

## 金融システム研究フォーラム 概要

第 18 回 2009.12.11 (金)

-----

今回は、Frederic Malherbe, “Self-fulfilling Liquidity Dry-ups”について東京大学大学院(D1)の小川博雅氏の報告を受け、討議した。この論文は October 20, 2009 の日付がある Job Market Paper である(<http://homepages.ulb.ac.be/~fmalherb/>)。Ulb は Universite Libre de Bruxelles。

今回の「金融危機」を特徴づけた liquidity dry-ups の説明に用いられる現時点で支配的な framework は “the cash-in-the-market pricing theory” である。これは、limit of arbitrage の仮定を用いて昨今の如き market breakdown and underpricing を内生的に説明する。多くの研究者がこのタイプの説明で十分に満足しているようには見えない。少なからぬ人達が深刻な違和感を覚えているだろう。著者は、この仮定は昨今の観察事実に反すると主張する。

市場における adverse selection に注目して、この論文は次の 4 つの結論を導く。

1. limit of arbitrage in the markets を仮定することなく liquidity dry-ups を内生的に説明する。
2. adverse selection による market breakdown の恐怖によって引き起こされる意思決定主体の行動が、market breakdown を現実化させる (“Self fulfilling dry-ups)。
3. liquidity dry-ups に備える意思決定主体の予防的行動 (self-insure) が liquidity dry-ups を内生的に引き起こす。—何らかのショックに備えた (for self-insurance) 保有準備残高の増加が、将来市場における負の外部性を創出する。
4. market bailout の promise が the second-best solution として機能する。

Moral hazard に焦点を合わせた研究が多い中で、adverse selection に焦点を合わせたこの論文は参加者の多くの多面的な関心を喚起し、例によって開始 3 時間後、「そろそろ終わりにしましょうか・・・」の呼びかけと「あ・・・こんな時間ですか」というつぶやきで終了した。

Job market paper であることもあり、いろいろな論点が同居し、3 時間の議論の後にも、まだ議論し足りないとの感を抱く参加者が少なくなかったようである。簡単で分かりやすいモデルを用いて新しく興味深い論点を提起し結果を導いた面白い論文だと参加者の評価は高かった。もちろん、金融規制との関連では、「どの部分が銀行か?」「分析対象はいかな

る金融機関か?」「昨今の金融危機との関連づけはどこまで説得的か」など、簡単には片付けられない論点も少なくないだろう。

とはいえ、「銀行」のみならず、広範囲にわたる「金融機関」に対する自己資本比率規制の強化が世界的な趨勢となりつつある時代である。「そんな規制は有効か?適切か?」との疑問提示につながる前回論文とともに、今回の論文は、「そんな規制の存在あるいはその強化は、イザという時のための reserve の積み増し(self-insurance)を通じて事態を深刻化するだけではないか?」「他の手段を選択すべきではないか?」とする方向に向けた冷静な検討・対応の重要性を示唆する。

「CMBS, REIT, Security Lending などという金融市場の最先端で展開しつつある諸現象に焦点を合わせるかと思えば、今回のような理論的な論文も取り上げる・・・どうなっているのだ、このフォーラムは」と思う人がいるかもしれない。しかし、「関係者・関心を持つ者が分断・隔離され、お互いにソッポを向く状態は健全ではなく異様・異常だ・・・」と考える人も少なくないだろう。たとえば、金融・資本市場の規制に直接・間接に従事する人達が、一方にだけ目を向け、あるいはどちらにも目を向けることなく、意思決定を行う・・・状態(あるいは、その継続)は不健全だろう。

論点が多岐にわたる論文を要領よくまとめて報告していただいた小川氏に深謝します。