教授（学習院大学経済学部）
 演 題：1) IFRSと日本の会計制度（10）
 2) IASB概念フレームワークにおける利益概念



勝尾 裕子

スピーカーのプロフィール：

1) 大日方 隆 教授

第24回CARFセミナー参照

2) 勝尾 裕子 教授

東京大学大学院経済学研究科博士課程単位取得。学習院大学経済学部専任講師、助教授、准教授を経て、現在、学習院大学副学長・経済学部教授。その間、2005年から2007年までLSEおよびCambridge University Judge Business Schoolにて客員研究員。主要業績は、'The IASB and ASBJ Conceptual Frameworks: Same Objective, Different Financial Performance Concepts', with C. van Mourik, *Accounting Horizons*, Vol. 29, No. 1, 2015 など。

第28回 CARFセミナー「IFRSと日本の会計制度（11）」

日 時：2015年11月13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）
関口 智和 氏（企業会計基準委員会常勤委員）
紙谷 孝雄 氏（新日本有限責任監査法人シニア・パートナー及び
企業会計基準委員会客員研究員）

演 題：1) IFRSと日本の会計制度（11）
2) IASBの概念フレームワーク案とASBJのコメント



小賀坂 敦

スピーカーのプロフィール：

1) 大日方 隆 教授
第24回CARFセミナー参照

2) 小賀坂 敦 氏
2000年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。

関口 智和 氏

2009年2月 企業会計基準委員会研究員、2013年4月より、企業会計基準委員会常勤委員、現在に至る。

紙谷 孝雄 氏

2013年4月から2015年8月において企業会計基準委員会ディレクター（総括担当）。現在、新日本有限責任監査法人シニア・パートナー及び企業会計基準委員会客員研究員。



関口 智和



紙谷 孝雄

第29回 CARFセミナー「IFRSと日本の会計制度（12）」

日 時：2015年12月21日（月） 19時00分～20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：1) 大日方 隆 教授（東京大学大学院経済学研究科）
2) 熊谷 五郎 氏（みずほ証券経営調査部上級研究員及び、京都大学経営管理大学院客員教授）

演 題：1) IFRSと日本の会計制度（12）
2) 資本市場と企業報告～投資家と企業の建設的対話のために



熊谷 五郎

スピーカーのプロフィール：

1) 大日方 隆 教授
第24回CARFセミナー参照

2) 熊谷 五郎 氏

1982年慶應義塾大学経済学部卒業、野村證券入社。1987年ニューヨーク大学大学院MBAコース修了。野村総合研究所国際調査室調査課、野村投資顧問（現野村アセット）株式運用部海外運用課、日興ソロモン・スミスバーニー株式調査部等を経て、2004年みずほ証券エクイティ調査部シニア・ストラテジスト。2007年より同社経営調査部上級研究員（現職）。京都大学経営管理大学院客員教授（現任）。IFRS諮問会議（IFRS Advisory Council）副議長、金融庁金融審議会ディスクロージャー・ワーキンググループ・メンバー、同企業会計審議会会計部会臨時委員、企業会計基準委員会ASAF対応専門委員会委員等、国内外の会計基準設定や監査制度に係る各種委員会に、財務諸表利用者代表として参加。主要著書・論文：『金融・資本市場改革とインセンティブ問題』（証券アナリストジャーナル）、『金融商品会計基準の改訂と金融規制改革』（企業会計）、『詳解バーゼルⅢによる新国際金融規制』（共著、中央経済社）等。

第30回 CARFセミナー「地域金融機関による『ものづくり』の視点に立った顧客支援(2)」

日 時：2016年2月1日（月） 17時30分～19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：1) 米山 正樹 教授（東京大学大学院経済学研究科）
 2) 山口 昌樹 教授（山形大学）
 演 題：1) 「地域金融機関による『ものづくり』の視点に
 立った顧客支援」
 2) 「地域金融機関による中小企業の海外進出支援」



米山 正樹



山口 昌樹

スピーカーのプロフィール：

1) 米山 正樹 教授

1989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。1995年学習院大学経済学部教授専任講師、助教授および教授、2005年早稲田大学大学院会計研究科教授を経て、2012年東京大学大学院経済学研究科教授に就任。現在に至る。著書として『減損会計—配分と評価—』（森山書店・2001年）、『会計基準の整合性分析—実証研究との接点を求めて—』（中央経済社・2008年）などがある。

2) 山口 昌樹 教授

山形大学・教授。専門は国際金融論。銀行の海外展開を主なテーマとして研究を続けている。地方銀行の海外展開について『週刊金融財政事情』、『月刊金融ジャーナル』への寄稿が複数ある。本セミナーに関連する著書として『邦銀のアジア進出と国際競争力』山形大学人文学部叢書1（2012年）がある。

第31回 CARFセミナー「IFRSと日本の会計制度(13)」

日 時：2016年2月29日（月） 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) 秋葉 賢一 教授（早稲田大学大学院会計研究科）
 3) 後藤 潤 氏（株式会社格付投資情報センター格付本部チーフアナリスト）
 正脇 久昌 氏（三井住友ファイナンス&リース株式会社執行役員）
 演 題：1) IFRSと日本の会計制度（13）
 2) IFRS第16号「リース」の概要に関して
 3) IFRS第16号に関するコメント



秋葉 賢一

スピーカーのプロフィール：

1) 大日方 隆 教授

第24回CARFセミナー参照

2) 秋葉 賢一 教授

1986年横浜国立大学経営学部卒業。1986年英和監査法人（現・有限責任あずさ監査法人）入所。1989年公認会計士登録。1998年同法人社員、2007年同法人代表社員。この間、2001年から2009年まで企業会計基準委員会（ASBJ）へ専門研究員（2007年から主席研究員）として出向。2009年早稲田大学大学院会計研究科教授に就任。現在に至る。著書『エッセンシャルIFRS（第4版）』（単著、中央経済社・2015年）『会計基準の読み方Q&A100』（単著、中央経済社・2014年）など。



後藤 潤

3) 後藤 潤 氏

格付投資情報センター（R&I）格付本部チーフアナリスト 公認会計士。1994年早稲田大学商学部卒、同大学院ファイナンスMBA。朝日監査法人（現あずさ）を経て、2005年R&I入社、クレジットアナリストとして、一般事業会社を担当、2011年より金融機関を担当。現在、財務会計基準機構税効果会計専門委員会委員、リース会計専門委員会委員、日本証券アナリスト協会企業会計研究会委員、金融庁企業会計審議会監査部会臨時委員を務める。



正脇 久昌

正脇 久昌 氏

1982年（株）住友銀行入行。2012年（株）三井住友銀行 理事 財務企画部 部長を経て、2013年より三井住友ファイナンス&リース（株）執行役員 経理部長（現職）。

第32回 CARFセミナー「Oldrich Vasicek博士によるセミナー」

日 時：第1回 2016年3月30日（水） 17:00～19:00
第2回 2016年3月31日（木） 17:00～19:00
場 所：東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）2階
コンファレンスルーム
スピーカー：Oldrich Vasicek 博士
演 題：第1回 “Structural Models in Credit Valuation: The
KMV experience”
第2回 “Finance and Economics: Interest Rate
Behavior”



Oldrich Vasicek

スピーカーのプロフィール：

Dr. Oldrich Alfons Vasicek is a founding partner of KMV Corporation. His theory of the term structure of interest rates is generally recognized as a genesis of that field in finance. In his early career, he was a Vice President in the Management Science Department of Wells Fargo Bank. His academic career included teaching graduate finance at the University of Rochester, the University of California at Berkeley, and at Ecole Supérieure des Sciences Economiques et Commerciales (ESSEC) in France. He holds a Ph.D. in probability theory from Charles University in Prague.

Dr. Vasicek works in mathematical finance, particularly on development of quantitative models of firms, financial instruments and financial markets. He has received a number of honors, including the Graham and Dodd Award, the Roger F. Murray Prize, the Award of the Institute for Quantitative Research in Finance, the IAFE Financial Engineer of the Year Award, and the Risk Magazine Lifetime Achievement Award. He has been inducted into the Derivatives Strategy Hall of Fame, the Fixed Income Analysts Society Hall of Fame, and the Risk Magazine Hall of Fame.

■ 会計ワークショップ（会計基準研究と実証分析との融合） ■

メンバー

教授 大日方隆、教授 米山正樹、准教授 首藤昭信

会計ワークショップの趣旨

本ワークショップでは、CARFに所属する会計学分野の教員がとりまとめ役となり、気鋭の研究者を国内外から招聘します。

報告と討論を通じて受けた知的刺激によって、参加者それぞれの研究が質的に向上することを目指しています。

会計学分野の教員、会計学を専攻する経済学研究科の大学院生、およびCARF所属教員と交流の深い会計学の研究者を主要な参加者と想定していますが、ワークショップの趣旨に賛同し、その活性化に貢献して下さる方であれば、所定の手続をとることによってどなたでもご参加いただけます。

本ワークショップを通じて会計学を専攻する研究者間の交流が深まることは、CARFのプレゼンス向上にも資すると考えています。

第1回 Tokyo Accounting Workshop

日 時：2015年7月28日（土）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 第3セミナー室

報告者：米山 正樹（東京大学）

報告タイトル：基準開発におけるテクニカルスタッフの役割

—IASB「概念フレームワークの見直しプロジェクト」の事例から—

第2回 Tokyo Accounting Workshop—Workshop on Earnings Management—

日 時：2015年11月7日（土）13時30分～17時40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

プログラム：

13:30～13:35 オープニング・リマックス 米山 正樹（東京大学）

13:35～14:20 モデレーター：首藤 昭信（東京大学）

報告者：山口 朋泰（東北学院大学）

“Real and Accrual-Based Earnings Management to Achieve Industry-Average Profitability: Empirical Evidence from Japan”

14:20～15:05 報告者：岩崎 拓也（関西大学）

“Foreign Ownership, Manager Monitoring, and Firm Value: Evidence from Japanese Firms” (joint with Anwer S. Ahmed)

15:05～15:15 休憩

15:15～16:00 報告者：海老原 崇（武蔵大学）

“Ownership, Quality of Earnings, and Family Firms in Japan” (joint with Takashi, Ebihara, Keiichi Kubota, Hitoshi Takehara, Eri Yokota)

4 リサーチ

- 16:00～16:45 報告者：矢澤 憲一（青山学院大学）
“The Relationship between Audit Team Composition, Audit Fees and Quality” (joint with S. Hossain, K. and G. S. Monroe)
- 16:45～16:55 休憩
- 16:55～17:40 報告者：木村 史彦（東北大学）
“A cross-country study on the relationship between financial development and earnings management” (joint with Masahiro Enomoto and Tomoyasu Yamaguchi)

第3回 Tokyo Accounting Workshop—Workshop on Research in Accounting Standards—

日 時：2016年2月27日（土） 13時30分～17時40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
プログラム：

- 13:30～14:00 趣旨説明と基調報告
「純利益と包括利益—かみ合わない議論の根底にあるもの—」
米山 正樹（東京大学）
- 14:00～15:10 「経済的所得と会計利益の基礎概念」
勝尾 裕子（学習院大学）
- 15:10～15:20 休憩
- 15:20～16:30 「Cost-benefit analysis of mixed measurement model」
川村 義則（早稲田大学）
- 16:30～17:40 「混合会計システムの規定要因と安定性」
松本 敏史（早稲田大学）

第4回 Tokyo Accounting Workshop

日 時：2016年3月11日（金） 14時00分～17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）2階 コンファレンスルーム
プログラム：

- 14:00～15:00 モデレーター：首藤 昭信（東京大学）
報告者：首藤 昭信（東京大学）・北川 教央（神戸大学）
“Credibility of Management Earnings Forecasts and Future Returns”
- 15:00～15:10 休憩
- 15:10～16:10 報告者：中村 亮介（筑波大学）・河内山 拓磨（亜細亜大学）
“Determinants of Accounting-Based Financial Covenants: In Comparison with Japanese Main Bank System”
- 16:10～15:20 休憩
- 16:20～17:20 報告者：三輪 一統（神戸大学）・田口 聡志（同志社大学）・山本 達司（大阪大学）
“Are IPOs ‘Overpriced’? Strategic Interactions between the Entrepreneur and the Underwriter by Lying”

5 その他のイベント



■ 18th Annual Japan Project Meeting ■

開催日：2015年7月30日（木）～2015年7月31日（金）

開催場所：Asian Development Bank Institute

共 催：NBER（National Bureau of Economic Research）

Australia-Japan Research Centre

Center on Japanese Economy and Business

後 援：Asian Development Bank Institute

Shorenstein Asia-Pacific Research Center at Stanford University

European Institute of Japanese Studies

Organizer：Shiro Armstrong, Charles Horioka, Takeo Hoshi, Tsutomu Watanabe, and David Weinstein

本年度のNBER Japan Project Meetingは7月30日～31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。



“American” vs “Japanese” Procurement: Evidence from Transaction-Level Trade Data (Heise, Pierce, Schaur, Schott)

本論文は、国内の買い手と海外の販売業者との間の長期的な関係の成立に資する貿易政策が、どのようにして“日本”式の調達慣行の適応につながるかを理論的に分析した。ここでいう日本式とは、買い手が長期的なJust-In-Time方式を通じて高品質な製品の調達を保証する事である。理論モデルの予想と整合的に、米国の貿易政策の変化は、中国との貿易戦争の脅威を抑制するとともに、米国の輸

入業者と中国の輸出業者の間で他貿易相手国と比較してより少量かつ高頻度の輸送へのシフトを同時にもたらしことが分かった。このシフトが在庫と調達コストを低減させる限りにおいて、本稿の結果は長期的な買い手と売り手の関係の形成を促進する貿易政策による新しい効率向上の要因を示唆している。

Careers of Married Women and the Nature of Husbands' Work: Evidence from Japan (Asai, Kambayashi, Kato)

この論文は、職場における昇進の男女格差について新しい考察を行っている。急速に縮小しつつある学歴の性差や女性のキャリア形成を促進する現在の日本の政策にも関わらず、日本の労働市場には非常に大きな男女格差が存在する。この論文は、日本の就業構造基本調査を用いて多項ロジスティック回帰分析及びコホート分析を行った。その結果、夫が昇進のラット・レースに参加しない場合は、妻はフルタイムの専業主婦として家に留まる傾向が低く、



働く傾向が高いことが分かった。しかし、この場合の既婚女性の労働市場参加の増加は、非正規雇用等の昇進が限定された形を取り、妻の昇進の確率を上昇させるという証拠は発見されなかった。一方で、夫の昇進による給与の増加幅が小さいほど、妻が自己のキャリア形成を行う確率が高い。同類婚による選択問題等によって生じるクロスセクション分析の限界を考慮し、労働力調査を用いて追加的なパネルデータ分析を実施した結果、夫の昇進レースからの逸脱は、妻が昇進可能性のある雇用形態に就く可能性を（増加ではなく）むしろ減少させる事が示された。これは家庭公共財と余暇・労働の夫婦間選択からなる消費の理論と整合的である。本論文の結果は、日本の内部的な労働市場の大幅な構造変化が無い限り、既婚男性の労働時間を減少させるだけでは、「社会のあらゆる分野において、2020年までに女性の管理職の割合を少なくとも30%以上にする」という日本の政策目標に寄与しない可能性を示している。

The Effect of Family Friendly Regulation on Fertility: Evidence from Japan Using Natural Experiments (Nagase)

日本の低い出生率は主要な政策課題である。1990年代から2000年代の初めにかけて、多くの政策は育児休業給付金のように出生率や労働供給に影響を与える根拠が無いままに実施されている。本論文は、2000年代中盤からの家庭を考慮した労働規制が、出生率と労働供給に与えた影響を分析する。異なる規模の企業を対象とした2種類の政策を考慮することにより因果関係を解明する。この論文は、男女格差と組織的な規範が強い社会において、組織の変革に影響を与える法律に関する文脈に寄与する。短時間勤務を可能とする改革は、子供を持たない勤労女性の出生率を大幅に増加させたことが分

かった。待遇の厚い企業において、第一子誕生後にフルタイムの雇用形態のまま短時間勤務を選択する傾向が高いが、第二、三子以降の政策効果は有意でないことを示した。

Japan's Diversification Discount (Atanasova, Diamond)

本稿は、1999年から2013年に渡る1900社以上のデータを用いて、企業多角化の費用と便益を分析した。日本の先行研究では、著しい負の影響（diversification discount）が論じられているが、この論文では大きく異なり、実際に多くの多角的経営の企業の方が単一的経営を行う企業の理論的ポートフォリオよりも高い企業価値を持つ事を示した。企業統治の強い企業においては、低い生産性の部門から高い生産性の部門への効率的な資金移動が起これ、企業価値は高くなる。企業統治が弱いときのみ、多角的経営において資本配分の非効率が発生し、低い生産性の部門に対する資金移動が発生し企業価値は減少する。

Selective Disclosure: The Case of Nikkei Preview Articles (Goetzmann, Hamao, Takahashi)

日本経済新聞（日経）は日本の代表的な日次の経済・ビジネスに特化した新聞社であり、日本最大の金融経済データの販売会社である。決算時期において、日経は朝刊において頻繁に企業の売上及び利益に関する「短信」を発行している。「短信」は実際の企業のアナウンスよりも先行し、企業自体の予測よりも正確に実値を予測するため、value-relevantな情報を含むしている。この論文では2000年から2010年の2835件の「短信」を用いて、これらの記事が執筆された環境と



市場に対する影響について分析した。その結果、株価は楽観的なニュースに対しては正の反応を示すが、悲観的なニュースに対しては負の反応を示さないことが分かった。また、市場は短信が発表されるよりも前に反応しており、いくらかの情報が市場参加者に漏出している事を示している。企業・日経・投資者から見た費用と便益または誘因について、イベント前後における収益の変化と情報の内容を用いて分析を行った結果、事前の決算発信（previewing）と楽観的なニュースの所見の間に正の関係が存在することが分かった。

The Economics of Attribute-Based Regulation: Theory and Evidence from Fuel-Economy Standards (Ito, Sallee)

本論文では、財の属性に基づいた規制（attribute-based regulation）、とりわけ規制順守が規制の対象でない二次的な属性に依存する場合の費用と便益の理論的枠組を考案している。理論モデルの検証を行うために、日本の自動車燃費規制について擬似的な実験を実施した。日本の自動車燃費規制値は、自動車重量の階段関数として表される。Bunching analysisによる検証の結果、自動車重量に対する誘因の歪みが発生することが分かった。規制の社会的厚生を分析するために、“double-notched policy”

を考慮した手法を開発し、自動車の属性に基づいた規制には重要な厚生のトレードオフが存在することを示した。

Do Risk Preferences Change? Evidence from Panel Data before and after the Great East Japan Earthquake (Hanaoka, Shigeoka, Watanabe)

この論文では、自然災害経験後における個人のリスク選好の変化について、2011年の東日本大震災前後の同一個人の調査データを用いて分析した。結果、より強い震度の地震を経験した個人はリスク許容度がより高いことが分かった。面白いことに、全ての結果において男性の影響が強く、より飲酒やギャンブルを好むようになる傾向が高かった。また、クロス・セクションデータとパネルデータによる推定を比較した場合、クロス・セクション推定は観測されない異質性によってバイアスが生じている可能性が存在することが分かった。

Transaction Partners and Firm Relocation Choice: Evidence from the Tohoku Earthquake (Ono, Miyakawa, Hosono, Uchida, Uchino, Uesugi)

本稿は、既存取引先、すなわち仕入先、販売先、貸出金融機関の存在が企業の立地選択に与える影響を分析している。特に、東日本大震災によって本社移転を余儀なくされた企業に注目した。分析の結果、被災企業は、販売先が所在していた地域へ移転する傾向が高いが、仕入先の所在は有意な影響を及ぼしていない。また、被災企業は、金融機関の取引支店が所在していた地域に移転する確率が高い。さらに、販売先と金融機関の取引支店が被災していた場合は、被災企業の立地選択に対する正の影響は観察されない。結論として、健全な既存取引先の存在が、移転企業の立地選択における重要な決定要因であることを示唆している。

【プログラム】

Thursday, July 30:

- | | |
|----------|---|
| 8:30 am | <Breakfast/Registration> |
| 8:50 am | <Welcome Remarks>
Naoyuki Yoshino, Dean of the Asian Development Bank Institute |
| 9:00 am | Chair: David Weinstein, Columbia University and NBER
Sebastian Heise, Yale University
Justin Pierce, Federal Reserve Board
Georg Schaur, University of Tennessee
Peter Schott, Yale University and NBER
<i>American vs Japanese Procurement: Evidence from Transaction-Level Trade Data</i>
Discussant: Hiroshi Ohashi, University of Tokyo |
| 9:50 am | Yukiko Asai, University of Tokyo
Ryo Kambayashi, Hitotsubashi University
Takao Kato, Colgate University
<i>Careers of Married Women and the Nature of Husbands' Work: Evidence from Japan</i>
Discussant: Katharine Abraham, University of Maryland and NBER |
| 10:40 am | <Break> |
| 11:00 am | Chair: Shiro Armstrong, Australian National University
Nobuko Nagase, Ochanomizu University |

The Effect of Family Friendly Regulation on Fertility: Evidence from Japan Using Natural Experiments
Discussant: Karen Eggleston, Stanford University and NBER

- 11:50 am <Lunch>
Chair: Takeo Hoshi, Stanford University and NBER
Lunch Speech
Masako Mori, Member of the House of Councillors, Japan
- 1:30 pm Chair: Tsutomu Watanabe, University of Tokyo
Christina Atanasova, Simon Fraser University
Jess Diamond, Hitotsubashi University
Japan's Diversification Discount
Discussant: Pierre Yared, Columbia University and NBER
- 2:20 pm William Goetzmann, Yale University and NBER
Yasushi Hamao, University of Southern California
Hidenori Takahashi, Kobe University
Selective Disclosure: The Case of Nikkei Preview Articles
Discussant: Tatsuyoshi Okimoto, Australian National University
- 3:10 pm <Break>
- 3:30 pm Chair: Takeo Hoshi, Stanford University and NBER
Koichiro Ito, Boston University and NBER
James Sallee, University of Chicago and NBER
The Economics of Attribute-Based Regulation: Theory and Evidence from Fuel-Economy Standards
Discussant: Tomohiko Inui, Gakushuin University
- 4:20 pm Chie Hanaoka, Kyoto Sangyo University
Hitoshi Shigeoka, Simon Fraser University and NBER
Yasutora Watanabe, Hong Kong University of Science and Technology
Do Risk Preferences Change? Evidence from Panel Data before and after the Great East Japan Earthquake
Discussant: Michael Callen, Harvard University and NBER
- 5:10 pm Chair: Charles Horioka, AGI and NBER
Tribute to Professor Masahiko Aoki
Takeo Hoshi, Stanford University and NBER
Tribute to Professor Marcus Rebick
Yuji Genda, University of Tokyo
- 5:30 pm <Adjourn>

Friday, July 31:

- 8:30 am <Breakfast>
- 8:50 am Chair: Charles Horioka, AGI and NBER
Arito Ono, Chuo University
Daisuke Miyakawa, Hitotsubashi University
Kaoru Hosono, Gakushuin University
Hirofumi Uchida, Kobe University
Taisuke Uchino, Daito Bunka University
Ichiro Uesugi, Hitotsubashi University
Transaction Partners and Firm Relocation Choice: Evidence from the Tohoku Earthquake
Discussant: David Weinstein, Columbia University and NBER
- 9:40 am <Adjourn>

■ 特別セミナー ■

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

第69回 特別セミナー（みずほフィナンシャルグループ寄付講座、マクロワークショップ共催）

日 時：2015年4月16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）2階 コンファレンスルーム
スピーカー：Prof. Dr. Beatrice Weder di Mauro
Johannes-Gutenberg-University of Mainz, Chair of International Macroeconomics,
European Commission, DG ECFIN
演 題：“New Institutions and New Policies for a Workable Eurozone”



スピーカーのプロフィール：

Beatrice Weder di Mauro has held the Chair of International Macroeconomics at the Johannes-Gutenberg-University Mainz since 2001. She served as a member of the German Council of Economic Experts from 2004 to 2012, was on the Swiss Council of Economic Advisors from 2002 to 2004 and was an advisor to the Austrian Vice Chancellor 2009 to 2011. From 1994 to 1996 she worked as an economist at the International Monetary Fund and has been a regular visiting scholar at the research department of the IMF. She held visiting positions at The World Bank, Harvard University, the National Bureau of Economic Research, the Federal Reserve Board of New York and the United Nations University in Tokyo. She is a research fellow at the Centre for Economic Policy Research (CEPR) in London, a member of the Committee on International Economic and Policy Research at Brookings, the Global Agenda Council on Fiscal Crisis of the World Economic Forum, and the Bellagio Group. She currently is a member of the supervisory board of Roche, UBS and Robert Bosch. Her academic research is in international money and finance and she holds a Ph.D. from the University of Basel.

第70回 特別セミナー

日 時：2015年6月1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1セミナー室
スピーカー：James J. McAndrews氏
Executive Vice President and Director of Research, Federal Reserve Bank of New York
演 題：“Segregated Balance Accounts”



スピーカーのプロフィール：

James J. McAndrews is the Director of Research. His research focuses on the economics of money, payments, and banking. He has worked on many policy issues for the Federal Reserve Bank of New York in those areas. He has participated in several Federal Reserve System and international work groups. He has served as a consulting economist to the Bank of England, Reserve Bank of Australia, the Swedish Riksbank, the Bank of Japan, and to the World Bank. Mr. McAndrews joined the Federal Reserve Bank of New York in 1997 after having served as a Senior Economist and Research Advisor at the Federal Reserve Bank of Philadelphia.

第71回 特別セミナー

日 時：2015年6月2日（火） 16時50分～18時35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：Stephen G. Cecchetti 氏

Professor of International Economics, Brandeis International Business School

演 題：“Why does financial sector growth crowd out real growth?” (with Enisse Kharroubi)



スピーカーのプロフィール：

Stephen G. Cecchetti is Professor of International Economics at the Brandeis International Business School. Before rejoining Brandeis in January 2014, he completed a five-year term as Economic Adviser and Head of the Monetary and Economic Department at the Bank for International Settlements in Basel, Switzerland. During his time at the Bank for International Settlements, Cecchetti participated in the numerous post-crisis global regulatory reform initiatives. This work included involvement with both the Basel Committee on Banking Supervision and the Financial Stability Board in establishing new international standards.

Cecchetti's academic appointments include being on the faculties of the Stern School of Business at NYU (1982–1987) and the Department of Economics at The Ohio State University (1987–2003). In addition to these other appointments, he has served as Executive Vice President and Director of Research at Federal Reserve Bank of New York (1997–1999), Editor, Journal of Money at Credit, and Banking (1992–2001), Research Associate at National Bureau of Economic Research (1989–2011), and Research Fellow at Centre for Economic Policy Research (2008–present).

■ 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。

今年度は第91回-第114回まで、24回のセミナーを行った。

第91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4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：Yuki Sato（Université de Lausanne）
演 題：Innovation, Delegation, and Asset Price Swings

第92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5月7日（木） 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（日本銀行）・武藤 一郎（日本銀行）・須藤 直（日本銀行）
演 題：日本銀行「金融システムレポート」（前半）

第93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5月13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（日本銀行）・武藤 一郎（日本銀行）・須藤 直（日本銀行）
演 題：日本銀行「金融システムレポート」（後半）

第94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5月20日（水） 12時10分～13時10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：黒崎 哲夫（日本銀行）・長野 哲平（日本銀行）
演 題：国債市場の流動性：取引データによる検証

第95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5月27日（水） 12時10分～13時10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：Kai (Jackie) Zhao (University of Connecticut)
演 題：Employment-Based Health Insurance, Uncertain Medical Expenses, and Aggregate Labor Supply (joint with Zhigang Feng)

第96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6月3日（水） 12時10分～14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：清滝 信宏（Nobuhiro Kiyotaki）（Princeton University）
 演 題：Wholesale Banking and Bank Runs in Macroeconomic Modelling of Financial Crises（joint with Mark Gertler and Andrea Prespitino）

第97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6月10日（水） 12時10分～13時10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：Philippe Martin（Sciences Po）
 演 題：Inspecting the Mechanism: Leverage and the Great Recession in the Eurozone

第106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10月28日（水） 12時10分～13時10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：三尾 仁志（日本銀行）
 演 題：日本銀行「金融システムレポート」

第113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：2016年1月20日（水） 12時10分～13時10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：Tamon Asonuma（IMF）
 演 題：Sovereign Debt Restructurings: Delay in Negotiations with Risk-averse Creditors

第114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：2016年2月15日（月） 16時50分～18時35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：濱尾 泰（Yasushi Hamao）（University of Southern California）
 演 題：Selective Disclosure: The Case of Nikkei Preview Articles（joint with William N. Goetzmann）

その他の回については、大学院生が修士論文の報告を行った。（詳細省略）

今年度の活動概要

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、またプレゼンテーションの場数（通常、英語での報告）を踏んでほしい。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。

学外の研究者による報告も今年度は数多く行われた。プリンストン大学の清滝教授による講演や、日本銀行金融機構局による「金融システムレポート」の報告等で、海外の学術研究者あるいは実務家との交流を図った。

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-383	Estimating Style Weights of Mutual Funds by Monte Carlo Filter with Generalized Simulated Annealing	Takaya Fukui, Seisho Sato, Akihiko Takahashi	2016.03
CARF-F-382	A General Control Variate Method for Multi-dimensional SDEs: An Application to Multi-asset Options under Local Stochastic Volatility with Jumps Models in Finance	Kenichiro Shiraya, Akihiko Takahashi	2016.03
CARF-F-381	Accuracy and Retaliation in Repeated Games with Imperfect Private Monitoring: Experiments and Theory	Yutaka Kayaba, Hitoshi Matsushima, Tomohisa Toyama	2016.03
CARF-F-380	Optimal Room Charge and Expected Sales under Discrete Choice Models with Limited Capacity	Taiga Saito, Akihiko Takahashi, Hiroshi Tsuda	2016.03
CARF-F-379	Three “Seismic Shifts” in the Global Economy and Policy Challenges	Kiyohiko G. Nishimura	2016.02
CARF-F-378	A General Framework for the Benchmark pricing in a Fully Collateralized Market (formerly titled as “Choice of Collateral Currency Updated” CARF-F-371; Forthcoming in Journal of Financial Engineering)	Masaaki Fujii, Akihiko Takahashi	2016.02
CARF-F-377	An Asymptotic Expansion for Local-Stochastic Volatility with Jump Models (Forthcoming in “Stochastics”)	Kenichiro Shiraya, Akihiko Takahashi	2015.12
CARF-F-376	Quadratic-exponential growth BSDEs with Jumps and their Malliavin’s Differentiability	Masaaki Fujii, Akihiko Takahashi	2015.12
CARF-F-375	Price Impacts of Imperfect Collateralization (Revised version of CARF-F-355; Forthcoming in “International Journal of Financial Engineering”)	Kenichiro Shiraya, Akihiko Takahashi	2015.11
CARF-F-374	Financial Disintermediation and Financial Fragility	Kosuke Aoki, Kalin Nikolov	2015.11
CARF-F-373	Currency intervention and the global portfolio balance effect: Japanese lessons	Petra Gerlach-Kristen, Robert N McCauley, Kazuo Ueda	2015.10
CARF-F-372	Asymptotic Expansion for Forward-Backward SDEs with Jumps	Masaaki Fujii, Akihiko Takahashi	2015.12
CARF-F-371	Choice of Collateral Currency Updated —A market model for the benchmark pricing—	Masaaki Fujii, Akihiko Takahashi	2015.08

CARF-F-370	The role of accounting conservatism in executive compensation contracts	Takuya Iwasaki, Shota Otomasa, Atsushi Shiiba, Akinobu Shuto	2015.07
CARF-F-369	Managerial discretion over initial earnings forecasts	Takuya Iwasaki, Norio Kitagawa, Akinobu Shuto	2015.07
CARF-F-368	Management Earnings Forecasts as a Performance Target in Executive Compensation Contracts	Shota Otomasa, Atsushi Shiiba, Akinobu Shuto	2015.07
CARF-F-367	Credibility of management earnings forecasts and future returns	Norio Kitagawa, Akinobu Shuto	2015.07
CARF-F-366	Novel and topical business news and their impact on stock market activities	Takayuki Mizuno, Takaaki Ohnishi, Tsutomu Watanabe	2015.07
CARF-F-365	Pricing Average and Spread Options on Commodities under Local-Stochastic Volatility with Jumps Models	Kenichiro Shiraya, Akihiko Takahashi	2015.07
CARF-F-364	Replicating Japan's CPI Using Scanner Data	Satoshi Imai, Tsutomu Watanabe	2015.06
CARF-F-363	An Asymptotic Expansion of Forward-Backward SDEs with a Perturbed Driver (Forthcoming in " <i>International Journal of Financial Engineering</i> ")	Akihiko Takahashi, Toshihiro Yamada	2015.05
CARF-F-362	Structure of global buyer-supplier networks and its implications for conflict minerals regulations	Takayuki Mizuno, Takaaki Ohnishi, Tsutomu Watanabe	2015.05
CARF-F-361	An approximation formula for basket option prices under local stochastic volatility with jumps: an application to commodity markets (Revised version of CARF-F-336; Forthcoming in " <i>Journal of Computational and Applied Mathematics</i> ")	Kenichiro Shiraya, Akihiko Takahashi	2015.05

(<http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/workingpaper/index.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（2015年度実績）。

◆ 分析用データベース

NEEDS FinancialQUEST

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。

◆ 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。

施設案内



東京大学経済学研究科学術交流棟（小島ホール）4階

アクセス・マップ



最寄り駅/所要時間

本郷三丁目駅（地下鉄丸ノ内線）より徒歩約6分
本郷三丁目駅（都営地下鉄大江戸線）より徒歩約5分
東大前駅（地下鉄南北線）より徒歩約10分

産業界からのご支援

東京大学金融教育研究センター（CARF）の運営は、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。

2015年度は、次の企業の皆様からご支援をいただきました（50音順）。

一生涯のパートナー

第一生命

第一生命保険株式会社

NOMURA

野村ホールディングス株式会社



三井住友銀行

株式会社三井住友銀行

MUFG

株式会社三菱東京UFJ銀行

**東京大学大学院経済学研究科
附属金融教育研究センター**

〒113-0033 東京都文京区本郷7丁目3番1号

<http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/>