

グローバル金融市場の展望

構造改革への視点

—主体間のインセンティブコントロールと倫理と規制—

刈屋武昭

明治大学グローバル・ビジネス研究科

ビジネスの真髓が解る



MEIJI UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL OF GLOBAL BUSINESS

21世紀のグローバル経済金融への3視点

- **グローバル・マクロ経済の安定化**への担保：政治経済協力体制—市場から国家へ：米国のリーダーシップによる世界経済構造改革は可能か？オバマ！？
- 安定的な経済成長と価値保存・資産蓄積を可能にさせる安定的な金融メカニズム・システムのあり方—グローバルな金融商品
- 市場と主体間のインセンティブ・コントロール・メカニズム—信用評価情報の整合性
- グローバル経済の政治化への懸念

全体的な考え方

- すべては人が介在して物事が進む:グローバル化もサブプライム問題もそうである。資本主義は、個人の**インセンティブ(欲)**を重視・利用して、社会的厚生を高めようとする
- その物事を進めるシステムとルールと倫理が問題、**資本主義的インセンティブと社会的公正・厚生の問題**が問われている
- 好況のときは、誰しも自由で個人主義的で、小さな政府がいい、不況のときは、企業人も含めて規制と大きな政府的思考をとる。
- リスクが小さくても**外部不経済性**が大きな場合は規制の対象
- 市場はすべてを解決できない。米国型資本・市場主義は正義でもなく、理念でもない。国家間の関係
- 市場概念への過度な信頼は**グローバル社会**にとってリスク
- 結局のところ、金融は信用であり、それを保証する主体・ルールなくして市場は成立しない。お金は流れない。**ラストリゾートの国家**

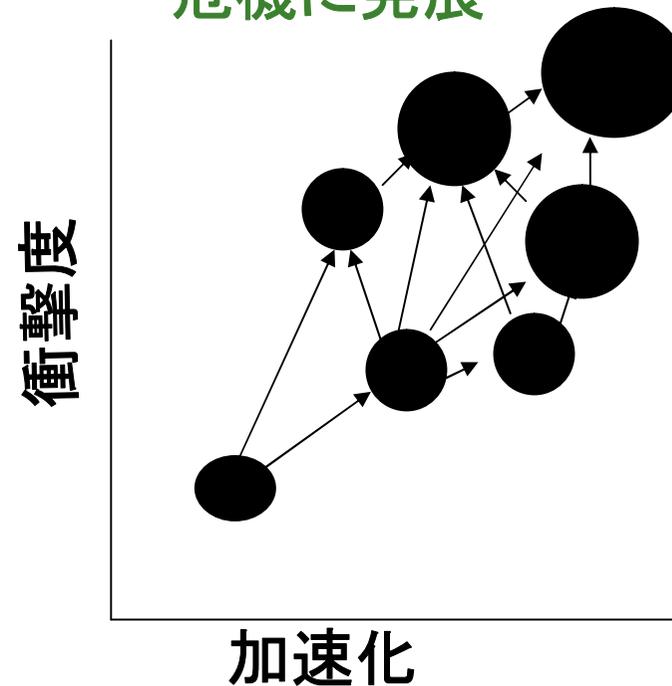
金融的倫理・市場概念を崩壊させるインセンティブ共有によるモラルハザード、『クローニー資本主義』構造

サブプライム問題

人のインセンティブにより
過剰資本のもとで世界
金融システムに内包した
モラルハザード問題
米国経済モデル
自由と市場概念
情報開示と倫理と規制

登場人物: 政治

小さな原因が拡大して
危機に発展



グローバル化の構造問題

- 基軸通貨国として、金融を基礎に繁栄を作り出してきた**米国経済モデル**と世界がそれに依存してきた構造の限界が露呈
- 「自由市場」の概念と米国経済金融システムに内在するモラルハザード
- 政治と規制当局と**金融インナーサークル**(クローニ資本主義)の依存関係
- **レバレッジを求めるインセンティブ**のコントロールのあり方:ヘッジファンド等への規制
- 過剰資本と資本主義の変容:世界金融システムのグローバル化への対応の必要性

グローバル・マクロ政治経済構造の安定化:各国民の豊かさを求めての政治経済の一体化・安定化

国家と市場: 市場は国家を乗り越えられない

政治経済プロセス(NCD構造:N:ナショナリズム、C:キャピタリズム、D:デモクラシー)

G(グローバルイゼーション)のゲームの本質(ギルピン)

- そもそも市場自体が、倫理的にも政治的にも中立的ではない
- 富、産業、パワーの配分という死活問題を 強国が純粋な市場諸力の相互作用にゆだねてしまうことなどありえない
- 諸国民が、経済的自立性、政治的独立、安全保障上の懸念まで犠牲にして、G経済の効率的作動を最大化するわけでない
- 経済的諸要因が各国の命運を決め、競合する各国の野望がこの世界を分裂させている
- 技術的進展と市場諸勢力の相互作用が世界経済をますます統合させる原因となるが、**大国によるそれを支持する政策と大国間の協力的な関係が、安定的で統合化された世界経済に必要な基盤をつくる**

Gゲームの構造は絶えず変化

- 有効なGプロセスは、共通の利害が必要と**大国間の共通の合意された概念と政治経済上の関係の安定性**が必要
- 戦略的資源をめぐる競争インフラは異なる(ゲームの手段): 米国は、基軸通貨、貿易構造を通して金融業を戦略化
- **米のリーダーシップの低下**、EU(仏、独)、英、中、露の大国の関係の安定性—常任理事国と軍事大国のゲームの構造
- 冷戦後の世界政治構造の将来: 冷戦終了後、日米欧の緊密な協力の必要性が低下 **G20への流れ**
- **技術関係はGを非可逆的に深化**
- Gと各国労働資源の対立関係

21世紀の極としての米国

もっとも強力なGの促進者

- 米国にとって、進化・イノベーションを前提とした資本主義の深化は文化・理念であり、その文化に根ざした政治プロセスは、市場開放を要求、全体としては無矛盾なG志向性・指向性をもち、**世界のヘジモニー**をもとめる宿命（オバマ:デモクラシー、リバティ、オポチュニティ）
- G市場統合のひとつの極としての米国の役割
- Gの視点の違い:2つの政治プロセス
保守主義(共和党、レーガン、ブッシュ) vs
リビジョンイズム(民主党、保護主義、クリントン、オバマ)
- **レバレッジド社会の収縮・不況化**:信用収縮、個人・法人の過剰な負債のレベルがデフォルトへ:不況が深刻化・長期化。
米国資本主義のシンボル自動車の復活はあるか

過剰資本の行く先は、収益を求めて
(金融商品を通して)米国へ集まる
歪んだ金融グローバル化

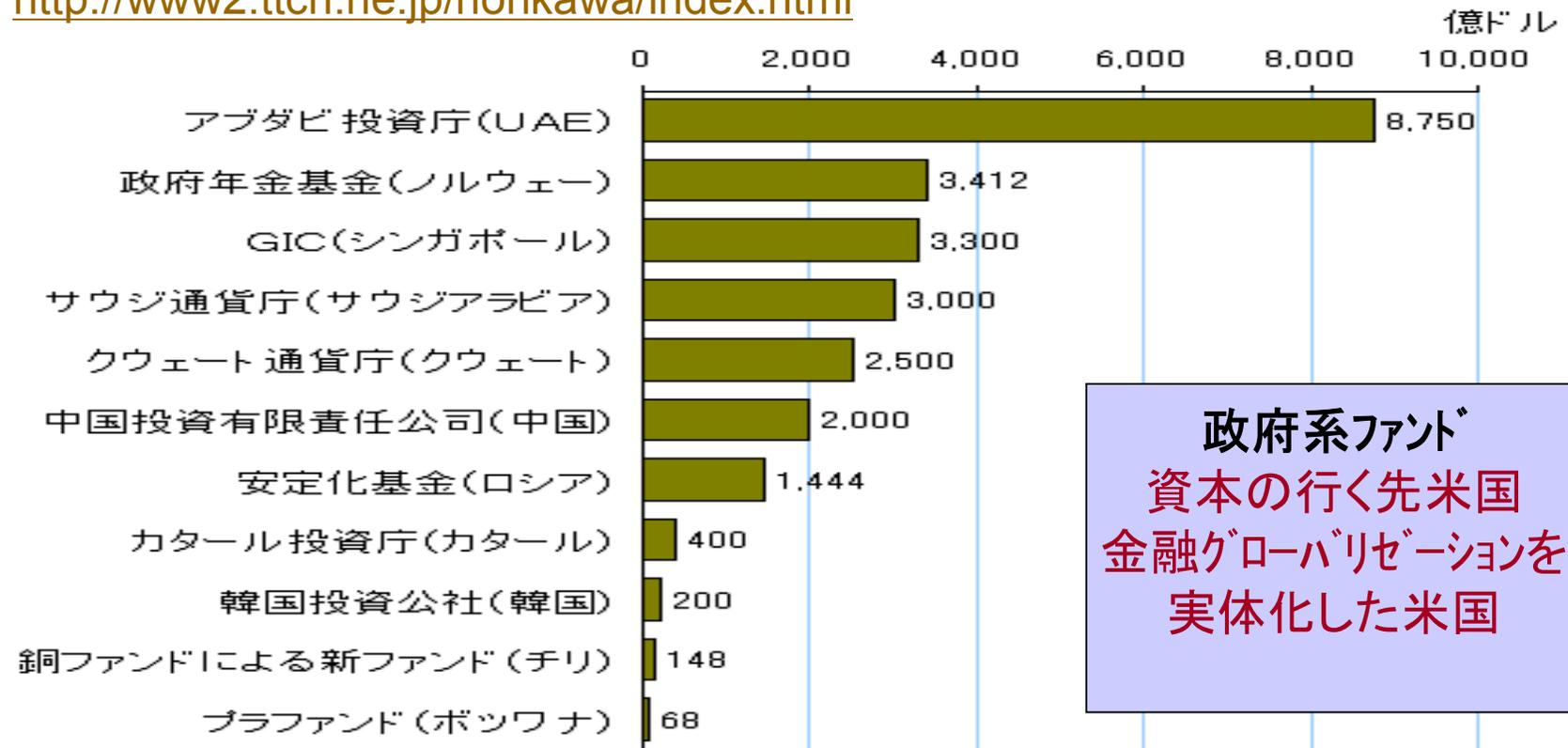
世界の資本(年金、生保、政府ファンド、企業
余剰金、銀行・証券・保険などの資金)
は、投資先としての金融商品を求める。

過剰資本は、信用力のある商品を求める(投資圧力)。受け入れる金融商品は？

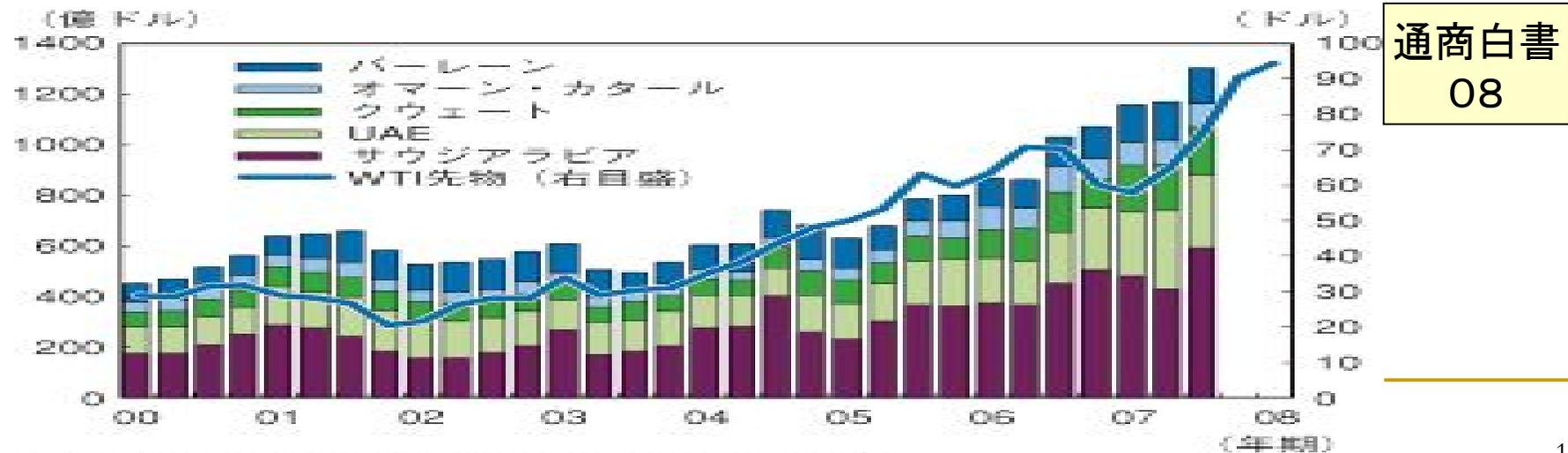
- 金融資産/GDP(%) (マッキンゼー、通商白書08)

80年	95年	00年	01年	02年	03年	04年	05年
109	218	292	289	290	315	322	316

- 運用者(機関投資家、ヘッジファンド、個人、政府資金)インセンティブを満たす商品需要
- 金融商品の「量的規模」の重要性: リスク・リターン構造の魅力: 信用リスクの小さい(元本毀損の可能性小): 保証(保険)とデリバティブ



政府系ファンド
資本の行く先米国
金融グローバル化を
実体化した米国



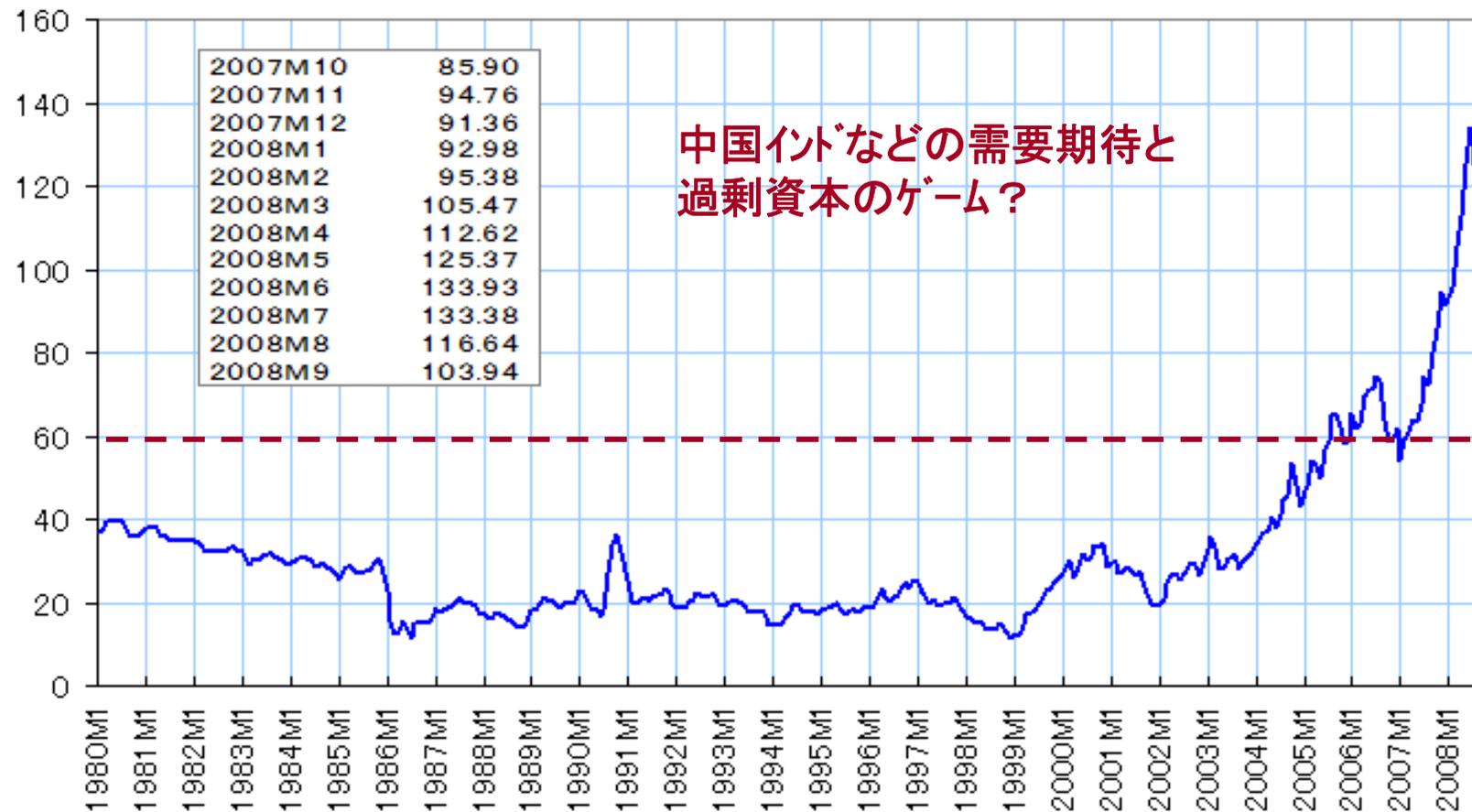
通商白書
08

備考：湾岸諸国の米国金融機関への預金残高。
 資料：イングランド銀行、ニューヨーク商業取引所。

原油価格の動向(2008年9月まで)

ヘッジファンドなど暗黙の合意？

原油:Crude Oil (petroleum); West Texas Intermediate, US\$ per barrel



(注)WTI (テキサス産軽質油West Texas Intermediate)。月次データ。

(資料)IMF Primary Commodity Prices

グローバル化と不均衡な国際収支構造

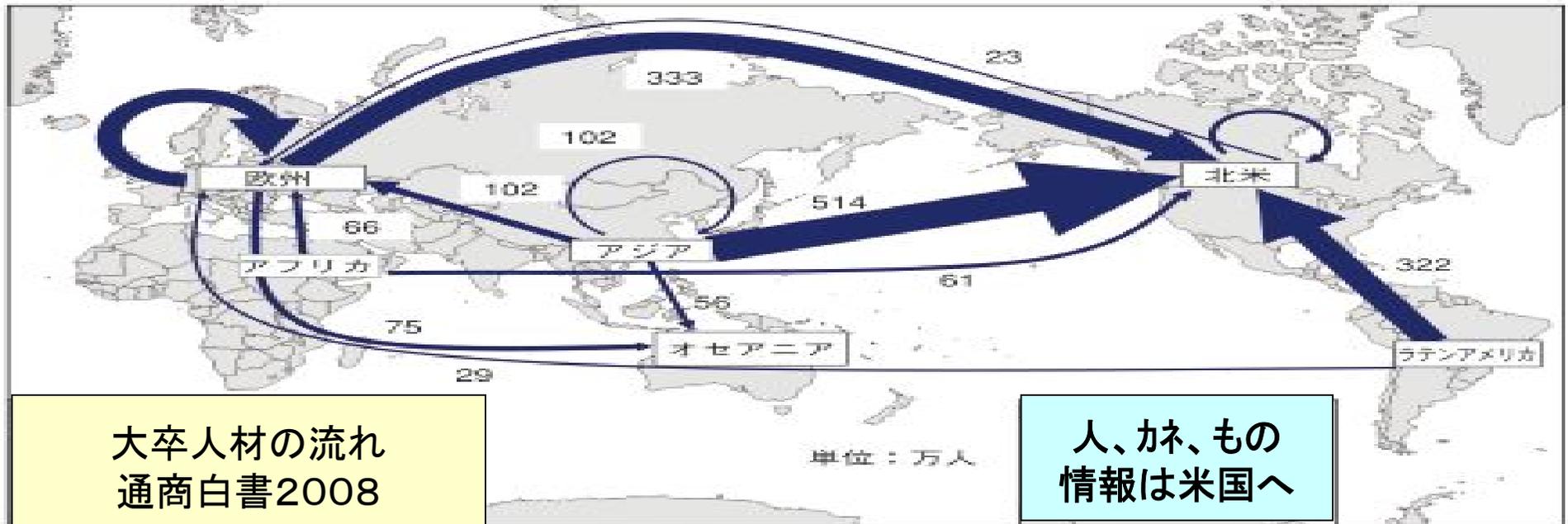
世界資本吸収国米国の経済モデル

- 世界各国から資金調達(借金)して(資本収支の黒字)、それを国内外に投資する一方、世界各国からモノを買う輸入超過して(経常収支赤字): **世界の経済の牽引国**
資本収支=一経常収支
- **米国は基軸通貨を基礎にして、多様な金融資産の提供国**
- 資金調達のための商品: 国債、ABS、株式、ヘッジファンド商品、等
- 日本・Brics(中国、ロシア、インド、ブラジル)などは、輸出超過(経常収支黒字)の資金を海外に投資(資本収支の赤字)
- 借金を推奨して過大負債を求める、**消費先行型**の米国資本主義経済(資本主義的倫理の問題)

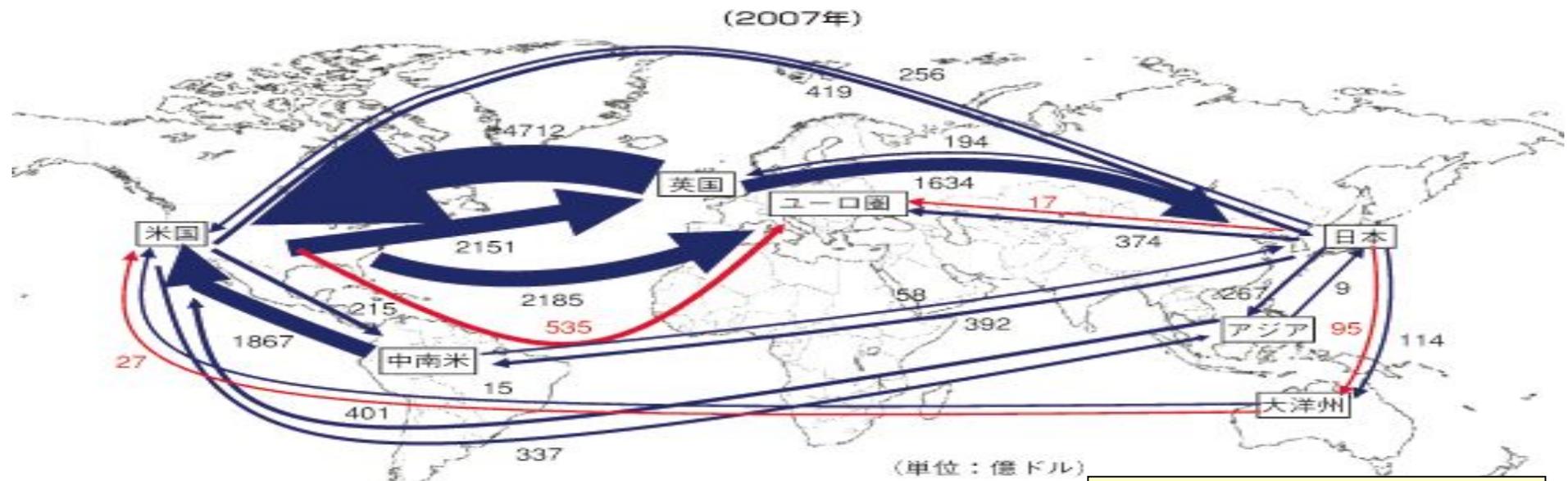
資金はなぜ米国に集まるか

- **全要素生産性**の上昇、資本の利潤率を高める
- IT技術革新を積極利用、小売り・卸売り、金融サービスの発展
- 米国の対外投資から上がる収益率のほうが、米国が海外から借りている金利より高い。
- ドルが下がると米国の対外純債務は減る
- アジア危機への誤った対応が国際資本を逆流
- **三角世界貿易構造**(日本・韓国・台湾→中国→米国・EUなど世界の各地)と世界的経常収支不均衡 中国の対米2国間貿易収支は、大きな黒字 以上吉富(06)

-
- 米国の人材能力:絶えず外部調達
 - 米国金融市場構造:NCD構造



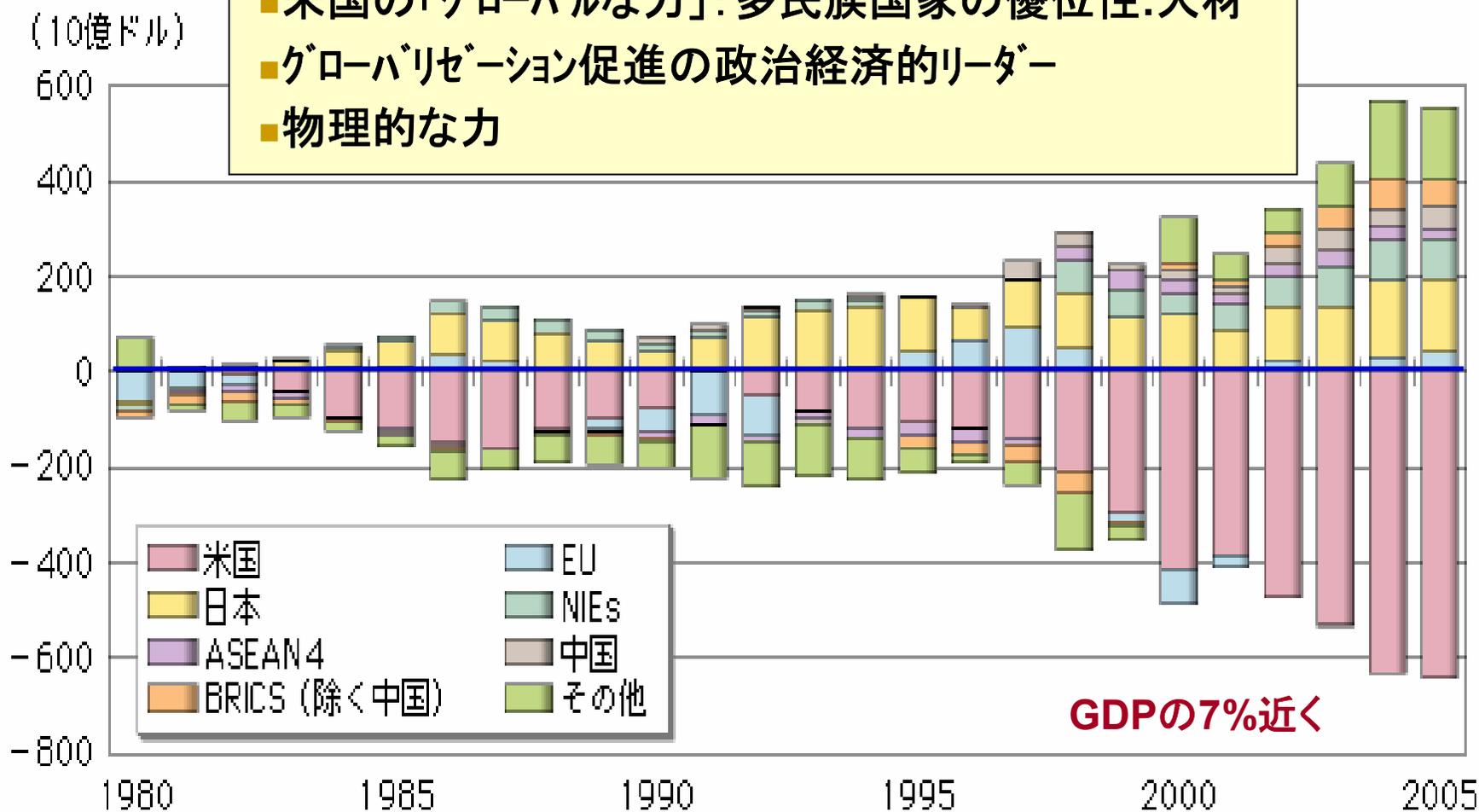
資料：B.Lindsay Lowell, 「Trends in International Migration Flows and Stocks, 1975-2005, OECD SOCIAL, EMPLOYMENT AND MIGRATION WORKING」。



備考：日本関連の取引が1～11月、米国関連の取引は第1～3四半期。
資料：財務省／日本銀行「国際収支統計」、米国商務省「U.S. International Transactions」。

米国の経常収支赤字に依存する世界経済の問題

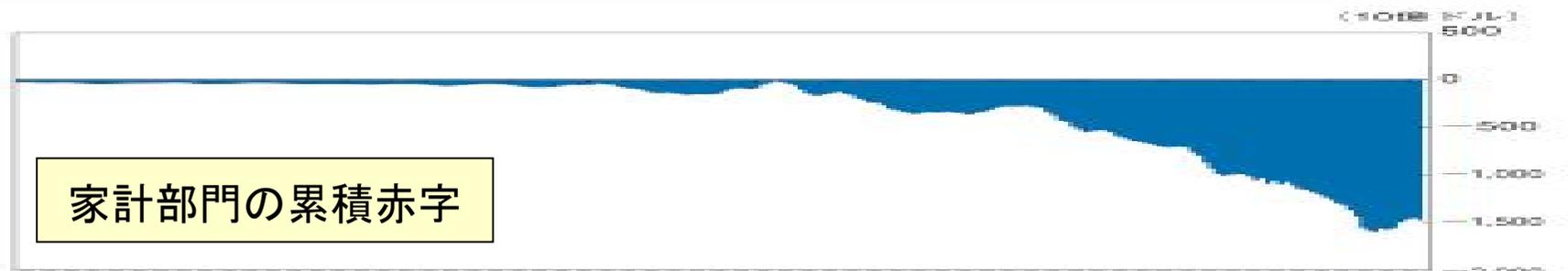
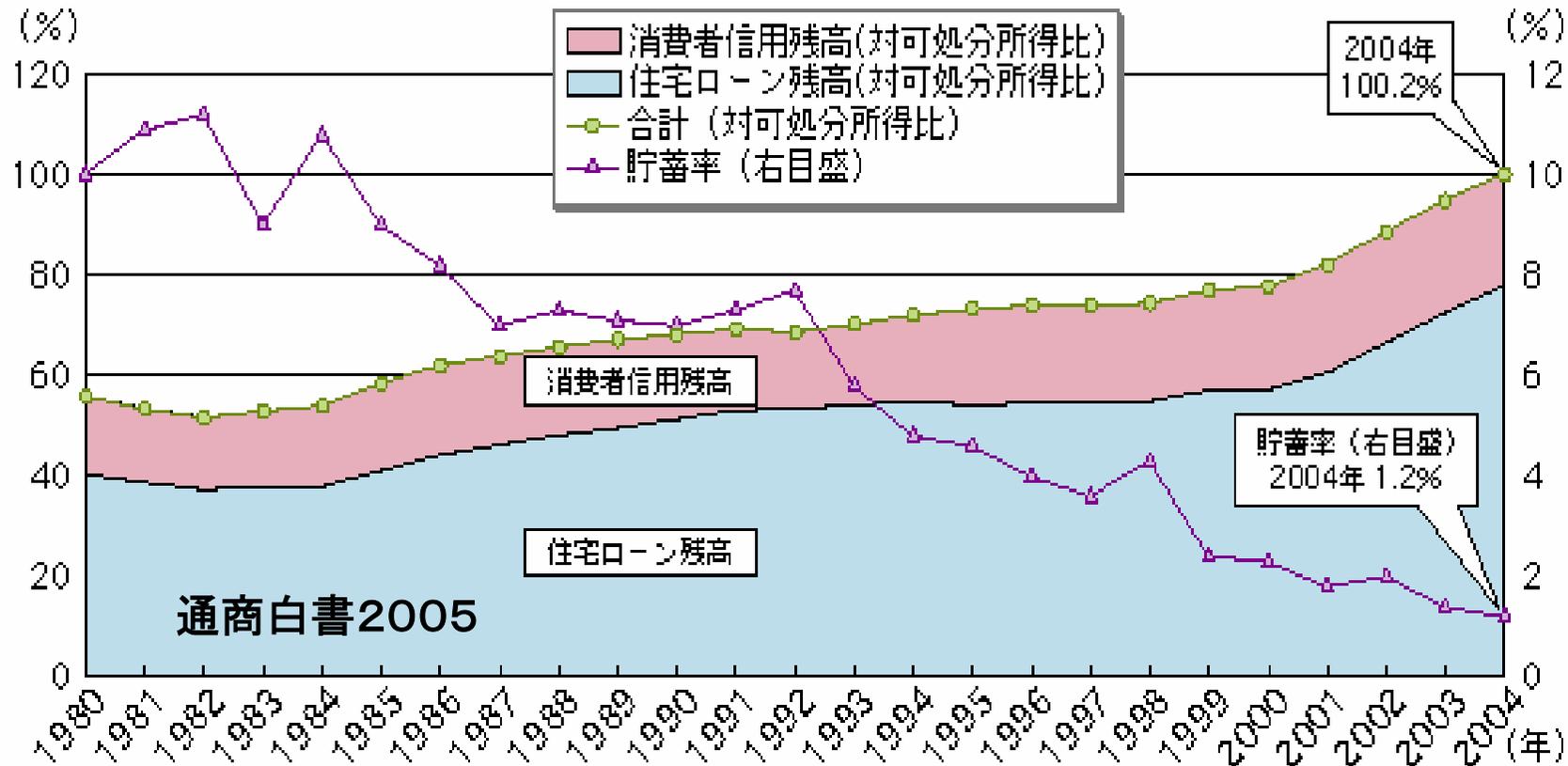
- 基軸通貨の有効活用
- 米国の「グローバルな力」: 多民族国家の優位性: 人材
- グローバリゼーション促進の政治経済的リーダー
- 物理的な力



(資料) IMF「World Economic Outlook Database September 2004」から作成。

通商白書2005

海外需要を作り出す過剰消費先行型米国経済

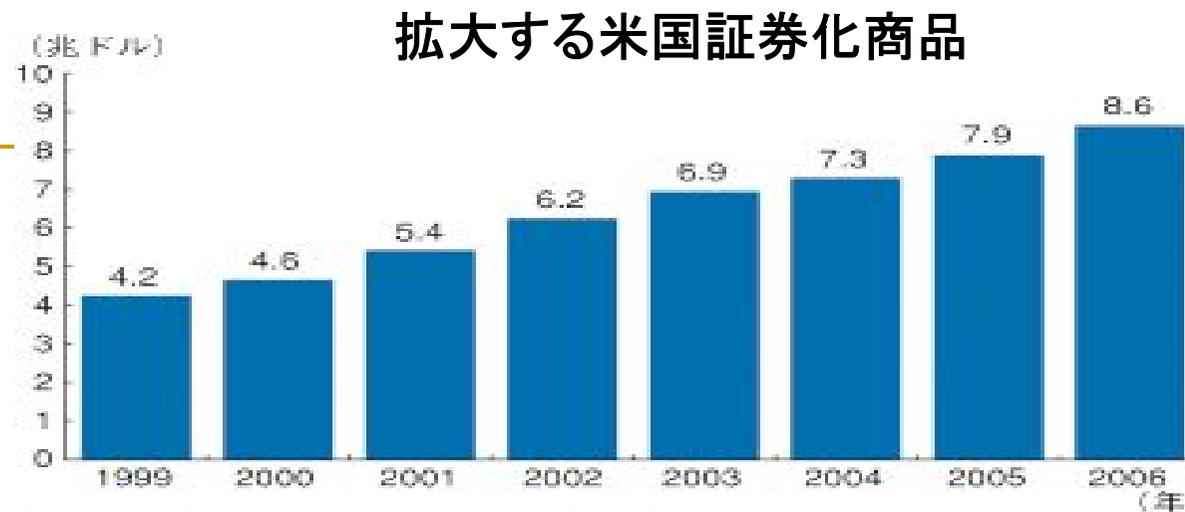


〔備考〕 家計のフリーキャッシュフローとキャッシュフロー（住宅等耐久消費財支出、キャッシュフローと給与一経費及び消費財支出一税金）

〔資料〕 FRB Web サイト。

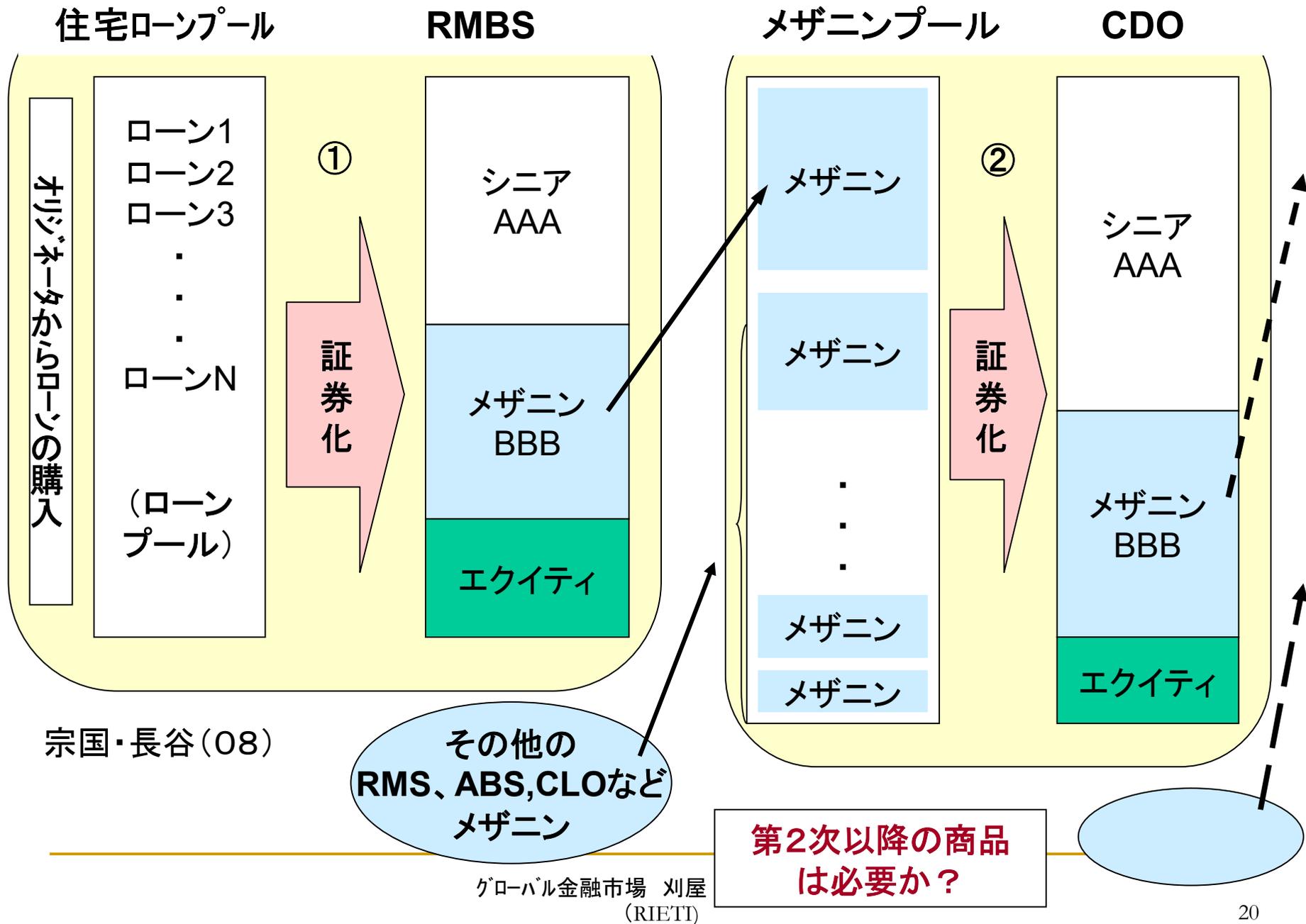
大量の資金(資本)を待ち受ける金融商品 需要される米国モーゲージ証券:信用 誘発されるモラルハザード :金融インナーサークル

高い利回りのサブ
プライム・モーゲージ
証券の増大



資料：SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association—全米証券業者・金融市場団体) Webサイト。

証券化商品: CDO (Collateralized Debt Obligation)

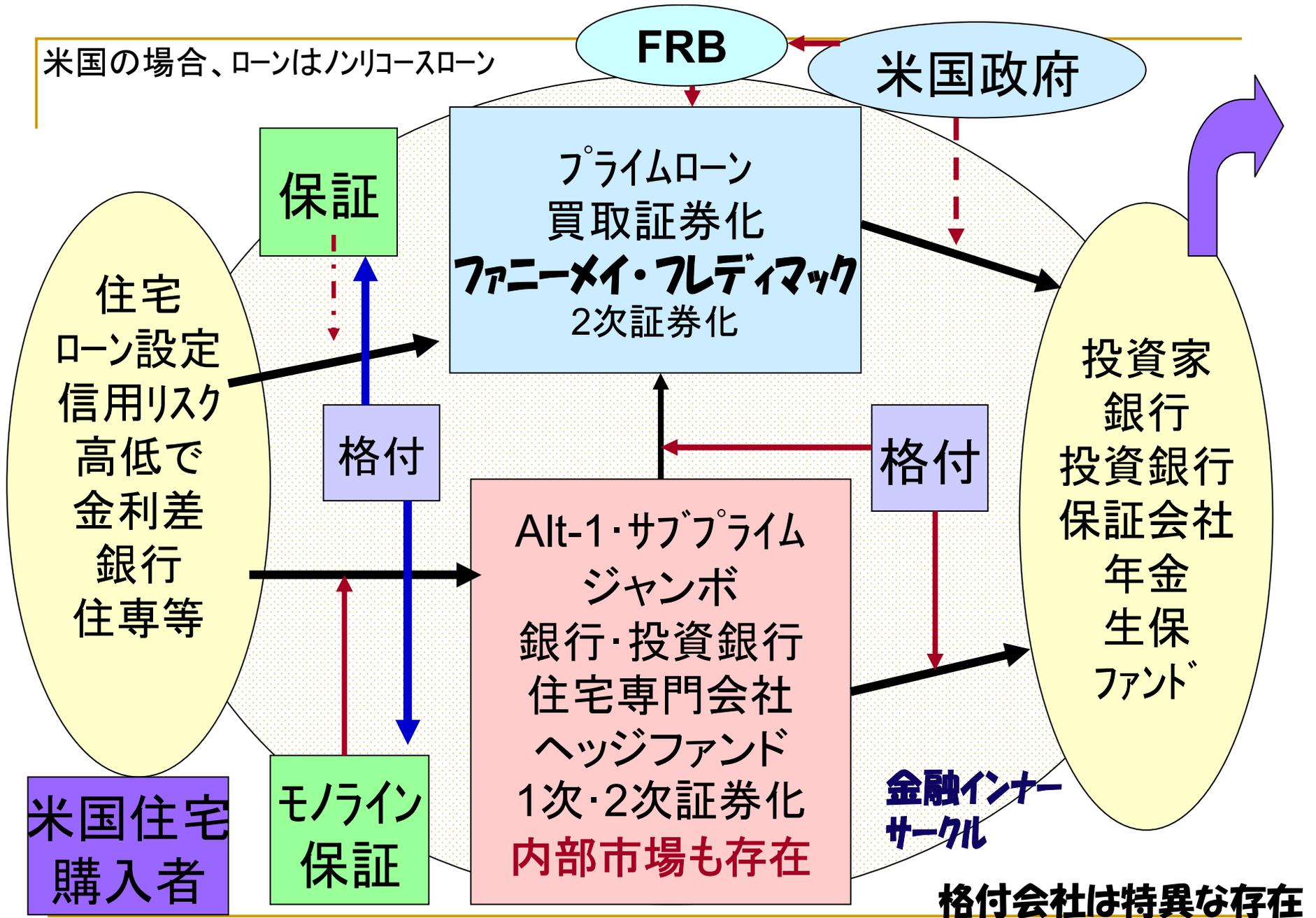


住宅供給ローン政策

- 貧しい人たちに住宅購入の機会を与えることは良い(社会的厚生を拡大:政治の視点)
- しかし、支払不能(デフォルト(支払延滞・差押)信用リスク)による損失をタスプレイヤーに回すことは良くない
- 住宅市場の活性化は、景気浮揚にもなる(政治家のインセンティブ):甘い
- *このバランスを取ることは可能か?*
- 貸出基準は?: 米国では貸出金利は信用スコアで異なる。
- **ローンレートの3C**: クレジット(信用)、キャパシティ(所得)、コラテラル(担保) **この評価は**
- 市場金利以上の貸出: 所得水準、頭金の規模、信用履歴、雇用地位で評価
- ARM: 調整金利モーゲージ(最初金利が低いらくらくローンなど)

ファニーメイとフレディーマックの存在は健全か！

- 元本保証金融商品としての**国債、モーゲージ商品**が圧倒的：このデフォルトは世界経済危機へ
- **モーゲージ商品は証券化商品**：ジニーメイはパススルー商品
- **(株)ファニーメイとフレディーマック**：政府信用保証可能性が**基礎**（ローン購入、資産ポート）の証券化商品：この商品の適格ローンが**プライムローン**（**量的インセンティブ**）
- 95MBSも購入、CMO（2、3次証券化商品）も構築、
- 金利リスク、信用リスクの**デリバティブ・保証**を利用
- ローン購入基準が住宅政策と関連して、90、99,04に動く。99クリントン、04ブッシュの持ち家政策



海外へ

天

過剰な資本の機関投資家等への運用圧力
ローリスク・ミドルターン商品への莫大な需要(世界)

金融インナーサークルの
拡大インセンティブ

モラルハザード
規制環境

1, 2, 3、...証券化商品

第2次以降の証券化CDO、CDO2...:リスクミックスとレバレッジによる大規模化
多くのプレイヤーが参加 意味のあるプロセスか、経済学的な意味は？

第1次証券化:格付け会社、SPV、銀行等のSIV、ヘッジファンド(銀行・証券・
独立)、銀行、年金

サブプライムローン貸付:住宅専門会社等(←銀行等が融資)、保証会社(モライ)
ローン高手数料、高保証料、高金利、リスク(信用)簡便審査、商品多様

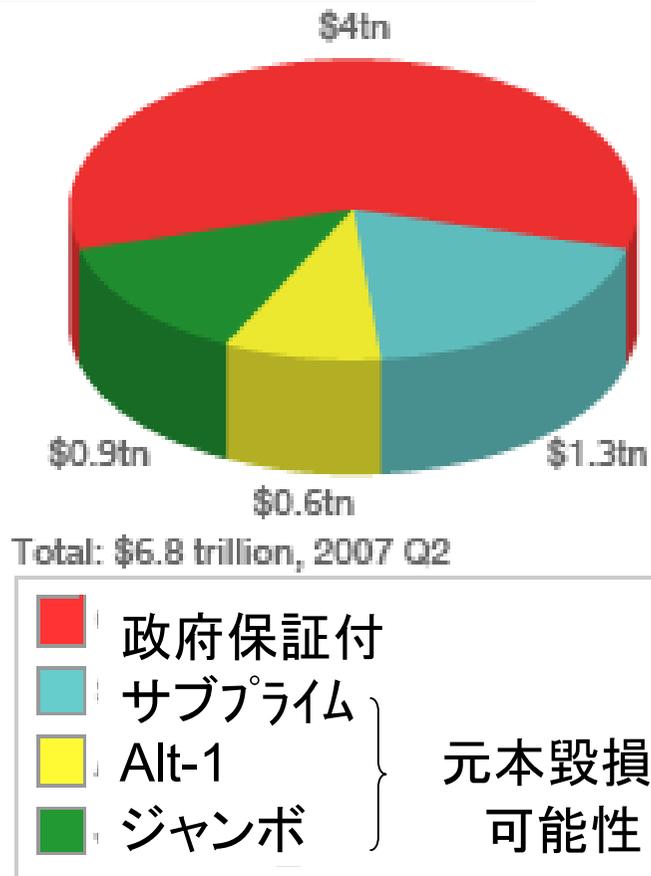
大量の
手数料・
保証料

地

低所得者層を中心とした潜在的に
莫大な住宅需要(米国):支払い能力は不十分

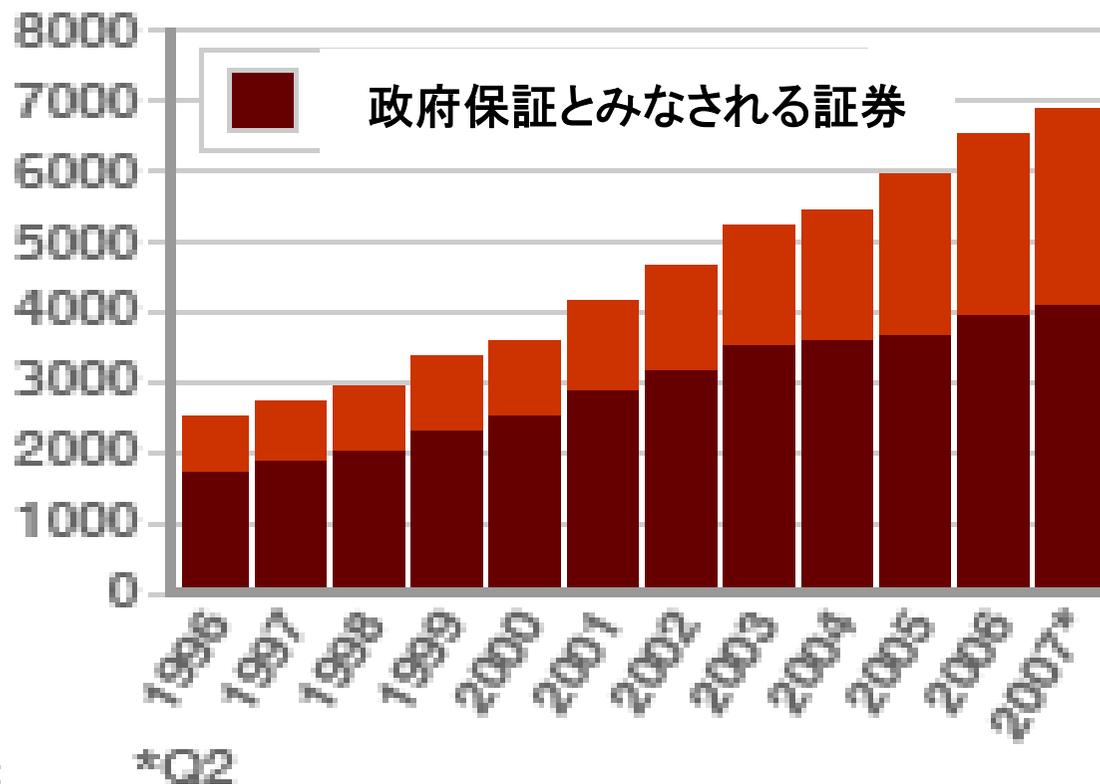
資市住
本場宅

MBS市場の内訳



SOURCE: Source: Federal Reserve; Bank of England; SIFMA

MBS(住宅ローン担保証券)市場の拡大 単位10億ドル



21 November 2007 BBC

SOURCE: SIFMA

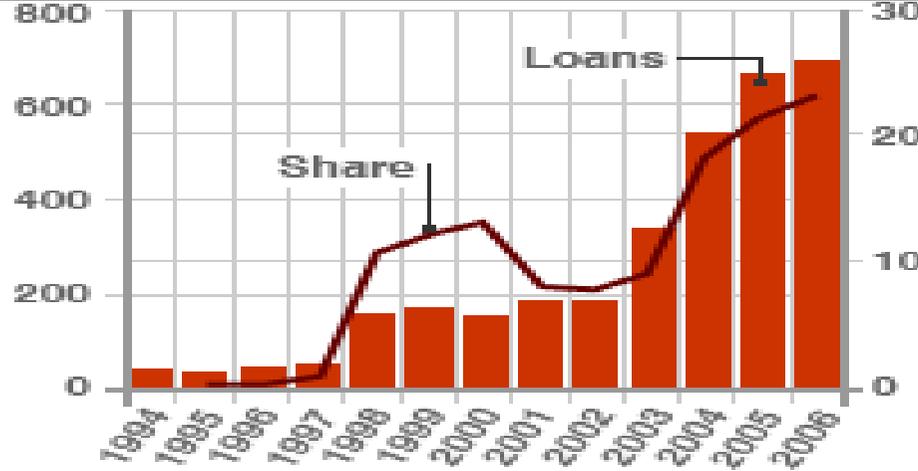
永久に住宅価格の上昇がない限り破綻する枠組

- モライン等保証機関がデフォルトしない限り、この枠組みはOK。モラインは不動産価格変動リスク
- **金融インナーサークル**: 量が多いほどハッピー、格付会社はリスクなし、インセンティブを大きく共有、暗黙的協力？
- 住宅業界・不動産業界もハッピー 景気上昇 株式市場の活況化 政府もハッピー
- 不動産価格上昇-ローン保有者、不動産投機家の売買市場の活況化、保証機関もハッピー
- ローン保有者はさらに借金も(ホームエクティローン)なども。
- **フレディマック(97)、ファニメイ(98)のサブプライムローンの買取も**

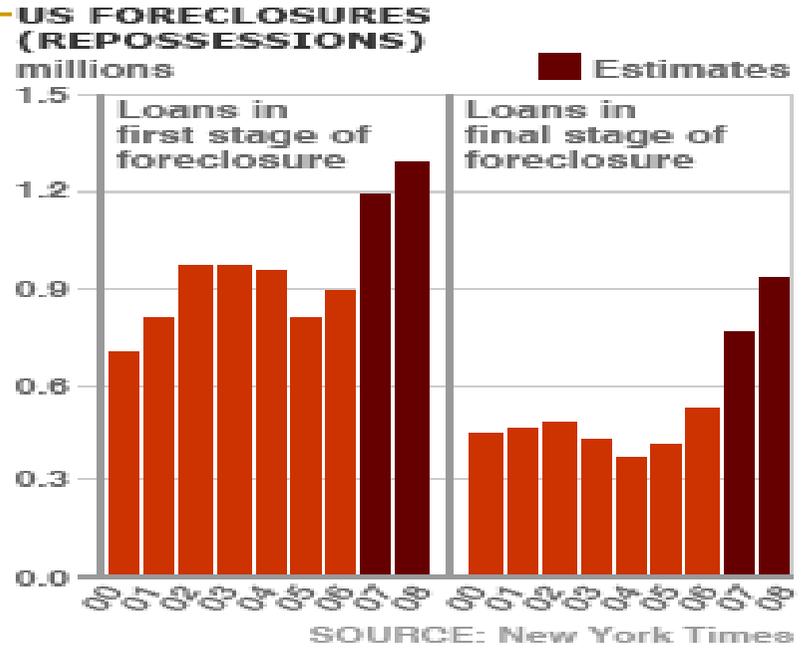
しかし問題は、最初から低所得者のデフォルトが予想されるフレームワーク

- 低所得者層の場合、ローン返済の負担は厳しく、景気が良くても所得が十分上がるわけではない。
- 大量のデフォルト・担保価値不足→強制押収・売却は、**住宅市場全体の価格下落要因**。
- 保証会社への影響→価格下落はプライムローンの世界にも拡大、**保証を自ら行うファニーメイやフレディーマック**
- さらに大量の中所得者がデフォルトへ
- 金融インナーサークルの内部インセンティブ影響→**下方リスクでは恐怖の共有(完全相関へ)**→流動性の欠如
- 銀行等は、自らのSIV、ヘッジファンドなどの信用に貸倒引当金の積み増し必要

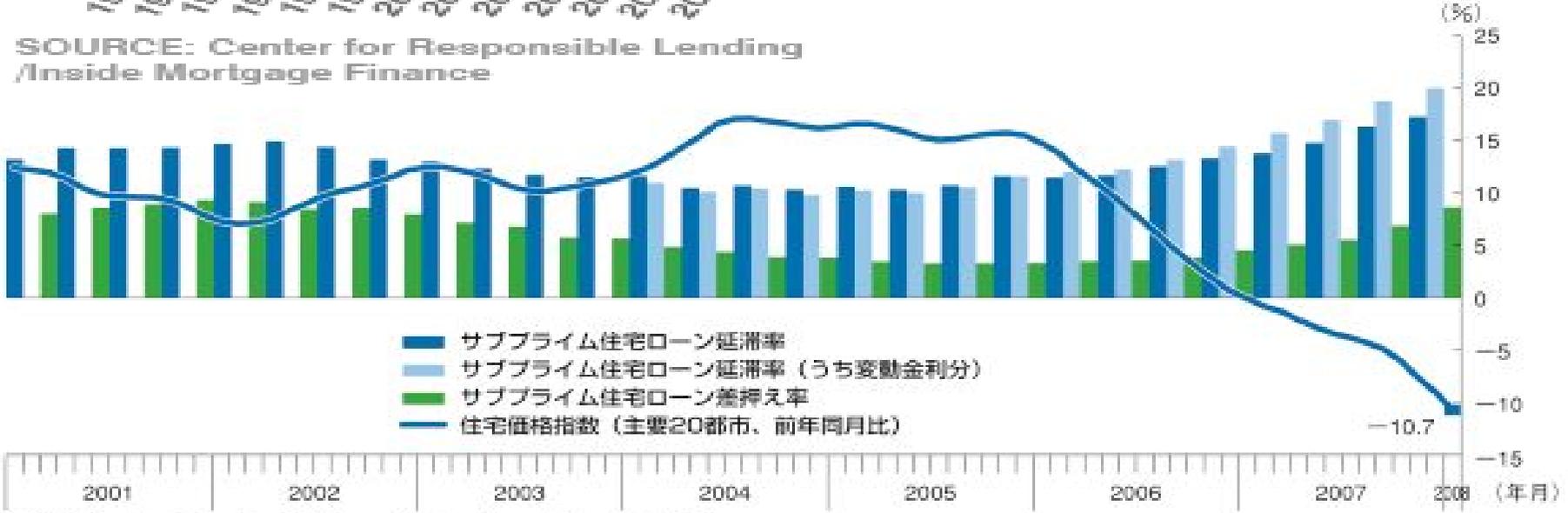
サブプライムローン貸出量の成長(左
単位10億ドル 対全ローンの率



SOURCE: Center for Responsible Lending /Inside Mortgage Finance



SOURCE: New York Times

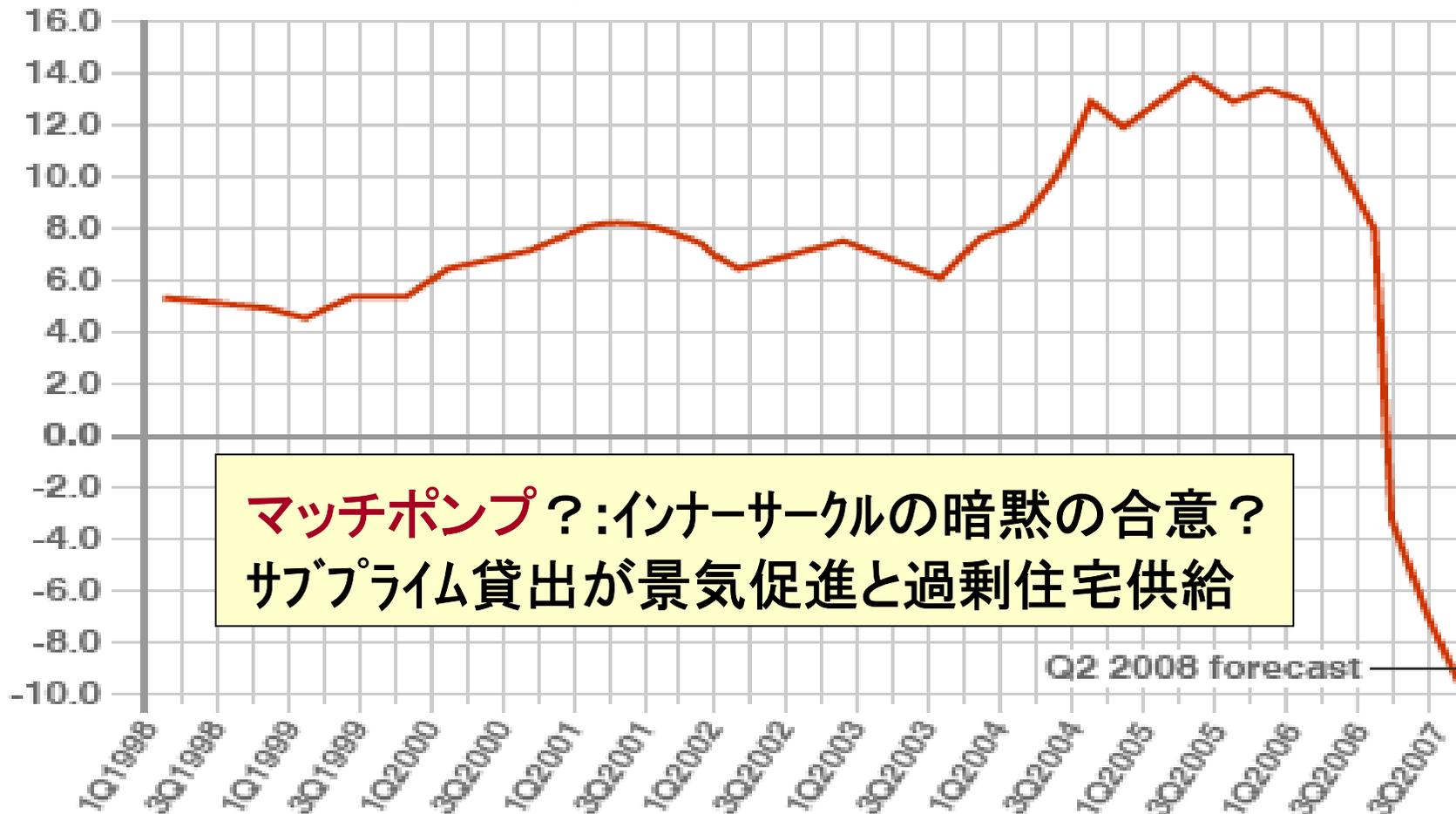


資料：Standard & Poor's、Mortgage Bankers Association Webサイト。
備考：サブプライム住宅ローン延滞率(変動金利分)は、2004年以降公表。

住宅価格変動率: バブルから過剰な住宅供給へ

US HOUSE PRICE TRENDS

% increase/decrease year-on-year



SOURCE: Center for Responsible Lending/OFHEO/NAR

サブプライム問題の原因

*Wikipedia: Subprime Mortgage Crisis*から

- リスクをとらない**投資銀行**モデル (Originate to distribute Banking model)
- 過剰な住宅投機: 甘い審査
- ハイリスクローン **忍者 (Ninja)ローン**、多様なARM
- 住専 (Countrywide Financial、New Century Financial、IndyMac)の甘い審査, 過大引受、30秒自動審査 (07で全体の40%)
- リスク認識を甘くする証券化慣行: **不正確な信用格付**: 利害相反
- モーゲージブローカーが監視機能を持っていない

- 政府の政策:不完全な監視体制、グラス・スティーガル法から99グラム・リーチビリー法へ
- いくつかの州では2次証券化収奪的ローンの流通市場を成長を防ごうとしたが、政府は連邦法違反とした(グリーンSPANはこれに関与という報告も)
- **住宅都市開発省(HUD)のモーゲージ政策**がリスクローンを発行する傾向に火をつけていた
- **95からファニーメイとフレディマックは、モーゲージ証券を購入**
入:彼らのポートの劣化の可能性 総量規制も甘く
- **クローニー資本主義**:政府政治家とファニーメイ・フレディマックのもたれあい、金融インナーサークル
- 中央銀行Fed:甘い金利政策、98LTCM救済などの処理法

インナーサークル投資銀行、住専、保険・保証会社、GSE等の崩壊・再生へ

- ゴールドマン・サックス(7900億円増資):銀行へ (Lev22倍)
- モルガンスタンレー(三菱9000億円)銀行へ
- メリルリンチ:バンクオブアメリカに吸収
- リーマンブラザーズ:倒産 野村がアジア・欧州部門買収(Lev30)
- ベースターズ:モルガンチェース銀行に吸収
- 英国 RBS ロイズ、バークレイ等へ資本注入
- AIG:政府救済
- 住宅金融公社:ファニメイ、フレディマック国有化

- 基本問題は**米国型金融システムに内包するモラルハザード**
問題:過剰資本と自由市場概念とインセンティブコントロール
クローニー資本主義

サブプライムローンの商品性への問題:

収奪的・詐欺的・反社会性(厚生基準)

- **格付会社の責任**: 大澤(07)は収奪的商品構築幫助
- サブプライム・ローンが複雑: 手数料・保証料、返済形態、借り換え条件、訴権制限、プリペイメントペナルティなど
- 資格審査のモラルハザード: LTV, 所得証明書など
- **中立的信用リスク評価者の不在**
- HOEPA: 訴訟の続出、連邦(グリーンスパン)は州を抑える
- 商品性の機能・倫理的判断の評価者の不在
- 2003ジョージア州で州法として **assignee liability** を要求、これ対してその免除がない証券を格付不適とし(S&P、その後他社も)、モーゲージ資金供給不足になり、州が変更
- 手数料インセンティブは、量的要求一外部不経済の拡大

グリーンスパンの規制の失敗

News Week(08.10.1フィリップス)

- FRBは94年に住宅ローンの監督権限をもつ
 - グリーンスパンは、05年4月でさえ、サブプライムローンは公益にかなう、政府の介入は必要ないとした
 - 新規制は、市場が大打撃後の今年7月。バーナンキFRB議長が、返済能力を十分に証明する書類のない融資を禁止、貸付に関する情報開示の常識的なルールを定めた
 - 通貨監督庁(OCC)(ノンバンク系)は州との縄張り争いに必死
 - SECは公募証券のみに関与
 - FRBのみが住宅ローン新事態の全体の監督権限と能力
 - 00年10月にオハイオ州はクレーブランド連邦準備銀行に訴える。01年3月に「住宅市場の略奪的貸付」会議、だが放置
-
- SECは、04に上位5投資銀行に対するレバレッジ規制を12倍から30倍に緩和

信用問題:保証、CDS、格付

信用評価の整合性—市場との関係

信用指標の重要性:市場評価を共通化
信用リスクの複合性:基本的には多次元
的、格付などは参考指標

信用リスクに対するモーゲージローン保証

- モーゲージ保険業界は7つのホールディング会社に集中、多くは子会社形態で保険：保証額は20%－40%
- **プライム保証、サブプライム保証(モノライン)**
- モノラインはホールディングや子会社からリスクが独立的なるように
- モーゲージ保証会社は政府関係のFHA,VA保証と競争関係に
- **ファニーメイ、フレディマック**はLTV80%超のローンに保証が必要：銀行・貯蓄銀行などは保証・CDS業務参入へのインセンティブ
- プライムモーゲージ保険2004：MGIC、PMI-MIC、RadianG、**AIG**/UnitedGC RepublicMI GenworthFinancial TriadGICの7社 保証額2638億ドル
- 保証会社は4%のキャピタルチャージ、プレミアムの半分は受け取ったときから10年維持する
- ~~保証会社のリスク：住宅価格下落、金利の上昇~~

モライン(AFGI) と投資銀行と格付会社

- 投資銀行の債権引受販売部門は、発行体の有利な資金調達に格付けの高いモラインと協働
- 地方債への保証:95年40% 03年50%
- 80年中葉、ABS等ストラクチャーものへ拡大:モラインは「約定スケジュールどおりの保証」、社債などシングルリスクはとらないが、CDOなどは引受:サブプライム証券の保証
- 4大モライン :9割弱
 - **Ambac**:71設立、81 Citibankの傘下に、91上場、現在JPMorgan,Citigroup,Fidelity Investment等が主要株主
 - **MBIA**:複数の保険会社により73設立、86上場、Wellington Management Coが主要株主
 - **FGIC**:83設立、86上場 89GECapitalが買収、03.12住宅ローン保険会社ThePMIGroup(本社Ca,NY上場、現在40%株式保有)投資グループ
 - **FSA**:複数の機関投資家と保険会社により85設立、00以降Dexiaが100%株式保有

参考:モライ保険・再保険会社の大株主による分類

- 独立系: MBIA(上場)、Ambac(上場)
- 保険会社系: Assured Guaranty (ACE Ltd), 損保JpFG、XL Capital Assurance (XL Capital), XL Financial Assurance (XL Capital, FSA、再保険)
- モーゲージローン系: FGIC (PMIGroup), Radian Asset Assurance(Radian Gr), Radian Re, RAM (PMIGroup)
- 商業銀行系: FSA (Dexia)
- 投資銀行系: ACA Financial Guaranty (Bear Stearns Merchant Banking), CDC IXIS Financial Guaranty (CDC IXIS)

住宅価格下落は、モラインの担保価値の下落、 モライン会社の格付下落

- モラインの格付下落は、補償対象の証券の格付下落を通して**世界の投資家の資産価値を下落**
- モラインの格付下落は、彼らの保証する**莫大な地方債の格付下落、投資家の資産価値を下落**
- モライン会社の格付は、彼らの資産内容（資産構造の格付）に基づく
- **格付会社のインセンティブ**としては、この格付低下をさせたくない（一緒に証券化を促進して、手数料を稼ぐパートナー）
- フィッチは今年の2月にAmbacの格付を低下、S&Pとムーディーズは7月に
- **2次証券化以降の格付可能性？モデルに基づく**

CDS (クレジット・デフォルト・スワップ): 派生地雷原

- 個別企業(国)D-リスク移転のデリバティブとして、マーケット等の調査で**指標化**
- 企業AのDリスクを移転するために、プレミアム(保険料)を支払い、投資銀行・保険会社・デリバティブ取引会社等から、一定期間保証を購入。想定元本Kを設定。
- 保証期間で企業Aの支払事由が起こると、元本Kに対しての損失額が支払われる
- CDSは、相対、無限に発行可能。リーマンを対象企業とするCDSのスプレッドは破綻直前に3%から7%に
- **AIG**は、大量のCDS売却のみ。保証残高は4400億ドル、損失140億ドル
- **ファニーメイ・フレディマック**の国有化により、CDS売却機関は莫大な損失。欧米の金融機関のスプレッド

- 6月末の取引残高は54兆ドルに達し、世界のGDP(48兆ドル)や株式時価総額(49兆ドル)を上回る
- CDSの売り手は、証券会社や投資銀行、保険会社、ヘッジファンド、買い手は、銀行やヘッジファンド。
- 米国での取引が世界の4割程度、英国も3割以上を占め
- ISDA:破綻リーマンのCDS清算価格が元本の8.625%と発表。総額約4000億ドル(約40兆円)と推定。価値9割が毀損
- CDSは企業対企業の相対取引、政府の規制はないし、取引報告の集約場所もないので市場価値はわからない
- CDSの決済機能の強化:集中決済の方式がリスクの全体量を把握。CNBCによると、FRBがCMEやインターコンチネンタル取引所(IC E)とCDS取引所設立について協議
- CDSなどデリバティブ取引の**決済リスクを軽減する清算機関**の設置や、**不良資産を金融機関から切り離す場合の時価評価**の重視を国際的に働きかけること

金融保証と CDS

1) 契約形態から見た違い

- 金融保証は、NY州保険局に登録された保険証券を使用。
- CDSはISDAのCDS雛形を利用。

2) 支払い事由から見た違い: 支払い事由の発生形態

- 金融保証は原債務が「支払い不履行」(Failure to Pay)の場合にのみ代位して支払う。保証が特定債務に対する保証であるから。
- CDSの場合は債務は特定なし、企業という広い範囲で指定。3つのクレジットイベント(3CE): **支払い不履行、破産、リストラチャリング**

3) 決済方法から見た違い

- 金融保証がスケジュール通りの支払いのみ。CDSの場合は3CEが起きた場合、現物決済あるいは現金決済。
- 支払い事由が起きた時点で、プロテクションの売り手は元本の相当部分の流動性を用意、保有していることが必要。

有効なグローバル金融市場のあり方： 要約的展望（政治経済金融問題）

金融機関の経営者とプロの責任のあり方
格付制度のあり方

金融商品・証券化商品のあり方

信用リスク取引市場のあり方

GSE改革の必要性、米国経済改革の必要性

グローバル政治経済構造の安定性

金融システムのインセンティブ・コントロール

- 経営者・プロの責任のあり方、組織間の緊張関係
- ファニーメイ・フレディーマック株式会社政府系ローン買取資産運用証券化会社をやめ、ジニーメイ型パススルーへ
- 格付機関の監督：組織の独立性・公正性・情報開示透明性・グローバル整合性
- 金融商品の倫理性・透明性・トレーサビリティを確保するシステム
- 信用リスクの集中市場と指標化：ローン取引市場、CDS市場の公開
- 米国経済・グローバル経済構造の改革

金融機関経営者責任:モラルハザードの抑制

- 組織統合的な内部統制とリスクマネジメントの強化:SOX法
- コーポレート・ガバナンスの実体性:株主と経営者-経営責任のあり方の再設定
- 企業内企業を作らせない:ERM(エンターリスクマネジメント)の徹底-組織全体のリスク構造を理解する-経営者責任
- 過剰資本とハイバレッジ:ヘッジファンド・不動産ファンドなどへの銀行融資とその責任のあり方
- 投資ビジネス(資産運用・ファンド等)インセンティブ報酬体系
- 機関投資家の責任:リスクデューテリ

- サラリーマンのリスクの負い方 リスク感覚 恐怖の共有の波及抑制
- 金融インナーサークルの情報共有化・インセンティブ共有化への監視

共通な視点:ノーリスク・ノーリターン原則をすべのプレイヤー に組み込む:インセンティブコントロール

- 「リスクをはずして大きく儲ける」金融構造・機会の排除
- サラリーマンプロのインセンティブとリスクの関係に関わる問題:
ライアビリティの訴求可能性?!
- ハイレバレッジ金融リスクテイク行動・ポジションの情報開示システム: ヘッジファンド、機関投資家、銀行、保険
- 手数料レバレッジを求める証券化はリスク:格付会社と証券化プレイヤー同士のインセンティブ共有化とプロの責任
- ヘッジファンドに対して、株主の人事権を持たない上場のあり方の規制 レバレッジ能力と経営

グローバルに有効な格付機能の導入

- 信用格付会社は、社会的に特殊・重要な存在であり、「信用リスク」評価能力を持つ専門性の定義(限定性)とともに、資格制度を設定、会計制度のように、世界的な組織にする。中立性
- 国、組織、商品の格付プロセスの明示化、情報開示
- CDOには、すべての構成商品を開示、トレーサビリティを確保、相対商品デリバティブを含めない、理論評価モデルを開示
- 格付オン格付の構造を入れない。経時的な評価可能な構造を確保。MBSと社債などの混合は問題
- 保証会社の商品範囲問題、保証会社の格付変化が他の商品伝播しないようにする。**信用の業種間 隔離**
- 例:モラインは地方債とMBSの保証をするが、後者の信用低下により、モラインの格付低下、地方債の格付低下へと影響。金融機関等への影響。

証券化商品のあり方

- 商品に対して、証券化は、倫理・責任の希薄化・回避の手段でない。収奪性・詐欺性の排除
- 証券化の格付評価問題：AAAは「格付名目的」には国債とほぼ同じであるが、実際は異なる。
- 手数料狙いの2次証券化以降の繰り返される証券化は、ねずみ講的部分・システミックリスク波及構造をもつ。
- 2次証券化商品の格付けの根拠モデルと商品構造の情報開示、商品情報のトレーサビリティ、訴権の保証
- 投資家の責任：リスクの理解能力とデューデリ、格付・リターンで選択するな
- 調達の保証は銀行等：多重に利用された銀行資本

安定的な成長を可能にする国際経済金融システムのあり方は

- **G20で欧州の提案**: ①テリバティブ規制、②ヘッジファンド規制、③経営者報酬、④国際的な市場監視、⑤IMFの強化・新国際機関創設
- 民間信用市場の透明化・健全市場の育成、CDOの集中決済、情報開示
- 世界での金融検査のあり方の整合性(簿外取引、SIVの連結)
- 各国の内需拡大政策の相互評価
- 米国の経常赤字、GSE
- 基軸通貨の複合化

参考

サブプライムの議論は数多いが

- 証券アナリストジャーナル2008年3月号に特集(高田創、木村武、江川由紀夫、大垣庄司、長谷毅・宗國修治、田中英隆、柴崎健)
- 大澤和人2007『サブプライムの実相—詐欺と略奪のメカニズム』 商事法務 「サブプライム問題は 企画された経済犯罪」
- 刈屋武昭2008「『日本人』が幸福になる強固で賢い小国へのすすめ」『経済マイスターによる知力講座』日本経済新聞出版社
- SAAJセミナー08.7.10(木村、宗國、香月康伸)資料
ヤフー検索では1240万件
- 気仙英郎「サブプライム問題と世界経済の行方」(明治大学での講演)

参考

- ジニーメイ (Ginni Mae): GNMA (Government National Mortgage Association) 連邦政府抵当金庫 : 資産を保有せず、パススルー機関として政府保証ビジネス
- ファニーメイ (Fanni Mae): FNMA (Federal National Mortgage Association) 連邦住宅抵当公庫 : conforming loans NY上場 資産規模89兆円(07)
- フレディマック (Freddie Mac) FHLMC (Federal Home Loan Mortgage Corporation) 連邦住宅金融抵当公庫 NY上場 79兆円
- **ISDA**: (International Swap and Derivatives Association)

金融工学とは

- 金融工学は人類にとっての知的財産であり、それを実践化する技術は道具である。それ以下でもそれ以上でもない。それを利用するのは人間である。
- **金融商品**は、その基本属性(リスク、リターン、時間)に関して、それぞれの主体(家計・企業・政府・年金など)に対して最適なポジションを取ることを可能にさせるもの。派生商品、証券化、投資信託など
- 金融工学は、それを効率的に達成させるために、リスク・リターン・時間に関わる意思決定の多様な技術を提供し、**金融商品の設計構築、最適化の方法、金融制度のあり方**などを機能的な視点から知識化する