



Title	株式市場の経済学：経済構造変化と株価変動
Author(s)	米澤，康博
Citation	大阪大学，1996，博士論文
Version Type	
URL	<a href="https://hdl.handle.net/11094/40444">https://hdl.handle.net/11094/40444</a>
rights	
Note	著者からインターネット公開の許諾が得られていないため、論文の要旨のみを公開しています。全文のご利用をご希望の場合は、<a href="https://www.library.osaka-u.ac.jp/thesis/#closed">大阪大学の博士論文について</a>をご参照ください。

*The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA*

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

The University of Osaka

氏 名 <sup>よ</sup>ね <sup>ざ</sup>わ <sup>やす</sup> 康 <sup>ひろ</sup> 博

博士の専攻分野の名称 博 士 (経 済 学)

学 位 記 番 号 第 1 2 6 0 5 号

学 位 授 与 年 月 日 平 成 8 年 4 月 19 日

学 位 授 与 の 要 件 学位規則第4条第2項該当

学 位 論 文 名 株式市場の経済学  
—経済構造変化と株価変動—

論文審査委員 (主査)  
教 授 蠟 山 昌 一  
(副査)  
教 授 筒 井 義 郎 教 授 仁 科 一 彦

## 論 文 内 容 の 要 旨

本論文(『株式市場の経済学—経済構造変化と株価変動—』, 日本経済新聞社刊, 1995年)は, 筆者が主にこの10年間に必要にふれ, また問題意識にふれて論文にしたものを, レベルは落とすことなく, しかし不必要な数学的複雑さを前面にだすことを避け, また全体として多少の流れを保つことを心がけて編集し直した論文集である。したがって, すべての章において初出の論文と比較して大幅に加筆されている。

本論文は大きくマクロ的分析とミクロ的分析とからなるが, 目的の第一は1980年代後半のいわゆる「バブル」と呼ばれている株価急騰がどのような原因で生じ, またその過程で何が生じていたかを理論的に整理, 明らかにすること, 第二は, 制度的要因, 金融技術革新が株価変動, あるいは経済厚生にいかなる影響を与えたかを明らかにし, この過程で問題点があればそれを指摘し, 可能であるならば改善のための政策論を模索することにある。いずれの目的においても, 実証結果を大切に議論を確かなものにすることを心がけている。

本論文の主たるメッセージは以下の通りである。(1)80年代後半のわが国の株価上昇は円高不況を緩和するための日銀による大幅な金融緩和に依るところも多いが, 主たる原因は貿易黒字による対外純資産の急速な蓄積による円高, 資産価格高である。(2)地価の上昇を考慮しても株価は高くなりすぎていた。(3)株価の上昇あるいは下落はポジティブ・フィードバック戦略をとる傾向にあるわが国の機関投資家によって加速させられ, それによって非合理的なバブルが形成されたと考えられる。(4)株式持ち合いは少なからず生産効果をもっている。(5)証券会社の委託売買手数料に関して言えば, 大口取引引きについては自由化にすべきであるが, 小口取引に関してはバブルを防ぐ目的から取引に応じたピークロード・プライシングを導入することも検討に値すると思われる。(6)株式先物取引は市場の効率化(流動性の増大)に寄与した。(7)オプション取引自体は効率的なリスク・シェアリングを促進させる効果から評価されるべきであるが, 実際の使われ方に関してはこの効果を阻害するような大きな問題点を含んでいる。

以下, 各章に関して多少詳しく説明していこう。

第1章では資本, 貨幣, 対外純資産からなる資産市場の一般均衡モデル(国際金融におけるアセット・アプローチに対応)を構築し, 対外純資産が貨幣に近い資産である場合にはその蓄積によってトービンの $q$ は上昇することが明

らかにされる。その後、VARの分散分解によって株価変動に対して経常収支変動が重要な働きをしていることが確認され、80年代後半の株価上昇の主要原因として大幅な経常黒字をあげることができる。

第2章では、配当割引モデルの解説から始まり、その拡張としての地価と株価との関係を理論的に導く。しかし、株価に比較して地価の外部性が強く、このことによって地価がより過大に評価されている可能性が高いので、トービンの $q$ が1よりも低くとも株価が過小に評価されている証左にはならない。むしろ、1近傍に計測される場合には株価が地価に歩調を合わせて高く形成されすぎている可能性の方が強く、実際のデータはこの可能性があることを示唆している。

第3章は、まず標準的な合理的バブル理論を紹介し、バブルが生じている場合、企業が増資を行って金融資産に投資する「動学的裁定」の生じることを示す。さらに、実際のデータからこの裁定が行われていたことを示し、この側面からバブルの存在が否定できないことを明らかにする。しかし、そのバブルは合理的なものよりは、平均回帰的、過剰反応的な非合理的なバブルである可能性が高いことを主張し、それらが生じ得るようなマクロ資産価格変動モデルを構築する。

第4章の前半では、わが国の機関投資家の投資行動をポジティブ・フィードバック（順バリ）であるかネガティブ・フィードバック（逆バリ）であるかの視点から分析する。株式投資収益率が平均回帰的に変動する場合にはネガティブ・フィードバックの方が適切な投資戦略であることが言えるが、実際のわが国機関投資家の大半はインパルス応答関数で調べる限り、ポジティブ・フィードバックであることがわかり、適切でない投資戦略であることが結論づけられる。それに対して外国人投資家、個人投資家はネガティブ・フィードバックの適切な投資戦略を行っている場合が多い。以上の結果から、わが国の機関投資家が合理的な投資戦略を行うようにするための政策を検討する。後半は機関化現象が株価変動に及ぼす影響を与えるかを株価変動の分散分解によって分析したところ、予想外にネガティブ・フィードバック戦略を採る個人投資家、外国人投資家が変動を助長していることがわかる。

第5章においては、株式の持ち合いの経済的機能、PERに与える効果、等を分析する。株式の持ち合いを基本的には日本的経営、日本の企業金融の制度的補完としてとらえるが、少なからず生産効果をもっていることを実証的に明らかにする。と同時に、実際にはその生産効果から計算される効率的持ち合い額よりもはるかに多額の株式を持ち合っていることを示す。また、PERに対しては、よく言われるようなそれを高める効果は実証的には確認されなかった。最後に、今後の持ち合いの動向に関してコメントし、それは日本の経営を維持していくか否かにかかっていることを指摘した後、仮に持ち合いが解消された場合、株価に及ぼす効果をもたらすかを、同じ経済的效果を持つと考えられる「増資」の株価に与える効果から類推した。結果は株価を有意には下げないである。補論では株式持ち合いが株価に与える効果、また企業倒産リスクに与える効果を理論的に分析している。

第6章の前半では、わが国の証券会社の行動（株式引き受け業務、株式委託売買業務）をモデルを構築しながら分析する。引き受け業務では全体としては独占利潤を得ていること、個別証券会社間では非価格競争を行っていること、また委託売買業務では非価格競争を行っていることを理論的に明らかにした。また、手数料の自由化が期待される効果を持つか否かをも分析した。また後半では、バブルの発生およびクラッシュを避ける一つの方法として、株式の委託売買手数料率のピークロード・プライシングを提言し、その実現可能性を吟味している。

第7章、8章は、株式の派生証券を扱う。まず第7章の前半では、株式先物取引が流動性の少ない現物取引の代替的な効果を持つこと、すなわち流動性供与効果を持つことを理論的に明らかにした後、実際のデータからもこの流動性が高まったことを確認している。後半は、現物市場が何らかの意味で不完全な場合、派生取引は投資家間のリスク・シェアリングを効率的に行うための有効な資産となることを理論的に提示する。しかし、このように有効な資産であっても、たとえばプット・オプション・ライターがデルタ・ヘッジを行ってリスクを負担しない場合には有効なリスク・シェアリングが行われないことを明らかにし、実際の利用のされ方に警告を発している。

第8章では、オプション、スワップに議論を限定し、前半ではこれらデリバティブの本来の機能、すなわち非完備市場での効率的なリスク・シェアリング効果を確認した後、実際の利用のされ方での問題点を指摘する（例えば前章でのデルタ・ヘッジ等）。また店頭デリバティブの問題点、特に価格形成の問題点、不透明性等を指摘し、その解

決策を模索する。後半では、これらデリバリティブがマクロ経済、金融政策の有効性に与える効果を検討している。補論では、非完備市場へのオプション導入がリスク・シェアリング促進効果をもっていることを、また金利スワップも企業と銀行との間での効率的なリスク・シェアリング促進効果をもっていることをそれぞれ理論的に明らかにした。

## 論文審査の結果の要旨

本論文は、日本経済の構造変化のなかで、株式市場がどのように機能したかを株価形成に焦点を当てて分析した研究の成果である。本論文で得られた結論は、「論文内容の要旨」の冒頭に示されているが、いずれもそれなりに意味のあるもの（plausible）であり、特に異議をさしはさむ余地はないと思われる。本論文の学術的な価値は、結論もさることながら、対象とした問題の現実性（relevancy）および結論にいたるまでの分析の手堅さにある。

日本において最初の株式会社が設立されたのは1873年であり、株式の取引所売買は、1878年7月、東京株式取引所での株式会社・東京株式取引所の株式を取引しはじめたことをもって嚆矢とする。このようにほぼ120年の歴史がありながら、長い間、経済学は株式市場と疎遠であり、株式市場論と言えば制度や歴史の記述に終始してきた。しかし、この10年で事態は大きく変わった。1970年代の半ば、いわゆるファイナンスの理論や実証分析の手法が導入されて以来、株式市場の分析は急速な進歩をとげた。また、株式市場の金融・経済における役割はより重要になり、大学だけでなく現場に近い研究所や金融機関などにおいても、株式市場に関する経済学的な分析・研究への関心が高まり、研究の成果は着実に増加した。しかし、それにも関わらず、日本の株式市場の全体像を経済学的な分析手法によって描こうと試みた研究はそれほど多くない。本論文は、こうした数少ない試みのひとつである。

本論文で用いられている分析手法はミクロ・マクロの基礎的な経済理論であり、ファイナンスの理論にしても決して先端的なものではない。現在、高度に進歩したファイナンスの理論の直截な応用についてはむしろ禁欲的である。要するに、本論文は平易な（あるいは標準的な）経済理論を巧みに用い、日本の株価形成とその特色を様々な角度から解明しようとしているのである。

この種の論文はともすれば総括的になりやすい。しかし、本論文は、株式市場と株価の実体経済との関係に焦点を絞り、個々の株価ではなく全体としての株価、個々の株式投資ではなく全体としての株式投資に注目し、なかでも「トービンの $q$ 」（企業価値（すなわち株式時価総額と負債額の和）の企業資産再取得価値に対する比率）を、株式市場と実体経済とを関連における鍵となる変数として位置づけ、分析の対象とすることで、分析を引き締めている。

さらに、日本の株式市場を考えると、とくに実務家側から常に問題視される現象を正面から取り上げていることも、本論文のひとつの特徴である。すなわち、それらの現象とは機関化、持ち合い、派生取引の拡大に他ならない。また、株式市場における仲介者としての証券会社の行動の理論化の試みは、本論文に独自性を与えている。そこから得られた政策的含意も興味深い。

もっとも本論文にも問題点がいくつか残されている。例えば、第1章でのトービン流のマクロ的資産市場の一般均衡理論での株価（トービンの $q$ ）決定と第2、3章での将来収益の現在価値による株価決定とは果たして整合的であるのだろうか。言い換えれば、株式、債券、土地とかが必ずしも完全代替的でないとして、これら3資産の価格の同時決定モデルによって、日本の株式市場を検討するといった問題は、ここでは考慮の外におかれている。さらにまた、本論文は株式の発行市場についてはほとんどふれていない。しかし、バブル期においては、特に銀行による新株発行が流通市場での株価形成に大きな影響を与えたとし、逆に、最近の株価低迷期には、株式発行制限が加えられた。これらの事実、発行市場が流通市場に与える影響の大きさを物語るものに他ならない。発行市場と流通市場の関連の分析が欠けているのは、本論文の問題点のひとつである。だが、これらの問題点の存在は、学位申請者が本論文で示した手堅い分析能力と着実な問題発見能力をいささかも汚すものではなく、むしろこれからの研究のいっそうの進展の可能性を示唆するものとも判断できる。

よって本論文は、博士（経済学）の学位に十分値するものであると判定する。