

氏名	くにむねこうぞう 国宗浩三
学位(専攻分野)	博士(経済学)
学位記番号	論経博第338号
学位授与の日付	平成20年3月24日
学位授与の要件	学位規則第4条第2項該当
学位論文題目	<i>Overcoming Asia's Currency and Financial Crises : A Theoretical Investigation</i> (アジア通貨金融危機の克服：理論的考察)

論文調査委員 (主査) 教授 西村周三 教授 山本裕美 教授 島本哲朗

論文内容の要旨

本論文は、1990年代後半に発生した、アジアの通貨・金融危機を克服するために行われた各国の政策に関する理論的な考察である。論文は英文で著され、全6章と序論、結論とからなる。第1章は、本論文全体の概要の説明と理論的な問題点の整理にあてられている。金融部門の役割、金融と経済成長との関連などの一般的なサーベイがなされると共に、途上国の金融システムの特異性や金融部門の脆弱性などが、先行文献の紹介とともに説明される。

第2章では、アジア通貨危機の概要が説明され、これへの対応として提示されたIMF（国際通貨基金）の高金利政策の問題点が指摘される。IMFは緊縮的な財政目標を設定したことは誤りであったことを認めているが、緊縮的な金融政策（高金利政策）は誤りと認めていない。しかし、この章では、理論モデルを用いて、金融政策自体も誤りであったことを指摘し、さらに同じモデルにより、現実起きたデフレ的な調整なども整合的に説明できるとしている。

第3章では、著者は、アジア通貨危機以降の金融制度に対して、金融危機がどのような影響をもたらしたかを分析する。危機以降、IMFや研究者などが、東アジア諸国は銀行中心のシステムから市場中心のシステムへの移行が望ましいというアドバイスを行うが、著者は、途上国がそのような移行で成功した事例は少数派であり、この処方箋は容易には達成しにくいと主張する。

以上の立論は、「銀行による金融仲介」vs.「株式市場、債券市場を通じた金融仲介」を対照させ、この二つのスキームの情報の非対称性の違いに注目し、理論モデルを構築することによって行われる。特に情報の非対称性として、収益とリスクの二つを代表的指標として取り上げ、上記の制度の違いが、この観点から一長一短であることを示している。この二つの制度の違いのポイントは、株式市場を通じた金融仲介にはセルフセレクションのメカニズムが働かない場合が多いのに対し、銀行による金融仲介の場合は、借り手自らが自らのリスクを適切に表示する可能性が高いという点であると著者は考えるのである。

第4章では、金融危機発生後の財務構造変化に対する企業や銀行の事後的な行動の変化についての分析である。この章は、次の5章で行う本格的な分析の準備作業にあたるもので、著者はこの銀行や企業の行動について、次の3つの観点から分析を加える。(1) Debt Overhang, (2) Asset Substitution, (3) Agency Cost and Corporate Investment.

これらはいずれも銀行、企業などの財務構造の悪化のさいに生じる問題行動であるが、これを単純な理論モデルによって、行動パターンをいくつかに分類する。

これを受けて第5章では、銀行に対する Bank Bailout Policy（不良債権救済政策）の内容の当否が分析される。この章の問題提起は「アジア通貨危機後の銀行救済策は正当化できるか？」という問題である。この章ではこの問題を、銀行によるモラルハザードの発生可能性と救済策の実施という観点から、ややゲーム理論的な状況を設定して、分析を行っている。判断基準はマクロ経済学における一つの重要な基準である時間整合性（dynamic inconsistency）である。結論だけを要約すると、途上国の場合は、先進国と比べて、決済システムの近代化、情報の透明性などに劣るため、これらの近代化への努

力は必要ではあるが、同時にたとえモラルハザードの可能性が高くても、先進国に比べ、救済策をとらざるを得ないというものである。

第6章では、アジア通貨危機後の企業の不良債権問題のリストラクチャリングのあり方を、ミクロ経済学における企業金融論のエージェンシー問題の応用として分析している。アジア通貨危機後、通貨価値の減価により、企業の資本構成が大幅に変化した。この事態を打開するために、エージェンシー費用として追加的な費用が発生した。これを、通常の事態であれば企業が負担するが当然であるが、危機的な状態では、政府が何らかの手を打つ必要がある。なぜならば、このような事態で、外資が国内企業の底値買いをする可能性があり、国民の間にはそれに対する反発があるからである。

このような問題に対する理論的な分析を加えて、筆者は、(1) 株式発行に関わるエージェンシー費用を引き下げようとする改革は即効性を持つこと、(2) 一方で負債発行に関わる政策は、即効性に劣るが、中小企業への配慮としては意味を持つことを示した。

論文審査の結果の要旨

アジアの通貨・金融危機に関する分析は、主に欧米の研究者やIMFなどの国際機関の研究者などによって精力的な研究が行われてきたが、日本を含むアジア圏の研究者によるものは決して多いとはいえず、さらにこれを英文で公刊しているものはきわめて少ない。本論文は戦後の日本の金融制度の発展を踏まえて、アジア的な仕組みを視野に入れながら、アジアの途上国の金融危機の問題をとらえたという点で貴重な研究である。

さらに、分析手法に関しても、欧米の、主に金融経済学（マクロ、ミクロ経済学を含む）の最新の成果を応用して分析を進めており、国際的に共通の言語（英語としてだけでなく、分析手法という意味での「言語」）によって分析を進めたという点で、意義が深い。

本論文は、既に英文の学術誌などに公刊されたものと日本語の原著を英語に書き換えたものからなるが、英文にまとめたことで、アジア的な制度の特徴を欧米の研究者に理解させることが容易になった。

全体が理論的な研究からなっているが、その対象とするアジア通貨・金融危機に関する制度的、歴史的な説明も平易で、全体像を理解しやすい。

理論的な分析の基礎が最新のものにおかれていることについても特筆すべきであろう。金融理論におけるリスクプレミアム論、金融制度論におけるエージェンシー理論の最新の発展までをフォローした上での分析は中南米などの応用した例はあるが、これをアジア通貨危機に応用した研究はほとんどない。しかも、理論分析のツールは一部を除いては、決して複雑ではなく、理論家以外にも理解しやすい。ただし第2章の動学モデルに関しては、やや複雑な数学モデルが用いられている。これは分析の性格上やむを得ないであろう。

不良債権処理をあつかう第4章、第5章では、相前後して生じた日本の経験に関する分析も踏まえられており、この点に関しても興味深い。さらに最終章で述べられている、今後起きうる同じような事態に対する処方箋だけを独立して結論だけを読んでも、多くの示唆が得られる。2007年末時点で起きつつある、アメリカのサブプライム問題に対する処方箋としても、参考となる指摘もある。

以上、問題の取り上げ方、これに対する理論的なツールの使い方、いずれをとっても、時宜を得ており、著者のツールとしての理論応用の切れ味は鋭い。

もちろん、いくつかの難点が見られることも否定できない。第3章で、問題をゲーム論的な状況として設定しながら、その定式化が、正規のゲーム理論のそれとはなっていないことは惜まれる点である。またアジア通貨危機について、たとえば中南米とはどのように異なるかという制度的な分析はほとんどなく、途上国全般の共通の現象としてとらえるしかないのではないと思われることも不満が残る。アジアの特質は何かについて、つっこんだ分析が欲しかった。

しかしながら、以上の問題点は、モデル分析そのものが持つ限界でもあり、逆に制度的な記述に終始した場合には、問題の所在のポイントのおき方に曖昧な点が生じてしまう。その意味で、本論文のようなモデル分析の持つ意義は大きいと考えられる。

よって本論文は、博士（経済学）の学位論文として十分に価値のあるものであると認められる。

なお平成19年10月25日，論文内容と，それに関連した試問を行った結果合格と認めた。