
はじめに

金融工学の発展と市場のグローバル化に対応しようとして、金融・証券市場の抜本的改革が進められつつある。このなかで、我々が見落としではないポイントが大きく2つある。

1つは、デリバティブの進展などに見られる金融技術の高度化がもたらすものは何かという視点であり、もう1つは、そのような流れと金融・証券市場の構造改革がうまく調和するのかという視点である。

「効率市場仮説」(第1章1で詳述する)によれば、情報技術が発展して取引コストが低下し、市場が効率化すると、証券価格にはすべての情報が瞬時に反映されるから、市場全体への投資収益率を上回るリターン/リスクを上げるポートフォリオは存在しないはずである。このことを反映して、米国の年金ファンドなどでは、いわゆるパッシブ運用(インデックスに限りなく連動させる運用手法)が盛んである。

これがいわゆるポートフォリオ革命であるが、実はこのことは、恐ろしい帰結をもたらすことになる。インデックスそのものを買えばよいのなら、誰が個別銘柄のリサーチ・コストを負担するのか、という問題である。誰も負担しなくなり、市場価格は適正な値を表示することができなくなりかねないのである。簡単に言えば、金融技術は証券取引コストを下げるが、そのことがはたして本当に市場の効率化に寄与するのかという疑問の発生である。

米国では、株式運用全体のうちでインデックス運用の占める割合は約3割にすぎない。これは、効率市場仮説が実際には当てはまらない証拠と言うこともできるが、はたしてそうなのだろうか。

この効率市場仮説のパラドックスを解く方法は2つしかない、と思われる。1つは、取引コストを高くして、リサーチがペイする水準に引き上げること（もちろん自由化の流れに逆行する）であり、もう1つは、ヘッジ・ファンドなりの存在をアピールして、市場が効率的でないことを証明する方法である。どちらの方法が証券市場にとって好ましいのか。あるいは第三の解決策はあるのだろうか。

さらに、ロバート・シラー（シカゴ大学教授）の研究によれば、株価は、理論値の4倍変動するし、ローレンス・サマーズ（前米国財務長官、現ハーバード大学総長）によれば、株価は常にポジティブ・フィードバック（一方通行に上下）する。このような効率市場仮説に対する反証に対して、証券界やファイナンス界は、適切な解答を用意しているのだろうか。効率市場仮説のパラドックスは、理論と現実の摩擦が最も大きい問題だと考えている。

現実には、これと根を同じくする課題が、今日の証券、ファイナンス界には山積みとなっている。

直接金融の比重が高まり、個人投資家の市場参加が急激に増加し、国を挙げてそれを促している面がある。一方、金融工学や金融技術の発展に伴って、金融市場の高度化が進むなかで、個人投資家や事業会社あるいは金融機関さえもリスク管理不十分のまま、専門性の高い金融商品に手を出して、多額の損失を被るといった問題が深刻化している。

本書は、こうした課題への解答を理論的かつ実務的に探っていくことを目的に著した。この課題の決着の仕方は、日本の金融・証券市場の発展を大きく左右するものと筆者は考えている。

筆者は長年、金融・証券市場の現場の最前線で仕事を続けてきたが、この課題への解決を図ることなしに、金融技術が進化し、制度が変革されていくことに大きな危機感を抱き続けてきた。

金融技術および、その背景にある理論、制度、そしてヘッジ・ファンドなどの市場参加者の投資戦略の現状を明らかにしながら、筆者なりの解答を明らかにしていきたい。

2001年7月

渡辺 信一