

市場リスク 暴落は必然か

- リチャード・ブックスターバー 著
- 遠藤 真美 訳
- 日経BP社

評者

中央大学商学部教授
根本 忠宣



1987年のブラックマンデー、1997年のアジア通貨危機に引き続き、2007年のサブプライム問題と世界的な金融・通貨危機がほぼ10年サイクルで発生している。このサイクルにどのような意味があるかは不明であるものの、少なくとも市場が時として歯止めのかげようもない不安定の渦のなかに陥るということだけは確かなようである。本書の目的は、その必然性の解明にある。議論の大部分は、モルガンスタンレー、ソロモンブラザーズ、ムーア・キャピタル・マネジメント等々でのリスクマネジメントや運用など著者自身による長年にわたる実務経験に基づいている。しかし、研究者（MIT経済学博士）というもう一方のキャリアに支えられることで、その内容は単なるよもやま話ではなく、金融理論を踏まえた体系的なものとなっている。もちろん、各所において自らが係わった金融取引の生々しいやり取りが克明に描写されていることから、見知らぬ世界を覗きたいという興味本位で読んだとしても十分に満足できるノンフィクションに仕上がっている。

舞台はブラックマンデーとアジア通貨危機後のロングターム・キャピタルの破綻までであり、今般のサブプライム問題は対象となっていない。しかし、「金融イノベーションが高度に進展したにもかかわらず、何故、金融リスクは低下しないの

か」という点に本書の基本的な問題意識が据えられていることから、そこで指摘されている金融不安定性の源泉はそのままサブプライム問題の本質を理解する一助となるであろう。

具体的には、レバレッジ、流動性、複雑性、密結合という現代的な金融市場ないし取引が持つ4つの特性にこそ金融不安定性の源泉が潜んでいるという。

レバレッジとは、もともと小さい利益機会しかない取引において巨額な利益をあげるために、自己資本の何倍もの大きなポジションをとることを意味している。本書にもあるように、20～30ベシスポイントしか期待できないような取引であっても20～100倍のレバレッジをかければ20～30%のリターンを獲得する可能性が出てくるのである。もちろん、思惑とは異なる方向へと市場が振れてしまえば、損失が拡大することはいうまでもない。

こうした取引が円滑に行われるためには、「いつでも価格が決定でき、即座に現金化できる」という意味での流動性の確保が不可欠である。これは「流動性が十分であるとの認識が市場を支配している限り問題は生じないが、損失が臨界点に到達すると危機は流動性需要と呼応することで自律的に増幅してしまう」ということを意味している。

ここで著者が重視するのは、危機の破滅へ向かう可能性は複雑性と密結合という特性に依存しているという点である。デリバティブによって取引が複雑化し、レバレッジと大量な情報の流出入を通じて市場間の相互依存関係が強固なものとなれば破滅は避けられないという。複雑性が予期せぬ形で経済的に無関係な出来事の市場に与える余地を高める一方で、市場間の密結合の進展は危機に対する調整の余地を制約してしまうからである。

しかも無視できないのは、レバレッジ、流動性、複雑性、密結合という4つの特性が負の増幅作用を引き起こしてしまうと、「ノーマルアクシデント」と呼ばれる現象に陥ってしまうという指摘であろう。「ノーマルアクシデント」とは、起こるべくして起こる事故であり、プロセスの構造上、避けられない事故であるから、プロセスの構造自体を見直さない限り危機の回避は不可能ということになる。

それでは具体的にどう対処すればよいのであろうか。これまでも繰り返し議論されてきた最大の論点は、トービntaxに代表される取引に対する直接規制の妥当性であろう。著者自身は、直接規制のみならず、例えば、レバレッジの高い借り手への融資規制、財務状態の開示を行わないヘッジファンドへの罰則強化、自己資本規制の適用拡大のような間接規制に対しても懐疑的である。スリーマイル島事故やバリエージェット航空機事故、チェリノブイリ原発事故を引き合いに出しながら、いずれのケースも安全装置やバックアップシステムの増強によって複雑化させたことがむしろ引き金になっているとして、規制の導入が必ずしも事態の沈静化には寄与しない点を強調する。

情報の透明化や時価会計の導入についても、流動性に逼迫した金融機関の問題を他の金融機関に波及させるルートを開拓してしまう危険性を指摘している。

これらの手段に効果が期待できないのは、最大リスクが依然としてわれわれの力の及ばないところに存在しているという事実とも関係している。つまり、「リスクマネジメントの課題は、こうした特定できないリスクへの対処であるが、存在していることを知らないリスクはマネジメントできないというパラドックス」を踏まえれば、規制の強化や情報の透明化がトートロジカルに新たな問題を誘引してしまうであろうことは容易に想像できる。

そのうえで下される著者の結論は単純明快である。決して効率的市場ではありえない（正規分布ではなくベキ分布である）金融市場の「なかで生きるしかない」とすれば、それに慣れるしかない」ということであり、「生存能力を高めるためにできることは」、「誰より長く予見不可能な変化を生き延びてきたゴキブリ」に倣って「金融商品を単純化し、レバレッジを減らす」ことにつきるといえるものである。

確かに、環境が提供する情報をほとんど無視して生きるゴキブリのように振舞えるのであればいかなる危機に直面しようとうろたえる必要はないであろう。しかし、中途半端に知恵を身につけてしまったが故に人間は苦勞から逃れられそうにはない。そうだとすれば、既知の世界の経験から可能な限り未知なリスクを類推し、思慮深く行動できるよう規制緩和と規制強化の振り子のなかでもがき続けるしかないのではなかろうか。