

## 幻想

# 「リスク管理とリスク回避」 投資家の勘違いが生み出した金融バブル

寺本 名保美

エー・エム・シー専務、年金コンサルタント

## 金融バブルの時代背景

今回の金融危機に至るまでの10年を振り返ると、各国とも景気が順調に拡大を続ける半面、金融市場は幾度も大きなショックにさらされてきた(図)。1997年からのアジア・ロシアショック、98年のヘッジファンドショック、99年からのITバブルと2000年の崩壊、01年の9・11同時多発テロ、02年から03年にかけての米国会計不信問題と株価の急落、日本の金融危機。こうした前半の5年で立て続けに起きたショックに対応するため、米欧日の金融緩和を継続せざるをえず、結果として発生した過剰流動性、カネ余りは05年から新興国市場や原油市場などを巻き込みながら全世界規模での金融バブルを醸成することになっ

たといえる。グリーンズバン前FRB(米連邦準備制度理事会)議長が、金融バブル発生の原因に自らの責任を認める発言をしているが、確かに引き締め転じるタイミングの問題はあるにせよ、01年の9・11テロを挟んだこの波乱の時期における金融緩和について他に選択肢があったとは思えず、その後のバブルの発生は回避可能な後遺症と見るしかないのかもしれない。

前半5年はリスクにおびえ、後半5年はバブルに踊る10年を過ごしたのは、何も金融機関だけではない。年金基金などの一般投資家もまた同様に、時代に翻弄され、一方でバブルの醸成の一翼を担った当事者でもある。今回の金融危機の主犯として名指しされている「証券化商品と格付けとCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)」にしろ、それらを使って「ハイリスクな」投資を行っ

たといわれているヘッジファンドにしろ、結局のところそれを利用したいという投資家の需要があるからこそ急激に拡大したのである。もちろん金融機関の製造者・販売者責任というものは重大ではあるが、投資家サイドにそれを受け入れる素地があったという事実は免れようのないものである。

## 投資家の リスク回避志向の高まり

投資家が結果として過剰なリスクをとることになった背景には、97年からの波乱の5年間でむしろ異常なまでにリスク回避的な志向が強まったことが主因であると考ええる。9・11テロ後の地政学リスクの高まりや、02年のエンロン、ワールドコム事件をきっかけとした株式の大暴落、そして収益の基本となる金利水準の大幅な低下は、年金などの長期

投資家のリスク許容度を急激に押し下げることとなった。リスクを回避しつつ、リターンを上げたい、という完全に矛盾する投資家の要望に応えたのが、各種証券化商品であり、CDSなどのデリバティブを組み入れたリンク債券であり、ヘッジファンドであったといえる。こうした商品の特徴は表面的には「リスクを消した」ように見えるところにある。別の言い方をすれば「ある一定の条件」においては「リスクが消える」商品である。こうした仕組みを持つ商品へ投資することで、投資家の意識から「リスク」という概念が消え、結果として「リスク管理」という概念そのものが霧散していったと考えられる。

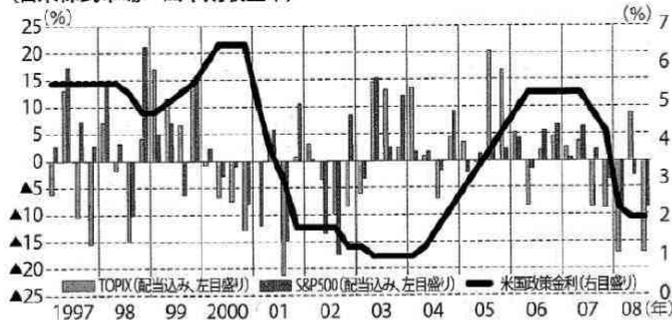
## 「非上場株式」

### 時価の変動リスクを消す

02年から03年の深刻な株式市場の

ここ10年、金融ショックを繰り返してきた

(日米株式市場 四半期収益率)



下落を経験した機関投資家は、まず株式投資の対象を非上場株式（プライベート・エクイティIIPE）にシフトさせることによって、時価の変動リスクを回避するようになった。上場予備軍に対する一般的なベンチャーファンドだけでなく、上場企業を非上場化させてリストラクチャリングを行う企業再生ファンドや、合併買収ファンドなどが、これまでの上場株式のインデックス型投資の代替として利用されるようになった。日々値洗いが行われる上場株式ファンドに比べ、非上場株式投資は基本的に時価の振れが小さい。さらに収益の期待値も流動性を犠牲にしなが

らリストラクチャリングなどで付加価値をつけるPEの方が、上場市場より高く設定されていたことも、機関投資家の目をPEに向けさせる要因となっていた。こうした機関投資家のPEへの傾斜が、瞬時に1兆円単位の資金が集まるようなパイアウト型ファンドの異常な拡大のきっかけとなったといえるだろう。

### 「ヘッジファンド」 景気の変動リスクを消す

確かにPE投資は会計上の時価の変動リスクは低減するものの、最終的な経済効果としての市場変動リスクを回避できるものではない。景気が再び02年のように大きく下落する局面があれば、上場株式であろうが非上場株式であろうが、企業価値が毀損することには変わりない。この景気変動に伴う本質的な企業価値の変動リスクを回避する手段として次に注目されたのがヘッジファンドだった。上場株式投信やプライベート・エクイティファンドが株式を保有することだけで長期的な収益の獲得を狙うのに対し、ヘッジファンドは空売りや先物などのデリバティブを利用し、「株式を売るという行為」を収益の源泉の1つとする。また、市場の方向性ではなく、個別銘柄の価格の歪みに注目する「裁定取引」という手法により、投資家のリターンを

市場リスクから切り離すことが可能であるというヘッジファンドのコンセプトは、市場の変動リスクにおびえる機関投資家にはまさしく朗報だった。「ベータからアルファへ」というテーマが機関投資家向けのセミナーなどで盛んに使われるようになり、「マーケットニュートラル（市場中立型）運用」という名に代表されるように、機関投資家は市場の方向性（ベータ）のリスクをとらず、個別銘柄固有の価格特性を組み合わせることで創出される収益（アルファ）に、リターンとそしてリスクも集中させるようになっていったのである。

### 「証券化商品」 個別銘柄のリスクを消す

個別銘柄に起因するアルファのリスクというものは、株式や為替の上動による市場変動のリスクに比べ相対的に小さい。相対的に小さいとはいっても、リスクがないわけではない。良いと思っていた企業が突然破綻することもあるし、破綻すると思っていた企業が奇跡の再生をすることももある。自分では気付いていないリスクや、逆に成長要因が隠れているかもしれない。したがってアルファの創出という作業は誰でもできる投資技術ではなく、本当に優秀な一握りのファンドマネジャーしか成功者にはなりえないものである。

投資資金すべてを一握りの優秀なヘッジファンドが請け負うことは、現実的にはありえず、行き場のない投資資金はアルファの創出のような特別な技術が不要な、もっとお手軽な投資スキームを探すことになる。その結果脚光を浴びたのが、証券化商品であったといえるだろう。証券化というスキームは、それ自身がレバレッジ機能を持つている。本来の投資資金が10億円であったとしても、投資対象を担保とした高格付けの債券を発行することで、最終的には数倍から数十倍の投資資産を保有できる。10億円であれば10社の債権しか買えなくても、100億円あれば100社の債権に分散投資できる。個別企業の幾つかの見通しが外れても、投資銘柄の幾つかが破綻しても、幅広く分散さえしていれば大きな損害は発生しないものだといふ金融機関の説明を投資家は盲信した。その結果、証券化ポートフォリオに含まれる個別銘柄について人々は興味を持たなくなり、ただひたすらに分散さえしていればリスクからは解放されると思いついてしまった。分散という言葉により、個別銘柄リスクから解放されたと思った投資家は、玉石混交のプールからすくったバケツ一杯の砂利と、石しか入っていないプールからすくった砂利とは、全く意味が異なるという単純な事実



金融バブルに自らの責任を認めたグリーンスパン前FRB議長 Bloomberg

すら、もはや気付かなくなってしまうたのである。

### 「証券化商品」 資産のリスクを消す

さらに証券化という形態さえ整っていけば、組み入れ銘柄の精査の必要が薄れるので、組み入れ対象資産が不動産であろうが、カードローンであろうが、債券であろうが、投資家にとっては究極的には重要な意味を持たなくなってくる。例えばカードローンの証券化の投資家は、本質的には個人向け無担保ローンの債権者（貸し手）であるはずだが、個人向け与信の審査能力があるわけではない。商業用不動産の証券化へ投資していたところで不動産に特別の知

識があるわけでもない。証券化の投資家は、単に第一義的な与信者であるカード会社や不動産ローンを出した銀行から、貸し出しポートフォリオを譲渡されただけで、多くの場合貸し出し条件の詳細すら知らない。さらにこの10年で急拡大した新興の

金融商品であるCDSをポートフォリオ化した証券化では、投資家はCDSというものが何なのかということすらよく理解していなかったに相違ない。企業などの信用リスクのやり取りを行うCDSは、金融機関や事業法人間の直接契約（相対取引）によって成立する。上場株式のように不特定多数がランダムに参加できる市場ではなく、与信リスクというものをも十分理解しているプロ同士しか参加することのできない閉鎖型の市場として整備されてきた。それが、いったん証券化というプロセスに乗ったことで、本来のプロの手を離れ、与信リスクとは本来縁もない不特定多数の投資家向け商品へと変貌してしまった。相対取引でのリスクの移転であれば、リスクの高いCDSの引き受け手には限界があり、市場規模も緩やかな拡大で止まるはずのものであった。しかし「中身を問わない」証券化という箱を通しての投資家は、CDSの質よりも与信先の数と量を求めた。結果として、投資家の証券化商品に対する旺盛な需要によ

り、CDSに裏打ちされた企業の信用力は企業の財務内容とは無関係に高まり、史上最大のクレジットバブルに至ったのである。

### 「格付け機関」 リスク外しのお墨付き

こうして市場変動リスクをはずし、個別銘柄リスクを外し、資産特有のリスクを外す、というリスク回避行動を最終的に補完したのが、格付け機関の存在だった。折しも金融機関の資本の健全性を監視するBIS（国際決済銀行）が、銀行の保有リスクを測定するツールとして格付けを利用すると表明した。BISのお墨付きのついた「格付け」という記号を利用することで、機関投資家は自らの手によるリスク管理をほぼ完全に放棄するに至った。格付けさえ付いていけば、商品の中身はわからなくても構わない、という風潮が投資家層に蔓延したばかりでなく、市場リスクや個別銘柄リスクの残っているヘッジファンドなどの投資ファンドに対し、元本保証を付ける仕組みまで登場するようになった。元本の保証先の格付けがトリプルAであれば、個別のヘッジファンド戦略や投資スキームには特に注意を払わず、「リスクのない安全な資産への投資」とみなされた。格付け機関の格付け、特に証券化のような歴史の浅

い商品に対する格付けが正しいかどうかということの検証を誰も真剣には行わなかった。たとえ行つたとしても、そこに疑問を呈するには、格付けだけを投資判断の基準にしていく投資家層があまりに大きくなり過ぎていた。

### 消したはずのリスクが 現実化

表面的なリスクを消したところで、潜在的リスクが消去されたわけではない。また一つのリスクを消すということは、実は別のリスクに代替されていたにすぎない。こうしたリスクの基本的な性格に気付くのは、大概において、忘れていたリスクが現実化したときであるというのが、悲しい事実である。まず浮上してきたのは「格付け」に対するリスクであった。サブプライムショックという急激な市場変化を受け、格付け機関は自社の行ってきた格付けの大幅な引き下げを開始した。さらに格付け会社がトリプルAとしていた「保証会社」が格下げになったため元本保証型商品が成り立たなくなつた。元本の保証とは資産の価格変動のリスクを保証会社のクレジットリスクに置き換えただけのものだったのである。証券化商品のうち、サブプライムローンを組み入れているものから順番に、住宅ローン、商業用

不動産と不動産関連ローンの証券化商品が暴落した。一般事業ローンの証券化商品であってもポートフォリオのオの中心によって時価の振幅は大きく変化した。証券化という箱にさえ入っていれればすべて同じというのはまさに幻想だった。たとえ何千銘柄に分散していようと、投資対象市場が全面的に崩壊してしまえば、ポートフォリオの価値もまた毀損する。景気の変動にはうまく立ち向かえるヘッジファンドであっても、金融システムが崩壊すればなす術がない。とりあえず今のところは小康状態を保っているプライベート・エクイティの時価も、今後本格的な景気後退のなかで投資企業の破綻が頻発すれば時価の毀損は免れない。

### リスクを消した弊害

確かに、投資家がリスクを消し続けた結果、従来型の市場変動リスクを100%負っているポートフォリオに比べれば資産の毀損のスピードは緩やかであったといえる。今回の金融危機が98年のヘッジファンド危機程度の震度で済んでいれば、リスクが表面化するまでの時間の経過が、機関投資家のポートフォリオを救ったかもしれない。しかし不幸なことに今回の金融危機は時間が経過すればするほど、状況は悪化してい

る。リスクの認識なく無為に時間を経過させた投資家ほど、これから受けるダメージは大きいものになる危険がある。

リスク管理というものの基本は、まずリスクの存在を把握するところから始まる。リスクを消去することでリスクの所在を見えなくしてしまふような仕組みは、リスク管理において重大な失策を招く。リスクを消した弊害はリスクの顕在化に気付くのに遅れ、対応が後手に回るという点以外に、表面上のリスク量が減少することで過剰リスクに陥りやすいことがある。

そして最大の弊害はリスクによる損失が傾斜線状ではなく折れ線状に発生するという点にある。日々時価がわかる株式投資であれば、損失は日々実現していく。しかし証券化商品や保証商品のような商品だと、時価の変動は格下げやデフォルトといったイベントが発生するまで実現しにくい。数カ月かけて20%の毀損を起すのと、ある日突然に20%の毀損を起すのでは、投資家の財務体力に与える影響は格段に異なる。段階的な損失の発生であれば、その間に他のリスク資産を減額したり、なんらかのヘッジ手段をとったり、該当資産を途中で売却するといった損失管理上の手当てをすることができると。しかし時価の変化が連続せず、

飛び地のように発生する場合には、事前の手当てをすることができず、資産全体へのダメージコントロールができない。

またこうした弊害は、投資家そのものではなく、市場全体にも同様の影響を与える。投資対象商品のリスク特性に本来適合していない資金が大量に流入することで、資産価格のリスク見合いの価値に対し、はるかに割高な水準にまで価格が上昇してしまう。逆に市場価格の下落が進むと対象資産の本来の価値が理解できないために、割安な水準であっても現金化しようという動きが加速する。さらに突然発生する損失に対応するため、健全な資産を含めリスク資産を減少させようとする投資行動が、金融市場全体のボラティリティ（変動率）を高めることになってしまふのである。今年の9月以降の全世界的な株価の下落は、ヘッジファンド投資を含め想定外の損失が発生した機関投資家が、一斉にリスク資産の削減に走ったことも一因である。

### リスク管理とリスク回避

今回の金融危機を招いたのは、証券化やCDSなどの金融商品が複雑すぎてリスクの所在が不明確であったことだという見解が多く見られ

る。しかしリスクの所在が見えなくなったのは、商品が複雑すぎたからではなく、リスクが見えないように商品を構成したからだともいえる。証券化というスキームそのものが悪いわけではない。不動産リスクをとっているという認識なく不動産証券化商品を買うことが悪いのである。CDSというデリバティブが悪いのではなく、本来参加すべきではない一般投資家が参加できるような仕組みを作ってしまったことに罪がある。ヘッジファンドというものにはもともと時価の変動リスクも流動性のリスクも存在する。それをあたかも債券のように元本の毀損のないものだと思った投資家によって、急激に資金が流入したため、3年間で資産規模が倍増し、ヘッジファンド業界の質を劣化させた。

リスク管理とはリスクの存在を認識し、主体的に管理することである。リスクを見えなくさせ、他人に押し付けて忘れてしまうことではない。リスクのないリターンなど存在しない。リターンを求めないのであれば、リスクは自分で管理しなければならぬ。今回の金融危機の責任を、証券会社やデリバティブやヘッジファンドに押し付け、そして自らが被害者であると思いついている限り、投資家は今回の危機から何一つ学ぶことができないだろう。