

## 金融システム研究フォーラム 概要

第 48 回 2011.11.28 (月)

-----

今回は、青山学院大学の福井さんから、American Finance Association 年次総会における会長講演 John H. Cochrane, Presidential Address: Discount Rates”, The Journal of Finance, August 2011, 1047-1108 に基づく報告を受けて討議した。もっとも、この review article に即した asset-pricing research の展開と現状に関する解説を福井さんと倉澤さんから受けて、三輪をはじめとする参加者が「ファイナンス研究」に関する理解を深め、このフォーラムの基盤の強化に努めた、という方が正確だろう。60 ページの長大な論文である。基礎になった DP はさらに長いという。

三輪のように、金融資本市場における銀行を中心とする伝統的金融機関の果たす役割は通常想定されるほど大きくはないと考えれば、とりわけ銀行融資を中心に据えたもの以外の view およびそれに基づく研究に関心が向かうだろう。ポートフォリオ理論、資産価格理論などと銘打ったテキストを手にとり、しばらくはその世界に没入することになる。しかし、そのうちに、これで何がどこまで有効に説明できるのか、実際にうまく説明できているのか・・・と考え始め、さらに、資産というからには、上場株式や債券以外の資産にもうまく適用できているか、Lehman Shock 前後の激動期についてはどうか、などに関心が広がる。入門的なテキストでこういう関心に対応することは無理だろう。

ファイナンス学会メンバーといえども一枚岩ではないから、Cochrane の review・見方にメンバー全員が賛成だというわけではなかろう。とはいえ、real economy の分析により大きな関心を持つ私のような economist にとっては、大いに関心を刺激され、興味深く接することができる論文であった。「こういう見方に近い日本のファイナンス研究者は多いのですか？」という質問に対する回答は、「多くはないでしょう。しかし、もちろん、ゼロではありません」というものであった。

冒頭の次の文章が見方を象徴する。“Asset prices should equal expected discounted cashflows. Forty years ago, Eugene Fama (1970) argued that the expected part, ‘testing market efficiency,’ provided the framework for organizing asset-pricing research in the era. I argue that the ‘discounted’ part organizes our research today.”

“Discount rates vary over time.”(‘Discount rate,’ ‘risk premium,’ and ‘expected return’ are all the same things here.”このように指摘して、“how discount rates vary over time and across assets”という facts の提示から論文が始まる。“A Pervasive Phenomenon”(p.1051)では、“In each case our view of the facts has changed completely

since the 1970s”として、Stocks, Treasuries, Bonds, Foreign exchange, Sovereign debt, Houses についてそれぞれ具体例が示される。たとえば、Sovereign debt については、“High levels of sovereign or foreign debt signal low returns, not higher government or trade surpluses”である。facts の指摘に続いて、why discount rates vary と問う理論の検討、さらにそれを適用する実証研究の review に進む。

Conclusion 部分(p.1091)は次の如く簡明かつ率直である。“Discount rates vary a lot more than we thought. Most of the puzzles and anomalies that we face amount to discount-rate variation we do not understand. Our theoretical controversies are about how discount rates are formed. We need to recognize and incorporate discount-rate variation in applied procedure. / We are really only beginning these tasks. The facts about discount-rate variation need at least a dramatic consolidation. Theories are in their infancy. And most applications still implicitly assume i.i.d. returns and the CAPM, and therefore that price changes only reveal cashflow news. Throughout, I see hints that discount-rate variation may lead us to refocus analysis on prices and long-run payoff streams rather than on-period returns.”

「この review に書かれているような内容について、どこまで MBA course で教えられているのですか?」「ほとんど教えられないでしょう。無理ですよ・・・」「そうすると、卒業後にでも facts に直面して、教えられたこととの gap に frustration を感じるでしょうね?」「そうかもしれませんね。しかし、柔軟に対応するでしょう。」「稼いだ資金で MBA course に来る学生たちから不満が出ないのですか?」「いろいろ学ぶことも多いから・・・」という会話も飛び交った。

もっと内容に立ち入った議事録を求める読者は、たとえば、報告用ファイルを参照のうえ、福井さんに解説を求めるのがよろしいでしょう。膨大な論文を要領よく紹介し、素っ頓狂なものを含めた多様な質問にも的確に対応して下さった福井さんに深謝します。