

# Risk Flash No.198 (Vol.5 No.40)

発行：滋賀大学経済学部附属リスク研究センター  
発行責任者：リスク研究センター長 久保英也

- 恩師の存在：証券市場論研究 40年・・・・・・・・・・・・・・・・・・Page 1-2
- 研究紹介：菊池健太郎・・・・・・・・・・・・・・・・・・Page 2
- リスク研究センター通信・・・・・・・・・・・・・・・・・・Page 2

## 恩師の存在

### 証券市場論研究 40年

にかみき よし  
ファイナンス学科教授 二上季代司

このように書くと、なにか首尾一貫した「志」があったように思われるが、そうではない。私にとって証券市場論研究の出発点が、43年前のある書物との出会いから始まった、というだけである。しかし、それが私の人生を決定づけた。その書物は川合一郎著『株式価格形成の理論』（日本評論社、1961年）。半世紀以上前の書物である。

川合先生は母校、大阪市立大学商学部の看板教授だったが、私は企業形態論のG教授をゼミの指導教官に選んでいた。企業支配の紐帯の一つは株式所有だが、川合先生の書物は、株式を支配証券だけではなく利潤証券、物的証券、投機証券の側面からも光をあてていた。それが当時の私にとっても新鮮に映った。この書に感動した私は川合先生の研究室を訪ねた。先生は、正規のゼミ生でもない私を受け入れ、大学院への進学も許してくださった。

以来、先生が亡くなる6年間、初めて勉強らしい勉強をしたように思う。その過程で、私を感動させた300ページほどのあの書物は、取引所論のみならず金融論、法学、会計学、経営学（とくに経営財務論）、歴史、学説史など、実に幅広い分野での研究の賜物であることが理解できた。それが私に「学際的」に学ぶことの大切さを教えてくれた。

先生が亡くなられて1年後の1980年、私は証券業界共有の経済研究所の大阪支社に職を得た。2003年に本学に移籍するまでの23年間、研究員として地場の証券会社の経営問題を主軸に、日本の証券市場の抱える諸問題の解明に取り組んできた。証券会社の経理や実務、さらには個別の証券会社の社史にあたって、その沿革を調べ、日本の証券業界の構造的特質をまとめた処女作『日本の証券会社経営』（東洋経済新報社）を1990年に出版した。本書により私は母校から学位を得た。

大阪は東京一極集中の中で、取引所も証券会社も独自の問題を抱えていた。また、大阪本店の証券会社は中堅・中小証券であり、大手証券とは異なる別の課題を抱えていた。その大手証券は間接金融優位の下で大銀行を補完する役割を担っていた。つまり東京 vs 大阪、大手 vs 中小、メインバンク vs 幹事証券という複眼的な見方をいつしか身に着けることになった。それが、学位論文執筆にあたって「学際的」視点の重要性をさらに強く意識させたように思う。

次いで1992年、大蔵省の審議会でも手数料自由化に関する審議委員となつてから、証券取引所のあり方について強い関心を持つようになった。すでに英米では証券取引所は独禁法適用除外対象ではなくなり、証券手数料は自由化され、取引所類似の取引システムも出現、証券取引所自体の株式会社化も始まっていた。やがて日本もそうなるであろうと予想された。証券市場、証券業界における規制緩和や制度改革の進め方、そのインパクトを調査することが90年代の私の仕事となった。

そして2003年、私は本学に赴任し、証券市場論を担当することになった。今度は、一転、調査研究よりも教育に重きを置くことになった。有価証券とは何か、それが流通することとはどういう意味か、といった基礎的な事柄をわかりやすく説明することが求められた。「小学生でもわかるように説明すべし」。これは恩師川合先生の口癖であるが、よほど物事を理解した上でなければできない。専門家を前に講演することよりもはるかに難し

い作業なのである。そして講義ノートをもとに、前職の研究所時代の同僚と共著で書き上げたテキスト、それが『証券市場論』（有斐閣ブックス、2011年）である。

現在、私は証券経済学会代表理事として、日本証券経済研究所編『証券事典』（日本経済新聞社、1992年）の改訂作業に当たっている。研究所時代は地場証券会社の経営問題から出発し、やがて、取引所を中心とした取引システムの国際比較に進み、教員時代にはより基礎的な研究へと進んでいった。その足跡は、研究時代の所内レポート（『証研レポート』や『証券経済研究』）や商業専門雑誌（『金融財政事情』、『金融ジャーナル』）、『エコノミスト』などに残されている。今から振り返ると、与えられた仕事に追われて進めてきた研究ではあるが、無駄ではなかったように思う。

人間の認識は常に一面的であり、物事をより深く立体的に把握しようと思えば、自分の立ち位置を換えて異なる視点からより多面的に観察するよりほかはない。たとえていえば、小雨が降ってあちこちにできた「水溜り」は、雨が降り注ぐにつれてひとつのより豊かな「ため池」になる。大学院時代に恩師の著書から教えていただいた「学際的」に学ぶことの大事さを、いまさらながら痛感する昨今である。

先生の『株式価格形成の理論』は今でも私の座右の書である。

## 研究紹介

ファイナンス学科講師 きくちけんたろう 菊池健太郎

私がこの1年ほど取り組んできた、①システミックリスクに関する研究、②債券・株式の同時価格付けモデルの構築と実証分析、③生命保険会社の多期間最適ポートフォリオ問題について、簡単ではありますが紹介させていただきます。

「システミックリスクに関する研究」では、近年、盛んになっている金融システムの安定性を定量評価する先行研究のうち、「システミックリスク指標」と呼ばれる手法群のサーベイを行いました。当該手法は、金融システムを不安定化させ得る何らかの事象が発生した場合の、金融システムや実体経済などで生じる悪影響の程度をリスク評価するものです。さらに研究では、サーベイのほか、先行研究で提案された幾つかの手法を日本のデータに適用し、1990年代後半～現在までの日本のシステミックリスクの状況を分析しました。

「債券・株式の同時価格付けモデルの構築と実証分析」は、株式と債券の価格の連動性を明らかにしたいという動機に基づく研究です。さらに、当該研究では、債券と株式のリスクプレミアムを適切に推定したいという問題意識もありました。適切な推定を行うため、金融危機以降の超低金利局面のイールドカーブに対する表現力が高く、配当が将来の状態に依存して定まることに加え、将来の配当の現在価値への割引がイールドカーブと整合的なモデルを構築しました。理論面での妥協が少ないモデル化になっていると思います。当該モデルを日本のデータに適用し、日本国債と株式のリスクプレミアム等を推定しました。今後は、米国の量的緩和政策や同政策の終了がリスクプレミアムに及ぼした影響なども分析していきたいと考えております。

「生命保険会社の多期間最適ポートフォリオ問題」は、リスク研究センター東アジア保険プロジェクトにおける中国東北財経大学との共同研究の一環で取り組んでいるもので、ファイナンス学科の久保先生、楠田先生が以前から取り組んでおられる研究に昨年より新たに参加しております。先生方が構築された理論をベースに、金融市場のデータからモデルパラメータの推定を行い、実際の生命保険会社の財務データなども利用し、生命保険会社の短中期国債群、長期国債群、株式への最適投資比率を計算しました。ただ、一部の時期について株式や長期国債への最適投資が「空売り投資」となるなど、非現実と思われる結果もでております。今後は、実証分析で意味のある示唆を得るべく、理論面、実証分析面で貢献していければと考えております。

## リスク研究センター通信

◆2月17日、麗澤大学よりアダム・コミサロフ教授をお招きし、リスク研究センターでセミナーが開催されました。

演題：「Acculturation Strategies: Risks & Rewards in Japan's Globalization Process」



◆3月1日(日)に開催される「第70回びわ湖毎日マラソン大会」に経済学部学生が参加しますのでご案内します。

ぜひ、皆様のご声援をよろしくお願いいたします。

詳しくは <http://www.shiga-u.ac.jp/2015/02/18/31348/> をご覧ください。

### 「リスクフラッシュご利用上の注意事項」

本規約は、滋賀大学経済学部附属リスク研究センター（以下、リスク研究センター）が配信する週刊情報誌「リスクフラッシュ」を購読希望される方および購読登録を行った方に適用されるものとします。

#### 【サービスの提供】

1. 本サービスのご利用は無料ですが、ご利用に際しての通信料等は登録者のご負担となります。
2. 登録、登録の変更、配信停止はご自身で行ってください。

#### 【サービスの変更・中止・登録削除】

1. 本サービスは、リスク研究センターの都合により登録者への通知なしに内容の変更・中止、運用の変更や中止を行うことがあります。
2. 電子メールを配信した際、メールアドレスに誤りがある、メールボックスの容量が一杯になっている、登録アドレスが認識できない等の状況にあった場合は、リスク研究センターの判断により、登録者への通知なしに登録を削除できるものとします。

#### 【個人情報等】

1. 滋賀大学では、独立行政法人等の保有する個人情報の保護に関する法律（平成15年5月30日法律第59号）に基づき、「国立大学法人滋賀大学個人情報保護規則」を定め、滋賀大学が保有する個人情報の適正な取扱いを行うための措置を講じています。
2. 本サービスのアクセス情報などを統計的に処理して公表することがあります。

#### 【免責事項】

1. 配信メールが回線上の問題（メールの遅延、消失）等によりお手元に届かなかった場合の再送はいたしません。
2. 登録者が当該の週刊情報誌で得た情報に基づいて被ったいかなる損害については、一切の責任を登録者が負うものとします。
3. リスク研究センターは、登録者が本注意事項に違反した場合、あるいはその恐れがあると判断した場合、登録者へ事前に通告・催告することなく、ただちに登録者の本サービスの利用を終了させることができるものとします。

#### 【著作権】

1. 本週刊情報誌の全文を転送される場合は、許可は不要です。一部を転載・配信、或いは修正・改変してblog等への掲載を希望される方は、事前に下記へお問い合わせください。

\*尚、最新の本注意事項はリスク研究センターのホームページに掲載いたしますので、随時ご確認願います。

\*当リスクフラッシュをご覧頂いて、関心のある論文等ございましたら、下記事務局までメールでお問い合わせください。

発行：滋賀大学経済学部附属リスク研究センター

編集委員：ロバート・アスピノール、大村啓喬、菊池健太郎、  
金秉基、久保英也、柴田淳郎、得田雅章、山田和代

滋賀大学経済学部附属リスク研究センター事務局 (Office Hours:月一金 10:00-17:00)  
〒522-8522 滋賀県彦根市馬場 1-1-1 TEL:0749-27-1404 FAX:0749-27-1189

e-mail: [risk@biwako.shiga-u.ac.jp](mailto:risk@biwako.shiga-u.ac.jp)

Web page: <http://www.econ.shiga-u.ac.jp/main.cgi?c=10/2>