

論文の内容の要旨

論文題目 金融システムの機能不全と資本市場の役割
に関する研究

氏 名 原田 喜美枝

本論文では、1990年代以降に日本の金融システムが機能不全になる過程について、銀行経営に関わる諸要因の変化に対する市場の反応に焦点をあてて分析している。資本市場が銀行業の健全性に対してシグナルを与えたという点を鑑み、インターバンク市場、株式市場の動きに注目する。金融システムが機能不全に陥ったことから、2度にわたり公的資金が注入されたが、資本市場はこの公的資金注入の政策効果をみる判断材料も提供している。そこで、銀行の異なる利害関係者の反応と資本市場に現れる効果のあり方について概念を整理し、そのうえで、株主、債権者、預金者の反応を分析している。また、銀行業の機能不全を打開する施策の一つとして注目される証券化の役割についても考察している。

第1章では、日本の銀行の財務体質が市場でどのように評価されているかという指標として、ジャパン・プレミアムと銀行株価指数の非銀行株価指数との乖離をとりあげている。これらの2つの指標により、日本の金融機関・金融システムの信用度の低下がどのような要因に影響を受けていたか、株価指数間の一時的あるいは構造的関係を変化させていったかについて検証した。

ダミー変数を用いた回帰分析の結果、ジャパン・プレミアムを大きく上昇させた要因と

して、大和銀行事件や1997年11月の相次ぐ大型金融機関破綻などがあげられた。銀行業株価が一般株価から大きく乖離した要因としては、金融機関の度重なる破綻が大きく関連しており、両指標の密接な関係は1995年夏に崩れていたことも明らかになった。また、株式市場参加者とインターバンク市場参加者の反応の違いも浮かび上がった。さらに、国内の金融システムに関連するニュースが銀行業株価と一般株価の連動性に影響し、ジャパン・プレミアムへと影響する因果関係が示された。

第2章では、1990年代後半における金融機関の破綻はそれぞれ固有の要因と背景をもっており、破綻に至る過程や金融システムに与えた影響は異なっていたことを確認している。個別の銀行の破綻に対する銀行業株価の変化、格付けの低い銀行の株価などを見ることにより、投資家による連鎖破綻リスクや金融システム不安に対する評価の度合いを類推できると考え、図示した。そのうえで、ニュースが株価に与える一時的な影響について、イベント・スタディを試みた。イベント・スタディの結果、銀行・証券会社の破綻ニュースによって、1997年11月にはシステミック・リスクが発生していた可能性が示された。また、破綻金融機関の株価の下落は、銀行業種の中でもとりわけ格付けの低い銀行に大きく波及したことが明らかになった。

さらに、イベント・スタディの分析対象期間において、株価収益率の分散を分析した結果、1997年11月にはシステミック・リスクの影響が存在していたことが示唆された。また、分散分析の結果からは、株価収益率の変動と金融機関の破綻ニュースは密接に関連していること、破綻ニュースが株価収益率に与えた影響は無視できないことが示された。

第3章では、1998年3月と1999年3月の2度にわたる公的資金注入に焦点をあて、資金注入という緊急政策の効果を調べている。インターバンク市場と株式市場の市場参加者の反応を調べることによって市場の評価を明らかにすると同時に、資金注入の効果が個々のエージェントに与えたシグナル、金融システム安定化策としておこなわれた政策が株主と債権者に与えた利害関係についても検証している。

総じて、劣後債・優先株式発行による公的資金注入は、銀行の自己資本比率を改善し、債権者の信用リスクの縮小に役立ったとみられ、短期のインターバンク市場参加者のリスク・プレミアムを引き下げた。しかし、優先株式発行により既存株主の配当率が下がるという懸念や、普通株式が債券に比べると償還順位が最も劣後することなどがマイナスに働き、株価には影響がなかった。株主と債権者によって公的資金注入に対する反応は異なっており、債権者はプラスに評価したが、公的資金注入によるプラスとマイナス両方の効果

があったことから、株主に対する効果はキャンセルアウトされたことが示された。

さらに、公的資金注入は、銀行経営をめぐるガバナンス構造に影響を与えることができず、長期的には経営改善が見込めないと市場で受け取られた。つまり、政府が優先株式を保有するという形で銀行経営に介入することは、関与の方法に曖昧さがあり、株式市場に有意な影響がなかった。全般に、公的資金注入は、議決権のない株式保有という形で政府が関与する手段であり、銀行をコントロール権があいまいなことから、インパクトは限定されたものでしかなかったという結論を得ている。

第4章では、預金取扱金融機関の個別財務諸表を用いて、1990年代後半の金融システム不安の時期を対象に、預金者の銀行選別行動を分析している。預金者が取引金融機関に対して不安を感じて預金を移動させていたとすれば、預金者には銀行を監視する規律付けが働いていたことを意味するだけでなく、セーフティ・ネットが信頼できるものとして機能していなかったということも導かれる。

預金者が個別銀行の健全性をどの程度問題としているかは、各項目、分析対象とする銀行によって結果が大きく異なっていた。一般に、個々の銀行の資本勘定の変化は、その銀行の預金残高を有意に変化させたが、不良債権残高の変化は預金残高に有意な影響をおよぼさなかった。同様に、資本項目としてBISの自己資本比率は有意な影響がなく、単純な形で定義した資本と資産の比率が説明力をもったことから、銀行が開示するBIS比率が客観的に信頼されなかったことが示された。格付け変更の情報が意味を持ったことから、預金者は外部の情報機関の判断を参考にして行動していたことも明らかになった。

また、都市銀行と地方銀行では結果は大きく異なった。都市銀行に対しては、公的資金注入などがシグナルとなり、預金者は“Too big to fail”の原則が働くを受け止めていた可能性がある。さらに、不良債権情報に関するニュースの伝播効果が観察されたことから、預金者は漠然とした信頼に基づいて行動していたことがうかがえた。定額保証制度の一時停止（ペイオフの一時凍結）という暫定政策は、政府主導の預金者保護政策であったにも関わらず、それが伝染効果を完全には払拭できなかった。ペイオフが凍結されている期間内であっても、より安全な銀行として都市銀行、国際基準が適用される銀行へと緩やかに預金は移動していた。

資産の証券化は、銀行業の機能不全を打開する施策の一つとして注目されている。補章1において、銀行の貸付債権が証券化される理由を体系的に論じるとともに、日米両国の証券化の発展を制度面から概観し、米国で証券化が発展を遂げた背景にどのような制度的

基盤があったのかについて、日本の諸制度と比較する形で分析している。

資産証券化商品の市場は、1970年代に新しい金融革新として米国で急成長した市場である。市場の急発展を説明する要因としては、米国特有の法・会計制度のもとでインフラ整備が進められたという制度要因、1970年代後半からの預金金利規則の下で生じた金利高騰によって金融仲介システムの機能が低下したこと、それに伴って不良債権問題が発生したこと、1980年代における BIS 規制に代表される自己資本比率規制の強化といった環境要因の影響が大きい。日本の証券化市場が 1990年代に成長した背景には、深刻化した銀行の不良債権問題や自己資本比率規制の強化などがあり、銀行の不良債権処理策の一つとして証券化の手法を活用することが考案され、法改正を伴ってインフラ整備が進められてきている。

両市場を制度的要因という観点から整理している補章 1 に対し、続く補章 2 では、米国の証券化市場に関する理論・実証分析文献のサーベイをおこない、仮説検定結果を分類し、証券化が金融システムにおよぼした影響を考察している。金融資産、特に銀行資産が市場で取引される商品として扱われ、銀行経営者だけでなく、監督官庁や政策立案者も銀行が経済活動の中で果たす役割、政府が銀行セクターに果たす役割を再考しなければならないようになってきていることを示している。