

(16) デリバティブと企業価値

——企業価値の評価方法はバブル経済を想定していない——

千葉商科大学 矢澤健太郎

【キーワード】 リーマンショック (Lehman Shock)、クレジット・デフォルト・スワップ (Credit Default Swap : CDS)、デリバティブと企業価値の評価 (Derivative and Corporate Valuation)、リアル・マネーのない虚像のクレジット市場 (Virtual image credit market with no real money)、バブル経済の下では企業価値評価が極めて難しい (Valuation is very difficult under the bubble economy)。

【要約】 企業価値とは何か。企業価値とは利潤獲得能力であり、その評価方法はコスト法、マーケット法、インカム法の3つに大別されている。だが、そのどれもがバブル経済を前提とはしていない。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」は、クレジット・デフォルト・スワップ (CDS) という、虚像のクレジット市場が実体経済とは別個のところでも巨大に形成されたことが真因であると思われる。本稿では、もともとCDSは企業価値評価の保険として位置づけられたものであったが、現在のクレジット市場は本来のCDSから大きく乖離して、あらゆる業界のバブル経済を形成する危険性を常に内在している、という問題点を述べていく。

1. 問題提起

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) が拡散し、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、現在に至ってもユーロ危機による欧州迷走、世界経済は深刻な大恐慌から抜け出せていない。

今次の大恐慌は「100年に一度」と呼ばれたが、私には、1929年の大恐慌よりも悪質で深刻な状況を呈していると思われる。その理由は、今次の大恐慌はクレジット・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が世界中に拡散し、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、真の経済力 (実体経済) に換算される可能性がゼロに等しいからである。

だが、問題は「この危機を予測できなかったのは何故か」にある。CDSは「また賭け」と

呼ばれるCDSの転売を繰り返すことによって、トランプの「ババ抜き」ゲームのようなバブル経済を生じさせる危険性を常に内在している。つまり、クレジット・デリバティブ市場が存在する以上、第二・第三のリーマン・ショックが再来する危険性が常にあり得る、ということになる。

これまで、企業価値の評価方法においては「バブル経済の下ではいかなる評価方法が適切なのか」という問題を重視して来なかった。それも当然のことで、企業価値の算出は「個別企業ごと」に求めるもので、そもそも業界全体がバブル経済であるかどうかの視座には及ばなかったからである。

以下、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」の真因であるCDSに焦点を当て、クレジット・デリバティブがバブル経済を生じさせる場合に、企業価値の評価がどのようにゆがんでしまうのかを述べていく。

2. リアル・マネーのない虚像のクレジット市場

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、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た。古くは古代の哲学者ターレス、19世紀はハッチ翁ことベンジャミン・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。

ポールソンはアメリカの住宅ローン会社および住宅ローン市場は必ず崩壊すると先読みし、CDSを買い占め、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る。

ポールソンは何で稼いだのか。クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）と呼ばれるデリバティブである。CDSは一つの「ばくち」であり、ある会社が破綻するかどうかを賭けるものだ。サブプライム・ローンを例として考えてみる。年金基金が住宅ローン会社の債券を100万ドル保有していた、とする。この場合、年金基金は債権者（融資する側）、住宅ローン会社は債務者（借金する側）となる。しかし、住宅ローン会社は債務不履行（破綻）を起こすかも知れない。そこで、年金基金は投資銀行へと相談を持ちかける。「我々は住宅ローン会社の債権を100万ドル持っている。この住宅ローン会社の先行きが心配なので、債権に対して保証料を年間1%（1万ドル）を支払うから、もし住宅ローン会社が破綻した場合、債権の全額100万ドルを保証してほしい」と。

リーマン・ブラザーズを筆頭とするアメリカの投資銀行は、このCDS契約を「承諾」した。何故リーマン・ブラザーズはこのCDS契約を承諾したのか。大きく6つの原因が考えられる。以下、それを述べていく。

まず、①2000年のIT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

一スパン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、銀行預金は「タンス預金」に他ならなかった。②1999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なった。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のだ。③2000年、商品先物取引現代化法の成立（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もCDS契約に参加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取引に殺到した。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・モデルを構築する金融専門家たちが、「不動産ローン市場は破綻しない。CDS契約を結べば、何もせずに年間の保証料が転がり込んでくる」と考えたからであった。④2002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課されることとなった。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、社債市場への信用が揺らぎ、これがクレジット・デリバティブ市場を活性化する端緒となった。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、リスクの所在を不明瞭にするCDSのCDO化（債務担保証券の組成）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を格付けすることで膨大な手数料を荒稼ぎした。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「変動金利にしましょう、返済金利が値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」と説明し、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）。

以上のような6つの要因から、クレジット・デリバティブ市場は劇的な展開を見せ、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契約を「承諾」していた。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倍だった（これはリーマンが実際には持っていない22倍のマナーでCDS契約を承諾して

いたことを意味する。CDS契約は、手持ち金がなくても契約が可能であった。)

ジョン・ポールソンは、CDS契約の損失は年間の保証料だけに留まることに注目し、水面下で住宅ローン会社および住宅ローン市場のCDSを買い集め、サブプライム・ローン市場が崩壊することに「賭け」、それが的中して億万長者になったのであった。

3. バブル経済の下においては、企業価値の評価は困難を極める

企業価値の評価方法は、主に3つに大別される。①コスト法、②マーケット法、③インカム法である（確率解析のオプション法を④として挙げる者もいる）。だが、いずれの方法においても、理論的には「個別企業ごと」に企業価値を算出するのであり、リーマンショックで見られるようなバブル経済を理論的前提とはしていない。

これを3つの評価方法に照らし合わせていけば、①のコスト法は「過去の財務諸表＝企業価値」であるため、バブル経済であるかどうかは判別しない。また、②のマーケット法は主に類似会社法および類似取引事例法に分類されるが、バブル経済が形成されていれば、企業の実情とはかけ離れた価値が算出されてしまう。そして、③のインカム法の代表であるDCF法においても、将来キャッシュ・フローを現在価値に割り引こうにも、企業の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、現在価値に換算しても意味がない。（④のオプション法にしても、市場がある日突然ものすごい勢いで上がったり下がったりする不測の事態を考慮に入れてモデルを作ろうなどというファットテールのリスクを考慮することはまずあり得ない。）

リーマンショックは「100年に一度」しか起こらない特異なクレジット・イベント（信用危機）だったのか。もし100年に一度しか起こらないのであれば、不測の事態などは無視しても構わない。だが、今次の金融大恐慌におけるクレジット・デリバティブの性質を検討する限り、第二・第三のリーマン・ショックが生じてくる危険性は払拭できない、と思われる。その理由は、CDSを「又賭け」（また賭け：laying off）することによって、トランプの「ババ抜き」ゲームのような虚像のマネー経済が、あらゆる業界において発生する危険性が生じているからである。

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のである。

4. むすび

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くる危険性がある。もともと企業価値が絶対確実な数値で把握できるのであれば、クレジット・デリバティブとしてのCDSは必要とされない。そのためCDSは、対象企業の企業価値が正確には把握できないことによる「保険」としての位置づけとなる。

だが、「どん欲さ」に目がくらんで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・拡大し、CDS取引などが活発化することによって、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。

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」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、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。本来の目的とは大きく逸脱した企業価値のあり方が課題として浮かび上がった。今後の検討課題としたい。

〔主たる参考文献〕

- ・ Andrew R. Sorkin (2009) “ Too Big To Fail ”, Viking Adult. (加賀山卓朗訳『リーマンショック・コンフィデンシャル』早川書房、2010年)
- ・ Gregory Zuckerman (2009) “ The Greatest Trade Ever ”, Crown Business. (山田美明訳『史上最大のボロ儲け』阪急コミュニケーションズ、2010年)
- ・ Lawrence G. McDonald and Patrick Robinson (2009) “ A Colossal Failure Of Common Sense ”, Crown Business. (峯村利哉訳『金融大狂乱』徳間書店、2009年)
- ・ Nouriel Roubini and Stephen Mihm (2010) “ Crisis Economics ”, Penguin Press. (山岡洋一・北川知子訳『大いなる不安定』ダイヤモンド社、2010年)
- ・ Scott Patterson (2010) “ The Quants ”, Crown Business. (永峯涼訳『ザ・クオンツ』角川書店、2010年) ・ 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
- ・ 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
- ・ 日本公認会計士協会編 (2010年) 『企業価値評価ガイドライン (増補版)』日本公認会計士協会出版局
- ・ 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pp. 1-14
- ・ 矢澤健太郎 (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』pp. 361-364
- ・ 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