

一般社団法人 大阪銀行協会

# 大銀協フォーラム 研究助成論文集

第26号

2022年2月

---

2020年度研究助成

**優 秀 賞**

中央銀行デジタル通貨と銀行業務

近畿大学経済学部  
星河武志

**特 別 賞**

資産形成制度と日本家計の相対的危険回避度  
—地域金融機関のリテールビジネスへの示唆—

大阪電気通信大学  
金融経済学部  
荒木千秋

**特 別 賞**

日本企業の相談役・顧問に関する廃止・存続・死去  
アナウンスメントに対する株式市場の反応  
—一般事業会社と銀行業を対象としたイベントスタディー—

獨協大学経済学部  
松本 守

---

一般社団法人 大阪銀行協会 調査部

## 中央銀行デジタル通貨と銀行業務

近畿大学 経済学部  
星河 武志<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> 連絡先 : [hoshikawa@kindai.ac.jp](mailto:hoshikawa@kindai.ac.jp)

## 目次

1. はじめに.....	1
2. デジタル化の進展と通貨.....	1
2.1 インターネットおよびスマートフォンの普及.....	1
2.2 ブロックチェーン技術の登場.....	1
2.3 フェイスブックによる暗号通貨リブラの衝撃.....	2
2.4 通貨は誰が発行すべきか.....	3
3. 中央銀行デジタル通貨（CBDC）とは.....	4
3.1 CBDC の定義.....	4
3.2 電子マネーと CBDC の違い.....	4
決済完了性について.....	5
3.3 なぜ CBDC が必要か.....	6
3.4 CBDC の構造.....	7
一般利用型 CBDC とホールセール型 CBDC.....	7
直接型と間接型.....	7
口座型とトークン型.....	8
CBDC のオフライン機能.....	9
3.5 CBDC に対する各国の動向.....	9
4. 銀行部門への CBDC の影響.....	10
4.1 CBDC 発行における銀行部門の役割.....	10
4.2 CBDC 発行による預金の減少.....	10
4.3 デジタル銀行取付.....	11
4.4 現金取り扱いコストの削減.....	11
4.5 送金手数料の減少.....	11
4.6 クロスボーダー送金.....	12
4.7 シンセティック CBDC.....	12
4.8 給与デジタル払い.....	12
4.9 CBDC の利用料と銀行部門.....	12
4.10 その他の動向.....	16
5. まとめ.....	17
参考文献.....	18

## 1. はじめに

キャッシュレス決済は FinTech の発達とともに世界的な傾向として今後も進んでいくと考えられる。そのような状況の中で中央銀行デジタル通貨 (CBDC: Central Bank Digital Currency) が注目されている。「中央銀行デジタル通貨に関する連絡協議会における開会挨拶」の中で、日本銀行理事 内田真一氏は「現時点で分かっている技術的な要因や内外の情勢などを踏まえると、将来、「CBDC を一つの要素とする決済システム」が世界のスタンダードとなる可能性は相応にあります<sup>2</sup>と述べている。すでに CBDC を導入している国もあり、中国では中央銀行である中国人民銀行がデジタル人民元の運用テストを実際に行っている。これまでの CBDC に関する解説は野口 (2021)が詳しい。

本研究は、もしも日本において中央銀行デジタル通貨が普及した場合に銀行業務にどのような影響を与えるかを考察する。本稿の特徴として、CBDC の手数料はどのようになるかを検討し、中央銀行と銀行部門でどのように負担するかという点を検討したところである。CBDC の手数料の在り方は様々な方式が考えられるが、CBDC では一般利用者に手数料がかからず中央銀行が負担する。本稿の 4.9 節では、CBDC の手数料について中央銀行が負担する新しい方式を提案した。

本稿の構成は以下の通りである。次の第 2 節では、デジタル化の進展のうち中央銀行デジタル通貨に関連する特に重要な項目を簡単に紹介する。第 3 節では、CBDC とはどのようなものかを紹介する。第 4 節では、CBDC の導入が銀行部門にどのような影響を与えるかを検討する。

## 2. デジタル化の進展と通貨

### 2.1 インターネットおよびスマートフォンの普及

インターネットとスマートフォンの普及が進み、日々の生活の中でインターネット上の店舗から商品を購入し支払いをするなど電子取引が重要となっている。その際に、現金は受け渡しに不便であり、デジタル化社会にふさわしい決済システムが求められている。民間部門においては電子マネーやクレジットカード支払い、銀行引き落とし等の決済システムが存在するが、公的部門の現金については紙幣や硬貨のままである。民間部門においても、クレジットカード等を保有していない消費者層はインターネット上の支払いにおいて不便なままに取り残されている。

### 2.2 ブロックチェーン技術の登場

Nakamoto (2008)によるブロックチェーン技術と分散台帳の仕組みの登場とともに、ビットコインをはじめとする暗号通貨が登場し、新たなデジタル通貨の流れを作った。これまで

---

<sup>2</sup> 「中央銀行デジタル通貨に関する連絡協議会における開会挨拶」 2021 年 3 月 26 日。  
[https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2021/ko210326a.htm/](https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2021/ko210326a.htm/)

のデジタル資産の欠点として、なりすましやデータの改ざん、システムが停止すると処理できないといった問題があった。ブロックチェーン技術を用いることで、対改ざん性を持ち、分散管理・処理されることでシステムの一部が停止しても利用可能であるという特徴がある。対改ざん性については、ブロックチェーン技術を用いることでデータを連鎖的につなげ、過去の一部を改ざんしようとするとも現在までのその後のすべてのデータを書き換える必要が出てくるため、容易に改ざんできない。また、分散管理・処理されることで他のコンピュータのデータとの整合性からデータの改ざんが明らかとなる。つまり、ネットワーク上の分散されたコンピュータの大多数のデータを書き換えないと改ざんができないこととなり、事実上不可能である。特定の管理者がおらず分散管理・処理されているために、システム全体が止まることなく機能し続けるという特徴を持つ。その後、このような技術は暗号資産として様々な分野に広がり、暗号資産売買や融資などの DeFi（分散型金融、Decentralized Finance）の発展へとつながっている。現在では、仮想通貨および暗号通貨という用語も暗号資産と表記することが多い。本稿では通貨的な側面を重視するため、以下では暗号通貨と表記することとする。

このように従来の伝統的金融機関を介さずに暗号通貨を用いることでオンライン上の支払い受け取りの取引を行うことが可能となった。ギリシャ危機に続く 2013 年のキプロス危機の際には、ビットコインは国家に依存しない無国籍通貨として脚光を浴び、2021 年にはエルサルバドルが法定通貨をビットコインとするといった事例も発生した。しかし、ビットコインをはじめとする暗号通貨は価格変動が激しく、投機の対象となり、日常の決済に用いられているとはいえない。また、分散型金融の仕組みでは中央管理者がおらず、金融機関への規制を中心とした従来の金融規制の在り方にも変更が迫られている。

### 2.3 フェイスブックによる暗号通貨リブラの衝撃

2019 年にフェイスブック（現・メタ）が複数通貨のバスケットと価格が連動する暗号通貨「リブラ」（現・ディエム）の発行構想を打ち出した。フェイスブックは 29 億人の月間ユーザー数<sup>3</sup>がある。他の暗号通貨については余裕をもって見ていた主要国の金融当局も自国の通貨発行や金融のコントロールを脅かされる可能性に即座に反対し、最終的にリブラは頓挫した<sup>4</sup>。国家の通貨主権を脅かしかねないフェイスブックの新通貨リブラ構想がきっかけとなり、各国は急速に中央銀行デジタル通貨（CBDC）の計画を進めることとなった。

価格が乱高下するビットコインなどの暗号通貨と異なり、フェイスブックの暗号通貨リブラは通貨価値の安定性を改善した暗号通貨であり、ステーブルコインという仕組みとなっている。ステーブルコインとは法定通貨や他の資産などを裏付け資産として、安定した価値を維持すること目的とした暗号通貨である。例えば 1 コイン=1 円で発行され、いつでも

<sup>3</sup> 2021 年 9 月末における Facebook monthly active users より。

<sup>4</sup> 2019 年 10 月の G20 財務大臣・中央銀行総裁会議では「グローバル・ステーブルコインに関する G20 プレスリリース」が出された。

1 コインを 1 円に交換可能な暗号通貨である。ステーブルコインの発行体がステーブルコインの発行額と同額の資産（ここでは円）を保有しておけばいつでも交換が可能であり価値が安定する。ただし、ステーブルコインについても問題があり、裏付資産の不足や不十分な開示が指摘されている。固定相場制度において外貨準備が枯渇することで崩壊するように、裏付け資産の不足が起こると取り付けリスクの問題が起こる可能性が存在する。また、各国規制に差があることによる規制アービトラージ、匿名化によるマネーロンダリングやテロ資金供与リスク等が指摘されている<sup>5</sup>。今後、金融当局の規制がかかることが予想される。

フェイスブックの暗号通貨リブラは、複数通貨のバスケットと連動するステーブルコインを想定していた。このような仕組みはグローバル・ステーブルコインと呼ばれ、世界中で決済可能な仕組みであった。そのため、仮に暗号通貨リブラが普及すると国内で外国通貨を含むバスケットと連動する通貨が流通することになり、リブラという世界共通で使える通貨が新たに生まれる可能性があった。このことは、通貨は誰が発行するべきかという問題を含んでいる<sup>6</sup>。

## 2.4 通貨は誰が発行すべきか

通貨は公共財の側面がある。そのため、特定の企業や個人に有利になるようなことは望ましくなく、誰もが公平に扱える必要がある。特定の民間企業が独占的に貨幣を発行した場合、自社に有利になるような行動や排他的な行動をとることが想定される。また、通貨発行益がどこに帰属するかという問題も存在する。国家による通貨であれば通貨発行益は国民に還元されるのに対し、民間企業の通貨であれば通貨発行益は発行体の企業にのみ還元されることになる。通貨には皆が使っているから使用するというネットワーク効果があり、独占が起こりやすい。そのため、国家が発行する通貨（ソブリン通貨）が重要となる。

金融政策の側面からも国家の役割が考えられる。通貨の発行は額面の金額と限界費用を比較すると限界費用の方が小さいと考えられる。営利目的の民間企業が通貨を発行すると過剰に発行され、結果的に物価が上昇する可能性がある。営利目的の民間企業が一国全体の一般物価の動向を考慮するとは限らない。特に、自社に不利となる場合には自社の利益を損ねてまで一国全体の一般物価の安定を追求することはないと考えられる。また、一国全体の失業問題を考慮して景気の悪い時に金融緩和を行うまたは景気の良い時に金融引き締めを行うといった政策を民間企業が行うとは考えにくい。そのため、営利目的でない中央銀行が物価の安定を政策目標として、通貨の量をコントロールしている。デジタル化の進展のなか、民間のデジタル通貨に対して中央銀行デジタル通貨の検討が各国で急速に進められている。

---

<sup>5</sup> 金融庁「デジタル・分散型金融への対応のあり方等に関する研究会」（2021年11月1日、第4回）事務局資料より。

<sup>6</sup> リブラと CBDC の関連については中條(2021)が詳しい。

### 3. 中央銀行デジタル通貨（CBDC）とは

#### 3.1 CBDC の定義

中央銀行デジタル通貨（CBDC: Central Bank Digital Currency）は、「中央銀行の直接的な負債として、その国の通貨建てで提供される電子的な決済手段」と定義される。つまり、(1) デジタル化されていること、(2) 円などの法定通貨建てであること、(3) 中央銀行の債務として発行されること、という3つの条件を満たすものと定義される<sup>7</sup>。中央銀行の当座預金は中央銀行の債務であり、既にデジタル化されているため、CBDC は「伝統的な当座預金の残高とは異なる、電子的な中央銀行マネー」<sup>8</sup>であるとも定義される。

#### 3.2 電子マネーと CBDC の違い

中央銀行デジタル通貨（CBDC）は一見すると民間の電子マネーと同じであるような印象を受ける。しかし、この二つには重要な違いが存在する。以下では、中島（2021）に沿ってその違いを紹介する。CBDC と電子マネーの違いをまとめたのが表1である。

第一に CBDC は法貨であり、銀行券と同様に法的に無制限の強制通用力を持つ<sup>9</sup>。そのため、どこでも誰でも利用することができる。一方、電子マネーは使える店舗と使えない店舗が存在し、各店舗は導入していない電子マネーでの支払い・受け取りを断ることが可能である。

第二に、CBDC は現金同様に個人間の受け渡しが可能であり、受け取った CBDC を別の個人への支払いに充てることができる。一方、電子マネーはチャージした電子マネーを他者に譲渡できない。たとえば、交通系電子マネーの Suica に現金でチャージした場合、チャージした電子マネーを他者に渡すことができず、現金のように個人間で次々に受け渡しが行われるわけではない。

第三に、中央銀行が発行する CBDC には発行体の破綻リスクがない。民間の電子マネー発行体には破綻のリスクが存在する。

第四に、CBDC は利用料が無料である。これは、現金と同様に中央銀行が負担すると考えられる。一方、電子マネーでは各店舗が1～5%の利用料を負担している。各店舗の顧客の一般利用者の手数料は無料である。

第五に、CBDC は現金同様に決済完了性（ファイナリティ）を持つ。一方、電子マネーは支払い指図の電子化であり、最終的には預金が動くことで決済が完了する。たとえば消費

---

<sup>7</sup> 日本銀行ホームページより。

<sup>8</sup> カナダ銀行、イングランド銀行、日本銀行、欧州中央銀行、スウェーデン・リクスバンク、スイス国民銀行、米国連邦準備制度、国際決済銀行による「主要中央銀行による中央銀行デジタル通貨（CBDC）の活用可能性を評価するためのグループ」は、2020年10月に「中央銀行デジタル通貨：基本的な原則と特性」("Central Bank Digital Currencies: Foundational Principles and Core Features") という報告書を公表しており、その中での CBDC の定義である。

<sup>9</sup> CBDC に法的な強制通用力を持たせないことも可能である。

者が事前にチャージした電子マネーで、ある店舗の商品を 100 円で購入したとする。消費者が現金で 100 円を支払った場合は、即座に決済は完了する。しかし、電子マネーで支払った場合は、電子マネーの発行体が店舗に預金を通じて 100 円の支払いを行った時点で決済が完了する。つまり、電子マネーで支払われた段階では店舗はまだ預金を通じて 100 円を受け取る必要がある。CBDC は現金で 100 円を支払った時と同様に決済が完了する。

表 1 電子マネーと中央銀行デジタル通貨（CBDC）の違い

	電子マネー	CBDC	現金
強制通用力	なし 使える店舗と使えない 店舗が存在	あり どこでも誰でも使うこと ができる	あり どこでも誰でも使うこと ができる
発行体の破綻リスク	あり 電子マネー発行体の破 綻の可能性	なし 中央銀行の発行のため、 なし	なし 中央銀行の発行のため、 なし
個人間の受け渡し	なし チャージしたものを他 人に支払えない	あり 受け取ったものを他人に 支払うことができる	あり 受け取ったものを他人 に支払うことができる
利用料	有料 1～5% 店舗に利用料がかかる	無料 中央銀行が負担	無料 中央銀行が負担
決済完了性	なし 背後で銀行間の口座振 替が必要	あり 即時のファイナリティー あり	あり 即時のファイナリティー あり

注：中島（2021）をもとに加筆し筆者作成。

### 決済完了性について

先ほどの例で「預金動くことで決済が完了する」と表現したが必ずしも正確な表現ではない。ここで決済完了性について補足をおきたい。

通貨には現金通貨と預金通貨の二種類が存在する。現金通貨とは、日本銀行券と硬貨である。現金を渡した時点で債権債務関係が終了するため、現金通貨は決済完了性を持っている。一方、預金通貨は一覧払い（呈示されたらすぐに支払う）の要求払い（預金者はいつでも引き出せる）預金であり、普通預金や当座預金のことである。

先ほどの消費者が事前にチャージした電子マネーで店舗の商品を 100 円で購入した例では、消費者が現金で 100 円をチャージしているとする。電子マネーの利用料はここでは考えないこととする。消費者が店舗の商品を 100 円で購入し電子マネーで支払ったとする。この消費者とこの店舗の間の支払いは終了するが、ここで決済は完了しない。電子マネーの

発行体が銀行 A に口座を保有しており、消費者からチャージされた現金 100 円を銀行 A の口座に入金し保有しているとする。また、商品を販売した店舗は銀行 B に口座を保有しているとする。店舗は電子マネーで受け取った 100 円を電子マネー発行体から銀行 B の口座に支払ってもらう必要がある。そこで銀行 A は電子マネー発行体の口座から 100 円を引き落とし、銀行 B はこの店舗の銀行口座の残高を 100 円増加させる。これで電子マネー発行体とこの店舗の間の支払いは完了する。ここまでの段階でリテール決済は完了するが、ここでも完全な決済は完了せず、さらに銀行 A が銀行 B に対して 100 円を支払う必要がある。そこで銀行 A の日銀当座預金から銀行 B の日銀当座預金へ 100 円を振り替える。この段階で決済は完了する。そのため、日銀当座預金が決済完了性をもった決済手段であるといえる。このような決済完了性の観点から考えると、中央銀行が債務として発行する現金通貨と日銀当座預金の重要性が浮き彫りとなる。

### 3.3 なぜ CBDC が必要か

ここでなぜ CBDC が必要かをもう一度まとめておこう(表 2)。まず、通信技術が発達し、インターネット上で支払い受け取りを行うデジタル社会において、物理的な現金は不便である。CBDC が存在すればインターネット上での支払い受け取りを簡便化、現金の引出・預入・両替の手間を削減できる。

表 2 中央銀行デジタル通貨 (CBDC) が必要な理由

CBDC が必要な理由
● デジタル化した社会と現金の相性が悪い (インターネット上での支払い受け取りを簡便化、現金の引出・預入・両替の手間を削減)
● 実現可能な技術の出現 (インターネット・スマートフォンの普及、ブロックチェーン技術の出現)
● 公共財であるマネーの民間プラットフォーマーによる集中や独占、分断を阻止
● 他国の CBDC が自国で流通する可能性を阻止
● 自国の通貨主権の維持
● 電子決済の規格の統一
● 世界的な高額紙幣廃止の流れ
● 地方の過疎化による現金へのアクセスの悪化

巨大 IT 企業が参入する現在、公共財である通貨の民間プラットフォーマーによる集中や独占、排他的な行動や分断を阻止する必要がある。相互に排他的な民間の決済サービスの乱立が起こると相互運用性が低くなる。ルールや規格の統一に公的部門が関与することも重要である。匿名性の高い現金は、影の経済(the shadow economy)にも貢献している。そのため、世界的に高額紙幣廃止の流れがある。国外からの CBDC 導入の要因も考えることが

できる。他国の CBDC が自国で流通する可能性を阻止し、自国の通貨主権の維持も CBDC 導入の要因となると考えられる。通貨はネットワーク外部性があり、通貨は公共財であるため、公的部門の役割が存在する。

### 3.4 CBDC の構造

#### 一般利用型 CBDC とホールセール型 CBDC

CBDC には大きく分けて一般利用型(またはリテール型)CBDC とホールセール型 CBDC の二つの分類がある。ホールセール型 CBDC は「金融機関間の大口の資金決済に利用することを主な目的として、中央銀行から一部の取引先に提供」<sup>10</sup>される CBDC である。ホールセール型 CBDC は、利用者を大口の金融機関などに限定した電子的な中央銀行マネーである。ただし、すでに日本銀行の当座預金は電子化されており、ホールセール型 CBDC はそれほど重要な論点として本稿では取り上げない<sup>11</sup>。

一般利用型 CBDC は現金通貨と同様の機能を持ち、多くの個人や一般企業などが利用することを想定した CBDC である。CBDC をスマートフォンのアプリや IC カードに入れ、現金のように個人間・企業間で日々の支払いなどに用いられることを想定している。本稿では、一般利用型 CBDC を中心に取り上げる。

#### 直接型と間接型

一般利用型 CBDC の構造には直接型と間接型の二種類が考えられている。直接型は、中央銀行が各個人や各企業に直接 CBDC を発行する形態をいう。直接型では、中央銀行に各個人や各企業が CBDC 口座を開設し、各個人や各企業は現金または預金と交換で CBDC を得る(図 1 の直接型)。直接型の一般利用型 CBDC はいくつかの問題が存在する。第一に、中央銀行がすべての口座や取引を管理する必要がある。口座開設時の本人確認や口座管理をすべて中央銀行が対応するのは非現実的である。第二に、直接型の場合は銀行預金から中央銀行の CBDC 口座にシフトが起こる可能性が指摘されている。仮に人々が銀行口座ではなく、中央銀行の口座に CBDC として直接預け入れをするようになった場合、銀行預金が減少し、銀行貸出の減少につながる。中央銀行は預入された CBDC をもとに個別企業に融資を行わないため、結果的に社会的に大きな損失が発生する。また、直接型よりも間接型の方が民間の活力を生かすことで、プログラマブルな決済や使いやすいインターフェースなどが期待される。そのため、直接型ではなく、次の間接型が有力視されている。

間接型とは、中央銀行が CBDC を発行し、銀行等の仲介機関が間に入り、一般の利用者に対応するという形態である。現在の現金である日本銀行券は、日本銀行が日銀当座預金と引き換えに銀行に対して現金を供給している。銀行は銀行預金と引き換えに現金を企業や

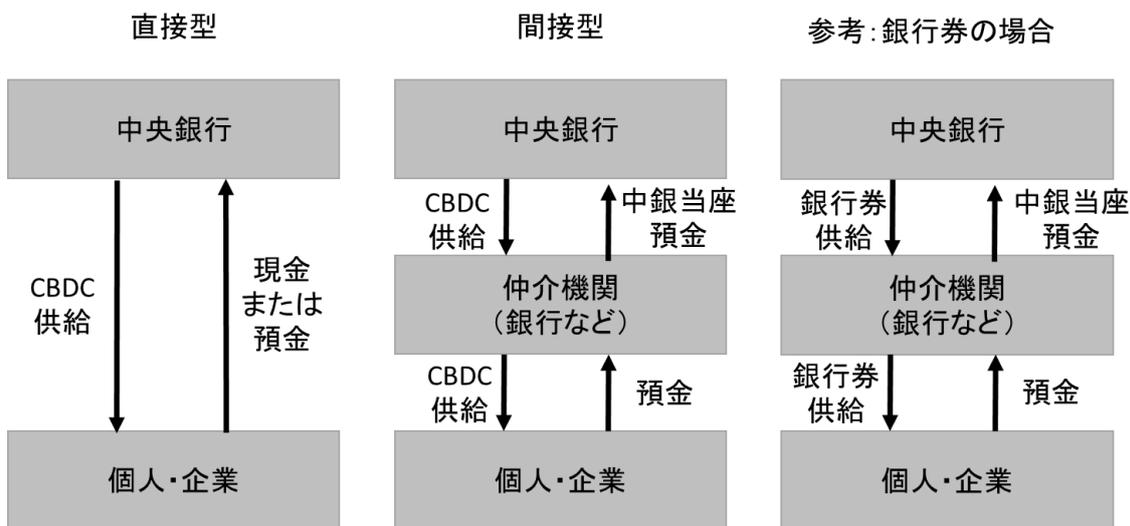
---

<sup>10</sup> 日本銀行(2020)「中央銀行デジタル通貨に関する日本銀行の取り組み方針」

<sup>11</sup> ホールセール型 CBDC についても様々な改良の提案がなされている。

個人に対して供給している（図1の銀行券の場合）。つまり、中央銀行と民間部門の二層構造となっている<sup>12</sup>。日本銀行は、CBDCも同様に間接型で供給することを検討している（日本銀行, 2020）。つまり、各個人や各企業は現金または預金と交換することでCBDCを得る。銀行は中央銀行当座預金と交換でCBDCを得る形となる（図1の間接型）。

図1 CBDC発行の直接型と間接型



### 口座型とトークン型

一般利用型 CBDC には口座型とトークン型がある<sup>13</sup>。口座型 CBDC は、中央銀行が管理する中央銀行 CBDC 口座に預け入れることで保有する。個人 A から個人 B への支払いは、個人 A の CBDC 口座から引き落とし、個人 B の CBDC 口座に増額記帳することで完了する。トークン型 CBDC は、金銭的価値が組み込まれたデータ（トークン）自体である。個人 A から個人 B への支払いは、トークンを個人 A から個人 B に移転することで完了する。トークンを用いる方がより現金の受け渡しに近いイメージである。日本銀行によると、トークン型とは「保有者 ID と、当該 ID が保有するトークン ID（識別可能な金銭データ）の群が台帳上に記載され、保有者 ID とトークン ID の紐づけを変更することで、送金等が実行されるシステム」<sup>14</sup>としている。口座型は引き落としから増額記帳までのタイムラグが存在し、トークン型は受け渡し時点で完了するという違いがある。また、トークン型は銀行口座を保有しない層にも扱いやすいという利点があるが、銀行口座を保有しない層が扱うト

<sup>12</sup> 間接型の場合、個人・企業と中央銀行の間に仲介機関がひとつではなく複数入る多層構造もあり得る。

<sup>13</sup> 口座型とトークン型の分類はデータの構造に基づく分類など様々な分類法があるため注意が必要である。

<sup>14</sup> 日本銀行(2021)「事務局説明資料（第1回中央銀行デジタル通貨に関する連絡協議会）」より。

クン型 CBDC は本人確認の問題も存在する。また、法的な扱いについても違いが存在するが、口座型とトークン型の違いは技術的な違いであり、本稿ではこれ以上詳細には踏み込まない。

### CBDC のオフライン機能

CBDC は基本的にオンラインを主軸に考えられており、災害時やシステム停止時のオフライン機能をどのようにするかという問題がある。CBDC のオフライン機能の実現はコストがかかるため、当面は現金が担当すると考えられる。しかし、現金と CBDC の二つを同時に管理することになると管理の手間が増えるだけになってしまう。将来的には、CBDC を中心として、紙幣は補助的な役割に限定するように高額紙幣を廃止するなどの対処が必要であると考えられる。CBDC の導入後 ATM が削減されると、過疎地域の現金へのアクセスは悪化する。この点についても考慮する必要がある。

### 3.5 CBDC に対する各国の動向

国際通貨研究所(2021a、2021b)をもとに各国の動向を簡単にまとめておく。バハマは 2020 年 10 月 20 日に CBDC のサンドダラーを導入し、カンボジアは 2020 年 10 月 28 日に CBDC のバコンをすでに導入している。バハマは国土に離島が多く、現金の輸送にコストがかかり、また小国であるため導入しやすい環境にあった。カンボジアは米ドルが流通するなか、自国通貨の地位向上の狙いもある。ナイジェリアも 2021 年 10 月 25 日に CBDC の eNaira を導入している<sup>15</sup>。中国はデジタル人民元の実証実験をすでに各地で実施しており、北京で開催される 2022 年冬季オリンピックに導入したいという思惑がある。もともと現金の利用が低いスウェーデンも e クローナの実証実験を行っている。欧州中央銀行(ECB)もデジタルユーロの導入準備を進めている。日本銀行も 2021 年 4 月に CBDC について概念実証フェーズ 1 をスタートしている。その他、各国中央銀行が積極的に調査検討を行っている状況となっている。

バハマの場合、CBDC 発行から 1 年が経過しているが、流通量は現金の 1%未満にとどまり、国民の認知度も低いままとまっている<sup>16</sup>。利用勝手の悪さから CBDC が思っていたほど広まっていないというバハマの例は参考となる。

---

<sup>15</sup> IMF COUNTRY FOCUS. Five Observations on Nigeria's Central Bank Digital Currency. By Jack Ree IMF African Department, November 16, 2021.

<sup>16</sup> 日本経済新聞、2021 年 10 月 22 日、朝刊 12 ページ

## 4. 銀行部門への CBDC の影響

### 4.1 CBDC 発行における銀行部門の役割

中央銀行が CBDC を間接型で発行する可能性が高く、銀行等の仲介機関が間に入り、一般の利用者に対応することになる。銀行部門は従来通り重要となってくる。中央銀行が不慣れた CBDC を直接発行して、それほど利用されないリスクの回避のために民間部門が担当することが必要である。CBDC の普及が進まなかった場合、貨幣の一般受容性の観点から問題である。受け取りを好まれない場合、CBDC は「いつでも、どこでも使える」そして「広く人々に受け入れられる」という一般受容性という貨幣の重要な役割を満たせなくなる。また、資金洗浄の防止 (AML: anti-money laundering)、テロ資金供与対策(CFT: combating the financing of terrorism)および顧客確認の観点から銀行が取り扱うことが重要であると考えられる。

### 4.2 CBDC 発行による預金の減少

すでに手元にある現金と CBDC を交換する形で CBDC が普及した場合には銀行預金は減少しない。この場合は現金と CBDC が置き換わる形になるため、銀行預金には影響が出ない。しかし、現状では現金との交換だけではなく銀行預金との交換によっても CBDC が発行される可能性が高い。

銀行預金を対価に CBDC が払い出される形で CBDC が利用されると、銀行部門から CBDC へ流動性の流出が起こる可能性がある。特に、個人が中央銀行に直接口座を保有する直接型 CBDC の場合、流出の可能性が高い。預金金利が非常に低い現状では、無利子である CBDC への流出の規模も大きくなる。このような流出が起こると、銀行システムから中央銀行へ流動性が移転することになり、銀行部門は貸出原資が減少することになる。前述の通り、中央銀行の CBDC 口座に預け入れられた民間部門の資金は貸し出しに回ることはない。そのため、資金余剰部門の資金が資金不足部門に貸し出しされることがなく、資金活用の効率性や経済成長を阻害する。そのため、預金への影響がそれほど出ないように CBDC の保有制限が課される可能性が高い。現金の場合は無限に保有することが可能であるが、CBDC の保有は上限が設定される可能性がある。間接型の場合であっても個人や企業が銀行預金を減らして CBDC 保有額を増加させるため、銀行預金から CBDC 口座への振り替えが起こる。この際にも CBDC の保有制限が必要であると考えられる。CBDC の保有上限を設けることは現金と CBDC に非対称な違いができることになる。銀行口座と紐づけされないトークン型 CBDC の場合、銀行を経由しない可能性もある。プリペイドカードのように、現金でトークン型 CBDC の残高をチャージするようなイメージである。

現金には技術的に利息がつけられなかったが、CBDC に付利を行うことは技術的に可能である<sup>17</sup>。CBDC に付利が行われた場合、銀行預金との競合が起こることになる。

---

<sup>17</sup> 付利を行う場合、中央銀行がその利息を負担することになると考えられる。正の金利だ

個人が現金を銀行に預金した場合、銀行は貸出に回すことができる。銀行が管理する CBDC 口座に個人が CBDC を預金した場合には銀行が貸出に回すことができない<sup>18</sup>。これは CBDC の預け入れと現金の預け入れで信用創造に違いが生まれる。CBDC を銀行が預かった場合、貸出に回すことが可能になるような仕組みとした方が金融仲介機能を高め、貸出の減少を抑えることができる。CBDC の保有上限を課すよりも銀行の CBDC 口座に預け入れられた CBDC は預金と同様に貸し出しに回せるようにした方が、銀行の信用創造機能を制限せず、銀行にとっても無利子で CBDC 預金を集めることができる。この場合、CBDC 口座の管理は銀行預金並みの規制が必要であると考えられる。CBDC の保有上限を上回った場合は自動的に預金に組み込まれるようにする自動入出金（スイープ）サービスを行うという方法も考えられる。

CBDC が普及することで銀行部門にとって最も安価な資金調達手段である預金調達の不安定性が増す可能性がある。CBDC との競合によって、預金調達のためにより高い銀行預金金利を設定しなければならない可能性がある。各銀行が様々な CBDC のアプリを発行するような形態となる場合、地方銀行や小規模金融機関は独自で対応が困難となる可能性がある。そのような場合、メガバンクに預金が集まる可能性がある。

#### 4.3 デジタル銀行取付

金融危機が発生した場合には、デジタル銀行取付（Digital Bank Run）の可能性が存在する。従来の銀行取付であれば、不安に感じた預金者が引き出しに銀行窓口や ATM に殺到することになるが、CBDC が存在するとスマートフォン上で容易に資金を銀行口座から CBDC 口座に移動することができるため急速に預金の引き出しが行われる可能性がある（柳川・山岡 2019）。また、現金のように預金を引き出した後に大量の紙幣を保管するコストも CBDC の場合はかからない。

#### 4.4 現金取り扱いコストの削減

銀行部門にとって現金の取り扱いを減らすことができ、現金の輸送や ATM 維持管理費の削減も可能となる。ただし、新たに CBDC に関して、導入・管理運用のコストが発生し、現金と CBDC が並行して利用されると両方のコストがかかることとなる。

#### 4.5 送金手数料の減少

CBDC が送金の中心的役割を担っていくことになると、銀行振込などの手数料の低下圧力がかかると考えられる。また、間接型 CBDC が発行されると、銀行以外の送金業者も参入すると考えられ統一規格の下で競争が促進されるため、送金手数料は低下すると考えら

---

けでなく、マイナスの金利も可能であると考えられるがここでは取り上げない。

<sup>18</sup> CBDC は中央銀行の直接の負債となるため、銀行部門のバランスシートに現れない形になる可能性もある。

れる。

#### 4.6 クロスボーダー送金

国境をまたいだ送金についても各国の中央銀行の CBDC を介する形でクロスボーダー送金が行われる可能性が存在する。2021 年 10 月 13 日の「中央銀行デジタル通貨 (CBDCs) とデジタル・ペイメントに関する G7 財務大臣・中央銀行総裁声明」においても「我々は、潜在的に CBDC がクロスボーダー決済の改善について役割を果たしうることを踏まえ、クロスボーダーでの相互運用性を考慮することの重要性に留意する」と述べている。米国の銀行 J.P. Morgan らのレポート<sup>19)</sup>によると、各国の CBDC のネットワークによって世界の企業のクロスボーダー決済のコストを年間 1000 億ドル削減する可能性があると述べている。

各国 CBDC の連携により、これまでクロスボーダー決済の中心的な役割を果たしてきたコルレス銀行に大きな影響を与える可能性がある。

#### 4.7 シンセティック CBDC

シンセティック CBDC は全額を中央銀行に準備として保有することで銀行が発行する合成 CBDC のことである。例えば、100 億円分の CBDC を中央銀行に準備として保有して民間銀行が 100 億円分のシンセティック CBDC を発行する。ステーブルコインの CBDC 版のようなものである。シンセティック CBDC は厳密には CBDC ではない<sup>20)</sup>。個別金融機関が発行する CBDC を担保とした新たな民間デジタル通貨といえる。ただし、銀行にとって預金とは異なり、準備として 100% の CBDC を保有することになるため、貸し出しに回すことができない。そのため、貸し出しを通じた信用創造効果が小さくなる。中央銀行にとっては準備を預かるのみでシンセティック CBDC は直接関与せずに済むというメリットはあるものの、民間のシンセティック CBDC の乱立、囲い込み、集中、独占などが発生する可能性がある。

#### 4.8 給与デジタル払い

給与が CBDC によって支払われることになると、給与を預金口座に自主的に移さない限り銀行預金から CBDC へ流出が発生する可能性がある。

#### 4.9 CBDC の利用料と銀行部門

CBDC を導入する際に利用料の負担はどのようになるのであろうか。中央銀行デジタル通貨に関する法律問題研究会 (2020) は、手数料に関して次のように述べている。「CBDC

---

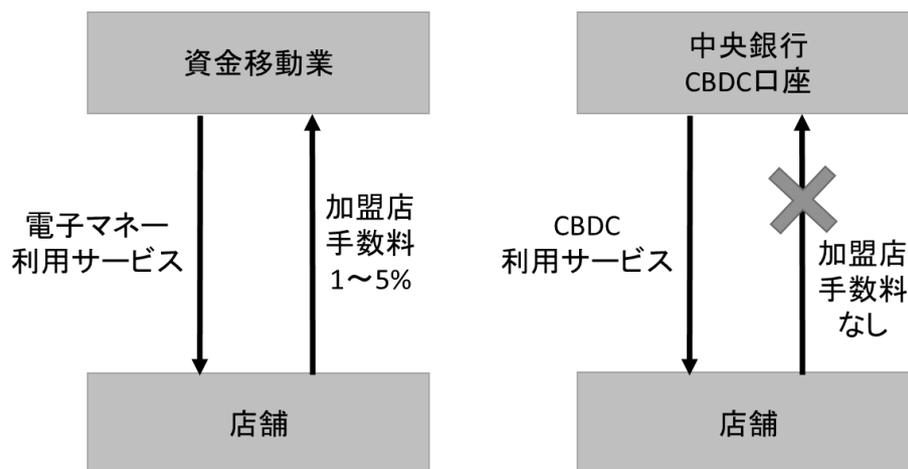
<sup>19)</sup> Oliver Wyman and J.P. Morgan (2021). “mCBDCs - Unlocking 120 billion value in cross-border payments”

<sup>20)</sup> 主要中央銀行による中央銀行デジタル通貨 (CBDC) の活用可能性を評価するためのグループ (2020) 「中央銀行デジタル通貨：基本的な原則と特性」

の発行や利用に当たり、日本銀行が手数料を徴収することについてはどのように考えるべきか。この点、日本銀行は、決済サービスの提供に当たり、システム開発・維持等のインフラ整備に要する費用を、基本的に日本銀行自身が負担するとの見解を示している。(中略) CBDC の発行や利用にかかる手数料については、政策的見地から無料あるいは原価を大幅に下回る水準<sup>21)</sup>に設定されると考えられる。CBDC は現金同様に「誰もがいつでも何処でも、安全確実に利用できる決済手段」というユニバーサル・アクセス (Universal access) の条件を満たす必要がある。官業による民業圧迫となるものの公共性を考慮すると正当化できるとのことである。仮に手数料を課す場合は直接型 CBDC では、①一般利用者の送金 (CBDC の移転) ごとの賦課や、②一般利用者の保有残高への賦課、③CBDC による支払いを受け入れる小売店からの徴求等が考えられる、としている。間接型 CBDC の場合、仲介機関に対して、発行手数料の賦課のほか、CBDC 口座の保有残高への賦課や CBDC 口座間での決済件数に応じた賦課等が考えられるとしている。すでに電子化されている日本銀行の当座預金や日銀ネットの利用には手数料がかかる<sup>22)</sup>。しかし、紙幣等の現金との競合を考えると、CBDC 普及促進のためにも中央銀行は一般利用者に手数料を課すことは難しい。

CBDC の利用料の在り方は、CBDC の普及の側面からも重要である。そこで、現在の資金移動業による電子マネーの利用料の在り方から CBDC の利用料の在り方を考える。図2の左側は電子マネーを利用する際の資金移動業と加盟店舗の関係を表した図である。消費者が電子マネーを店舗で利用する場合、電子マネー決済の加盟店である店舗は決済手数料として1～5%を支払っている。資金移動業は電子マネーの利用という利便性を提供している。

図2 資金移動業と直接型 CBDC の対比

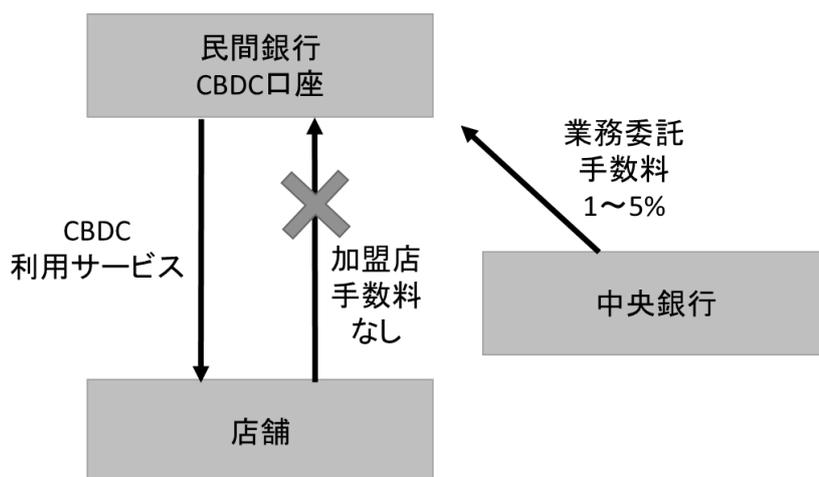


<sup>21)</sup> 中央銀行デジタル通貨に関する法律問題研究会 (2020) 「中央銀行デジタル通貨に関する法律問題研究会報告書」金融研究第 39 巻第 2 号

<sup>22)</sup> 日本銀行「当座勘定取引、準備預り金取引および日銀ネットの利用に関する手数料および料金」を参照。

図2の右側は中央銀行が直接型でCBDCを発行した場合の図である。資金移動業の役割を中央銀行が行うこととなり、資金移動業が行っているすべての実務を行いながらなおかつ加盟店からの決済手数料を取らないことになる。当然、システムの維持費、取引のチェック、様々な顧客対応など、中央銀行には大きなコストがかかることになる。直接型CBDCのコストは中央銀行の負担となる。前述の通り、中央銀行がすべての個別取引にかかわることは難しいため、間接型でCBDCを発行することが現実的である。

図3 間接型CBDCと手数料



仮に銀行業がCBDCの運営の実務を担う場合を考える。直接型CBDCではシステムの維持費、取引のチェック、様々な顧客対応などの大きなコストを中央銀行が負担するが、そのコストが間接型CBDCでは銀行部門に掛かってくることになる。しかし、加盟店手数料または決済手数料を徴収できないというCBDCの特徴から銀行部門はこのコストの負担をどこかに求めなければならない。現金との競合から消費者に利用料を転嫁することもできない。直接型CBDCでは中央銀行が負担するわけであり、中央銀行が手数料を負担することで銀行部門はこれらのコストを回収できる(図3)。中央銀行が一定の手数料をコストとして負担することで、民間銀行はコストを削減する誘因が生まれる。銀行部門は中央銀行から支払われる手数料と実際にかかる費用の差額を利益とすることができ、民間の活力を用いて決済費用の削減が可能となる。中央銀行がこのコストを支払わない場合はどのようなであろうか。銀行部門はもともと小口のリテール決済を取り扱う誘因が少ない。銀行部門がCBDCによるリテール決済業務に消極的であった場合は、資金移動業が中心となる可能性もあるが手数料を取れないのであれば誘因がない。中央銀行は公益性のために手数料なしで実施することが可能であっても、民間部門はCBDCを取り扱うためにはそれに見合っただけの利益が必要となる。このような仕組みであれば、店舗や個人はCBDCの利用に費用が掛からず、銀行部門は業務に見合う収入を得られる。また、中央銀行はデジタル通貨の新規発行によって費用を支払うことが可能となる(表3)。デジタル通貨の場合、中央銀行

の費用の負担はデータ上の数値を変更するのみであるため可能ではないかと考えられる。ビットコインにおいては、マイナー（採掘者）が運用を支えており、そのマイナーへの報酬はビットコインの新規発行によって賄われている。銀行部門はマイナーのように CBDC の運用を支える役割を果たす形となる。少額 CBDC 口座の維持管理手数料を中央銀行から得るという形もあり得る。

表3 間接型 CBDC における手数料の負担

中央銀行による手数料負担のモデル	
●	店舗は手数料がかからない
●	個人も手数料はかからない
●	銀行は CBDC 運用実務を担い、手数料収入を得る
●	中央銀行はデジタル通貨の新規発行によって費用を負担

現金の輸送費や ATM 維持管理費などの現金取り扱い費用と CBDC を取り扱うことの費用を比較し、

$$\text{現金取り扱い費用} > \text{CBDC 取り扱い費用}$$

となっているならば、年間のコストの削減によって利益が出るため、手数料が無料であっても CBDC の取り扱いは可能かもしれない。この場合は CBDC によって規格を統一し、ルールを定めることで自然と CBDC は普及する可能性がある。当面、現金は廃止されないと考えると銀行部門には現金と CBDC の両方の取り扱いコストがかかってくることになる。CBDC の保有上限を設けた場合は、少額決済用の口座が数多くできることになり、銀行部門が取り扱う誘因が減少してしまうという点にも留意が必要である。個人間の現金の受け渡しは手数料がかからない。個人間の CBDC の受け渡しにも手数料がかからないのであれば、民間銀行が維持管理のコストを負担する誘因が少ない。振込手数料を取ることは可能なのか、といった点も検討する必要がある。

中央銀行にとってもこのスキームはメリットがある。民間金融機関が預け入れている中央銀行 CBDC 口座または日銀当座預金に CBDC 運用コストを増額記帳することで、年間の膨大な取引を民間に任せて実務を負担してもらうことができる。国民が CBDC を預け入れている民間機関が破綻した場合、預け入れている国民への影響は大きい。特に、CBDC の保有上限を付けない場合、CBDC を預け入れる金融機関は銀行預金並みの規制が必要となる。銀行部門に課せられた厳しい規制は無意味なものではなく、これまでの歴史的経験から必要とされた規制が課されている。資金洗浄の防止、テロ資金供与対策および顧客確認の観点からも銀行部門の重要性はかわらない。CBDC を取り扱う金融機関が銀行部門であれば中央銀行の金融監督業務は容易になる。CBDC 導入に対して既存の金融機関との協調が必要であり、銀行部門にも CBDC 導入・運用の労力にあった対価が必要である。中央銀行は、この手数料率を金融政策変数として上下させることも可能であると考えられる。手数料を

多く支払えば金融機関に流動性を供給することとなり、金融緩和の効果を持つと考えられる。反対に、この手数料を減少させると、金融機関は手数料収入が減ることで手元資金が減少し、流動性が減少する。手数料率の操作によって新たな金融政策ツールを獲得することが可能となる。通常、中央銀行が民間銀行から国債を購入することで流動性を供給するが、国債の代わりに民間の CBDC 運用サービスを日銀が購入する形で流動性を供給する。ただし、手数料率の頻繁な変更は混乱を招く可能性がある。銀行部門に CBDC 手数料を払う場合には他の仕組みより望ましいと国民が納得する正当な理由が必要である。法的な論点や通貨発行益と中央銀行のバランスシート問題については、別途検討する必要がある。

#### 4.10 その他の動向

米国の JP モルガン・チェースは 2020 年にデジタル通貨「JPM コイン」を発行し、すでに世界の 100 行以上が利用を始めている<sup>23</sup>。我が国においても 74 の企業・銀行・自治体・団体が参加する「デジタル通貨フォーラム」はデジタル通貨 DCJPY のホワイトペーパー<sup>24</sup>を発表している。民間の DCJPY のような計画と中央銀行の CBDC は相互に協調していく必要があると考えられる。

今後、民間のデジタル通貨が普及したとしても CBDC の計画は進むと考えられる。既に WeChat Pay や Alipay のモバイル決済が幅広く利用されている中国においてもデジタル人民元が構想されている。スウェーデンの民間銀行が共同で運営する Swish の利用が増加し、キャッシュレス化が進むスウェーデンでも CBDC は検討されている。民間デジタル通貨と CBDC は排他的なものではないが CBDC の影響は大きく、公的部門による協力、支援やサポートが必要であると考えられる。

警備会社 ALSOK がジビエ事業に参入したという報道があった。その参入理由が次のように述べられている。「今から先は現金自体もほぼ電子マネーに代わる。ALSOK は現金輸送の基地が山ほどあるが、仕事と同じように存続するのか警備会社として考えなければいけない (ALSOK 千葉の竹内崇取締役)」<sup>25</sup>。このように、様々な業界に影響を与えることになる。

アップル社の Apple Pay やアマゾン社の Amazon Pay、Google の日本国内の送金サービスの検討など、世界的な IT 企業が金融業界に参入する兆候がある。また、米国のゴールドマン・サックス傘下のゴールドマン・サックス・バンク USA 東京支店が日本で銀行業免許を取得している。決済の仕組みの根幹部分を外国企業に委ねることになりかねないため、CBDC を通じた統一した規格で決済の仕組みを検討することは有益である。

ビットコインは世界中から利用可能であることを考えると、CBDC もインターネットに

---

<sup>23</sup> 日本経済新聞 2021 年 11 月 25 日 朝刊 3 ページ

<sup>24</sup> デジタル通貨フォーラム「DCJPY (仮称) ホワイトペーパー」2021 年 11 月

<sup>25</sup> 「警備会社大手 ALSOK がジビエ事業に参入 一体なぜ? 【WBS】」2021 年 10 月 29 日。 <https://news.yahoo.co.jp/articles/2cdbeaf30669ba9ba94ad8cd2cca87ffe555127d>

つながれば世界中から利用可能となる可能性がある。そのため、いち早く国内の決済の仕組みを日本円による CBDC で固めてしまい他国の CBDC が流通することを排除した方が良いように感じられる。表4はここまでの銀行部門への CBDC の影響について考えられるものをまとめたものである。

表4 銀行部門への CBDC の影響のまとめ

銀行部門への CBDC の影響
<ul style="list-style-type: none"> <li>● CBDC を間接型で発行する可能性が高く、銀行部門は従来通り重要</li> <li>● 預金の減少のリスク</li> <li>● デジタル銀行取付の可能性</li> <li>● 現金取り扱いコストの削減</li> <li>● CBDC に関する新たなシステムの導入と維持管理のコストが発生</li> <li>● 地方銀行や小規模金融機関は CBDC 対応が困難</li> <li>● 現金と CBDC が並行して利用されることによる管理コスト</li> <li>● 送金手数料・クロスボーダー送金手数料の減少</li> <li>● シンセティック CBDC 発行の可能性</li> <li>● CBDC による給与デジタル払いの発生</li> <li>● CBDC の利用料はどのようになるか</li> <li>● IT 部門の強化は必須</li> </ul>

## 5. まとめ

デジタル化社会の進展とともに、巨大 IT 企業のプラットフォーマーの台頭によって寡占的となっており、中央銀行も民間銀行も IT 部門の強化の必要性が迫っている。CBDC は通貨における公平な競争を促進することに貢献できる可能性がある。中央銀行が物価や GDP の調査に CBDC の利用データを用いることや消費税の自動的納付といった税務との連携なども考えられる。CBDC の利用データを用いる場合、プライバシーの観点から他の政府部門からの圧力に屈しない日本銀行の独立性が重要となる。本稿では、デジタル化の進展と通貨、CBDC とはどのようなものか、CBDC の導入が銀行部門にどのような影響を与えるかを紹介した。また 4.9 節では CBDC の手数料について考察した<sup>26</sup>。

現金比率が高くキャッシュレス化が遅れている日本において CBDC が不便なものとなると普及が進まない<sup>27</sup>。CBDC が導入される際には国民にとって有益な仕組みとなる必要がある。CBDC の普及のために、民間との共存、手数料の在り方、便利なインターフェースの開発、開始時点で各国民の CBDC 口座に 10 万円程度入れた状態でスタートするなど、普

<sup>26</sup> Bindseil, Panetta, Terol (2021)は異なるタイプの手数料・報酬の構造を考察している。

<sup>27</sup> 日本において現金が利用される理由として、電子マネーの乱立や手数料の高さの他に紙幣が高品質であること、治安の良さ、低金利などの理由がある。

及させるために様々な努力も必要であると考えられる。将来的には、銀行員がお札を数える練習は要らなくなるかもしれない。

## 謝辞

本研究は、令和2年度大銀協フォーラム研究支援を受けている。ここに謝意を表す。なお、本稿の誤謬はすべて筆者のものである。

## 参考文献

国際通貨研究所(2021a)「世界で検討が進む CBDC の動向と今後の方向性について(志波和幸、潮田玲子)」、nl2021.01、2021年3月31日

国際通貨研究所(2021b)「中央銀行デジタル通貨(CBDC)をどうみるか ～先行する中国・カンボジア・スウェーデンの戦略と課題～ (小早川 周司)」ir2021.01、2021年4月1日

中央銀行デジタル通貨に関する法律問題研究会 (2020)「中央銀行デジタル通貨に関する法律問題研究会報告書」金融研究第39巻第2号

中島真志 (2021)「中銀デジタル通貨を巡る国際的な動向といくつかの論点」、日本金融学会2021年度春季全国大会、共通論題テーマ：中銀デジタル通貨 (CBDC) のインパクト

中條誠一(2021)「未来の通貨」 はリブラか中銀デジタル通貨かーリブラのような民間の通貨発行に警鐘を鳴らすー。経済学論纂, 61(5・6), 75-98.

日本銀行 (2020)「中央銀行デジタル通貨に関する日本銀行の取り組み方針」

野口悠紀雄 (2021)『CBDC 中央銀行デジタル通貨の衝撃』新潮社。

柳川範之・山岡浩巳 (2019)「情報技術革新・データ革命と中央銀行デジタル通貨」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.19-J-1

小早川周司 (2019)「中央銀行デジタル通貨に関する一考察-具体的な設計とそのインプリケーション」 明治大学政治経済研究所、政経論叢 87(3-4), 91-131, 2019-03-22

主要中央銀行による中央銀行デジタル通貨 (CBDC) の活用可能性を評価するためのグループ (2020)「中央銀行デジタル通貨：基本的な原則と特性」(原題：Central bank digital currencies: foundational principles and core features)

Bindseil, Ulrich., Fabio Panetta, Ignacio Terol. (2021). Central Bank Digital Currency: functional scope, pricing and controls. ECB Occasional Paper Series No 286.

Nakamoto, Satoshi (2008). Bitcoin: A Peer-to Peer Electronic Cash System.”  
<https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>

Oliver Wyman and J.P. Morgan (2021). mCBDCs - Unlocking 120 billion value in cross-border payments.

資産形成制度と日本家計の相対的危険回避度  
—地域金融機関のリテールビジネスへの示唆—

大阪電気通信大学 金融経済学部  
荒木 千秋

## 目次

1. はじめに
  2. 資産形成制度と地域金融機関における投資信託販売の現状
    - 2-1. 日本での投資信託販売残高
    - 2-2. 個人向け証券制度の拡充
      - 2-2-1. 少額投資非課税制度 (NISA)
      - 2-2-2. 確定拠出年金制度 (DC 制度)
    - 2-3. 地域金融機関における投資信託販売
  3. 相対的危険回避度による家計の金融資産保有行動
    - 3-1. 相対的危険回避度の先行研究
    - 3-2. 相対的危険回避度の推定式
  4. 相対的危険回避度の推計結果
  5. 相対的危険回避度における考察
  6. 結論と地域金融機関の今後の展望
- 参考文献

## 1. はじめに

本稿の目的は日本における家計の金融資産選択行動について、証券税制等における資産形成制度の整備で安全資産からリスク資産へ選択の変化があったのかを検討することである。その結果を踏まえた上で、地域金融機関におけるリテールビジネスへ在り方を考察する。

1996年の金融ビッグバン以降、銀行における窓販投信解禁・保険解禁・インターネット専用証券の台頭など、家計が金融資産選択を行う上での選択肢が拡充してきた。サービス面での拡充だけでなく、2014年には家計が資産形成を行う上で、税制面のメリットが得られるような資産形成制度も整っている。日本版金融ビッグバンによる銀行による窓販投信の開始等は金融機関のリテールビジネスの第一次転換期、2014年以降のNISA制度等の家計に対する資産形成制度の整備は、第二次リテールビジネス転換期と捉えることができる。

地域金融機関を家計側から捉えると、居住地域の金融機関として身近な存在である点、支払決済機能を有するため日常的に家計との接点も多い点など、家計が資産形成を行う上で最適な提案ができる立場にある。そのため、地域金融機関は金融商品の提案と公平な情報提供を通して、家計の金融リテラシーの向上に寄与する役割が望まれる。しかしながら、インターネットバンキングによるネット環境での利便性の向上や、ネット専用証券の台頭など家計が接点を有するチャンネルの変化により、地域金融機関の役割も変化している。

そこで本稿は、家計の資産形成制度の整備や、リーマン・ショック、アベノミクスなどの経済環境の変化を経験した日本家計の相対的危険回避度を推定し、結果を基に地域金融機関の発展性の可能性について述べる。

以上を踏まえ、本稿は以下の通りである。第2節では資産形成制度等と地域金融機関における投資信託販売の現状について確認する。第3節では、日本家計の金融資産選択行動として、相対的危険回避度の推定を行う。第4節では計測データを概観し、第5節では考察を行う。

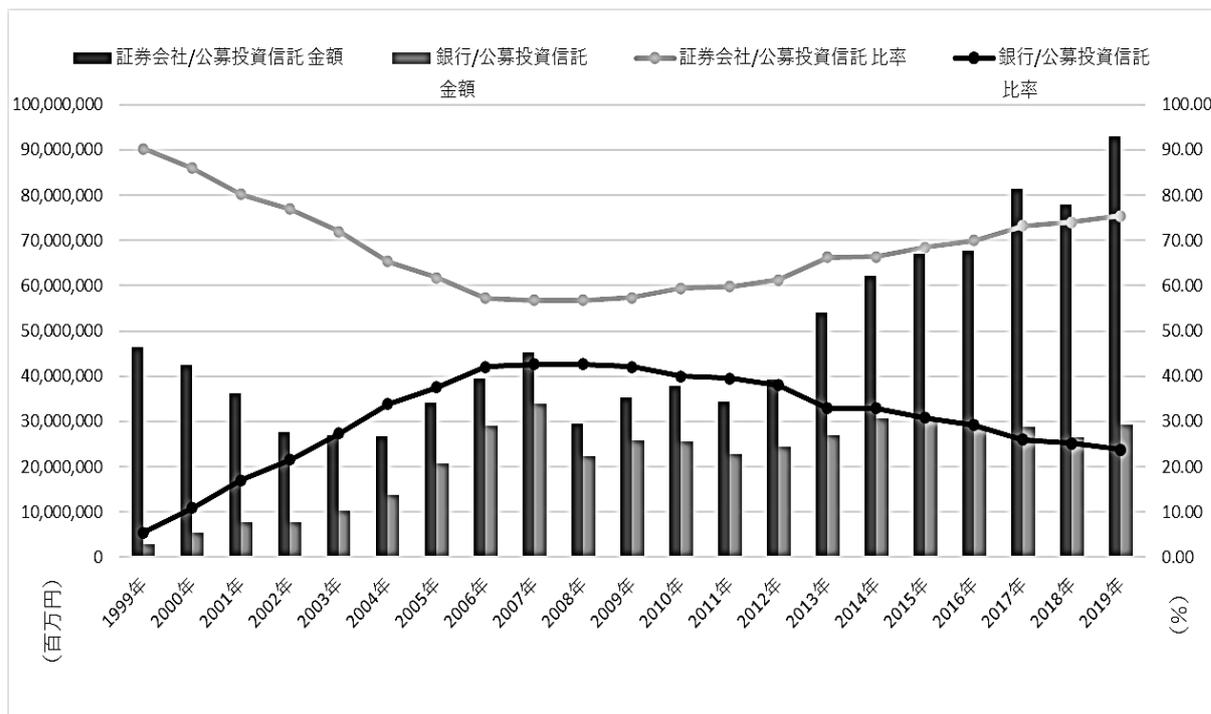
## 2. 資産形成制度と地域金融機関における投資信託販売の現状

### 2-1. 日本での投資信託販売残高

日本における投資信託の販売残高は、2019年の公募株式投資信託の総残高は113兆円に達し、純資産残高は増額している。しかしながら、投資信託の銀行窓販は、1998年に開始され2007年の33.9兆円の販売高をピークに投資信託の販売は伸び悩んでいる。投資信託

販売残高全体のうち、銀行残高のシェアは、リーマン・ショック後の2009年には42.7%まで伸び、その後落ち込み続け25%を下回る水準にまで達している（図表1）。2019年度に銀行等を通じて販売された投資信託は全体の113兆円のうち29兆円（23.76%）である。銀行における投資信託販売は2008年度以降停滞している。一方で、投資信託の販売残高は増加しており、証券会社が販売の牽引役となっている。

図表1. 公募株式投資信託の販売態別純資産残高



出所：投資信託協会「販売態別純資産残高の状況」を基に筆者作成

## 2-2. 個人向け証券制度の拡充

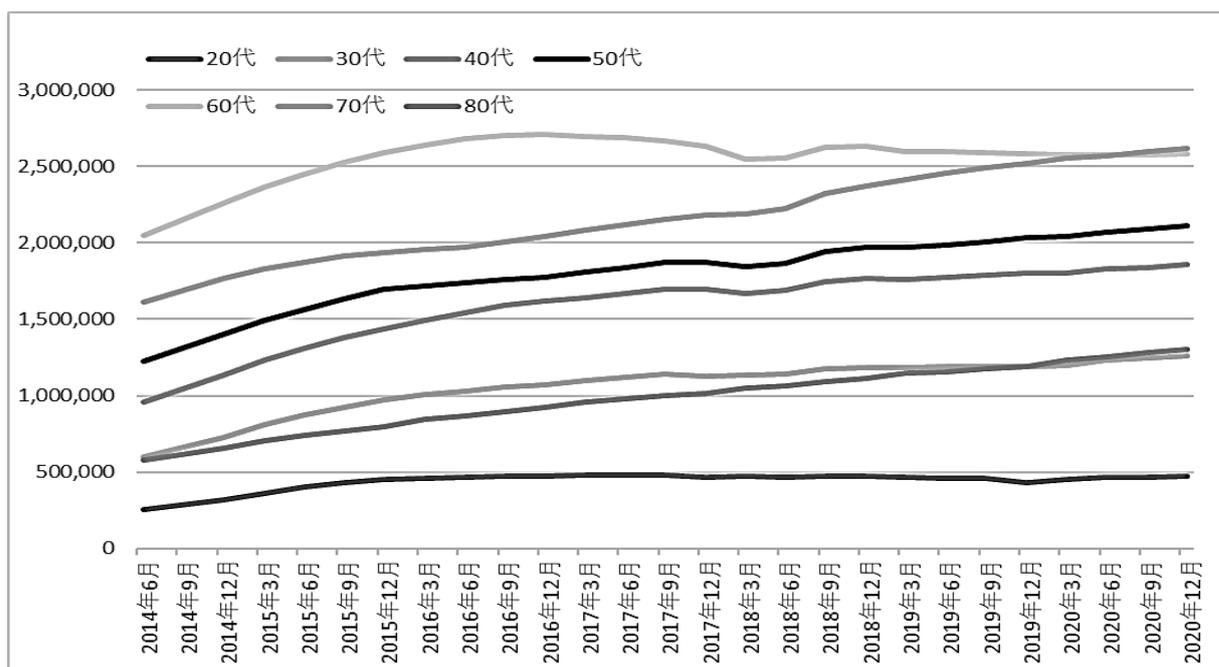
### 2-2-1. 少額投資非課税制度（NISA）

個人投資家の資産形成制度として、2014年1月には一般NISA（少額投資非課税制度）が開始され、2016年1月には、未成年者用のジュニアNISA、2018年1月にはつみたてNISAと制度拡充が行われている。<sup>1</sup>

<sup>1</sup> NISA制度とは、投資した利益に対する課税が非課税になる制度。一般NISAは、年間120万円までの投資額に対する利益が非課税となり、つみたてNISAは、積み立てることが条件となり、年間40万円までの投資額に対する利益が非課税となる。2024年から一般

一般NISAの口座開設件数を図表2に示す。制度開始後の新規口座開設件数は、60代・70代・50代の順に多く、口座全体の75%を占めていた。2020年12月末では、口座開設数は70代・60代・50代の順に多く開設されており、年代の入れ替わりがあるものの、50代以上の割合は全体の70%を占めている。一般NISAは制度上、120万円までの一括投資ができる特徴があるため、まとまった資金を運用できる年齢層が利用していることが考えられる。

図表2. 一般NISAの口座開設件数

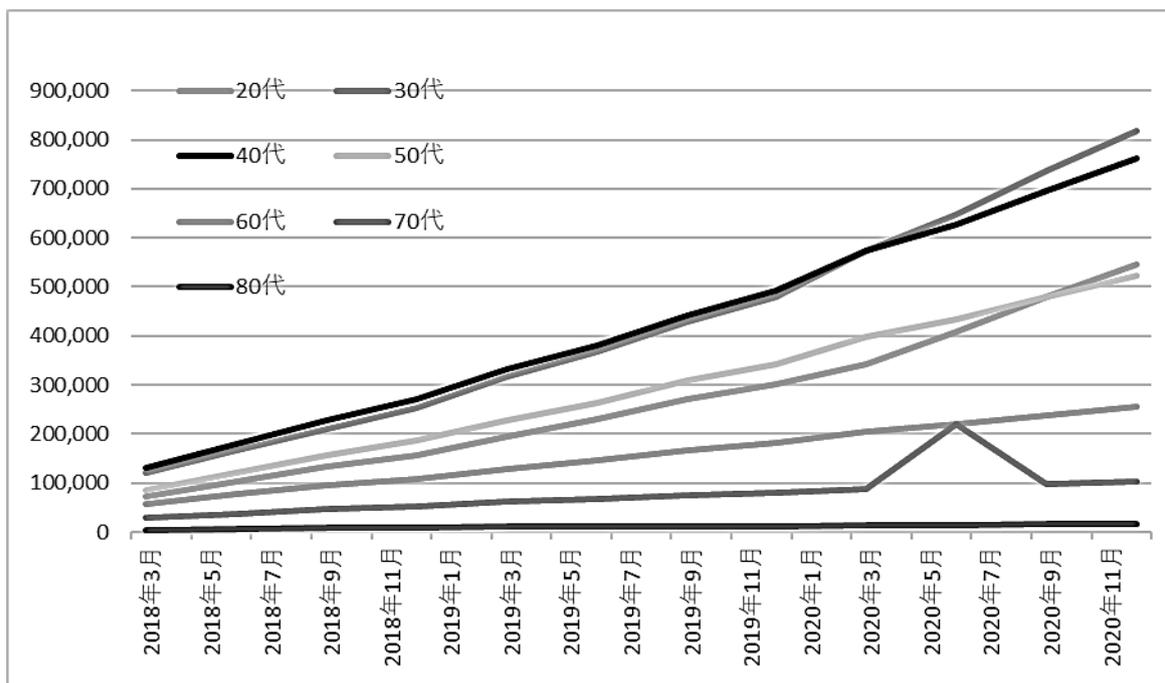


出所：金融庁「NISA・ジュニアNISA利用状況調査」を基に筆者作成

次に、つみたてNISAの口座開設件数を図表3に示す。つみたてNISAの口座開設件数は、制度開始当初の2018年は20代～40代が全体63.8%、2020年12月には全体の70%を占めている。一般NISAとは、対称的に資産を形成する資産形成層の口座開設数が多い傾向にある。

NISAは制度が変更される予定である。

図表 3. つみたて NISA 口座件数推移

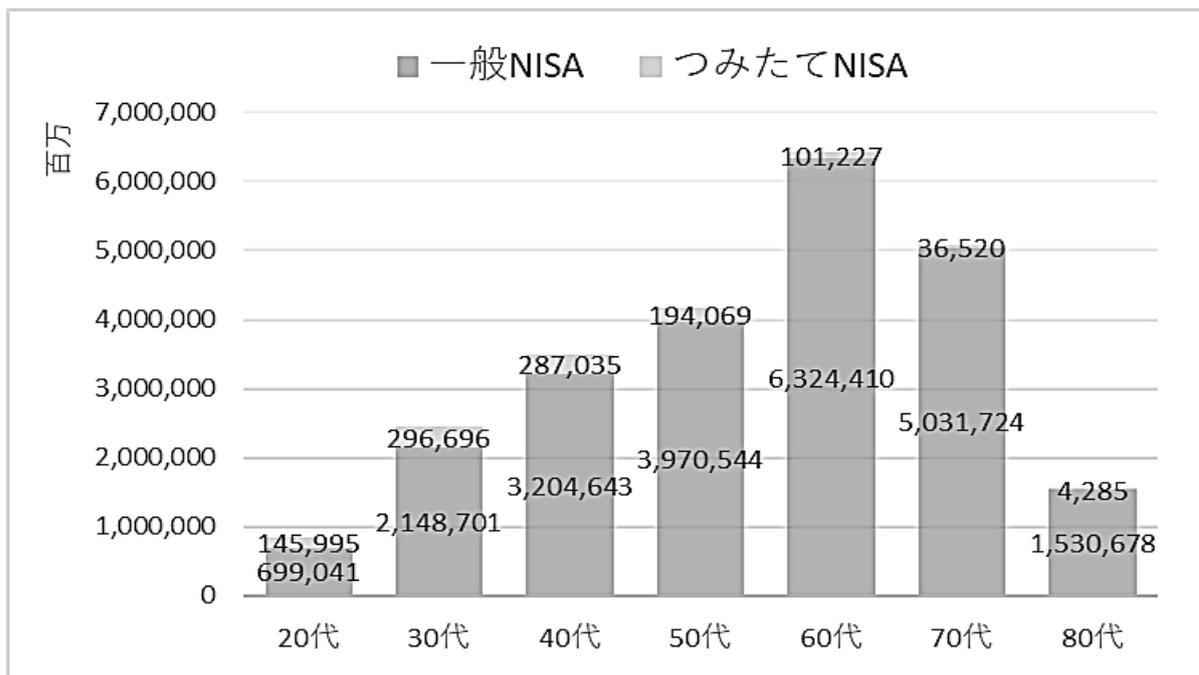


出所：金融庁「NISA・ジュニア NISA 利用状況調査」を基に筆者作成

図表 4 は、年代別に NISA 口座における買い付け額を一般 NISA とつみたて NISA 内訳と共に示したものである<sup>2</sup>。図表 3 で示すように、つみたて NISA の口座開設件数は、20 代から 40 代の資産形成世代が多いものの、NISA 口座全体の買い付け残高は、60 代は 30 代の 2 倍あり資産形成層とリタイアメント層の間には投資金額に大きな差がみられる。以上より、資産形成制度により資産形成層のリスク資産保有傾向がみられるものの、金額ベースではリタイアメント層の投資金額が大きいことがわかる。

<sup>2</sup> 残高には、投資信託の他、個別株式など NISA 口座で買付できる資産が含まれている。

図表 4. NISA 口座における年代別買い付け残高



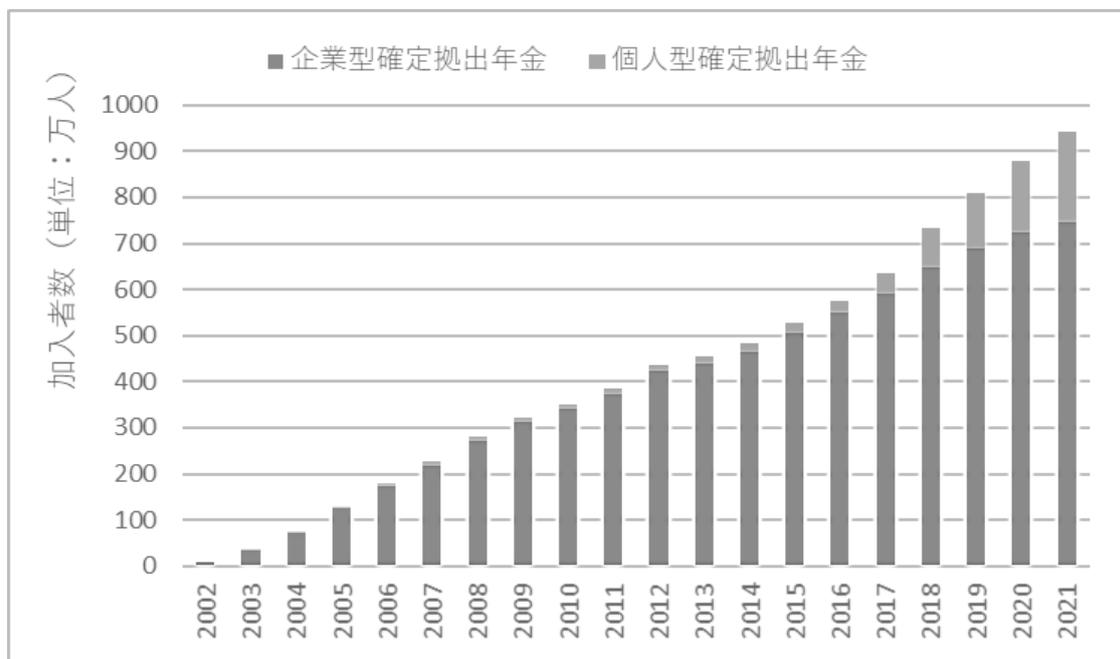
出所：金融庁「NISA・ジュニアNISA利用状況調査」を基に筆者作成

## 2-2-2. 確定拠出年金制度 (DC 制度)

2017年には年金制度の改正により、iDeCo(個人型確定拠出年金)の認知が広まり、個人型だけでなく、企業型の確定拠出年金にも注目が集まっている。確定拠出年金制度は、個人または企業が年金保険料を拠出することにより、老齢年金を準備する制度である<sup>3</sup>。拠出時や、運用時、受け取り時に税制優遇があるため、老後の資産形成として活用され、運用先に投資信託が含まれるため資産形成を検討している家計でも利用されている。確定拠出年金加入者数(図表5)は、企業型・個人型とも右肩上がりに増加しており、2021年では940万人を超える。企業型の割合が79%であり、個人型の加入者数よりも企業型の加入者数が多い。

<sup>3</sup> 確定拠出年金とは、企業や加入者が拠出した掛け金(将来の年金の原資)を加入者の判断で運用し、運用結果に基づいた年金額が受け取れる制度。企業が従業員のために行う企業型には、年金の掛け金を企業のみが拠出するタイプと、企業と加入者の双方が出すマッチング拠出がある。

図表 5. 確定拠出年金制度の加入者数



出所：国民基金連合会「加入者数等について（令和3年9月時点）」に基づき筆者作成

### 2-3. 地域金融機関における投資信託販売

これまでの地域金融機関の研究は、預貸率や貸出業務など伝統的な銀行業務を中心にしたものや、リレーションシップバンキングに焦点をあてた貸出業務を分析したものなどが多い。

その中でも、森（2008）は、窓販投信の拡大要因について実証分析を行い、財務基盤が充実した地域銀行ほど投信販売の実績があがることや、県内での預金シェアが高い地域銀行ほど投信販売の実績が高いこと、地域銀行の県内主戦場市場が競争的であるほど、投信販売に積極的な傾向があることを明らかにした。

稲葉・服部（2006）は、商業銀行の手数料ビジネスが経営安定性に及ぼす影響を分析し、手数料ビジネスの拡大期はROAの上昇が経営安定性の向上に寄与することを明らかにした。以上より、手数料ビジネスが銀行経営の安定性の向上に寄与するのであれば、低金利下の元、収益環境が改善されない貸出業務以外にも、地域金融機関では預かり資産ビジネスとして役務収益の重要性が増している。金融庁（2021）によると、アンケートに回答した地域銀行<sup>4</sup>の2020年に販売した投資信託の金額は1.8兆円、預かり残高は5兆円であった。地域銀行は2018年には外貨建て一時払い保険の販売額推移が伸びた影響で投資信

<sup>4</sup> 対象の27行のうち、販売額推移は有効回答が得られた24行、預かり残高は22行、投資信託保有顧客数は26行

託の販売額は減少傾向にあったが、2019年・2020年の投資信託の販売額は増加している。2020年の大手証券会社等の販売額は7.7兆円、主要行等は、3.8兆円、ネット系証券会社は2.5兆円と、どの金融機関も2018年以降投資信託の販売は増加傾向にある<sup>5</sup>。しかしながら、地域銀行は証券会社等の金融機関と比較すると販売額も及ばず、既存の投資信託保有顧客数も大きく新規口座開設件数を伸ばしているネット系証券会社の278万人と比較すると地域銀行は170万人と及ばない。

以上より、日本全体では税制優遇制度を利用した口座開設数および各金融機関による投資信託の新規口座開設件数、預かり残高は増加している。そのため、家計が保有している資産は預金などの安全資産から投資信託などのリスク資産にシフトしている可能性が高いと考える。しかしながら、日本の家計全体の資産残高を捉えてみると、家計の資産選択がリスク資産に変化していない可能性も考えられる。次項以降、相対的危険回避度により日本の家計の金融資産選択行動が変化しているのかを検討する。

### 3. 相対的危険回避度による家計の金融資産保有行動

#### 3-1. 相対的危険回避度の先行研究

相対的危険回避度とは、株式等のリスク資産の収益と家計のリスク資産保有比率の関係から家計の資産選択の変化を示す指標である。相対的危険回避度が低下していればリスク資産を愛好する傾向があり、逆に上昇していればリスク資産よりも安全資産への愛好が高まったと考える。

日本の家計相対的危険回避度を用いた先行研究は、下野(1998)、吉川(2003, 2005, 2012, 2015)、中尾・東(2014)などがある。

下野(1998)は、時系列データを用い、バブル期(1980年代後半)と、その後の期間(1990年代)の相対的危険回避度の大きさを比較した。バブル期には、企業のみならず、個人も株式購入、土地購入に収益を求めて積極的に金融市場に参加し、バブル期の直前の1983年からバブル期にかけては、株価収益率は預金金利をはるかに上回り、家計の金融資産のリスク資産のシェアはバブル期には株式の保有額が大きく伸びていたが、相対的危険回避度の結果に大きな差はなく、バブル期に家計のリスク資産愛好が高まったという通説が正しくない可能性があることを指摘している。

吉川(2005)は、相対的危険回避度を測定し、1970—1974年、1980—1984年、2000—2003年の3期間に分けてその平均値を算出し、それぞれの期間の特徴を明らかにした。結果として、安全資産からリスク資産への愛好の変化については、各期間は相対的危険回避

---

<sup>5</sup> 主要行等8行、大手証券会社等8社、ネット系証券会社5社

度の値が2を超えており、相対的危険回避度は上昇しリスク回避的な傾向がみられた。<sup>6</sup> 相対的危険回避度の上昇は、低金利にも関わらず定期預金や現金等の安全資産の保有比率に変化がないという、長期にわたる日本の家計の安全性志向を指摘した。

さらに、吉川(2012)は、リーマン・ショックの影響が家計のリスク資産に対する選好の影響を相対的危険回避度で検証している。時系列データに基づき、相対的危険回避度をリーマン・ショックの前後で期間を区切って分析した結果、2000年代のほうが1990年代よりリスク回避的であることを確認した。また、時系列でみる相対的危険回避度が大きくリスク回避的な方向へ変動しているのは、1973年の第2次石油ショック、1984年、1990年のバブル崩壊直後、1998年からの2000年の日本の金融危機と、リーマン・ショック期であるとし、家計の金融資産選択において、リーマン・ショックはバブル崩壊と並ぶほどの大きな影響を与えた可能性があると示した。

相対的危険回避度を用いて世代別の資産選択を明らかにした先行研究もある。小巻(1995)は、高齢者層の資産は有価証券等の価格が変動するリスク資産への比率が高くなっているが、保険・年金の比率は、他の年齢階層と比較すると低くなっている点を若年者層よりもリスク許容度が大きいことが要因であるとした。資産の保有貯蓄残高とリスク許容度との関係については、相対的危険回避度が示すモデルと整合的であり、資産の保有貯蓄残高の相対的な大きさがリスクに対する許容度を高めていることを示した。

吉川(2015)は、少子高齢化社会における金融資産保有選択行動の変化として、2004年度以降は家計のリスク資産への選好は高まり、年齢階層別に相対的危険回避度を計算すると、高齢者ほど保有資産額が多く、リスク資産比率が高くなることが明らかになった。若年層よりも、高齢者ほどリスク資産を選択していた。

先行研究が示す通り、日本の家計は長くリスク回避的な状態であること、若年層よりも高齢者層の方が保有資産を多く保有しており、リスク資産の比率が高くなるため、リスク選好が高いことが指摘できる。

### 3-2. 相対的危険回避度の推定式

相対的危険回避度の推定は、先行研究の下野(1998)、吉川(2003、2006、2012、2015)、荒木(2014)と同様に以下の推定式を用いて計測を試みる。

$$\text{相対的危険回避度の推定式} \quad C = (E[r_m] - r_f / \sigma_m^2) \times 1 / \alpha$$

---

<sup>6</sup> 下野(1998)では、相対的危険回避度は1から2の間にある可能性が高いとしている。予想収益率の仮定により、相対的危険回避度の推計がことなるとし、下野(1998)の相対的危険回避度は、2から4の間で推移し、1から2の基準にあてはまらない場合でも時系列で数値の推移を捉えている。

相対的危険回避度  $C$  の計測に必要なデータは、下野(1998)、吉川(2003、2012)を基に計測データを用いて、金融ビッグバン開始後の1996年からデータが利用できる2020年までの相対的危険回避度の計測を試みる。

相対的危険回避度に必要なデータは、リスク資産保有比率、安全資産の収益率とリスク資産の収益率、リスク資産の収益率の分散である。

$c$  : 相対的危険回避度  $r_m$  : リスク資産の予想収益率  
 $r_f$  : 安全資産の収益率  $\sigma_m^2$  : リスク資産の収益率の分散  
 $\alpha$  : リスク資産保有比率

リスク資産の期待収益率  $E[r_m]$  は、リスク資産を株式とし、日本の株式指数の中でも日経平均株価を代表数値として算出した。<sup>7</sup> なお、標準偏差は日経平均株価の月次データから計算した。

$$\text{来年度の予想株価} = \text{当年度の株価の平均} + 2 \times \text{当年度の株価の標準偏差} \quad \dots(1.1)$$

(1.1)より、株価の期待収益率  $E[r_m]$  を計算する。

$$\text{期待収益率 } E[r_m] = (\text{来年度の予想株価} - \text{前年の株価}) / \text{前年の株価} \times 100 \quad \dots(1.2)$$

安全資産の収益率  $r_f$  には、1年物の定期預金金利(300万円以上1000万円未満)の1年間の平均を用いた。リスク資産の収益率の分散  $\sigma_m^2$  は、期待収益率と同様にリスク資産を株式(日経平均株価)とした。

$$\text{今月の株価の収益率} = (\text{今月の株価} / \text{前月の株価}) \times 100 \quad \dots(1.3)$$

(1.3)式を各月ごとに計算し、月の株価の収益率を計算した上で、前年の分散を今年予想分散とした。

リスク資産保有率  $\alpha$  は、日本銀行の  $\alpha$  資金循環勘定の金融資産残高データを使用した。(1.4)で使用するリスク資産保有額は日本銀行の資金循環勘定の金融資産残高データの株

---

<sup>7</sup> 吉川(2003)は、リスク資産の期待収益率を計算する上で、株式指数を日経平均株価、TOPIX、配当込みTOPIXのそれぞれをリスク資産として相対的危険回避度を測定した結果、それほど差がみられなかったと結論付けている。この結果から、本稿ではリスク資産を日経平均株価として算出する。

式保有額・投資信託保有額・外貨預金保有額の和とした。

$$\text{リスク資産保有率}(\alpha) = \text{リスク資産保有額} / \text{金融資産残高} \quad \dots (1.4)$$

とした。

#### 4. 相対的危険回避度の推計結果

相対的危険回避度の推計結果を、図表6及び、図表7にまとめた。

図表6より、相対的危険回避度はリーマン・ショックが起こった2008年、世界的な株安となった2018年には、家計の金融資産選択がリスク回避的になっていることがわかる。<sup>8</sup> 2008年は危険資産の保有率が減少している点からも、家計はリスク回避的であった。2018年の日経平均株価の平均値は22,285円と前年度と比較して一見大きく下落しているようには捉えにくいだが、株価収益率の分散が他の年度よりも小さかったことが相対的危険回避度に影響していると考えられる。

一時的にリスク回避的になった2008年・2018年を除く1996年以降の推移をみると、相対的危険回避度は3を上回ることはなく、1を下回った年度は5度あり、一貫して日本家計の相対的危険回避度は低下した傾向にあることがわかる。以上より、日本家計の資産選択は経済環境の外的要因が影響してリスク回避的になりやすい傾向が読み取れる点、長く続く低金利環境下でも、安全性資産を選好する志向に大きな変化は見られない点を指摘できる。

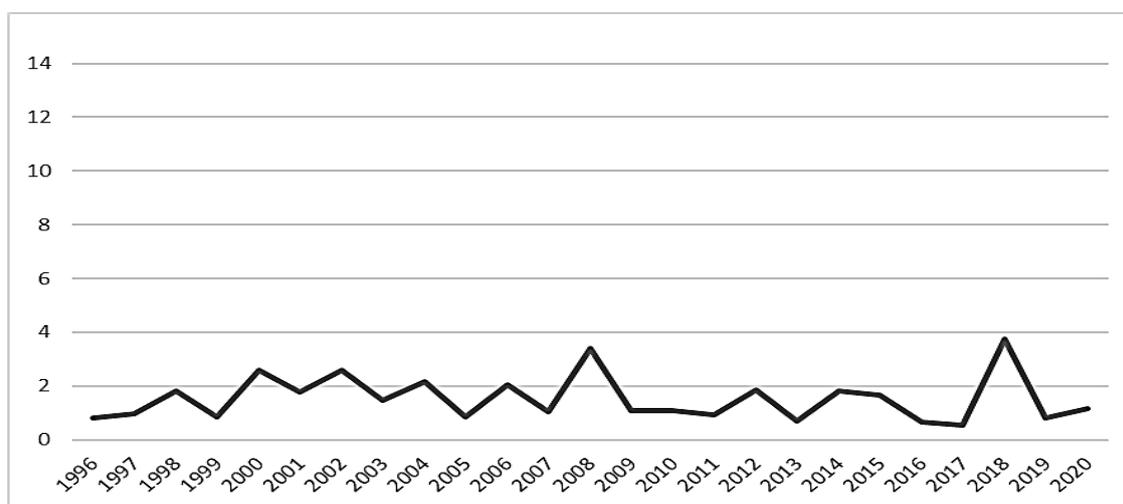
---

<sup>8</sup> 吉川（2015）は、相対的危険回避度は、①危険資産と安全資産の収益率格差が広がる、②危険資産の価格変動リスクが低くなる、③危険資産の保有比率が低下する、という変化によって高くなるとしている。

図表 6. 相対的危険回避度推計結果

	安全資産の 収益率	株価 (日経平均)	株価の 期待収益率	期待収益率と 安全資産の 収益率の差	株価収益率の 分散	危険資産 保有比率	相対的危険 回避度
1996	0.455	21011.49	57.34	56.885	656.55	0.10554	0.82094274
1997	0.33	18293.15	29.14	28.81	333.13	0.09049	0.95571615
1998	0.283	15276.1	58.91	58.627	343.67	0.09372	1.82021953
1999	0.157	16948.74	54.97	54.813	528.8	0.12374	0.83768746
2000	0.141	16965.3	57.84	57.699	205.74	0.10804	2.59576263
2001	0.073	11987.31	86.07	85.997	539.57	0.08967	1.77741294
2002	0.033	10067.01	82.69	82.657	404.34	0.07861	2.60048969
2003	0.031	9289.78	69.08	69.049	419.43	0.11264	1.46152168
2004	0.031	11232.38	76.59	76.559	288.22	0.12241	2.16997755
2005	0.03	12595.35	23.43	23.4	164.13	0.16488	0.86468895
2006	0.141	16284.86	84.58	84.439	241.45	0.17034	2.05304859
2007	0.333	17001.62	24.66	24.327	187.51	0.12496	1.03822888
2008	0.339	12087.44	32.82	32.481	100.39	0.09544	3.39006876
2009	0.192	9407.54	121.27	121.078	1021.72	0.1114	1.06377102
2010	0.064	9893.49	73.7	73.636	594.25	0.11339	1.09281398
2011	0.031	9445.3	46.74	46.709	464.55	0.11071	0.90819949
2012	0.026	9237.86	50.25	50.224	214.21	0.12694	1.84702623
2013	0.026	13683.56	42.34	42.314	449.88	0.1361	0.6910815
2014	0.026	15602.11	72.34	72.314	268.05	0.14935	1.80634768
2015	0.026	19227.2	45.06	45.034	190.47	0.14277	1.65606349
2016	0.017	17044.59	34.74	34.723	355.44	0.14561	0.67090301
2017	0.013	20281.63	37.68	37.667	427.81	0.16143	0.54541346
2018	0.011	22285.02	46.33	46.319	85.34	0.14476	3.74936708
2019	0.01	21779.97	29.09	29.08	297.2	0.11968	0.81756825
2020	0.004	22709.56	31.44	31.436	178.98	0.15342	1.14482946

図表 7. 相対的危険回避度の推移



図表 8 では、経済環境期間別に分け、期間内の相対的危険回避度の平均と標準偏差を計算した。第一期間として、リーマン・ショック前の 1996 年から 2007 年、第二期間として、リーマン・ショック後の 2008 年から 2011 年、第三期間として、第 2 次安倍政権が政策として掲げ株価の上昇につながったアベノミクス開始から 2012 年から 2020 年と期間を区切った。

時系列に整理すると以下の通りである。

(1) 金融ビックバン～リーマンショック前：1996 年から 2007 年まで

家計の「貯蓄から投資へ」が始まるきっかけとなった 1996 年の日本版金融ビックバンを境目とし、リーマン・ショックが起こる 2007 年までを 1 期間とし相対的危険回避度をみる。相対的危険回避度の平均は 1.58、標準偏差は 0.65 であった。リーマン・ショック後の 2008 年から 2011 年までと比較すると、リスク資産の選好を強めている。

(2) リーマン・ショック直後：2008 年～2011 年まで

リーマン・ショックの起こった 2008 年からアベノミクスが始まるまでの 2011 年を 1 期間とすると、相対的危険回避度の平均は 1.61、標準偏差は 1.03 と、どの期間よりも安全資産への選好を強めている。

(3) アベノミクスから現在：2012 年～2020 年まで

アベノミクス開始後の 2012 年から現在までを 1 期間とした。相対的危険回避度の平均は 1.44、標準偏差は 0.95 であった。3 期間の中で、最もリスク許容的であり、リスク資産への選好を強めている。

図表 8. 経済環境期間別の相対的危険回避度の平均と標準偏差

	平均	標準偏差
1996年～2007年	1.58	0.65
2008年～2011年	1.61	1.03
2012年～2020年	1.44	0.95

図表 9 は、資産形成制度による変化をみるために、NISA 制度が始まる前の期間（1996 年～2012 年）と、NISA 制度が開始し 2013 年から現在の期間にわけ、相対的危険回避度の平均値と標準偏差を計算した。

NISA 制度の開始前の平均は 1.55、開始後の平均は 1.43 であった。NISA 制度開始前と比較すると、開始後の方が相対的危険回避度は低い値をとっている。すなわち、家計がリスク資産を選好している状態である。これは、NISA 制度開始後の 2015 年以降も徐々にリスク資産の保有比率が高まっていることから、家計がリスク資産を保有し、選好していることが考えられる。

図表 9. NISA 制度開始前後の相対的危険回避度の平均と標準偏差

	平均	標準偏差
1996年～2013年	1.55	0.75
2014年～2020年	1.43	0.99

## 5. 相対的危険回避度における考察

以上により、日本における相対的危険回避度の推移から2つの点が確認される。

第一に、1996年からの時系列で相対的危険回避度を捉えると、日本の家計は依然としてリスク回避的な傾向がみられる。第二に、日本家計の資産選択はリスク回避的な傾向にあるものの、NISA制度の開始前後で比較すると、NISA制度開始後にはリスク資産を選択している。

ただし、2014年にNISA制度が開始され、利用データが2020年までの6年間と期間が短いことや、NISA制度開始直後が株価上昇のきっかけとなったアベノミクスの政策期間と重複していることより、家計の資産選択はNISA制度の影響なのか、政策の影響なのかが明らかになることは今後の課題である。

NISA制度や確定拠出年金制度の普及により資産形成層の資産選択の変化も考えられる。日本家計の保有資産は高齢者層が多いため、全体を通して資産形成層の変化をとらえることは難しい。資産形成層が資産を積み上げ、相続などで日本の資産保有の中心世代となることを考慮すると、年代別の資産選択の変化を捉えることは、今後の日本家計の資産行動を捉える上でも重要な課題となる。

## 6. 結論と地域金融機関の今後の展望

日本家計は金融商品の選択の多様化やネット専用証券の参入によるチャネルの多様化など利便性の向上を受けてきた。しかしながら、相対的危険回避度を1996年から時系列に確認すると家計の資産選択に大きな変化を確認することはできなかった。ただし、日本家計の相対的危険回避度は、経済環境の期間ごとに金融資産選択行動に影響していることが確認できた。

地域金融機関の投資信託販売等のリテール顧客向けサービスは、森（2008）が指摘するように役務収益の拡大につながり銀行の収益を押し上げ、資本の増強に寄与する可能性は高い。銀行側といった供給サイドから見たときに、投資信託の販売は手数料ビジネスといった視点だけではなく、顧客の資産形成ひいては生活基盤の安定につながる。資産形成制度の加入者は年々増加傾向にあるが、相対的危険回避度の推移が示すように日本家計の資産選択は安全性資産を好む傾向にあるため、地域金融機関が第一に目指すことは預り資産

の積み上げである。地方金融機関でもPFM<sup>9</sup>を活用した家計簿アプリや資産運用サービスとしてロボアドバイザー<sup>10</sup>などフィンテック事業との提携により新しい金融サービスを生み出し、資産形成層の顧客獲得に注力している金融機関も存在する。

地域金融機関の強みである対面取引は顧客の金融商品の理解向上が期待できるとともに、信頼が提供できる特徴を生かし、資産形成制度の活用、家計ごとの最適なアセット・アロケーション提案など、客観的な立場として顧客が見落としているニーズを提案できる。預かり残高の増加には、地域金融機関が提供しているサービスの認知度の向上や、資産形成世代が相談しやすい営業時間の確保、職域を生かした運用相談、資産形成のプロとしての人材育成、担当者が責任を持って金融商品を提案するための労働環境改善などの課題が考えられる。リレーションシップバンキングが貸出業務の中で重要項目とされるように、家計の資産提案業務でもリレーションシップは重要な役割を果たす。インターネット取引は好きな場所で好きな時間に取引できることが最大の魅力であるが、家計の最適な資産配分を導くためには信頼できる客観的なアドバイザーが必ず必要となる。金融リテラシー調査（2019）では、都道府県による金融リテラシーの差異が見受けられる結果<sup>11</sup>もあり、金融リテラシーが低い家計であれば、ネットサービスだけでは家計にとって最適な資産選択にならない可能性が高く、自分が取得したい情報のみを選択するなど不利益を被る可能性も考えられる。地域金融機関の地域に根差した営業網は、伝統的な営業スタイルとして顧客の信頼獲得に繋がり顧客基盤の安定化が期待できるであろう。本稿において明らかにした家計の資産選択行動が、地方金融機関がこれから目指すリテールビジネスを考察する一助となれば幸いである。

---

<sup>9</sup> PFMとは、Personal Financial Managementの略で、個人の預金口座や証券口座などの資産管理を行うサービスのこと。日本では、家計簿アプリとして普及している。

<sup>10</sup> 静岡銀行では、マネーフォワードと提携した家計簿アプリの提供、横浜銀行では、Wealth Naviが提供するロボアドバイザーによる資産運用を導入している。

<sup>11</sup> 金融リテラシー調査（2019）では、金融リテラシーの客観的評価が最も高い都道府県は香川県、全国最下位は沖縄県であった。

## 参考文献

- 荒木千秋 (2014) 「家計の金融資産選択について」, 『ファイナンシャル・プランニング研究』, NO. 14, pp. 15~26
- 稲葉圭一郎・服部正純 (2006) 「銀行手数料ビジネスの動向と経営安定性」, 『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』, NO. 06-J-22
- 曲明輝 (2021) 「地域銀行のビジネスモデル転換の方向性に関する一考察」, 『大和大学研究紀要政治経済学部編』, pp99~110
- 金融広報中央委員会 (2019) 「金融リテラシー調査」
- 金融庁 (2021) 「投資信託等の販売会社に関する定量データ分析結果」
- 下野恵子(1998) 「バブル崩壊以前と以降の金融資産選択行動」, 村本孜 (編) 『日本人の金融資産選択: バブルの経験とビックバンの影響』, 東洋経済新報社 pp113-136.
- 田中敦 (2006) 「家計の金融資産選択行動—サーベイデータを用いた実証分析—」, 『経済学論究』, 60, pp61-76
- 中尾・東 (2014) 「日本の危険回避度の長期的変化について - - - 1965 年から 2012 年の相対的危険回避度の測定 - - 」, 『Doshisha University Center for the Study of Creative Economy Discussion Paper Series』, NO. 2014-02, pp. 1-33
- 丸淳子 (2012) 「分配型投資信託と銀行窓販にみる投資家行」, 『武蔵大学論集』, 第 59 巻第 3 号, pp133-155
- 森祐司 (2008) 「地域銀行の投信販売～供給の要因と範囲の経済性についての分析～」, 『早稲田経済学研究』, 67 号, P1-39
- 吉川卓也 (2003) 「日本における家計の相対的危険回度の推移: 1970 年～2002 年」, 『成城大学経済研究』, 163, pp73-87
- 吉川卓也 (2012) 「リーマン・ショックと日本の家計の金融資産選択」, 『中村学園大学短期大学部研究紀要』, 44, pp. 137-150
- 吉川卓也 (2015) 「相対的リスク回避度による家計の金融資産保有行動の分析」, 『中村学園大学短期大学部研究紀要』, 47, pp. 93-101
- 金融庁 「NISA・ジュニア NISA 利用状況調査」, 金融庁,  
<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/datacollection/index.html>, (参照 2021-10-30)
- 国民年金基金連合会 「加入者数等について (令和 3 年 9 月時点)」, iDeCo 公式サイト,  
<https://www.ideco-koushiki.jp/library/status/>, (参照 2021-10-30)
- 日本銀行 「資金循環勘定」, 日本銀行,  
[https://www.statsearch.boj.or.jp/ssi/cgibin/famecgi2?cgi=\\$nme\\_a000&lstSelection=IR02](https://www.statsearch.boj.or.jp/ssi/cgibin/famecgi2?cgi=$nme_a000&lstSelection=IR02), (参照 2021-10-30)
- 投資信託協会 「販売態別純資産残高の状況」, 投資信託協会,  
<https://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/index.html>, (参照 2021-10-30)

日本企業の相談役・顧問に関する廃止・存続・死去アナウンスメント  
に対する株式市場の反応\*  
—一般事業会社と銀行業を対象としたイベントスタディー

獨協大学 経済学部  
松本 守\*\*

---

\* 本研究は大阪銀行協会（大銀協フォーラム）の助成を受けたものである。

\*\* E-mail: mmamoru@dokkyo.ac.jp

## 目次

1. はじめに
2. 先行研究のレビュー
  2. 1 相談役・顧問制度
  2. 2 コーポレート・ガバナンスとイベントスタディ
3. 分析方法
  3. 1 データとサンプル
  3. 2 イベントスタディ
4. 実証結果
5. おわりに

## 要旨

本稿では、日本企業における相談役・顧問に関する廃止・存続・死去アナウンスメント（39アナウンスメント）に対する株式市場の反応を、イベントスタディによって実証的に分析した。実証分析の結果、各アナウンスメント（廃止・存続・死去）に対する株式市場の評価は一律ではなく、企業特性に応じて株価反応が異なることが分かった。本稿の実証結果は、相談役・顧問の効果（役割）は企業によって異なることを示唆しており、一律に廃止することが望ましいとは言えないことを示唆している。

## 1. はじめに

日本の企業社会を題材にした人気漫画「島耕作」（弘兼憲史作）シリーズは、課長から始まり（1983年開始）、社長・会長を経て、現在も「相談役島耕作」として連載が続いており、同作品は多くの日本人にとって馴染み深いものであると言えよう<sup>1</sup>。実際、この作品と同様に、多くの日本企業においても、社長・会長を退任した後に就く慣習的なポストとして相談役・顧問がある。そもそも、相談役・顧問制度とは、日本企業固有の制度であり、法律上の制度ではなく、明確な定義は存在しないが、企業の役員が退任後に相談役、顧問、名誉会長といった名称で、企業と一定の関係を保持し続ける制度あるいは慣行のことを指す（太子堂（2018）<sup>2</sup>）。

東京証券取引所がまとめた2019年版のガバナンス白書によれば、2018年7月時点で全上場企業（3175社）のうち相談役・顧問の有無を開示している企業が3割程度で、そのうち、半数を超える601社に相談役・顧問が1人以上存在している（日本経済新聞、2020年1月16日）。また、日本経済新聞が2019年5月に実施した調査によれば、回答した637社のうち51.6%に相談役・顧問制度がある（日本経済新聞、2020年1月16日）。さらに、コーポレート・ガバナンス助言会社のプロネッドが相談役・顧問の開示状況について調査し、2018年7月1日時点において、相談役・顧問の人数が多い企業上位5社のうち4社が銀行業であることが明らかにされている（日本経済新聞、2018年10月25日）<sup>3</sup>。

しかしながら、近年では、東芝の会計不祥事問題で、社長経験者である相談役の存在が影響していたということもあり、東京証券取引所が2018年1月から「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」の中で相談役・顧問についての情報開示を要請したことを受けて、相談役・顧問制度を廃止する企業が近年増加している<sup>4</sup>。例えば、2018年3月30日、三菱UFJフィナンシャル・グループは既存の相談役・特別顧問等制度を廃止し、新たな特別顧問制度を施行することをアナウンスした。また、百十四銀行（2019年3月26日）は相談役制度を、阿波銀行（2019年5月10日）は顧問制度を、「コーポレート・ガバナンスの一層の強化」を理由に廃止することをアナウンスした。この他にも、パナソニック、富士通、日本たばこ

---

<sup>1</sup> 作者の徹底した取材に基づく同作品は、2019年に第43回講談社漫画賞を受賞している（日本経済新聞、2019年7月27日）。また『相談役島耕作』の第1巻では、相談役・顧問について詳細な解説も行われている。

<sup>2</sup> 太子堂（2018）は、相談役は代表権を有する役職に就いていた者に、顧問はそれ以外の役員であった者に用いられると説明されることがあるが、企業によってその取り扱いは一様ではないと述べている。このことから、本稿では相談役と顧問を区別せずに、同一のものとして議論を進める。

<sup>3</sup> 上位5社のうちの4社は、三菱UFJフィナンシャル・グループ（13人）、三井住友トラスト・ホールディングス（11人）、三井住友フィナンシャルグループ（9人）、みずほフィナンシャルグループ（7人）である。

<sup>4</sup> 銀行業に限っては、1990年代後半における公的資金の注入に際して行われたリストラの一環として相談役・顧問制度の廃止に迫られた経験があり、相談役・顧問制度の廃止・存続が注目されたのは初めてではない。

産業、カゴメなどが相談役・顧問制度を廃止した一方で、野村ホールディングスや日本航空は同制度を存続させることを選択している（日本経済新聞，2018年4月21日・2018年10月25日）。直近で言えば、関西電力は、元役員らによる金品受領問題や役員報酬の補填問題を受けたガバナンス改革の一環として、顧問制度を存続させているものの、相談役制度を廃止した（日本経済新聞，2021年7月1日）。このように、相談役・顧問制度を廃止する企業だけでなく、それを（一部）存続させる企業も見受けられるため、企業ごとにその対応が分かれており、相談役・顧問制度のメリット・デメリットは企業によって大きく異なるのかもしれない。もしそうであれば、相談役・顧問を一律に問題視する風潮は間違っていることになるだろう。

本稿の目的は、イベントスタディの手法を利用して、相談役・顧問の廃止・存続・死去アナウンスメントに対する株式市場の反応を実証的に分析することで、相談役・顧問の効果（価値）が株式市場でどのように評価されているのかを明らかにすることである。本稿のこうした実証分析には次のような意義がある。第1は、相談役・顧問の廃止・存続・死去のアナウンスメントに対する株式市場の反応については、筆者が知る限り、十分なエビデンスがまだないように思われるため、そうしたエビデンスの蓄積に貢献することである。本稿では相談役・顧問に関する廃止・存続アナウンスメントだけでなく、著名な相談役・顧問の突然の死去（sudden death）もイベントとして取り扱っており（死去アナウンスメント）、異なる視点から相談役・顧問の価値を定量的に評価することも試みている。第2は、本稿の実証分析によって株式市場が相談役・顧問についてどのように評価しているかが明らかとなるため、今後の日本企業における相談役・顧問制度のあり方を考える上での基礎資料を提供することである。

本稿の主要な発見は、日本企業における相談役・顧問に関する廃止・存続・死去アナウンスメントに対する株式市場の評価は一律ではなく、企業特性に応じて株式市場から評価されているということである。

本稿の構成は次の通りである。第2節では先行研究をレビューする。第3節では分析方法について説明する。第4節では実証分析を行い、実証結果の解釈を行う。第5節では結論を述べ、残された課題について検討する。

## 2. 先行研究のレビュー

### 2.1 相談役・顧問制度

相談役・顧問制度は日本企業固有の制度であり、企業不祥事に起因して、その情報が開示されるようになったものの、それはつい最近のことであるため、筆者が知る限り、相談役・顧問に関する定量的な研究は極めて少ない。「社長・CEOが会社に相談役・顧問として残る場合、会社の経営についての責任を有さない相談役・顧問による現役の経営陣への不当な影響力の行使が生じているのではないか」という指摘や、誰が実質的に経営のトップを担って

いるかわからない事態が生じるという弊害の指摘もある」<sup>5</sup>ため、昨今ではその廃止が相次いでいる。

しかしながら、「1970年代には、相談役・顧問制度は日本企業固有の慣行として、現経営陣にとって退任した経営者から情報を収集する貴重な役割を果たすものとして紹介されたこともあった」<sup>6</sup>とされているように、相談役・顧問制度については、必ずしもデメリットばかりではないように思われる。例えば、齋藤（2018）は、社長在任時の利益率が高かった経営者ほど叙勲を受ける確率が高いなど、経営者（社長）としての業績が退任後のキャリア（会長・副会長など）に強く影響していることから、相談役・顧問制度が経営者にとって業績を向上させるインセンティブとして機能している可能性を指摘している。

他方、相談役・顧問制度に関する定量的な研究はほとんどないものの、学術的には類似した状況下での分析は行われている。それは経営者が退任後に取締役会に引き続き残ることに関する研究である。Evans et al.（2010）は、業績の低迷などによって、経営者の交代が生じる可能性が高い場合、その後の経営者の状態に着目し、(1) 経営者を退任し、完全に取締役会から姿を消したケース、(2) 経営者の交代を免れたケース、(3) 経営者を退任したものの、取締役会に残留したケース（これを **Retention Light** と呼んでいる）について実証的に分析を行っている。これら3つのケースのうち、(3) のケースについては、取締役ではないものの引き続き取締役会に近いポジションに就いているという意味で、相談役や顧問に就任したケースと類似しているとも考えられる。Evans et al.（2010）は、上述の(3)のケースにおいて、退任するCEOが取締役会会長を兼任していたものの創業者ではない場合、退任後の企業パフォーマンスは有意に悪い一方で、退任するCEOが取締役会会長を兼任し、創業者でもある場合、企業パフォーマンスの有意な悪化は見られないことを見出している。この実証結果は経営者が退任後に引き続き企業経営に影響力を及ぼすポジションに就くことの弊害を示唆しているとも考えられる。

さらに、直接的に日本企業の相談役・顧問制度を取り扱った定量的な研究として松本（2019）がある。松本（2019）は、日本企業の相談役・顧問制度設置に関する、2017年度の「CSR企業調査」のアンケートデータを利用して、日本企業907社における相談役・顧問制度の有無とコーポレート・ガバナンスの関係を実証的に分析している。そこでは、相談役・顧問制度がアドバイスの必要性が高い、事業内容が複雑な企業や企業特殊的な知識の重要性が高い企業において設置されている傾向があること、取締役会規模（人数）・社外取締役比率・上位10大株主持株比率が相談役・顧問の設置（相談役・顧問の人数）に有意な影響を及ぼしており、コーポレート・ガバナンス構造が弱い企業が相談役・顧問制度を採用している傾向があることを見出している。この実証結果もまた、Evans et al.（2010）と同様に、相談役・顧問制度の弊害を示唆している。

---

<sup>5</sup> 経済産業省（2018），48 ページ。

<sup>6</sup> 太子堂（2018），20 ページ。

## 2. 2 コーポレート・ガバナンスとイベントスタディ

前節で概観したように、相談役・顧問の存在は企業経営にメリットとデメリットをもたらすと考えられるため、現実にはどちらの効果が上回っているのかという点は実証上の課題であろう。本稿ではこの点について、多くの先行研究で利用されているイベントスタディの手法によって、株式市場が相談役・顧問制度をどのように評価しているかという観点から分析を進める<sup>7</sup>。

これまでの実証的コーポレート・ガバナンス研究 (Empirical Corporate Governance) では、企業の役員 (経営者や社外取締役など) が退任したり、新規に採用されたりする際、それをコーポレート・ガバナンス構造が変化するイベントとして捉え、そのイベントに対する (短期的な) 株式市場の反応を分析することで、その効果 (価値) を把握しようとしてきた。例えば、Lin et al. (2003) は、1993 年から 1996 年までの英国企業を対象に、社外取締役の登用アナウンスメント (714 アナウンスメント) に対する株式市場の反応を実証的に分析している。そこでは、平均的には CAR (累積異常収益率: -1~+1 までの 3 日間) は有意にゼロと異なっていないものの、エージェンシー問題の程度に応じて CAR が有意に異なることをレポートしている。こうしたことから、株式市場が相談役・顧問の存在をコーポレート・ガバナンスの観点から問題があると考えていけば、廃止アナウンスメントをポジティブに評価するであろうし、相談役・顧問を新規に登用する (相談役・顧問制度を継続させる) といった存続アナウンスメントをネガティブに評価するであろう<sup>8</sup>。

一方、イベントスタディを利用した先行研究では、予期せぬ経営者の死を利用して、その突然死に対する株式市場の反応が分析されている。Johnson et al. (1985) は、現経営者と後任経営者間でその経営手腕に差がないのであれば株価の変化は見られないだろうし (no effects 仮説)、現経営者が企業固有の人的資本 (firm-specific human capital) を有している場合、現経営者が持つその価値が失われることで株主の富が変化することも予想されるため、現経営者の突然の死 (the unexpected death of an incumbent manager) に対する株式市場の反応を分析している。Johnson et al. (1985) は、1971 年から 1982 年までの 53 の突然死を対象にして、現経営者の突然死は平均的には株価にほとんど影響を与えていないこと (イベント日における AR の平均値は正であるものの有意ではない: 正の値が 24, 負の値が 29) や現経営者が創業者 (founder) であるかどうかで株価反応が異なること (現経営者が創業者である

---

<sup>7</sup> 相談役・顧問制度の効果を検証することは容易なことではない。例えば、その効果を定量的に検証しようとする場合、その制度の選択が当該企業の業績や株価パフォーマンスに及ぼしている影響だけを抽出して分析しなければならない。なぜなら、業績や株価パフォーマンスが多くの要因の影響を受けるもの (指標) だからである。特に、長期的な (例えば 3 年の) 効果を検証しようとするれば、業績や株価パフォーマンスに影響を及ぼす多くの要因 (相談役・顧問制度以外の要因) を排除しなければならなくなるため、かなり精緻な分析が求められる。

<sup>8</sup> 逆に、株式市場が相談役・顧問制度のメリットがデメリットを上回っていると考えていけば、廃止アナウンスメントをネガティブに評価するであろうし、存続アナウンスメントをポジティブに評価することも考えられる。

ほど CAR が有意に大きい)などをレポートしている。上述したように、株式市場が相談役・顧問の存在がコーポレート・ガバナンスの観点から問題があると考えていれば、相談役・顧問の突然の死に対してポジティブに評価することが考えられるし、逆に相談役・顧問の設置メリットがデメリットを上回っていると考えていれば、その突然死に対してネガティブに評価するかもしれない。

### 3. 分析方法

#### 3. 1 データとサンプル

本稿の目的は、イベントスタディの手法を利用して、相談役・顧問の廃止・存続・死去アナウンスメントに対する株式市場の反応を実証的に分析することである。実証分析にあたって、株価データについては、日経ポートフォリオマスター (NPM) から入手した。なお、本稿では、新聞報道やプレスリリースにおいて、相談役や顧問に関して「廃止」あるいは「削減 (ゼロ)」を表明した企業を「廃止アナウンスメント」、社長や会長が退任後に相談役や顧問に就任することを表明した企業を「存続アナウンスメント」、相談役や顧問の死去が報じられた企業を「死去アナウンスメント」としてサンプリングする。

サンプリングに際して、本稿で最も重要な相談役・顧問に関する廃止・存続・死去アナウンスメントに関する情報については、新聞報道 (日本経済新聞、毎日新聞) と当該企業のプレスリリースから収集した。具体的には、前者については日経テレコン 21 などから入手し、後者についてはプロネクサスの eol から入手した<sup>9</sup>。その結果、初期サンプルとして 70 社を得た。この 70 社の業種別内訳は、一般事業会社のアナウンスメントが 40 社、銀行業のアナウンスメント 30 社であった。銀行業は他の業種と比べて相談役・顧問に関するアナウンスが多い業種であるが、既に指摘したように、銀行業の相談役・顧問の数が多いことも一因であろう。こうしたことから、実証分析にあたって、一般事業会社と銀行業を区分した分析も行う<sup>10</sup>。

イベントスタディを行ううえで、あるイベントが他のイベントと同時に生じていないということを確認することは極めて重要である。なぜなら、あるイベントと同時に決算情報などが開示されている場合、イベント日の株価がどのアナウンスメント (情報開示) に反応しているのが区別できないからである。したがって、相談役・顧問に関するアナウンスメントが他のアナウンスメントと同時に生じていないことを確認して、クリーン・サンプルを分析の対象としなければならない。

---

<sup>9</sup> 本稿では、日経テレコン 21 と eol において、「相談役」・「顧問」・「廃止」・「死去」といったキーワードで検索をかけてサンプルを抽出している。

<sup>10</sup> 後述するが、本稿では、相談役・顧問の廃止・存続・死去アナウンスメントの収集にあたって、これらの業種区分でそれぞれのアナウンスメントのバラツキがあったため、一般事業会社と銀行業を区分した分析を行っている。先行研究においても、一般事業会社 (非規制企業) と銀行業 (被規制企業) のコーポレート・ガバナンス構造が異なることが指摘されているため、両者を区分して分析を行うことには合理性があると考えられる。

本稿ではクリーン・サンプルを抽出するにあたって2段階の手続きを踏んでいる。第1段階では相談役・顧問に関するアナウンスメントが単独で行われているかどうかを調査した。具体的には、日経テレコン21などを利用して、当該アナウンスメントに関する記事全文を精査し、当該企業の相談役・顧問についてのみアナウンスされているイベントを抽出した<sup>11</sup>。次に、第2段階では、先行研究に依拠して、同一アナウンスメント日に決算短信など企業の業績情報が開示されているかどうかを1社ずつチェックし、該当する企業をサンプルから除外した<sup>12</sup>。最終的に、実証分析に使用可能なイベントとして39社が残った。これら39社の内訳は表1にまとめられている。表1から分かるように、一般事業会社のサンプルが多いが（廃止アナウンスメント28社、死去アナウンスメント5社）、銀行業のサンプルは少ない（廃止アナウンスメント3社、存続アナウンスメント3社）。ただし、存続アナウンスメントは銀行業のみであり、死去アナウンスメントは一般事業会社のみであった。

表1 サンプルの内訳

パネルA	廃止	存続	死去
一般事業会社	28	0	5
銀行	3	3	0
合計	31	3	5
パネルB	廃止	存続	死去
2014年	0	0	1
2017年	4	1	0
2018年	14	1	0
2019年	12	0	2
2020年	1	1	1
2021年	0	0	1
合計	31	3	5

（注）廃止（アナウンスメント）：新聞報道等で相談役や顧問の廃止あるいは削減を表明した企業数、存続（アナウンスメント）：新聞報道等で社長や会長が退任後に相談役や顧問に就任することを表明した企業数、死去（アナウンスメント）：新聞報道等で相談役や顧問の死去が報じられた企業数。合計で39アナウンスメント（一般事業会社33アナウンスメント、銀行6アナウンスメント）。

<sup>11</sup> 相談役や顧問に関する新聞報道やプレスリリースの多くは、相談役や顧問に関する情報と同時に他の人事関係の情報も含んでいる。つまり、純粋に相談役や顧問に関する廃止・存続・死去の情報とは呼べないアナウンスメントも散見される。例えば、相談役や顧問の情報と同時に経営者の交代がアナウンスされているような場合、相談役や顧問ではなく、経営者の交代に株価が反応することが十分考えられるため、本稿ではそのような重複したアナウンスメントを除外した。

<sup>12</sup> 榊原・譚（2016）は、イベント日と同じ日に他の重要な情報がアナウンスされたケースを除外している。

### 3. 2 イベントスタディ

本稿の目的は、相談役・顧問の廃止・存続・死去アナウンスメントが株式市場でどのような評価をされているのかを、イベントスタディの手法を利用して実証的に分析することである<sup>13</sup>。ただし、銀行業などの特定の業種別に分析を行う場合、極端にイベント企業（サンプル企業）が少なくなるため、標準的なイベントスタディによる分析を行うことができないという問題が生じる。そこで、本稿では、対象企業が少ない場合、森田（2012）に倣って、単一企業のイベントスタディ（Single-Firm Event Study）を利用することにする<sup>14</sup>。以下では、標準的なイベントスタディの手法（異常収益率の計算方法）について説明する。

標準的なイベントスタディでは、もしイベントが生じなかったのであれば実現していたであろう収益率（正常な収益率：反事実）をマーケット・モデルを利用して推定し、当該企業の収益率からマーケット・モデルを利用して推定した正常な収益率を差し引くことで、異常収益率（イベントによって生じる収益率：Abnormal Return）を計算する。

本稿では、推定ウィンドウを、イベント日（相談役・顧問に関するアナウンスメント日）の130営業日前から11営業日前（120日間）と設定し、マーケット・モデルと呼ばれる以下の（1）式をOLS（最小二乗法）推定し、 $\alpha_i$ と $\beta_i$ を推定する。なお、 $R_{it}$ は $t$ 日における企業 $i$ の収益率、 $R_{mt}$ は $t$ 日におけるマーケット・ポートフォリオ（TOPIX）の収益率、 $\varepsilon_{it}$ は誤差項を示している。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

そして、推定した $\hat{\alpha}_i$ と $\hat{\beta}_i$ を利用して、イベント期間の異常収益率（AR）を以下の（2）式によって計算する。

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \quad (2)$$

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (3)$$

イベント期間の株価反応を検証するにあたって、帰無仮説「 $\overline{AR}_t = 0$ 」について統計的に検証する。以下の（4）式の検定統計量は $t$ 分布に従う。

---

<sup>13</sup> 標準的なイベントスタディの手法については、Brown and Warner（1985）やMacKinlay（1997）が詳しい。

<sup>14</sup> 標準的なイベントスタディでは、多くの企業の異常収益率を計算して、クロスセクション方向で異常収益率の標準誤差を計算するが、単一企業のイベントスタディでは、当該企業の推定ウィンドウにおけるマーケット・モデルの誤差項を利用して標準誤差を計算することになり、ランダムサンプリングとしての性格が十分ではないという問題がある（森田（2016））。したがって、単一企業のイベントスタディの解釈については慎重に行う必要がある。

$$t = \frac{\overline{AR}_t}{\sigma(\overline{AR}_t)} \quad (4)$$

ただし、

$$\sigma(\overline{AR}_t) = \frac{1}{N} \sqrt{\sum_{i=1}^N \sum_{t=-130}^{-11} \frac{(R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt})^2}{119}} \quad (5)$$

本稿では、標準的なイベントスタディと同様に、以下のようにして、異常収益率 (AR) だけでなく、累積異常収益率 (CAR) も算出して分析を行う。

$$CAR_t(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (6)$$

$$\overline{CAR}_t(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_t(t_1, t_2) \quad (7)$$

また、帰無仮説「 $\overline{CAR}_t(t_1, t_2) = 0$ 」についても統計的に検証する。以下の (8) 式の検定統計量は t 分布に従う。

$$t = \frac{\overline{CAR}_t(t_1, t_2)}{\sigma(\overline{AR}_t) \sqrt{t_2 - t_1 + 1}} \quad (8)$$

森田 (2010) は推定ウィンドウにおけるマーケット・モデルの誤差項の分散を代用して、単一企業の異常収益率 (AR) と累積異常収益率 (CAR) について、帰無仮説「 $\overline{AR}_t = 0$ 」と「 $\overline{CAR}_t(t_1, t_2) = 0$ 」の仮説検定を行っている。本稿でもサブサンプル (銀行業のアナウンスメントと死去アナウンスメント) の分析において同様の手法をとる。

#### 4. 実証結果

相談役・顧問に関する廃止・存続・死去アナウンスメントに対する株式市場の反応を、イベントスタディによって分析した結果は、表 2 にまとめられている。具体的には、イベント日 ( $t=0$ ) 付近の AR (異常収益率) を足し合わせた CAR (累積異常収益率) がまとめられている。ここでは、アナウンスメントの種類 (廃止・存続・死去) ごとに実証結果を見ていくことにする。

まずはパネル A の廃止アナウンスメントについてである。ここには全サンプル (31 社)、銀行業を除いた一般事業会社 (28 社)、銀行 3 社 (三菱 UFJFG・阿波銀行・百十四銀行) に関する結果がレポートされている。全サンプルでは、全体的に各イベント期間の CAR の値

は小さく、有意にゼロと異なっていない<sup>15</sup>。例えば、CAR (-1,0) は-0.07%であり (t 値=-0.03), CAR (0,+1) は 0.05%であり (t 値=0.02), 平均的には廃止アナウンスメントは株価にほとんど影響を及ぼしていないことが分かる。この結果はまた銀行業を除いた一般事業会社においても同様である。ただ、CAR (-1,0) と CAR (0,+1) の符号についてみると (31社), CAR (-1,0) では、17社 (55%) が正の値であり、CAR (0,+1) では 15社 (48%) が正の値であった。この結果は、正の株価反応を示している企業と負の株価反応を示している企業がほぼ半々であることを示しており、企業間で株価反応に差があることを示唆している。この結果はまた、株式市場において、相談役・顧問に関する廃止アナウンスメントに対する評価が一樣ではないこと、言い換えれば、企業特性に応じて株式市場から評価されていることを示唆していると考えられる。

銀行業 3 社については、それぞれ単一企業のイベントスタディの結果である。なお、図 1 には銀行 3 社におけるイベント日前後の CAR (-3,+3) の推移を示している。図 1 についてみると、3 社ともにイベント日 (t=0) にかけて CAR がやや低下していることが確認できる。CAR(0,+1)についてみると、三菱 UFJFG が-1.06% (有意ではない)、阿波銀行が-3.05% (10%水準で有意)、百十四銀行が-3.34% (5%水準で有意) であった。単一企業のイベントスタディの結果であるため、解釈は慎重になるべきではあるが、これらの結果は三菱 UFJFG の CAR では有意な結果は得られていないものの、百十四銀行と阿波銀行のイベント日付近の株価が有意に低下していることを示唆している。この結果はまた、株式市場が銀行業の相談役・顧問に関する廃止アナウンスメントをネガティブに評価していることを示唆するものである。以上の結果から、株式市場が相談役・顧問制度を廃止するということに対して、必ずしもポジティブに評価しているわけではないと言えるだろう。

次は、パネル B の存続アナウンスメントについてである。ここには、銀行 3 社 (みずほ FG, 秋田銀行, みなと銀行) の結果がまとめられている。銀行 3 社についての結果は、それぞれ単一企業のイベントスタディによるものである。なお、図 2 には銀行 3 社におけるイベント日前後の CAR (-3,+3) の推移を示している。図 2 についてみると、t=-2 において秋田銀行の株価が低下しているものの、イベント日前後では CAR に大きな動きは見られない。実際、CAR (0,+1) についてみると、みずほ FG が 0.24% (有意ではない)、秋田銀行が -0.28% (有意ではない)、みなと銀行が 0.04% (有意ではない) であった。この結果は、株式市場が銀行業の相談役・顧問を存続させることに対して、特に反応していないことを示唆している。

また、先にみた銀行業の廃止アナウンスメントではややネガティブな評価が見られたが、銀行業の存続アナウンスメントでは株価にほとんど影響を与えていないことが示唆されており、銀行業においても株式市場が必ずしも存続アナウンスメントをネガティブに評価し

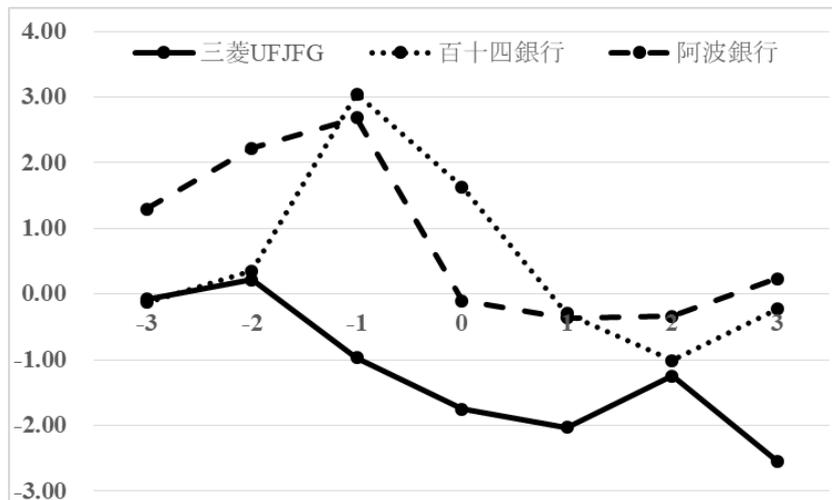
---

<sup>15</sup> レポートされていないが、イベント日付近の AR(-1), AR(0), AR(+1), についても同様に有意な結果は得られていない。

ているという訳ではないと考えられる。

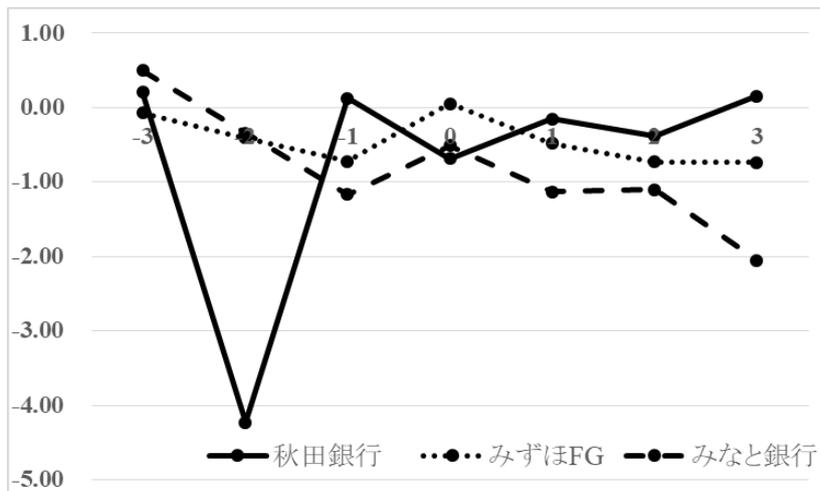
最後は、パネルCの死去アナウンスメントについてである。ここには、一般事業会社5社（オムロン、イオン北海道、セイコーエプソン、東映、日立製作所）における単一企業のイベントスタディの結果がまとめられている。パネルCについてみると、有意な結果が得られているのはイオン北海道、セイコーエプソン、東映の3社であるが、符号は異なっている。具体的には、CAR (-1,0) では、イオン北海道が2.68%（1%水準で有意）、東映が-3.01%（10%水準で有意）、セイコーエプソンが0.22%（有意ではない）であった（セイコーエプソンのCAR (0,+1) は10%水準で有意に正）。したがって、死去アナウンスメントにおいても、株式市場の評価が一様ではないことを示唆していると言えるだろう。

図1 銀行3社のCAR (-3,+3)の推移（廃止アナウンスメント）



(注) 単位は%である。また、「0」はイベント日（アナウンスメント日）を示している。

図2 銀行3社のCAR (-3,+3)の推移（存続アナウンスメント）



(注) 単位は%である。また、「0」はイベント日（アナウンスメント日）を示している。

表2 廃止・存続・死去アナウンスメントに対する株価反応 (CAR)

パネルA: 廃止アナウンスメント	サンプルサイズ	CAR(-1,0)	t値	CAR(0,+1)	t値	CAR(-1,+1)	t値	CAR(-2,+2)	t値	CAR(-3,+3)	t値
全サンプル	31	-0.07	-0.03	0.05	0.02	0.14	0.05	0.16	0.05	0.04	0.01
一般事業会社	28	0.03	0.02	0.33	0.14	0.36	0.13	0.31	0.09	0.14	0.03
三菱UFJFG		-1.97	-1.37	-1.06	-0.75	-2.25	-1.28	-1.17	-0.51	-2.54	-0.94
阿波銀行		-2.32	-1.30	-3.05*	-1.71	-2.58	-1.18	-1.63	-0.58	0.24	0.07
百十四銀行		1.28	0.85	-3.34**	-2.23	-0.65	-0.35	-0.88	-0.37	-2.23	-0.08
パネルB: 存続アナウンスメント	サンプル	CAR(-1,0)	t値	CAR(0,+1)	t値	CAR(-1,+1)	t値	CAR(-2,+2)	t値	CAR(-3,+3)	t値
みずほFG		0.46	0.45	0.24	0.24	-0.07	-0.06	-0.65	-0.41	-0.73	-0.38
秋田銀行		3.54	1.40	-0.28	-0.11	4.08	1.32	-0.58	-0.15	0.16	0.03
みなと銀行		-0.16	-0.09	0.04	0.02	-0.79	-0.35	-1.60	-0.54	-2.05	-0.59
パネルC: 死去アナウンスメント	サンプル	CAR(-1,0)	t値	CAR(0,+1)	t値	CAR(-1,+1)	t値	CAR(-2,+2)	t値	CAR(-3,+3)	t値
オムロン		-0.85	-0.47	-0.26	-0.14	-0.67	-0.16	-2.40	-0.83	4.62	1.35
イオン北海道		2.68***	3.33	-0.61	-0.76	1.16	1.18	-1.23	-0.96	2.87*	1.91
セイコーエプソン		0.22	0.14	2.73*	1.70	1.60	0.81	2.88	1.14	2.79	0.93
東映		-3.01*	-1.69	-0.62	-0.35	-2.66	-1.22	-2.08	-0.74	-2.50	-0.75
日立製作所		-1.51	-0.68	0.62	0.28	-0.67	-0.25	0.75	0.21	0.66	0.16

(注) 単位は%である。\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意であることを意味している。t=0はイベント日 (アナウンスメント日) である。CAR(-1,0): イベント日とその前日を含む2日間の平均累積異常収益率, CAR(0,+1): イベント日とその翌日を含む2日間の平均累積異常収益率, CAR(-1,+1): イベント日前後3日間の平均累積異常収益率, CAR(-2,+2): イベント日前後5日間の平均累積異常収益率, CAR(-3,+3): イベント日前後7日間の平均累積異常収益率。廃止アナウンスメントの全サンプル (31社) と一般事業会社 (28社) 以外は, 単一企業のイベントスタディによる結果である。

## 5. おわりに

本稿では、イベントスタディの手法を利用して、日本企業の相談役・顧問の廃止・存続・死去アナウンスメントに対する株式市場の反応を実証的に分析した。本稿の発見は次の通りである。第1は、相談役・顧問に関する廃止アナウンスメントは平均的には株価にほとんど影響を及ぼしていないことである。加えて、廃止アナウンスメントについては、正の株価反応を示している企業と負の株価反応を示している企業がほぼ半々であった。第2は、(銀行業による)相談役・顧問に関する存続アナウンスメントは株価にネガティブな影響を及ぼしていることである。第3は、(一般事業会社による)相談役・顧問に関する死去アナウンスメントが株価に与える影響は企業に応じて異なることである。これらの結果は、相談役・顧問に関する廃止・存続・死去アナウンスメントに対する株式市場の評価は一様ではなく、企業特性に応じて株式市場から評価されていることを示唆していると考えられる。つまり、本稿の実証結果は相談役・顧問制度設置のメリットがデメリットを上回っている企業もいれば、逆にデメリットがメリットを上回っている企業も存在していることを示唆しているように思われる。したがって、本稿の実証結果からすると、一律に相談役・顧問を廃止することが望ましいとは言えないため、相談役・顧問制度を問題視する風潮は必ずしも合理的なものではないように思われる。

最後に、今後の課題について述べる。本稿ではイベントスタディによって相談役・顧問の効果を実証的に分析したが、その効果は企業特性によって異なることが示唆されていた。しかしながら、本稿では、各アナウンスメントのサンプルサイズが小さいことも手伝って、こういった企業特性が相談役・顧問に関するアナウンスメントに対する株価反応に影響を及ぼしているのかについては分析されていない。例えば、相談役・顧問に就任した元社長・会長などが企業経営にどの程度の影響力を有しているかといった、相談役・顧問の属性(創業者など)やコーポレート・ガバナンス構造などの企業特性を考慮した分析を行うことは今後の課題である。

## 参考文献

- 経済産業省(2018),「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針(CGSガイドライン)」,平成30年9月28日。
- 榊原茂樹・譚鵬(2016),「統合報告書の初回発行に対する株式市場の反応」,『日本知的資産経営学会誌』,第2号,pp.43-58。
- 齋藤卓爾(2018),「経済学からみる相談役・顧問:経営者の退任「後」のキャリアとその影響」,『企業会計』,Vol.70, No.2, pp.38-44。
- 太子堂厚子(2018),「コーポレートガバナンスの視点で相談役・顧問を問い直す」,『企業会計』,Vol.70, No.2, pp.18-24。
- 松本守(2019),「日本企業における相談役・顧問制度とコーポレート・ガバナンスー「CSR

- 企業調査」のアンケートデータによる予備的分析」, 『商経論集』, 第 54 卷, 1・2・3・4 号, pp.83-97.
- 森田果 (2010), 「会社訴訟における統計的手法の利用ーテクモ株式買取請求事件を題材に」, 『旬刊商事法務』, 商事法務研究会, 第 1910 号, pp.4-17.
- 森田果 (2016), 「証券発行市場での虚偽記載に基づく損害賠償請求訴訟における統計的手法の利用とその限界」, 『東北ローレビュー』, Vol.3, pp.29-47.
- Brown, S.J. and J.B. Warner (1985) , “Using daily stock returns: The case of event studies,” *Journal of Financial Economics*, Vol.14, Issue 1, pp.3-31.
- Evans, J.H. , N.J. Nagarajan, and J. Schloetzer (2010) , “CEO Turnover and Retention Light: Retaining Former CEOs on the Board,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 48, pp.1015-1047.
- Johnson, B.W., R. Magee, N.Nagarajan and H.Newman (1985) ,” An analysis of the stock price reaction to sudden executive death: Implications for the management labor market,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.7, pp.151-174.
- Lin, S., P. F. Pope, and S. Young (2003) , “Stock Market Reaction to the Appointment of Outside Directors,” *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 30, N0.3-4, pp.351-382.
- MacKinlay, A.C. (1997) , “Event Studies in Economics and Finance,” *Journal of Economic Literature* ,Vol.35, pp.13-39.

大銀協フォーラム研究助成論文集 第26号

優秀賞 中央銀行デジタル通貨と銀行業務  
近畿大学 経済学部 星河武志

特別賞 資産形成制度と日本家計の相対的危険回避度  
—地域金融機関のリテールビジネスへの示唆—  
大阪電気通信大学 金融経済学部 荒木千秋

特別賞 日本企業の相談役・顧問に関する廃止・存続・死去アナウンスメント  
に対する株式市場の反応  
—一般事業会社と銀行業を対象としたイベントスタディー—  
獨協大学 経済学部 松本 守

---

2022年2月発行

発行 一般社団法人 大阪銀行協会  
〒540-0012 大阪市中央区谷町3-3-5

電話 06-6942-1218

---

非 売 品