

[085_05/06] 經濟學研究表紙奥付等

<https://hdl.handle.net/2324/2320103>

出版情報：經濟學研究. 85 (5/6), 2019-03-30. 九州大学經濟学会
バージョン：
権利関係：

平成30年度学位論文要旨・論文審査要旨

孫 明元 (Mingyuan SUN) 氏学位授与報告

報告番号 経済博甲第227号

学位の種類 博士(経済学)

授与の年月日 平成30年7月31日

学位論文題目 An Analysis of Liquidity Risk and
Banking Crisis
(流動性リスクと銀行危機に関する分析)

論文内容の要旨

Lessons learned from the recent financial crisis from 2007 to 2009 display a different scenario in which liquidity shortage in the interbank lending and wholesale funding became the major cause of extensive banking crisis. The loss of confidence that emerged due to the defaults associated with subprime mortgages and derivatives suddenly accelerated after the bankruptcy of Lehman Brothers. The underlying financial risk behind banking crisis has evolved dramatically into new forms. Urgent demands from borrowers and creditors during the crisis raise questions concerning liquidity risk in the financial system. Unlike market risk, credit risk and operational risk, it is usually difficult to find formal measurements for liquidity risk, which implies why liquidity risk is often called the “known unknowns”. Although attention has been drawn to proper identification and timely monitoring, the inherent mechanism of liquidity risk is still not fully studied in the aspect of behavioral patterns on the demand side of cash flow. The goal of this dissertation is to supplement the previous theories and concepts on banking crisis with more detailed investigation of liquidity risk in banking institutions.

Chapter 1 presents an introduction of liquidity risk regulation and measurement tools in the banking system. The first section reviews the practice of financial risk regulation. The second section presents the classification of liquidity risk, namely, market liquidity risk and funding liquidity risk and analyzes the intrinsic shortcomings of the measurement methods in each category. The third section discusses the new reform in liquidity risk

regulation in Basel III, especially focusing on Liquidity Coverage Ratio and Net Stable Funding Ratio. The fourth section presents the research motivation and analytical framework employed in this dissertation.

Chapter 2 analyzes the dynamic features of banking crisis. The purpose of this chapter is to set the tone in a macroeconomic perspective for exploring latent system-wide nature in the banking sector. Typical systemic risk measurement barely captures the dynamic risk characteristics of the whole banking system. As experience of past financial crises shows, major indicators in financial markets have clustered volatility during the periods of economic downturns, while this chapter is focused on the overall profile of the commercial banking sector and the Ratio of Adjusted Weighted Estimated Loss as an indicator of banking crisis is introduced to analyze the volatility clustering in a system-wide perspective. The results show that the volatility of the crisis indicator tends to cluster together when distress signals begin to appear in the market. Leverage effect is also presented in the results by applying EGARCH model. The analysis of the effect of cyclic shocks discusses the process of risk transferred from exogenous shocks to endogenous contagion. The results have implications for a better understanding of the relationship between business cycle and banking crisis.

Chapter 3 studies general investors' framing effect of decision-making and how this pattern affects the resource allocation and investment strategy of commercial banks. The theoretical framework discusses the bank run equilibrium with the employment of framing effect in Prospect Theory. Few derived versions based on the classic bank run model have taken into account the framing effect of general lenders. This chapter revisits the issue by developing a model of bank run equilibrium combined with biased risk preference, which is applied to analyze how portfolio allocation and liquidity buffer in commercial banks are affected by liquidation cost and the reference point. Another improvement comes from the incorporation of liquidity buffer in the constraints of the bank run model. In the setting of this chapter, liquidity buffer is defined to meet the contingent demands from wholesale

funding. The results present the condition on which the liquidity buffer of a particular bank should be provided. Liquidation cost is positively correlated with the lower bound of liquidity buffer. The location of the reference point is very important in determining the payoffs received by early withdrawals and late withdrawals. The effect of the reference point on liquidity buffer partially depends on the slope of yield curve term structure. Higher reference point could typically cause a lower portion of long-term investment. The empirical evidence supports the theoretical results to some extent.

Chapter 4 re-evaluates the sources of funding liquidity risk in financial intermediaries and analyzes the relationship between liquidity demands and bank failures. The function of credit intermediation and liquidity provision is the specialness of depository institutions. However, since the funding liquidity risk can be evaluated by examining the structure of liabilities as well as off-balance sheet activities, the advantage of combining deposit-taking and lending to share the cost of holding certain amount of liquid assets needs be reconsidered. The activities from both on-balance sheet and off-balance sheet not only provide liquidity to borrowers and depositors but also reduce the cost of liquidity holding, because the validity of this mechanism depends on the prerequisite that exercises on loan commitments and withdrawals on deposits are not perfectly correlated. However, it matters to reveal the dynamic connections between the two sources of liquidity risk for the purpose of analyzing the real impact on individual banks from a more microscopic perspective. As the evidence shows, by using an inclusive data set from 2001 to 2016, a winner-take-all effect is uncovered and could cause simultaneous claims for cash flow from both deposits and borrowings through loan commitments. Particular banks in critical financial condition will experience this typical double outflow. Similar results are shown in the subsamples of large banks and small banks. The evidence of connection between the double outflow and bank failure is presented by applying Support Vector Machine to predict bank failures based on the outflow variables as input features. It indicates that double outflow should be taken into consideration in addition to the traditional indicators such as financial ratios. The results also provide new insights on liquidity management of commercial banks.

The last chapter presents concluding remarks and policy implications. It summarizes the major conclusion that behavioral patterns underlying liquidity risk play an indispensable part in financial distress of individual institutions as well as liquidity shortage in the whole banking sector. In a system-wide context, dynamic features of banking crisis provide a supplementary understanding to improve the current static measurement of systemic risk. Potential directions of future research, especially on the topic of optimal liquidity buffer in commercial banking sector, are also presented.

論文審査の要旨

論文調査委員	主査	岩田 健治
	副査	大坪 稔
	副査	加河 茂美
	副査	川波 洋一

本論文は、2008年の世界金融危機によって新たに関心が寄せられている銀行の流動性リスクについてとりあげ、その現代的特質および流動性リスク管理が直面する諸問題について、1960年代以降2016年までの米国FDIC（連邦預金保険公社）およびFFIEC（連邦金融機関検査協議会）等の豊富なデータを用いて分析を行っている。

本論文の意義として、以下の点を挙げることができる。第1に、現代の銀行危機についてとりあげ、銀行破綻には集中して生じる性質があることを示し、銀行システムに対するショックが各種の金融指標に及ぼす影響の特質について明らかにした点である。第2に、銀行取付けに関するモデルの拡張と実証分析を通じて、現代の銀行システムが直面する内在的不安定性および個々の銀行が保有すべき流動性バッファの大きさを決定する諸条件について解明した点である。第3に、2001年以降の米国のデータを用いて流動性リスクが顕在化する二つの要因（預金流出と貸出コミットメント枠の使用）の間に高い相関が存在することを明らかにし、銀行の流動性マネジメントのあり方に示唆を与えた点である。

全体として本論文は、近年の銀行危機の経験と米国商業銀行等の各種データを踏まえたうえで、銀行が本来的に直面する脆弱性について明らかにし、またそうした脆弱性を回避するために流動性リスクに関して銀行が認識すべき諸点について解明し、もって世界金融危機後の銀行規制監督や銀行経営に一定の示唆を提供している。こうして本論文は、現代銀行業の脆弱性を

巡る研究に新たな独自の知見をもたらしたものと評価できる。

銀行の流動性リスク管理に係る具体的な事例の究明、銀行業としての最適な流動性保有のあり方など、本論文を踏まえた一層の解明が望まれるが、これらの点は本論文の価値を損なうものではない。

以上の理由により、本論文調査会は、孫明元氏より提出された論文 *An Analysis of Liquidity Risk and Banking Crisis* を博士（経済学）の学位を授与するに値するものと認める。

アフエゴ ピエモ ネイサン (AFEGO, Pyemo Nathan) 氏学位授与報告

報告番号 経済博甲第228号

学位の種類 博士（経済学）

授与の年月日 平成30年9月25日

学位論文題目 Exogenous Information Production and Asset Pricing Puzzles: Lessons from Japan
(外生的な情報開示と資産価格決定パズル：日本からの教訓)

論文内容の要旨

Financial economists typically rely on the stream of information that arrives to market to study how information affects financial asset prices. This thesis examines this subject through the lens of the Japanese microstructure and behavioural/cultural norms and ethos. Specifically the thesis comprises of three essays each of which addresses a number of open questions with respect to investor behaviour and asset price (mis)alignments in the unique local context of the Japanese market. Information pertaining to rebalancing decisions of the country's flagship stock index (the Nikkei 225) is used as the source of exogenous variation in the existing information supply in the market, thus circumventing potential endogeneity issues. Until now, empirical investigations of the price impact of index rebalancing decisions have not allowed for the inherent cross-dependence in the sample data. Thus the first essay titled "*Cross-correlation Bias and the Short-run Announcement Effect of Index Revisions: A Re-visit*"

empirically demonstrates that ignoring cross-sectional correlations in the rebalancing data conveys signals of spurious arbitrage opportunities for investors and portfolio managers.

The second essay titled "*Information Asymmetry, Unscheduled Announcements and the Persistence of Price Pressure around Index Changes*" finds new evidence that Nikkei 225 index deletions are *not* information-free events and that non-scheduling the rebalancings exacerbate the price pressures that cause prices to overshoot. The essay also integrates information asymmetry risks into empirical discussions of the index effect, which fits well with the theoretical framework of Llorente, Michaely, Saar and Wang (2002).

The third essay titled "*Index Shocks, Investor Action and Long-run Stock Performance in Japan: A Case of Cultural Behaviouralism?*" empirically demonstrates that insights from the collective cultural orientation of Japanese society are relevant to: (i) the trading decisions of investors around the announcement of changes to the Nikkei 225 index, and (ii) the medium- to long-term performance of stocks affected by the changes.

The thesis makes a number of important contributions to the literature on stock market efficiency, behavioural anomalies and investor behaviour. First it shows, from a micro-institutional perspective, that non-scheduled index rebalancings increase price volatility, which forces index-investors to pay higher premiums on newly added stocks. Second, the thesis demonstrates possible links between investors' cultural priors and long-run return performance of stocks affected by index rebalancing decisions, consistent with the notion that investors in different national cultures respond differently to an information shock and are subject to different cognitive biases. Overall, the thesis contributes to our understanding of asset price behaviour in the Japanese context, and also provides some promising building blocks for future research on how information affects asset prices and how prevailing local nuances and the micro-context moderates this interaction.

論文審査の要旨

論文調査委員 { 主査 瀧本 太郎
副査 内田 交謹
副査 浦川 邦夫

本論文は、新しい情報（株価指標の銘柄入れ替え）が金融資産価格に与える影響について、日本の株式市場の代表的な株価指標の一つである日経225に対してイベント・スタディの手法を用いて分析したものである。日本は欧米と制度や行動規範・文化規範・価値観の面で異なる特徴があり、銘柄入れ替えの影響について、欧米の先行研究とは異なる傾向が観察される可能性がある。

第1章では、全体の構成と研究課題が提示され、第2章で先行研究のサーベイがなされている。第3章では、日経225の銘柄入れ替えに関する短期的な効果を分析する。第4章では、日経225が持つ銘柄入れ替えに関する特徴に注目し、定期的な銘柄入れ替えと、臨時の銘柄入れ替えにおける入れ替え効果を分析する。第5章では、行動規範・文化規範・価値観を通して長期の銘柄入れ替え効果について分析する。第6章では、分析のまとめと今後の課題がまとめられている。

本論文の主要な貢献は、(1) 短期の銘柄入れ替え効果について、相互相関を考慮した検定を行うと、入れ替えが公表された日と実際に実行された日のどちらをイベント日としても、先行研究と異なり超過収益は統計的には有意ではないという結論を頑健性の確認をしながら提示したこと、(2) 日経225の銘柄入れ替えが市場流動性によることに着目し、市場流動性の高い銘柄（新規採用銘柄）と市場流動性の低い銘柄（除外銘柄）では、銘柄入れ替え実行日前の価格圧力（price pressure）の解消スピードに差があることを定量的に示したこと、(3) 臨時の銘柄入れ替えにおける入れ替え効果は、定期的な銘柄入れ替えに比して市場に与える影響が大きいことを定量的に明らかにしたこと、(4) 長期の銘柄入れ替え効果について、日本の集団的価値観（collectivism）が効果の持続性に関係しているという見解を提示したこと、などである。

当該分野には欧米の分析を中心に、理論分析と実証分析を含め多くの研究が存在するが、本論文は、欧米の研究結果と比較しながら、日本のケースについて得られた結果の解釈を行い、複数の検定統計量による比較、推定ウィンドウの変更などにより頑健な結果を提示している点に特徴があり、金融市場をめぐる研究に新しい知見をもたらしているものと評価できる。長期

分析における集団的価値観による解釈については、個人主義（individualism）とされる欧米を中心に現在研究蓄積が進んでいるところであり、本論文を出発点により詳細な解明が望まれるが、これらの点は本論文の価値を損なうものではなく、今後鋭意追及すべき課題に属する。

以上の点から、本論文調査会は、AFEGO, Pyemo Nathan 氏から提出された論文“Exogenous information production and asset pricing puzzles: Lessons from Japan”を博士（経済学）の学位を授与するに値するものと認める。

森田京平氏学位授与報告

報 告 番 号 経済博甲第229号
学 位 の 種 類 博士（経済学）
授与の年月日 平成30年9月25日
学位論文題目 低自然利子率下の金融政策に関する
考察—日本経済の変遷を踏まえて—

論文内容の要旨

本論文は、日本経済が伝統的金融政策との親和性を有していた背景を探るところから始め、伝統的金融政策から非伝統的金融政策への移行過程、非伝統的金融政策の作動メカニズム、非伝統的金融政策に内包されるリスクを明らかにし、その上で、自然利子率が構造的に低迷する環境下での金融政策の課題を示す。このようなプロセスを経て、流動性のわなが常態化した下での金融政策論の構築に一定の貢献をすることを目的とする。

この目的を踏まえて4つの課題を設定した。第1に、伝統的金融政策から非伝統的金融政策への移行過程を、実体経済と金融経済の結びつき、および制度の歴史の変遷を踏まえて解明する。第2に、非伝統的金融政策に期待される効果、およびその効果を評価するためのフレームワークを示す。第3に、非伝統的金融政策に内包されるリスクを、中央銀行の財務の健全性（financial soundness）と政府の財政の健全性（fiscal soundness）を視角として明らかにする。第4に、自然利子率が低迷する環境下での金融政策の課題を、財政政策および流動性のわなとの関連を踏まえて示す。

これらの課題について、本論文は以下の通り明らか

にした。

第1の課題である伝統的金融政策から非伝統的金融政策への移行について、貯蓄投資差額と資金過不足が实体经济と金融経済の結びつきを描く重要な概念であることを示した上で、1990年代末に非金融法人が貯蓄不足主体（資金の取り手）から貯蓄余剰主体（資金の出し手）に転じたことが、伝統的金融政策が実効性を下げた直接的な要因であったことを示した。さらにその背景では、戦時体制下で築かれた各種制度・法令の変化や、人口動態という構造面の変化があったことを明らかにした。

第2の課題である非伝統的金融政策の効果、および、その効果を評価するためのフレームワークについては、非伝統的金融政策の実効性を左右する最も重要な要素を市場参加者や経済主体の「期待」と捉え、非伝統的金融政策は期待を中間目標とする2段階アプローチで描写できることを示した。このフレームワークに基づいて非伝統的金融政策の効果を評価し、経済主体の予想インフレ率（インフレ率に対する期待）の低迷が、非伝統的金融政策の効果がもっとも出遅れている領域であることを明らかにした。

第3の課題である非伝統的金融政策が内包するリスクの解明については、2つの視角を設定した。1つ目の視角である中央銀行の財務の健全性については、日本銀行の負債側（当座預金）および資産側（保有長期国債）いずれも金利上昇に対して脆弱であることを定量的に示した。これは、非伝統的金融政策のリスクが具体化するのとは、緩和局面ではなく出口だということを意味する。さらに日本の場合、中央銀行の損失を補償する法律、あるいは損失を回避する中央銀行の会計制度がないことから、非伝統的金融政策からの出口では、会計や法律という制度上の課題も浮上することを明らかにした。また、2つ目の視角である政府の財政の健全性との関連では、日本銀行が本来の中央銀行の機能であるLLR機能あるいはMLLR機能とは異質な、財政従属という新たな領域に入り込む可能性があることを示した。その場合、中央銀行が自らの裁量で物価をコントロールすることは理論上、難しくなる。

以上の3つの課題に取り組むことで、①非伝統的金融政策からの出口はかつての伝統的金融政策への回帰を意味するわけではないこと、②今後も潜在成長率ひいては自然利子率が低迷する可能性が高いことが示される。したがって、自然利子率が長期にわたって低迷する場合の金融政策の課題を描き、そのような場合でも政策運営に強い制約がかからない金融政策の一形態

を示す必要がある。これが上述した4つ目の課題であり、同時に本論文全体の目的でもある。

自然利子率が長期にわたって低迷し、流動性のわなが常態化すると、金融政策のみで実質金利ギャップ（＝実質金利－自然利子率）を十分、負の方向に広げることが難しくなる。その場合、本来は長期的な視点に立った成長戦略による自然利子率の引き上げが求められる。ところが日本においては、成長戦略ではなく、むしろ財政政策を経済政策の主エンジンに格上げし、金融政策を財政政策に協調させる姿勢が政策実務の場で広がりつつある。同時に、そのような政策の制度インフラとして統合政府も論点となっている。しかし、本論文は統合政府について、法的・制度的な側面を踏まえた上での現実性の低さ、および需給ギャップ（有効需要不足）が小さいことを踏まえた上での必要性の低さを明らかにした。

その上で本論文は、低自然利子率下の金融政策の形態について、ニューメレールと決済・支払い手段を分化させる「分化型」金融政策が、一つの可能性として位置づけられることを示した。この政策は、決済・支払い手段のニューメレールに対する価値を政策手段、そのような価値の調節を操作目標、決済・支払い手段の流通速度を中間目標、物価の安定を最終目標とする2段階アプローチで描写できる。つまり、伝統的金融政策、あるいは期待を中間目標とする非伝統的金融政策と同様のフレームワークで、政策効果の達成度合いを評価できる。一方で、この分化型金融政策の操作目標には、名目金利の非負制約に相当する制約がない。これが、自然利子率の長期低迷および流動性のわなの常態化の可能性を踏まえたときの、分化型金融政策の利点であり、伝統的金融政策が抱える制約（名目金利の非負制約）の克服である。

通貨をニューメレールと決済・支払い手段に分化させるという分化型金融政策の考え方はEisler (1932) に遡る。今日でもAgarwal and Kimball (2015)、Buiter (2009) など、政策実務の経験を有する立場からの研究がなされている。そのような中、本論文は、分化型金融政策が一定の現実性を帯びるまでに日本経済の構造が変化してきていることを、金融政策を軸とする多面的な考察を通じて明らかにした。

論文審査の要旨

論文調査委員	主査	岩田 健治
	副査	篠崎 彰彦
	副査	平松 拓
	副査	川波 洋一

本論文は、日本の金融政策についてとりあげ、1999年以降の非伝統的金融政策を中心に、その背景、問題点および課題について、豊富なデータを用い、かつ歴史的変遷や制度上の環境変化を踏まえつつ考察を行っている。

本論文の意義として、以下の点を挙げることができる。第1に、日本銀行が非伝統的金融政策を採用した背景として、非金融法人の資金余剰主体への転換という資金循環構造の変化があったことを明らかにした点である。第2に、非伝統的金融政策の効果を評価する枠組みとして「期待を中間目標とする2段階アプローチ」を提示し、政策効果が表れない主因をインフレ期待の低迷に求めた点である。第3に、量的・質的緩和政策（QQE）に内在するリスクを中央銀行の財務の健全性および政府財政の健全性という観点から考察し、前者については金利上昇に対する脆弱性等の問題点を明らかにし、後者については財政従属の可能性について指摘した点である。第4に、自然利子率の長期的低迷という日本経済に特有の環境下において、名目金利の非負制約を克服するための「分化型金融政策」の可能性について論じた点である。

全体として本論文は、日本の非伝統的金融政策が対応しなければならない経済諸条件の特殊性やそこで達成しなければならない諸課題を明らかにし、自然利子率の長期的低迷という環境下での「出口」後の新しい金融政策のあり方について独自の論点を提供している。こうして本論文は、近年の日本の金融政策を巡る研究に新たな知見をもたらしたものと評価できる。貨幣の基本機能の分化を前提とする「分化型金融政策」実施に向けた、より具体的な制度設計など、本論文を踏まえた一層の解明が望まれるが、これらの点は本論文の価値を損なうものではない。

以上の理由により、本論文調査会は、森田京平氏より提出された論文「低自然利子率下の金融政策に関する考察—日本経済の変遷を踏まえて—」を博士（経済学）の学位を授与するに値するものと認める。

陳 釗氏学位授与報告

報 告 番 号	経済博甲第230号
学 位 の 種 類	博士（経済学）
授与の年月日	平成30年9月25日
学位論文題目	金融負債の公正価値測定—自己信用リスクの変動に焦点を当てて—

論文内容の要旨

金融負債を公正価値で測定する際に問題となるのは、企業の財政状態の悪化により評価益が計上され、反対に財政状態の改善により評価損が計上されることであり、これは「負債のパラドックス」と呼ばれる。市場における価値の認識という点からすれば、債権の減価は自然なものとなるが、第三者から見れば、債務者の信用状態が悪化すると利益が生じることは、一般の直観的認識と逆行する。それゆえ、公正価値測定の導入・拡大を目指す会計基準設定機関の活動のもとで、金融負債の公正価値は長年にわたって論争的となってきた。

金融負債の公正価値評価を規定する会計基準は、国際会計基準審議会（IASB）と米国財務会計基準審議会（FASB）によって、それぞれ導入された。当初、国際会計基準第39号（revised 2003）と財務会計基準書第159号はいずれも、自己信用リスクの変動に起因する金額を当期純利益に計上すると規定した。しかし、このような会計処理は財務諸表の利用者に誤解を与える可能性があるとして、各方面から強い懸念が表明された。これを受けて IASB は2010年に公表した国際財務報告基準第9号（IFRS No.9）において、公正価値オプションを採用した企業が、自己信用リスクの変動に起因する変動額を純利益ではなく、その他の包括利益（OCI）に表示するという取り扱いを定めた。一方、FASB は、2016年に公表した会計基準更新書第2016-01号において、その変動額については IFRS No.9と同様に OCI に計上するが、その金額がその後実現した場合には、IFRS No.9とは異なり、純利益にリサイクリングすべきであると規定した。

このように、現在では自己信用リスクの変動に起因する変動額に関して、その処理方法が複数併存している。本論文は、公正価値に関する学説の理論的検討を行い、それらを実証研究・実験研究の成果と照らし合わせるとともに、現行基準の妥当性を検証することで、「負債のパラドックス」を低減しながら、最も合理的

で、意思決定に有用な会計処理のあり方を導くことを目的とする。この目的を達成するために、本論文では、「財務諸表の計上」と「損益計算書の表示」という2つの面から以下のような構成で論を進めた。

第1の面での「財務諸表の計上」に関する検討（第1章から第3章）は、公正価値測定を導入ないし拡大と、それを金融負債に適用することの意義を明らかにすることを主眼にしている。公正価値測定が導入ないし拡大されてきた背景、金融負債を公正価値で測定する根拠と問題点、および負債の公正価値測定に自己信用リスクの影響を反映させる理由について、それぞれ検討した。

第1章では、まず、主に資産について公正価値測定を主張する会計測定理論がどのように形成され、いかに変化してきたのかを整理した。その上で、公正価値測定の金融負債領域での適用を検討した。具体的には、「経済環境の変化」と「会計目的の変化」という2つの要因が、会計システムにおいて求められる測定属性の選択に作用することを手掛りとして、公正価値測定の選択要因、理論の形成過程、および概念的特徴を丹念に追跡解明するとともに、本論文の主題、すなわち、自己信用リスクの変動を巡る問題を検討することの必要性を明確化した。

第2章は、金融負債の公正価値測定に関する論拠をさらに掘り下げて考察した。負債の評価への公正価値の適用を巡っては「負債のパラドックス」が生じる点が問題視されるので、金融資産と金融負債で論点が異なってくる。また、リーマンショック後の米国金融機関が公正価値オプションを適用して多額の負債評価益を計上したことは、金融負債の公正価値会計に対する多くの批判や懐疑を惹起した。そこで、「会計理論の転換」、「論理的対称性」、および「会計上のミスマッチの解消」という3つの観点から、金融負債に公正価値測定を適用する必要性を検討した結果、「負債のパラドックス」を完全に解消することは不可能であることが明らかになった。

第3章では、負債の公正価値測定に自己信用リスクの影響を反映することに焦点をあてて考察した。まず、FASBおよびIASBにおいて負債を現在価値で測定する目的および基準が確立した過程を跡づけた上で、自己信用リスクの変動を反映させることへの賛成論および反対論を取り上げて、それぞれについて検討を加えた。その結果、FASBは負債の公正価値測定において「決済における公正価値」を強調するとともに、出口価格の意味をその公正価値に加えていることが明らかになっ

た。負債の決済可能性を重視するならば、自己信用リスクを反映させるのは必然の帰結である。また、IASBが提起した自己信用リスクの反映に関する賛成および反対の主張を検討した結果、いずれも欠陥をはらんでいることが分かった。それゆえ、目的適合性および忠実な表現という2つの質的特性に照らして、自己信用リスクを反映させることが必要であるという結論を導き出した。

第2の面での「損益計算書の表示」に関する検討（第4章および第5章）は、自己信用リスクの変動の表示形式に焦点をあてている。まず、第4章では、FASBとIASBが採用する会計処理を検討材料に、それぞれの方法の形成過程を明らかにした。また、財務諸表利用者の判断に照らして、「負債のパラドックス」による誤解を低減する効果という観点から、それらの会計処理方法を比較した。その結果、自己信用リスクの変動に起因する金額を純利益に計上する場合よりもOCIに計上する場合の方が、財務情報利用者がミスリードされる可能性が低減されることが明らかになった。

第5章は、OCIに計上された自己信用リスクの変動に起因する金融負債の変動額はリサイクリングすべきか否かを検討した。投資家の意思決定に有用な利益モデルという点で、包括利益が純利益と比べて相対的に有用ではないことを示す実証研究がある一方で、包括利益がより有用であることを実証した研究もある。しかし、企業価値評価において、基礎数値としてキャッシュ・フローに枠づけられた実現利益としての純利益が有用であることには疑う余地がない。このような立場からすれば、OCIの純利益へのリサイクリングは必要不可欠である。また、IASBはリサイクリングしない根拠として、第三者に移転することで金融負債の公正価値評価益が実現する可能性は極めて低いということを挙げているが、これは「負債の移転によって支払うであろう価格」という負債の公正価値の定義を支える基礎と矛盾しているので、採用することができない。さらに、基準ごとに目的適合性を図るIASBの思考は、企業価値評価のために財務システムが提供する情報の全体としての信頼性を阻害している。それゆえ、OCIに計上された自己信用リスクの変動に起因する金額は、実現したときに純利益にリサイクリングすべきであると結論づけた。

以上、本論文では、金融負債の公正価値測定にあたっては自己信用リスクの変動を反映すべきであり、その際に不可避免的に生じる「負債のパラドックス」による誤解を低減し、投資家の意思決定に役立つ情報を

提供する望ましい会計処理は、自己信用リスクに起因する金額は純利益ではなく OCI に計上し、実現したときに純利益にリサイクリングする方法であるということ を明らかにした。

OCI とそのリサイクリングは、現代の会計理論における最大の難問といっても過言ではない。金融負債の公正価値評価を切り口にして、この問題に対して一定の解決の方向性を示したことが、本論文の貢献である。

論文審査の要旨

論文調査委員 { 主査 大石 桂一
副査 大下 丈平
副査 潮崎 智美

その他の包括利益 (OCI) とその純利益へのリサイクリングは、会計基準設定上、重要な論点の1つとなっている。本論文は、金融負債の公正価値測定を切り口にして、この問題にアプローチするとともに、金融負債の望ましい会計処理のあり方を明らかにするものである。

本論文では、まず公正価値測定に関する学説および会計基準の形成・展開過程を丹念に跡づけた上で、金融負債の公正価値測定を支持する議論とそれに反対する議論を吟味し、これまでの賛成論・反対論のいずれもが欠陥を孕んでいること、および、いわゆる「負債のパラドックス」を完全に解消するのは不可能であることを明確にしている。これを踏まえ、「目的適合性」と「表現の忠実性」という会計情報の質的特性に照らして検討した結果、金融負債の公正価値測定に自己信用リスクの変動を反映すべきであるということ を明らかにしている。次いで、不可避免的に生じる「負債のパラドックス」の悪影響を緩和するという観点から、自己信用リスクの変動に起因する金額の損益計算書における表示を検討し、当該金額は純利益よりも OCI に計上した方が財務諸表利用者はミスリードされにくくなること、および国際会計基準審議会が純利益にリサイクリングしないと規定する根拠には論理的な矛盾があることを明らかにした上で、財務報告システム全体の信頼性を確保するためには、OCI に計上した上でそれを純利益にリサイクリングする処理が望ましい会計処理であると結論づけている。

本論文の貢献は、学説および会計基準の丹念な分析と緻密な論理展開によって、望ましい金融負債の公正価値測定のあり方を導き出した点にある。とりわけ、財務報告システム全体の信頼性という新たな観点から考察を加えたことにより、OCI 問題に対して一定の解

決の方向性を示したことの学術的および実践的意義は大きい。

以上の調査結果から、本論文調査会は、陳釗氏より提出された論文「金融負債の公正価値測定—自己信用リスクの変動に焦点を当てて—」を博士 (経済学) の学位を授与するに値するものと認める。

永島史弥氏学位授与報告

報 告 番 号 経済博甲第231号
学 位 の 種 類 博士 (経済学)
授与の年月日 平成31年 3 月20日
学位論文題目 Structural Analysis of Air Pollutant Emissions and Its Attributed Mortality in Asia
(アジアにおける大気汚染物質排出とその排出に伴う死亡者数の構造分析)

論文内容の要旨

Asia produces almost half of all global manufactured goods and plays a vital role as a global production powerhouse. As the industrial production of the region continues to rise, so do concerns about the adverse environmental and health impacts associated with production activities. Among these, fine particulate matter ≤ 2.5 micrometers in aerodynamic diameter ($PM_{2.5}$) has been one of the most controversial environmental and human health issues in this region in recent years. It has been estimated that both per-capita and total mortality attributable to $PM_{2.5}$ are highest in the Asian domain, amounting to 63 deaths per 100,000 population and 2.3 million total deaths, respectively, in 2010. With this background, this thesis develops a supply-chain network analysis that is fully linked consumer demand via supply chains to primary emitters, and then linked those emitters via atmospheric transport to fate and health impact. This thesis also extends the Miyazawa's augmented input-output analysis. By using the provided analysis frameworks, this thesis identifies environmentally-important supply-chain paths, linkages and key sectors for the Asian economies and the Chinese provinces and discusses effective mitigation policies of the $PM_{2.5}$ emissions in Asia. This thesis comprises five

chapters.

Chapter 1 briefly provides research background, research objectives, and contributions of this thesis. This chapter illustrates $PM_{2.5}$ emissions at globe and total mortality attributable to the $PM_{2.5}$ emissions and points out an importance of mitigating $PM_{2.5}$ in the Asian domain. This chapter also argues how the consumption-based accounting can be useful in providing environmental information on life-cycle $PM_{2.5}$ emissions associated with global supply-chains and making effective policies on the air pollutant mitigation.

Chapter 2 conducts a review of relevant existing articles, identifies the contributions and problems of the existing research, and describes the significance and objectives of the present study.

Chapter 3 applied consumption-based accounting to identify the key sectors responsible for primary carbonaceous $PM_{2.5}$ mortality and combined an input-output model with an atmospheric transport model and fully links consumer demand to final pollutant fate and health impact. This chapter used the $PM_{2.5}$ emission inventory database from previous studies and the Asian International Input-Output Table for 2005 covering 10 countries and regions (Indonesia, Malaysia, the Philippines, Singapore, Thailand, China, Taiwan, South Korea, Japan, and the United States). This study found the following: (1) considering atmospheric transport changes the distribution of demand-induced impact as compared to conventional emissions footprinting, (2) the supply chain paths with the greatest impact on $PM_{2.5}$ -induced human health problems in the region are centered around agricultural technologies in China, and (3) the transportation sector of China plays a major role in the supply chain paths that generate relatively large impacts on human health. This chapter concluded that Japan is responsible for $PM_{2.5}$ mortality in Asia and should take leadership in changing key high-priority technologies and critical supply chain paths into greener ones.

Consumption-based approach has provided beneficial information for understanding the key industries driving the huge life-cycle $PM_{2.5}$ emissions. However, the residential sector, which is the largest emitter of carbonaceous aerosols in China, has been treated exogenously and neglected in the context of consumption-based thinking. Therefore, chapter 4 extends the augmented input-output

system by incorporating residential $PM_{2.5}$ emissions in China into the consumption \rightarrow production \rightarrow income process. This chapter used the multi-regional input-output table for 30 regions in China in 2007 and the data on residential $PM_{2.5}$ emissions by each province. This chapter found that households engaged in high income industries such as “other services”, “agriculture” and “construction” in Sichuan, Shangdong, Guangxi and Anhui mainly contributed their own residential $PM_{2.5}$ emissions. Furthermore, the final demand of urban areas for construction, transport equipment and agriculture drove rural areas’ residential emissions through production of commodities such as nonmetal products, coal mining, agriculture, and metallurgy.

Chapter 5 summarizes the analysis results obtained from Chapters 3 and 4, and presents the conclusions of this dissertation.

論文審査の要旨

論文調査委員 { 主査 加河 茂美
副査 堀井 伸浩
副査 藤田 敏之

本研究では、まず、大気輸送モデルと環境拡張型地域産業連関モデルを融合させることにより、黒色炭素 (BC) と有機炭素 (OC) の一次生成粒子の排出の大気輸送経路を導入した新たなキーセクター分析及構造経路分析を開発した。環境拡張型アジア国際産業連関表を用いた分析の結果、アジア9カ国 (インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、中国、台湾、韓国、日本) において、特に、中国の「その他穀類」「食用作物」「運輸」「畜産」「建設」がサプライチェーンを通して上記の大気汚染物質による多くの早期死亡者を誘発しているキーセクターであることが明らかとなった。また、アジア9カ国の76の産業部門から構成される膨大なサプライチェーンネットワークからより多くの早期死亡者を誘発させる上位の汚染集約的な経路を検出した結果、中国 (消費国) \rightarrow その他穀類 (中国) \rightarrow 中国 (被害国) や米国 (消費国) \rightarrow 運輸 (中国) \rightarrow 中国 (被害国) であることが分かった。アジア9カ国を対象としたキーセクター分析及構造経路分析の結果は、特に中国における農業部門と運輸部門の排出削減策がアジア地域の大气汚染問題における最優先の政策課題であることを明らかにしている。

次に、家計消費由来の $PM_{2.5}$ の排出に着目し、地域によって異なる家計の消費構造や所得分配構造が、家計

消費に伴うPM_{2.5}の排出にどのような影響を与えているのかを詳細に分析した。中国の多地域産業連関表を用いた分析の結果、北京市や上海市といった中国の人口稠密な大消費都市における家計からの直接的なPM_{2.5}排出量よりも、当該都市部地域への固定資本形成などへの建設投資によって間接的に誘発される河北省や安徽省などの周辺地域における家計からのPM_{2.5}排出の方がはるかに多いなど、中国における家計部門からのPM_{2.5}排出の排出削減を行う上での重要なステークホルダーを識別することに成功した。

アジア地域そして中国の産業部門・家計部門からの大気汚染物質の排出を大気輸送経路も加味した構造経路という分析視点から包括的に分析・評価している点は高く評価できる。よって、本論文調査会は、永島史弥氏より提出された論文「Structural Analysis of Air Pollutant Emissions and Its Attributed Mortality in Asia」を博士（経済学）の学位を授与するに値するものと認める。

範 鵬達氏学位授与報告

報 告 番 号 経済博甲第232号
 学 位 の 種 類 博士（経済学）
 授与の年月日 平成31年3月20日
 学位論文題目 New perspectives on initial public offerings: Bear and debt-retiring IPOs
 （新規株式公開に関する新しい視点からの実証分析：株式不況時のIPOと負債返済目的IPO）

論文内容の要旨

This dissertation attempts to investigate how motivations of IPOs affect timing of initial public offerings (IPOs) and the usage of the proceeds. It is widely documented that IPOs tend to be disproportionately concentrated in bull markets (Chemmanur and He, 2011; Ritter, 1984; Yung et al., 2008). Conventional wisdom is that firms can raise more funds for future investment and pre-IPO shareholders can maximize capital gains when the stock market is going well. However, firms may experience stock price reductions after they decided to go public. Indeed, some Japanese firms have gone public

after the market index declined significantly, while some companies postponed their scheduled IPOs. Importantly, firms go public for various reasons other than financing projects and realizing capital gains. For instance, Pagano et al. (1998) argue that firms go public to rearrange their capital structure; Bodnaruk et al. (2007) contend that under-diversified CEOs have an incentive to diversify their assets through an IPO; A nontrivial number of firms also have indicated that they primarily use IPO proceeds for debt retirement rather than for investment projects (Dunbar and Foerster, 2008). While a large body of literature has paid attention to IPOs in bull markets, only few studies have examined the motivation of companies going public (withdrawing IPOs) in bear markets and retiring debt at the IPO. To fill this research gap, this dissertation attempts to address the following questions: (1) Does firms' intention to rebalance capital structure affects the timing of IPOs; (2) Do CEOs' liquidity needs affect the decision to postpone their IPO? (3) Do potential underinvestment problems motivate firms to conduct debt retirement by using IPO proceeds?

After reviewing the literature on motivations of IPOs, Chapter 1 points out objectives of this dissertation and then presents main results as well as contributions.

Chapter 2 examines whether firms' capital structure and a credit crunch jointly affect the timing of IPOs. Since IPOs provide an important opportunity to raise equity capital, firms with near-term debt repayment obligations may be eager to conduct IPOs, irrespective of market conditions. Meanwhile, companies may be able to wait for bull markets, if they can expect to borrow from banks to repay their debts (e.g., rollover loans). We investigate this idea by focusing on a banking crisis that significantly contracts bank loan supply. Our empirical analyses find that the level of short-term debt is positively associated with the probability that firms will go public in bear markets. Importantly, the positive relationship between short-term debt and bear market IPOs is only evident for firms going public after a reduction of total bank credit in the loan market. These findings suggest that a credit crunch forces firms with large short-term debt to rush into IPO markets, in order to rebalance capital structure.

Chapter 3 investigates whether CEOs' liquidity needs affect the decision to postpone an IPO in weak market conditions. Market conditions are one of the major

reasons for IPO withdrawals since poor demands lead to a decline in capital gains as well as primary proceeds. However, Busaba et al. (2001) do not find a positive relation between withdrawal decisions and secondary shares. One potential reason is that they do not take the difference in objectives across pre-IPO shareholders into account. Specifically, most CEOs' assets are not well diversified, as they disproportionately invest in shares of their own companies. Unlike CEOs, VCs have well-diversified assets because they invest in multiple start-ups. These facts indicate venture capitals may put relatively high priority on capital gains as a motive of an IPO than that of CEOs. Consistent with this conjecture, we find that only the amount of VCs' secondary shares is positively related to withdrawal decisions; we find no significant relation between CEOs' secondary shares and withdrawal decisions.

Chapter 4 examines whether IPO debt retirement can stimulate firm growth. A nontrivial number of firms have indicated that their primary motivation for IPOs was debt retirement. With respect to debt-retiring IPOs, one strand of literature posits that firms are more likely to use IPO proceeds to retire debt when they can issue overvalued stocks despite their poor investment opportunities. However, there is an alternative explanation: That is, debt may constrain firms' growth prior to the IPO, and IPO firms retire debt to mitigate the underinvestment problem. Our findings indicate that both leverage and interest burden are positively associated with the level of debt repayment during the year of the IPO. Importantly, firms that retire more debt substantially expand their firm size, compared with firms that retire bank debt less. These findings support our hypothesis.

Chapter 5 presents conclusions of this dissertation. This dissertation contributes to the IPO literature in several ways. First, previous studies have paid attention to hot market IPOs, but only a few studies have examined the motivation of companies going public in bear markets. Second, to consider the phenomenon of IPO withdrawal, this research extends the existing literature by considering different IPO objectives among pre-IPO shareholders. Third, this dissertation highlights the benefits of debt retirement at the IPO by providing evidence that debt retirement can boost firm growth during the post-IPO period.

論文審査の要旨

論文調査委員	{	主査	内田	交護
		副査	堀	宣昭
		副査	大坪	稔

一般に IPO は株式市場が好調になった時に増加すると指摘されているが、日本では1997年以降の IPO のうち約 4 分の 1 が、株式市場が低迷した後に実施されている。また IPO は若い企業が成長資金を調達する場と考えられているが、実際には調達資金が資本構成の調整（負債比率の低下）に用いられることも多い。本論文では、これらの IPO の特徴について検証している。

第 1 章では、IPO の先行研究のレビューを提示し、本研究の動機を説明している。第 2 章では、短期負債の多い企業は、クレジットクランチによって銀行借入のオペラビリティが低下した場合には、株式市場の状況が悪くても IPO を実施するという仮説を提示し、仮説を支持する実証結果を提示している。また、クレジットクランチと株式不況が同時に発生した時期に IPO を行った企業は、IPO 年に短期負債を多く返済していること、株式不況時の IPO は売価が有意に低くなっており、短期負債の利用はコストがかかることも示している。

第 3 章では、ベンチャーキャピタル (VC) は経営者に比べて流動性動機が弱いことから、VC の売出株数が多い場合には、株価下落による IPO 取りやめが行われる可能性が高くなるとの仮説を提示している。実証分析の結果、VC の売出株数が IPO 取りやめ確率に有意に正の影響を与えているのに対し、経営者の売出株数は有意な影響を与えていないことが明らかになった。

第 4 章は、IPO 時の負債比率低下が過少投資問題を軽減し、逆に企業成長につながるという仮説を提示している。実証分析の結果、負債比率や支払金利の高かった企業ほど IPO 年に負債比率を低下させる傾向にあり、IPO 年に負債比率を大きく低下させた企業は、IPO 後に銀行借入を行いながら投資水準を大きくしていることが明らかになった。

本論文は、銀行貸出市場の状況や VC・経営者の流動性動機の相違が IPO のタイミングに影響を与えることや、IPO の本来の趣旨に反するよう見える資本構成の調整行動が長期的には成長を促進していることなど、先行研究にはない新しい視点を提示し、実証することで大きな貢献を果たしている。以上の点から、本論文調査会は、範鵬達氏より提出された論文「New perspectives on initial public offerings: Bear and debt-retiring IPOs」を博士（経済学）の学位を授与するに値するものと認める。

白新田佳代子氏学位授与報告

報 告 番 号 経済博甲第233号

学 位 の 種 類 博士（経済学）

授与の年月日 平成31年3月20日

学位論文題目 Structural Decomposition Analysis of
the Global CO₂ Emissions
(世界のCO₂排出の構造分解分析)

論文内容の要旨

Global greenhouse gas emissions have increased continuously as nations have pursued economic growth. The average annual increase in greenhouse gas (GHG) emissions for the decade 2000 through 2010 is 2.2%. According to Assessment Report 5 of the Intergovernmental Panel for Climate Change (IPCC), CO₂ remains the major GHG, accounting for 76% of total GHG emissions. Changes in human population, per-capita gross domestic product (GDP), energy intensity of production, and CO₂ emission intensities of energy production have affected fossil fuel-related CO₂ emissions by +87, +103, -35, and -15%, respectively, over the 40-year period from 1970 to 2010. In addition to the empirical finding on the aggregated global CO₂ emissions, this thesis provides empirically examines the extent to which changes in the industrial structure of a specific country as well as changes in import structure and export structure have contributed to changes in production-based CO₂ emissions at industry level (i.e., territorial CO₂ emissions). This thesis further analyzes the contribution of the supply chain segments between material sector and service sector to consumption-based CO₂ emissions of a specific country. Based on the empirical results, this thesis finally argues how the structural changes of countries have contributed to the changes in the global CO₂ emissions. This thesis comprises five chapters.

Chapter 1 briefly provides research background, research objectives, and contributions of this thesis. This chapter illustrates the rapid increase in the global CO₂ emissions over time and points out an importance of reducing CO₂ that occupies a large portion of greenhouse gas emissions. This chapter also points out an urgent international cooperation to reduce CO₂ under the Paris

agreement.

Chapter 2 conducts a review of relevant existing articles, identifies the contributions and problems of the existing research, and describes the significance and objectives of the present study.

Chapter 3 proposes a comprehensive decomposition method to estimate how changes in domestic economic scale, industrial composition, domestic technology, export scale of intermediate products, export composition of intermediate products, export scale of final products, export composition of final products, import scale of intermediate products, import composition of intermediate products, import scale of final products, import composition of final products, and foreign technology affect the volumes of both territorial CO₂ emissions (including emissions induced by producing exports) and extraterritorial CO₂ emissions induced by imports. Specifically, the sources of the territorial CO₂ emissions of each of 40 nations from 1995 to 2009 were examined using the Environmentally Extended World Input-Output Tables in 2009 prices. The results on industrial composition effects of countries show that, in contrast to the high-income nations, the middle-income nations heavily industrialized, and the resulting increase in emissions (+111 Mt CO₂) due to industrialization in the middle-income nations exceeded the reduction in emissions (-47 Mt CO₂) due to deindustrialization of the high-income nations. Ultimately, the combined effect in the industrial compositions in both income groups was positive and the structural changes contributed to increasing CO₂ emissions. The results also show that the export composition effect was negligibly small in both the high-income and middle-income group of countries during 1995-2008 and it has not played an important role in climate change.

Chapter 4 focuses on the effects of changes in material and energy input structure on the consumption-based CO₂ emissions. Previous studies demonstrated the connection between domestic structural changes including the shift toward a service economy and the increase in greenhouse gas (GHG) emissions embodied in final demand of a specific country. This chapter is an important follow-up research that examines the environmental effects across countries and evaluates whether or not the development levels of countries can explain those environmental effects. Specifically, this chapter employed a

multiplicative structural decomposition analysis based on the World Input-Output Database (WIOD) during 1995 to 2008 and decomposed consumption-based CO₂ emissions of 40 nations into the following four inducement sources: (i) inputs from material goods (including energy) to material goods, (ii) inputs from material goods to services, (iii) inputs from services to material goods, and (iv) inputs from services to services. The results show that the global average of the CO₂ multiplier effect regarding material goods input to material goods fell from 1.44 to 1.35 between 1995 and 2008. In other words, the average production structure related to this input segment has steadily contributed to suppressing CO₂ emissions. On the other hand, from the global average of another CO₂ multiplier effect, the segment related to inputs from material goods to services did not change toward decreasing CO₂ emissions during the study period and it still had a higher contribution to the CO₂ emissions. The results is helpful for policymakers to identify the target segment of supply chain to reduce the domestic CO₂ emissions without lowering the level of the country's production activities

Chapter 5 summarizes the analysis results obtained from Chapters 3 and 4, and presents the conclusions of this dissertation.

論文審査の要旨

論文調査委員 { 主査 加河 茂美
副査 堀井 伸浩
副査 藤田 敏之

本研究では、世界多地域産業連関データベースを利用して、1995年から2009年の15年間の世界40か国・地域の生産起源・輸入起源のCO₂排出量の変化を経済規模効果、産業構成効果、国内の技術効果、輸入規模効果、輸入構成効果、海外の技術効果の6つの要因に分解した。結果から、1995年から2008年の産業構造の変化に注目すると、高所得国グループのCO₂排出は脱工業化・サービス経済化を通して47 Mt-CO₂減少していたのに対し、中間所得国グループのCO₂排出は工業化を通して111 Mt-CO₂増加していたことが明らかとなった。高所得国グループと中間所得国グループにおけるそれぞれの産業構造の変化は結果的に世界のCO₂排出量を押し上げる方向に寄与していることが分かった。さらに、産業構成効果と輸入構成効果をそれぞれ総産出額と総輸入額で除すことによって新たに提案された

基準化産業構成効果と基準化輸入構成効果の指標を観察すると、世界各国の構造変化がCO₂排出に与える影響の特徴が8つのグループに分類できることが分かった。

次に、本研究では最終消費によって産業から直接間接的に誘発されるCO₂排出量（誘発CO₂排出量）に焦点を当てた。当該国の当該産業の中間投入を「財に関する投入」と「サービスに関する投入」に二分割することによって、当該国の投入構造を財から財へのサプライチェーンセグメント、財からサービスへのサプライチェーンセグメント、サービスから財へのサプライチェーンセグメント、サービスからサービスへのサプライチェーンセグメントに分解し、当該サプライチェーンセグメントが誘発CO₂排出量に与える影響を示す排出乗数効果を推計した。その結果、高所得国グループでは、サービス産業への財とサービスの投入に付随するCO₂が増加傾向にあることが分かった。中間所得国グループでは、同様にサービス産業に関連する投入に付随するCO₂排出ポテンシャルの拡大が見られたことから、今後サービス産業の比重の拡大を考慮すると、CO₂削減において特にサービス産業への財投入に付随する排出管理が重要であると結論付けている。

世界40か国・地域の生産と消費に付随するCO₂排出の動態を産業構造と生産構造という二つの視点から包括的に国際比較分析している点は高く評価できる。よって、本論文調査会は、白新田佳代子氏より提出された論文「Structural Decomposition Analysis of the Global CO₂ Emissions」を博士（経済学）の学位を授与するに値するものと認める。

Carl McNamara PAGE 氏学位授与報告

報 告 番 号 経済博甲第234号

学 位 の 種 類 博士（経済学）

授与の年月日 平成31年3月20日

学位論文題目 An Empirical Analysis of Social Capital Outcomes amongst Minority Groups in Japan: With a particular focus on foreign labor, immigration policy, and the contemporary status of foreigners in Japan
(日本社会のマイノリティにおけるソーシャル・キャピタルの影響の実証分析—外国人労働者と移民政策の考察を中心に—)

論文内容の要旨

The purpose of this paper is to examine and compare social capital and its effects on various aspects of the lives of minorities in Japan. Particularly in regards to foreign-laborers, to date, there has been ample research on the raw data of foreigners living in Japan, such as total numbers, home country, type of visa, etc. However, where the research is lacking is in terms of quality of life, specifically regarding social, health & economic status. The goal of this paper is to better understand the hotly debated subject of immigration from the prospective of current stakeholders in the hopes to create a more robust and effective immigration policy that is mutually beneficial for both parties.

Firstly, chapter 1 introduces the academic theories, definitions, and measurements of Social Capital (SC) and how this applies to foreign laborers in Japan. As well, the background of the situation in Japan in terms of population decline, labor shortage, along with the history and current status of foreigners in Japan is introduced.

Chapter 2 examines and compares SC and its effects on various aspects of the lives of migrant workers in Japan, specifically highly educated professionals. Reflecting a critical labor shortage in the years to come, Japan's government has recently changed its rules and regulations regarding so-called white collar foreign workers in the hopes of making it more attractive, easier,

and more accommodating to enter the country. Therefore, examining the current status of foreign-laborers already in Japan, and discovering what factors influence their position and overall well-being have significance toward future immigration policies. Based on an original survey questionnaire conducted in 2015, the data shows that social capital as calculated by the resource generator has significant effects on the subjective well-beings of foreign-born laborers living in Japan. Specifically, it shows that individuals possessing higher social capital have several positive effects including: higher happiness and better health. In addition, there is a strong correlation for foreign laborers with Japanese language ability and job satisfaction.

Chapter 3 investigates foreign student workforce in Fukuoka by using Interviews & Qualitative Analysis of International student-workers in Fukuoka city. Over the last five years the demographics and size of the foreign students of Japan has drastically changed and increased. This chapter examines the recent trends in Japan in terms of the demographics of the foreign population with regards to immigration policy and how Japan is addressing its labor shortage problem. In particular, there is focus on the rapidly growing groups of Vietnamese, Nepalese, and Sri Lankan populations. It takes a closer look at Japan's side-door, de-facto immigration methods for non-specialized labor or so-called low-skill workers; specifically the practice of using foreign students and refugee/asylum seekers as a stop gap in a growing labor shortage crisis. Through qualitative interviews with foreign-students and refugee seekers who came to Japan with the intention to work, this chapter offers a snapshot of a significant and rising trend in Japan's immigration system. From these first-hand accounts, we investigate the circumstances surrounding the individuals and gain in-depth and valuable knowledge of the contemporary situation.

Chapter 4 examines factors of criminality amongst foreigners in Japan by using panel data of prefecture level in Japan. In this chapter, based on the recent increase in the number of foreign nationals residing in Japan, we analyzed the factors affecting foreign crime rates by using prefectural level panel data (2005-2016). In addition to the factors considered in the preceding research, for this analysis we focused on the relationships between residency statuses, the level of social security, and crime.

The results of the quantitative analysis show that crime (the number of criminal cases prosecuted) committed by trainee/technical internship residents in Japan (per 100) and the overall levels of penal code offenses (per 100 cases) tends to be low in the areas where the ratio of foreign students is high. As well, in the case of areas where foreign residents is high, the results showed that the ratio of foreign crime within the overall number of criminal cases prosecuted tends to be small. On the other hand, in regions where both the number of illegal workers is large, the propensity for the foreign crime rates tend to increase.

Chapter 5 treats on the relation between social capital and subjective well-being amongst MSM gay app users in Japan/Tokyo Metro Area. Suicide is a major public health problem in Japan, where rates of occurrence are among the highest in the world. Globally, men who have sex with men (MSM) report elevated rates of suicidal ideation and attempts compared to their heterosexual peers. This study examined the prevalence and correlates of recent subjective well-being among MSM in Greater Tokyo. We recruited 1,657 MSM for an anonymous, online, cross-sectional survey posted on social mobile applications popular with MSM in Japan (e.g., Grindr, 9Monster). Participants who reported unemployment or part-time employment (compared to full-time employment) and knowing a heterosexual person who restricted their freedom or excluded them from a group had higher odds of bad health. Being aged 46 years or older, reporting good health, and having a medium or high level of access to social capital networks with other MSM were associated with reduced odds of bad health. Our findings indicate that suicide prevention interventions with MSM in Greater Tokyo and similar urban settings in Japan should work to enhance MSM social networks as a protective factor; attend to employment concerns, especially in younger MSM; and enhance current efforts to address stigma and discrimination in the community.

In Chapter 6, it is clearly demonstrated throughout this research that Japan has a need for expanding immigration and to come up with a well-defined immigration policy to not only help address its labor shortage but to also, make clear the rights and regulations for foreign workers. At the same time, we can clearly see the benefits of Social Capital for minority individuals in terms of health,

well-being, and finances while on a societal level Social Capital outcomes are proven to improve public safety, facilitate economic growth, and improve the richness of the culture. Therefore, considering adopting measures that cultivate and improve Social Capital should be a priority for National and Local level governments.

論文審査の要旨

論文調査委員 { 主査 浦川 邦夫
副査 池下研一郎
副査 宮崎 毅

本論文は、人口構造の変化や家族の姿容が進むなかで、多様な国籍・価値観・文化が共存しつつある日本の社会状況を踏まえ、地域社会や人々とのつながりの程度を示すソーシャル・キャピタル（以下 SC）の水準が日本に居住するマイノリティ・グループの就労や主観的厚生（幸福感・健康感・仕事満足度など）に与える影響について、特に外国人労働者に焦点をあてて実証研究を行っている。

論文は6つの章から構成される。1章では本論文の問題意識と SC の理論について説明している。2章は、在留外国人に対するアンケート調査をもとに、日本で生活する外国人労働者の SC と主観的厚生との関係について分析がなされている。対人関係の多様性に注目して SC の水準を捉える Resource Generator を用いた推定結果によると、高い SC を持つ外国人は主観的厚生が高く、日本語能力の向上や条件の良い職場での就労が主要な媒介要因になっている点を示している。3章は、日本で難民申請を行った経験を持つ外国人を中心に半構造化形式によるインタビュー調査を行い、彼らの SC の水準と生活環境、就労状況について調査している。分析では、就労条件の良い仕事につくために Bonding 型と Bridging 型の SC の水準が重要な役割を果たしている点が指摘されている。4章は、日本の外国人犯罪に対し、特定の在留資格や社会保障の水準が影響しているか、地域レベルのパネルデータを用いた分析が行われている。分析の結果、不法就労者数が多い地域では、不法就労以外の外国人犯罪率も高い傾向にあるが、技能実習生や留学生の割合が高い地域では、低い傾向にある点が示されている。5章では、性的マイノリティを対象に東京圏で実施した個票データをもとに、SC の水準と主観的厚生との関係を検証している。分析では、SC の水準が主観的厚生に有意な効果を持ち、特に SNS を含む性的マイノリティ同士のコミュニティへのアクセスは、家族のつながりと同様の効果

を持つ点が指摘されている。6章では、2-5章の分析結果を踏まえ、マイノリティに対する就労支援策の強化などの政策的含意が述べられている。

論文調査委員による調査の結果、本論文は個票データを用いた計量分析と質的調査に基づいて日本のマイノリティの問題に対する一定の政策的含意を導いており、学位論文として必要な水準に達している点が確認された。以上の点を踏まえ、本論文調査会は Carl McNamara Page 氏から提出された論文「An Empirical Analysis of Social Capital Outcomes amongst Minority Groups in Japan: With a particular focus on foreign labor, immigration policy, and the contemporary status of foreigners in Japan」を博士（経済学）の学位を授与するに値するものと認める。

南 滌澈氏学位授与報告

報 告 番 号 経済博甲第235号
 学 位 の 種 類 博士（経済学）
 授与の年月日 平成31年3月20日
 学位論文題目 An Empirical Study of Trade Credit
 （企業間信用に関する実証分析）

論文内容の要旨

Previous studies suggest that trade credit is widely used as a financing instrument, especially when firms do not access to bank debt (Petersen and Rajan, 1997). This is because information asymmetry is significantly reduced over the course of long-term business relations between suppliers and customers. Once constrained firms receive trade credit, the information of suppliers is transmitted to banks (Biais and Gollier, 1997) and outside investors (Aktas, de Bodt, Lobe, and Statnik, 2012; Goto, Xiao, and Xu, 2015). This nature of trade credit weakens the sensitivity of investments of constrained companies to internal funds (Guariglia and Mateut, 2006). In addition, suppliers may have an incentive to rescue financially distressed clients to prevent violation of valuable relationships (Cuñat, 2007). Those facts motivate this dissertation to address the following questions: (1) Can accounts payable create firm value when liquidity shortage occurs in the financial market? (2) Does trade credit

have more value in countries where long-term relationship is beneficial? (3) Do suppliers increase accounts receivable when their customers falls into financial constraints?

Chapter 1 presents literature review and thereafter discusses these research motivations. The literature review stresses that trade credit serves as an alternative financing source for firms that have suffered from limited access to the external capital market. In addition, trade credit has information production effects since suppliers can closely monitor customers over the course of business. Besides, financial insurance is provided by trade credit in order to avoid violation of valuable long-term business relationships. These facts give rise to the prediction that accounts payable is positively associated with firm value especially during a liquidity shock. However, a few empirical studies provide evidence of value creation effects of trade credit. This is likely because endogeneity and reverse causality problems exist between accounts payable and firm value since poorly performing firms may rely on accounts payable. To address the concern, this dissertation adopts quasi-experimental setting. Chapter 1 also points out that only few studies have examined whether suppliers increase trade credit supply when their customers fall into financial distress.

Chapter 2 investigates value creation of accounts payable during an external shock in financial market. By using data from 40 countries, this chapter provides evidence that during the global financial crisis (year 2008 and 2009) accounts payable is positively associated with firm value. Furthermore, this positive value effect is evident only in countries where long-term relationship is beneficial, identified by legal origin and Hofstede's (2001) long-term orientation and uncertainty avoidance indices.

Chapter 3 further examines value effects of trade credit in liquidity crisis in single country settings (Japan and South Korea). A single country analysis is less likely vulnerable to country-specific characteristics such as legal systems, political regimes, and cultural uniqueness. For the study of Japan, the banking crisis (1992 to 2002) is adopted as well as the global financial crisis, as external shocks that seriously harm the Japanese financial market. The results generally support the hypothesis that during the external liquidity shocks, accounts payable is positively related to firm value. South Korea is also an

advantageous experimental laboratory, since it enables a short-term event study. On May 20, 2010, the South Korea government announced that North Korea had sunk South Korea naval ship, and the stock market showed a significant price drop in the subsequent days. A Fama-French-Carhart 4 factors model found that portfolios composing firms with less accounts payable experience a significant value reduction during the North Korea shock.

Chapter 4 examines suppliers' liquidity provision by trade credit when their customers fall into financial constraints. Analyses so far stand on the view that suppliers have an incentive to provide liquidity to financially constrained companies. This chapter shows that customers' financial constraints measures, such as KZ-index, are positively related to accounts receivable of suppliers. Moreover, the positive relation becomes strong as the supplier has a long-term relation with its customers. This finding suggests that suppliers have an incentive to rescue customers when loss of the business relation is costly.

Chapter 5 concludes the dissertation. The results suggest that accounts payable is positively associated with firm value during liquidity shocks. This positive value effect is evident in countries where long-term relationship is beneficial. Furthermore, the present research provides empirical evidence that suppliers' accounts receivable is positively associated with customers' financial constraints. This dissertation contributes to the trade credit literature in several ways. First, this research provides empirical evidence of value effects of accounts payable. Second, to the best of my knowledge, this is the first research to show that accounts payable creates value in countries where long-term relation is valuable. Finally, this dissertation contributes to the literature by relating suppliers' liquidity provision to customers' financial constraints.

論文審査の要旨

論文調査委員	{	主査 内田 交謹
		副査 堀 宣昭
		副査 葉 聡明

一般に企業間信用は実質的な資金調達手段と考えられるが、銀行貸出等に比べると、十分な研究が蓄積されているとは言い難い。本研究は、特に企業間信用が借り手（顧客）企業の価値を創造しているか、サプライヤーがその顧客が財務制約に陥った際に流動性を供

給しているのかという、先行研究が十分に解明していない問題について、実証研究を提示している。

第1章は、企業間信用の先行研究レビューを提示した上で、本論文の研究動機を示している。そこでは、サプライヤーが長期取引関係を通じて顧客企業をモニターでき、顧客企業に対して保険提供を行うことが強調されている。

企業間信用が借り手である顧客企業の価値を創造することを示した実証研究はほとんど存在しない。第2章では、潜在的な内生性と逆の因果性が先行研究が不足している理由と指摘したうえで、世界金融危機（GFC）を利用した Difference-in-differences 分析を実施し、GFC 時に買掛金の多い企業ほど Tobin's Q の低下が小さくなっていることを示している。またこの関係が、長期取引関係が有益と考えられる Civil law の国、Hofstede (2001) の Long-term orientation の高い国、Uncertainty avoidance の高い国でのみ観察されることを明らかにしている。

第3章では、法制度や文化の相違による影響を排除するため、一国のデータを用いて企業間信用の価値効果を検証している。具体的には、1990年代に銀行パニックが生じた日本、北朝鮮の攻撃による潜水艦沈没事件が起き、金融市場が短期的に低迷した韓国を対象とした研究を実施し、第2章と同様の分析結果を提示している。

第4章では、日本企業の主要顧客データを財務データと結合することで、主要顧客が財務制約に陥った際にサプライヤーが売掛金による流動性供給を増やすという考え方を支持する結果を提示している。またこの傾向は、主要顧客との取引年数が長くなるほど顕著になることを明らかにしている。第5章は要約と結論である。

本論文は、買掛金の価値効果や顧客企業の財務制約とサプライヤーの売掛金の関係など、先行研究が有意な結果を示すことができなかった点を実証的に証明することで、大きな貢献を果たしている。以上の点から、本論文調査会は、南淵澈氏より提出された論文「An Empirical Study of Trade Credit」を博士（経済学）の学位を授与するに値するものと認める。

徳富智哉氏学位授与報告

報 告 番 号 経済博甲第236号

学 位 の 種 類 博士（経済学）

授与の年月日 平成31年3月20日

学位論文題目 Empirical Study of Poverty in Japan
(日本の貧困に関する実証分析)

論文内容の要旨

本論文は6つの章から構成されている。1章では本論文の問題意識と2章以降の概要を説明している。厚生労働省の「国民生活基礎調査」によると、日本の相対的貧困率は近年16%付近を推移している。この水準はOECD諸国の中で4番目に高く、日本の貧困問題は国際的に見ても深刻である。また、生活保護の捕捉率は約20%に過ぎず、残りの約80%の貧困者の貧困に対しては、税制・社会保障などの公共政策によって十分な手立てがなされていない状況にある。以上の問題意識を踏まえて、本論文では2-5章の分析を行っている。

2章では、2000年代における貧困指標の変動の要因を明らかにしている。分析のために、貧困指標（貧困率と2乗貧困ギャップ率）の変化を、平均所得の変化、所得格差の変化、各世帯類型に属する世帯員割合（構成員比）の変化、貧困線の変化という4つの要因に分解し、各要因が世帯類型別にどの程度影響しているのかを測定している。使用したデータは、厚生労働省の「国民生活基礎調査」の個票データ（2001、2004、2007、2010）である。分析の結果、2000年代の貧困率の変化については、平均所得の低下と高齢者世帯の構成員比の上昇が貧困率を上昇させていたが、その影響が貧困線の下落によって相殺され、結果として貧困率がほとんど変動していないことが分かった。一方、2乗貧困ギャップ率の変化は有意な負の値を取っていた。これは、貧困層内での所得格差の縮小が有意な負の影響を与えているためである。世帯類型別の結果からは、子供のいる夫婦世帯、高齢者2人以上から成る世帯、三世帯世帯において、貧困線下落の影響が大きく、貧困線付近に貧困層が固まって存在していることが示された。また、その他に区分される世帯（世帯主65歳以上）は、2つの貧困指標の上昇に有意な正の影響を与えていた点を指摘した。

3章では、所得と流動資産を用いた貧困分析を行った。具体的には、所得貧困率に加え、「所得+（流動

資産）」の貧困率を、そして所得貧困でない者を対象に（流動）資産貧困率をグループ別に計算している。さらに、これら3種類の貧困についてパネル・ロジット分析を行い、世帯類型や学歴などの変数が貧困に陥る確率に与える影響を調べている。使用したデータは、「日本家計パネル調査（JHPS）」の2009年から2014年までの6年分の個票データである。分析の結果、「所得+資産」の貧困率を計算すると、世帯主が女性・高齢者・中学卒・無業のグループで貧困率が大きく減少した。このことは、所得貧困率だけでは貧困率の大きさを過大評価する可能性があることが示されている。一方、パネル・ロジット分析からは、資産を所得に加えたとしても、リファレンスグループと比較したときの貧困リスクが緩和されるとは限らないことが示された。所得貧困でない者が対象の資産貧困については、多くのグループで貧困率が高い値を取っており、経済危機等のショックで所得貧困に陥ると、資産を取り崩しても貧困から脱出できない人が多い可能性のあることが示されている。

4章では、貧困の脱出と突入の要因に関する分析が行われている。具体的には、生命表を用いて、貧困または非貧困の期間が長くなるにつれて、貧困の脱出確率と突入確率がどのように変化するのが検証されている。また、離散型ハザードモデルを用いて、貧困の脱出確率と突入確率に影響を与える要因が分析されている。使用したデータは、「日本家計パネル調査（JHPS）」の2009年から2014年までの6年分の個票データである。生命表の結果からは、貧困の脱出確率は突入確率よりも高く、かつ貧困が継続するほど急速に低下することが示された。また、分析期間の1-4年目または1-5年目に、少なくとも1回以上貧困を経験する確率が20%（左打ち切りの期間を含めた場合）または40%（除外した場合）あるという結果を得た。離散型ハザードモデルからは、世帯主と世帯の属性を固定してもなお、脱出のほうが突入よりも起こりやすいことが明らかにされた。これは生命表から得られた結果と一致している。世帯主と世帯の属性については、世帯内で就業者数の増減があると、貧困・非貧困間の移動が起こりやすくなることが示されている。

5章では、世帯類型別および地域別に、主観的な貧困線と等価尺度が推計されている。また、得られた貧困線をもとに主観的貧困率を計算し、OECD基準による相対的貧困率（全国基準と地域別基準）と比較されている。分析には、インターネット調査「地域の生活環境と幸福感に関するアンケート」（2011年）の個票

データが用いられている。分析の結果、女性の単身世帯の主観的尺度を1とすると、多くの世帯類型の尺度は1に近い値を取り、世帯人数の増加による規模の経済性が大きいことが示された。また、世帯人数の多い世帯では主観的貧困率が相対的貧困率よりも低く、単身世帯では高くなる傾向が見られた。地域別の分析からは、南関東と近畿において、全国基準よりも地域別基準の相対的貧困率の方が主観的貧困率に近い値を取っており、住民の貧困に対する意識をより正確に反映していることが明らかにされている。

6章では、2-5章の分析内容とその結果をまとめている。また、これまでの章で得られた分析結果を踏まえて、①相対的貧困率とともに、貧困線を固定した場合の貧困率を公表する、②所得に基づく貧困率だけでなく、何らかの形で資産を考慮した貧困率を併せて公表する、③雇用保険の受給期間を延長して十分な資産を持たない人々が貧困に陥るリスクを軽減させる、④生活保護の捕捉率を向上させ、貧困の継続を防ぐ、などの政策的含意を述べている。

論文審査の要旨

論文調査委員	{	主査 浦川 邦夫
		副査 大西 俊郎
		副査 宮崎 毅

本論文は、日本の貧困の実態について、大規模な個票データを用いた実証研究を行っている。論文は6つの章から構成される。1章では本論文の問題意識と2章以降の概要を説明している。2章では、2000年代における貧困指標の変動の要因を調べるため、貧困指標の変化を、①平均所得の変化、②所得格差の変化、③各世帯類型の構成比の変化、④貧困線の変化の4つの要因に分解し、各要因が世帯類型別にどの程度影響しているのかを厚生労働省の個票データを用いて測定している。分析では、2000年代の貧困指標の拡大に「夫婦子供有り世帯」での所得減少や格差の拡大が少なからず寄与していた点が指摘されている。3章では、所得に加え、流動資産を考慮して定義された「所得+資産の貧困」の社会経済的要因について、「日本家計パネル調査 (JHPS)」の個票データを用いた分析が行われている。分析では、世帯主が女性・高齢者などのグループでは、資産を考慮すると貧困率が大きく下がる点が表示されている。ただし、パネルデータ分析の結果では、一定の基準で流動資産を所得に加えた場合も、これらのグループの相対的な貧困リスクは有意に高い点が表示されている。4章では、JHPSをもとに、貧困または非

貧困の期間が長くなるにつれて、貧困の脱出確率と突入確率がどのように変化するのかが、離散型ハザードモデルに基づいて検証されている。分析結果では、特に世帯内で就業者数の増減があると、貧困・非貧困間の移動が起こりやすくなり、脱出に与える影響がより強い点が表示されている。5章では、インターネット調査(2011年)の個票データを用いて、世帯類型別および地域別に、主観的等価尺度に基づく貧困率が推計され、OECD基準による相対的貧困率(全国基準と地域別基準)や生活保護基準との比較が行われている。分析の結果、世帯人数の多い世帯では主観的貧困率が相対的貧困率よりも低い一方、単身世帯では高くなる傾向が見られた。また、地域別の分析からは、首都圏が含まれる南関東では、「夫婦子供あり」など多くの世帯類型の等価尺度が有意に高く、規模の経済性が働きにくい状況が示唆された。6章では、2-5章で得られた分析結果を踏まえて、①貧困線を基準年に固定した場合の相対貧困率の公表、②資産を考慮した貧困率の公表、③雇用保険の受給期間の延長、④生活保護の捕捉率の向上、などの政策的含意を述べている。

論文調査委員による調査の結果、本論文は個票データを用いた計量分析に基づいて日本の貧困問題に対する一定の重要な政策的含意を導いており、学位論文として必要な水準に達している点が確認された。以上の点を踏まえ、本論文調査会は徳富智哉氏から提出された論文「Empirical Study of Poverty in Japan」を博士(経済学)の学位を授与するに値するものと認める。

角田幸太郎氏学位授与報告

報告番号	経済博甲第237号
学位の種類	博士(経済学)
授与の年月日	平成31年3月20日
学位論文題目	プロフェッショナル組織におけるマネジメント・コントロール・システムの有効性—英国プロサッカークラブのケース—

論文内容の要旨

本論文は、プロフェッショナル組織としてのプロサッカークラブにおいて、マネジメント・コントロール・システム(Management Control System、以下MCS)が

体系的に構築・運用されており、MCS の効果を高める方向に改善していくにつれて、チーム成績も向上していったプロセスを、MCS 理論の観点から経時的に分析・考察した研究である。

序章では、問題の所在とリサーチ・クエスチョンを提示している。プロフェッショナル組織における MCS に関しては、病院など非営利組織をリサーチ・サイトとする研究は多く存在しているが、そこでは財務的なインセンティブは有効ではないとされてきた。しかし、本論文で対象とするプロサッカークラブもプロフェッショナル組織の一種とされており、プロサッカークラブのようなプロフェッショナル組織に対しては、インセンティブ・システムは有効であると考えられる。プロサッカークラブにおいてどのような MCS が構築・運用されているのかについて、近年、世界的に有名なプロサッカークラブの具体的な事例が明らかにされ始めているが、FC バルセロナやマンチェスター・ユナイテッドなど、高年俸で複数年契約の選手を多く抱えるトップリーグのビッグクラブのものに限られており、またその情報も自伝で言及されているような断片的で逸話的なものである。したがって本論文では、ビッグクラブではなく、単年契約の選手が主体の、下部リーグのプロサッカークラブのほうが、MCS の意義や効果をより純粋に検証できるのではないかと考え、学術研究の手續きに従ってデータを収集し、その仕組みや変化に対する、既存の MCS 理論の説明力や MCS 理論の修正の必要性について考察することを、リサーチ・クエスチョンとしている。

第1章では、プロサッカーの会計、MCS、インセンティブ・システムに関する先行研究についてレビューを行い、リサーチ・デザインとリサーチ・サイトについて説明している。研究方法としては、現状ではプロサッカークラブの MCS 実務に関する情報は限定的かつ断片的であるため、まず MCS 実務に関する詳細を厚みのある記述でもって明らかにすることに意義を認め、なぜ特定の文脈において特定の MCS が設計・運用されているのかについて、当事者の意図を解釈することによって、ある文脈において実践されている実務の合理的根拠を説明する仮説の構築に結びつけるための、探索的ケーススタディの方法を採用している。本論文では、英国プロサッカークラブのひとつであるオックスフォード・ユナイテッド (Oxford United Football Club、以下 OUFC) をリサーチ・サイトとした。本論文のリサーチ・クエスチョンに照らして、単年契約の選手が主体で、下部リーグ所属の、国内外の複数のプ

ロサッカークラブにインタビュー調査の依頼を行ったところ、一部のクラブについては関係者からの情報収集を進めることができたが、社内資料の閲覧や複数年にわたる調査への理解など、最も協力を得られたのが英国の OUFC であった。本論文では、OUFC をリサーチ・サイトにして、MCS の実務やその変化について、インタビュー手法を用いてデータを収集し、MCS のフレームワークとして広く支持されている Merchant and Van der Stede の成果コントロール・行動コントロール・文化コントロールという MCS のフレームワークやインセンティブ・システムの理論に基づいて分析を行うことにした。

第2章では、当時の新監督が就任する直前のシーズンにあたる、2013/14シーズン以前の MCS の状況について、インタビュー調査や得られた資料を基に分析を行った。当時は、チームの年間最終順位に基づく個人ボーナスなど、インセンティブ・システムや選手のパフォーマンスの評価に用いる KPI もまだ簡素なものにとどまっていた。

第3章では、当時の新監督が就任した1年目のシーズンにあたる、2014/15シーズンの状況について、インタビュー調査や得られた資料を基に分析を行った。新監督の発案により、5試合経過毎の暫定順位に基づく個人ボーナス、100項目を超える KPI の拡充、個人別・ポジション別の定性的目標の設定、罰金制度など、様々な取り組みが始まった。

第4章では、当時の新監督が就任して2年目のシーズンにあたる、2015/16シーズンの MCS の状況について、インタビュー調査や得られた資料を基に分析を行った。5試合毎や15試合毎の勝ち点目標の達成に基づく個人ボーナスやチーム全体へのボーナス、複数ポジションからなるユニット別の定量的目標への変更、行動規範としての組織シンボルの制定など、MCS に変更が加えられた。その結果、チーム成績は、カップ戦で準優勝し、リーグ戦でも上部のリーグへの昇格を果たすなど、好成績を収めたシーズンとなった。

第5章では、当時の新監督が就任して3年目のシーズンにあたる、2016/17シーズンの MCS の状況について、インタビュー調査や得られた資料を基に分析を行った。リーグのレベルが上がったにも関わらず、勝ち点の目標値は変更せずに、ボーナスの単価を上げることで、モチベーションを高めようとするなど、MCS にさらなる変更が加えられていた。結果として、リーグ戦ではプレイオフ出場を最後まで争い、カップ戦でも2年連続で決勝に進出するなど、好成績を維持した

シーズンとなった。

第6章では、第2章から第5章までの4シーズンにわたるMCSの実務やその変化に対して、MCSの先行研究を踏まえて考察を行った。考察の結果、OUFCのような下部リーグの小規模なプロサッカークラブでも、個人成績に基づくボーナスを用いた成果コントロール一辺倒ではなく、定性的・定量的な行動目標を用いた行動コントロールと、チーム成績に基づくボーナスや罰金制度を用いた文化コントロールも、同様に重視されているなど、MCS理論からみても理想的で体系的なMCSが構築・運用されていた。また、経年調査により追跡することができたMCSの変化の方向性も、MCS理論によって指摘されている、客観性、管理可能性、適時性、公平性といったコントロールの有効性の要素を高めるものとなっており、それがチーム成績の向上という形で現れていた。そして、インセンティブ・システムの多くが、成果コントロールと文化コントロールを組み合わせたり、行動コントロールに文化コントロールが組み込まれているものがあるなど、チームスポーツのプロフェッショナル組織では、むしろ行動規範や集団報酬などを用いた文化コントロールが重視されている、という示唆を得ることができた。

終章では、本論文によって得られた知見を整理するとともに、インセンティブ・システムの重複による副作用の問題など、今後の研究課題を提示している。

論文審査の要旨

論文調査委員 { 主査 丸田 起大
副査 大下 丈平
副査 大石 桂一

本論文は、プロフェッショナル組織としてのプロサッカークラブにおいて、マネジメント・コントロール・システム (Management Control System、以下MCS) が体系的に構築・運用されており、MCSの効果を高める方向に改善していくにつれて、チーム成績も向上していったプロセスを、MCS理論の観点から経時的に分析・考察した研究である。

プロフェッショナル組織におけるMCSに関しては、病院など非営利組織をリサーチサイトとする研究は存在しているが、プロサッカークラブのようなプロフェッショナル組織におけるMCSの有効性については研究が進んでいないのが現状である。これに対して、本論文では、英国プロサッカーリーグのオックスフォード・ユナイテッドの協力を得て、4シーズンにわたって計17回訪問し、監督、オーナー、スタッフ、選手など、

延べ37名へのインタビューによる事例研究をおこなっている。それをもとに、MCSの具体的な仕組みやその変化について、Merchant and Van der Stedeの成果コントロール・行動コントロール・文化コントロールというMCSのフレームワークなどに依拠して分析をおこない、既存のMCS理論の説明力や修正の必要性について考察している。

その結果、ビッグクラブではなく、単年契約の選手が主体の下部リーグの小規模なプロサッカークラブでも、個人成績にもとづく成果コントロールだけでなく、100項目を超える定量的なKPIを駆使した行動コントロールや、チーム成績にもとづくボーナスや罰金制度を用いた文化コントロールが実践されており、理想的で体系的なMCSが構築・運用されていること、また、MCSの経時的な変化を追跡すると、インセンティブ強度、客観性、管理可能性、適時性、公平性といったコントロールの有効性の要素が高まっており、それがチーム成績の向上という形で現れていたこと、そして、チームスポーツのプロフェッショナル組織では、行動規範や集団報酬を用いた文化コントロールを重視することがとりわけ効果的であること、などを明らかにしており、貴重な学術的貢献として高く評価できる。

以上の調査結果から、本論文調査会は、角田幸太郎氏より提出された論文「プロフェッショナル組織におけるマネジメント・コントロール・システムの有効性—英国プロサッカークラブのケース—」を博士(経済学)の学位を授与するに値するものと認める。

助川成也氏学位授与報告

報告番号 経済博甲第238号
学位の種類 博士(経済学)
授与の年月日 平成31年3月20日
学位論文題目 ASEANの自由貿易協定(FTA)
—AFTAを中心として—

論文内容の要旨

東南アジア諸国連合(ASEAN)は、従来、東アジアで唯一の地域協力体であり、東アジアにおいて地域協力の中心となっている。ASEANは、1976年から域内経済協力を開始し、1987年には世界経済の環境変化を受けてその戦略を転換した。そしてASEANは、1992年

に ASEAN 自由貿易地域 (AFTA) の創設を、2003年には ASEAN 経済共同体 (AEC) の創設を、それぞれ打ち出した。AEC は、東アジアで最も深化した経済統合の取組みである。その AEC の中心が AFTA である。AFTA は途上国にあって、例外が極めて少なく、且つ経済環境の変化に応じて柔軟に見直しが行われてきた。本論文では ASEAN の域内経済協力の中心である AFTA を研究する。

本論文では、第一に、AFTA の制度や規則の実態・発展、その背景を考察する。第二に、企業による AFTA 利用の実態を考察する。第三に、利用者側、特に主要なアクターである日系産業界からの AFTA や ASEAN の FTA に対する制度改善に向けた働きかけについて考察する。

第1章では、ASEAN の AFTA 以前の域内経済協力措置の成立過程、実施状況や課題を考察した。1976年以降、集团的輸入代替重化学工業化戦略の下で各国政府が主導して実施した各種協力措置は、加盟各国の利害の衝突で失敗に終わったこと、一方、1987年に ASEAN が集团的な外資依存輸出指向型工業化戦略に転換して以降、域内協力措置の形成に巧みに外資系企業の声を反映させたことで、民間企業自らの経営・生産効率を最大化する部品の集中生産や相互補完を促したことを確認した。

第2章では、1992年に合意された AFTA について、目的や背景、その制度の形成過程とともに、AFTA の前倒し措置である ASEAN 産業協力 (AICO) スキームの制度と実態を考察した。更に、アジア経済危機発生の際、ASEAN は1カ国で対処できない経済問題に対し、集团的に域内経済協力を強化し、AFTA の加速化・深化を打ち出した。そのことは ASEAN の投資先としての信頼感を高めるとともに、AFTA が国際的にも高水準の FTA になる原動力になったことを明らかにした。

第3章では、2000年から2010年に焦点を絞り、AFTA の下での先発加盟国の関税削減が本格化し、更には2010年に関税撤廃期限を迎えるに際し、制度の骨抜き化防止や約束履行の強化、また、一層の AFTA 利用の推進のために、各種制度変更・強化に取り組んだことを考察した。その上で、複数の加盟国に拠点を置く日系企業の AFTA に対する対応を考察した。一部の加盟国から上がった国内産業保護の声に対し、ASEAN は当該品目の関税削減・撤廃の一時的留保を容認する一方、それに伴う損害を補償する規定を設けることで、制度の骨抜き化を回避出来た。また、AFTA の利用促進のために、原産地規則を変更し、更に AFTA-共通効果特

恵関税 (CEPT) 協定を包括的且つ国際水準の ASEAN 物品貿易協定 (ATIGA) へと発展的に改組するなど制度変更に取り組んだ。AFTA を巡る自由化の推進、制度改善と強化が、ASEAN 域内に複数拠点を有する日系企業に対し、域内最適化に向けて域内生産体制の再編を促したことを明らかにした。

第4章では、AFTA の関税削減・撤廃面、2010年以降に本格化した後発加盟国の取り組みを検討するとともに、先発・後発加盟国を含めた ASEAN 全体における関税水準の引き下げ状況、日系企業の AFTA の利用状況等を踏まえ、AFTA 利用が更に進んでいることを明らかにした。また、関税削減・撤廃作業が一段落して以降、ASEAN は AFTA に関連する非関税面での改善、例えば原産地の自己証明制度や、輸出者から貿易関連書類や情報を電子的に一元的に受け付け、それらが輸入相手国の一元的窓口を通じて瞬時に関係機関に電送される ASEAN シングル・ウィンドウ (ASW) 等の導入を通じて AFTA 利用促進に向けた取り組みを行っていることを明らかにした。

第5章では、ASEAN が継続的に行ってきた AFTA や ASEAN + 1 FTA の制度や規則の改善・見直しに焦点を当てた。それらは在 ASEAN 企業の FTA 利用・管理コストの削減や、ASEAN の生産・貿易機能の向上に大きく寄与した。特に制度や規則の改善、見直しの実現について、ASEAN が構築してきた FTA の恒常の利用者で且つ制度に精通した在 ASEAN 日系企業が参加する ASEAN 日本人商工会議所連合会 (FJCCIA) が、ASEAN 事務総長や経済大臣との対話を通じて産業界の視点から政策提言を行ったことが大きく寄与したことを明らかにした。

最後に、以上の考察結果を踏まえ、本研究の結論を述べておきたい。

第一に、AFTA の制度や規則の実態と発展、その背景についての考察を通じ、環境変化に対応して、ASEAN が長期に亘り着実に関税削減と制度改善に取り組む、AFTA が途上国にあって例外が極めて少ない、且つ東アジアを代表する高水準の FTA になったことを明らかにした。

第二に、企業による AFTA 利用の実態について詳細な考察を通じ、ASEAN が構築してきた東アジアでの FTA の中で、最も利用されている FTA であることを明らかにした。

第三に、AFTA をはじめとした ASEAN の FTA について、利用者側、特に主要なアクターである日系産業界からの制度改善に向けた働きかけの考察を通じ、日

系企業で構成される FJCCIA による ASEAN 事務総長や経済大臣との対話を通じた提言活動が制度変更に大きく寄与したことを明らかにした。

論文審査の要旨

論文調査委員 { 主査 清水 一史
副査 岩田 健治
副査 深川 博史

本論文は、東南アジア諸国連合 (ASEAN) の域内経済協力の中心である ASEAN 自由貿易地域 (AFTA) について考察を行っている。ASEAN は、従来、東アジアで唯一の地域協力体であり、東アジアにおける地域協力の中心となっている。本論文では、AFTA に関して、第一に AFTA の制度や規則の実態・発展、その背景、第二に企業による AFTA 利用の実態、第三に利用者側、特に主要なアクターである日系産業界からの AFTA や ASEAN の FTA に対する制度改善に向けた働きかけについて考察している。

本論文の意義として、以下の点を挙げることができる。第一に、AFTA の制度や規則の実態と発展、その背景についての詳細な考察を通じ、環境変化に対応して、ASEAN が長期に亘り着実に関税削減と制度改善に取り組み、AFTA が途上国にあって例外が極めて少ない、且つ東アジアを代表する高水準の FTA になったことを明らかにした点である。第二に、企業による AFTA 利用の実態について詳細な考察を通じ、ASEAN が構築してきた東アジアでの FTA の中で、最も利用されている FTA であることを明らかにした点である。第三に、AFTA をはじめとした ASEAN の FTA について、利用者側、特に主要なアクターである日系産業界からの制度改善に向けた働きかけの考察を通じ、日系企業で構成される ASEAN 日本人商工会議所連合会 (FJCCIA) による ASEAN 事務総長や経済大臣との対話を通じた提言活動が制度変更に大きく寄与したことを明らかにした点である。こうして本論文は、東南アジア経済と FTA の研究に新しい知見をもたらしているものと評価できる。

本論文で考察した時期以降の AFTA の進展や非関税措置・障壁等の一層の解明が望まれるが、これらの点は本論文の価値を損なうものではなく、今後鋭意追求すべき課題に属する。

以上の理由により、本論文調査会は、助川成也氏より提出された論文「ASEAN の自由貿易協定 (FTA) — AFTA を中心として —」を博士 (経済学) の学位を授与するに値するものと認める。

原口健太郎氏学位授与報告

報告番号 経済博甲第239号

学位の種類 博士 (経済学)

授与の年月日 平成31年 3月20日

学位論文題目 地方公共団体における公会計の研究
— 公会計財務諸表が有する測定可能性と測定不可能性 —

論文内容の要旨

わが国の地方公共団体においては、地方自治法等により定められる現金主義・単式簿記の会計基準が従前から適用されてきたが、2017年度決算から、統一的基準に基づく発生主義・複式簿記の財務諸表 (公会計財務諸表) が導入される。この統一的基準の導入によるマネジメント向上効果に対する期待が高まっている一方で、導入の意義に懐疑的な見方も多く存在する。本論文は、こうした対立状況の解消に資することを目的として、公会計財務諸表が有する測定可能性及び測定不可能性を整理した上で、測定可能な情報からどのような知見が得られるか考察を行い、公会計財務諸表の導入が地方公共団体のマネジメントに対して与える影響を明らかにするものである。

第1章・第2章及び第3章では、先行研究と現行制度のレビューを行うとともに、公会計財務諸表が有する測定可能性と測定不可能性を整理した。その結果、公会計財務諸表はインプット、アウトプット、及びアウトカムのうち、インプットの測定可能性のみしか有しておらず、インプットとアウトプットの対比である効率性及びアウトプットとアウトカムの対比である有効性は測定不可能であることを明らかにした (効率性・有効性の測定不可能性)。一方で、先行研究によると、米国においては公会計財務諸表から財務健全性を測定するための指標が複数開発されており、さらに、当該指標の地方債格付に対する寄与 (公会計—格付関連性) が実証的に確認されている。この結果は、公会計財務諸表が財務健全性の測定可能性を有することを示すものである。

この財務健全性の測定可能性が日本においてどのような意義を有するかを検討するためには、日本における公会計財務諸表に基づく財務健全性の導出と、公会計—格付関連性の現状把握が必要となる。そのためには、まず日本の地方公共団体の公会計財務諸表から財

務健全性を導出するための指標を確立しなければならない。そこで第4章で、測定指標「修正後正味資産比率 (Net Asset Ratio: NAR)」を新たに定義し、第5章で、日本における現状把握のため、日本の地方公共団体と米国各州における2012年時点のNARと地方債格付の数量化指標RATINGとの相関分析を行った。分析の結果、米国各州においては、NARとRATINGが有意な正の相関を示すのに対し、日本の地方公共団体においては有意な相関を示さないことが明らかになった。この結果は、米国においては明確な公会計－格付関連性が発現している一方で、日本においては発現していないことを意味している。

それでは、なぜ米国においては公会計－格付関連性が発現し、日本では発現しないのだろうか。第6章では、米国における公会計－格付関連性の発現要因を分析するため、米国各州のデータを用いて、公会計－格付関連性が統一的基準に基づく公会計財務諸表を導入した後どのように時系列推移したのかを検証した。実証分析の結果は、公会計－格付関連性は、統一的基準の導入後即時に発現するのではなく、時系列に沿って段階的に発現することを示すものであった。(段階的発現仮説)。段階的発現仮説は、米国における何らかの発現要因の段階的な増大が、公会計－格付関連性の段階的な発現をもたらすことを説明するものである。発現要因の候補としては、米国における地方債格付と公会計財務諸表の評価が時間経過とともに接近する「評価の乖離の解消」等が挙げられる。

第7章及び第8章では、日本における将来の公会計－格付関連性の発現可能性を検討するため、日本の公会計－格付関連性の発現を阻害する要因を分析した。分析の結果、公会計－格付関連性の発現のためにはNARの十分な分散が必要となるが、米国各州のNARの分散は、日本の地方公共団体のNARの分散よりも有意に大きく、当該差異は、決算収支均衡統制(ある年度の歳出を当該年度の歳入で賄わなければならないとする制約)の法制化に起因する可能性が明らかになった。この結果は、決算収支均衡統制が統一的に法制化されている日本の地方公共団体のNAR分散は、法制化されていない米国各州よりも将来にわたって小さく、統一的基準導入後も公会計－格付関連性が発現しない可能性を示唆するのである。第9章では、公会計財務諸表を用いて効率性・有効性を測定するために必要となる政策評価との連携が現状わが国ではなされていないこと、また、海外の先行研究でもその困難性が指摘されていることを整理し、研究者及び公会計基準設定主

体と地方公共団体との間に期待ギャップが存在することを指摘した。

第1章から第9章までの考察の結果、次のことが明らかになった。第1に、公会計財務諸表は、効率性・有効性の測定不可能性を有し、測定のためには政策評価情報等との連携が必要となるが、当該連携は直ちには困難である。しかしながら、その一方で、公会計財務諸表は財務健全性の測定可能性を有する。第2に、米国における公会計－格付関連性は統一的基準の導入後、即時に発現するのではなく、時系列に沿って段階的に発現している。第3に、日本において統一的に法制化された決算収支均衡統制は、公会計上の財務健全性の分散を低減させ、結果として、現在及び将来の公会計－格付関連性の発現を阻害する可能性がある。

上記の議論を通じ、本論文は、公会計財務諸表導入がマネジメントに対して与える影響について次のことを明らかにした。第1に、統一的基準の導入は、地方公共団体の政策立案・執行という地域のマネジメント向上に直ちに資するものではない。政策評価情報等との連携による効率性・有効性の測定が現時点では困難である以上、公会計財務諸表は政策の継続・廃止等に係る意思決定に有用な情報を提供できないからである。第2に、公会計財務諸表の導入は地方公共団体の財務健全性維持という組織のマネジメントにも大きな影響を与えるものではない。地方自治法等による決算収支均衡統制の法制化に基づき、日本においては公会計財務諸表上の財務健全性の安定が自動的に保たれているとすれば、統一的基準による公会計財務諸表を導入したとしても、あらかじめ財務健全性は安定的であり、分散の微小性と段階的発現仮説を踏まえると、公会計－格付関連性が直ちに発現するとは考え難い。したがって、公会計財務諸表から得られる情報により地方公共団体が財務健全性維持の行動を新たに起こす可能性は低い。

しかしながら、本論文の考察結果は、公会計財務諸表の導入がマネジメントに与える影響を否定するものではなく、むしろ、将来の影響の可能性を指摘するものである。現時点では困難とされる公会計財務諸表と政策評価情報との連携は、将来的に実現する可能性がある。当該連携がその真価を発揮するためには、比較可能性を十分に有し、高い精度で測定された公会計情報が必要となるのは言うまでもない。また、決算収支均衡統制の法制化は財務健全性の安定化をもたらすと考えられるものの、当該効果は単年度のデータのみを用いて導出されたものであり、将来にわたっての継続

が明確に保証されたものではない。将来起こり得る財務健全性の毀損の検出及び毀損の回避の意思決定にあたっては、公会計財務諸表の継続的な観察が必ず大きな役割を果たすはずである。

前述のとおり、公会計財務諸表の導入の意義に関して、これまでは賛否が入り交じる状況であった。本論文は、公会計財務諸表が有する可能性と不可能性の整理を通じて、地方公共団体に対するマネジメントに対して直ちに影響を与える可能性は低いものの、将来的に影響を与える可能性があるとの結論を提示したことで、論争の解決に貢献するものである。

論文審査の要旨

論文調査委員	{	主査 大石 桂一
		副査 大下 丈平
		副査 潮崎 智美

日本の地方公共団体は近年、従来の現金主義・単式簿記の会計に加えて、発生主義・複式簿記の会計に基づく財務諸表（公会計財務諸表）を作成するようになった。本論文は、そうした発生主義ベースの公会計財務諸表のもつ意思決定有用性とその限界を明らかにするものである。

本論文ではまず、公会計財務諸表は企業会計の場合とは異なり、財務健全性は測定できるが効率性・有効性は測定できないことを理論的に明確にしたうえで、米国では財務健全性の情報が地方債の格付けに反映されていること（公会計－格付関連性が発現していること）を実証的に明らかにした。次いで、米国の先行研究を参考にしつつ日本特有の勘定科目に関して調整を加えた修正後正味資産比率（NAR）という財務健全性の指標を考案し、地方債の格付けとの関連性を検証したところ、米国とは対照的に、日本では統計的に有意な関係は発見されなかった。そこで、その理由を探索すべく、統一基準が導入された2002年以降の米国各州の公会計－格付関連性を時系列的に分析した結果、それは統一的基準の導入後即時に発現したのではなく、時間の経過とともに段階的に発現したこと、その一因はNARの分散が徐々に拡大したことにあることが判明した。こうした分析をふまえ、日本の地方公共団体と米国各州のNARの分散を比較した結果、日本のNARは米国よりも有意に小さく、このような差異は日本に特有の決算収支均衡統制に起因することを明らかにした。以上のことから、日本では公会計－格付関連性が直ちに発現する可能性は小さいものの、発生主義ベースの公会計財務諸表は地方債市場において一定の意思

決定有用性を持ち、それはまた政策評価と連携させることで効率性・有効性を測定するための基盤ともなりうるという結論を導いている。

これまで、日本では地方債市場と公会計情報の関連を扱った研究はほとんど行われておらず、両者の関連に着目して実証研究を行った本論文の先駆性は高く評価できる。とりわけ、日本の地方公会計に関して、米国と比較可能な財務健全性の指標を考案し、実証分析を通じて発生主義ベースの公会計情報の有用性と限界を明確にした点に、本論文の大きな学術的貢献がある。

以上の調査結果から、本論文調査会は、原口健太郎氏より提出された論文「地方公共団体における公会計の研究－公会計財務諸表が有する測定可能性と測定不可能性－」を博士（経済学）の学位を授与するに値するものと認める。

オルガ パク (Olga PAK) 氏学位授与報告

報告番号	経済博乙第152号
学位の種類	博士（経済学）
授与の年月日	平成31年3月20日
学位論文題目	Analysis of Bank Stability and Profitability in the Eurasian Economic Union (ユーラシア経済連合における銀行の安定性と収益性に関する分析)

論文内容の要旨

This thesis examines the stability of the banking sectors of Russia, Kazakhstan and Belarus as a critical prerequisite for the successful formation of the single market for financial services in the Eurasian Economic Union (EAEU). The research work starts with a definition of financial integration; discusses its benefits and costs for economic and financial development; presents a brief historical overview of financial integration in the EU; describes the most common bank stability and profitability indicators; examines the prior literature on the relationship between bank business models, ownership types and stability measures; explores prior research works on bank funding liquidity, systemic importance and their effects on profitability. Then the thesis presents three chapters on

the descriptive and empirical assessments of EAEU banking stability, which objectives and findings are summarized next.

First, the thesis analyzes structures, regulatory frameworks and key stability indicators of EAEU banking sectors. The analysis is performed in comparison with the banking sectors of Central and Eastern European and Baltic States. It is indicated that the removal of cross-border barriers for financial services will reinforce the power of Russian banks in the EAEU through penetration of their capital in smaller member states. Harsh cross-border competition will lead to a decrease in a market share of state banks and facilitate further consolidation of the EAEU banking sectors. There is a lack of harmonization of banking regulations in EAEU member-states, which creates an unequal regulatory burden for participating banks. Russian banks' regulation is more advanced and compliant with Basel III standards for capitalization and liquidity. With respect to stability indicators, it is found that Russian banks experience high funding liquidity risk, Kazakhstani banks report excessive credit losses, whereas Belarusian banks operate at suppressed profitability. Unless regulation is strengthened and specific banking risks are properly addressed, the financial integration may lead to their dissemination in other member states and may threaten overall financial stability in the EAEU.

Second, the thesis empirically investigates the effect of bank ownership and business activities on financial (Z-score) and funding (NSFR: Net Stable Funding Ratio) stability indicators of EAEU banks. Evidence is provided that state ownership is strongly associated with a lower likelihood of bank failures and mitigates the destabilizing effect of Western sanctions. Financial stability of Eurasian banks deteriorates with size and lending growth. Funding stability of EAEU banks, however, does not depend on ownership types and mainly driven by external factors. The NSFRs of Russian and Belarusian banks are the most affected by sanctions. Greater reliance on short-term market borrowing clearly suggests a trade-off as it improves the Z-score and negatively impacts on the NSFR. Enhanced equity capitalization, however, improves both bank financial and funding stability.

Third, profit persistence is a vital component of bank stability. Therefore, the thesis empirically analyzes the

relationship between funding stability (NSFR), systemic importance and profitability of EAEU banks. The results show strong degree of stability in Net interest margin (NIM) but not in Return on assets (ROA) of Eurasian banks. Compliance with the minimum level of the NSFR will reduce both funding liquidity risk and the NIM. This, in turn, may induce EAEU banks' engagement in non-interest generating activities to support their profitability. Moreover, the evidence is provided that systemically important banks in the region operate at imprudent NSFR and lower NIM. Hence, they should be subject to tighter capital requirements. Equity capitalization positively impacts on both NIM and ROA and remains the powerful stabilizing tool for regulators. Western sanctions adversely affect the NIM of Russian banks and are not material with respect to the ROA.

The results of this research work are essentially micro-prudential. Future research should incorporate the effect of business models' risks on systemic stability for narrowing the gap between micro and macro-prudential regulations of the EAEU banking sectors.

論文審査の要旨

論文調査委員	主査	岩田 健治
	副査	加河 茂美
	副査	大坪 稔
	副査	川波 洋一
	副査	山口 昌樹

本論文は、地域的経済統合を進めるユーラシア経済連合 (EAEU) の原加盟 3 カ国 (ロシア・ベラルーシ・カザフスタン) の銀行システムについてとりあげ、金融サービス部門における EAEU 単一市場完成のための諸課題について、銀行業の安定性と収益性に焦点をあてながら、独自に収集した2000年代後半以降の豊富なデータを用いて総合的に分析している。

本論文の意義として、以下の点を挙げるができる。第1に、単一市場形成に向けて統合を進める EAEU 原加盟 3 カ国の銀行部門の構造・規制監督・安定性などについて、既に単一市場を完成させている EU (欧州連合) と比較しながら検討を行い、域内におけるロシアの銀行の優位性、競争圧力を通じた国有銀行のシェア低下、域内で不均質な銀行規制、各国銀行部門が抱える特有の課題を明らかにした点である。第2に、EAEU 原加盟 3 カ国における銀行の安定性に関して、自己資本と流動性という観点から、それぞれ Z スコア

および NSFR（安定調達比率）を用いて所有形態別に実証分析を行い、ロシアに対して2014年に実施された経済制裁の所有形態別・国別影響、規模や貸出増加率と安定性の関係、流動性ファンディングの安定性と所有形態との関係等を明らかにし、自己資本増強の重要性について指摘した点である。第3に、EAEU 原加盟国における NSFR 規制の導入および SIB（システム上重要な銀行）規制に着目して実証分析を行い、前者が流動性に係るリスクを低減させる一方で NIM（純預貸利鞘）も低下させることで金利関連以外の業務へのシフトを促すこと、システム上重要な銀行の NSFR は健全ではなくその NIM も薄いことなどについて明らかにし、この点からも自己資本の増強が銀行システムの安定性にとって重要であることを指摘した点である。

全体として本論文は、EAEU 原加盟 3 カ国の銀行に関する豊富なデータを用いて、これら諸国の銀行部門が直面する諸課題について安定性と収益性に着目しながら総合的に検討を行うことで多くの新たな知見をもたらし、従来欧米の銀行を対象に蓄積されてきた研究を EAEU に拡張することに成功している。さらに、本論文がもたらした新たな知見は、2025年の単一市場形成に向けて統合を深化させている EAEU の銀行規制に対しても重要な示唆を提供している。

以上の理由により、本論文調査委員会は、オルガ パク（Olga PAK）氏より提出された論文 *Analysis of Bank Stability and Profitability in the Eurasian Economic Union*（ユーラシア経済連合における銀行の安定性と収益性に関する分析）を博士（経済学）の学位を授与するに値するものと認める。