

サブプライム問題から信用リスクへの対応を考える

グローバル化と日本の金融・財務

松田千恵子

ブーズ・アレン・アンド・ハミルトン株式会社 エグゼクティブ・ディレクター
マトリックス株式会社 代表取締役
日本CFO協会 主任研究委員

今年の夏は、その記録的な猛暑とともに、前半は「企業買収防衛問題」、後半は「サブプライムローン問題」に忙殺された年として関係者に記憶されるだろう。もちろん、これらはお互いに無関係な問題ではない。世界的な過剰流動性がM&Aを含む幅広い投資をもたらし、リスク評価が緩和されすぎた結果、投資対象のひとつである証券化商品において信用リスクに不安が生じた、ということである。その不安は金融・資本市場にグローバルに衝撃を与え、レバレッジド・トランザクションは次々と成り立たなくなり、各国金融当局は流動性供給に急いだ。もともと、世界的な過剰流動性の一端を担っていたのは日本の低金利政策であるから、日本もこの事態には大いに関わりがあるのだが、その割には何か対岸の火事を見ているようである。もちろん、株安や円高、といったマーケット・リスクの話は新聞紙上を賑わせたが、これらは結果としての値動きであり、事態の本質は、信用リスクの問題、クレジット・バブルの破裂である(図1)。仏中銀総裁の言葉を借りれば「リスクの評価と値付けを正常化する現象」(注1)だ。信用リスクに騰揚な買い手としての米国と、低金利による円売りでその騰揚さを支えてき

た日本という構図は変わりつつある。今後、金利は上昇し、M&Aをはじめとする各種融資や、金融・財務におけるプレイヤーの信用リスクマネジメントにも影響を及ぼしていくだろう。ここでは、こうした観点から、この夏の出来事を振り返ってみたい。

「わからない」イベントに対する備え

「日本の金融面における影響は大きくない」——八月十五日、尾身財務相は安倍首相に市場動向をこう説明したそう(注2)。十五日といえば、KLR(注3)が最大二億九、〇〇〇万ドルの損失を発表した日である。当日までに日米欧の中央銀行が総額四二兆円にのぼる資金供給を行ったことで短期市場の危機感はいくらか薄まったものの、まだ世界は動乱さなかである。随分と大胆な物言いである。この発言は、半分間違っていて、半分正しい。正しい面については後述する。間違っているのは、これが「何かを論理的に分析して然るべき将来に対するリスク判断を下した結果」ではなく、非常に狭い範囲においての単なる希望的観測だからである。この時点で、日本どころか世界においても、今後の金融状況を展望しきれない要素はない。誰もわからないのだ。問題の発端となった米

国住宅ローンの損失は最大で一、〇〇〇億ドルと言われるが、今後の不動産市場の動向次第で大きく変わり得る。リスクは複雑に組み合わされ別の商品として広く世界に分散し、金融当局でさえその所在を正確につかめない。損失額にしても、実際に固まるのは次の四半期決算時だろう。「わからない」からこそ、各国当局はまず最悪の事態を避けるための措置を急いだのである。こうした対症療法だけを受けて本質的な問題がないと断言するのは早計だ。また、通常は、先行きがわからないことを理解すればこそ、軽々に希望的観測に頼ることなくさまざまなシミュレーションを行い、将来予測を行ってリスクシナリオに備える、ということに意味が出てくる。

日本人は「シミュレーション」が苦手?

先の発言は、今夏にあった他の発言をいくつか想起させる。「電力供給について万全の体制が敷かれており、停電の恐れはない」(注4)、「(原発の耐震指針は大丈夫だと思ふ」(注5)……。別に電力会社の話をするつもりはない。「想定外」という迷文句が大流行したことからしても、日本人はこぞって将来リスクのシミュレーションが苦手のよ

うに見える。わからないことをわからないと認めたくない、だからわからないことは大丈夫なことにする、深く考えて変化に直面したり、最悪の事態を想定することなど考えたくもない……駝鳥のごときこうした対応が許されるのは、これまで安定を貪ってきたことの裏返しかもしれない。将来に不確定要素がないように見れば、リスクに対して敏感になることもない。終身雇用制度がリスク感覚を鈍らせている、と見る人もいる。あるいは、「地震」などという巨大な不確定要素に常にさらされていると、リスクへの対応より、無常観が先に立つてしまうのかもしれない。だが、こと政府や企業の運営においては、「万全で大丈夫だと思ったのですが想定外でした」では済まない。取り巻く環境は、リスクのシミュレーションを常に必要とするほど十分に不安定となってきた。頭を砂に突っ込んで希望的観測を繰り返すと結果がどのようなかは、九〇年代を通じて銀行を苦しめた不良債権問題を見れば明白である。

リスク計量化への依存と限界

一方、シミュレーションを行うとなると、今度は俄に技術面に偏るのもよくある傾向である。モデルの精緻化

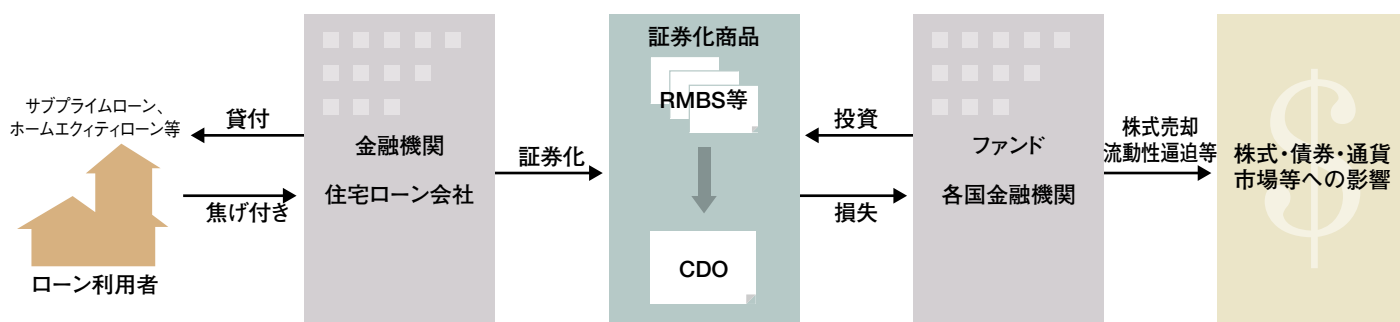
に熱中し、それ自体が目的化する。金融においても、金融工学至上主義が進み、リスクの判断は計量化モデルが全てやってくれるかのような風潮が強まっている。サブプライムローンのリスク分散プロセスなどは計量化の塊である。RMBS(注6)やCDO(注7)のリスク評価、格付会社における証券化商品の格付分析、金融機関のリスク管理など、あらゆる面に計量化モデルが用いられている。それが人間のシミュレーション能力を補佐するツールとして使われている限りは問題ない。だが、それはあくまでツールであり、限界もあれば誤差もある。計量化モデルはさまざまな仮定を置いて作られているため、仮定の意味を理解していなければ結果を正しく活用することはできない。重要なのは、計量化モデルというツールを使う人材の能力である。持てる知識と感覚を総動員させて自分の力で考え抜くことはヒトにしかできない。こうした観点から考えると、新BIS規制およびそれに伴う銀行の対応は、ひたすら計量化への道を走っているようにも見える。よく「企業は生き物だ」と言われるが、そうであれば、計量化モデルだけに全てを依存して企業の信用リスクを判断することは、人間ドックの数値のみで

その個人の人の人となり判断しているようなものである。統合的な評価・判断ができるよう、シミュレーション能力、リスク評価能力を有した人材を十分に有し、その質を高めることがそが急務であろう。

格付会社の悩ましき実状

サブプライム問題は、この点に関しても示唆を与えてくれる。一般に、問題というものは、ある連鎖の弱い要素が原因で発生し、別の弱い要素に打撃を与える。サブプライム問題では、前者が格付会社であり、後者が格付を内包した計量化モデルに依存して損失を抱えたファンド等だろう。同問題の発端は、格付会社がサブプライムRMBSの格付を一気に引き下げたことにある(注8)。格下げの対象となつたのは、ほとんどがトリプルB格以下であるが、こうしたサブプライムRMBSのメザニンクラスを多く組み込んでいるCDOも多数作られており、連鎖的に信用力低下を引き起こした。サブプライム問題自体は今年の初めあたりから顕在化していたにもかかわらず、時期が遅れての突然の格下げだったため、エンロンの時と同様、格付会社に対しては「専門家ならサブプライムローンの焦げ付き多発が関連金

図1 ● サブプライム問題の概要



融商品に悪影響を与えることはもつと早くにわかつていたはず」「そもそも格付けが甘かったのではないか〔注9〕と非難の嵐だ〔図2〕。さらには「CDOなど仕組みの複雑な金融商品は格付けの収入も比較的高い。構造的な利益相反があるのでは」〔注10〕とも揶揄され、欧米では議会や当局などが格付の正当性を問う事態にまで発展している。このことは、先に挙げた新BIS規制における格付の活用にも影響を与え、同規制の根幹を問うものともなりかねない。

人材の質を巡る競争

こうした状況は、格付会社の内情からすると「起こるべくして起こった事態」とも言える。証券化商品の場合、事業会社への格付とはそもそも格付プロセスが異なる。事業会社格付の場合には、事業会社はあくまで机の向こう側におり、格付会社の側が自らの分析に基づいて格付を決定するのだが、証券化商品の格付の場合にはそうではない。証券化商品の開発を行う投資銀行などと格付会社は、商品の組成段階から一緒になつて格付を「作る」。机の同じ側で頭をひねらせているわけである。ここで問題なのは、格付会社における証

券化商品の格付担当者の人材の質は、商品を開発し、格付を依頼する投資銀行の人材の質を凌駕できるのだろうか、ということである。先ほど「専門家なら」というコメントがあつたが、より臨場感あふれる現場に身を置く現役ばりばりの「野心的な専門家」に、「一緒に格付を作る」ことを要請された「控えめな専門家」は太刀打ちできるものだろうか。シミュレーションやリスク評価はヒトの能力に依存するがゆえに、その人材の質が持つ意味は非常に大きい。特に証券化において格付のプロセスを十分に見直すとともに、格付に携わる人材の質を底上げしていくことは不可欠であろう。また、投資家が格付への依存を引き下げ、独自で信用リスク評価を行つていこうとする動きも強まるだろう。ただ、ここにもまた、人材の質を巡る競争が発生することになるのを忘れてはならない。

なぜ日本では対岸の火事なのか

ここでもう一度尾身大臣のコメントに戻ろう。今度は、このコメントが「正しい」ことについてである。実のところ、日本の金融機関はたいした痛手を被っていないように見える。八月十五日の短期金融市場では、日銀は総額二

兆円の資金吸収オペを実施し、混乱発生後の資金供給を元に戻した。日本の金融市場では警戒感が早々に後退し、短期金利が急低下したためである。金融機関のサブプライム関連の損失も現状では限定的で、目立つのは野村ホールディングスが七二六億円の損失計上を公表した程度。あとは、三菱UFJフィナンシャル・グループが五〇億円、あおぞら銀行が四四億円

など、今のところは「影響は大きな」と言いたくもなる状況だ。なかには、欧米の金融・資本市場の不安定さを非難し、やはり市場主義はけしからん、などと言いつつ輩も現れたりする。

だが、なぜこんなに軽傷なのか、を考えると必ずしも喜んでばかりもいられない。軽傷なのは、単に日本の金融・資本市場が周回遅れであるから

図2 ● 格付会社に対する株式市場評価



ダウ工業平均 (DJI)、S&P500指数 (GSPC)と比較した場合のムーディーズコーポレーション (MCO—ムーディーズインベスターズ・サービスの親会社)の最近時株価状況

出所:Yahoo Finance



だ。証券化市場は広がったとはいえまだ小さく、金融機関のバランスシートにおける流動性は未だ低い。大手行などではシנגレイトローンやノンリコースローン等を束ねて証券化を行ったりもしているが、こうしたリスク移動の動きと同じくらい、それに抵抗する動き、即ち「貸出残高の積み上げが善である」という風潮も根強く残っている。米国におけるサブプライム問題の主役はノンバンクであったが、日本ではこうした分野であまたのノンバンクが活躍するほど、その分野が発達していない。また、トリプルB未満の債券を保有しようとするリスクテイカーも少ない。リスクを取るのは海外投資家に任せ、相変わらず適債基準時代のような低リスク運用に終始している。これではリスクの目利きや管理に敏感にもなれない。闇雲にリスクを取ればよいというわけではないが、これだけ金融がグローバル化している時に何か隔絶されている感さえ漂う。

買収防衛における隔絶感

企業買収の状況を見ても同様だ。まるで封建時代に戻ったかのように、裁判所が「顧客利益を優先、短中期的に株式転売などでひたすら自らの利益を追求する存在」と投資ファンド

を断罪し、「企業価値、株主共同の利益を毀損する濫用的買収者」(注11)と「認定」する。新会社法の時代でありながら、未だ裁判所という「権威」にここまで言われなければ何もできないかのようである。株主が企業価値向上のためにベストと思われる選択を行う貴重な機会であるにもかかわらず、金融資本市場が持つ自律的な企業統治のシステムを、本来は二次的要因であるはずの法的対応が邪魔しているように見える。さすがに最高裁では、それは株主が決めること、とされたが、英フィナンシャル・タイムズ紙などは、村上ファンドや新生銀行の例まで持ち出して、このままでは日本は海外投資家に見放されるだろう、と強い論調で本件を非難している。

課題に直面するのはこれから

だが、問題なのは、見放されたかどうかはともかく、今は「周回遅れ」の後発であるがゆえに安泰に見えるさまざまな要素に、いずれは日本も突き当たる、ということである。もちろん、グローバル化により、欧米で起こったことの教訓は瞬時に日本にも入ってくる。だが、それはあくまで結果としての教訓であり、実体験に基づいて自らが考え、獲得した成果ではない。

金融商品取引法における内部統制などはこの典型例だろう。こうした「教訓のみの輸入」を続けているので、金融資本市場のさまざまな進化とその課題は、いつまで経っても何か上っ面な感覚が拭えないのかもしれない。日本においては、証券化についてもまだ本格化しているわけではない。現状は多くの金融機関が貸出案件の大半を保有しているが、売却、証券化が普通となった場合、貸出における規律付けは本当に働くのだろうか。貸出をするのは簡単だが、確実に返済してもらうのは難しい。前者により利益を享受する存在と、後者が不調に終わるリスクを背負う存在が別となる場合には、モラルハザードを避ける仕組みをどう考えるのか。格付会社の質が高く債券市場に厚みがあれば、後者のリスク評価に対する規律付けの役割が果たせるが、それは機能するのだろうか。欧米では先述のような課題が顕在化しているが、未だに「勝手格付」あたりの話題が幅をきかせる日本では、建設的な論議はどのようになされるのだろうか。銀行以外に広がってきた市場参加者や金融商品は、将来にわたってさまざまな信用リスクを加工し、移転し、分散させていく。より広範なリスクの連鎖

をどのように把握し、マネジメントの仕組みを考えていくのか。負債・株式といった伝統的な区分はともかく、ファイナンスの本質は、相手方の信用リスクをどこまで取るかにある。全世界的にクレジット・バブルが破裂する中、これも周回遅れのブームにより日本では増え続ける企業買収において、これから先信用リスクをどのように考えていくのか。短期的には、金利上昇が見込まれることにより、買収等でレバレッジをかけた企業などの動きも注目されよう。「リスクの評価と値付けを正常化する現象」の本質について真剣に考えるのは、日本ではまだこれからである。

(注1)二〇〇七・〇八・一七、日本経済新聞
(注2)二〇〇七・〇八・一一、日本経済新聞
(注3)Kohberg Kravis Roberts & Co. 米国の大手投資ファンド。

(注4)二〇〇七・〇八・一一、日本経済新聞
(注5)二〇〇七・〇七・三三、日本経済新聞
(注6)Residential Mortgage Backed Securities (住宅ローン担保証券)

(注7)Collateralized Debt Obligation (合成債務担保証券)。社債やローンなどから構成される資産を担保として発行される資産担保証券の一種で、証券化商品。

(注8)二〇〇七年六月十五日にムーディーズがサブプライムRMBS百三十一案件を格下げ、その後二〇〇七年七月十日に、S&Pが二百九案件を格下げ方向でクレジット・ウオッチに指定し追従、かつサブプライムRMBSについて新しい格付規程を適用することした。同日、ムーディーズもさらに三百九十九案件の格下げ、三十二案件の格付け見直しを発表した。

(注9)二〇〇七・〇八・一一、日経金融新聞
(注10)二〇〇七・〇八・一一、日経金融新聞
(注11)二〇〇七・〇七・一〇、日本経済新聞