

2017年7月28日号

リスクフラッシュ 258号(第8巻 第4号)



# Risk Flash No.258(Vol.8 No.4)

発行：滋賀大学経済学部附属リスク研究センター  
発行責任者：リスク研究センター長 吉田裕司

- 平成29年度 第4回リスク研究センター主催セミナー(Harinder Singh氏・ディーキン大学):吉田裕司・Page 1-3
- 平成29年度 第5回リスク研究センター主催セミナー(青木 浩介氏・東京大学大学院経済学研究科):近藤豊将・Page 4-5
- 第4回 English Lunch Seminar (企業経営学科 井澤龍准教授) . . . . . Page6
- リスク研究センター通信：酒井名誉教授、生活経済学会特別功労賞を受賞 . . . . . Page6
- 第1回リスク研究センター主催国際シンポジウム開催 (11/18) . . . . . Page7
- 次回リスク研究センター主催セミナーのお知らせ . . . . . Page7

## 平成29年度 第4回リスク研究センター主催セミナー(Harinder Singh氏・ディーキン大学)

### リスク研究センター ファイナンスセミナー

日 時：平成29年6月29日(木) 16：10～17：10

会 場：滋賀大学 彦根キャンパス セミナー室I (土魂商才館3F)

演 題：『Marketing Capability and stock returns

—マーケティング能力と株式リターン—』

講 師：Harinder Singh氏 (豪 ディーキン大学ファイナンス学科 准教授)

### 【講師紹介】

Harinder Singh氏(ディーキン大学准教授、Department of Finance)は、インドのデリー大学でPh.D.を取得後、14年間母校で教鞭を取り、2004年からディーキン大学(オーストラリア)に着任されました。Singh氏の専門分野はファイナンスであり、主に株式市場の実証分析に取り組まれています。

滋賀大学とディーキン大学は海外提携校の関係にあり、6月下旬に20名ほどの学生が海外研修として彦根キャンパスを訪れていました。Singh氏はディーキン大学ファイナンス学部の国際交流の責任者として学生に同行され、今回の研究セミナーの発表をお願いした経緯があります。



## 【研究背景】

今回の研究報告をしっかりと理解するためには、二つの分析手法について若干の解説が必要だと思われます。専門的な内容かつ英語での研究報告を熱心に聞きに来た大学院生・学部生の皆さんも、この部分を読んで研究報告を再確認してもらいたいと思います。

### 「Data Envelopment Analysis (DEA)と Stochastic Frontier Analysis (SFA)」

Harminder 氏は SFA という手法を研究で用いているのですが、これは基本的な DEA という分析手法に確率的な要素を組み込んだものなので、ここではより基本的な DEA をご紹介させていただきます。DEA の目的は、多くの個体(企業や地域や国等)の「アウトプット」と「インプット」のデータを比較することで、最も効率的な個体に比べてどれくらい非効率であるかを計測する手法です。例えば、A 社と B 者の労働生産性を比較したい場合、A の従業員が 10 名で生産量が 100 台であり、B の従業員が 50 名で生産量が 1000 台だったとします。労働生産性を「生産量を労働者数で割った比率」として考えると、A が 10 なのに対して B では 20 となり、B の方が生産性が高い、あるいは効率的であると考えます。ただ、「インプット」には労働者に加えて、原材料投入量や、資本設備等の複数の変数が変わることもあります。「アウトプット」も同様に複数の変数を考えることが可能です。そのような複数の要素がある場合には単純に比率を取ることが出来ないのですが、DEA は全ての「インプット」と「アウトプット」を用いて、効率性として一つの数値を計算する手法です。

### 「CAPM と Fama-French のアプローチ」

ファイナンス分野には幾つかの有名な理論があるのですが、資本市場(以下、株式市場で置き換えさせていただきます)における CAPM 理論、その修正モデルである Fama-French の 3 ファクターモデルは株式市場の分析において非常に有名です。CAPM 理論は、ある条件を満たしていると、「各銘柄の収益率(以下、株式リターン)」は「株式市場全体の収益率(以下、マーケットリターン)」と線形の関係であることが示されました。別の表現をすると、株式リターンの変動を説明するのには、マーケットリターンの変動だけであるということになります。

しかし、株式市場のデータを用いた実証分析を行うと、株式リターンを説明することのできる変数がマーケットリターン以外にも多く発見されます。その中でも特に有名な研究成果が、Fama 教授と French 教授によってまとめられます。彼らはマーケットリターン以外に 2 つの変数を提示するのですが、ここではその変数の説明を割愛して、彼らが良く用いるデータの分類方法を簡単に紹介します。マーケットリターン以外で着目する変数がある場合、彼らは株式市場上場の全銘柄を、①その重要と思われる変数の値に基づいて 10 ~ 25 グループに分類します。②各グループ内に複数の銘柄がありますので、グループ内の平均リターンを求めます。③数値の最も高いグループと、数値の最も低いグループの平均リターンを比較します。④この二つのグループの平均リターンの差異が統計的に有意であ

れば、その着目した変数は、株式リターンを説明する重要な新たな変数として追加されます。このように対象の銘柄をグループに分類して分析する方法を、Fama-French のアプローチとここでは呼ぶことにします。

## 【研究内容】

今回の Harminder 氏の研究では、株式リターンを説明する新たな変数として、企業のマーケティング能力に注目します。ここでのマーケティング能力とは、テレビコマーシャル等の宣伝にかかる費用の大きさだけではなく、どれほど効率的に企業の売りにマーケティングが貢献できていたかを指します。この効率的を測るために、マーケティングに関係する 1 つのアウトプットと 4 つのインプットを用いて、前述した DEA・SFA の手法で各企業のマーケティング効率性を計測しました。次に、Fama-French のアプローチに従い、計測されたマーケティング効率性を基準として、米国の全上場銘柄を 10 グループに分類しました。その結果、このマーケティング能力(マーケティング効率性)は、米国株式リターンを説明する新たな変数として統計的に有意であるという結論が得られました。



この結果はどのような意味をもっているのでしょうか? Harminder 氏によると、「この二つのグループにおける空売りと買いの投資戦略を用いると、年間 6% 近い利益が得られる」と説明しています。しかし、経済学やファイナンスの分野では、実際にそのような利益が得られる機会がある場合には、みんながその方法を用いることによる裁定取引(arbitrage)が働き、最終的にはそのような利益

機会は消滅してしまうと考えます。Harminder 氏はその疑問に対して、「マーケティング能力(効率性)は、ROE のように企業の有価証券報告書には記載されていなく、複雑な計算を要するために、市場参加者がこの情報を迅速には消化できていない」と説明をしていました。

非常に膨大な量のデータ分析が必要となる研究手法であり、時間・労力が注ぎ込まれた研究成果を滋賀大学の研究者並びに大学院生・学部生が学ぶ良い機会となりました。また、滋賀大学の国際提携校の研究者でもあり、今後の両大学間の共同研究並びに国際交流の発展に期待が持てる機会でもありました。

(文責 ファイナンス学科教授 吉田裕司)

## 平成29年度 第5回リスク研究センター主催セミナー(青木 浩介氏・東京大学大学院経済学研究科)

### リスク研究センター マクロ先端研究セミナー

日 時：平成29年7月6日(木) 16:10~17:10

会 場：滋賀大学 彦根キャンパス セミナー室(大)(士魂商才館3F)

演 題：『Monetary and Financial Policies in Emerging Markets

—新興国のための金融政策と金融規制—』

講 師：青木 浩介氏(東京大学大学院経済学研究科 教授)

### 【講師紹介】

青木浩介氏は、神戸大学経済学部を卒業後、同大学院経済学研究科で修士号、米国プリンストン大学でPh.D(Economics)を取得された。その後、LSE(London School of Economics)で教鞭をとったのち、現在は東京大学大学院経済学研究科の教授を務めておられる。青木氏の論文は、Journal of Monetary Economics、Journal of Financial Intermediation、Journal of Economic Dynamics and Controlなどの国際的一流誌に掲載され、当該分野の重要文献として頻繁に参照されている。



### 【共著者紹介】

論文の共著者も簡単に紹介したい。Gianluca Benigno氏はLSE(London School of Economics)の准教授で、国際経済学や金融論を専門とする。イタリアの出身であり、カリフォルニア大学バークレー校でPh.D(Economics)を取得後、LSEで研究を進めておられるようである。

もう一人の共著者である清滝信宏氏は、現在、ノーベル経済学賞の候補に挙がる唯一の日本人として知られている。東京大学経済学部を卒業後、ハーバード大学でPh.D(Economics)を取得し、現在はプリンストン大学の教授である。

本論文の著者のうち、日本人のお二方はそろって日本経済学会の中原賞を受賞されている。その意味で、今回のセミナーも、これまでに勝るとも劣らず、大変豪華な論文報告となった。ちなみに、もう一人の著者であるGianluca Benigno氏も、青木氏によれば、「中原賞をもらっていない理由はイタリア人だから」だそうである。

### 【論文の背景】

今回の報告論文の考察対象は、新興国の経済である。具体的には、BRICs(ブラジル、ロシア、インド、中国)、アルゼンチン、トルコ、インドネシアなどだろうか。これらの国々

は、21世紀になってからリーマンショックまでの間に、グローバル経済の中で存在感を強めた。その一つの説明は、簡単にいうと、アメリカでのグリーンズパンFRB議長による低金利政策などにより、ダブついた資金がこれらの国に流れ、成長につながった、というもののだろう。この間は、日本でもゼロ金利政策がとられていた。

このように、これら勢いのある新興国の経済は、大国の金融政策による影響を受け、それがまた世界経済全体の活動水準に影響する。そこで働くメカニズムをよりクリアにしたいという問題意識がアメリカの学界で醸成されており、この論文につながるようになったのだろうか。

## 【論文紹介】

金融面でのショックが新興国の経済に波及する経路とそのメカニズムを明らかにするために、銀行の行動に特に留意した独特なモデルが用いられていた。金融政策、資本流出入、為替レート、利子率、物価水準などが複雑な相互作用を生み出すことになる。その結果は、シュミレーション結果として、視覚的にも分かりやすくプレゼンテーションしていただいた。個人的に特に興味深いと思ったのは、危険資産(risky asset)に対して課税されたときの、資本価格、為替レート、それから厚生水準などの経済諸変数の動きである。税が導入された刹那、大きく動き、反動のような動きも観察されるのである。どのようなメカニズムが働いているのか、筆者には十分理解できていないのだが、論文を精読して内容を検討してみたい。



## 【セミナー後記】

セミナーの後は、本学の数名の教員を交えて、恒例の報告者を囲む食事会に出かけた。今回は、彦根市のキャスルロードにある近江牛の店であった。近江牛ステーキのコース料理に舌鼓を打ちながら（勿論、筆者のような彦根市民でも近江牛さんとはめったにお会いできない）、研究の話だけでなく大学時代の話も聞かせていただいた。実は青木氏は、本リスク研究センターのYセンター長と大学時代の同期だったそうである。また、部活動として水球をやっており、以前セミナーに来ていただいたM氏（当時、関西学院大学）とライバル関係だったらしい（戦績は聞き忘れた）。勉強やスポーツを中心に、学生生活を共に楽しみ、切磋琢磨する間柄だったのであろう。本学が、学生達にとり、また教職員にとっても、そのような共に成長でき、将来につながる場であってほしいと改めて感じた。

（文責：ファイナンス学科准教授 あつ まさ 近藤 豊将）

## 第4回 English Lunch Seminar(企業経営学科 井澤龍准教授)

平成 29 年 7 月 13 日(木)、第 4 回リスク研究センター主催 English Lunch Seminar を開催致しました。今回は、本学の企業経営学科 井澤龍准教授による発表でした。



井澤先生のご専門は英国を中心とした経営史ですが、今回の English Lunch Seminar では現代にも通ずる問題である、租税回避地(tax haven)、脱税(tax evasion)、租税回避(tax avoidance)、二重課税(double taxation)は 1920 年代まで遡る必要があることを述べられました。そういった背景の下、多国籍企業(Multinationals)が生まれ、国際的な租税の仕組みが発展してきたことも学びました。ただ、世界を包括するような仕組みは出来ず、現代においては 3000

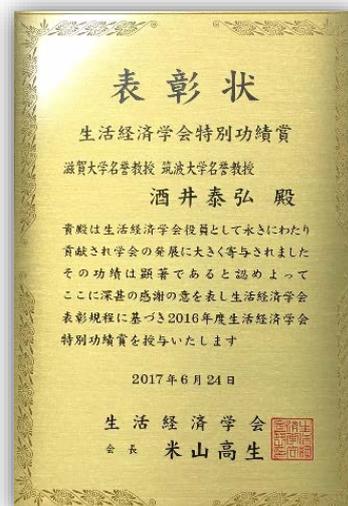
もの二国間租税条約(tax treaty)が存在するそうです。Unilever の例では、国際的な租税への対抗策として、既存の英国本社に加えてオランダ本社を設立する「二つの本社」組織体系として始まりましたが、オランダ本社が大陸事業を統括する実質的な役割を担うように発展してきたそうです。

次回の English Lunch Seminar は 10 月 5 日開催予定です。学内の教員・学生の方ならどなたでも参加可能です→【ご案内】<https://www.econ.shiga-u.ac.jp/risk/10/2/5/14/20171005.html>

## リスク研究センター通信

リスク研究センターの国際顧問会議メンバーで、滋賀大学名誉教授の酒井泰弘先生が、去る 2017 年 6 月 24 日に開催された「生活経済学会 第 33 回研究大会」におきまして、生活経済学会特別功労賞を受賞されました。

76 歳になられた現在も、お元気にご自宅から歩いて滋賀大学まで通われ、精力的に研究を続けられています。また全国各地での学会にも積極的に参加され、後進の指導にも熱心に取り組まれています。



## 第1回リスク研究センター主催国際シンポジウム開催(11/18)

今年の1月に京都・彦根で開催した国際シンポジウム(The 12th ICAFM)に引き続き、平成29年11月18日(土)、第1回リスク研究センター主催国際シンポジウム「The 1st International Conference on Risk in Economics and Society, Shiga University」(通称、RESSU)を彦根キャンパス土魂商才館にて開催予定です。

今年のテーマは「Asian Economies in the Globalized World」です。

現在、発表論文を募集中です。締め切りは8月18日です。

詳しくはこちらをご覧ください。

<http://www.biwako.shiga-u.ac.jp/RESSU/>



## 次回リスク研究センター主催セミナーのお知らせ

平成29年9月21日(木)、リスク研究センターでは、東京大学大学院経済学研究科より、植田 健一准教授をお迎えして、平成29年度第6回リスク研究センター主催 研究セミナーを開催する予定です。

日時：平成29年9月21日(木) 16:10~17:10

会場：滋賀大学 彦根キャンパス セミナー室I (土魂商才館 3F)

演題：『表題後報』

講師：植田 健一氏 (東京大学大学院経済学研究科 准教授)

◆学内・学外を問わず参加を歓迎します。参加ご希望の方は、下記HP内の申込フォームをご利用ください。

<https://www.econ.shiga-u.ac.jp/risk/10/2/5/14/5.html>

※次回のリスクフラッシュは9/29に配信を予定しております。予めご了承くださいませ。

### 「リスクフラッシュご利用上の注意事項」

本規約は、滋賀大学経済学部附属リスク研究センター（以下、リスク研究センター）が配信する週刊情報誌「リスクフラッシュ」を購読希望される方および購読登録を行った方に適用されるものとします。

#### 【サービスの提供】

1. 本サービスのご利用は無料ですが、ご利用に際しての通信料等は登録者のご負担となります。
2. 登録、登録の変更、配信停止はご自身で行ってください。

#### 【サービスの変更・中止・登録削除】

1. 本サービスは、リスク研究センターの都合により登録者への通知なしに内容の変更・中止、運用の変更や中止を行うことがあります。
2. 電子メールを配信した際、メールアドレスに誤りがある、メールボックスの容量一杯になっている、登録アドレスが認識できない等の状況にあった場合は、リスク研究センターの判断により、登録者への通知なしに登録を削除できるものとします。

#### 【個人情報等】

1. 滋賀大学では、独立行政法人等の保有する個人情報の保護に関する法律（平成15年5月30日法律第59号）に基づき、「国立大学法人滋賀大学個人情報保護規則」を定め、滋賀大学が保有する個人情報の適正な取扱いを行うための措置を講じています。
2. 本サービスのアクセス情報などを統計的に処理して公表することがあります。

#### 【免責事項】

1. 配信メールが回線上的問題（メールの遅延、消失）等によりお手元に届かなかった場合の再送はいたしません。
2. 登録者が当該の週刊情報誌で得た情報に基づいて被ったいかなる損害については、一切の責任を登録者が負うものとします。
3. リスク研究センターは、登録者が本注意事項に違反した場合、あるいはその恐れがあると判断した場合、登録者へ事前に通告・催告することなく、ただちに登録者の本サービスの利用を終了させることができるものとします。

#### 【著作権】

1. 本週刊情報誌の全文を転送される場合は、許可は不要です。一部を転載・配信、或いは修正・改変してblog等への掲載を希望される方は、事前に下記へお問い合わせください。

\*尚、最新の本注意事項はリスク研究センターのホームページに掲載いたしますので、随時ご確認願います。

( <https://www.econ.shiga-u.ac.jp/risk/10/2/3/12.html> )

発行：滋賀大学経済学部 附属リスク研究センター

編集委員：吉田裕司、金秉基、石井利江子、近藤豊将、佐野洋史、  
竹村幸祐、藤井孝之、森宏一郎

事務補佐員：山崎真理、萩原多恵子

滋賀大学経済学部附属リスク研究センター事務局（Office Hours:月一金 13:00-17:00）

〒522-8522 滋賀県彦根市馬場1-1-1 TEL:0749-27-1404 FAX:0749-27-1189

e-mail: [risk@biwako.shiga-u.ac.jp](mailto:risk@biwako.shiga-u.ac.jp)

Web page : <https://www.econ.shiga-u.ac.jp/risk/>