

〈論 文〉

# CDS におけるバイヤー・セラーおよび シンセティック CDO における組成者・投資家のインセンティブ

杉 浦 正 和 \*

## Incentives of Buyers and Sellers of CDSs and Structurers and Investors of Synthetic CDOs

Masakazu Sugiura

### Abstract

The purpose of this paper is to analyze, based on interviews in Japan and Singapore, incentives for buyers and sellers of CDSs (Credit Default Swaps) and those for structurers and investors of Synthetic CDOs (Collateralized Debt Obligations), which became one of the major causes of the world financial crisis in 2008. The incentive for buyers was originally to reduce credit risks whilst that for sellers was to receive fixed premiums. However, the basis trading of CDSs, i.e. side-bets on different views on credit event probability, changed the nature of CDS from risk management to risk taking. Use of CDSs as parts of synthetic CDOs brought expansion of the market where much better profit margin and upfront fee were the greatest incentives for those who were involved in Synthetic CDO businesses. Investors had strong demand to restructure their credit exposure in a flexible manner. Unlimited scalability due to synthetic nature of the CDO was the incentives for both structurers and investors.

### 要 約

本稿の目的は、2008年の世界恐慌の原因ともなった CDS (Credit Default Swap) におけるバイヤーおよびセラー、ならびにシンセティック CDO (Synthetic Collateralized Debt Obligation) における組成者と投資家のインセンティブについて、日本とシンガポールでのインタビューを基に分析することである。本来 CDS 取引におけるバイヤーのインセンティブはクレジット・リスクを切り離すことであり、セラーのインセンティブは固定的プレミアムを得ることであった。しかし、クレジットイベント生起確率の見立ての違いによる CDS のトレーディングの結果、CDS の本質はリスクマネジメントからリスクテイキングへと変質した。CDS はパーツとしてシンセティック CDO に組み入れられることで利益率の向上とアップフロントの収入をもたらし、それらが組成者にとっての強力な動機となった。投資家にはクレジット・エクスポージャーを自在に組み替える強い需要があった。「合成」の性質から来る際限のない拡張性は、組成者・投資家の双方にとってのインセンティブであった。

---

\* 早稲田大学大学院商学研究科 教授

## 1. はじめに：目的と構成

本稿の目的は、クレジット・デリバティブ（credit derivative）の関係者を市場拡大に向けて動機付けたインセンティブ及び市場の急速な拡大を可能にしたメカニズムについて、国内および海外におけるインタビューをもとに考察することである。本稿で焦点を当てる関係者には、CDS（Credit Default Swap）のバイヤーおよびセラー、CDS を原資産とするシンセティック CDO（Collateralized Debt Obligation）の組成者および投資家などが含まれる。

CDS はクレジット・デリバティブのひとつであり、元来は融資先や社債の発行体など参照企業（reference entity）の債務不履行（default）などのクレジット・イベントにおける損失に備えるための保険に近い性質を持つ金融商品である。

CDO は、クレジット・ポートフォリオを原資産に持つ資産担保証券である。優先劣後構造を持つ複数のトランシェ（最も格付が高いものから、スーパーシニア、シニア、メザニン、エクイティと呼称される）を有し、デフォルト等の事由により原資産に損失が発生した場合に、支払優先度が低いトランシェから順に損失を負担していく仕組みを持つ。

シンセティック CDO は、CDO の原資産として現物ではなく CDS 等のクレジット・デリバティブを対象とする金融商品である。合成 CDO と翻訳され、SCDO とも略称されるが、本稿では「シンセティック CDO」の用語を用いる。2008年の金融危機を引き起こした諸原因として CDS とシンセティック CDO があげられることは、数多く論じられて来た。

金融危機以前には、CDS は第一義的にはクレジット・リスクを管理するための先進的な手法、シンセティック CDO はフィナンシャル・エンジニアリングを応用した先端的金融商品と看做されていた。CDS の市場はピーク時（2007年末）には62.2兆ドル（6,220兆円：本稿においては100円/US\$を用いる）にまで急拡大した。その中心となったのは、CDS のトレードとシンセティック CDO への組成（structuring）ならびに販売であった。市場拡大の根本的メカニズムとしては、CDS およびシンセティック CDO の持つ無限の拡張性（unlimited scalability）があった。リスクマネジメントのために開発された金融商品が、結果として金融・経済システム全体を脅かす最大のリスク要因となった。

CDS およびシンセティック CDO の拡大の背景には、それによって利益を得る関係者のリスク選好と規模拡大への欲求があった。それを動機付けたのは報酬に直結する高い利益であり、それを可能にしたのは拡張性のメカニズムであった。市場の拡大はその両者が揃わなければ実現不可能である。本稿では、CDS およびシンセティック CDO を対象とし、関係者のインセンティブと金融商品の持つメカニズムに焦点を当て、国内・海外でのインタビューに基づくヒアリングを踏まえて分析する。

本稿は6節から構成される。第2節においては、CDS の対称的な相対取引について整理する。第3節においては、CDS のバイヤーとセラーのインセンティブについて分析を行う。第4節においては、CDS のトレーディングと「サイドベット」に由来する規模拡大について関係者へのインタビューに基づいて考察する。第5節においては、シンセティック CDO におけるインセンティブと規模拡張性について、シンガポールで行った当事者のインタビューをもとに考察する。最終節においては、ギデنز（Giddens, A.）のフレームワークを用いてクレジットに関わる本質的問題点を整理する。

## 2. CDS マーケットとバイヤー・セラーの関係

### 2.1 CDS のマーケット

スワップ取引である CDS は、「売り手」と「買い手」による相対取引である。そのため、金融危機以前には政府の規制もなく、取引を報告する監督機関もなく、市場規模についての正確な数字はないとされる。参考として引用されるのは、国際スワップデリバティブ協会（International Swaps and Derivatives Association Inc.：ISDA 本部ニューヨーク）の推計値である。

同協会は、CDS の市場規模（想定元本：notional outstanding）は今世紀に入って100兆円規模を超え、2005年には1,000兆円を超え、2007年末62.2兆ドル（6,220兆円）のピークに達したと推計している。世界的な信用収縮の中で、市場関係者がポートフォリオにおける CDS 取引を減少させたことに伴い、2008年上期末で54.6兆ドル（5,460兆円）、下期末は38.6兆ドル（3,860兆円）と減少し2009年上期末には31.2兆ドル（3,120兆円）とピーク時に比べ半減した。（図1参照）。

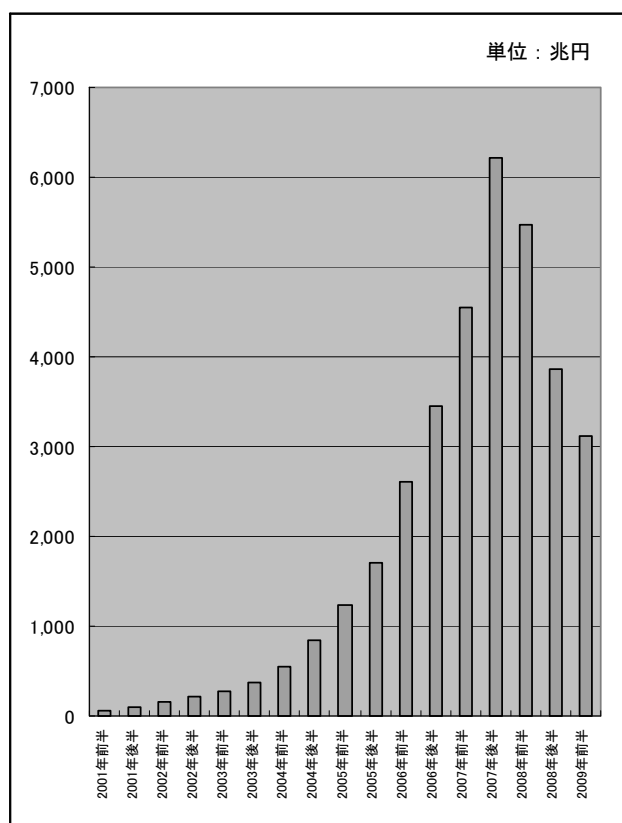


図1 CDS の想定元本  
(CDS Notional Outstanding)

出所：ISDA Survey<sup>1</sup>

## 2.2 CDS におけるバイヤーとセラーの関係

CDS は、スワップ契約であり、倒産・債務不履行・リストラクチャリングなどに対して、(A) 保証料を支払って保証を受けるサイドと (B) 保証料を受取って保証を行うサイドが「対称的」かつ「相対」で行う取引である。

形式的にはスワップ契約であるが、CDS は擬似的保険 (pseudo-insurance policy) として説明され、「プロテクション (protection)」の呼称も使用される。保険の対象は債券発行体の債務不履行 (default) というネガティブな信用事由 (credit event) から蒙る損失 (ネット) である。CDS の取引においては、(A) 保証料 (premium) を支払って保証を受けるサイドがプロテクションの買い手 (バイヤー)、(B) 保証料を受取って保証を行うサイドが売り手 (セラー) と呼ばれる。

プロテクションの便益を得るためのコスト (保険における「プレミアム」相当) は、CDS の取引慣行においては「スプレッド」と呼ばれる。バイヤーはセラーに対してクレジット・リスクを転嫁するすなわち信用リスクを外す (credit short) ことができる。逆にセラーはバイヤーからクレジット・リスクを引き受けて信用リスクを取る (credit long) ことになる。CDS におけるバイヤーとセラーの関係を整理すると表 1 の通りとなる。

表 1 CDS における契約上のバイヤーとセラーの関係

	(A) CDS の買い手 (バイヤー) Credit Short	(B) CDS の売り手 (セラー) Credit Long
契約時・通常時	プロテクションを買う (buy protection) ことで保証を受ける =protection bid =クレジットリスクの転嫁 固定的なスプレッド (保険のプレミアム相当) をセラーに支払う (pay) =確実な定期的支出	プロテクションを売る (sell protection) ことで保証を行う =protection offer =クレジットリスクの引き受け 固定的なスプレッド (保険のプレミアム相当) をバイヤーから受け取る (receive) =確実な定期的収入
クレジット・イベント発生時	債券等を額面 (at par) でセラーに売ることができる。 =保険金受取りに相当	債券等を額面 (at par) でバイヤーから買い取らなければならない。 =保険金支払いに相当

河合・糸田 (2005) 等から筆者作成

## 3. CDS におけるバイヤーとセラーのインセンティブ

### 3.1 CDS におけるバイヤーの本来のインセンティブ

ISDA による説明資料によると、プロテクションの買い手は「参照組織のエクスポージャーをバランスシートに残したままリスク移転することができ、集中リスクを削減することが可能である」(Pikkel・森田、2007)。プロテクションの買い手にとっての本来意図されたインセンティブは、コストを支払ってでもクレジット・リスクを切り離す (lay off する) ことである。

CDS を含むクレジット・デリバティブが銀行によって開発・設計されたのは、1990年代中盤であった。2008年9月の Newsweek 誌でフィリップス（Philips, M.）は、商品開発の歴史を記述している。CDS のアイデア自体は1990年当初よりあったが、実際にビジネスを開始したのは JP モルガンが最初であった。フィリップスの表現を借りると、銀行業にとって、融資の貸し倒れリスクすなわちクレジット・リスクを他に転嫁できないかというのは、「銀行業の歴史と同じだけ古い問題」であった<sup>2</sup>。

JP モルガンのバンカーらが考案したのが、銀行は保険料を払う代わりに、実際に貸し倒れが発生した場合の元利について第三者からの保証を得る、擬似保険であった。CDS の歴史はこの時を基点として始まることになる。考案された時点では、CDS のバイヤーとなるインセンティブは、クレジット・リスクの切り離しであり、マネジメントであった。

### 3.2 CDS におけるセラーの強化されたインセンティブ

一方、CDS における「リスクテイク」側、すなわちセラーには個人の報酬につながるインセンティブがあった。売り手は、擬似保険を引き受けている間、一定額のプロテクションを受け取ることができる。本来その収入は取っているリスクに応じてのものであり、内在しているリスクによって正当に調整されれば、プレミアムがそのまま利益になるわけではないことは当然である。

ところが、CDS のセラー側の中心的存在であった AIG においては、CDS 取引に十分な引当処理が行われず、プロテクションのプレミアムを単純に利益として計上していたことが報道されている（Financial Times、2009年11月）。2001年から2005年にかけての AIG フィナンシャル・プロダクトユニットにおける従業員平均報酬は、1 億円を上回っていた（OpRisk Advisory and Towers Perrin, 2009）。リスクについての認識が希薄なままでプレミアムが利益として計上され、個人の報酬の基礎となるのであれば、CDS のセラーとなるインセンティブが強化されるのは自然である。

株主から高いパフォーマンスを要求される金融機関には、リターンをあげる強いプレッシャーがある。しかし、とっているリスクについては見えにくい。そのため、「見えないリスク」を負って、「見えるリターン」を追及するインセンティブが働く。CDS のセラーとなる場合には、クレジット・イベントさえ起きなければ確実なキャッシュ・インフローを見込むことができる。それに対して、プレミアム収入と本来背中合わせのはずのリスクはより抽象的であり、認知されにくい。そのことが、セラーとなる誤ったインセンティブとなった。

セラーとなることは利益につながるため、AIG のような保険会社のみならず、本来 CDS のバイヤーとしてクレジット・リスクを切りはなしたかったはずの銀行も、逆に CDS のセラーの主体ともなっていく。グリーンバーガー（Greenburger, M）は、銀行は CDS は金融商品を買うためのリスク低減のデバイスとしてハイリスクの投資商品と保険のセット販売（investment and insurance）行ったと指摘している（Greenburger, 2009）。ハイリスクではあるが同時に保険も提供できれば、顧客に販売しやすい。そればかりか、一度で投資商品と保険商品の双方を販売することができ、ビジネスチャンスが広がり、各個人の評価と報酬につながる。

CDS は本来資金の貸し手の銀行が、デフォルト・リスクを切り離す（lay off する）目的で創出した

金融商品である。銀行の本来の目的はバイヤーとなることであった。しかし、リスクの高い投資商品（例えば住宅ローン債権を担保にした証券化商品）と CDS のセット販売は、銀行が CDS のセラーサイドに立ってクレジットのロングポジションを取る上でのひとつのインセンティブとなった。

ヘッジファンドも同様に CDS のセラーとなった。ファンドにおいては、CDS のプレミアムを受けることで「あたかも目覚ましい『投資収益』を達成しているかのように宣伝することも可能」であったが、それは『『アルファ』を顧客に証明するために、投資に危険を忍び込まず」ことでもあった（竹森、2008）。

## 4. CDS のトレーディングにおけるインセンティブ：国内・海外でのインタビュー調査

### 4.1 CDS のトレーディング

売り手と買い手に強いニーズがあっても、取引が現物に限られるのであれば取引額には上限がある。2008年上期末において、CDS の想定元本の合計は社債や住宅ローン債権の合計を遥かに超えている。パートノイ（Partnoy, F.）はこの実態との乖離を説明するため「サイドベット（side bet）」の用語を使用している<sup>3</sup>。この言葉は、ゲームの本来の進行とは独立して行われる賭けを意味する。グリーンバーガー（Greenberger, M.）は下院農業委員会（House Committee on Agriculture）における2009年の証言の中で「ベッティング（betting）」の用語を使用している（Greenburger, 2009）。

債務者の事情（デフォルトするかどうか）を事由とするスワップには、「債務者」は関係がない。もともとの債務者から見ると、自分が破綻するかどうかについて、見知らぬプレイヤー同士が断りもなく賭けをしている構図であるとも言える。従って、CDS というスワップ契約は、その構造だけを見れば、「短期の固定プレミアム収入＋長期の巨額の支払いリスク」と「短期のプレミアム支出＋長期の巨額の受取り可能性」について、「イベントの見方（view）を異にする二者」同士で、実際にデフォルトを起こす可能性のある当事者とは関係ない相対のベットを行うことと定義し直すことが可能になる。

「ベット」であれば、CDS のプレミアムの価格の動きそのものに対して行うことも可能である。すなわち、CDS においては、クレジットイベントの成り確率に対する見方さえ違えば、それに基づいて相互にベットしあうことができる。ISDA による説明資料（ピッケル・森田、2007）は、CDS 利用の動機として、もうひとつ別の要素を挙げている。すなわち、「クレジットに対してネガティブな見通しを持っている場合」への対応としてクレジットをショートすることである。すなわち価格上昇を見込んでプロテクションを安い内に買うことである（表2）。

表2 CDS のトレーディングにおけるバイヤーとセラーの関係

	(A) CDS の買い手 (バイヤー) となる Credit Short	(B) CDS の売り手 (セラー) となる Credit Long
クレジットに 対する見通し	クレジットは今後ネガティブに推移するとの 見通し ＝クレジットは高く評価されすぎとの見立て ＝クレジットをショートする	クレジットは今後ポジティブに推移するとの 見通し ＝クレジットは低く評価されすぎとの見立て ＝クレジットをロングする
プロテクションに 対する見通し	プロテクション価格は今後上昇するとの見 通し ＝プロテクション価格は相対的に安いとの 見立て ＝プロテクションの買い手となる (buy protection)	プロテクション価格は今後下落するとの見 通し ＝プロテクションの価格は相対的に高いと の見立て ＝プロテクションの売り手となる (sell protection)

ISDA 資料などから筆者作成

#### 4.2 トレーダーのインセンティブに関する国内での事前インタビュー

金融機関はトレーディングにおいては、状況によってセラーにもバイヤーにもなる。海外でのインタビューに先立ち、国内において投資銀行・ヘッジファンド等のシニアマネジャー5名との事前グループインタビューを行った（2008年12月22日、東京都港区）。いずれも、米系・欧州系の代表的外資系金融機関、日系の大手証券会社、ヘッジファンドなどにおいてクレジット・デリバティブの開発を含む仕組債の開発やオルタナティブ投資など、デリバティブ関連商品の開発・販売・運用の分野において20年以上の経験を持つプロフェッショナルである。それぞれ日本・米国・欧州の有力金融機関での経験を有するため、結果としてマーケットにおける主要プレイヤー上位10社の過半をカバーすることができた。このインタビューにおいては、個人の特定を避けなければならない事情にあるが、次のようなコメントを得ている。

「自分の関わる限り、CDS は、主としてトレーディングの対象であった。要するに『ビッドとオファー』であった。CDS のビジネスはプライスでさやを取ることが主であった。今後高くなると思えば買っておき後で売る、今後安くなると思えば売っておき後で買う、他のトレーディングと同様である」

「例えば、ある企業について、一定額のスプレッドを支払ってバイヤーとなったヘッジファンドは、その企業のデフォルト見通しが高まりスプレッドがワイドになる（プレミアムが高くなる）と今度はセラーに回り、その差額が利益として確定可能になる」

これらのコメントは、DCS の取引の実態のかかなりの部分が、クレジットに対する見通しの相違に基づく「ベシス・トレーディング」（価格差取引）であったことを示している。トレーディングは短い期間で行われ、そこから得られたトレーディング益の一部は短期的業績に対する賞与として配分され、そのことがトレーディングを活性化させるインセンティブとなった。

トレーディングが行われることでデフォルト確率（default probability）は CDS 市場価格に織り込まれることになった<sup>4</sup>。一方、CDS のトレーディングの現場においては、クレジット・リスクの引き受

け（underwriting）を行うという感覚が希薄であったことである。トレーダーは、クレジット・イベントについての取引を行い、バイヤーにもセラーなる。CDS のセラーとなることは巨大なリスクを引き受けることになることであるが、インタビューを通じて、関係者の間にはそのことに対する認識がほとんどなかったことが確認された。

CDS のトレーディングにおいては、注目されるのは価格差と価格の動きのみであり、これがリスクに対する認識を弱めているひとつの原因である。企業の破綻が中長期的なプロセスであるのに対して、プレミアム価格の変動は短期的な市場変動である。この時期のずれも、リスクの「見えにくさ」の原因である。欧米の金融機関における業績賞与は、主として1年間の業績に基づいて算出される。セラーとなることで抱えている長期的リスクは、当事者間で十分な認識をもたれず、トレーディングを通じてもたらされた短期的利益のみが注目されることとなった。

CDS 市場の巨大化の過程で、社会的な問題もあらわれた。マニピュレーション（市場操作）とモラルハザードである。トレーダーは CDS のバイヤーとセラーの双方になることで市場に影響力を持つ。同時に債券や株式についてもトレーディングを行っている。そのことから、市場を操作して自らに有利なゲームを展開することは可能である。CDS のトレーディングにおいてクレジットをショートする（バイヤーとなる）のは、クレジットは今後ネガティブに推移するとの見通しを持っている場合である。自らの空売りによって企業のデフォルト・リスクが高まると、CDS のプレミアムは上昇する。その時点で CDS のセラーとなれば、短期のうちに利益を確定することができる<sup>5</sup>。すなわち、参照企業にクレジット・イベントの可能性が高まると自らの経済的利得なる。この短期的に得られた利益は、トレーダーの利益となる。ここから、市場操作のインセンティブが生まれる。クレジットのショート・ポジションを取っているトレーダーの中には、その見通しを実現すべく同時に当該企業の株式を空売りしていたケースがあったことが摘発された。

## 5. シンセティック CDO におけるインセンティブと規模拡張性

### 5.1 シンセティック CDO に関する海外インタビュー

しかしながら、CDS 単体の構造は単純であり、そこから得られる収益の機会は限られている。CDS のマーケットを膨張させたのがシンセティック CDO の組成による証券化である。シンセティック CDO の関係者には、組成者（structurer）サイドと投資家（investor）サイドがある。それぞれにおいてどのような動機があったのかについて、シンガポールにおいて、直接の当事者にインタビューを行った。

日 時：2009年12月15日、時間午後12時半～午後3時半

場 所：シンガポール（Punis Street, Singapore）

対 象：投資銀行 Structured Credit Products 部門 Managing Director

他の欧米金融機関2社を経て、現在従業員数で20,000人を超える国際的金融機関における、



Structured Credit Products（信用リスクを扱う仕組債）の組成・販売の責任者。ロンドンおよびシンガポールでの15年の勤務経験を有する<sup>6</sup>。

### インタビュー内容（１）：組成者のインセンティブ

「元来、CDS はリスクの移転のために純然とヘッジの目的で使われていた。セラーは数十ベースポイントのスプレッドを数年継続的に受け取る形となり、悪いビジネスではなかった。しかし、リニアなリスクを扱っているうちは、マージン率と規模の点の双方において、最も魅力的であったとはいえなかった」

「CDS が巨大な市場となったのは、原材料（raw material）として CDO に組み込まれるようになりシンセティック CDO が組成されるようになってからであった。保険の意味を持つ単純な CDS はごく僅かなパーセンテージを占めるにすぎず、少なくとも過半の市場の CDS に対するニーズは CDO の原材料としてであった」

「CDS と比較すると、複雑な商品であるシンセティック CDO は、エンジニアリングの分だけ利益率がずっと高かった。更に、シンセティック CDO では、販売時点で大きな金額のアップフロントの手数料が入り、その年の利益として計上される。従って、金融商品提供サイドには、CDS そのものではなくシンセティック CDO として信用デリバティブを売る強いインセンティブがあった」

### インタビュー内容（２）：投資家のインセンティブ

「CDO は、銀行が高い格付けのクレジット・リスクを保有する形を整えるためのソリューションすなわちローンの代替可能なもの（loan substitute）として提案されていった。貸し出しと CDS のエクスポージャーを取ることはクレジット・リスクをとるという意味では同じだからである」

「顧客からはローン・サブスティテュートに対する強い需要があった。貸し出しには顧客を探し審査し管理する手間がかかるのに対して、CDS を通じてクレジット・エクスポージャーを取る分にはその手間も要らない。しかも CDO においては、顧客の望む格付けで商品を提供できる。その意味で、CDO には問題を解決する上での即効性と柔軟性があり、投資家側のインセンティブも強かった」

### インタビュー内容（３）：組成者と投資家に共通するインセンティブ

「組成者側と投資家側にいくら強いインセンティブがあっても、通常のビジネスにおいては現物の供給数量に限度があり、それが理論上の上限値となる。しかし、シンセティック CDO においては供給は無限に可能であった。CDS は参照資産と直接リンクしていない。そのため、シンセティック CDO に必要な CDS のアグリーメントは、必要に応じて締結することができた」

「証券化のパーツを原債権にリンクを持たない CDS としたことは画期的であった。シンセティック CDO においては、顧客の求めに応じて、無限にストラクチャリングし、エンジニアリングすることが可能となった」

「CDS 関連ビジネスの本質は、現実ビジネスから合成ビジネスへ（away from real to synthesized business）の変化にあった。そこからくる無制限の拡張性（unlimited scalability）が組成する側と投資する側が一致する大きなインセンティブであった」

インタビューから筆者作成

## 5.2 CDS を原材料にした CDO のシンセサイズ：二重の虚構化

シンセティック CDO は、CDS 契約を裏付けとして証券化した金融商品である。CDS を用いることで、原債権のクレジット・リスクのみを切り離して集め、それを原資産として CDO を組成することで多くの投資家に販売することができる。シンセティック CDO への投資家は、CDS をアンダーライトしている形となり、その見返りとして CDS のセラーとしてのプレミアムを受け取ることができる（松田、2008）。シンセティック CDO は複雑であるため、高い手数料を取ることができた。

CDO の投資家となったのもまた銀行であった。銀行は通常、直接ないし SIV を通じて AAA 格のシニアないしスーパーシニア（場合によってはメザニン）のトランシェに投資してきた。上記日本におけるインタビューにおいても、「CDO の販売先はもっぱら地方銀行等の金融機関で、彼ら自身のバランスシートをコントロールし、クレジット・ポートフォリオを分散するための商品として導入されていた」とのコメントを得ていた。海外インタビューにおいても、CDO の投資家としての銀行のインセンティブは、効率よく短期的に格付けの高いクレジット・エクスポージャーを持つことであったことが述べられている<sup>7</sup>。CDO の主力投資家にはヘッジファンドもあった。ヘッジファンドに信用供与していたのは、結果として銀行であった。

「合成」という言葉には、「二つ以上のものが結びついて一つになること」（大辞泉）のように既存の異なるものを合わせるといった意味合いが一義的である。それに対して、synthetic には「作り物」「模造品」「人工的に創り上げられたもの」といったニュアンスが強い。原資産とリンクを持たない CDS は、「シンセティック」であればこそ、CDO のパーツとして大量に組み入れられることが可能であり、その拡張性を元に際限なく規模を拡大し、巨大な利益を生み出した。

デリバティブの想定元本はノーショナル・アmountである。ノーショナル（notional）は、「概念的」の意味も持つが、同時に「抽象的」「非現実的」「架空の」などの意味も有する。ジョニー（Johnny, W.）（2007）は CDS のノーショナルについては「虚構的（imaginary）」の形容詞をあてている。シンセティック CDO は、実態を伴わない虚構的性質ゆえに無限のスケラビリティを持つ。そのことが、高い利益率というインセンティブに後押しされて、市場の爆発的な拡大となった。

大澤（2008）は、バブルの崩壊は、現実と虚構の間の構成的距離—現実の秩序を可能にしていた距離—が埋められ、無化してしまうことだと指摘した。サイドベットである CDS のシンセサイズによる CDO の組成と販売は、二重の虚構化である。CDO から更なる CDO を創り出す CDO-Squared や更にそこから新たな CDO を創り出す CDO-Cubed は、多重の虚構化といえるだろう。その結果、「信用」に依拠している金融システムの全体が根本的なところで歪められ、「信用」を創出している金融機関の機能不全を呼ぶ結果となった。

## 6. 考察：メタ信用リスクを巡って

本来、融資先の信用度（クレジット）について「見極め」を行い、クレジット・リスクを背負うことは銀行の本来的機能であったはずである。CDS によってクレジット・リスクが切り離され、第三者に転嫁されることが可能になったことは、銀行業にとって本質的な変化であったといえる。保険会社は本

当は多数の法則に守られる「保険」ではない CDS を擬似保険として大量に売った。本来保険的機能の「買い」が目的であったはずの銀行もむしろ「売り」の側に回ってクレジット・リスクを負った。

信用 (credit) 自体がトレーディングの対象となる過程で、信用を守ろうとする本来的インセンティブは弱まった。信用リスクの濾過 (purification) によって CDO としてシンセサイズされる過程で、「信用」は更に変質した。多重の虚構性による無限の拡張性は、強い経済的インセンティブと相俟って関係者の行き過ぎた行動を生み、当初の設計者が意図も予測もしていなかった帰結を迎えた。

「社会的世界を変質させ、いまだかつてない新たな方向に送りこんで」いった事実は、ギデنز (Giddens, A.) (1990) が「モダニティーの超大型トラック (ジャガノート) 的特質」と呼ぶひとつの例といえるであろう。ギデنزは、ジャガノートを「人類が団結してある程度乗りこなすことはできるが、同時に突然操縦が効かなくなる恐れがあり、みずからバラバラに解体しかねない、そうした巨大出力エンジンを装備して疾走する車」と説明している。

本稿を締めくくるにあたり、ギデنزのモダニティーの議論の3つのキーワードである「脱埋め込み (disembedding)」・「信頼 (trust)」・「再帰性 (reflexivity)」を用いて読み解くことで、CDS およびシンセティック CDO を単に金融商品の問題と見るのではなくモダニティーの本質と関連づけて考えるための問題提起としたい。

ギデنزの第1のキーワードが「脱埋め込み」である。ギデنزはこの言葉について、「社会関係を相互行為の局所的 (local) な脈絡から『引き離し』、時空間の無限の広がりの中に再構築することを意味しようとしている」と説明する。信用デリバティブとその証券化は、本来個々の組織や個人に属していた信用 (credit) が「時空間の拡大化の手段」としての意味を持っていったことが了解される。CDS とシンセティック CDO 市場の膨張は、信用 (credit) が個人や個々の企業から「脱埋め込み」されていく過程であったといえる。

第2のキーワードは「信頼」である。ギデنزの定義によると、信頼とは、「所与の一連の結果や出来事に対して人やシステムを頼りにすることができるという確信」であり、「信頼感の真のありかは (略) 抽象的システムの中であることを誰もが認識している」(Giddens, 1990)。シンガポールにおけるインタビューにおいては「問題の一番の根幹は、ルール (システム) に対する『過信』である」とのコメントを得た。金融における信用 (credit) は、借りたお金を将来必ず返済するという意味であり、時を越えた「信頼」のひとつの側面であることは間違いない。信用に関する問題解決手段であったはずの信用デリバティブとその証券化商品は、複雑かつ深刻な信用システム (= 金融制度) 全体の混乱を引き起こしたことは、「信頼」の問題を考える上で極めて示唆深い。

第3のキーワードは「再帰性」である。人間は自らの行為とその行為が生じた脈絡とを一貫してモニタリングしており、無限の反射とフィードバックすなわち再帰性は、近代以降、社会システムが再生産される際の基盤であり基礎であったとギデنز是指摘する。金融危機において「信用 (credit)」が原材料として CDO に組み込まれ更に CDO-Squared、CDO-Cubed に組み込まれる形で重層構造をなしていったことは、再帰性のひとつの側面といってよいであろう。また、逆に証券化を通じての CDS の重層的拡散が信用収縮を引き起こし金融システム全体の根幹をゆるがしたことも、自らに跳ね返ってく

るリフレキシビティーの例であると考える。

更に、ルールを含むシステムにそれを設計し操作する者の意図が入り、同時に設計者・操作者の思考はシステムの影響を受けざるを得ないことも大きな意味でのリフレキシビティーである。ギデンズは、われわれがかつて啓蒙主義者の思想家たちが予見したのとは異なる世界に生きていることになった理由として、設計ミス・操作員ミスを含む意図しなかった帰結と社会的知識の再帰性ないし循環性を挙げ、次のように述べている。「システムがいかにもうまく設計され、捜査員がいかにも有能であっても、そのシステムの導入とその働きがどのような帰結をもたらすのかについて、他のシステムの及ぼす影響や人びとの活動全般との関連性のなかで完全に予測することは不可能である。」

経済というシステムを支えているものが相互の「信用 (credit)」であることはいうまでもない。信用はむしろ経済を成立させている「実」に近い。しかし、「信用」自体が商品として切り離され、デリバティブとして取引され、多重にシンセサイズされるようになった時に変質が起こったといえるだろう。「システム」および「シンセティック」の共通の語根である sy-/syn- の語源はラテン語で「合」意味する。シンセティックが「合わせて成る」ことであると同様に、システムは本来「合わせて立つ」ことを意味する。相互に支え合い、「従属」しあっているものは、逆に全て総崩れ・共倒れとなる危険性も秘めている—それが本来的なシステミック・リスクである。信用システムが崩壊することは、資本主義経済・自由主義経済にとっての真のシステミックなクレジット・リスク（いわば「メタ信用リスク」）である。そして、メタレベルでの信用リスクを保障するデリバティブは組成できないのである。

本論考には多くの限界がある。業界における関係者とのインタビューを継続したが、内実を詳細に知る当事者から直接聞ける機会は限定的であった。また情報ソースや詳細な内容を本稿において明らかにすることも現段階では困難であった。しかし、金融というシステム全体がネガティブ・スパイラルから立ち直るためには、「信用」の本質について考察を継続することは重要であると考え。金融危機から更に年数が経過すれば、情報を集めるための環境は更に整って来るであろう。引き続き情報収集に努め、信用デリバティブおよびその証券化商品を対象とする考察を今後も継続することで、「信用」という金融の本質、そして「信頼」という組織・社会の根幹に関わる問題について少しでも接近したいと考える。

#### 注記：

- 1 ISDA (International Swaps and Derivatives Association Inc) Survey 2008、1 US ドル=100円で換算。
- 2 フィリップスは「94年に JP モルガン（当時）のバンカーたちがフロリダのボカトン・リゾート&クラブで過ごした週末は、ウォール街の伝説になっている」と記述している。そこでは「誰かにお金を貸したとき、それが返ってこないリスクをいかに軽減するか」という銀行にとっての本質的な議論が行われたと記述されている。
- 3 具体的な例として、池田信夫は、UBS がニューヨークのヘッジファンドを相手どって起こした15億ドルの CDS 償還を求める訴訟を挙げている。訴訟によって判明したのは、そのファンドの資産は実際には2億ドルしかなかったことであった。（池田、2008）CBS “The Bet That Blew Up Wall Street”（最初の放送：2008年10月26日／アップデート版、2009年8月27日）。
- 4 CDS プレミアム率（年間）を  $p$ 、デフォルト確率（年間）を  $d$ 、デフォルトした際の回収率を  $r$ 、貸出額を  $L$  とおくと、期待損失額は  $d*(1-r)*L$ 、プレミアム収益は  $p*(1-d)*L$  であり、流動性リスク・カウンターパーティリスク・セラーの利益などを考慮に入れないとこの両者は理論的には近似する。従って、 $d*(1-r)*L \approx (1-d)*p*L$  すなわち  $d*(1-r) \approx (1-d)*p$  となる。織り込まれているデフォルト確率  $d$  は CDS プレミアム収益率の関数  $p/(1-r+p)$  として表せる。ただし、 $r$  は一般にデフォルト確率が高い時期であるほど回収率が低くなる。

- 5 この手口は、newsplaza.com で公開された（2008年10月15日）。
- 6 ストラクチャード・クレジットには、クレジット・デリバティブと合成証券化商品（Synthetic Securitization）を含む。
- 7 投資銀行は自ら組成したシニアおよびスーパーシニアのリスクのほとんどを手元に留保してきたとされる（大橋、2008）。

## <参考文献等>

- Greenberger, Michael, “Testimony of Michael Greenberger Before the U.S. House Committee on Agriculture Regarding Discussion Draft: The Derivatives Market Transparency and Accountability Act of 2009”, 2009年2月
- Giddens, Anthony, “The Consequences of Modernity”, 1990年。邦訳「近代とはいかなる時代か？－モダンティ－の帰結」、而立書房、1993年
- Kiff, John, Elliott, Jennifer, Kazarian, Elias, Scarlata, Jodi and Spackman, Carolyne, “Credit Derivatives: Systemic Risks and Policy Options” IMF Working Paper (WP/09/254), International Monetary Fund”, pp.1-35、2009年
- Krugman, Paul, “The Conscience of a Liberal”, Norton & Co Inc., 2007年。邦訳「格差はつくられた－保守派がアメリカを支配し続けるための呆れた戦略」、三上義一抄訳、早川書房、2008年
- Morris, Charles R., The Trillion Dollar Meltdown, PublicAffairs, 2008年。邦訳「なぜ、アメリカ経済は崩壊に向かうのか－信用バブルという怪物」、山岡洋一訳、日本経済新聞社、2008年
- OpRisk Advisory and Towers Perrin, Society of Actuaries, “A New Approach for Managing Operational Risk Addressing the Issues Underlying the 2008 Global Financial Crisis”, Stamford Risk Analytics, 12月号、pp.1-90、2009年
- Tavakoli, Janet M., “Credit Derivatives”, John Wiley & Sons, 1998年。田村和浩訳「クレジット・デリバティブ取引事例集」、シグマベイスキャピタル、1999年
- Taleb, Nassim Nicholas, “The Black Swan”, Random House, 2007年。邦訳「ブラック・スワン」、望月衛訳、ダイヤモンド社、2009年
- Partnoy, Frank, “F.I.A.S.C.O.: Blood In the Water on Wall Street”, 2009年。邦訳「大破局（フィアスコ） デリバティブという「怪物」にカモられる日本」、森下賢一訳、徳間書店、1998年
- 石井英行、『CDS 清算機関設立競争で先行する ICE』、野村総合研究所、「金融 IT フォーカス」、pp.12-13、2009年10月
- 大澤真幸、「サブプライムローンと『裸の王様』 価値のないものを信じた金融資本主義」、『週間東洋経済』（The Compass）、pp.152-153、2008年9月
- 大橋善晃、「クレジット・リスク・トランスファー 2005年から2007年における展開」、BIS ジョイントフォーラム、2008年
- 大橋英敏、「クレジット投資のすべて」、金融財政事情研究会、きんざい、2006年
- 片山謙、「欧米における複数の CDS 清算機関設立」、野村総合研究所、『金融 IT フォーカス』、pp.12-13、2009年4月
- 河合祐子・糸田真吾、「クレジット・デリバティブのすべて」、経詳報社、2005年
- 永野学、「クレジットデリバティブ入門」、シグマベイスキャピタル、1997年
- 永野学、「信用リスクを取引する－クレジットトレーディングからクレジットデリバティブ、資産流動化まで」、シグマベイスキャピタル、1998年
- 松田岳、「金融資産バブルと危機の連鎖」、山口義行編『バブル・リレー－21世紀型恐慌をもたらしたもの』、第8章、岩波書店、2008年
- 松田岳、「米国の金融資産バブルと国際マネーフロー」、『Fuji Business Review』、東京富士大学、pp.23-31、2008年
- 杉浦正和、「クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）における『信用』の分離：信用保証の5つのカテゴリー、4つの「無化」、3つのデカップリング」、早稲田大学商学研究科、『早稲田大学国際 経営研究』、Vol.40、pp.1-11、2009年
- 竹森俊平、「資本主義は嫌いですか－それでもマネーは世界を動かす」、日本経済新聞出版社、2008年
- 矢島剛、「CDO－クレジット・デリバティブと証券化のコラボレーション」、金融財政事情研究会、2008年
- 安達毅、「わが国における信用リスク移転取引の現状と課題」、野村資本市場研究所『資本市場クオーターリー』、6月、2003年

### <新聞記事・Web 記事・資料等>

CBS News, “A Look At Wall Street's Shadow Market: How Some Arcane Wall Street Financial Instruments Magnified Economic Crisis”, 60 Minutes, CBS、2008年10月6日

池田信夫、「何がリーマンと AIG をわけたのか」、

<http://blog.goo.ne.jp/ikedanobuo/e/f34ddb07c52a056d5822cfb665ddd660>

International Swaps and Derivatives Association Inc., ISDA Survey, News Release、9月15日、2009年、

<http://www.isda.org/whatsnew/>

Johnney, William, “What is a CDO (I mean really)?”, The New Combat、8月、2007年

牧野洋、「他人の資産に勝手に手をかけた綻び：金融版大量破壊兵器を拡大させた米国」、日経ビジネスオンライン、

2008年、<http://business.nikkeibp.co.jp/article/money/20081015/173935/>

Philips, Matthew, “The Monster That Ate Wall Street”、邦題：『『CDS』 — ウォール街を破滅させた怪物」、

Newsweek、2008年9月

Pikkel, Robert, 森田智子、「クレジット・デリバティブ市場の現状と本邦市場の今後の発展に向けた課題」、ISDA 資料、2007年

Sender, Henny, “Greenlight Capital founder calls for CDS ban”、Financial Times、11月6日、2009年