

体系化した金融論としての「ファイナンス論」

大村 敬一

時間のかかった「ファイナンス」という表現

ファイナンスに最初に出会ったのは大学三年生のときだった。ゼミの指導教授（田村茂教授）はコーポレートファイナンスの授業を担当していたが、この頃は、コーポレートファイナンスではなく「企業金融経済学」と呼んでいた。教授はちょうど『企業金融の経済学』（一九七〇）という現代ファイナンス論のはしりとなる著作を出版し

たばかりであった。卒論は、当時ではまだ新しかった「最適ポートフォリオ選択理論」や「資本資産評価理論」を扱った。これらはファイナンス理論の基礎にあたるものでインベストメント（Investment）と呼ばれていた。インベストメントはファイナンスを構成する中心分野として、その邦訳は「証券投資論」でしっくり収まっていた。これに対して、もうひとつの核であるコーポレートファイナンス（Corporate Finance）については、経済学系の

人々は「企業金融論」と表現していたのに対して、会計学系の人々は「企業財務」という表現を使っていた。こうして、Corporate Financeの邦訳はなかなか合意に至らなかったが、同様に、それらの体系全体を示すFinanceやFinancial Economicsにもなかなか適切な表現が見つからず、かといって、カタカナ表現には抵抗があったようだ。「……金融論」と訳されるのが多かったので金融論の各論かのように誤解され、ファイナンスに

対する一般的認識は低かった。

依然として抵抗が残っていた「ファイナンス」というカタカナをはじめて経済学のテキストに使用したのは、西川編著（浅子・池尾・大村・須田）『経済学とファイナンス』（一九九五）だと思う。まだ、当時では「ファイナンス」は読者の耳目に不慣れだったが、発刊に際して出版社には無理をお願いした。共著者の男性三人はちょうど九三年に日本ファイナンス学会を立ち上げたばかりだったので、あえて、「ファイナンス」を流通させるために

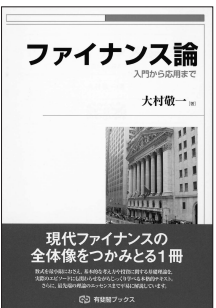
この表現を採用することにしたのであった。

ファイナンスはあえて邦訳しようとするれば「金融論」だが、金融論にはどうしても古い響きがある。従前の間接金融時代の銀行中心のイメージがあるからだ。そのような偏ったイメージを払拭するためにあえて「ファイナンス」という外来語表現を使ったのである。そして、学会についても、古い体質の残る日本金融学会と対峙する存在として設立した「日本ファイナンス学会」が順調に拡大していった。

そして、拙著『現代ファイナンス』（一九九九）を出版するときには、すでにファイナンスの名で数冊の教科書が発刊されており、抵抗はなかった。ファイナンスを一般化しようとした私たちの狙いは着実に浸透していたのだ。日本ファイナンス学会は一〇〇〇人超の会員を迎えようとしていた。

金融（論）とファイナンス（論）

私たちが学んできた金融論は、マクロの貨幣論（Money and Economics）か、あるいは、銀行論（Banking）であった。前者における金融市場は貨幣市場であり、通常、貨幣以外の金融資産市場はワルラス法則によってインプリシットに扱われた。貨幣は、貨幣論では外生的に供給され所与とされることが多いが、銀行論では金融仲介機関の能動的貸出行動が導入されて内生的に創造される貨幣（内部貨幣）にも貢献を認めようとする。銀行論の関心は、最終的な赤字主体である企業と最終的な黒字主体である家計の間を仲介する銀行行動の解明にあった。所与の預金量で銀行がどのように合理的な貸出行動を決定しているのか、また、金融システムの頂点に立つ中央銀行がどのように銀行の貸出行動



大村敬一 [著]
『ファイナンス論
——入門から応用まで』
A5判, 430頁, 定価 3360円 (税込)

や市中の金利に対して期待通りの影響を与えられるか、などが関心であった。間接金融優位のシステムが支配的だったので、銀行という中心的なプレイヤーに関心が集まっていたのだ。

しかし、そこでは往々にして、家計がどのような資産選択行動の結果として銀行に預金をしているのか、企業がどのような合理的な意思決定の結果として銀行借人を選んでいたのか、など最終的な黒字主体である家計と最終的な赤字主体である企業の行動に関する分析はほとんど行われなかった。そして、企業が、(銀行経由ではなく)資本市場を経由して、家計から資金を調達するファイナンス(直接金融)方式に関する分析もほとんど注目されなかった。また、新規のファイナンスの場である発行市場のみに注目して、すでに発行されている証券が売買される場である流通市場に関心を割いて来な

った。その部分は証券論という金融論の各論として位置づけられていた。そして、もっと重要な点は、金融取引や市場における多様なリスクを正面から扱ってこなかったことであった。

経済が未成熟なうちは、金融行動は銀行等金融機関に専属的な行為だが、経済が成熟するに従ってあらゆる主体が(金融行動を)行うようになる。政府部門は国債発行などの金融行動を行っている(Public Finance)。一般事業法人は大企業に成長すると銀行離れを起こして市場から直接金融を拡大するなど資金調達の多様化のために、また、企業買収などの財務戦略を活用している(Corporate Finance)。そして、個人部門でも富が蓄積してその運用行動を活発化し、他方で、ライフサイクルに従って資金調達も機動的に行うなど、その金融行動は急速に広がりを見せている(Personal Finance)。

リスクとファイナンス(論)

金融取引の機能が発揮されるのは不確実な世界である。したがって、金融論は不確実性下を大前提とするはずだが、従来の金融論はその点で不十分であった。それに対して、ファイナンスはリスクを正面から取り上げて学ぶ。リスクはファイナンス論の核となるキーワードであり、リスクを全面展開したときから(従来の)金融論ではなくファイナンスなのである。金融ビジネスと金融市場は、我々の身の回りにあ

るリスクを探し、リスクを軽減・解消し、資源を効率的に配分するためにたくさん工夫してきた。金融市場は実物市場で発生したリスクを、金融取引を通じて社会の構成員にシェアさせることで経済厚生を向上させてきた。金融技術の発展とその結果としてもたらされた金融商品の多様化はさらにリスクシェアリングを効率化し、それまで取引を消極的にさせたリスクを克服してきたのである。そして、身の回りのリスクを探し尽くしたら、今度は新たにリスクを組成し始めてきた。

ファイナンスは、銀行に偏った従来の金融理論の不十分な部分を補完する形で登場したので、どちらかというとミクロ経済学を基礎に、家計の資産選択行動、企業の資金調達行動など主体の分析、流通市場での証券価格の決定など、これまで注目されてこなかったミクロの主体行動、資本市場の均衡理論に特化する形で発展してきたが、近年では、規制等市場構造に着目するマーケットマイクロストラクチャー、「人間」というかならずしも合理的ではない主体による認知・判断・意思決定の歪みに着目する行動ファイナンスなど、研究分野にダイナミックな広がりが見られる。ファイナンスの教科書は、金融工学の発展を背景に過度にテクニカルでローカルな(狭い)研究分野であると誤解されがちだが、本来その対象は従来の金融理論も含んだ非常に広いものと考えるべきなのである。

昨今では、証券化に端を発したリーマンショック、財政危機としてギリシアショックなどファイナンスに関係する記事とリスクという用語で紙面はいっぱいである。私たちは、たくさんの方々のリスクに出会ってきたが、挙句の果てには、無リスクだったはずの政府に「ソブリンリスク」まで登場している。ファイナンスは金融メカニズムを理解するためにリスクを正面から取り扱おうとするが、実際の金融市場では追いつけないほど次々とリスクが生まれている。なぜ、これほどまでに金融市

場でリスクが広がるのか。金融取引は経済活動の拡大局面では、その取引の円滑化を目的として、そして、高リスクの実物資産への投資を促すべくリスク変換が活発化するなど補完的に急増していくが、(実物) 経済が成熟段階に達して生産性の低下を迎えると、今度は、代替的な場として金融市場が注目を受ける。実物市場での生産性が低下すると、資源の効率的な配分を促すために金融規制が緩和され、市場メカニズムが一層有効に作動しなければならぬ。金融ビジネスは、実物市場への資金移転のためだけではなく、金融市場内でのリスク移転に転換・拡大する。金融ビジネスの源はリスクにあるので、実物市場で新たなリスク機会が減少すれば、金融市場の中でリスクを発見・創造しようとすることになる。金融市場は、リスクの御旗の下で肥大化せざるをえないのである。そして、

規制緩和は価格変動リスクをもたらす。変動相場制への移行、一九八〇年代の資本市場の国際化、金利自由化のなかで、たくさんのリスクが誕生し、ファイナンスは、そのような現在の状況のなかでその役割を急速に増してきた。最近では、事業破綻リスク、天候リスクもビジネスの対象なのである。サブプライム住宅ローンの証券化も、あえてビジネスの対象とされたリスクであった。

今回発刊した『ファイナンス論』(二〇一〇)では、そのような観点から、リスクを中心にファイナンス論を組み立ててみた。第1部は、ファイナンス理論を具体的に学ぶ前に、特にリスクとの関連での問題意識をもらう助走部分として一〇〇頁を割いている。第1章では金融システムをリスクシェアリングの場としてその機能を整理し、第2章ではリスクをどのように

とらえるべきなのかを検討し、第3章ではリスクシェアリングの場として金融ビジネスと金融システムの歩みを整理し、第4章では現代ファイナンス理論の歩みを紹介した。そして、最後の第5部ではマーケットマイクロストラクチャー、行動ファイナンス、リアルオプションなど新しい研究分野についても紹介した。この一冊でファイナンス論の全貌を見ることができるよう。

(おおむら・けいいち
|| 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授)