

昨夏表面化したサブプライム問題
は国際金融の危機にまで発展してい
る。いたずらに表面の出来事を追う
のではなく、じっくりと原理原則に
戻つてこの問題の本質を考える時期
に来ているようだ。

①は、まだサブプライム問題が騒
がれる前の昨年前半発売されている。
そこでは先端金融リスクの本質の問
題が明快に説かれ、今回の問題とそ
の後の展開を予測していたかのような
内容になっている。著者はMITで
ファイナンスの博士号を取り、教職か
ら八〇年代にソロモンのリスクマネー
ジャーとして引き抜かれ、同社のリ
スク管理責任者を務めた。その後モ
ルガン・スタンレーから大手ヘッジファ
ンドと渡り歩く中で、一貫して最先
端の複雑な金融商品のトレーディング
とリスク管理を担当してきたプロ中
のプロといつてよい人物だ。

その題名が示すとおり、著者は金
融イノベーションの設計それ自体に金
融危機を導く仕組みが内在されてい
ることを、一九八七年のブラックマン
デーと一九九七年のLTCM危機から
アジア危機を通じ、現在に至る金
融危機のケースを取り上げて理論的
に分析する。金融危機の端緒は、本
来リスクをヘッジするはずのデイレバ

ティブなどの革新的な金融商品が複
雑化(Complexity)しすぎ、一つの商
品の問題が非直線的(Non-linear)に
予期せぬ方向に伝播することから始
まる。それが市場の固い連結(Coupling
coupling)により途中で制御できず、
破局につながっていくとする。

ブラックマンデーでは、株価の下落
をヘッジするはずのポートフォリオ・
インシユアランスが、逆に際限ない株
価の下落を招いてしまった。LTCM
問題では、本来両建てでヘッジしてい
たはずのポジションが、レバレッジの

サブプライム問題の 本質を考える

かけすぎと、流動性の欠如するエキ
ゾチックな商品にも取引を広げたた
め、ロシア危機勃発と共に際限ないポ
ジション処分とその価格下落の悪循
環に巻き込まれ、ファンドは破綻し
た。サブプライム問題も同様に、幾
層にもまたがる証券化や、リターン
をあげるための投資ファンドの高い
レバレッジが、売りが売りを呼ぶ形で
さまざまな流動性の低い金融商品価
格の急激な低下を呼び、多くのSIV
やファンドの破綻を通じ、思わぬ金
融市場まで巻き込む危機の連鎖につ

なっていた。

著者は、工学の進歩がさまざまな
分野で安全性を高めていったのに対
し、金融工学の進歩が逆に安全性を
低下させている現状を問題視する。
このような問題の解決策は、革新的
な金融商品をより分かりやすく簡潔
化すること、レバレッジを下げるこ
としかないと考えているようだ。本
書には実務的に非常に役に立つ示唆
が満載されており、先端金融業務に
従事するものにとり必読書である。

②の著者は長く証券化と格付けの
実務に携わった経験を持つている。証
券化取引では業務の細分化が業者に
モラルハザードを生じさせる問題を
指摘する。また、格付けが過去のデ
ータに依存し突発的事態への想像力
を欠くため、適正なリスク情報を反
映せず、その信頼性に問題があると
する。この業界では、一〇年に一度
の金融危機を経験した責任者は業界
を去るため、過去の経験が生きた形
で継承されていない。しかし、証券化
自体の善悪を議論することは意味の
ない議論で、市場参加者の良識的
確な情報開示、目利きと自己責任に
よるリスク管理、などを磨くことに
よつて、このような問題が生じるのを
防げることを著者は示唆している。



①
A Demon of Our Own Design
Richard M. Bookstaber
John Wiley & Sons, Inc./2007.04



②
**サブプライム問題
の教訓**
江川由紀雄
商事法務/2007年12月