

## 博士論文審査結果の要旨

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

### はじめに

この学位申請論文は日本の銀行の経営状況にかかわる様々な情報が金融資本市場のどのような反応をもたらしたかを、詳細な統計データに基づいて実証的に分析する試みである。近年の銀行危機は、銀行に対して資金を供給している投資家たちの経済厚生に直接、間接に影響を及ぼすことは言うまでもない。そのような影響は、投資家の銀行に対する評価を、時として大きく変化させ、それが銀行の経営に影響を及ぼすことが考えられる。また、ある銀行の経営悪化に関する情報が金融資本市場へ伝わると、それが別の銀行、あるいは銀行全体の健全性についての投資家の評価に影響し、その評価の変化を通じて他の銀行の経営にマイナスの影響を及ぼすこともありうる。これは「伝染効果」と呼ばれるものであるが、このような外部性が銀行経営に対する様々な公的規制の論拠となってきた。現実には、金融資本市場に、外部効果を伴う「伝染効果」が見られるか否かは、金融制度を評価する場合に、考慮しなければならない最も重要な要因であると言える。そのように考えると、この学位申請論文の主題は非常に重要であり、また応用経済学の課題として時宜に適っている。以下では、まずこの論文の概要を要約し、その上で論文を構成している各章毎に簡単な論評を加える。最後に、審査委員会の総合的評価を述べる。

### 申請論文の概要

この申請論文は序章と、4つの独立した研究論文によって構成されている。

序章「金融システムの機能不全と資本市場の反応」は、主に株式会社としての銀行にかかわるステーク・ホルダーたちの間に見られる利害対立関係を、Jensen-Meckling タイプの標準的なエージェンシー・モデルに即して分析している。分析自体の理論的な水準は深くはないし、分析の結果も自明と思われるものが多いが、それらはいくまでも、第1章以下の実証的分析を準備するための作業と位置づけることができよう。それでも、銀行への公的資金中による資本増強が、既存の株主と預金者（あるいは預金者を保護する預金保険機構）に違った方向の利益、ないしコストを与えるという結果は重要である。

第1章「ジャパン・プレミアムと株価による銀行危機の分析」は、日本の銀行がユーロ・ドル市場で資金調達する際に外国の代表的銀行に比較して余分に負担しなければならないジャパン・プレミアムと銀行株の価格の推移をたどることによって、日本における銀行危機のプロセスを分析している。基本的なアプローチはいわゆる「イベント・スタディー」

であり、銀行の経営上の危機を示すと考えられるいくつかの変数が、銀行の支払うジャパン・プレミアム、および株価の変化にどのような影響を及ぼすかを調べる。特に株価については、銀行株式指数と非銀行株式指数の乖離をとるという工夫がなされている。分析結果に依れば、1995年秋に発生し、かつ急上昇したジャパン・プレミアムの原因が、大和銀行ニューヨーク支店における巨額損失発生と隠蔽、さらに日本の政府がその処理能力を示すことができなかったという要因に帰着できること、また1995年には銀行株の反応とジャパン・プレミアムの反応に有意な相違が見られたことなどが明らかになっている。後者の結果は、銀行危機が銀行の債権者と株主に、必ずしも同一の影響を及ぼすとは限らないという、序章の理論分析の結果を裏付けるものと言えよう。

この第1章のイベント・スタディーは、必ずしもテストされる仮説が明確になっていないと言う点で、実証分析として物足りない面があることは否定できない。また技術的には、通常のイベント・スタディーで用いられる株価収益率ではなく、株価を用いていると言う点にも問題がある。しかし、全体としてみると、銀行経営を取り巻く県境の変化、行政当局の対応の変遷など、非常に詳細な資料データを駆使した研究になっている点を評価したい。

第2章「銀行危機のニュースと株価の反応」は、銀行部門全体の株価指数を見るのではなく、長期の定期預金に関して相対的に低い格付を与えられている銀行グループの株価だけを取り出し、個別銀行の経営破綻のニュースが、それらの低格付銀行の株価にどのような影響を及ぼしているかを統計的に分析している。この分析も、個々の銀行の経営破綻が汚染効果を伴っているか否かを検証する研究の一つである。この章の統計分析によれば、1997年以降、破綻のニュースが銀行株式全体、そしてとりわけ低格付銀行の株価にマイナスの影響を及ぼしている。また97年11月に連続して生じた銀行、金融機関の破綻が「システミック・リスク」を惹起した点が強調されている。

これらの実証的分析は、これまで経済学者の間で十分に検討されてこなかった領域に属しており、その点で原田氏の努力を評価したい。問題点としては、システミック・リスクの定義に曖昧な部分があることを指摘しておきたい。ある銀行の破綻ニュースが、別の銀行の市場における評価を引き下げてしまうという「外部性」を強調するのであれば、銀行家部全体の指数や低格付銀行の株価をイベントと統計的に比較するだけでなく、影響を受ける側の個別銀行のパフォーマンスの推移をもっと厳密にコントロールしておく工夫が望まれる。

第3章「株主と債権者からみた公的資金注入の効果」は1998年と99年にかけて政府が大手銀行に、主に劣後ローン、優先株の形で資金注入した政策の効果を分析している。分析の目的は、公的資金注入を受けた銀行の株主と債権者の利害対立を見極めることである。基礎となる理論的な枠組みは、比較的単純な Jensen-Meckling タイプのエージェンシー。

モデルであるが、破綻に瀕した銀行に資本注入することは、銀行の債権者、とりわけインターバンク市場の貸手たちの利益に結びつく一方、銀行の株主の利益に及ぼす影響は曖昧である。

統計的分析によれば、銀行への公的資金注入はインターバンク市場の投資家の銀行評価を改善し、インターバンク市場における金利を有意に引き下げたが、株価への影響は理論通り曖昧であった。原田氏は、株価が曖昧な反応を示した理由として、事実上、銀行の大株主になる政府が銀行経営を改善する上で積極的な役割を担うことができるかどうか株式市場の投資家たちが疑心暗鬼になったとも解釈している。原田氏が強調するように、銀行のバランスシート変更は、そのきっかけがどのようなものであれ、銀行のステークホルダーに多様な相互に異なる影響を及ぼす可能性がある。銀行への公的資金注入を巡る議論においては、そうした多様な影響が無視される傾向があるが、原田氏の分析はその点を明確に考慮している点で、評価できる。しかし仮説を演繹する理論的分析の部分には、あまり見るべき点が無いことはいささか残念である。銀行のステークホルダーとしての債権者、株主、そして政府の利害対立や一致についての理論的分析は今後の課題である。

第4章「金融システム不安に対する預金者の反応」は個々の銀行の財務状態などに関する情報の伝達が、預金者の銀行選別行動に有意な影響を及ぼしているか否かを統計的に分析することが目的である。90年代以降、政府がすべての預金者を銀行破綻から護るという政策をとり続けたにもかかわらず、銀行がかなり銀行を選別するかの動きを見せたことはよく知られている。この章の主な目的は、預金者の選別行動が、どのような情報に反応して起こっているかを統計的に調べることである。

政府は金融行政の梃子として BIS ルールの自己資本・リスクアセット比率（いわゆる BIS 自己資本比率）を重用していることは周知の事実であるが、同時にその比率が必ずしも十分に信頼できないものであることも知られている。なぜならば、銀行は不良債権の自己査定などを通じて自己資本の額を相当程度操作できるからである。実際、原田氏の計測結果によると、BIS 自己資本比率の変化にたいして預金者は体系的な反応を示していない。他方、外国の格付け機関による銀行格付けの引下げや単純な自己資本・資産比率の減少に対して、預金者は鋭敏に反応していることが示されている。また銀行部門全体の不良債権額に関する情報が、個別銀行の預金残高を有意に引き下げるという意味での「伝染効果」も観察された。この最後の結果は、政府が預金を全面的に保護する政策をとり続けたにもかかわらず、そのような包括的なセーフティ・ネットの実効性に預金者たちが十分な信頼を置かなかったことを示唆していると原田氏は解釈している。

預金者の銀行選別行動に関する研究は、これまで十分におこなわれてこなかったこと、また銀行の財務状態などの変化を示す変数を丁寧にフォローしていることなどによって、この第4章の実証分析は大変にユニークな研究成果になったと評価できる。ただし、統的な方法としては、説明変数間に存在する同時決定関係を考慮した手法を採用していない

など、問題点も見られる。(この点については、原田氏はデータ数の制約のために多段階の推計を試みることができなかつたと断っている。)また政府の政策スタンスの微妙な変化の影響なども、分析をきめ細かに進めれば、見出すことができたかもしれない。それらの点がこの研究の延長上に考えられると思われる。

#### 総括

原田喜美枝氏が提出した学位申請論文は、これまでの説明にも示したように、いくつかの点で完璧とは言えない部分を残している。しかし、テーマが現在進行中の日本の銀行危機を巡るものであるために、統計データに相当程度制約があり、それが分析の完成度を高める障害になった点は率直に認めるべきであろう。理論的分析による、仮説の構築などの面で不満足な面も残るが、丹念な資料の収集やデータの加工、政策当局の政策決定過程のあとづけなど実証研究して優れた力量も示されている。よって審査委員会は、この学位申請論文の提出者に経済学博士の学位を認めることが適当であるとの結論に達した。

審査委員：  
堀内昭義(主査)  
伊藤元重  
澤田康幸  
柳川範之  
若杉敬明

(以上)