

共通論題

[日米欧の資本市場の新動向]

『証券経済学会年報』第53号 2018年7月

概要

数 阪 孝 志

神奈川大学

掛 下 達 郎

松山大学

1. 本共通論題の特徴

英国のEU離脱(Brexit)と米国大統領選挙をへて、世界経済のゆくえには不透明感が増し、各国・地域の資本市場にも揺らぎがみられるようになった。ここでは司会者なりに本共通論題の特徴を整理して、読者の理解の一助となるようにしたい。

上記のような不透明な状況下でも、日経平均株価が依然としてバブル期の水準の半分以下を推移している。まず玉山報告は、投資家的な視点からみると、日本の株価低迷はどうしてだろうかと問いかけているように感じられる。

ところで、10年前のサブプライム危機に至る過程で、アメリカのシャドー・バンキング・システムは、新たに資本市場を介した金融仲介機能を持つことになった。次の佐賀報告は、シャドー・バンキング・システムにおける新たなリスクと脆弱性とは何かに焦点を当てたものと考えられる。

欧州では、ユーロ改革の一環として銀行同盟と並び2015年より資本市場同盟の議論がされている。最後の岩田報告は、EU資本市場同盟において、競争条件の公平性をいかにして確保し、市場分断にどのように対処するのかという課題を整理したものと思われる。

今大会の共通論題では、上記のような日米欧の資本市場の最新のトピックスについて3氏の報告とそれに対する討論がなされた。なお、共通論題の直前に行なわれた特別基調講演「国際金融規制の動向と課題」が重要な部分に関連していたため、講演者の河野正道氏(日本証券経済研究所エグゼクティブ・フェロー、前金融庁金融国際審議官)にも、報告後の討論にご参加いただいた。

2. 報告の概要

第1報告者、玉山和夫氏(札幌学院大学、「晴れた日には日経平均4万円が見える…ようになるには」)は、まず投資家的な視点から、バブル崩壊後、日本の株式市場では純資産の増加分だけはほぼその通りに時価総額が増加したという事実に注目する。自己資本利益率(ROE)が増加すれば、株価純資産倍率(PBR)も増加する。ROEとPBRの関係は、国内の時系列検証、および国際比較からも支持されている、という(後の「3. 質疑応答」も参照されたい)。ROEの上昇は、利益率の上昇を待たねばならない。そして今後利益率を向上させるのは財・サービスの価格である、とする。

第2報告者、佐賀卓雄氏(日本証券経済研究所、「金融仲介構造の変貌とシステムリスク」)は、2007-08年金融システム危機の構造を明らかにし、その再発防止のための政策を考えるためには、最初にアメリカのシャドー・バンキング・システム等の金融仲介構造の変貌を明らかにする必要があると考えた。氏は、銀行と同等な機能を担うシャドー・バンキング・システムでは金融機関間のネットワークが重要な役割を果たすようになっている、という。金融ネットワークにおける「連関性」および「相関性」から発生するリスクに対しては、その中心を構成する金融機関に対する自己資本規制、レバレッジ規制、破綻処理制度の整備で対応可能である。しかし、最も重視される「感染」から発生するリスクに対しては、それが無差別であるために、金融機関全体に対する流動性の供給で対応する他、方法がない。そのため、中央銀行の「最後の貸し手」機能の強化、および預金保険制度の

保証機能の強化が必要である、と主張する。

第3報告者、岩田健治氏（九州大学、「EU 資本市場同盟の課題と展望」）は、EU 経済統合の二つの軸（市場統合と単一市場、通貨統合と単一通貨ユーロ）をベースに、現在のEUはマイクロ・レベルでは世界金融経済危機をへて金融サービス単一市場を修復しつつある段階、マクロ・レベルでは単一通貨ユーロの危機をへて資本市場の分裂を再統一しつつある段階であると指摘した。その上で、ユーロ改革の一環として銀行同盟と並び2015年より議論がされている資本市場同盟の背景・内容・課題を整理している。資本市場同盟の背景には雇用と成長のための3,150億ユーロのEU投資パッケージの支援等があり、その課題にはBrexit対応、単一のEU資本市場監督制度、Fintech対応、不良債権対応等があることが紹介された。

3. 予定討論

以上の3氏の報告に対し、討論者の三谷進氏（立教大学）から続いて質問があった。

玉山氏に対しては、①消費支出物価の上昇は供給サイドだけでなく家計等の需要サイドの分析は必要なのか、②諸外国や東証の実証研究におけるROEとPBRの決定係数があまり高くないのではないかと（先の「2. 報告の概要」も参照されたい）、③株価に影響を与える証券市場に流入する資金量等の要因も必要ではないか等の質問が出された。とくに、②の実証研究については時期区分、産業別、企業規模別のデータを用いた今後の研究の進展を期待したい。

佐賀氏に対しては、資本市場を介した金融仲介機能

を持つことになった①シャドー・バンキング・システムにおける新たなシステムック・リスクへの対処とは何か、②インターネット上での情報拡散を通じた「感染」への対策、例えば「最後の貸し手」機能の強化とはどのようなものか、③金融危機と金融システム破綻の可能性はあるのか等についてさらなる説明を求めた。氏も言われたように、②の正確な情報に基づかない「感染効果」の研究は、まだ緒に就いたところであり、今後さらなる研究の進捗が見込まれる分野であろう。

岩田氏に対しては、①EU経済統合の二つの軸（市場統合と単一市場、通貨統合と単一通貨）と近年行われた国家の資本市場への介入の意義をどう理解するのか、②資本市場同盟の有効性、例えば実物投資の強化は実現するのか、③EU各国の歴史的な経緯を踏まえた上で銀行システムと資本市場の適正なバランスは存在するのか等が問われた。③の銀行型ないし市場型金融システムは各国で重心に違いがあり、司会者は、それぞれの金融システムが各国の資本形成においてどのような利点があるのかを解明すれば、この分野の研究が前進すると考えている。

続いて、これらの質問に対して3氏がリプライしたが、リプライはこの予定討論では割愛し、可能な限り先の「2. 報告の概要」に含めている。

最後に、特別基調講演者の河野正道氏が、3氏の報告に対し、国際金融規制当局者としての経験を基に、それぞれコメントと総括を行い、共通論題は終了した。

(2017.6.17 第86回全国大会)