

# ファイナンス理論は役に立つのか

野口 悠紀雄

## はじめに

本日、これから四時半までの間、「ファイナンス理論は役に立つのか」というタイトルでお話をいたします。

今日の私のお話のタイトルは「ファイナンス理論は役に立つのか」というものです。この答えはイエスです。これは、「イエスです！」と書きたいほどイエスです。ただし、いかなる意味でイエスかということが、私の見るところ正しくは理解

されていません。

そこで、今日は、お手元にレジюмеをお配りしてありますが、最初に、ファイナンス理論にできないことを書きました。そして次に、ファイナンス理論にできることを書きました。何ができないかということから話を始めるのは変ですけれども、これに関しては、私は、一般にかなり誤解が多いと思いますので、そういうことはできないのだということのみをまず最初にお話しします。しかし、極めて重要なことができるということを二番目にお話ししたいと思います。

そして、三番目にお話ししたいのは、ファイナンス理論はテクニカルな内容ですけれども、そのエッセンスは、経済活動にとって大変重要であるということなのです。

ヨーロッパが一五世紀、一六世紀に近代を開いた、ヨーロッパが世界を支配するようになったのは、実は、こういつたたぐいの考え方によるということをお主張したいと思います。

## 一、ファイナンス理論にできないこと

### (1) 将来の株価や為替レートの予測

まず最初に、何ができないのかということをお話しします。

まず最初に、ファイナンス理論で株価を予測することはできません。ファイナンス理論でできな

いだけではなく、どんな手法を使ってもできません。こう申しますと、皆さん方の中には、それは困るとおっしゃる方がいらっしやるかもしれませんが。

新聞や雑誌には、この会社の株価は上がるとか下がるということが書いてありますが、ああいう記事は全部でたらめです。あるいはチャートとか罫線、そういう方法を用いると株価の動きが予測できる、だから、どこで売ればいいとか買えばいいということをお判断できるといふ人もいますが、そのような手法もすべてインチキです。

実は、株価だけではありません。もう一つ予測ができないのは為替レートです。為替レートも予測ができません。これも世の中のほとんどの人が信じていません。これから円高になるとか、円安になるとか、円ドルレートはことしの暮れには百何十円台になるといふような記事が新聞や雑誌に

大まじめに書いてあるわけですが、そういったことはやはりすべてでたらめです。

なぜできないのか。その基本的な理由は、マーケットが適切に動いているからです。このことをファイナンス理論では、「市場が効率的である」といつています。

ある会社の将来の収益を上昇させるような変化があったとします。例えば、何か発明があつて、この発明を使えば商品の売り上げが伸びて、会社の業績は上がるだろう、だから将来の株価は上がるだろうというわけです。ところが、この情報が世の中に知られていて、そして株価が動かないということはありません。なぜかといえば、将来株価が上がるわけですから、今買っておけば儲かるわけです。だったら人々は買いに行くだろう。買いに行けば株価は上がります。どこまで上がるかという、ちょうどその情報を正しく反映した

だけ株価が上がるだろうというのが「効率的な市場」です。

つまり、マーケットは、利用可能な情報、公表されている情報のすべてを織り込んでいるということです。すべてを織り込んでいるので、何かの情報によって将来株価が動くということは既に織り込まれている。株価が将来上がると思えば、今、既に上がっているし、下がると思えば下がっているだろうということです。これが「市場が効率的である」ということです。

もちろん、これは理論的な命題ではなく、実証分析の問題です。実際の市場が効率的だろうかということとは、実証分析によってしかわからないことです。したがって、このためにさまざまな仕事が行われていますが、少なくともアメリカの株式市場についていえば、株式市場は効率的であると考えられています。

実は、日本の株式市場についてどうかというのは甚だ問題です。しかし、今日はこれについて詳しくお話する時間がありません。

将来の株価は何によって動くか。それは、今はわからない情報によって動きまゝ。今わかっている情報はすべて価格に織り込まれているわけですから、今後の株価は、今はわからない情報によってのみ動くということになります。今わからない情報というのは、もちろんわからないわけですから、したがって、将来の株価を予測することはできないということになります。

このような株価の動きのことを「ランダムウォーク」といっています。ランダムウォークというのは、ちょうど酔っぱらいの歩きのように、あっちに行ったりこっちに行ったり、そのような動きです。株価も為替レートもランダムウォークをすることを考えられています。したがって、先ほど

申しました野線やチャートによって将来の株価を予測するとか、あるいは会社を分析して株価を予測するとか、そのようなことはすべて無意味であるということなのです。

ただ、ここで御注意申し上げたいことは、ランダムウォークということとは、将来の株価の動きについて何もわからないということではありません。そうではなく、ある種のことばかりです。それはランダムウォークの統計的な性質です。けれども、今日はそのことについて詳しくはお話しませんが、ランダムウォークの統計的な性質は幾つか知られています。例えば、株価の分散が時間に比例してふえていくとか、そのたぐいのことがわかっていきます。ですから、ランダムウォークは何もわからないということではありません。ただ、普通いう意味での、株価がピンポイントでわかるというわかり方ではないということです。

以上、お話ししたことは、効率的市場仮説のもとでは、将来の株価や為替レートを予測することはできない。これについては、多くの人がそのような要求をしているわけです。ファイナンス理論というのはそういうことができるものだと思っっている、あるいは、ファイナンス理論を勉強するとそういうことができると考えている人が多くいます。しかし、そんなことはないということです。

こう申しますと、ファイナンス理論が無力であるとおっしゃる方がいらっしやるかもしれません。ファイナンス理論が強力であれば、そういう予測もできるはずなので、できないということ、現在のファイナンス理論が無力であるということかということです。

それは違います。ファイナンス理論に限ったことではありませんが、理論はあらゆることができうるわけではありません。オムニポテントではない

のです。できることとできないことがあるのです。

例えば物理学を思い出してください。永久機関というものがあります。外からエネルギーを与えないでいつまでも動き続ける機械のことを永久機関といいます。あるときまで人類は、永久機関は作成できると思っていました。したがって、そのために非常に多くの優秀な人が一生を犠牲にしました。

しかし、あるとき、永久機関はできないということがわかりました。これは物理学の熱力学第二法則ですが、永久機関は作成できません。このことがわかったとき、熱力学は近代的な科学になったのです。

もう一つ例をいいますと、化学の分野では、錬金術が人類の長い間の夢でした。鉛を化学反応によって金に変えることができるか。あるときま

で、これはできると信じられていました。したがって、やはり多くの人がこのために大変な努力をしたわけです。多くの人が一生を犠牲にしました。一番有名なのはアイザック・ニュートンです。

ニュートンは物理学をつくったような人ですけれども、彼が物理学の研究に使っていた時間は余りありません。一生の間に二度だけの集中です。その物理学の理論を組み立ててしまったのです。それ以外の時間は何をやっていたかといいますと、ケンブリッジ大学に掘って小屋を建てて錬金術をやっていました。ですから、ニュートンの生涯は錬金術に費やされたわけで、このことを発見したのはケインズですけれども、ケインズは驚いて、ニュートンは、最初の物理学者ではなく、最後の魔術師であるといいました。

これらの例からわかるように、極めて優秀な、

極めて有能な人が不可能なことに挑戦したので、もしニュートンの時代に錬金術が不可能であるということがわかっていたら、多分、彼はもっと多くの時間を物理学に投入したでしょう。その結果、人類は、今よりはもっとましな状態になっていたと思います。

今、二つの例を申しましたけれども、物理学にも化学にも、できることとできないことの差があります。その差がわかったときに近代的な科学が発するのです。ファイナンス理論はまだその段階に達していない。あるいは、世の中の人がファイナンスを見る目はまだその段階に達していないと私は思います。ですから、物理学、化学と同じように、ファイナンス理論においても、何ができて何ができないかを区別するのは大変重要です。

(2) 企業の最適資本構成を求めること

もう一つ、できないことの例を申しますと、それは、企業の資金調達における最適資金調達の方法の発見です。通常の企業は株式と債券で資金を調達します。この比率をどうしたら企業の価値が最大になるのかという問題です。

これについての結論は、そのような最適機会はないというのがファイナンス理論の結論です。これは「モジリアニ＝ミラーの結論」といわれていますけれども、これについても世の中に誤解が多いのです。ファイナンス研究科の入学試験で面接試験をやりますが、あなたは何のためにファイナンス研究科を受験したのですかと聞くと、ファイナンス理論を研究して企業の資金調達の最適化を図りたいと答える学生がかなりいますけれども、「それはない」というのが答えです。

これも一般の常識に著しく反することだと思

ます。実際、モジリアニとミラーがこの理論を世に出したのは一九五〇年代ですけれども、そのときファイナンス理論の専門家は猛烈に反発しました。なぜかといえば、それまで、ファイナンス理論の役割は企業の資金調達を考えるとだと思われていたからで、そんなことは意味がないという結論に対しては非常に強い反発があったわけです。しかし、今では、少なくともファイナンスを勉強している人間はこの理論を信じるようになっていきます。

なぜ最適な方法がないのかという理由をお話しするのは余り簡単ではないのですが、やはり基本的な理由は、マーケットが適切に動いているからです。

例えば、仮に、借り入れをすることによって企業の価値が高まったとします。もしそうだとしたら、借り入れが企業価値を高めるので、同じこと

は企業ではなく個人でやってもいいだろう。個人が借入れをして適切な株の売買をやれば、それで利益が出るはずです。そのような行動を「裁定取引（アービトラージ）」といいます。実は、アービトラージによって借入れを持った企業の有利性が消えるというのが基本的なロジックです。先ほどの株価が予測できないということと同じように、企業の資金調達に最適機会がないという結論も、マーケットが適切に動いているからであるというのが基本的な理由です。

若干舌足らずな御説明でわかりにくい点があるかもしれませんが、今、二つの例を申し上げました。いずれにしても、ファイナンス理論にすべてができるわけではない、ファイナンス理論は決してオムニポテントではない、できることとできないことがあるということが重要です。

### (3) 金儲けの学問ではない

一般的にいつて、ファイナンス理論で金持ちになることはできません。これは、毎年、講義の初めに、学生に誤解がないように私がいつていることです。勉強して有名になることはできるかもしれないけれども、金持ちになることはできません。ファイナンス理論を勉強するときにはそのところが大変重要です。ところが、世の中の人はずう考えていないわけで、ファイナンス理論というのは金儲けの学問であると考えている人が多いのです。

実は、これは大変迷惑なことです。こう考えている人が多いために、日本の大学ではファイナンス理論がこれまでありませんでした。

実は、私は、先ほど御紹介いただいたように、先端経済工学研究センターをつくつて、その後にはファイナンスの大学院をつくらうと思つたのです

が、非常に強く反対されてできませんでした。私は、ファイナンス理論は金儲けの学問ではないということを非常に強力に主張したいのです。

この結果、日本の大学とアメリカの大学の間に隔絶した差ができてしまいました。今やこの点については絶望的です。このことは人材の育成という点で非常に重要な問題です。日本は金融立国を目指すべきだという方がいます。私もそう思いますが、しかし、私は無理だと思えます。なぜかというと、人材がないからです。その責任は大学にある、これは間違いありません。その差が余りに大きいため、これから追いつくことはほぼ絶望的だというのが私の考えであります。この点は、最後にもう一度、時間があれば戻ってきたいと思えます。

以上、お話ししたことは、ファイナンス理論にできないことです。

## 二、ファイナンス理論ができること

### (1) 価値の評価

できないことだけいってはいはしようがないので、何ができるかということをお話する必要があります。

ファイナンス理論は実に強力な学問です。多分、社会科学の中では最もパワフルな学問だと私は思います。その中身は多分にテクニカルです。一般の方が取っつきにくいと考えられるのはそのとおりですけれども、ただ、その結論はさまざまな経済活動において大変重要な意味を持っています。

その例を申しますと、一つは、価値の評価です。これはファイナンス理論で「プライシング」

といわれているものです。プライシングの一番わかりやすい例は金融資産です。ある株式は幾らであるべきか。それは株式のプライシングです。あるいは、株式をもとにしてつくったオプションは幾らか。これはオプションのプライシングです。

そういったような金融資産のプライシングというのが当面の課題ですけれども、プライシングはそれだけではありません。実物的な投資、投資の価値、それも原理的には同じような考え方です。

投資の価値の評価というのは企業の経営にとって最も重要なことです。この投資はやる価値のある投資かどうかということの判断です。それは、その投資がどれだけの価値を持っているかという評価です。したがって、投資のプライシングなしに企業を経営することはできないと思いますけれども、そういう問題を扱っています。このプライシングという問題は、実はファイナンス理論の中

核的な部分です。

実物資産の評価、これは不動産についても同じことがいえますし、あるいは、もう少し広く考えてみますと、企業そのものの価値の評価もプライシングです。ある企業は幾らかということです。

このことは実務においてももちろん重要な問題になります。まず第一に、株式市場におけるその企業の時価総額は、その企業のネットの価値に等しくなくてはいけなわけですから、そのようなプライシングが必要です。あるいは、M&Aを行う場合に、買収の対象になる企業は幾らと評価できるかという問題です。それが企業価値の評価という問題です。金融資産の実物的な投資も、企業も、原則的にはすべて同じような考え、プライシングによって理論が組み立てられています。

今日は、その中身についてお話しする時間の余

裕はありませんけれども、テクニカルな内容とは別に、一つ、経営者の方々にぜひ知っておいていただきたいことは、企業の価値というのは一体何によって決まるのか、あるいは何によって影響されないのかということですよ。

何によって影響されないのかということに関して、世の中に誤解が非常に多いのです。先ほど申しましたモジリアニニミラーの結論はその一例です。つまり、今まで多くの人は、企業の価値は資本調達の方法によって影響されると考えていました。株式と債券をどういふ比率で調達するかによって企業の価値は変わると考えていたわけですが、モジリアニとミラーは、そういうことはないといったわけです。資金調達の仕方は企業の価値に関係ありません。

このように、何が関係ないのかということを知っておくことも重要です。企業の価値は、資金

調達の側ではなく、その企業が行っている事業、例えば製造業の会社であれば、つくっているものにどれだけのコストがかかり、どれだけの価格で売れるかというようなことによって決まっているということですよ。

企業の経営の目的は、まず企業価値を最大化することですよ。実は、このことについても誤解が多くあります。日本の企業の経営者は、あなたの企業経営の目的は何ですかと聞かれたときに、正しく答えられる人が余りいません。多くの人は、従業員の福祉のためであるとか、あるいは顧客の満足度を最大化するためであるとか、最近ではCSRということという人があらわれて、社会的責任を果たすためであるという人が多いのですが、これらはすべて間違いですよ。

従業員を大事にするのももちろん大変なことですよ。しかし、それは企業価値を高めるために

することであつて、従業員の福祉を最大化することが企業経営の目的ではありません。CSRにしても、地域への貢献にしても、すべて同じことです。それは、企業価値を最大化する手段であつて、目的ではないのです。

ですから、企業の経営の目的は企業価値の最大化であるということをまず理解してもらわないと話にならないのですが、その後には、ではその企業価値は何によつて影響されるか。これは若干テクニカルな話になります。その問題に答えようというのがファイナンス理論です。したがつて、私は、ファイナンス理論は、企業経営の最も重要な点を考えているのだと思います。テクニカルな内容は別としても、その本質的な結論はぜひ経営者の方々に知っていただきたいと思っています。

(2) ROEの誤解

このたぐいのこと、つまり、企業価値、そういうものが何によつて影響されるか、実際の話はやはりテクニカルになりますが、一つだけ例を申しますと、ROE(リターン・オン・エクイティ)ということがよくいわれます。皆さんよく御存じだと思ひますけれども、ROEとは、いわば株式の収益率のことです。ROEというのはしばしば投資の尺度として用いられています。あるいは、企業経営の目的はROEを最大化することであるといつてゐる人もいます。しかし、これは間違ひです。ROEは、投資の適切な尺度でもないし、企業経営の目的でもありません。

なぜかといつて、ROEは借入比率によつて簡単に変わるからです。これも詳しい説明は省略しますが、多分、皆さん方、御理解いただけと思いますが、企業が借り入れを高めていくとROE

は高くなります。なぜ高くなるかというと、配当のリスクが高まるからです。これはリスクが高まったことの自動的な反射です。その企業がよくなったとか、投資対象がよくなったことを意味するのでは全くありません。

今度のサブプライムローンの問題でもこれが出てきました。ファン드가レバレッジをきかせる、つまり、借入れをふやすとROEは高まります。収益がよくなったように見えるのですが、レバレッジをきかせている、借入れを多くしているということは、その配当のリスクが大きくなっているということです。配当のリスクが大きくなると、期待収益率は高くならなくてはいけません。ただ単にそうということです。したがって、借入比率によって変動するROEは、投資の適切な指標でもありませんし、企業経営の目的でもありません。それにもかかわらず、日本の雑誌や新聞

にはいつもこのことが出ています。ROE経営を目指すとか、これからはROEの時代だとか、ROE経営というのが好きで、よくそういう特集がありますが、それらはファイナンス理論を全く理解していない証拠です。

新聞くらいならよいのですが、聞くところによると、銀行の支店の人が中小企業の経営者に向かって、銀行からの借入れをふやさない、そうすると、会社のROEが高まりますよという営業をしているという話を聞いたこともありますが、確かに、借入れをふやせばROEは高まります。しかし、それはその企業の配当のリスクが高まったというだけのことであって、企業の中身がよくなったわけでは全くありません。

実は、このこともモジリアニとミラーがいったことです。先ほどの、資金調達によって影響を受

けないということと同じようなことをいつているわけです。借り入れをふやしたところで企業価値が高まるわけではない。借り入れをふやすと配当のリスクが高まって、したがってROEが高まる。これは「モジリアニ＝ミラーの第二命題」といわれています。

ですから、こういうことを知ることが大事なのです。それがまず第一です。ファイナンス理論に何ができるかということの私の答えは、価値を知る、そういった理論あるいは手法を与える。そのことは企業の経営にとっても大変重要なことであるかと私は思います。そのような理論あるいはアドバイスを与えることができるというのが、私の考えでは、ファイナンス理論がなし得るまず第一のことです。したがって、私はこのことを強調したいと思います。

### (3) 分散投資

もう一つ、例を申し上げたいと思います。それは分散投資です。

分散投資（ダイバーシファイド・インベストメント）はファイナンスの一つの重要なアドバイスです。分散投資というのは、全財産を一つの投資対象にまとめてはいけないということです。卵を運ぶのに、すべての卵を一つのバスケットに入れたいけない、複数のバスケットに分散して運べというのが分散投資です。

この分散投資の原理は、実は古くから知られていました。多分、一五世紀ごろからイタリアで知られていました。「ベニスの商人」というシエクスピアの戯曲を御存じだと思いますが、あの一番最初で、アントニオが出てきて何と何とていっているかというところ、分散投資をしていると何とていっています。もちろん分散投資という言葉は使っていません。

んけれども、アントニオがいうには、僕の財産は幾つもの船に分けてある、一つの船が沈んでも僕の財産は全部なくなることはない、だから安心なんだ、こういつています。それは分散投資をやっているということです。

シエキクスピアはイタリアに行ったことはありませんでしたが、イタリアを題材にした作品をたくさん書いています。「ロミオとジュリエット」もそうですが、「ベニスの商人」もそうです。イタリアに行ったことがないシエキクスピアでも知っていたくらいですから、その当時のヨーロッパでは、分散投資はかなり一般的に知られていたビジネスの原則であったということができます。

ちなみに、「ベニスの商人」では、それにもかわらず、船が一隻も帰ってこないで大変だということなので、アントニオはシャイロックから金を借りて、それで肉をとられそうになっちゃったわ

けです。しかし、あの物語を最後まで読んでみてください。船は帰ってきたのですから、分散投資は正しかったということです。

イタリアの商人たちはもう一つのルールを知っていました。それは保険、インシュアランスです。

これも、今日、詳しくお話する時間はないんですけども、保険とインシュアランスは、実は同じものです。インシュアランスというのは分散投資の原則を使ってやる事業です。ですから、基本的には同じことです。したがって、一五世紀、一六世紀のイタリア商人はこれを知っていました。

分散投資をする、あるいは保険を掛けることによつて、イタリアの商人は危険な航海に乗り出すことができました。つまり、今の言葉でいえば、リスクをとることができました。これは大変重要

なことだったと私は思います。そのことは後でお話します。

これは古典的な、一五世紀ごろからわかっていたファイナンス理論の重要な内容です。今でも重要な内容です。しかし、私は、日本の金融機関はこれを知らないと思います。あるいは、日本の政府はこれを知らないと思います。それはどういう意味かといえますと、分散投資の原則がいつていることは、適切な分散投資をすれば、つまり適切なポートフォリオを組めば、リスクは一定にしたままで期待収益率を上げることができるということです。あるいは、期待収益率は一定のままです。リスクを下げることでできるといつているのです。期待収益率を上げるためにリスクをとることがどうしても必要かといえば、そうではないというのが分散投資の理論です。これは極めて重要です。何も損失がなくゲインが得られるといつているわ

けですから、いわば驚くべき結論です。ポートフォリオをうまく組めばそれができるといつているのです。

#### (4) 日本の対外資産の運用

ところが、今の日本の対外資産の運用状況を見てみますと、とてもこの原則に従っているとは思えません。なぜかということ、対外資産の多くは証券投資であり、しかも、その証券投資は、株式ではなくT Bに偏っています。それにもかかわらず、対外資産のほとんどはドル建てです。ドル建てというのは為替リスクの面では非常に大きなリスクを抱えています。したがって、日本の対外資産は、リスクが高く、期待収益率が低いという分散投資のアドバイスとはまさに正反対のことをやっているのです。

これによる損失は大変大きいと私は考えていま

す。なぜかというところ、日本の対外資産の総額は、現在、約五〇〇兆円です。五〇〇兆円というのはGDPとほぼ同じ規模です。したがって、仮に対外資産の運用利回りを一%上げることができたとしますと、それは経済成長率を一%上げるのと同じことなのですが、日本政府はそれをしていません。そして、何をいつていたかというところ、経済成長率を上げようといっていました。そして、そのためにイノベーションが必要だといいました。イノベーションで経済成長率が引き上げられれば、それはもちろんいいことです。ただ、これは確実に実現できることではありません。つまり、イノベーションというのには政策によってコントロールできるものではありませんから、いわば神頼みなのです。神頼みの手段で経済成長率が上げられればいいとっているだけで、あれは経済政策でも何でもありません。

しかし、対外資産の収益率を一%上げるというのは十分可能です。先ほど申しましたような資産運用の現状から見ても。データさえあれば今でも可能です。それをやらないで、あなた任せの経済成長率引き上げということをしているのは、いかに日本でファイナンス理論が理解されていないかということを明白に示しています。大変残念なことだと思います。

今からこんなことをいつてもしょうがないんですけども、例えば、一九九〇年代の初めに、アメリカのTBではなくて株を買っていたとしたら、大きな利益を上げることができたはずですよ。日本は高度成長をやったのと同じような経済的な利益を得られたはずで、それをみすみす逃した。千載一遇のチャンス逃したといわざるを得ないと思います。つまり、このことは、ファイナンス理論が提供できる理論が現実に使われていないと

いう、まことに信じられないようなみじめな状態なのです。

一五世紀のイタリアの人たちが行なっていたのはかなりプリミティブなことです。その後、いろいろ精緻化されました。一九五〇年代にハリー・マコービッツという人が平均分散フロンティアという数学的なモデルをつくりました。ただし、その当時は、計算量が非常に多いために、それを実際に計算することができませんでした。やったことのある方はおわかりになると思います。逆行列の計算、これは本当に悪夢のような計算です。私は、大学生のとき、手回し計算機で逆行列を計算していましたが、ちょっとした逆行列でも一日かかってしまいます。ですから、理論的にはわかっていますが、実際に役立つような平均分散フロンティアはとも計算できませんでした。これは一九五〇年代のことです。もちろんコ

ンピューターはありましたけれども、使うのに非常にコストがかかりました。ですから、机上の空論だったわけです。

しかし、その後、状態は変わりました。これがIT革命です。計算のコストが著しく低下しました。今や、我々が使えるパソコンでこの計算はできます。あつという間でできてしまいます。私は、その進歩がわずか五〇年ぐらいの間に起こったということに対して、信じられないと思います。IT革命はいかに偉大な進歩かということを私はつくづく思います。今やこの理論は現実に使えます。ですから、日本の対外資産のデータがあれば、パソコンでも答えはすぐに出せるのです。そういうことができるにもかわらず、やっていない。これは、私は、IT時代以前というか、石器時代なのではないか。日本の金融の現状は石器時代だとこの間雑誌に書いて、ある人から文句をい

われましたけれども、石器時代です。

ついでにこのことに関してもう一つ申しますと、対外収支で貿易収支と所得収支があります。

貿易収支は財やサービスの輸出と輸入の差、所得収支は対外資産の運用収益と利払いの差です。両方とも経常収支の項目ですけれども、日本の所得収支が大きくなってきて、貿易収支の黒字を抜いたというニュースは皆さん御存じだと思います。

私が申し上げたいのは、アメリカの貿易収支と所得収支です。アメリカの貿易収支はずっと赤字です。非常に大きな赤字です。アメリカは赤字国ですから債務国です。世界一の債務国です。ですから、当然、所得収支はマイナスであろうと思われれます。ところが、アメリカの所得収支はプラスです。正確にいうと、一年前まではプラスでした。借りているにもかかわらず、資産の収支がプラスだというのは信じられないことです。それ

は、アメリカの資産運用がうまくいっている理由です。もう一つの理由は、安く貸してくれる国があるからです。

その安く貸してくれる国は日本です。中国もそうですが。日本は、汗水たらして仕事をして貿易の黒字を積み上げて、その結果、積み上げた対外資産をみすみす安い利回りでアメリカに貸して、アメリカが浪費するのを助けていたのです。これもまことにみじめなことだと思います。日本は貿易大国から資産大国になったとよくいわれます。それは事実です。しかし、その資産大国たるや、にわか成金なのです。金は持っているけれども、どうやって使ったらいいかわからないというまことにみじめな状況にあります。繰り返しますが、ファイナンス理論は今すぐにでもそれを変えることができます。今すぐにでも経済成長率を高めたのと同じようなことができるのです。

## 三、世界史を変えたファイナンス理論

### (1) 大航海時代の中国とヨーロッパ

ほかにもいろいろお話ししたいことはありますが、時間の関係がありますので、三番目のテーマをお話ししたいと思います。

それはどうということかとというと、世界史を変えたのはファイナンス理論だというのが私の考えです。先ほど、一五世紀、一六世紀のイタリア商人が、分散投資とか保険というファイナンスの技術を知っていたために、リスクのある事業ができたということをお話ししました。私の考えでは、これが近代を開いたのだと思います。

それはどういう意味かといいますと、大航海を行えたからです。大航海は、皆さん御存じのよう

に、一五世紀末のコロンブスとかマゼランとかバスコ・ダ・ガマ、そういった人たちの航海です。

この当時、ヨーロッパの航海のエンジニアリング的な技術はかなり低いものでした。その当時、世界最高の工学的技術を持っていたのは中国です。羅針盤も火薬も、つまり、航海に必要な技術は全部中国人がつくりました。したがって、やろうと思えば、中国人は世界を航海できました。事実、中国は、明帝国がコロンブスの何十年前前に大航海をやっています。しかし、その大航海は太平洋を渡ったのではなく、アジア大陸の沿岸に沿ってアフリカの東海岸まで行っただけでした。

何のために行っただかという点、その沿岸の諸国に中国の大艦隊の威容を見せて、貢ぎ物をさせるために行っただけです。つまり、リスクに挑戦したわけではありませんでした。その理由は、明帝国が官僚帝国だったからです。そもそもリスクをとる

インセンティブがないのです。ですから、明帝国の偉大さを全世界に知らしめるといふインセンティブはありましたが、未知の大陸を越えて新しいことをやるインセンティブはなかったのです。

ヨーロッパにはありました。そのインセンティブは何かといいますと、コシヨウです。ヨーロッパでは肉料理を食べるので、そのために香辛料は不可欠です。ところが、香辛料はインドネシアのそばの香料諸島でしかできません。どうやって運んでいたかというと、もちろん陸路で運んでいました。陸路で運ぶと、途中、アラビア人のいるところを通ります。アラビア人がそれに対して非常に高い関税をかけます。ですから、ヨーロッパに着いたときには、香辛料は非常に高いものになっていたのです。香辛料は同じグラム数の金と同じだけの価値があったそうです。したがって、ヨーロッパの商人にとっては、アラビア人に邪魔され

ないで香料諸島に行く、そのルートを探し出すという経済的なインセンティブがあったのです。大航海はこのために行われたのです。

大航海はしばしば、キリスト教を布教するためであるとか、あるいは、地球の地理的な状況を知りたいという科学的欲求であるなどと書いてある本がありますけれども、もちろんそういう理由もあつたと思いますが、それは多分、後からとつてつけた正当化の理由であつて、本当の理由は香辛料が欲しかったのです。香辛料をアラビア人に邪魔されないで運ぶルートを発見したかったので。

ヨーロッパはその当時、大帝國はなく、小さな國がたくさんあり、イタリアに見られるように、小さな國の商人が經濟を牛耳っていました。實際、コロンブスもマゼランもバスコ・ダ・ガマも、その航海の費用は商人たちが出しました。ス

ペインのイザベラ女王がやったのは、スペインの旗を掲げてよい、それだけのことで、実際に金を出したわけではありません。金は商人が出しました。なぜ商人が出したかというと、香辛料が帰ってくれば莫大な利益があつたからです。

マゼランの航海は、五隻ぐらいの小さなみすばらしい船で出港しました。西回りついに太平洋を渡つて香料諸島に着きました。そこでマゼランは死にましたけれども、一隻だけが残つて帰ってきました。この一隻に香辛料を積んでいたのです。その積んでいた香辛料の価値は、五隻の船の建造費をはるかに上回つたそうです。ですから、あの航海は、もちろん非常にたくさんさんのことを成し遂げました。第一のアチーブメントは、地球が丸いということを実証したわけですが、しかし、純粹に経済的な価値からしても成功だったので。もちろん、たくさん人間が死んでいますか

ら、人間の価値をカウントしなければ。船の建造費と香辛料の価値だけを比較すれば成功だったのです。つまり、ヨーロッパには、地球を回るといふ経済的なインセンティブがあつたということです。

そして、その後、ヨーロッパはアジアの植民地化に乗り出しましたけれども、このときに使つたのもファイナンスの技術です。それは株式会社です。最初の株式会社は東インド会社だといわれています。植民地の経営というのは非常にリスクの高い仕事ですけれども、その会社の持ち分を株式という形に分散することによって、投資家の立場から見れば分散投資ができるのです。したがつて、株式というのは分散投資を可能にする一つの手法です。

これによつて植民地経営が可能になつたと私は考えています。アジアの植民地化がいいか悪い

か、もちろん、アジア人たる我々から見れば決してイエスとはいえませんが、ただ、客観的に見て、ヨーロッパがアジアの植民地化に成功したのは、エンジニアリング的な科学技術のためではなく、社会科学的な、特にファイナンス的な技術が活用できたためであるということを私は強調したいのです。

(2) サブプライムローンの証券化

ちなみに申しますと、株式会社というのは、もともと分散投資をするための手段です。これは現代の社会でもいろいろなことでは生じていて、サブプライムローンの証券化というのと同じことです。株式会社というのは、株式会社のやっていることを証券化しているわけです。それによって分散投資を可能にするのです。サブプライムローンの証券化も、あるいは住宅ローンの証券化も、全

く同じ目的です。つまり、住宅ローンを証券化することによって、それを持っている人は分散投資ができるのです。

最近の新聞を読んでいますと、二一世紀型の金融リスクがあらわれたとか書いてありますが、あれは全く見当違いです。なぜなら、株式だって全く同じことなのですから。これは一六世紀からやっていることで、原理的には同じことです。しかも、サブプライムローンのほうがリスクは評価しやすいのです。なぜかというところ、あれは住宅ローンを束ねて証券化しているわけですから、束ねているということは、個々のローンの変動にかかわらず、一定の集合体のリスクが評価できるということです。ですから、統計的に評価しやすいのです。したがって、住宅ローンの評価のほうが株式よりもっとリスクが評価しやすいということです。

それをファンドが買って、リスクが見えなくなつたということも書いてあるのですが、株式だつて昔からそういうことをやっています。投資信託がそうです。投資信託というのは株式をファンドに組み込んで売っているわけですから、全く同じことです。ですから、投資信託には平気な顔をして、サブプライムローンのファンドが大変だとか、二世紀型の金融リスクだといっているのは、ファイナンス理論に対する無理解をさらけ出していると思います。

(3) 製造業的技術だけが技術ではない

ヨーロッパはファイナンスの技術で近代を開いたと思います。保険、分散投資、株式、すべて同じ原理です。それによってヨーロッパは、工学的な技術において劣っているにもかかわらず、中国を追い抜くことができたのです。今、このことの

意味を我々は十分考えるべきだと思います。

私が思うには、今の日本はそれに似た状況にあるのではないでしょうか。つまり、かつての明帝国と同じ状況ではないでしょうか。工学的な技術は持っているかもしれませんが、ファイナンスの技術が全くないのです。日本のこれからの経済成長に何が必要か。物づくりが重要であるという人がいます。私はもともと工学部の出身ですから、物づくりは好きですけれども、それによって日本経済を支えることができるかというのは別の問題です。九〇年代以降、中国が工業化し、そしてITという新しい技術ができたという客観的な条件の変化を考えれば、新しい経済活動を広げていくことが必要であるのに、それにもかかわらず、先ほどの五〇〇兆円の外貨資産をむざむざ低収益の投資に回しているというような状態が生じている。そして、日本は物づくりでないとだめだと

いつているのは、私は、一五世紀の中国と全く同じような状況にあるのではないかと思わざるを得ません。

したがって、何が必要かといえは、もちろん物づくりは必要でしょうけれども、それと同時に、このようなファイナンス理論の進歩を日本でも実際の経済活動の中に取り入れていくということが、大変必要なことだと思います。

そのために何が必要か。日本を金融立国にしようということはいろいろな人がいつていますけれども、私は、これは簡単にできることではないと思います。はつきりいえば、大変難しい、絶望的に難しいといわざるを得ません。その理由は、人材がないからです。

先ほど申しましたように、その責任は大学にあります。大学がそういう教育をしてこなかったというのが一番の責任であることは間違いありません

ん。我々はそれに対していろいろな努力をしているつもりです。先ほど御紹介いただいた先端経済工学研究センターというのも、そういうようなことからつくったわけですが、人材の育成とというのは、そういうものをつくったところですぐにできるわけではありません。その後、いろいろな専門職大学院ができました。今、私もそのような専門職大学院の一つで教えていますけれども、難しいと思わざるを得ません。

(4) 一九七〇年代以降にファイナンス理論が大発展

この分野が発展したのは、実は一九七〇年代、八〇年代です。先ほど来お話ししている分散投資とか保険、これは一五世紀、一六世紀からありますけれども、実は、つい最近、非常に大きなブレークスルーがありました。保険とか分散であら

ゆるリスクに対処できるかということ、対処できないくらいのリスクがあります。それはマーケットリスクです。しかし、デリバティブやオプションを使うことによって、そのマーケットリスクに対処する手段ができるのです。重要なのは、デリバティブやオプションのプライシングができるようになったということだと思います。これができるようになったのは七〇年代、八〇年代です。ですから、これはごく最近の変化です。

このような最近の変化を取り入れたような専門職の教育ができるかということ、今の日本では、残念ながらできません。この状態を変える必要があると思います。私もこのためにはいろいろな努力をしたいと思います。

今日の講演会の主催をしてくださいました日本証券経済研究所も、これまでも人材の育成という面ではいろいろなことをおやりになっています。

例えば証券経済学会を世話するとか、そういうようなことをやってこられています。私は、こういう一つ一つの努力の積み重ねによってしか人材の育成はできないと思っています。金融立国というのは大変重要な課題ですけれども、やるうと思つてすぐにできることではない。実際にそれを行うためには大変な努力が必要だと思います。

そういうことのために、私もできる限りの努力をしたいと思いますし、今日お集まりの皆様方も、人材の育成が重要だという認識をぜひお持ちいただいて、日本のこれからの新しい時代を開いていきたいというのが私の希望であります。

御清聴、どうもありがとうございました。(拍手)

高橋理事長 どうもありがとうございました。

ファイナンス理論、ちょっと我々には縁遠い話

かと思っていました。大変身近な、また、企業経営あるいは金融市場を企画運営していくためにも非常に重要な分野の学問であり、そのファイナンス理論の基礎について大変わかりやすい説明をしていただいたかと思えます。どうもありがとうございました。

それでは、少し時間をいただいておきますので、御意見あるいは御質問のある方はぜひ御発言いただきたいと思えます。

石器時代なんといわれてしまつて、いろいろ反論もおありの方もいらっしゃるかと思えます。

質問者 本当に目からうろこのような話をいただきまして、ありがとうございます。

先ほど、分散投資の理論でむだな損失を回避するというところで、日本の外貨資産についてお話がありました。多分、外貨準備の運用が主だと思えますが、日本の金融機関も金融のプロとしてのノ

ウハウを持っていない、運用がまずいということでした。金融機関の運用に関しては、どの辺がまずいかというのを、もう少し具体的に教えていただければと思います。

野口 先ほど申しました外貨資産は、外貨準備だけではありません。日本の外貨資産は約五〇〇兆円あります。外貨準備は約一〇〇兆円ですから、残りの四〇〇兆円は金融機関が運用しています。

この金融機関の運用している部分も同じで、証券投資が非常に多い。そして、国債のような低リスク資産が多い。

質問者 具体的なことを沢山お聞きしたいのですが、それは先生の御著書を拝読することによって、一つだけ質問させていただきたい。

先生の御指摘のとおり、日本に関しては、ファイナンス理論のインフラというか、そういう土壌が非常におくれている。しかし、聞くところによ

ると、シンガポールには、政府が取り組んでいる G I C という機関がある。そしてもう二〇年も、先生のおっしゃるような海外投資、いわゆる外貨準備高を運用して安定的な資産形成をし、シンガポールの財政を非常によくしているということを知ったことがあります。こうしたものを、ようやく日本の政府も取り入れようという動きが一部にある、という話を聞いております。

シンガポールのような国が、二〇年も前にそういうインフラを整え着手していたということは、人材に関しては、それ以前に着手していた、もしくは海外からの移住者に頼ったのではないかと思えます。我が国がそういうインフラを整えて、資産の有効な運用を考えるときの参考として、先生の御存じの範囲のことを教えていただければと思います。

野口 外貨準備ということについて申しますと、

私はシンガポールも十分だとは思っていません。それはどうしてかといいますと、外貨準備というのは本来要らないからです。つまり、変動為替制度というのはどういう制度かというと、対外収支のインバランスというのは為替レートが調整するという仕組みなんです。外貨準備高を持っているというのは固定為替レートのときの話なのです。

要らないものを持っているということが、まずそもそもおかしい。これを持っているのは、今は第一が中国ですが、次が日本、それからアジア諸国です。ですから、アジア諸国は押しなべておかしいんです。

ですから、外貨準備高をファンドなんか任せ適切な運用をやる、それは最低限必要なことだと思いますけれども、それはあくまでもセカンドベストであつて、そもそも外貨準備高を持っているのがおかしい。

質問者 先ほどサブプライムローンの問題について、株式の証券投資信託と仕組み的には何ら変わらない。株式に対する投資よりも、分散の観点からいうと、より資産が分散化している、こういう御指摘がありました。それにもかかわらず、今、世界じゅうで大騒ぎをしている。これはどういふふうに整理をして考えるべき問題だと思われませんか。

野口 まず第一に、日本の状況とアメリカ、ヨーロッパの状況を区別して考える必要があると思います。御質問は多分、アメリカ、ヨーロッパの状況のことだと思います。

ちよっとその前に申し上げたいことは、日本でも八月に株価が下がったわけです。ただ、あれは、サブプライムローンのファンドを日本で持っていたからではありません。円高になったからです。円高になって、輸出産業の利益が減ると思っ

たから株価が下がったわけです。なぜ円高になったかという点、アメリカやヨーロッパのファンドが円キャリートレードの巻き戻しをやったからです。巻き戻しをやったのはサブプライムローンが破綻したからです。そういうことで、日本の場合、サブプライムローンが問題を起こしたわけではないということを、まず確認しておく必要があると思います。

第二番目、これが御質問の趣旨だと思いますが、では、アメリカやヨーロッパでなぜあれが問題になったのかということですね、私はよくわかりませんが、本来評価すべきリスクを評価していなかったからでしょう。しかも、個人がああいうファンドを買っていたということですね。これは信じられないことです。その人は、あれは元本保証だと思っていたとかいっただけです。ですから、個人がああいうリスクを持った

資産を買うのはちょっと信じられないことだと思います。

サブプライムローン自体についていいますと、普通の住宅ローンと違う点が一つだけあります。それは何かというと、住宅価格の動向に依存しているということですが、御存じのように、サブプライムローンは、貧しい人が借りて、金利が高くなる前に家を売ってしまって、それで返すわけなんです。ということは、住宅価格が上昇している限りにおいてもつようなローンなんです。この住宅価格に依存しているというのは、実は、先ほどのこととのかかわりで問題がある。

つまり、普通の場合の住宅ローンの証券化は、個々の住宅ローンがデフォルトするかどうかということです。これは、ファイナンス理論という個別リスクです。つまり、分散投資や保険で対処できるたぐいのリスクです。ところが、サブプ

ライムローンは、そのリスクに加えて、住宅価格というマクロ的な指標に依存しています。住宅価格の上昇は、個別リスクではなくマーケットリスクです。したがって、分散投資で、あるいは保険で対処できないリスクです。その点が違います。ですから、ヨーロッパやアメリカで問題になったのは、アメリカの住宅価格の動向を読み違えたということだと思います。

アメリカの住宅ブームは、御存じのように、かなり前からかなりおかしな状況になってきていました。とても信じられないような住宅価格の上昇が続いていた。ですから、あれはいつか破綻するだろうと多くの人が思っていました。これはマーケットリスクです。分散投資や保険で対処できないリスクです。そのリスクを抱えていたのは事実であって、それがサブプライムローンの問題を引き

起こしたということですよ。

ただ、さっき申しましたように、個人がああいふファンドを持っていたというのは、信じられないことです。あれは金融機関のモラルの低下ではないでしょうか。

質問者 本日のテーマに即して申し上げます、ファイナンス理論の有効性ということですので、今先生が御指摘になった点に、バブルの問題というのが多分あると思います。それは白板に書かれているプライシングの問題で、先ほどの住宅ローンも、結局ミスプライシングであったということをお指摘になられたかと思えます。オランダのチューリップバブルから始まって、バブルというのが時に触れあるわけでございます。今回のアメリカもバブルだったのではないかと思うのですが、バブルの予測というのは、ファイナンス理論、なかんずくプライシングということで解決可

能なのでしょうか。

野口 これは大変重要かつ難しい御質問です。バブルはファイナンス理論で予測できません。いかなる理論によっても予測できません。

アメリカの住宅価格がバブルだったかどうかは、私自身は若干疑問に思っています。バブル的だと思いつつも、そうではないと思っていた点もあります。このことは二年前に出した本に書いたのですが、私はその当時からフォオルニアにいましたので、あの状況をよく知っているんですけども、少なくとも日本の八〇年代のバブルとは非常に違います。

どこが違うかといいますと、アメリカの場合は、買っていた人はほとんど個人です。しかも住宅を買っていました。空き地ではありません。ただし、その住宅が余りにも高価なものになってしまっていて、普通の収支計算をすると買えないよ

うな人が買っていたことは事実です。その人たちが買えたのは、住宅価格が上昇するという見通しがあったからです。ですから、その意味ではバブルなんです。価格の上昇に依存していたという点では。ただ、日本の場合のように、空き地に土地投機をやったというのとはかなり違います。

そういう意味で、私は、あれがバブルだったかどうかというのは、半分そうだと思い、半分そうでなかったと思います。これは答えになっていないわけですが、バブルは非常に難しい問題であることは事実です。バブルはファイナンス理論では説明ができませんし、いかなる理論によっても説明できません。

高橋理事長 ありがとうございます。

今の方の御質問とも関係あるんですけども、ファイナンス理論というのは、さっきの御説明にもあったように、効率的な市場というものを前提

としているということとです。ところが、実際には、バブルが起こったり、市場というのは効率的に動いていない面が多いんだろーと思えます。そういう効率的でない市場というものを前提にしたときに、ファイナンス理論の価値というか意義をどう考えたらいいのかということ。

それに関連して、「行動ファイナンス」という分野があるかと思えます。名前は似ているようですが、それでも中身は全然違って、市場あるいは市場の周辺で動く人間の心理とか行動様式というものを予想した分析で、行動ファイナンスと呼ばれるいるんだろーと思えますけれども、そういうものとの関係、そういうものをどう見るかということについて教えていただければと思います。

野口 これも大変難しい御質問ですけども、まず第一の御質問、ファイナンス理論は市場が効率的であるということを前提にして組み立てられて

いるであろう、それはそのとおりです。しかし、現実の市場は効率的とは限らないのではないか、これもそうなんです。したがって、非常に難しい問題です。

しかし、結論的に申し上げたいのは、そうかもしれませんが、効率的市場を前提にしたファイナンス理論によつて非常に多くの有益な結論が出せる。ですから、まずそれを勉強してほしいということ。その利用によつて、例えば、先ほどお話しした分散投資とか、そのたぐいの多くの利益が上がるであろう。

したがって、これは第二の御質問の行動ファイナンスにも関係するんですけれども、行動ファイナンスは市場が効率的ということを否定しているなことをいっているんですが、そういうことを勉強する前に、まず正統的なファイナンス理論を勉強して、そして多くの結論を得て、それを実

務にも応用してほしい。それによつて得るものは非常に大きいだろうというのが私の結論です。

ただし、若干補足しますと、日本の市場が効率的かどうか、これは大変疑問です。先ほどのモジリアニ＝ミラーの仮説では、例えば、一〇〇万円の株を二つに分割したら、五〇万円と五〇万円になるでしょうというわけです。ファイナンス理論はそういうことを前提にして議論しています。しかし、日本では、そうではない事態が発生したわけです。ライブドアという会社があつて、株を幾つかに分割したら、一〇〇万円が五〇万円と五〇万円ではなくて、一〇〇万円が七〇万円と七〇万円になつてしまった。そして、ライブドアの時価総額が上がつたということが実際にあつたわけです。

ですから、ファイナンス理論のことを議論するのに、非常に困る。ああいう状況を前提にしてモ

シリアニミミラーの仮説なんという、机上の空論ではないかといわれそんな気がして非常に困ります。そういう意味で、日本の株式市場を前提にした場合に困ることがたくさんあるのは事実です。

あるいは、もう一つ例を申しますと、村上ファンドというのがありました。村上氏は何と申していたかというと、私は次のような投資をしています。それは、企業の価値と時価総額を比べる。時価総額が企業の価値より小さい企業を見つけたら、それを買う、こういつていました。それで村上ファンドは大変な利益を得たわけですけども、本来こういうことがあってはいけないんです、市場が効率的であれば。この差を裁定取引によって埋めるということが常に行われていて、したがって、企業価値は時価総額に等しくなるはずですよ。ファイナンス理論はそのように仮定して議

論しています。

行動ファイナンスについてですけども、例えば、株価は月曜日には高くなるとか、アノマリーというんですが、そういう話があります。確かにそうかもしれません。あるいは、人間の心理はバイアスがあつて、経済学が想定するほど合理的ではない、こういうことをいっています。

私は、これについていいことが三つあります。

第一は、仮にアノマリーがあるとしても、それはごく小さいものかもしれない。つまり、仮に月曜に株価が高くなるにしても、それを見て取引すると、手数料がそれを上回ってしまったら利益にならないわけです。そのようなアノマリーは市場で放置されます。そういうアノマリーがあるといたつて、それは何の意味もありません。そのようなたぐいのことが多いだと私は思いま

す。

第二にいえることは、人間の心理にバイアスがあるということ。例えば、人間は、資産価値に比例してそれを評価するのではなく、資産価値が低いときには一単位当たりの価値が重要だと考えている、そのようなバイアスがあるといえます。それは事実です。事実ですが、これは実は経済学の基本原理です。このような心理バイアスを人間が持っているということを経済学は認めて、その上に理論を組み立てている。ファイナンス理論で、人々はリスク回避的に行動するといいますが、なぜリスク回避的に行動するかといいますと、今のような心理的バイアスがあるからです。この点に関する誤解はかなり大きいと私は思います。つまり、経済学とかファイナンス理論は非常に単純な仮定をしていて、そのために現実と離れている、もつと現実的に考えなければいけない

という人が多いですけれども、経済学やファイナンス理論は、そのようなことをとくに考慮に入れています。そのことに基づいて理論を組み立てているんです。これが第二にいたいことです。

第三にいたいことは、確かに行動ファイナンスで何か重要なことがあるかもしれない、でも、それをやる前に正統的なファイナンス理論を勉強してください。さっき申し上げたように、分散投資の理論を勉強して、日本の対外資産の運用をそれに応じたように変える、それだけで莫大な利益が上がる。これは行動ファイナンスなんて関係ない。正統的なファイナンス理論の最も正統的な理論でできることです。まずそれをやってほしいと思います。それをやらないで行動ファイナンスというのは、私は全く間違いだと思います。

ですから、行動ファイナンスを完全に否定するわけではありませんけれども、そういうことをや

る前に、まずやることをやっていたきたい。暗い夜道でかぎをどこかに落としてしまった場合、どうしたらよいか。物理学者はこういうアドバイスをします。街灯の下をまず探せ。このアドバイスは一見して変です。つまり、かぎは街灯の光が当たっているところに落ちている保証はありません。しかし、暗やみを手探りで探すよりも、まずライトの下を探したら、落ちていれはすぐにわかるわけです。ですから、まずそこを探せ。そこで見つからなかったら、しよつがないから暗やみを手探りで探せ。

実は、物理学や化学や自然科学のほとんどは、このような原則に従って理論を進めてきた。つまり、今までわかっていることでどれだけ説明できるか、それでどれだけできるかということをやった後に、新しい分野に、新しい理論に手を出したんです。

ですから、ファイナンス理論や経済学についても、今までの正統的な理論で非常にたくさんのごとができるので、まずそれをやるべきだというのが私の考えです。

高橋理事長　ありがとうございます。

ほかにどなたか御質問ございませんでしょうか。

それでは、予定した時間も過ぎておりますので、ここで閉会したいと思います。

野口先生、難しい話を大変わかりやすく説明していただき、ありがとうございました。(拍手)

(のぐち　ゆきお・早稲田大学大学院  
ファイナンス研究科教授)

(本稿は、平成一九年一〇月五日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

## ファイナンス理論は役に立つのか

野 口 悠紀雄 氏

### 略 歴

- 1940年 東京に生まれる。  
1963年 東京大学工学部卒業。  
1964年 大蔵省入省。  
1972年 エール大学 Ph.D. (経済学博士号) を取得。  
一橋大学教授、東京大学教授 (先端経済工学研究センター長)、  
スタンフォード大学客員教授などを経て、  
2005年 4月より早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授。

### 主要著書

- 『情報の経済理論』(東洋経済新報社、1974年、日経経済図書文化賞)  
『財政危機の構造』(東洋経済新報社、1980年、サントリー学芸賞)  
『バブルの経済学』(日本経済新聞社、1992年、吉野作造賞)  
『1940年体制—さらば戦時経済 (新版)』(東洋経済新報社、2002年)  
『「超」整理法』(中公新書、1993年)  
『「超」勉強法』(講談社、1995年)  
『「超」英語法』(講談社、2004年)  
『ビジネスに活かずファイナンス理論入門』(ダイヤモンド社、2004年)  
『資本開国論』(ダイヤモンド社、2007年)

### 受 賞

- 1967年 政府主催明治100年記念論文 最優秀総理大臣賞  
1969年 カリフォルニア大学ロサンゼルス校 優秀学生同窓会賞  
1974年 日経経済図書文化賞  
1979年 毎日新聞エコノミスト賞  
1980年 サントリー学芸賞  
1989年 東京海上各務財団賞、日本不動産学会賞  
1992年 中央公論吉野作造賞  
1996年 ソフト化経済センター・ソフト化賞

(レジュメ)

平成19年10月5日

「ファイナンス理論について」

—経済学をくらしに活かす—

早稲田大学大学院ファイナンス研究科  
教授 野口悠紀雄

1. ファイナンス理論にできないこと

- (1) 企業の最適資本構成を求めること (モジリアニ=ミラーの仮説)。
- (2) 将来の株価や為替レートを予測すること (効率的市場仮説)。
- (3) 総じて、ファイナンス理論の応用によって市場の平均的収益率を超える収益を継続的にうることにはできない。ファイナンス理論は金持ちになる方法を与えない。打出の小槌は存在しない。  
それにもかかわらず、ファイナンス理論に対する期待は、永久機関や錬金術のレベルにとどまっている。「できることと、できないこと」の差を明確に認識することは、近代科学の出発点。

2. ファイナンス理論ができること

- (1) 企業の価値が何によって示されるか、それが何に影響されるかを明らかにする。  
ROEは適切な指標ではない。「ROE経営」は誤りである。  
株式分割で企業価値は高まらない。M&Aで企業価値は高まらない。  
企業の価値は、時価総額で表わされる。それは、ビジネスモデルによって決まる。  
企業経営の目的は企業価値の最大化である。  
この意味でファイナンスは経営の基本である (それにもかかわらず、日本で理解されているとはいえない)。
- (2) 分散投資の理論で無駄な損失を回避する。  
現実には無駄な損失が非常に多い。  
アメリカと日本の所得収支の比較。アメリカは世界一の債務国であるにもかかわらず、所得収支は黒字である。日本の金融機関は金融のプロとしてのノウハウを持たない。イギリスの復活。

## ファイナンス理論は役に立つのか

- (3) まやかしを見抜く。経営者は細かいことは知らなくとも、「まやかし」を見抜ける必要がある。ファイナンスに関連する「まやかし」は非常に多い。エンロン、ライブドア。村上ファンド。
- (4) ファイナンス理論の主要な課題は、リスクの定量的評価。とりわけ、リスクのある状況における「プライシング」。  
プライシングの対象：金融資産、貸付債権、投資、企業そのもの。  
日本の金融機関は、貸付債権のプライシングができない（「パーゼルⅡ」は必要資本量の算定であり、リスクのプライシングではない）。

### 3. 社会科学的技術の重要性

- (1) 大航海時代の中国とヨーロッパ  
自然科学的技術において中国が圧倒的に強かったにもかかわらず、遅れた。分散投資、保険、株式会社制度の発明によってヨーロッパが近代を拓いた。
- (2) 1970年代以降に、ファイナンス理論が大発展をとげた。
- (3) 日本ではいまだに製造業的な技術だけが技術だと思われている。  
最近の年度における一人当たり GDP の推移。
- (4) ファイナンスの勉強のために必要な基礎は数学と英語。

野口悠紀雄ホームページ <http://www.noguchi.co.jp/>