

## 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

<http://www.fromhc.com>

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

2010.03.10



# 目次

---

クレジット投資の魅力 - fromHC2010年2月4日コラムより - .....	2
概要 .....	3
市場リスク(=流動性)と二つのリスク管理モデル .....	4
ビルト・イン・スタビライザとプロシクリカリティ .....	6
金融機能の解体とリファイナンス .....	7
信用リスクの濾過機能と格付けの問題 .....	8
真正売却と倒産隔離 .....	9
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3日コラム - .....	10
日本型金融システム .....	11
歪んだ信用リスクのカーブ .....	12
歪んだ国債のカーブ .....	13
信用リスクとスプレッド .....	14
伝統的融資の限界と代替的ファイナンスの方法 .....	15
キャピタル・ストラクチャーの多様化 .....	16
キャピタル・ストラクチャーのシニオリティ秩序 .....	17

## クレジット投資の魅力 - fromHC2010年2月4日コラムより -

さて、クレジット投資の魅力を考えるについて、いきなり、唐突なことを申し上げます。いわく、いかにクレジットに差があっても、即ち、いかに投資資金回収の不確実性が異なっても、トータルリターン(利息による収益と破綻等による損失の合計値)の期待値は、同じであろうということです。これは実は、いわずもがなの、自明なことなのです。なぜかという、予測される損失額を補填するように、利息水準が定められるからです。

単純な例で考えましょう。絶対に確実な債券(そのようなものは、本当は、存在し得ないのですが、話を単純化するために想定するのです)があって、その金利が1%で、満期が一年としましょう。一方、破綻確率が1%で満期1年の債券が、多数の銘柄種類(統計的に1%の破綻確率が有意なものとなるのに充分なだけ多数、ということです)があって、破綻した場合は投資額全額が損失になるとしましょう(これも、そのようなことはなく、通常は、ある程度は回収できます)。この場合、破綻確率1%の債券の利率は、2%でなければならない。

これは、簡単な計算ですね。十分に分散された破綻確率のある債券の集合は、破綻による損失1%を、残りの99%の2%(ほぼ2%ですね)によって埋めて、結局、1%の収益が残るからです。おそらく、このことが、本来の「ハイリスク、ハイリターン」の意味だったのでしょう。破綻による損失(ハイリスク)を補償するには、高い利息(ハイリターン)が要求される、ということだったのです。

しかし、一方で、この「ハイリスク、ハイリターン」のハイリターンについて、トータルリターンそのものも、ハイリターンになると考えられています。つまり、単なる損失補償分だけではなくて、さらに追加的なリターンも必要なのだと考えられています。なぜでしょうか。

一つの理論的根拠は、損失と利益は、単純に相殺されないということだと思います。つまり、発生がずれる可能性があるということでしょうね。損失は、いつ発生するかわからないから、保守的には、事前に引当てたほうがいいですね。銀行等の資本規制の考え方は、まさに、そのような思想に立脚しています。こうなると、実は、経済も変わるのです。

さきほどの同じ単純例でいっても、破綻確率のある債券は、投資したところで、1%の損失を引当てます。つまり、資本規制上、1%相当の資本が要ることになります。ところが、破綻確率のない債券のほうは、そのような引当ての必要がない。この違いが重要な意味を持ちます。破綻確率のある債券へ投資する場合は、必ず、追加所要資本があって、その資本には当然にコストがかかるのですから、その資本コスト分だけ、さらにリターンがないと辻褃が合わないというわけです。

この資本コストの問題は、非常に重要な意味をもちます。破綻確率が高くなるほど、引当額が大きくなり、所要資本が大きくなるので、要求リターンが急激に高くならざるを得ないということです。クレジット投資は銀行等の金融機関の本業です。その重要な投資主体が、このような資本利潤の要求をもつことは、クレジット関連投資対象の価格に、大きな影響を与えます。ここに、クレジット投資の魅力があるのです。

なぜ、クレジット投資は魅力的なのか。企業年金や財団のような、本来の投資家は、資本コストがないからです。他人の資本コストを含んだリターンを、資本コストを払わずに手に入れることができる。ここに、大きな魅力があるはず。さらにいえば、理屈上、信用リスクが大きいものほど、資本コストが大きいので、相対魅力度は高いはずなのです。

最後に、一つ付け加えておきましょう。鋭い読者の方は、既にお気づきでしょうが、サブプライムに代表される、信用リスクの大きな債権(券)を使った資産担保証券は、まさに、この資本コストの作り出す非効率を、ものの見事に逆手にとった金融工学の濫用であったわけです。

資本規制下にある銀行等にとっては、資本コストのかからない投資対象に組成する一方で、資本規制を受けない投資家にとっては、資本コスト分だけ追加リターンができるように組成してははずなのです。その理屈自体は、やはり、正しいのだと思います。しかし、理屈を実践する方法は、明らかに間違っていたと思います。それでも、方法の間違いは、基本理論の正しさと関係ないのも、事実でしょう。

# 概要

## 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。

## 銀行の資本規制がつくる投資機会

理論的には、いかに信用リスクに格差があっても、予想損失が金利で補償されるように、金利水準が定められている限り、統計的総合収益は、同じです。ところが、予想損失を事前に引き当てる銀行の資本規制の下では、信用リスクが高くなると、資本コストがかかる分だけ、金利を引き上げざるを得ません。この金利の上昇分、資本規制を受けない投資家にとって、有利な投資機会が得られます。

## キャピタル・ストラクチャ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。通常のコスト順序の下では、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、理論的コスト順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。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プロシクリカリティの可能性が、常に存在しています。

## 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・ベースド・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。

# 市場リスク(=流動性)と二つのリスク管理モデル

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

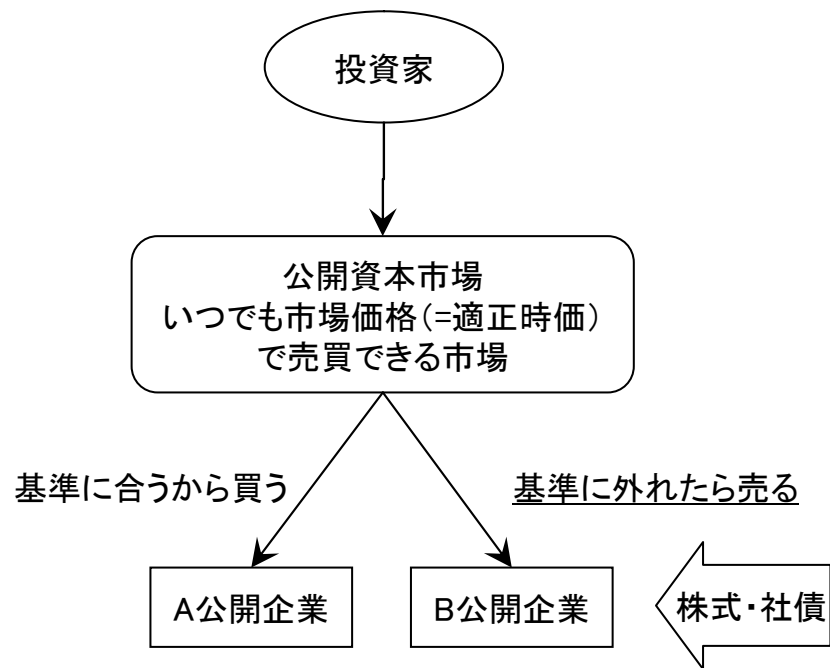
## ◆価格変動の「均衡化」効果と、価格変動の「不均衡累積」効果

- 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)

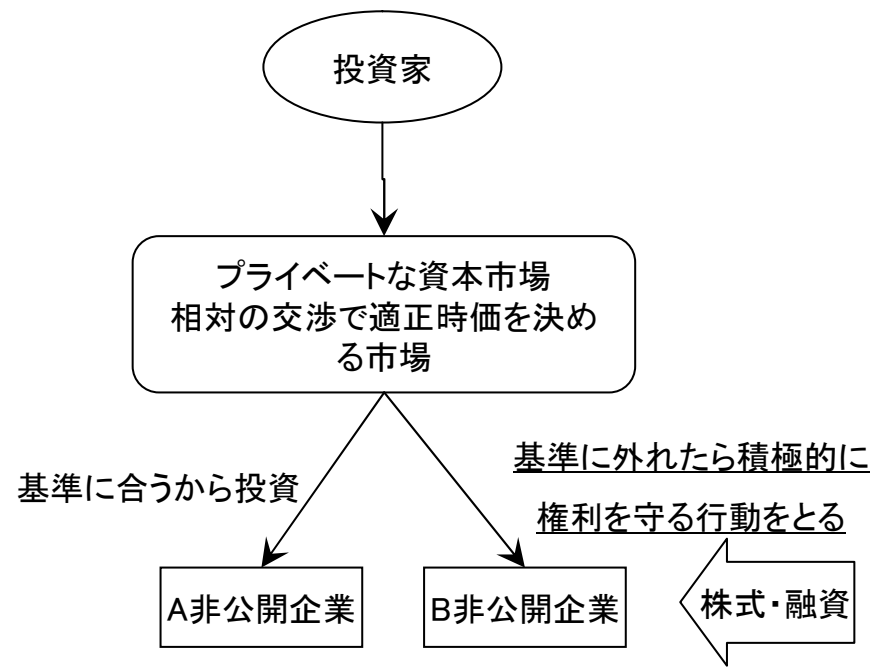
## ◆「エイジェンシー」取引と、「プリンシパル」取引

- 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

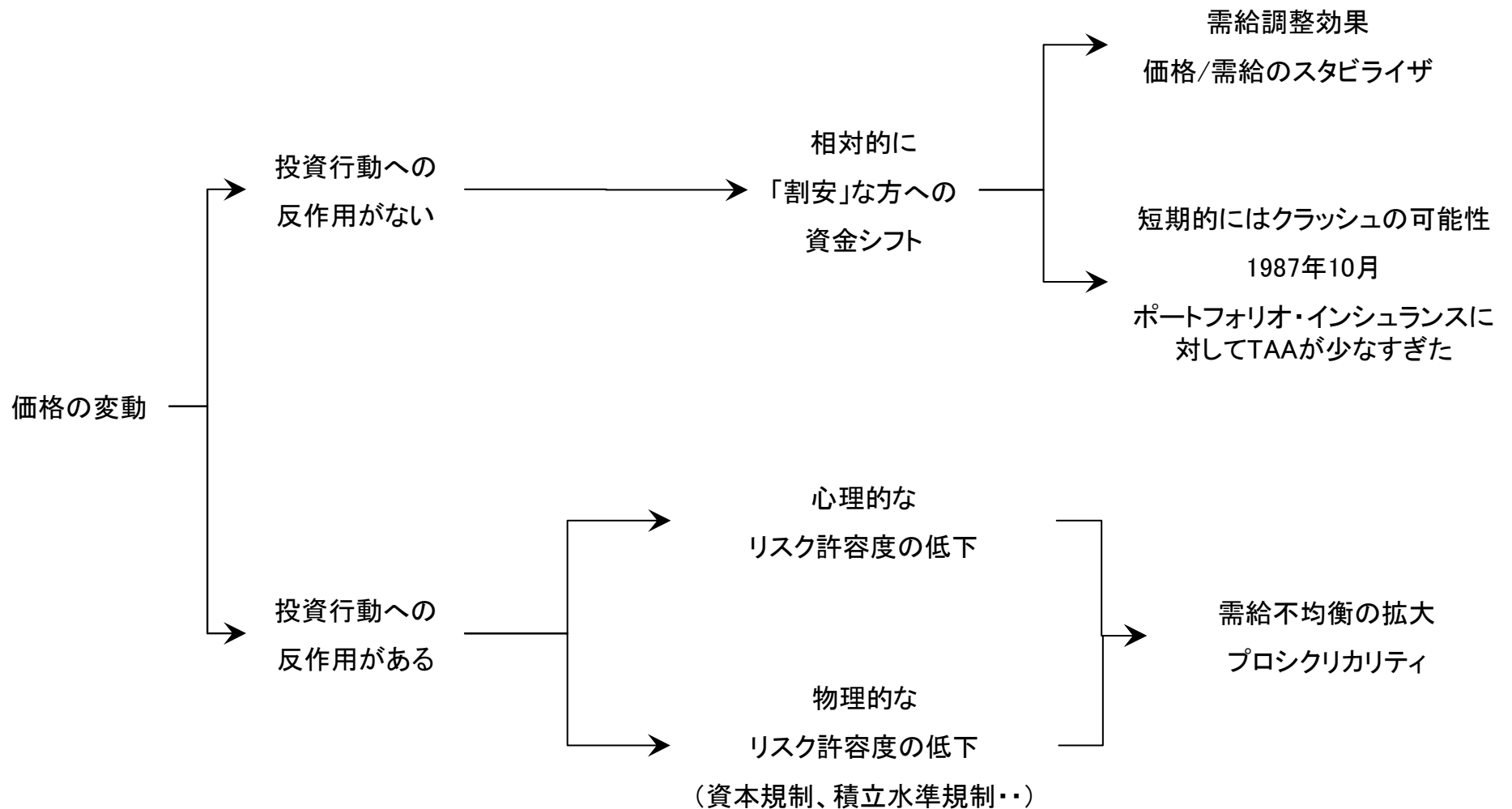


- ⇒ 売買によるリスク管理=いやなら売る
- ⇒ 低廉なコストで売ることが前提=資本市場の効率性を前提にするリスク管理
- ⇒ 資本市場の流動性に対してプレミアムを払う=流動性の対価
- ⇒ 資本市場の機能不全には脆い=ストレス耐性弱い、流動性の対価が無駄払い
- ⇒ 過度な時価主義等によりボラティリティが増す=不必要なボラティリティというコストの支払い



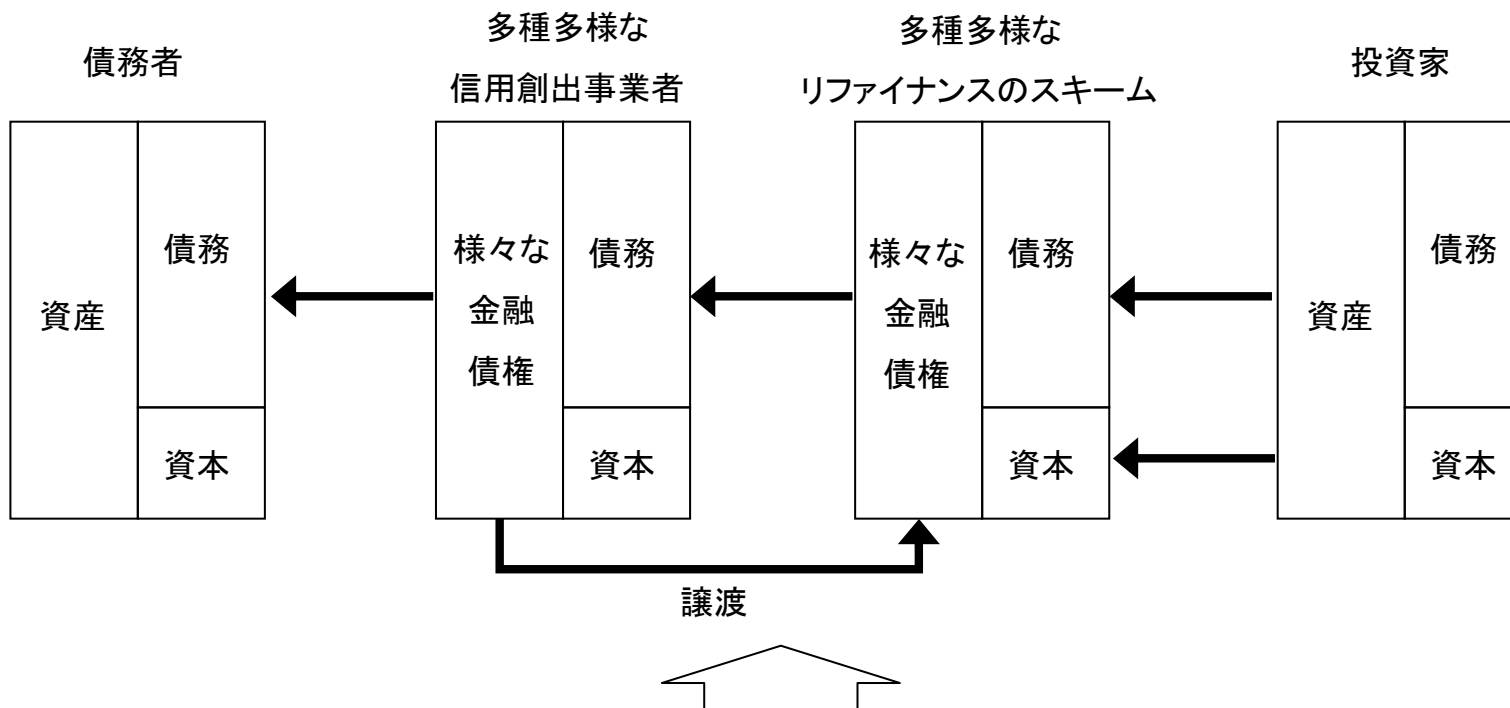
- ⇒ 積極的な行動による権利保全=経営介入、譲渡先を見つける、譲渡価格の交渉……
- ⇒ 流動性の対価を払わないかわりに、積極的行動の対価を払う
- ⇒ 資本市場の機能不全に強い=投資機会の拡大
- ⇒ 過度な時価評価の弊害を避ける

# ビルト・イン・スタビライザとプロシクリカリティ



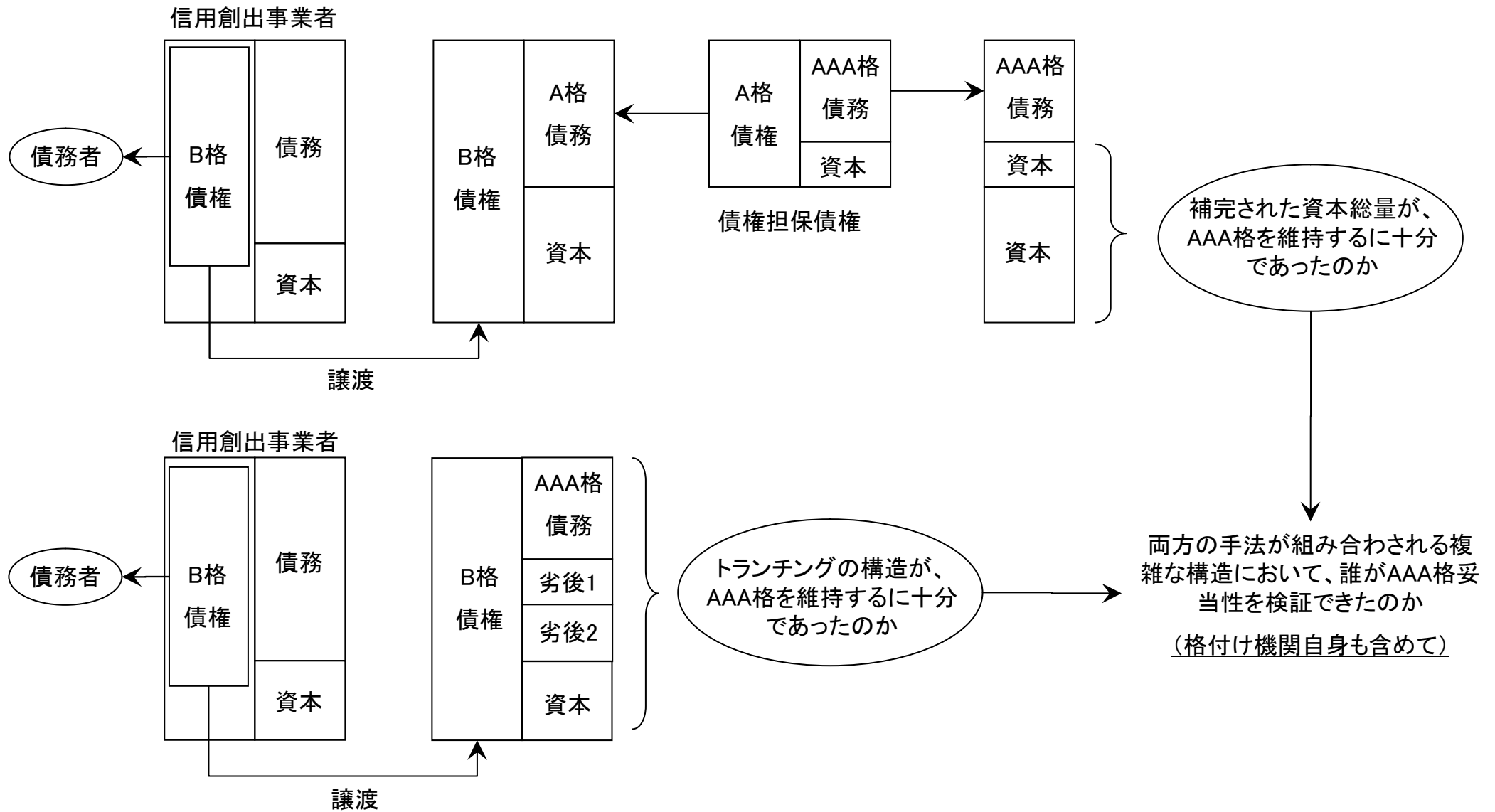
# 金融機能の解体とリファイナンス

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



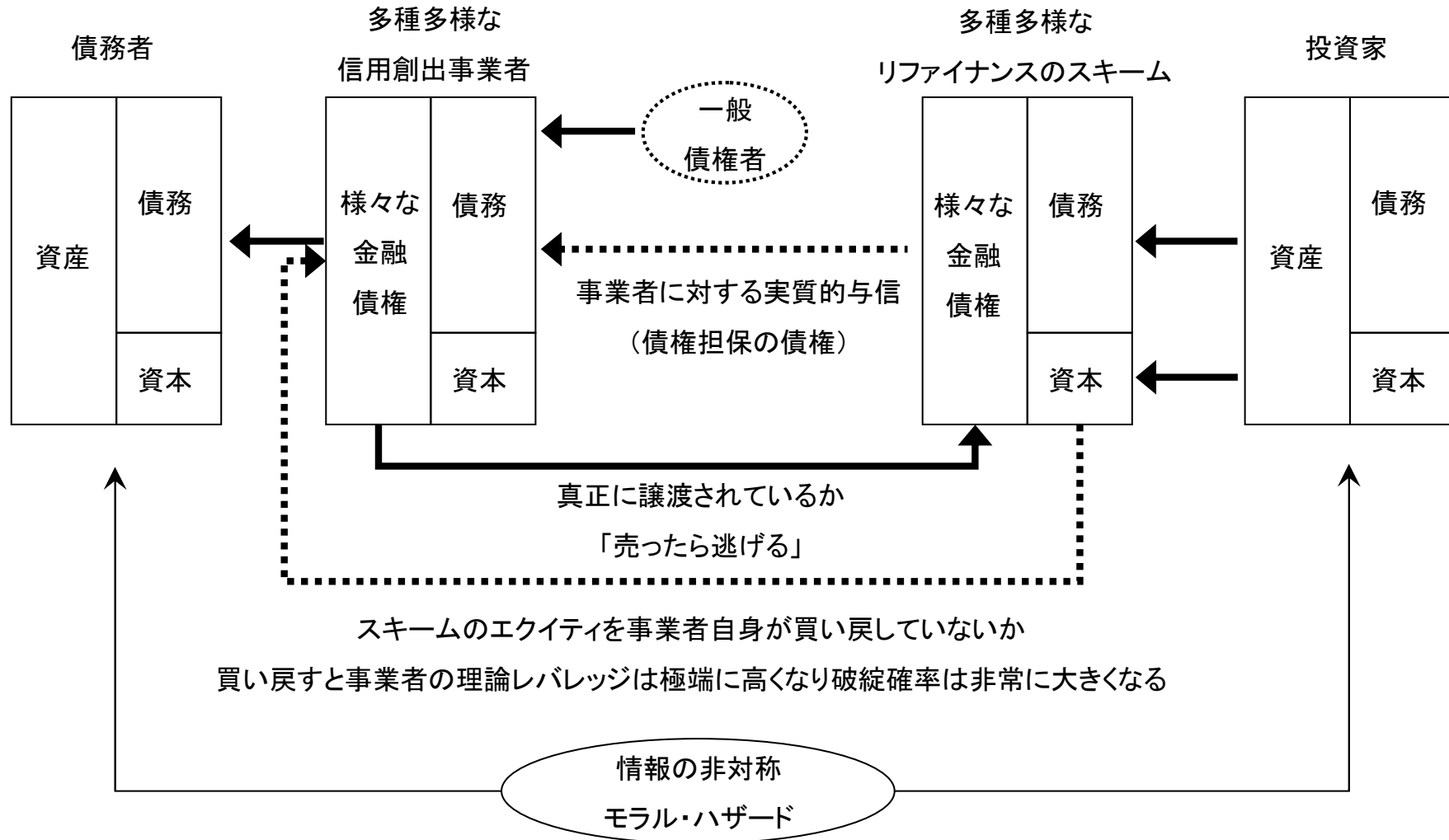
- 真正譲渡、譲渡担保、担保など、微妙に法的構造の異なる多種多様なスキームがありうること
- クレジット・デリバティブや、保証など、オフバランスの取引も組み合わせうること
- 倒産隔離の観点からは、真正譲渡が望ましくても、債権管理・回収の観点からは、事業者の管理下におく担保型にも別のメリットのあること

# 信用リスクの濾過機能と格付けの問題



# 真正売却と倒産隔離

原債権がリファイナンス・スキームに対して真正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3日コラム -

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発現すると、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る怠慢など、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。

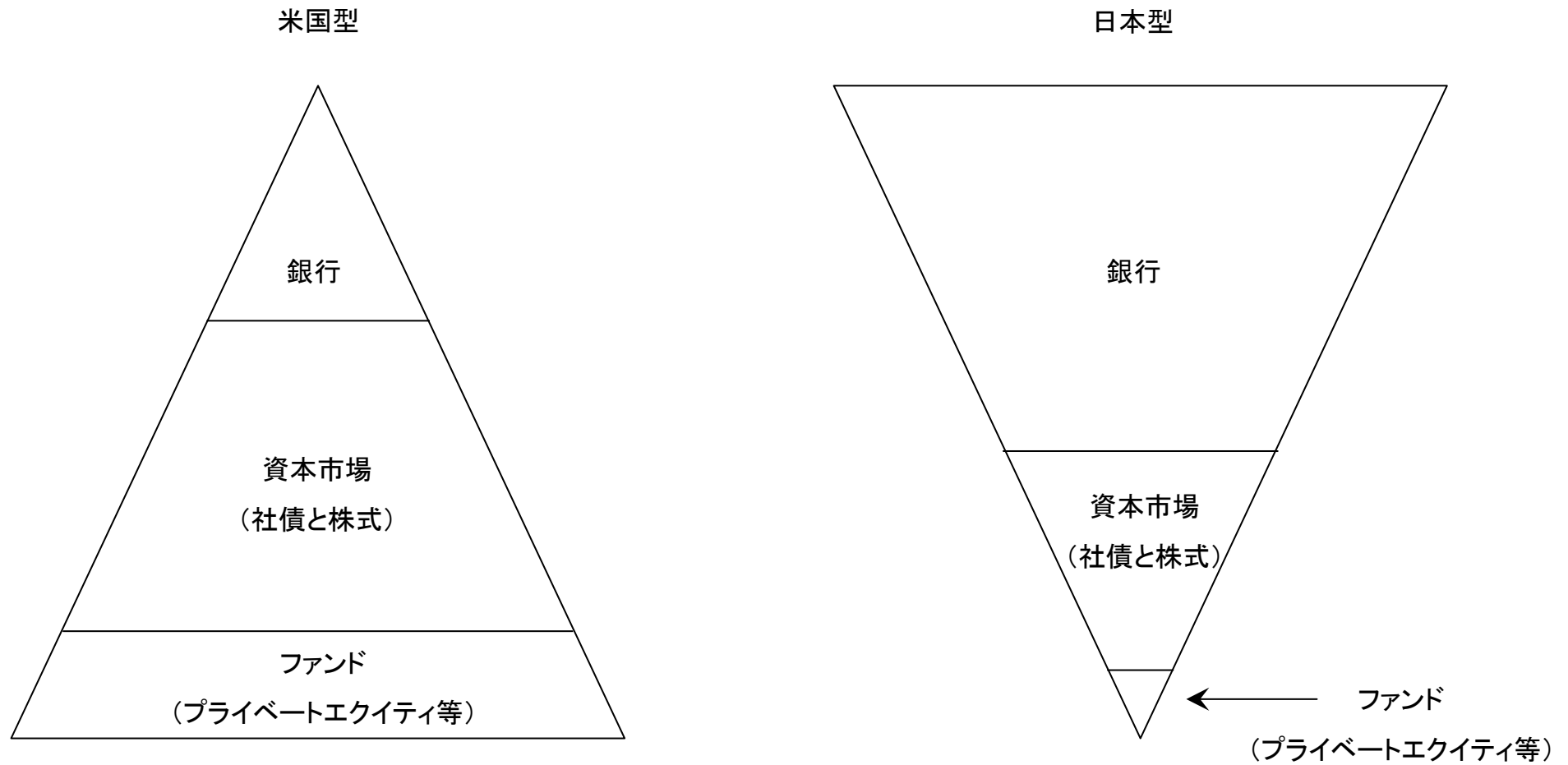
少なくとも、普通の人の常識からすれば、銀行の重要な機能の一つが、与信であることは明らかであると思われれます。与信行為には、審査から始まって、債務者との日常の接触に基づく細かな債権管理、確実な回収などを本業として含むはずで、この本業のリスクである与信リスクをヘッジすることには、実は、モラル・ハザードを誘発する恐れがあるはずで、もしも、債務者破綻によってこうむる損失がヘッジ出来るとするならば、審査や債権管理が杜撰になる可能性は否定できないでしょう。

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。

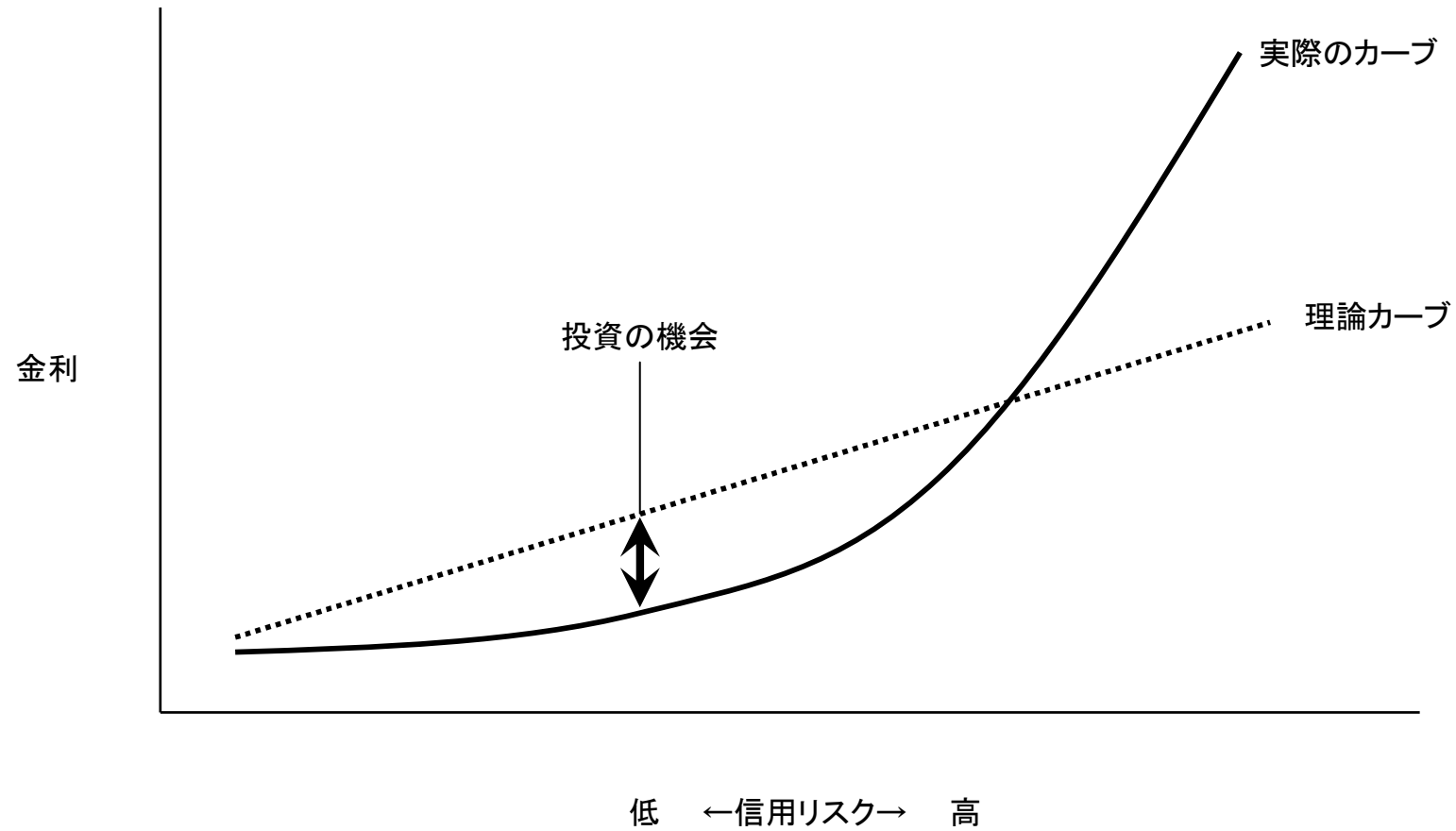
現在の金融市場が作り出す様々な金融商品に、我々は、投資していかなければなりません。金融商品の評価に際しては、基本的要件の確認が必要です。そのような要件の一つが、仕組み上、モラル・ハザードを内包していないか、ということです。今となっては明らかですが、サブプライム問題の本質は、モラル・ハザードです。転売目的の住宅ローン債権は、融資実行者において、最初から与信リスクを負担する気がないので、審査が杜撰になるのは当然です。そのような債権を原資産にして、いかに高度な金融工学を凝らすとも、まともな金融商品は生まれ得ないわけです。住宅ローン債権の証券化自体に問題があるわけではありません。モラル・ハザードの起き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

# 日本型金融システム

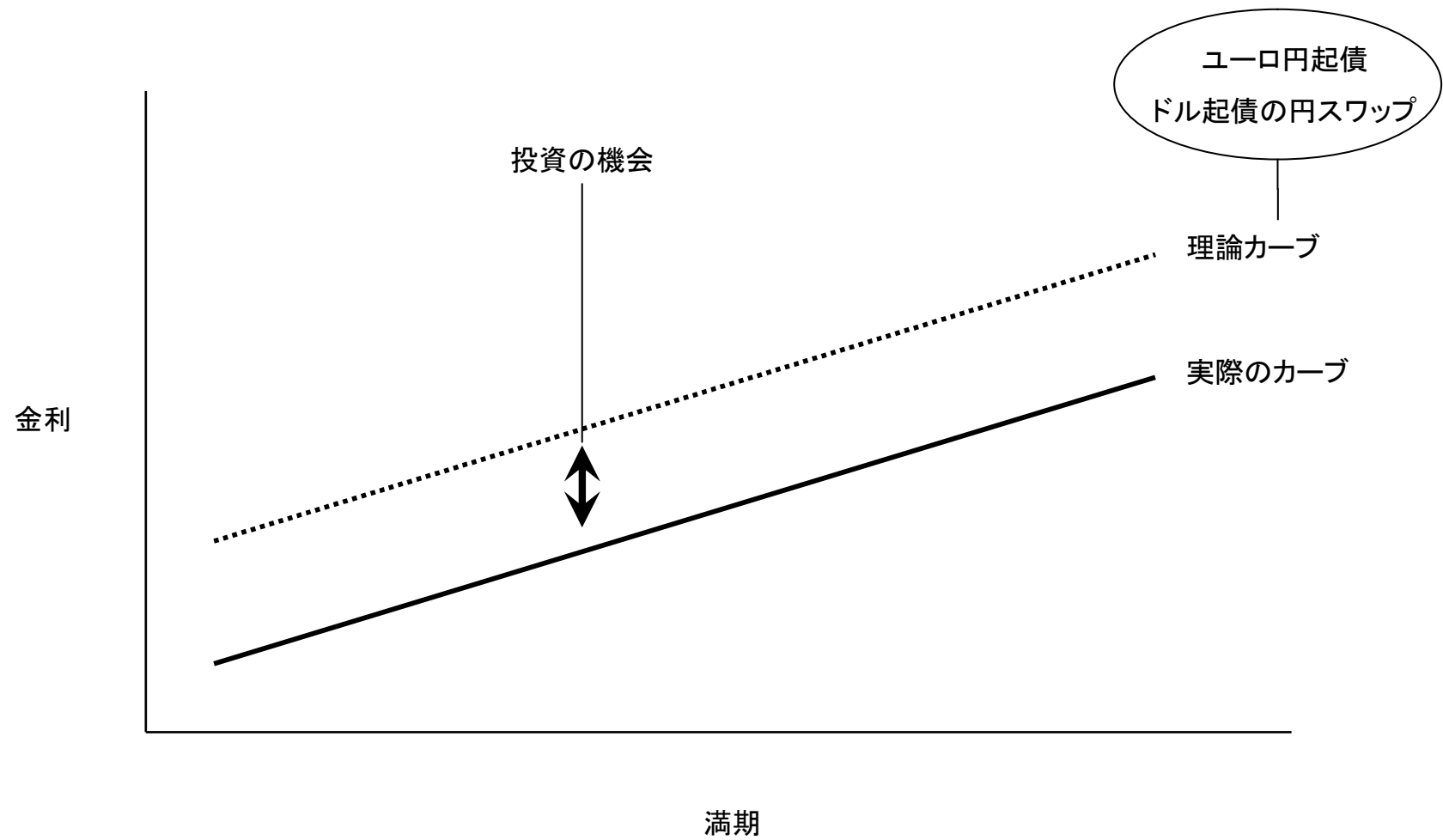


- 30年遅れた日本(英国サッチャー、米国レーガンの時代の資本市場強化、富裕層・財団の形成)
- 日本型では、銀行が資本市場機能とファンド機能を代替してきた(いわゆる投融資という考え方)
- 日本型の金融システムに、銀行の資本規制を適用することには構造的難点がある

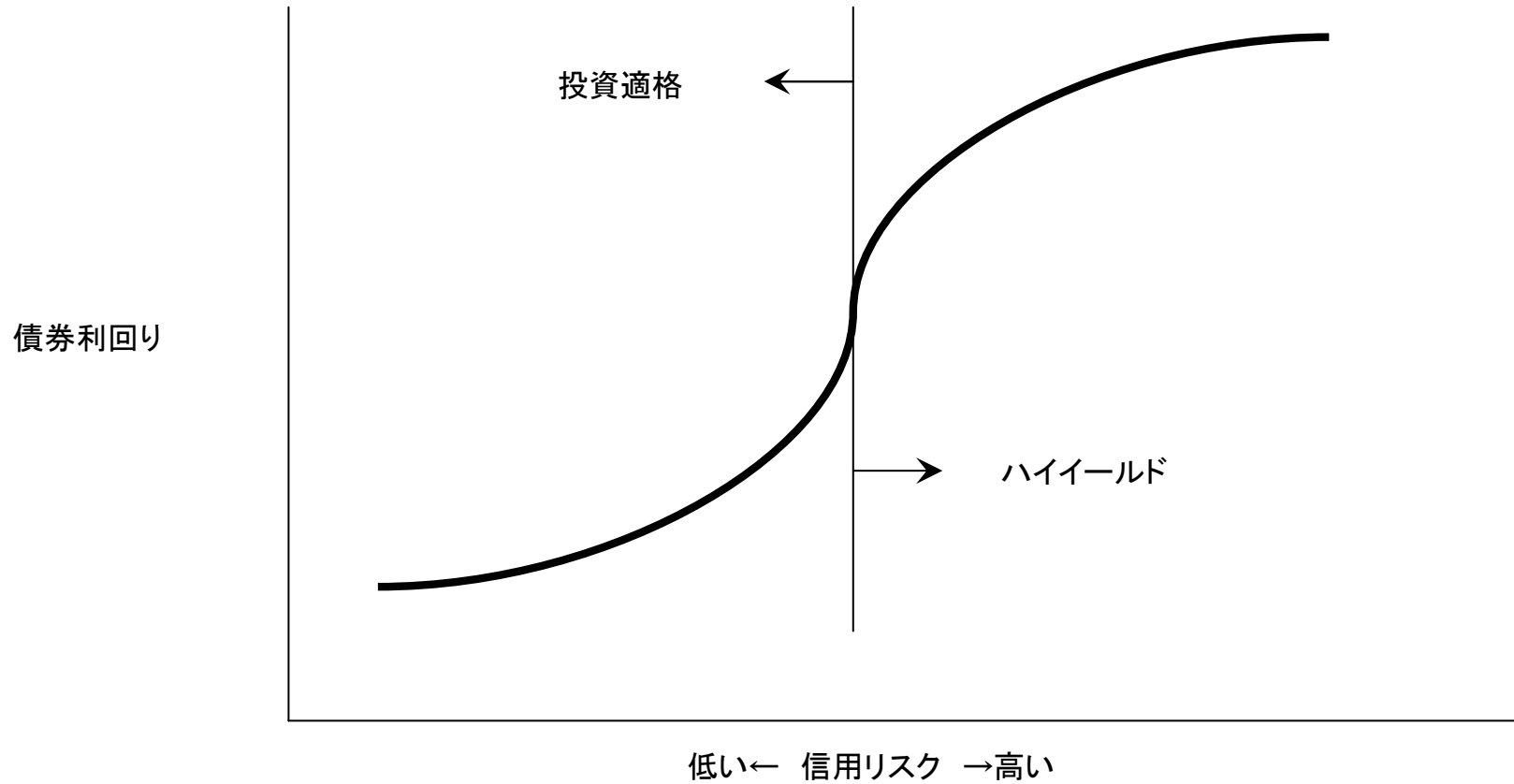
# 歪んだ信用リスクのカーブ



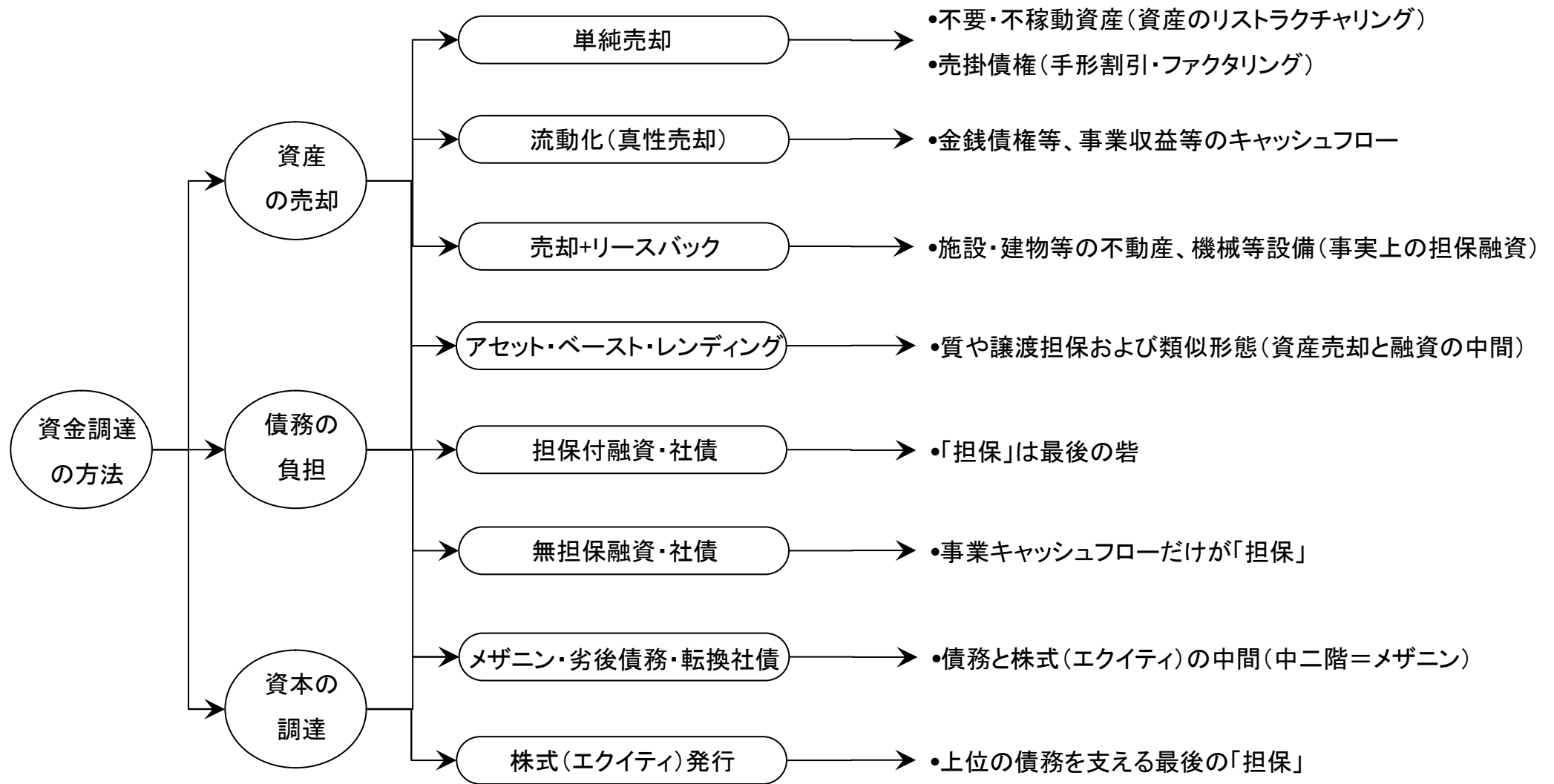
# 歪んだ国債のカーブ



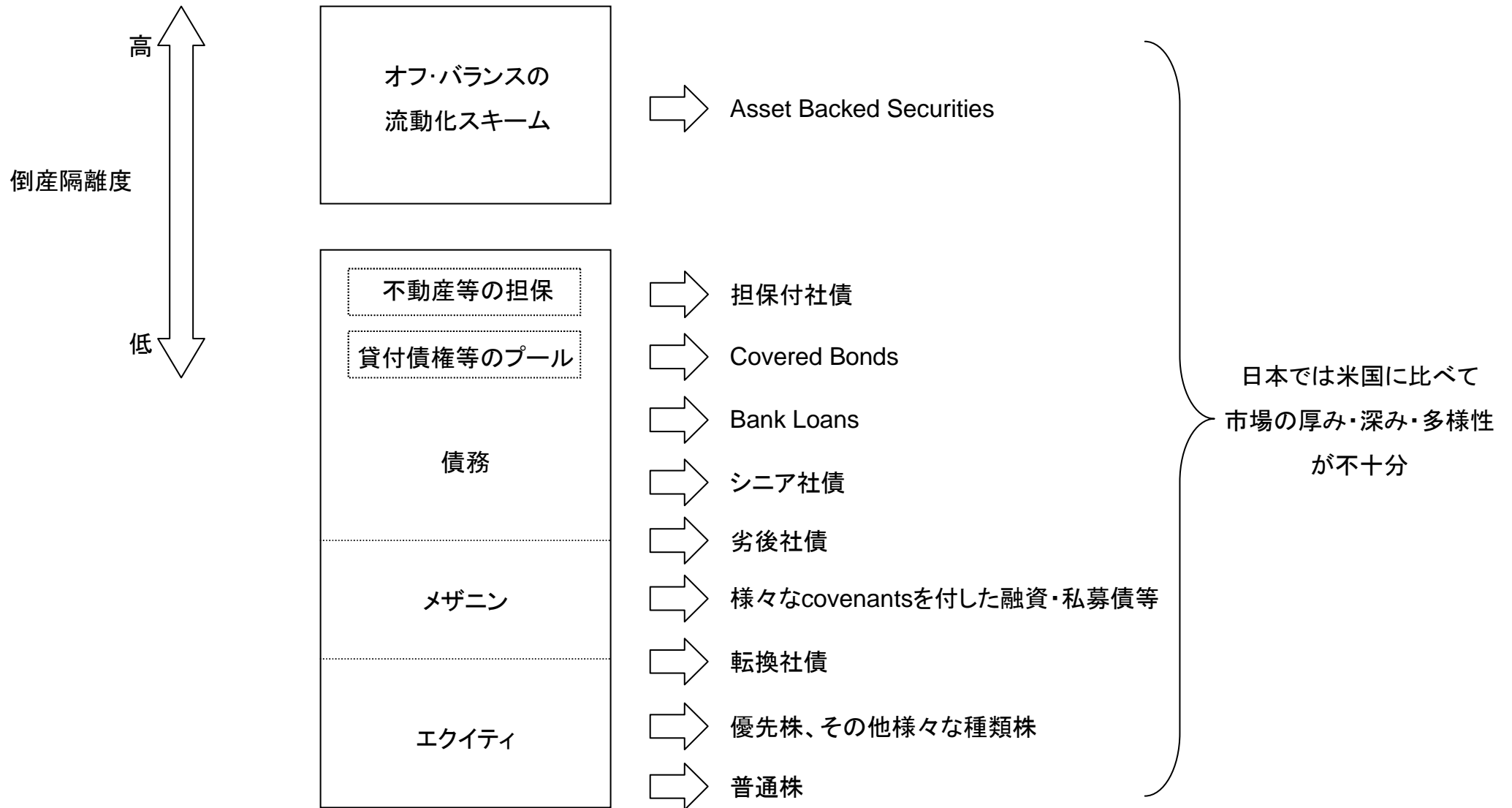
# 信用リスクとスプレッド



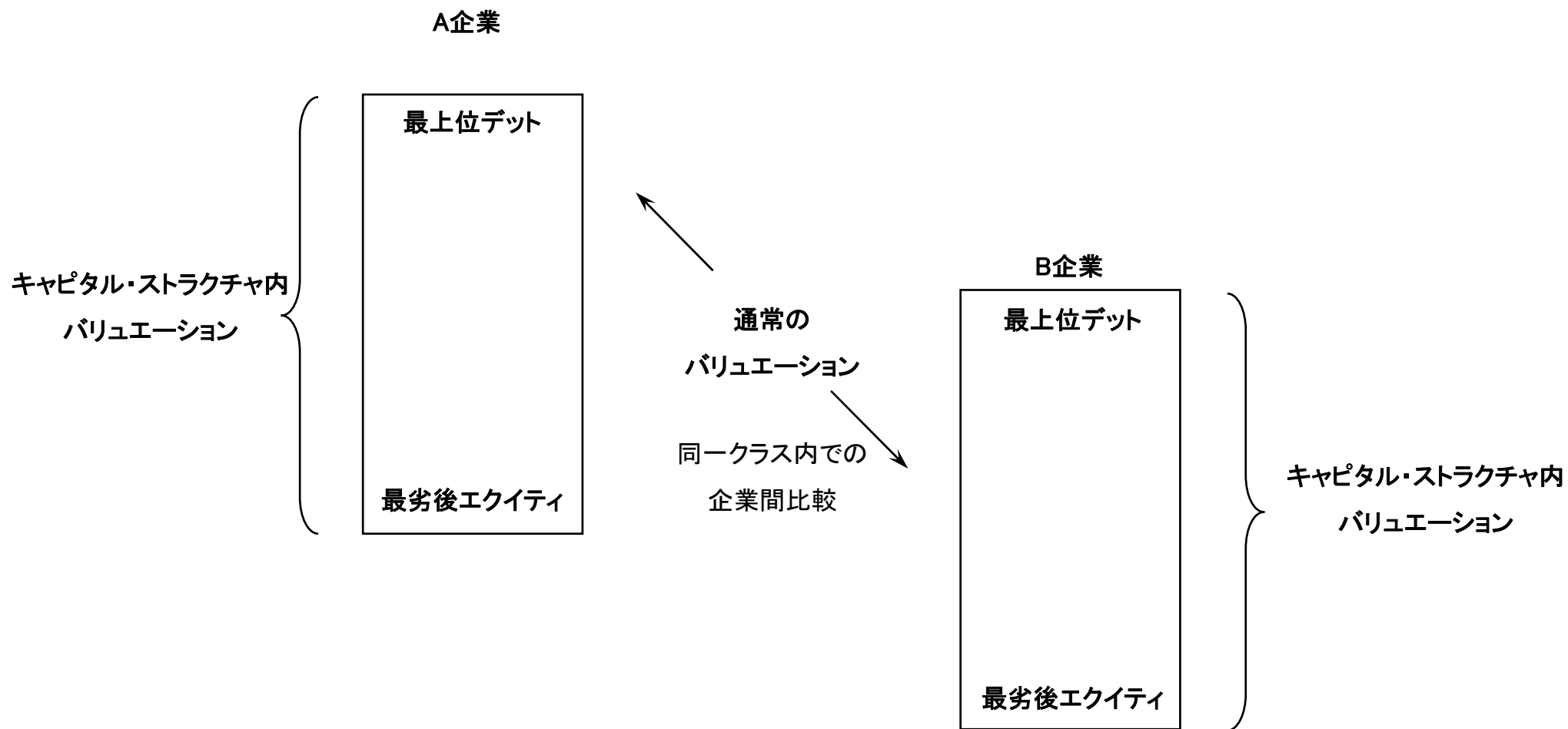
# 伝統的融資の限界と代替的ファイナンスの方法



# 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



## 注意事項

- 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。