

座談会

「ファイナンス研究の思い出」



(左から) 廿日出氏、諸井氏、斎藤氏

(司会) LEC 会計大学院教授
武蔵大学名誉教授
上智大学教授

(敬称略)

諸井 勝之助
廿日出 芳郎
斎藤 進

これは、かつての東京大学大学院の教師と2人の院生とが久しぶりに集って、昭和4・50年代に、まだ日本では未開拓だったファイナンス理論の研究に情熱を傾けた当時の思い出を中心とし、さらに国際ファイナンス、ニック・リーソンの投機失敗、サブプライムローン問題、さらには最近におけるファイナンス研究等についてゆっくり語り合った記録です。なお、座談会開催日は2007年12月4日です。

(諸井)

1. 会計学からファイナンスへ

諸井 これから、「ファイナンス研究の思い出」という題でファイナンスを勉強し始めたころの思い出を中心に、かつての師弟3人が集まって座談会を始めたいと思います。

最初に、私が東大の研究室に残って、はじめのうちは会計学を勉強したのですが、それからどういう経緯でファイナンスの研究に移ったか。その経緯をお話したいと思います。

昭和21年に東大経済学部を卒業して恩師の上野道輔先生のおすすめで会計学を勉強しました。最初のうちは、ちょうどインフレーションが激しい時期だったのでインフレーション会計をやりました。そのうちに上野先生がお辞めになって佐々木道雄先生が中心になられたのですが、会計学第一部か第三部のどちらかをやらないかということになり、私は、会計学第一部は簿記論だし、第三部は原価計算論で、では第三部をやりますということで原価計算を始めたのです。講義を始めたのが昭和26年度からで、昭和39年度まで14回講義をやりました。その間に原価計算基準ができる。その草案作りにも関係したのですが、最後に、『原価計算講義』という本を出しまして、それをきっかけにファイナンスのほうに専門を切り替えることにしたのです。

特殊原価調査というのが原価計算にあります。その研究を進めるうち資本予算とか資本コストとかの問題が出てきて、本格的にそれをやるにはファイナンスに移らなければいけないということもあって、経営財務という講義を新設してもらってそっちのほうに移ったのですが、それが昭和40年度からです。

補足しておきますが、財務会計のほうもかなりやりまして、これは大蔵省の企業会計審議会の第一部会が、企業会計原則を扱うところで、その研究会のメンバーになって、黒澤清先生を中心に番場さん、飯野さん、江村さんと一緒に会計原則の改訂やいろいろな意見書作りの仕事をやったわけです。

大蔵省企業会計審議会の第四部会は原価計算を扱うところで、中西寅雄先生と鍋島達先生を中心として基準作りをやったのです。私は、それを黒澤教室、中西教室というふうに思っていますが、そこでずいぶん鍛えられたわけです。だけど、もうそろそろこれだけやれば会計学からファイナンスに移ってもいいじゃないかということで、経営財務という講義を新設してもらってその担当者になったのです。

最初のうちは、ファイナンスと言ってもなかなか範囲が広いのですが、きっかけになったのはキャピタル・バジェットティングですね。ジョエル・ディーンのキャピタル・バジェットティングを中心に、設備投資計画を講義して、他にはウエストンのマネジリアル・ファイナンスをずいぶん利用させてもらってファイナンスの講義をしました。

その頃は、まだ日本の経済も官主導の間接金融全盛時代で、本格的な資本市場は成立していない状況でしたから、あまり本格的な講義はできなかったと思います。それでもファイナンス研究の魅力にとり憑かれていて、わからないながらもMMをやったり、ポートフォリオ理論なんかを勉強した状態でした。

2. 廿日出君、斎藤君との出会い

諸井 その頃に廿日出さんが見えたのですね。
あれは何年ですか。

廿日出 昭和40年です。

諸井 あなたは最初、農学部の農経の大学院の
ドクターコースにおられたでしょう。ファイ
ナンスをやるなら経済のドクターコースに
移りなさいといわれて、あなたは論文を書い
た。論文を提出しないと移れないんですね。
それがさっきいったワインガルトナーの何
という本でしたっけ。

廿日出 整数計画法と資本予算です。

諸井 インテジャープログラミング・アンド・
キャピタルバジェットング。あの本をあなた
は紹介されて、ドクターコースに移ることが
認められたのですね。こっちは、整数計画法
なんてよくわからない。あなたはよくわかっ
ていた。あれはLPよりももっとアドバンスト
ですよ。

斎藤 設備投資が一台、二台という整数単位で、
半分なんてことは許されない状況の中で、ど
う巧い具合に様々な設備の組合せを決める
かという問題ですね。

諸井 あの時代としては新しいテーマですね。
そういうテーマを選ばれた。あなたは数学が
よくできたから。そしてもう少し経つと斎藤
さんが見えた。あなたは何年に来られたん
ですか。

斎藤 昭和42年ですね。

諸井 同期には斎藤静樹さんがおられたで
しょう。

斎藤 はい。東大で経営史を担当された、大東
英祐さんもおられました。

諸井 そうですね。みんな錚々たる人が入っ
てきて、僕は何を教えたのかな。

斎藤 アンソニーの木内佳市、長浜穆良訳編の
『管理会計』（日本生産性本部）です。

諸井 あれは中西先生の監修でしたね。

斎藤 はい。投資の経済計算が主で、中に入っ
ている練習問題をみんなで解くというもの
でした。サンク・コスト（埋没原価）とか、
大変に勉強になりました。

諸井 そういう時代でしたね。しばらくして
43年になると紛争になっちゃうんです。紛
争のときにはどうされていましたか。

斎藤 紛争のときは、学校に行っても何もあり
ません。43年の4月29日の天皇誕生日に、
安田講堂に青医連の学生が突入して、それを
大河内学長が機動隊を導入して排除したの
が発端でした。

諸井 僕は43年の3月末に海外研修に出かけ
たからしばらく日本にいないんですよ。幸せ
なことに、紛争が一番激しいときにいないん
ですよ。あの時いたら、非常にひどい目に遇
っていたと思います。初めはロンドンに行き、
つぎにピッツバーグのカーネギーメロン大
学に行きました。カーネギーメロン大学には
井尻雄士さんが居られて、随分お世話にな
りました。井尻先生は非常勤講師で半年東大に
来られたでしょう。授業を聴いたでしょう。

斎藤 半年講義をおやりになりました。4000
ワードのペーパーを出せといわれまして、四
苦八苦して出した覚えがあります。

諸井 厳しいですよ、彼はね。私は紛争のとき
に幸いに海外にいて、一番ひどい安田講堂の
占拠騒ぎの頃にはカーネギーメロン大学で
苦手だった確率論を勉強していました。昭和
44年4月に帰ってきまして、あまりに東大
が変わっているのびっくりしたのですが、
そのあと何を大学院で講義したのか、よく覚
えていないですよ。廿日出さんはもう就職さ
れていたのですね。

廿日出 そうですね。

齋藤 私が来たときには、廿日出先生が電力中央研究所にお勤めになっていた。

諸井 電力中央研究所に何年に入られたのですか。

廿日出 42年です。ただ、42年は大学院に行きながら職場に行っていました。

諸井 電力中央研究所の研究員で学生の資格じゃないでしょう。聴講生ですか、東大の。

廿日出 大学院です。

諸井 大学院に籍があったのか、それじゃよかったですね。

廿日出 齋藤さんと机を並べたことがあるということ、今、思い出しました。

齋藤 非常に寛大な研究所だなと思いましたが、当時は。

諸井 あの研究所はかなり自由だったでしょう。ずいぶん優秀な人が入っていたでしょう。

廿日出 そう。みんなどっかに行っちゃいます。

諸井 行っても文句を言われません。そういう研究所に入って廿日出君はある時期ファイナンスから離れたね。電力との関係で、石油問題を研究して本を書いたのです。あれはなんという本でしたか。

廿日出 『メイジャーズとアメリカの戦後政策』です。ちょうど石油ショックが起ころうとしている時期でした。

諸井 あの頃ですね。オイルショックは昭和48年ですね。

廿日出 日本中が大騒ぎになって、石油会社の調査部の人がいたのです。

諸井 それで一緒に共同研究をやった。

廿日出 『東洋経済』の編集者の人が来て。

諸井 あの問題は今でも続いていますね。

廿日出 30年してまた振り返して。

諸井 振り返しているね、またあなたがやった

らいいと思う。

廿日出 今度は投資のほうで、石油を。

諸井 ガソリンが高くなって。

廿日出 155円とか、160円になりました。

3. MM理論とポートフォリオ理論

諸井 ちょうどオイルショックの頃、MMの例の理論がね、なかなかわからないので私も往生していたのですが、小宮、岩田両氏の『企業金融の理論』（日本経済新聞社）が出ました。昭和48年ですね。あれを読んで、ああMMとはこういうものかと理解できました。全部教わりましたね。もっとも非常に高飛車な口調で、これがわからなきやどうかしているみたい。

齋藤 たしか、出版する一年前ぐらいに経営の研究会においていただいて報告していただきました。

諸井 そう、やりました。経営学関係の研究会で、あのときはコメントを僕がやったのです。今、アメリカのイェール大学教授の、浜田宏一君が司会をやったのです。僕がコメントして、彼のコスト概念はおかしいと言ったのです。たしかにおかしかったんですよ、ディスカッションペーパーではね。本になったらその部分が削除されていた。それから、別の日にあの研究会で廿日出君と若杉敬明君がポートフォリオ理論の紹介をしたでしょう、覚えてる。やったんだよ。

廿日出 そうですか。

諸井 僕なんかより、あなたの方がほうが先だったんですよ。

齋藤 たしかマルコビッツ (Markowitz, H. M.) の論文を。

諸井 マルコビッツの最初の論文は読みにく

いんですよ。エフィシエント・フロンティアなんて変なかつこうしているのです。

斎藤 あの時代、何か新しいファイナンスの基礎理論が全部出来たようなときでした。

諸井 MMとマルコビッツのポートフォリオの二つががちりできて、ファイナンスの基礎が固まった。あとはその延長だと思っんですよ。

斎藤 そうですね。MMで資金調達がどちらかというところロジカルになった。

諸井 非常に論理の厳しい世界でしょう。たとえば第一命題、アンレバード・ファームとレバード・ファームの二つがあって、その二つは資本構成以外はすべて同じであるということです。資産も収益性も全く同じであるという仮定で出発するでしょう。そんなこと現実にはありえないと僕は反発を感じたのです。

斎藤 ある種、思考実験をしてくださいという形ですよ。

諸井 そうです。それに馴染まないとなれに食いつけないのですよ。

斎藤 現実の企業をイメージする人には馴染みにくいですね。

諸井 現実を考えると、資本構成だけ違って、他はすべて同じだなんてそんな二つの企業はありえないと、反発するんですね。

斎藤 それにあそこでは、利子控除後の利益を全部配当として回せる。ですからマイナスの利益でも配当されてしまうというわけで、赤字、黒字関係なく全部ひっくるめて純粹思考実験のようなものです。

諸井 だけど理論というのはそういうものかと思いましたがね。頭の訓練になる。なじむのに凄く時間が掛かった。それからポートフォリオは、やはり確率論を前提にした意思決定の議論とか、あれがないとついていけないで

すよ。僕は外国にいたおかげでなんとかハードルを越えることが出来ましたが。

斎藤 現実に学生に教えていますと、不確実性の話で問題になるのは確率変数です。あれは数字と事象を対応させるルールみたいな話ですから、ある意味では数字の集まりみたいなものなのですが、学生はそうは考えず、具体的な数字としてイメージを持つ、そのところをわからせるのがなかなか大変です。



4. 昭和50年代の「演習+研究会」と『経営財務講義』

斎藤 思い出話を先取りしてしまいますが、その後、もうお亡くなりになった横浜国立大学の先生だった青山護君が、我々のところに登場します。そのときに先生がお書きになった日本語の論文をみんなで読んで、それに対して先生は確か、これで自分はよく「期待効用」とかが分かったと。

諸井 『会計』に載せた論文（「財務的意思決定における最大化基準」『会計』109巻、4号、1976年4月）でしょう。

斎藤 非常に安心してものが書けるようになったようなお話をなされた。

諸井 あなたが、「諸井先生、変わりましたね」と言ってくれたんだよ、確か。

斎藤 そうでしたか。たしかに「期待効用」なんかが。

諸井 そうです。「期待効用」です。それでリスク・ラバーとかリスク・アバーターとか、ああいう概念が出てくるんですよ。

話は変わりますが私は昭和49年から51年に学部長をやったのです。その少し前に評議員をやっているのです。評議員をやったときの学部長が遠藤湘吉先生でいろんな騒ぎがあったのです。もう一人の評議員は小宮隆太郎先生です。

斎藤 ご苦労なさった。

諸井 そう。これは学部長になる前のことですけどね、遠藤さんと私と小宮君の3人で教授会の始まる前に学部長室でこれから始める教授会の準備をしていたのです。そうしたら共関係の学生が押し入って、部屋の前にあるロビーに連れ出されて、そこで12時半から夜の8時までつるし上げられた。そういう状況だから昭和40年代の後半はよく勉強できなかったのです。

斎藤 研究室の鍵穴に接着剤を流し込まれた事件のあったときですね。

諸井 そうです。ボンドを入れられて開かないんですよ。そういうことがあったのです。だけどやっぱりファイナンスの研究の魅力は失わなかったですね。学部長が終わったらすぐに『企業会計』という雑誌に「企業財務基礎講座」という論文を出したんですよ。

廿日出 連載ですね。

諸井 24回連載。それを連載しているときに、大学院の「演習+研究会」でこういうのを書いたから君たち読んでくれと。あるいはこういうのを書くからこれでいいかチェックし

てくれといつもいいました。

斎藤 確か僕も、ロバート・ハマダ (Robert S. Hamada) の論文なんかを報告させてもらいました。ポートフォリオ理論を使ってMMを証明するというのをやったと思います。

諸井 あれはむずかしいのです。

斎藤 先生がかなり本質的なところをわかりやすくお直しになったという記憶もあります。

諸井 あの頃は学部長が終わって、勉強したい気持ちが非常に強かったのです。ですからアメリカの本を読むのが全然苦にならないで、一番能率がよかったですね。今考えるとMMとポートフォリオ理論を結びつけるなんて、とてもそんなしんどいことはできないですよ。

斎藤 ああいう話があって資本コストを資本資産評価モデル (CAPM) によって計測できるということになった。

諸井 そういうことですね。

斎藤 資本コストが計測できないと、企業価値や株価にしても意味を持ちませんから全部に影響しますし、結局、MMの話と結びついている。

諸井 ベータ係数が出てくるでしょう。

斎藤 そうですね。あれも最初のうちはわかりにくいですね。最初、リスクを標準偏差とか分散で定義しておいて、そのうちベータに変わるわけですね。

諸井 変わるの。

斎藤 その辺がなかなかわかりにくいところですね。

諸井 そうですね。でも、あの時代、ああ、学者になってよかったと思った。

斎藤 私も大学の教員になって講義をしなきゃいけないというので、先生のお書きになっ

た連載の「企業財務基礎講座」、あれを読んでもかなりの部分を参考にさせていただきました。

諸井 そうですか。それで連載を手直しして本にまとめて、今度は『経営財務講義』という名前に変えたのです。あの頃、日本経営財務研究学会ができたんですね。

廿日出 何年でしたっけ、出版は。

諸井 昭和54年12月です。「企業財務基礎講座」の方は昭和54年1月で終わったのです。それから半年以上かけて手直しをして出したのです。連載の執筆中、分散の式を間違えて次号で訂正したことがあるんですよ。ある人がみつめていて、先生あそこを間違えていましたねと、あとで言われた。

斎藤 それはずいぶん前にお気づきになっていたと思います。私は確かお電話をいただいで。

諸井 そう、あそこは間違っていると。ああいうファイナンスの理論は間違えるとごまかしようがないんですよ。そこがいいところだし怖いところですよ。あの時私は間違えましたと何人かに訂正の手紙を出しました。

斎藤 たぶん易しく考えるというのはそういうことかもしれないと思いますね。つまり基礎的なことを繰り返していくと、誰でも同じ結論になるということだと思います。そこが大切で、そこを最初の方は、基礎的なことと理解と繰り返しがめんどくさいとか、とっつきにくいというかもしれません。たぶんMMの話が不人気だったのもそういうところが随分絡んできているのではないのでしょうか。

諸井 絡んでいます。ポートフォリオの理論だってね、MMからポートフォリオになると式は簡単でしょう。意味するところは非常に深

いんですね。そういうところを説明しないで、いきなり標準偏差とか市場ポートフォリオはとかを出すのが、その市場ポートフォリオとは一体なんだという説明がないのが、僕は非常に気になるんですよ。

斎藤 先生が東大出版から出された『経営財務講義』は、その辺が大変丁寧に整理されている。

諸井 そこがきちんとわからないといやなの。

廿日出 そうですね。

諸井 昭和51年に青山護君が横浜国大から大学院に入ってきて、最初、原価計算をやりたいといったのです。僕の『原価計算講義』が大変気に入っていたのです。それで、僕はもう原価計算はやめてファイナンスに移った。君もファイナンスをやりませんかといった。しばらく考えていたけど、1月か2月たってやりましようといって来ましたね。あなたと三人で、シャープの。

斎藤 Portfolio Theory and Capital Markets (MacGraw Hill, 1970)。

諸井 それを読み出して、あなたがチューターみたいになっていた。

斎藤 あれは、ポートフォリオ問題における条件付の最大化の問題を易しくわかりやすく書いていました。

諸井 あれを半年ぐらい読んで、翌年からは何を読み出したか忘れたけど、急に大勢来たでしょう。10人ぐらいになって、それから毎年続けてずいぶんいろんな人が来ましたね。

斎藤 私たちの世界、すなわち学者さんになっている方はかなりいますね。安達智彦君も含めて、金崎芳輔君、米沢康博君。

諸井 久保田敬一君。

斎藤 姉川知史君。落合仁司君。丸山宏君もですね。

廿日出 それから仁科一彦君ですね。

斎藤 仁科君はどちらかという宮下先生ですね。

廿日出 根岸正光君。

諸井 根岸君はデータベースに関する論文を書いてマスター論文として出したのです。そういう方面の先駆者です。

廿日出 そうね。

諸井 あと誰かいる？

斎藤 横浜国大の、誰でしたっけ。この間、残念ながらお亡くなりになった。

諸井 大塚英作君。惜しい人でした。そのほかマーケティング専攻の古川一郎君。それに、現在東大で経営学を教えている新宅純二郎君も出席していました。とにかくあの「演習＋研究会」は良かったと思います。昭和 50 年代のファイナンス研究のメッカみたいになっていた。そういつてもいいでしょう。とにかくあそこからいろんな研究者を送り出したと僕は自負しているんですけど。

斎藤 そうですね。おやりになっていたテキストも割とアメリカの新しい時期の大学院の教科書を使って、あの種の教科書が非常に良いところは、ファイナンスの研究領域の先端的な部分を全部カバーしていたことです。どんなことが先端で行われているかちゃんとわかるようになっていました。

諸井 だから、昭和 50 年代の末ぐらいまでは、かなり先端的なことをあの研究会でやっていましたね。それでオプション・プライシング・モデルが出てきて、久保田君がアメリカから帰ってきてその説明をして、 Weiner・プロセスとか言い出して、そんな難しいのは僕はわからなかった。だけど僕はあの時、若い諸君は将来これは大事だから勉強しておきなさいといったのです。僕はもう歳だから

やらないといったけど。

斎藤 でも、すごいですね。あそこまで、あの時代に Weiner 過程とかをやったのは。

諸井 そう、やったんですよ。伊藤のレンマとか、確率微分方程式ですよ。伊藤清さん（京大名誉教授）は Gauss 賞を取ったね。2006 年でしたか、もうえらいお年になって。とにかくあの頃はよくやったと思いますよ。

斎藤 あの頃の先端的な研究がどこにあるのかという認識は、たぶん私も含めて先生のセミナーに参加した人たちの今でも財産になっているはずですよ。

諸井 そうでしょうね。僕は昭和 59 年 3 月いっぱい定年で辞めて、あの「演習＋研究会」から離れることが非常に寂しかったですね。

5. 国際ファイナンスと東南アジア調査旅行

諸井 いろんなことがありました。それから新潟大学を 2 年勤めてから青山へ行った。青山では国際政治経済学部だから、国際財務論を担当してくださいといわれた。国際ファイナンスなんてたいしたことないと思っていたら、やりだしたら結構大変なのね。

あそこは普通の経営財務論がないんですよ。国際財務論だけです。だけど、普通の経営財務論をやらないで、いきなり国際資本予算をやるとか、国際ポートフォリオをやるわけにはいかないですからね。普通の単一通貨をやって、それから国際をやったんだけど、なかなか国際に入れないんですよ。そしたら学生がいつになったら国際に入るんだというからね。慌てて為替レートの話をしたりしたのですが、つらかったですよ。

斎藤 でも先生の見識があるところで、ファイナンスの理論は適用領域がどこでもいいわ

けですね。国際だって、国内だって基本的なことは使えるわけです。基礎を重視すると言うのは、やはり大変な見識だと思います。

諸井 そうです。だけど国際ファイナンスとか、国際ビジネスファイナンスといわれたら、どうしても為替を扱わないわけにはいかない。どうしても複数通貨の世界を前提にした議論をしてほしいということになるでしょう。そこで何かいい教科書はないかと思って、アイトマンとストーンヒルの教科書の第三版を見つけだして、それに準拠して講義をしました。

斎藤 その当時、小宮先生と須田美矢子さんがお書きになった『現代国際金融』（日本経済新聞社）の理論編と歴史・政策編の2冊を読みました。

諸井 ありました。あれはあまり読みやすくないのです。

斎藤 読みやすくないですね、そうですね。

諸井 きわめて経済学的です。ビジネスではありません。安達君があの本を研究会でやろうと、僕が定年になった後で言い出したんですよ。僕が定年になった後で言い出したんですよ。数回やったんだけど途中でやめました。あれは国際ビジネスファイナンスには向いてないと思います。だけど小宮さんは早いね。『企業金融の理論』をよく書いたと思う。

斎藤 その後反省なさっているようですが。

諸井 反省したんですよ。日本は事情が違います。

斎藤 そうですね。ああいう純粹思考実験みたいな世界では説得的ではありませんね。

諸井 あれで日本の実務を批判したってしょうがない。当時の日本のビジネスの実情はアメリカと全く違うのだから、役に立たないのです。それはともかく、国際ファイナンスの勉強をする以上は海外へ行こうということ

になって、1995年の4月に廿日出さんと斎藤さんと私と三人で、シンガポール、マレーシア、香港に調査旅行に行った。

斎藤 東南アジアの資本市場を視察ですね。

諸井 そう、東南アジア市場の現地調査ですね。あれは、ちょうど青山学院大学の総合研究所で、研究会を立ち上げて、二年ぐらいやりましたね。斎藤さんには非常勤研究員になっていただいた。そこで一度調査旅行に行こうという話になって出かけました。あのときには、野村証券にたいへん世話になったのです。野村との交渉には学部のゼミで若杉君と同期の久保田政純君が当たってくれました。まずシンガポールに行ったのですが、ずっと成田空港からシンガポールまでお供がつかましたね。

斎藤 社長室秘書課の方でした。

諸井 そう、全部エスコートされて、シンガポールに着いたら、夜、おいしい日本料理屋に案内していただいて、さっきの飛行機で魚河岸から運んだというお刺身をご馳走になりました。それから後は非常にハードスケジュールで、あっちこっちといろんなところに案内され、またディスカッションもしたのですが、もう少しのんびりできればうれしかったと思うけど、ずいぶんハードでしたね。

斎藤 でもサイメックスを。

諸井 一番の収穫はサイメックスを見学したことでしたね。正式名称はシンガポール・インターナショナル・マネタリー・エクステンジ。略してサイメックス(SIMEX)。そこを案内してくれて、あれは非常に良かった。

斎藤 通常の見学コース以外に、場立ちの中まで入れていただきました。ここから入っちゃいけませんという丸い線の書かれたピットの中に入らなければ、他はどこでも行ってよ

いといって案内していただきました。場立の人と一緒に並んで見学でした。あれが4月で、あの年の1月にあそこでニック・リーソンが大失敗をやって、イギリスのベアリング、証券ですか、生保ですか。

廿日出 いや、マーチャント・バンクです。

斎藤 ベアリング・マーチャント・バンクですね。

諸井 あれは英国の王室と関係があるとか。

廿日出 王室の金庫を預かっていたこともある。

諸井 それはかなり名門ですね。それがそのために倒産したんでしょう。

廿日出 破綻ですね。

諸井 破綻したのね。結局オランダから。

廿日出 オランダの一番大きな保険会社に買収してもらって。

諸井 買収されて、それで立ち直ったのね。

廿日出 それで名前は残ったと。

諸井 ベアリング社のまま残った。その時に、ニック・リーソンが、なぜ、どういう具合に大赤字を出したか、廿日出さん説明して下さい。

廿日出 同じことを論文に書こうと思っています。

諸井 じゃあ簡単をお願いします。

廿日出 要するに、非常に単純な取引しかやっていないんですけども、日経平均株価の先物が対象ですね。問題は、日経平均の先物、日本でも、シンガポールでも取引されている。売りと買いを両方同時にやるという取引をやっていた。関西の大震災のあとに株価が暴落するのです。そしたらああもうこれで株価は底だと勘違いして、「買い」だけは続けて所有し、持っていた「売り」だけを処分した。「売り」は株価指数の値下がりですべて

いたが、それを先物の証拠金に充当して、さらに「買い」を膨らませた。それだけならいいけど、さらに株価指数先物オプションの売りまでしてしまったが、これはリスクが大きい取引です。

斎藤 値上がりするとみて先物に買いを入れ持っていたものを売る、そっちで損をして、こっちで損をする。両方損しちゃうということですね。

廿日出 最悪のことをやりましたね。

諸井 それで神戸の大地震はどういう役割をしていたんですか、その時は。

廿日出 下がったから、もうこれで終わりだと思って買ったんだけど、もっと下がってしまったので。

諸井 もっと下がったの、あの後？

廿日出 2月末に。そこでお手上げに、破綻しちゃって、最大で700億円。

諸井 最近では大した金額じゃないね。会社がつぶれるほどの金額じゃないような気がします。

廿日出 個人経営ですからね。

6. マートン・ショールズの失敗とサブプライム問題

諸井 いや、大事件ですよ。国際ファイナンスの領域ではよく倒産しているでしょう。大きな損を出しているでしょう。あなたは教科書に幾つか書いていたね、

廿日出 教科書には書かなかったけど、一番刺激的なのは1998年のマートン教授の。

斎藤 ロバート・マートン。

諸井 ブラック・ショールズと。

斎藤 ショールズの方だけです。

諸井 あれはロシアの。

廿日出 ロングターム・キャピタル・マネジメントというヘッジファンドです。

諸井 そうそう。あれはいくらぐらいの赤字になったんですか。あれはノーベル賞をとった人が予測したから問題になったんだね。

廿日出 自己資本だけで数十億ドルですね。

諸井 大きいね。

廿日出 その上、目いっぱい借り入れしてやっていたので、損失は幾らだかわからない。その取引はリーソンと比べてはるかに複雑です。



斎藤 あれは独自に理論価格を求めて、それよりは安い株を買って、高いのは売るとか、自分たちで求めた適正価格にノーベル賞が箔を付けていたのですね。

諸井 そうですか。ショールズとマートンはノーベル賞をとったのですね。それから直きに起きたんでしょう。98年に、あれはロシアの国債でしょ。

斎藤 ルーブルです。それが暴落するのをどう

も折り込んでいなかったらしくて。

廿日出 ロシアの公債は値段が理論価格より安い。だから「買い」と判断した。このヘッジファンドは、決して片方だけに賭けることはしなかった。ロシアを買う以上は、どこかの公債を売って、裁定取引をやっていた。

諸井 それが失敗したのか。その詳しい文献はあるのですか。

廿日出 一応、あります。

諸井 参考文献だけでも挙げて置いてください。誰かやったらいいんじゃない。

廿日出 すごいボリュームで、量が、いろんな人が書いています。

諸井 リック・ニーソンのほうはわりと単純な。

斎藤 リック・ニーソンは本人自身も『マネートレーダー銀行崩壊』（新潮文庫）という本を書いていますね。それから東南アジアの通貨危機がありました。これについてもずいぶん本が出ていますね。これにはヘッジ・ファンドが関わっていたという噂があります。しかし、最近、ファイナンスでよく言われている、ハーディング (herding) という群れ現象で、要するにサラリーマン・ファンドマネージャーだとマーケットと同じぐらいならいいわけです。

負けてもマーケットと同程度の下げなら社内評価が下がりませんから、下がり出すとみんな売るわけです。市場がどんどん下がっていくと、サラリーマン・ファンドマネージャーによる一種のハーディング、群れ現象が起きて、市場が大きく下げていく。実はそれが東南アジア市場の通貨危機を生んだのではないかと。

諸井 そういう分析は面白いな。

斎藤 そういうのもずいぶん本が出ています。IMFが、たとえば "Hedge Fund: What Do

Really We Know ”といった報告書を出したりしていますね。日本だけで始末できなくて、さまざまな所で報告書を作っています。

廿日出 公定歩合が。

斎藤 たぶん学習効果はなくて同じようなことが起きています。今度はサブプライムの話になって。

廿日出 何でそんなに。

斎藤 どこまで行っちゃかわからないという話ですね。

諸井 今のも入れてください。サブプライムの話も、あれはどうなんですか。

斎藤 基本的にはあれはアセットバックみたいなものですね。つまり住宅ローンの貸付に対して抵当証券をまず作り、その抵当証券をそのまま売り出してもリスクが大きいですから、そこで抵当証券をパッケージにしたのをアセットとして、それに対して証券化をします。それをアセットバック・セキュリティ（ABS;asset back security）といって、それを売り出します。だから多銘柄分散投資になりますから、全部一緒に倒産する可能性は小さい。そこで、安全性が高いというわけです。さらに、サブプライムは当座は利息が低かったり、支払そのものが猶予されたりするんです。1年、2年経つと猶予された分も上乘せして金利を払わなければいけない、だから金利が相当高くなります。アセットバックに対する利回りも高い。銀行はそれを組み込んだ金融商品に投資に投資をしました。

そこで低信用者や低所得者向けの住宅ローンは、みんないっせいに倒産しないと思っ
ていが、住宅バブルがはじけると、同時にたくさん倒産しました。そうするとABS自体の価値が激減してきた。それを買っていた銀行も価値が激減します。どこまで倒産するかわ

からない。つまりファンドの一部にアセットバック・セキュリティを入れて、ファンド運用をしていたものにまで全部波及するはずです。それがどこまでいかわからないという話ですね。

諸井 今、日本の銀行はどれぐらいそれで痛手を被ったのですか。

廿日出 一番大きなのは、みずほファイナンシャルグループ、1千億ですね。

斎藤 野村もありますね

廿日出 野村も結局そうですよ。そういう債券の含み損は、全部で3.5兆ドルと言われていますが、それではすまないとか。最近の新聞だと、7兆ドルまではいかないでしょうか、つまり800兆円。日本のGDPよりはるかに大きい。どうしてそういう計算になるかという市場では買い手がないので価格が付かない状態だからです。したがって価格はすごいディスカウントになってしまう。

斎藤 すごいディスカウントらしいですね。

諸井 大丈夫なのかね、日本の銀行は。

廿日出 ドイツやイギリスの銀行の中にはもう傾いているのがあります。

諸井 傾いているのね、全世界だからね。

廿日出 ちょうど10年目ですね。ロングタームの破綻から。マートン・ショールズ先生のあれから。

斎藤 なかなか学習効果がないみたいですね。

廿日出 ないですね。

斎藤 日本のバブルみたいなものも、結局は、銀行は土地を担保にして不動産に投資をした。単一銘柄の土地に投資したみたいなものですね。土地は下がらないだろうという神話があつて、土地に大量投資をした。今度も同じような話なんですね、実を言うと。

廿日出 ほんとに。

斎藤 それが抵当証券やABS(asset back security)などが余分に絡まっているだけだと思うんです。これは一斉に土地が下がりだしたら日本の経験したことと同じことが起こると思わなければなりません。

諸井 そうだね。いや、ファイナンスの研究は重要だね。笑い話じゃない。だから経済界の要路にいる人はファイナンスの勉強をちゃんとしてないと困ると思います。

斎藤 そうですね。ファイナンスの議論をちゃんと理解していないとどこにリスクがあるのか見つけることができないと思います。

ファイナンスでちょっと注意しなければならない所があると思っています。それは、一部のクオンツ (quants) の人たちがやっていることで、ある種のモデルを作りまして、それにより儲けられますという部分と、他はもう少しこれらのモデルを広い経済的な脈絡の中で分析して、それが世の中全体でどういう影響や波及効果を持つのかを冷静に判断する部分の双方が必要ではないか。前者だけですとチョット心配になります。

華やかなほうは、モデルを作り将来こういうリターンがあり儲かりますよというクオンツが、どちらかというと華やかで、それも重要です。しかし、もう少しサブプライムや、その背後にあるものを分析し、モデルの前提が変わったら何が起きるか、さらにそれに対して対処方法は何かなどを冷静に分析できるような人たちも必要じゃないかなという気がしますね。

とくに公認会計士業務をしながら、マネジメント・インフォメーションサービスとか、いろんな情報提供サービスをするときに、当該行為がいかなるリスクを持つのかを多面的にアドバイスができることが非常に大切

だと思います。

7. 最近のファイナンス研究

諸井 最近のファイナンスの研究の先端はどんなことをやっているんですか。私は知らないですけどね。

斎藤 様々なファイナンスの分野でいろんな最先端の研究があります。たとえばMMの話で、モディリアニ・ミラーは、倒産のない世界での思考実験です。

税金がないとき、企業が生み出した利子控除前利益をどう配分するか。それは利息として債権者に配分するのか、配当として株主に配分するかは何れかです。ここで利子控除前利益の量は決まっていますから、どう分けるかは資本構成の問題になります。配分の仕方、すなわち、資本構成を変化させても配分の総額である利子控除前利益は同じで一定です。企業の価値は投資家への分配総額で決まりますから、企業価値と資本構成とは関係がありません。肝心なことは企業価値は投資家への分配総額で決定され、当然、分配総額が増大すれば企業価値も上昇するということです。

そこに税金が入ってくると、投資家以外に政府に利益の一部を税金として分配しなければなりません。投資家以外のところにお金が出て行くわけですから。その投資家以外のところに流れていく収益を小さくするには、借金をして、節税効果を使ったほうがいいことになります。そうすると、その節税部分だけ投資家に分配される金額が増えるから、そうすれば企業価値も高まるでしょうということです。節税効果は負債調達の高めると増大しますから、企業価値は自己資本比率の

低下に伴い増加することになります。

諸井 単純に言えばそうです。

斎藤 でも節税効果が起きるということは、利益が黒字じゃないとだめなんです。赤字になってしまったら節税効果は発生しません。あの世界は、常に節税効果が起きるような世界、すなわち、倒産の起きないような世界での議論がなされているのです。

諸井 その通りです。

斎藤 倒産を入れると、倒産時には裁判費用などの膨大な取引費用がかかります。これは株主、債権者、ならびに政府以外に資金が流れていきますから、今度は税金以外に倒産という事象でお金が投資家以外のところに流れていく。それを考慮すると、負債調達の小額なときには節税効果により企業価値は増大しますが、負債調達が過大になると期待倒産コストが上昇するので企業価値が低落する。そこで、どこかで企業価値を最大化するうまい資本構成が存在することになります。この



議論では期待倒産コストをもとめるために倒産確率を求めなければなりません。通常、オプション評価理論を使って倒産確率を求めます。

諸井 そういう研究書はありますか。今あなたの言われたようなことを詳しく論じたものは。

斎藤 文献はかなりあります。たとえば、ナラヤナン (Narayanan, M.P.) の "Finance for Strategic Decision Making" (University of Michigan Business School) などはその一つです。もう一つ別の話は、モディリアニ・ミラーの世界ですと、資本構成を変えても企業は同じ利益を生み出す、すなわち、最大化した利益水準を維持し続けることを前提にしています。ただもう少し行動心理学的というか現実的に考えると、自己資本比率が高い水準にあれば倒産の可能性はゼロに近いから、所有と経営が分離した状況下では経営者が放漫経営をやる可能性が高くなります。経営規律が緩くなりますと放漫経営分だけ利益は最大化の水準から下がってしまう。

この状況ですと自己資本比率の増加と共に利子控除前利益が減少します。それゆえ、投資家に分配する金額が低下しますから、節税効果と別の理由で実は自己資本比率を高めると企業価値が下がってくる、という話になります。逆に、自己資本比率を低下させると利子負担が増大するので、経営者はあまり怠けることができない。経営者に怠けさせないように資本構成を決めるにはどうしたらいいのか。ファイナンシャル・コントラクト (financial contract)、つまり経営者との間の内部的な契約関係の中に、資本構成の決定問題も含めて考えることにします。負債調

達の割合をどの程度にすれば、どの程度の利子負担となり、結果として倒産を回避するために経営者を効率的な経営に向かわすことができるかというように、ここでは最適資本構成を経営者に対する効率的経営に対する動機付け手段と位置づけます。財務政策をファイナンシャル・コントラクトの中で考えるというのが一つあります。

この中には経営者報酬も含めた今流行のコーポレート・ガバナンスを議論しようというのが一方ではあります。コーポレート・ガバナンスがらみはたくさん文献があります。経営者報酬に関しても、会社法ができて委員会設置会社では、報酬委員会を作れますが、それとの関係ですか経営者報酬という話題に関してもたくさん文献があります。

諸井 そういう論文はアメリカ人？日本人？

斎藤 日本人もかなり書いています。

諸井 そうでしょうね。あなたも書いていますか。

斎藤 私も書いています。それ以外にも、MMなどの企業金融、ならびに経営者のインセンティブ・システムなどを法と経済学の両面から分析しようとするものもあります。宍戸善一・常木淳著の『法と経済学』（有斐閣）は格好の入門書であると思います。

最近ですと、例の合併に絡んで、企業価値をどう求めるか、企業価値は何だろうという話があります。

諸井 従来日本では企業価値なんてあまりいかなかったけど、今盛んに言いますね。

斎藤 どうも整理してみると二つぐらいあって、一つは我々が普通使っている株主価値を企業価値というもの。もう一つは、もう少し企業価値を広くとらえて、従業員、経営者、部品や原材料の供給業者、ならびに株主など

の利害関係者が、長期的に企業から便益を受ける。この便益の現在価値合計を企業価値と言おうという考え方です。

広い概念の場合そこでやることは、ゲーム論的にいろんな利害関係者にどう便益を分配するかという問題を考えるということになります。これは一ツ橋の伊藤秀史さんや東大の柳川範之さんとかが、いくつか本を書いている。柳川さんの書いたものですと『契約と組織の経済学』（東洋経済新報社）などが基本的な考え方を知るのに良い本だと思います。しかし、どうも私たちには広い意味での企業価値はなじみが薄くて、企業価値と言うと、株主価値だと思うのですけれども。

諸井 従来はそうですね。ところで、東大の経済学部には、金融学科ができ、大学院には金融システム専攻があり、また金融研究センターもありますね。ああいう方面でそういうのをやっているんだろうね、最近は知らないのですが、小林孝雄君は何をやっているの。

斎藤 小林君は、割と理論ならびに金融の現場にも応用可能なことを中心に研究センターではやっているのではないですか。

諸井 彼は中心人物でしょう。

斎藤 そうですね。

諸井 彼は大学院のときに教えたことがあるのです。

斎藤 確か彼が一年生のときに先生が教えられましたね。

諸井 教えました。昭和40年代後半に。そのとき久保田敬一君とか、早川栄子さん、のちの辻山さんも一緒に、ああいう優秀な人たちを教えるのはこっちは大変だったんですよ。皆さん直にアメリカへ留学しましたが。

8. 大学の先生はいい

諸井 それにしても、大学の先生はいいと思いますよ。若い人を育てるのは非常に大事なことですものね。僕はこの年で、LECで教壇に立てるとは思わなかった、感謝しています。

こういう機会に座談会をやると、昔のゼミを思い出して懐かしいですね。まだお二人とも私に比べればだいぶお若いんだから、まだまだがんばってください。

斎藤 もうすぐですから。

諸井 廿日出さんとは10以上違うんだよね。

斎藤さんとはもっと違うんだよね。

斎藤 先生おいくつですか。

諸井 83歳。

廿日出 先生は、ねずみ年ですね。

諸井 子年。来年当たり年だ、来年の2月で84歳です。

斎藤 19歳違います。

諸井 19歳？ 20年近いでしょう。まだ大活躍できる。廿日出君はいくつですか。

廿日出 一回り違います。

諸井 11年ね。いや、10年という差は大きいですよ。学校には直接関係していないかもしれないですが、書いてくださいよ、いろんなテーマで。

廿日出 はい、ありがとうございます。

諸井 あなたじゃなきゃ書けないものがいっぱいあるんですよ、国際ファイナンスなどで。

斎藤 LTCM 絡みのテーマがおもしろいと思いますが。

諸井 今、ガソリンに代わる燃料なんか調べてるんじゃないですか。

廿日出 やっています。

諸井 そうでしょう。それも大事な研究ですね。

廿日出 いろんな人がシリコンバレーで、次の投資機会はもうこれだと、ガソリンの代替燃

料はみんなやっているのです。

諸井 代替燃料をやっているの。

斎藤 なかなか出て来ないですね。

諸井 それでいろんな穀物価格が値上がりしているのじゃない。

廿日出 バイオでね、あとは風力です。それと太陽電池はすごく効率のいいのができる、そういうのを一生懸命シリコンバレーが。

諸井 シリコンバレーがやっているの。シリコンバレーはまだ営業がうまくいってるんですか。

廿日出 IT中心に儲けていますね。

諸井 まだ儲かるの、だいぶ下火になっているんじゃないの。

廿日出 そこから伸びたYahooとかGoogleです。

諸井 Googleがそうか、あれはおもしろいね。

斎藤 とってもよくできています。

廿日出 そのGoogleが、新エネルギーのベンチャーに投資しますと、募集しているんです。百万ドルぐらいの単位で、いいアイデアがあったら買いますと。

斎藤 新製品ができるまでどうすべきか、新製品が出るまで時間がかかりそうですもの。

廿日出 エネルギー経済ですか。エネルギーは先が。

斎藤 国際分散投資とかが話題になってますね。国際分散投資という立場から見ると、ホームカンントリー・バイアス(home-country bias)があるんです。つまり、ポートフォリオ理論によりますと各国の世界全体に対するシェアに応じた分だけ、各国の株式に分散投資すべきです。ところが日本は世界市場に対するシェアが10%弱ですが、この比率より自国株式の保有比率が7割ほど高い。これは日本だけの現象かという、アメリカもや

はり3割程度高くなっています。イギリスもドイツもフランスも同様の現象がみられます。これがホームカンントリー・バイアスといわれるものです。

廿日出 国内投資ですね。

斎藤 自国中心の銘柄選択を外国株式も大幅に組み入れる方向に変更します。たとえば、この変更部分の一部でアラブに投資する。石油価格が上がると、日本は原料価格の高騰で損をしますが、アラブの方が儲かるわけですから、日本の損がそっちから還元され、一部ヘッジが可能となり、石油価格の高騰に対する対応策になると思います。それが世界各国でホームカンントリー・バイアスになっていて分散投資の効果を十分に活用していません。しかし、ホームカンントリー・バイアスが何故起きるか分かっていません。

日本の場合、一ついえるのは、年金がものすごい量の株を持っています。これで自国株式の保有比率を縮小するために大量に自国株を売却に回しますと不都合が発生し、売れません。つまり売ると規模が大きいですから、マーケットが大下げとなり大混乱してしまいます。これを避けて売ろうとすると小口で売っていかねばなりませんから、ホームカンントリー・バイアスを抜け出すにはものすごく時間がかかることになります。

また、株式の国際分散投資をする場合、自らのポジションを適宜に低コストでヘッジを可能にするために手段が用意されている必要があります。そこで各国の株価指数先物やオプションが低コストで利用できなければなりません。日本ではこれらを扱う証券会社が少なく利便性が宜しいとはいえないようです。

諸井 なるほど。

斎藤 たぶん年金についてはアメリカでも同じ事情があって、大量の株式を一気に売ることができない。小口で売らなければいけない。したがってホームカンントリー・バイアスが縮小しないんじゃないかと思っています。ホームカンントリー・バイアスをなくして国際分散投資をすることが、ファイナンスの立場からのとりあえずのエネギー問題に対するヘッジではないかと思ったりしています。

諸井 いろんなことが考えられますね。私もファイナンスの新しいことはもうわからないので、皆さん方に大いにやっていただきたいと思います。お二人とも、今日のお話を伺うと、やることはいっぱいありますよ。やらなければいけないことは、廿日出君は詳しいね。

廿日出 いや、生々しい話が大好きで。

諸井 本当だよ。あなたは隅に置けないね、本当にシャープですね。

斎藤 隅に置けないというのは過去3回ぐらい私も個人的に経験しています。そのことについては廿日出先生の退官記念の論文集に書かせていただきました。

諸井 本当にそう思いますよ。3人で東南アジアへ行って、キャメロンハイランドに行ったのはいい思い出ですね、奥の何とか山にジープで行ったでしょう。

斎藤 ブリンチャン。

諸井 ブリンチャン、あれは2000メートル以上あるんですよ、よかったですよ。

斎藤 電波塔の周りをぐるりと一周しました。

諸井 あれは軍の用地ですね。

斎藤 軍のレーダーサイトみたいでした。

諸井 いい思い出ですね。ではそろそろ終わりにしましょう。

(完)

