

# 『金融研究』（第23巻別冊第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』<sup>(注1)</sup>を発行している。以下は、第23巻別冊第2号（平成16年11月発行）所収論文<sup>(注2)</sup>の要約を紹介したものである。

## ヒストリカル法によるバリュー・アット・リスクの計測：

市場価格変動の非正常性への実務的対応

安藤美孝

バリュー・アット・リスク（以下、VaR）は、金融機関のリスク管理における、標準的なリスク指標である。VaRの算出には、リスク・ファクターの収益率分布に正規性を仮定することが多いが、分布の裾の厚さを捉えることは難しい。このため、近年では、経験分布を用いることで、収益率分布の裾の厚さを表現できる、ヒストリカル法に注目が集まっている。ただし、ヒストリカル法には、リスク・ファクターの直近の変動を捉えにくいという問題点が存在する。そこで、リスク・ファクターの直近の変動をよりうまく表現するための、改良手法がいくつか提案されている。

本稿では、ヒストリカル法およびいくつかの改良手法を解説するとともに、数値分析を通じて各手法の比較を行い、リスク管理実務において望ましいVaR算出手法を検討する。

## 証券価格変動のモメンタム現象とリバーサル現象に関する考察：

行動ファイナンスの考え方の整理とそれに基づく定量分析

高橋典孝

金融資産市場の市場価格変動を分析すると、短期的には正の自己相関（モメンタム現象）が、長期的には負の自己相関（リバーサル現象）がアノマリーとして観察されるといわれている。こうした現象の背景として、行動ファイナンスでは、それぞれ投資家の過小反応と過剰反応があると解釈する。

本稿では、まず、行動ファイナンスの、モメンタム現象とリバーサル現象の解釈を整理したうえで、実際に日米の債券と株式の先物市場でモメンタム現象、リバーサル現象が生じているか否かを検討する。

さらに、行動ファイナンスの先行研究(Barberis, Shleifer and Vishny [1998])の枠組みを、本邦債券先物価格の変動に応用し、投資家の先行きの相場変動に対する見方等を定量的に算出し、

(注1) 『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23巻別冊第2号（定価1,050円）は、ときわ総合サービス（株）より販売（詳しくは、巻末の「刊行物一覧」をご覧ください）。

(注2) 所収論文は、日本銀行金融研究所ホームページ (<http://www.imes.boj.or.jp/>) 「発表論文等」コーナーにも掲載されている。

それらが、実際の投資家の相場変動に対する見方等をどの程度表現できるかを考察する。

## 競売不動産からみた首都圏地価の動向

才田友美

各地方裁判所で行われている不動産競売は、不良債権の担保を回収する際に多く用いられる制度として、近年注目を集めている。競売市場での落札価額は、わが国において個別の不動産価額情報としては唯一、一般に公開されている取引価額であり、地価動向を把握するうえで有益な情報を有している。しかし、データの

未整備により、これまで分析されることが困難とされてきた。そこで本稿では、過去10年間にわたる首都圏の不動産競売データを整備したうえで、競売物件の地価動向を、ヘドニック・アプローチにより探った。

その結果、首都圏の競売地価は、バブル崩壊後、一貫して前年水準を下回ったが、1997年の金融危機後を除けば、下落幅は縮小傾向にあることがわかった。また、競売地価は、鑑定価格をベースにした公示地価に比して、下落幅が大きく、変動が激しく、転換点については先行する傾向があることもわかった。