

そうとする論者も見られるようになってきた。水口（2019）は、SDGsをキチンと行おうとする企業を資本市場が評価する仕組み、すなわちSDGs推進企業が高く価値づけされるような資本市場に整備する取り組み、の重要性を訴えかけている。

具体的には、これまでの貨幣資本概念だけに留まらず、「社会・関係資本」及び「自然（環境）資本」をも資本勘定に組み込み、貨幣資本に基づくリスクとリターンだけの経済合理性枠組みに、3次元目として社会や環境への「インパクト」を組み入れ、インパクトの数値化をもとに評価する、というものだ。インパクトが「正」「負」に分かれれば、評価も正・負に分かれる、という考え方であるように思われる。

しかしながら、この試論も問題がないわけではない。貨幣経済だけを念頭においた資本市場において効率的・効果的に蓄積されてきた指標に格付けがある。この格付けは、最終的には、リスクプレミアムに反映されることになるが、成長性、ガバナンス、社会的責任等々、それらが総合的に

勘案され導き出されたものである。これとは別にインパクトファクターを導入するとすると、理論上よりも実践上の混乱が予想されるように思われる。

とはいえ、国際経営の議論は、急速に発展してきており、今後益々その充実が期待できるように思われる。

#### <参考文献>

1. 竹田志郎（2019）「グローバル化の進展と市場開発—多国籍企業の競争と「協調」—」『横浜経営研究』第40巻、第1号。
2. 原田 央（2019）「国際会社法—株主代表訴訟における展開と課題」『旬刊商事法務』No.2211。
3. 水口 剛（2019）「SDGs 推進に向けた資本市場の役割」『証券レビュー』別冊。
4. 宮島英昭（2019）「グローバル企業のグループガバナンス—企業価値の向上に向けて—」『旬刊商事法務』No.2211。

## 【Reference Review 65-4 号の研究動向・全分野から】

### 危機の欧州は財政規律をどうするか

総合政策学部教授 朴 勝俊

現在、新型コロナウイルスのパンデミックが世界的に拡大し、各国でも株価が大幅に下げるなど、経済危機というべき状況が引き起こされている。欧州ではリーマンショック後の金融危機やユーロ危機、難民危機、そして昨年は気候危機の声が高まっても、ユーロの価値を守るためのEUレベルの財政規律は大きく見直されることはなかった。

経済停滞の中で財政赤字を抑えようとする「緊縮的」な財政運営は、経済回復を妨げ、極右政党の台頭にもつながっていることが指摘される。その中で、人の移動までもが制限される危機的な経済状況の中で、EUやドイツの当局が財政・金融政策の大転換に舵を切るのかが注目される。

田中宏（2019）によれば、2019年5月の欧州議

会選挙では、親EUか反EUかが重要な争点の一つとなったが、結果的には親EU会派（中道右派、中道左派、欧州刷新、緑の党など）が3分の2を占めた。その一方で、反EU会派も3分の1程度で安定化したという評価もある。第二次大戦以来、「欧州の近代文明を救済する」ことが期待されたEU統合だが、近年では官僚主義・法律至上主義による「民主主義の赤字」が指摘されるに至っている。ユーロ危機の中でも、救済されたのはギリシャ市民ではなく、銀行・金融機関だった。その欧州を民主化させるための提言が、ピケティやバルファキスなどによって出されているが、その中の重要な柱が「グリーン・ニューディール」である。当然その資金調達に関する財政上・金融上の施策

や課題が（EUの財政ルールのは是非とも関連して）焦点となる。

霜田（2019）が扱っているのは、財政規律を巡って欧州委員会との対立が見られたイタリアの状況である。ユーロ危機以降、失業率と所得格差が高まるなかで痛みを伴う財政再建に努めてきたイタリアでは、アフリカからの難民流入に対する負担感もあって、反EU・反ユーロ、および財政拡張的政策を掲げた「五つ星運動」と「同盟」の連立政権が誕生した。欧州委員会は2019年6月に制裁発動につながる手続きを開始する姿勢を見せたが、最終的には、イタリアが財政赤字の計画をGDP比2.4%から2.04%へとわずかに引き下げたことをもって、手続き開始を見送ったのであった。これについては田中理（2019）も、「財政規律を厳格適用していれば、修正後の財政計画も規律違反を問われる可能性が高かった」と指摘している。

ところで、ユーロ加盟国の状況は、米国や日本、その他ユーロに加盟していない国々と同列には論じられない点に注意する必要がある。ユーロ加盟国は通貨発行権限をECBに委譲してしまったため、財政上は地方自治体のようなものである。通貨発行権を有する国々が自国通貨建て国債で（非自発的な）債務不履行を強いられることがありえないのに対して、ユーロ加盟国政府は通貨発行権を持たず、国債は事実上の外国通貨建てであるから、財政破綻の可能性をなくせない。このことが、将来の経済危機の火種を残すとともに、厳しい財政規律が作られてきた原因である。

トリシェ（2019）は、ユーロ創設に貢献し、2003年から2011年までECB総裁を務めた人物である。彼はその立場上当然のことながら、ユーロに対する否定論に反論し、信認（為替レート）、安定性（物価）、大衆の支持などの成果を挙げて、ユーロは歴史的な成功だとしている。もちろん、ユーロ圏が各種の問題を抱えていることは認めるが、危機以降は高い修正能力を発揮したと述べる。そして、主要国の中央銀行の政策の収斂を説明し、主要国に共通の経済問題として生産性や賃金・給与の停滞を挙げている。しかし解決策としては、

とりわけ「構造改革」を求め、政府の財政支出の必要性には言及しない。

対照的なのは、彼の後を継いだドラギ総裁（在任2011～2019）の発言である。田中理（2019）によれば、ドラギは2019年6月の講演で、緊縮的な財政運営が金融緩和の効果を弱めていると指摘した。ドラギ総裁の下で欧州中央銀行（ECB）は、マイナス金利政策や量的緩和政策（ECBが各国の国債などを買い入れる政策）を実施してきた。ただし、マイナス金利政策は銀行の収益悪化などの副作用が指摘され、深掘りは難しい。量的緩和は個別政府に対する財政上の救済を禁じたEU条約のルールの下で実施されているため、ECBは、EU加盟国の拠出割合（おおむね経済規模と対応する）に応じて各国の国債を購入している。このことは、ドイツが財政赤字を出して国債を発行しない限り、ECBが買い入れ規模を増やすこと（ECBが貨幣発行によって欧州の財政支出をサポートすること）が難しくなることを意味する。しかしドイツは2009年に連邦基本法（憲法）に定めた財政均衡の規定（景気循環と一時的な要因を除いた構造的財政赤字を0.35%以下に抑えること）を堅持してきている（債務ブレーキ）。

ユーロ圏の景気対策に関しても、ルールの見直しに関しても、鍵を握っているのはドイツであり、パンデミックの渦中にあるドイツ政府が、自国の財政規律やユーロ圏のルールについて、どのように判断するかが注目される。

#### <参考文献>

- 霜田博文（2019）「財政規律をめぐる欧州委員会とイタリアの対立」『経済』2019-10、pp.26-31
- 田中理（2019）「欧州景気を救うのは金融緩和か財政出動か？～金融政策の限界と財政政策への期待～」『月刊資本市場』2019.10（No.410）、pp.4-14
- 田中宏（2019）「2019 欧州議会選挙と EU の展望」『経済』2019-10、pp.12-25
- トリシェ、ジャン・クロード（2019）「ユーロ圏の経済・財政・金融ガバナンス：過去の困難と成功—現在の課題—将来の道筋」『金融研究』2019.10、pp.27-46