

日本の金融システムと金融政策の経済分析 ： ミクロ・マクロデータを用いた実証研究

三浦, 一輝 / MIURA, Kazuki

(開始ページ / Start Page)

1

(終了ページ / End Page)

130

(発行年 / Year)

2015-03-24

(学位授与番号 / Degree Number)

32675甲第347号

(学位授与年月日 / Date of Granted)

2015-03-24

(学位名 / Degree Name)

博士(経済学)

(学位授与機関 / Degree Grantor)

法政大学 (Hosei University)

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00011882>

博士学位論文
論文内容の要旨および審査結果の要旨

氏名	三浦 一輝
学位の種類	博士（経済学）
学位記番号	第 563 号
学位授与の日付	2015 年 3 月 24 日
学位授与の要件	本学学位規則第 5 条第 1 項(1)該当者(甲)
論文審査委員	主査 教授 靄見 誠良 副査 教授 武田 浩一 副査 教授 宮崎 憲治

日本の金融システムと金融政策の経済分析：
ミクロ・マクロデータを用いた実証研究

1 審査の経過

法政大学大学院経済学専攻博士課程に在籍中の三浦一輝氏から、2014 年 11 月 29 日付けで学位申請博士論文が提出された。大学院経済学研究科長（教授 鈴木 豊）は、予備審査委員会を発足させた。同委員会は博士学位請求論文が審査に値するか否かについて予備審査を行った結果、審査に値するものと判断した。これを受けて 2014 年 12 月 19 日、大学院経済学研究科教授会は審査を受理、開始することを決定し、審査小委員会（主査・靄見誠良、副査・武田浩一、副査・宮崎憲治）を発足させた。

審査小委員会は、審査を重ね、2015 年 2 月 3 日、同委員会は大学院経済学研究科教授会の規則に則って、公開の論文審査面接試験を行った。同日試験終了後、審査小委員会を開き、論文内容及び面接試験に関して討議を行い、最終評価に至った。本報告は、同小委員会の審査報告書である。

2 本論文の狙いと構成

現在われわれは、金融の大きな革新期にいる。預金や貸し出しを巡る金利規制はなくなり、銀行と証券などその他金融業務の壁はなくなり、膨大な資金は国境を越えて流れている。金融に関するこれまでの諸規制が解除され、市場は比較的自由的な活動に委ねられるようになった。こうした金融革新の波は、金融市場に大きな変化をもたらしたが、こうした市場の大きな変化のなかで、市場参加者はどのように行動し、どのようなシステムが形成されるであろうか。市場は効率的になったであろうか。あるいは合理的に働いているだろうか。変化は多方面にわたり、全容をつかまえるのは難しい。たとえばビッグバンによっ

て自由化された株式市場において投資家の行動は合理的であろうか。銀行破綻と合併の結果、市場は非効率的になったであろうか。あるいは人々は電子マネーを利用し続けるであろうか。またグローバリゼーションのもとで、各国の金融政策はお互いに影響しあうであろうか。これらの側面を明らかにするためには、一つ一つ市場ごとに厳密な検証が必要であろう。本論文は、金融革新による現代金融の変貌を、幾つかの側面を取り上げて理論的実証的に検証することを目指している。取り上げられた市場は、株式市場、決済機構、銀行市場、金融政策の4つである。一見すると、取り上げられた側面はバラバラに見えるが、関心は一つ、金融の自由化、グローバリゼーションのもとで経済主体の行動様式を捉えるところにある。

本論文は、以下六つの章からなる。

第1章 序論

第2章 アナザー・ライブドア・ショック？

第3章 電子マネーと現金

第4章 Boone 指標による地域・信金・信組の競争度

第5章 地域金融市場の競争度

第6章 金融・財政政策の国際的波及効果

第7章 結論

第1章は金融革新、第2章は株式市場、第3章は決済システム、第4、5章は銀行市場、最後に金融政策である。第2章から第5章の4つの章はミクロ分析、第6章はマクロ分析である。また第2、3、6の三つの章は国内の査読付き雑誌に発表されたもので、序章と第4、5章、結論が書下ろしである。なお副論文として、競争度に関する論文（査読付き国際学術雑誌 *Japan and World Economy* に掲載）が提出されている。

3 論文内容の要旨

序章は、本論文の狙いを述べている。金融革新とその要因である金融自由化や情報技術の進歩が、金融市場の参加者に、金融取引機会の拡大や市場競争を促進させるインセンティブを与え、金融システムを変化させてきたことに焦点をあて、そこで以下の諸章の位置づけを与えている。

第2章は、2006年に起きたライブドア事件を巡る株式投資家の行動を、行動経済学の観点から光をあてたものである。ライブドア・ショックにおいて、社名の類似性が株価収益率に影響を及ぼすか、イベントスタディの手法を用い、統計的に検証している。「ライ」「イヴ」「ドア」などの名を含む企業とそれ以外の企業の超過収益率を比較する。検証の結果、ショック後2日目にそれ以外の平均的な企業が受けたショックよりも大きな負の影響が確認された。ライブドア・ショックのような早急な投資の見直しを迫られる「時間的圧力」がかかったもとでは、投資家は社名が似ているだけで企業の関係性を見失ってしまうことが見出された。興味深いことに、この特性は「カタカナ」社名の企業には確認できるが、「漢

字・平仮名」社名の企業には観察されない。「視覚」による情報は、影響が少ないという。

つづく第3章では、決済システムの観点から電子マネーに光をあてている。情報通信技術の進展によって、様々なエレクトロニック・マネーが開発され、普及しつつある。たとえば、クレジット・カード、銀行デビット・カード、あるいはSuicaなどの「電子マネー」などである。ここでは、そのうち電子マネーを取り上げ、現金との代替・競合関係を検討している。電子マネーは現金を凌駕し普及するであろうか、それとも一時的な現象で終わるであろうか。その問題をここでは、理論的アプローチから迫る。貨幣サーチ・モデルによって、買い手と売り手双方の、現金を使ったときと電子マネーを使ったときの費用と便益を比較する。考慮される条件は、決済端末の導入費用コスト、両替コスト、ならびに盗難・遺失リスクである。取引費用と安全性を比較し、それが決済手段の選択にどのように影響を与えるか、数値計算によって検討している。その結果、現金と「電子マネー」がともに存在する均衡域があることが示される。また現金の代わりに電子マネーが選択されるのは、取引費用が大きいとき、また盗難や遺失の確率が低いときであることが示される。

第4章と第5章では、日本における銀行の競争度を取り上げている。問題の関心は、80年代以降日本の金融は大きな変貌を遂げた。金融の自由化、銀行統合、バブルの崩壊によって金融の不安定性も高まった。こうした市場の変動によって日本の銀行業の競争度は低下したであろうか、あるいは高まったであろうか。この論文では、地域金融市場に焦点を当てている。まず第4章で、地銀・信金・信組の競争度を測定し、第5章でその原因を探っている。

産業の競争度の測定については幾つかの方法があるが、ここではBoone指標が取り入れられている。競争度の測定については、古くはSCPによって市場集中度、ハーフィンダー・ハーシュマン・インデックス(HHI)が多用されてきた。その後Baumolらによって市場参入圧力があるときには集中度は必ずしも競争度を表すわけではないと批判が起り、新たに参入圧力を考慮に入れた競争度の測定方法が考案された。パンサー・ロスによるH統計量がそれである。利益に対する要素費用の弾力性の和が1か0か、あるいは $0 < H < 1$ によって独占、自由、独占的競争の判定が可能となる。*Japan and World Economy*に掲載された副論文はこのH統計量を使った研究である。H統計量に対しては競争度を十分に測定できないとの批判を受けて、2007年新たにBoone指標が提起された。限界費用が利潤に対してどれほど影響するか、その弾力性を測定する。市場が競争的であるほど、効率的な企業が収益を得る機会が増えるはずである。

本章では、1989年から2009年の地方銀行・信用金庫・信用組合の貸出市場の競争状態の変化を測定している。弾性値は、業態別には大きさに違いがあるが、全体としては長期的に上昇している、すなわち20年の間日本の地域金融市場はより競争的になったと結論付けている。

本章では、Boone指標と並んで、HHI、価格費用マージン、H統計量についても計測している。その結果は興味深いことに、Boone指標とは逆の結果、競争度が低下する傾向が見出される。これに対して、20年の間様々な規制緩和が行われたことを踏まえ、Boone指標

から得られる結果が現実と直感的に整合的であると結論付けている。

つづく第 5 章では、こうした地域金融市場の競争度の原因を検討している。1996 年から 2008 年にかけて地域を 10 に分け、地域別の Boone 指標を推定し、その Boone 指標の違いが何に由来するのかについて推定している。被説明変数に Boone 指標をとり、説明変数として銀行の市場構造、異業種の競争圧力、政府・商道德・法、金融市場へのアクセスの三つの要因を設定し、固定効果モデルによって分析している。

結果は、国内銀行貸出残高/GDP 比率、企業の手形・小切手取引停止処分比率、公的投資依存比率が有意に正であった。このことから、金融部門活動が活発な地域ほど、商道德が弱いほど、公的依存度が低いほど、貸出市場における金融機関の競争が高まることが示唆される。銀行数・支店数あるいは集中度との相関は見られず、また競合しているかのように見える他の金融機関からの影響もみられない。

これまでの 4 つの章は経済主体のミクロの行動に関するものであるが、最後の第 6 章は、マクロ経済政策に関するものである。金融のグローバル化のもとで、一国の金融・財政政策が他国経済にどのように影響するのだろうか。リーマンショックの世界金融危機を題材に、2007 年第 1 四半期から 2009 年第 4 四半期における日米英の政策波及効果を検証している。分析方法は、構造 VAR モデルを使って、ある国の経済政策（財政政策、金利政策、貨幣政策）が行われなかった場合の日・米・英 3 国の実質 GDP 成長率を動学予想し、それと現実の値を比較する。分析結果は、一様ではない。財政政策、貨幣政策は、日・米・英ともに正の効果がある。貨幣政策に比べ財政政策の効果のほうが小さい。金利政策は互いの金利政策が経済成長に負の効果、また米英両国は自国に正の効果が見られる。これらバラバラの結果から、政策協調をする際に政策の規模の調整が難しいことを示唆していると結論づけている。

4 評価すべき点

以上の要約から明らかなように、本論文は、現在われわれの周りで起きている金融革新の諸相を取り上げ、その変化を理論的実証的に明らかにした論文である。取り上げられた領域は株式市場、決済システム、銀行市場、国際政策協調と分散的であるが、現在進行中の金融革新の諸相を、市場参加者の視点から光をあて、その効率性を検証した点に本論文の貢献はある。これによって以下、金融革新の興味深い側面が明らかとなった。

第 1 に、自由化された株式市場のもとで、投資家は合理的に行動するであろうか。本論文第 2 章では、株式市場では、一部の投資家は、社名がカタカナで似ているというだけの根拠薄弱な情報にもとづいて行動し、市場動向に影響を与えたことが明らかにされた。ライブドア・ショックという事件をとらえ、株式市場における非合理的な行動を浮き彫りにした点は興味深く、評価できる。

第 2 に、銀行市場についてはどうであろうか。規制緩和、自由化によって貸出市場は競争的になったであろうか。この四半世紀、銀行危機があり、銀行合併があり、市場構造は大きく変わり、銀行市場の競争度にも変化が起きた可能性が高い。この点を明らかにする

ために本論文では、第 4、5 章で地方金融市場をとりあげ、地域銀行の経営効率の変化を様々な方法によって厳密に検証している。これまでの研究では HHI、H 統計量が使われてきたが、競争度を測るといふ点では問題を抱えていた。本論文では新たに Boone 指標を使って、競争度を計測している点は、新しいチャレンジとして高く評価される。また同時に HHI、H 統計量も推定し比較している点も周到である。

第 3 に、金融の自由化は、株式・銀行市場にとどまらず、決済システムにも影を落とす。本論文では、消費者と売り手、買い手の費用・便益分析を通して、電子マネーと現金の関係をとり上げ、両者が共存しうることを、貨幣サーチ・モデルを使って理論的に明らかにしている。簡単なモデルであるが、研究の穴を埋める貢献として評価できよう。

第 4 に、グローバリゼーションのもとで、各国経済は融合を強め、経済政策の国際協調は進むかに見える。通貨当局あるいは財政当局の政策自律性は保たれているだろうか。本論文の最後の章で、マクロ経済分析の一環として金融当局の行動に焦点が当てられる。リーマンショック時、英・米・日 3 国の財政金融政策の相互依存性が構造 VAR モデルによって検証され、結果はきれいなものとはならなかったが、その独自性は評価できよう。

もう一つ評価したいのは、これらの分析に対し、様々な新しい手法にチャレンジしている点である。第 3 章で貨幣サーチ・モデル、第 4、5 章で Boone 指標、第 6 章で構造 VAR が用いられている。

以上、本論文は、金融革新のもとで、株式投資行動、銀行貸出行動、決済行動、財政金融を巡る政策行動について、学界に新しい知見を加えている点は高く評価できよう。

5 改善すべき問題点

本論文のうち 3 つはすでに学界で公表され評価をえているが、つぎに博士論文としての問題点を指摘しておこう。

第一に、本論文は統一性という点ではいささかもたない。収められた一つ一つの論文は、金融革新の諸側面を洗い出した点で高く評価できるが、金融革新の諸側面を明らかにするという点でもう少しまとまりがほしかった。その点を改善すべく小委員会は、公聴会のあと、序論の大幅な書き直しを求めた。修正によって、金融革新の内容が拡充され、各章の位置づけも見やすいものとなったと思われる。

以下各章について問題点を指摘したい。新しい論点を新しい方法で攻めながら、いくつかの点でマイナーであるが論証の詰めに甘さが残っていると思われる。

第一に、第 2 章、アナザー・ライブドア・ショックについて。ショック後 2 日目の下落が平均よりも下落した点を捉えて結論を引き出しているが、これをもって一般化してよいであろうか、補足的な説明があればより説得的であろう。

第二に、第 3 章、電子マネーについて。現金と電子マネーが併存する均衡が理論的に示されたが、見出された均衡が安定的なものか、さらなる検証が必要であろう。また現在電子マネーが普及している背景に、発行者による消費者に対するキックバックが働いている

が、本論文でのモデルには含まれていない。また e-money としては電子マネーのみならずクレジットカードも拡大している。これらの点を考慮したモデルの拡張が期待される。

またこの章では理論的分析が行われているが、実証への橋渡しとして簡単な統計分析を示すか、あるいは今後の展望としてモデルから検証すべき仮説を提示してほしい。

第三に、第4章、地域金融市場の競争度について。競争度の測定に Boone 指標（利潤・限界費用）が使われているが、そこには変数として利潤が含まれており、利潤測定問題という厄介な問題が潜んでいる。この時期日本の銀行は、不良債権問題を抱えており、不良債権を考慮した実際の利潤は公表された利潤とは異なっている。実際の利潤を測定するのは難しいが、この点についての配慮、ディフェンスが必要であろう。

またこの章ではせつかく Boone 指標にチャレンジしておきながら、最後の解釈のところで詰めが甘さがみられる。本論文では Boone 指標と並んで HHI や H 統計量を推定している。しかし推定結果は反対方向であった。どちらの推定が正しいであろうか。本論文はその判断を「直感」に委ねているかにみえる。他の指標に対する Boone 指標の優位さを強調したいのであろうが、急ぎすぎの感を否めない。虚心坦懐にそれぞれの指標の意味を吟味し、データの示すところを慎重に読み取ることが望まれる。それによって、より実り豊かな成果が期待できるであろう。

第四に、第6章、国際政策協調について。ここでは構造 VAR モデルを使って、政策が行われなかったときの推計値と実際の値のギャップを比較している。貨幣政策の場合、その差は GDP 成長率 0.6% であるが、その値が大きいという。大きいかどうかの判断は筆者の主観に委ねられており、もう少し補強が必要と思われる。

またこの章での分析はマクロの時系列データをもちいているが、マクロ時系列データの非定常データへの扱いが十分とはいえない。構造 VAR モデルを用い、階差データを用いているため、長期的関係である共和分関係が考慮されずに分析がおこなわれている。

なお最後に、本論文のうち第2章、第3章ならびに第6章は、すでに査読付き学術雑誌に掲載されており、ここで述べた課題点を残しているが、学会でそれ以上の貢献が評価されていることを付記しておきたい。

6 結論

本論文は、なお検討すべき幾つかの問題点を残しているが、金融革新の実証分析において、新たな貢献をなすものと評価した。これをステップに、今後の一層の精進と成長を期待したい。

ここに審査小委員会は、全会一致でこの論文が博士（経済学）の学位資格を十分に備えているとの結論に達した。