

そのカネはリアルなのか？

—虚像のクレジット・デリバティブ市場が企業価値の評価を困難にする—

矢澤 健太郎

1. 問題提起

人間の目は、光があるから対象が見える。光が脳に対象を表象し、それで物体の認識が可能となる。人間は「鏡」によってしか自分の姿を認識できない。鏡に光が当たり、それが脳に自分の姿を表象させる。だが、どんな鏡にも限界はある。例えば対象が極端に微粒・遠方であった場合、顕微鏡や望遠鏡を使えば見えてくるが、もし手で目を隠して光を遮断すれば、暗くて何も見えない。つまり、人間は光のない世界、暗闇では何も見えないのである⁽¹⁾。

私の問題を自動車の運転に例えてみる。自動車の運転は、基本的には晴天で、昼間の運転を想定している。夜間や大雨の場合、ライトを点滅させ、速度を落として車間距離を長めにとって運転する必要がある。だが、もし激しい落雷や前方が1メートル先すら見えない濃霧となった場合、我々はどうするであろうか。自動車教習所教会の『自動車教本』では、「視界が妨げられ、悪条件が重なるので、速度を落として慎重な運転をする必要があります」とだけ述べている。運転をするべきではない、とは述べていないのだ。

何故なら、たとえ濃霧であっても、例えば警察・消防・救急車など、自動車を運転しなければならぬ理由があるからだ。そして、激しい落雷や濃霧などは、基本的には一年を

(1) 光と影、そして像（表象）の概念は、ソクラテス以降の哲学史上で未解決の重要論点となっている。これを最初に問題にしたのがソクラテスで、プラトンの『国家』（第7巻）の冒頭に「洞窟の比喩」として述べられている。それは次のような問答で描かれる。「洞窟の中に、身動きが出来ずに縛られている人々がいる、とする。もし人々の後ろで火が燃えていたら、この人々には、火の光で投影される「影」には実体があるものだと思うだろうか？」「そう思います」「では、この人々が真実性を認めるのは、自分の「影」以外にはない、ということだね？」「その通りです」「だが、この人々のうちから一人だけ束縛から放たれ、急に自由になって背後にある火の光を見ることが出来た、とする。最初は目がチカチカして苦痛だろうが、やがて彼は「影」の正体を知って、前よりも正常に物事が見え、より真実性に近づくのではないか。その場合、もし彼が、より大切な真実を見ることが出来たと言って、それを洞窟の中にいる人々に伝えようとしても、「影」しか見たことがない人々には伝わらず、ただ失笑を買うだけではないか。そして、もし人々が彼を捕まえるようなことがあれば、彼は殺されてしまうのではないか？」「そうなるでしょうね」（ソクラテス・グラウコンの対話）

もし我々が「真実」だと思っているものが、ただの虚像でしかなかったとしたら、どうなるであろうか。実際はリアルだと思っていたものが、全くリアルではなかったとしたら、我々は混乱すると思われる。2008年のサブプライム・ローン市場崩壊によるリーマンショックが、この問題に該当する。虚像のバブル経済が形成され、人々はリアルではないマネーを強欲に追い求めていた。本稿は、この「実体・表象」の概念を、企業価値という視座から経済学・マネジメントの問題として論じるための手掛かりとするものである。そのため、『そのカネはリアルなのか？』をタイトルとして問うことにした。

通じて減多に起こらず、日本および世界の気候は「晴天が常識」なので、濃霧などは特異なケース（減多に起こらない偶発事象）として取り扱われる。

減多に起こらない偶発事象は、経済学の用語で「ファットテール」と呼んでいる。これは「太いしっぽ」と和訳され、コインを100回投げて、全て表だけが出るような、確率的には減多にあり得ないが、絶対にないとは言い切れない突発的な事象を意味する。

ところで、もし地球環境破壊が影響して、異常気象が連日のように続いて、毎日が「濃霧」となってしまったら、どうなるであろうか。濃霧が当たり前となり、「悪天候が常識」へと変貌してしまったら、恐らく我々は自動車の運転を根本的に見直して、新しい交通手段のあり方を考えるであろう、と思われる。

現在の世界経済は、この「悪天候が常識」となりつつある、という問題を「企業価値」という視座から以下で問題にしていく。

企業価値とは何か。この問題は2005年、ホリエモン率いるライブドアがニッポン放送への敵対的買収を仕掛けたことで法廷闘争となり、「会社は誰のものか」という問題との関連の中で「企業価値」という用語が社会的に広まった。

だが、この2005年当時、世界経済ではCDO（債務担保証券：Collateralized Debt Obligation）と呼ばれる「証券化商品」が世界的に拡散していた。このCDOは、クレジット・デフォルト・スワップ（以下、CDSと略す）と呼ばれるデリバティブを、巨大なレバレッジを掛けて組成し、そこから虚像のバブル経済（住宅ローン・バブル）が形成されていった。そして、2008年のサブプライム・ローン市場崩壊によるリーマンショックを端緒として、「世界的・同時的金融デリバティブ大恐慌」が引き起こされ、世界経済は大パニック、現在に至ってもユーロ危機という欧州迷走、世界経済は深刻な大恐慌から抜け出せていない。今次の大恐慌の真因は、このCDSにあったのだ。

今次の大恐慌は「100年に一度の危機」と呼ばれているが、もし本当に「100年に一度」であるならば、経済学のファットテールのように、減多にない例外事象として無視しても良いであろう。だが、このCDSというクレジット・デリバティブは、第二・第三のリーマンショックを生み出す危険性を内在している。つまり、CDSで組成されたCDOが存在し続ける限り、リアル・マネーとはほど遠い「虚像のクレジット市場」が形成され、これが実体経済（モノ作り生産経済）から大きく乖離する形で膨張していく危険性が、これからもあらゆる業界において見られる可能性がある、と指摘したいのである。

以下、2008年のリーマンショックを端緒とする世界的・同時的金融デリバティブ大恐慌に焦点を当て、CDSがいかに「濃霧」のような虚像のバブル経済を形成するものかを述べていく。既に述べたように、人間は光のない世界、暗闇では何も見えない。1メートル先すら見えない濃霧の場合、自動車の運転が難しいのと同じで、もしリアル・マネーが虚像としてゆがんで表象されてしまった場合、盲目の状態で企業を財務分析するようなもので、企業価値の評価は極めて困難となってくる。

本稿では、今次の大恐慌の真因であるCDSに焦点を当て、クレジット・デリバティブがいかにバブル経済という虚像を生じさせ、これが企業価値の評価をいかにゆがめるのかを述べていきたい。

2. 相手の破綻で「価値」が生まれるクレジット・デリバティブ

クオンタム・ファンドの経営者であるジョージ・ソロスは、1992年に英国ポンドの下落に空売りを行って、約10億ドルを稼いで世界的に非難された。だが、人の世評はいい加減なもので、その非難はやがて「短期間で巨額に金儲けした男」として賞賛の声へと変化していく。

古くは古代の哲学者ターレス、19世紀はハッチ爺ことベンジャミン・ハチンソン、20世紀はジョージ・ソロス、そして21世紀では世界的に有名なヘッジファンド会社であるポールソン・カンパニーのジョン・ポールソンだと思われる⁽²⁾。

ポールソン・カンパニーはヘッジファンドである。当初はM&A（企業合併・買収）のアービトラージ（差益稼ぎ）を専業としていたが、やがてクレジット・デリバティブに注目するようになった。そして、一世一代の大博打に出た。ファンドの全財産を注ぎ込んで、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）を買い集めるという大博打に賭けたのだ。

CDSは、債権に対する一つの「保険」である。「当初は一つの保険であった」と言うほうが適切かも知れない。後述するように、CDSは、保険という性質から、やがて投機という金儲けのための強欲な金融大量破壊兵器へと変貌していくからである。

まずは、保険としてのCDSの概略を述べる。

CDSとは、一年間に、債権額のわずか1%を支払うだけで、債権全額が保証されるというクレジット・デリバティブのことである。簡潔に例示すれば、A社がB社から借金をする。つまり、A社は債務者（借金をする側）、B社は債権者（お金を貸す側）となる。この場合のB社とは、ポールソン・カンパニーを意味している。そして、B社は「もしかしたらA社は債務不履行（破綻）を起こすかも知れない」と不安になる。そこで、C社に掛け合い、「債権の1%を保険料として一年間に支払うから、もしA社が破綻した場合、債権の全額を保証してほしい」というスワップ契約（取引）を結ぶ。これがクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の概略である。

通常は、新規企業（ベンチャー企業）などへの貸付（債権）に対して、もしかしたら債務不履行（破綻）が起きるかも知れない、という「保険」のクレジット・デリバティブと

(2) アリストテレス『政治学』の中で、古代の哲学者ターレスが「金儲けに哲学は役立たない」という冷笑に憤慨し、天体・天候予測の知識を駆使して、数ヶ月後のオリーブ栽培の圧搾機を使用するオプション（権利）を独占し、オリーブオイルの価格高騰を招いて、世評から大ひんしゅくを買ったことが述べられている。また、19世紀のスーパー・トレーダー「ハッチ爺」ことベンジャミン・ハチンソンは、穀物先物市場に全身全霊を注ぎ、1864年、小麦市場の不作を予測して小麦を買い占めて、予想が見事に的中して小麦価格は記録的な高値、ハッチ爺は世評から憎悪の対象となった。ジョージ・ソロスも1992年、英国ポンドを暴落させて、同じことをやっている。

ベスト（黒死病）が大流行してヨーロッパ全土の25%が死滅した1630年代のチューリップ・バブルでは、「どうせ明日には死ぬかも知れないから」という理由で、チューリップの球根（買う商品は何でも良かった）に人々が熱狂し、家が一軒買える値段までチューリップの球根が高騰した。

投機は、市場に流動性を生じさせるために容認されている。だが、チューリップ・バブルで人々が熱狂したように、そしてジョージ・ソロスのように何の法律違反もせずに英国ポンドを大暴落させた場合、それが果たして「悪」と言えるのか。投機家が利することのない法整備を制定できれば良いのであるが、そのような法律はそもそも作れるのか。ラスベガスでカジノを禁じるようなものだ。現在のところ、私はそのような法律は作れない、と考えている。

して登場した。

このCDSは、長所と短所の両面を持っていた。CDSを買う側（B社）と売る側（C社）さえ存在すれば、販売量に上限がない。通常の債券ならば、当然、発行総数以上の債券を売ることは不可能だ。だが、「A社が破綻するかどうか」のCDSは、このような制約がない。そして、たとえCDSを購入しても、実際にリアルなマネーが流れるのは、CDSを買う側（B社）は毎月の保険料、売る側（C社）はA社が破綻した時に債権全額を保証する場合のみであった。要するに、リアル・マネーが流れるのは、CDSの保険料を支払う時、そして債権全額を保証する時だけ。CDSが売買されても、誰も何も所有しないし、何かが実際に譲渡されることもない世界。これがクレジット・デリバティブの性質であり、恐ろしさでもある。

3. クオンツによるブラッフィングと投機としてのCDS

このように販売量の全く制約のないCDSが「保険」としての性質から「投機」という金儲けのための強欲な金融大量破壊兵器へと変貌を遂げていく。その端緒となったのが、2000年、アメリカの商品先物取引現代化法の成立であった。

この商品先物取引現代化法の成立は、CDS取引の規制全廃を意味していた。つまり、実際に保有していない債券であっても、第三者がCDSの「賭け」に参加しても良い、ということ合法化したのだ。

当然のことだが、これまで実際に利害関係者のない者が、債券の「保険」（CDS）に関与することは禁じられていた。これは、例えば第三者が「保険」に関与すれば、D氏がE氏のために、E氏がF氏のために不正に保険金を授与させるというケースが生じてくるからであった。これは、例えば、A社の破綻に関してB社とC社の間で「保険」の契約があるとす。しかし、もし第三者であるD社とE社が、A社が破綻するかかどうかという「保険」を勝手に作ってしまったら、とにかくA社が破綻さえしてくれれば保険金を受け取れるので、わざとA社を破綻させ、全くB社とC社とは関係ないところで、不正に保険金をD社とE社の間で授与されるというケースが想定されたからである。

そのため、これまでは実際に「債券」を保有している者（つまりB社）が、C社と「保険」契約を結ぶこと以外は、（つまり利害関係のない第三者が勝手に参入してくることは、）禁止されていたのだ。

ところが、アメリカ議会は、2000年に商品先物取引現代化法を成立させ、実際に債券を保有していない第三者（つまりD社やE社、F社やG社など誰でも）がCDS取引に参加しても構わない、という法整備を施行した。これがCDSを「保険→投機へ」という端緒となったのである。問題は、何故このような法律を認めたのか。その理由は7点あった、と思われる〔次章で述べる〕。

ところで、この2000年のCDS規制の全廃を受けて、「クオンツ」と呼ばれる金融エリートたちがCDS取引になだれ込んできた。これが世界的・同時的金融デリバティブ大恐慌の真因であったので、次章に移る前にCDSの「投機」的な性質を今少し述べておく必要がある。

クオンツとは「quantitative：数理的な」の略語であり、金融機関やヘッジファンドな

どにおいてデリバティブの値動きを数理的に研究・運営・関与する人々を意味する。

クオオンツは、ブラッフィング（だまし合い：私がこう行動すれば、彼はこう考える、と私が思っているだろう、と彼は考えるはずだ）の心理分析を得意としており、これが投機的 CDS の世界的拡散へとつながっていく。以下、いかなる形で CDS の投機化が行われたのかを心理分析的に述べてみる。

- (1) A 社が B 社から借金する。つまり、A 社（債務者）、B 社（債権者）。
- (2) B 社は A 社の破綻を不安に思い、A 社の債券に対して、C 社と CDS の「保険」契約を結ぶ。B 社も C 社も、A 社の企業価値を精査しており、A 社は破綻しないであろうと考えている。だが、B 社は「万が一」のために債権 1 %分の保険料を支払う。C 社は「A 社は破綻しないので、何もしないで一年間に債権の 1 %分の保険料が手に入る」と考える。ここまでは「保険としての CDS」。次からが「投機としての CDS」の様相へと変貌する。
- (3) B 社は考える。債券は発行限度量までしか取引できないが、CDS というクレジット・デリバティブは発行限度がない。理論上は、相手が引き受けてくれる限り、いくらでも契約（取引）が可能だ。2000年の商品先物取引現代化法によって、CDS 規制が全廃された。これによって、実際に債券を保有していない第三者も、CDS に参入してくるであろう。そうすると、実際にはリアル・マネーが全く流れる必要のない、架空上のバーチャルなクレジット・デリバティブ市場が活発化してくるはずだ。

CDS でマネーが実際に流れるのは、年間の保険料を支払う時と、債務者が破綻した時に全額保証する場合だけだ。そうすると、この架空上のバーチャルなクレジット・デリバティブ市場は、リアル・マネーのない虚像のバブル経済を形成する可能性がある。一年間に債権 1 %分の保険料は自腹なので、自社の競争力を失う危険性があるだろう。しかし、もし虚像のバブル経済が形成されていたら、バブルはいずれ弾けるものだ。

それでは、A 社の CDS ではなく、A 社が所属する業界そのものが崩壊する CDS を作って見たらどうであろうか。今までは A 社が破綻するかどうかという「保険」（イス取りゲーム）であったが、A 社の所属する業界そのものが崩壊する CDS となれば、二社間でのイス取りゲームではなく、多数の人間が関与してくるトランプのババ抜きゲームの様相を呈するであろう。そうなれば、しばらくの間はバブル経済が形成されているだろうし、その間はリアルではないマネーがクレジット・デリバティブ市場を活性化させるはずだ。これは金儲けのチャンスだ、このリスクを取ろう。

- (4) B 社は、さっそく A 社の業界そのものが崩壊する CDS を作って、これを C 社や D 社、E 社や F 社へと話しを持ち掛ける。C・D・E・F 社も、もはや A 社の企業価値が健全であるかどうかを検討する必要はなく、ババ抜きゲームが行われている間は金儲けが可能（CDS の保険料 1 %分が何もしなくても手に入る）ので、B 社との CDS 契約を承諾する。
- (5) 仮に F 社が B 社との CDS を取り交わした場合、今度は F 社が G 社や H 社、I 社や J 社を呼び込み、この B 社との CDS を、さらに G・H・I・J 社へと「又賭け」（また賭け：laying off）を行う。CDS はリアルなマネーではない。だから、そもそも A 社さえ破綻しなければ、A 社が所属する業界の CDS も破綻することはない。

資金の元手はB社から入ってくる「年間1%の保険料」として、これを元手にG・H・I・J社へと転売していれば、(いずれはババ抜きでババをつかまされる危険性はあるが)理論上は何もしなくてもリアルではないマネーが入ってくることになる。もしリアルなマネーが欲しければ、CDSをクレジット・デリバティブ市場で売却して、現金化して確定すれば良い。CDSは売却するタイミングが難しいが、クレジット・デリバティブ市場が崩壊しない限り、売却先(引き受け先)はいくらでも見つかるはずだ。よし、この転売ビジネスを利用してリアルではないマネーを、リアル・マネーへと錬金術的に変えて手に入れてみようか。

- (6) 音楽が鳴っている限り、人は踊り続けなければならない。しかし、音楽が止まったのにまだ踊っている人がいる。ババをつかまされるのは、そのような人だけだ。

以下、G・H・I・J社が参入し、さらにK・L・M・N社も参入してくる。虚像のバブル経済が形成され、今後はサブプライム・ローンという住宅ローン会社および住宅ローン市場がCDSの標的となった。だが、問題は、債券を保有していない第三者もCDSに参入できる限り、あらゆる業界でCDSの転売ビジネスが繰り返される危険性を秘めている。つまり、第二・第三のリーマンショックが生じるという問題が浮かび上がってくるのである。

以上のような背景で、B社(つまり、ポールソンのヘッジファンド)は住宅ローン会社ではなく、住宅ローン市場そのものが崩壊するであろうとするCDSを作成し、C社(つまり、リーマン・ブラザーズ)に話しを持ち掛けたのである。そして、C社はD社(メリルリンチ)やE社(ベアースターンズ)、F社(ゴールドマンサックス)やG社(モルガンスタンレー)もCDS市場に参入してきたのであった。

ジョン・ポールソンのヘッジファンドは、CDSは損失の上限が年間保険料1%分だけの支払いで済むという性質に注目し、アメリカの住宅ローン会社および住宅ローン市場が崩壊するだろうというCDSの話しをリーマン・ブラザーズに持ち掛けて、そのCDSを買い集め、サブプライム・ローン市場の崩壊によって、2007年には約40億ドルもの大金を手に入れた。一年間に稼いだ金額では史上最高額であった。

今次の世界的・同時的金融デリバティブの真因は、発行上限額しか取引できない債券と違って、限度量のないCDSが大量に組成・販売・転売され、それが世界中に拡散され、住宅ローン会社および住宅ローン市場の崩壊によってリーマンショック(リーマンは結局、CDSを保有して、全てを売りさばけなかった=ババをつかまされてしまった)が起こり、それが端緒となって大恐慌が生じたのである。大規模に崩壊した理由は次章の「7点」に集約されるが、以上の記述で明らかにしたいのは、2000年の商品先物取引現代化法の成立以降、CDSはあらゆる業界における虚像のバブル経済を形成する金融大量破壊兵器になり得るという原理である。

4. リアル・マネーのない虚像のクレジット市場

2000年の商品先物取引現代化法(CDS規制の全廃)は、保険としてのCDSから、一つしかないイスを奪い合う「イス取りゲーム」のような、ゼロ・サムゲームとしての投機的

CDSを生み出した。そして、このイス取りゲームは、やがて「又賭け」(laying off)と呼ばれるCDSをさらに誰かに転売するという行為へと様相を変え、トランプの「ババ抜きゲーム」へと変化してしまう。

イス取りゲーム(つまりゼロ・サムゲーム)にしても、ババ抜きゲーム(つまり転売ビジネス)にしても、どちらもリアル・マネーが伴っておらず、真の経済力(实体经济:もの作り生産経済)に換算される可能性がゼロに等しい。すなわち、虚像のバブル経済を生み出す金融大量破壊兵器となっている。

今次の大恐慌の真因は、発行上限額しか取引できない債券とは違って、際限ないCDSが大量に組成・販売・転売され、それが世界中に拡散され、住宅ローン会社および住宅ローン市場の崩壊によってリーマンショックが起これ、それが端緒となって大恐慌が生じたのである。

ところで、CDSが投機化された背景には、以下の「7点」の背景があった、と思われる。

- (1) 2001年のIT(インターネット)バブルの崩壊、および2001年9月11日の同時多発テロによって、グリーンSPAN FRB議長は、急激な景気悪化を防止すべく「低金利政策」を繰り返した(2000年に6%の金利→2003年には1%)。アメリカ国民にとっては、銀行預金は実質的に「タンス預金」となってしまった。
- (2) 1999年のグラス・スティーガル法の廃止(金融サービス現代化法の施行)。銀行預金を投資銀行が勝手に浪費しないために、グラス・スティーガル法(1933年制定)はアメリカの商業銀行(銀行業務)と投資銀行(証券業務)との一体化を防いできた。だが、金融業界の規制緩和の流れの中で、金融コングロマリット化が合法とされてしまった。アメリカの世論は、とてつもない金儲けの機会を容認したことになる。
- (3) 既に上述したように、2000年の商品先物取引現代化法の成立。つまり、CDS取引の規制全廃。この法案の成立によって、債権・債務とは直接関係しない第三者であってもCDSを購入することが可能となった。これによって、大手の投資銀行を筆頭に、ヘッジファンドなどの機関投資家も不動産ローン関連のCDS取引に殺到するに至った。
アメリカでは過去70年間、全国的な不動産価格の下落が起きなかった。そのため、「クオンツ」と呼ばれるコンピューター上でデリバティブ・モデル(クオンツ・モデル)を構築する金融工学の専門家たちが、「不動産ローン市場は破綻しない。CDS契約を結べば、何もせずに年間1%の保険料が転がり込んでくる」と考えたからであった。
- (4) 2002年、サーベンス=オクスリー法(SOX法)の成立。エンロン、ワールドコムなどの粉飾による会計不信によって、経営陣が会計操作をした場合に禁固刑が科されることになった。エンロンなどは破綻直前に転換社債を発行して売り逃げたことから、社債市場への信頼が揺らぎ、これがクレジット・デリバティブ市場を活性化する一つの端緒となったのである。
- (5) ムーディーズ、スタンダード・プアーズ、フィッチなどの格付け会社大手は、高リスク・低リスクの債券を組み合わせて、リスクの所在を不明瞭にするCDSのCDO化(つまり、CDSの債務担保証券への組成)に関与し、格付け手数料を倍にして、CDOに最高位のトリプルAを付与して膨大な手数料を荒稼ぎしていた事実が問題になった。
- (6) アメリカ国民にしても、史上類のない低金利政策によるタンス預金(金利1-2%)

よりも、IT 関連株に代わる高利回り債券（CDO などは 5 - 8 % の利回り）に手を出すようになった。

これによって、アメリカではニューセンチュリーやカントリーワイドに代表される、国民に親しみやすい名称の住宅ローン会社が「シャドウ・バンク」（自己資本を持たず、超短期の住宅ローンを貸出し、借り手が決まったらローンをウォール街に引き受けてもらうという、詐欺まがいのローン会社）が続々と設立されるに至った。

シャドウ・バンクたる住宅ローン会社は、不動産ローンの借り手である国民に対して「変動金利を薦めます。返済金利が寝上がるのは数年後ですが、それまでには不動産・住宅価格の資産価値も値上がっていますから」と根拠のない説得をして、プライム・ローンの借り手が飽和になった時点で、本来であれば貸出を禁止されるべきサブプライム・ローン市場にまで手を出した（「収入なし・仕事なし・貯金なし」のニンジャ NINJA ローンと呼ばれた）。

- (7) CDS の「又賭け」（また賭け）である。又賭けとは、債権者（融資する側）が債務者（借金する側）による破綻への「保険」として、CDS 契約を投資銀行（例えばリーマン・ブラザーズ）へ持ちかけた場合、このリーマン・ブラザーズが、今度はゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーなどに「この CDS を引き受けてくれ」と、今度はリーマン・ブラザーズが保険料を支払って「CDS を転売する」ことを意味する。

アメリカでは過去 70 年間、不動産価格が全国的に下落しなかったことにより、ゴールドマンもモルガンも、コンピューター・モデル（クオンツ・モデル）としては「何もしなくても保険料が手に入るのだから CDS を引き受けるべきだ」という結論に至った。

以上のような 7 点が、クレジット・デリバティブ市場を劇的に膨張させ、リーマン・ブラザーズを筆頭とする投資銀行は、自己資本に対して何十倍ものレバレッジを掛けて、CDS に応じていた。リーマン・ブラザーズが破綻した時のレバレッジ比率は 22 倍であったので、これはリーマンが実際には持っていない 22 倍のマネーで CDS 契約を承諾していたことになる（CDS 契約は、手持ち金がなくても契約が可能であった）。

5. バブル経済の下では、企業価値の評価は困難を極める

企業価値とは何か。これまで企業価値の考え方は、ランダム・ウォーク理論を当然のこととして受け入れてきた。これは、未来のマーケットはコイン・トスと同じで、上がるか下がるかの確率は 50 対 50。どちらに行くかは誰にも分からないという、効率的市場仮説（俗に EMH 理論と呼ばれる）のことである。

効率的市場仮説は、市場は効率的であり、株価は当該企業についての情報を全て織り込んでいるという意味だ。効率的市場仮説においては、「バブル経済が崩壊する」などという考え方は出て来ない。市場が崩壊するという確率は、コイン・トスで言えば 100 回投げて 100 回とも表が出るような天文学的な確率であるから、という理由である。

しかし、2008 年に起こった世界的・同時的金融デリバティブ大恐慌のように、リアルではないマネーでトランプの「パパ抜きゲーム」を繰り返していた事実を視座に置いた場合、これまでの企業価値の考え方が根本的に問われざるを得なくなってくるであろう。

要するに、もし業界全体に虚像のバブル経済が形成されていた場合、個別企業ごとの企業価値を算出するようなこれまでの企業価値の評価では、その企業のマネーがリアルであるのかどうかを見抜くことが困難となるであろう、という問題である。

どうして困難なのか。以下、企業価値の評価方法に触れながら述べていく。

企業価値の主たる評価方法は、①コスト法、②マーケット法、③インカム法、④オプション法、という4つに大別される⁽³⁾。以下、この4つの評価方法の概略を述べてみる。

まず、①コスト法とは、当期の財務諸表の利益が、即、企業価値である、という考え方を意味する。当期の財務諸表は過去の経営成績であるので、〔過去→現在〕と表現できる。

次に、②マーケット法とは、もし未上場（未公開株）企業が上場する場合の株価を類推するために、既の上場している類似企業の株価を比較・類推して、当該企業の未公開株の市場価値を算出しようとする考え方である。これは〔市場の時価〕と表現できよう。

そして、③インカム法とは、ディスカунティッド・キャッシュフロー法（DCF法：割引現在価値法）とも呼ばれ、その当該企業が将来に渡って獲得するであろう将来利益を、現在の価値へと換算（これを割引と呼ぶ）する考え方である。これは将来価格の現在価値換算ということであるから、〔未来→現在〕と表現できる。

最後に、④のオプション法とは、デリバティブのオプション理論（売る・買う・保持する）を、企業の組織体にも応用し、ビジネスが実行・修正・中止・延期される、というオプションとして見なす考え方に由来し、これをリアル・オプションと呼んでいる。これはオプション理論を応用する考え方であるため、〔確率解析による現在数値〕と表現できると思われる。

オプション法は確率解析の複雑な計算、および算出するためのコストが大きいので、企業からしたら好まれない企業価値の評価方法となっている。実際、中小企業の多くは①のコスト法しか求めない。

ところで、経済学では、日常生活で誰もが予想もしなかった突拍子もない出来事のことを「ブラック・スワン」と呼んでいる。これは、白鳥は白色だと思っていたが、オーストラリアに黒い白鳥がいたことで、思い込みが間違っていたことに由来する。1998年、LTCM（ロングターム・キャピタル・マネジメント）と呼ばれる高成績をたたき出していたヘッジファンドが、突如、何十億もの損失を出し、世界経済を大パニックへと陥れ、グリーンズパンFRB議長を緊急出動させるという事態が起きたことがあった。

これは、リアル・オプションの基になっているブラック・ショールズ理論が、ファットテールの危険性を無視しており、ブラック・スワンに直面してオプション・モデルが誰も予想しなかった方向へと動き始めた時、何十倍ものレバレッジが一瞬で損失へと切り替わってしまった、ということが原因であった⁽⁴⁾。

(3) 通説では、④のオプション法は「③インカム法」の範疇に入っている。企業価値の基本書とされる日本公認会計士協会『企業価値評価ガイドライン』（2007年）などは、その通りになっている。しかし、本稿では、オプション法の基礎となっているブラック・ショールズ理論が今次の大恐慌の原因をもたらしたと考えるので、あえて④オプション法として独立させている。

(4) クオントゥ・モデルは、いかなる背景から登場してきたのか。米露の冷戦時代、宇宙ロケットの開発に関わった工学専門家が（当時はまだロケット・サイエンティストと呼ばれていた）、冷戦終結によって解雇され、1980年代以降、続々とウォール街に転職してきた。彼らは「クオントゥ」と呼ばれ、数学を金融市場に応用し、それまでの慣例であった度胸とガッツの手腕だ

ところで、上述した4つの企業価値の評価方法であるが、当然のことではあるが、理論的に企業価値の評価は「個別企業ごと」に求めるものである。そして、この4つの評価方法は、当該企業の業界そのものがバブル経済であるかどうかを考慮はしていない。換言すれば、その企業のカネがリアルであるかどうかを十分に見抜くことが出来ない、ということである。

以下、それぞれ4つの評価方法を取り上げて、バブル経済によるリアルではないマネーが見抜けない理由を簡潔に述べていく。

まず、①のコスト法は「過去の財務諸表、即、企業価値」であった。そのため、そもそも業界全体がバブル経済であるかどうか、およびリアル・マネーが当該企業の内部に入っているかどうかを判別できない。(財務諸表の「売上－原価＝営業利益」という単純式にしても、リアルから離れば離れるほど営業利益が拡大化される仕組みとなる)。

次に、②のマーケット法であるが、主として「類似会社法」および「類似取引事例法」に区別されるが、どちらも「類似法」であるため、業界全体がバブル経済であれば、比較・類似する意味がない。全くリアルとは乖離した、企業の実体とはかけ離れた数値(株価)が計上されるであろう。

そして、③のインカム法(DCF法)であるが、そもそもバブル経済であれば、将来キャッシュフローは巨額になるはずで、それを現在価値に換算(割引)しようにも、もともとが企業のリアルな実像から大きく乖離したキャッシュフロー数値であるならば、将来価格の現在価値換算の意味がない。

最後に、④のオプション法であるが、クオンツ・モデルがファットテール・リスクを無視してモデル構築することに示されるように、モデル自体が不測の事態(バブル経済の崩壊など)を想定していない。これは、逆に言えば、バブル経済そのものを考慮できない、ということを示すことになる。

ところで、以上の①から④までの範囲に入らない「企業価値の評価方法」として、EBITDA比率(金利支払い前・税引き前・償却前利益のこと：利益対比として株価が割安かどうかを見極める指標)が取り上げられることがある。しかし、このEBITDAにしても、①から④と同様に、業界全体にリアル・マネーが流れているかどうかを見抜くものではない。

けが問われてきたトレーダーの世界を、数学上の確率解析で未来予測を行う世界へと変貌させてしまった。クオンツは、ラスベガスのディーラーを震撼させた『ディーラーをやっつけろ!』(1962年)の著者であるエド・ソープを筆頭に、ハーバードやオクスフォードの天才数学者たち(特に暗号解析のエキスパートが重宝がられた)を呼び寄せ、株式市場や債券市場に現れる「パターン」を解析・数値化して、「将来の企業価値はこうなるであろう」と打ち出した。これがクオンツ・モデルとなって現在に至っている。

しかし、このクオンツ・モデルの欠陥は、ファットテール・リスク(隕石が宇宙から降ってきて、人間に当たってしまうような、あり得ないけれども絶対にないと言い切れない突発的イベント・リスク)を無視してモデル構築を行っていた、という事実である。現在では、ファットテール・リスクも考慮した一般自己回帰条件付き不均一分散モデル(俗にGARCHモデルと呼ばれる)や、突然の価格変動を考慮したジャンプ・ディフュージョン・モデルなどが考案されているが、基本的なクオンツ・モデルはファットテールを無視してモデル構築されており、ファットテールの扱いが未解決の議題となっている。

6. むすび

まず、本稿で述べたことを要約する。これまで企業価値の評価方法は、個別企業ごとに価値評価を行ってきたので、当然のことであるが、その業界全体がバブル経済であるかどうかを考えてこなかった。そのため、例えば今次のリーマンショックで見るならば、アメリカのウォール街で君臨してきたリーマン・ブラザーズ投資銀行（トップ・エリートの集団）が、サブプライム・ローンを取り扱う住宅ローン会社の企業価値がリアル・マネーであったのかどうかを見抜けなかった。その結果、リーマン・ブラザーズは破綻、英国パークレイズ銀行に買収されてしまった。

要するに、これまでの企業価値の評価方法では、もし業界が虚像のバブル経済が形成された時、それがリアルかどうかを見抜く力がない。本稿では、リーマンショックを端緒とする今次の世界的・同時的金融デリバティブ大恐慌を視座に置いて、バブル経済がどのように形成されたのか〔第2・3・4章〕、そして虚像のバブル経済が形成された時、そのカネがリアルかどうかを見抜く力が、これまでの企業価値の評価方法にはなかったこと〔第5章〕を述べてきた。

それでは、どのようにリアルかどうかを判別すれば良いのか。それは「市場の変容と企業価値」の問題として、今後の課題としていきたい。世界経済の市場がCDSによって変容してしまった。本稿で述べたように、CDSは「又賭け」によって第二・第三のリーマンショックを発生させる危険性を常に内在している。クレジット・デリバティブの深化・拡大それ自体も問題であるが、それによって市場そのものが変容してしまった時に、企業価値の評価方法そのものをどうするのか。これは非常に難しい問題として急務の課題となっているであろう。

ところで、数学者でもあり児童文学の作家でもあったルイス・キャロルの『鏡の国のアリス』（第9章）には、次のようなセリフが出てくる。「 $1 + 1 + 1 + 1 + 1 + 1 + 1 + 1 + 1 + 1$ は、いくつになるか？」アリスは答える「分からない、数え切れなくなっちゃったの」。

ルイス・キャロルは、次のようなセリフも用意した。「今夜、寝ているうちに、きっと値千金の夢を見るわ。きっとそうよ！」（第3章）。

今次の大恐慌とは何であったのか。NHKスペシャルでは「100年に一度の危機」と表現した（『NHKスペシャル・マネー資本主義』2009年、NHK出版 p.53）。では、アメリカ人は「100年に一度」だけの夢を見ていたのか。そのようには到底思われない。

リーマンショックの当事者であるリーマン・ブラザーズにトレーダーとして勤務していたローレンス・マクドナルド氏は、当時の状況を次のように証言している（『金融大狂乱』2009年、徳間書店 pp.131-132）。

「カリフォルニアに本拠を置く住宅ローン大手のニューセンチュリー社は、リーマン・ブラザーズのMBS（モーゲージ担保証券）業務と深い関わりを持っていた。同社は全米各地に222の支店をかまえており、ネットワーク化したセールスマンの総勢は4万7000名。彼らは騙しのテクニックと強引な販売術を駆使し、住宅ローンを借りる必要がない人にまで売り込みをかけた。地元ラジオ局で流される商品宣伝の中には、借り換えローンや金利変動型ローンはもちろん、逆住宅ローン、無審査ローン、バルーン返済型ローン、キャッ

シュバック・ローン、イージーマネー・ローンなどというものまであった。あの頃は、毎日のように新しい用語が生み出され、聞いたこともない営業戦略が作り出された。

一応説明しておく、イージーマネー・ローンとは、価格30万ドルの住宅に33万ドルのローンを組む手法だ。住宅所有者は契約時に、差額分の3万ドルを受け取ることができる。「お客さん、あなたが手にできるのは新居だけじゃありません。私がこれから書く3万ドルの小切手もあなたのものです。奥さんとお子さんたちとの狭いアパート暮らしを変えたいとは思いませんか？ あなたに必要なのは、ここにサインをすることだけです。返済については何の心配もありません。開始時の金利は2%ですし、10%になるのは2年後の話です。2年間もあれば、住宅の資産価値は充分に上がってるでしょう。心配は無用ですよ。」

アメリカの住宅債券が英国などのヨーロッパ人が保有している中で、アメリカ人は『鏡の国のアリス』のように、一攫千金の夢を見ていた。それはNHKスペシャルで「100年に一度」と称されるような夢に過ぎなかったのか。「私も、誰もが、家を持ってお金持ちになれる」と。金融業界で崇拜されているカリスマ・ファンドマネジャーたるゴードン・ゲッコーは、映画『ウォール街』の中で「Greed is good !」（どん欲は善だ！）と株主総会で叫んだ。しかし、続編の映画『ウォール街2』では、ゲッコーは『Is greed good ?』（どん欲は善か？）なる著作を出版し、「これからの時代は冷酷なやつだけしか生き残れない」と言っている。

クレジット・デリバティブが主役となった場合、企業価値の評価は大きくゆがんでしまう。もともと企業価値が絶対的な確実性をもって数値で把握できるのであれば、そもそもクレジット・デリバティブたるCDSは必要ない。そのため、CDSは対象企業の企業価値が正確に把握できないための「保険」であった。

しかし、「どん欲さ」に目がくらみ、ウォール街がサブプライム・ローンのCDSに突っ走ったことは論外としても、例えば新規のベンチャー企業へ融資する場合など、万が一の保険としてクレジット・デリバティブは常に不可欠のものとなっている。もともと企業価値は「継続価値＝株主価値＋債権者価値」として算出されてきたが、クレジット・デリバティブ市場が深化・拡大が意味するところは、もはや時代は株式ではなく、債券の時代へと移行したように思える。その場合、ホリエモン率いるライブドアがニッポン放送との法廷闘争を繰り広げて争点となった問題、すなわち「会社は誰のもの」なのかが改めて問われてくるであろう。

ホリエモンの法廷闘争では、「会社は株主のものである。ホリエモンがニッポン放送を乗っ取っても、会社の企業価値は毀損しない。だから、ホリエモンを勝訴させる」という主旨を述べた。しかし、クレジット・デリバティブ（CDS）が深化・拡大し、ヘッジファンドはもとより、世界中のあらゆる機関投資家（年金基金を含む）がCDSの魅力に惹かれている。そのCDSは、もはや真の経済力（実体経済）とは全く関係ないリアルではないマネーを創造させ、その総量は実体資本の十倍以上になりつつある。

三戸公先生は、この現象を「第四の資本形態」（情報資本・象徴資本・金融商品取扱い資本）と呼んだが、それが今次の大恐慌の真因であった。

CDSというクレジット・デリバティブがある限り、そしてリーマンに代表されるように保険料を目当てでCDS契約を取り交わし、「又賭け」（laying off）することが可能であ

る限り、企業価値の評価は「融資」のためではなく、飽くなき保険料稼ぎのリスクを取るために算出される形へとゆがめられてしまう。

アメリカ紙幣には「In God We Trust」と明記されているが、もはや「In Greed We Trust」の世界であろう。リアル・マネーのない虚像のクレジット・デリバティブ市場が膨張し続ける限り、企業価値がもともと算出されるべきあり方から大きく乖離して、真の経済力（実体経済）に換算される可能性はゼロに等しいことが続くことになる。たとえCDSの賭けに勝ったとしても、負けた側が巨額の支払いに耐えられなければ、結局は勝った側も全て失ってしまうことになる。企業価値の算出は、投機の対象となってはならない。CDSの登場によって、本来のあり方とは大きく離れてしまった「企業価値の評価」が課題として浮かび上がった。改めて、今後の検討課題としたい。

〔主たる参考文献〕

- ・伊藤邦雄（2007年）『ゼミナール 企業価値評価』日本経済新聞出版社
- ・上野孝司（2011年）『世界金融危機と信用リスク』日本評論社
- ・NHK取材班（2009年）『NHKスペシャル：マネー資本主義』NHK出版
- ・河合祐子＋糸田真吾（2005年）『クレジット・デリバティブのすべて』財経詳報社
- ・基礎経済科学研究所（2011年）『世界経済危機とマルクス経済学』大月書店
- ・白井さゆり（2009年）『欧州迷走』日本経済新聞出版社
- ・新保恵志（1996年）『デリバティブ』中公新書
- ・日本公認会計士協会（2007年）『企業価値評価ガイドライン』
- ・日本公認会計士協会東京会（1996年）『デリバティブ入門』オフィス・ワン
- ・三戸公（2011年）「個別資本説の新次元」『中京経営研究』第20巻第1・2号
- ・本山美彦（2009年）『集中講義：金融危機後の世界経済を見通すための経済学』作品社
- ・安岡孝司（2012年）『債券投資のリスクとデリバティブ』大学教育出版
- ・ロイターフィナンシャル日本語版（1999年）『デリバティブ入門』経済法令研究会
- ・A・ソーキン（2010年）『リーマンショック・コンフィデンシャル』早川書房
- ・E・ダーマン（2005年）『物理学者、ウォール街を往く』東洋経済新報社
- ・G・ザッカーマン（2010年）『史上最大のボロ儲け』阪急コミュニケーションズ
- ・L・マクドナルド＋P・ロビンソン（2009年）『金融大狂乱』徳間書店
- ・M・ルイス（2010年）『世紀の空売り』文藝春秋
- ・N・ルービニ＋S・ミーム（2010年）『大いなる不安定』ダイヤモンド社
- ・R・トムソン（1999年）『デリバティブの非情な世界』TBSブリタニカ
- ・S・パターソン（2010年）『ザ・クオンツ』角川書店
- ・映像資料：映画（2011年）『ウォール・ストリート2』（オリバー・ストーン監督）
- ・拙稿（2008年）「株主にとっての企業価値」『日本経営学会・第82回大会：報告要旨集』

[抄 録]

そのカネはリアルなのか？

—虚像のクレジット・デリバティブ市場が企業価値の評価を困難にする—

Is this money “real”?

— Virtual Market of “Credit Derivative” Makes a Corporate Value Approach Difficult —

千葉商科大学・博士候補 矢 澤 健太郎

企業価値とは何か。企業価値の評価方法は、①コスト法、②マーケット法、③インカム法、④オプション法の4つに大別される。だが、これらの算出方法は、市場にバブル経済が形成された場合を想定していないため、虚像のバブル経済が実体経済（真の経済力）から大きく乖離して形成された場合、企業価値を評価しようにも、それがリアルな企業価値なのかどうかを見極めることが困難となってくる。2008年のサブプライム・ローン市場崩壊によるリーマンショックを端緒とする「世界的・同時的金融デリバティブ大恐慌」は、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）というデリバティブが世界中に拡散され、「又賭け」と呼ばれるCDSの投機的・転売ビジネスによって、住宅ローン市場にリアルではない虚像のバブル経済が形成されたことが真因であった。企業価値は、もともと個別企業ごとに算出されるため、業界全体がバブル経済によって利益が膨張していれば、それが企業の実体から大きく乖離しているかどうかを見抜くことが難しい。本稿では、リーマンショックの真因となったCDSに焦点を当て、虚像のバブル経済が形成された場合、企業価値の評価が困難になってくる原理を述べていく。