

2008年度 国際企業戦略研究科 『資産価格の実証分析』

経済学研究科 『金融経済論Ⅱ』

冬学期・火曜2限(18:20-19:50), 第3講義室

Last update 08/01/07

一橋大学経済研究所 祝迫得夫

Contact: 経済研究所 2F; 042-580-8373;

E-mail: iwaisako@ier.hit-u.ac.jp

宿題提出用 E-mail アドレス: tiw1@ier.hit-u.ac.jp

Office Hour: 火曜授業の前後(ICS; できる限り事前にアポイントメントを取ってください),
月曜 14:30-16:00 (国立)

授業の概要

この授業は、Advanced MBA 向けのファイナンス(資産価格論)の計量分析に関するトピックスのコースである。キャンベル=ロー=マッキンレイ著『ファイナンスのための計量分析』(共立出版)をテキストとして、そこで取り上げられている計量分析のテクニックについて説明するとともに、日本のデータを用いた実際の実証分析に関しても議論する。

テキスト・参考文献等

キャンベル=ロー=マッキンレイ以外の参考書として、

- ① 中級以上のファイナンス理論の教科書
- ② 学部上級以上の計量経済学の教科書

を手元において参照すること。①については、一部 Danthine and Donaldson『現代ファイナンス分析:資産価格理論』を、②については、もし何も手元になければ Hamilton, *Time Series Analysis* を推薦しておく。

受講のための条件

この授業は、経済学研究科と国際企業戦略研究科(ICS)の共通講義であり、神田キャンパスで夜間に開講される。国立キャンパスの学生が受講する場合には、聴講の場合も含めて教官の許可を必要とする。受講を希望する学生は、遅くとも9月末までに E-mail で祝迫にコンタクトを取ること(iwaisako@ier.hit-u.ac.jp)。

基本的なファイナンス理論を理解していることに加え、統計学/計量経済学を十分に身につけており、自力で Eviews, RATS, S-Plus 等の統計パッケージを用いて実証分析を行う能力があることが受講の前提となる。

成績評価

宿題（データを使って実際に計量分析を行ってもら）を3-5回提出。

テキスト

Campbell, Lo, and MacKinlay 著, 祝迫ほか訳『ファイナンスのための計量分析』共立出版
(以下, CLM)

その他

Hamilton, James D. (1994) *Time Series Analysis*, Princeton University Press. (井上・沖本訳『時系列解析<上・下>』シーエーピー出版)

Danthine, Jean Pierre and John B. Donaldson (2005) 『現代ファイナンス分析：資産価格理論』ときわ総合サービス

田中勝人 (2006) 『現代時系列分析』岩波書店

Stock, James H. and Mark Watson (2002) *Introduction to Econometrics*, Addison-Wesley

Wooldridge, Jeffrey M. (2002) *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, 3rd ed., Thomson Learning.

リーディングリスト

下線は必読文献 (*はそれ以外の重要文献

Lecture 1 実証分析のための理論の復習

- Arrow -Debreu 証券と状態依存請求権
- 消費 CAPM
- 確率割引ファクター表現と様々なアプローチの総合

本多俊毅 (2005) 『企業価値評価と意思決定』 東洋経済新報社, 第4章・第5章

Danthine and Donaldson (2005) 『現代ファイナンス分析-資産価格理論』 ときわ総合サービス, 第3部・第4部

Lecture 2 and 3 ランダム・ウォークテストと資産収益率の予測可能性

- 効率的市場仮説とランダム・ウォーク仮説
- ランダム・ウォーク仮説の統計的分類
- 単位根検定と分散比検定
- 系列相関と規模別ポートフォリオ間の相互自己相関
- 長期のリターンに関する統計的推論

CLM, 第1章, 第2章, 3.1

田中勝人『現代時系列分析』第8章 もしくは Hamilton, Chap15~17.

祝迫得夫「ランダム・ウォーク仮説と規模別ポートフォリオの相互自己相関」『現代ファイナンス』 No. 13, 2003年3月, pp. 29—45

リチャード・セイラー『市場と感情の経済学』第12章, 第14章 ダイアモンド社

Lo, Andrew W. and A. Craig MacKinlay (1988) “Stock Market Prices Do Not Follow Random Walks: Evidence from a Simple Specification Test,” *Review of Financial Studies*; 1(1), pp.41-66.

Lo, Andrew W. and A. Craig MacKinlay (1990) “When are Contrarian Profits Due to Stock Market Overreaction?” *Review of Financial Studies* 3 (2), 175-208.

----- and -----, (1999) *A Non-random Walk Down Wall Street*, Princeton: Princeton University Press.

Poterba, James M. and Lawrence H. Summers (1988) “Mean Reversion in Stock Prices,” *Journal of Financial Economics*; 22(1), pp.27-59

Richardson, Matthew and James H. Stock (1989) Drawing Inferences from Statistics Based on Multiyear Asset Returns, *Journal of Financial Economics*; 25(2), pp.323-48.

Lecture 4 ARCH/GARCH

- 1 変量 ARCH/GARCH
- リスクとリターンのインターアクション
- 多変量 ARCH/GARCH

田中勝人『現代時系列分析』第 6 章 もしくは Hamilton, Chap21.

Bollerslev, Chou, and Kroner (1992) “ARCH Modelling in Finance: A Review of the Theory and Empirical Evidence,” *Journal of Econometrics* 52:5-59, 1992.

*Bollerslev, Engle, and Wooldridge (1988), “A capital asset pricing model with time-varying covariances,” *Journal of Political Economy*, 96, 116-131.

Ledoit, Santa Clara and Wolf, (2003) “Flexible Multivariate GARCH Modeling with an Application to International Stock Markets,” *Review of Economics and Statistics* 85, 735-747.

Lecture 5 VAR と共和分モデル

CLM, 第 7 章

田中勝人『現代時系列分析』第 10 章, 第 11 章 もしくは Hamilton Chap11&19.

*Ammer, John and John Campbell (1993) “What moves the stock and bond markets? Avariance decomposition for long-term asset returns,” *Journal of Finance*, 48:3-37.

*Cochrane, John H. (1994) “Permanent and Transitory Components of GNP and Stock Prices” *Quarterly Journal of Economics*, 109(1): 241-65.

Engle, Robert F. and Clive W. J.Granger (1991) “Introduction” in *Long-Run Economic Relationships*, edited by Engle and Granger, Oxford University Press 1991.

Gonzalo, Jesus, Tae-Hwy Lee, and Weiping Yang (2008) “[Permanent and Transitory Components of GDP and Stock Prices: Further Analysis](#),” *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, Vol 1, 105-120.

Hamilton, James, “Vector Autoregressions,” chapter 11 of *Time Series Analysis*, Princeton University Press.

Lecture 6 予測変数による株式収益率の予測

- 予測変数を用いた場合の予測可能性
- 予測変数が持続的な場合の統計的推論
- 共和分関係： 株価と配当，資産と消費

Lewellen, J., 2004. “Predicting returns with financial ratios.” *Journal of Financial Economics* 74, 209--235.

Ang, Andrew and Geert Bekaert (2007) “Stock Return Predictability: Is it There?”, *Review of Financial Studies*, 20, 3, 651-707

CLM, 第2章, 第7章, 第10章, 第11章

Campbell, J.Y., and Yogo, M., 2006. "Efficient tests of stock return predictability." *Journal of Financial Economics* 81, 27--60

Cochrane, John H. (2005) *Asset Pricing, revised edition*, Princeton University Press. Section 20.1.

*Cochrane, John H. (2007) "The Dog That Did Not Bark: A Defense of Return Predictability" *Review of Financial Studies*, forthcoming.

Santos, T. and Veronesi, P., 2006. "Labor Income and Predictable Stock Returns," *Review of Financial Studies*, 19, 1-44.

Stambaugh, R.F., 1999. "Predictive regressions." *Journal of Financial Economics* 54, 375--421.

Torous, W., Valkanov, R., Yan, S., 2004. "On predicting stock returns with nearly integrated explanatory variables." *Journal of Business* 77, 937--966.

Lecture 7 消費資産価格モデルと株式のリスク・プレミアム

- 消費資産価格モデルの経済学的意味づけと実証分析
- 株式プレミアム・パズル
- 幾つかの重要な拡張 (habit formation, non-expected utility, disaggregation ほか)

CLM第8章全部

祝迫得夫「資産価格モデルの現状: 消費と資産価格の関係を探って」『現代ファイナンス』 2001年, 4月号, pp. 3--39.

Danthine and Donaldson (2005) 『現代ファイナンス分析-資産価格理論』ときわ総合サービス, 第9章.

海道宏明 (2007) 「株式市場への限定的参加を考慮した消費 CAPM の再評価——資産保有マイクロ・データによる実証分析」, 『現代ファイナンス』 2007年, No.21.

*Barro, Robert J., (2006) "Rare Disasters and Asset Markets in the Twentieth Century," *Quarterly Journal of Economics*, August 2006.

Campbell, John Y. and John H. Cochrane (1999) "By Force of Habit: A Consumption-based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior," *Journal of Political Economy*, Vol. 107, No. 2., pp. 205-251.

Cochrane, John H. (2005) *Asset Pricing, revised edition*, Princeton University Press. Chapter 1 and 2

Constantinides, G.M., J. B. Donaldson, and R. Mehra (2002) "Junior Can't Borrow: A New Perspective on the Equity Premium Puzzle," *Quarterly Journal of Economics* 117, 269-296.

*Constantinides and Duffie (1996) "Asset Pricing with Heterogeneous Consumers," *Journal of Political Economy*, 104: 219-240.

*Epstein, L. and S. Zin (1991) "Substitution, Risk Aversion, and the Temporal Behavior of Consumption and Asset Returns: An Empirical Analysis," *Journal of Political Economy* 99, April, pp. 263-86.

*Lettau, Martin and Sydney Ludvigson (2001), "Consumption, Aggregate Wealth, and Expected Stock Returns," *Journal of Finance*; 56(3), June, pages 815-49.

- Lucas, Robert E., Jr. (1978) "Asset Prices in an Exchange Economy," *Econometrica*; 46(6), November, pages 1429-45.
- Mankiw, N.G. and S.P. Zeldes (1991) "The Consumption of Stockholders and Nonstockholders", *Journal of Financial Economics* 29, No. 1: 97-112.
- Mehra, Rajnish and Edward C. Prescott (1985) "The Equity Premium: A Puzzle," *Journal of Monetary Economics* 15: March, pp.145-161.
- *Vissing-Jorgensen, Annette (2002) "Limited Asset Market Participation and the Elasticity of Intertemporal Substitution," *Journal of Political Economy*, August 2002.

Lecture 8 SDF アプローチと GMM

- GMM (再) 入門
- Hansen-Jagannathan の方法論

Hamilton, Chap14.

- Cochrane, John H. (2005) Part II (Chap10~16) *Asset Pricing*, Revised version, Princeton University Press.
- Hansen, Lars Peter and Ravi Jagannathan (1991) "Implications of Security Market Data for Models of Dynamic Economies," *Journal of Political Economy*; 99(2), April, pages 225-62.
- and ----- (1997) "Assessing Specification Errors in Stochastic Discount Factor Models," *Journal of Finance*; 52(2), June, pages 557-90.

Lecture 9 and 10 株式リターンのクロスセクション

- CAPM の復習と実証
- Fama-French のマルチファクターモデルと日本への応用
- クロスセクションのアノマリー
- Hansen-Jagannathan の方法論

CLM 第 5 章 5.1+5.2 (CAPMの復習) ; 5.3 (統計分析)

祝迫得夫「資産価格モデルの現状: 消費と資産価格の関係を探って」『現代ファイナンス』 2001 年, 4 月号, pp. 3--39.

久保田敬一, 竹原 均 「Fama-Frenchファクターモデルの有効性の再検証」現代ファイナンス, 2007, No. 22, pp.3-23.

[Aono, Kohei and Tokuo Iwaisako \(2008\) "The Consumption-Wealth Ratio, Real Estate Wealth, and the Japanese Stock Market ,," IER Discussion Paper A.504, Hitotsubashi University.](#)

Berk, Jonnathan (2000) "Sorting out Sorts," *Journal of Finance* 52: 407-427.

Black, Fisher (1993) "Beta and Return," *Journal of Portfolio Management*; 20(1), pp. 8-18.

CLM 第 5 章・第 6 章 (全部)

*Campbell, John Y., Martin Lettau, Burton G. Malkiel, and Yexiao Xu (2001) "Have Individual Stocks Become More Volatile? An Empirical Exploration of Idiosyncratic Risk," *Journal of*

- Finance*, February, Vol.56:1, Page 1-424.
- Chen, Nai-Fu, Richard Roll, and Stephen A. Ross (1986) "Economic Forces and the Stock Market," *Journal of Business*; 59(3), July, pages 383-403.
- Cochrane, John H. (2001) Section 20.2, *Asset Pricing*, Princeton University Press.
- Comin, Diego and Thomas Philippon (2005) "The Rise in Firm-Level Volatility: Causes and Consequences," in Gertler and Rogoff eds., *NBER Macroeconomics Annual 2005*, MIT Press.
- Hamao, Yasushi, Jianping Mei, and Yexiao Xu (2003) "Idiosyncratic Risk and the Creative Destruction in Japan," *NBER working paper #9642*, April 2003.
- *Jagannathan, Ravi and Zhenyu Wang (1996) "The Conditional CAPM and the Cross-Section of Expected Returns," *Journal of Finance* 51: pp.3-53.
- *Lettau and Ludvigson, 2001, "Resurrecting the (C)CAPM: A Cross-Sectional Test when Risk Premia are Time Varying", *Journal of Political Economy* 109:1238-1286
- Parker, Jonathan and Christian Julliard, 2005, "Consumption Risk and Cross-Sectional Returns", *Journal of Political Economy* 113, 185-222.

Lecture 11 and 12 行動ファイナンス

- 裁定の限界とノイズトレイダー
- 行動ファイナンスの実証
- 「意見の不一致モデル」

- Hong, Harrison, and Jeremy C. Stein, 2007, Disagreement and the stock market, *Journal of Economic Perspectives* 21, Spring 2007, 109--128.
- Shleifer, Andrei, 2000, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Clarendon Lectures in Economics, (Oxford University Press, Oxford and New York).
- Wurgler, J. and E. Zhuravskaya (2002) "Does Arbitrage Flatten Demand Curves for Stocks?" *Journal of Business*, 2002, vol. 75, no. 4

- Baker, Malcolm, and Jeremy C. Stein (2004) "Market liquidity as a sentiment indicator," *Journal of Financial Markets* 7, 271--299.
- Chen, Joseph, Harrison Hong, and Jeremy C. Stein (2002) "Breadth of ownership and stock returns," *Journal of Financial Economics* 66, 171--205.
- *Diether, K.B., C.J. Malloy, and A. Scherbina, (2002) "Differences of opinion and the cross-section of stocks returns). *Journal of Finance* 57, 2113--2141.
- *Gilchrist, Simon, Charles P. Himmelberg, and Gur Huberman, (2005) "Do stock price bubbles influence corporate investment?" *Journal of Monetary Economics* 52, 805—827
- Harrison, J. Michael, and David M. Kreps (1978) "Speculative investor behavior in a stock market with heterogeneous expectations," *Quarterly Journal of Economics* 93, 323--336.
- Iwaisako, Tokuo (2008) "Disagreement and Stock Prices in the JASDAQ: An Empirical

- Investigation Using Market Survey Data” mimeo.
- Jegadeesh, Narasimhan, and Sheridan Titman, (1993) “Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency,” *Journal of Finance* 48, 93--130.
- Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny (1994) “Contrarian investment, extrapolation and risk,” *Journal of Finance* 49, 1541--1578.
- *Lo, Andrew (2008) *Hedge Funds: An Analytic Perspective*, Princeton University Press.
- Miller, Edward (1977) “Risk, uncertainty, and divergence of opinion,” *Journal of Finance* 32, 1151--1168.
- *Shleifer, Andrei (1986) “Do Demand Curves for Stocks Slope Down?” *Journal of Finance*, Vol. 41, No. 3.
- Shleifer, Andrei, and Robert Vishny, 1997, The limits of arbitrage, *Journal of Finance* 52, 35--55.

** 恐らくここまでで時間を使いきるだろうが、万が一余った場合は学生の要望に応じてトピックを追加する。