

<参考和訳>

リスクという必要不可欠なカタリストを市場から排除してはならない

ロイド・C・ブランクファイン

昨年春に始まった世界的な恐怖とパニックの連鎖は秋には深刻化し、金融機能を麻痺させ、世界経済をも悪化させている。

昨年の出来事を経て、金融機関は非常に謙虚になった。我々に対する怒りは当然であり、我々金融業界はこの一連の出来事における責任をきちんと果たさねばならない。

金融機関というものは、金融システム全体に対して責任を負っている。金融機関にとって、健全に機能している金融システムは不可欠であるにも拘らず、我々は業界において一般的となっていた慣習やトレンドが、長期的な観点から国民の利益にかなうものであるか、という検証を充分にしてこなかった。

政策担当者や監督当局が我が金融業界の落ち度について検証を開始する前に、今回の危機の教訓について振り返ることは意義のあることだと考える。

第一の教訓は、リスクを管理するにあたってはヒストリカル・データのみを前提にしてはならない、ということである。この数ヶ月において、標準偏差の正規分布で平均から極端に離れた事象 (multiple standard deviation events) についてよく耳にする。20年に一度しか起こらない前提で計算された出来事が実際にはもっと頻繁に起きているとすれば、リスク管理の前提が実際に起きた過去の出来事を正確に反映していなかった、ということは数学者でなくても理解できるであろう。金融業界は、シナリオ分析やストレステストを改良・強化するためにもっと努力をしなくてはならない。

二番目の教訓は、多くの金融機関と投資家はリスク管理を簡単にアウトソースしすぎた、ということである。自ら分析をするのではなく、格付け会社に最も重要であるはずのリスク分析を任せてしまった。商品の組成時から投資期間を通じて格付け会社に頼り、商品が劣化していることを示す他のシグナルには関心を持たなかった。

こうした格付け会社に対する過度な依存は、多くの企業の羨望の的であったトリプルA格付けの価値の希薄化と時を同じくして起きた。2008年1月時点ではトリプルA格の企業は世界で12社あった。ただ同時に、トリプルAの格付けをもったCDOという仕組み債は6万4千もあった。格付け会社の分析不足と判断ミスのはいとも簡単であるが、彼らだけに非があるわけではない。このプロセスに参加した全ての金融機関に責任がある。

第三に、規模は重要であるということだ。例えば、CDOの中でもローリスク（といわれている）スーパーシニア債を50億ドル保有していても、500億ドル保有していても、損失を被る確立はほぼ同じであったかもしれない。ただ、誤算が生じたときの損害というのは、当然500億ドルを抱えていたほうが大きくなる。

第四に、多くのリスクモデルには、ポジションは全てヘッジ出来るという誤った認識があった。1998年のLTCMやエマージング市場危機の後、ヘッジを目的とした様々な商品、例えばバスケット指数やCDSなどが開発され、一部のリスクをオフセットすることに成功した。ただ、流動性

そのものが枯渇し、効果的なヘッジが難しくなるという可能性については、業界としても十分に検討してこなかった。

第五に、リスクモデルは仕組み投資ビークル (Structured Investment Vehicles) などのオフバランス化されたものからくるリスクを十分に捉えていなかった。オフバランス取引を多く抱える企業の経営者が、自社が抱えていたリスクの規模を適切に評価していなかったことは明らかであり、同様に懸念されるのは、その企業の取引相手もこれらの投資ビークルを十分に理解しておらず、取引リスクを十分に管理できていなかった。

第六の問題点は、複雑になりすぎた状況に業界がついていけなくなってしまうことである。新しく開発された商品が成長するスピードに、それらの新商品を管理する能力が追いつかなくなってしまった。そのため、オペレーショナルリスクは急増し、そのことが金融システムの安定化に直接的な影響を与えてしまった。

最後に、そしておそらく一番重要な点としては、金融機関が資産の価値を正確に評価していなかったことが挙げられる。金融資産や負債を時価で評価する時価会計が信用危機を悪化させている、という議論をする人がいるが、私はそうは思わない。もっと多くの金融機関が当初からきちんとポジションを評価していれば、それらのポジションを減らすことはより容易に出来たと思う。

ゴールドマン・サックスが、早期に劣化していく市場や商品のリスクを減らすことができたのは、日々ポジションを時価評価していたことが大きく影響していたと考えている。このプロセスは非常に難しく、時には多くの痛みを伴うものでもあるが、こうした評価をすることこそが金融機関のあるべき姿だと確信している。

このような金融危機の教訓を基に金融機関、政策担当者、監督当局、それぞれにとってどのような原理原則が重要であるかをよく検討する必要がある。金融機関にとっては、管理能力を超えたイノベーションを抑制する必要がある。資本市場の規模や相関関係、取引量の増加、資産クラスや国境をまたぐ取引の性質などを考慮すれば、オペレーショナルリスクを管理することは今後、更に重要にならざるを得ない。

リスク管理とコントロール機能は、ビジネス部門から独立していなければならない。その管理機能の独立性を維持するためには、リスクやコントロールの担当者の社内でのリポーティング・ラインを明白にすることも重要である。同時に、リスクを管理する人間は、トレーディング・デスクのカウンターパートと、最低でも同等の地位を保障される必要がある。もしポジションの評価やリスクの限度をめぐる意見が対立した場合、リスク管理担当者の意見が最終的に尊重されるべきである。

当然ながら、金融機関の報酬は非常に多くの方の怒りを誘い、物議をかもしている。公的資金を受け入れたことが報酬体系を考える重要な契機となっていることは、我々も認識している。そのため、弊社の経営幹部は2008年、会社の業績は黒字であったにも拘らず、ボーナスを辞退した。

より一般的には、業界全体の報酬体系に基準を設ける必要があると考える。報酬が多くなるにつれ、ボーナスに占める株式の割合も多くなっていくべきである。個人による過度なリスクテイクを防ぐために、個人の評価基準は長期的であるべきである。このことを徹底するために、株式による報酬は支給を一定期間先に設定するか、権利行使期間を繰り延べるなどの措置を講じる必要があり、幹部となれば、株式の大部分を引退まで保有する条件をつけ、権利行使期間の条件は退職後も適用するべきであると考えます。

政策担当者と監督当局にとっては、自主規制には限度があるということが明白になったかと思う。我々はリスクの過小評価を商品の種類が今までと「違う」ということで正当化しようとした。金融機関は時に、自社のマーケットシェアの維持や拡大をライバルと競うことに没頭しすぎて回りが見えなくなるからである。特に市場がピークに向けて活気付いているときはなおさらそうである。少なくとも、システム全体の問題修正や業界標準の向上、さらに業界全体を挙げての対応を促すためには、中央からの効果的な規制と監督当局の統率力が必要となる。

キャピタル、クレジット、引受け業務の基準はより「ダイナミックな規制」の下におかれるべきである。監督当局は、特に景気拡大時において市場が節度を失いつつあるときに、そのことを迅速に察知し、適切に抑制できるような体制を確保するために必要な行政措置を検討する必要がある。FRBが経済活動の過熱を抑えるために金利を上げるように、様々なベンチマークやレシオなどが目安となりうるであろう。全体の透明性の向上と、簿価が本当に適切であることを裏付けるためにも、監督当局は金融機関の全ての資産を、同じ基準で評価することを要求すべきである。時価会計は、当局がバランスシート上のリスクをより把握しやすくする効果がある。

各国の監督当局間の情報交換と協力体制も資本市場のグローバル性を反映すべきである。各国の当局同士の情報の共有や国際的に統一された基準での情報開示に加え、金融機関や主要な市場参加者にとってより体系的で効果的なリポーティングの枠組みの構築も必要である。これは、監督当局が金融機関や金融システム全般が抱える体系的な弱点を把握するにあたり必須である。

この一環として、金融システムがスムーズに機能することが不可欠であり、危機の際にシステム全体に影響を与える可能性のある規模の資本は、ある程度の規制下に置かれるべきである。

直近数ヶ月の危機や、それに伴う経済的なダメージを考えると、金融業界への規制監督体制の徹底的な改革を求める動きは自然であり、かつ当然でもある。ただ、100年に一度の嵐から身を守ることを念頭においた対応は避けるべきである。経済システムから完全にリスクを排除することは、経済成長をも犠牲にすることを意味する。同様に、何十年も前に開発された証券化やデリバティブなどの市場機能を規制するのではなく、完全に排除する道を選んだとすれば、いずれ今回の危機から脱出した後に、資本へのアクセスが遮断され、効率的なリスクヘッジと分散手段を失うことになる。

過去100年を振り返ると、イノベーションを助長し、起業家的なリスクテイクに報いつつ、経済成長の重要なカタリストとしての役割を果たしてきたのは金融市場や商品であった。歴史が証明しているのは、活力のあるダイナミックな経済の中心には、活力のあるダイナミックな金融システムがある、ということである。

金融機関が国民の信頼を回復し、市場の安定と活力を取り戻すために金融システムを修復するにはまだ道半ばであるが、ゴールドマン・サックスはその達成のために全力を尽くす所存である。

本資料は、2009年2月8日付ファイナンシャルタイムズに掲載されたザ・ゴールドマン・サックスグループ・インク会長兼CEOのロイド・C・ブランクファインの寄稿記事を翻訳したものです。本文と原文に相違がある場合は、英語の原文が優先します。