

解 説

アメリカのビジネススクールにおけるデリバティブ教育

滋賀大学経済学部 教授
小田野 純丸

はじめに

デリバティブと称されるフォワード、フューチャーズ、スワップ、オプションという技法が定着し始めてから30年程度が経過する。これらの技法は金利、為替レート、株価、商品価格、インフレなど変動が不可避であるようなプロダクトを対象にして急速に発展を見せてきた。デリバティブの理論的アプローチの発展は、リスクの種類やリスクの程度をどれだけ受容できるかについて可能にさせるメリットをもたらす。こうした技法に習熟することは、望ましくないリスクを軽減(ヘッジ)するとか、将来の市場の展開を見やりながら追加的なリスクの受け入れを可能にさせている。個人投資家にも機関投資家にとっても有用かつ便利な手段が提供されるようになったということになる。

ビジネススクールが将来の経営幹部を育成する目的で設立されていることは広く知られている。経営者に求められる要件がますます高度化・複雑化するに従って、ビジネススクールに求められる役割や期待は間違いなく高まっている。この点は、ビジネススクールを通じて高度に訓練された職業人を育成するという役割が、雇用する企業サイドばかりでなくビジネススクールを目指す若者サイドから高い支持を集めていることから窺い知れる。従って、デリバティブの登場とともに、この新しい手法について理論的・実践的カリキュラムとしてそれを教育の課程の中に積極的に導入していく対応は当然の成り行きであった。しかも、デリバティブのこれまでの発展の30年の歴史は、金融市場の急速な発達やファイナンス(調達、運用など)の重要性の定着と対をなすものである。

ビジネススクール内でのファイナンス学部(コース)の位置づけは、この間の金融市場の発展と並行して、急速に高まっていった。同時に、デリバティブ教育はMBAの学生の側での要請を映し出してファイナンス教育全般の中でも中心的テーマの一つとして扱われることとなった。

本論では、ビジネススクールでのデリバティブ教育がどのような目標の下でいかなる位置づけを受けているのかについて簡単に紹介する。

ビジネススクールとファイナンス学部のランキング競争社会アメリカの特徴の一つとしてさまざまな事柄にランキング付けを行うことが挙げられる。S & Pやムーディーズの格付けに見られるように、評価基準を確定してそれにしたがって分類評価する手法は日本でも知られている。大学についてもいくつかの評価プログラムが存在することが広く知られている。ビジネススクールの場合を見ると、ビジネスウィーク誌とUSニューズ・アンド・ワールド・レポート誌が継続的にランキングを公表してきたこともあってこの分野では定評を勝ち得ている。ランキングの向上が大学の究極の目標ではないにしても、大学サイドはこのランキングがMBAの市場評価と無関係ではありえないために大学運営の視点からも無視できないものと受け止めている。資金を研究活動に積極的に投入することや名声ある教員の獲得やカリキュラムの改革に熱心に取り組む姿勢は、そのような活動がランキングの改善に少なくともプラスに結びつくと考えているためである。上位にランクされたMBAプログラムを持つ大学は、それだけで大きな社会的認知につながる可能性が高い。MBAの就職先の開拓や寄付金の募集にも影響することは明らかである。MBAの受験を考えている側でも、ランキングは大学選択の重要な要因となることからこの格付け情報は価値のあるものとなっている。企業サイドは、優秀な卒業生の確保が将来の人事戦略にとって決定的に重要となることから、ランキング上位のビジネススクールには特別な見方をとっていると言われる。ランキング上位に含まれなかった大学は上位校

のカリキュラムを研究し、教育プログラムを改善して将来のランキング評価に備えて努力をしなければならない。そこではビジネススクールの浮沈に関わるような熾烈な競争が繰り広げられている。

どのようなビジネススクールが高く評価されているのだろうか。日本では大学の名前だけで有名度が先行することが多いが、全体的な総合評価では、例えばノースウェスタン大学(ケロッグ校)がトップに位置づけられているのは有名度というよりMBA教育の内容や卒業生の使い勝手などが買われて判定の主要な要因になっているためである(ケロッグのランキングはビジネスウィーク誌から)。このようなランキングは、毎年追跡調査的に評価を下すために一度手に入れた位置が恒常的に約束されることにはならない。したがって、ビジネススクールは長丁場のランク競争に直面していることになり、不断の努力を続けていかなければならないことになる。これはビジネススクールの学長の評価にも直結することになる。学長の評価は寄付金の獲得と著名な教授の獲得の成果によって左右されるとも言われている。

ビジネススクールの分野別格付けとしてファイナンス学部のランキングも発表される。こちらは比較的安定的で御三家的なペンシルバニア大学(ウォートン校)、シカゴ大学、ニューヨーク大学が常連校である。ファイナンス教育と研究についてウォートンの長い歴史と、シカゴとニューヨークという金融と商品取引の地理的優位性からこれら三大学はファイナンス教育では定評がある。最近の金融工学の発展は、数理統計学とコンピュータの融合によって推進されてきた側面も大きく、数量分析に強いMITやスタンフォード、カリフォルニア大学も上位校に位置づけられている。

ファイナンス教育の中のデリバティブ講座

ファイナンス教育全体の中でデリバティブ講座は疑いなく重要な一分野として認識されている。しかし、実践手法としてのデリバティブの発展と応用という経緯を受け継いでいるために、独立してデリバティブそのものだけを教育しているビジネススクールは皆無である。理論

偏重に陥らないためにも、ビジネススクールのカリキュラムは巧妙に作り上げられている。それは各講座がシークエンス(積み上げ)によって有機的に組み立てられていることから理解できる。

デリバティブ関連の講義を受講するためには、その前に金融市場、企業金融、ポートフォリオ分析などの基礎科目と認められるファイナンス関連の科目が既習条件とされている。この教育方式は、ファイナンスを体系化されたものとして理解をさせながら学生に独自の思考をさせたいというビジネススクールの伝統である。ケース方式の教育を中心に置く応用重視のビジネススクール(例えばハーバードやスタンフォード)でも理論的理解を比較的重視しているビジネススクール(例えばMITやシカゴ大学)でも、一連の科目を総合的に履修することはファイナンスの枠組みを包括的に理解するうえで不可欠であると考えられている。その結果、デリバティブはどのような市場や商品を対称にしていかなるリスクに狙いを定めたものかを効果的に理解させるために有効であると考えられている。それらのシークエンスが必要条件としてのファイナンス一般知識の積み上げに大きく寄与していることは重要である。ビジネススクールによって程度や内容に違いは認められるにしても、どの大学でもケース分析や事例紹介を駆使することでファイナンスの実践的理解を深めさせることに効果を挙げている。デリバティブを単に複雑な数式によって組立てられている学問としてではなく、実用性の高い有用な教育テーマとして教え込むための工夫が施されている。

しかし、オプションの例を待つまでもなく、デリバティブの理論的発展は数学的モデルをベースにした理論開発とは無関係でありえない。したがって、各大学のデリバティブ関連科目はこの数理的性格を持つテーマをどのような形で多くの学生に教え込むかということに腐心している。この10年くらいの間に、先端の理論的開発を織り込みながら定評ある教科書も登場してきている。例えば、John Hull著のOptions, Futures and Other Derivativesは「業界標準(代表的ビジネススクールのデリバティブ科目の概要でそのように紹介されている)」としての地位

を勝ち得ているし、その入門編ともいべきFundamentals of Futures and Options Marketsはデリバティブの概説本として理論偏重に陥らない教科書として多くの大学で使われている。先端部分を形成する金融工学的なデリバティブ科目は、理論開発に強い関心を持っている博士号を習得したての若手教員が担当することが多いようである。多くのビジネススクールではどちらかという方法論を重視している金融工学的色彩の強いデリバティブ科目については選択科目として数学、強い十分なバックグラウンドを持つ学生向けに提供している。

MBA教育の中のデリバティブの位置づけ

このテーマは個々の大学のMBA教育に関わる目標とカリキュラムの構成によって左右されるために一般化することは難しい。そこで、MBAの総合評価で常に最上位にランクされているケロッグ校の場合を取り上げて考えてみる。

ケロッグ校ではデリバティブ科目としてデリバティブと という二科目を用意している。デリバティブ はリスク管理、先物市場の価格形成、バイノミアル価格形成とブラック・ショールズ・オプション価格形成モデルなどの基礎的内容を学習する。デリバティブ では先端領域にあると思われるデリバティブの基礎について学習することを狙っている。具体的には、ログノーマル分布、モンテカルロ評価、ブラック・ショールズ方程式、より複雑なリスク評価に関連する方法論などを学習する。 の履修のためにはバイノミアル価格形成とブラック・ショールズ式の基礎的理解が前提条件として要請されている。

それでは、MBA教育課程の中でデリバティブ科目はどう履修すべきであるとアドバイスされているのだろうか。ケロッグ校では将来の進路・選択を考えて履修の雛型を提示して学生の科目選択の参考にさせている。コンサルティング・銀行・自営業を含めた一般的経営管理職などに進みたい希望を持つMBAの学生にはデリバティブIを基礎科目の一つとして推奨している。マネー・マネジメントや金融取引・研究職希望のものには を必修科

目として位置づけ履修させている。銀行分野に進みたいと考えている学生には必修ではないもののデリバティブを履修選択するように強く助言している。言い換えると、デリバティブ のような高度な数理解が不可欠な科目であっても、その内容と機能について深い理解と知識が金融分野への進路にとって必要ツールとなりつつあることを示唆している。

一点追記しておくべきことは、数学にしても統計学にしても、ビジネススクールは初歩段階から相当高度のレベルに引き上げるための教育的配慮を取り入れている点である。科目を紹介するシラバスの多くが、講義の水準を明確にした上で、技術的部分については助手を配置して理解の補助をするように作られており、そのようなテーマに挑戦する見返りは大きいというように科目受講の目標を明確にしている。MBAに入学してくる学生の背景は多様であるために、受講生の全体的レベルを高めるような工夫は見事なほど取り入れられている。デリバティブ教育に不可欠なコンピュータ施設やデリバティブ・ゲームの実験施設は羨ましいほど完備されている。教室の作りも活発な議論がしやすいようにレイアウトに工夫が凝らされている。実践教育に直結する教育インフラはプログラムの差別化につながるだけにそれぞれの大学が競いあうように先端技術の導入に力を入れている。

デリバティブが単なる教えるための科目で終わることなく、実践的な利用価値の高い教育科目として認めてカリキュラムの中に組み込んでいるのが米国のビジネススクールの現状である。しかも、教材や教育の内容は理論的發展を取り入れながら改良と工夫が間断なく続けられている。ビジネススクールにとってもデリバティブ教育の分野でも大学、教員、学生を巻き込んで熾烈な競争がこれからも続くことになる。

本稿は、昨年末にノースウェスタン大学ケロッグ経営大学院を訪問する機会が与えられたことから書記されたものである。