

# サブプライム問題とファンド資本主義

伊豆 久

久留米大学経済学部教授

## はじめに

今年夏、米国のサブプライム問題が世界に波及し、各国の金融市場は大きく揺らいだ。8月中旬のおよそ1週間で、株価は米国で5.9%、英国で8.4%、日本で11.5%と大幅に下落し、為替市場では円が8月初めの1ドル119円台から一時111円台へと急騰した。

世界的な市場の動揺ということでは、2000年のITバブルの崩壊、98年のヘッジファンド危機などが記憶に新しいが、それらと比較した〈2007年サブプライム危機〉の特徴はどこにあるのだろうか。

例えば、2000年から3年続いた世界的な株価下落は、新興ネット企業の収益が過度の期待に追いつかなかったことを出発点としている。そこから、ネット企業→通信企業→IT機器企業へと株価の下落が

広がったのであるが、IT技術の普及・新興ネット企業の台頭は各国共通の現象であったため、株価下落が世界同時的であるのは当然のことであった。

しかしながら、今回のサブプライム問題は、米国における信用力の低い個人向け住宅融資の不良債権化という、それ自体としては米国一国内の問題に過ぎない。日本でも欧州でも不良債権問題は発生していないのである。にもかかわらず、世界的な混乱につながった点に、今回の問題の最大の特徴があると言えるであろう。

こうしたサブプライム問題のグローバル化の背景にあるのは、一つには〈融資の市場化〉であり、もう一つは〈投資ファンドの台頭〉であると思われる。そしてこれらは他方では、買収ファンドによるM&Aの増大をもたらしてきたのであり、昨今の買収ブームと今回のサブプライム問題には通底する部分が少なくない。サブプライム問題の背景を探るところから、ファンド資本主義の一端に迫ってみたい。

### いず ひさし

1962年生。京都大学大学院経済学研究科博士課程単位取得退学。(財)日本証券経済研究所大阪研究所研究員等を経て、現在、久留米大学経済学部教授。専攻は国際金融論、証券市場論。主要著書は本山美彦編『世界経済論』ミネルヴァ書房(共著)中尾茂夫編『金融グローバリズム』(共著)イートウェル・テイラー『金融グローバル化の危機』岩波書店(共訳)など。

## 1. 融資の市場化

今回、債権回収に問題が生じたのは米国のサブプライム・ローンであったにもかかわらず、瞬時にして、世界のクレジット市場全体に影響が広がり、債券・債権価格が下落(スプレッド(国債との利回り格差)が拡大)した。日本でも欧州でも企業の社債発行コストは上昇し、M&Aにともなう融資であるレバレッ

ジド・ローン金利も急騰した。

融資という金融取引は、従来、個別銀行がそれぞれの顧客と相対で行うものであったため非常に個別性が強かった。例えば、A銀行のX氏向け住宅ローンのリスク判断と、B銀行のY社向け融資のリスク判断が直接に連動するということはありませんでした。しかし現在では、多くの融資債権は、市場で売買され、証券化され、デリバティブ商品となることで、グローバル化している。そのため米国の住宅ローン債権の悪化は、ただちに欧州の企業向け融資金利の上昇をもたらすのである。そして逆に、融資の焦げ付きが問題であるにもかかわらず、90年代の日本の不良債権問題とは異なり、(住宅ローン会社はともかく)米銀が直接損失を被っているわけではないのである。

では、なぜ、どのようにして、ローンは市場化されるようになったのだろうか。

### (1) シンジケート・ローンの拡大

融資債権が市場で取引されるようになった理由は単純であり、銀行が債権を満期まで抱えるだけの体力を失ったからである。米国の銀行業界は、80年代末、①債務危機による途上国向け債権の焦げ付き、②長短金利逆転に起因する貯蓄貸付組合(S&L)の経営破綻、③不動産向け融資の不良債権化、という3大問題に直面した。そこで大手行は、融資先リスクの負担を避けるべく既存債権を途中で売却し始めたのである。BIS(国際決済銀行)規制がそれを後押しした。自己資本に対するリスク資産の保有額が規制されると、銀行は、債権の保有を抑え、資産を増加させないで収益を上げることを目指すようになる。その典型がシンジケート・ローンの組成による手数料収入の獲得であった。シンジケート・ローンでは、銀行はアレンジャーとして、借り手との融資条件の交渉、資金提供者の募集を行うだけで、実際の資金の供給は機関投資家等によって行われる。アレンジャーとなること

で、銀行は資産を増やさずに手数料を得られるのである。しかもシンジケート・ローンでは、流通市場が整備され融資債権が途中で売買されることが多い。融資が債券と同質化、つまり市場で売買される商品となったのである。

### (2) 債権の証券化

そして、債権は証券化されることによって市場化の度合いを深める。すなわち、多数の債権を一つにまとめた上で、優先劣後構造を人工的に作りだし、異なりリスク・リターンの組合せをもつ証券(CDO:債務担保証券)が発行されるようになった。例えば、サブプライム・ローンだけを集めても、そこから、優先的に弁済を受ける権利をもつ代わりに利回りの低い証券、それに次ぐ優先権を持つ代わりに利回りも2番目に低い証券、・・・最も劣後する代わりに最も高い利回りの証券、といった多様な証券が組成され、販売されているのである。今回のサブプライム問題においても、投資家の損失の多くは、このCDOの価格下落によるものであった。

### (3) クレジット・デリバティブの拡大

債権は、さらにデリバティブ商品となることによって、ほぼ完全な市場商品の一つとなった。クレジット・デリバティブ市場では、投資家は保証料を支払うことで、ある企業が破綻しても当該企業向け債権を保全することができる。別の投資家は、保証料を受け取ることで当該企業の破綻リスクを負うのであるが、倒産しなければ保証料がそのまま利益となる。つまり、ここでは実際に資金を提供することなしに融資リスクのみを取ることができるのであり、また、融資リスクを売る(≒企業の破綻によって利益を上げる)ことも可能なのである。

以上のような融資(クレジット)の市場化によって、従来は分断されていた住宅ローン、社債市場、M&A関連の融資取引などそれぞれのクレジット市場は、グローバルに連動するようになった。そのために、規模

が大きいとはいえローカルな不良債権問題にすぎなかった米国のサブプライム問題が、ただちに世界のクレジット市場全体に波及したのである。〈2007年サブプライム危機〉は、クレジット市場を震源地とする最初のグローバルな金融危機として記録されることになるであろう。

そして、クレジット市場の危機を、さらに株式市場や外為市場の混乱へと拡大させる導管の役割を果たしたのが投資ファンドである。

## 2. 投資ファンドの台頭

クレジット市場の混乱が株式市場や外為市場へと波及したのは、一つには、クレジット市場で損失を被ったヘッジファンドが資金繰りのために株式等他の保有資産を売却したからであり、二つ目には、クレジット市場での資金調達難が、買収ファンドによるLBO（レバレッジド・バイアウト）を延期・中止に追い込んだため、買収期待の強かった株式市場に失望感が広がったからである。三つ目には、実体経済面の要因として、住宅ブームの終焉が、個人消費を牽引役としてきた米国経済を冷え込ませ、世界全体の景気の足を引っ張ると懸念されたことも大きい。金融面に絞って、ヘッジファンドと買収ファンドについて順に見てみよう。

### (1) ヘッジファンドとクレジット市場

ヘッジファンドは、出資者を機関投資家や超富裕層個人に限定することで、投資信託（ミューチュアルファンド）には許されない、借入れも伴うハイリスクな運用を認められた機関投資家である。90年代にはポンド通貨危機やアジア危機の際の通貨アタックで一般にも知られるようになったが、最近では、外為市場や株式市場に加えて、クレジット市場においても重要なプレイヤーとなっている。

上に述べたように、クレジット市場でも証券化によって様々なハイリスク商品が作られているが、年金・生保・投資信託といった伝統的な機関投資家

には、リスクの高い投資を内部規則で禁止するなど、消極的なところが少なくない。そうした部分に、ハイリスク・ハイリターンを好むヘッジファンドが積極的に投資し、高いマーケットシェアを占めるようになっているのである。

したがって、サブプライム問題の顕在化により、CDOを中心にクレジット市場全体で価格の下落が生じると、最劣後部分に投資していたヘッジファンドにまず最初の損失が発生したのである。そうすると、そうしたファンドには出資者からの換金請求が殺到し、ファンドは資金繰りのため株式等他の保有資産の売却を迫られ、そのことが世界的な株式市場の下落を招いたのである。さらに、ヘッジファンドは、低利の円を借入れてドルに換えて投資することが多かったため（円キャリートレード）、取引の巻き戻しが円の買戻しにつながった。日本では、株式市場においてヘッジファンドの売買シェアが高い上に、円安による輸出の拡大が景気を下支えてきたため、二重のショックを受け、他国に比べて株価の下落率が大きくなったのである。

### (2) 買収ファンドとLBO

クレジット市場の混乱を株式市場に伝える役割を果たしたのは、もう一つ、買収ファンド（プライベート・エクイティ・ファンド）である。買収ファンドは、出資者を機関投資家等に限定しリスクの高い投資を行うという点でヘッジファンドと共通するが、ヘッジファンドが市場性のある商品（通貨、株式、クレジット、商品先物等）を対象に短期間の売買を繰り返すのに対して、特定の企業を買収し、リストラを含む長期的な経営改善によって利益を目指す点が異なる。

買収ファンドは、投資家からの出資金のほか、買収先企業の資産・キャッシュフローを担保とする巨額の借入れによって買収資金を集める（LBO）。このLBOに伴う融資は、利回りが高いもののリスクが高く、ヘッジファンドが主たる資金の出し手となっていた。ところが、述べてきたようにサブプライム問題がクレジット市場全体の価格下落（利回り上昇）を招い

た結果、LBOにともなう資金調達においても、より高い金利が要求されたり、そもそもヘッジファンドに資金供給力がなくなったりしたため、買収ファンドの手がけている案件で、延期や中止に追い込まれるものが続出したのである。

LBOを通じたヘッジファンドと買収ファンドの連携が、世界的に企業買収を増大させ、それが株価の押し上げに貢献してきたため、そのメカニズムが少なくとも一時的にストップした以上、株価に上乘せされていた〈買収期待プレミアム〉分が剥げ落ちるのも避けられないことであった。

#### 4. サブプライム問題とファンド資本主義の行方

このように考えてくると、今夏の〈2007年サブプライム危機〉の背景は二層に分かれていることがわかる。

一つは、直接的な引き金となった米国住宅バブルの破裂であり、それは、長期金利の低位安定が続くなかで、過剰な住宅ローンが提供され、信用リスク判断全体が緩んでいたことを原因とする。ここ3年ほど、米国経済は、住宅価格の上昇に依存した消費の拡大に支えられてきたため、バブルの崩壊は、米国景気に大きな打撃を与える可能性が高い。政策当局は、金利の引き下げや減税などにも踏み込むであろうが、それで問題を解決できるか現時点（8月末）では判断できない。

もう一つは、サブプライム問題を世界に波及させることになった構造的な要因で、ここまで述べてきたように〈融資の市場化〉と〈投資ファンドの台頭〉である。

市場化が進んだクレジット市場が、今回のショックにどの程度の頑強性を示すことができるのか、これも現時点では判断しがたいが、問題の鍵は、クレジット・リスクの分散化にあると思われる。ローンの不良債権化・クレジット商品の広範な価格下落が生じて、債権保有は、銀行に集中せず、多様なファンド・機関投資家に分散しているため、金融システムへの直接

的影響は限定的ではないかと推測される。しかしながらそれは同時に、誰がどの程度の損失を負っているのか（負う可能性があるのか）、政策当局を含め誰も把握できないという状況を生み出している。そのため、例えば欧州中央銀行は8月9日、市場の安定化を図るべく950億ユーロ（15兆円）の資金を供給したが、多めの供給額が、かえって市場の疑心暗鬼を増幅してしまったとも言われる。

投資ファンドについて言えば、ヘッジファンドはクレジット市場の混乱で清算に追い込まれるところが今後も多数出るであろう。買収ファンドも、LBOの延期・中止で、これまでのようなハイリターンをあげることは難しいと思われる。しかしながら、ヘッジファンドは、そもそも、平均寿命が3～4年と言われる生存競争の激しい業界である。値下がりがしたクレジット商品を、今が底値と買い集め始めたファンドも現れている。

そして何より、分散投資を進めたい年金等の機関投資家は、長期金利の低迷という厳しい運用環境が続くこともあいまって、投資ファンドへの出資を、（今回の混乱によって一時的な躊躇はあっても）一層増やしていくであろう。また、グローバルな企業間競争がますます激しくなるなかで、買収ファンドによる企業再編のニーズは、強まることはあっても衰えることはないように思われる。

しかし同時に、今回の市場の混乱はファンド資本主義のあり様を再点検する好機でもある。米国では、すでに市場のインフラである格付けについて議論が始まっている。不正取引の摘発はもちろんのこと、買収案件（企業側の防衛策を含めて）における公正性の基準の明確化から、包括的なファンド規制のあり方に至るまで、検討すべき課題は少なくないのである。■