

『金融研究』(第17巻第2号)所収論文の紹介

日本銀行金融研究所では、その研究成果を広く外部に公表することを狙いとして、『金融研究』(注)を発行している。以下は、第17巻第2号(平成10年5月発行)所収論文の概要を紹介したものである。

デリバティブ商品価格から導出可能な市場情報を利用したマーケット分析方法

小田信之・吉羽要直

本稿の目的は、デリバティブ商品価格に含まれる市場情報の抽出手法およびその市場分析への活用方法について、包括的な論点整理を行うことにある。近年におけるデリバティブ取引の拡大がもたらしたメリットの1つとして、市場で観測されるデリバティブ商品価格を分析することによって、将来の市場動向に関する市場参加者の期待をより深く考察することが可能になった点が挙げられる。本稿は、このような分析の方法論について整理する。

注目すべき点として、各種デリバティブ取引の中でもオプション商品の価格情報には、将来の原資産価格に関する確率分布情報が含まれている点が挙げられる。この情報は、非オプション商品の市場価格からは得られないという意味で、新しいタイプの情報である。本稿では、このメカニズムを解説したうえ、確率分布を導出する各種手法について先行研究のサーベイを交えつつ、新たにスプライン関数を用いる推定手法を

提示する。実証例として、わが国の日経平均株価指数オプションの価格データに適用した分析を示し、予測の有効性や推定手法の選択等に関する考察を行う。

金利変動と先物価格の複製過程：ユーロ円金利先物市場の価格形成

倉澤資成・呉泳

金利が確定的であれば先物(futures)と先渡(forward)は一致し、先物の価格と対象資産の価格の関係は簡単に求められるが、金利変動の不確実性を考慮すれば両者は異なる。しかし、金利が確定的でないときには、先物のペイオフを複製する一般的な戦略は知られていない。この論文では、先物の対象資産と金利のボラティリティが時間だけの関数であるとき、先物のペイオフを原資産と割引債のポートフォリオで複製できることを示し、その投資戦略を具体的に導出する。さらに、この関係を用いて、ユーロ円先物市場の価格形成について実証的に検討し、次のような結果を得た。(1)金利先物価格は金利先渡価格と必ずしも一致しない。このため、

(注)『金融研究』所収論文の内容や意見は執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。なお、『金融研究』第17巻第2号(定価1,050円)はとさわ総合サービス(株)(本『日銀調査月報』刊行物一覧を参照)より販売。

金利先物価格の代理変数として先渡価格を用いると、少なくない問題が生ずる可能性がある。(2)ユーロ円市場において、先物の変化がフォワード・カーブの変化に関して一定の予測力をもつ。この意味で、ユーロ円の先物価格には、将来のフォワード・カーブに関する情報が反映されている。(3)先物価格と複製戦略の価値は、期間を5-7日とるとかなりの程度連動する。短期的な両者の乖離のかなりの部分は1日で調整される。

国際分散投資におけるホーム・バイアス・パズルを巡る諸論点

白塚重典・中村 恒

近年、国際金融市場では、国際的な資本移動の自由度が上昇し、金利裁定が国際的にも活発化している。その一方で、投資家のポートフォリオ構成は依然として国内資産保有比率が著しく高い、との事実が指摘される。こうした投資家の国内資産への偏向は、国際分散投資における「ホーム・バイアス・パズル」と呼ばれ、様々な論議を呼んでいる。無論、この問題については、データ・カバレッジといった計測上の問題も無視できないが、その影響を調整しても、従来の理論的・実証的研究の範囲では十分説得的な論拠は示されていない。

しかしながら、情報・通信技術革新や企業活動の国際化といった経済活動のグローバル化を促す動きも着実に進んでいる。また、ミューチュアル・ファンドを通じ、海外資産を保有しやすい環境が整備されつつある。従って、仮に現在のホーム・バイアスが、投資家の資本市場での最適化行動の結果であったとしても、今後、要素価格の均等化が進展することを通じ、将来的

にバイアスが減少していくことも考えられよう。

今後、ホーム・バイアスが解消されるかどうか、そしてホーム・バイアスが解消されるならばその速度はどれほどなのか、といった問題は中央銀行の政策運営にとって大きな意味をもつと考えられる。

債権流動化のスキームにおけるSPCの倒産手続防止措置

山本和彦

債権流動化のスキームにおいては、オリジネーターの経営状態の影響等によってSPCが倒産手続に入らぬよう、倒産回避(bankruptcy remote)のための措置を仕組む必要があるが、これは、倒産状態の発生を防止する措置と倒産状態が発生していても倒産手続の開始を防止する措置とに大別できる。本稿では、後者の倒産手続防止措置について検討する。

倒産手続防止措置のうち、債務者(SPC)が倒産手続の自己申立権を放棄する合意は、アメリカと同様、効力を有しないと解される。また、アメリカなどで利用されているcorporate governanceによる間接的防止も単独取締役による準自己破産を認める日本法の下では実効性を有しないため、完全な防止は不可能である。ただ、自己申立てに破産原因を要求し、倒産手続を経営戦略の一環として利用する慣行のない日本の現行倒産制度およびその運用の下では、スキームの安定性は実際にはそれほど損なわれないと見られる。

非自己申立ての防止については、債権者による倒産申立権の放棄は、公序による一定の限定があるが、私的自治の原則に基づき一般には有効と考えられる。また、倒産申立権の放棄によ

る対応が困難な投資家との関係では、責任財産限定特約が倒産申立防止の役割を果たし得るが、この特約は、執行法上の責任限定特約の一種と

して一般的に有効であり、それが実体的契約とされる限りで倒産手続内でも有効と考えられる。