

## 証券市場論の回顧と展望 最近 10 年間

二上 季代司（滋賀大学）

証券経済学会 45 回大会（1996 年）から 64 回大会（2005 年）までの 10 年間に、特別講演・報告・学会誌投稿論文等の形で行なわれた当学会における研究活動は合計 488 編（うち特別講演・共通論題は計 92 編）にのぼる。本報告は、この 488 編の学説史的検討を行って当学会の今後の研究動向を展望しようとするものである<sup>1</sup>。

### 1、関心となった研究領域

まず特別講演・共通論題・自由論題を研究領域ごとにあえて区分すると次のようになる。

金融システム。83 編（共通論題 = 金融ビッグバンと証券業 2 回 8 編、金融再編 2 回 8 編、計 16 編。自由論題 = 機関投資家に関するもの 20 編、金融システム再生の条件や金融仲介業の変革 = 銀行の証券業務参入・金融コングロマリット・オンラインブローカーその他 47 編の計 67 編）

株式会社・企業金融。135 編（共通論題 = コーポレート・ガバナンス 3 回 14 編、所有構造、証券化、ベンチャー・ファイナンス各 1 回各 4 編、特別講演 2 回、計 28 編。自由論題 = 証券化に関するもの 29 編、コーポレート・ガバナンス 15 編、株式持合いの解消、投資政策・企業金融・財務政策、ベンチャー・ファイナンスその他 63 編の計 107 編）

証券取引システム。61 編（証券取引システムの変貌 1 回 4 編、市場間競争 2 回 9 編、特別講演 2 回、計 15 編。自由論題 = 取引システムの電子化、市場間競争、新興市場、証券取引所の株式会社化・統合再編、デリバティブズ、決済システムなど計 46 編）

公社債市場。73 編（共通論題 = 新たな発展 1 回 5 編、国債累積 1 回 4 編、特別講演 2 回、計 11 編。自由論題 = 債券格付け、レポ市場、金利スプレッド、イールドカーブ、デイトレスト債券・ジャンクボンド市場など計 62 編）

株価・証券分析。56 編（会計制度、株価形成、行動ファイナンス各 1 回各 4 編、計 12 編。自由論題 = IPO・公募増資と株価、アノマリー、財務情報と株価、株価格付・アナリスト・IR の役割など計 44 編）

アジアなど海外市場。47 編（共通論題 = アジア通貨危機、WTO 加盟後の中国各 1 回各 4 編、特別講演 2 回、計 10 編。自由論題 = 韓国、台湾、中国など計 37 編）

その他。自由論題 33 編（方法論、歴史研究、学説サーベイなど）

### 2、実態的变化

次に日本に関する上記 ~ までの研究領域について、この 10 年間に金融・証券市場で起こった無視できない事件ならびに実態的・制度的変化を、学会報告 488 編と照らし合わ

---

<sup>1</sup> 採り上げた資料は、証券経済学会年報 32 号～40 号、全国大会（45～64 回）のプログラム要旨・レジュメ等である。資料収集にあたっては学会事務局の田中千春さんにお世話になった。深謝する次第である。なお、それまでの 30 年間の研究活動の回顧と展望については、証券経済学会『三十年のあゆみ』1996 年 8 月、にまとめられている。

せて列挙すれば、以下のようになる。

金融システム = 不良債権処理の重圧・金融危機とそれに続く金融再編（メガバンクの誕生）銀行・証券分離政策の撤廃、市場型金融システム構築に向けた金融行政の推進。

株式会社・企業金融 = ベンチャーキャピタルや再生ファンドの台頭（企業の創設・育成および破綻処理における市場メカニズムの浸透）市場規律を排除してきた株式持合いの解消、過去の過剰投資とリストラ遅延をもたらした「コーポレート・ガバナンス不在」への反省（それと軌を一にする、企業価値最大化を原理とする財務政策の浸透）M&A、MBOの増大、証券化・流動化などのアセットファイナンスの導入。要するにわが国企業の財務政策が、企業の誕生からその死に至るまで、市場原理に基づくものに転換しようとし始めていること。

証券取引システム = 取引システム電子化の進展、証券取引所諸規則の独禁法適用除外政策の撤廃（手数料自由化、市場間競争の容認、証券取引所の株式会社化と株式公開）新興市場の創設。

公社債市場 = 受託銀行によるデフォルト社債買取り慣行の停止が社債価格に信用リスクを反映させはじめたこと。この結果、社債格付は不可欠のものとなり、他方では国債流通利回りが金利スプレッドのベンチマークの意義を持たされるようになった。要するに公社債市場も信用リスクを適正にプライシングできることが期待されるようになった。

株価・証券分析 = 株価の大幅な調整、株価形成への外人投資家の影響力拡大、「推奨販売」からアナリストによる「株価レーティング」への移行など。

### 3、理論ツールの発展とその導入

他方、この 10 年間の学会報告では計量的手法による実証分析が格段に増えたほか、新しい理論(分析)ツールの導入・利用がみられた。代表的なものだけを列挙すれば以下のようである。

情報の非対称性を重視とする「情報の経済学」（それから派生した金融契約論など）、金融システム・企業金融（およびコーポレート・ガバナンス）・証券分析など、広範囲な利用が看取される。今や「情報の経済学」は一般的分析ツールになったと考えられる。

「マーケット・マイクロストラクチャー理論」。市場間競争のなかで「良い市場とはなにか」の判断基準とされ、株式市場、公社債市場ともに市場設計のツールとして利用され始めている。

「行動ファイナンス理論」。経済主体の「限定合理性」を前提として、証券分析・株価論に利用され始めている。効率的市場仮説に反する現象はこれまで「アノマリー」として、「情報の経済学」等も援用されながら説明されてきたが、これにかわる有力な学説として台頭し始めている。

以上、本報告では、最近 10 年間に行われた研究活動についてジャンル別に、次の二つの視角、金融システム・企業財務・証券市場構造等の実態的变化と 経済学一般理論・金融論・財務論それ自体の理論や分析ツールの発展、から論点整理を行って、学説史的評価を試みたい。