



金融不安定性の分析－Minsky理論の展開と資産価格変動の実証－

植田, 宏文

(Degree)

博士 (経済学)

(Date of Degree)

1994-03-31

(Date of Publication)

2014-11-06

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

甲1267

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.11501/3078395>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/D1001267>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



氏名・（本籍）	植 田 宏 文 （福岡県）
博士の専攻分野の名称	博 士（経済学）
学位記番号	博い第9号
学位授与の要件	学位規則第4条第1項該当
学位授与の日付	平成6年3月31日
学位論文題目	金融不安定性の分析 － Minsky 理論の展開と資産価格変動の実証－
審査委員	主査 教授 足 立 英 之 教授 豊 田 利 久 助教授 地 主 敏 樹

論 文 内 容 の 要 旨

本論文は、金融部門の変動とその実物経済への影響の分析を主題とし、ミンスキーの金融不安定性の仮説に関する既存の研究を展望した第1部、家計の資産選択行動に相対的危険回避度を導入したモデルによって金融部門と実物部門の相互作用から生じる金融不安定性を分析した第2部、および金融不安定性の金融部門内における一つの現れとしての金融資産価格の変動を実証的に分析した第3部から成り、全体として3部9章から構成されている。

第1部第1章「MINSKY 理論」では、金融不安定性に関するミンスキーの議論を要約し、その問題点を指摘している。ミンスキー理論の評価されるべき点として、企業の投資決定においてファイナンスが決定的に重要であることを指摘した点、また、その決定プロセスにおいて貸し手と借り手の主観的なリスク評価が景気に対して逆循環的に変動することによって、投資の変動が増幅することを指摘した点を挙げている。他方、ミンスキー理論の欠点として、企業の実物投資とは直接関係しない金融市場内部での取引肥大化の影響が十分考慮されていない点、金融自由化が企業の債務依存体質を加速するというマイナス面を指摘するにとどまり、資金の効率的配分をもたらすというプラス面を十分評価していない点などを挙げている。

第2章「金融不安定性のモデル」では、ミンスキー理論をモデル化した既存の試みを紹介し、検討している。その端緒を開いたテイラー＝オコンネルのモデルでは、家計の資産選択行動における貨幣と債券・株式との代替性が金融不安定性の核心をなしていることを指摘する。この代替性が高ければ、好況時には資産需要が貨幣から債券・株式へと大幅にシフトすることによって、株価の上昇と利子率の下落が生じ、その結果、投資需要の大幅な増加を通じて景気がいっそう拡大するというメカニズムが働く。しかし、このモデルでは、ミンスキーが重視した企業の投資決定に対する債務構造や金融仲介機関の行動の影響が明示的に考慮されていないと批判する。この他、テイラー＝オコンネルのモデルに金融仲介機関を導入して信用創造を内生化したモデルや、企業の投資決定に対する債務水準や長期期待の影響を考慮したモデルも紹介しているが、それらはいずれも家計の資産選択における危険回避行動を考慮していないと指摘している。

第2部第3章「家計の資産選択行動と金融不安定性」では、家計の資産選択における危険回避行動を明示的に考慮した自らのモデルを提示し、それを用いて金融不安定性が発生する条件を検討している。既存のモデルでは、家計の資産選択行動における相対的危険回避度は暗黙裡に一定であると仮定されているのに対し、著者はそれが富の関数であるという仮説を導入する。特に、相対的危険回避度が富の減少関数であるとする、好況時には富の増大とともに資産選択における危険回避度が低下するため、貨幣から債券・株式への資産需要のシフトが促進され、利率下落の可能性がいっそう高まる。そうすると、テイラー＝オコンネルのように貨幣と株式とが密接な代替資産であると仮定しなくても、金融不安定性が説明されると論じている。

第4章「金融仲介機関と金融不安定性」では、前章のモデルに金融仲介機関の役割を導入して拡張したモデルを構成し、金融不安定性をもたらす諸要因を分析している。企業の利潤率の上昇に対して銀行の貸出し意欲が強く反応する場合には、好況時に利率が低下することを通じて、金融不安定性の生じる可能性がいっそう高まることを示している。さらに、預金利率が内生的に決まる場合をも検討し、金融の自由化が進んだ経済でも同様の結論が導出されることを明らかにしている。

第5章「景気循環とリスクプレミアム－信用供給と担保評価－」では、貸出し先に優良企業と非優良企業との区別を導入して前章のモデルを拡張し、最近B. フリードマンの実証研究などで注目されている危険資産と安全資産の間の利率格差と景気循環との相関関係を理論的に説明している。そのモデルの特徴は、金融機関の貸付け行動における主観的リスク評価を両企業の倒産確率や担保評価という形で考慮したところにある。好況時には、銀行の企業に対する主観的倒産確率は低下し、担保評価は上昇するが、その程度が優良企業に比べて非優良企業の方が大きいとすれば、利率格差は逆循環的に変動することが示されている。

第6章「長短貸出し（借入れ）構成と実物経済」では、長短貸出し（借入れ）を導入したモデルを構成し、その比率の景気循環を通じての変化と金融不安定性との関係を分析している。好況時における長期期待の改善が、企業の借入れ意欲よりも銀行の貸付け意欲に対して強く作用するならば、長期貸出しの割合が増加し、長期金利は短期金利よりも大きく低下することをモデル分析によって導き出している。このような長短貸出し（借入れ）構成比率の変化は、金融不安定性を激化させる要因となることを指摘している。

第7章「企業の財務活動と金融不安定性」では、前章までの単純化のため捨棄されてきた新株発行を導入したモデルを構成し、企業投資のファイナンスが内部留保、銀行借入れおよび株式発行によって行われる場合を分析している。好況時に企業が新株発行によって投資資金を調達する可能性を考慮すると、銀行への借入れ需要がその分だけ減少するため、貸出し利率の低下と投資の増大の程度は大きくなり、その結果、金融不安定性が生じやすくなると論じている。

第2部には2つ Appendix がつけられている。その1では、第2部全体を通じて用いられた家計の資産選択における相対的危険回避度関数についてのミクロ的な基礎が示され、その2では、相対的危険回避度関数が分離可能な形になっていない場合でも本文の分析が妥当することが示されている。

第3部第8章「証券価格の変動」では、代表的な資産選択理論である資本市場価格理論（CAPM）、裁定価格理論（APT）および効率市場仮説を紹介した後、1970年代から1990年までの日本のデータを用いてそれらの理論の検証を行っている。CAPMの検証の結果は、その妥当性が年々低下していること、そしてリスクプレミアムの大きさを反映するパラメーターが大幅に変動していることを示している。APTの検証の結果は、80年代前半までについて行われてきた既存の実証分析の結果とは対照的に、80年代後半以降はその説明力が低下していることを示している。効率市場仮説に関して

は、公定歩合の変更前後における株価の変動を調べた結果、その調整が即時的でないことを示し、したがって市場は効率的であるとは言い難いと結論している。これらの結果のなかでも、特にリスクプレミアムが大幅に変動しているという事実の発見は、第2部の分析で重視した相対的危険回避度の可変性の仮説と整合的であると指摘している。

第9章「日本における株価のボラティリティー」では、日本の株価がどれほどファンダメンタルズを忠実に反映しているかについて、シラーによって開発されたテストと、その後改良された5つのテストを適用して調べている。それらの計量経済学的手法のなかには、日本の既存の研究では用いられていない最新のものも含まれている。分析の結果、日本の株価はファンダメンタルズから大幅に乖離していたと結論づけている。

論文審査の結果の要旨

本論文の主たる貢献は次の諸点にある。

- (1) ミンスキーの金融不安定性の理論をモデル化した既存の試みのなかに相対的危険回避度の可変性という仮説を新しく導入し、金融不安定性が生じるための条件を厳密に検討した。特に、相対的危険回避度が富の減少関数である場合には、比較的緩い条件のもとで金融不安定性が生じることを明らかにした。
- (2) 景気循環の過程で生じる危険資産と安全資産の利子率格差の変化や長短借入れ比率の変化などの興味深い金融現象を、独自の金融不安定性のモデルを用いて理論的に分析した。
- (3) これまで日本では80年代前半頃までについてしか行われていなかった証券価格決定の諸理論の検証を、80年代後半以降のいわゆる「バブル期」をも含むデータを用いて検証し、それらの理論の説明力は後半期には低下していることを明らかにした。また、リスクプレミアムが大幅に変動していることを明らかにすることによって相対的危険回避度の可変性の傍証を与えた。
- (4) 株式価格がファンダメンタルズを反映しているか否かのテストを、日本の既存の研究では用いられていない最新の計量的手法をも駆使しながら、さまざまな角度から行い、説得的な結果を得た。

本論文にいつそう望まれる点は、(1) モデルを開放体系へと拡張し、金融不安定性の国際的波及といった側面の分析を行うこと、(2) 本論文で展開された理論を基礎にして、金融不安定性を回避するための政策がどのようなものであるかを追求すること、などである。

しかし、これらは今後の研究に俟つべきものであり、これをもって本論文の意義と貢献が損なわれるものではない。

以上を総合して、審査委員は一致して、本論文の提出者が博士（経済学）の学位を授与される資格をもつものと判定する。