

プライベートファンドと国際資本市場

久留米大学 伊豆 久

2000 年を頂点とする I T バブルの崩壊後、国際資本市場は低迷を続けていたが、03 年頃を底に反転、現在は I T バブル期を上回る活況を呈している。そしてそこでは、企業金融に関連した部分を中心に、以下のような特徴が見られる。

第一に M&A の増大である。90 年代後半に拡大した M&A 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、シンジケートローンによる資金調達が拡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、シ・ローンだけが 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なのである。第三に低格付け債の利回りが低下している。格付け機関によって投機的 (speculative) との烙印を押された債券と投資適格債の間には明確な利回り格差があるはずであったが、03 年頃から格差が急速に縮小し現在は歴史的な低スプレッドとなっている。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急拡大していることである。

これらは、プライベートファンド (プライベートエクイティファンド、ヘッジファンド) の台頭を軸に派生している現象のように思われる。I T バブル期の M&A がハイテクセクターの株高を利用した株式交換を中心としていたのに対して、現在は、買収ファンドによる L B O の比率が高い。その理由としては、長期金利の低位安定や、企業のバランスシートの改善と並んで、クレジット市場における金融技術革新があげられよう。シ・ローンにおける流通市場の整備、クレジットデリバティブ市場の拡大、トランシングの導入が、クレジットリスクの管理を容易とし、そのことがリスクの高い L B O への資金供給を可能としているのである。そして、資金の出し手においては、銀行ではなく機関投資家、なかでもヘッジファンドのウエイトが高まり、その積極的なリスクテイクが市場全体のリスク許容度を高めている。

したがって、現在の M&A は、直接的には株式市場 (企業支配権の売買) のブームであるものの、それを支えているのはむしろクレジット市場における革新と活況であろう。それは一方で、クレジットリスクの分散化を推し進め、資金配分の効率化を促進しているが、他方で、財務制限条項の緩和など新たなリスクを生み出している可能性がある。高収益率を誇るプライベートファンドを通じた巨額の資金供給が、デフォルト率を抑制しながら、M&A やクレジットデリバティブを拡大させ、そのことが翻ってファンドにハイリターンをもたらしているとすれば、そこには一種の自己増殖的な側面を指摘することもできよう。