

ファンド・ブーム下の国際資本市場

伊 豆 久

1: はじめに～課題の設定

国際資本市場は、2000年のITバブル崩壊以降、停滞を余儀なくされていたが、03年頃を底に反転、最近ではバブル期を上回る勢いを取り戻してきたようである。⁽¹⁾そしてそこでは、企業金融に関連した部分を中心に、以下のような現象が見られる。

第一にM&Aの増大である。90年代後半に拡大していた買収の動きはバブル崩壊にともなって縮小していたが、それが再び増加し、06年には2000年のピーク時を上回った。

第二に、協調融資（シンジケートローン）による資金調達が増大していることである。世界全体を見ると、株式や社債の発行による資金調達が横ばい状態にあるのに対して、協調融資だけが04年頃から急速に拡大している。＜証券化の時代＞が言われて久しいが、かつての＜融資の時代＞に逆戻りしたかのようである。

第三に、「ジャンクボンド（がらくた債）」とも呼ばれる低格付け債の利回りが低下（価格は上昇）していることである。格付け機関によって＜投機的

(1) 本稿は、(財)日本証券経済研究所大阪研究所の定例研究会「証券経済研究会」での報告「クレジット市場の世界的拡大について」(2006年10月23日)をベースにしたものである。中島将隆甲南大学教授をはじめとする研究会参加者のみなさんに感謝する。

(speculative)の烙印を押された債券は、高い利回りをつけなければ投資家に受け入れられないはずであり（それゆえ「ハイイールド債」とも呼ばれる）、＜投資適格（investment grade）＞の債券とは明確な利回り格差（スプレッド）があるはずであったが、03年頃から格差が急速に縮小、現在ではわずか2%程度となっている。

第四に、クレジットデリバティブ市場がここ数年間、一年ごとに倍増というハイペースで拡大していることである。クレジットデリバティブは、企業（一部、国債等ソブリンを含む）の信用リスクを売買する取引であるが、融資や債券市場によって担われてきた役割の一部が新しいデリバティブ取引に担われようとしているのである。

以上、最近の国際資本市場に見られる変化を羅列してみたが、こうした変化は何を意味しているのであろうか。

個別に見れば、これらは、企業の支配権をめぐる動きであり（M & Aの急増）、企業の資金調達方法上の変化であり（協調融資の拡大）、企業の倒産リスクの低下であり（スプレッドの縮小）、新しい店頭デリバティブ市場の拡大であり（クレジットデリバティブの拡大）と、まるでバラバラである。

しかし、果たしてそうだろうか。

本稿では、こうした国際資本市場における最近の変化の背景にある共通の要因を探り、それが市場に与えている影響について検討してみたいと思う。こうした作業によって、ITバブル崩壊後の、現在の国際資本市場の特徴を明らかにできれば幸いである。

まず次節では、冒頭に紹介した4つの変化の意味を順に検討し、第3節では4つの変化の背景に共通して存在する要因、すなわち買収ファンドとヘッジファンドに代表されるプライベートファンドの台頭とその理由について述べ、第4節でこうした変化が国際金融市場の安定性に与えている影響を整理

することとしたい。

2：国際資本市場における最近の変化

(1) M & A の増大

2006年は、表1にあるような大型M & Aが相次ぎ、総額でも、ITブームに沸いた2000年を上回った(図1)。しかも、最近のM & Aには、ITブーム期とは異なる次のような特徴が見られる。⁽²⁾

まず、ITブーム期のM & Aの中心は欧州企業による米国企業の買収であり、米国企業をターゲットとする案件が全体の46%を占めていた。しかしながら今年は、米国企業向けは37%にすぎず、欧州企業向けを下回っている。また、中国などアジア企業の買収も増加著しく、欧米との差が縮小しつつある。M & Aが地域的に多様化しているのである。第二に、90年代末のM & Aは、通信・ハイテク・メディア等の業種に集中していたが、現在は特定産業への偏りが見られない。業種においてもM & Aの裾野が広がっているのである。第三に、かつては株式交換方式が多用されたが、現在は現金による買収の比率が高い。世界的な長期金利の安定を背景に、借入れによる買収が増えているのである。

そして、第四の特徴として買収ファンドの役割が大きいことが挙げられる。すなわち、90年代末のM & Aブームにおいては、企業による買収がほとんどを占めていたが、最近では、プライベートエクイティファンドと呼ばれるファンドによる大型の買収が急増しているのである⁽³⁾(表2、図2)。買収ファ

(2) 90年代末と比較した最近のM & Aブームの特徴については、“Mergers and acquisitions: Partying like it’s 1999,” *The Economist*, November 25 2006; “M & A in 2006 beats tech boom,” *Financial Times*, December 21 2006 参照。

(3) 2006年のM & A全体に占めるファンドによる買収の比率は、世界全体では18%であったが(図2)、米国市場に限定すれば27%に達し(05年は12%)、LBOブームの1988年のほぼ倍になっている(『日経金融新聞』2006年12月18日)。

表1 2006年の大型 M & A

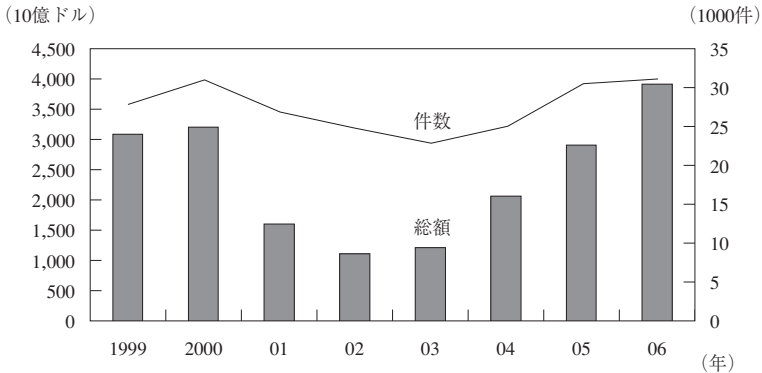
金額 (10億ドル)	買収対象	買収者	公表日
83.4	BellSouth	AT & T	3月6日
66.1	Endesa	Eon	2月21日
43.1	Gaz de France	Suez	2月2日
39.5	Arcelor	Mittal Steel	1月27日
37.7	Sampaolo. IMI	Banca Intesa	8月28日

(注) 12月20日まで。

(資料) Dealogic.

(出所) *Financial Times*, December 21 2006.

図1 世界の M & A



(注) 06年は12月20日まで。

(資料) Dealogic.

(出所) *Financial Times*, December 21 2006.

ンドが買収先企業を担保に巨額の資金を調達して買収するLBO（レバレッジドバイアウト）がその典型であり、ファンドが現経営陣と組んで上場廃止を目指すケースはMBO（マネジメントバイアウト）と呼ばれる。

五番目の特徴は、敵対的買収の比率が上昇していることである。敵対的買

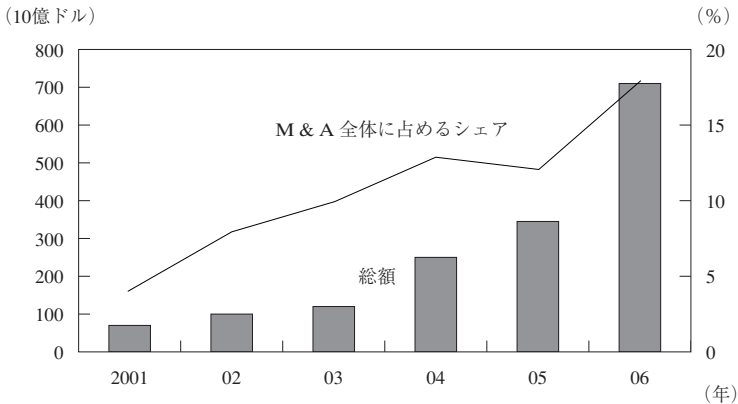
ファンド・ブーム下の国際資本市場

表2 2006年の買収ファンドによる大型 M & A

金額 (10億ドル)	被買収企業	買収ファンド
36.0	Equity Office Properties (不動産)	ブラックストーン
33.0	HCA (病院)	KKR, ベインなど
26.7	クリア・チャンネル (メディア)	ベインキャピタルなど
21.6	キンダー・モーガン (エネルギー)	ゴールドマンサックス, カーライルなど
17.6	フリースケール・セミコンダクター(半導体)	ブラックストーンなど

(出所) 『日本経済新聞』2006年12月28日(夕刊)。

図2 買収ファンドによる M & A



(注) 06年は12月20日まで。

(資料) Dealogic.

(出所) *Financial Times*, December 21 2006.

収は、05年の94件から06年は355件にのぼり、99年の272件を大きく上回っている。買収する側、される側の双方において、短期的な利益を重視する株主の影響力が大きくなっているからであろう。

では、M & A がこのように拡大している理由、しかも90年代末とは異なる特徴をもちながら拡大している原因はどこにあるのだろうか。

その基底にあるのは、やはり、グローバル化の進展と各国における持続的な規制緩和による企業間競争の高まりであろう。90年代末に流行語化した事業部門の〈選択と集中〉は、その後も収まるところかむしろ激化しており、ノンコア部門を売却しようとする企業、それを買収しようとする企業が増えているのである。

その上で、現在の M & A に90年代末との違いが見られるのは、当時の M & A が、①通貨統合にまで到達した欧州経済統合の深化によって激しい競争圧力にさらされた欧州企業が、② I T 産業を中心とする株価の急騰を利用して、③世界最大の市場である米国市場において短期間に一定のシェアを獲得すべく、買収に乗り出したものであったことによる⁽⁴⁾。すなわち、当時は、M & A が拡大したとは言え、地域的・業種的に限定され、また株価に大きく依存したブームだったのである。

では、現在のブームを支えている、90年代末にはなかった要因は何か。それは、ファンドの台頭と金融緩和の長期化であろう。

ヘッジファンドや買収ファンド、さらにはアクティビストファンドなど短期的利益を重視する株主の比率が上昇したことで、経営者は利益向上への圧力の高まりを感じ、〈選択と集中〉を加速し、場合によっては敵対的買収も辞さなくなっている。あるいは、以前なら反対していた（「敵対的」となっていた）であろう買収提案にも賛成せざるを得なくなっている。

また、I T ブーム期は世界的に株価が高く、好景気を反映して金利も高かったわけであるから、買収資金の調達において、コストの高い借り入れよりも自社株式（株式交換）が選択されたのは当然である。そうした状況では、上場株式会社でないため株式交換方式を採れず借り入れに依存するほかない買収ファンドの活躍は限定されざるをえない。しかし現在は、株価が回復基

(4) I T ブーム期の直接投資を含む米国の国際収支については、拙稿『「ニューエコノミー」期の米国国際収支』『証券経済研究』第31号、2001年5月参照。

調にあるとはいえ、より顕著なのは世界的な長期金利の低位安定である。巨額の借りに依存する買収ファンドが、80年代のLBOブームの再来とばかりに、その勢いを増しているのである。

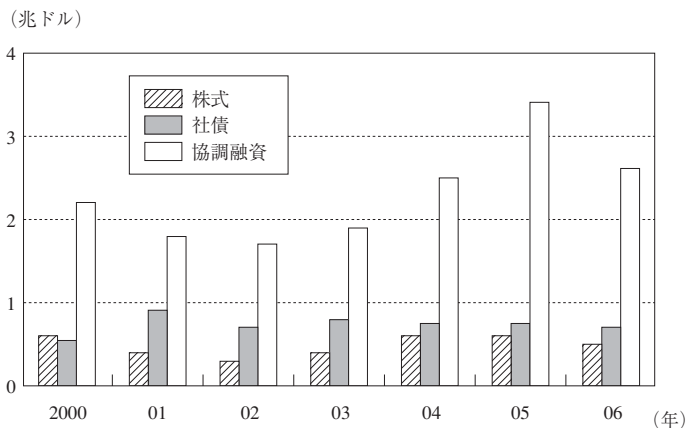
(2) 協調融資（シンジケートローン）の拡大

協調融資とは、一つの企業（融資案件）に対して複数の金融機関が融資団（シンジケート）を組織し、共同して融資をおこなう方法である。借り手側には、一行からだけでは調達できない大きな金額が調達できるというメリットがあり、貸し手側には小額ずつ多数のシンジケートに参加することで融資リスクの分散が図れるというメリットがある。従来であれば、こうした機能は債券発行によって担われていたが、証券の発行には登録や情報開示など規制上の経済的・時間的コストがかかる。協調融資はあくまで融資の形態をとるため、そうしたコストを回避できるのである。

そして、協調融資の拡大は銀行と企業の関係にも大きな変化を与えつつある。協調融資は、企業側に最も有利かつ妥当な提案（調達額・金利・調達方法等）をおこなって主幹事の指名を獲得した金融機関がコーディネーターとなり、他の金融機関に格付け等の企業情報と融資条件を提示して融資団への参加を募る（融資団の組成）ことによって実施される。しかも、流通市場が整備され、融資債権は市場価格で転売されるのが一般的である。つまり、従来、信用リスクの判断や金利等の融資条件の決定は、個別銀行ごとに内部化され、そのことが（特に日本の場合）長期固定的な銀行－企業間関係のベースの一つになっていたのであるが、現在、企業の信用情報は、格付けを基礎に広く市場に公開され、流通市場によって価格付けされ始めているのである。

したがって、協調融資の拡大は、一見したところ、＜証券化＞という時代の潮流に逆行する＜間接金融の復活＞に見えるが、むしろ＜間接金融の市場化⁽⁵⁾＞とも言うべき変化であって、＜証券化＞が金融取引の市場化を意味する

図3 世界の株式・社債発行と協調融資の規模



(資料) 06年は9月末まで。

(資料) Dealogic.

(出所) 『日本金融新聞』2006年10月8日。

とすれば、むしろその典型的な現象なのである。⁽⁶⁾

では、こうした協調融資が、図3が示すように、債券や株式の発行が大きく変化しないなか、2004年頃から急速に伸びているのはなぜだろうか。

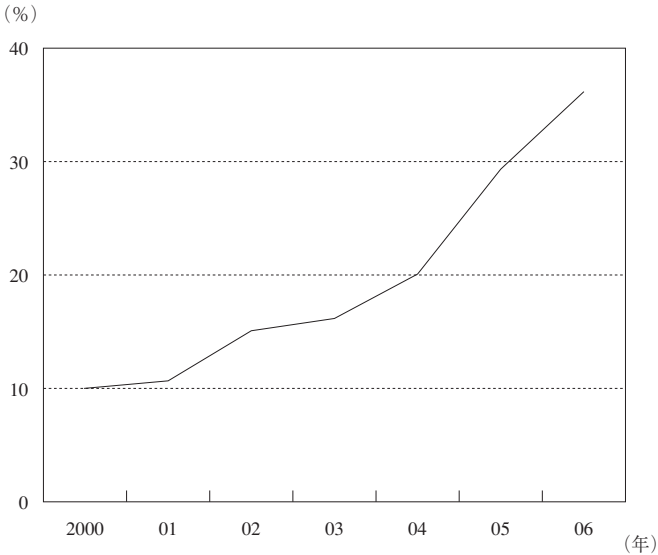
その最大の要因は、先にも述べたLBOにともなう融資（レバレッジドファイナンス）の急増である。06年には、買収資金の36%が融資によって調達されている（図4）。

M & Aには、買い手が手持ち現金で買収先企業の株式を買い集める場合や、買収先企業の株式と自社株式を交換する場合などがあるが、LBOは、

(5) 二上季代司「証券業界のビッグバン後10年を振り返る」『証券レビュー』第46巻第10号、2006年10月、59頁。

(6) かつて間接金融が圧倒的に優位であった高度成長期の日本では、発行される社債のほとんどはメインバンク等の銀行が保有し、市場メカニズムの働かない社債市場は「銀行融資の変形」と揶揄された。現在の協調融資は、その対極に位置すると言える。

図4 M & Aの資金調達に占める融資の比率



(出所) 『日本経済新聞』2006年10月18日。

十分な現金を保有しない買い手が、買収先企業の資産あるいは将来のキャッシュフローを担保に融資を受けておこなう買収手法のことである。⁽⁷⁾ ファンドには、機関投資家等からの出資金があるが、それだけでは大企業の買収には足りない。また、出資金に対する収益率を引き上げるためにも借り入れをおこなってレバレッジをかける必要がある。借り入れによって総資金額を増やせば、その分、出資金に対する収益率を上げられるからである。とって巨額の借り入れをおこなうには担保がない。そこで、買収先企業そのものを担保に資金を調達するのであり、その融資に協調融資が利用されるのである。買収ファンドは、平均して、投資家から集めた出資額に対して5倍程度の借り入れをおこなうとされる。

(7) LBOにともなうファイナンスについては宮地直紀「拡大続く本邦レバレッジド・ファイナンス市場の現状と課題」『金融財政事情』2006年7月31日号参照。

しかし、たとえ買収そのものが成立したとしても、ファンドにとって成功となるかどうか、すなわち、利益を出して投資資金を回収できるかどうかは不確定である。そもそも、LBOによって巨額の負債を抱えることになるのである。それを上回る現金を回収するためには、例えば、①買収によって一旦非上場化した企業をリストラクチャリングし、収益構造の改善によって再上場させ、取得していた株式を売り出す、②企業の各部門や個別の資産を同業他社等に売却する、③他の買収ファンドに転売する、などの方法があるが、いずれもハイリターンが見込めるもののリスクの高いビジネスとなる。(買収ファンドでなく)企業による他企業の買収の際にも、特に<小が大を呑み込む>場合には、一般的にLBOが利用されるが、事業の統合効果が出るまで巨額の債務を抱え続けるリスクは非常に大きい。

したがって、LBOファンナンスは、一般的に、ハイリスク・ハイリターン融資となり、額が大きいこともあって、一つの金融機関では引き受けきれず協調融資の形態をとるのである。

このように、前項で指摘した<M&Aの増加>と本項の<協調融資の拡大>は、買収ファンドによるLBOという媒介項を通じて結びついているのである。

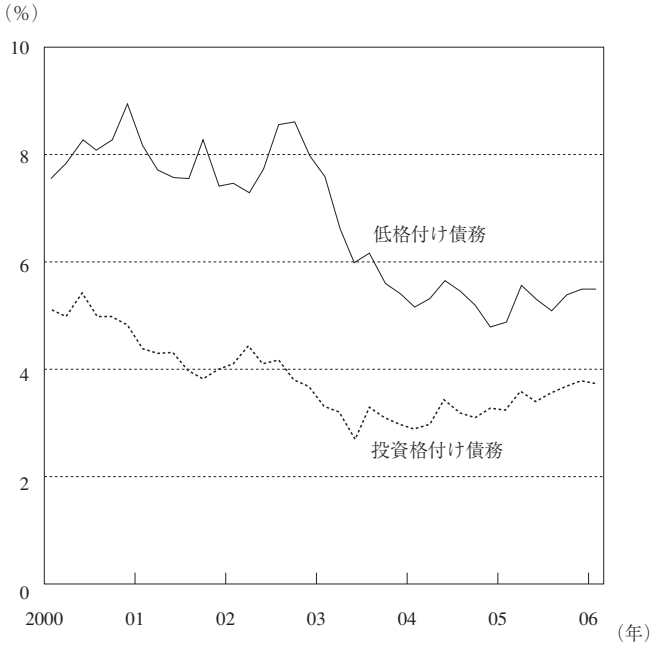
(3) 低格付け債務の利回り低下

最近の国際資本市場に見られる特徴の三番目は低格付け債務(債券・融資)の利回り低下である(図5)。これまで、<投資適格>債務と明確に区別され、高い利回りを要求されてきた<投機的>債務の利回りが、ここ3年ほど、低下しているのはなぜだろうか。

最大の理由は、2000年のITブームの崩壊以降、日欧米先進各国が低金利政策を続け、世界的な金融緩和状態が生じていることであろう。04年6月に米国が引き締めに転換し、06年6月まで合計17回、4.25%ものフェデラルフ

ファンド・ブーム下の国際資本市場

図5 債務の格付け別資本コスト



(注) 税引き後ベース。

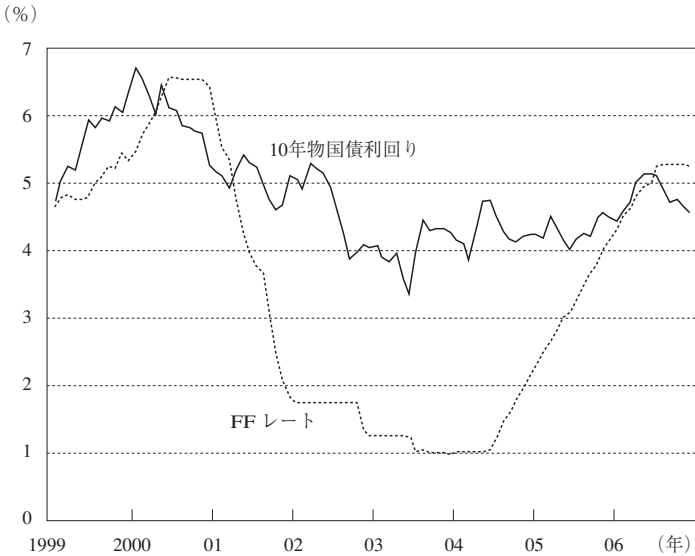
(資料) Barclays Capital.

(出所) *The Economist*, September 23 2006, p. 72.

ファンドレートの引き上げを実施したにもかかわらず、長期金利の上昇はわずかにとどまっている(図6)⁽⁸⁾。クレジットもの(債券・融資)の利回りを求める機関投資家にとっては、非常に厳しい状況が続いているのであり、より大きな運用利回りを求めて、リスクの高い債券投資・融資を増やしてきたの

(8) この「長期金利の謎」(グリーンズパンFRB議長)をめぐる議論については、佐藤健裕「投資銀行の現場から見た日本の長期金利」『経済論叢』第176巻第3号、2005年；久田祥史・安藤裕康・谷川純子・加藤涼「米国の長期金利の『謎』を考える：金融政策との関連を中心に」『日銀レビュー』2005年5月参照。

図6 米国の長短金利



(出所) FRB (www.federalreserve.gov/releases/) 資料より作成。

は当然であろう。それが、低格付け債務の利回りを抑え、スプレッドの縮小をもたらしたのである。このことが、前項で述べた協調融資の拡大の背景ともなっていることは改めて言うまでもないであろう。利回りの低下がさらなる資金調達、したがってさらなるM & Aを生み出しているのである。

しかし、ハイリスクなクレジット市場への資金供給が拡大している理由は、世界的な金融緩和の継続、あるいは安定した景気が続いていることによる倒産確率の低下だけではない。ここでは、市場における二つの構造的な変化も挙げておきたい。一つは、クレジットデリバティブという信用リスク管理手段の登場であり、もう一つはヘッジファンドのクレジット市場への参入である。⁽⁹⁾

(9) 世界的なクレジット市場の拡大については、“The credit markets: In the shadows of debt,” *The Economist*, September 23 2006 参照。

ファンド・ブーム下の国際資本市場

信用リスクのヘッジは、従来であれば、債券流通市場（例えば社債の空売り）によってのみ可能であったが、その流動性は必ずしも高くなかった。しかし最近では、クレジットデリバティブによって比較的容易にヘッジできるようになっており、このことも、スプレッドの縮小に大きく貢献していると思われる。リスクヘッジ機能を提供してくれる商品があって初めて、低格付け社債やLBOなどハイリスクな案件への投資が拡大しうるからである。

そして、二つ目に、これまで外為市場や株式市場で注目されていたヘッジファンドが、クレジット市場においてもシェアを高めていることが挙げられる。年金・生保・投信といった伝統的な機関投資家の中には、内部規則で投資対象を<投資適格>に限定しているところが少なくない。それゆえ、低格付け債市場は、従来、限定された特殊な市場だったのであるが、近年、クレジットものへの投資を主とするヘッジファンド（credit-oriented hedge fund）の参入が急速に拡大している（図7）。また、図8は、欧米のLBOローンの貸し手側のシェアの推移を示したものであるが、ここにおいても、銀行の比率が低下し、機関投資家（その多くをヘッジファンドが占めていると推測される）のシェアが高まっていることがわかる。伝統的な投資家と異なり、多様なリスク選好をもつ様々なヘッジファンドの台頭が、その積極的なリスクテイクによって、低格付け債務の流動性を高めると同時に、その利回りを押し下げているのである。

そして、こうしたスプレッドの低下が、協調融資の拡大を通じて、買収ファンドなどによる資金調達を容易にし、M&Aをますます増大させているのである。

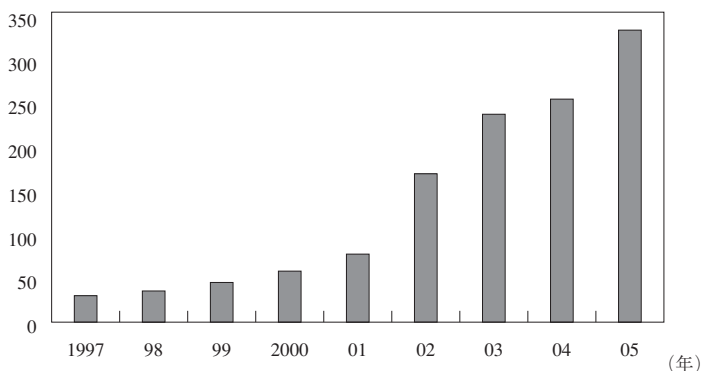
(4) クレジットデリバティブの急成長

次に、クレジットデリバティブの急成長について見てみよう。

クレジットデリバティブとは、簡単に言えば、企業の倒産に備えた保険で

図7 クレジット型ヘッジファンドの運用額

(10億ドル)



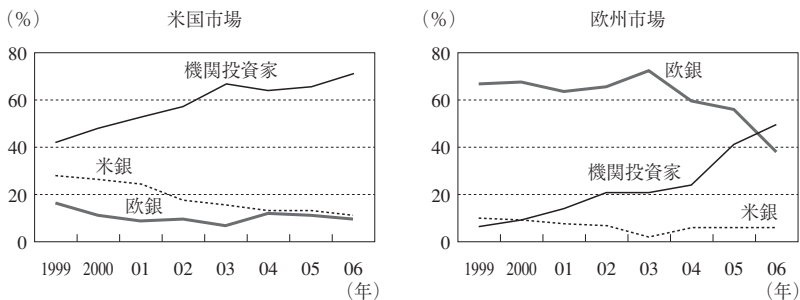
(出所) IMF, *Global Financial Stability Report*, April 2006, p. 56.

⁽¹⁰⁾ ある会社が倒産した場合に1億円を受け取る保険を考えて、それを買いたい人と売りたい人が価格500万円で折り合ったとしよう。買った人は500万円を支払うことで、万一その会社が倒産した場合に1億円を受け取ることができる。倒産しなければ500万円は掛け捨てである。反対に保険を売った人は500万円を受け取ることができ、会社が倒産しなかった場合にはその500万円がまるまる利益となる。ただし会社が倒産した場合には1億円を支払う義務を負う。この保険（プロテクション）が次々に組成、売買されており、その想定元本（ここの例の1億円にあたる金額）がここ数年、倍々ペースで増大し⁽¹¹⁾、すでに債券や融資の残高を上回っているのである。

(10) ここで説明しているのは、最も基本的なCDS（クレジットデフォルトスワップ）と呼ばれる取引（を単純化したもの）であるが、クレジットデリバティブには、他に、複数の企業の信用リスクをバスケットで取引するインデックス（日本の場合、50社を参照対象とするiTraxx Japan）、CDSを証券化したシンセティックCDOなどがある。クレジットデリバティブの概要については、島義夫・河合祐子『クレジット・デリバティブ入門』日本経済新聞社、2002年；中山貴司・河合祐子「クレジット市場の発展に関する一考察～クレジット・デリバティブ市場を中心に～」『日銀レビュー』2005年3月参照。

ファンド・ブーム下の国際資本市場

図8 レバレッジド・ローン市場における資金供給者のシェア



(注) 2006年は05年9月末からの1年間の数値。

(資料) S & P.

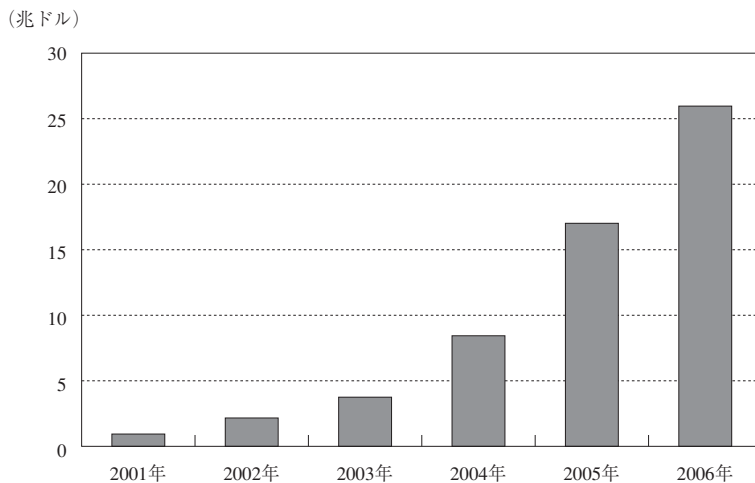
(出所) *Financial Times*, October 26 2006.

では、クレジットデリバティブ拡大の理由はどこにあるのだろうか。

まず、この商品のメリットは、発行体（企業等）の意思や資金調達と無関係に、その信用リスクを取引できる点にある。上の例を伝統的な金融取引、例えば銀行融資に当てはめれば金利5%の1億円の融資に相当する。銀行は年利500万円を受け取る代わりに、企業が倒産すれば元本1億円を失うわけであるから、クレジットデリバティブにおける保険（プロテクション）の「売り」と同様の取引をしていることになる。しかしながら、実際の融資をおこなうためには、1億円という資金を用意する必要があり、また当然ながら企業側に資金調達の意思がなければならぬ。ところがクレジットデリバティブにはこうした実際の資金のやりとりがなく（それゆえ「想定」元本と呼ばれる）、企業の意思に関係なくその信用リスクだけを売買することが可能なのである。したがって、例えばA社の信用リスクが、A社に無断でB社とC社で売買されるのがクレジットデリバティブなのである（このA社を参

(11) IMFによれば、2005年末時点での世界全体の社債と融資の残高合計が約10兆ドルであるのに対して、クレジットデリバティブの想定元本残高は17兆ドルにのぼる（*Global Financial Stability Report*, April 2006, p. 52.）。

図9 クレジットデリバティブの残高



(注) 2006年は9月末。

(出所) ISDA (www.isda.org) 資料より作成。

照対象という)。

市場参加者を見てみよう。すでに巨額の融資債権を保有する大手銀行は、その信用リスクをヘッジするためにプロテクションの買い手となることが多い。仮に満期が来たとしてもただちに回収することは、当該企業との関係を断ち切ってしまうことになり好ましくない、しかし倒産リスクはヘッジしておきたいといった場合、融資先に黙って当該企業を参照対象とするプロテクションを買っておけばよいのである。反対に、地方・中小の銀行にとって融資先の開拓・確保は容易でなく、ましてや大企業となればなおさらである。しかし、そうした企業でもクレジットデリバティブ市場でプロテクションの売り手となることは簡単であり、それによって「保険料」(金利収入に相当)を得ることができるのである。

次に、信用リスクの移転という点から見れば、それは、伝統的には債券の売買が担ってきた機能である。しかしながら社債の流通市場は、日本はもち

ファンド・ブーム下の国際資本市場

ろん、欧(米)においても必ずしも十分に発達していない。年金や生命保険といった長期運用ニーズをもつ投資家によるバイアンドホールドによって発行直後に流動性が枯渇してしまうことが少なくなく、そうなる也确实に取得するためには発行時に購入せざるをえず、その結果、発行利回りが流通利回りよりも低くなりやすい。となると中途売却は損失をもたらすために忌避され、そのことがさらに社債市場の流動性を低下させるという悪循環が起きているとも指摘されている。そこで、いつでも組成可能なクレジットデリバティブが利用されるのである。

しかしながら、最近の爆発的と言ってもよいこの市場の拡大は、こうした基本的な商品特性にもとづく<自然な>成長の範囲を超えているように思われる。

成長を促した一つの要因は、市場の制度が整備されてきたことであろう。上の説明では倒産と単純化した<信用事由(クレジットイベント)>の内容の明確化、決済手続きの標準化、インデックスの統一などが市場の拡大を後押ししたことは間違いない。⁽¹²⁾

しかしこうした努力も、当然のことではあるが、取引ニーズの高まりを反映したものと考えるべきであろう。そして、そうしたニーズとして挙げられるべきは、まず、LBOなど低格付け債権のヘッジを求める投資家が急増していることである。前述のM&A向け協調融資債権のリスクをカバーするためにクレジットデリバティブが活用されているのである。そしてまた逆に、こうしたヘッジ手段の拡充が、低格付け先への資金供給を容易にすることで、利回りスプレッドを縮小させ、協調融資への参加を促し、ひいてはM&Aの活況を支えているのである。

(12) クレジットデリバティブ市場における最近のインフラ整備については、館田快志「拡大を続けるクレジットデリバティブ市場～急拡大する市場の現状と将来～」『証券アナリストジャーナル』2006年3月号参照。

M & A とクレジットデリバティブの関係はそれにとどまらない。LBO のターゲットとなると当該企業は巨額の負債を抱えることになるため、格付けが下がり、社債利回りは上昇（価格は下落）することが多い。これは当該企業に債権をもつ銀行や社債投資家にとって、極めて重大な問題である。⁽¹³⁾ そうしたリスクのヘッジにもクレジットデリバティブが利用されているのである。最近の日本の例をあげれば、2006年3月にソフトバンクによるボーダフォン日本法人買収が発表されたが、債務の増大を嫌気した債券市場ではソフトバンク債の対国債利回りスプレッドが1.3%から一時3.7%に急騰した。⁽¹⁴⁾ そしてクレジットデリバティブ市場では、同社を参照対象とする<プロテクションの買い>注文が殺到するとともに、利回り上昇をチャンスと見る投資家も現れ、取引高が急増したのである。このように、債務の増大を伴う M & A は、株主にとってはレバレッジの引き上げによる ROE（自己資本利益率）上昇のチャンスであるが、クレジット投資家にとっては大きな脅威であり、それがクレジットデリバティブの拡大を促す一因となっているのである。

そして市場拡大のもう一つの要因として挙げられるのが、ここでもやはり、ヘッジファンドの市場参入である。すでに売買シェアは3割に達しており、⁽¹⁵⁾ 特に、低格付けの参照対象や劣後部分⁽¹⁶⁾への投資のウエイトが高いことが知られている。その積極的なリスクテークを背景に、図10が示すように、クレジットデリバティブ市場全体において、取引対象の低格付け化が進行している。

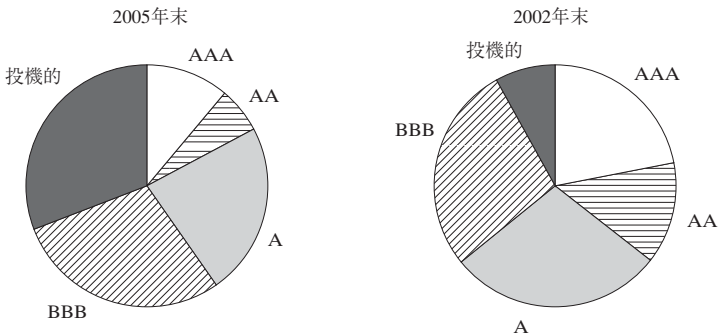
(13) LBO の既存債権者への影響については中空麻奈「クレジット投資家にとっては格下げ・スプレッド拡大のリスク要因」『金融財政事情』2006年7月31日号参照。

(14) 『日経金融新聞』2006年12月6日、同25日。

(15) ヘッジファンドの市場シェアはすでに5割に達したとの指摘もある（Fitch Ratings, *Global Credit Derivatives Survey*, September 21 2006, p. 8.）。

(16) 注(10)でも触れたシンセティック CDO は、CDS を証券化したものであるが、その際、証券は、優先的な弁済を受けられるローリスク・ローリターン部分から、最も劣後するハイリスク・ハイリターン部分へと段階的な区分けがなされる。年金等の伝統的な機関投資家は前者を好み、ヘッジファンドはリスク許容度が高いため後者に投資することが多い。

図10 クレジットデリバティブ参照対象の格付け別シェア



(出所) Fitch Ratings, *Global Credit Derivatives Survey*, September 21 2006, p. 8.

このことが、これまで述べてきた要因とともに、低格付け債務のスプレッド低下や協調融資の拡大を促していることは改めて述べるまでもないであろう。

以上、M & Aの増大、協調融資の成長、低格付け債務利回りの低下、クレジットデリバティブ市場の急拡大と、最近の国際資本市場に見られる変化を見てきた。そして、それらに共通する要因として、世界的な金融緩和とともに、買収ファンドとヘッジファンドというプライベートファンドの成長があることを指摘してきた。では、こうしたファンドの成長がなぜ生じているのかを、次に考えてみよう。

3: ファンドブームの背景

広く一般に公募される投資信託（ミューチュアルファンド）と区別してプライベートファンドと総称される買収ファンドやヘッジファンドなどが、国際資本市場においてここまで存在感を高めてきたのはなぜだろうか。

その理由の一つは、すでに繰り返し述べてきた世界的な金融緩和の長期化

であろう。日米欧ともに短期金利は上昇しているが、それが長期金利には波及していない。こうした金融環境が、運用難に苦しむ伝統的な機関投資家に、ファンドへの資金提供を促しているのであろう。また、こうしたファンドは、借り入れをおこなうことでレバレッジをかけ、出資金に対する収益率を嵩上げしようとする。低金利は、借り入れを容易にしファンドの運用総額を膨張させて、市場への影響力を高めているのである。

二つ目には、オールタナティブ運用へのニーズが高まっていることを指摘できるであろう。年金や生保など伝統的な機関投資家は、ポートフォリオ理論の主張するインデックス運用を重視してきたが、ITバブルの崩壊によって株式市場の低迷に直面する一方で、商品市場や不動産市場の活況を目の当たりにし、運用手法の見直しを進めている。＜リスクを抑えてリターンを高めるためには新しいアセットクラスが必要だ＞と考えれば、それは、ポートフォリオ理論の否定ではなく延長である。その一環として、プライベートファンドへの出資が続いているのである。

また、エンロン事件以降世界的に進んでいる、証券アナリストの中立性確保の動きもファンドブームを間接的に支えているように思われる。すなわち、ITバブルの中で起きたエンロン事件では、投資家のために企業価値を検証しアドバイスするはずの証券アナリストが、企業のために事業再編や資金調達等をアドバイスする投資銀行業務も手がけていたことが利益相反として批判され、その後、アナリストの投資銀行業務が厳しく規制されることになった。投資銀行業務への関与がアナリストの高報酬の源泉ともなっていたため、それ以降、証券会社を退職し、ファンド業界に転進する例が後を絶たないのである。最近のファンドブームはこうした要因も一因となっているであろう。

そして、こうしたファンドブームはいわば自己増殖的な拡大を続けているように思われる。なぜなら、ファンドからの旺盛な資金供給は、企業の倒産確率を引き下げながら、M&A、協調融資、クレジットデリバティブを拡

大し、そのこと自体がファンドにハイリターンを確保しているからである。そしてそれが、ファンドへのさらなる資金流入をもたらしているのである。

では、こうした<ファンド化>が進む国際資本市場は、世界経済にどのような影響を及ぼしているのであろうか。ここではその全体について触れることができないが、⁽¹⁷⁾国際金融市場の安定性への影響という点に絞って、以下、⁽¹⁸⁾英米金融当局の見解に拠りながら検討してみよう。

4：国際金融市場への影響

ファンドの役割の高まりと、金融市場の安定性との関係を考える上で重要となるポイントの一つは、<信用リスクの分散>をどのように考えるかであろう。なぜ<信用リスク>なのかと云えば、これまで述べてきたところから明らかなように、表面的には M & A 市場（企業支配権市場）の拡大として現れている現在の国際資本市場のブームが、株式市場の活況というより、クレジット市場（債券市場、ローン市場、クレジットデリバティブ市場から成る市場）の急速な拡大を背景としているからである。

(17) 大きな論点として、例えば、M & A の増大がマクロ・ミクロ経済に与える影響、ファンドの積極的なリスクテイクの功罪などがあり、また個別的な論点としても M & A における TOB 価格の妥当性（特に、一つの案件に複数のファンドが参加する「クラブディール」などにおいて一種の談合が成立している可能性）、MBO における取締役の利益相反の可能性（既存株主の代理として会社をより高く売却すべき取締役が、企業の買い手となることの問題）、買収ファンドとヘッジファンドによるインサイダー取引の可能性（例えば、買収ファンドによる未公表の M & A 情報をもとに、ヘッジファンドが、関連企業の格付けの低下などを見込んでクレジットデリバティブ市場で売買をおこなうケース）などが議論され始めているが、いずれも本稿では触れることができない。

(18) Financial Services Authority, *Private Equity: a discussion of risk and regulatory engagement*, November, 2006 (www.fsa.gov.uk/pubs/); Timothy F. Geithner, "Implications of Growth in Credit Derivatives for Financial Stability," May 16 2006; idem, "Hedge Funds and Derivatives and Their Implications for the Financial System," September 15 2006 (www.newyorkfed.org/newsevents/) 参照。

では、ここで言う＜信用リスクの分散＞とは何か。

従来、企業の信用リスクは主として銀行によって評価され、銀行によって保有されてきた。ところが現在、債券市場に加えて、協調融資やクレジットデリバティブという新たなクレジット市場が発達し、ファンドを含む多様な機関投資家がそこに関与するようになってきている。このことをどう解釈すべきかという問題である。

まず第一に、世界的に銀行統合が進んでいる現状からすれば、このことは、金融システムの安定性に大きく貢献していると言ってよいであろう。数少ない銀行に企業の信用リスクが集中している場合、万一銀行危機が起これば、それは深刻な信用収縮をもたらしかねない。バブル崩壊後の日本経済を襲った＜貸し渋り＞はその典型例であろう。信用リスクの分散保有はそうした危険を抑制すると考えられるのである。

そして第二に、信用リスクの分散はリスクの＜保有＞だけでなく、＜評価＞においても進行している。すなわち、銀行を中心とする金融システムでは、企業の信用リスクは、個々の銀行によって評価され内部に蓄積される銀行ビジネス上の最重要情報であり、それが公開されることはなかった。それが今は、格付け会社によって公表され、社債や融資債権とともに流通するだけでなく、クレジットデリバティブ市場によって、信用リスクだけが抽出されて売買＝値付けされ始めたのである。信用リスクに対する評価が先にあってそれに価格が付くと同時に、市場による価格発見によって信用リスクに対する評価が決定されるという逆のベクトルも作用していることになる。

では、この信用リスク評価の＜市場化＞は、マクロ経済にどのような影響を及ぼすのだろうか。一つの見方として、例えば、IMFは、景気循環の振幅を小さくすることに貢献するのではないかと推論している⁽¹⁹⁾。米国の1970年

(19) IMF, *Global Financial Stability Report*, April 2006, pp. 70-76.

ファンド・ブーム下の国際資本市場

から2005年までのデータに基づいた実証研究によると、社債の発行はGDPの変化に先行し、銀行融資は同時あるいは多少遅れる傾向があるという。つまり、相対的に市場化されている社債に比べて、市場化されていない銀行融資は、GDPが増大し始めるとそれを追う形で増加するため拡大し始めた景気を過熱させやすい。反対に景気低迷期には融資は抑制され金融面から景気をさらに悪化させる傾向が見られるのである。個別銀行の内部でおこなわれる信用リスクの評価は、市場による評価に比べて経済実勢の後追いになりやすく、マクロ経済と金融システムの不安定化につながりやすいということになる。この理屈を延長すれば、社債市場以上に市場化が進み、より効率的な価格発見機能をもつとされるクレジットデリバティブの発達は、景気の振幅を小さくし、金融システムの健全性を高めることになるというわけである。

実際、市場は、2005年5月のGMとフォードの投機的格付けへの転落や、06年9月の大手ヘッジファンド、アマランスアドバイザーズの約60億ドルの損失といった、かつてなら金融危機を招いてもおかしくないようなショックを大きな混乱なく消化している。これを、金融緩和の長期化による一種のバブル的現象とのみ捉えるのでは、現在の資本市場で起こっている変化を過小評価することになる可能性も小さくないのである。

次に、信用リスクの分散化がもたらすマイナス面、例えば、それがシステムリスクを高める可能性について考えてみよう。これまでの信用リスクの主たる担い手であった銀行については、いずれの国においても行政や中央銀行による監督があり、また社債市場については登録や情報開示などの証券規制が存在する。しかしながら、プライベートファンドは、公募ファンドでないという理由で、投資家保護のための証券規制のほとんどを免除されており、その結果、信用リスクが誰によってどの程度保有されているのか誰も把握できていないという状況が生まれつつある。つまり、<当局による監督がなくとも、市場によるモニタリングによって金融市場の安定性は十分確保で

きる>と言えるのかという問題である。市場によるモニタリングが機能するためには、情報開示が十分なされる必要があるが、この点、今述べたように、プライベートファンド自身は情報開示義務を免除されている。また、ファンドが借り入れをおこなう相手となる銀行や証券会社が自らの債権保全のためにモニタリングをするといったことも理屈上考えられるが、ヘッジファンドなどの場合、投資戦略が模倣されることを避けるために取引相手に対しても取引内容の開示に消極的であるとも言われる。あるいは、ファンドへの出資者によるチェックも考えられるが、複雑な投資手法をとるファンドの状況を出資者側が適切に判断できる可能性は低いであろう。市場によるモニタリング機能に対するこうした懸念を考慮すると、市場を大きなショックが襲うような場合、どこまで安定性を維持できるのか懐疑的だとする見方も強いのである。

現在の<ファンド化>をめぐるもう一つの大きな論点は、現在のファンドの拡大が金融緩和期しか経験していないことである。その結果、リスク判断が甘くなっているのではないかと懸念する向きも多い。図5で見た利回りスプレッドの歴史的な縮小は、その典型的な現象と言えるかもしれない。例えば、大手格付け会社スタンダード&プアーズは、2006年10月、市場における信用リスク評価が適切でない可能性に警告を発した。借り入れ側のレバレッジが上昇しているにもかかわらず、スプレッドが低下し、融資にともなう財務制限条項は緩和に向かっていることを危険視している⁽²⁰⁾のである。

そして、プライベートファンドの多くが、高いレバレッジをかけていること、つまり借り入れに多く依存していることにも注意が必要である。ヘッジファンドの借り入れの場合、レポ取引その他、債券が担保として差し入れられることが多いが、これは、資金供給側にとっての安全弁である一方で、資

(20) “S & P warns on leveraged loans’ risks to banks,” *Financial Times*, October 26 2006.

産価格の急落に見舞われた時には、追加証拠金が必要となるため、投資資産の強制的な売却が進められ、スパイラル的な価格下落の引き金の役割を果たしかねないのである。

5：結びにかえて

筆者は、第二次大戦後の国際資本市場は、ブレトンウッズ体制下の停滞期を経て、1973年の石油ショック以降、ユーロシンジケート〈ローン〉の形で本格的に復活したと考える。それは、オイルダラーのNICS（新興工業国）へのリサイクルに貢献するが、〈オフショア〉（外部市場）を舞台とする銀行融資であり、国内市場との連環は間接的なものにとどまっていた。そして、82年の債務危機の発生によって急速に縮小、代わって〈債券市場〉が、先進諸国内部のインフレや国債消化ニーズとあいまって、金利の自由化や業態分離規制の緩和を強いるながら、国際的な拡大を見せるようになる。国際資本市場のインパクトが国内市場に浸潤し始めたのである。そして、90年代には、冷戦の終焉をも背景として、構造改革の世界的ブームの中、〈株式市場〉のグローバル化が進展した。それは企業のガバナンスや会計制度、労使関係など各国企業風土の〈アメリカ化〉を強要したのであり、80年代のグローバル化がマクロ・レベルのそれだとすれば、90年代にはミクロ・レベルのグローバル化が進んだと言えるであろう。しかしそれも、ITバブルによって一旦休止符を打ったように見える。

こうした展開の上に現れた現在の、プライベートファンドを新たな担い手とする、クレジット市場の拡大をベースにしたM&Aの活況が、国際資本市場に新しい時代を形作ることになるのか否か、その本格的な検証には今しばらく事態の推移を注視する必要があるだろう。本稿を、そのための最初の準備作業としたい。