

## クレジット投資の魅力

－ 信用供与メカニズムの構造問題と投資機会 －

HCアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第430号  
加入協会 （社）日本証券投資顧問業協会

<http://www.fromhc.com>  
<http://www.hcax.com>  
<http://www.ventureza.jp>

2009.03.19



## 与信リスクの二つの管理方法

よく知られているように、与信リスク管理には二つの方法があります。入口管理と出口管理です。入口とは、与信実行時の審査に重点を置くもので、出口とは、回収に重点を置くものです。社債投資では、発行体の信用リスクの変化に対して、売却という出口で対応しますが、融資では、原則として売却しない前提ですので、入口の審査を厳格に行うことで対応します。

## 融資の変容

融資では、原則として売却しない前提でリスク管理する、というのがこれまでの常識です。しかし、近年、急激に融資は変容してきました。即ち、融資の実行(オリジネーション)と融資のリスクをとることが、分離されてきます。いまでは、融資を実行したものが融資を売却すること、あるいはデリバティブを使って与信リスクをヘッジすること、などが普通になっています。

## 融資の証券化におけるモラル・ハザード

証券化スキームに融資を売却することは、今日、ごく普通のことです。融資実行者が売却を前提にしているとすると、信用リスク管理の基本である審査に厳格を欠くようになる可能性を否定できません。一方、証券化された融資を証券として投資する投資家は、一般的には、格付等を基準として購入し、格下等の事由による売却によって、信用リスク管理をしています。融資は債権者と債務者の私的取引であり、融資実行者は審査を通じて債務者にかかわる情報を得ています。しかし、その融資の流動化によって作られる証券の投資家は、そのような情報を得ていません。ここに情報の非対称性があり、モラル・ハザードの可能性があります。もしも、融資実行者が乱脈な融資をし、一定の格付要件をクリアするように巧妙に流動化して証券を創出すると、そのような証券への投資家は、極めて危険な立場におかれます。これが、サブプライム問題の核心です。

## キャピタル・ストラクチャーの多様化と投資の機会

融資にしても社債にしても債権一般についての特色は、一つの企業が優先順位の先後関係を持った複数の債務を負担しているという点です。通常の金利秩序の下では、劣後しているものが高金利になります。しかし、高度に複雑な優先劣後関係の下で、常時、理論的金利秩序が保たれるわけではありませんし、いかに格付手法が洗練化されても、理論的優先劣後関係が、正確に格付に反映するとは限りません。常に、何らかの非効率が存在します。そこが投資の機会です。

## 時価評価のわな

社債でも融資でも信用関連の金融商品は、全て業者間の相対取引です。現在のように需給バランスが崩れ、しかも取引業者である証券会社の在庫を持つ力が大きく低下している局面では、気配としての時価の妥当性に大きな疑念が生じています。必ずしも実態を反映しない時価で評価することによる見かけ上の損失が、ロス・カットなどの売りを誘発し、さらに需給が崩れるという異常な状況が続いています。

## 多様な投資機会の創出

信用供給のメカニズムが変われば、様々な代替的資金調達の方法が工夫されてきます。劣後の仕組みや株式転換権を組み合わせる、いわゆるメザニンが代表例です。ほかにもまだ、質屋金融的な実物資産担保融資(アセット・ベースト・レンディング)など、色々な方法があります。投資の立場からいえば、新しい投資対象が、どんどん生まれているということです。

証券ポートフォリオのリスク管理の有効性が、金融商品市場の効率性に依存していることは、自明です。市場の効率性の重要な目安は、取引コスト、即ち売買が市場価格に与える影響度(マーケット・インパクト)の小ささです。小さなコストで瞬時に取引できるという高度な市場システムを前提として、証券運用のリスク管理はなされてきました。しかし、現状はどうでしょうか。極端に大きな取引コストによって、市場価格自体の妥当性に疑念が生じています。価格変動の効率性、即ち「市場の正しさ」に立脚したリスク管理は機能しなくなっています。市場の危機です。この現象が異常な一時的なものだとしても、今後の証券運用は、このような事態の再来を想定したものでなければなりません。ましてや、一時的なものではなく、構造的な問題の露呈だとすると、抜本的にリスク管理の有り様を変えなくてはなりません。

## ◆「売れること」を前提にしたリスク管理と、「売れないこと」を前提にしたリスク管理

- 売れる前提での信用リスク管理⇒売却、リスクヘッジ(クレジット・デリバティブなど)
- 売れない前提での信用リスク管理⇒債務者管理、権利行使(コブナンツ、プロテクション・・・)、ハンズオン、買収・合併等の提案

## ◆「オピニオン(意見)」としての格付と、「ファクト(事実)」としてのスプレッド

- オピニオンに過ぎない格付
- 事実としての価格

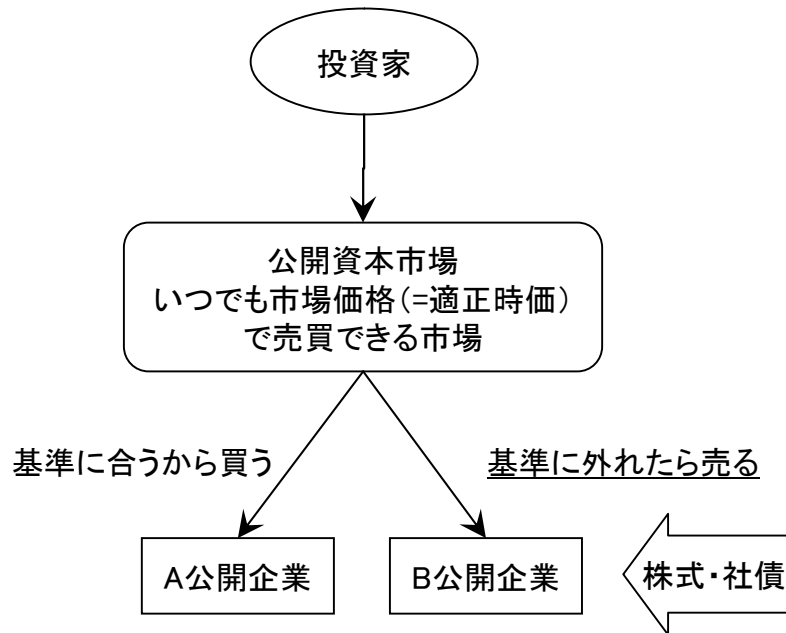
## ◆価格変動の「均衡化」効果と、価格変動の「不均衡累積」効果

- 価格変動による需給調整⇒均衡化効果(ビルト・イン・スタビライザ)
- 価格変動による投資行動への反作用(心理効果、資本規制の影響、リスク許容度の変動・・・)⇒不均衡の累積(プロシクリカリティ)

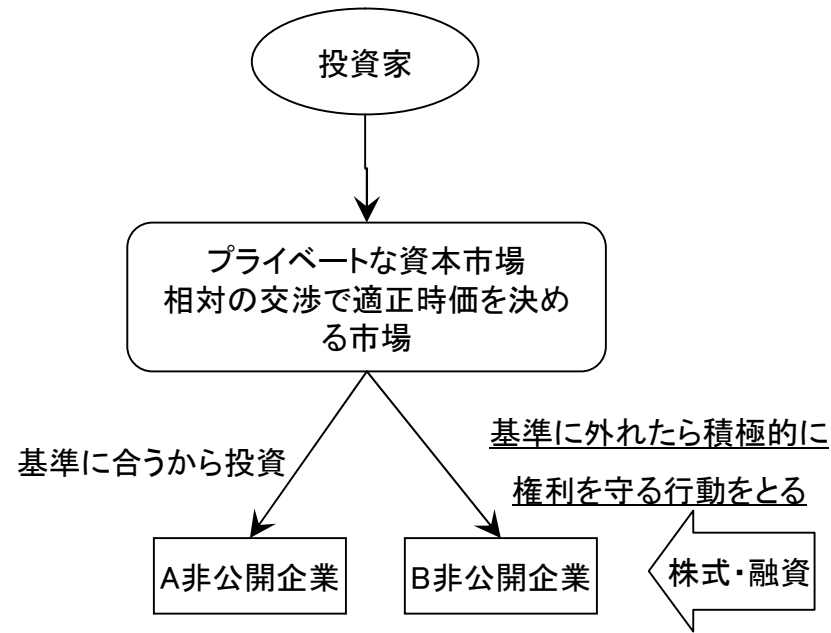
## ◆「エイジェンシー」取引と、「プリンシパル」取引

- 本来のエイジェンシー取引⇒キャピタルを使わない取引、市場集中決済のシステムの安定性
- プリンシパル取引のカウンターパーティー・リスク⇒キャピタルの多寡が取引量を左右し、信用リスクが流動性を枯渇させる

# 市場リスク(=流動性)と二つのリスク管理モデル

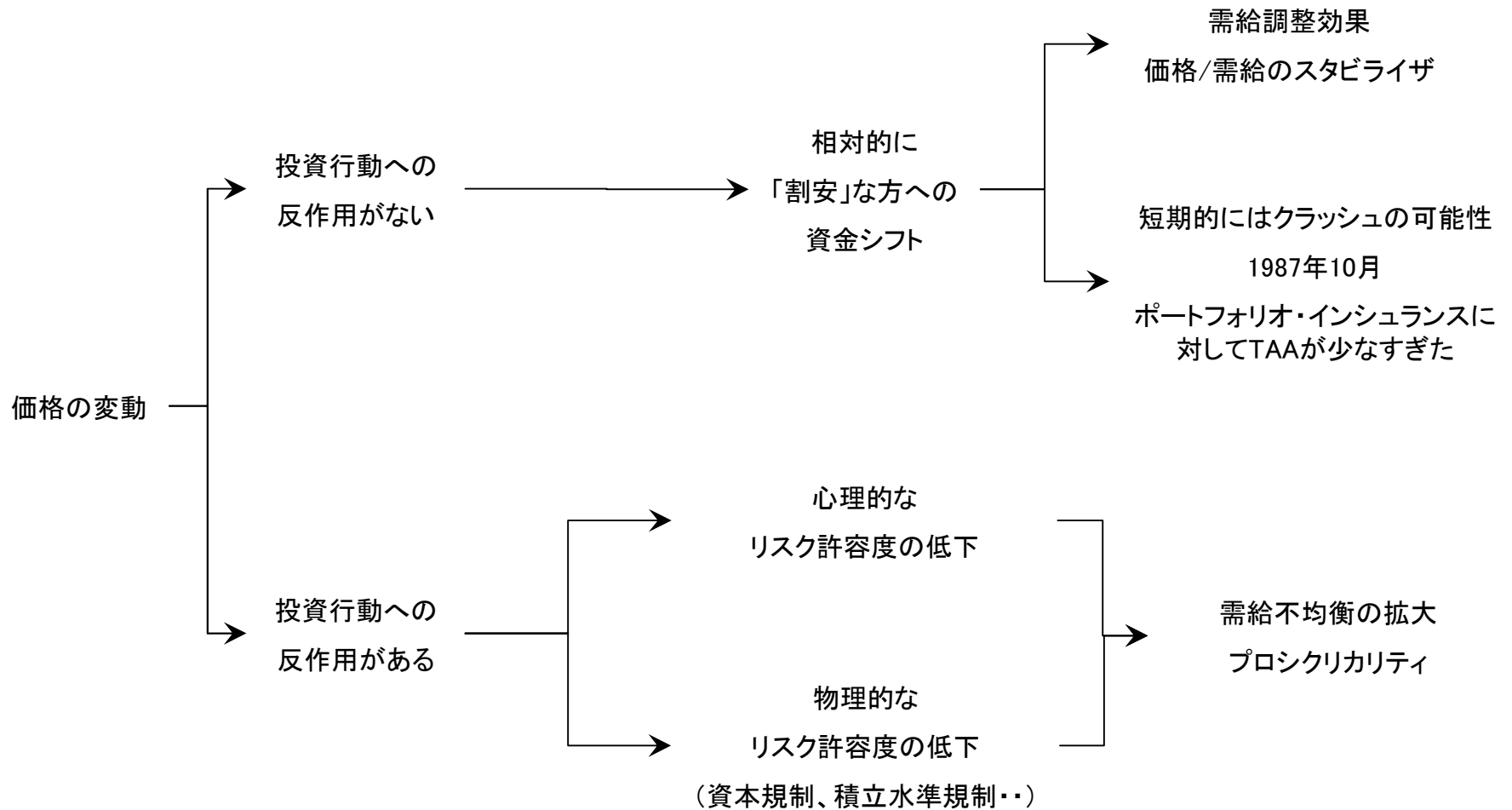


- ⇒ 売買によるリスク管理=いやなら売る
- ⇒ 低廉なコストで売れることが前提=資本市場の効率性を前提にするリスク管理
- ⇒ 資本市場の流動性に対してプレミアムを払う=流動性の対価
- ⇒ 資本市場の機能不全には脆い=ストレス耐性弱い、流動性の対価が無駄払い
- ⇒ 過度な時価主義等によりボラティリティが増す=不必要なボラティリティというコストの支払い



- ⇒ 積極的な行動による権利保全=経営介入、譲渡先を見つける、譲渡価格の交渉……
- ⇒ 流動性の対価を払わないかわりに、積極的行動の対価を払う
- ⇒ 資本市場の機能不全に強い=投資機会の拡大
- ⇒ 過度な時価評価の弊害を避ける

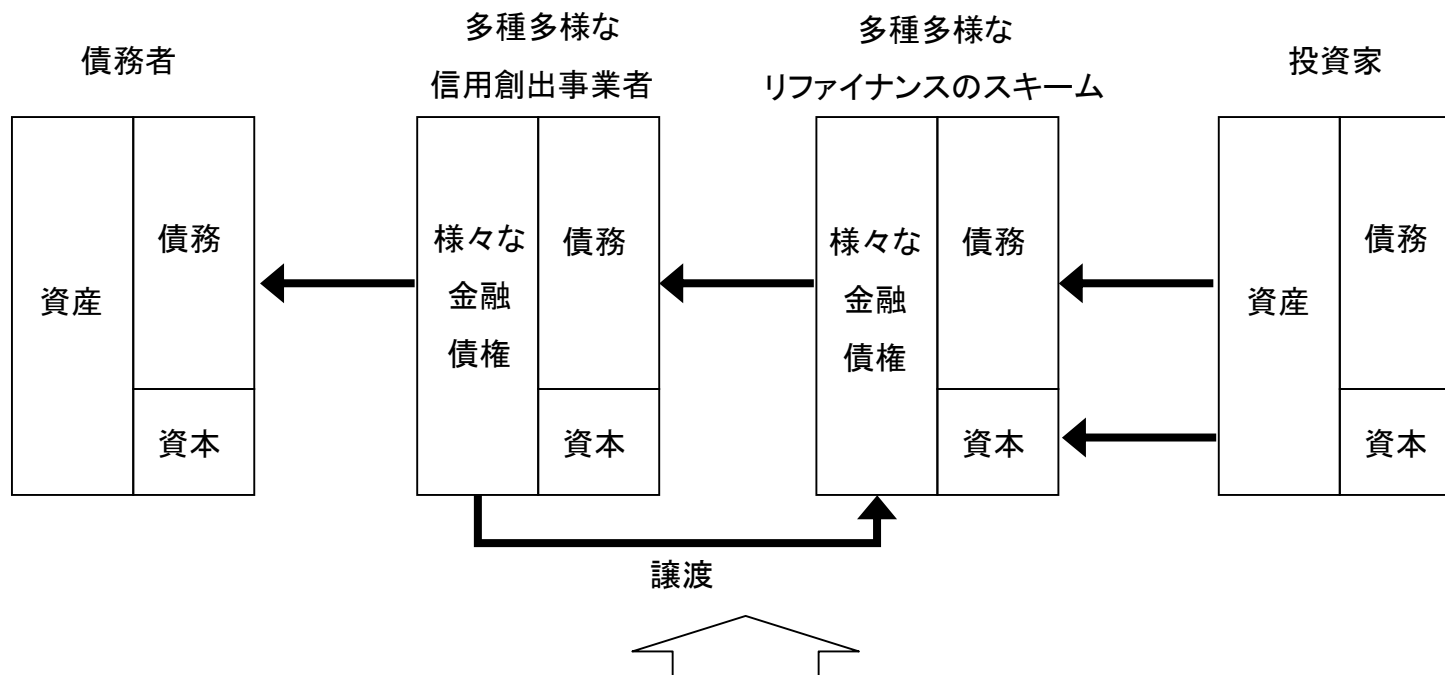
# ビルト・イン・スタビライザとプロシクリカリティ



- レバレッジ(相対的債務増加と、株数減少)の過程では、株式有利
  - 自社株買い、M&Aとその後のリストラ、レバレッジド・バイアウトなど、株数減少が、株価上昇の原動力
  - 株数減少によるROE上昇
  - 一方、債務の増加(特に、レバレッジド・バイアウトなど)は、信用スプレッドの拡大要素になるはず
- 「信用のバブル」による信用スプレッドの縮小
  - 「金余り(資本の過剰蓄積)」による、株高と信用スプレッド縮小の両立
  - エクイティ不足が表面化しないような高度な金融工学的スキーム(特に、巧みなランチング)の開発
- 「サブプライム問題」と急激な信用スプレッドの拡大
  - 結果的には、レバレッジの進行による、株高と信用スプレッドの拡大が実現
  - 急拡大した現在の信用スプレッドは妥当な水準圏にある可能性
  - 高レバレッジ(サブプライムや、直近のレバレッジ・バイアウト関連など)のものは、破綻確率が急上昇して危険
  - 資本市場の混乱が実体経済へ与える反作用など、心理的不安要素が解消されるまでは、不安定
- ディレバレッジ(相対的株数の増加と債務の減少)の過程では、債務(社債・ローン等)が有利
  - 債務発行額の減少による需給の好転と、自己資本増強による株式発行増による需給の悪化

# 金融機能の解体とリファイナンス

信用創出機能(オリジネーション)と信用供与機能(リファイナンス)の分解

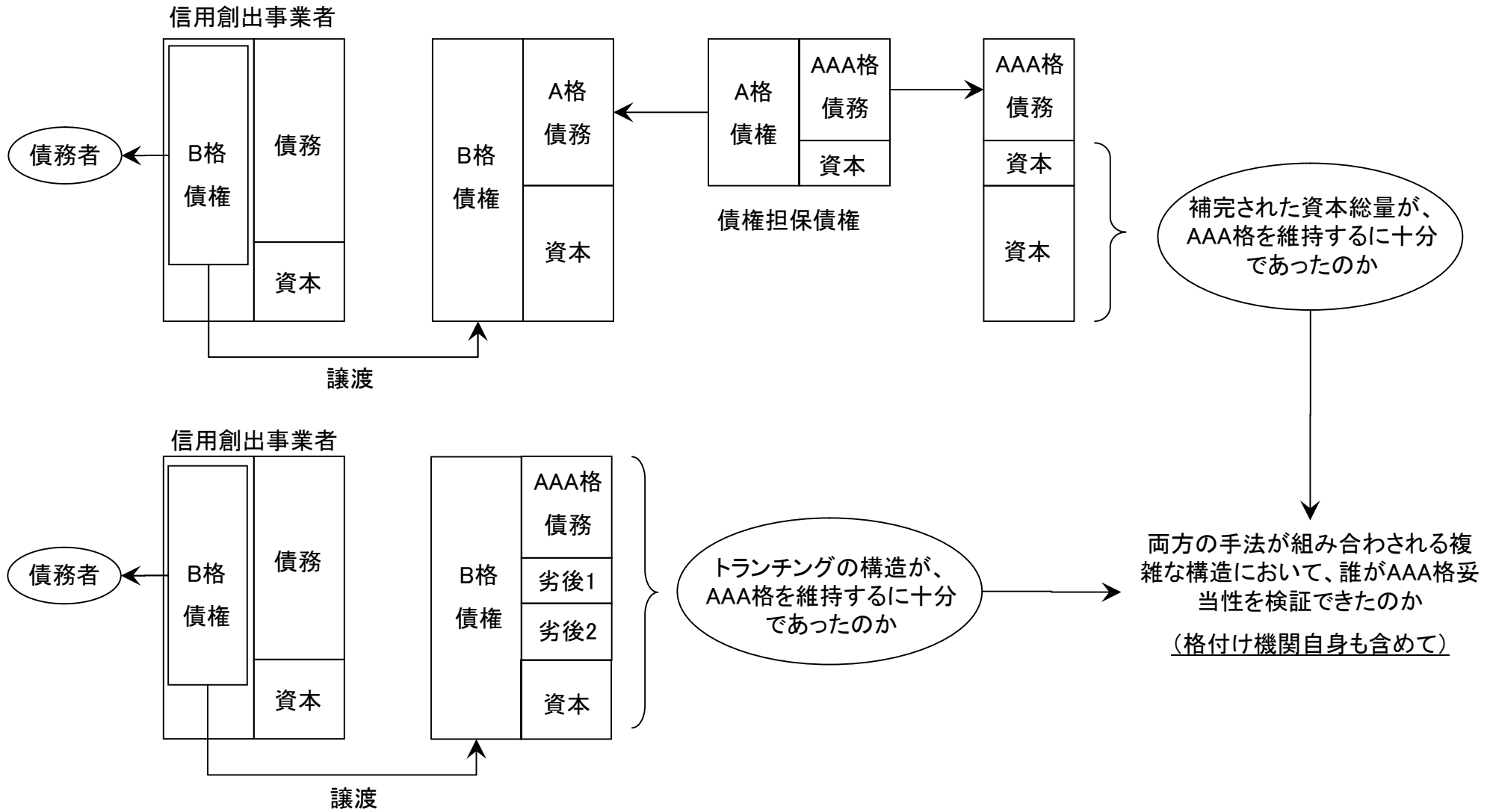


- 真性譲渡、譲渡担保、担保など、微妙に法的構造の異なる多種多様なスキームがありうること
- クレジット・デリバティブや、保証など、オフバランスの取引も組み合わせうること
- 倒産隔離の観点からは、真性譲渡が望ましくても、債権管理・回収の観点からは、事業者の管理下におく担保型にも別のメリットのあること

# 「サブプライム問題」の何が「問題」か

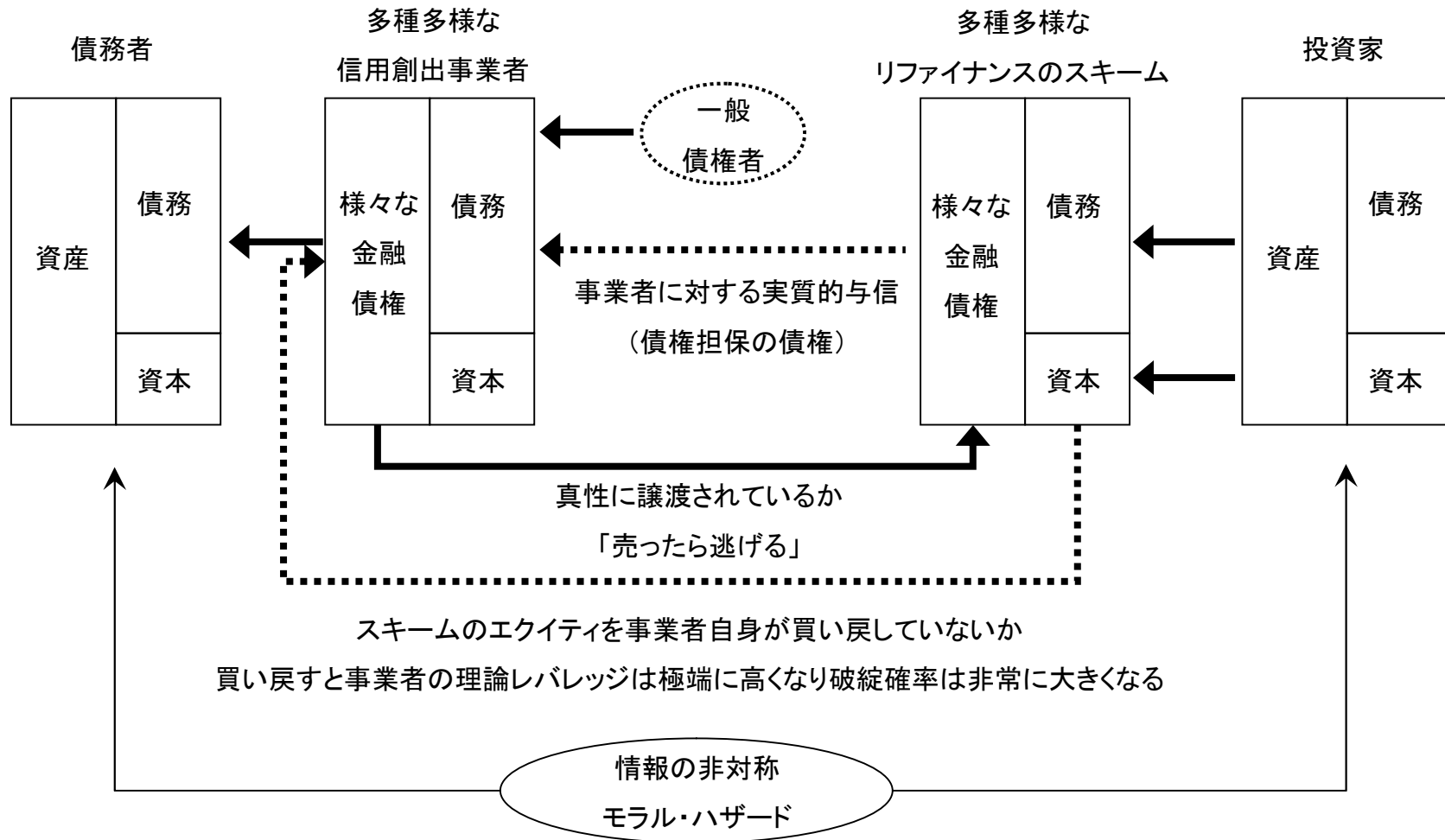
- 複雑・多様なリファイナンスのスキームを通じて与信額が膨張したこと
  - ローンの出し手の住宅金融業者に対して、積極的に新しいリファイナンスの仕組みを供与した大手金融機関の行動に、行き過ぎがあった可能性
- リファイナンスのスキームのキャピタル・ストラクチャーにエクイティ不足があった可能性
  - 逆に言えば、エクイティで支えきれぬ以上に与信が行われた可能性がある
  - キャピタル・ストラクチャー上位の債券の「格付け」の仕組みに問題があった可能性
  - 高度なトランピングの技術
- ローンの実行者の住宅金融業者と、実質的なローンの保有者としての投資家との間に複雑なスキームを介在させることのシステムの安定性への過信
  - 局限的な問題、小さな不安、僅かな金額の処分などで、全体的な流動性が一気に枯渇
- 流動性がない中での時価の妥当性
  - 本源的価値を大きく下回る可能性
  - その時価を用いて計算する評価損の開示をすることで一段と不安が拡大
  - 評価損は資本の控除項目になることから、資本増強しない限り与信総量を削減せざるを得ない。連鎖的な時価下落
- 銀行等の資本規制の枠を超えるところでの信用膨張については、統計的実態把握など、規制当局の対応にも限界があった

# 信用リスクの濾過機能と格付けの問題



# 真性売却と倒産隔離

原債権がリファイナンス・スキームに対して真性売却されていることなど、信用創出事業者の破綻からの隔離が前提となる



## 金融危機にみる保険(リスクヘッジ)とモラル・ハザードの関係 - fromHC2008年10月コラム -

保険とモラル・ハザードの関係は、保険理論では、いい尽くされた古典的問題です。有名な例は、「落第保険」です。もしも、大学の入学試験に落第したら保険金が支払われるような保険、例えば、予備校の授業料を補償するような保険は、モラル・ハザードを引き起こすので、成り立ち得ないとされています。言うまでもないですが、安心して落第できるというような状況を受験生のために作り出すと、受験生は勉強しなくなるので、本当に落第する可能性を高めてしまうからです。

保険というビジネスの立場から見ると、保険会社が顧客から貰う保険料は、統計的実績に基づくのに対して、顧客の悪意ある意図的行動により、統計的実績よりも高い事故率が実現すると、保険金支払額が総保険料収入を上回ってしまい、ビジネスとして成り立たなくなるということです。このような悪意ある意図的行動や、積極的に事故を回避しようとしないう怠慢など、保険という仕組みが誘発してしまう倫理的に問題のある行動を、モラル・ハザードというのです。

では、自動車保険の場合はどうでしょうか。継続的に自動車の運転を続ける限り、事故率の上昇は保険料の上昇を招き、顧客にとって不利になります。万全の注意を払い、事故を回避する努力をすることが、顧客の利益になるように仕組みられています。つまり、モラル・ハザードが起きないように出来ています。だから、自動車保険はビジネスとして成立するのです。ビジネスとして成立するものは、投資対象としても成立します。

ところで、どんな事業を営む場合でも、本業そのものの遂行のためには、付随する様々なリスクを犯さなければなりません。例えば、衛星放送の事業を営めば、人工衛星を打ち上げる必要があります。人工衛星の打ち上げに失敗すれば、大きな損失を招きますから、当然に保険をかけるでしょう。本業に付随する本業外のリスクには保険をかける、つまりリスクヘッジをする、このことは、本業に経営資源を集中する意味でも、望ましい経営のあり方であると考えられます。

一方、本業そのものにも固有のリスクがあるのは当然です。しかし、本業のリスクには、保険は掛けられません。受験生にとって、大学に合格することが、いわば本業です。ゆえに不合格のリスクには保険は掛けられないわけです。本業のリスクをヘッジすることは、典型的にモラル・ハザードを引き起こすと考えられます。

本業のリスクと本業に付随するリスクとの境目は、実は、不明確です。付随リスクとみなされて保険を掛けていたものが、実は、本業にかかわる本質的なリスクである場合には、知らぬ間にモラル・ハザードを引き起こす原因を作ることになります。例えば、銀行の本業とは何でしょうか。自明のようであり、今日の複雑な金融市場の仕組みの下では、銀行等の金融機関の本業の定義は困難です。

少なくとも、普通の人の常識からすれば、銀行の重要な機能の一つが、与信であることは明らかであると思われます。与信行為には、審査から始まって、債務者との日常の接触に基づく細かな債権管理、確実な回収などを本業として含むはずで、この本業のリスクである与信リスクをヘッジすることには、実は、モラル・ハザードを誘発する恐れがあるはずで、もしも、債務者破綻によってこうむる損失がヘッジ出来るとするならば、審査や債権管理が杜撰になる可能性は否定できないでしょう。

リーマン・ブラザーズの破綻は、世界に衝撃を与えました。しかし、実質的なリーマンに対する債権者は必ずしも明確ではないようです。なぜなら、表面的な債権者として現れる銀行等も、その実質的な与信リスクを、相当程度ヘッジしているようです。債務者に近い表面的債権者は、リーマンの実情を知る位置にいるが、その債権者は単に資金を仲介しただけで実質的な与信をしておらず、実質的にリーマンに与信しているものは、リーマンに遠くて日常的債務者管理ができない立場にある、というような情報の非対称性が、実はモラル・ハザードの重要な要素なのです。

問題なのは、高度に発達した金融システムは、様々なリスクヘッジの手法を提供していて、そのリスクヘッジの機能を提供しているのもまた、金融機関であることです。意図的に、あるいは意図せずして、ヘッジしてはならない本業固有のリスクまでもヘッジすることで、極めて危険なモラル・ハザードを作り出す可能性を、現在の金融システムは内包しているといえます。

現在の金融市場が作り出す様々な金融商品に、我々は、投資していかなければなりません。金融商品の評価に際しては、基本的要件の確認が必要です。そのような要件の一つが、仕組み上、モラル・ハザードを内包していないか、ということです。今となっては明らかですが、サブプライム問題の本質は、モラル・ハザードです。転売目的の住宅ローン債権は、融資実行者において、最初から与信リスクを負担する気がないので、審査が杜撰になるのは当然です。そのような債権を原資産にして、いかに高度な金融工学を凝らそうとも、まともな金融商品は生まれ得ないわけです。住宅ローン債権の証券化自体に問題があるわけではありません。モラル・ハザードの起き得ない仕組みがあればよいのです。サブプライム問題は確かに業者側の問題ではあるのですが、投資家側でも、証券化商品の選択において、重要にして基本的なチェックポイントが欠落していたと思えます。

# 「時価」の問題

- ブローカー気配値の妥当性
  - ブローカーが在庫リスクをとれる状況にないとき、万が一にヒットしても安全なような極端に低いビッドを出す
  - forced to sellによる投売りを待つ投資家は、急いで買う必要性を感じないので、非常に低いところにビッドを入れる「待ち伏せ」の戦略をとる
  - 例えば、3社のブローカーの気配値の平均をとるような手法だと、一つの異常に低い気配値に引きずられる
- 証券会社等の在庫処分等(まさにforced to sell)の本当の売り
  - 極端に低いビッドが、本当にヒットしてしまい、取引価格としての正当性を得てしまう
  - 可能性としては、取引金額の100倍以上の「時価」が消えてしまう
  - 流動性の低い小型株取引の場合、100万円の取引金額で、時価総額100億円の銘柄の株価が、5%下がる(5億円、すなわち、取引金額の500倍)ことは珍しくないことと比較できる。ローンや社債の場合、一銘柄の発行額が小さく、膨大な数の銘柄数が、相対で取引されるのだから、上場小型株取引よりも、条件が悪い可能性
- 連鎖的時価下落と底打ち
  - 時価下落⇒より多くのforced to sell状況⇒更なる時価下落⇒より多くのforced to sell状況⇒更なる時価下落⇒……
  - 回復のシナリオは、ディストレスト・ファンドや、リスク耐性の強い投資家の待ち伏せ的なビッドが、ヒットするとき

# 「構造化された選択権」(インベッティド・オプション)の価値

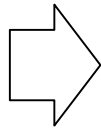
- 相手に選択権を与えることの危険性
  - 自由・コントロールを失う危険、forced to sell に陥る危険
  - オプションのショート⇒無限損失の危険性
  - 信用バブルとは、銀行等が債務者に有利な条件を「売る」ことだった(covenants⇒less covenants⇒no covenants)。しかも、オプションを、ただ同然で売った可能性がある
  - (例)ファンドの解約権は投資家が持つ(=ファンド・マネジャはファンドの解約権を売っている)⇒解約がforced to sell に直結
  - (例)一律的なロスカット・ルールを持つ投資家も売却権を売っている⇒ forced to sell
  - (例)クレジットラインを設定する銀行は、債務者に融資を受ける権利を売っている⇒サブプライム以前に締結した債務者有利な条件のクレジットラインをサブプライム後にドローダウンされると、銀行は苦しくなる
  - (例)フローティング・レート・ノート(およびバンク・ローン)の投資家は、債務者に6ヵ月毎に連続借り換えできる権利を売っている⇒6ヶ月のペーパーであれば、100で償還になるが、スプレッドの拡大したフローターは、リセットのときにも100に戻らない
- 逆に、相手をforced to sellに追い込む力
  - 自由に動けること自体で、巨大な収益機会を得ることにつながる
  - 現在、投資できる現金を持つことの巨大な力、買い叩く力
  - 他人に説明する必要のない個人超富裕層や、産油国等のソブリン・ウェルス・ファンド等にとって、絶好の投資機会。同時に、これらの投資主体の買いが、底打ちの条件

# 「サブプライムの危機」が作る「機会(チャンス)」

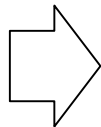
- ディストレスト
  - 本源的価値を下回る価格での取得機会。まさにバリュー
  - 市場好転のきっかけは、ディストレスト・ファンドが、実際に買ってくる時
- いわゆる「サブプライム関連」
  - クレジット・マーケット全域に及ぶ広範な価格下落に伴い、本来のサブプライム問題から相当に距離の遠い領域でも、本源的価値を下回る価格での取得機会。まさにバリュー
  - 良いものも悪いものも一緒くたに下落する状況は、銘柄厳選によるバリュー・ハンティングの絶好の機会。特に、ハイイールドとABS(サブプライム関連は巨大なABS市場の小さな部分に過ぎない)
- 信用供与が縮小することによる、代替的信用供与の拡大
  - メザニン等、債務とエクイティの中間領域
  - アセット・ベースト・レンディング等
- “forced to sell”の状況に追い込まれる「弱者」の投売り
  - 市場好転のきっかけは、forced to sellの終了。在庫処分売りの終了、バランスシート調整の終了
  - 本来は市場に出てくるはずのない「優良なクレジット」が、安く出回る

## 教訓

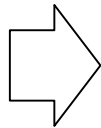
オプションは売るな！  
安くオプションを買え！



バブルは繰り返す！



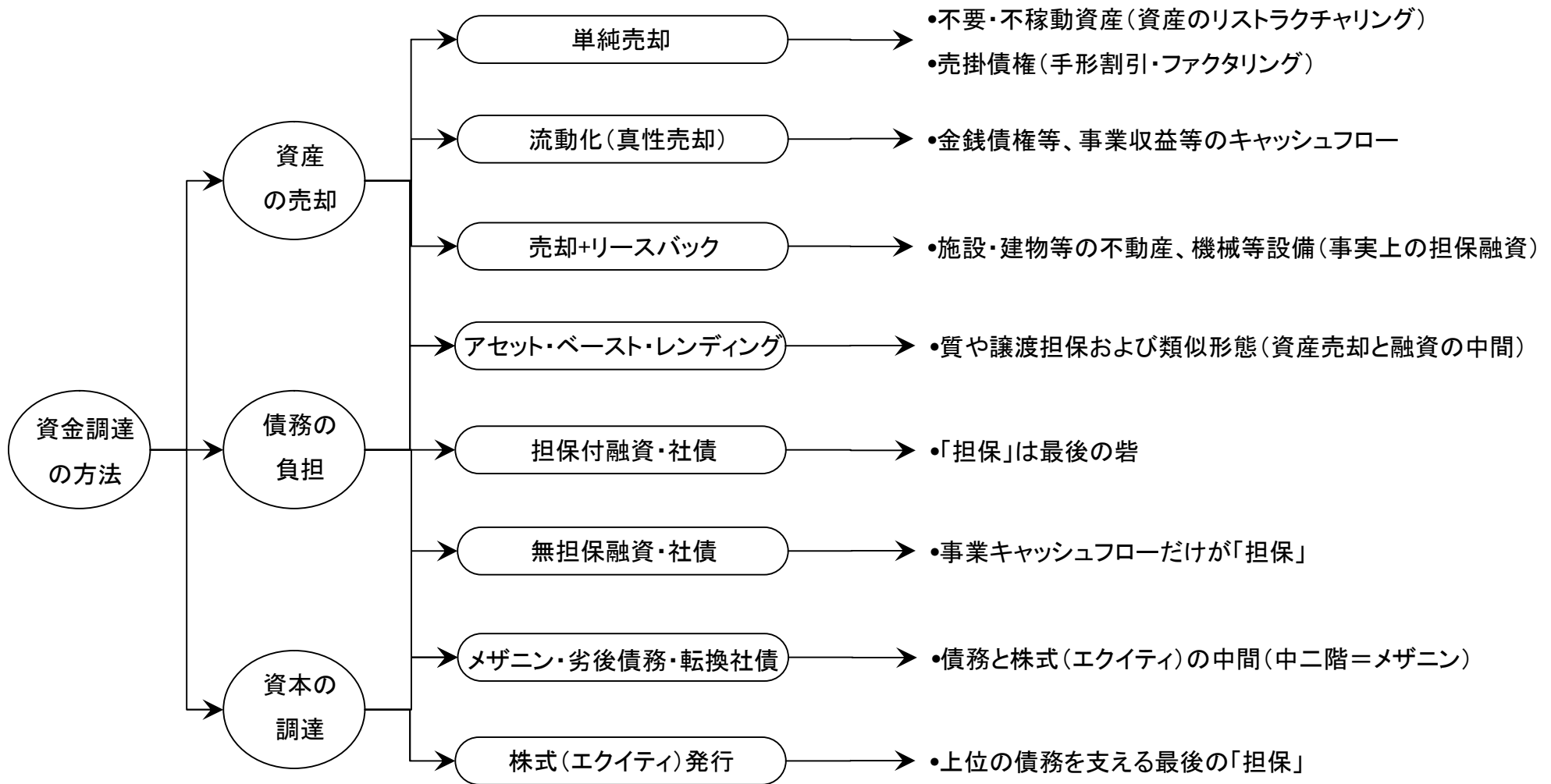
時価を疑え！



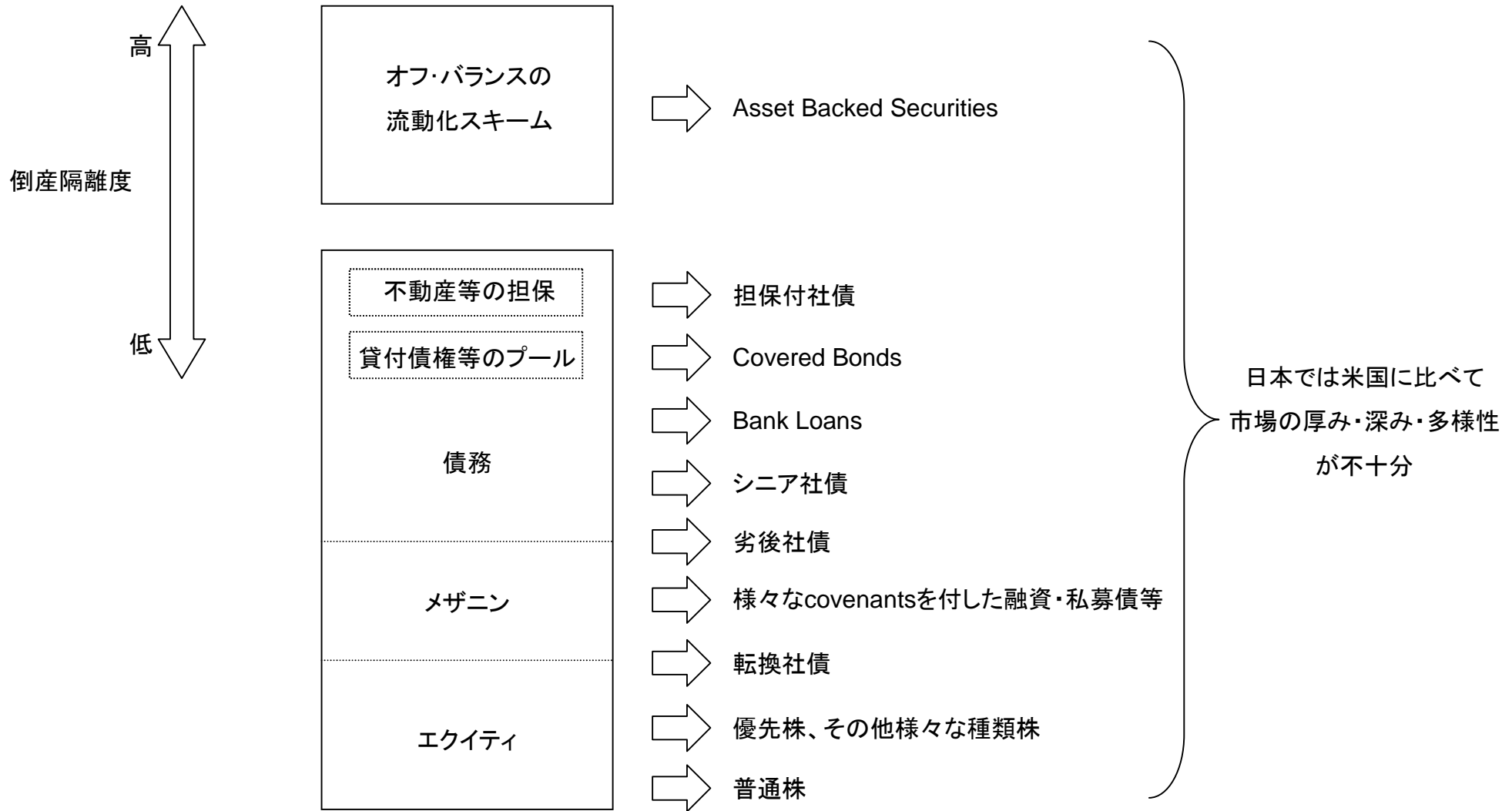
## 次の投資戦略

- 資産配分において現金を積極的に位置づける
- 株式運用戦略においては、バランス・シートの強い会社を見直す
- Forced to sell にならないように、自分の債務をしっかり管理する(債務主導の資産管理ではなく、資産主導の債務管理)
- 管理の硬直性を排して、自由度を高める工夫
- オポチュニスティックな管理は不可欠(割高は一切買わず、割安は徹底して買う)
- 徹底したバリュー
- 今も、どこかにバブルがあるかもしれない。そこは、売り
- 銘柄厳選(市場全体の価格変動を無視して、徹底して銘柄にこだわる)
- 時価(=現在価値)から、将来キャッシュフローへ

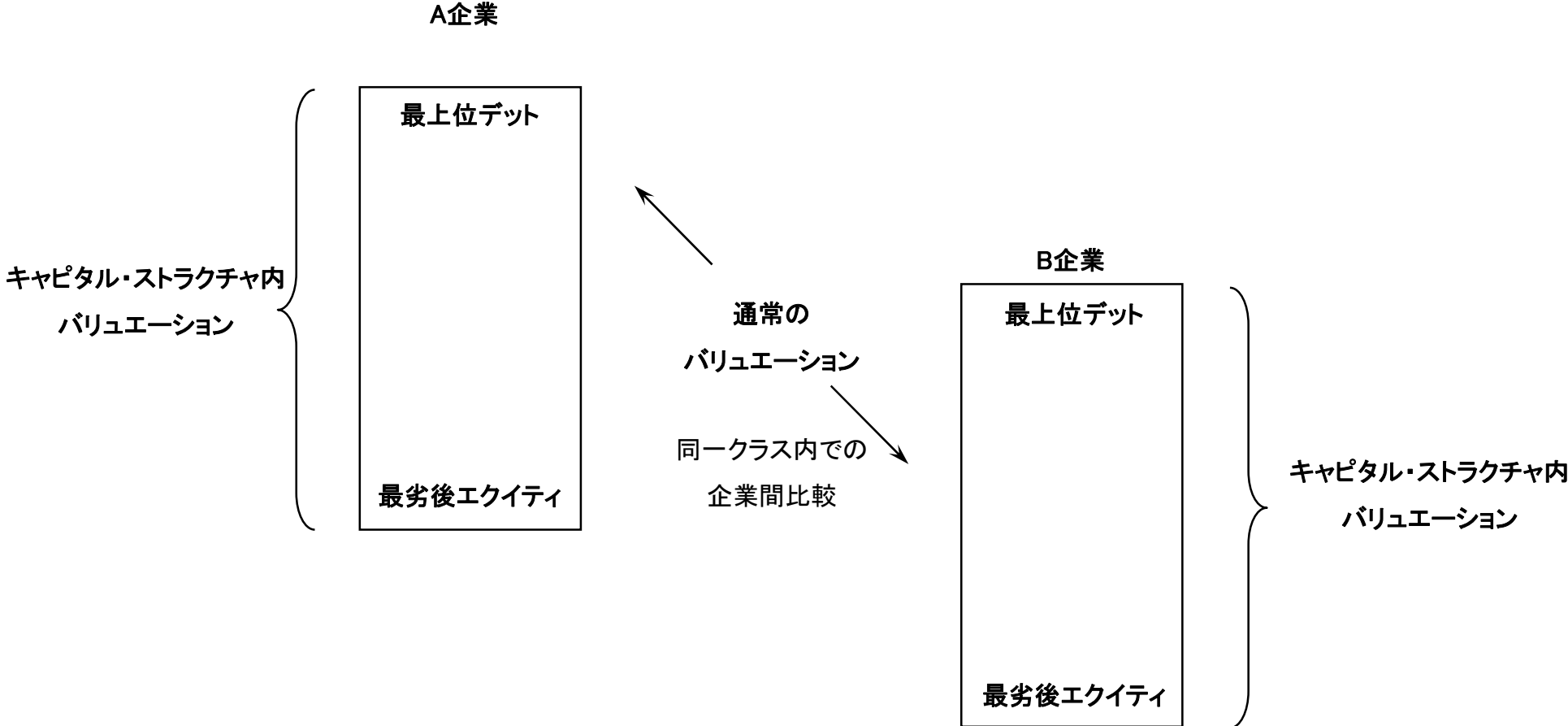
# 伝統的融資の限界と代替的ファイナンスの方法



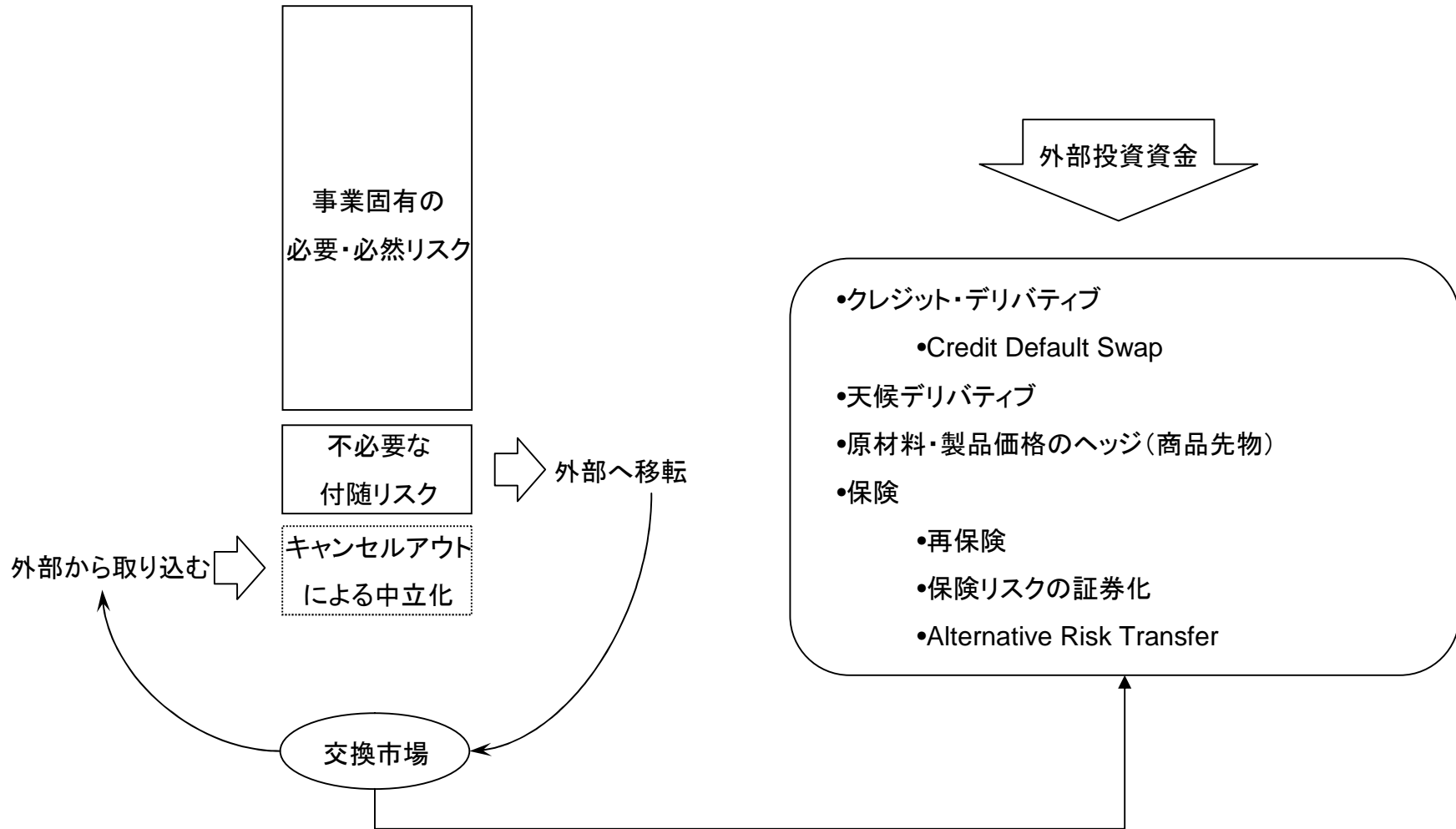
# キャピタル・ストラクチャーの多様化



# キャピタル・ストラクチャのシニョリティ秩序



# リスク移転・交換市場の拡大



- 本セミナーは、信用供与メカニズムの構造的問題に焦点を当て、そこから生じる「クレジット投資」の投資機会について解説・検討を行うものでございます。本セミナーを通じたご理解を今後の資産運用を取り巻く諸課題へのご対応にお役立て下さい。
- なお、本セミナーは信用供与メカニズムの構造的問題に焦点を当て、そこから生じる「クレジット投資」の投資機会について解説・検討を行うものであり、当社が行う投資運用業 投資助言・代理業の内容に関する情報提供を行うものではありません。また、本セミナーのテーマに関連する特定の金融商品等の勧誘を行うものではありません。
- 本資料中のいかなる内容も将来の投資成果及び将来の市況環境の変動等を保証するものではありません。
- 本資料の著作権その他知的財産権は当社に帰属し、当社の事前の許可なく、本資料を第三者に交付することや記載された内容を転用することは固く禁じます。