

Center on Japanese Economy and Business

ANNUAL REPORT 2006-2007

Center on Japanese Economy and Business

For twenty-one years, the preeminent academic center on Japanese business and economics.

Established at Columbia Business School in 1986 under the direction of Professor Hugh Patrick, the Center on Japanese Economy and Business (CJEB) promotes knowledge and understanding of Japanese business and economics in an international context.

The Center is a research organization widely recognized for its international programs, which provide prominent speakers from the public and private sectors a forum for collaboration and reflection on Japan, the United States, and the global economy.

In support of its mission, CJEB organizes and supports research projects, workshops, symposia, conferences, scholarly and professional exchanges, and library and computer-based resource initiatives. Core faculty members are Japan specialists drawn from Columbia's Business School, Law School, School of International and Public Affairs, Economics Department, and the Department of Political Science. Funding is provided by corporate sponsors, foundations, individuals, and University sources.

日本
經濟
經營
研究
所

TABLE OF CONTENTS

LETTER FROM THE DIRECTOR AND ASSOCIATE DIRECTOR FOR RESEARCH	1
RESEARCH	2
<i>Japan's Economy: The Idiosyncratic Recovery Continues</i> , by Hugh Patrick	2
完訳は日本語セクションをご覧ください。	
Current Research	12
Working Paper Series	13
PROGRAMS	16
Program on Alternative Investments: Overview	16
EVENTS	17
Conferences	
Twentieth Anniversary Celebration Conference: Japan's Economic Future: Policy, Politics, and Producers	17
Operational Restructuring: New Strategies of Japanese Corporate Leaders	19
Symposia	
Investors Unleashed: Rise of Shareholder Activism in Japan	20
Lectures	
Assessing the New Abe Administration in Japan	20
KKR in Asia: A Strategic View	21
Zadankai	21
Weatherhead East Asian Institute <i>Brown Bag Series</i>	22
RESOURCES	23
Leadership and Staff	23
Core Faculty	26
Visiting Fellows	29
Research Associates	30
Professional Fellow	31
International Advisory Board	32
Faculty Advisory Board for the Program on Alternative Investments	32
VALUE ADDED TO THE COLUMBIA COMMUNITY	33
Faculty Exchange	33
Enhancing the M.B.A. Experience	33
Student Associations	33
Fellowship and Scholarship Programs	34
Graduate Student Conference on East Asia	34
Library and Data Resources	34
EXCHANGE OF IDEAS	35
NBER Japan Project	35
The Japan Economic Seminar	36
U.S.-Japan Discussion Group	36
Monetary Policy Discussion Group	36
Student Visit to CJEB: Winners of Financial and Economics Competition	36
FINANCIAL SUPPORT	37
Corporate Sponsorship Program	37
Sponsorship of the Program on Alternative Investments	37
Foundation Support	37
IN MEMORIAM	38
2006-2007 ANNUAL REPORT (IN JAPANESE)	
概要(邦訳)	40

LETTER FROM THE DIRECTOR AND ASSOCIATE DIRECTOR FOR RESEARCH

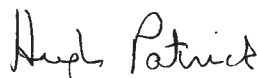
Dear Friends,

The Center on Japanese Economy and Business was established in spring 1986 at Columbia Business School, twenty-one years ago. We began our twentieth anniversary celebration last year and held a special anniversary conference, "Japan's Future Economic Directions," with Bank of Japan Governor Toshihiko Fukui as a keynote speaker, in Tokyo on May 15, 2006. Our second commemorative anniversary conference, "Japan's Economic Future: Policy, Politics and Producers," was held here in New York on October 26, 2006, with Timothy Geithner, President and CEO of the Federal Reserve Bank of New York, and Glenn Hubbard, Dean of Columbia Business School, delivering keynote addresses (see page 17 for more details). Both conferences were attended to capacity.

The mission of the Center has always been to promote knowledge and understanding of the Japanese economy and its business systems in domestic, East Asian, and global contexts, with a special focus on the Japan-U.S. relationship. CJEB supports the research of individual faculty members, organizes joint research projects of American and Japanese scholars at Columbia and elsewhere, and engages in a wide range of conferences, symposia, and informal discussion meetings. Information on these activities is available at www.gsb.columbia.edu/cjeb. Full reports on programs are available in print and at DigitalCommons@Columbia, <http://digitalcommons.libraries.columbia.edu/japan>. In these last twenty-one years, CJEB has grown from a staff of one director, one program officer, and one part-time secretary to the present team of two directors, two associate directors, one assistant director, five full-time officers, and several student interns.

The Center successfully initiated its Program on Alternative Investments five years ago under the leadership of Mark Mason. Now directed by Alicia Ogawa, the Program continues its development by contributing objective approaches, perspectives, and analyses to benefit Columbia students, business practitioners, policy makers, and academics. We are following developments in the fixed income markets, given the government's deficit reduction targets, the changes in regional government budget financing, and the Japanese banks' moves to comply with Basel 2. All of these trends should give rise to broader corporate bond issues, both prime and high yield, as well as to greater ranges of derivative products. In the equity markets, we are studying the impacts of Japan's moves to become an international financial center for alternative investment funds and institutional investor asset allocation.

The dedication, hard work, and intelligent energy of Center core faculty and staff, the resources provided by the Business School, and the funding provided by corporate sponsors, foundations, and individuals all contribute to the ongoing success of the Center. We thank them all.



Hugh Patrick, Director



David Weinstein, Associate Director for Research

JAPAN'S ECONOMY: THE IDIOSYNCRATIC RECOVERY CONTINUES by Hugh Patrick

Japan's march toward stable, full-employment growth has continued. While progress has been sustained, the path has been idiosyncratic and the pace erratic. In many respects, Japan's economy is now a good story. Per-capita growth is comparable to the United States and the European area, and the 3.7 percent June unemployment rate is the lowest, especially relative to France (8.0%) and Germany (9.0%).

However, despite these predominant similarities, Japan's economic situation has several significant differences. First is the persistence of mild deflation for a decade, and inflation expectations continue to be very low. Second, the labor market has been tightening, yet nationwide average wages have not been increasing; indeed, the total cash earnings index again slightly decreased in the first half of 2007. Third, interest rates are extraordinarily low. Fourth, the yen has been weak in terms of economic fundamentals. Moreover, given relatively elastic supply conditions, inadequate aggregate demand continues to be the major constraint on more rapid growth. The Liberal Democratic Party's huge losses in the July Upper House elections increase economic policy uncertainty.

The August shock of a global credit crunch and financial turbulence has created significant financial and economic uncertainty. Even though Japanese exposure to U.S. risky financial assets is relatively low, its financial markets are being roiled since financial markets are so integrated globally. The biggest impact has been yen appreciation; a sharp reduction in the yen carry trade has been one element in the global flight to safety. I expect a return soon to stability in financial markets as much-needed adjustments in the pricing of risk are made. Nonetheless, the possibility of significant, sustained yen appreciation has now moved to the forefront of issues Japan faces.

But there are always problems and challenges, and Japan has managed to prevail. I remain fundamentally optimistic about Japan's ability to solve its basic problems, albeit at its own pace and in its own ways.

In the following sections, I consider recent economic performance; the decoupling of growth and inflation; Prime Minister Abe's economic policies; macroeconomic policy; corporate restructuring, control, and governance; and external economic relations.

Recent Economic Performance

GDP growth in 2006 was 2.2 percent: respectable though not exciting, and below the consensus expectation of 2.5 percent a year ago. Growth slowed in the spring and summer quarters but then achieved a dramatic 5.4 percent (seasonally adjusted annual rate) in the final quarter and was a strong 3.3 percent in the first quarter of 2007. However, growth slowed significantly in the second quarter.

Since the early 2002 trough, the major sources of aggregate demand have been business investment and exports. The hope has been that private consumption would support demand, but it increased at only a 1.3 percent annual rate, and its share of GDP has continued to decline. This reflects very low increases in wages. Reduction of the extraordinarily high government deficits has reduced demand growth by 0.5 percent a year.

Even more than in previous years, 2006 growth was propelled by business fixed investment (increasing 7.5% and contributing 50% of aggregate demand growth) and exports (up 9.6%, with net exports 36% of demand growth). Consumption disappointingly rose only 0.8 percent (23% of demand). Government spending continued to be a modest negative factor, as a decrease in public investment outweighed a small increase in ordinary (consumption) expenditures. Employment and hours worked have risen modestly, and labor productivity per hour continued its 2 percent average annual increase.

It is unsettling that growth slowed in 2007 spring and summer, though, as usual, the monthly data are mixed, imprecise, and rather volatile. The August 13 first estimate of April-June growth is a 0.5 percent annual rate, a slowdown somewhat worse than expected. Business

investment slowed but to a good 5.6 percent annual rate, and consumption continued to rise at a 1.4 percent rate, but net exports were flat and government investment was negative. While slow growth will probably persist in the third quarter, I think this is no more than another soft patch.

Private-sector forecasts of GDP growth are 2.2 percent to 2.4 percent (average 2.3%) for 2007, and about that again for 2008. Both are a bit better than the Bank of Japan's April forecast of 2.1 percent for fiscal 2008, and what was projected a year ago. Expectations are that business investment and export growth will slow, consumption growth will improve somewhat, and the reduction of the government deficit will slow.

About 90 percent of household disposable income comes from worker compensation. While wage rates will remain flat, employment will increase slightly, and baby-boomer lump-sum retirement allowances will start to kick in, amounting to half of the 1.6 percent projected gain in employee income in 2007. Rising interest and dividend income will contribute a further 0.7 percent, but taxes will be a negative 0.3 percent. If this projected 2 percent rise in 2007 disposable income and an even slightly greater projected increase in 2008 are realized, and if households do not increase currently low savings rates, this will be good news for consumption and GDP growth.

Deflation Has Persisted

The big idiosyncrasy in Japan's ongoing economic performance is the combination of sustained good growth and persistent mild deflation. Even though labor markets have been tightening and full employment is close, wages for the economy as a whole are not rising, consumption growth lags, and mild deflation has not ended. The only good price news is that the deep, traumatic decline in Japanese asset prices finally ended in the mid 2000s, though regional disparities in land price movements continue.

An ongoing policy debate is how to define price stability and how to measure it accurately. The major policy meas-

ure of price stability is the core Consumer Price Index (CPI), defined in Japan as the overall (headline) CPI excluding the highly volatile movements of food prices. The Bank of Japan (BoJ) position since early 2006 is that price stability is defined by a 0 percent to 2 percent range of core CPI. This is about a percentage point lower than U.S. Fed and European Central Bank (ECB) definitions.

The BoJ asserts there is no upward measurement bias in the CPI. Like many economists, I feel there is: my guess has been about 0.5 percent in core CPI. Core CPI rose only 0.1 percent in 2006, has been very slightly negative for the first six months of 2007, and is expected to be essentially 0 percent for the year. Forecasts for 2008 are very low, only 0.5 percent by the BoJ and 0.4 percent in August 2007 *Economist* and *ESP* surveys. In other words, an end of deflation will not actually be achieved until sometime in 2008.

My colleague David Weinstein and Christian Broda have recently jolted the debate on CPI measurement and, by implication, on monetary policy. They find that Japan's core CPI estimate has an even greater upward bias than previously thought. This means deflation has been greater than currently estimated. By applying the more comprehensive U.S. estimation methodology to Japanese data, they conclude the bias is about 0.8 percent. Moreover, they estimate the U.S. CPI has an upward bias of 1.0 percent. This implies Japan's true cost-of-living index growth has an upward bias of 1.8 percentage points. (See Broda and Weinstein, "Defining Price Stability in Japan: A View from America," Center Working Paper 252, June 2007.) Like many countries, Japan underinvests in data collection and especially in highly qualified statisticians; the United States spends ten times as much as Japan to estimate its CPI.

This is unwelcome news for the BoJ and others who think Japan's extended mild deflation is finally ending. But it also means that real GDP, productivity (both labor and total factor), and real wages have been growing somewhat faster than officially estimated. How much faster is unclear, as the personal consumption expenditure compo-

It is my conjecture that, for the next several years, growth and inflation will continue to be decoupled, primarily because of ongoing major structural changes in labor markets.

nent of Japan's GDP deflator is estimated by a different methodology—and has been more negative than core CPI movements. This poses a puzzle important for policy: how can the economy have been recovering and growing so well when mild deflation persists?

Why mild deflation has not been more harmful to growth since 2002 is unclear. It has not significantly impeded business investment, but it has had other consequences. Low interest rates have made structural reform easier but sometimes have delayed it, especially by small businesses. Mild deflation may have made it politically possible to reduce government employee wages and to constrain other government expenditures, even though growth since 2002 has generated significantly increased corporate and other tax revenues. The most significant cost of deflation may be long run: it is undermining the assumptions the 2004 pension-tax increase was based on.

Growth and Inflation Decoupled

Japan's economic expansion since 2002, accompanied by mild deflation, is contrary to standard textbook analysis. There are a number of explanations, mostly complementary, for this growth-without-inflation phenomenon.

Economic slack was substantial, but it has now narrowed; labor markets have tightened significantly, and the government output-gap estimate has become positive. However, both the output gap and potential growth are difficult to measure; I put greater emphasis on employment, wages, prices, and consumption. The still-flat CPI, minor wage increases, and slow growth of consumption suggest full utilization of labor and capital has yet to be achieved.

Profits were very low during the 1990s, and recovery was slow because firms were under price pressures. However, productivity growth enabled firms to hold prices down and now to increase profits. Labor productivity has risen 2 percent annually since 2002, from the 1991–2001 average of 1.5 percent. Unit labor costs continued to decline in 2006 and at a slightly more than 2 percent annual rate in the first half of 2007. Still, while corporate structural reforms have been important, productivity acceleration is due also to cyclical recovery.

The explanation for decoupling that I stress here is the ongoing transformation of the labor market. It is my conjecture that, for the next several years, growth and inflation will continue to be decoupled, primarily because of ongoing major structural changes in labor markets.

Employment and Wages

With unemployment at its lowest level since February 1998, it is surprising that economy-wide wages (total cash earnings) have not been rising. Instead, total cash earnings and total hours worked in establishments with five or more employees have been essentially flat since 2003—that is, throughout the recovery from the 2002 trough. Total cash earnings increased only 0.3 percent in 2006, decreased 0.7 percent in the first quarter of 2007, and fell again in the second quarter.

The annual spring wage increases in 2006 were 1.79 percent in large firms and 1.47 percent in small and medium enterprises (SMEs). However, adjusting for sex, educational level, age, and years of service, an index of wage increases has been negative. While performance has been given greater weight in total compensation, seniority continues to be the dominant component of annual wage increases. Semiannual bonuses continue to comprise a large share of total compensation, particularly for large firms. Large-firm summer 2007 bonuses rose by 3.0 percent, continuing a five-year pattern of increases; bonuses, which are flexible, have continued to substitute for basic wage increases. SME bonuses apparently decreased 2.3 percent.

Starting salaries for new college and high school graduates in 2006 rose slightly but were essentially the same as in 2003. Even in today's competitive labor market, large firms have not increased wage offers. To do so would raise base salaries throughout their seniority-based wage structure: employees aged 50 to 54 in large firms earn three times what young new entrants earn. Their response to labor market tightness has been to cast their recruiting nets more widely.

Wage stagnation is due primarily to changes in labor force composition. This has two major aspects: substitution of lower-wage contract, part-time, and temporary workers

The greater diversity in type of employment reflects, in part, changes in worker composition and preferences—married women, part-timers, freeters, and contract skilled specialists such as computer programmers.

for full-time regular, lifetime employees; and replacement of retiring workers by young workers. Only the central and local governments have cut employee wages. In periods of poor performance, companies have reduced overtime or semiannual bonuses but—with few exceptions—not basic hourly wage rates for existing employees.

Of Japan's 2006 labor force of 66.6 million, 63.7 million were employed. After earlier declines, the labor force participation rate of those aged 15 to 64 has remained at 60.4 percent since 2004. Most Japanese work as employees; the share of self-employed and family workers has continued its steady, gradual decline and is now 14.3 percent of total employment. Total employment increased by 0.4 percent in 2006, with employee numbers rising 1.4 percent.

The share of full-time regular workers among those employed has continued to decrease and is now 67 percent. As to the other 33 percent, two-thirds are part-timers, the rest temporary workers, contract employees, and workers dispatched from temporary labor agencies. Nonregulars have lower hourly wage rates, fewer benefits, and less job security. The share of such workers has risen dramatically since 1990.

More than half (52.8%) of female employees do not have full-time regular employment, though most are in relatively stable part-time jobs. More than a sixth (17.9%) of male employees, disproportionately young and older workers, do not have regular full-time positions.

In addition to the 2.8 million counted as unemployed, 4.8 million (3.5 million women) have said they wish to work. A major social and economic cost of more than 15 years of mediocre economic performance has been the creation of a large cohort of young people 25 and older who never got on the bottom rung of the traditional job-advancement ladder and now will be among the last to obtain good jobs.

The good news is that temporary employment agencies are having difficulty attracting new recruits, are losing some employees to regular employers, and are having to increase wage-related benefits. Those not in the labor force but wishing to work decreased 500,000 from 2004

to 2006, further evidence of labor market tightening. Still, there is a supply overhang of young, unemployed, temporary, and part-time workers who want full-time jobs. This has held down the starting salaries of those entering the labor force from school.

Assuming the economy continues to grow at better than 2 percent, labor market tightening will persist. This suggests the shift from regular to nonregular workers has reached its limit and may even gradually reverse.

However, even if the changing labor composition effect ends or reverses slightly as labor demand generates higher proportions of regular and full-time workers, an aging effect—replacing retiring workers with low-wage young workers—will become larger at least until 2010. Between now and 2010, some 3.6 million males will be retiring at the company-mandated age of 60. Many will continue working, often with their same employer, but for lower wages and benefits, and for fewer hours. To the extent that a higher proportion of those over 60 continue to work at relatively low wages, this demographic effect will persist even longer.

The greater diversity in type of employment reflects, in part, changes in worker composition and preferences—married women, part-timers, freeters, and contract skilled specialists such as computer programmers. However, much is the consequence of companies' policies to replace departing full-time regular workers with nonregular workers from the 1990s period of mediocre growth, cost cutting, and labor market slack.

Macroeconomic Implications

The combination of structural changes in labor force utilization and baby-boomer retirements suggest that overall average wages (total cash compensation) will not increase significantly for several years. The macroeconomic implications of this are significant. If individual household income growth is constrained by flat cash earnings, and aggregate increases are primarily from modest employment growth, then consumption expenditure will grow only slowly for the next several years. This means consumption's share of GDP will continue to decline. Japan could well have an aggregate demand problem.

Much depends on how Abe, or his successor, responds to the election's implication that bread-and-butter economic policy is top priority.

Slow growth in wage income and consumption imply that inflationary pressures will not emerge in Japan as growth proceeds, in stark contrast to the United States and Europe. Indeed, in this scenario the CPI will not rise significantly but rather, at best, reach the lower end of the price stability policy range, which I define as 1 percent to 2 percent. Mild deflation may even persist for a considerable period.

Accordingly, market interest rates will remain low. On August 24, the yield on the 10-year Japanese Government Bond (JGB) was 1.60 percent and on 20-year JGBs, 2.07 percent. The enduring persistence of at least a 2-percentage point gap between JGBs and foreign government ten-year bond yields is telling. My best guess is that neither a modest narrowing of the interest rate differential through monetary policies nor global capital market hiccups are likely to halt Japanese capital outflows; and the yen carry trade will pick up again. I do not think that the August global credit crunch will result in yen appreciation to anywhere near what its economic fundamental estimates imply but admit to some uncertainty. A relatively weak yen will continue to support Japan's ongoing export boom in this scenario.

Prime Minister Abe's Economic Policies

Prime Minister Abe readily inherited Koizumi's economic reform policies and programs and benefited from an economy no longer in crisis and seemingly well on its way to full recovery. This initially enabled him to focus more on longer-run issues, notably raising the GDP growth rate and improving the education system. Koizumi's definitive, charismatic, idiosyncratic leadership has been a hard act to follow, even though Abe's early visits to China and South Korea achieved a major improvement in relations.

Abe's economic policies have been long on rhetoric and short on concrete proposals, specific targets, and implementation measures. Abe has continued Koizumi's efforts to centralize decision-making power in the Prime Minister's official residence (*Kantei*) and away from the major ministry bureaucracies, which have considerable autonomy and strongly defend their turf.

Abe's major economic policy strategy was laid out in the Cabinet's June 19 "Economic and Fiscal Reform 2007."

A major goal is to increase Japan's potential growth to about 2.5 percent over the coming five years by a range of approaches to boost labor productivity growth to 2.4 percent. The focus is on the supply side, with little concern about sustaining aggregate demand. The 2006 commitment to ongoing reduction in the fiscal deficit is continued, but without specifics. The guidelines are disappointing in that they lack a clear, coherent, concrete strategy and process for implementation. In part this reflected LDP unwillingness to enunciate specific targets, or even address important but sensitive issues, until after the Upper House election. However, that only enhanced the perception that Abe's commitment to economic policy is weak.

The devastating July 29 Upper House election loss has seriously weakened Abe and the LDP. However, most power resides in the Lower House, where the LDP plus Komeito continue to hold a two-thirds majority. While a series of scandals and gaffes by Cabinet members were important, the pension system fiasco hijacked the LDP agenda for the Upper House election. The Social Insurance Agency's incompetence and mismanagement in the handling of individual pension payments took place over several decades and were not of Abe's making, but his mishandling of this increasingly prominent issue contributed to his election failure. More fundamentally, the LDP was defeated in the least urbanized, least prosperous prefectures, its traditional stronghold. The Democratic Party of Japan (DPJ) promises of support for farmers, construction workers, and SMEs in the provinces may have not only won an election but created new priorities in formulation of the government budget.

The fundamental nature and thrust of economic policy are unlikely to change significantly in the near term. However, the reform process will probably slow further, caught in policy gridlock between the LDP and the DPJ. Much depends on how Abe, or his successor, responds to the election's implication that bread-and-butter economic policy is top priority. The 2008 budget negotiations will test LDP fiscal austerity against DPJ proposals. Paradoxically, this might make possible a major shift in agricultural support to a system of direct subsidies of farm

Government current expenditures will continue their small rise, public works investment cuts may be approaching a plateau, and tax revenue increases will slow.

family incomes for some years, coupled with significant import liberalization, but I would not bet on it.

Macroeconomic Policy

The residue of inadequate aggregate demand and mediocre growth in the decade to 2002, despite unprecedented macroeconomic policy ease, continues to be a huge overhang. Even with good GDP growth since 2002, interest rates are still abnormally low, monetary policy is very easy; the government budget deficit is still large, gross government debt is extraordinarily high, the yen is relatively weak, and mild deflation persists.

How to achieve adequate rates of aggregate demand growth continues to be Japan's most important macroeconomic policy issue. The basic fiscal policy objective is to reduce the primary deficit to zero by 2011 and achieve a budget surplus by 2015. Good progress has been made: corporate tax revenues have increased more than anticipated and 1999 income tax cuts were reversed last year and this year. The IMF projects that Japan's budget primary deficit, 5.7 percent of GDP in fiscal 2003, will be reduced to 2.1 percent in 2006 and 1.3 percent in 2007. The budget deficit of the general government (central plus local) will drop to 3.6 percent in 2007.

However, these trends probably will not persist. Government current expenditures will continue their small rise, public works investment cuts may be approaching a plateau, and tax revenue increases will slow. The DPJ victory adds the possibility that public works and other expenditures will rise, rather than being cut further. The government in early August stated that January fiscal consolidation projections are too optimistic because they were based on assumptions that the GDP deflator would turn sufficiently positive and that high nominal GNP growth (at current prices) would be achieved.

The ongoing debate on budget deficit reduction, termed fiscal consolidation, supposedly will come to a head this fall when tax reform, notably increasing the consumption tax, is supposed to be addressed. The majority LDP view has been that, in the long run, government expenditures on health care and pensions will have to increase as the pop-

ulation ages, so taxes as a share of GDP must eventually rise. An increase in the consumption tax in 2009 had seemed likely. However, the DPJ and the Komeito oppose an increase, so consideration will almost certainly be postponed.

Pension financing, presumably substantially taken care of in the 2004 reform, is becoming a major, though still not widely recognized, problem again. The projected income and expenditures earlier used to formulate the reforms are increasingly unrealistic. Demographic assumptions regarding fertility rates, and hence the pace of population decline and the share of those under 65, were too optimistic. Probably more important, the forecasts of nominal GDP and CPI increases were too high. Already, the long-run fiscal burden probably is significantly greater than projected.

Most media and capital market discussion has focused on monetary policy: the timing of BoJ increases in short-term interest rates. Given the huge size of Japan's bond and other fixed asset markets, expected and actual changes in BoJ interest rates have immediate asset price effects. However, the precise monthly timing of increases has little overall significance, given the state of Japan's economy.

Like other economists, and the IMF and OECD, I prefer that the BoJ not raise interest rates until it is clear that deflation has been conquered. I consider a 1-percent or so annual increase in an unbiased measure of core CPI a desirable economic lubricant. The BoJ may be too concerned about the possibility of excessive inflationary pressures two to three years hence, rather than the persistence of mild deflation now. Global financial turbulence precluded any BoJ decision to raise its overnight call rate of 0.5 percent at its August 23 meeting, even though only weeks earlier a 0.25 percent increase had been widely expected. While the BoJ longer-run objective to raise interest rates gradually to more normal levels is unchanged, increases will be delayed until both financial markets and underlying economic conditions make them feasible.

The Prime Minister's decision as to who will replace Toshihiko Fukui as BoJ Governor when his five-year term expires March 19, 2008, will be important, especially if the new governor has very different views about monetary policy. The appointment must be approved by both houses of the

M&A and private equity are growing rapidly, but from very low bases; they remain far below U.S. and European levels.

Diet, so the DPJ will have an important role in the selection. It has already rejected at least one of the front-runners.

Corporate Restructuring, Control, and Governance

Japan's business environment continues to improve quite rapidly, due to sustained recovery and growth and to structural changes in the institutional environment. Balance sheets have been restored, prolonged attrition has sharply reduced redundant labor, and profits have soared from earlier low levels. Financial markets and institutional shareholders are more actively pressing management to give higher priority to profitability, to provide more information, to be more responsive, and to restructure. Corporate reform and other structural changes related to corporate law, governance, and markets, including these for corporate control, have proceeded rapidly, but from a low base; they still have a considerable way to go. Such broad generalizations are of course subject to qualification.

Corporate performance varies among industries and among firms within industries. Despite considerable business complacency, the reality is that many firms, large and small, have not completed restructuring and continue to use assets inefficiently. Even when large firms have distinguished between core and noncore activities in principle, in practice many have not dealt effectively with noncore assets. Many firms hoard cash resources or underutilized land. Some 450 (22%) of 1,729 companies in the TOPIX (Tokyo Stock Price Index) have market capitalizations below book value. In contrast, while not strictly comparable, the ratio for the U.S. Russell 1000 index is 1.4 percent and for the Europe Dow Jones Stoxx 600 Index 1.5 percent.

Most of Japan's output, and even more employment, is generated by SMEs, all privately owned. SME restructuring has proceeded more slowly than for large firms and has much further to go. Returns on assets are now positive, but still low. Sales per worker are flat and so, too, are wages. Productivity growth is slow. Many of the smallest firms are in deep trouble. There is extraordinary variance among SME performance, and levels of transparency and disclosure are low. The widening economic gap between urban, industrial areas, and the rest of the country is particularly exemplified among nonmanufacturing SMEs.

The Japanese management system continues to be one of deep entrenchment at most, though certainly not all, listed companies. The president, chair, and other members of the board of directors still are almost all internally promoted. Many firms now have one or two outside directors, but in practice they have little independent power. Typically, they are not well briefed: management provides limited information, and that only shortly before meetings.

Now that reductions in employees and labor costs have approached their limit, restructuring primarily involves divestitures, mergers, and acquisitions (M&A). Many opportunities exist for divestment of noncore activities; for acquisition of firms with a market value below book value or of private firms whose owning families are willing to sell; and for mergers between strong and weak firms within many industries. This is especially true in electronic components, machinery, construction, department stores, and pulp and paper.

M&A and private equity are growing rapidly, but from very low bases; they remain far below U.S. and European levels. In the first half of 2007, 338 M&A deals involving publicly traded companies took place, a record high and 20 percent greater than a year earlier. Some 46 tender offers for listed companies reflected a 60 percent increase over a year earlier. The average tender premium was 24.4 percent, but with a wide dispersion, including four offers at a discount to market price. By far, most M&A activities were friendly.

Shareholder Activism

Although most restructuring programs are initiated by management, activist institutional shareholders have played an increasing role. Shareholder activism is generated by both domestic and foreign institutional investors and takes various forms. While unfriendly efforts have generally not been successful, they have attracted extensive media coverage. The message is clear, and managements are responding in ways they never have before.

Activism has been led by foreign institutional investors. As of March 2007, the share of foreign ownership of all listed companies had inched up to 28.0 percent from 26.7 percent a year earlier. The proportion held by friendly, stable shareholders has declined significantly over the past

While management won the 2007 round at annual stockholder meetings, what is important is that for the first time a substantial number of such contests have been initiated.

decade. The largest stable Japanese shareholders are industrial corporations and trust banks, including their fiduciary management of pension funds. Cross-shareholding, which was 32.9 percent of shareholding in March 1991, declined every year until 2006, when it rebounded very slightly to 11.2 percent, with some notable new cases of company shareholding alliances.

Activist investors proposed large dividend increases and related measures at a record 30 shareholder meetings; all were rejected. Even so, many firms have been increasing dividends, though pay-out ratios continue to be lower than in the United States or Europe. And more stock buy-backs are taking place. Managements have gone on the offensive to defend themselves. Poison pills were approved at 210 companies at June shareholder meetings, though in some instances with significant negative votes. While management won the 2007 round at annual stockholder meetings, what is important is that for the first time a substantial number of such contests have been initiated.

Government messages have been mixed. The Minister of Economy, Trade, and Industry (METI) applauded the passage of antitakeover defensive measures. However, the Cabinet Office Annual Report on Japanese Economy and Public Finance, issued in early August, expressed concern that the introduction of defensive measurements by inefficient managements could negatively affect productivity and fail to raise corporate efficiency.

Both domestic and foreign institutional investors have initiated some M&A cases that have been high profile, with immense media coverage. While each has its own unique aspects, they are exemplary of the rapidly changing, mixed, complex environment and market for corporate control.

For example, Toshiba Ceramics in spring 2007 carried out a successful management buyout (MBO) from Toshiba, with the participation of one Japanese and one foreign private equity firm. In April, All Nippon Airways divested its hotel and property management businesses to Morgan Stanley. At Tokyo Broadcasting System's (TBS) June stockholders meeting, Rakuten was thwarted in its attempt to elect two outside board members and increase its share-

holding in TBS, but that saga has yet to end. In May, Hoya finally succeeded in taking over Pentax, with the assistance of Sparx Asset Management, a major Pentax shareholder. In a friendly transaction, Citigroup bought deeply troubled Nikko Cordial, a major securities company; it had to increase its initial offer to persuade hedge fund and institutional investors to sell. Following the founder Otani family's unsuccessful MBO for its TOC Company, the Japanese investment group DaVinci Advisors made a hostile bid for the property developer. Despite a considerably higher valuation, in July it failed. A significant hostile takeover bid (TOB) has yet to succeed in Japan.

U.S.-based Steel Partners is the best-known activist investor in Japan. Its Japan Strategic Fund holds shares in some 30 listed companies, most rather small. It has vigorously proposed dividend increases and share buybacks in several highly publicized cases. Its effort to buy Bull-Dog Sauce failed in July following court rulings that Bull-Dog's antitakeover defense of warrant issues, for which Steel would receive only cash rather than new shares, is legal.

Japanese courts are in the early stages of making case law for hostile takeover bids and antitakeover defenses. The Bull-Dog case is important because Steel Partners was held to be an "abusive acquirer," a concept requiring further definition. Without addressing the "abusive acquirer" issue, the Supreme Court rejected Steel Partners' appeal on the grounds that an overwhelming majority (83%) of shareholders approved the warrant defense measure at the June stockholders meeting.

In another, perhaps more important case, the court ruled that Yoshiaki Murakami illegally engaged in insider trading. His behavior and practice seem to many to be little different from what many institutional investors have been doing in talking privately with company managements. Another controversial court decision was to allow TOC to not provide its shareholder list to DaVinci, even though Japanese law provides that right to a 10 percent shareholder, which DaVinci affiliate Algeve was.

Given management control, by far most mergers and acquisitions will continue to be friendly, despite the media hoopla about unsolicited, competing, or hostile bids. The

The first-best, the WTO Doha Round, has not yet been successful.

likelihood of triangular M&A involving foreign company shares is very low because of still unresolved tax and legal ambiguities. If they do take place, they almost certainly will be on friendly terms with management.

As in Western markets, the most serious risk for shareholders is management buyouts, as both management and potential institutional investors have an incentive to set a low purchase price. Because of management's high commitment to its employees, the terms of Japanese M&A deals are likely to constrain acquirers to commit not to fire workers and to maintain employment and keep management.

Managers are sufficiently entrenched to ensure that the Japanese management system will persist as the dominant form of big business organization, even though firms now have available a wider range of organizational models. The primary commitment of managers is still to themselves and their (now more narrowly defined) regular employees. However, managers have become more responsive to shareholder, market, and other business-environment signals than in the past, and the Japanese system will evolve in its specifics.

External Economic Relations

Export growth continues to be a major source of aggregate demand and corporate profits. In real terms, exports of goods and services, 10.9 percent of GDP in 2002, expanded to 15.3 percent in the second quarter of 2007, while imports increased from 9.6 percent to 11.0 percent. Adding to the trade surplus has been increasing financial inflows of dividend, interest, and profit income. Japan's current account surplus, 2.9 percent of GDP in 2002, steadily rose to 4.1 percent in 2006 and is expected to be 4.6 percent in 2007. More than half is net financial income receipts.

Japan's exports and imports continue their shift away from the United States to Asia, notably China—which has become Japan's largest trading partner. A decade after the 1997–98 financial crisis, afflicted Asian economies have recovered well: growth throughout the region (excluding Japan) has been averaging better than 7 percent. Led by

China, Asia is now a major force in the growth of the world economy and international trade.

Japan's export growth has been propelled not only by Asian and global growth, but also by the weak yen. With Japanese interest rates continuing at least 2 percentage points below other industrial countries, home bias has been weakening as Japanese have invested significantly in foreign financial assets. To that is added the yen carry trade: domestic as well as foreign institutions borrow yen, convert it to other currencies, and invest in higher-yield assets elsewhere. The big question is whether these trends will persist once the current credit crunch is over.

Low Japanese interest rates will persist. The new uncertainties are U.S. and European interest rates, given the fall-outs from the credit crunch and the slower growth of the U.S. economy. My guess is the interest rate gap will continue to be sufficiently large that capital (yen) will continue to flow out of Japan and that, while the yen may bounce around within a moderate range, it will not appreciate significantly (say to 100 yen/dollar) any time soon.

Japan continues to push its recent trade policy of preferential trade arrangements (misnamed free trade agreements—FTAs), but with only limited success. That probably is not bad, as bilateral trade agreements are a third-best, after regional trade agreements. The first-best, the WTO Doha Round, has not yet been successful.

Japanese officials are promoting East Asian economic cooperation more for political than economic reasons. In August 2006, Japan proposed the Comprehensive Economic Partnership in East Asia, to include not only the ten ASEAN nations plus China, Japan, and South Korea (ASEAN+3) but also India, Australia, and New Zealand (the East Asian Summit members). The contrast between China's ASEAN+3 approach and Japan's East Asian Summit approach is indicative of their competition for East Asian leadership, as is Japan's new foreign policy slogan of an "arc of freedom and prosperity" across Asia and to Europe. However, Japan and China's deep, mutually beneficial trade and FDI relationship moderate the inevitable political tensions between them as China ascends.

Nonetheless, Japan is now in its best position in some two decades and within a few years will once again become a normal economy.

An East Asian regional preferential trading agreement is unlikely: the economic, political, cultural, and institutional obstacles are too great. Japan is so handicapped by domestic agricultural, forestry, fishing, and health care vested interests that it cannot negotiate adequate FTAs bilaterally, much less regionally. Further small steps of regional financial cooperation are more likely, and desirable. I doubt that Japan and others will be willing to give up control of significant amounts of their foreign exchange reserves to any new regional authority.

Tokyo is not a global, or even major regional, financial center and is unlikely to become one, even though it is a major national center. Its financial markets are very large because Japan is the world's second largest economy, has high domestic saving and investment rates, and home-country bias remains strong. But Japanese markets are too regulated and the corporate tax rate too high to be internationally competitive. It is not surprising that many hedge funds involved in Japanese markets are based in Hong Kong and Singapore. Because Japanese is the language of Japan's financial markets, it is expensive to issue foreign IPOs and bonds. English is the global language of finance; and an international financial center requires language skills, institutions, regulatory systems, infrastructure, and a life environment that Tokyo is unlikely to achieve.

Conclusion

Japan's comeback from the stagnation and malaise of the 1990s has continued, and while it has been a sustained recovery since 2002, the path has been idiosyncratic and the pace erratic. The evolving mixture of good growth, significant structural change, persistent though mild deflation, quarterly economic slowdown each year, and fluctuations in Japanese moods and expectations have tempered my optimism from year to year. The effects and implications of the current global credit crunch shock increase near-term uncertainties. Nonetheless, Japan is now in its best position in some two decades and within a few years will once again become a normal economy.

But what if my optimistic expectations are wrong about the yen, exports, and aggregate demand? Suppose the yen does appreciate significantly in coming months, as economic fundamentals imply is possible. That will be bad for exports and for the corporate profits of export producers. Given Japan's reliance on exports, aggregate demand inadequacy will become more serious. Macroeconomic policy once again will have to confront a slowing, poorly performing economy.

In addition to these new political, financial, and economic uncertainties, Japan's longer-run challenges are formidable and are too many to consider here. Aging and population decline are a given. Productivity and income gaps continue to widen everywhere—between urban and rural areas, between sectors, industries, and by firm size. Narrowing these gaps constructively will accelerate labor productivity, which is essential for sustained, full employment growth. Innovation and technical change are key, not only in cutting costs but also in creating new products and industries. Maintenance of sufficient aggregate demand, Japan's problem for some 15 years, will be as important as improvements on the supply side.

Japan is a stable democracy and society. Its economy is technologically sophisticated and capital intensive, well founded on a high degree of human skills. Japan has a high standard of living, with a GDP per capita in purchasing power terms of about \$32,620. Japanese are able, ambitious, hard working, and creative. Incremental improvements will proceed; history demonstrates that has been a good path. Thus, I remain fundamentally optimistic about Japan's ability to solve its basic problems, albeit at its own pace and in its own way.

August 24, 2007

CURRENT RESEARCH

From time to time, CJEB develops multiyear joint research projects involving one or more Center core faculty and other scholars from both the United States and Japan. The last of such major projects culminated in the book *Reviving Japan's Economy: Problems and Prescriptions* edited by Takatoshi Ito, Hugh Patrick, and David Weinstein. Additionally, in 2006 CJEB became an active cosponsor of the National Bureau of Economic Research (NBER) annual conference on the Japanese economy in Tokyo, the foremost annual gathering of international specialists on the Japanese economy.

Inevitably, and desirably, CJEB research is initiated and carried out by core faculty, typically on an individual basis but at times also with colleagues. Core faculty often obtain their own financial support for research. CJEB also provides financial and administrative support as needed.

Current research activities of core faculty include the following:

Professor Gerald Curtis continues to divide his time between Columbia University in the fall semester and Tokyo for most of the rest of the year. He is currently engaged in research on the evolution of Japanese politics, in particular Abe's performance and position, and events leading up to and following the July 29 Upper House election, which was disastrous for Prime Minister Abe and the Liberal Democratic party. Inevitably, he has been particularly active as a commentator for Japanese television and the Japanese and foreign press. He is completing a book-length study about his experience in Japan over the past 40 years and the social and political changes he has observed. He also continues his research on U.S. foreign policy, as reflected in his article "The U.S. in East Asia: Not Architecture, But Action," forthcoming in the new journal *Global Asia*.

Professor Merit Janow's primary academic project for the past two years has been to organize and hold a major conference and project at Columbia University on the World Trade Organization (WTO) and its dispute settlement mechanism. The conference took place in spring 2006. Since then, Professor Janow has edited and supervised

the editing of papers for a massive volume titled *The WTO: Governance, Dispute Settlement, and Developing Countries*, comprising 51 contributions in 11 different sections. The book includes essays by leading political leaders, academics, and practitioners from around the world. It went to press in July 2007. Professor Janow has continued with her regular teaching and other professional commitments at SIPA and Columbia Law School while commuting to Geneva as a member of the Appellate Body of the WTO dispute settlement mechanism.

Professor Curtis Milhaupt's recent research has revolved around two significant projects. In June 2007, he coauthored a working paper with Benjamin Liebman entitled "Reputational Sanctions in China's Securities Market." This paper traces China's attempt to strengthen its stock market and specifically examines the role of public criticism of publicly listed companies as it relates to China's evolving scheme of securities regulation. Additionally, Professor Milhaupt and Katharina Pistor have coauthored a book titled *Law and Capitalism: What Corporate Crises Reveal about Legal Systems and Economic Growth around the World*. This book explores the relationship between legal systems and economic development by examining a series of high profile corporate governance crises around the world over the past six years. It seeks to understand why countries as diverse as the United States, Germany, Japan, Korea, China, and Russia have all experienced corporate governance crises in recent years and to analyze the different institutional responses to these crises. The book will be forthcoming from the University of Chicago Press in 2008.

As evidenced by his essay in this annual report, **Professor Hugh Patrick** continues research on the current Japanese economic performance. He also focuses on participating in the planning of larger research projects and commenting on research as a discussant in conferences and other venues. He is currently chair of the advisory committee for the Asian Development Bank project on emerging economic regionalism in Asia and is participating in a project organized under Pacific Economic Cooperation Council (PECC) auspices on international competition among Asian financial centers.

Professor David Weinstein is currently engaged in three main projects. The first aims at understanding biases in the Japanese Consumer Price Index. Japanese monetary and fiscal policymakers use the consumer price index as a metric for price stability. Despite a major effort to improve the index, the Japanese methodology of calculating the CPI seems to have a large number of deficiencies. Little attention is paid in Japan to substitution biases and quality upgrading. This implies that important methodological differences have emerged between the United States and Japan since the United States started to correct for these biases in 1999. If Japan adopted the U.S. methodology, it is possible that Japan's deflation would be measured by 1.2 percent per year since 1999. This is more than twice the deflation suggested by Japanese national statistics.

He is also engaged in a joint project with Tsutomu Watanabe at Hitotsubashi University, using scanner data to develop better measures of inflation in Japan. Currently, the Japanese Ministry of Internal Affairs and Communications builds the CPI with 95,000 price quotations. Scanner data allows researchers to work with datasets that are ten times larger. Since these data are available in Japan for a seventeen-year period, it will be possible to examine the sensitivity of Japanese measured prices to the methodology used in Japan.

Third, Professor Weinstein is currently engaged in a project that focuses on import prices and the role of imports from China in Japanese deflation. This work highlights the importance of using the same methodology across price indexes

when making economic comparisons between them. It is commonly argued that import prices in Japan fell faster than the CPI. This argument overlooks the fact that the Japanese CPI is constructed using a different methodology from the Import Price Index. This project shows that if the Import Price Index had been constructed with the same methodology as the CPI, it would have shown 20 percent inflation between 1992–2002 as opposed to deflation of 9 percent. This undermines statements that suggest a very strong component of import prices on the overall CPI deflation in Japan. The paper also shows that Japan's proximity to China has meant that Japanese trade patterns have changed dramatically over the past fifteen years. The United States is no longer Japan's primary trading partner as Japan trades far more with China than with the United States. Much of the growth in Chinese exports can be traced to rapid quality per unit price improvements. However, these very substantial changes in quality and expansion of China in new markets do not appear to have produced much of an impact on aggregate Japanese prices. In short, China does not seem to be exporting deflation to Japan.

In addition, Professor Weinstein, together with Professor Anil Kashyap of Chicago and Koichi Hamada of Yale, is a member of an international advisory committee for the Japanese Cabinet Office of Economic and Social Research Institute's (ESRI) major project titled "Japan's Bubble, Deflation, and Long-term Stagnation." The project focuses on Japan's economic future in light of the "lost decade" of the 1990s. He is currently organizing a workshop for ESRI to be held at Columbia in spring 2008.

WORKING PAPER SERIES

The Center encourages dissemination of research results in written form, from within and outside Columbia University. Most research affiliated with the Center is published in scholarly books and professional journals, and the preliminary research results can be found in the Center's Working Paper Series. The original print versions of the CJEB publications will continue to be available at CJEB and at Columbia Business School's Watson

Library. These papers are available for free download through *DigitalCommons@Columbia*: <http://digitalcommons.libraries.columbia.edu/japan>.

The Center on Japanese Economy and Business has become the first academic group within the University to contribute electronic versions of its publications to *DigitalCommons@Columbia*, the new University Libraries-

sponsored “institutional repository” pilot program (soon to be known as *Academic Commons*). This system provides powerful full-text indexing, searching, and browsing of content in an easy-to-use interface. The system also allows for automatic submission of content to Google Scholar and to other commercial and noncommercial indexing and aggregation services.

The CJEB Working Papers published this year are:

247

Ulrike Schaede

The Strategic Logic of Japanese Keiretsu, Main Banks and Cross-Shareholdings, Revisited

This paper introduces recent fundamental changes in Japan's political economy and analyzes how these have affected the country's industrial architecture in terms of business group organization. Whereas previously, long-term, stable relations with other firms, banks, and shareholders afforded great advantage to many companies, the new dynamic environment has led more and more banks and companies to turn away from stable “insurance” arrangements. The paper shows that a revision of corporate law towards more managerial flexibility paired with broader powers by shareholders matches this shift towards greater transparency, accountability, and competitive strategic positioning. Therefore, processes of corporate governance are also greatly altered. Our perceived wisdom of Japanese business organization needs to be updated.

248

Ulrike Schaede

Competition for Corporate Control: Institutional Investors, Investment Funds, and Hostile Takeovers in Japan

The recession and banking crisis of the 1990s have triggered a complete reorientation in corporate strategy by large Japanese firms, away from the previous goal of diversification financed by bank loans, and towards market-financed concentration on select core businesses. The transition has necessitated corporate reorganization by almost all large firms, causing a wave of spin-offs, mergers, and acquisitions. Extensive legal reforms have enabled this reorganization and introduced more stringent rules on accounting and disclosure. The confluence of these two events—access and transparency—has paved

the way for a market for corporate control, fueled by institutional investors and investment funds, including foreigners, as major players. While the M&A boom of the early 21st century may partially be attributable to a window of economic opportunity, the systemic changes in Japan's financial markets are irreversible and therefore constitute a strategic inflection point. Contested corporate control has become an indelible part of Japanese finance and corporate governance.

249

Hugh Patrick

Japan's Economy: Finally Finding Its Way to Full Employment and Sustained Growth
(also published in CJEB's 2005–2006 Annual Report)

With 2005 recording the best economic performance in the past decade, continued growth in 2006, and only a moderate slowdown likely in 2007, Japan finally is escaping its mediocre performance trap. The economy is moving reasonably well from recovery to full employment and sustained growth. GDP grew 3.2 percent in fiscal 2005, ending March 2006. The consensus is that growth will probably be at least 2.5 percent in fiscal 2006, and then slow to a slightly better than 2 percent rate in fiscal 2007. Both optimism and concerns persist, and near-term uncertainties are greater than usual. I address Japan's recent economic performance; near-term prospects; government economic policy, with special focus on the monetary and fiscal policy components of macroeconomic policy; increasing income inequality; the financial sector; corporate management and governance; Japan in the global economy; and implications of economic maturity and declining population in the long run. Major international concerns include the future price of oil; slowing growth of the United States economy; incipient global inflationary pressures; the global trade imbalances centering on the huge and increasing U.S. trade and current account deficits and Chinese surpluses; and the implications for the yen-dollar rate. A different type of concern is that Japan's current economic success will generate complacency among public and private decision makers such that still-needed public and private sector reforms are not fully carried out. Despite these concerns, I anticipate that Japan will indeed achieve sustained growth with full employment over the course of the next two to three years.

250

Hiroki Yamakawa

A Practical Analysis of Transfer Pricing Methodologies for Bilateral Advance Pricing Arrangements

I was previously Director of Mutual Agreement Procedures of Japan's National Tax Agency. This paper was written during my stay at Columbia University as senior visiting research scholar. I hope that this essay will lead to further discussion of practical aspects of Transfer Pricing Methodologies for Bilateral Advance Pricing Arrangements. The opinions expressed herein are my personal views and do not necessarily reflect organizational or state positions.

It is desirable for multinational enterprises to minimize the risk of economic double taxation arising from transfer pricing adjustments. Such economic double taxation should, if at all possible, be addressed through rational income allocation between countries. For this purpose we need practicable Transfer Pricing Methodologies. Furthermore, it is better if we have an efficient bilateral framework in which to settle transfer-pricing disputes. There is some possibility that Bilateral Advance Pricing Arrangements (BAPAs), where Transfer Pricing Methodologies (TPMs) are mainly based on profit methods, can be a reliable way of resolving these disputes. Looking to the past, actual results of BAPA between Japan and the United States may be viewed as a successful model whereby tax authorities have reached agreement in a considerable number of cases of various types related to both inbound and outbound transactions. In this paper, which is intended to be highly supportive of BAPA, I enumerate the practical points at issue, after taking note of world currents in transfer pricing taxation. I also examine some important items for the development of BAPA.

251

Terutomo Ozawa

Professor Kiyoshi Kojima's Contributions to FDI Theory: Trade, Structural Transformation, Growth, and Integration in East Asia

Professor Kojima of Hitotsubashi University is a leading Japanese economist in international economics. Two of his major ideas are reviewed: a theory of pro-trade FDI and an extended "flying-geese" theory of industrial development. Professor Kojima's pro-trade FDI (which rests on the doctrine of comparative advantage) leads to the surprising

discovery of David Ricardo's failure to see that the doctrine applies as much to FDI flows as to trade flows. The recent phenomenon of production fragmentation is also built on the mechanism of pro-trade FDI. In Professor Kojima's extended flying-geese theory of industrial development, the sequence of imports—domestic production-exports—further expands to the next phase of exports—outward FDI-imports—thereby completing a full circle from imports to imports. Its theoretical and policy implications are discussed against the backdrop of the rapid catch-up of Japan's neighboring countries that capitalize initially on inward FDI, and subsequently on outward FDI, as an engine of growth.

252

Christian Broda and David Weinstein

Defining Price Stability in Japan: A View from America

Japanese monetary and fiscal policy uses the consumer price index as a metric for price stability. Despite a major effort to improve the index, the Japanese methodology of calculating the CPI seems to have a large number of deficiencies. Little attention is paid in Japan to substitution biases and quality upgrading. This implies that important methodological differences have emerged between the United States and Japan since the United States started to correct for these biases in 1999. We estimate that using the new corrected U.S. methodology, Japan's deflation averaged 1.2 percent per year since 1999. This is more than twice the deflation suggested by Japanese national statistics. Ignoring these methodological differences misleadingly suggests that American real per capita consumption growth has been growing at a rate that is almost two percentage points higher than that of Japan between 1999 and 2006. When a common methodology is used, Japan's growth has been much closer to that of the United States over this period. Moreover, we estimate that the bias of the Japanese CPI relative to a true cost-of-living index is around 2 percent per year. This overstatement in the Japanese CPI in combination with Japan's low inflation rate is likely to cost the government more than 69 trillion yen—or 14 percent of GDP—over the next ten years in increased social security expenses and debt service. For monetary policy, the overstatement of inflation suggests that if the BOJ adopts a formal inflation target without changing the current CPI methodology, a lower band of less than 2 percent would not achieve its goal of price stability.

PROGRAM ON ALTERNATIVE INVESTMENTS: OVERVIEW

Established in 2002, the Program provides substantive, objective information and analysis concerning hedge fund, private equity and other alternative investments as they relate to Japan and the broader East Asian region. From its inception, the Program has involved the practitioner community in its activities, to stimulate greater dialogue between academics and businesspeople in the alternatives field and to forge closer ties between Columbia Business School and the business world.

Since 2006 the Program has been led by Alicia Ogawa, Associate Director for Program Development at the Center on Japanese Economy and Business. She succeeded Mark Mason as Director of the Program (he was director and founder). Ms. Ogawa has had a distinguished career in equity research and its management, including fifteen years in Japan and most recently as a managing director at Lehman Brothers. In addition to further developing the Program on Alternative Investments, she is developing research and program activities on Japanese financial institutions and markets more broadly for the Center.

Working Papers in progress include a study of the developing credit derivatives market in Japan and a comparison of the unwinding of cross-shareholding in Japan and China.

This past year, the Program further updated, expanded, and reorganized its Web site in both English and Japanese. The template and other design features were modified to reflect the newly-redesigned Center template, and the URL was changed for similar reasons.

The Program also continued to expand its e-mail list of interested parties from the business, government, and academic communities. The list now contains well over 1,500 individuals based in Asia, the United States, and Europe.

For further information on the Program, please visit www.gsb.columbia.edu/cjeb.

CONFERENCES



From left to right: Hugh Patrick, Timothy F. Geithner, and Lee C. Bollinger



Glenn Hubbard



Susumu Kato



From left to right: Joseph Stiglitz, Paul Sheard, David Weinstein, Robert Hodrick, and Takatoshi Ito

Twentieth Anniversary Celebration Conference:

Japan's Economic Future: Policy, Politics, and Producers

This past fall, CJEB closed its year-long celebration of its 20th anniversary, which began spring 2006. "Japan's Economic Future: Policy, Politics, and Producers" was the Center's second commemorative international conference and was held at Columbia University on Thursday, October 26, 2006.

With Japan now well into recovery from its more than fifteen years of economic difficulty, speakers and panelists addressed issues such as the dramatic structural, micro, and macro changes which Japan's economy and business systems have been undergoing and still have yet to approach. Keynote speeches were delivered by Timothy Geithner, President and CEO of the Federal Reserve Bank of New York, and Professor Glenn Hubbard, Dean of Columbia Business School.

The program agenda appears on the next page.



Japan's Economic Future: Policy, Politics, and Producers

Columbia University, New York
Casa Italiana (1161 Amsterdam Avenue)
October 26, 2006

Welcome and Opening Remarks

Hugh Patrick, Director, Center on Japanese Economy and Business, Columbia Business School
Lee C. Bollinger, President, Columbia University

Keynote Speech

Timothy F. Geithner, President and CEO, Federal Reserve Bank of New York

Session I: Monetary Policy and Exchange Rates

Chair: David Weinstein, Carl S. Shoup Professor of the Japanese Economy, Columbia University

Panelists:

Takatoshi Ito, Professor, Faculty of Economics and Graduate School of Public Policy, The University of Tokyo

Robert Hodrick, Nomura Professor of International Finance, Columbia Business School

Paul Sheard, Global Chief Economist, Lehman Brothers

Joseph E. Stiglitz, University Professor, Columbia University

Session II: The Political Economy of China-Japan-U.S. Relations

Chair: Hugh Patrick

Panelists:

Akihiko Tanaka, Professor of International Politics, The University of Tokyo

Shulong Chu, Visiting Fellow, The Brookings Institution

Gerald Curtis, Burgess Professor of Political Science, Columbia University

Keynote Luncheon

Glenn Hubbard, Dean and Russell L. Carson Professor of Finance and Economics, Columbia Business School

Session III: New Approaches to Doing Business: Innovation Japanese Style

Chair: Alicia Ogawa, Director of the Program on Alternative Investments, Center on Japanese Economy and Business, Columbia Business School

Panelists:

Ernest Higa, President and CEO, Higa Industries; M.B.A. '76

Susumu Kato, President and CEO, Sumitomo Corporation of America

Hiroshi Ukawa, Vice President and General Manager, Canon U.S.A., Inc.

Closing Remarks

David Weinstein

Reception

Operational Restructuring: New Strategies of Japanese Corporate Leaders

On May 29, 2007, the Program on Alternative Investments held a conference in Tokyo titled “Operational Restructuring: New Strategies of Japanese Corporate Leaders.” Conference panels, comprised of senior business leaders, addressed the impact of the bold new strategies they have pursued to make their firms more competitive. Specific topics included the consolidation of product lines, MBOs, public listings, divestitures, and mergers. Approximately 130 people attended, and presentations were delivered in Japanese with simultaneous English interpretation. Welcoming remarks were given by **Alicia Ogawa**, Director, Program on Alternative Investments, Center on Japanese Economy and Business, and **Taisuke Sasanuma**, Representative Partner, Advantage Partners, LLP. The sessions were as follows:



From left to right: Shuhei Abe, Norimichi Kanari, Hugh Patrick, Alicia Ogawa, and Naoteru Miyato



From left to right: Tomoo Tasaku, Kazuhiko Toyama, Akira Takada, Robert Grondine, and John Ehara

Operational Restructuring: New Strategies of Japanese Corporate Leaders

Session I: Restrengthening the Core Business

Moderator: **Hugh Patrick**, Director, Center on Japanese Economy and Business

Panelists:

Takayuki Katayama, Executive Vice President, CSO, and CSRO, Teijin Ltd.

Susumu Kohyama, President and CEO, Toshiba Ceramics Co., Ltd.

Kunihiko Yogo, Representative Director and CEO, Aruze Corporation; Former CEO, Kanebo Cosmetics, Inc.

Session II: Managing Global and Mega-mergers

Moderator: **Alicia Ogawa**

Panelists:

Shuhei Abe, President and CEO, SPARX Group Co., Ltd.

Norimichi Kanari, Deputy President, The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.

Naoteru Miyato, President, T&D Holdings, Inc.

Session III: Views from the Outside: Key Strategic Advisers

Moderator: **Tomoo Tasaku**, Partner, PwC Advisory Co., Ltd.

Panelists:

John Ehara, Partner, Unison Capital, Inc.

Robert Grondine, Partner, White & Case LLP

Akira Takada, Managing Director, Head of IB Consulting, Nomura Securities Co., Ltd.

Kazuhiko Toyama, CEO, Industrial Growth Platform, Inc.

Closing Remarks

Hugh Patrick

SYMPOSIA

Investors Unleashed: Rise of Shareholder Activism in Japan

Nearly 200 people gathered for the Eighth Annual Mitsui USA Symposium held on January 30, 2007. Koji Fusa, CEO and Founder of Sandringham Capital Partners Limited, and Anthony Miller, Executive Managing Director of Ramius Capital Group, LLC and President of RCG Japan Ltd., discussed the increasing power of value investors to set prices for publicly traded shares of Japanese companies and its impact on managers of those companies. Professor Curtis Milhaupt, Fuyo Professor of Law and Director of the Center for Japanese Legal Studies of Columbia Law School, served as commentator, and Alicia Ogawa, Director of the Program of Alternative Investments at CJEB, was the moderator.



From left to right: Curtis Milhaupt, Alicia Ogawa, Anthony Miller, and Koji Fusa

This event was cosponsored by the Mitsui USA Foundation; the Program on Alternative Investments of CJEB; the Center for Japanese Legal Studies, Columbia Law School; and the student-led organization, Japan Business Association, Columbia Business School.

LECTURES

Assessing the New Abe Administration in Japan

On September 26, 2006, the Center and the Weatherhead East Asian Institute, Columbia University, presented a special lecture with Gerald Curtis, Burgess Professor of Political Science of Columbia University. Professor Curtis shared his insight on Prime Minister Abe and his administration to a packed audience. Professor Curtis was joined with comments by the moderator, Hugh Patrick, Director of the Center on Japanese Economy and Business, Columbia Business School.



Gerald Curtis



Deryck Maughan

KKR in Asia: A Strategic View

The Center presented an insightful talk by Sir Deryck Maughan, Chairman of KKR Asia and former Chairman of Citigroup International to an audience of Columbia M.B.A. students and industry professionals. The Program on Alternative Investments event was held on February 13, 2007. After briefly indicating how private equity is becoming an increasingly important financing source and outlining KKR's business philosophy, Sir Deryck focused his talk on the private equity opportunities in China and Japan. His talk underlined the cultural differences between Asia and the Western world as they impact business, while emphasizing that Asia needed to be viewed as a series of heterogeneous individual markets.

ZADANKAI

This year the Center has developed a new forum in the Business School for M.B.A. students to have informal discussions with leading experts in the field of Japanese business and economics. The *zadankai* are held in Uris Hall during lunch hours and are also open to faculty, staff, and to the public by invitation. These events were cosponsored by the student-run Japanese Business Association of Columbia Business School.

Economic Policies and Issues for the Abe Administration

October 27, 2006

Takatoshi Ito

Professor, Faculty of Economics and Graduate School of Public Policy, The University of Tokyo; Member of the Council on Economic and Fiscal Policy (CEFP) under Prime Minister Shinzo Abe

Hugh Patrick

Director, Center on Japanese Economy and Business, Columbia Business School

David Weinstein

Carl S. Shoup Professor of the Japanese Economy, Columbia University

Resurgence of the Japanese Economy: A Conversation with Takehiko Nakao

March 15, 2007

Takehiko Nakao

Minister (Finance Section), Embassy of Japan, Washington, D.C.

WEATHERHEAD EAST ASIAN INSTITUTE BROWN BAG SERIES

Throughout the year the Center collaborates with the Weatherhead East Asian Institute of Columbia to cosponsor a number of luncheon seminars held at the School of International and Public Affairs. Those held during 2006–2007 include:

“Update on the Japanese Economy”

Shijuro Ogata

*Former Deputy Governor of International Relations,
Bank of Japan*

September 13, 2006

“Japan, China, South Korea, Taiwan, Hong Kong, Vietnam, Singapore—A Survey of Mutual Perceptions”

Akihiko Tanaka

Professor of International Politics, The University of Tokyo
October 25, 2006

“The New Big Challenges in East Asia”

Michael Green

Japan Chair, CSIS, and Former Senior Director for Asian Affairs, National Security Council
November 1, 2006

“Lost in Transition: Dolls, Trainmen, and the Electric City in Millennial Japan”

Susan Napier

Professor, Tufts University

April 5, 2007

*Cosponsored by the Donald Keene Center of
Japanese Culture, Columbia University*

Weatherhead Policy Forum

“Japan’s UN Diplomacy and Security Council Reform”

Kenzo Oshima

Permanent Representative of Japan to the United Nations
April 4, 2007

*Cosponsored by the Columbia Center on International
Organization*

LEADERSHIP AND STAFF



Hugh Patrick is Director of the Center on Japanese Economy and Business at Columbia Business School, Co-Director of Columbia's APEC Study Center, and R.D. Calkins Professor of International Business Emeritus. He

joined the Columbia faculty in 1984 after some years as Professor of Economics and Director of the Economic Growth Center at Yale University. He completed his B.A. at Yale University in 1951, earned M.A. degrees in Japanese Studies (1955) and Economics (1957) and a Ph.D. in Economics at the University of Michigan in 1960. He has been a visiting professor at Hitotsubashi University, The University of Tokyo, and University of Bombay. Professor Patrick has been awarded Guggenheim and Fulbright fellowships and the Ohira Prize. His professional publications include sixteen books and some sixty articles and essays. His major fields of published research on Japan include macroeconomic performance and policy, banking and financial markets, government-business relations, and Japan-U.S. economic relations. His most recent book, coauthored and coedited with Takatoshi Ito and David Weinstein, is *Reviving Japan's Economy: Problems and Prescriptions* (MIT Press, 2005). Other books include *Crisis and Change in the Japanese Financial System* (with Takeo Hoshi); *The Japanese Main Bank System* (with Masahiko Aoki); *The Financial Development of Japan, Korea, and Taiwan* (with Yung Chul Park); and *Asia's New Giant-How the Japanese Economy Works* (with Henry Rosovsky).

Professor Patrick is actively involved in professional and public service. He served as one of the four American members of the binational Japan-United States Economic Relations Group appointed by President Carter and Prime Minister Ohira, 1979-1981. He is on the Board of

Directors of the U.S. Asia Pacific Council and is a member of the Council on Foreign Relations. He was chairman of the International Steering Committee for the conference series on Pacific Trade and Development (PAFTAD) between 1985 and 2005, having served on the Committee since PAFTAD's inception in 1968. He was on the Board of the Social Science Research Council, 1982-1988, and served as its chairman from 1985 to 1988. He was a member of the Board of Directors of the Japan Society for seven three-year terms. In November 1994 the Government of Japan awarded him the Order of the Sacred Treasure, Gold and Silver Star (Kunnitō Zuihōshō). He was awarded an honorary doctorate of Social Sciences by Lingnan University, Hong Kong in 2000.



Alicia Ogawa is Associate Director for Program Development of the Center and Director of the Program on Alternative Investments at the Center on Japanese Economy and Business. Until 2006 she was Managing

Director at Lehman Brothers, where she was responsible for managing the firm's global equity research product. One of her important responsibilities was implementation of the so-called "Spitzer Settlement" at Lehman. Prior to joining Lehman Brothers, Ms. Ogawa spent fifteen years in Tokyo, where she was a top-rated bank analyst and Director of Research for Nikko Salomon Smith Barney, having managed the original Salomon Brothers Research Department through three mergers. An authority on the Japanese financial system, she was called to testify in Congress and has published extensively in professional journals in addition to equity research reports. Prior to moving to Japan, she worked as a research assistant to the

Japanese Ministry of International Trade and Industry on a number of U.S.-Japan trade negotiations. She is on the advisory board of the Japan Society Innovators' Project and is a frequent speaker on the topic of analyst conflict of interests. Her current research focus is on developments in the fixed income markets and the impact on Japanese corporate governance of alternative investment funds. She graduated from Barnard College and earned a master's degree in international affairs at Columbia University's School of International and Public Affairs.



David Weinstein is Carl S. Shoup Professor of the Japanese Economy at Columbia. He is the Associate Director for Research at the Center on Japanese Economy and Business, Research Associate and Director of the Japan Project at the National Bureau of Economic Research, and a member of the Council on Foreign Relations. When on leave, Professor Weinstein was Senior Economist at the Federal Reserve Bank of New York, where he continues to serve as a consultant. Prior to joining the Columbia faculty, Professor Weinstein was the Sanford R. Robertson Associate Professor of Business Administration at the School of Business Administration at the University of Michigan and an Associate Professor of Economics at Harvard University. He also served on the Council of Economic Advisors from 1989 to 1990. His teaching and research interests include corporate finance, international trade, the Japanese economy, and industrial policy. Professor Weinstein earned his Ph.D. and M.A. in Economics from the University of Michigan and his B.A. at Yale University. He is the recipient of numerous grants and awards, including three National Science Foundation grants, an Abe Fellowship, and a Japan Foundation Fellowship.

Professor Weinstein is the author of numerous publications and articles. His recent publications include "Globalization and the Gains from Variety," *Quarterly Journal of Economics*; "Variety Growth and World Welfare," *American Economic Review*; "Bones, Bombs, and Break Points: The Geography of Economic Activity," *American Economic Review*; "Market Access, Economic Geography, and

Comparative Advantage: An Empirical Assessment," *Journal of International Economics*; and "Happy News from the Dismal Science: Reassessing Japan's Fiscal Policy and Sustainability," in *Reviving Japan's Economy: Problems and Prescriptions*, which he co-edited with Takatoshi Ito and Hugh Patrick.



Yvonne Thurman is Director for Administration at the Center on Japanese Economy and Business. She joined the Center in 1999 and was promoted to Associate Director in 2004. She worked as a Center program officer while pursuing graduate studies at Columbia University's School of International and Public Affairs with a concentration in International Finance and Business and East Asian Studies. She received her Master of International Affairs degree in 2002. Prior to coming to Columbia, Ms. Thurman was at the Japan Society of New York from 1998 to 1999, supporting the Vice President and Director for Corporate Programs. From 1996 to 1998, she was Coordinator for International Programs at the Central Office of the City University of New York and managed a financial aid project that allowed more than one hundred low-income household students to participate in one of the University's fifty-two overseas study programs. In 1994-1995 she taught English to high school students and coordinated cultural exchange programs in Kagoshima-ken, Japan, as a participant in the JET (Japan Exchange and Teaching) Program. Ms. Thurman served as President of the JET Alumni Association, New York Chapter, from 1998 to 1999, and as Treasurer from 1997 to 1998. She received her B.A. from the City University of New York.



Front row (left to right): Yvonne Thurman, David Weinstein, Hugh Patrick, Alicia Ogawa. Back row (left to right): Matthew Brummer, Jennifer Olayon, Andy Wanning, Tamaris Rivera, Jeffrey Lagomarsino, Emiko Mizumura

Officers

Matthew Brummer

Senior Financial Officer

B.S., Business Administration, Minor Economics,
Bucknell University

M.I.A. Candidate, School of International and Public Affairs,
Columbia University

Jeffrey Lagomarsino

Senior Research and Publications Officer

B.A., International Affairs, The George Washington
University

M.A. Candidate, Graduate School of Arts and Sciences,
Columbia University

Emiko Mizumura

Assistant Director for Programs

B.A., American and English Literature, Otsuma University

Jennifer Olayon

Program Officer

B.A., Transnational Perspectives in Design,
University of Connecticut

Tamaris Rivera

Administrative Officer

B.A., English, Wesleyan University

Andy Wanning

Senior Program Officer

B.A., Lafayette College

Japan Representative

Terumi Ohta

B.A., Tsukuba University

Interns

Derrick Bejasa

B.A. Candidate

Economics and Neuroscience, Columbia College

Elizabeth Ichniowski

B.A., Economics, Columbia College

Daniel Park

B.A., Political Science, University of California, San Diego

M.A., East Asian Studies

Graduate School of Arts and Sciences, Columbia University

Adriana Sein

B.A., Economics, Columbia University

CORE FACULTY



Gerald L. Curtis is Burgess Professor of Political Science at Columbia University, concurrently Visiting Professor at Waseda University, and former Director of Columbia's Weatherhead East Asian Institute. Professor Curtis is the

author of *The Logic of Japanese Politics*, *Nihon No Seiji O Doo Miru Ka* (Comparative Perspectives on Japanese Politics), based on a series of twelve half hour programs he produced and narrated in Japanese for NHK television, and numerous other books and articles written in both English and Japanese and translated into Chinese, Korean, Thai, and other languages. He currently divides his time between Columbia University and Tokyo, where he is active as a columnist, speaker, writer, and consultant. Professor Curtis has held appointments at the Royal Institute of International Affairs, Chatham House, London; the College de France, Paris; the Lee Kwan Yew School of Public Policy in Singapore; and in Tokyo at Keio and Tokyo University, the Research Institute for Economy, Trade and Industry, the Graduate Research Institute for Policy Studies, and the International Institute of Economic Studies. He has written a syndicated monthly column for the *Chunichi/Tokyo Shimbun* since 1984. He also writes often for newspapers and magazines in Japan and abroad and is well known to Japanese television audiences as a frequent commentator on Japanese politics and international relations. He is the recipient of numerous prizes and honors including the *Chunichi Shimbun* Special Achievement Award and the Masayoshi Ohira Memorial Prize. In 2001 he was awarded the distinguished Japan Foundation Award in a ceremony held in the presence of the Crown Prince and Princess and followed by an audience with the Emperor. In 2004 Professor Curtis was awarded the Order of the Rising Sun, Gold and Silver Star by the Emperor of Japan, one of the highest honors bestowed by the Japanese government. Professor Curtis is a member of the Trilateral Commission, the Council on Foreign Relations, and the board of directors of the U.S.-Japan Foundation and serves as adviser to numerous public and private organizations in the United States and Japan. Professor Curtis received his Ph.D. from Columbia University in 1969 and has been on the Columbia University faculty since 1968.



Glenn Hubbard was named Dean of Columbia Business School on July 1, 2004. A Columbia faculty member since 1988, he is also the Russell L. Carson Professor of Finance and Economics. As a faculty member at Columbia University's

Graduate School of Arts and Sciences, he is professor of economics. Professor Hubbard received his B.A. and B.S. degrees *summa cum laude* from the University of Central Florida, where he received the National Society of Professional Engineers Award. He holds A.M. and Ph.D. degrees in economics from Harvard University, where he received fellowships from the National Science Foundation and the Alfred P. Sloan Foundation. He has been a visiting professor at Harvard's Kennedy School of Government and Harvard Business School, as well as the University of Chicago. Professor Hubbard also held the John M. Olin Fellowship at the National Bureau of Economic Research, at which he remains affiliated with research programs in monetary economics, public economics, corporate finance, and industrial organization. Additionally, he is a visiting scholar at the American Enterprise Institute in Washington and a member of the International Advisory Board of the M.B.A. Program of Ben-Gurion University. After graduating from Harvard, Professor Hubbard began his teaching career at Northwestern University. He moved to Columbia in 1988 and served as Senior Vice Dean of the Business School from 1994 to 1997 and Codirector of the Entrepreneurship Program from 1998 to 2004. His research spans tax policy, monetary economics, corporate finance, and international finance. In addition to writing more than one hundred scholarly articles in economics and finance, Professor Hubbard is the author of two leading textbooks on money and financial markets and principles of economics, as well as coauthor of *Healthy, Wealthy, and Wise: Five Steps to a Better Health Care System*. His commentaries appear frequently in *Business Week*, the *Wall Street Journal*, the *New York Times*, the *Financial Times*, the *Washington Post*, *Nikkei*, and the *Daily Yomiuri*, as well as on television (on PBS's *Nightly Business Report*) and radio (on NPR's *Marketplace*). In government, Professor Hubbard served as deputy assistant secretary of the U.S. Treasury Department for Tax Policy from 1991 to 1993.

He supervised administration efforts on revenue estimates, tax reform, and health policy. From February 2001 until March 2003, he was chairman of the U.S. Council of Economic Advisers under President George W. Bush. His duties included advising the president on economic policy, tax and budget policy, emerging market financial issues, international finance, health care, and environmental policy. He was the official responsible for dealing with Japanese macroeconomic and monetary policymakers. While serving as CEA chairman, he also chaired the Economic Policy Committee of the OECD. In the corporate sector, he is currently a director of ADP, BlackRock Closed-End Funds, Capmark Financial Corporation, Duke Realty, KKR Financial Corporation, Met Life, and Ripplewood Holdings. Professor Hubbard has also served on the advisory boards of several organizations, including the Council on Competitiveness, the American Council on Capital Formation, Resources for the Future, the Tax Foundation, and the Center for Addiction and Substance Abuse. He is a trustee of Resources for the Future, the Economic Club of New York, and the Fifth Avenue Presbyterian Church of New York, and a member of the Big Apple District Committee of the Boy Scouts of America.



Merit E. Janow is Professor in the Practice of International Economic Law and International Affairs at Columbia University's School of International and Public Affairs (SIPA). She is also Director of the International Economic Policy concentration at SIPA and Codirector of Columbia's APEC Study Center. Professor Janow teaches graduate courses in international economic and trade policy at SIPA and international trade law and comparative and international antitrust at Columbia Law School. She serves on the faculty of Columbia's Weatherhead East Asian Institute and the Center on Japanese Economy and Business at Columbia Business School. In December 2003 Professor Janow was elected to serve as the North American Member of the Appellate Body of the World Trade Organization (WTO) for a four-year term. The Appellate Body hears final appeals on issues of law and legal interpretation in international

trade disputes between countries that are members of the WTO. For two years, ending in March 2000, Professor Janow served as Executive Director of a new International Competition Policy Advisory Committee to the Attorney General and Assistant Attorney General for Antitrust at the Department of Justice, Washington, D.C. This was the first such committee established by the Department of Justice to consider international antitrust matters. Before joining Columbia University, from 1989 to 1993, Professor Janow served as the Deputy Assistant U.S. Trade Representative for Japan and China at the Office of the U.S. Trade Representative, Executive Office of the President, in Washington, D.C. She was responsible for developing, coordinating, and implementing U.S. trade policies and negotiating strategies towards Japan and China. Prior to her tenure in government, she was an Associate at Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom, specializing in corporate mergers and acquisitions. She is the author of numerous articles and several books. Professor Janow serves on the Board of Directors of the Japan Society, NASDAQ Stock Market Inc., and two mutual funds of the American Funds. Professor Janow received a B.A. in Asian Studies from the University of Michigan and a J.D. from Columbia Law School. She is fluent in Japanese.



Curtis J. Milhaupt is the Fuyo Professor of Law and Director of the Center for Japanese Legal Studies at Columbia Law School, as well as a member of the University's Weatherhead East Asian Institute. Professor Milhaupt is a leading authority on the legal systems of East Asia, particularly Japan, as well as comparative corporate law and governance. His other primary research interests include law and economics, and law and development. In addition to numerous scholarly articles, he has coauthored or edited five books: *Law and Capitalism: What Corporate Crises Reveal about Legal Systems and Economic Development Around the World* (University of Chicago Press, forthcoming, 2008); *The Japanese Legal System: Cases, Codes, and Commentary* (Foundation Press, 2006); *Economic Organizations and Corporate Governance in Japan: The*

Impact of Formal and Informal Rules (Oxford University Press, 2004); *Global Markets, Domestic Institutions: Corporate Law and Governance in a New Era of Cross-Border Deals* (Columbia University Press, 2003); and *Japanese Law in Context: Readings in Society, the Economy, and Politics* (Harvard University Press, Asia Center, 2001). From 2000 to 2002, Professor Milhaupt directed a large comparative corporate governance project sponsored by the Center for International Political Economy. He served from 1997 to 2000 as a member of an international project team charged with creating an "institutional blueprint" for a unified Korean peninsula, drawing on lessons from German unification. Professor Milhaupt has been affiliated with numerous think tanks and universities in Asia and Europe. Most recently, he was the Paul Hastings Visiting Professor in Corporate and Financial Law at Hong Kong University in spring 2007, and will serve as the Erasmus Mundus Fellow in Law and Economics at the University of Bologna in 2008. He has also taught or researched at Tsinghua University in Beijing, The University of Tokyo, the Institute for Monetary and Economic Studies of the Bank of Japan, the Research Institute of Economy, Trade and Industry, and the University of Amsterdam. Prior to entering academia, Professor Milhaupt practiced corporate law in New York and Tokyo. He holds a J.D. from Columbia Law School, where he was an editor of the *Columbia Law Review*, and a B.A. with high honors in Government and International Studies from the University of Notre Dame.



Joseph Stiglitz is University Professor of Columbia University and Chair of Columbia University's Committee on Global Thought. He is also the cofounder and Executive Director of the Initiative for Policy Dialogue at Columbia. In 2001, he

was awarded the Nobel Prize in Economics for his analyses of markets with asymmetric information. A graduate of Amherst College, he received his Ph.D. from MIT in 1967, became a full professor at Yale in 1970, and in 1979 was awarded the John Bates Clark Award, given biennially by the American Economic Association to the economist under forty who has made the most significant contribution to the field. He has taught at Princeton, Stanford, and

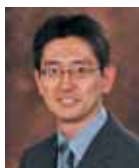
MIT and was the Drummond Professor and a fellow of All Souls College, Oxford. Professor Stiglitz was a member of the Council of Economic Advisers from 1993 to 1995, during the Clinton administration, and served as CEA chairman from 1995 to 1997. He then became Chief Economist and Senior Vice President of the World Bank from 1997 to 2000. Professor Stiglitz helped create a new branch of economics, "The Economics of Information," exploring the consequences of information asymmetries and pioneering such pivotal concepts as adverse selection and moral hazard, which have now become standard tools not only of theorists, but of policy analysts. He has made major contributions to macroeconomics and monetary theory, to development economics and trade theory, to public and corporate finance, to the theories of industrial organization and rural organization, and to the theories of welfare economics and of income and wealth distribution. In the 1980s he helped revive interest in the economics of R&D. His work has helped explain the circumstances in which markets do not work well and how selective government intervention can improve their performance. Recognized around the world as a leading economic educator, he has written textbooks that have been translated into more than a dozen languages. He founded one of the leading economics journals, *The Journal of Economic Perspectives*. His book *Globalization and Its Discontents* (W. W. Norton, 2001) has been translated into thirty-five languages and has sold more than one million copies worldwide. Other recent books include *The Roaring Nineties* (W. W. Norton), *Towards a New Paradigm in Monetary Economics* (Cambridge University Press) with Bruce Greenwald, and *Fair Trade for All* (Oxford University Press), with Andrew Charlton. His newest book, *Making Globalization Work*, was published by W. W. Norton and Penguin/Allen Lane in September 2006.

Hugh Patrick and David Weinstein are also members of the Center's core faculty; their profiles are on pages 23 and 24.

VISITING FELLOWS



Katsunobu Hayashi
Mitsui Sumitomo
Insurance Co., Ltd.



Masatsune Okada
Mitsubishi UFJ Trust &
Banking

Joint Fellows with the Weatherhead East Asian Institute of Columbia University



Shihoko Fujisawa
The Sankei Shimbun



John Houg
Kwansei Gakuin University



Hiroyuki Okamoto
Nihon University



Yasuaki Okita
Development Bank of Japan



Fumiharu Mieno
Kobe University



Kazuhiko Takeda
Ministry of Finance



Hiroki Yamakawa
Ministry of Finance



Midori Munechika
Toyo University



Takumi Takeda
Meiji University



Ryuchi Nakagawa
Kansai University



JaiLin Zhao
Reitaku University

RESEARCH ASSOCIATES

The Center also benefits from ongoing collaboration with Japan specialists from institutions other than Columbia, principally within the United States. Research Associates are invited to communicate their research through participation in Center projects, programs, and lecture events, and by contributing to the Center's Working Paper Series.

Christina Ahmadjian

Professor
Graduate School of International and Corporate Strategy
Hitotsubashi University

Masahiko Aoki

Henri and Tomoye Takahashi Professor of Japanese
Studies Emeritus
Department of Economics
Stanford University

Schon Beechler

Executive Director
Corporate Education
Duke University

Lee Branstetter

Associate Professor of Economics and Public Policy
Carnegie Mellon University

Jenny Corbett

Professor of Japanese Studies and Executive Director
Australia-Japan Research Centre
The Australian National University

Robert Dekle

Professor of Economics
University of Southern California

Peter Drysdale

Professor of Economics Emeritus
Asia-Pacific School of Economics and Government
The Australian National University

David Flath

Professor of Economics
North Carolina State University

Koichi Hamada

Professor of Economics
Yale University

Yasushi Hamao

Associate Professor
Marshall School of Business
University of Southern California

Masanori Hashimoto

Professor of Economics
Ohio State University

Takeo Hoshi

Pacific Economic Cooperation Professor of International
Economic Relations
Graduate School of International Relations and
Pacific Studies
University of California, San Diego

Takatoshi Ito

Professor
Faculty of Economics and Graduate School of Public Policy
The University of Tokyo

Anil Kashyap

Edward Eagle Brown Professor of Economics and Finance
Graduate School of Business
University of Chicago

Takao Kato

Professor of Economics and Presidential Scholar
Colgate University

Kenneth Kuttner

Danforth-Lewis Professor of Economics
Oberlin College

Patricia Kuwayama

Vice President
JP Morgan Chase, New York

Edward Lincoln

Professor
Leonard N. Stern School of Business, New York University

Robert Myers

Vice President
Fairfield Resources International, Inc.

Terutomo Ozawa

Professor of Economics
Colorado State University

Joseph Peek

Gatton Chair in International Banking and
Financial Economics
University of Kentucky

Adam S. Posen

Senior Fellow
Peterson Institute for International Economics

William V. Rapp

Henry J. Leir Professor of International Trade
and Business
New Jersey Institute of Technology

Frances McCall Rosenbluth

Professor of Political Science
Yale University

Ulrike Schaede

Associate Professor
Graduate School of International Relations and
Pacific Studies
University of California, San Diego

Michael Smitka

Professor of Economics
Williams School of Commerce
Washington and Lee University

Hong Tan

Lead Economist, Investment Climate Capacity
Enhancement Program
The World Bank Institute

Eleanor Westney

Professor of Management
Sloan School of Management
Massachusetts Institute of Technology

Michael Yoshino

Herman C. Krannert Professor of Business Administration
Emeritus
Harvard University

PROFESSIONAL FELLOW

A Professional Fellow appointment at the Center recognizes former government officials and business leaders who have had distinguished careers in economics-related ministries or business corporations. This position facilitates his or her ongoing involvement with CJEB and its activities.



Shijuro Ogata

Shijuro Ogata is the former Deputy Governor of the Japan Development Bank and the former Deputy Governor for International Relations of the Bank of Japan. He also served as the Non-executive Director of Barclays Bank,

Fuji Xerox Co., Ltd. and Horiba Ltd., a member of the International Advisory Council of JP Morgan Chase, adviser to the Imperial Hotel, Tokyo, a member of the Advisory Board of the New Perspective Fund, the Vice President of the America-Japan Society, Inc., and a member of the Asia-Pacific Advisory Committee of the New York Stock Exchange, Inc. Currently, Mr. Ogata is the Deputy Chairman of the Trilateral Commission and a member emeritus of the Group of Thirty. He has an ongoing appointment as a Professional Fellow of the Center on Japanese Economy and Business. Mr. Ogata received his B.A. from The University of Tokyo and received his M.A. from the Fletcher School of Law and Diplomacy.

INTERNATIONAL ADVISORY BOARD

The International Advisory Board provides overall guidance for the Center. Members are distinguished leaders in the fields of Japan-U.S. economic, business, and political relations.

Shinji Fukukawa

Senior Adviser
Dentsu Inc.
Former Chairman and Chief Executive Officer
Dentsu Institute for Human Studies
Former Vice Minister
Japanese Ministry of International Trade and Industry

Robert S. Ingersoll

Former Ambassador to Japan, Former Undersecretary of State, and Former Chairman, Japan Society, Inc.

Susumu Kato

President and CEO
Sumitomo Corporation of America

Yotaro Kobayashi

Chief Corporate Adviser
Fuji Xerox Co., Ltd.

Yuzaburo Mogi

Chairman and CEO
Kikkoman Corporation

Joseph G. Tompkins

President
Saga Investment Co., Inc.

Akio Utsumi

Chairman
The Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation

Noboru Yamaguchi

Senior Executive Adviser
Fiduciary Services Research Center,
Nomura Securities Co., Ltd.

FACULTY ADVISORY BOARD FOR THE PROGRAM ON ALTERNATIVE INVESTMENTS

CJEB relies on the guidance of faculty members of the Business School to strengthen the research aspect of the Program on Alternative Investments. The current Board members are:

Franklin Edwards

Arthur F. Burns Professor of Free and Competitive Enterprise
Director, Center for the Study of Futures Markets

Larry Glosten

S. Sloan Colt Professor of Banking and International Finance
Chair of Finance and Economics Division

Robert Hodrick

Nomura Professor of International Finance

Glenn Hubbard

Dean and Russell L. Carson Professor of Finance and Economics

Christopher J. Mayer

Paul Milstein Professor of Real Estate and Director, M.B.A. Real Estate Program and Milstein Center for Real Estate

Hugh Patrick

R.D. Calkins Professor of International Business Emeritus and Director, Center on Japanese Economy and Business

David E. Weinstein

Carl Sumner Shoup Professor of the Japanese Economy
Associate Director for Research, Center on Japanese Economy and Business

Value Added to the Columbia Community

FACULTY EXCHANGE

Invitation Program for U.S. Business School Educators

Hugh Patrick and Charles Wolf Jr., Senior Economic Adviser and Corporate Fellow in International Economics of the RAND Corporation, are responsible for selecting faculty from Columbia and other top-tier academic institutions to participate in the **Invitation Program for U.S. Business School Educators**, a one-week program in Japan organized and financed by the Keizai Koho Center (KKC), an arm of Nippon Keidanren. KKC arranges a week of meetings and visits in Japan with corporate executives, scholars, government officials, and politicians, with the intent of promoting understanding of the Japanese economy, corporations, and management methods.

The annual spring group was in Tokyo from June 4–8, 2007. It culminated in a symposium at Keidanren on the final afternoon by the program participants. Amir Ziv, Vice Dean and Professor of Accounting, was the participant from Columbia Business School. The other participants were Frederick D.S. Choi, Distinguished Service Professor of Business, Stern School of Business, New York University; Dawn Lacobucci, John J. Pomerantz Professor in Marketing, Wharton School, University of Pennsylvania; Roberto Rigobon, Associate Professor, MIT Sloan School of Management; and Victor Stango, Associate Professor of Economics, Tuck School of Business, Dartmouth College. The theme of the symposium was “New Challenges for the Japanese Economy.”

ENHANCING THE M.B.A. EXPERIENCE

Student Associations

This year the Center collaborated with and supported the School's student-run groups, including the Japan Business Association (JBA), the Asian Business Association (ABA), and the Black Business Student Association (BBSA), to enhance the student experience at Columbia Business School (see listings of cosponsored events on pages 20–21).

As it does every year, CJEB cosponsored the Chazen International Study Tour to Japan, organized by the JBA and the Jerome A. Chazen Institute of International Business, March 3–13, 2007. A group of 40 Columbia Business School students traveled to Japan for a week to

witness the country through a variety of perspectives and experiences. The trip included stays in the cities of Kyoto and Tokyo. The itinerary mixed tours of a cross-section of Japanese corporations, including Kyosera Corporation, Panasonic (Matsushita Electric Industrial Co., Ltd.), and Toyota Motor Corporation, with a number of educational and cultural excursions such as a *kaiseki* traditional dinner with *maiko* and the Tsukiji fish market. The trip was also highlighted by a reception and panel discussion organized by the Columbia Business School Alumni Club of Japan. The Chazen Japan trip has been bringing students to Japan for more than fifteen years. Since 1989, CJEB has been an intellectual and financial contributor to the study tour.

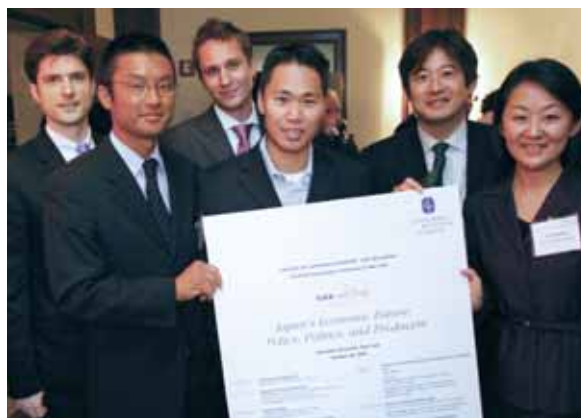
Fellowship and Scholarship Programs

The Center on Japanese Economy and Business provides selected fellowship support for outstanding student research and participation in academic programs related to Japanese economic and business fields.

The **Sumitomo Fellowship Program** was established by the Center as part of an initial operating grant from Sumitomo Corporation of America. The program provides support to recent Ph.D.'s and Ph.D. candidates specializing in some aspect of U.S.-Japan economic and business relations. Fellowship recipients typically spend a period in residence at the Center to engage in their own research and participate in Center programs.

The Center annually conducts a University-wide competition on behalf of the **Mitsubishi UFJ Trust Scholarship** and nominates one Columbia University student to receive tuition and living expenses for a one-year program of graduate study in Japan. The scholarship recipient for 2006-2008 was Omar Yusef Baker.

This year, the Center inaugurated its **CJEB Graduate Student Fellows Program**. Each semester two M.B.A. or Ph.D. students are selected to serve as rapporteurs at Center events and assist CJEB in expanding its outreach to more student groups. They are given the opportunity to meet with the Center's high profile speakers and conduct inter-



Japan Business Association members at CJEB's Twentieth Anniversary Conference

views for publication on the CJEB Web site and in the School newspaper, *The Bottom Line*.

Graduate Student Conference on East Asia

CJEB continued its annual support of the **Graduate Student Conference on East Asia**, which provides a forum at Columbia for graduate students from various institutions and diverse disciplines to share ideas and to discuss work in progress with their peers. This interdisciplinary conference offers a glimpse of the future of research in East Asian Studies and accepts applications from graduate students engaged in research on topics of East Asian history, economics, business, political science, literature, art history, and religion.

LIBRARY AND DATA RESOURCES

The Center maintains a small working collection of hard-copy materials on the Japanese and Asia-Pacific economies, including statistical resources, academic journals, and periodicals. The Center also continues to develop its databank on the Japanese economy, with emphasis on financial markets, under the direction of Professor David Weinstein. The databank is a compilation of statistical resources for faculty members and students conducting relevant research. It includes time-series and cross-section data on financial markets, institutions, and the macroeconomy from sources including Nikkei NEEDS (Nikkei Economic Electronic Databank System), an online

news and data retrieval system that provides essential corporate and economic data as well as leading newspaper and journal articles on Japanese and other Asia-Pacific economies.

The Center makes available to Columbia students, faculty, and other affiliates *Nikkei NEEDS Financial Quest*, in English and Japanese, and *Nikkei Telecom 21*, which provides convenient access to most services from round-the-clock news to corporate data on all Japanese listed and OTC companies.

Exchange of Ideas

NBER Japan Project

The Center on Japanese Business and Economy has joined in cosponsoring the National Bureau of Economic Research (NBER) Japan Project, of which David Weinstein is cochair with Anil Kashyap. The annual meeting was held in Tokyo, Japan, June 26–27, 2007. The meeting had ten sessions in which contemporary scholarship and issues related to the Japanese economy were discussed. Alicia Ogawa organized the panel session on private equity. The program was as follows:

Session I:

Paper: “The Industry Origins of the U.S.-Japan Productivity Gap”

Authors: Dale Jorgenson, Harvard University; and Koji Nomura, Keio University

Discussant: James Harrigan, Federal Reserve Bank of New York and NBER

Session II:

Paper: “Revisiting the Level Playing Field: Domestic and International Implications of the Divergences in Japanese Bank Capital Requirements from the Basel Accord”

Authors: Linda Allen and Suparna Chakraborty, City University of New York

Discussant: Joe Peek, University of Kentucky

Session III:

Paper: “A New Approach to Measuring Competition in the Loan Markets of the Euro Area”

Authors: Jacob Bikker, De Nederlandsche Bank; Christoffer Kok-Sorensen, European Central Bank; Michiel van Leuvensteijn, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis; and Adrian van Rixtel, Banco de España

Discussant: Guy Debelle, Reserve Bank of Australia

Session IV:

Luncheon Speech

Speaker: Naohiro Yashiro, International Christian University and Prime Minister’s Council on Economic and Fiscal Policy

Session V:

Paper: “Distortions in Resource Allocation and Bank Lending: The Malfunction of Financial Intermediation”

Authors: Akira Otani, Shigenori Shiratsuka; and Takeshi Yamada, Bank of Japan

Discussant: Nobuhiro Kiyotaki, Princeton University and NBER

Session VI:

Paper: “Evaluating Foreign Exchange Market Intervention: Self-Selection, Counterfactuals, and Average Treatment Effects”

Authors: Rasmus Fatum, University of Alberta; and Michael Hutchison, UC, Santa Cruz

Discussant: Kathryn Dominguez, University of Michigan and NBER Panel on Private Equity in Japan

Session VII:

Panel discussion on Private Equity in Japan

Panelists: Steven Davis, University of Chicago and NBER; Nobuo Matsuki, MKS Consulting; Alicia Ogawa, Center on Japanese Economy and Business, Columbia Business School; Taisuke Sasanuma, Advantage Partners; and Yo Takeuchi, Development Bank of Japan

Session VIII:

Paper: “The Response of Firms to Eligibility Thresholds: Evidence from the Japanese Value-Added Tax”

Author: Kazuki Onji, Australian National University
Discussant: Mihir Desai, Harvard University and NBER

Session IX:

Paper: "Distributive Consequences of Unequal Participation"

Authors: Yusaku Horiuchi, Australian National University; and Jun Saito, Wesleyan University

Discussant: Matthew Gentzkow, University of Chicago and NBER

Session X:

Paper: "The Great Intervention and Massive Money Injection: The Japanese Experience 2003-2004"

Authors: Tsutomu Watanabe, Hitotsubashi University; and Tomoyoshi Yabu, Bank of Japan

Discussant: John Leahy, New York University and NBER

The Japan Economic Seminar

The Japan Economic Seminar (JES) was founded in 1966 by Professors James Nakamura of Columbia, Hugh Patrick (then at Yale), and Henry Rosovsky of Harvard. With membership of close to one hundred, it is an interuniversity forum for faculty and advanced graduate students to discuss ongoing research in preliminary form by specialists on the Japanese economy. The Center on Japanese Economy and Business, the Weatherhead East Asian Institute of Columbia University, and The George Washington University cosponsor the seminars, which meet four times annually. The Center administers the seminar and Professor Hugh Patrick serves as secretary-treasurer. The following papers were discussed during 2006-2007:

September 8, 2006, at Columbia University:

"Firm Dynamics, Bankruptcy Laws, and Total Factor Productivity"

Hajime Tomura, Bank of Canada

"A Re-examination of the Exchange Rate Disconnect Puzzle"

Robert Dekle, University of Southern California

November 10, 2006, at The George Washington University:

"A Tale of Two Countries: Fiscal Multipliers and Policy coordination"

Gauti Eggertsson, Federal Reserve Bank of New York

"U.S. Current Account Debate: With Japan Then, with China Now"

Hiro Ito, Portland State University

February 16, 2007, at Columbia University

"Political Determinants of Government Loans in Japan"

Masami Imai, Wesleyan University

"Deferred Compensation: Evidence from Employer-Employee Matched Data from Japan"

Ryo Kambayashi, Hitotsubashi University

April 6, 2007, at The George Washington University

"Capital Investments and Rates of Return"

Arthur Alexander, Georgetown University

"On Testing the Law of Comparative Advantage"

Kozo Kiyota, University of Michigan

U.S.-Japan Discussion Group

The U.S.-Japan Discussion Group is organized as a series of informal meetings among a small group of invited senior American and Japanese business leaders and professionals in the New York area, together with several core faculty of CJEB. The group meets four evenings each year to consider issues in U.S.-Japan business, economic, financial, and political relations. During the 2006-2007 academic year, the discussions were led by Hugh Patrick and Susumu Kato, President and CEO of Sumitomo Corporation of America.

Monetary Policy Discussion Group

This discussion group includes specialists on the Japanese financial system, and meets five or six times annually. The participants are Hugh Patrick, David Weinstein, and Alicia Ogawa of CJEB, along with Tadashi Nunami (Bank of Japan), Frances Rosenbluth (Yale University), Patricia Kuwayama (JP Morgan Chase Bank), Jennifer Dwyer (Hunter College, CUNY), Richard Katz (*The Oriental Economist Report*), James Harrigan and Mike Woodford (Columbia University).

Student Visit to CJEB: Winners of Financial and Economics Competition

Merrill Lynch Japan requested the Center to host a student visit on March 29, 2007. Alicia Ogawa, Director of the Program on Alternative Investments, welcomed the student group. These four students were winners of a financial and economics competition in Japan, which was hosted by the Association for the Promotion of Financial Literacy. Merrill Lynch Japan was one of the sponsors of the competition. The visit included a luncheon discussion with members of the Japan Business Association who attested to the value of studying abroad at a leading U.S. business school.

Financial Support

Columbia University and its Business School provide basic support for the Center by covering faculty salaries and providing office space, library and administrative support, and other necessary services. However, the Center relies on external sources of financial support from foundations, corporations, and individuals for its programs and research activities. Income is derived from the Center's endowment, operating and project grants, and especially from the Corporate Sponsorship Program, established in 1995. Academic independence has not been an issue, since there are no restrictions attached to any of these contributions.

These funds are utilized effectively and managed prudently and indeed have been essential in the expansion and deepening of Center activities over the years. The Center's Program on Alternative Investments receives financial support from a select group of leading companies.

Corporate Sponsorship Program

The Corporate Sponsorship Program has been instrumental in expanding CJEB activities and guaranteeing financial support for them over the long term. Specific funding for the Program on Alternative Investments is also deeply appreciated. Sponsors for the year 2006–2007 are as follows:

Lead Corporate Sponsor

(\$100,000+ annually)

Sumitomo Corporation of America

Major Corporate Sponsors

(\$25,000+ annually)

Kikkoman Corporation

Saga Investment Co., Inc.

Takata Corporation

Tsuchiya Co., Ltd.

Corporate Sponsors

(\$10,000+ annually)

AFLAC

Caxton Associates, LLC

Fuji Xerox Co., Ltd.

Japanese Chamber of Commerce and Industry of
New York, Inc.

Mitsubishi International Corporation

Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation

Mitsui Sumitomo Insurance Company

Mitsui USA Foundation

Mori Building

Pacific Investment Management Company LLC (PIMCO)

Shin Nihon Ernst and Young

The Tokyo Electric Power Company, Inc.

Yaskawa Electric Corporation

Individual Sponsors

(\$10,000–\$24,999)

Robert Alan Feldman

Shigeru Masuda, M.B.A. '74

Friends of the Center

(up to \$9,999)

Hugh Patrick

Sumitomo Chemical Corporation

Mr. and Mrs. John Davey

Sponsorship of the Program on Alternative Investments

Lead Corporate Sponsors

(\$100,000+ annually)

Daido Life Insurance Company

Nomura Holdings, Inc.

Corporate Sponsors

(\$50,000+ annually)

Advantage Partners, LLP

SPARX Group

Foundation Support

Toshiba International Foundation

In Memoriam

With deep respect and appreciation, the Center on Japanese Economy and Business pays special tribute to Gary Saxonhouse and Eleanor Hadley, each of whom contributed so much to the study of the Japanese economy.



Gary Saxonhouse, Professor of Economics at the University of Michigan, passed away November 30, 2006, in Seattle, Washington. He was 63. A leading scholar on the Japanese economy, he published widely on Japanese topics involving international trade, economic history, law and economics, and economic development. He was a senior leader in the field and a research associate of the Center from its inception.

Professor Saxonhouse received his bachelor's and doctoral degrees from Yale University and in 1970 began his academic career at the University of Michigan. At the time of his death, he was writing papers on "The Integration of Giants into the Global Economy" and "Good Deflation/Bad Deflation and Japanese Economic Recovery."

Professor Saxonhouse received many honors for his work, including fellowships from the Guggenheim Foundation, the National Endowment for the Humanities, the Center for Advanced Study in the Behavioral Sciences, and the Institute for Advanced Study.

During the 1980s, Professor Saxonhouse published a series of careful econometric studies documenting how Japan's trade patterns could be explained by conventional trade theory and were not due to protectionist policies. Colleagues say these studies became a central piece of evidence for policymakers seeking to resist protectionist pressures in the face of rising imports from Japan. Professor Saxonhouse put these ideas into practice, serving as a senior staff economist at the Council of Economic Advisers and as a consultant, at one time or another, to the U.S. Departments of Commerce, State, Transportation, and Treasury. He testified on numerous occasions before Congressional committees and served on several Congressional advisory panels. He was a member of the American advisory board of the Japan Foundation, the academic advisory committee of the Policy Research Institute in the Ministry of Finance, and the advisory board of the University of Tokyo Center for International Research on the Japanese Economy (CIRJE).

Professor Saxonhouse trained many of today's American economists who focus on Japan. He also schooled many elite members of Japan's civil service, who would spend a year at the University of Michigan, away from their high-profile careers, to study with him.



Dr. Eleanor Hadley passed away on June 1, 2007, in Seattle, Washington. She was 90 years old. She was one of the earliest specialists on the Japanese economy and played a major role during the U.S. Occupation in the development of antitrust and *zaibatsu* dissolution policies. She was an active participant in the interuniversity Japan Economic Seminars (JES) and arranged for them to meet regularly in Washington.

In 2003, she wrote the book *Memoir of a Trustbuster*, together with Dr. Patricia Hagan Kuwayama, which was published by the University of Hawaii Press. Her project was supported by the Center; she received particular encouragement from Robert Feldman, Patricia Kuwayama, and Hugh Patrick, all of whom had known her well as fellow members of JES (see page 36).

Dr. Hadley's was a remarkable life history. Before writing *Memoir*, she rarely talked of her experiences as an American woman of 31, tasked with democratizing the economy of early post-World War II Japan. She studied in Japan before World War II and served as an economist at the State Department before going to Japan during the Occupation to implement U.S. antitrust policy. Dr. Hadley returned to Radcliffe College in 1947 to complete her Ph.D. She planned to join the newly created Central Intelligence Agency, but the CIA job offer—and her security clearance—was mysteriously withdrawn. She did not learn until years later that she had been secretly labeled a Communist while in Japan and was blacklisted during the McCarthy era. She successfully fought a sixteen-year battle to clear her name. After completing her Ph.D., she taught at Smith College for some years. She then returned to government service in Washington.

Working for the U.S. Tariff Commission (now the International Trade Commission) and then as the senior economist at the General Accounting Office, she was also a professor at The George Washington University. She returned to Seattle after her retirement in 1984. In 1986, she received Japan's Order of the Sacred Treasure for meritorious service.

目次

I. 所長および研究副所長からのご挨拶	42
II. リサーチ	43
日本経済: 特異な回復の継続 (ヒュー・パトリック著)	43
現在進行中の研究活動	59
ワーキング・ペーパー・シリーズ	60
III. プログラム	62
IV. 講演一覧	63
カンファレンス	63
シンポジウム	65
講演会	65
座談会	66
ウェザーヘッド東アジア研究所 ブラウンバッグ・レクチャー・シリーズ	66
V. 研究所の顔ぶれ	68
所長・副所長	68
研究者陣容	69
客員研究員	70
リサーチ・アソシエイト	70
専門研究員	72
国際諮問委員会	72
オルタナティブ投資プログラム 学術顧問	73
追悼	73
VI. コロンビア大学コミュニティへの活動	74
ファカルティ交流	74
MBA 学生生活支援	74
図書館・データ資源	75
VII. 意見・知識の交流	76
全米経済研究所(NBER)ジャパン・プロジェクト	76
日本経済セミナー(JES)	76
日米ディスカッショングループ(U.S.-Japan Discussion Group)	77
金融システム・ディスカッショングループ	77
「全国高校生金融経済クイズ選手権」優勝校の CJEB 訪問	77
VIII. 協賛	78

概要 ー日本語ー

北米における日本のビジネスと経済に関する最高の学術研究所

日本経済経営研究所 (CJEB – Center on Japanese Economy and Business)

1986年にヒュー・パトリック教授の指導の下でコロンビア大学ビジネス・スクールに設立された日本経済経営研究所の基本的な使命は、国際情勢を背景とした日本のビジネスと経済に関する知識を増進し、理解を深めることにある。

研究機関としてだけでなく、公共と民間から著名な講師を招聘してプログラムを実施し、日本、米国、グローバル経済に関する共同研究、省察、諮問の場を生み出してきた実績でも、各界から高い評価を得ている。

こうした使命を果たすため、多彩な研究プロジェクト、ワークショップ、シンポジウム、カンファレンス、学会と実業界の人材交流、また図書館やオンラインでの研究資料提供活動などを企画、運営、支援している。主な教授陣は、コロンビア大学ビジネス・スクール、ロースクール、国際関係・公共政策大学院、そして経済学部から招かれた日本専門家である。資金は、企業スポンサー、財団、個人、また大学の財源から提供されている。

日
本
経
済
経
営
研
究
所

I. 所長および研究副所長からのご挨拶

親愛なる友人と同僚の皆様へ

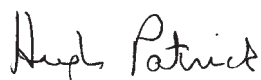
CJEB の愛称で親しまれる日本経済経営研究所は、21 年前の 1986 年春、コロンビア大学ビジネス・スクールにて設立されました。昨年、当研究所は創立 20 周年を迎え、2006 年 5 月 15 日に東京にて「日本経済の将来展望」と題した記念カンファレンスを開催し、基調講演には日本銀行の福井俊彦総裁をお迎えしました。また記念カンファレンス第 2 弾として、ここニューヨークにて「日本経済の未来：政策、政治、生産者」と題したカンファレンスを、同年 10 月 26 日に開催しました。こちらでは、ニューヨーク地区連邦準備銀行総裁兼 CEO のティモシー・ガイトナー氏、コロンビア大学ビジネス・スクール学部長のグレン・ハバード教授が、それぞれ基調講演を行ってくださいました（詳細は 63 ページをご参照ください）。幸いどちらのカンファレンスも、盛況のうちに閉会しました。

CJEB の使命は、日本国内、東アジア、そしてグローバルな環境での日本経済および経営システムの理解を深め、世の中への普及を促進するもので、とりわけ日米関係を軸として考えています。CJEB は教授陣個々人の研究を支援し、コロンビア大学内外の日米研究者による共同研究の企画運営や、幅広い領域にわたるカンファレンスやシンポジウム、非公式の討論会などを開催しています。これらの活動に関する情報は、CJEB のウェブサイト (www.gsb.columbia.edu/cjeb) をご参照ください。また、プログラムのレポートは、出版物として発行されるとともに、コロンビア大学の電子文書管理システム

“DigitalCommons@Columbia” (<http://digitalcommons.libraries.columbia.edu/>) にて閲覧いただけます。CJEB のスタッフは、設立当初の所長 1 名、プログラム・オフィサー 1 名、非常勤の事務員 1 名から、この 21 年間で、所長 1 名、ディレクター 1 名、アソシエイト・ディレクター 2 名、アシスタント・ディレクター 1 名、プログラム・オフィサー 5 名、インターン学生数名にまで成長しました。

当研究所は、マーク・メイソンのリーダーシップの下、5 年前に「オルタナティブ投資プログラム」を成功裏に発足させました。現在小川アリシアがディレクターを務めている本プログラムは、客観的な手法、視点、分析により、コロンビア大学の学生、実務家、政策立案者、そして学者の方々のために大変貢献しています。我々は、政府の財政赤字削減目標、地方自治体における財政資金の調達手法の変化、バーゼル 2 に対応する日本の銀行の動向などを前提として、債券市場の進展をフォローしています。これらの流れは全て、プライムレートやハイイールド債券などを含む社債に関わる広範な問題を生じさせ、同時に金融派生商品の幅も広げるはずで、さらに株式市場に関しては、日本における国際金融センター化に向けた動きがオルタナティブ投資ファンドや機関投資家の資産分配に与える影響について研究しています。

CJEB のこれまでの成功は、当研究所の教授陣およびスタッフの献身的努力と知的な活動力、そしてコロンビア大学ビジネス・スクールというリソースのおかげであり、また、企業や財団、個人を含めたスポンサーの方々のご支援の賜物です。これらのご協力に対し、心から感謝の意を表します。



ヒュー・パトリック
所長



デイビッド・ワインスタイン
研究副所長

II. リサーチ

日本経済: 特異な回復の継続

ヒュー・パトリック著

日本は安定した完全雇用経済成長に向けて歩み続けている。引き続き進歩が見られる一方、その道のりは特異であり、ペースも安定していない。多くの面で、日本経済は現状明るい。一人当たり成長率は欧米と同等であり、また、3.7%という6月の失業率は、特にフランス(8.0%)やドイツ(9.0%)と比べて、かなり低い。

概況は欧米と似ているものの、日本経済の状況にはいくつかの顕著な相違点がある。第一に、緩慢なデフレが10年にわたって継続しており、期待インフレ率は引き続き非常に低い。第二に、労働市場は好転しているが全国平均賃金が上昇していない。実際、2007年上半期には、総現金収入指数が再びわずかに下落した。第三に、金利が異常に低い。第四に、経済ファンダメンタルズからみて円が弱い。さらには、供給面の制約が比較的緩やかな状況下で、引き続き、総需要が不十分であることが成長の加速を阻む大きな要因となっている。7月の参議院選挙における自民党の惨敗により、今後の経済政策の不確実性が増している。

この8月に起こった世界的な信用収縮および金融の大混乱は、金融経済面で大きな不確実性をもたらした。米国のリスクな金融資産に対する日本のエクスポージャーは比較的少ないが、金融市場は世界的に緊密に結びついているため、日本の金融市場も混乱している。最も大きな影響は円高で、円キャリー・トレードの急激な減少は、世界的な安全への逃避の動きの1つである。私は、まさに必要とされる、リスクに対する価格付けの調整がなされるにつれ、金融市場は早晩安定を取り戻すと予想している。とはいえ、大幅な円高が持続する可能性は、いまや日本が直面する最優先課題となってきた。

しかし、問題と課題は常に存在し、そして日本は常にそれらを克服してきた。そのペースと手段は日本独自のものになるとしても、基本的な問題を解決する日本の能力に関し、私は引き続き根本的に楽観視している。

最近の日本の経済状況、経済成長とインフレの分離、安倍首相の経済政策、マクロ経済政策、企業のリストラ・コントロール・ガバナンス、国際経済との関係、に関する考察を以下に述べる。

最近の経済状況

2006年のGDP成長率は2.2%だった。目覚しいとは言えないが立派な数字で、1年前のコンセンサス予想(2.5%)は下回る結果となっている。春期と夏期は成長が緩慢になったが、第4四半期に季節調節済み年率5.4%という劇的な成長が実現した。2007年の第1四半期も、3.3%という強い数字となっている。しかし、第2四半期の成長率は大幅に下落した。

2002年の初頭以降、総需要の主な部分は民間投資と輸出に占められている。当初は個人消費が総需要を支えると期待されていたが、個人消費の年間伸び率はわずか1.3%で、GDPにおける個人消費の比率も低下を続けている。これは賃金の伸びが非常に少ないことを反映したものである。莫大な政府の財政赤字が削減されることにより、総需要の伸びは年率0.5%抑制されている。

2006年の経済成長は、それ以前よりも増して、民間設備投資(伸び率7.5%、総需要の伸びに対する寄与度は50%)と輸出(伸び率9.6%、純輸出は総需要の伸びの36%)に牽引されるものだった。個人消費の伸びは残念ながらわずか0.8%(総需要の23%)にとどまった。政府支出は引き続き若干のマイナス要因で、公共投資の減少分が経常消費支出のわずかな増加分を上回っている。雇用と労働時間は緩やかに増加し、時間当たりの労働生産性は年率2%の平均伸び率を維持した。

2007年の春夏期に成長が停滞したことは不安材料だが、月次データは、その常として、内容が入り混じり、不正確で、かなり不安定である。8月13日に発表された2007年4~6月期のGDP速報(1次速報)では、成長率は年率0.5%と、やや予想を下回る減速となっている。民間投資は減速したが年間伸び率は5.6%と堅調さを保ち、個人消費は年率1.4%で伸び続けている一方で、純輸出は横ばい、政府投資はマイナスとなっている。緩慢な成長はおそらく第3四半期も続く予想されるが、これは従来程度の軟調局面に過ぎないと私は見ている。

2007年のGDP成長率に関する民間部門予想は2.2~2.4%(平均2.3%)で、2008年もほぼ同じ水準にとどまっている。いずれも、日本銀行が今年の4月に出した2008年度の成長率予想(2.1%)及び1年前の予想をやや上回っている。予想では、民間投資と輸出が停滞し、個人消費がやや上向きになり、政府の財政赤字の減少はやや緩慢になると見られている。

全世帯の可処分所得のうち約90%が、労働報酬によるものである。賃金率は横ばいが続くが、雇用はわずかに増加する。また、団塊世代の退職金が増え始め、2007年の被雇用者所得の推定伸び率(1.6%)の半分を占める見込みだ。金利と配当の好転により、さらに0.7%の上昇が期待されるが、税金は0.3%のマイナス要因となっている。もしも推定どおりに、2007年の可処分所得が2%増加し、2008年

にはさらに高い伸び率を達成し、しかも家計部門が現在の低い貯蓄率を上昇させなければ、これらは個人消費及び GDP の成長にとって良い話となるだろう。

頑固なデフレ

現在の日本経済の状況のうち著しく特異な点は、好調な経済成長の持続と長期にわたる緩慢なデフレが組み合わさっていることである。労働市場が好転し、完全雇用が近づいても、経済全体では賃金上昇は見られず、個人消費も停滞し、緩慢なデフレは相変わらず続いている。物価に関連する唯一の良い話は、資産価格の大幅で悲惨な下落が、2000 年代半ばにようやく終末を迎えたことだ。しかし、地価動向の地域格差は相変わらず続いている。

物価の安定を定義し、正確に測定する方法について、現在も政策上の議論が続いている。政策上、物価の安定の測定には、主にコア消費者物価指数(コア CPI)が用いられる。日本では、CPI の総合指数から特に変動の激しい食物価格を除外したものが、コア CPI と定義されている。日本銀行(BoJ)は、2006 年初期以降、物価の安定をコア CPI が 0~2% の幅にあることと定義している。これは米連銀(FED)および欧州中央銀行(ECB)の定義よりも約 1% 低い。

コア CPI に上方バイアスはないと日本銀行は主張するが、私を含め、多くの経済学者は意見を異にする。コア CPI の上方バイアス幅に関する私の予想値は約 0.5% である。コア CPI は、2006 年に 0.1% だけ上昇し、2007 年の前半にはわずかにマイナスとなった。2007 年通年では実質的に 0% と予想される。2008 年の予想値も非常に低く、日本銀行は 0.5%、2007 年 8 月の『エコノミスト』と『ESP』の調査では 0.4% となっている。つまり、デフレの終末は、2008 年のある時期までは実現しないことになる。

私の同僚デイビッド・ワインスタインとクリスチャン・ブロダは、最近、CPI の測定および暗に金融政策に関する議論を揺るがせた。彼らの発見によると、日本のコア CPI の推計値には、従来考えられていたよりも大きな上方バイアスがある。つまり、デフレの実態は現在推計されているより大きいことになる。彼らは、米国が採用している、より包括的な推計方法を日本のデータに当てはめることにより、日本の CPI は米国の CPI に比べて約 0.8% の上方バイアスがある、と結論付けた。さらに、彼らによると、米国の CPI 自体に 1.0% の上方バイアスがあると見積もられている。すなわち、日本の真の生活費指数上昇率には、1.8% の上方バイアスがかかっていることになる(Broda and Weinstein, "Defining Price Stability in Japan: A View from America", Center Working Paper 252, June 2007)。日本も、他の多くの国々と同様、データ収集に十分な資金を割り当てておらず、特に高い資格を持つ統計学者の数が少ない。CPI の推計のために、米国は日本の 10 倍の資金を投入している。

日本銀行をはじめ、日本の長期化したデフレがようやく終わりつつあると考える者にとって、これは好ましくない話だ。しかし、これは同時に、実質 GDP、生産性（労働生産性と全要素生産性の双方）および実質賃金が、公式の推計値よりもいくぶん迅速に増加している、ということでもある。もっとも、日本の GDP デフレーターにおける個人消費支出の項目は CPI とは別途の方法で推計されており、コア CPI よりもマイナス幅が大きくなっているため、どの程度迅速に増加しているか、については不明である。以上は、「緩慢なデフレが続く中で、いかにして、順調な景気回復と経済成長が可能となっているのだろうか。」という、政策上の重要な疑問を提示している。

緩慢なデフレが、なぜ 2002 年以來の経済成長に、より大きな悪影響を与えなかったのかは定かでない。民間投資に対する深刻な悪影響はなかったが、他の面では影響が出ている。低金利により、構造改革は容易になったが、低金利は特に中小企業の改革を遅らせる要因でもあった。2002 年以來の経済成長に伴い法人税やその他の税収が大幅に増加しているにもかかわらず、おそらく、緩慢なデフレを理由に、政府職員の給与やその他の政府支出を削減することが政治的に可能であった。さらには、デフレにより 2004 年の公的年金改革の際の前提条件が崩れようとしており、デフレによる最大の損失は長期的に発現するのかもしれない。

経済成長とインフレの分離

2002 年以降の日本経済の拡大は、緩慢なデフレを伴っている点で、従来の教科書的な分析に反する。こうした「インフレなき成長」の理由としてさまざまな説明が行われているが、その多くは補足的なものである。

景気は本格的に後退したが、現在は回復に向かっている。労働市場は大幅に好転し、政府によるアウトプット・ギャップ推計も改善した。しかし、アウトプット・ギャップも潜在成長率も、測定は困難である。私は雇用、賃金、物価、消費をより重視している。横ばいの続く CPI や、賃金と個人消費の伸び悩みは、労働力と資本がまだ完全に活用されていないことを示唆している。

1990 年代を通じて企業収益は非常に低く、企業に対する物価圧力のために景気回復は緩慢だった。しかし生産性の向上によって企業は価格の抑制が可能となり、現在では生産性の向上が企業収益の増加に繋がっている。2002 年以來、労働生産性は年間 2% の伸びを続けている。これに対し、1991~2001 年の平均は 1.5% だった。単位労働コストは 2006 年も低下を続け、2007 年前半には年率 2% をわずかに上回るペースであった。企業の構造改革も重要な要因ではあるが、生産性向上の背景には循環的な景気回復も存在している。

「経済成長とインフレの分離」を説明する要因として、ここで私が強調するものは、労働市場の変革の進展である。私の推測では、労働市場における大規模な構造転換が主因となり、経済成長とインフレの分離という傾向は今後数年にわたって続くだろう。

雇用と賃金

失業率が1998年2月以来最低水準にあるにもかかわらず、経済全体の賃金(現金給与総額)が増えていないのは驚きである。それどころか、従業員5名以上の企業における現金給与総額及び労働時間は、2003年以降、すなわち2002年以降の景気回復期について、実質的な横ばい状態が続いている。現金給与総額は2006年にわずか0.3%増加した後、2007年の第1四半期には0.7%減少し、同第2四半期にも再び減少した。

2006年春闘の年間賃金上昇率は、大企業が1.79%、中小企業が1.47%だった。しかし、性別、教育水準、年齢、勤続年数に基づいて調整した賃金上昇指数はマイナスである。給与総額の決定において、業績成績が過去よりも大きな比重を占めるようになってきているとは言え、年功序列が最重要項目であることは今でも変わらない。年間2回のボーナスは引き続き給与総額の大きな比重を占めており、特に大企業でその傾向が強い。大企業の2007年夏のボーナスは3.0%上昇し、連続5年の上昇となった。金額が予め固定されないボーナスにより基本給の増加を補うという仕組みは続いている。中小企業のボーナスは2.3%の低下となっている。

高校と大学の新卒者の給与は2006年にやや上昇したが、本質的には2003年と同額である。売り手市場の傾向が出てきた現在の労働環境においても、大企業の新卒者給与は上昇していない。新卒者の給与が上がれば、年功序列型の給与体系全体において基本給が増加することになるだろう。大企業では50歳から54歳の社員が新入社員の約3倍の給与を得ている。こうした企業は、労働市場の好転を受けて、その対応策として雇用対象を拡大している。

賃金水準が停滞している主な要因は、労働力構成の変化である。この変化には主に2つの側面がある。第1に、賃金水準が低い、契約社員、パートタイム社員、派遣社員と、フルタイムかつ終身雇用の正社員との代替、第2に、若年労働者と定年退職者との入れ替えである。賃金水準の引き下げは、中央政府と地方政府のみが行った。企業は、業績不振の期間中、残業代や年2回のボーナスを削減したが、一部の例外を除き、既存社員に対する時間当たり賃金の水準は維持した。

2006年における日本の労働力人口6,660万人のうち6,370万人が就労していた。15歳から64歳までの労働力率は、一時低下した後、2004年以降は60.4%に保たれている。ほとんどの日本人は被雇用者

として就労し、自営業者と家内労働者の総就労者数に占める割合は、緩慢ながら着実な減少を続け、現在は 14.3%となっている。総就労者数は 2006 年に 0.4%増加し、うち被雇用者の数は 1.4%増加した。

被雇用者のうちフルタイムの正社員の比率は低下が続き、現在は 67%となっている。その他 33%のうち、約3分の2がパートタイム労働者で、残りが臨時雇用者、契約社員、人材派遣会社からの派遣社員となっている。非正社員は、正社員よりも時間当たり給与は低く、福利厚生も少なく、雇用も不安定である。こうした労働者の割合は、1990 年から大幅に増加している。

女性の被雇用者のうち半数以上(52.8%)は、フルタイムの正社員として就労していない。そのほとんどは、比較的安定したパートタイム労働に従事している。男性の被雇用者のうち6分の1以上(17.9%)が、フルタイムの正社員としての就労ができていない。彼ら非正社員は若年層及び高齢層に偏っている。

失業者と見なされる 280 万人のほかに、480 万人(うち女性 350 万人)が、できれば就労したいという意志を表明している。25 歳を過ぎても、就職・昇進という伝統的な社会の階段に一度も足をかけた経験がなく、現在では良い職に就くことが最も困難と思われる、多数の若者の集団が生み出されたことが、過去 15 年間以上にわたる経済停滞がもたらした、深刻な社会的かつ経済的な問題である。

人材派遣会社が新規人材の確保に苦勞し、既存の派遣社員を他社の正社員として奪われ、賃金関連の福利を向上させざるを得なくなっていることは、良い話である。労働力化していないが就労を希望する者の数は、2004 年から 2006 年にかけて 50 万人減少しており、ここにも労働市場の好転が見られる。しかし正社員の立場を望む若年層、失業者、臨時雇用者、パートタイム労働者は今でもかなり多く、それが新卒者の初任給を抑制する要因になっている。

日本経済が2%以上の成長を続けるという仮定のもと、労働市場の好転は今後も続くだろう。正社員から非正社員への移行の動きは止まり、むしろ正社員の比率が徐々に反転上昇する可能性もあるだろう。

しかし、たとえ、労働需要の高まりを受けてフルタイムの正社員の比率が高まり、この面では労働力構成の変化による影響がなくなる、あるいは若干逆の影響が出てくるとしても、定年退職者と低賃金の若年層の入れ替えという高齢化面での影響は、少なくとも 2010 年までは強まるだろう。現在から 2010 年までに、約 360 万人の男性が、企業が規定した 60 歳で定年退職を迎える。その多くは定年後も働き続け、しばしば同じ組織にとどまるが、賃金、福利厚生、労働時間は減少する。60 歳以上の人口のうち、このように比較的 low賃金で働き続ける者の割合が多くなればなるほど、この高齢化面での影響はより長く続くであろう。

雇用形態の多様化の著しい進展は、一部には、既婚女性、パートタイマー、フリーター、あるいはコンピューター・プログラマーなど特殊技能保持者といった、就労者の構成と選考の変化によるものである。し

かし、そのほとんどは、1990年代の経済成長停滞、経費削減、労働市場の悪化のなかで、退職していくフルタイムの正社員を非正社員で補う、という企業側の方針がもたらしたものである。

マクロ経済上の意味合い

労働力の活用に関する構造的変化と、団塊世代の定年退職を考えると、全体的な平均賃金（現金報酬総額）が今後数年で大幅に上昇することはないだろう。このマクロ経済上の意味合いは大きい。現金報酬が横ばいで、世帯当たりの収入の増加が抑制され、総所得の増加が主に雇用の緩慢な成長によるならば、今後数年間、個人消費の伸びはごく緩慢なものになるだろう。GDPに占める個人消費の比率も低下を続ける。日本は総需要不足という問題に直面する可能性が十分ある。

賃金と個人消費の伸びが緩慢であるということは、経済成長が続いても日本ではインフレ圧力が発生しない、ということの意味する。これは欧米とは全く反対の傾向である。実際、このシナリオではCPIの大幅な上昇はなく、むしろ、うまくいったとしても物価の安定を意味するレンジの最下限に到達する程度にとどまるだろう。このレンジは私の定義によると1～2%である。緩慢なデフレが、かなりの長期にわたって継続する可能性すらある。

これに伴い市場金利も低いままだろう。8月24日時点で、10年物の日本国債（JGB）の利回りは1.60%、20年物の日本国債の利回りは2.07%だった。10年物の日本国債と他国の10年物の国債との利回り格差が、少なくとも2%以上のままで推移を続けていることは、多くのことを物語っている。私には、金融政策によって内外の金利格差が若干縮小しても、グローバル資本市場が一時的に下落しても、日本からの資本流出は止まりそうにないと思われる。円キャリー・トレードは再び持ち直すだろう。私は、8月に起こった世界的な信用収縮が、経済ファンダメンタルズの推計値が意味する水準近辺までの円高をもたらすとは思っていない。ただ、ある程度の不確実性を伴うことも事実である。この筋書きならば、相対的に弱い円が現在の日本の輸出ブームを今後も支える続けるだろう。

安倍首相の経済政策

安倍首相は、小泉前首相の経済改革政策と改革プログラムを直ちに引き継ぎ、経済の状況が既に危機を脱し見たところ完全な回復を順調に実現しつつあることによる恩恵を得た。このため、当座は、GDP成長率の引き上げや教育制度の改善など、より長期的な問題により重点的に取り組むことが可能だった。

安倍首相は早期に中国と韓国を訪問し、両国との関係改善に大きく貢献したとはいえ、彼が小泉前首相と同等の決断力、カリスマ性、指導力を発揮するのは困難だろう。

安倍首相の経済政策は、言葉数が多いものの、具体的な提案や特定の目標や実施方法が不足している。安倍首相は、小泉前首相と同じく、意思決定権を、相当な自主性を確保して自分たちの領域を強固に守ろうとする主な官庁から切り離し、総理官邸に集中させようとしている。

安倍首相の主な経済政策戦略は、6月19日の「経済財政改革の基本方針 2007」で明らかになった。さまざまな方法で労働生産性の伸び率を2.4%に高め、それによって、今後5年間にわたり日本の潜在成長率を2.5%に引き上げることが主な目標となっている。焦点は供給側に当てられ、総需要の維持はほとんど考慮されていない。2006年に約束した財政赤字削減路線は引き継がれているものの、その具体的な方法は示されていない。基本方針は、明確で一貫した具体的な戦略及び実行方法が欠落しており、その内容には失望させられる。自民党が、参議院選挙が終わるまでは具体的な目標を明確化することに後ろ向きで、重要だが微妙な問題に対する取り組みすら避けていたことも、この理由のひとつである。しかし、それは単に安倍首相は経済政策に後ろ向きだという印象を強めただけであった。

7月29日の参院選での惨敗によって、安倍首相と自民党の力は大きく弱まった。ただし、主力となる衆議院においては、与党である自民党と公明党が議席の3分の2の多数を確保し続けている。閣僚の一連のスキャンダルや失態も重要であったが、年金制度の大失敗が、参院選での自民党の最重要課題となった。個人の年金支払いに関する社会保険庁の無能さと管理ミスは過去数十年にわたることであり、安倍首相自身が引き起こした訳ではないが、この問題が深刻化する過程で安部首相が対応を誤ったことも、選挙での大敗の原因となった。さらに根本的なことは、自民党は自らの伝統的基盤であった、都市化が遅れ経済的繁栄に乏しい地域で敗北した点だ。民主党は、地方の農家、建築労働者、中小企業への支援を確約しており、このことが選挙で民主党に勝利をもたらしたのみならず、政府予算編成における新しい優先課題を生み出したということかもしれない。

経済政策の基本的性格と方向性が、近い将来大きく変わることはないだろう。しかし自民党と民主党の政策が膠着し、おそらく改革のプロセスはさらに遅れるだろう。基本的な経済政策が最重要である、ということが選挙で示されたが、これを受け、今後、安倍首相あるいは次期首相が、どのような対応をとるかに多くがかかっている。2008年度予算の折衝では、民主党の提案に対し自民党が財政節度を確保できるかどうかを試されるだろう。その際、逆説的に、現行の農業支援制度が数年間にわたる農家への直接補助金制度へと移行し、これが輸入の大幅な自由化を伴う、という可能性も否定はされないだろうが、私はこの見方に懐疑的である。

マクロ経済政策

2002 年までの 10 年間にわたる不十分な総需要と緩慢な経済成長は、かつてないほど緩和的なマクロ経済政策が採られたにもかかわらず、その後も相当の悪影響を及ぼし続けている。2002 年以降の GDP 成長は順調だが、金利は依然として異常なほど低く、金融政策は非常に緩和的である。政府の財政赤字は依然大きく、政府のグロスの債務残高は莫大で、円は比較的弱く、緩慢なデフレも続いている。

総需要の十分な成長率をいかにして達成するかが、今後も日本のマクロ経済政策の最重要課題であり続けるだろう。財政政策の基本的な目標は、2011 年までに基礎的財政収支の赤字をゼロにし、2015 年までに財政収支の黒字化を実現することだ。これまでに順調な進展がみられており、法人税収は予想以上に増加し、1999 年の所得税減税は昨年から元に戻されている。IMF の予想によると、2003 年度に GDP の 5.7%を占めていた日本の基礎的財政収支の赤字は、2006 年に 2.1%、2007 年に 1.3%まで減少し、一般政府（中央及び地方）の財政赤字は、2007 年に 3.6%まで下落する。

しかし、こうした傾向は恐らく長続きしないだろう。政府の経常的支出は少しずつ増加を続け、公共事業予算の削減もいずれ限界に達し、税収の伸びも緩慢になると予想される。参院選での民主党の勝利によって、公共事業などの予算が、更なる削減どころか増加する可能性も高まってきた。政府は8月初旬に、1月の財政健全化の見通しは楽観的過ぎる、という見解を発表している。その理由として、見通しは、GDP デフレーターが十分にプラスに転じ、かつ名目 GNP 成長率（現行価格）が大幅に伸びる、という前提に基づいていることが挙げられている。

いわゆる財政健全化と呼ばれる財政赤字の削減に関する現在進行中の議論は、消費税引き上げなどの税制改正の動きが本格化すると見込まれる今年の秋頃にピークを迎えるだろう。自民党主流派の見解によると、長い目で見て、医療費と年金支出は人口の高齢化とともに増加せざるを得ず、従って GDP に占める税金の割合も結果的に上昇せざるを得ない、とされる。2009 年には消費税が引き上げられることになるだろうと思われていた。しかし、民主党と公明党が増税に反対しているため、財政健全化が先延ばしになることはほぼ確実だろう。

これはまだ広範に認識されているわけではないが、2004 年の年金改革で大きな解決策が採られたと見なされている年金財政は、今後再び大きな問題となるだろう。年金改革案の策定の際に用いられた支出・収益予想は、次第に非現実的となってきた。出生率、人口減少ペースや 65 歳以下人口の割合に関する予想は、余りに楽観的過ぎるものであった。恐らく、より重要なことは、名目 GDP 成長率と CPI の伸び率に関する予想値が高過ぎた点である。すでに、長期的な財政負担は予想を大きく上回っている可能性が高い。

メディアや資本市場の話題は金融政策に集中し、日銀による短期金利の引き上げの時期に関心が寄せられている。日本の債券市場やその他の金利関連資産市場の規模が莫大であることを踏まえれば、日銀の短期金利の変更に関する期待および実際の金利変更は、ただちに資産価格に影響を及ぼすと考えられる。しかし、日本経済の現状からは、月次での規則的なタイミングでの金利引き上げは、全体的にはさほど大きな影響を与えないだろう。

他の多くの経済学者や IMF、OECD と同様に、私は、デフレが克服されたことが明確にならない限り、日銀は金利を引き上げるべきではない、と考えている。私は、バイアスのない状態で、コア CPI が年間1%程度上昇することは、望ましい経済上の潤滑油である、と考える。日銀は、現在の緩慢なデフレが継続することよりも、今後2~3年間に過剰なインフレ圧力が生じる可能性を必要以上に懸念しているのかもしれない。ほんの数週間前には0.25%の金利引き上げが広く予測されていたが、世界的な金融の大混乱を受け、8月23日の金融政策決定会合では、日銀は0.5%のオーバーナイト・コールレートの引き上げを決定することはできなかった。金利をより正常な水準に向けて徐々に引き上げる、という日銀の長期的目標は変わっていないが、金利の引き上げは、金融市場および経済の状況の双方が金利引き上げに適した状態になるまで、遅れることになるだろう。

福井俊彦日銀総裁の5年間の任期は2008年3月19日に終了するが、首相による後任者の決定は、特に金融政策に関する新総裁の見解が現総裁と大きく異なる場合、重要になるだろう。日銀総裁の任命には両院の同意が必要であるため、民主党も新日銀総裁の決定の際にかなりの影響力を持つだろう。民主党はすでに、少なくとも有力な候補者のうち1名に反対している。

企業のリストラ、コントロール、ガバナンス

日本のビジネス環境は、引き続きかなり急速な進歩を遂げている。これは、景気回復と経済成長が持続し、制度面も構造的に変化していることによるもの、と言えるだろう。バランスシートは回復し、長年にわたる人員削減により余剰労働力が減少し、収益は過去の低水準から大幅に増加した。金融市場と法人株主は、企業の経営陣に対し、より収益性を重視し、より多くの情報を開示し、より敏感になり、そしてリストラを進めるよう、より積極的に圧力をかけている。企業の改革および、会社法、ガバナンス、マーケット、企業のコントロールに関連するその他の構造的な変化は、急速な発展を見せている。ただ、それらは初期段階のもので、成すべきことはまだ山積みである。もちろんこうした広範な一般化に対する裏づけも必要である。

企業の業績は業種間によって異なり、同じ業種内でも企業間の開きがある。企業の自己満足度はかなり高いものの、現実には、大小さまざまな企業の多くがまだリストラを完了しておらず、資産の活用も相変わらず効率化されていない。大企業がコア業務とノンコア業務を原則的に区分しても、その多くはノンコア業務の資産を効率化できていないのが現状だ。多くの企業が、現金のリソースや活用状況が非効率な土地を抱えている。TOPIX(東証株価指数)に含まれる 1,729 社のうち約 450 社(22%)において、企業の市場価格は帳簿価額以下となっている。直接的に比較できない部分はあるが、米国のラッセル 1000 種指数では 1.4%、欧州のダウ・ジョーンズ Stoxx600 指数では 1.5%だ。

日本における生産のほとんど、そして雇用についてはさらに多くの割合が、個人経営の中小企業(SME)によるものである。中小企業のリストラは大企業より緩慢で、かなりの遅れを取っている。総資産利益率は現在プラスだが、まだ低い。労働者一人あたりの売り上げは、賃金と同じく横ばい状態である。生産性の上昇率も低い。小企業の多くは深刻な問題を抱えている。中小企業の業績には大きなばらつきがあり、透明性と情報開示の水準も低い。産業化された都市部と、それ以外の地域との経済格差は拡大を続けており、特に非製造業中小企業で顕著である。

例外はあるにせよ、日本のほとんどの上場企業における経営体制は、相変わらず深い塹壕のようである。社長、会長、その他の経営陣は依然ほとんど全員が社内で昇進してきている。現在では多くの企業が1~2名の社外役員を擁するが、実際には社外役員の独立した権限は皆無に近い。典型的な例として、社外役員に対する情報提供は不十分で、企業の経営陣は、会議の直前に限定的な情報のみを社外役員に提供している。

人員と人件費の削減がそろそろ限界に近づいてきたため、企業のリストラの動きは、事業売却と合併・買収(M&A)が中心になってきた。市場価格が帳簿価値を下回る企業の買収や、家族経営者が売却を希望する個人企業の買収、あるいは、さまざまな業種における強者と弱者の合併など、ノンコア事業の売却の機会は豊富に存在している。これは特に電子部品、機械、建築、百貨店、パルプ・製紙業界に顕著な傾向だ。

M&A とプライベート・エクイティは急速な成長を遂げているが、かなり初期段階にあり、欧米の水準にはまだ遠く及ばない。2007 年の前半、株式公開企業に関連する M&A 取引の数は 338 件に達した。これは過去最高かつ1年前と比較して 20%の増加である。また、上場企業に対する約 46 件の株式公開買付けが行われた。これは1年前と比較して 60%増となっている。平均的なテンダー・プレミアムは 24.4%だが、ばらつきは大きく、うち4件は市価に引き下げられている。全体的に、ほとんどの M&A は友好的なものであった。

株主アクティビズム

企業のリストラ計画のほとんどは経営陣によって開始されているが、株主アクティビストの役割も高まりつつある。株主アクティビズムは国内外双方の機関投資家によるもので、その形態もさまざまである。非友好的な試みは、ほぼ失敗に終わっているが、メディアの大きな注目を集めている。株主のメッセージは明確であり、企業の経営陣はかつてない方法でそれに対応している。

こうしたアクティビズムをリードするのは海外の機関投資家である。2007年3月の時点で、すべての上場企業における海外株主の比率は28%に達し、1年前の26.7%よりも若干上昇している。友好的で安定した株主の比率は、過去10年間で大きく減少した。日本で最大の安定した株主は、工業会社と、信託銀行、そして信託銀行の年金基金受託管理機関である。1991年3月に32.9%を占めていた株式持合いは、その後毎年減少を続け、2006年にはわずかに上昇し11.2%となっている。その中には、いくつかの重要な企業提携の新事例が含まれている。

アクティビストの投資家が、配当の大幅な増加と関連策を30件の株主総会で提唱している。これは記録的な数だが、そのすべてが却下された。それでも、多くの企業は配当を増やしてきている。もっとも、配当支払率は引き続き欧米の水準より低い。このほか、株式の買い戻しも増えており、経営陣は積極的に自衛措置を採っている。6月の株主総会では、一部でかなりの反対票があったものの、210社でポイズン・ピルが承認された。2007年の年次株主総会では経営陣が勝利を収めたが、重要なことは、かなりの数のこうした動きが初めて出始めていることである。

政府の対応は様々である。経済産業省(METI)は買収防止のための防御策を賞賛したが、8月初旬に内閣府が発表した経済財政白書では、無能な経営陣が防御策を採ることにより、生産性が低下し、企業の効率化が阻まれることが懸念されている。

国内外の機関投資家が人目を引くM&Aを数件開始し、メディアにも大きく取り上げられた。各案件それぞれに独自の側面があるが、いずれも、企業コントロールを取り巻く環境とその市場が、急激な変化を遂げており、混沌とし、そして複雑化していることを示している。

例を挙げると、東芝セラミックスは2007年の春、東芝からのマネジメント・バイアウト(MBO)に成功した。これには日系1社と外資系1社のプライベート・エクイティが関与している。全日空は、4月にホテル業務と資産管理業務をモルガン・スタンレーに売却した。6月に開かれたTBSの株主総会では、社外から2名の役員を選び、TBSの持ち株を増やそうとした楽天の試みが阻止された。ただし、この争いはまだ終わっていない。5月には、スパークス・アセット・マネジメントの協力を得たHOYAが、ペンタックスの買収に成功した。スパークスはペンタックスの大株主のひとつである。シティグループは、友好的なアプロー

チによって、長い間低迷していた大手証券会社・日興コーディアルを買収したが、ヘッジファンドと機関投資家からの売却を得るために、オファーを引き上げる必要があった。日本の投資グループであるダヴィンチ・アドバイザーズは、テーオーシーの MBO に同社の設立者である大谷一族が失敗した後で、不動産開発業者に対する敵対的買収を試みた。かなりの高い評価額がついたが、この試みも7月に失敗している。大型の敵対的買収(TOB)は、日本ではまだ実現していない。

米系企業スティール・パートナーズは、日本で最もよく知られている株主アクティビストである。同社のジャパン・ストラテジック・ファンドには、比較的小規模の企業を中心に、上場企業約 30 社の株式が含まれている。これまで広く報道された複数の事例では、スティール社は配当の増加と株式の買戻しを精力的に提案している。同社によるブルドックソース買収の試みは7月に失敗した。これは、ブルドックソースが敵対的買収防止策として新株引受権を発行し、その際スティール・パートナーズは新株ではなく現金のみを受け取ることができる、という措置は合法である、という裁判所の判決が出たためだ。

日本の裁判所では、敵対的買収と買収防止策に関する判例ができたばかりだ。ブルドックソースのケースは、スティール・パートナーズが「濫用的買収者」とされた点で重要である。この概念については更なる定義付けが必要であるが、最高裁は、こうした「濫用的買収者」の問題を取り上げず、6月の株主総会で大多数(83%)の株主が新株引受権による保護措置を承認したことを理由に、スティールパートナーズの訴えを退けた。

もうひとつの、おそらくスティールパートナーより重要なケースとして、村上世彰のインサイダー取引に対する判決が挙げられる。彼の言動と、多くの機関投資家が各企業の経営陣と個人的に話をする際に行っていることとは、ほとんど違いがない、と見る者が多い。もうひとつ議論的になった判決は、日本の法律では 10%以上の株主に対して株主リストを得る権利が与えられており、かつ、ダヴィンチ・アドバイザーズの系列会社であるアルガーブはその条件を満たしていたにもかかわらず、テーオーシーはダヴィンチ・アドバイザーズに株主リストを渡さなくても良い、というものである。

歓迎されない競合的あるいは敵対的な買収についてメディアがいかに書き立てたところで、実際の経営を考えてみると、はるかに大多数の M&A が引き続き友好的に行われるであろう。税制上と法律上の取り扱いが依然不明であるため、外国企業の株式を含めた三角 M&A は非常に実現し難いと予想される。もしもそれが実現した場合でも、経営陣との関係は友好的であることはほぼ間違いない。

欧米の市場と同様に、株主にとって最大のリスクは MBO である。なぜならば、経営陣も潜在的な機関投資家も、株式の買取価格を低く設定するインセンティブを持っているからだ。経営陣と社員の絆が強いため、日本の M&A については、買収者は、既存の社員を解雇せず、雇用と経営陣を維持する旨約束する、という制約を受けるだろう。

企業がさまざまな組織モデルを採用できるようになった現在でも、経営陣は十分に手厚く保護され、日本式の経営制度が今後も日本の大組織の主流であり続けるだろうと思われる。経営陣の主な責任は、依然、自分たち経営陣と正社員（現在ではより狭義に定義される）に対するものである。しかし過去と比較すれば、経営陣は、株主、市場、その他ビジネス環境からのシグナルに対し、より敏感になっており、日本のシステムは独特の発展を続けるだろう。

国際経済との関係

輸出の増加は今後も総需要と企業収益の牽引力となるだろう。実質ベースでみると、商品とサービスの輸出は 2002 年に GDP の 10.9%を占め、2007 年第2四半期には 15.3%に増加し、同時期の輸入については 9.6%から 11.0%に増加した。貿易黒字に加え、配当、金利、その他投資収益という所得収支の黒字も増加している。2002 年に GDP の 2.9%であった日本の経常黒字は、2006 年に 4.1%まで順調に上昇し、2007 年には 4.6%に達すると予想されているが、その半分以上が所得収支の黒字である。

日本の輸出入は引き続き、米国を離れ、アジア、特に日本最大の貿易相手となった中国にシフトしていくだろう。1997～1998 年のアジア金融危機から 10 年が過ぎた現在、被害を受けたアジアの経済は順調に回復している。日本を除くアジア地域全体の成長率は平均 7%を超える。中国はじめとして、アジア地域は、現在世界経済と国際貿易の成長を牽引している。

日本の輸出増は、アジアや世界的な経済成長だけでなく、円安にも支えられている。他の先進国と比べ、日本の金利水準は引き続き他の先進諸国と比べて少なくとも 2%低く、日本から海外金融資産に対し多額の投資が行われるにつれ、ホームカンントリーバイアスは弱まっている。加えて円キャリー・トレードもある。国内外の機関投資家が円を借り、他の通貨に交換し、他の地域のより高利回りの資産に投資している。問題は、現在の信用収縮が終わった後もこれらの傾向が継続するか否かという点である。

日本の低金利は今後も続くだろう。現在の信用収縮の影響とアメリカ経済の成長延滞を考慮すると、新たな不確定要素はアメリカとヨーロッパの金利である。私は、内外の金利格差は引き続き大きく、このため日本の資本（円）が国外に流出し続け、円は一定のレンジ内でわずかに反発するかもしれないが、すぐに 1ドル／100 円のようなかなりの円高になることはない、と予想する。

日本は特惠貿易措置（「自由貿易協定」・FTA は誤称である）という貿易政策を今後も推進するだろうが、その成果は限られたものになるだろう。二国間の貿易協定は域内の貿易協定に次いで第3番目に望ましいことを考慮すると、自由貿易協定も悪くはないのかもしれない。最善策は WTO のドーハラウンドだが、これはまだ成功していない。

日本の官僚が東アジアの経済協力を推進しているのは、経済的理由というよりも政治的理由によるものである。日本は、2006 年8月に東アジア包括的経済連携構想を提唱したが、そこでは、ASEAN10 カ国と中国、日本、韓国(ASEAN+3)に加えて、インド、オーストラリア、ニュージーランド(東アジアサミット加盟国)が含まれている。中国が推進する ASEAN+3を中心としたアプローチと、日本が推進する東アジアサミットを中心としたアプローチの違いからは、東アジア地域の指導権を巡る日中両国の競争が見て取れるし、アジアから欧州にかけての「自由と繁栄の弧」、という日本の新しい外交政策のスローガンからも、同じことが感じられる。中国が台頭するに従い、日中二国間の政治的緊張は避けられないだろうが、日本と中国の間の深く相互利益に基づいた貿易や直接投資の関係により、緊張は緩和されるものと考えられる。

経済、政治、文化、体制上の障害が大き過ぎるため、東アジア地域で地域優先の貿易協定が実現する可能性は低い。日本は、国内の農業、林業、漁業及び医療分野での既得権が足かせとなり、二国間の適切な自由貿易協定すら交渉できない。まして地域協定の交渉など不可能である。地域金融協力が少しずつ推進されることの方が、より可能性があり、また望ましい。私は、日本も他国も、自国が保有する相当額の外貨準備の管理を、それがどのようなものであれ、地域の新たな管理当局の手には委ねたくはないだろう、と思う。

東京は、日本国内の金融拠点ではあるが、世界的な金融拠点でもなく、さらには地域の主な金融拠点ですらない。今後も東京が世界的あるいは地域の金融の中心になることはないだろう。日本は世界第二の経済大国であり、国内貯蓄率も高く、投資も盛んであり、ホームカントリー・バイアスも引き続き強いいため、日本の金融市場の規模は極めて大きい。しかし日本市場は、国際的に競争するには、規制が多過ぎるし、法人税率も高過ぎる。日本市場に関わる多くのヘッジファンドが、香港やシンガポールを拠点としていることも、不思議ではない。日本では、金融市場では日本語が使われるため、日本市場で海外資本のIPO や債券の発行すると経費が高い。金融面での世界的な共通語は英語である。国際的な金融拠点となるためには、語学力、諸機能、規制制度、インフラ、そして生活環境が必要であるが、東京が、こうした条件すべてを備えるとは考えにくい。

結論

日本は、1990 年代の景気低迷と停滞からの回復を続けている。2002 年以降回復が継続しているが、その道のりは特異であり、ペースも安定していない。好調な経済成長、本格的な構造変革、長期にわたる緩慢なデフレ、毎年の四半期ベースでの経済停滞、国内の風潮と期待の変動といった、さまざまな要

素が混在する状況が展開され、私の楽観的な見方も毎年見直しを迫られた。現在の世界的な信用収縮の影響およびそれが示唆するところにより、当面の不確実性は増している。それでも、現在の日本は過去約 20 年間で最良の状態にあり、今後数年間のうちに再び正常な経済に戻ると考えられる。

ただし、万が一、円、輸出、総需要に対する私の楽観的見通しが誤りであるとしたらどうであろう？ 円が、ここ数ヶ月以内に、経済ファンダメンタルズが示すとおり大幅に強くなる、ということもあり得る。その場合、円高は、輸出や輸出品製造企業の収益に悪影響をもたらすだろう。日本は輸出に依存しており、総需要の不足はより深刻なものとなるであろう。マクロ経済政策は、停滞した不景気な経済に再び直面しなければならなくなるであろう。

これらの政治、金融、経済面での新たな不確定要素に加えて、日本が抱える長期的な課題は手ごわく、しかもここでは考察できないほど多い。高齢化と人口減少は避けられない。生産性と所得の格差は、都市と地方、部門間、業種間、あるいは企業規模によるものなど、あらゆるところで拡大を続けている。これらのギャップを建設的に縮小していけば、労働生産性が向上し、持続的な完全雇用経済成長につながるだろう。経費削減のみならず、新製品や新産業の開発においても、技術革新と技術変革が重要な鍵となる。十分な総需要を維持することは、日本にとって過去約 15 年間にわたる問題だったが、供給面での進展と同様に、今後も重要な課題であり続けるだろう。

日本は安定した民主主義国家であり安定した社会である。日本経済は、技術的に高度かつ資本集約的であり、高水準の人的能力により支えられている。日本の生活水準も高く、一人当たりの GDP は、購買力に換算して約 3 万 2,620 ドルに達する。日本人は有能で、向上心が強く、勤勉であり、創造的である。漸進的な成長は今後も続くだろう。歴史は、それが良い道であることを示している。このように、私は、そのペースと手段は日本独自のものになるとしても、基本的な問題を解決する日本の能力に関し、引き続き根本的に楽観視している。

2007 年 8 月 24 日

(本文の邦訳の取りまとめにあたりましては、当研究所の客員研究員である財務省職員の武田一彦氏に大変お世話になりました。お礼申し上げます。)

現在進行中の研究活動

日本経済経営研究所は、CJEB の研究者や日米の研究者により長年にわたって行われている共同研究プロジェクトを、随時推進している。最近の主なプロジェクト実績として、伊藤隆敏東京大学教授、ヒュー・パトリック教授、デビッド・ワインスタイン教授共著・共編の『Reviving Japan's Economy: Problems and Prescriptions—ポスト平成不況の日本経済：経済志向アプローチによる分析』を上梓した。また昨年 CJEB は、全米経済研究所(NBER)が毎年東京で開催する「日本経済国際カンファレンス」を積極的に協賛している。このカンファレンスは、国際的な日本経済専門家が毎年参集するカンファレンスとして最大のものである。

CJEB のリサーチは、コロンビア大学教授陣である CJEB 研究者によって主に単独で開始・遂行されるが、時には他の研究者と共同で行うこともある。研究資金は研究者自身によって集められるが、必要に応じて CJEB の財政的また事務的なサポートが提供される。

CJEB 研究者による現在の研究活動は、以下の通り。

ジェラルド・カーティス教授は、例年通り秋学期はコロンビア大学に、それ以外の時期は東京に滞在。カーティス教授は現在、日本政治の展開に関する研究に従事しており、特に安倍首相の実績と情勢や、2007 年 7 月 29 日の参院選における安倍首相と自民党の惨敗に至るまでの事象と今後についてを主眼としている。日本のテレビや、日米マスコミに対してコメンテーターとしても精力的に活動。また、過去 40 年以上にわたる日本滞在の経験や、その間観察してきた日本の社会と政治の変遷についてまとめた研究論文が完成間近である。さらにアメリカの外交政策についてのリサーチも続けており、近日中に新しく刊行される学会誌“Global Asia”にてカーティス教授の論文“The U.S. in East Asia: Not Architecture, But Action”が掲載予定。

メリット・ジェイノー教授の過去2年にわたる主要な学術プロジェクトは、世界貿易機関(WTO)とその紛争処理制度に関するカンファレンスやプロジェクトを、コロンビア大学にて企画・運営したことである。2006 年春にこのカンファレンスを開催して以来、ジェイノー教授は、51 本の寄稿と 11 セクションから成る大冊“The WTO: Governance, Dispute Settlement and Developing Countries”に掲載する論文の編集・監修を行った。本書には世界中の政治家、研究者、実業家から論文が寄せられ、2007 年 7 月に出版された。ジェイノー教授は WTO 紛争処理制度の上訴団体メンバーとしてジュネーブへ行き来しながら、引き続きコロンビア大学国際関係・公共政策大学院やコロンビア大学ロースクールにおいて教鞭を執るなどの任務を果たしている。

カーティス・ミルハウプト教授は、最近2つの重要なプロジェクトを展開した。2007 年 6 月には、ベンジャミン・リーブマン氏と共著のワーキング・ペーパー“Reputational Sanctions in China's Securities Market”を執筆。このペーパーでは、中国による自国株式市場強化の試みの足跡を追い、特に、証券規則に関する中国の発展計画に関係する、公的な上場企業への批判的世論の役割を検証した。さらに、カタリーナ・ピストー氏との共著で、“Law and Capitalism: What Corporate Crises Reveal about Legal Systems and Economic Growth around the World”を上梓。本書では、過去6年以上にわたって世界中で起こった大企業の社内統治危機を検証することで、法制度と経済発展の関係を探っている。これは、アメリカ、ドイツ、日本、韓国、中国、ロシアといった様々な国で、近年なぜ同様の企業統治危機が起こっているのかを探っており、またこれらの危機に対する様々な組織的反応を分析している。本書は、2008 年にシカゴ大学出版から刊行予定。

小誌冒頭の論文のとおり、ヒュー・パトリック教授は現在の日本経済の業績につき研究を続けている。また、さらに規模の大きい研究プロジェクトへの参画や、カンファレンスなどにおいて討議者として研究に関するコメントを行うことにも積極的である。パトリック教授は現在、アジアの新興経済地域主義に関するアジア開発銀行プロジェクトの諮問委員会議長を務め、アジアの金融センターにおける国際的競争への太平洋経済協力会議(PECC)による援助の下に組織されたプロジェクトに参加している。

デイビッド・ワインスタイン教授は、現在3つのプロジェクトに携わっている。1つは、日本の財政・金融当局が物価の安定性を判断する際に用いている消費者物価指数におけるバイアスについての研究。2つ目は、渡辺努一橋大学教授との共同研究で、日本のインフレをより効果的に測定することを可能にするスキャナ・データに関するプロジェクト。3つ目は、日本のデフレ環境下での輸入価格および中国からの輸入の役割についての研究である。さらに、シカゴ大学経営大学院のアニール・カシャップ教授、イェール大学経済学部の高田宏一教授とともに、内閣府経済社会総合研究所(ESRI)による国際共同研究プロジェクト「日本のバブル、デフレ、長期停滞」の国際諮問委員会メンバーを務めている。

ワーキング・ペーパー・シリーズ

日本経済経営研究所は、コロンビア大学内外を問わず、専門家による研究成果発表の機会を提供している。ワーキング・ペーパーは、コロンビア大学の電子文書管理システム“DigitalCommons@Columbia (<http://digitalcommons.libraries.columbia.edu/>)”から、無料でダウンロードできる。出版物のオリジナルは、CJEB およびコロンビア大学ビジネス・スクールの図書館にて、引き続き閲覧可能。

DigitalCommons@Columbia(近日中に“Academic Commons”に名称変更予定)は、簡単な操作でフルテキスト索引や検索、閲覧ができる。また、本システムに出版物を掲載することにより、米グーグル社の学術論文検索用サーチエンジン“Google Scholar”などの、コロンビア大学外の索引サイトやアグリゲーションサービスサイトからも閲覧可能となる。当研究所は他の研究所に先駆け、本システムに全ての出版物を提供している。

2006～07 年度のワーキング・ペーパーは、以下の通り。

No. 247

The Strategic Logic of Japanese Keiretsu, Main Banks and Cross-Shareholdings, Revisited
Ulrike Schaede

No. 248

Competition for Corporate Control: Institutional Investors, Investment Funds, and Hostile Takeovers in Japan
Ulrike Schaede

No. 249

Japan's Economy: Finally Finding Its Way to Full Employment and Sustained Growth
Hugh Patrick
(also published in CJEB's 2005-2006 Annual Report)

No. 250

A Practical Analysis of Transfer Pricing Methodologies for Bilateral Advance Pricing Arrangements

Hiroki Yamakawa

No. 251

Professor Kiyoshi Kojima's Contributions to FDI Theory: Trade, Structural Transformation, Growth, and Integration in East Asia

Terutomo Ozawa

No. 252

Defining Price Stability in Japan: A View from America

Christian Broda and David Weinstein

Ⅲ. プログラム

オルタナティブ投資プログラム

2002年に設立されたオルタナティブ投資プログラムは、ヘッジファンドやプライベート・エクイティなどのオルタナティブ投資に関して、実質的かつ客観的な情報・分析を、日本および東アジア全域と関連づけながら提供している。その設立以来、オルタナティブ投資分野における学者と実業家間の対話を一層促進し、またコロンビア大学ビジネス・スクールと実業界とのより密接な関係構築のための活動を行い、投資家コミュニティに関わってきた。

日本経済経営研究所プログラム副所長であったマーク・メイソンのあとを引き継ぎ、プログラム開発副所長である小川アリシアが2006年から本プログラムの指揮を執っている。メイソン博士は本プログラムの設立者で、前ディレクター。小川氏は株式調査・運用分野での卓越した経歴を持ち、日本で15年間活躍。最近まではリーマン・ブラザーズのマネージング・ディレクターを務めていた。小川氏は、オルタナティブ投資プログラムの更なる発展に尽力するとともに、CJEBのために、日本の金融機関・市場に関連した、より広範な研究・調査やプログラム活動を開発していく。

現在取り組んでいるワーキング・ペーパーでは、日本におけるクレジット・デリバティブ市場の発展や、日本と中国における株式持ち合いの調整の比較についての問題を扱っている。

この1年、本プログラムの日英両語によるウェブサイトの更新、拡張、再編を進めてきた。CJEBウェブサイトのデザイン変更に伴い、本プログラムのサイトデザインおよびURLも併せて変更した。

本プログラムのメーリング・リストも、引き続き拡大している。リストにはいまや1,500人をはるかに上回る、アジア、米国、およびヨーロッパに拠点を置く官・民・学の関係者が登録している。

本プログラムの詳細については、ウェブサイト(www.gsb.columbia.edu/cjeb)をご覧ください。

IV. 講演一覧

カンファレンス

日本経済の未来:政策、政治、生産者

2006 年 10 月 26 日

日本経済経営研究所は、2006 年 5 月に東京で行った記念カンファレンスに続き、CJEB 創立 20 周年を祝う年の締めくくりとして第二弾の記念カンファレンス「日本経済の未来:政策、政治、生産者」を、昨秋コロンビア大学にて開催した。

基調講演にはニューヨーク地区連邦準備銀行総裁兼 CEO のティモシー・ガイトナー氏と、コロンビア大学ビジネス・スクール学部長のグレン・ハバード教授を招聘。3つのセッションでは、金融政策と為替相場や、日米中間の政治経済学、また日本型経営革新について議論が交わされた。

開会の辞

ヒュー・パトリック

コロンビア大学ビジネス・スクール 日本経済経営研究所 所長

リー・C・ポリンジャー

コロンビア大学 学長

基調講演

ティモシー・F・ガイトナー

ニューヨーク地区連邦準備銀行 総裁兼 CEO

セッション I 『金融政策と為替相場』

司会: デイビッド・ワインスタイン

コロンビア大学 カール・S・シャウプ日本経済教授

パネリスト:

伊藤 隆敏

東京大学経済学部教授、公共政策大学院教授

ロバート・ホドリック

コロンビア大学ビジネス・スクール、野村記念国際金融担当教授

ポール・シアード

リーマン・ブラザーズ グローバル・チーフ・エコノミスト

ジョゼフ・E・スティグリッツ コロンビア大学教授

セッション II 『日米中間の政治経済学』

司会: ヒュー・パトリック

パネリスト:

田中 明彦

東京大学東洋文化研究所教授、東京大学大学院情報学環教授

楚 樹龍

清華大学政治学・国際関係学教授、同大学国際戦略開発研究所

副所長、ブルッキング研究所北東アジア政治研究センター客員研究員

ジェラルド・カーティス

コロンビア大学政治学部 バージェス政治学教授

昼食会における基調講演

グレン・ハバード

コロンビア大学ビジネス・スクール 学部長

ラッセル・L・カールソン金融経済学教授

セッション III 『新たな経営アプローチ:日本型経営革新』

司会: 小川 アリシア

コロンビア大学ビジネス・スクール 日本経済経営研究所

オルタナティブ投資プログラム ディレクター

パネリスト:	
アーネスト・マツオ・比嘉	株式会社ヒガ・インダストリーズ 代表取締役社長兼 CEO
加藤 進	米国住友商事会社 社長兼米州総支配人
鶴川 浩	キャノン U.S.A., Inc. 副社長

閉会の辞
デイビッド・ワインスタイン

懇親会

経営再構築: 日本企業リーダーの新戦略

オルタナティブ投資プログラム

2007 年 5 月 29 日

CJEB は、「経営再構築: 日本企業リーダーの新戦略」と題したオルタナティブ投資プログラム主催カンファレンスを、東京にて開催した。

競争力増進のため、大胆な新戦略を採用してきた日本の主要企業の上級管理職の方々からなる 3 つのパネルセッションでは、部門の分離独立化や、合併、他社買収、株式公開、マネジメント・バイアウト (MBO) などの大胆な新戦略による企業強化などについて意見が交わされた。当日は 130 人ほどの聴衆が参集し、講演は同時通訳付きで行われた。

開会の辞	
小川 アリシア	コロンビア大学ビジネス・スクール 日本経済経営研究所 オルタナティブ投資プログラム ディレクター
笹沼 泰助	アドバンテッジパートナーズ LLP 共同代表パートナー

セッション I 『コアビジネスの再強化』

司会: ヒュー・パトリック コロンビア大学ビジネス・スクール 日本経済経営研究所 所長

パネリスト:	
片山 隆之	帝人株式会社 代表取締役副社長
香山 晋	東芝セラミックス株式会社 (現コバレントマテリアル株式会社) 代表取締役社長
余語 邦彦	アルゼ株式会社 代表取締役兼 CEO、株式会社カネボウ化粧品 元 CEO

セッション II 『世界的大規模合併の舵取り』

司会: 小川 アリシア

パネリスト:	
阿部 修平	スパークス・グループ株式会社 代表取締役社長
金成 憲道	株式会社三菱東京 UFJ 銀行 副頭取
宮戸 直輝	株式会社 T&D ホールディングス 代表取締役社長

セッション III 『外部からの視点: 重要戦略アドバイザー』

司会: 田作 朋雄 PwC アドバイザリー株式会社 取締役・パートナー

パネリスト:

江原 伸好

ロバート・グロンディン

高田 明

富山 和彦

ユニゾン・キャピタル株式会社 パートナー・代表取締役

White & Case LLP パートナー

野村證券株式会社 IB コンサルティング部長

株式会社経営共創基盤 代表取締役 CEO

閉会の辞

ヒュー・パトリック

懇親会

シンポジウム

解き放たれた投資家:日本における株主アクティビズムの台頭

米国三井物産財団シンポジウム

2007 年 1 月 30 日

「解き放たれた投資家:日本における株主アクティビズムの台頭」と題した第 8 回米国三井物産財団シンポジウムが開催され、200 人近い聴衆が集まった。コウジ・フサ氏(サンドリガム・キャピタル・パートナー・リミテッド、創業者兼 CEO)、アンソニー・ミラー氏(ラミアス・キャピタル・グループ(RCG)LLC、常務取締役、ラミアス・ジャパン社長)の両氏が、日本企業の公開株式価格を左右するバリュート投資家(市場で割安に評価された株式の銘柄を中心に運用する投資家)による勢力の高まりと、さらにそのことが日本企業の経営者に対して持つ影響についての議論を行った。カーティス・ミルハウプト教授(コロンビア大学芙蓉教授(法律)、同大学ロースクール日本法学センター所長)がコメンテーターを務め、小川アリシア(オルタナティブ投資プログラム ディレクター)が議長を務めた。

本イベントは米国三井物産財団、コロンビア大学ビジネス・スクール、日本経済経営研究所 オルタナティブ投資プログラム、コロンビア大学ロー・スクール日本法律研究センター、および学生運営組織であるコロンビア大学ビジネス・スクール ジャパン・ビジネス・アソシエーション(JBA)の協賛により開催された。

講演会

安倍新政権の評価

2006 年 9 月 26 日

CJEB とコロンビア大学ウェザーヘッド東アジア研究所の協賛により、コロンビア大学にて「安倍新政権の評価」と題した講演会を開催。コロンビア大学バージェス政治学ジェラルド・カーティス教授は、会場を埋め尽くす観衆を前に、安倍首相とその政権に関して講演した。CJEB のヒュー・パトリック所長が進行役を務めた。

KKR アジアの戦略的視点

オルタナティブ投資プログラム

2007 年 2 月 13 日

コロンビア大学ビジネス・スクールの MBA の学生と産業界の実務家が聴衆として招かれ、KKR アジア会長で、元シティグループ・インターナショナル会長のデリック・モーン氏による洞察あふれる講演会が、オルタナティブ投資プログラムのイベントとして、日本経済経営研究所の主催で開催された。

モーン氏は、未公開株式が極めて重要な資金調達源となりつつある経緯と、KKR の企業哲学について概観した後、中国と日本におけるプライベート・エクイティのビジネス機会について焦点を当て、講演を行った。アジアは連続した異質な個々の市場の集まりとして捉えられる必要があると強調する一方で、ビジネスに影響を与えるという理由から、その話題の力点は、アジアと欧米諸国間の文化的な相違という点に置かれた。

座談会

日本経済経営研究所は本年度より、MBA の学生に、日本のビジネスや経済を牽引する専門家との非公式なディスカッションの場を提供するフォーラムを、ビジネス・スクール内で開催している。この「座談会」は昼食時に行われ、教職員や、招待によって一般にも公開されており、コロンビア・ビジネス・スクールの学生運営組織ジャパン・ビジネス・アソシエーション(JBA)による共催である。

安倍政権の経済政策と課題

2006 年 10 月 27 日

伊藤 隆敏

ヒュー・パトリック

デイビッド・ワインスタイン

東京大学公共政策大学院教授、安倍内閣経済財政諮問会議 議員

コロンビア大学ビジネス・スクール 日本経済経営研究所 所長

コロンビア大学経済学部 カール・S・シャウブ 日本経済学教授

日本経済の復活：中尾武彦氏との対話

2007 年 3 月 15 日

中尾 武彦

在米日本大使館(ワシントン D.C.) 財務公使

ウェザーヘッド東アジア研究所 ブラウンバッグ・レクチャー・シリーズ

CJEB はウェザーヘッド東アジア研究所との共催で、ブラウンバッグ・レクチャー・シリーズを 1 年を通して開催している。昼食時に行われるこのセミナーは、コロンビア大学国際関係・公共政策大学院(SIPA)にて開催。

2006～07 年度に開催されたセミナーは、以下の通り。

“Update on the Japanese Economy”

2006 年 9 月 13 日

緒方 四十郎

元日本銀行国際関係統括理事

“Japan, China, South Korea, Taiwan, Hong Kong, Vietnam, Singapore—A Survey of Mutual Perceptions”

2006 年 10 月 25 日

田中 明彦

東京大学国際政治学教授

“The New Big Challenges in East Asia”

2006 年 11 月 1 日

マイケル・グリーン

米戦略国際問題研究所(CSIS)日本部長

元ホワイトハウス国家安全保障会議(NSC)上級アジア部長

“Lost in Transition: Dolls, Trainmen, and the Electric City in Millennial Japan”

共催:コロンビア大学ドナルド・キーン日本文化センター

2007 年 4 月 5 日

スーザン・ネイピア

タフツ大学教授

Weatherhead Policy Forum

“Japan’s UN Diplomacy and Security Council Reform”

共催:コロンビア大学国際機関センター

2007 年 4 月 4 日

大島 賢三

国際連合日本政府代表部特命全権大使

国際連合日本政府常駐代表

V. 研究所の顔ぶれ

所長・副所長

所長

ヒュー・パトリック

コロンビア大学 R.D.カルキンス国際ビジネス名誉教授

コロンビア大学 APEC 研究センター共同所長

1951年にイエール大学にて文学士号取得後、ミシガン大学にて日本学修士号(1955年)、経済学修士号(1957年)、経済学博士号(1960年)を取得。また一橋大学、東京大学、ボンベイ大学にて客員教授を務める。グッゲンハイム奨学金およびフルブライト奨学金を受け、また大平賞を受賞。専門分野の出版刊行物には16の著書と60余りの記事・論文を含む。最近の著書には、伊藤隆敏教授、デイビッド・ワインスタイン教授と共著・共編の『Reviving Japan's Economy: Problems and Prescriptions—ポスト平成不況の日本経済：経済志向アプローチによる分析』(日本経済新聞社、2005年出版)。

太平洋経済協力会議(PECC)米国委員会及び米国アジア太平洋会議の常任委員を務める。また1968年の太平洋貿易開発会議(PAFTAD)発足以来、国際運営委員会メンバーを務め、1985年から2005年までの間、大来佐武郎博士の後を継ぎ、同会議国際運営委員長に就任。イエール大学にて経済学教授および経済成長センター所長を数年務めた後、1984年にコロンビア大学教授に就任。

プログラム開発副所長

小川 アリシア

日本経済経営研究所 オルタナティブ投資プログラム ディレクター

2006年までリーマン・ブラザーズにてマネージング・ディレクターとして、グローバルな株式市場調査についての運営管理を担当。その中で最も重要な業績としては、“Spitzer Settlement”(スピッツァー・セトルメント)の実施があげられる。リーマン・ブラザーズ入社前には、東京で15年間を過ごし、その間、一流の金融セクター・アナリストであるとともに、3度の企業合併を通じて、日興ソロモン・スミス・バーニーの調査部門ディレクターとして調査部門のマネージメントを行う。日本の金融システムに関する権威として、アメリカ連邦議会にて証言を求められた他、株式調査レポートのみならず、専門誌においても広く発表を行う。現在、ジャパン・ソサエティーにおける日米イノベーターズ・プロジェクトの諮問委員会の一員として、アナリストの利益相反問題について頻繁に講演を行っている。現在のリサーチでは、債権市場の進展や、オルタナティブ投資ファンドが日本のコーポレート・ガバナンスに与える影響に焦点を当てている。

コロンビア大学バーナード・カレッジ卒業、コロンビア大学国際関係・公共政策大学院にて修士課程修了。

研究副所長

デイビッド・ワインスタイン

コロンビア大学経済学部 カール・S・シャウブ日本経済学教授

ニューヨーク連邦準備銀行シニア・エコノミスト、ハーバード大学経済学助教授、ミシガン大学経営学部サンフォード・R・ロバートソン経営学助教授を歴任。1989~90年、経済諮問委員会メンバー。教育・研究

分野はコーポレート・ファイナンス、国際貿易、日本経済、産業政策。イエール大学にて文学士号、ミシガン大学にて経済学修士号および博士号を取得。また全米科学財団助成金、エイブ・フェローシップ、国際交流基金フェローシップなど、数々の研究助成賞を受賞。

アドミニストレーション ディレクター
イボンヌ・サーマン

1999 年、プログラム・オフィサーとしてコロンビア大学日本経済経営研究所に入所、シニア・プログラム・オフィサー、アドミニストレーション副所長を経て現職。

1994 年から1年間、JET (Japan Exchange and Teaching) プログラムに参加、鹿児島県にて高校生に英語を教える。1997 年、JET 同窓会ニューヨーク支部財務担当、1998～99 年、JET 同窓会ニューヨーク支部代表。1996 年～98 年、ニューヨーク市立大学本校にて国際プログラム・コーディネーターを務め、1998 年から1年間、ジャパン・ソサエティー (日本協会) にてヴァイスプレジデントおよびディレクターの下、企業向けプログラムの推進をサポート。

1998 年、ニューヨーク市立大学にて学士号を取得。2002 年、コロンビア大学国際関係・公共政策大学院にて、国際関係学修士課程修了。

研究者陣容

ジェラルド・カーティス

コロンビア大学政治学部 バージェス政治学教授
コロンビア大学ウェザーヘッド東アジア研究所 所長
政策研究大学院大学 客員教授

メリット・ジェイノー

コロンビア大学国際関係・公共政策大学院 国際経済法・国際関係教授
コロンビア大学国際関係・公共政策大学院 国際経済課程ディレクター
コロンビア大学 APEC 研究センター共同所長

ジョセフ・スティグリッツ

コロンビア大学ビジネス・スクール 財政・経済学教授
コロンビア大学国際関係・公共政策大学院 財政・経済学教授

ヒュー・パトリック

コロンビア大学ビジネス・スクール 日本経済経営研究所 所長
コロンビア大学 R.D.カルキンス国際ビジネス名誉教授
コロンビア大学 APEC 研究センター共同所長

グレン・ハバード

コロンビア大学ビジネス・スクール 学部長
コロンビア大学 ラッセル・L・カールソン金融経済学教授

カーティス・ミルハウプト
コロンビア大学ロースクール 日本法律研究センター 所長
コロンビア大学 芙蓉日本法教授

デイビッド・ワインスタイン
コロンビア大学ビジネス・スクール 日本経済経営研究所 研究副所長
コロンビア大学経済学部 カール・S・シャウブ 日本経済学教授

客員研究員

2006～07 年度の客員研究員は、以下の通り。(敬称略・50 音順)

岡田 匡雅
株式会社三菱 UFJ フィナンシャル・グループ

林 克亘
三井住友海上火災保険株式会社

岡本 博之
日本大学

藤澤 志穂子
株式会社産業経済新聞社
(兼 ウェザーヘッド東アジア研究所 研究員)

沖田 恭昭
日本政策投資銀行
(兼 ウェザーヘッド東アジア研究所 研究員)

ジョン・ホング
関西学院大学専門職大学院

武田 一彦
財務省

三重野 文晴
神戸大学大学院

武田 巧
明治大学

棟近 みどり
東洋大学

趙 家林
麗澤大学

山川 博樹
財務省
(兼 ウェザーヘッド東アジア研究所 研究員)

中川 竜一
関西大学

リサーチ・アソシエイト

日本経済経営研究所は、コロンビア大学内外を問わず、主に米国内の日本専門家たちから継続的な協力を得ている。リサーチ・アソシエイトの方々には、CJEB のプロジェクト、プログラム、講演会への参加や CJEB のワーキング・ペーパー・シリーズへの寄稿を通じて、各人の研究発表の場を提供している。

クリスティーナ・アーマジャン
一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授

青木 昌彦
スタンフォード大学経済学部日本学名誉教授

伊藤 隆敏
東京大学大学院経済学研究科教授
東京大学公共政策大学院教授

エレノア・ウェストニー
マサチューセッツ工科大学スローン・スクール
経営研究科教授

小沢 輝智
コロラド州立大学経済学部教授

アニール・カシャップ
シカゴ大学経営大学院
エドワード・E・ブラウン財政・経済学教授

加藤 隆夫
コルゲート大学経済学部教授
コルゲート大学経済学部長

ケネス・カトナー
オーバーリン大学 ダンフォース・ルイス経済学教授

パトリシア・クワヤマ
JP モルガン・チェース ヴァイス・プレジデント

ジェニー・コーベット
オーストラリア国立大学 日本学教授
オーストラリア国立大学 豪日研究センター 所長

ウルリケ・シェーデ
カリフォルニア大学サンディエゴ校
国際関係・環太平洋地域研究大学院准教授

マイケル・スミツカ
ワシントン・アンド・リー大学
ウィリアムズ・スクール経済学教授

ホン・タン
世界銀行研究所 リード・エコノミスト

ロバート・ディークル
南カリフォルニア大学経済学部教授

ピーター・ドライスデール
オーストラリア国立大学
アジア太平洋経済・行政学科 経済学名誉教授

橋本 正紀
オハイオ州立大学経済学部教授

浜尾 泰
南カリフォルニア大学
マーシャル・ビジネススクール准教授

浜田 宏一
イエール大学経済学部教授

ジョゼフ・ピーク
ケンタッキー大学 国際金融・財政経済学教授

ショーン・ビーチラー
デューク大学コーポレート・エデュケーション
エグゼクティブ・ディレクター

デイヴィッド・フラス
ノースカロライナ州立大学経済学部教授

リー・ブランステター
カーネギーメロン大学 経済・公共政策学准教授

星 岳雄
カリフォルニア大学サンディエゴ校
国際関係・環太平洋地域研究大学院教授

アダム・S・ポーゼン
国際経済研究所 上級研究員
ロバート・マイヤーズ
Fairfield Resources International 社
ヴァイス・プレジデント

ウィリアム・V・ラップ
ニュージャージー工科大学経営大学院
ヘンリー・J・レア国際貿易・ビジネス教授

エドワード・リンカーン
ニューヨーク大学スターン・スクール教授
経営経済研究センター 所長

吉野 洋太郎
ハーバード大学
ハーマン・C・クラナート経営管理学名誉教授

フランシス・M・ローゼンブルース
イエール大学政治学部教授

専門研究員

日本経済経営研究所では、経済関連の政府省庁や企業で卓越したキャリアを積まれた元政府関係者やビジネスリーダーの方々に、専門研究員として当研究所の講演などにご参加いただいている。

緒方四十郎氏は、日本銀行国際関係統括理事、日本開発銀行副総裁を歴任したが、バークレーズ銀行、富士ゼロックス、堀場製作所の非常勤取締役、JP モルガン・チェーズ銀行国際諮問委員、帝国ホテル顧問、ニュー・パースペクティブ・ファンド諮問委員、日米協会副会長、ニューヨーク証券取引所アジア太平洋諮問委員も務めた。現在、同氏は、三極委員会副委員長、30 人委員会名誉委員であり、日本経済経営研究所のプロフェッショナル・フェロウ（専門研究員）でもある。同氏は、東京大学から法学士、 Fletcher 法律外交大学院から修士を得ている。

国際諮問委員会

日本経済経営研究所では国際諮問委員会を設け、日米の政治、経済、ビジネス関係の分野で著名な以下の方々に、CJEB の運営上重要な問題について助言を仰いでいる。（敬称略・50 音順）

ロバート・S・インガソル
元米国駐日大使、元米国国務次官、元ジャパン・ソサエティ会長

内海 暎郎
三菱 UFJ 信託銀行株式会社 取締役会長

加藤 進
米国住友商事会社 社長・米州総支配人

小林 陽太郎
富士ゼロックス株式会社 相談役最高顧問

ジョセフ・G・トンプキンス
Saga Investment Co., Inc. 社長

福川 伸次
株式会社電通 顧問、元株式会社電通総研 所長、元通産省事務次官

茂木 友三郎
キッコーマン株式会社 代表取締役会長

山口 登
野村證券株式会社フィデューシャリー・サービス研究センター シニア・エグゼクティブ・アドバイザー

オルタナティブ投資プログラム 学術顧問

CJEB の学術顧問は、コロンビア大学ビジネス・スクールの以下の教授陣で構成されている。

フランクリン・エドワーズ
コロンビア大学ビジネス・スクール アーサー・F・バーンズ自由・競争事業研究科教授
コロンビア大学ビジネス・スクール 先物市場研究センター 所長

ラリー・グロステン
コロンビア大学ビジネス・スクール S・スローン・コルト教授
コロンビア大学ビジネス・スクール 財政・経済学部 学部長

ヒュー・パトリック
コロンビア大学 R.D.カルキンス国際ビジネス名誉教授
コロンビア大学 APEC 研究センター共同所長
コロンビア大学ビジネス・スクール 日本経済経営研究所 所長

グレン・ハバード
コロンビア大学ビジネス・スクール 学部長
コロンビア大学 ラッセル・L・カールソン金融経済学教授

ロバート・ホドリック
コロンビア大学ビジネス・スクール ノムラ国際金融学教授

クリストファー・メイヤー
コロンビア大学ビジネス・スクール ポール・ミルスタイン不動産学教授
コロンビア大学ビジネス・スクール MBA 不動産プログラム、ミルスタイン不動産センター ディレクター

デイビッド・ワインスタイン
コロンビア大学経済学部 カール・S・シャウブ日本経済学教授
コロンビア大学ビジネス・スクール 日本経済経営研究所 研究副所長

追悼

日本経済研究に多大な貢献をされた、ゲイリー・サクソンハウス教授およびエレノア・ハドレー博士のご冥福をお祈りいたします。両氏の経歴(英語)は 38~39 ページをご覧ください。

VI. コロンビア大学コミュニティへの活動

ファカルティ交流

米国ビジネススクール教授招聘プログラム

日本経済経営研究所所長であるヒュー・パトリック教授と、ランド研究所上級経済顧問兼国際経済研究員のチャールズ・ウルフ・ジュニア氏は、コロンビア大学や他の一流学術機関から、日本経済団体連合会（日本経団連）の外郭団体である（財）経済広報センター（KKC）主催の「米国ビジネススクール教授招聘プログラム」に参加する教授陣の選考を行っている。このプログラムは、日本経済・企業・経営手法についての理解促進を目的とする企業経営陣や学者、政府関係者、政治家のために、日本で行われる1週間のプログラムで、KKC が同プログラム期間中における会議や訪問の手配を行う。

この度 2007 年6月4～8日に、恒例の招聘プログラムが東京にて実施され、コロンビア大学からはビジネス・スクール副学部長・会計学教授のアミール・ジフ教授が参加。他に、ニューヨーク大学スターン・スクールのフレデリック・チョイ教授、ペンシルベニア大学ウォートン・スクールマーケティング教授のドーン・イアコブッチ教授、MIT スローン・スクールのロベルト・リゴボン准教授、ダートマス大学タック・スクールのヴィクター・スタンゴ准教授らが参集した。8日には、「米国の経験から何を学ぶかーグローバルな視点から見る企業経営への展望」をテーマとするシンポジウムが、経団連会館にて開催された。

MBA 学生生活支援

学生組織

日本経済経営研究所は、コロンビア大学ビジネス・スクールでの学生の経験をより豊かにするため、学生運営組織であるジャパン・ビジネス・アソシエーション（JBA）、アジア・ビジネス・アソシエーション（ABA）、ブラック・ビジネス・スチューデント・アソシエーション（BBSA）に協賛支援している（CJEB が協賛したイベントについては、65～66 ページをご覧ください）。

例年通り CJEB は、国際ビジネス・ジェローム・チェイズン・インスティテュート（Jerome A. Chazen Institute of International Business）および JBA の企画にて、2007 年3月3日から 13 日に行われた「チェイズン訪日国際研究ツアー」を協賛した。40 人のコロンビア大学ビジネス・スクールの学生が、10 日間の日本研修を経験。訪日中は京都と東京に滞在した。日程としては、京セラ株式会社、パナソニック（松下電器産業株式会社）、トヨタ自動車株式会社を含む日本企業の視察と併せ、舞妓との会席料理や築地の魚市場見学といった、教育的・文化的経験を得た。また、コロンビア大学ビジネス・スクール日本同窓会による歓迎会やパネルディスカッションも行われた。CJEB は、この「チェイズン訪日国際研究ツアー」が開始された 1989 年より、知的側面および資金面で貢献している。

研究奨学金と育英奨学金プログラム

日本経済経営研究所では、米国住友商事奨学金、三菱 UFJ 信託奨学財団などの、コロンビア大学の学部生・大学院生を対象とした奨学金プログラムを通して、日本経済に関する研究や、日本への留学を支援し、日本経済に興味のある次世代の人間を育成している。2006～08 年度は、オマール・ベイカーが三菱 UFJ 信託奨学財団奨学金の受賞者に選ばれた。

また、本年から日本経済経営研究所大学院生研究奨学金を開始する。1学期につき2名の大学院生（MBA、PhD とともに）が選抜され、CJEB 主催イベントのレポート執筆や、CJEB がさらに多くの学生組織との交流・支援を行うためのアシストなどを担当する。選抜された学生は、CJEB が招聘する著名な講演者へ、CJEB の出版物やウェブサイト、学内誌「ボトムライン」などに掲載するためのインタビューを行うことができる。任期は1学期間。

東アジアに関する大学院生カンファレンス

CJEB は、コロンビア大学にて開催される東アジアに関する大学院生カンファレンスを支援している。本カンファレンスは、様々な学術機関や、東アジアの歴史、経済、ビジネス、政治学、文学、美術史、宗教といった広範な分野から参加する大学院生たちが、研究成果を共有・討論する場であり、東アジア研究の将来を垣間見ることができるものである。

図書館・データ資源

日本経済経営研究所は、日本経済やアジア・太平洋経済関連資料（統計資料、学術誌、定期刊行物など）の研究資料を所蔵している。

さらに、デイビッド・ワインスタイン教授の指揮下、金融市場を中心にした日本経済関連のデータバンクの拡張が続けている。当データバンクは、関連研究を行う教授陣や学生を対象にした統計資料の集大成で、日本経済新聞社の「NEEDS（総合経済データバンク）」を含む情報源からの金融市場や金融機関、またマクロ経済関連の、時系列のおよび分野横断的データを含む。「NEEDS」は、日本経済やその他アジア・太平洋経済に関連した主要新聞からの記事や学術論文が検索できるほか、企業・経済の基本データを提供するオンライン・ニュース・データ検索システムである。

コロンビア大学の学生や教授陣、またその他関係者は、日本の上場・OTC（店頭登録）会社に関する企業データから 24 時間リアルタイムでのニュースなどを提供する「日経 NEEDS-FinancialQUEST（日本語・英語）」や、「日経テレコン 21（Nikkei Telecom 21）」を、CJEB にて利用できる。

VII. 意見・知識の交流

全米経済研究所(NBER)ジャパン・プロジェクト

日本経済経営研究所は、全米経済研究所(NBER)の「ジャパン・プロジェクト」に協賛。デイビッド・ワインスタイン教授は、CJEBリサーチ・アソシエイトのアニール・カシャップ教授とともにNBERジャパン・プロジェクトの共同議長を務めている。今年の「日本経済国際カンファレンス(Japan Project Meeting)」は、2007年6月26～27日に東京にて開催され、10セッションにて日本経済に関する研究や議題について議論が交わされた。小川アリシア氏が、日本のプライベート・エクイティについてのパネルを企画した。当日のプログラム内容については、35ページ(英語)をご参照ください。

日本経済セミナー(JES)

日本経済セミナー(JES)は1966年に、コロンビア大学のジェームズ・ナカムラ教授、イエール大学(当時)のヒュー・パトリック教授、ハーバード大学のヘンリー・ロゾフスキー教授らによって始められた。100人近くの会員を擁するJESは、教授、専門家、大学院生が、日本経済の専門家によって現在研究段階にあるプロジェクトを議論することを目的とする大学間のフォーラムである。コロンビア大学のCJEBとウェザーヘッド東アジア研究所およびジョージ・ワシントン大学の主催で、本セミナーは年4回開催される。CJEBはセミナーの事務運営を担当し、ヒュー・パトリック教授は財務局長を務めている。以下は、2006～07年度に本セミナーで議論された論文の一部である。(敬称略、セミナー順)

2006年9月8日 (於:コロンビア大学)

“Firm Dynamics, Bankruptcy Laws and Total Factor Productivity”

Hajime Tomura, Bank of Canada

“A re-examination of the Exchange Rate Disconnect Puzzle”

Robert Dekle, University of Southern California

2006年11月10日 (於:ジョージ・ワシントン大学)

“A tale of two countries: Fiscal multipliers and Policy coordination”

Gauti Eggertsson, Federal Reserve Bank of New York

“U.S. Current Account Debate: With Japan then, with China now”

Hiro Ito, Portland State University

2007年2月16日 (於:コロンビア大学)

“Political Determinants of Government Loans in Japan”

Masami Imai, Wesleyan University

“Deferred Compensation: Evidence from Employer-Employee Matched Data from Japan”

Ryo Kambayashi, Hitotsubashi University

2007 年4月6日（於：ジョージ・ワシントン大学）

“Capital Investments and rates of Return”
Arthur Alexander, Georgetown University

“On Testing the Law of Comparative Advantage”
Kozo Kiyota, University of Michigan

日米ディスカッショングループ (U.S.-Japan Discussion Group)

非公式な少人数の会合シリーズとして、日米のビジネスリーダーや専門家を招き、CJEB の教授陣とともに日米のビジネス、経済、金融、そして政治関連の問題を討議する「日米ディスカッショングループ」を、年4回開催している。2006～07 年度には、ヒュー・パトリック教授と米国住友商事会社社長・米州総支配人の加藤進氏が、ディスカッションをリードした。

金融システム・ディスカッショングループ

日本金融システムの専門家で構成されており、年5～6回会合を開いている。CJEB からヒュー・パトリック教授、デイビッド・ワINSTAイン教授、小川アリシア氏、そして日本銀行の沼波正氏、イェール大学のフランシス・ローゼンブルース教授、JP モルガン・チェースのパトリシア・クワヤマ氏、ニューヨーク市立大学ハンターカレッジのジェニファー・ドワイヤー准教授、『オリエンタル・エコノミスト・レポート』のリチャード・カツ氏、コロンビア大学のジェームズ・ハリガン非常勤准教授およびマイケル・ウッドフォード教授が参加している。

「全国高校生金融経済クイズ選手権」優勝校の CJEB 訪問

特定非営利活動法人の金融知力普及協会が主催する、日本全国の高校生を対象とした金融知力を問うクイズ大会「全国高校生金融経済クイズ大会（通称：エコノミクス甲子園）」を協賛しているメルリリンチ日本証券からの依頼により、2007 年3月 29 日に CJEB は、優勝校の高校生のために、ジャパン・ビジネス・アソシエーション（JBA）メンバーとのランチ・ディスカッションなどを含むコロンビア大学ビジネス・スクール見学ツアーを主催。オルタナティブ投資プログラムディレクターの小川アリシアが4人の高校生たちを迎えた。

VIII. 協賛

コロンビア大学およびコロンビア大学ビジネス・スクールから、教授陣の給与負担、オフィス、図書館などのサービス提供をいただいている。また、1995年に開始したコーポレート・スポンサーシップ・プログラムは、日本経済経営研究所の短期および長期的な研究・講演などの活動計画を実現するにあたり、必要な資金援助をいただくものである。日本企業の皆様からCJEBへの、経団連海外事業活動関連協議会を通じたご寄付には、税金控除が適用される。

コーポレート・スポンサーシップ・プログラム

2006～07年度、本プログラムにおける協賛企業は以下の通り。(50音順)

リード・コーポレート・スポンサー(年間寄付額10万ドル以上)

米国住友商事会社

メジャー・コーポレート・スポンサー(年間寄付金額2万5千ドル以上)

キッコーマン株式会社

Saga Investment Co., Inc.

タカタ株式会社

株式会社榎屋

コーポレート・スポンサー(年間寄付金額1万ドル以上)

AFLAC

Caxton Associates, LLC

Pacific Investment Management Company LLC (PIMCO)

新日本アーンスト アンド ヤング税理士法人

三井住友海上火災保険株式会社

米国三井物産財団

米国三菱商事会社

三菱UFJ信託銀行株式会社

東京電力株式会社

ニューヨーク日本商工会議所

富士ゼロックス株式会社

森ビル株式会社

株式会社安川電機

個人スポンサー(年間寄付金額1万ドル以上)

ロバート・アラン・フェルドマン氏 (モルガン・スタンレー証券会社<東京>)

増田 茂氏 (ゼロン・グループ)

フレンド(年間寄付金額1万ドル未満)

住友化学工業株式会社

ジョン・デイヴィッド夫妻

ヒュー・パトリック

オルタナティブ投資プログラム スポンサー企業

リード・コーポレート・スポンサー（年間寄付額 10 万ドル以上）

大同生命保険株式会社

野村ホールディングス株式会社

コーポレート・スポンサー（年間寄付額5万ドル以上）

アドバンテッジパートナーズ LLP

SPARX Group

資金援助

東芝国際交流財団

Design/Production:
Columbia University Office of Publications

Editor:
Yvonne Thurman

Assistant Editors:
Jennifer Olayon
Kahori Takahashi

Editing Team:
Jeff Lagomarsino
Emiko Mizumura
Yuko Ohnaka

Photography:
Eileen Barroso
Michael Dames
Kazunori Oohata

CENTER ON JAPANESE ECONOMY AND BUSINESS

Columbia Business School

321 Uris Hall, 3022 Broadway

New York, NY 10027

Telephone: 212-854-3976

Fax: 212-678-6958

E-mail: cjeb@columbia.edu

Web site: <http://www.gsb.columbia.edu/cjeb>

CJEB Japan Representative Office

c/o Terumi Ohta

1-19-18-1003 Shibuya

Shibuya-ku, Tokyo 150-0002

Fax: 03-5467-6012