

「レバレッジ性悪説 VS 性善説」

2008年11月7日

アセットマネジメント部

チーフ・エコノミスト 黒瀬浩一

昨年に米国でサブプライム問題が表面化して以来、デレバレッジ（脱レバレッジ）は金融システム再構築の目的と化した感がある。しかし数年前まで、レバレッジは投資収益率向上の代表的手法として賞賛されていた。ここではレバレッジのメカニズムを考察してそのメリットとデメリットを比較、公共政策の在り方を検討する。

1. 株主資本利益率（Return on Equity、以下 ROE）

ファイナンスのテキストブックには、ROE を分析するための以下の公式がよく紹介されている。

$$\text{ROE(利益 / 株主資本)} = (\text{利益 / 売上}) * (\text{売上 / 総資本}) * (\text{総資本 / 株主資本})$$

ROE 改善のためには右辺の3つを改善すれば良く、各項目は順に 売上利益率、総資産回転率、財務レバレッジと呼ばれている。レバレッジとはテコの意味であり、負債をテコに財務レバレッジを高め、ROE を向上させることである。

この公式は、投資対象が実物資産でも金融資産でも何ら変りはない。実物資産に投資する事業会社においては、株主への投資収益率 = ROE として数年前までは盛んにその向上策が論じられた。ROE の目標値を公表する公開企業も多く、その手段としてのレバレッジの向上は、米系金融業界を中心に高く評価された。他方、金融資産への投資では、ヘッジファンド業界が高レバレッジ戦略を多用した。ヘッジファンドの投資行動についても、金融市場に流動性を供給し価格形成の歪みを是正するものとして、米国を中心に肯定的に評価されてきた。

しかし、負債の増加を伴う ROE の向上にはデメリットもある。デメリットは一般論として負債を負うことに起因するデメリットだけではない。これは比較の意味で一般事業会社の負債や住宅ローンと比較すると分かりやすい。一般事業会社の負債や住宅ローンでは、元本を分割して返済する分割返済の計画を立てる。しかし ROE 向上のための負債の返済計画では、分割返済より借入金で期日に借り換えするケースが多い。なぜなら、返済すれば目的である ROE が低下するからである。負債のリスク管理としては、借り換えをスムーズにするための負債の期日の分散ぐらいであろう。

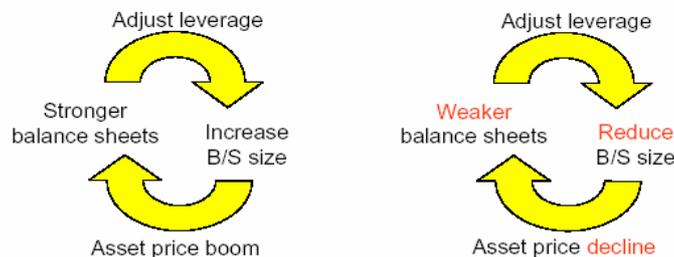
では、もし負債の期日に借り換えが出来ないとどうなるか。負債の返済原資は、資産売却代金しかない。今年の秋に起こった世界的な金融市場の混乱は歴史的なものであったが、その主たる原因はこのメカニズムに起因しているのである。次にこのメカニズムを詳しく見てみよう。

2. レバレッジ性悪説

ROE 向上の手法として高く評価されてきたレバレッジだが、サブプライム問題を機に事態は一変した。一部の欧米金融機関が簿外に子会社を作り、レバレッジ比率を高めてサブプライム住宅ローンを証券化した商品に巨額の投資を行っていたことが発覚したのである。

先に書いたように、レバレッジで負債を導入する場合、返済原資は借り換えしかない。しかし、サブプライム問題の拡大で保有証券の価格が急落すればどうなるか。株主資本が毀損し、場合によっては負債の返済が出来なくなるのである。このメカニズムに内在するシステミックリスクは、欧州を中心に古くから問題視はされていた。そしてサブプライム問題を契機に、米国等が譲歩する形で国際的なコンセンサスが出来たのである。6月に国際的な金融監督の団体であるFSFが公表したレポートには、「究極的にレバレッジの低い金融システムを再構築する」と明記されている。

では、レバレッジを引き下げるために金融機関が資産の売却に一齐に動けば何が起こるか。これこそ今年に入って金融システムが不安定化した最大の要因だと考えられる。下の図式の右側のメカニズム、株式市場を例にとると、株価の下落 損失 レバレッジ縮小のための株式売却 株価下落 破綻懸念 借り換え不能で株価売却 株価下落、がスパイラル的に深化したのである。



出所：カンザス連邦準備銀行（<http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2008/Shin.09.07.08.pdf>）

3. 問題の本質

レバレッジには、メリットとデメリットの両面がある。公共政策の選択基準は、最小のデメリットで最大のメリットを引出す「最適レバレッジ」を景気循環の局面に応じて実現することである。そのための方策は、市場メカニズムが機能するのであれば市場に任せ、機能しないのであれば公的関与が必要となる。今年の秋に起こった金融市場の歴史的混乱は、金融機関が一齐にデレバレッジで金融資産を売却したことに始まる「市場の失敗」である。米国を中心に政府は当面の危機対応として、デレバレッジされる資産の政府による買取り、時価会計の基準緩和、流動性供給、などを実施した。一面では、政府がレバレッジを肩代わりしているのである。

今はまだ危機の最中にあるので危機対応が必要である。しかし問題の本質は、最適レバレッジを実現する公共政策の選択である。共に11/15に予定されている金融サミットの課題である。

以上

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。