

金融レバレッジと市場経済

東京国際大学 商学部 教授
渡辺 信一

1 はじめに

金融市場にデリバティブが導入されてから、まだ、それほど時間が経っていないが、現在の市場経済は、デリバティブ抜きには考えられない状況にあると言っても過言ではないだろう¹。

デリバティブの最大の特徴は、「レバレッジ」にあると言える。「レバレッジ」があるからこそ、デリバティブを使ったヘッジができるのであり、同時に、「レバレッジ」があるからこそ、デリバティブを使った投機が可能となるのである。

考えてみれば、「証券化」とは、銀行の自己資本の数倍もの貸出を可能にする点では、一種の「レバレッジ取引」である。その点では、「証券化」は、広義の「デリバティブ取引」ということができるのかもしれない²。そして、行きすぎた「証券化」の帰結は、リーマン・ショックに象徴される「証券化商品」の大暴落であった。「証券化商品」の大暴落は、「サブプライム・ローンを組み込んだ MBS (Mortgage Backed Security) の流動性の危機」であったとされているが、その背後には、これ以上のレバレッジの拡大は、「市場のリスク負担量」を超えるという投資家の本能的な危機感があったのではないだろうか。

さらに怖いのは、モラル・ハザードの問題である。「レバレッジ」は、「借りた金は返さなければならない」という当然の約束を「反故にできる」という可能性を高め、「人々の倫理観を麻痺させる」可能性があるからである。一種のモラル・ハザードが蔓延し、正常な感覚が失われてしまうのである³。本稿では、現在の市場が抱える問題を、「レバレッジ」の観点から振り返り、問題点を探ってみたい。

2 拡大するレバレッジ

今日、世界各国は、莫大な債務を抱えている。アメリカや日本の場合、いまだ、顕在化していないが、世界経済は、一触即発の状況にある。世界経済が、レバレッジを抱える原因を作ったのは、リーマン・ショックに対応するためにアメリカが行った金融緩和策である。詳細は省くが、アメリカが採用した政策は、QE2 と呼ばれる。それは、日本が不良債権処理に苦しむ中で採用した「量的緩和策」であった。

アメリカが採用した「量的緩和策」が、回り回って、中国の地価を押し上げ、中国経済のバブル化の一因を作っているという指摘があるが、とりあえず、そのことの適否は、問わないことにしたい。

本稿で指摘したいのは、リーマン・ショックで懲りたはずのアメリカが、またしても、レバレッジの活用によって、危機を脱しようとしたということである。

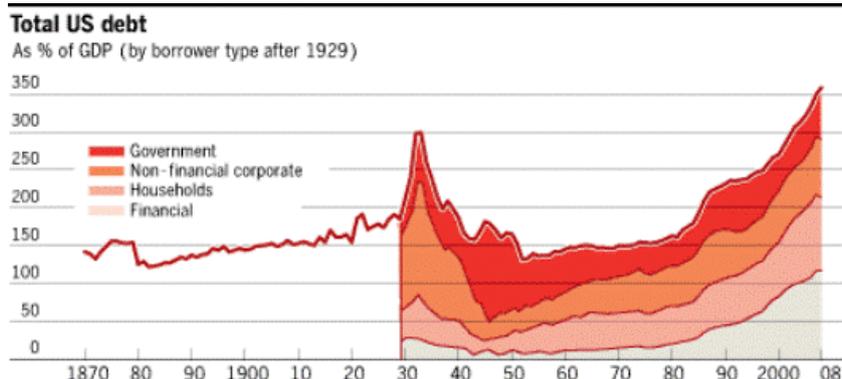
もちろん、政府が金融政策を利用した結果、財政債務が膨らむのは、止むを得ないとする見方もできよう。しかし、本稿で指摘したいのは、行きすぎたレバレッジは、他国の経済のバブル化や、ソブリン危機という形で、結局は、自国に跳ね返ってくるということである。

¹ 1972年には、CME (Chicago Mercantile Exchange : シカゴ・マーカンタイル取引所) で通貨先物取引、1973年には、CBOT (Chicago Board of Trade : シカゴ・ボード・オブ・トレード) で、個別株のオプション取引が開始された。

² 「信用創造」自体がすでに「レバレッジ取引」であり、その意味では、現在の社会は、「レバレッジ」とは無縁ではない。しかし、「証券化」を前提に、貸出が行われたとすれば、「証券化」は、過度の「信用創造」を可能にする仕組みであると言えよう。

³ 「レバレッジ」とモラル・ハザードは、無関係と考えることもできる。しかし、「証券化」によって、金融機関に高「レバレッジ」が可能となれば、モラル・ハザードは、蔓延する可能性が高い。

図表1 アメリカの財政債務のGDPに対する割合 (%)



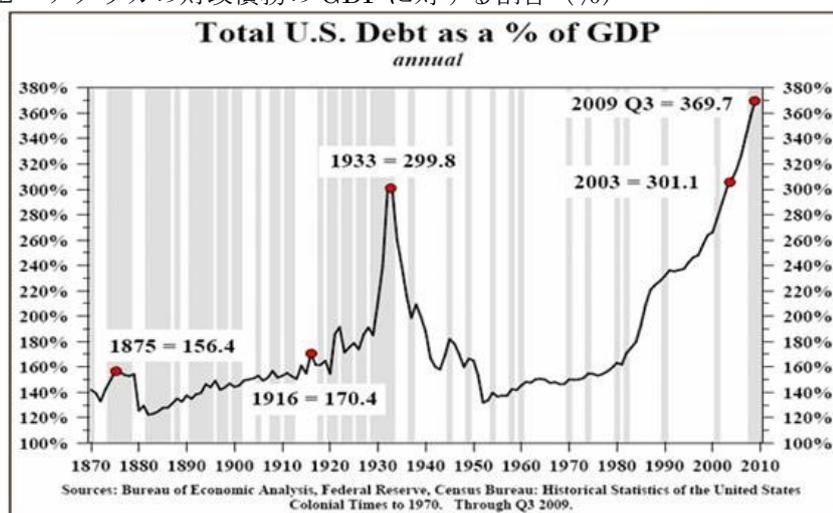
(出典 : Global Finance HP

(<http://www.gfmag.com/tools/global-database/economic-data/10403-total-debt-to-gdp.html#axzz1gYxlSx8L>))

図表1は、アメリカの政府債務、非金融機関法人、家計、金融機関の抱える債務を1870年以降に関して見たものである。現在、その水準は、350%となり、第二次世界大戦前の状況を超えつつある⁴。

図表2は、図表1の期間を直近まで延ばしたものである。図表2は、図表1よりも深刻度が増しつつあることを示している。

図表2 アメリカの財政債務のGDPに対する割合 (%)



(出典 : The Economic Collapse HP

(<http://theeconomiccollapseblog.com/wp-content/uploads/2010/07/Total-US-Debt-As-A-Percentage-Of-GDP.jpg>))

⁴ アメリカでは、2011年8月1日（現地時間）に下院で、2日には上院で、債務の上限を引き上げる法案が可決された。その結果、連邦債務の限度額が、当時の1.3兆ドルから2.1兆ドル引き上げることが決定された。しかし、それ以上に問題なのは、事業法人、家計、金融機関の抱える債務である。

3 MM理論からの帰結

ところで、いわゆる MM 理論によれば、企業は、その資金調達の方法を変えても、企業価値を増やすことはできないとされる。

その理由は簡単である。今、ある企業が借入れを増やして、すなわち、財務レバレッジを利用して、ROE（株主資本利益率）を高めたとして。

借入を増やすだけで、計算上、ROE は高まる。しかし、世の中に、そんな錬金術は通用しないのである。効率的な市場では、市場は、その企業の負債比率（＝レバレッジ）が高まり、倒産確率が高まったことを察知し、株価を下げるはずである。あるいは、そのことは、当該企業が発行する債券の要求利回りを上げるはずである。

そして、その上昇は、上昇したレバレッジの効果、すなわち、ROE の上昇をちょうど打ち消すまで続くであろう。したがって、結果的に、企業の ROE は、借入れを増やす前と後で、変わらないはずである。

(1) 式は、いわゆる MM の第二命題と呼ばれる式である。ROE は、株主資本利益率、ROA は、総資産利益率、B は、債券価格（時価総額）、S は、株式価格（時価総額）、r は、借入金利を表わす。

$$ROE = ROA + \frac{B}{S} \times (ROA - r) \quad \dots (1)$$

(1) 式の (ROA-r) は、プラスにもマイナスにも働く。借入れ金利を上回る利益率を維持できれば、この値はプラスだが、そうでなければマイナスになる。巨額の借入れを行った企業の利益率が下げれば、即、倒産に追い込まれるのである。

また、このことは、上式を変形させれば、容易に確認することができる。(2) 式は、MM の第三命題と呼ばれる。一般には、資本コストを分解した式と捉えられている。

$$ROA = ROE \times \frac{S}{S+B} + r \times \frac{B}{S+B} \quad \dots (2)$$

上式で、ROE を人為的に上げても、S が下落し、r が上昇することによって、その効果は打ち消されるはずである。MM 理論は、仮定が現実合わない「実験室の議論」であるとして、否定する向きもあるが、その結論は、いたってシンプルである。要するに、「財務政策によって、企業価値を増やすことはできない」のである⁵。

MM 理論は、企業金融に関する理論である。したがって、国家に、そのまま当てはめることは無理があるかもしれない。しかし、今日、国家も、債券を発行して、国民から借入を行う存在であり、実際に、国家もデフォルトする存在である以上、擬似的に、MM 理論を適用することも可能であろう。

また、今日、国家も格付会社による格付けを受ける存在であり、実際、ソブリン CDS (Credit Default Swap) も取引されている以上、このような仮定も、机上の空論と片付けることもできまい。

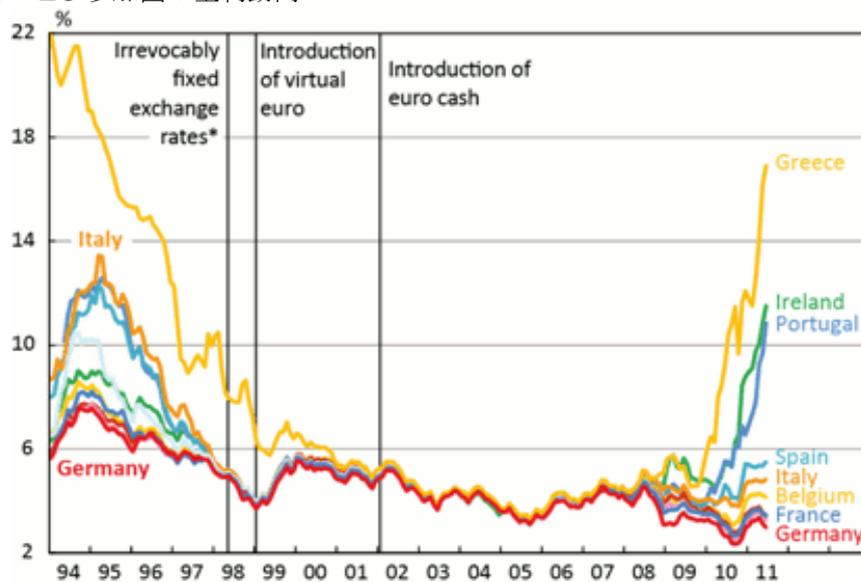
このような観点から見た場合、現在、世界各国が国債を発行し、マネー・サプライを増やそうとしているのは、まさに、「財務政策によって、企業価値を増やすこと」ではないだろうか。

このことは、ギリシャ危機を乗り越ったかに見える EU でも当てはまる。Euro という共通通貨の下、EU 加盟国の金利は、パラレルな動きをしていた。

ところが、図表 3 にあるように、2008 年以降、各国の金利が、まちまちの動きを示すようになった。これは、まさに、MM 理論で言うところの信用リスクの高まりを察知した市場参加者の対応によって、借入金利の上昇が始まった結果である。

⁵ MM 理論は、企業金融に関する理論であり、それをそのまま政府に敷衍することは無理があるという考え方もあり得よう。しかし、市場から借入れを行って公共事業を行い、破綻もありうるという点では、政府も企業と考えることも可能であろう。

図表3 EU参加国の金利動向



(出典：VOX HP (<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6821>))

このような動きに対応して、ヨーロッパ各国も、対策に乗り出した。EU域内の金融機関は、ギリシャ国債を50%減免することを決めた。この結果、EU域内の金融機関は、9兆円、EU域内の政府は3兆円の損失を被ることとなる。さらに、ギリシャのデフォルトによって、CDSの損失額は、60兆円～80兆円になる。ユーロ17ヶ国の合計では、1200兆円～1800兆円となり、50%の支払いだとしても、600兆円を超える。

さらに、EU債務危機に対する包括案では、EFSF（欧州金融安定ファシリティ）にレバレッジをかけ、1兆ユーロにすることが検討されている。

しかし、問題は、EFSFそのものが、一種のデリバティブに他ならない点にある⁶。

4 CDS 契約残高の推移

ところで、リーマン・ショックのきっかけを作ったCDSの契約額は、BISの調査に基づけば、2009年12月末で32兆7000億ドル（想定元本ベース）であった。2008年前半には60兆ドル近かったことから、契約額は、半減している。

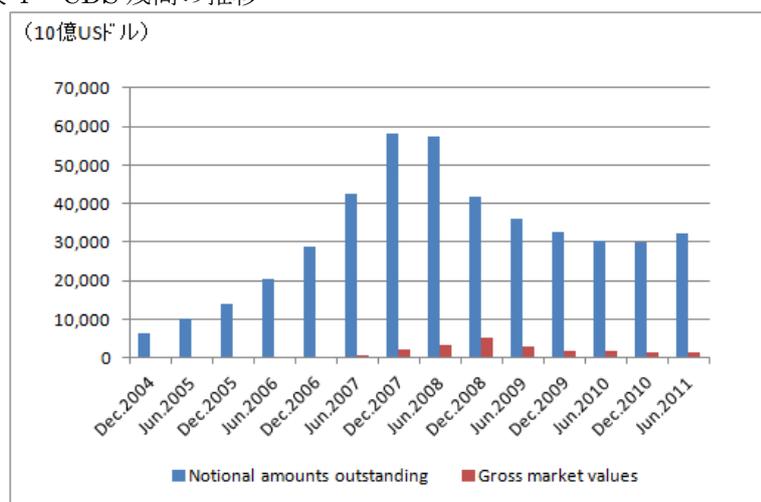
この背景には、2009年のG20財務省、中央銀行総裁会議で、AIG危機の影響が、CDS取引だったことをふまえて、店頭デリバティブの規制で合意したことや、アメリカの金融規制法案の影響もある。しかし、2010年以降、残高は減っていないどころか、微増の傾向にある。また、2009年以降、ソブリンCDS（国債を対象としたCDS）が急増しているとの報道もある。

このように、対象企業が倒産した時に支払いが発生するCDS取引は、銀行のレバレッジ取引を拡大させる原因だとして、リーマン・ショックの犯人だとされたにも関わらず、最近、取引残高を増やしていることは、今後、金融危機の原因になりかねない危険性を有している。

その意味では、リーマン・ショックは、決して、過去の出来事ではなく、別の形で、再度、起こり得るのである。

⁶ EFSFのレバレッジ活用案については、特別目的会社（SPV）を活用する案と、保証スキームを活用する案があるが、詳細は、不明である。いずれの案にしても、「拡大したレバレッジ」を「レバレッジ」で防ぐことになる。MM理論によれば、拡大したレバレッジは、高いリスクで相殺される。その結果、最悪の場合、企業は破綻し、清算されることになる。政府債務の増大も、結果的には、同じ道を歩む可能性が高いと言わざるを得ない。

図表4 CDS 残高の推移



(出典：BIS, “Semiannual OTC Derivatives Statistics at end-June 2011 ”
(<http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>))

5 おわりに

本稿では、現在の市場が抱える問題を、「レバレッジ」の観点から振り返り、問題点を探ってみた。現在、世界経済は、「高レバレッジ」によって、かろうじて小康状態を保ちつつある。しかし、MM理論によれば、財務政策によって、実態経済を変えることは不可能である。言い換えれば、「高レバレッジ」は、必ず、「金利上昇＝債券価格の下落」を招くことになる。

しかも、金利上昇は、倒産リスクの高い国ほど、顕著である。金利上昇は、国際価格の暴落を招き、零細の借入先を倒産に追い込むこととなる。それを人為的に抑え込もうとして、EUのように、EFSFを人為的に作っても、それ自体が、「レバレッジ」を伴った仕組であることに注目すべきである。

さらに、「人為的な低金利政策」は、余剰資金を世界各国にまき散らし、資産価格の高騰や、開発途上国のインフレやバブルを招来する可能性が高い。さらに怖いのが、モラル・ハザードの蔓延である。

MM理論によれば、実態経済を立ち直らせることによってしか、企業価値を高めることはできない。リーマン・ショックは「証券化の失敗」が招いた危機であったが、それは、一過性の危機ではない。むしろ、リーマン・ショックの本質は、「流動性危機」ではなくて、「レバレッジ危機」であった。我々は、そのことを肝に銘じて、「世界金融危機」に対する対応策を考えなければならないのである。

(参考文献)

- 1 BIS, “Semiannual OTC Derivatives Statistics at end-June 2011 ”
(<http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>)
- 2 Global Finance HP
(<http://www.gfmag.com/tools/global-database/economic-data/10403-total-debhtml#axzz1gYxlx8L>)
- 3 The Economic Collapse HP
(<http://theeconomiccollapseblog.com/wp-content/uploads/2010/07/Total-US-Debt-As-A-Percentage-Of-GDP.jpg>)
- 4 VOX HP (<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6821>)