



書評 岩壺健太郎著『なるほどファイナンス』有斐閣, 2023年, 296頁

俊野, 雅司

(Citation)

国民経済雑誌, 228(3):131-136

(Issue Date)

2024-09-10

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/0100491626>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/0100491626>



国民経済雑誌

THE
KOKUMIN-KEIZAI ZASSHI

(JOURNAL OF ECONOMICS & BUSINESS ADMINISTRATION)

岩壺健太郎著

『なるほどファイナンス』

俊 野 雅 司

国民経済雑誌 第228巻 第3号 抜刷

2024年9月

神戸大学経済経営学会

書 評

岩壺健太郎著

『なるほどファイナンス』

有斐閣、2023年、296頁

俊 野 雅 司^a

本書は、副題が「Finance: Ideal for beginners」となっており、学部生や社会人の初学者向けに執筆されたファイナンス論の入門書である。全12章と、かなりコンパクトな構成にまとめられており、最近多くなっている「100分14週」の講義形式で使用する「ファイナンス論」や「ファイナンスの基礎」等の講座用のテキストとしても使いやすいよう配慮されている。

図1 金融市場と証券市場

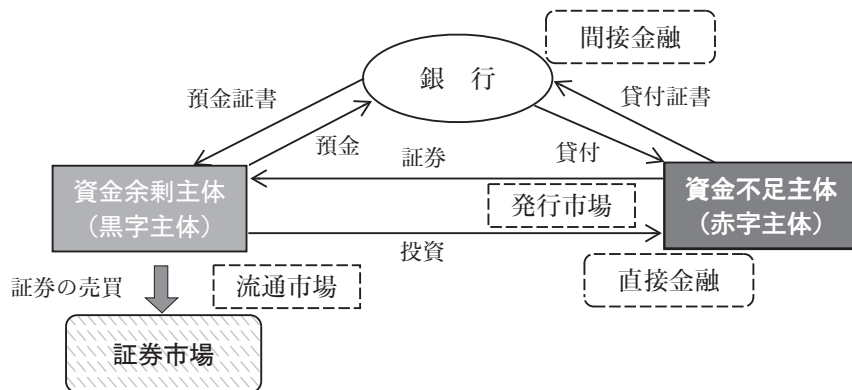


図1は、金融市場と証券市場の模式図を表している。資金不足主体（赤字主体）と資金余剰主体（黒字主体）の資金過不足の調整を行う場が広義の金融市場である。そのうち、銀行を通じて、預金者から集めた資金を貸付の形で赤字主体に融通する仕組みが間接金融、赤字主体の発行する株式や債券などの証券を黒字主体である投資家が購入する仕組みが直接金融と呼ばれている。ファイナンス論では、主として直接金融の場である証券市場を対象として、黒字主体である投資家や赤字主体である企業の¹⁾意思決定を支援する理論やモデルを提供する。

a 成蹊大学経営学部, toshino@bus.seikei.ac.jp

投資家の主要な問題意識は、証券の理論価格の推計とリスク管理であり、投資家の立場から意思決定の支援を行う理論体系は証券投資論（インベストメント）と呼ばれる。たとえば、投資家は実際の証券価格（時価）と理論価格を比較することで、今後投資することが有望な割安な証券を特定化できる。また、投資家は保有証券の値下がりリスクを負っている。証券価格の下落局面では、保有証券の売却も有力な選択肢であるが、巨額の資産を保有している機関投資家は、保有証券を機動的に売却できないという事情がある。そこで、保有証券を売却せずにリスク管理するニーズがあり、このようなときにはデリバティブ取引を用いたリスク管理が有効である。

一方、最近の主要な赤字主体は政府であるが、ファイナンス論では企業が金融市場において様々な意思決定を行う際に有益な理論を提供する。このように、企業の立場から意思決定の支援を行う理論体系は企業金融論（コーポレートファイナンス）と呼ばれる。企業が直面するファイナンス関連の主要なテーマは、投資政策、資本構成、ペイアウト（配当）政策²⁾であり、これらを「（企業金融論の）3つの基本問題」と称する。企業金融論では、企業価値の最大化を大前提として議論が展開される。投資政策では、企業が経営資源をどのプロジェクト等へ配分すると最適か、資本構成では、株式と負債をどのように組み合わせて経営上必要な資金を調達すると最適か、ペイアウト政策では、企業が獲得した利益を配当等の形でどのように分配すると最適かという問題について、企業価値もしくは株主価値の最大化という観点から議論する。

ファイナンス論は第二次世界大戦前の時代にも、将来の配当の現在価値をベースにした株式理論価格の分析などの形で展開されてきたが、1950年代に大きな転機を迎えた。1952年にマーコビッツの提示したポートフォリオ理論と1964、5年にシャープらの提示したCAPM（資本資産評価モデル）によって、リスク管理手法に大きな変化が見られ、証券投資論ばかりでなく企業金融論にも大きな影響を与えた。企業金融の分野でも、1958年にモジリアーニとミラーがMM理論³⁾を公表してから、理論面で大きな進展が見られた。

その後、証券投資論、企業金融論ともに、かなりの量の理論的・実証的な研究成果が蓄積されており、それぞれの立場から解説する概説書が数多く刊行されている。アレクサンダー・シャープ [1991] やボディー・ケイン・マークス [2010 (a), (b)] が証券投資論関連、ブリーリー・マイヤーズ・アレン [2014 (a), (b)] やバーク・ディマーゾ [2014 (a), (b)] が企業金融論関連の代表的な概説書である。これらのテキスト類は、20章を超える大冊となっており、通年講義もしくは週2回の講義を想定したテキストとなっている。もう少しコンパクトに証券投資論と企業金融論の全体像を包括しているテキストもある。ボディ・マートン・クリートン [2011] が代表例である。書下ろしの和書としては、俊野・白須・時

岡 [2020] も、両分野にまたがって学部生向けに基礎理論を解説している。

たとえば、俊野等 [2020] では、ファイナンス論全般にわたる基礎概念の整理、証券投資論と企業金融論の各論の解説という3部構成（全17章）となっており、やはり学部生レベルの講義用のテキストとしては、章の数が多い。表1に、本書と俊野等 [2020] との章構成の対照表を示した。

表1 本書の構成

本書の目次		分野	対応関係	俊野・白須・時岡 [2020] の目次	
第1章	企業とファイナンスの仕組み	全体	第1, 2章	第Ⅰ部 ファイナンス論 の基礎	第1章 金融の仕組み
第2章	事業評価と資産評価	全体, 企業, 投資	第4, 14, 8章		第2章 財務諸表の活用
第3章	リスクと期待効用関数	全体	第5章		第3章 ファイナンスの基礎概念
第4章	ポートフォリオ理論	投資	第10章		第4章 割引率と現在価値・将来価値
第5章	CAPM（資本資産評価モデル）	投資	第11章		第5章 ファイナンス論の想定する世界
第6章	市場の情報効率性と行動ファイナンス	全体	第5, 6章		第6章 ファイナンス論の歴史
第7章	債券	投資	第9章	第Ⅱ部 証券投資論	第7章 証券価格の評価とリスク管理
第8章	デリバティブ（金融派生商品）	投資	第12章		第8章 株式の理論価格
第9章	企業価値評価	企業	第13章		第9章 債券の理論価格
第10章	資本構成	企業	第15章		第10章 ポートフォリオ理論
第11章	配当政策と自社株買い	企業	第16章		第11章 資本資産評価モデル（CAPM）
第12章	コーポレート・ガバナンス	企業	第17章		第12章 デリバティブ取引
				第Ⅲ部 企業金融論	第13章 企業経営とコーポレートファイナンス
					第14章 投資政策
					第15章 資本構成
					第16章 ペイアウト政策
					第17章 コーポレートガバナンス

注：本書と俊野・白須・時岡 [2020] の対応関係。分野は、「全体」がファイナンス論全体にわたるトピック、「投資」が証券投資論、「企業」が企業金融論に関する各論。「対応関係」は、本書の各章の俊野・白須・時岡 [2020] における該当箇所。

本書の全体的な構成は、第1～3章と第6章でファイナンス論全般にわたる基礎的な概念等、第2, 4, 5, 7, 8章で証券投資論、第2, 9～12章で企業金融論の各論に関する解説が行われている。

第1章では、図1で示したような金融・証券市場の仕組みとファイナンス論の関連性について解説したうえで、企業が作成・公表する財務諸表の概要と活用方法にも触れている。第2章では、将来の予想キャッシュフローを現在価値に割り引いて合計することで理論価値を推計するDCF（ディスカウント・キャッシュフロー）アプローチに関する解説を行ったうえで、企業金融論の一分野である投資政策に関する議論と証券投資論の一分野である株式の理論価格の推計に関する議論（配当割引モデル）までをカバーしている。

第3章では、「証券のリターンが正規分布に従って発生すること」を前提としたリスク概念について説明したうえで、投資家がどの証券を投資対象として選択するかの決め手となる

効用の概念およびマーコビッツの考案した分析の枠組みである平均・分散アプローチについて解説している。第3章で説明したファイナンス論の前提条件を踏まえて、第4章では、マーコビッツが1952年に提示したポートフォリオ理論においてどのようなプロセスを経て、個々の投資家にとっての最適ポートフォリオが決定されるのかを丁寧に解説している。マーコビッツの提示した理論体系では、投資家のリスク許容度によって最適ポートフォリオが異なるという課題があった。これに対して、第5章では無リスク資産の金利で無制限に貸借可能という前提条件を加えたうえで、均衡モデルであるCAPM（資本資産評価モデル）が導出される過程、CAPMの活用方法、実際の証券市場におけるCAPMの説明力の限界を踏まえたマルチファクターモデルなどの説明が行われている。第6章では、CAPMをはじめとするファイナンス論の前提としている投資家の合理性と効率的市場仮説について補足したうえで、ファイナンス論では十分に説明できない「証券市場のアノマリー」と呼ばれる様々な現象に加えて、ファイナンス論を議論する際には投資家の意思決定の合理性を緩和すべきであるとする行動ファイナンスの概要についても紹介している。

本書では、証券投資論の各論のうち、第3章で説明した平均・分散アプローチに基づいて構築されたポートフォリオ理論やCAPMを先行して説明している点が特徴的である。その他の証券投資論関連のテーマは、（前述したように株式については第2章で触れており）第7章で債券、第8章でデリバティブについて解説している。第7章では、債券の基礎知識を整理したうえで、利回りと金利の期間構造、債券投資のリスク指標であるデュレーションについて、第8章では、代表的なデリバティブ取引である先物・先渡取引、スワップ取引、オプション取引の概要と価格形成、活用方法について説明している。

企業金融論に関する第9～12章の冒頭の第9章では、企業価値評価の問題を取り上げている。企業金融論では、企業経営者の様々な意思決定が企業価値に与える影響を議論の対象としており、そのためには意思決定の前後で企業価値がどのように変化するかを知ることが不可欠である。第9章では、標準的なDCFアプローチに加えて、複数の企業価値の推計方法を概説している。本書では、「3つの基本問題」のうち投資政策については第2章で先行して説明しており、残りの資本構成とペイアウト政策については第10章と第11章で説明している。最後に、第12章では最近重要性の高まっているコーポレートガバナンス関連の議論を整理して、本書を締めくくっている。

本書では、ファイナンス論を初めて学習する読者層を想定したうえで、理論の細部には踏み込まず、直感的な理解を促すような記述スタイルで一貫している。また、ファイナンス論の発展に寄与した主要人物の紹介や身近な社会的トピックとファイナンス論の関連性などに関するコラムを豊富に設けており、ファイナンス論への親近感を醸成するよう工夫されている。

る。さらに実際の資格試験（中小企業診断士試験）で採用された過去問を章末に掲載することで、各章の重要な概念に対する理解度を確認できるよう配慮している。

本書は、上記のようにファイナンス論の初学者に十分配慮した構成になっている一方で、CAPM やブラック＝ショールズ・モデル、モジリアーニ＝ミラー（MM）理論などの主要な理論については、モデルの導出過程や証明にまで踏み込んで議論している点が特筆に値する。ファイナンス論の読者として、概要を理解して社会人になってからは実践的な応用が中心となる学部生ばかりでなく、大学院へ進学して将来の研究者を目指す学生も念頭に置いているためであろうと考えられる。このような点でも、限られた紙面を有効活用しており、様々な学習目的を持つ読者向けの格好の入門書に仕上がっていると評価できる。

注

- 1) 最近では、わが国の国債発行残額が1000兆円を超えるなど、政府の方が主要な赤字主体となっている。一方で、超金融緩和政策の影響もあって、キャッシュフローが潤沢な企業が多く、「（企業が）主要な赤字主体」という表現は実態と整合的でない側面がある。しかしながら、ファイナンス論では、赤字主体としての企業の立場から様々な議論（コーポレートファイナンス）が展開されてきた。政府の立場から行われる議論は財政学と呼ばれる。
- 2) 当期純利益の株主への分配は、配当の形で行われることが一般的だった。ところが、最近は自社株投資などの形での株主還元も多用されており、これらも含めて幅広くペイアウト政策と呼ばれることが多い。
- 3) マーコビッツ、シャープ、ミラーの3名の研究者は、ファイナンス論関連の基礎研究の有用性が高く評価されて、1990年にノーベル経済学賞を受賞した。モジリアーニも、ライフサイクル理論等の業績によって、1985年にノーベル経済学賞を受賞済である。

参 考 文 献

- ゴードン・アレクサンダー、ウィリアム・シャープ『現代証券投資講座：インベストメント・テクノロジーの基礎』、日経 BP マーケティング（日本経済新聞出版）、1991年、807ページ
- 俊野雅司、白須洋子、時間規夫『ファイナンス論・入門：イチからわかる証券投資と企業金融』、有斐閣、2020年、382ページ
- ジョナサン・パーク、ピーター・ディマーゾ『コーポレートファイナンス 入門編』、丸善出版、第2版、2014年（a）、661ページ
- ジョナサン・パーク、ピーター・ディマーゾ『コーポレートファイナンス 応用編』、丸善出版、第2版、2014年（b）、769ページ
- リチャード・ブリーリー、スチュワート・マイヤーズ、フランクリン・アレン『コーポレート・ファイナンス 上』、日経 BP、第10版、2014年（a）、800ページ
- リチャード・ブリーリー、スチュワート・マイヤーズ、フランクリン・アレン『コーポレート・ファイナンス 下』、日経 BP、第10版、2014年（b）、800ページ
- ツヴィ・ボディ、ロバート・マートン、デーヴィッド・クリートン『現代ファイナンス論：意思決

定のための理論と実践』, ピアソン桐原, 原著第2版, 2011年, 601ページ

ツヴィ・ボディー, アレックス・ケイン, アラン・マーカス『インベストメント 上』, マグロウヒル・エデュケーション, 第8版, 2010年 (a), 622ページ

ツヴィ・ボディー, アレックス・ケイン, アラン・マーカス『インベストメント 下』, マグロウヒル・エデュケーション, 第8版, 2010年 (b), 620ページ