

氏 名	み よし ゆう すけ 三 好 祐 輔
学位(専攻分野)	博 士 (経 済 学)
学位記番号	経 博 第 164 号
学位授与の日付	平 成 15 年 3 月 24 日
学位授与の要件	学 位 規 則 第 4 条 第 1 項 該 当
研究科・専攻	経 済 学 研 究 科 現 代 経 済 学 専 攻
学位論文題目	日 本 の 金 融 市 場 と 資 金 の 貸 借 に 関 す る 研 究 ——不完全情報下の企業・銀行・投資家の行動——

論文調査委員 (主 査)
教 授 有 賀 健 教 授 小 佐 野 広 教 授 古 川 顯

論 文 内 容 の 要 旨

本論文は、日本企業の負債構造・資金調達とガバナンスに関して多面的な実証研究を行う。論文の各章の中心は、金融現象の情動的側面に焦点をあてた理論分析に基づく仮説の計量的検証にある。本論文は全体を俯瞰する第一章と、実証分析の結果を中心とする4つの章からなる。以下各章の内容を要約する。

第2章は企業経営と企業の負債構造の関係に焦点をあて、日本企業の社長交代の決定要因が、負債構造に応じて、いかに異なるかを分析する。主要な結論は以下のとおり。第一に、外部役員のパイプラインが多い企業ほど、社長交代の確率が高い。第二に、株価と当期純利益を比較した場合、社長交代はむしろ当期純利益の平均との乖離により強い影響を受けていることが確かめられる。更に、創業者社長にサンプルを限ると、株価収益率、当期純利益のいずれも有意な効果を持たないことがわかる。

第3章では企業経営に関する未公開情報が、どの程度株式市場に伝播するかについてイベント・スタディを行う。具体的には、証券取引等監視委員会によりインサイダー取引の報告のあった株を対象とし、未公開情報の発生、インサイダー取引の実行、情報の公開、それぞれの時点において、株価収益率に有意な異常値が観察できるかを検定する。インサイダー取引は、一方で、企業の内部情報を知らぬ立場を悪用して不当な利得をあげる経済犯罪であるが、他方では、未公開情報を速やかに株式価格に反映させる情報伝達機能を持つ可能性もある。しかし、分析の結果は、インサイダー取引の持つ未公開情報の伝達機能を強く否定し、日本の株式市場の強度の効率性を否定するものである。

第4章は企業の資金調達に関する実証研究である。モジリアニニミラーの定理の成立しない世界においては、企業価値と資金調達手段は独立ではなく、多様な資金調達手段はそれぞれ固有のエージェンシー費用を持つ。この費用を最小化するような自己資金と借入れ資金(広義の負債)に関する望ましい比率があり、それに向けて企業は負債比率を調節すると考えるのがターゲットアジャストメント仮説である。他方、ペッキングオーダー仮説とは、銀行借入れ及び社債発行による利払いの費用が少なければ、企業は常に外部から資金調達を行うと考える。第4章はこの2つを対立仮説として含む、レジーム・スイッチング・モデルを推定し、ペッキングオーダー仮説が支持される結果を得ている。

第5章では第4章と裏腹の関係にある銀行の融資行動の分析を行う。銀行融資を銀行の資産選択行動として捉えると、その変化は主に利子率体系や各資産のリスク構造の変化により起こると考えられる。中央銀行の政策金利の変更がこのような資産の利子体系に影響を与えることで、融資行動に影響が及ぶ。これが金利チャンネルである。他方、銀行が資金調達において一定の制約下にある場合、預金残高の変動等による手持ち流動性に対するショックは、短期的にはそれを吸収するために資産規模の調整をもたらす、融資残高にその影響が及ぶ。このような経路を「貸出チャンネル」と呼ぶ。実証分析の結果は以下の2点に集約できる。第一に銀行の融資行動は、保有資産の大小に関わらず金利チャンネルの影響を受けている。第二に、都市銀行では貸出チャンネルは有効に利いていないが、地銀・第二地銀については貸し出しチャンネルの存在が実証的に確認できる。

論文審査の結果の要旨

三好論文の最大の貢献は、各章における綿密な実証研究もたらす数多くの発見である。実証研究の結果はいずれもオリジナルであり、既存研究が全く存在しない（第3章）か、既存研究の結果に重要な修正を与える（第2, 4, 5章）ものである。例えば、第2章において、論文は上場企業の社長交代の説明要因として、株価の動向ではなく、決算利益の変動がはるかに重要であり、また外部取締役の比率の高い企業ほど、企業パフォーマンスに連動した社長交代が行われていることを示す。このような分析結果は単に新しい発見であるばかりでなく、その実証分析の周到さ、結果の頑健さにおいて、例えばこの分野の代表論文といえる Kaplan (Journal of Political Economy, 1994) よりも数段優れている。また、第5章における、金利チャンネルと信用チャンネルの重要性に関する実証研究の結果も興味深い。明確な目標とそれに対応する実証命題の提示、それに続く計量分析による推定や仮説検定、といった手順は堅固で簡明であり、合計70ページに満たない量でありながら、書き込めば十二分に一冊の書物足りうる成果を含むものであり、日本の金融実証分析に対する重要な貢献とみなしうる。

他方、三好論文には多くの問題もある。第一に、実証研究の優れた成果を、既存研究や政策課題と適切に結びつける努力が不足している。例えば、第3章のインサイダー取引に関するイベント・スタディーの結果は、日本の株式市場全体の情報効率性とどのように関わるのか、より踏み込んだ実証研究も可能であり、同じく第2章における社長交代の決定要因の分析結果も、企業ガバナンスの他の側面、特に取引銀行の関与と結びつけることにより、更に豊かな含意を持つ成果に発展しうるものであろう。さらに、論文の随所で、記述やノテーションの不備が目立ち、場合によっては文意を理解することが困難な箇所も多くある。例えば、第5章の基本モデルの提示やその説明において、実証分析への橋渡しとなる鍵になる最適条件の導出に関する箇所等、多くの改善すべき点が指摘出来る。

しかし、本論文が課程博士申請論文であることを考慮するならば、このような欠点は今後、各章の内容の論文公刊に向けての目標・課題として氏が努力すべきものであり、氏の真摯な研究成果を認める障害とすべきものではないだろう。よって本論文は博士（経済学）の学位論文として価値あるものと認める。なお平成15年2月13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。