

## 第2節 グローバルな資金フローの背景

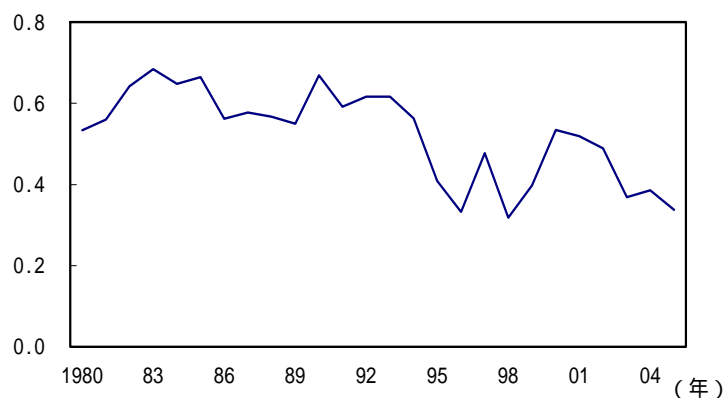
ここでは2000年代のグローバルな資金フローの背景について考察する。特に、2000年代においては、新興国から先進国への資金フローと欧米を核とする資金フローが急速に拡大していることが特徴として挙げられるが、その背景として、(1)主要国・地域の貯蓄・投資バランスの変化と、(2)良好な投資環境と金融技術の発展についてみることにする。

### 1. 主要国・地域の貯蓄・投資バランス

国際間の資金フローの背景には、国内の貯蓄と投資<sup>18</sup>との差が存在する。すなわち、海外から資金がネットで流入する国では、投資が貯蓄を上回り貯蓄不足（資金不足）の状態となっており、逆に資金がネットで流出する国では貯蓄超過（資金余剰）の状態となっている。通常、国内貯蓄は国内投資に向けられやすいというホームバイアスがあると指摘されてきたが、近年はこのホームバイアスが低下しており、国内の貯蓄がより海外に向けられやすい環境となっている。実際に、各国の投資率と貯蓄率の相関係数は低下トレンドをたどっており、ホームバイアスの低下を示唆している（第1-2-1図）。

以下では、国・地域間の資金フローを生み出した各国の貯蓄・投資バランスの変化に着目したい。

第1-2-1図 世界の投資と貯蓄の相関



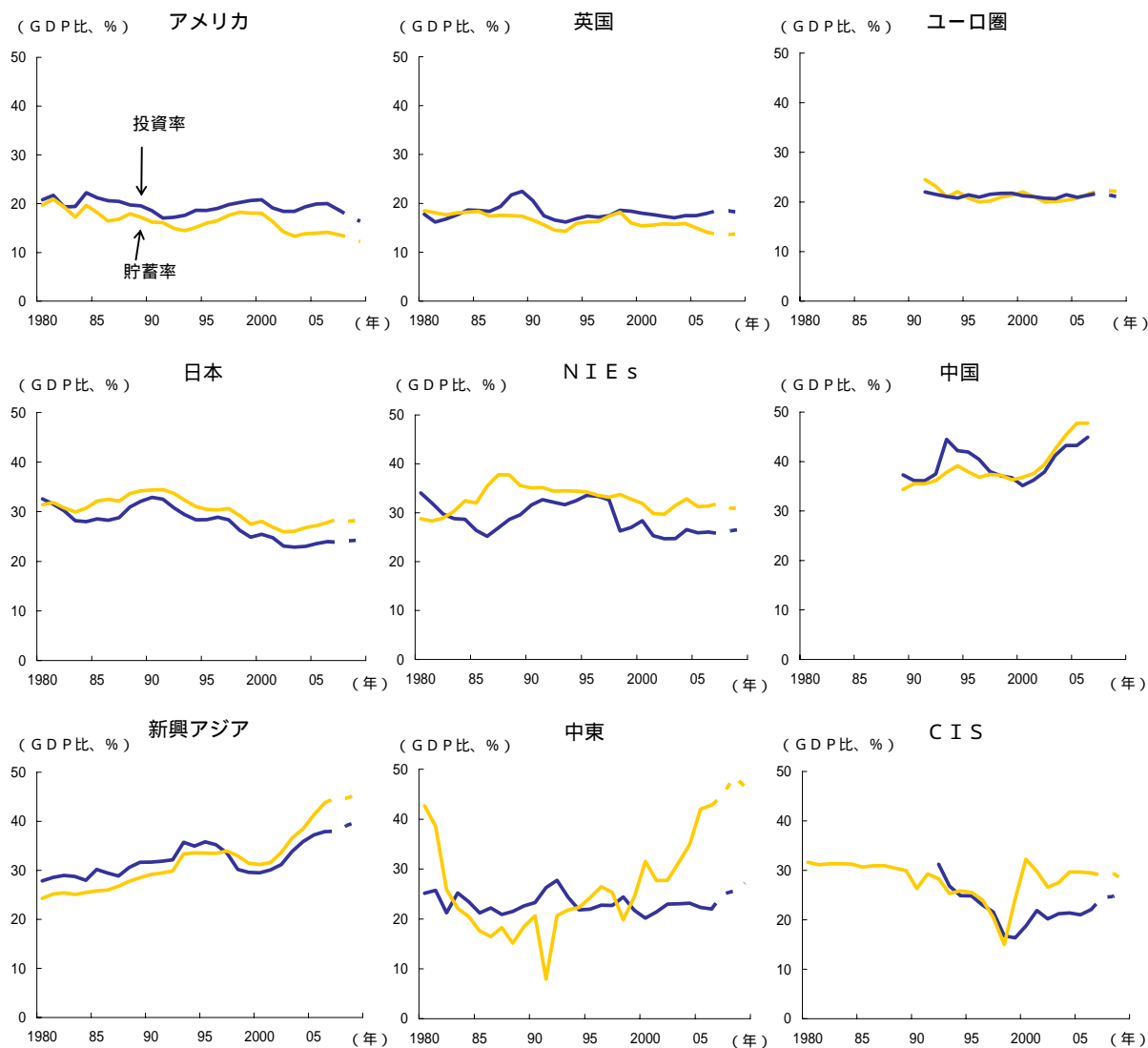
- (備考) 1. 世界銀行より作成。  
2. 各年ごとの世界208か国・地域の投資率（対GDP比）及び貯蓄率（同左）の相関係数の推移を表した。

<sup>18</sup> ここでいう貯蓄は民間貯蓄と政府貯蓄の合計であり、投資は民間投資と政府投資の合計である。

## アメリカや英国で拡大する貯蓄不足

まず、アメリカでは、2000年以降、資産価格の高騰等を背景とした消費の増加に加え、財政収支赤字の悪化等により国内の貯蓄率が低下傾向で推移する一方、家計・企業部門の投資活動が堅調に推移したことから、貯蓄不足が拡大している(第1-2-2図)。英国でも同様に、貯蓄率が低下する一方で、投資率はやや上昇したことから貯蓄不足が拡大している。

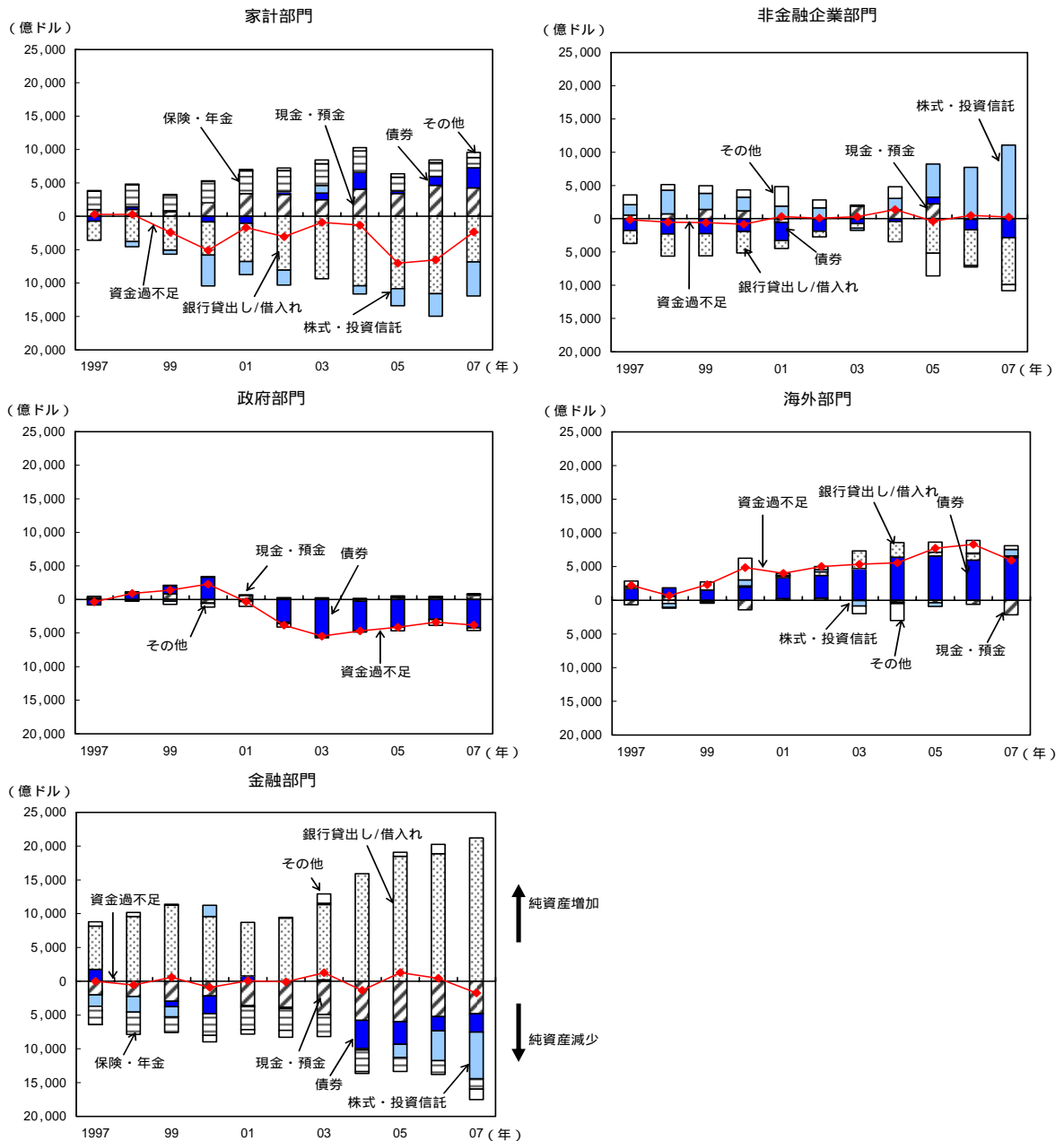
第1-2-2図 主要国・地域の貯蓄・投資バランス



- (備考) 1. IMF、ADB(アジア開発銀行)より作成。06年以降の数値はIMF見通しを含む(見通しは点線)。  
 2. 新興アジアはバングラデシュ、ブータン、カンボジア、中国、フィジー、インド、インドネシア、キリバス、ラオス、マレーシア、モルディブ、ミャンマー、ネパール、パキスタン、バプアニューギニア、フィリピン、サモア、ソロモン諸島、スリランカ、タイ、トンガ、バヌアツ、ベトナムの23か国。  
 中東はバーレーン、エジプト、イラン、ヨルダン、クウェート、レバノン、リビア、オマーン、カタール、サウジアラビア、シリア、アラブ首長国連邦、イエメンの13か国。

アメリカの部門別の資金過不足をみると、家計部門において05～06年に資金不足が広がり、政府部門の資金不足も02～03年に拡大した後高止まりしたことから、家計部門では銀行借入れが、政府部門では債券発行がそれぞれ高水準となっている(第1-2-3図)。企業部門の資金過不足はおおむね均衡しているが、負債面では近年、銀行借入れや債券発行が増加している。こうした国内部門の負債増加を海外部門の資金余剰が充たすという構造が成立している。

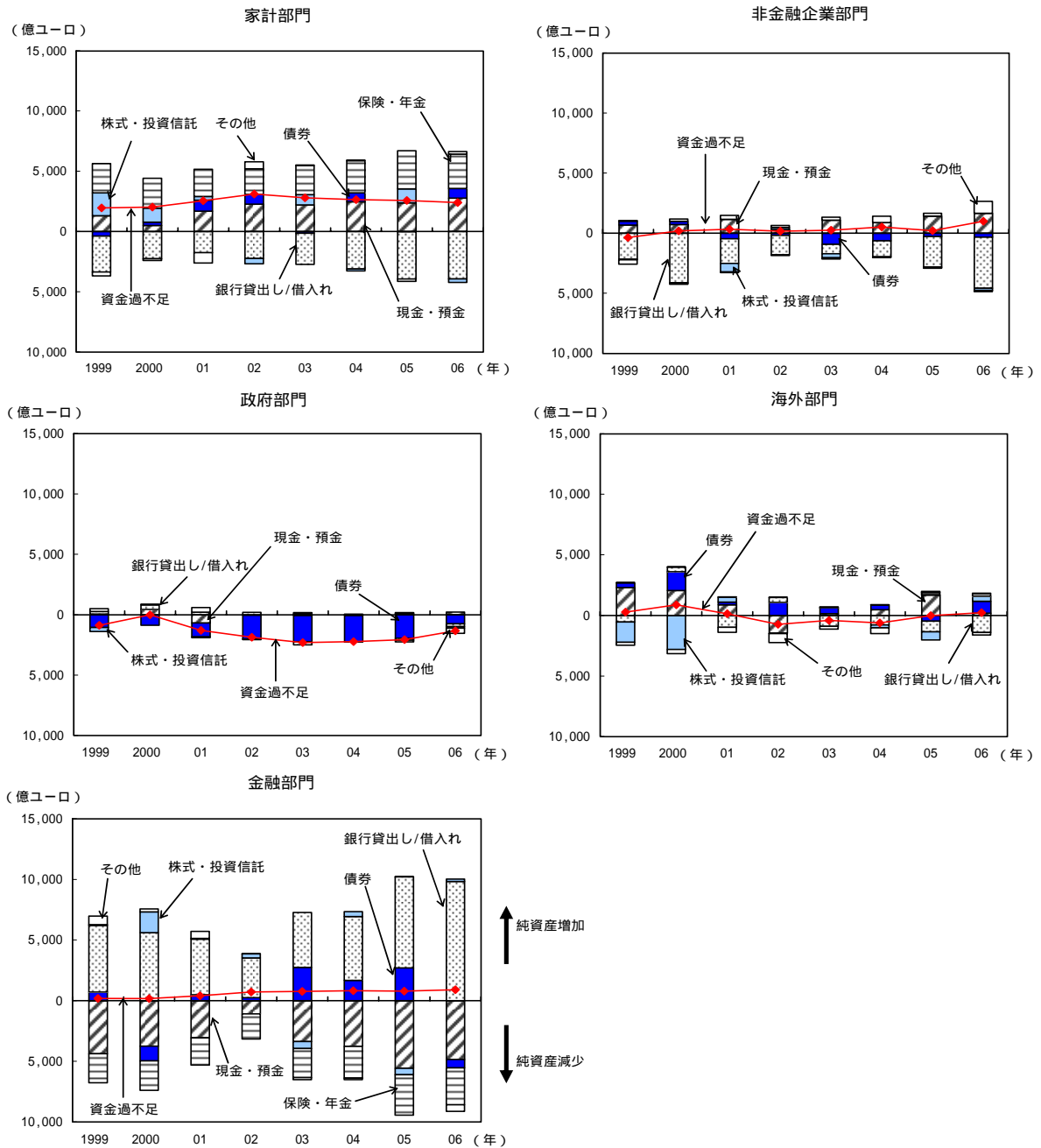
第1-2-3図 アメリカの各部門の資金過不足(フロー)の推移



(備考) F R B (連邦準備制度理事会) より作成。

他方、ユーロ圏では、全体でみて貯蓄率と投資率の大きな乖離はみられず、双方とも 20%台前半で推移している。部門別の資金過不足をみても、アメリカとは異なり、家計部門は資金余剰の状態を維持し、政府部門も資金不足の状態が改善しており、全体として貯蓄・投資バランスが均衡している（第 1-2-4 図）。

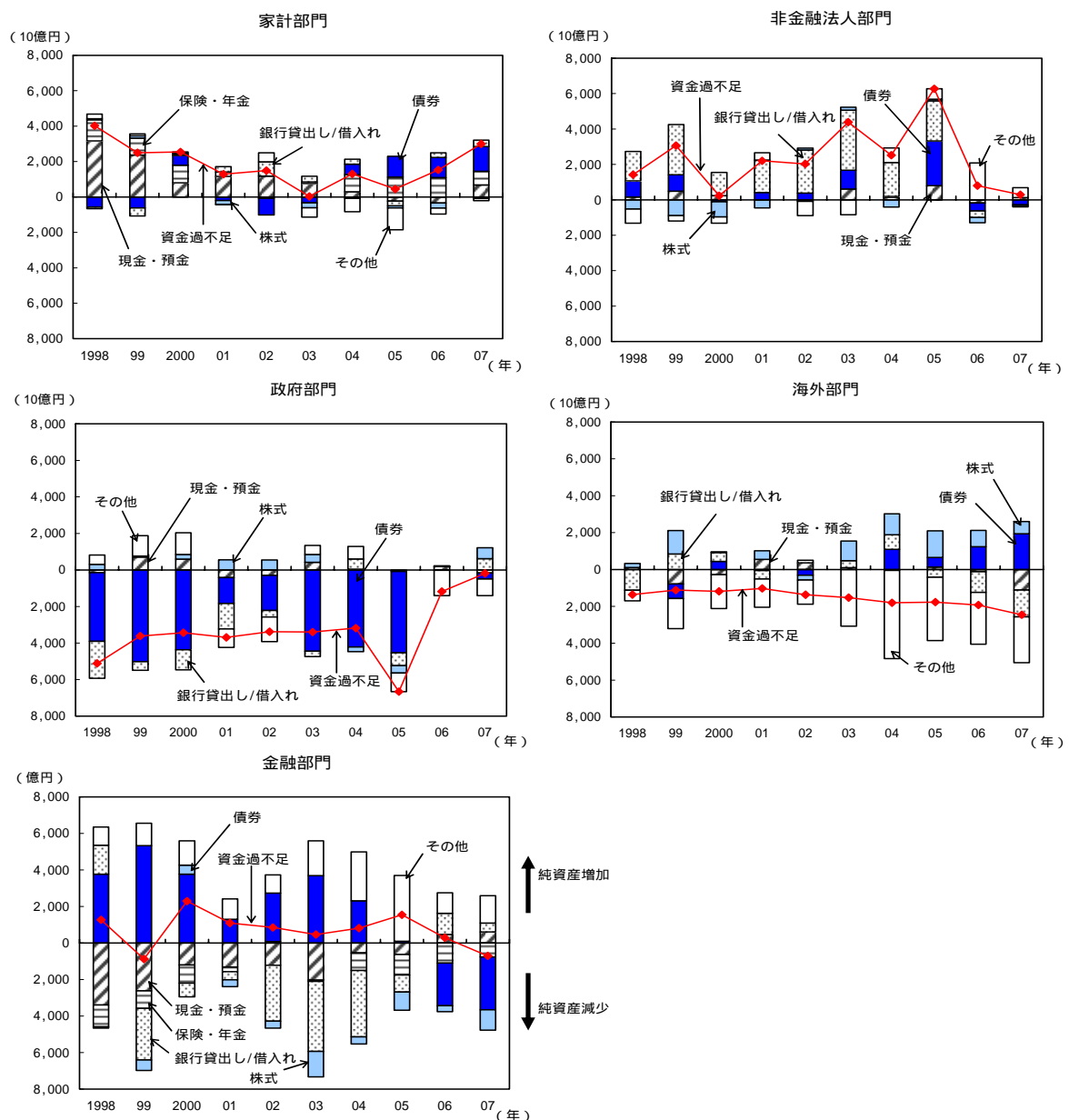
第1-2-4図 ユーロ圏の各部門の資金過不足（フロー）の推移



(備考) ECBより作成。

日本は、ほかの先進国と対照的に貯蓄率が投資率を上回っているが、かつては双方とも30%台と高い水準であった貯蓄率と投資率が、90年代から2000年代初頭にかけてともに大幅に低下した。その後、投資率が横ばいになる一方、貯蓄率がやや持ち直したことから貯蓄超過が拡大している。部門別にみると、06年以降、企業部門では資金余剰が縮小したが、家計部門では03年にかけて縮小していた資金余剰が再び拡大に転じ、政府部門の資金不足も解消に向かったことが国内全体の資金余剰の拡大につながっている（第1-2-5図）。

第1-2-5図 日本の各部門の資金過不足（フロー）の推移

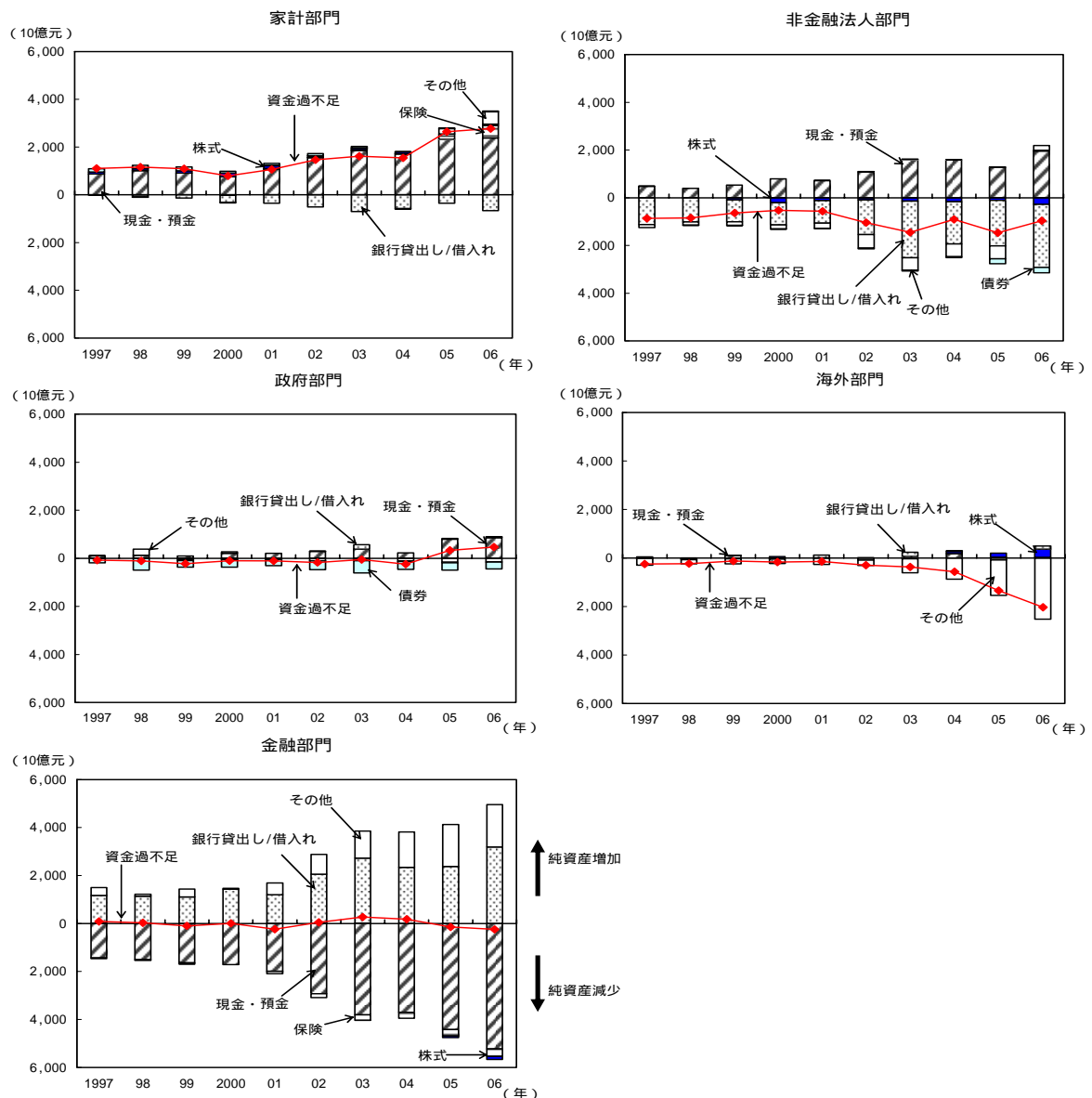


(備考) 日本銀行より作成。

## 中国、中東等の新興国では貯蓄超過

新興アジアについてみると、アジア通貨危機の後、投資率が大きく落ち込んだ結果、貯蓄率を下回り貯蓄超過に転じている。より詳細には国ごとに特徴は異なっている。中国では、2000年代に貯蓄率、投資率ともに大幅に拡大しているが、貯蓄率が投資率を上回って貯蓄超過の状態が続いている。社会保障制度の整備の遅れ等から家計において予備的貯蓄が行われており、消費拡大の阻害要因となっていることなども指摘されている。実際に部門別の資金過不足をみると、家計部門では現金・預金の増加が顕著にみられており、国内の資金余剰の大部分を占めていることが分かる(第1-2-6図)。

第1-2-6図 中国の各部門の資金過不足(フロー)の推移



(備考) 中国人民銀行より作成。

一方、N I E s も貯蓄超過の状態となっているが、90年代後半の投資率の大幅な低下によってもたらされており、その背景は中国とは大きく異なっている。

中東でも貯蓄超過が拡大しているが、その背景は、原油価格の高騰を背景に国内の所得水準が高まったのに対し、消費や投資といった国内支出の増加が相対的に緩やかであることなどが考えられる。

このように国・地域別に貯蓄・投資バランスをみると、アジア、中東における貯蓄率の上昇とその地域の一部でみられた投資率の低下によって過剰貯蓄、すなわち資金余剰が増加したことがグローバルな資金フローの拡大の原資となり、投資超過国であるアメリカ等への資金流入をもたらしていると考えられる<sup>19</sup>。

### グローバル・インバランスの持続可能性

資金フローの背景として各国・地域の貯蓄・投資バランスをみてきたが、貯蓄・投資バランスは同時にその国の経常収支の状況を示している。したがって、貯蓄・投資バランスを背景とした資金フローの拡大は、グローバル・インバランス（経常収支の不均衡）の拡大を意味している。特に、2000年代においては、経常黒字は新興国の中で比較的分散されていたが、経常赤字はアメリカに偏って拡大したため、アメリカの経常赤字又は対外純負債残高の持続可能性に対し懸念が高まっている。

アメリカの経常赤字の持続可能性については、前述のとおり対外純負債が経常赤字の累積額に比べて抑制されていることに加え、アメリカの民間金融資産の増加ペースと比較すれば経常赤字は十分に吸収できる水準であるとの見方等から、今後も維持可能とする意見も一部にある<sup>20</sup>が、I M F 等では、アメリカの対外ポジションの規模を踏まえると現行の経常赤字の水準は維持可能ではなくいずれ調整が必要としている<sup>21</sup>。

07年以降、アメリカの経常赤字は、アメリカ経済の減速を受けてG D P比でみて縮小傾向で推移している。こうした傾向が今後も続き、グローバル・インバランスの縮小につながっていくのかについては注視が必要である。グローバル・インバランスの調整は、その調整速度によって世界経済への影響の大きさが異なると考えられる。アメリカの国内支出が徐々に減速する一方、新興国における内需主導型経済への移行、

<sup>19</sup> 新興国の資金余剰又はアメリカの資金需要は裏表の関係であり双方の因果関係を特定することはできないが、この間、アメリカの金利が上昇するのではなくむしろ低下していることを踏まえ、新興国の資金余剰の存在を重視する見方がある（Xafa（2007）等を参照）。

<sup>20</sup> Xafa（2007）、Gave et al.（2005）は、06年末時点でアメリカの民間金融純資産は55兆ドルで、過去10年間年平均6.5%のペースで増加してきたことを踏まえ、8,500億ドルの経常赤字は金融資産の年間増加量の約4分の1程度で吸収可能であるとしている。

<sup>21</sup> 宮尾（2006）は、経常収支の持続可能性を検証する分析アプローチとして、輸出、輸入、純利子収入の間に（1，-1，1）の共和分ベクトルを持つ共和分関係が存在するかどうかをテストする方法（すなわち経常収支に対する単位根検定に相当）を示しているが、試みにそのアプローチを使ってアメリカの経常赤字の持続可能性を検証したところ（サンプル期間：95～07年）持続可能性を支持する結果は得られなかった。

為替レートの柔軟性の向上が進むことで、グローバル・インバランスが適度なペースで縮小していけば、世界経済への影響は比較的緩やかなものにとどまる可能性があると考えられる。しかし、IMF（2008b）が指摘するとおり、アメリカの経常赤字や対外純負債が高水準な中で対米投資の巻き戻しが引き金となって調整が始まると、急激なドル安や金利の上昇等によってアメリカのみならず世界全体の経済成長を減速させるおそれがある。

こうした急激なインバランスの調整を回避するために、アメリカ等の主要国、新興国を含む国際的な枠組みの中で、例えば、アメリカにおける財政赤字の縮小、新興国における内需拡大や国内市場インフラの整備等、各国がインバランスの解消に向けた構造的な問題を解消していくことが求められる。IMFでは、04年以降、グローバル・インバランスが生み出すリスクに対処するための協調的な取組が実施されてきたが、06年6月には、アメリカ、日本、ユーロ圏、中国、サウジアラビアの参加の下でインバランスへの対応に焦点を当てた多国間協議の枠組み（Multilateral Consultation on Global Imbalances）が導入された。その後、IMF及び参加国間の議論を経て、07年7月に、インバランスの縮小に向けた各国の政策プラン等が記載された報告書がとりまとめられた。この報告書では、アメリカでの財政健全化を含む国内貯蓄の促進、ヨーロッパでの成長促進のためのさらなる改革の推進、日本での労働市場改革等さらなる構造改革の実施、アジアでの内需拡大と経常黒字に見合った為替レートの柔軟な運営、そして産油国での経済安定と需要増に対する対応能力（absorptive capacity<sup>22</sup>）に即した国内支出の拡大等の方針に従って、各国ごとの具体的な取組が盛り込まれた。こうした取組を行うことでアメリカの経常赤字はGDP比で約1～1.75%縮小するとともに、それに見合った経常黒字国の黒字縮小につながるとされており、今後、取組の進捗状況についてフォローアップしていくこととされている<sup>23</sup>。

## 2．良好な投資環境と金融技術の発展

グローバルな資金フローの拡大の背景には、ITバブル崩壊後の金融緩和局面において主要国の金利水準が大きく低下し、その後も安定した経済成長と物価上昇率という良好なファンダメンタルズの下で長期金利が低水準で推移したことが、投資家や金融機関のグローバルな投資行動を積極化させたことも考えられる。あわせて、証券化やクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）取引といった新しい金融技術の普及

<sup>22</sup> 中東諸国が国内支出をどの程度のペースで拡大できるかは、設備装置や原材料の入手可能性、高能力の人材の存在、金融資本市場の発達等に依存するとされ、これらを総称してabsorptive capacityと呼ばれる。

<sup>23</sup> IMF（2007b）



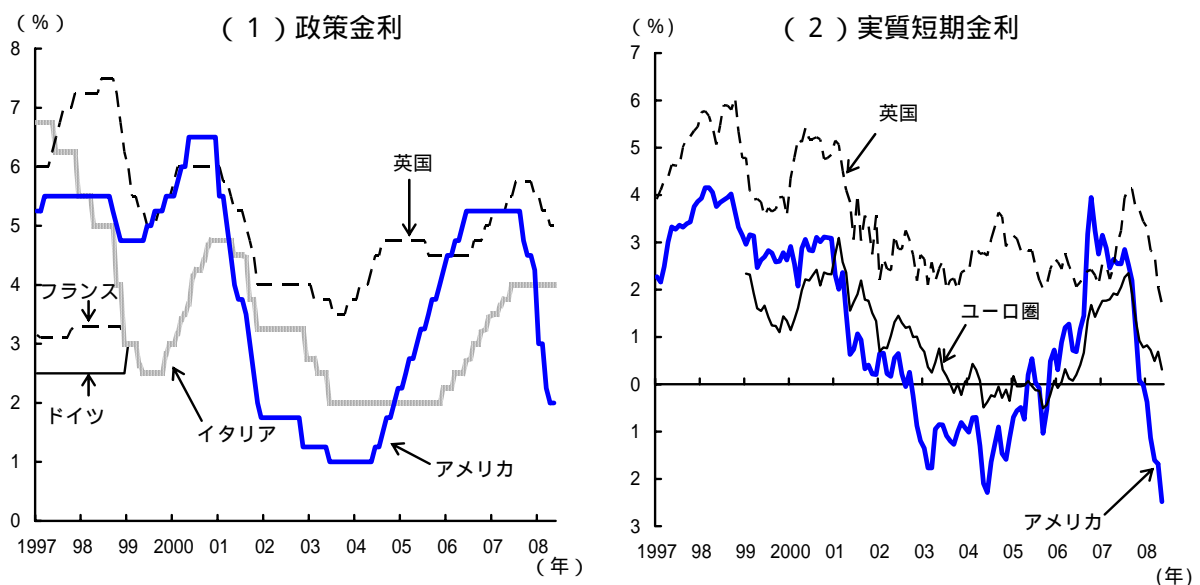
によって、リスクの効率的な分散やヘッジが可能となり、金融資本市場における信用創造が促進されたことも挙げられる。

以下では、こうした良好な投資環境と金融技術の発展による資金フローへの影響について考察する。

### 2000年代初めの金融緩和と良好な投資環境

2000年代初めにITバブルが崩壊すると、主要国では実体経済の後退を防止し、デフレ局面入りを防ぐため、政策金利の引下げが相次いで行われた(第1-2-7図)。特にアメリカでは、2001年から03年にかけてフェデラル・ファンド・レート(以下、FFレートという。)の誘導目標水準が6.5%から1.0%まで引き下げられ、05年半ば頃まで実質短期金利がゼロを下回る水準で維持されるなど、緩和気味の金融環境が継続した。

第1-2-7図 主要国の短期金利の動向

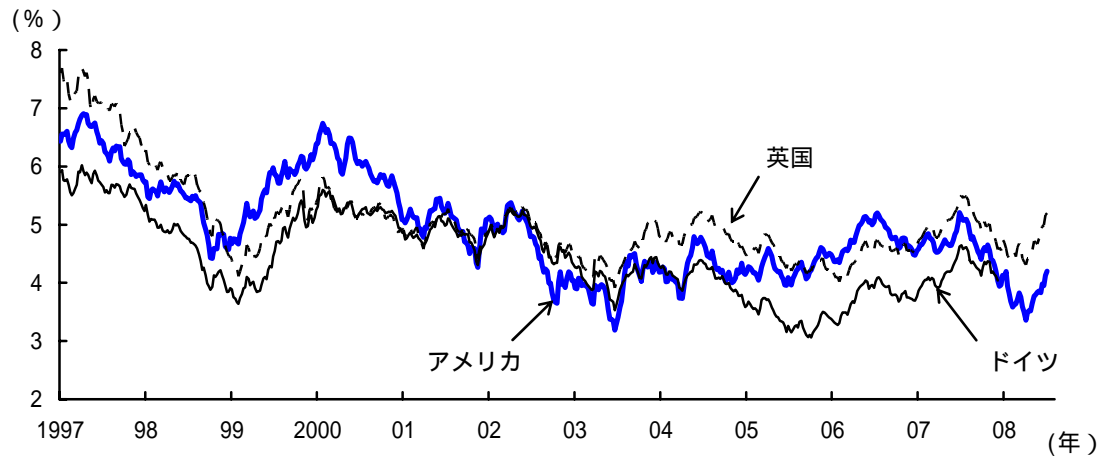


(備考) 1. (1)は各国統計、(2)はブルームバーグより作成。  
2. 各国の実質短期金利 = 政策金利(翌日物) - C P I。

各国における政策金利の引下げに加え、期待インフレの安定や先に述べた新興国における資金余剰の増加等を背景に、主要国の長期金利は、2000年代に入って低下し、政策金利が引上げ局面に移ってからも歴史的な低水準で推移した(第1-2-8図)。また、ITバブルの調整が一巡した03年以降は、安定した経済成長や物価動向を受けて金利や為替レート等の金融指標のボラティリティも低下しており、投資家や金融機関にとって、高リスクな「利回り追求」の投資を行いやすい金融環境が備わっていたと考え

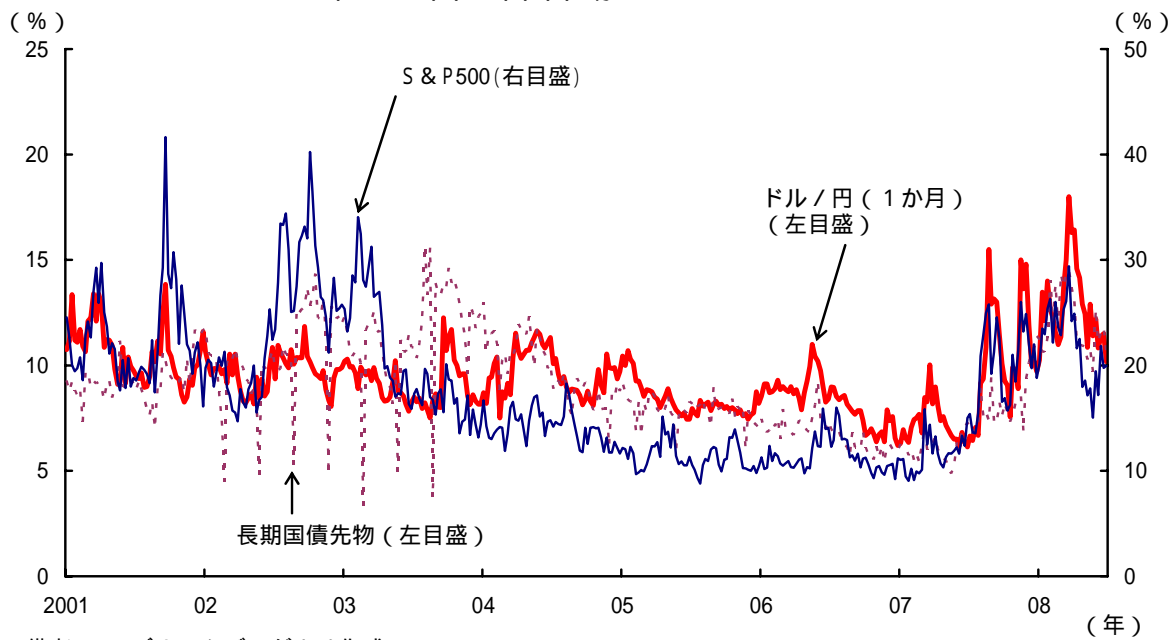
られる<sup>24</sup>（第1-2-9図）。こうしたなかで、以下にみるような新たな金融技術を活用した金融商品を含め、金融資本取引が活発に行われるようになった。

第1-2-8図 主要国の長期金利の動向



（備考）ブルームバーグより作成。

第1-2-9図 米国市場のボラティリティ



（備考）1. ブルームバーグより作成。

2. グラフ中のボラティリティはインプライド・ボラティリティであり、各指標のオプション価格から算出される予想変動率（株価の変動が標準正規分布に従うとした場合の分散）を表している。

また、金融資本取引において機関投資家や投資ファンド等の新たな金融仲介機関の

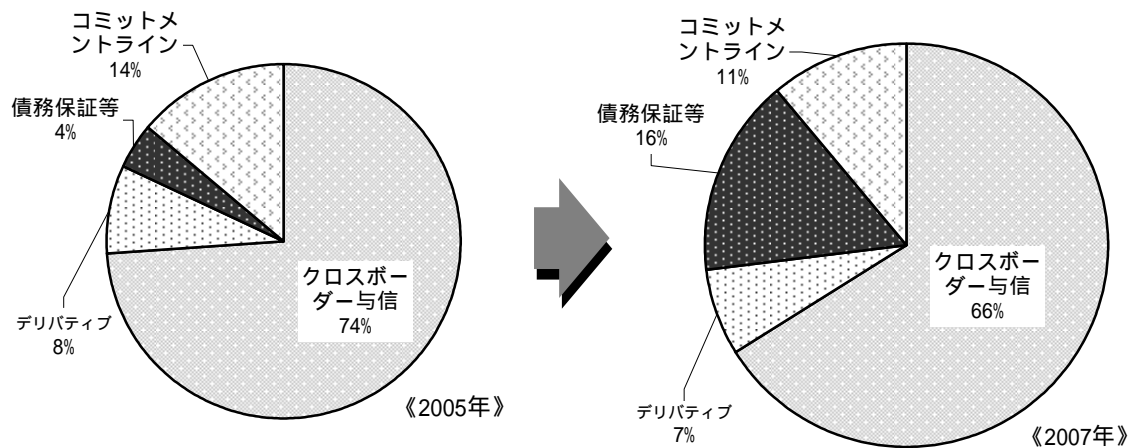
<sup>24</sup> 日本銀行（2008）

役割が高まったことが、グローバルな資金フローの拡大に寄与したとの指摘もある<sup>25</sup>。例えば、年金ファンドやミューチュアルファンド、保険会社の運用資産は 95～06 年にかけて約 3 倍になったほか、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドの運用資産については 2000～06 年というより短い期間で 3 倍になったと推計されている。これらの主体はグローバルに投資機会を模索しており、世界経済の良好なファンダメンタルズと投資環境の下で、国境を越えた投資活動を積極化させたものと考えられる。

### 信用リスクの取引を促進する新たな技術

投資家や金融機関にとって、良好な投資環境に加え、金融資本取引で発生する信用リスクを効率的に分散できる技術の進展も投資活動を活発化させる要因となった。例えば、銀行による国際与信残高のうち C D S 取引を含む債務保証の割合が近年高まっており、07 年で全体の 2 割弱を占めるに至っている（第 1-2-10 図）。以下では、信用リスクを分散したりヘッジする取引の代表的なものとして、証券化と C D S 取引について整理する。

第1-2-10図 B I S 報告銀行によるタイプ別に見た国際与信のシェア

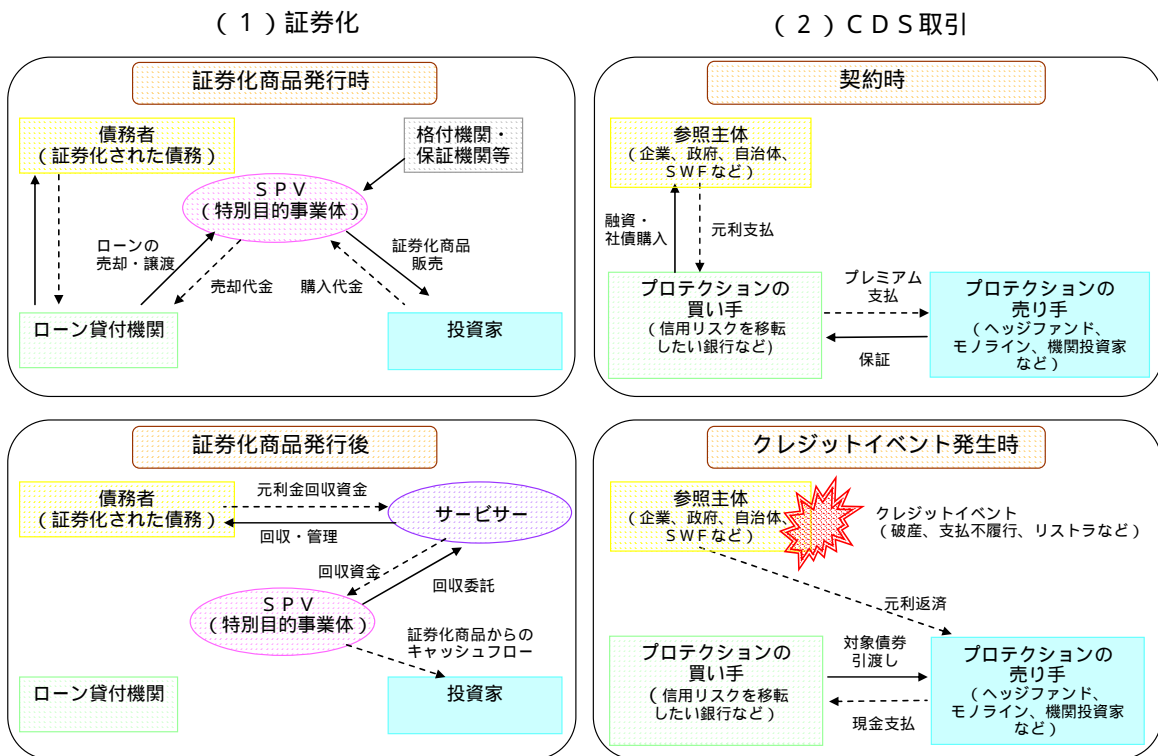


- (備考) 1. B I S より作成。  
 2. クロスボーダー与信は、最終リスクベースの与信であり、国境を越える取引から生じる債権と海外支店及び海外現地法人の国境を越えない取引から生じる債権が対象となる。  
 3. デリバティブは、取引所を介さず相対で行っているデリバティブ取引を時価評価した際に生じる勝ちポジションを相手方への与信とみなし計上。  
 4. 債務保証は、金融機関の顧客が第三者に対して負担する債務の支払を金融機関が保証しているもの（借入金に対する保証、手形の保証、外国為替取引に伴う L / C の発行、債券の発行保証等）の残高を計上。  
 5. コミットメントラインは、コミットメントラインの契約額のうち、融資限度額から借手の実行残高を差し引いた額を計上。

<sup>25</sup> McKinsey & Company (2008a)

証券化は、金融機関等が保有する特定の資産を取り出して、特別目的事業体（SPV）と呼ばれる組織にプールし、その資産から生じるキャッシュフローを担保とする証券を発行して資金調達を行う手法のことをいう（第1-2-11図）。証券化によって、金融機関はリスク資産をオフバランス化することが可能となり、自己資本比率を改善できるため、金融機関においてさらなる信用創造の余地が生まれ、投融資を拡大させる効果がある。

第1-2-11図 証券化とCDS取引の仕組み

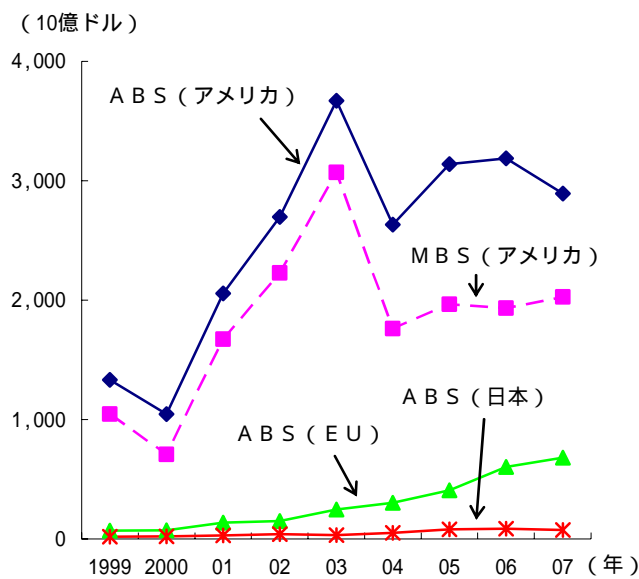


証券化の動向をみると、アメリカで住宅ローン債権を担保とする証券化を中心に普及し、その他の証券化商品をあわせると07年の発行額では約3兆ドルとなっている。また、ヨーロッパでも、水準自体はアメリカには及ばないものの、近年、証券化の普及が進んでいる（第1-2-12図）。

他方、CDS取引は、特定のローンや債券について、デフォルト等の特定のイベントが発生した場合に損失額に相当する金額を受け取る権利（プロテクション）を平常時における一定のプレミアムの支払いと交換する取引のことをいう。住宅ローン債権等のリスク資産を保有する金融機関等は、CDS取引を使うことによりその信用リスクを削減できることから、証券化と同様に、金融機関等のリスク志向を高める効果がある。

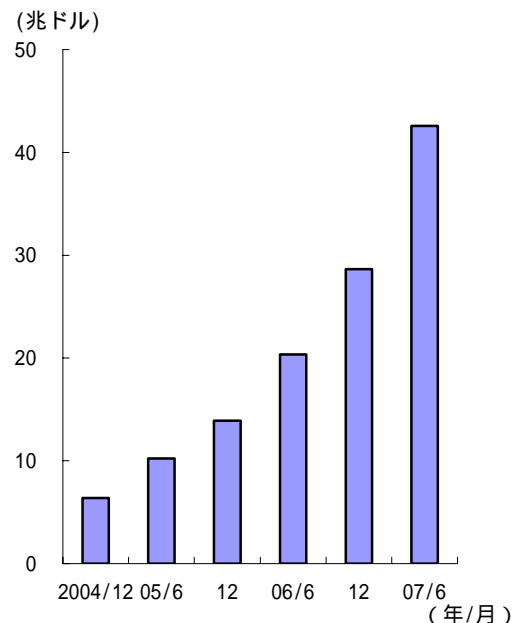
CDS取引残高は、近年、急速に増加しており、04年12月時点では6兆ドルであったのが、07年6月時点で43兆ドルと約7倍に拡大している（第1-2-13図）。ただし、こうしたCDS市場の拡大に対し、その契約管理（バックオフィス）業務の体制整備が十分でないことから市場参加者がリアルタイムで取引状況やリスクの所在等を査定できないといった問題が指摘されている。また、市場参加者の間で多方向にわたって行われるCDSの譲渡・交換等の状況を中心的に監視する仕組みが存在しないため市場で生じたショックがどのように全体に波及するか把握が難しいといった問題も指摘されている。このため、この取引市場自体が課題を抱えており、後述するCDS取引上の信用リスクの引受け手となった投資ファンドやモノラインにおけるリスクとあいまって、保証対象のデフォルト等に際してCDS取引に基づく保証が適切に履行されないといったおそれもある<sup>26</sup>。

第1-2-12図 証券化商品の年間発行額



(備考) 1. I F S Lより作成。  
 2. A B S (Asset Backed-Securities) : 資産担保証券。  
 M B S (Mortgage Backed-Securities) : 住宅ローン債権担保証券。A B Sのうち住宅ローン債権を担保に証券化されたもの。

第1-2-13図 CDSの取引残高



(備考) B I Sより作成。

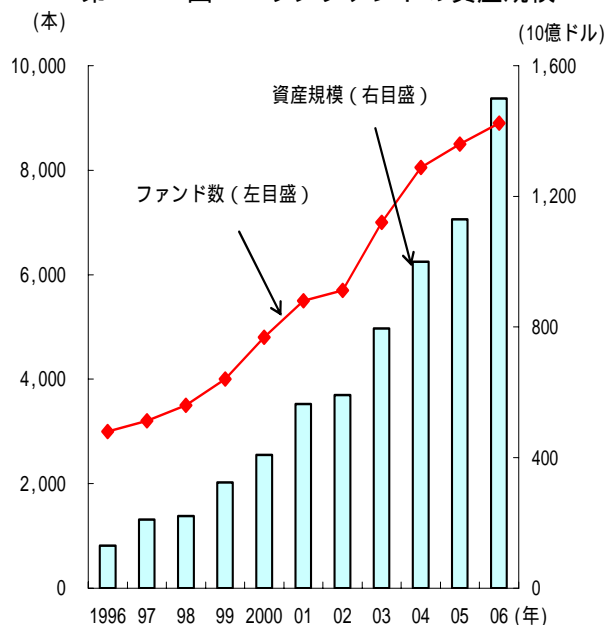
### 信用リスクの引受け手となった投資ファンド

こうした新たな金融技術を組み込んだ金融商品の普及においては、その信用リスクを引き受ける主体が必要であるが、その役割を担ったものとしてヘッジファンド等の投資ファンドが挙げられる。

<sup>26</sup> I M F (2008a) を参照。

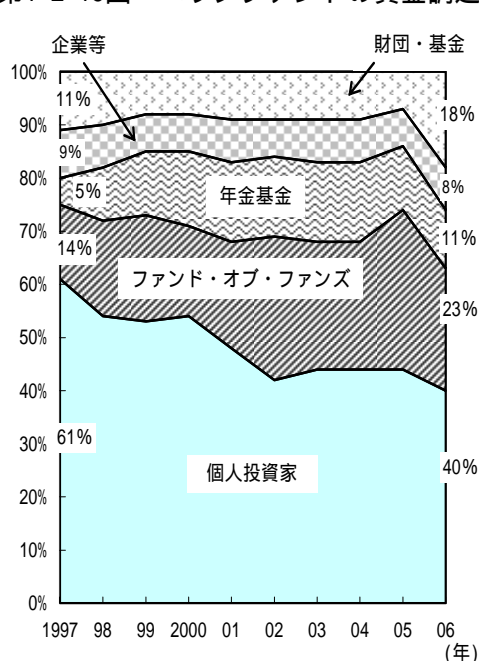
ヘッジファンドは様々な主体から資金調達を行っており、ヘッジファンドの預り資産（Asset under Management）の規模は急速に拡大している（第1-2-14図）。調達先として、個人投資家からの調達比率が40%と大きいものの、近年は年金基金や財団、ファンド等によるヘッジファンド投資が増加していることを背景に、機関投資家からの調達の割合が増えている（第1-2-15図）。また、投資ファンドを投資対象とするファンド（ファンド・オブ・ファンズ）についても、特定のヘッジファンドへの投資に比べて、リスク分散が図りやすいこと、最低投資金額が低いことなどから、投資家からの投資需要が増えており資産規模が増加している<sup>27</sup>。

第1-2-14図 ヘッジファンドの資産規模



(備考) I F S L (International Financial Services, London) より作成。

第1-2-15図 ヘッジファンドの資金調達

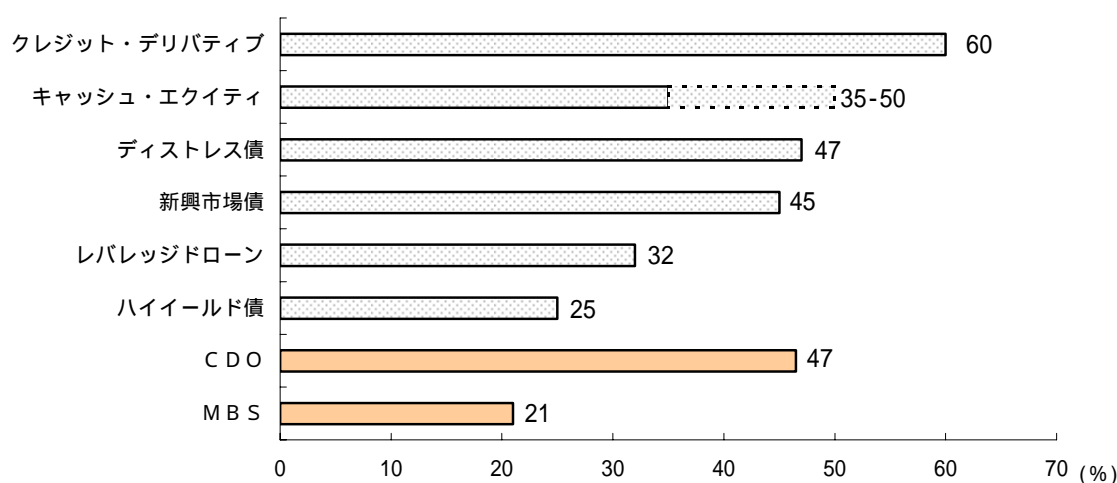


(備考) I F S L より作成。

ヘッジファンドは、こうして集めた資金を元に主要な株式・債券市場、証券化市場やクレジット・デリバティブ市場における特に高リスク商品の信用リスクの引受け等を積極的に行っている（第1-2-16図）。こうしてヘッジファンドがクレジット・デリバティブや証券化商品の信用リスクの引受け手となることで、新しい金融商品の市場流動性を高め効率的な価格形成を促進させる役割を果たしたと考えられる。また、ヘッジファンドとの取引を通じて、金融機関がバランスシート上の信用リスクを削減することが可能となり、金融機関のさらなる資産の積み増しを可能とする副次的な効果もあったと考えられる。

<sup>27</sup> 日本銀行（2005）

第1-2-16図 ヘッジファンドによる信用リスクの引受け



- (備考) 1. McKinsey & Company, OECD, Greenlaw et al.(2008)より作成。  
 2. CDO、MBSについてはそれぞれ発行総額に占めるヘッジファンドのエクスポージャーの割合を、それ以外は各商品の年間出来高に占めるヘッジファンドの取引シェアを示している。  
 3. クレジットデリバティブとは、企業のデフォルト（債務不履行）等の信用リスクを取引するデリバティブのことを指す。一般的なクレジット・デリバティブ（プレーン・バニラ）のケース。  
 4. キャッシュエクイティとは、現物株式取引を指す。  
 5. ディストレス債とは、発行企業の経営状況や財務体質の悪化などから、著しく価格が低下した債券を指す。  
 6. ハイイールド債とは、格付け機関が付与する格付けが投資適格に満たない債券を指す。

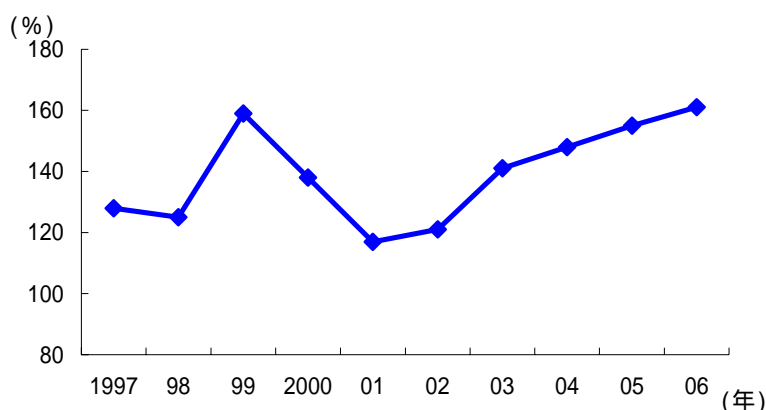
## 投資ファンドが抱えたリスク

ヘッジファンドの投資行動は、金融資本市場において信用創造を活性化させるというメリットがあったが、一方で幾つかのリスクももたらした。ヘッジファンドは、通常、投資家から調達した資産の運用に当たり、銀行借入れやデリバティブ取引、債務担保証券(CDO)等の仕組み金融の活用等を通して大きなレバレッジ<sup>28</sup> をかけるが、特に03～06年はヘッジファンドの投資活動におけるレバレッジが上昇している<sup>29</sup> (第1-2-17図)。

<sup>28</sup> レバレッジは様々な意味合いで用いられるが、「市場価格等のリスク要素の変動に対する純資産の感応度」と広くとらえた定義もある(川名他(2008))。この定義によると、レバレッジをかける方法として、借入れによる伝統的方法のほか、証券化商品の劣後部分への投資やデリバティブ取引等による方法も挙げられる。後者の場合、レバレッジの水準は、運用資産のボラティリティ、バリュアットリスク、ストレステストに基づく損失見込額と純資産の比率等によって計測されるとしている。例えば、裏付資産200のCDOのうち、エクイティ部分の10に投資したとすると、裏付資産200のうち5だけデフォルトが発生する場合、まずエクイティ部分の投資家はその損失を被るため損失率は50%(5/10)となる。これは、裏付資産の損失率2.5%(5/200)に対し20倍の損失率であるためレバレッジは20倍と計測される。

<sup>29</sup> ヘッジファンドの預り資産は06年末時点で1.5兆ドルと推計されているが、こうしたレバレッジ分を含めた投資額は6兆ドルに達するとの推計もある(McKinsey & Company(2007))。

第1-2-17図 ヘッジファンドにおけるレバレッジの大きさ



- (備考) 1. I F S Lより作成。  
 2. 上図は、バランスシート上のレバレッジであり、ヘッジファンドの預り資産に対するマーケット・エクスポージャーの割合(%)。脚注28の定義とは異なる。

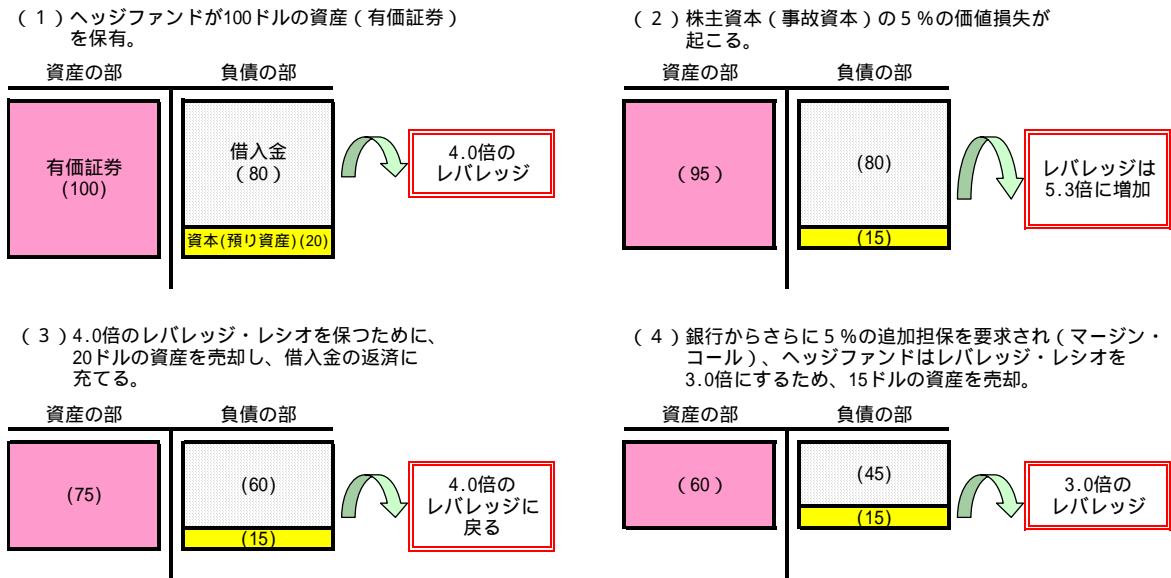
信用スプレッドが縮小し、ボラティリティが低下する状況下では、裁定取引等による収益獲得機会が減少するが、ヘッジファンドは、レバレッジを大きくかけることによって運用のリターンを高め、業績の維持・向上を図ったと考えられる<sup>30</sup>。しかし、こうしたレバレッジをかけた運用は、ヘッジファンドが市場の予期せぬ変動等によって被る損失の影響を増幅させるおそれもある。

例えば、ヘッジファンドが運用する資産価値が下落し自己資本が毀損すると、自己資本に対する資産比率(レバレッジ・レシオ)が上昇する(第1-2-18図)。こうした財務状況の悪化を踏まえ、ヘッジファンドがレバレッジ・レシオを一定に保つためには、損失額にレバレッジを乗じた分に相当する保有資産を売却し、その資金で借金の一部を返済する必要がある。特に金融資本市場が変動している際は、融資を受けた銀行から追加の担保を要求されること(マージン・コール)もあり、その場合はさらに資産を圧縮することが必要となる。

<sup>30</sup> 川名他(2008)参照。



### 第1-2-18図 レバレッジによる資産圧縮効果の増幅



（備考）McKinsey & Companyより作成。

こうしたヘッジファンドの資産売却は、資産価格の急落を招く要因となるおそれがある。また、ヘッジファンドは幅広く金融資本市場で投資活動を行っているため、特定の金融資本市場で生じた混乱が、ヘッジファンドによる資産圧縮を通じてほかの金融市場に波及することも考えられる。さらに、先にみたように、多くの銀行や機関投資家がヘッジファンドへの投融資やヘッジファンドを相手方にしたCDS取引にかかわっていることから、ヘッジファンドの財務状況の悪化や発生した損失がそれらの機関の損失へと移転していくことも考えられる。

近年、それぞれのヘッジファンドが採用する投資戦略の分散が進んだことなどから、ヘッジファンド全体が混乱に陥るリスク（システミック・リスク）は縮小しているとの指摘もある<sup>31</sup>。一方で、今般のサブプライム住宅ローン問題で明らかになったように、CDO等の流動性の乏しい仕組み金融等に広くかかわってきたファンド等では、金融資本市場の変動を受け保有資産の価格下落が想定以上に進んだ結果、金融機関からの追加担保の要求を受けて資金繰りが滞ったり、保有資産の投売りに追い込まれるケースもあり、ヘッジファンドが金融資本市場に混乱をもたらすリスクには注視が必要である。

このように新たな金融技術の発展によって、信用リスクの取引が進み、金融資本市場の中でより高リスクな投資活動が促進されたが、信用リスクの引受け手となったヘッジファンドにおいて過剰なリスクが蓄積された可能性も考えられる。

<sup>31</sup> McKinsey & Company (2007)

## コラム：プライベート・エクイティ・ファンド

ヘッジファンドの動向に加え、近年は欧米の金融資本市場を中心にプライベート・エクイティ・ファンド（PEファンド）の活動も目立っている。PEファンドとは、機関投資家や富裕者等から募った資金を未公開企業等に投資し、企業価値を高めてキャピタルゲイン等を得ることを狙うファンドの総称である。

PEファンドは、投資先企業の成長段階や規模によって、下記のように大きく2種類に分類できる。近年では、特にバイアウト・ファンドの伸びが顕著であり、世界的なM&A活況のけん引役となっているといわれている。

### （1）ベンチャー・キャピタル・ファンド

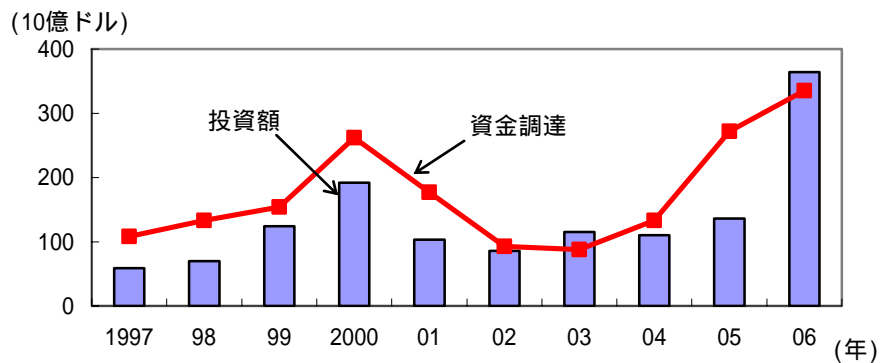
有望なベンチャー企業に長期投資を行い、株式公開（IPO）時の収益や上場前段階での他社への売却益を収益源とする。ベンチャー企業の草創期から研究開発、財務管理等の指導、取引先の紹介等を通じて、企業の上場時期を早めたり、企業の長期的な成功を促す戦略をとる。

### （2）バイアウト・ファンド

企業の再編や事業再生等に対し投資を行い、不採算部門のスリム化、財務戦略の見直し、事業再生、新ビジネスの展開等を通じて企業価値を高めた上で、再上場や出資持分の売却による収益を収益源とする。事業再生ファンド、不良債権ファンド等形態は多岐にわたる。

2006年におけるPEファンドの投資額、及び資金調達額はそれぞれ3,000億ドルを超え、ITバブル時のピークだった2000年を上回っている（図）。国別にみると、投資先ではアメリカが大部分を占めるが、資金調達元ではヨーロッパもアメリカと同程度の割合を占めている。

## PEファンドの市場規模



PEファンドの特徴としては次のようなものが挙げられる。

投資対象としてのPEファンドは、ヘッジファンド等と同様、オルタナティブ投資<sup>32</sup>の一種であり、年金基金、銀行、保険、ファンド・オブ・ファンズ等の機関投資家に対し、高利回りの投資機会を提供している。ただし、年金基金等を通じて国民の資金が間接的にPEファンドに投資されているケースも増えており、PEファンドの情報開示不足に対する批判が高まっている。

PEファンドは、調達した資金を元に、M&Aやベンチャー企業育成を推進するとともに、長期的な企業価値向上のための資金需要にこたえる役割を果たしている。上場維持コストの増大が指摘される近年において、初期段階では買収企業を非公開化することで、企業をそれらのコストや業績報告の義務、短期的な業績向上を求める株主から解放することができるため、十分に企業価値を高めた段階で株式公開を行うというプロセスを評価する見方がある。一方で、PEファンドの投資期間自体も比較的短いこと(3~5年)から、長期的な企業価値の向上よりも短中期的な利益を重視しているとの批判もある。

PEファンドは、レバレッジド・ローン(LBOローン)との組合せにより、高いレバレッジを用いた企業買収・育成を行う特徴がある。実際に、企業買収の活発化に伴い、LBOローンの組成額は近年増大している。しかしながら、レバレッジという金融手法は企業の負債比率を高め、企業が負うリスクを増大させるという批判がある。また、レバレッジ・ファイナンス市場の拡大と金融機関の競争激化により、金融機関はリスクが大きい案件まで受け入れており、買収企業も金利変動に対して脆弱な構造となっていることから、金融機関や買収企業への影響が懸念されている。

<sup>32</sup> オルタナティブ投資とは、債券、公開株式等の伝統的な金融商品への投資に代わる代替投資という意味で、例えば、金、石油等のコモディティ関連商品や未上場株式への投資、ヘッジファンド投資、CDO等のストラクチャード・ファイナンス(仕組債)、不動産投資が含まれる。