



東京大学大学院経済学研究科 教授

新井 富雄氏

語

Tomio Arai

金融

あらいとみお

Profile

1973年野村総合研究所入社。75～77年 ペンシルベニア大学ウォートン・スクールに留学し経営学修士取得。その後、NRIアメリカ赴任、金融技術研究部長、システムサイエンス部長を経て野村マネジメント・スクール研究理事に就任。2004年より現職。専門はコーポレート・ファイナンス、証券投資。日本ファイナンス学会前会長。

米国発の金融危機は、内外の金融資本市場に波及し、グローバル規模での混乱を巻き起こしている。アングロサクソン型金融ビジネスモデルの終焉という論調も聞かれるが、果た

Financial Information Technology Focus

健全な懐疑心が必要

小粥 米国のサブプライムローン問題から発した金融不安が高まっています。

米国では独立系の大手証券会社がすべて銀行持ち株会社下に入ることとなり、従来の投資銀行の高レバレッジ型ビジネスモデルは終わったと言う見方もでていますが、新井先生はどうお考えですか。

新井 確かに、今回のインベストメントバンク大手の破綻と米国の最大手2社が銀行持ち株会社化したことは、象徴的な出来事だと思います。ただし、実態としては、デリバティブのマーケットが非常に発達し、証券化ビジネスが発達する中で、インベストメントバンクとコマーシャルバンクの違いがなくなってきているというのも事実です。

大手銀行の資金調達を考えると、支店網を持って、リテールのお客様から小口の預金を集める調達手段

も、ホールセールマーケットから集める手段も両方が重要です。リテール預金を集めるためには、確かに高いコストが掛かるけれども安定しているという点では優れている。今回の件で、インベストメントバンク型のビジネスモデルは、資金調達の安定性に欠けるもろさを持っていることが露呈しました。

小粥 ということは、どちらのビジネスモデルが否定されたという見方ではなくて、より高い次元での発展形に移ったと見るべきだと？

新井 現在は非常に大きな金融危機に直面しているから、旧来のビジネスモデルが終焉を迎えたといった趣旨のことをおっしゃる方が多い。それが全く誤りだと断定はできませんが、危機の中における現象をもって世の中が変わってしまったと認識するのは、行き過ぎのような気がします。

小粥 本当に変わったかどうかを見極めるために、もうちょっと時間を置いて確認しなければいけないことはどういったことでしょうか。

新井 問題が起こったからと言って、「今までのビジネスのやり方は全く価値がなくなった。そんなビジネスは止めてしまえ」ということではないと思います。確かに、例えばCDOのような証券化商品についても、CDSのようなデリバティブについても、プライシング・モデルやリスク管理のための金融技術が不完全なものであるということは事実です。その弱いところが今回の金融危機において極端な形で出てしまった。信用リスクは、確率分布の端のかなり低い確率で起こる極端なイベントに関するものです。極めてまれにしか起こらないことだけにリスク管理について十分に研究できていなかった。特に、サブプライムローン市場などは近年になって出現し急速に大きくなったものなので、データの蓄積もなかった。また、金融危機局面において流通市場で流動性が全くなくなってしまうという現象の解明やそれに対する有効な対応策の研究も不十分です。

らう 小粥 泰樹

IT 対談 Yasuki Okai



してそうなのか。長年にわたり、デリバティブや証券化商品を始めとする金融技術の研究に従事しておられる東京大学の**新井教授**に語っていた。

おかいやすき

Profile

1988年野村総合研究所入社。システムサイエンス部に配属となり、金融商品評価手法開発、金融機関向け有価証券運用提案などに従事。1993年6月よりNRIヨーロッパに赴任しリスク管理のフレームワーク構築に従事。2002年4月金融ナレッジ研究部長を経て、2005年4月から現職。

小粥 研究を深めていけばこういう事態への対応は改善方向には向かうということですね。

新井 人間がやることですから、完璧は望めませんが、経験を踏まえて、不完全なところを補って、より完全なものにしていくことは可能だと思います。

小粥 今回の問題では金融商品、特に証券化商品の透明性が槍玉に挙げられました。透明性を高めるということで、トレーサビリティという話があり、情報開示の強化という方向に向かっています。これも先生のおっしゃる、より良い市場の仕組作りに向けた動きの一つですね。

新井 そうです。しかし、私は、証券化商品に関しては透明性が足らなかったというよりも、それなりに利用できるデータはあったのだけれど、それを十分に活用した分析を行えていなかったのだと思います。

小粥 それは意識の問題ですか。

新井 意識というよりも、コスト的な問題だと思います。証券化商品

関連の多くのデータは紙ベースしかありませんでした。利用可能なデータを地道に収集してデータベース化し、評価モデルも自分でつくるといことになると、非常にコストが掛かります。そういう大きなコストを掛けて分析やリスク管理を行うことができるのは非常に規模の大きい会社に限られると思います。

小粥 今回は、業界挙げて情報を整備するという話が出ていますよね。

新井 そのほか、商品自身がかかなり複雑な特性を持っているのも事実です。このような商品をきちんと分析するようなモデルを構築し、構築されたモデルを、正しく理解するためにはそれなりの知識が必要だろうと思います。

小粥 データを集めたり、インフラを強化することでよくなる改善ポイントはいっぱいあるし、それと同時に、使う側のレベルももっと上がる余地があるということですね。

新井 ユーザーのレベルアップは不可欠です。専門技術的なことは分か

らなくても、モデルの考え方や前提条件、そのモデルの効用と限界はどういうところにあるのか、といったことは金融機関の経営者もしっかり勉強しておくべきだと思います。

小粥 数学がそんなに分からなくても、前提を疑う賢さを持つべきであるということですね。

新井 ええ。金融機関の経営者が専門家の作ったもの、言っていることを100%鵜呑みにしないで健全なる懐疑心を持ち、経営をしていくことが必要ですね。

レバレッジの問題も過信があったのだと思います。例えば、普通の常識から判断して「こんなにレバレッジを利かせて大丈夫なのか」と疑うべきところを、金融機関の経営者が「よく分からないが優秀な専門家を雇い高度な金融技術を使ってリスクコントロールしているから大丈夫だ」と思ってしまったところがあったのではないかと思います。

小粥 専門家に言われたことを鵜呑みにしてしまう安易さがまん延して



市場が持っている能力について楽観的にとらえるという考え方は、反省を迫られるところがあると思います。

いる感じはします。

新井 それに加えて、最終的に自分でリスクを取らないという問題もあると思います。

オリジネート・ツー・ディストリビュートとか、オリジネート・アンド・ディストリビュートという形で、最初に貸し付けを行った人と最終的に投資をする人が全く切り離されています。そこでいろんなモラルハザードの問題が出てきてしまっているのだと思います。

小粥 証券化という、ある意味で金融技術を代表するような仕組みにとっては、オリジネーターとディストリビューターを分けることで、効率性が生まれました。しかし、この辺りがモラルハザードの原因になったとすると、ここに本質的な問題があるのではないのでしょうか。

新井 おっしゃるように、証券化のプロセスにはモラルハザードを起こしやすいところがあります。それに対してしかるべき対応策をとる必要があるし、それは可能なことだと思います。

今後、過度にレバレッジを利かせた取引や問題を生じさせる特性を持っている商品はなくなっていくと思います。ですが、1か0ではなくて、問題のあるところを改善しながら新たな商品をつくり、より精密なリスク管理を行っていくというのが

自然な流れだと思います。

Financial Information Technology Focus

金融市場の効率性

小粥 このぐらい大きなことが起こると、金融市場の「構造が変わった」と言う論調が増えます。例えば、シカゴ学派流の自由市場主義、市場機能を極力制限しないように経済発展させるべきだという考え方から、既に2000年あたりを境に、もう少し統制を利かせたマーケットへ移っていきっていると言われます。今回の出来事によって、そちらの方に大きく舵をきることになるのではないか、という話が出ていますがどうでしょうか。

新井 市場が持っている能力について非常に楽観的にとらえるという考え方は、ちょっと反省を迫られるところがあると思います。しかし、どんどん規制していけばいいんだとか、例えばディレギュレーションの始まった1970年代以前の金融の世界に戻るかということ、それはないと思います。ITやグローバル化の進展など金融システムを取り巻く環境は大きく変わっているわけだし、そういう変化を前提に現在の金融の仕組みができていっています。

何事にも「ここまでは大丈夫だ」という水準があると思います。例え

ば、建物でも「このレベルの地震ならば耐えられる」というように。今回の金融危機は、サブプライムローンやインベストメントバンクのレバレッジ等が安全水準を越えて肥大化し、本来、市場機能にビルトインされている安定化機能の臨界点を越えた結果、金融システムが爆発してしまった、というところがあります。

また、危機が起こり始めた後の各ターニングポイントにおいて、事態が悪い方、悪い方へと猛烈なスピードで進んでしまった。

小粥 しかし、過去に戻っているわけではなく、変化はしている。

新井 世の中が、単純に古い金融の姿に戻ることはないと思います。

今回いろんな意味で、証券化周りで問題が起こったけれども、過去25年位を振り返ってみれば、証券化が進んだがために、特にアメリカの住宅金融市場の効率性は非常に高くなっているわけです。

小粥 住宅みたいな価格ですと、いろいろな値段が付く機会が多くなることによって効率性が増す、というのは確かだと思います。ですが、流動性が増すと、その分だけ本来の価値から乖離していくといったトレードオフみたいな考え方もありますよね。流動性があるマーケットだと、本当の価値が、逆に分からない。要するに、次に売ることを想定して買うだけだから。結果的に価格がオーバーシュートし易い、そのような傾向が大きくなっているのではないかと。

新井 どうですかね。サブプライムローンがこれほど大きくなる以前のプライム・モーゲージやクレジット・ローン債権のような証券化対象

資産の市場では、そのような現象は起こらなかったのではないですか。

ボラティリティということでは、最近の金融機関の株価の値動きの激しさには空売りの影響も否定できない気がします。

小粥 アメリカが空売り規制を入れましたよね。あれは効果があるんですかね。

新井 今みたいな状況になると、「次はどこだ」とみんなが疑心暗鬼になります。そして先回りして空売りを仕掛ける人々が現れます。

小粥 そういうリアクショナルなものを排除する意味では意味がありませんね。

新井 マーケットは100%効率的であり、投資家はいつも合理的だとは思わないけれども、平常時であれば、金融市場は7~8割は効率的、合理的であると言えるのではないのでしょうか。ただ、パニック状態になると、いろんなものが正常な形で機能しなくなります。そういうとき緊急避難策として一時的に空売り規制のような措置をとるのは仕方がない。ただ、正常に戻った後も空売り規制のような措置を続けると、株式市場における株価形成を歪めることになる。

規制することが100パーセント、ナンセンスだ、と切って捨てるつもりはありません。ただ、大事なことは、平常時と非常時の区別をした議論をすることだと思います。

Financial Information Technology Focus

日本の金融教育

小粥 日本の金融市場の国際競争力

という観点から人材育成の必要性が言われます。教育という観点から、何かご意見ありますでしょうか。

新井 「金融」、特に流通市場に近いものに対しては、大学生の間でも「金儲けだけのためのビジネス」、「なんか汚らしいこと」というイメージを持つ人が依然として少なくないように感じます。

ですので、理学部なり工学部で勉強している人達が、金融の世界に入ろうとすると、「専門領域で、研究者として、あるいは技術者としてやっていくべきなのに・・・」と言われてしまう雰囲気があります。

小粥 私もその一人ですね。理系でも学科によってだいぶ違って、機械系などはそういう感じが強くありました。統計や応用物理系などは結構柔軟で、株式市場ですとか金融マーケットもブラックボックスの1つで、このブラックボックスの中をモデル化する対象としてとらえているところがありました。

新井 基本的に、真面目で優秀な若い人であればあるほど、自己合理化が必要です。「金融の研究をしたり仕事をしたりすることは、こういう意味で社会のために役に立つんだ」ということを自分自身で、納得できるようにすることが必要だと思います。「今回の金融危機の真の原因はどこにあるのだろう。こうした失敗や混乱を繰り返さないためには、どうしたらよいのだろう」という気持ちを持って金融の研究をしたり、金融機関のリスク管理の高度化に努めたりすることは、社会のために大きく貢献する仕事であることを理解して欲しいですね。

小粥 教育としては、ファイナンスの勉強よりも先に金融は後ろめたいものではないんだということを確認する過程の方がむしろ重要ということでしょうか。しかし、米国とその辺が、なぜ違うんですかね。

新井 よく分からないけれども、アメリカのビジネスマンには、お金儲け自体が目的というよりも、お金をすごく儲けるということは、自分の業績や能力が優れているということ、社会が認めてくれた証拠であり、社会からの成績表だと考える傾向があるように思います。

小粥 アメリカと同じような教育をやっても難しい、という結論なんですかね。ベースが違うから。

新井 そういう文化的な違いがなきにしもあらずだと思います。やっぱり、ビジネスで大成功した人に対して周りが「オー、すごい、すごい」と賛美する社会と、「金の亡者め。あいつは裏で何か悪いことをやっているんじゃないか」という反応をする社会では大きな差があります。

小粥 金融を競争力ある産業に育成しよう、そのためには人材は必要だといった議論からすると、もっとベースの部分から検討する必要があるのかもしれないね。

本日は、ありがとうございました。

(文中敬称略)

