

「ファイナンス理論は金融危機の元凶か？ CDS を中心として 」

報告者：野口悠紀雄氏 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授

日 時：2009年7月8日(水) 16:00～17:40

場 所：早稲田大学日本橋キャンパス ホール

【報告】

100年に一度といわれる今回の金融危機。金融工学や金融理論の発達がその原因をつくり出したと言われる。しかし、本当の原因はファイナンス理論が無視され、正しく活用されなかったことだ。ファイナンス理論が金融危機や経済とどうかかわっているのかを、CDS(Credit Default Swap)を中心に論じてみたい。

ファイナンス理論がかかわってきた諸問題

今回の金融危機について、金融工学や金融理論が原因という見方をする人が多い。しかし、ファイナンス理論が正しく活用されていないことこそが原因だ。一方で、ファイナンス理論がこれまで様々な問題を引き起こしてきたことも事実である。CDSを中心に、その問題点を浮き彫りにし、今回の金融危機とファイナンス理論とどうかかわっているのかを述べてゆきたい。ファイナンス理論の問題が意識されたのは、今から20年前、米国のブラックマンデーが起きた時である。当時は「ポートフォリオ・インシュアランス」という、相場が下落した際に安定した運用を行う手法によって損失を抑える手法が広く活用されていた。「インシュアランス」という言葉がついているが保険ではなく、オプション取引の一部である。これは、1970年代にオプション価格の計算式が完成し、金融取引市場でプットオプション(売る権利)が扱いやすくなったために流行した手法だ。さらに、コンピューター技術の発展によって、複雑な数値計算が可能になったことがこの手法を発展させた。

こうした中で1987年10月19日にブラックマンデーが発生した。ポートフォリオ・インシュアランスが発展するとともに、価格の変動に伴ってコンピューターにプログラムされた売買が行われるようになる。株価が下落すると、コンピューターは「先物を売れ」の指示を出すようになる。売り注文が出すぎたために株価は暴落した。これがブラックマンデーの原因といわれている。

ファイナンス理論の評判を落としたのは、LTCM(Long-Term Capital Management)のヘッジファンドだ。当初は、金融取引の穴を見つけて取引を行うという裁定取引だったが、次第に、きわめて投機的な姿勢をとるようになり、98年のロシア危機によるロシア国債のデフォルト(債務不履行)に大きな打撃を受けて経営危機に陥った。

2001年に発生したエンロン事件では、損失を隠蔽するための会計不正経理、不正取引が問題となった。ここでも、活用されていたファイナンス理論は評判や信頼を落とした。

CDOによる金融革新

今回の金融危機において証券化商品の価格の暴落を引き起こしたのは、それに先立つレバレッジ投資である。ファイナンス理論はむしろ悪用された。

金融危機の大きな原因の一つであるサブプライムローンについても、「証券化」という金融革新が応用された。さらに、債務担保証券(Collateralized Debt Obligation)も作られた。証券化の歴史は古く、中世のイタリアですであつた。米国の住宅ローンであるモーゲージローンの

証券化は、70年代から行われてきた。80年代に入り、ローンを証券化することで利回りの高い特殊な商品が作られるようになった。モーゲージの破綻リスクのうち病気や天災、失業などによるものは個別リスクとよばれる。サブプライムローンは低所得者向けの住宅ローンであるため、本来は危険度は高い。高いリスクのモーゲージ債同士を組み合わせるとリスク分散し、投資商品をつくる。それが債券の発行者にとっては資金供給源となる。これがサブプライムローン証券化の仕組みだった。住宅価格が下落したことで、分散投資が機能しなくなってしまった。これはシステマ的なリスクであり、格付けでは評価されていない。プライシングで評価する必要性がある。

世界で発展し、日本では未発展の CDS

今回の危機においても一つ重要なことは、CDS という比較的新しい手法の発展だ。ある企業が破綻して返済不能になった債務を保証するこの手法は、保険のようなものではあるが、システムチックリスクに対しても機能すること、損害は引受者が負担するという点で、保険とは大きく異なる。

CDS は一般のオプション、デリバティブをはるかに超えるスピードで増加した。損失を補償する CDS は、重要な金融革新である。

金融機関による融資はこれまで、返済能力など企業の財務状況を調べ、厳しい条件で行われてきた。しかし CDS という保証があれば、銀行は安心して資金を提供できる。つまり、金融の役割分担が行われるようになる。リスクの負担者からリスクを移転するという意味で非常に重要な役割を担っている。

ウォーレン・バフェットは、CDS を「Time Bomb (時限爆弾)」と呼んだ。おそらくは「自分は投資しない」という意味で使ったのだろうが、「危険」というイメージばかりが広がってしまった。

先日、公的資金が注入された AIG (American International Group, Inc.) は、CDS の中心的存在だった。リーマンやベアスターンズの CDS も引き受けていたことで、被害が拡大した。米国は AIG には救済の手を差し伸べたが、リーマンにはそうしなかったのは、AIG はゴールドマンサックスの CDS も大量に引き受けており、AIG が破綻すれば、ゴールドマンサックスも同時に破綻すると考えたからだと言われる。

実際にリーマンブラザーズが破綻したあとに精算された CDS は、想定元本の 10 分の 1 という小さな規模だった。2008 年におけるデリバティブは 591 兆ドル、CDS は 42 兆ドルであった。

日本における CDS は、世界の 100 分の 1 しかない。日本の GDP は世界の 10 分の 1 であることから、日本の CDS 市場は非常に遅れている。今回の金融危機において打撃を受けた日本企業は海外企業に比べて少ないが、自慢できることではない。リスクを考慮したプライシングの能力が問われる CDS の流通していないということは、日本の金融機関にその能力がないといわれているのと同じだ。CDS の正しい評価はファイナンス理論なしにはできない。日本のファイナンスリテラシーが非常に低いことがわかる。

日本のファイナンスを高めるために

日本ではファイナンスに対する教育が非常に遅れている。それは金融が「金儲けの手段」として捉えられているからだ。ヨーロッパの大学は、哲学、法学、医学、神学から成り、実用的な学問は排除されていた。工学でさえ排除されていた。明治時代に工学を大学教育に取り入れた日本は先進的だったといえるだろう。

日本にも、早稲田大学の大学院にファイナンス理論を教える場所ができた。金融危機後に、ビジネススクールやファイナンス研究科への入学希望は確実に増えている。米国における MBA の取得志願者は増えているし、当研究科の入学志願者も 2 倍になった。

実は、不況になるとこのような状況が生まれる。「仕事をしないコスト」が低下するからであり、好景気だとウォール街に出て行ったり、自分でベンチャー企業を起こすなど、実際に社会に出た方が経験値を上げられるが、不景気だとそういった場がないため、学校で学ぼうとする人が増えるのだ。

しかし、「ファイナンスリテラシーを高める」ということに、私は反対だ。生半可な知識を持ち、間違っただけで使えば失敗する。例えば ROE（自己資本利益率）の意味を知ることがファイナンスリテラシーだが、それが経営に役立たないということを理解するのがファイナンス理論である。だからこそ、ファイナンス理論を大学院で教える必要があるのだ。

金融 VS モノづくり

米国のビジネスモデルが「強欲」だから破綻したのだという人が多い。しかし、そうではない。90年代以降、世界の経済の基本条件は変わった。中国の台頭により、モノづくりの中心は中国に移った。製造業に関して中国のような低賃金国にはかなわない。製造業に固執しては基本的にその国に未来はない。

かつてはモノづくりの中心であり、現在は世界経済の中心から疎外されてしまった日本にとって、必要なビジネスモデルはなんだろうか。

国際収支には、経常収支と資本収支があるが、高度経済成長期以降、日本は輸出入の差である貿易収支黒字を蓄積した。しかし、今では外国への投資による金利収入などの所得収支の方が多し。GDP（国内総生産）が500兆円なのに対し、対外資産は600兆円にもものぼる。現在は貿易収支が赤字になっても、所得収支は黒字を続けている。

これは、日本経済が成熟したことを意味している。経済成長を大きく引き上げることは難しいが、対外資産の運用利回りはきちんとしたデータを基にすれば、すぐに利益を上げられる。債務超過国である米、英の所得収支は上昇している。これは安い金利で金を貸す日本や中国の存在があり、対外資産をうまく活用できているからである。

ファイナンスの能力を上げることこそ、今後の日本が世界経済の中で生き残る重要なカギがあるといえるだろう。

質疑応答

Q.ファイナンス理論と金儲けの関連性について。金融監督行政がファイナンス理論を知るべきでは？

A.十分知っていると思う。政策にもあらわれている。

Q.AIGほどの企業がミスプライスをしたということが信じられないのだが。

A.実際にどのような取引をしていたかはわからないが、AIGがCDSを古典的な保険に対する考え方と同じように考えていたことが原因だと考えられる。

（以上）