

ブラック・マンデーが提起した今日的証券市場の問題

佐藤 猛（日本大学）

問題提起

1987年10月19日のニューヨーク証券取引所(NYSE)のダウ工業株(30種)平均(DJIA)は2,246ドルから1,738ドルと22.6%(508ドル)のクラッシュ(株価暴落)がおきた。これをブラック・マンデーと呼ぶ。このクラッシュは1929年の大恐慌の発端となった10月24日の大暴落や2007年のリーマン・ショックのマクロ的要因と異なり、市場メカニズムの問題から起きたとされる。特にブレディ報告書では機械的で株価変動に敏感な多くの機関投資家が利用しているポートフォリオ・インシュランス(P I)戦略が契機となり①情報の非対称性 ②市場流動性の欠如 ③ノイズ(群集心理)によるものであると指摘している。

本報告はまずブラック・マンデーが提起した原因分析する。さらに、今日的証券市場の特徴を形成するHFT(高速頻度取引) 金融商品の高度化(イノベーション)の視点から原因分析の重要性を明らかにする。

原因分析

①情報の非対称性

ポートフォリオ・インシュランスの取引に関する透明性をたもつためにポートフォリオ・インシュランスを公表して売買取引を行なうサンシャイン取引(sunshine trading)であるが問題になった。これは金融商品取引の発達の上でも重要な問題提起である。

②市場流動性の欠如

マーケット・メカニズムが中心である提案は規制機関で構成された作業部会により具体策の検討がなされた。これにより各市場が協調して規制を行なうことになった。その中で取引停止と値幅制限からなるサーキット・ブレーカー(circuit breaker)の実施については当時から賛否両論が渦巻いており、現在でも議論されている。

③ノイズ(群集心理)による価格形成

ブラック・マンデー後、オプション市場においてクラッシュ恐怖症と称した。ブラック・マンデーの後遺症あらわれた。インプライド・ボラティリティが行使価格と一定でなく、ボラティリティ・スマイル(volatility smile)といわれる現象があらわれた。この現象究明は金融イノベーションを促進するためにも愁眉の問題となった。ルービンスタイン(Rubinstein)によればクラッシュ恐怖症と称した。ブラック・マンデーの後遺症である。またモンティエ(Montier)によればプロスペクト理論から低い確率に対する過大評価の結果であるとしている。

小結

ブラック・マンデーが提起した原因は今日的証券市場の取引メカニズムの特徴であるどのように関係するであろうか。この関係性と今後の課題について整理はマーケット・マイクロストラクチャー理論から行う。