



Risk Flash No.50 (Vol.2 No.36)

発行：滋賀大学経済学部附属リスク研究センター
発行責任者：リスク研究センター長 久保英也
〒522-8522 滋賀県彦根市馬場1-1-1
TEL:0749-27-1404 FAX:0749-27-1189
e-mail: risk@biwako.shiga-u.ac.jp
Web page: <http://www.econ.shiga-u.ac.jp/main.cgi?c=10/2>

●第50号配信に寄せて：現代の未完のプロジェクト・・・・・・・・・・・・・・・・・・	Page 1
●今週の論文紹介：On long-term credit risk assessment and rating: towards a new set of models・・・・・・・・	Page 2
●教員紹介：柴田直樹・リスク研究センター通信・・・・・・・・・・・・・・・・・・	Page 3

第50号配信に寄せて

現代の未完のプロジェクト

みついしくお
経済学部長 三ツ石郁夫

おもに大学を中心として展開した近代以降の諸科学は、本来、自然的秩序の法則性や人間・人間集団の諸関係を明らかにして、経済活動を活性化し、人間社会に進歩と幸福をもたらすものとして追求されてきました。しかし知性主義のオプティミズムは、この一年の出来事を振り返って大きく問い直されました。何よりも東日本大震災と原発事故は、近代科学の暗黙の前提に対して疑問を投げかけ、また最近では、ギリシャやイタリアなどの公的債務危機とそれに端を発するユーロ危機が、欧州統合自体を動揺させ、以前から進行していた資本主義の金融化に対する抗議運動を世界的に増幅させています。

19・20世紀交のドイツを生きたマックス・ヴェーバーは、資本主義が生活世界を支配する運命的な力として作用することに警鐘を鳴らしました。近代西洋の(宗教的共同体における)倫理的要求は、現世秩序や価値の合理化によって資本主義を生み出したのですが、その合理的行為自体は固有の内的法則の貫徹によって、今度は共同体の人間関係に対立するようになったと述べ、貨幣は、人間生活のなかのもっとも「無人間的な」ものであり、債権債務関係には何の人間的紐帯も存在しないとされたのです。(『宗教社会学論選』)

これを21世紀初頭の現実をもって表現すれば、生活世界を支配するようになった金融市場経済は、資本主義の神経質なシステムとして欧州統合の政治経済理念に対して自己法則を展開するようになり、また、原発は未完の技術であると認識されながら、市場法則のなかに投げ込まれ、社会との緊張関係を生み出しました。EUはここにきて加盟各国の財政規律強化等の打開策を模索していますが、市場と公共空間の新たな統合秩序を見出すまでの道のりは長いようです。自己法則をどのように「統治」するのか/できるのか、そして科学を「文化」として生活世界のなかにいかに定着させるのかは、ハーバーマスにならって言えば「現代の未完のプロジェクト」であると感じます。

研究成果を社会に発信し還元する「リスク・フラッシュ」の「プロジェクト」は、昨年12月スタートし、ここに第50号発行の通過点を迎えることになりました。熱心にご講読いただいた方々、寄稿いただいた先生方、そして何よりも編集の労にあられたリスク研究センターの皆様にご心よりお礼申し上げます。

今週の論文紹介

On long-term credit risk assessment and rating: towards a new set of models
(長期信用リスクの安定的評価に向けて)

著者：ファイナンス学科教授 久保英也・名誉教授 酒井泰弘
収録：Journal of Risk Research Vol.14 Issues 9-10 2011



著者のつづやき

機関投資家は資産を運用する際に株式、債券、為替などの価格変動リスクや証券を発行している企業や融資先の信用リスク（相手先が経営破綻する可能性）を取ります。この信用リスクは企業だけではなく、住宅ローンの1人の借り手からギリシャなどの一国も対象となります。信用リスクは、計量モデルなどを用いた「定量情報」と審査者の経験などの「定性判断」とを組みあわせて評価します。ただ、定性判断は審査者の能力に大きく依存しますし、また個別審査には多くの時間がかかるため、多数の企業、個人、国に、かつ高頻度で投資をする際には非効率ということになります。そこで、計量的に信用リスクを捉えようとするのですが、この際、株価に含まれる信用情報を引き出し使用するのが一般的です（オプションモデルと呼びます）。比較的簡便にモデルの構築ができますが、変動の激しい株価に立脚するため、計測時期により破産の可能性が大きく変動するなど機関投資家が必要とする「長期」の信用リスク評価には向きません。

そこで、本稿では、株価を使用せず、景気循環を組込んだ長期信用リスク評価モデルを提案しました。それは、企業の長期のお金の流れを予測する「長期キャッシュフロー予測モデル」と国債とたとえば社債との利回り格差である信用リスクスプレッドを評価する「信用リスクスプレッド評価モデル」とからなります。考案したこのモデルは理論的な信用リスクスプレッドを合理的に算出すると共に、市場の信用リスク評価は格付けに依存し過ぎている「格付バイアス」が存在することも明らかにしました。

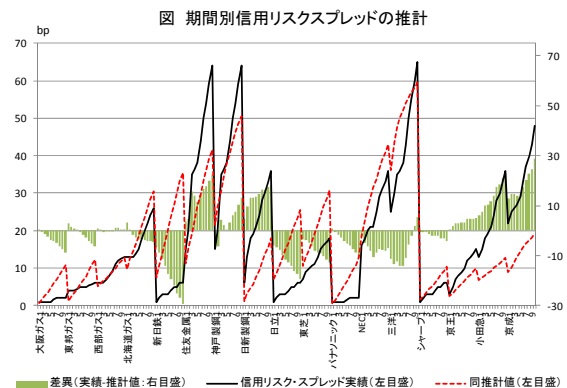
右図の各業種のトップ企業（大阪ガス、東京ガス、新日鉄、日立など）のグループとそ

れ以外のグループの信用リスクスプレッドを推計するとトップ企業の推計値が市場の実績値よりかなり高いことがわかります。確かにトップ企業のブランド力や万が一の場合の公的資金注入の可能性など無形のリスク対応力を有していることも事実ですが、これは平常時には妥当な見方であっても、市場から懐疑の目で見られる環境となればオリンパスの例に見るまでもなく状況は一変します。

すなわち、市場は、財務構造以外の要素を過大に評価しすぎており、とりわけ期間の長い信用リスク評価において、高格付け企業の過小スプレッドという一種の「格付バイアス」を生んでいることが証明できました。この点と同ジャーナルのレフリーに評価され、掲載を認められたのだと思います。

機関投資家は、計量モデルの使用によりこれらの格付バイアスなどを除去し、独自の信用リスク評価の基準を確立することが求められています。今後は、モデルの安定度を一層高めることにより、機関投資家の信用リスク評価能力の向上に寄与できれば幸いです。

(久保英也)



教員紹介 「柴田直樹」

主にモバイルコンピューティングや車車間通信、マルチメディア通信の研究をしています。携帯電話やカーナビ、家電製品（例えばテレビやビデオ）間で通信し、お互いに連携することで新たなサービスを実現する研究です。

1970年代から現在に至るまで、コンピュータの性能は爆発的に向上し、またそのサイズも縮小してきました。各組織に一台メインフレームと呼ばれるコンピュータを導入し、それを共有して使っていた時代から、スタッフ一人一人が自分で占有できるパソコンを使うのが当たり前になり、最近ではスマートフォンをいつでもポケットに入れて歩く時代になりました。今スマートフォンを実現するために使われている技術は、何十年前に当時のスーパーコンピュータを作るために考えられた技術そのものです。コンピュータの性能が向上し続ける限り、コンピュータのサイズは縮小し、身の回りの色々なものに搭載されるようになり、今まで想像もつかなかった使われかたをするようになります。書籍何十冊分、あるいはそれを遙かに超える量の情報をスマートフォン

に入れて普段持ち歩けるようになりました。また、インターネットにアクセスし、さらに膨大な情報をいつでも閲覧することができます。インターネットの使い方を覚え、膨大な情報を必要に応じていつでも瞬時に参照できることがこれからのあらゆる仕事の効率性に関わってくるでしょう。

新たなコンピューティングのパラダイムは次々と生まれてきます。最新の技術を追いかけ、世界のトレンドを読み、今まさに新しい技術が生まれつつある現場に居合わせることで、世界中の多くの人々に読んで貰える論文を書き、後世に残る研究成果を成し遂げることができるのです。これからも世界に目を向け、未来を予想することで情報技術の発展に寄与していけるように努力していきたいと考えています。

しばたなおき
情報管理学科准教授 柴田直樹



リスク研究センター通信

ハノイ国民経済大学訪問

リスク研究センターでは2011年11月28日から12月2日にかけて、センター長はじめ4名の研究員が国際交流協定締結校であるベトナムのハノイ国民経済大学を訪問し、両大学の教育、研究分野での協力関係を一段と深めました。ハノイ国民経済大学はベトナムではトップの社会科学系大学であり、その学生の優秀さは今回の3名の先生の論文発表に対する聴講態度や質問などでもうかがい知ることができました。

この優秀な学生の取り込みとその前提となる教員間のさらなる信頼感の醸成のために、保険分野、国際経済分野、労働経済分野で共同研究を進めることになりました。たとえば、保険分野ではPham Thi Dihn 保険学部長らと打ち合わせを行い、滋賀大学側からは教育支援として、生命保険論の授業で使うテキストと日本の生命保険業界の統計集の提供を、ベトナム側からは現地でしか手に入らな

いベトナム保険業界の統計を提供いただくことが決まりました。

また、この分野では最初の共同研究テーマとして、2010年に創設が決まったベトナム初の保険契約者保護機構（保険会社が経営破綻した時に契約者を守る制度）の具体的な制度内容について日本の経験やベトナムにふさわしい新しい枠組みを提案、検討することとなりました。

今後とも高い成長が見込めるベトナムに対して、民間産業界の進出に加え、アカデミック分野においても連携、協力を更に強めていきたいと考えています。

くぼひでや
リスク研究センター長 久保英也



「リスクフラッシュご利用上の注意事項」

本規約は、滋賀大学経済学部附属リスク研究センター（以下、リスク研究センター）が配信する週刊情報誌「リスクフラッシュ」を購読希望される方および購読登録を行った方に適用されるものとします。

【サービスの提供】

1. 本サービスのご利用は無料ですが、ご利用に際しての通信料等は登録者のご負担となります。
2. 登録、登録の変更、配信停止はご自身で行ってください。

【サービスの変更・中止・登録削除】

1. 本サービスは、リスク研究センターの都合により登録者への通知なしに内容の変更・中止、運用の変更や中止を行うことがあります。
2. 電子メールを配信した際、メールアドレスに誤りがある、メールボックスの容量が一杯になっている、登録アドレスが認識できない等の状況にあった場合は、リスク研究センターの判断により、登録者への通知なしに登録を削除できるものとします。

【個人情報等】

1. 滋賀大学では、独立行政法人等の保有する個人情報の保護に関する法律（平成15年5月30日法律第59号）に基づき、「国立大学法人滋賀大学個人情報保護規則」を定め、滋賀大学が保有する個人情報の適正な取扱いを行うための措置を講じています。
2. 本サービスのアクセス情報などを統計的に処理して公表することがあります。

【免責事項】

1. 配信メールが回線上的問題（メールの遅延、消失）等によりお手元に届かなかった場合の再送はいたしません。
2. 登録者が当該の週刊情報誌で得た情報に基づいて被ったいかなる損害については、一切の責任を登録者が負うものとします。
3. リスク研究センターは、登録者が本注意事項に違反した場合、あるいはその恐れがあると判断した場合、登録者へ事前に通告・催告することなく、ただちに登録者の本サービスの利用を終了させることができるものとします。

【著作権】

1. 本週刊情報誌の全文を転送される場合は、許可は不要です。一部を転載・配信、或いは修正・改変してblog等への掲載を希望される方は、事前に下記へお問い合わせください。

*尚、最新の本注意事項はリスク研究センターのホームページに掲載いたしますので、随時ご確認願います。

(<http://www.econ.shiga-u.ac.jp/main.cgi?c=10/2/3:12>)

*当リスクフラッシュをご覧頂いて、関心のある論文等ございましたら、下記事務局までメールでお問い合わせください。

発行：滋賀大学経済学部附属リスク研究センター

編集委員：ロバート・アスピノール、大村啓喬、金秉基、久保英也、
澤木聖子、得田雅章、弘中史子、宮西賢次

滋賀大学経済学部附属リスク研究センター事務局（Office Hours:月一金 10:00-17:00）
〒522-8522 滋賀県彦根市馬場 1-1-1 TEL:0749-27-1404 FAX:0749-27-1189

e-mail: risk@biwako.shiga-u.ac.jp

Web page : <http://www.econ.shiga-u.ac.jp/main.cgi?c=10/2>