

○ワークショップ「ファイナンスワークショップ」

開催責任者 ビジネス研究科 山下忠康・竹澤直哉

2008年11月29日・30日

南山大学名古屋キャンパス J棟合同教室

このワークショップは、本学経営学部の教員が開始したのもので、日本最初のファイナンス専門のワークショップである。これまで財務論・ファイナンス理論研究の推進において重要な役割を果たしてきた。現在は、横浜国立大学との隔年開催であり、例年この分野のトップの研究者が参加している。今年度は、2日間にわたり、以下のとおり、開催された。

◇報告者および題目

11月29日(土)

司会：田畑吉雄(南山大学)

(報告1) 13:00 - 14:00 坂和秀晃(大阪大学)・渡辺直樹(大阪大学)

タイトル: "The Relationship between Managerial Compensation and Business Performance in Japan: New Evidence Using Micro Data"

(報告2) 14:10 - 15:10 内田交謹(九州大学)

タイトル: "The change in corporate board structures: Evidence from Japan"

司会：澤木勝茂(南山大学)

(報告3) 15:10 - 16:10 小林礼実(東海東京証券株式会社)

タイトル: "Market Discipline by CD Holders :

Evidence from Japan with a Comparison to the U.S. "

(報告4) 16:20 - 17:20 鈴木淳生(名城大学)

タイトル: 両側指数分布モデルによる償還条項付きロシアンオプションの評価

(報告5) 17:30 - 18:30 西出勝正(横浜国立大学)

タイトル: "Compensation Measures for Alliance Formation: A Real Options Analysis"

11月30日(日)

司会：森田洋(横浜国立大学)

(報告1) 9:00 - 10:00 八木恭子(東京大学)・高嶋隆太(東京大学)

タイトル: 有限期間における最適投資戦略と資本構成

(報告2) 10:10 - 11:10 宇井貴志(横浜国立大学)

タイトル: 「ナイト的不確実性下のグローバルゲームと金融危機への応用」

(報告3) 11:20 - 12:20 Chen Yung Chih (Yokohama National University)

タイトル: "Testing for Asymmetric Volatility in Stochastic Volatility Models"

(懇談会) 12:30 - 13:30 「金融工学教育について」 京都大学 GP プログラム

岩城秀樹(京都大学)、秋山太郎(横浜国立大学)、田畑吉雄(南山大学)

◇ワークショップの討論内容

本ファイナンスワークショップは、横浜国立大学との共催で、毎年実施されてきているものである。

2008年度は、本学および横浜国立大学の関係者のみならず、東京大学、大阪大学、九州大学、名城大学の研究者、また金融業界から実務家を報告者として招き、活発な議論を行った。

また、今回のワークショップは京都大学 GP プログラムとの共催でもある。2日目の午後に、主に金融工学教育についての意見交換がなされた。本学の澤木勝茂教授の司会の下、岩城秀樹教授(京都大学)が GP プログラムの趣旨説明を行い、その後、本学の田畑吉雄教授が南山ビジネススクールにおける金融工学教育の現状について、また、秋山太郎教授(横浜国立大学)が首都圏における金融工学のニーズ、学生の状況等について報告がなされた。報告内容(要旨)は、以下のとおりである。

(報告1) 13:00 - 14:00 坂和秀晃(大阪大学)・渡辺直樹(大阪大学)

タイトル: "The Relationship between Managerial Compensation and Business Performance in Japan: New Evidence Using Micro Data"

(要旨) After the bubble burst in the late 1980s, the Japanese economy entered a long recession and stock prices continued to decrease during the early part of the 1990s. Japanese corporate governance systems, as represented by the 'main bank', are said to have collapsed after the 1997 banking crisis. These relationship-oriented corporate governance systems were supported by the monitoring role of cross-shareholders, and boards rarely included outside directors. There could be a greater agency problem if the long recession weakened the Japanese relationship-oriented corporate governance systems. For example, a weaker governance structure is reflected in pay to managers that is higher than the firm's performance can support.

The main contributions of the paper are as follows. First, Japanese corporate governance structures were found to be weak after the asset price bubble burst in the early 1990s, when managerial opportunism led to excessive managerial pay during the period 1991-1995. Second, weak governance continued through 1994-1995, which marked the beginning of a long recession, low accounting-based corporate profits, and a period during which managerial pay continued to be excessive. Excessive managerial compensation means higher pay to managers than their firms' performances justify. Analyzing the relationship between managerial compensation and governance structures for both periods, we find that governance structures in 1994-95 are weaker than those in 1991-92 and managerial opportunism through excess managerial pay occurs. Finally, managerial compensation is significantly different among industry groups, and the performance of each industry group with higher managerial compensation is significantly higher than those with lower levels of managerial compensation. As for the difference in governance structure, the ratio of outside directors and corporate

directors in higher managerial compensation industries is significantly lower. This suggests that governance structures in higher managerial compensation industries are relatively weaker.

(報告2) 14:10 - 15:10 内田交謹(九州大学)

タイトル: "The change in corporate board structures: Evidence from Japan"

(要旨) 本論文では、近年の日本企業が取締役会改革が経済的な仮説で説明できるのか、企業パフォーマンスの向上等に寄与しているかを検証する。サンプル企業は、2002年度末~2004年度末に取締役数を3名以上減らした企業、社外取締役割合を5%以上増加させた企業、及びそれらの同業類似企業である。分析の結果、次の点が明らかになった。取締役会規模の縮小は political pressure によってもたらされており、株主価値向上につながらない。社外取締役増は経済的な仮説と整合的な形で行われているが、その株主価値への効果は大きくない。ただし、社外取締役はストック・オプション導入確率を高める役割を果たしている。最後に、外国人持株比率の高い企業は社外取締役を増やす確率が高い。

(報告3) 15:20 - 16:20 小林礼実(東海東京証券株式会社)

タイトル: "Market Discipline by CD Holders :

Evidence from Japan with a Comparison to the U.S. "

(要旨) Certificates of Deposit (CD) are uninsured deposits that have not been protected by the Japan Deposit Insurance Corporation (DIC) since the beginning of the issuance in May 1979. Thus, CDs should reflect exceedingly well banks' failure probabilities and the risk perception of market participants among many types of depositors in Japan. Because of this, CDs issued by Japanese banks may enhance the market discipline of banking organizations. This is the first paper to test the certificates of depositor discipline hypothesis using Japanese bank data from 1998 FY-2003 FY. The paper develops reduced-form models that describe how interest rates and the quantity of CDs may be related to banks' financial measures. Among the Japanese CAMEL ratings, the paper finds that CD interest rates are sensitive to the capital adequacy ratio (CAR) and that CD quantities are sensitive to ROA; this paper insists that CD holders in Japan are sensitive to bank risks and exercise disciplinary power to impose market discipline that compliments regulatory discipline.

(報告4) 16:30 - 17:30 鈴木淳生(名城大学)

タイトル: 両側指数分布モデルによる償還条項付きロシアンオプションの評価

(要旨) 危険資産価格が不連続な点をもつ場合の償還条項付きロシアンオプションの評価をおこなう。ロシアンオプションは Shepp and Shiryaev(1993)により導入された永久ルックバックオプションのひとつである。本発表では、ロシアンオプションの売り手に償還する権利を付与したオプションを償還条項付きロシアンオプションと呼ぶ。

また不連続な点とは、危険資産価格がジャンプすることを意味している。

ジャンプ幅を Kou and Wang(2003)(2004)により提案された両側指数分布にしたがうものとして、売り手と買い手の最適行使境界および価格式を導出する。

(報告5) 17:30 - 18:30 西出勝正(横浜国立大学)

タイトル:” Compensation Measures for Alliance Formation: A Real Options Analysis”

(要旨) 本論文の目的は、リアルオプションの枠組みを用いて企業の提携戦略を考察することである。2つの企業の提携を考えた場合、その収益構造や提携によるメリットなどによって提携の最適タイミングが異なるので、如何にして共通のタイミングを達成して提携を実行できるかが問題になる。

本論文では、先行研究に倣って両企業が合意し提携を実現させるための手段として配分調整と補助金の2つの提携形態を分析する。

結果として、社会厚生観点から見れば配分調整の方がより効率的であるが、補助金の方がより成立しやすい提携形態であることが分かった。

11月30日(日)

(報告1) 9:00 - 10:00 八木恭子・(東京大学)・高嶋隆太(東京大学)

タイトル:有限期間における最適投資戦略と資本構成

(要旨) 本発表では、有限期間内に株式や債券を発行することで、投資における資金調達する企業の最適投資政策について考え。特に、永久債と満期のある債券それぞれについて分析する。株式価値や債券価値が満たす偏微分方程式を離散化し、Hopscotch アルゴリズムを用いて数値的に計算をする。この数値計算により、時間の制約が投資や倒産のタイミング、企業価値や資本構成に与える影響を分析する。

(報告2) 10:10 - 11:10 宇井貴志(横浜国立大学)

タイトル:「ナイト的不確実性下のグローバルゲームと金融危機への応用」

(要旨) グローバルゲームは、複数の均衡をもつ完備情報ゲームに、ある種の不完備情報を加えたベイジアンゲームで、プレイヤーが受け取る情報によって、いずれかの均衡が一意に決まる、という性質をもつ。近年、自己実現的な金融危機などへの応用研究が盛んに行われている。本研究では、グローバルゲームにナイト的不確実性を導入した新しいクラスのゲームを提案し、均衡の性質について議論する。さらに、ナイト的不確実性下の通貨危機および銀行取付けのモデルを考え、不確実性の増大が、金融危機の発現にどのような影響を与えるかを議論する。

(報告3) 11:20 - 12:20 Chen Yung Chih (Yokohama National University)

タイトル:”Testing for Asymmetric Volatility in Stochastic Volatility Models”

(要旨) An important empirical fact in financial market data that has attracted researchers' attention is that volatility in equity markets appears to be asymmetric. A commonly accepted explanation for this stylized fact, also called leverage effect, is based on financial leverage,

hypothesizing returns and volatility being negatively correlated. In this paper, we consider the asymmetric leverage (AL) model and propose a Lagrange Multiplier test for the asymmetry in the volatility. If this explanation is indeed correct, we should strongly reject the null of no asymmetry in stock market returns, to which this justification was originally applied, and fail to reject the null for different series such as foreign exchange rate returns. Our empirical analysis confirms the validity of the leverage effect hypothesis to stock returns data.

◇研究成果発表

今後、報告者各人が論文の改善を図り、各自ジャーナル等への投稿を行う。