

# Risk Flash No.209 (Vol.6 No.7)

発行：滋賀大学経済学部附属リスク研究センター  
発行責任者：リスク研究センター長 久保英也

- 研究紹介：吉田裕司・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・Page 1-3
- リスク研究センター通信・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・Page 4

## 研究紹介

よしだ ゆうし  
ファイナンス学科教授 吉田裕司

今回リスク研究センターから研究助成を頂いた研究テーマは「アフリカ証券市場間の金融統合とリスクマネジメント」です。英文での論文タイトルは、”Regional Integration and Risk Management of African Stock Markets”となっています。この論文は単独で行う研究ではなく、甲南大学准教授・杉本喜美子氏と大阪学院大学教授・松木隆氏との共同研究です。杉本氏はフランス留学の経験もありフランス語が堪能で、旧フランス植民地が多いアフリカ経済を専門とされています。松木氏は計量経済学の応用研究を専門としていて、最先端の計量分析手法に深い造詣を持っています。

Emerging Markets Review 21 (2014) 201-233



Contents lists available at ScienceDirect

### Emerging Markets Review

journal homepage: [www.elsevier.com/locate/emr](http://www.elsevier.com/locate/emr)



## The global financial crisis: An analysis of the spillover effects on African stock markets



Kimiko Sugimoto<sup>a,\*</sup>, Takashi Matsuki<sup>b</sup>, Yushi Yoshida<sup>c</sup>

<sup>a</sup> Hirao School of Management, Konan University, 8-33 Takamatsu, Nishinomiya, Hyogo 663-8204, Japan

<sup>b</sup> Faculty of Economics, Osaka Gakuin University, 2-36-1 Kishibeminami, Suita Osaka 564-8511, Japan

<sup>c</sup> Faculty of Economics, Shiga University, 1-1-1 Banba, Hikone, Shiga 522-8522, Japan

**[金融危機とアフリカ株式市場]** 今回の研究に至る前に、この三人のチームでの研究として、”The Global Financial Crisis: An Analysis of the Spillover Effects on African Stock Markets”という研究論文(以下、EMR 論文)が、2014年に国際学術誌である Emerging Markets Review に掲載されました。EMR 論文は、欧米経済に多大な損失を与えたグローバル金融危機が、発展途上国であるアフリカ諸国(エジプト、モロッコ、チュニジア、モーリシャス、ザンビア、ナミビア、南アフリカ)にどの程度の影響を与えたかを計量分析したものでした。具体的には、外部要因としての先進国の株式市場、外国為替市場、商品市場(金

や原油)と、内部要因としては他のアフリカ諸国の株式市場が、アフリカ各国の株式市場に与える影響を比較しました。分析結果からは、金融危機時において、1)アフリカ域内からの影響は微小であり、2)米国からよりも欧州からの影響の方が強く、3)その欧州からの影響は欧州債務危機(2010)より先の米国金融危機(2008)から既に始まっていた、ことが示されました。この EMR 論文が既にケニア中央銀行エコノミストの研究論文に引用されていることから、先進国がアフリカに与える影響に関して、アフリカ諸国政策担当者が強い関心を持っていることが伺えます。

**[アフリカ株式市場の地域統合と発展]**この EMR 論文を経て、今回の研究テーマが生まれました。最大の関心は、グローバルなリスクを最小限に抑えて、かつアフリカ株式市場の地域的な発展を促す政策提言にあります。アフリカ株式市場といっても、南アフリカのように 2012 年の株式市場全体の時価総額が 6,120 億ドル、対 GDP 比では 160%(同年の日本の対 GDP 比は 62%)に届くような国もあれば、二位以下の時価総額は南アフリカの十分の一程度、7 位以下では百分の一程度です。北部・東部・西部・南部とでは大きな歴史・宗教・政治・経済構造の違いがあります。今回の研究テーマでは、EMR 論文での対象国を変更・拡大して、北部(エジプト、モロッコ、チュニジア)、東部(ケニア、ウガンダ)、西部(コートジボワール、ナイジェリア)、南部(ボツワナ、モーリシャス、南アフリカ)の 10 ヶ国を対象としました。リスク研究センターからの助成金は、このアフリカ市場のデータ購入に利用させて頂きました。

様々な調査・分析を試みていますが、多くの重複上場や地域連携が締結されて地域間の統合は進んではいますが、株式市場データを用いた分析結果からはアフリカ市場間の地域統合はまだまだ進んでいるとは言えません。アフリカ市場の発展を促すために考えられる政策の一つが、外資の積極的な取り入れになるわけですが、ここで我々は非常に慎重に最新の世界の研究動向を精査しました。膨大な数の研究論文を調査した結果、「金融市場を国外に開放することが、必ずしも経済成長にはつながらない」と主張する複数の論文に着目しました。コセ、ブラサード、テイラーの 2011 年の研究論文では、金融市場の開放が経済成長につながるのは、ある程度の水準を超えた、発展した金融市場・制度を持ち合わせている国においてのみであると、データ分析から結論付けています(コセとテイラーは世界銀行のエコノミストです)。すなわち、まだ金融市場・制度が十分に成熟していないアフリカ地域において、外資の取り入れを行っても、グローバル市場から波及してくるリスクのデメリットの方が大きく、アフリカ経済の成長には貢献しないと考えられます。

第二次世界大戦後から世界の金融市場の監督・監視機能を果たしてきた国際通貨基金(IMF)は、国際的に自由な資本移動の推進者でありました。しかし、1997 年のアジア通貨危機、2008 年のアメリカ金融危機、2010 年の欧州債務危機を経験して、IMF はこれまでの資本移動に関するスタンスを変更することを宣言しました。金融危機に備えて、できる限りマクロ経済政策等で対処すべきであるが、必要な場合には資本規制(capital control)を行うことが有効であるとししました。我々が考えている政策提案は、アフリカ地域内では完全に資

本自由化にすることで、アフリカ圏としての地域統合のメリットを享受した発展を目指します。一方、対非アフリカ諸国に対しては資本規制を設けることを考えています。その資本規制もアフリカ諸国全てに一律のルールではなく、既に欧米の外資が多く入っているエジプト・モロッコ・南アフリカには一定枠内の資本流入を認めた規制である一方、その他のアフリカ諸国には先進国からの直接外資流入を認めない厳しい規制を課すことを考えています。この厳しい資本規制を行う理由は、コセ、ブラサード、テイラーの研究結果を踏まえ、金融市場・制度が成熟するまでは、直接的な金融市場の開放を制御するためです。

**[研究発表の予定]** 今回の研究は 2015 年 1 月から計画が進み始めました。それは、フランスと米国の 3 名の研究者からの一通の e メールがきっかけです。彼らは、エメラルド出版社から『新興国市場のリスクマネジメント』のテーマで集めた論文集による国際研究書の出版計画が認められ、この研究書に貢献する研究者に幅広く声掛けをしていたのです。（若い研究者の方に注意ですが、信用できるオンライン出版に混じって近年信用できないオンライン出版社が増えてきているので、怪しい出版社からの連絡には最新の注意が必要です。誘いがあっても、必ず出版社と編著者の業績はチェックが必要です。）我々3人にとっては、ぴったりのテーマの研究書であったので、即座にドラフト(初稿)に着手しました。今回の研究書は提出すれば掲載されるものではなく、研究計画による第一次審査がありました。多少大げさに言っているのかもしれませんが、編者によれば、必要論文数の 4 倍の投稿があったそうです。運よく我々の研究計画は合格となりました。まだ、完成論文の審査を控えていますが、国際学術誌ほど厳しい査読にはならないようにと期待しています。これまでに、国際研究書に学術論文を 3 回掲載したことがありますが、2 回はとても緩い査読でした。ただ 1 回は、一流の国際学術誌並みの厳しい査読（論文を半分削除して、プログラムを作成しないとできない別の計量分析の追加）を要求されたことがあります。（一流の国際学術誌であれば、半分削除する必要があるような論文は 100%棄却されます）。最終審査を無事に通過し、リスク研究センター助成への謝辞の英文が世界中の図書館で見れますようにと祈っております。

**Call for exclusive book chapters: “Risk Management in Emerging Markets: Issues, Framework and Modeling”**  
*To be published by Emerald, 2015*

#### Editors

Sabri Boubaker, *Groupe ESC Troyes en Champagne & University Paris Est, France*  
Bonnie G. Buchanan, *Albers School of Business, Seattle University, United States*  
Duc Khuong Nguyen, *IPAG Business School, France*

## リスク研究センター通信

### 【社会連携研究センターよりご案内】

滋賀大学ビジネスイノベーションスクール受講生を募集しています。

詳しくは、

[http://www.shiga-u.ac.jp/research\\_cooperation/about\\_social\\_cooperation\\_research\\_center/industry\\_promotion\\_unit/research\\_ep/](http://www.shiga-u.ac.jp/research_cooperation/about_social_cooperation_research_center/industry_promotion_unit/research_ep/)

をご覧ください。

### 「リスクフラッシュご利用上の注意事項」

本規約は、滋賀大学経済学部附属リスク研究センター（以下、リスク研究センター）が配信する週刊情報誌「リスクフラッシュ」を購読希望される方および購読登録を行った方に適用されるものとします。

#### 【サービスの提供】

1. 本サービスのご利用は無料ですが、ご利用に際しての通信料等は登録者のご負担となります。
2. 登録、登録の変更、配信停止はご自身で行ってください。

#### 【サービスの変更・中止・登録削除】

1. 本サービスは、リスク研究センターの都合により登録者への通知なしに内容の変更・中止、運用の変更や中止を行うことがあります。
2. 電子メールを配信した際、メールアドレスに誤りがある、メールボックスの容量が一杯になっている、登録アドレスが認識できない等の状況にあった場合は、リスク研究センターの判断により、登録者への通知なしに登録を削除できるものとします。

#### 【個人情報等】

1. 滋賀大学では、独立行政法人等の保有する個人情報の保護に関する法律（平成15年5月30日法律第59号）に基づき、「国立大学法人滋賀大学個人情報保護規則」を定め、滋賀大学が保有する個人情報の適正な取扱いを行うための措置を講じています。
2. 本サービスのアクセス情報などを統計的に処理して公表することがあります。

#### 【免責事項】

1. 配信メールが回線上的問題（メールの遅延、消失）等によりお手元に届かなかった場合の再送はいたしません。
2. 登録者が当該の週刊情報誌で得た情報に基づいて被ったいかなる損害については、一切の責任を登録者が負うものとします。
3. リスク研究センターは、登録者が本注意事項に違反した場合、あるいはその恐れがあると判断した場合、登録者へ事前に通告・催告することなく、ただちに登録者の本サービスの利用を終了させることができるものとします。

#### 【著作権】

1. 本週刊情報誌の全文を転送される場合は、許可は不要です。一部を転載・配信、或いは修正・改変してblog等への掲載を希望される方は、事前に下記へお問い合わせください。

\*尚、最新の本注意事項はリスク研究センターのホームページに掲載いたしますので、随時ご確認願います。

\*当リスクフラッシュをご覧頂いて、関心のある論文等ございましたら、下記事務局までメールでお問い合わせください。

発行：滋賀大学経済学部附属リスク研究センター

編集委員：ロバート・アスピノール、大村啓喬、菊池健太郎、  
金秉基、久保英也、柴田淳郎、得田雅章、山田和代

滋賀大学経済学部附属リスク研究センター事務局（Office Hours:月一金 10:00-17:00）  
〒522-8522 滋賀県彦根市馬場 1-1-1 TEL:0749-27-1404 FAX:0749-27-1189

e-mail: [risk@biwako.shiga-u.ac.jp](mailto:risk@biwako.shiga-u.ac.jp)

Web page: <http://www.econ.shiga-u.ac.jp/main.cgi?c=10/2>