

氏 名	まつ い けん じ 松 井 建 二
学位の種類	博 士 (経 済 学)
学位記番号	経 博 第 187 号
学位授与の日付	平 成 16 年 3 月 23 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 経 済 シ ス テ ム 分 析 専 攻
学位論文題目	企業経営データを用いた我が国のマーケットマイクロストラクチャーに関する実証的研究

論文調査委員 (主 査) 教 授 有 賀 健 教 授 成 生 達 彦 教 授 小 佐 野 広

論 文 内 容 の 要 旨

本論文は、いわゆるマーケットマイクロストラクチャーの実証分析を研究課題とする。市場仲介者の機能を中心に、市場構造や成果と関連付けながら特定市場の微視的構造を解明するのが目的であるが、本論文では、全体を大きく2つに分け、前半の第Ⅰ部は金融市場を、後半は実物市場のマイクロストラクチャーの分析を行う。第Ⅰ部においては、証券会社が取引仲介者として重要な役割を果たす企業社債市場を取り扱う。第1章では債権の引受を行う証券会社をその価格を決定するマーケットメーカーとして把握し、価格付けがどのような要因に依存しているかを計量的に分析する。特に注目するのは、流通利回りに比較した場合のオーバープライシング傾向であり、証券会社による引受競争モデルを構築し実証する。その結果、次の3つの条件のいずれかを満たす銘柄ほど、オーバープライシングの傾向が強いことが明らかにされる。第1に格付けの高い銘柄、第2に引受シンジケート団を構成する幹事社数が少ない銘柄、第3に格付けが高く起債額が小さいか、または格付けが低く起債額が大きい銘柄である。これらの実証結果は引受競争モデルと整合的であり、さらに詳細な解釈がなされる。

次に第2章では第1章と同じく財務データを用い、社債管理会社が間接的に資金仲介を行う債券と、そうでない債券の間で発行時のプライシングの差異が存在するかを分析し、社債管理会社不在の債券は発行時の実質的な発行価格が低くなることを実証的に示す。この結果は3つの観点から解釈がなされる。第1に管理会社が不在の債券はデフォルトに陥ったとき、迅速に債券保全措置が講じられないだけでなく、一部の債権者が全体の利益に合致しない行動をとるリスクがあるが、こういった回収に関するリスクプレミアムを応募者利回りが反映して高くなっていると推測される。第2に、社債管理会社が存在しないならば、個々の投資家が個別に発行企業に対する監視活動を行わねばならないが、そのコスト分だけ割り引いて新発債が売られると解釈することも可能である。第3に米国における研究で、証券会社は市場の評判を重視するがために、できるだけリスクの低い証券を引き受けるインセンティブを持つことが明らかとなっているが、第2章の結論はデフォルト時の回収リスクが相対的に高い管理会社不在の債券は、引受競争が幾分緩和される結果として、発行企業寄りの利回り設定がある程度弱められ、応募者利回りが高水準で安定すると考えられる。以上の結果より資金仲介者としては社債管理会社が重要な役割を果たし、その是非を論じなければならないことが理解される。

次に第Ⅱ部では実物市場のマイクロストラクチャーを分析の対象とし、流通業者を実物市場のマーケットメーカーとして把握し、流通小売業の取引仲介者としての役割と、その直面する市場環境に焦点を当て分析を行う。

第3章ではチェーン・オペレーションを行う我が国のスーパーマーケットのPOSデータを用い、それらの小売店を財市場の仲介業者を代表する存在として位置づけ、流通小売業が直面する市場環境と、第1に消費者のブランド間代替は嗜好性の強い財の方が行われやすい傾向があること、またブランド間の代替行動が生じやすいかどうかは、業態により差異が存在することが明らかになる。また特にあるブランドは低い価格を付けているときほど、他の競合ブランドが価格を下げた場合に、より販売数量が大きく減少するという非対称性が存在する。さらに第2に店舗間の代替行動として、ライバル店の存在が特に強く影響しやすいのは小規模な小売店であることが分かり、この結果は実物市場で仲介業者が財に付ける価格は地理

的な要因に大きく依存していることを反映するものとして解釈される。

こうした小売業が直面している市場環境の全般的な分析を受け、第4章では需要者である消費者側の行動が、小売店の価格付け行動にどのような影響を与えているかを、さらに個別的な小売店のPOSデータを用いて分析する。我が国のスーパーマーケットは‘High-Low Pricing’と呼ばれる特定の高価格と低価格に集中して、それらの間を一定間隔で往復するような財の価格付けをすることが商学の研究により先験的に知られている、第4章の結論として、消費者の在庫行動が企業の価格戦略に重要な影響を与えていることが明らかとなる。つまり、企業が二極的な価格設定行動を行うのは、安売りの時に即時的な消費目的だけでなく、家庭内での在庫を行う目的で購入する消費者をターゲットとして、まとめて販売するためである。こうした消費者の在庫行動もまた金融市場と異なる実物市場の構造に特有のものであろう。

以上の4章から構成される論文全体の結論として、財・金融市場ともに取引対象を供給する競争が仲介業者間で生じており、その価格付けの戦略は下流に位置する最終的な需要者の行動に特に大きく左右されることが明らかとなる。したがってある程度の時間を通して取引仲介の業務を営むのであれば、各企業にとっては評判やブランドといった取引を行う上での信用が重要な役割を果たすことになる。取引仲介業務には一般的に参入障壁となるような有形の固定資産は多くは必要とされないため、経営戦略上なおさらそうした信用が必要であると結論が下される。取引仲介者は対象物が何であれ、ビッド・アスクスブレッドから得られる利潤を最大化することが行動原理であるが、価格設定を行う場合独占的に行動すれば社会全体の経済厚生が損なわれる可能性もある。終章では、産業組織論の視点からこの点に関して総括と展望を行い、論文で取り扱うテーマが、市場構造論と密接な関わりがあることを踏まえ、得られる知見は産業組織論に即するならばどのように理解されるかを併せてまとめられる。

論文審査の結果の要旨

本論文は、マーケットマイクロストラクチャーという新しい分野に、日本の実証研究を持ち込んだ意欲作である。金融市場の数多くのアノマリーについて、市場の微視的構造にその原因があることは良く知られている。松井論文が注目するのも、債権引き受けにおけるオーヴァープライシングや、小売市場におけるHigh-Lowプライシングといった、通常の均衡市場モデルでは理解が難しい現象である。論文はそれぞれの章において分析対象とする市場の仲介者の機能や仲介者間の競争を軸に、市場の特徴に根ざした仮説・モデルを提示し、丁寧な実証分析により、主要な結論を導いている。序章・終章を除く全ての章の全体あるいはその一部は、専門雑誌や書物に発表されていることから推測できるように、その水準は高く、既に学会から一定の評価を得られたものである。各章の分析は理論モデル、利用するデータ、統計的推定手法の選定、いずれの側面においても完成度が高く、著者の研究水準の高さを反映するものである。

とはいえ、各章の研究内容に即して詳細に検証するならば、改善の余地は当然残る。例えば、第1・2章の社債市場の価格付けの分析においては、引き受け会社間の競争のモデル化が鍵となるが、その特長づけ次第では、大きく異なる価格設定が予想される。そのような代替的な仮説との比較検証は残された重要な課題であろう。また、第4章の分析においても、High-Lowプライシングに関する他の代替的な仮説との比較検証は、利用できるデータの限界があるとはいえ、やはり今後の課題として残っている。しかし、繰り返しになるが、いずれの分析も、それぞれの分野で十分に研究成果として評価に値する内容であり、個別論文としてみた場合、焦点の明確さ・分析的確さと裏腹ともいえる。

松井論文に将来の課題が残るとすれば、各章の研究内容の詳細ではなく、むしろ、マーケットマイクロストラクチャーという研究課題そのものが、専門分野として、今後どのような進展を見せるか、金融あるいは流通、あるいは産業組織論といった既存の研究分野での研究とどのような独自性が発揮されるかにかかっている。

しかし、本論文が課程博士申請論文であることを考慮し、各章の内容水準の高さに鑑みれば、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16年1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。