

危機における市場機能

HCアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者
加入協会

関東財務局長（金商）第430号
一般社団法人日本投資顧問業協会
日本証券業協会
一般社団法人投資信託協会

<https://www.fromhmc.com>

2021.09.28

人+産業金融=成長
成長を支える投資の原点へ



市場機能を支える要件

市場機能を支える基本要件は、流動性(低コストでの売買可能性)と情報の対称性の二つです。現在の高度化した市場では、おそらくは高度化しすぎたが故に、この二つの基本要件が、常時成立するとは限らなくなりました。背景には、機関化による投資行動の同質化が進行したことと、投資対象の属性の複雑化があります。市場機能万能論は、急激に、過去のものになろうとしています。

パブリックな市場機能を前提にしたリスク管理の限界

市場型のリスク管理は、パブリックな市場での売却によるリスク管理(「嫌なら買うな、売れ」)が基本であって、その有効性は、市場の機能に依存します。市場が、一時的にもせよ、機能不全(売れない状態)に陥る可能性が大きくなる時、つまり、市場型リスク管理の限界が認識される時、非市場型のリスク管理によるプライベートな投資の魅力が増します。

流動性のプレミアム

市場型リスク管理を行うためには、パブリックな市場で頻繁かつ低コストで取引される証券を中心に、ポートフォリオを構成する必要があります。しかし、一般に、そのような証券は、流動性の低い(もしくは、ない)証券よりも割高です。このような流動性のプレミアムを払っているにもかかわらず、売れない場合があるとしたら、無駄です。そもそも、長期債務に裏付けられた資産の運用について、資産の全体に市場型リスク管理を適用しなければならないかどうか疑問です。流動性を前提にしないプライベートなリスク管理の導入で、流動性のプレミアムを節約できる可能性は、大きいと考えられます。

市場が機能しなくなる可能性

証券投資のリスク管理の有効性が、金融商品市場の効率性に依存していることは、自明です。市場の効率性の重要な目安は、取引コスト、即ち売買が市場価格に与える影響度(マーケットインパクト)の小ささです。小さなコストで瞬時に取引できるという高度な市場機能を前提として、証券運用のリスク管理はなされてきました。しかし、近年の経験はどうだったでしょうか。極端に大きな取引コストによって、市場価格自体の妥当性に疑念が生まれました。価格変動の効率性、即ち「市場の正しさ」に立脚したリスク管理は機能しませんでした。まさに、市場の危機といえる状況を現出しました。この現象が異常な一時的なものだとしても、今後の証券運用は、このような事態の再来を想定したものでなければなりません。ましてや、一時的なものではなく、構造的な問題の露呈だとすると、抜本的にリスク管理の有り様を変えなくてはなりません。今後の証券運用を考えるための論点を整理してみようと思います。

◆「売れること」を前提にしたリスク管理と、「売れないこと」を前提にしたリスク管理

- 売れる前提での信用リスク管理⇒売却、リスクヘッジ(クレジットデリバティブなど)
- 売れない前提での信用リスク管理⇒債務者管理、権利行使(コブナンツ、プロテクション・・・)、ハンズオン、買収・合併等の提案

◆「ファクト(事実)」と「オピニオン(意見)」

- 事実としてのキャッシュフロー
- 市場のオピニオンとしての時価(将来キャッシュフローの現在価値)

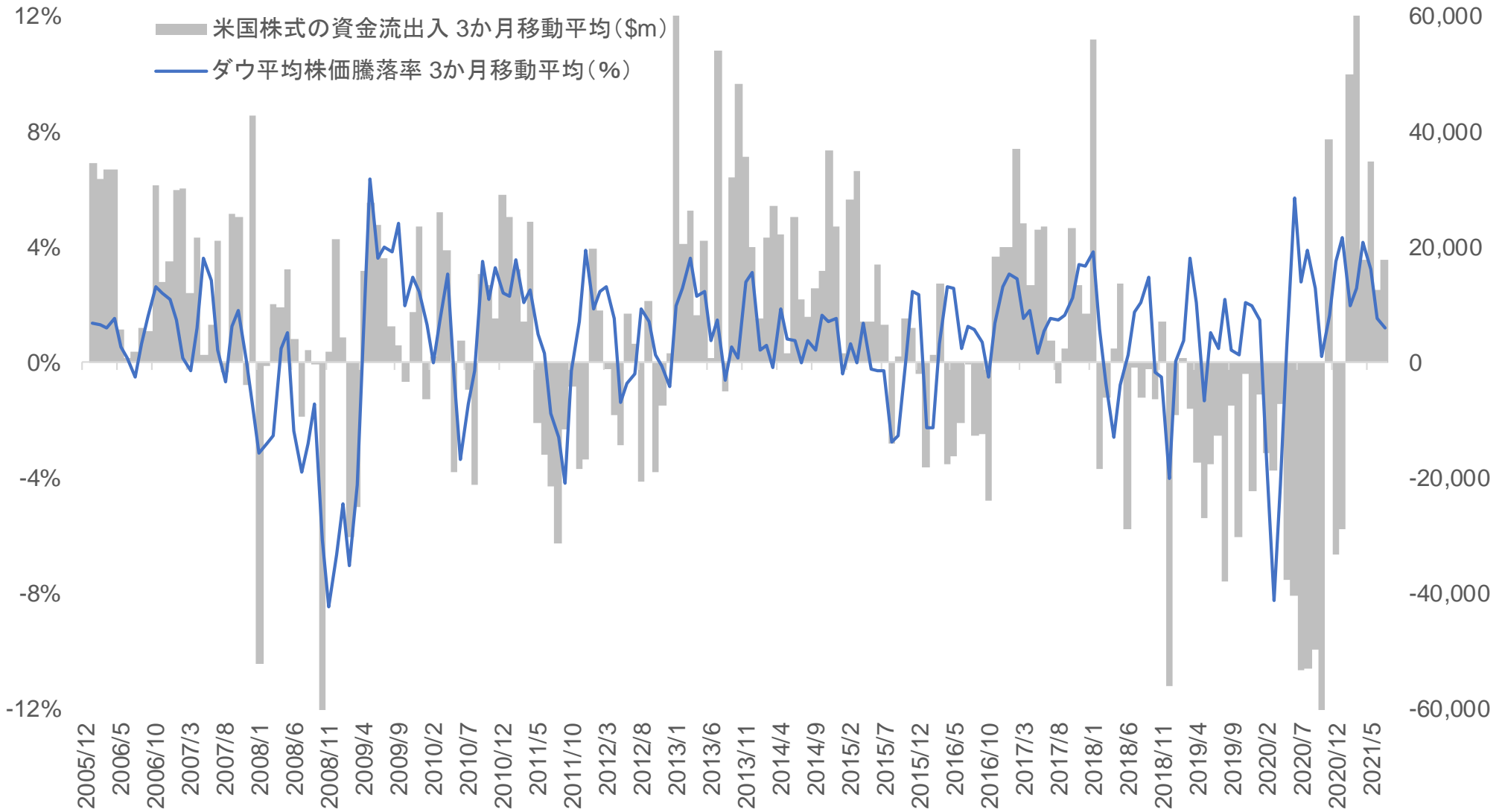
◆価格変動の「均衡化」効果と、価格変動の「不均衡累積」効果

- 価格変動による需給調整⇒均衡化効果
- 価格変動による投資行動への反作用(心理効果、資本規制の影響、リスク許容度の変動・・・)⇒不均衡の累積(プロシクリカリティ)

◆「エイジェンシー」取引と、「プリンシパル」取引

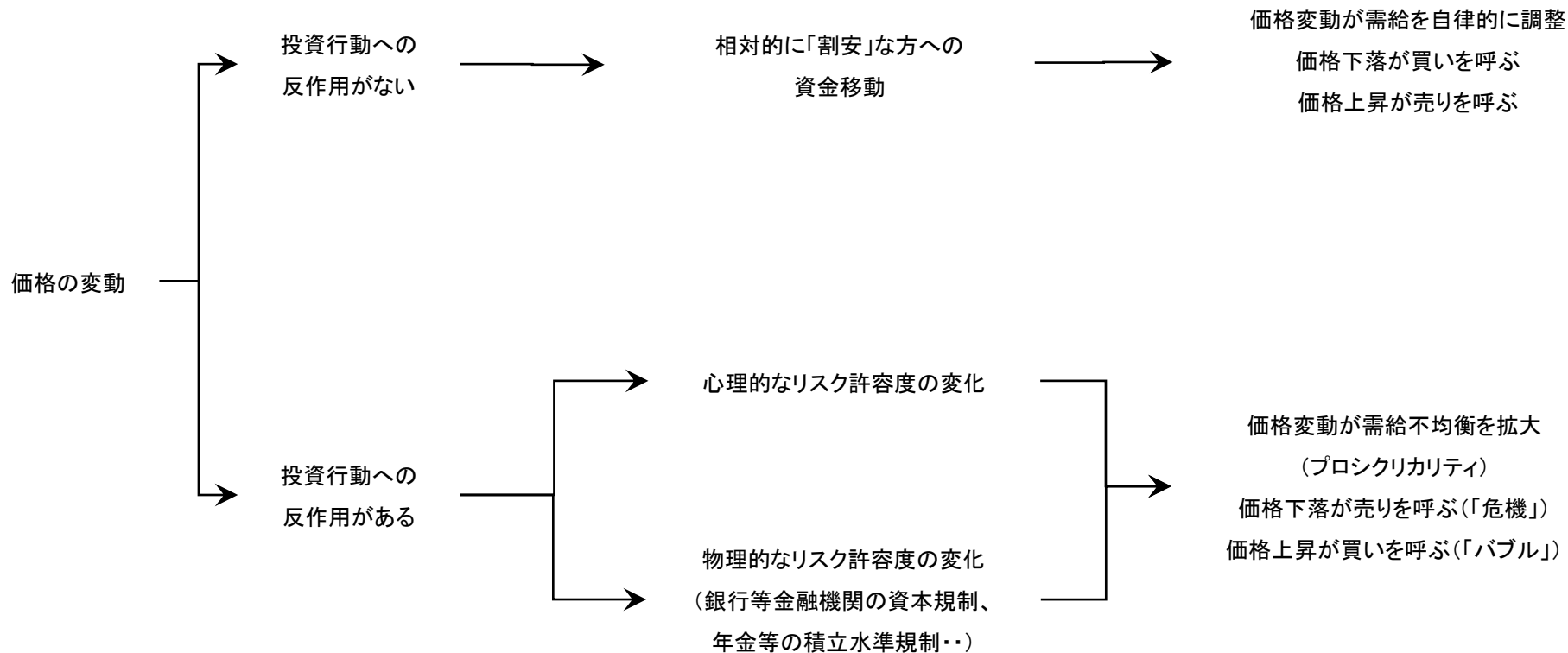
- 本来のエイジェンシー取引⇒自己資本を使わない取引、市場集中決済の制度的安定性
- プリンシパル取引(自己勘定取引)⇒自己資本の多寡が取引量を左右し、信用リスクが流動性を枯渇させる

米国株式資金フローと株価推移 (月次3か月移動平均、2005年12月x日-2021年6月x日) 出典: Datastream、Investment Company Institute



価格変化と需給不均衡の拡大効果

価格の絶対値ではなくて、価格の変化率が、価格形成の重要な役割を演じている ⇒ 価格理論(価格による需給調整)が機能しない



証券投資は「売れる前提」での投資

- 流動性
- 売却することによるリスク管理
 - 厳格な出口（売却規律）
 - パブリックな市場
- 被投資対象にリアクティブ（受動的）
- 市場価格変動のリスクが極めて大きい

プライベート投資は「売らない」前提での投資

- 非流動性
- 分析することによるリスク管理
 - 厳格な入口（投資規律）
 - プライベートな関係
- 被投資対象にプロアクティブ（積極関与）
- 市場価格変動のリスクはない

- ・流動性とは資産を現金化する際にどの程度のコストが発生するかによって決まる。
- ・通常時であればパブリックな市場の資産は非常に低い近いコストで流動化可能。一方プライベート投資は現金化に一定のコストが伴う。
- ・危機においては、公開市場も暴落するため現金化には大きなコストが伴う。また、売却によってリスク管理を行うモデルの投資は危機におけるリスク管理が脆弱。

- 本ウェビナーは、資本市場における種々の投資対象や投資に関する概念等について解説・検討を行うものであり、当社が行う金融商品取引業の内容に関する情報提供及び関連する特定の金融商品等の勧誘を行うものではありません。
- 本資料中のいかなる内容も将来の投資成果及び将来の市況環境の変動等を保証するものではありません。
- 本資料の著作権その他知的財産権は当社に帰属し、当社の事前の許可なく、本資料を第三者に交付することや記載された内容を転用することは固く禁じます。