

## F S Aリサーチ・レビュー2006の発刊にあたって

金融庁金融研究研修センター長  
(慶應義塾大学経済学部教授)

吉野 直行

F S Aリサーチ・レビュー2006は、金融庁金融研究研修センターにおける2006年の研究成果をとりまとめたものである。今回のリサーチ・レビューは、一年間に公表されたD P (ディスカッションペーパー)のうち、研究論文として所収するにふさわしいものを、外部のレフェリーによる審査会を経て、私の責任編集のもとに所収したものである。研究論文として、9本が掲載されている。法律分野、経済分野、数理分析の論文など、多岐にわたるテーマであるが、各論文ともに、いずれも時宜を得たトピックであり、さらに発展できる内容の分析である。また、金融研究研修センターによって開催された国際コンファレンス等の概要が掲載されており、金融研究研修センターでの2006年の活動内容がまとめられている。

以下では、掲載された各研究論文の要旨をまとめる。

(1) 預金取引の電子化と法的問題の変容——預金過誤払いをめぐる論点の過去・現在・そして未来——杉浦宣彦

近年、ピッキング等による預金通帳の盗難、偽造キャッシュカードの作成・使用、ATMへの隠しカメラによる暗証番号等の盗撮、インターネットバンク・サービスへのスパイウェア攻撃など、不正な預金引出しを狙った事件が多発してきている。

杉浦宣彦論文では、このいわゆる「過誤払い」のケースを材料にしながら、預金取引の電子化の進行により事例や判例の内容がどのように変化して来たかを分析し、インターネット取引等を通じてさらに電子化が進んでいく今後の取引形態のなかで、さらに検討・留意すべき課題を提示している。

(2) 金融取引の守秘義務についての比較法的考察——欧米の個人金融取引における守秘義務についての法制度を中心に——(井部千夫美、杉浦宣彦論文)

個人情報保護法制定時には、個人情報保護法制にかかわる海外の立法例の研究が多く行われたのに対して、顧客情報保護のもう1つの柱である金融機関の守秘義務に関しては、個人情報保護法と関連するにも係らず、比較法的な要素も含んだ研究はほとんど行われてこなかった。井部千夫美、杉浦宣彦論文は、イギリス、フランス、ドイツ、アメリカなどの諸外国における金融機関の守秘義務制度の比較を行っている。各国の守秘義務をめぐる制度がその歴史的経緯を受けて、同じ守秘義務といっても保護の仕方や保護の対象・規制対象になるもの、さらには、個人情報保護法制との関係といった部分で各国間に様々な違いと共通点等があることを指摘しており、日本への参考になる研究である。

(3) 消費からみた金利期間構造及び代表的家計についての一考察 (白須洋子論文)

白須洋子論文は、1980年代～1990年代のデータを用いて、日本の代表的家計の効用関数及びリスク回避度、多くの先行研究にある相対的リスク回避度一定型ではなく、相対的リスク回避度逓減型関数形（定数項と指数関数の線形結合の形）を用いて計量分析しているところに特徴がある。計測結果からは、日本の消費及びスワップ金利データにおいて、相対的リスク回避度逓減型関数形の方が相対的リスク回避度一定型の関数形よりも、評価できる可能性があることが明らかとなっている。

（４）日本の損害保険会社及び事業ライン別の資本ベータ推計について（白須洋子、小守林克哉、森平爽一郎論文）

損害保険会社は、保険契約の種類毎に対象とするリスクが異なるため、事業別にベータ値や資本コストが推計されれば、効率的な資本配分にも寄与するものと考えられ、白須・小守林・森平論文では、損害保険会社の事業ライン毎に、ベータ値をFIB(Full Information Industry Beta)アプローチを用いて計測し、海運運輸・傷害と任意保険自動車とでは、システマティック・リスクが大きく異なること等が導かれている。

（５）アジアの資本移動の変化に関するクラスター分析——アジア域内の証券投資活性化に向けて——（飯島高雄・吉野直行論文）

アジア通貨危機以降のアジア各国の資本移動をクラスター分析を用いて分析する。アジア各国では、銀行貸出から直接投資の増大へと推移しており、外的ショックに対して、以前よりは強い構造となってきた。しかし、資金フローでは、アジアの多くの資金が、欧米に流れ、その資金が再びアジアに還流している。アジアにおける金融商品の不足・情報不足が大きな要因と考えられ、債券市場をはじめとする金融商品の多様化が提言される。

（６）初期分布探索付き自己組織化状態空間モデルによる金融時系列解析の最前線：t分布付き確率的ボラティリティ変動モデルへの応用（矢野浩一、佐藤整尚）

自己組織化状態空間モデルは、パラメータを状態空間に繰り込んでベイズ的推計を行う方法であるが、パラメーターに関する事前知識が不足している場合には自己組織化状態空間モデルのパラメータ初期分布を適切に設定することが困難であることが指摘されている。矢野浩一・佐藤整尚論文は、Nelder-Mead法を用いてパラメーターの初期分布を効率的に探索するアルゴリズム（Yano(2007)）を提案し、円／ドル為替レートの日次変化率に当てはめたものである。SV(stochastic volatility models)モデル、ならびに、SVMT(stochastic volatility model with t-distributions)モデルのパラメータ推計結果が広く用いられているMCMCを用いたWatanabe and Asai(2003)の推定結果と、矢野浩一・佐藤整尚論文による自己組織化状態空間モデルは、整合することが導かれている。

（７）「アジア太平洋のヘッジファンドの選択とパフォーマンス分析」（高橋明彦、袴田武志、山本匡論文）

高橋明彦、袴田武志、山本匡論文は、2000年から良好な成長を示しているアジアのヘッジファンドを Eurekahedge Databaseから抽出すると、そのリターンが正規分布に従わないことが分かる。そこで、ヘッジファンドのリスクは標準偏差だけでは捉えきれないことになるため、負のテイルリスクを考慮する二つのリスク指標を導入する。(i) conditional value-at-risk (CVaR) (ある確率で被る損失の平均) と、(ii) conditional drawdown (CDD) (過去に被った最大のドローダウンを含んだリスク指標) である。CVaR、CDD最適化と平均分散アプローチによる最適ポートフォリオを比較する。さらにヘッジファンドのリターンを、リスクファクターとファンドの付加価値に要因分解して、パフォーマンス分析を行っている。リスクファクターの動きが日次で観測することが出来るため、各ファンドまたはファンド・オブ・ファンズのパフォーマンスを予測することが出来る。

#### (8) 欧州中央銀行制度の金融監督行政上の役割 (山村延郎・三田村智論文)

これまで、欧州中央銀行 (ESCB (ECB)) に関する議論では、銀行監督を含めたプルーデンス政策に関しては、ほとんど、議論がなされていなかった。山村・三田村論文では、ドイツで、連邦金融監督公社が、証券・保険監督を一元的に実施しているにも関わらず、EUにおいては、統一的な金融機関監督を行う機関が存在せず、金融機関監督は各国当局に委ねられている。今後は、ECBが統一的な金融監督を含めた金融システムの安定化に関わっていくのか、それとも、各国に任せるのかは、大きな論点となると思われる。

#### (9) 資金決済におけるファイナリティ概念について——ファイナリティ概念の多義性を巡る法的検証 (嶋拓哉論文)

決済が完了したという決済のファイナリティ概念に関して、当事者間完了性としてのファイナリティ概念は、民間の時点ネット決済システムにおけるリスク管理の強化のために中央銀行マネーを活用する形で解決されている。一方、第三者完了性としてのファイナリティ概念は、既に入力された支払い指図の処理を倒産手続きとの関係においても貫徹させることを可能とし、システムミック・リスク削減に貢献してきたことが明らかにされる。

以上の論文は、ディスカッションペーパーとして公表された日付の順序で掲載されている。皆様からのご意見をいただきながら、さらに、よりよい研究研修活動が出来るよう努力して参りたいと思っております。