

( 続紙 1 )

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |                                 |    |      |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------|----|------|
| 京都大学                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 博士（経済学）                         | 氏名 | 翁 百合 |
| 論文題目                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 金融危機とプルーデンス政策—金融システム・企業の再生に向けて— |    |      |
| <p>（論文内容の要旨）</p> <p>本論文は、金融技術革新やグローバル化などで大きく変化している金融市場に対する政府の関与の手法等を検討することを目的としており、1990年代以降の国内および海外の金融危機と政府の関与の関係を分析の対象としている。政府の金融市場への関与には、民間金融機関に対する規制、公的金融機関等の組織が自ら金融事業を担いこの活動に対して財政的に支援を行う関与、市場の整備などがある。本論文では、平時や危機時における規制や公的金融機関の活動が、金融機関や企業の行動のみならず、金融市場やマクロ経済にどのような影響を与えたかを分析し、合理的な規制や公的金融機関の活動のあり方について検討している。そのような本論文は、民間金融機関に対する規制監督と2008年の米国発金融危機との関係、2003年から4年間活動したわが国の産業再生機構と金融市場、近年の日米の公的金融機関と金融市場との関係、についての諸研究から構成されている。</p> <p>第1章は、2008年の米国発金融危機につながったマクロ経済的背景や金融市場の構造変化を分析している。その結果、それまでの欧米諸国の銀行の健全性確保を主軸とした規制監督が、投資銀行などの影の銀行（シャドウバンク）とよばれる金融機関にリスクの高い取引を集中させ、マクロ経済を不安定化させたことや、ミクロ的な金融機関の健全性確保のみに着目した規制がかえって金融市場を不安定化させたり、景気の波を増幅させたりして危機を深刻化させたことなどの問題点を明らかにしている。</p> <p>第2章では、従来の規制監督を補うものとして、金融機関の行動の金融市場全体への影響、マクロ経済の動向と金融市場の相互関係に配慮し、市場全体の安定を確保する「マクロプルーデンス」の視点の重要性が強調される。一方、この視点を具体化する個々の規制手法—システム上重要な金融機関に対する監督強化、自己資本比率規制の持つ景気増幅作用の緩和など—について検討した結果、これらが金融市場に様々な影響を与える可能性があり、ここになお検討すべき多くの課題があることも指摘されている。</p> <p>第3章は、2000年代中盤に活動した産業再生機構の事例研究である。ここでは、産業再生機構は従来メインバンクが担っていた機能を危機時に補完する役割を担ったこと、産業再生機構が中立的組織であるがゆえに効果を発揮したのは、民間だけでは解決できない多数の債権者間等の利害調整機能であったこと、を示すとともに、リスク負担機能は企業再生に大きな役割を果たしたが、副作用もあることから、時限を限った活動であるがゆえに許容される、との認識を導いている。</p> <p>第4章では、90年代以降の日本の不良債権問題の背景に、企業経営が悪化する前に早期事業再生を図ろうとしても民間だけではなかなか進まない多くの「市場の失敗」があったことが、産業再生機構で扱われた事例から明らかにされる。具体的には、企業経営者の経営判断の誤りやそれを監督するガバナンスの不備、メインバンクに負担が過剰にかかった債権処理手法、債権放棄に協調できなかった公的金融機関の存在、事業再生に不可欠な企業再生専門の経営者人材の不足などの諸要因が、早期事業再生を難しくしていたことが示されている。</p> |                                 |    |      |

第5章は、2000年代半ば以降の事業再生市場の進展について分析し、事業再生が個々の企業の収益性の向上に直結しうることを、さらにM&Aが行われることにより経営資源の効率的配分を促し、マクロ経済にも好影響を及ぼしうることを明らかにしている。その上で、最終的な不良債権問題の解決は外需の回復によりもたらされたものの、早期事業再生をより容易にする環境整備を進めることが、今後の日本経済の成長に重要である、と指摘している。

第6章では、大きく変貌する金融市場における公的金融の今日的必要性や意義、組織のあり方、貸出金利設定（プライシング）のあり方などの課題が整理されている。ここでは、公的金融の必要性は市場の失敗に依拠しており、政府のリスク負担という公的金融の本質に照らせば、政策目的の実現と副作用の縮減という双方からの政策評価の充実が必要であること、政策目的の実現のために公的組織（エージェンシー）形態をとる場合と民間企業形態をとる場合の得失を比較検討すれば、どちらの場合もその欠点を補う制度上の工夫が必要であること、また、公的金融のプライシングや手法については、金融市場、民間金融機関の価格発見機能を低下させない工夫が必要であること、が指摘されている。

第7章は、2008年に公的金融改革によって誕生した日本政策金融公庫に焦点を当て、環境変化を踏まえた実効性のある政策評価の継続、ガバナンスの実効性確保と金利のプライシング、リスク管理、危機対応の設計、信用補完制度の制度設計などに課題があることを明らかにしている。

第8章は、米国政府支援企業の事例研究である。これによれば、住宅金融証券化を担う政府支援企業は、上場企業であるにも拘わらず政府が間接的に支援していたことから、その負債は暗黙の政府保証があると市場から認識されていた。このことは、平時には資金を低利で調達する効果を発揮したが、システミックリスクを起こしかねない規模まで拡大してしまい、近年の金融危機時に、政府支援企業は結局巨額の公的資金の投入を受けて救済されることになった。このことから、著者は、本章で取り上げた政府支援企業を、政府による公的関与の制度設計や手法の失敗の具体例として位置づけている。

本論文全体の結論として、政府が規制や公的金融などの手法で金融市場に関与する際には、外部性や大きく変化する金融市場における市場の不完全性等、市場の失敗がどこに存在するのかを常に見極め、これに対応する設計とすること、また、資源配分の効率性や市場の安定性を損なわないように、規制や公的金融機関の行動等の政府の関与が、市場参加者のインセンティブや、金融市場全体やマクロ経済全体にどのような影響を与えるかについて十分に配慮する必要があること、が導かれる。

(論文審査の結果の要旨)

本論文で高く評価される点は、以下のとおりである。

第一に、2008年の金融危機につながった金融技術革新やグローバル化による金融市場の構造変化に、個々の金融機関の破綻防止を目的とした従来型の規制手法である「マイクロプルーデンス規制」が適切に対応しえず、マクロ経済や金融市場を不安定化して危機を深めたとした上で、金融システムの安定には、従来のマイクロプルーデンス政策を補完し、かつ金融システム全体の安定を目的とする「マクロプルーデンス規制」手法の投入が重要であることを強調し、このことにより、金融市場論・金融政策論に新たな分析の視点を提示するとともに、政策実践自体にも有益な評価基準のひとつを提示したこと、これが本論文のもっとも注目すべき寄与をなす。

第二に、他方において、本論文は、ことにマクロプルーデンス規制を具体化する諸規制手法自体も金融市場やマクロ経済に多様な負の影響を与える可能性があるとして、ここにもなお幾多の検討課題があることへの指摘を忘れていない。この点も、著者の複眼的で均衡の取れた目配りを示すものとして評価しうる。

第三に、本論文は、上記のマクロプルーデンス規制に関する一連の問題の検討に加えて、産業再生機構や日本の不良債権問題、事業再生市場、日本政策金融公庫、米国政府支援企業、といった、主題に密接に関わる個別の事例研究を行っており、その際、マクロプルーデンス規制に関する研究と同様、これらの個別事例研究においても、それぞれの主題に関するまことに多岐にわたる先行研究ないし先端的研究の諸成果を丹念に整理しつつ、これらを踏まえて自己の立論を構築ないし展開し、あるいはそれらを各主題と関わらしめてこれに有意味な論評を加えている。これは、主題に関して、二重の意味で、すなわち、主題に関わる多様な問題領域を視野におさめていること、およびそれらの多様な問題領域のそれぞれに関する研究蓄積を適切かつ批判的視点をも含めて整理していること、こうした意味で、これまた極めて目配りの効いた、いわば百科全書的な研究状況の把握を行った注目すべき研究となっており、本論文は、この主題を扱う今後の研究のための重要かつ不可欠の参考文献としての役割を担いうるものであり、学界に対してそうした意味の貢献も行っている。

第四に、本論文は、政府の規制や公的金融を手段とする金融市場への関与においては、市場の失敗を慎重に見極め、これに適切に対応する制度設計とすること、資源配分の効率性や市場の安定、市場参加者のインセンティブ、金融市場全体、マクロ経済全体等への影響につき十分な配慮を行うことを、繰り返し指摘している。これは、市場の失敗に対応する政府介入・規制において、ありうべき政府の失敗をも検討対象に据え、そうした事態を可能な限り生じさせないようにするため、手法・政策をその都度吟味することが重要であることを指摘したものである。これは当然のように見なされがちであるにも拘わらず評価や判断の難しさも手伝って必ずしもそうはなっていない状況に改めて注意と再検討を促す意味をもつと同時に、本論文が、市場の失敗と政府の失敗の双方に適切な目配りを効かせていることの現れであり、市場と政策との役割を把握する際に改めて注意すべき事柄を、抽象論によってではなく、具体的な金融市場・金融政策の分析に基づき示した方法論上の貢献をなす。

ただし本論文にも問題がないわけではない。

第一に、本論文は、市場の失敗と政府の失敗の関係ないし双方のいわば境界領域に着目した議論を緻密に展開しつつ、双方の欠点を補う制度上の工夫の重要性を強調しているが、その一方、たとえば政府の失敗のなかで、市場化の性格をもつ効率追求等によっては解決されえず政府機能それ自体の強化ないし充実等によって処理されるべき問題領域（たとえば特別権力関係としての官僚制など）については、殆ど視野に入れていない。この点は金融政策を考える上でも妥当する問題であることから、この点の方法的な不備を指摘せざるをえない。

第二に、本論文によるマクロブルーデンス規制の枠組みの検討には、二重の意味で改善の余地が残されている。すなわち、まず、本論文は、一国レベルのマクロブルーデンス規制については立ち入った検討を加えているが、グローバル化による金融市場の構造変化に注目するにも拘わらずこれに対応するグローバルなマクロブルーデンス規制については、その重要性を指摘はするが、具体的な分析ないし検討は一国レベルのそれとは非対称に不足している。次に、本論文はミクロブルーデンス規制とミクロ及びマクロブルーデンス規制とを段階的発展の文脈で捉えているが、本論文のいうミクロブルーデンス規制の段階ないし時期においても、実質的にマクロブルーデンス規制として捉えうる規制がみられたと考えられる。ここからすれば、上記のような本論文の二段階区分は必ずしも実態に合わないところがあることになる。

第三に、本論文の論理展開において、やや舌足らずな説明の箇所がある。具体的に述べれば、実証部分や論点整理部分の説明の明快さに比べて、理論モデルを用いた分析についての記述は、当該モデルの理論的背景についての説明がやや不足しているという印象を受ける。本論文の読者対象は広範囲に及ぶため、当該モデルに関する背景知識の説明が望まれるところであった。

とはいえ、これらの点の多くは著者自らも自覚しているところであり、またこれらは、本論文が示す著者の研究姿勢からして、著者が今後の研究によって然るべく対応するであろうことが十分に予想される。また、いずれにせよ、これらの点は、本論文が、マクロブルーデンス規制の重要性を指摘し、同時にその均衡のとれたあり方を考察することによって行った学界に対する貴重な貢献の価値を貶めるものではおよそない。

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23年6月13日、論文内容とそれに関連した口頭試問を行った結果、合格と認めた。