

# 現代経営学応用研究（負債理論と市場の効率性）

担当教員 藤原 賢哉

e-mail:pxd04211@kobe-u.ac.jp

## I. 講義のテーマと目的

この授業では、ファイナンス応用研究ではカバーできなかった理論やトピックス、およびその分析例について説明します。ファイナンス論のカバーすべき範囲は非常に膨大です。したがって、ファイナンス応用研究の履修だけでは、ファイナンス（特にコーポレートファイナンス）の基礎に関する知識が提供されにすぎません。みなさんが、これから修士論文を作成するためには、ファイナンスに関するさらなる基礎知識あるいは応用知識を習得し、自らの論文テーマを具体的に絞っていく作業が不可欠となります。この授業では、ファイナンスに関するトピックスやその応用例を部分的に提示することで、ファイナンス応用研究と修士論文作成の橋渡しができればと考えています。

具体的には、本講義（現代経営学応用研究）では、ファイナンス分野における古典的な理論である効率的市場仮説について紹介するとともに、その実証分析の標準的方法と既存研究の結果についてまず説明します。そして次に、負債性の資金調達手段（借入、社債等）について基礎的な事柄（債券評価等）を学ぶとともに、今般の世界金融危機について、債務危機および債務の再編という観点から考察を行います。

まず、効率的市場仮説についてですが、この仮説は、金融市場で成立する金融資産の価格は、原則、その金融資産のファンダメンタル価値を反映したものであることを主張するものです。言い換えれば、市場価格がファンダメンタルから少しでも乖離すれば、相対的に割安な証券を買って割高な証券を売ることで（裁定行動と呼ばれます）、市場価格はすぐにファンダメンタル価格に収束するというものです。つまり、ミスプライシングは長続きしないというのがこの仮説の主張するところです。この仮説自体は、長い間ファイナンス理論の中心的な地位を占めており、実際、従来は、この仮説を支持する見方がほとんどでした。しかし、最近では、ファイナンス理論の中で、見方の転換が起っています。そのひとつは、講義でも紹介するように、効率的市場仮説では説明できないさまざまな「アノマリー」と呼ばれる現象が市場で観察されるようになったことが一因です。また、さらに、経済全体に大きなインパクトを与えた現象として、2008年に起こった金融危機の問題があります。効率的市場仮説と金融危機とはどう関係するのかわかる方もいらっしゃるかもしれませんが、そもそも効率的市場仮説では、長期にわたるファンダメンタルからの乖離＝バブル現象は起こり得ないはずであり、金融バブルの存在自体が、効率的市場仮説に対して懐疑的な見方を引き起こしています。なぜ、効率的市場仮説が成り立たないのか（あるいは成り立つ条件は何か）については、いくつかの理論的考察も行われていますが、講義では時間の関係もあり詳しく説明することができません。その代わりに、本講義の中では、効率的市場仮説に関する標準的な分析手法（ならびに応用例）について紹介し、

実際の金融データを使って効率的市場仮説が成立しているかどうか受講生の皆さんで確認してもらいます。また、負債に関する最低限の知識（金利と債券価格、金利の期間構造）や応用分析例を見た上で、金融危機の原因・メカニズムおよびその経済的含意について、債務危機および債務の再編という観点から考察を行います。

## II. 教科書・参考文献

教科書は使いません。講義資料（プレゼン資料）にもとづいて講義を行います。ただし、基本的には、下記の教科書・参考文献がカバーする内容・トピックスです。授業内容を自分で予習・復習したいときは下記の本を参照してください。

・ J. Y., Campbell, A. W. Lo, and A. C. Mackinlay, *The Economics of Financial Markets*, Princeton UP. （祝迫得夫・大橋和彦・中村信弘・本多俊毅・和田賢治訳『ファイナンスのための計量分析』共立出版）

ファイナンスの計量分析の手法について書かれた大学院向けの書物です。統計学および計量経済学の知識がないと難しいかもしれませんが、しかし、効率的市場仮説およびその実証方法（イベントスタディ等）についての記述はそれほど難しくはありません。きちんと理解しようとする人はぜひ目を通してみてください。

・ D. G., Luenberger, *Investment Science*, Oxford UP.

（今野浩・鈴木賢一・枇々木規雄訳『金融工学入門』日本経済新聞社）

ファイナンスの理論一般についての書物です。より数式を使った説明を行く、理科系の人にとっては比較的とっつきやすいかもしれません。前半は、債券（確定利付証券）に関する記述が多く、債券の利回り、期間構造、金利リスク等の説明等、負債（確定利付証券）についてきちんと勉強したい人は参考になると思います。

・ Brealey, R., S. Myers, F. Allen, *Principles of Corporate Finance*, 8E, McGraw-Hill. （藤井眞理子・国枝繁樹訳『コーポレートファイナンス第8版（上・下）』日経BP社）

アメリカのMBAで学ぶファイナンスのテキストの定番です。ファイナンス応用研究等でも主要なテキストとしてあがっていると思います。金融危機については直接扱っていませんが、コーポレートファイナンスの観点から、企業債務の再編についての記述があります。

・ Franklin, Allen and Douglas, Gale, *Understanding Financial Crisis*, Oxford University Press, 2007.

金融危機について金融理論の観点から分析した大学院生向けの書物です。数学的な知識が必要となりますが、金融危機をもたらしたものは何か、金融危機は回避できたか、政府・監督当局の役割・課題は何かといった事柄について精緻に分析しています。

・ Andrei Shleifer, *Inefficient Markets*, Oxford University Press, 2000

金融危機に関する本ではありませんが、効率的市場仮説が成立しない理論的な可能性 (limited arbitrage) についていくつか仮説を提示するとともに。実証分析も紹介しています。行動ファイナンスの経済学的理論・枠組みを知りたい人向けです。

### Ⅲ. 授業計画(予定)

#### 第1回 イン트로ダクション

講義の目的、内容、進め方などについて説明します。

(つづき) 証券市場の効率性

効率的市場仮説 (Efficient Market Hypothesis、EMH) について議論します。EMHを実証する際の3つのフォーム (形式) およびその手法の概要について説明すると共に、EMHに批判的な考え方 (アノマリーの存在、行動ファイナンス) について紹介します。

Brealey, R., S. Myers, F. Allen 第13章

Campbell and Lo and Mackinlay 第4章

ゴールドベルグ・ニーチュ著 (真壁昭夫監訳) 『行動ファイナンス』ダイヤモンド社

#### 第2回 効率的市場仮説に関する分析例

効率的市場仮説をめぐるさまざまな検証・応用分析例について紹介します。

Campbell and Lo and Mackinlay 第4章

\*リポート課題の提示

#### 第3回 イベントスタディの方法についての知識の習得

イベントスタディを行う際のテーマの選択、データの収集、統計学の知識、統計ソフト (EXCEL, STATA等) の扱い方についてTAともに勉強します。

\*STATA短期ライセンスの取得

#### 第4回 債券価格と金利

キャッシュフローに不確実性のない証券 (確定利付き証券) について、様々な利回り概念、永久債の価値、年金型金融商品の価値について説明します。

Brealey, R., S. Myers, F. Allen 第3章、第23章

Luenberger 第2章、第3章

#### 第5回 金利の期間構造

金利の期間構造について説明します。おもな仮説 (純粋期待理論仮説、流動性選好仮説) について説明した後で、金利リスクの把握方法・ヘッジ手段等について紹介する。

Brealey, R., S. Myers, F. Allen 第23章

## Luenberger 第4章

\*exercise配布

### 第6回 課題発表(グループ発表)

授業で学んだ方法等をもとに、効率的市場仮説に関する実証研究の発表・討論を行います。また残った時間で、金利の期間構造や金利リスクについての応用分析・練習問題等について説明します。

### 第7回 債務危機と金融危機

金融危機の原因・メカニズムについて概観します。効率的市場仮説を阻害する要因は何か。金融危機と債務危機との関連性等の議論について言及します。

F., Allen and D., Gale

C.M., Reinhart and K.S., Rogoff, This Time is Different, Princeton UP, 2009.

A., Shleifer

Brealey, R., S. Myers, F. Allen

### 第8回 企業の倒産・破綻処理に関する分析

企業破綻のコスト(デフォルトコスト)および債務の再編(デット・リストラクチャリング)に関する議論(理論・実証)について紹介します。また、金融危機との関連で注目されているCDSと企業の再編への影響についても言及します。

Brealey, R., S. Myers, F. Allen 第17章、第18章、第33章

## IV. 成績評価の方法

出席(30%)

宿題・課題レポート(40%)

課題についてのプレゼンテーション(各自ないしはグループ報告)と討論(30%)

- ・毎回出席をとります(2回(週)以上欠席すると原則単位を出しません)。
  - ・宿題についての答えは翌週の講義の最初の時間に回収します(それ以降の提出は原則認めません)
  - ・課題については、レポートの作成とそのプレゼンテーションから構成されます。レポートの作成については個人ごとで作成してもかまいませんし、グループで作成してもかまいません(ただし、各メンバーの担当範囲および貢献度がわかるようにしてください。グループ分けをする場合は第2回講義終了後に行います)。
- またレポート作成(ワープロ使用)に当たっては、下記の要領に従ってください。
- i) 冒頭に内容の要約をつけること。
  - ii) 取り上げる分析の目的・狙いを明示すること。

- iii) 分析手法と分析内容を説明すること。
- iv) 最終ページに結論を書くこと。
- v) 図表等は文末にまとめるか本文内に挿入すること。
- vi) 全体でA4（1000文字）で7～10ページ程度（あくまでも目安）。

また、プレゼンテーションを行う際はパワーポイントを使用することとし、当日の配布資料としてスライド印刷物を全員に配るようになしてください。

#### V. 予備知識・持参物・メーリングリスト

特に予備知識は要求しませんが、経済学、統計学の基礎知識があるほうが望ましいです。実際に、電卓やエクセルを用いて計算して理解をしてもらうことも多いので、受講時には、パソコン(エクセル)か（少なくとも）電卓を持参してください（課題に関してはエクセル利用が必要となります(他の統計ソフトでも可)）。

#### VI. その他

また、資料等の配布・連絡事項のため、メーリングリストを作ります（1回目の講義の際に受講生の中でメーリングリスト作成の方法について相談します）。

#### VIII. 関連科目

ファイナンス応用研究、現代経営学応用研究（上級ファイナンス）  
統計解析応用研究、ベンチャーファイナンス