

○ワークショップ「ファイナンス」

開催責任者 経営学部 竹澤直哉

ビジネス研究科 池田亮一

2014年11月29日

11月30日

南山大学名古屋キャンパスJ棟1階特別合同研究室



ワークショップは以下のとおり、開催された。

◇報告者および題目

11月29日（土）

1. 橋本尚史（名古屋商科大学）
「トレーダーのリスク回避度の推定モデルの構築とその実証分析」
2. 鈴木雅貴（横浜国立大学）
“Identifying the Mechanism of Stock Price Bubbles”
3. 倉澤資成（横浜国立大学）
澤木勝茂（青山学院大学）
「南山大学経営研究センターの30年を振り返る」

11月30日(日)

1. Ha Ly Dao(南山大学)

“An Examination of the Proper Internal Control Environment to Improve the Loan Quality of Vietnamese Financial Institutions”

2. 西出勝正(横浜国立大学)

“Monopolistic Dealer versus Broker: Impact of Proprietary Trading with Transaction Fees”

◇ワークショップの討論内容

・「トレーダーのリスク回避度の推定モデルの構築とその実証分析」

各国の中央銀行がおこなっている量的緩和政策の継続・解除の判断、また各株式の投資比率の決定を考えるポートフォリオ理論、などにおいて重要なパラメーターは株式市場におけるトレーダーのリスクに対する態度、すなわちリスク回避度である。たとえば、2013年6月に米連邦準備理事会(FRB)のバーナンキ前議長が量的緩和政策の縮小を示唆しただけで株式市場が大きく動揺した点から株式市場におけるトレーダーのリスクに対する態度の検証を事前に十分おこなわれる必要があると考えられる。

トレーダーのリスクに対する態度を示す指標として、たとえば日経225オプションの取引価格からトレーダーの現物の日経平均株価指数に対する将来のボラティリティーを予測した指標であるボラティリティー・インデックスが有名である。ほかにもトレーダーに対してアンケートをおこない統計的に処理をしてトレーダーのリスクに対する態度について検証をおこなう方法、また過去の経験にもとづいてトレーダーのリスクに対する態度を見積もる方法、などがおこなわれている。しかし、これらの方法はトレーダーのリスクに対する態度など多くの情報が含まれている株式の価格情報、すなわち市場効率的であると考えられている株式市場の株価情報からトレーダーのリスクに対する態度の推定がおこなわれていない。たとえば、日経225オプションのボラティリティー・インデックスでは、日経225オプション取引をおこなっているトレーダーが予想している日経平均株価指数の将来のボラティリティー予測であると考えられる。すなわち、現物市場のみ参加しているトレーダーのリスクに対する態度は考慮されていないと考えられる。また、現物市場における個別株式についてトレーダーのリスクに対する態度を推定することは不可能である。

本研究ではマーケット・メーカーが不在のオーダー・ドリブンで株式の取引価格が決定される指値注文市場の代表的な市場である東京証券取引所を想定して、トレーダーのリスク回避度の推定モデルとそのモデルを用いた実証分析の両面から考察をおこなう。最初に指値注文市場におけるトレーダーのリスク回避度のモデル設定をおこなう。次に、そのモデルを用いて2008年1月1日から2013年12月31日までの日次データを用いて東証1部上場銘柄を対象にそれぞれの銘柄のリスク回避度の推定をおこなう。最後に、推定したリスク回避度について先行研究との整合性について考える。

- ・ “Identifying the Mechanism of Stock Price Bubbles”

This study tries to identify the cause of bubbles in the euro stock market. For this purpose, we first estimate the fundamental value of a euro stock index through its dividend futures prices, and then define the stock price bubble as the deviation of the index price from the estimated fundamental value. By using the VAR techniques, we show that shocks in index volatility, credit spread, and term spread strongly affect the subsequent fluctuation in stock price bubbles, while shocks in interest rate and market liquidity have rather small effects. Furthermore, the response of stock price bubble to these shocks is consistent with bubble theories that focus on the role of leverage and collateral. These findings support the counter-cyclical measure on leverage, particularly the one based on market volatility.

- ・ 「南山大学経営研究センターの 30 年を振り返る」

両先生から経営研究センターよりも古い歴史を持つファイナンスワークショップで行われた先駆的な講演・報告の内容が紹介され、その後のファイナンス研究や実務への応用に対する貢献が述べられた。また、ワークショップが実現する自由な意見交換が若手研究者の育成の場としての役割も担ったことが紹介され、今後の方向性についても議論がなされた。

- ・ “An Examination of the Proper Internal Control Environment to Improve the Loan Quality of Vietnamese Financial Institutions”

In this paper, I am concerned with banks’ commitment to competence and excellence, their human resource policies and practices. I hypothesize that changes in these two factors are associated with credit risk management, especially loan quality. However, I recognize that general economic conditions and the practical effectiveness of internal controls may have a dominant influence on loan quality. Poor loan quality could also be a consequence of more accurate recognition of bad loans that were originated during the period when Vietnam’s economy was controlled by the state. The research starts with an analysis of the current conditions of the internal control systems in Vietnamese financial institutions. This analysis is supported by a survey and interviews with many Vietnamese bankers and relevant regulatory authorities. The analysis focuses on the correlation between the above mentioned two key factors of the internal control environment with loan quality, namely loan growth and impairment loan indicators for the responding financial institutions. This study helps to explain why and how the rules of the effective internal controls exist, especially for the control environment with the two key observed factors. The paper points out some good practices for having an

effective and strong internal control environment in terms of the commitment to competence and excellence, as well as human resource policies and practices in order to strengthen the loan quality of Vietnamese financial institutions.

• “Monopolistic Dealer versus Broker: Impact of Proprietary Trading with Transaction Fees”

In this study, we consider a one-period financial market with a monopolistic dealer/broker and an infinite number of investors. While the dealer who trades on his own account (with proprietary trading) simultaneously sets both the transaction fee and the asset price, the broker who brings investors' orders to the market (with no proprietary trading) sets only the transaction fee, given that the price is determined according to the market-clearing condition among investors. We analyze the impact of proprietary trading on the asset price, transaction fee, trading volume, and the welfare of investors. Results that proprietary trading increases both the trading volume and the transaction fee, and improves social welfare. Our study effectively demonstrates how proprietary trading affects market equilibrium and welfare of investors.

◇研究成果発表

Ha Ly Dao, “The Next Finance Crisis: Vietnam Banks”, Nanzan Management Review (October 2013) Vol.28 No.2 pp311-335