

金融の理論と実証

岡村 秀夫

近年、世界的な金融危機に直面した主要国の中央銀行は、相次いで非伝統的な金融政策手法を取り入れている。量的緩和政策による潤沢な資金供給にとどまらず、ミクロ的領域に踏み込んだともいえる信用緩和政策の導入は、民間金融部門の金融仲介機能低下が国内外を問わず課題となっていることを示している。

日本においては、バブル経済崩壊後 20 年余り、金融仲介機能が十全に発揮されない状況が継続している。銀行の信用創造機能が低下する一方で、資本市場を通じたりスクシェアリングが不十分であれば、金融システムが経済活動の基盤を支え切れていないとの批判は免れないだろう。

今回の企画論文では、理論・実証の両面から金融に関する諸問題を考察している。特に、「信用」の役割を改めて問い直すとともに、資本市場に関する問題に主な焦点を当てていることが特徴である。

前半の 3 本は銀行信用に関する論文である。古川論文では、「信用資本理論の開祖」と呼ばれる H.D. マクラウド (1821 年～1902 年) を取り上げている。マクラウドの信用理論は「信用は富であり資本である」というユニークな主張が特徴的である。そして、信用システムの中心に位置する銀行の本質的機能は、単なる資金仲介機能ではなく、信用創造機能にあるとしている。信用創造活動が実体経済に大きな影響を及ぼすというマクラウドの考え方は、金融危機を経験した我々から見れば、非常に先見性に富んだものといえよう。

Wang 論文は、Credit View と呼ばれる立場から銀行貸出行動について理論的考察を行っている。Credit View では、金融市場の不完全性をふまえ、金融政策のトランスミッション・メカニズムや景気変動における信用の役割を重視している。非対称情報下における情報獲得コストを取り入れたモデル分析の結果から、銀行のバランスシートの状態、借り手のバランスシートの状態、金融政策、の 3 つの要因が銀行貸出行動に影響を与えることが示されている。

宮崎・阿萬論文は、地域金融機関の再編が取引先企業の業績に与える影響について分析している。1990 年代以降、大手行にとどまらず、全国各地の地域金融機関が合併ないしは持株会社を活用した経営統合を進めている。与信活動において継続的取引関係から獲得・蓄積された情報が重要な役割を果たすことを鑑みれば、再編に伴う支店・組織等の統廃合は、信用創造機能の低下を通じて取引先企業の業績悪化を招く恐れがある。このような懸念に関して、2003 年に実施された親和銀行と九州銀行の合併に限定されたサンプルではあるものの、再編が取引

先企業の業績に悪影響を及ぼしていることを明らかにしている。

後半の3本は資本市場に関する論文となっている。足立論文では、外国為替市場介入が資本市場に及ぼす効果についてイベント・スタディによる検討を行っている。外国為替市場介入当日の業種別株価指数の1分足データによる分析から、市場構造に変化が見られたのは33業種中3業種と限定的であったことを指摘している。この結果は、民間経済主体の行動に影響を与えることを試みる公的介入に関して、その効果や意義の再考を促すものと考えられる。

三谷論文では、資本市場からの企業の資金調達に関して、マーケット・タイミングに着目した実証分析を行っている。株式市場で自社が過大評価されている際には増資を選択し、過小評価されている際には負債調達を選択する、というものがマーケット・タイミングの考え方である。主要な結果として、新規公開企業数に基づいて株式市場の状態を測定した結果から、マーケット・タイミングの存在を支持している。また、マーケット・タイミングを的確に捉えて新規公開を行った企業の負債比率が持続的に低下する傾向を指摘している。すなわち、マーケット・タイミングが資本構成に及ぼす影響は持続性・粘着性を有すると考えられ、資本構成に関する新たな理論として検討を進める必要があるとしている。

最後の岡村論文は、新規公開株式の初値形成に関して、投資家行動の影響、ならびに市場におけるアノマリーの一種であるカレンダー効果について分析を行っている。国内外の株式市場において、上半期には下半期に比べて収益率が高いという現象が観察されており、半年効果と呼ばれている。このような半年効果が生じる要因には未解明な点が多く残されているが、端緒として投資家行動について特徴的な傾向の有無を検証している。その結果として、新規公開市場における半年効果の存在、ならびに上半期における投資家の積極的な買い意欲（投資家センチメント）を確認している。

限られた政策当局者、研究者、実務家による議論の対象であった金融に関わる問題が、選挙や国会での論戦を通じて広く国民の関心を集めるようになったという点で、2012年は特筆すべき年であったといえるかもしれない。本企画では、幅広くもそれぞれ重要なテーマを取り上げている。金融に関心を抱く読者が、各テーマを掘り下げていく一助となれば幸いである。