The University of Osaka
Institutional Knowledge Archive

Title	蠟山先生と私の資本市場研究
Author(s)	首藤, 惠
Citation	国際公共政策研究. 2004, 8(2), p. 173-176
Version Type	VoR
URL	https://hdl.handle.net/11094/6332
rights	
Note	

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

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

The University of Osaka

蠟山先生と私の資本市場研究

中央大学大学院経済学研究科教授
首　藤　　惠

蠟山先生に初めてお目にかかったのは、1971年の秋も深まった頃だったと思う。月は正確には覚えていない。修士課程の2年の夏が終わり、慶応義塾大学院で開発論を専攻していた私は、諸般の事情で就職しようと心に決めたものの、当時、院生の女子を採用してくれるあてもなかった。たまたま目に留まった研究助手募集のポスターに、とりあえず応募した。受験当日、午前の筆記試験が終わり、午後に面接があった。にこにこと人なつっこい笑顔のいかにも山男然とした若い面接官が、蠟山先生であった。何を聞かれたのかは覚えていないが、そのときの笑顔は今でもはっきりと思い出すことができる。その包み込むような笑顔は、何年か後にトレードマークとなったお髭を除けば、その後もまったく変わらない。

ともかく、日本証券経済研究所の研究員補として採用された。当初は研究助手を募集したのだが、予想外に院生が飛び込んできたことから、蠟山先生が研究員補というポジションを考え出されたということだった。当時、蠟山先生は浜田宏一先生とともに、日本の金融システムの向かうべき方向として、資本市場の育成が不可欠であると喝破され、日本証券経済研究所の設立と同時に、同研究所に近代ファイナンス理論をベースとする研究セクションの立ち上げに尽力されていた。

翌年4月から、私は資産選択論、証券市場論、企業金融論、計量経済学など、それまで勉強してきた開発論とは無縁だった領域の勉強を始めることになった。金融関係の勉強は、それまで学部で金融論をとっただけであった。しかも、私にとっては退屈なだけで全く興味を抱くことができず、単位をとれる程度に試験勉強はしたけれど授業内容を理解しようとする気さえなかった。しかし、唯一の就職機会であったし就職した以上、好き嫌いを言っていられる状況ではなく、闇雲に勉強した。蠟山先生は、週に1度はお出でになり、当時は最先端であったポートフォリオ理論や資産価格形成モデル（CAPM）だけでなく、広く金融システムに関する講義や討論をして下さったのである。今振り返ると、なんとも贅沢な時間であった。

3ヶ月ほど経ったとき、これで食べていかなくてはならないのだから、本格的に勉強しなくてはと思い至り、開発論から財政金融論に専攻を変えて、仕事を続けながら1年遅れで博士課程に進学することにした。蠟山先生にご相談し励まされた。合格を告げたときは、いつ

もの笑顔で喜んで下さった。1973年当時、日本証券経済研究所では、蠟山先生の指導のもとで、日本ではじめて「株式投資収益率」を計算するプロジェクトが進められており、研究所の勤務ではアルバイトを使いながら新聞から株価や配当落ち日を採取する仕事に加わっていた。この株式投資収益率データは、その後の日本における資本市場分析の進展に多大な貢献をしたことは、今では周知の事実であろう。

そのときは、与えられた仕事としてデータ採取に加わっていただけであったが、今となれば先生の先見性には深い畏敬の念を抱かざるをえない。博士課程の指導教授であった故大熊一郎先生から、「株のことなんかやっていると、大学で就職口なんてないよ。銀行に関連したことをやらなくては」と言われたが、当時の一般認識はそのようなものであった。実際、大学の証券市場関連の講座はごく少なく、歴史か制度論あるいは財務関係に限られていた。

博士課程の3年目に、研究所における最初の独自の研究テーマとして「投資信託のパフォーマンス」を選び、実証研究をやりたいと蠟山先生に打ち明けた。いつもより一層にこにこされ、是非やるようにと言われ、研究費を使えるよう手配をして下さった。何人かのアルバイトを使って新聞から追加型投資信託の基準価格を拾い、月次データを作るという手間隙かかる仕事から始めなくてはならなかった上、当時は回帰分析すらすべて外部に発注せねばならず、時間だけでなく相当の研究費がかかった。これは私にとって初めての計量分析であっただけでなく、資産価格形成モデルを用いた投資信託のパフォーマンスの推計として、日本で始めての試みであった。1977年10月、東北大学で開かれた金融学会で報告することを勧めて下さったのも蠟山先生である。

その後、日本の証券業の産業組織分析へと研究テーマを広げたが、今振り返ると、それも日本の金融システムの分析に「金融業の産業組織的視点」が必要であると説く、蠟山先生との日常的な議論が背景にあったと言わざるをえない。それまでの金融産業分析は、銀行業に大きく偏っていただけでなく、異なる金融サービスを別々のジャンルとしてとらえる業態アプローチであった。株式市場は投機の場であり証券会社は株屋であって、経済の根幹を支える銀行業とは比べるべくもない存在とみなされていた。蠟山先生は、日本の金融システムの分析に欠けているのは、銀行業や証券業を含む広い意味での金融業への「機能的アプローチ」であることを常に主張されていた。銀行と証券を同格に並べ、「金融サービス業」あるいは「金融産業」という概念で捉えられたのも、日本では蠟山先生が初めてであったと思う。

1986年、私が銀行業と証券業のそれぞれに関して、エコノミーズ・オブ・スコープの実証分析を行ったときは、うまくゆくかどうか疑問を呈されたけれど、推計結果を見て「ほほう」という顔をされた。私は、してやったりと、ちょっと嬉しかった。しかし、蠟山先生が最初にあまり興味を示されなかったのは、米国で流行しているモデルを日本のデータにそのまま当てはめて説明力をもつかどうかを検証するといったタイプの研究手法を、あまり好まれな

かったからである。重要なのは、あくまで経済の現実分析に有用かどうかであって、制度や前提を無視してモデルの適合性を云々することは慎むべきというお考えであった。

当時、トランスログ型費用関数を用いた金融業のエコノミーズ・オブ・スコープの推計は、銀行の効率性の分析手法として米国で盛んに行われ始めたところであった。1980年代前半の日本における金融自由化の急速な進展のもとでの証券業の競争の構造変化を背景として、業務多様化の源泉として引受け業務と売買業務の複合化による費用節約効果と顧客の利害対立との関係を論じたことを、少し評価して下さったのだろう。この研究をコアとして博士論文を書き上げたとき、「日本の証券業――組織と競争」として上梓するよう、出版社を紹介してくださったのも蠟山先生である。1987年のことであった。今、この本の前書きの蠟山先生への謝辞をあらためて読み返して、蠟山先生がその3年も前から日本の証券業について本を書くように勧め励まして続けて下さっていたことを思い出し、目頭が熱くなった。

ここ十年あまり、蠟山先生は、わが国金融システムの向かうべき方向として、投資信託などの個人金融サービスの利用を介して個人が証券市場に参加し市場型システムのメリットを享受する、「市場型間接金融」を盛んに主張されてきた。そこには、証券市場と証券業の発展なくして日本の金融システムの機能向上はありえず、証券業とくに投資信託産業が個人投資家の立場に立った商品開発と販売に全力を注ぐことなくして、証券市場の健全な発展はありえないという、固い信念があった。そのために、晩年は「金融ビッグバン」の遂行と市場型間接金融の拡大に全霊を注がれていたのだと思う。

蠟山先生は、1995年「資産管理サービス業としての証券投資信託」（ファイナンシャル・レビュー第36号、大蔵省財政金融研究所）で、初めて、投資信託を一つの産業として捉えられ、市場型間接金融のドライビング・フォースとみなされていた。1999年、蠟山編『投資信託と資産運用』（日本経済新聞社）が刊行され、私も執筆陣に加えて頂いたが、その「はしがき」は、蠟山先生の熱い思いが伝わってくる。

「……家計がこれまでのように預金中心の資産選択を続けるならば、不良債権問題およびその解決のために公的資金導入はますます不可避であると予想される。

この予想が正しい限り、家計は非常に不幸としかいいようがない。なぜなら、仮に企業の業績が良い場合にも、家計はとりたてて高い収益を得られるわけではなく、一定の預金金利しか得られず、逆に、業績が悪い場合には税金で公的資金部分を徴収されるからである。家計は表面上はリスクを負っていないように見えて、実は見返りがないリスクを多大に負担しているのである。

この問題を解決するには、家計もリスクを自発的かつ明らかなかたちで負担するしかない。その一つの方法が、株式投資信託の需要を顕在化させることである。1200兆円の個人資産を不良化させないためにも是非、この資金供給ルートを確立する必要があり、それが成功する

か否かは、ひとえに投信業界のあり方と個人投資家への啓蒙にかかっている。」

蠟山先生は、決してご自分から、「これをしなさい」とおっしゃることは無かった。大学院生であった頃は、手書きの論文やレポートに赤を入れてくださったことが2、3回あったが、ご自分から手取り足取りといった研究指導はされなかった。しかし、柔らかな語り口で、辛らつに批判をされた。ご自分の仕事に若い研究者を使うことは、断じてなさらなかった。また、チャンスは下さるが、後押ししたり引き上げるというようなことはなさらなかった。師弟関係といったしがらみを作ることや恩を着せることを極力避けられ、若手研究者も同格に扱って下さった。それをよいことに、随分と思い切ったことを申し上げ、また、反発もしてきた。

株式投資収益率の計測、証券市場の価格形成の効率性分析、金融業の産業組織分析、投資信託と個人資産市場から市場型間接金融へ。わが国資本市場研究の道筋をつけられたのは、まさに蠟山先生であった。その節々で、先生からご教示を受けることができたことをあらためて幸せと思うと同時に、みずから振り返って先生から受けた影響の大きさを思い知らされた。30年を超える長い間、私の研究とって蠟山先生はナビゲーターであったのではなかろうか、と思い至る。先生は、きっと反論されるだろうけれど。