

金融資本市場の発展と金融新技法

——擬制資本の多面的展開——

大 庭 清 司

目次

はじめに

I. 銀行信用の拡張と短期金融市場

1. 手形再割引市場とコール市場

2. オープン市場の発展

II. 長期資本市場の多層化

1. 株式市場

2. 債券市場

III. 新しい金融技法の開発

1. 証券化

2. デリバティブの技術

IV. 株式市場の拡充と M&A, 自己株取得, IPO

おわりに

はじめに

現在の金融資本市場の発展は目覚ましい。とくに 1970 年代以降においては、アメリカのインフレ高進とそれに伴う金利の高騰、株価の乱高下、ニクソン・ショックとそれに続く変動為替相場制への移行、金利高騰の影響による短期借り長期貸し体質の銀行における逆鞘の発生とこれを救済するための規制金利撤廃など、アメリカのみならず世界の経済構造を大きく変える事象が出現し、金融資本市場にもこれによって大きなインパクトがもたらされた。世界の金融資本市場では、これに対応するために金融証券化、デリバティブの分野において、画期的な技法が考案され、多様な商品が生み出されている。本稿では、これらの動向を追うとともに、信用理論研究の立場から、これらの現象をどのように位置付けるか、また擬制資本の運動の観点からこれらの動きをどう解釈すればよいか、と

いった点に焦点を当てて考察することを目的としている。

I. 銀行信用の拡張と短期金融市場

1. 手形再割引市場とコール市場

金融市場は、1 年未満の満期の金融取引をおこなう短期金融市場と、1 年以上の期間を満期とする金融取引が遂行される長期金融市場（あるいは資本市場）に分けられる。

短期金融市場は、19 世紀のイギリスに典型的に見られるように、銀行の商業手形割引を基盤にして、そのリファイナンスのための再割引市場、さらには銀行間コール市場へと発展してきた。手形再割引市場は、成立当初は、資金余剰を持つ農業地域の銀行と資金不足の商工業地域の銀行との資金過不足調整を、一度割引いた商業手形の再割引という形で遂行する場であった。

この市場では、銀行間の直取引ではなく、銀行間取引を仲介するビル・ブローカーと呼ばれる手形仲買人や、手形あるいは短期大蔵省証券を担保にして短期資金を銀行から借入れ（コール市場取引）、自らの計算で手形のディールを行う割引商社が存在した。そしてこの市場では、手形の再割引という貸出行為が、銀行相互間の手形（金融資産）の売買とみなされ、手形は商業取引上の債権債務関係という特殊性から脱し、「流通」証券として認識されるにいたる。再割引に出される手形は、銀行によって一度割引かれた商業手形であり、銀行信用が付加され、信用度が高められているため、他の銀行の一時的な貨幣資本の運用対象となり、また流動性準備の一部として機能するようになる。短期金融市場は、現実資本の蓄積運動から貨幣資本の蓄積運動を乖離させ、自立化を促してきた⁽¹⁾。

中央銀行は短期金融市場との関係を保ちながら、金融政策を遂行している。古典的な金融政策は、イングランド銀行の手形割引市場への再割引取引を通じた介入、すなわち公定歩合操作であった。19世紀末には、これを補完する形でコンソル公債の買戻し条件付き売却などの公開市場操作が行われ、金融市場取引の一部を構成していた。

2. オープン市場の発展

コール市場や手形再割引市場などの、銀行間（インターバンク）市場は、上記のように19世紀のイギリス金融市場で完成された形で形成されたが、その後企業、家計、政府部門への貨幣資本蓄積が進み、非金融機関が取引に参加するオープン市場が発達し、中央銀行の金融政策もオープン市場を対象とした公開市場操作が中心となってくる。

オープン市場の形成の過程は、国々によって異なるが、アメリカでは1960年代に、財政資金調達のための短期国債TBや、イギリスに対抗

できる国際金融市場を育成する目的で導入されたBA（銀行引受手形、手形再割引形式で売買される）に加え、蓄積された貨幣資本の運用と資金調達手段の多様化の要請や金融諸規制下にあった銀行等金融機関の規制緩和・撤廃ニーズに応えるかたちで、金融仲介機関の発行する譲渡可能定期預金（CD）、あるいは債券レポ（RPs）、銀行関連・企業CP市場が急速に発達した。CPは約束手形形式で発行されるが、アメリカのCPは商品取引と無関係に金融手段（金融手形）として発行されており、むしろ短期社債としての性格をもっている。

歴史的には、CD、CPは20世紀初めに、またTBは1929年に金融商品として登場しているが、オープン市場の発達という観点からは、1960年代以降に大きな意味をもつようになる。それは、この時期になって以下に述べる背景の中で、オープン市場の規模拡大と取引商品の多様化が顕著になってくるからである。その背景とはすなわち、管理通貨制度の下、固定資本の巨大化に伴い発生する減価償却基金や、蓄積基金、所得貨幣などの貸付可能貨幣資本の蓄積が進展し、多様な投資先（金融商品）を求めたこと、財政スペンディング政策の手段として国債活用的重要性が増大してくること、企業の増大する固定資本信用需要に応えるために、預金という短期債務を基礎に積極的にタームローンを提供し、また消費者への不動産抵当貸付、消費者ローンなどの長期銀行信用の拡張を推進してきた銀行等金融仲介機関が⁽²⁾、インフレ下での金利競争上あるいは資産・負債管理（ALM）上、負債調達のウエイトを預金からCDや銀行関連CPなどの市場金利商品に移したこと、などである。なお、アメリカの場合、連邦準備加盟銀行以外の金融機関を含んだフェデラル・ファンド取引（コール取引）が、インターバンク市場の中心になっている。注目すべきことは、オープン市場では有価証券の売買が核となってお

り、貨幣債権の貨幣資本への擬制化の進展が看取できる。

日本の金融市場では明治 30 年に銀行間過不足調整のためにコール市場が形成された。また 1971 年にコールよりやや長い資金取引のために、イギリスの商業手形再割引とは性格の異なる銀行手形売買市場が成立した。オープン市場としては、自然発生的な債券現先市場が 1960 年代後半に急成長を遂げた。さらに 1979 年に金利自由化を契機にアメリカに追随する形で銀行の CD 発行が開始された。また 1986 年に長期国債の大量償還・借換えを円滑にするために TB が、そして 1987 年に CP が導入された。

Ⅱ．長期資本市場の多層化

長期資本市場は、長期貸付市場と、株式市場ならびに公社債市場という 2 つの証券取引市場に大別される。長期貸付市場についての説明は別稿に譲り、ここでは証券市場の説明に限定する。取引対象金融商品としては、株式市場では普通株式、優先株式、債券市場では国債、地方債、社債、政府機関債などがある。私募債といった、転売と投資家数を制限した、貸付に類似した取引も存在する。

長期資本市場で売買される証券は、いわゆる擬制資本証券である。株式投資家は通常、配当金と譲渡損益（キャピタル・ゲイン）を、また公社債投資家は利子と譲渡益をうるために投資を行う。償還期限前に売却すれば、債券の場合にも株式と同様に譲渡損益が発生する。利子生み資本関係が成立・定着した今日では、一定の譲渡可能な定期的収入がその時の平均利子率で資本還元され証券価格が形成されているため、両者は株式擬制資本あるいは債券擬制資本とも呼ばれている。ただし、株式擬制資本の形成過程では、株式保有のリスクが大きいので、平均市場利子率にリスク・プレミアムが加味された

割引率が使用される。

1. 株式市場

株式発行は、現実資本側すなわち企業が市場競争に打ち勝つために行う設備投資などの長期資金獲得の重要な手段である。歴史的には、資本の有機的構成の高度化にともなう固定資本の増大＝所要資本額の巨大化現象が発生し、銀行の貸出期間の長期化だけでは限界があり、固定資本調達に最適な企業形態として株式会社が選択された。

株式会社への出資者は全員有限責任であり、万一企業倒産が発生しても出資額以外には責任を負う必要がないことが、資金の提供を容易にした。また出資額に応じた議決権の按分が制度化された結果、経営が少数者に握られ、残りは投資の果実を得ることを目的とする多数の出資者に分離された。さらに出資証券である株式の自由譲渡が認められたことが、経営参加を目的としない貨幣資本家＝レントナーからの株式発行段階での資金吸収に役立った。

株式会社制度は、個別資本の蓄積の限界と返済期限付きの銀行信用の制約を、資本の私的所有を前提にしたまま解決する妙案であった。株式発行によって取得された資金は、発行会社にとっては、自己資金であり返済不要である。

このような株式会社制度の発展は、社会的遊休貨幣資本の蓄積と貨幣資本家が投資した株式を売却できる証券流通市場＝擬制資本市場の存在を前提としている。もちろん株式発行が増加するためには、流通市場がいつでも自由に売買できる流動性＝「市場性」をもっていなければならない。市場性があるからこそ、短期運用しか望まない貨幣資本家の資金をも、最終的に現実資本家の固定投資資金として援用することを可能にする。

2. 債券市場

債券市場は中央政府、地方政府、政府関係機関など公的セクターが発行する国債、地方債、政府関係機関債市場と、民間企業が発行する社債市場に大別される。債券市場は歴史的には公債市場が先鞭をつけた。イギリスにおいても近代的公債市場は、ナポレオン戦争前後に確立したといわれる⁽³⁾。

しかし、公債、なかんずく国債は、管理通貨制度下においては有効需要を創出し経済を浮揚させるための手段として重要な役割を持ち、その結果国債市場は急速に拡大した。

株式会社は資本の社債化をととして、他人資本の集中を行った。公募社債は、株式同様投資家が発行市場で購入した後、自由に売却できる。このような流動性が付与されているので、短期運用を望む貨幣資本家からも固定資本の導入ができることになる。株式と異なり、一般的に確定利付きであり、満期償還が約束されているため、会社がより安全指向の投資家から資金を集めることを可能にしている。19世紀半ばのアメリカの証券市場では、銀行株、鉄道株と並んで鉄道社債の発行が多かったが、1920年代になると工業株や一般事業債発行のウエイトが高くなった。

現在注目を浴びているデリバティブとの関連で言うと、社債には普通社債以外に、転換社債、ワラント付き社債があるが、アメリカでは1850年代に転換社債が考案され、1920年代にはワラント付き社債が相当活用されていた。1920年代の恐慌直前の時期には、普通社債や優先株投資家のような安定志向ではあるが若干のリスクも取りたい投資家に対してワラント付き社債は人気を集めた。その後大恐慌により停滞したが、1960年代後半なって株式市場は安定し、再びワラント付き社債の発行ブームが到来した。

ワラント付き社債とは、ある一定価格で株式を買うことができる権利、すなわちコール・オ

プションが付いている社債のことである。分離型ワラントでは、発行されると普通社債部分とワラントに分かれる。ワラント付き社債の発行条件については、ワラントの価格は株価と行使価格から算出される理論価格（パリティ）と時間的価値（タイムバリュー）で決まり、普通社債部分については、同じ発行者が同じ期間の普通社債を発行した時と等しくなるように条件設定される。ワラントの価格はブラック・ショールズ・モデルなどを活用して算出されているが、導入から同モデル開発までは必ずしも有効な計算方法はなかった。しかしながら、当初普通社債販売のために株式という甘味剤を抱き合わせ商品として活用されたとはいえ、普通社債と株式という擬制資本証券の発達を基礎として、ワラント付き社債や転換社債などの重層的・混合的な市場が生み出され、定着したことは注目に値する。

言を添えると、社債を含め債券が擬制資本証券として定着していることは疑うべくもないが、この2つのデリバティブを組込んだ商品以外にも、将来キャッシュフロー（収入）が反復するが金額的に確定していない変動利付債やMBS、ABSなどの債券が多数考案され市場取引されている事実についても、擬制資本化を考えるに際し注視しておく必要がある。

なお、社債には担保付社債と無担保社債があるが、銀行の固定資本信用におけると同様、物的担保から収益担保への形態転化が、社債市場の拡張を後押ししている。また、債券発行者の元利金支払能力をベースとした民間の格付機関による債券格付けは、1929年恐慌時の実績を評価され、アメリカ債券市場で逸早く定着した。債券格付けは、とくに管理通貨制度下において蓄積された貨幣資本を吸収した生命保険会社、年金基金、投資信託などの機関投資家に信用リスクに関する専門的な情報を提供することによって、流通・発行証券市場の拡大と円滑化、

社会的な資金配分の適正化に寄与している。中でも、後述の資産担保証券においては、格付けに対する配慮が必須の要件となっている。

短期金融市場と長期資本市場と2つの市場に分類して述べてきたが、現実には金利変動などを原因とした両市場間資金交流は頻繁に発生している。したがって、1年満期か否かで市場区分を行うことが非現実的になってきている。例えばCPのコログシ（発行）によって実質的に長期資金を調達する企業もあり、長期国債を使った現先取引により、実質上短期資金貸借が遂行されることもある。長期国債の満期が1年未満となった時に、市場では短期国債として取扱われるという現実もある。株式や債券に流動性が付与された結果、企業にとっては固定資本調達であっても、証券の流通市場では短期売買の対象となっているケースが生じているのである。

Ⅲ. 新しい金融技法の開発

1. 証券化

証券化には大きく分けて、金融資産の証券化と、負債の証券化がある。前者は、たとえば銀行の貸付債権集積（プール）を担保に証券を発行すること、後者は、銀行が定期預金を譲渡可能証書CDとして機関投資家に売り出したり、企業が短期借入れをコマーシャル・ペーパーに切替えたりすることを指している。

（1）金融資産の証券化（MBS, ABS）

金融資産を担保にした証券化市場の発展がみられたのは、アメリカであった。アメリカは、1970年代にモーゲージ貸付の証券化（Mortgage Backed Securities, 以下MBS）を開始したが、これは、金融機関が旺盛な住宅ローンのニーズに応ずるために既存債権を売却してファ

イナンスをつける道を開いた（転嫁流動性の確保）。これはまた銀行の自己資本比率規制対策にもなっていた（オフ・バランスシート効果）。さらに、S&Lや商業銀行に対し、1970年代より動きが激しくなった金利の変動リスクをヘッジする手段を提供した。これを裏から見れば、証券化は、資本主義経済が変容する過程で短期借りと固定金利長期貸しを推進してきた金融機関が、その抱えこんだ構造的な不均衡を、解消する一つの手段であったといえる。

さらにモーゲージ貸付の証券化促進のために、ジニー・メイ（GNMA；General National Mortgage Association 政府抵当金庫）、ファニー・メイ（FNMA；Federal National Mortgage Association 連邦抵当金庫）など政府関係機関がMBSの第二次証券化に参加し、政策的に流通市場を育成した。管理通貨体制に特有な私的信用と公的信用の合体である。現在ではモーゲージ貸付の約半分が証券化されており、完全に証券市場の重要取引商品として定着し、2004年末のMBSの市場規模は、5兆ドルを突破している（表1参照）。

米MBSの第1号は、1970年発行のジニー・メイ債であった。この債券は、公的なVA保証やFHA保険付のモーゲージ貸付を集め、これに政府抵当金庫（ジニー・メイ）の再保証を付した上で発行されたパススルー証券であった。このようにMBSの発展には、モーゲージローン創成段階と第二次証券化段階の2回にわたり、公的信用が参加している。

パススルー（pass-through）証券は、20-30年満期の固定金利条件付き住宅ローン債権プールを担保にして発行されている。住宅ローンのオリジネーターから多数の貸付債権が売却され、取得者がその債権プールのもつ元利金支払いのキャッシュフローをそのまま投資家にパススルーする。パススルー証券は、通常、原債権者のもつ金銭債権を信託（グラントー・トラスト）

表1. MBSとABSの規模(残高ベース)(単位:10億ドル)

	2002年	2003年	2004年
A. MBS (A)	4,020	4,534	5,038
うちGNMA	538	474	441
FHLMC	1,082	1,157	1,204
FNMA	1,538	1,857	1,896
民間	862	1,045	1,495
モーゲージ債務合計 (B)	8,309	9,313	10,507
(A)/(B) %	48.4	48.7	48.0
B. ABS (A)	637	625	606
うちリボルビング	390	393	389
ノン・リボルビング	247	232	217
消費者金融合計 (B)	1,954	2,046	2,140
(A)/(B) %	32.6	30.6	28.3

(出所) “Federal Reserve Bulletin Statistical Supplement”, May 2005, MBSについては33ページ, ABSについては34ページの表の中の “Mortgage pools or trust,” および “Pools of securitized assets” を採用。

にプールし, その共有持分が分割されずに投資家に売却される仕組みをもつ。この時, 信託の役割を債権プールの保管に限定すれば税法上非課税扱いなので, 証券発行専門体として適格になる。投資家に対しては, この債権プールがもつキャッシュフロー, すなわち元本償還, 利息ならび繰上償還から毎月の元利金が支払われる。

しかし, このキャッシュフローは, 繰上償還の存在と, 住宅ローンの不払いや債務不履行時の保険・担保による回収の程度などによって, 不確実になりがちである。最も影響が大きいのは, 繰上償還である。パススルー証券の場合には, 元本繰上償還額はそのまま投資家に手渡される契約になっている。問題は, 金利低下局面において低利借換えのための繰上償還が発生しやすいことである。投資家は繰上償還されても金利が低下しているので当初期待したリターンが得られない可能性が高い(再投資リスクの存在)。この証券に対する投資家は, 証券価格算定に際し, 過去の経験則から繰上償還の確率を想定し, 証券投資から得られる総合的なキャッ

シュフローを導出して, 割引現在価値計算を行う。これはマルクスの定義する, 一定の収入を市場金利で資本還元(現在価値化)する債券の擬制資本化とは異なり, 将来予測にもとづくキャッシュフローの資本還元, すなわち現在の擬制資本化のプロセスとなっている。

このようにパススルー証券の投資家には繰上償還のリスク負担があるので, 1983年にこのリスクを軽減したCMO(Collateralized Mortgage Obligation)がフレディ・マック(FHLMC; Federal Home Loan Mortgage Corporation 連邦住宅抵当貸付会社)により考案された。CMOは, モーゲージ・プールからのキャッシュフローを組替えて数クラスの債券を発行し, 繰上償還のリスクを短期満期の債券に負担させたペイスルー(pay-through)証券であった。ペイスルー証券は, 期日と元本償還を債権プールのキャッシュフローに依存しているが, パススルー証券とは異なり, 証券自体が発行体の債務と認識され, 支払利息は損金処理できるし, また発行体は債権プールのキャッシュフローを組替えて異なる償還期限の複数ク

ラス債券を発行できるという特色をもつ。

CMO においては、複数のトランシェが設けられ、投資家に対する利子の支払いは各トランシェについて平等であるが、元本の支払について優先順位がつけられている。すなわち、上位の順位のトランシェに対する元本支払いが完了すれば、後順位の元本の支払いが開始されるのである。これは、返済据置期間が異なる複数のトランシェをもつ長期ローンに似ている。CMO は発行体の債務＝社債の形態をとっており、パススルー証券よりも擬制資本債券としては完成度が高いといえる。またこのような複数トランシェをもつ証券発行が可能となっている背後には、5 年以内の満期であれば投資可能な銀行や S&L、それより長期の投資を好む保険会社や年金基金といった運用選好の異なる機関投資家＝貨幣資本家と、これだけの巨大市場を作り上げた豊富な貨幣資本の蓄積が存在するという事実に注目する必要がある。

その後 1986 年に、CMO 証券の元本部分と金利部分を分離し、PO (Principal Only)、IO (Interest Only) という 2 つの証券に仕組んだモーゲージ・ストリップ債と称する派生商品 (Mortgage Derivatives) が出現した。この 2 つの証券のキャッシュフローは、市場金利が下があれば繰上償還が増加し、元本の平均満期が短縮され (当初契約時より短い期間で元本が完済され)、それにつれて金利 (利息) 額は減少する、また市場金利が上がれば逆現象が発生するため、PO、IO のリターンは、金利と繰上償還率とに大きく依存することになる。両者の理論価格は、繰上償還率の想定を行った上で、PO の場合には予想元本支払額、また IO の場合には予想利息支払額を現在価値化することによって計算される。これも MBS という擬制資本市場の重層的な拡張現象と捉えることができる。

これまで述べてきたように、MBS は債券として発行された後も、繰上償還によってキャッ

シュフローが変更されるため、規則正しく反復される収入を約束する固定金利付き債券とは異なっている。公的機関によって支払保証され、擬制資本として標準化する工夫がなされているとはいえ⁽⁴⁾、この点では、予想配当を資本還元した擬制資本株式に近い性格となっている。

資産担保証券 (Asset Backed Securities, ABS) は、この MBS の仕組みを応用して作られたものである。1985 年に GM の金融子会社 GMAC が MBS 構造の資産担保証券 (ABS) を発行して以来、クレジットカード債権、リース債権などの金融債権を担保とした ABS あるいは同じ仕組みであるが、発行される証券が長期債券ではなく CP である ABCP が続々と発行されている。消費者金融分野の ABS の市場規模は、2004 年末では、6060 億ドルとなっている (表 1 参照)。

ABS 発行の動機も、MBS と類似している。すなわち、クレジットカード会社、自動車販売金融会社、リース会社などが、債権を売却して新たに資金を獲得できること、オフ・バランス化して自己資本比率を引上げることにより監督当局の規制を回避できること、資産負債サイドの金利感応度や満期のミスマッチからくるリスクを避ける一手段であること、などである。これも MBS 同様に、短期借り・長期貸しという構造的不均衡を抱え込んだ各金融機関のリスク対処策の一つであった。このように、モーゲージ貸付、自動車販売債権、カード債権、リース債権など金融資産を基礎に新たな債券が重層的に発行され、取引されることによって、擬制資本市場は拡大・深化を続けている。これはまた、信用制度自体が、上で述べた構造的体質の限界を乗り越え発展している姿と見ることもできる。

ここで、信用理論の視角から MBS や ABS について若干考察しておきたい。たとえば住宅ローン債権の証券化の場合には、まず当初の貸付金融機関であるオリジネーターから買手の

SPC (Special Purpose Company 特別目的会社) や信託へ貸付債権の時価 (将来にわたる元利金受取額の現在価値化による時価の算定) での売却があり、買手の取得貸付債権を担保とした証券発行がなされる。この仕組みでは、オリジネーターが貸付債権を売却する時点で、住宅ローン借手の元利金支払いの確度の評価と、評価された将来キャッシュフローの市場金利による現在価値化がなされている。このような手続を経て住宅ローン債権プールが組成され、これが担保となって、債券発行専門体が SPC の場合には社債が、信託の場合には受益証券が発行される。証券は、貸付債権の買手がオリジネーターから債権を買取り、当該利子生み資本を代替するための資金をリファイナンスする目的で発行される。資産担保証券においては、MBS のような公的信用の供与はないので、証券の信用度を高めるために民間主体で、超過担保、銀行のスタンドバイ信用状、利鞘積立勘定、優先劣後構造などの信用補完を行う。そして流通市場における証券の売買を経て、発行済み証券の擬制証券化が進展する。

なお、MBS、ABS と担保との関係について付言すると、MBS や ABS の場合には、個別の原債権には抵当権や留置権などの担保が一応設定されているが、それがプール化され証券化される過程においては、大数の法則が働いて倒産リスク、繰上償還リスクが軽減されているので、その重要性が薄められ、むしろ原債権プールの持つ将来キャッシュフローが、すなわち債権集合体の将来収益が担保として重要になってくるのである。担保制度の歴史は、信用制度の発展を支える形で個別企業のファイナンスにおける収益担保の流れを創り出してきたが、金融資産 (債権) の証券化においては、債権プールのキャッシュフロー組替え技法を基盤とした収益担保の仕組みを登場させたのである。これは担保制度の新たな革新であろう。

金融資産の証券化については、本来銀行で遂行されていた①事前審査機能、②与信供与機能、③債権回収業務、④リスク管理機能などの分解 (unbundling) についてふれる必要があろうが、ここでは、証券化とは銀行資本が利潤追求のために、タームローンや住宅ローンなど長期化した貸付債権の売却を前提としたオリジネーター機能、発行される債券への保証や CP 発行時の信用枠供与、債権回収にかかわる手数料収入を重視する経営へと変貌せざるをえず、このような側面から、擬制資本証券市場拡大のために貢献していることを指摘しておくにとどめる。

(2) REIT

なお、金融債権担保の MBS や ABS とやや性格の異なる証券化商品に、REIT がある。REIT (Real Estate Investment Trust) は、1960 年不動産投資信託法にもとづいてアメリカで創出された不動産証券化商品である。信託型と会社型の 2 つがあるが、現在では後者が主流である。不動産、不動産担保証券、他の REIT などに投資し、そのリターンを REIT 出資証書への投資家に配当する。導管性付与のため、一定の条件を充足すれば、REIT 段階での法人課税が免除される。

REIT は銀行借入れ、社債、CP 発行での資金調達ができる。資産運用の観点から、(イ) 不動産に直接投資するエクイティ型、(ロ) 不動産貸付、MBS など運用するモーゲージ型、(ハ) その混合型の 3 つに分類される。

REIT は 1960 年代に急成長したが、70 年代には不動産不況のため不振を極めるなど、景気変動に影響されやすいという特性をもつ。多くは上場され、流動性が高く、SEC 基準の情報開示、格付機関による格付けがあり証券化商品としての成熟度は高い。日本でも 2000 年 12 月施行の改正投資信託法にもとづき会社型不動産投

資信託が上場取引されるようになった（2005年9月末現在 23REIT が上場）。日本の場合、オフィスビルに直接投資するか不動産信託受益券に投資をするケースが一般的である。投資家への配当の原資は投資先オフィスビルからの賃貸料収入などであるが、ビルの売却損益がこれに加わることもある。したがって、擬制資本証券としては株式に近い存在とみなしうる。REIT は、不動産を抱える企業や金融機関が、売却により資金や譲渡益を確保する手段として利用することが多いが、不動産会社自体が、ペーパーカンパニーを設立してオフィスビルを購入し、そのリファイナンスのためにビルから上がる将来収入を担保に証券（REIT）を発行することもある。後者はむしろ銀行借入から証券手段への資金調達形態の変更であり、管理通貨体制下における銀行の限界から REIT という新しい商品が生み出されたと見ることができよう。

（3）ユーロ市場における証券化

1980年代にはユーロ市場においては企業金融の証券化、すなわち企業の資金調達を金融機関借入れから証券発行にシフトする動きが見られた。

ユーロ市場での証券化は、企業等資金調達主体が、シンジケートローンなどの銀行借入れから証券発行へ資金調達源泉をシフトする現象を指している。

このユーロ・セキュライゼーション現象の背景には、一方に銀行の貸出方針の変更がある。1982年のメキシコの債務危機をはじめとした累積債務問題発生が、第1次石油危機後に活発化したユーロ・シンジケートローンを中心とした銀行の途上国融資を消極的にした。他方、ユーロ預金を選好した産油国の経常収支悪化と流動性選好の強い先進国の同収支改善が、ユーロ預金残高の伸び悩みと先進国からの証券投資の増勢へとつながった。そしてユーロ市場で

は、この国際的に累積された貨幣資本の運用ニーズのシフトに見合った証券商品の開発が促進されたのである。すなわち、ユーロ市場がそれまでのインターバンク取引やシンジケートローンといった利子生み資本形態から脱皮し、擬制資本証券市場を拡充したわけである。

証券化における主要商品は、変動利付債（Floating Rate Note；FRN）、ユーロノート・ファシリティ、銀行のバックアップ・クレジットのつかないユーロ CP、発行限度枠付きの MTN（Medium Term Note）などである。なおユーロノート・ファシリティには、銀行のクレジットラインや売れ残り証券の買取保証がつき、その枠内であれば期間3-6カ月の短期証券が発行可能な NIF（ノート・イシューイング・ファシリティ）や、類似の RUF（リボルビング・アンダーライティング・ファシリティ）などの商品がある。ユーロ債券市場の発展に伴い、80年代後半には、手数料面でのコストがかさむ NIF からコストの安いユーロ CP や MTN へと市場のウエイトが移っていった。

これらのユーロ・セキュライゼーションによって輩出された債券を、信用理論の観点から分析してみよう。

このような新種の証券は、シンジケートローンとまったく異なるわけではなく多くの類似点を有している。1970年代に盛んに利用されたユーロ・シンジケートローンは、漸次、サブ・パーティシペーション（Sub-Participation）や TLF（Transfer Loan Facility）といった新技法を追加してきた。サブ・パーティシペーションは、幹事銀行が、自らの貸付債権持分の一部を他の銀行に貸出先の承認を得ずに分売（流動化）するものである。目的はリスクヘッジや自己資本比率向上、利鞘から幹事手数料獲得戦略へのシフト、などである。もちろんローン金利は3ヵ月あるいは6ヵ月毎の変動金利である。貸出先の承認を得て分売する方式（指名債権譲渡

方式)がTLFであり、この場合には債権者は幹事銀行から譲受け銀行に変更される。この点では、ユーロ銀行は、短期借り・長期貸し構造からくる満期ミスマッチや金利リスク回避策をすでに完成させている。

FRNは、以上のシンジケートローンと似た性格のものである。すなわち3ヵ月あるいは6ヵ月毎の変動金利付きであり、期間は5-10年程度である。1970年に第1号が発行され1975年までは企業が発行者の中心であったが、その後は投資家も発行者も銀行中心となった。その理由は、手持ちのシンジケートローンの金利変動をヘッジするためと、FRN購入が累積債務問題を抱える途上国融資を抑制して余った資金を投資するに格好な手段であったためである。これ以外に投資家としては、変動金利であるので額面での売買が可能というメリットもある。銀行投資家にとって、公募債券であれば、シンジケートローンに比べ流動性が高いことも利点である。FRNは債券であり流通市場で売買されるから、擬制資本の範疇に入るであろうが、投資家にとっては、将来の金利収入は3、6ヵ月毎に変動するので満期まで保有するにせよ、途中で売却するにせよ、固定金利付き債券に比べて金利予測がなされなければならない。ここでも、固定金利付き債券のように、一定の譲渡可能な定期的収入をもたらす債券とは異なった、資本還元する分子が将来の予想金利であるという、擬制資本債券が発生しているのである。なお、FRNを発行した企業が金利スワップを活用して実質上低利固定金利付き債券に変換したとか、金利オプションを組合わせ金利の上限を押さえるキャップ付きFRNを発行したといった事例に見られるように、ユーロ債券市場は、スワップやオプションなど様々なデリバティブ手法が加味されて深化・発展している。

ユーロノート・ファシリティと銀行機能について若干付言しておこう。代表的なユーロノー

ト・ファシリティにはNIFやRUFがある。本格的なNIFは、1981年のシティコープ・インターナショナルのニュージーランド政府向け5億ドル7年物案件に始まり、その後発行が急増する。1982年にメルリリンチも同種の案件を手がけRUFと命名したが、基本的な仕組みは似ているのでここではNIFを代表させ、説明する。今日見られるNIFの基本的骨組みは、つぎのようである。すなわち、①商業銀行や投資銀行が引受幹事団を結成、②資金調達者のためにこれら商業銀行や投資銀行が1-5年程度の一定期間に一定額の信用枠(リボルビング・クレジット)を供与する、③この信用枠にもとづき資金調達者は3、6ヵ月満期のノートを発行する、④発行したノートが売れ残った場合、信用枠供与の条件にもとづき、銀行がこれを買取るケースと相当額を銀行が貸出すケースとがある。発行されたノートは、別に結成されるテnder・パネルにより販売されることが多い。

このようにNIFは、銀行側から見れば、貸付債権の切売りを行い、利鞘稼得に代えて信用枠の供与や引受にかかわる手数料収入増加を図り、証券の引受・販売業務へ参入するツールを開発したことになるし、証券業分野から見れば、発行者の中期資金ニーズに対し短期証券発行と銀行の信用枠を合体させて、短期債のコロガシを認め、結果として変動金利物の中期債発行を行うスキームを創出したことになる。

このような、ハイブリッド型の債券は、銀行証券の垣根が設けられている米銀行、証券会社にとってメリットがあり、ユニバーサル銀行業務が可能なユーロ債市場であるから、かかる重層的な新商品が導入される素地があったのである。BIS等の自己資本規制が、銀行をしてオフ・バランスシートとなる、NIFのような信用枠供与等の保証業務や貸出部分を小さくし幹事手数料を増やす業務を選択させたことや、あるいは銀行が所在する国の金利自由化の進展を契

機にした ALM ニーズの高まりも、ユーロ証券化の背後にある動きであろう。見方を変えれば、新種の債券の創出による擬制資本証券市場の多様化・多層化に、銀行が補完、支援している形となっている。ここに、インターバンク市場、預金・貸付市場から始まったユーロ市場が、国際的に蓄積された金融資産の取引の場である擬制資本証券市場を発展させつつ、自ら変貌している姿が見える。

NIF の利用者は、短期債券を満期が来るたびに継続的に発行していることになる。したがって、信用度の高い発行者にとって NIF に比べ、コスト上割安で、同じ効果を有するユーロ CP（アメリカ CP の 270 日満期制限、格付け必要という条件に比べ、1 年以内の満期自由設定、無担保、銀行のバックアップ・ラインや格付け不要と発行条件が緩い）にウエイトを移すようになってくる（1986 年頃から急増）。1980 年代から加速化されたアメリカ主導の金融のグローバル化が、業務規制のあるアメリカの銀行や証券会社、あるいは投資家を世界の金融市場で銀行証券の垣根を取り払う形で活動させるようになってきており、それが最も規制の少ないユーロ市場で技術革新を実現させたともいえる。

2. デリバティブの技術

1960 年代には、アメリカの短期金融市場と資本市場では歴史的に低いレベルのボラティリティが示現した。株式市場は着実に上昇、金利は比較的安定、外国為替レートは固定されていた⁽⁵⁾。

これとは反対に 1970 年代には、固定為替相場制の崩壊、変動相場制への移行、高インフレを背景にした金利の高騰、石油危機等経済環境の激変による株式の乱高下などを経験し、このような高ボラティリティに対処する金融技術開発が喫緊の課題となった。また、銀行等預金金融機関経営にとって、貸出の重心をタームロー

ンやモーゲージ・ローンなど長期貸しに置いていたために、短期借り・長期貸し体質となり、折りからの金利自由化にともなう預貸利鞘逆転リスクを回避するための新手法が必要であった。

このような金融実務界からのニーズの高まりから、近代的金融証券理論の走りとなっていたマークビッツ（H. Markowitz）のポートフォリオ理論（1952 年）、モディリアニ＝ミラー（Modigliani, Miller）の MM 理論（1958 年）や 1973 年におけるブラック＝ショールズ（Black, Sholes）のオプション理論などが、再認識され、現実の取引に活用されるようになった。

以上のような環境変化をうけて、デリバティブが発展することになるが、その基盤はすでに存在していた。すなわち欧米では長い歴史を持つ商品取引所が多数あり、その中の有力取引所が、先物などの伝統的な取引技法を金融派生商品の開発に生かしながら、世界の先物、オプション取引をリードする経路をたどった。まず 1972 年にシカゴ・マーカントイル取引所（CME）が国際通貨先物市場（IMM）を設け、国際通貨先物取引をスタートした。1975 年にはシカゴ商品取引所（CBOT）が、モーゲージ担保証券 GNMA 債を上場し金利先物取引の魁となった。株式関係では、1982 年にカンザスシティ商品取引所（KCBT）が、バリュールイン株価指数先物の上場で先鞭をつけた。

アメリカでの個別株式オプション取引は 18 世紀末頃から店頭取引で行われていたが、取引所での上場取引は、1973 年にシカゴボード・オプション取引所（CBOE）によって開始された。その後米国内で、1982 年に通貨、T-Bond、1983 年に S&P100 株式指数の各オプションが上場され、現在の先物・オプション取引の原型が整った。

BIS の 2004 年グローバル店頭デリバティブ調査（表 2 参照）によれば、2004 年 6 月末の店

表2. 店頭デリバティブ市場の規模 (単位10億ドル, 倍)

	想定元本残高		
	2001年6月末(A)	2004年6月末(B)	(B)/(A)
A. 外国為替関係	20,434	31,510	1.54
為替予約・スワップ取引	13,275	16,764	1.26
通貨スワップ	4,302	7,939	1.85
オプション	2,824	6,806	2.41
B. 金利関係	75,813	177,432	2.34
FRA	7,678	14,399	1.88
スワップ	57,220	137,277	2.40
オプション	10,913	25,756	2.36
C. 株式関係	2,039	5,094	2.50
オプション	1,666	4,320	2.59
D. 商品関係	674	1,354	2.01
E. クレジット・デリバティブ	695	4,477	6.44
その他共計	99,659	220,058	2.21
取引所デリバティブ	19,493	52,802	2.71

(出所) BIS, "Triennial and semiannual surveys on Positions in global over-the-counter derivatives markets at end-June 2004" 9 page, Table A1より作成。

店頭取引デリバティブの想定元本残高合計は、220兆ドルであり、2001年6月末の100兆ドルに比べ2.2倍に急成長している。構成比でみると、最大は金利スワップで約58%、次いで金利オプション約11%、先物為替・為替スワップ約6%、FRA約6%、通貨スワップ約3%であった。これから見る限り、金利関連のデリバティブが主流となっている。なお、同調査による先物、オプションを中心とする取引所デリバティブの残高は、店頭取引の24%に当たる52.8兆ドルであった。

以下に、金融関係の先物・先渡し、スワップ、オプション、クレジット・デリバティブについて、その本質を個別に見ることにするが、デリバティブは、市場参加者のリスクを個別には減ずることはあっても、市場参加者にリスク分散する、あるいは参加者間でリスクの配分を変える作用をするだけであって、市場全体のリスクを減少させることはできないことは留意してお

かなければならない。したがって原資産価格市場が安定的になるとはいえず、しばしば市場参加者の思惑でデリバティブ取引が行われ、変動幅が大きくなったりすることはありうる（例えば長期金利を固定したい多くの企業が、長期金利が将来上昇することを予想し、長期固定金利支払・変動金利受取スワップへ一時的に集中するケース）。それでもデリバティブの存在が、金融取引の拡張を支援し、利子生み資本や擬制資本証券市場を拡大し、その多層的な発展や深化を促がしていることは疑うべくもない。

(1) 先物・先渡し取引

先物と先渡し取引は、将来時点の原資産価格を現時点で売買する取引である。原資産価格の変動に対するリスクヘッジや投機、裁定取引に利用されている。先渡し契約でよく知られているものが、為替先物である。

これは、20世紀初頭のニューヨーク金融市場

では既に定着していたデリバティブである。日本では「先物」と言われているが、定義上は「先渡し」（フォワード）である。たとえばドル建て輸出契約をしたが、3ヵ月先の銀行の手形買取時における為替レートに不安を持つ日本の輸出業者が行なう為替予約は、この為替先渡しである。理論的には、「金利裁定取引」の結果、直物相場と先物相場の開きが通貨間の金利差と等しくなる（カバーつき金利平価の成立）。また為替先渡し取引では取引開始時に金銭の支払いがないので、将来の一定時点のドルと円との交換に係わるそれぞれのキャッシュフローを両通貨国の金利で割引いた現在価値は等価となる（直物レートで換算）、と考えて先物レートの理論値を導出できる。

先物と先渡しとは基本的特性は同じであるが、前者は取引所取引である、定型商品化されている、現物の受渡しは要件ではない、反対売買による差金決済を実施する、証拠金の値洗いがある、といった特色があるが、これに対して後者は、店頭取引、テーラーメイド、現物の受渡しが必要という違いがある。先物の理論価格計算も先渡しと考え方は同じである。例えば、株価指数先物価格は、先物の満期までの配当の支払いがなければ、現在の株価指数 $\times$ （1 + 金利）で算出されるが、配当支払いがあれば、配当金を差し引き修整する（証拠金金利は考慮していない）。現物市場と先物市場の価格差が、この適正水準から乖離した時には、当然裁定取引が発生する。

このように先物、先渡しとも、将来の一定時点のキャッシュフローを市場利子率で現在価値に割引くことが、理論価格算定の基礎になっている。

なお、先物、先渡しと現物市場取引との関係については、裁定取引が現物市場の出来高を増やし、また、ヘッジの可能性が現物取引を積極化させる効果を持つことは一般に指摘されてい

る。この点から、株式や債券といった擬制資本証券の取引は、先物、先渡しによって促進され、ひいては現実資本から自立した金融取引の肥大化を推進しているといえる。

（2）スワップ取引

典型的なスワップは金利スワップである。金利スワップは、等価のキャッシュフローの交換である。代表的な取引としては、固定金利と変動金利の交換がある。

例えば負債調達する場合に、信用格差があるA社とB社が長期資本市場において固定金利で資金調達する時の両者の金利がそれぞれ6%と8%であったとする。また短期金融市場での両者の資金調達金利をLIBOR + 0.5%とLIBOR + 1%とする。この時、A社が6%の固定金利資金調達を行い、同時にB社がLIBOR + 1%で資金調達した後、AB社間で、A社がB社にLIBOR金利を支払い6.5%を受取り、B社がA社よりLIBORを受取り6.5%を支払う金利スワップ契約を締結したと仮定する。この金利スワップの結果、A社はLIBOR - 0.5%、B社は7.5%の金利で資金調達したことになる、相互に利益が生ずる。これは、2つの市場での金利格差を利用した裁定取引である。このような負債金利のみならず投資（資産）利回り同志の交換のケースもある。

金利スワップが成立する背景には、上例のように、長短金融市場が分断されている結果、信用度を反映しない市場間金利格差が存在していることや、金融市場や投資家などの主体間で異なる規制が存在することがある。このような市場の歪みが、金利スワップのような裁定取引発生を可能にする。

機関投資家や銀行等預金金融機関が、ALM手法として、資産負債間の金利感応度を調整するために金利スワップを活用するケースが増加し、また商業銀行や投資銀行が自ら収益目的の

ポジション・テイクを行うようになり、金利スワップ市場は急拡大している。なお、固定金利と変動金利の自由な交換は、戦後の日本で長く続いた長短金利の垣根を喪失させる効果をもち、金利自由化の進展に寄与した。

スワップにおけるキャッシュフローの等価交換手続を、固定金利受取り変動金利支払いのスワップでやや詳細に見ると、将来予測をとまなう変動金利の支払額の想定が重要である。この予測手法としては、市場金利についての効率的市場仮説を用いる。この手法で予測された変動金利（将来キャッシュフロー）支払額をスワップレートから算出された割引率を使用して現在価値額を求め、これと同一現在価値をもつ、想定元本、期間、金利受取り日と同じ固定金利を決定する。ここには、将来キャッシュフローの割引現在価値化という考え方が使われている。当然、変動金利の予想が現実のレートとずれることになれば、リスクが発生する。

金融業界では、固定金利を受けとり変動金利を支払うスワップは、変動金利で銀行借入または債券発行して資金を調達し固定金利債券に投資をするキャッシュフローと同じであると説明されることがある。この立場に立てば、将来の一定期間における固定金利受取りは、債券投資と認識され、割引現在価値化の過程を経て、擬制資本化されることになる。

しかしスワップの本質は、等価のキャッシュフローの交換である。なお、このタイプのスワップは、固定金利社債発行をすでに行った企業などが、金利リスクのヘッジに利用することが多いが、同種の社債の新規発行とスワップをセットで遂行すれば、固定金利社債を変動利付社債に変更することができる。このような取引を通じて、通常であれば発行する機会のない社債を発行することが可能となる。この点で、スワップ取引は、金融取引の拡大、肥大化を促進する働きをしている。

スワップには、同一通貨での金利スワップ以外に、異なる通貨間の元本と金利の交換である通貨スワップがある。現在価値の等しい将来キャッシュフローの交換という点では金利スワップと同じである。

(3) オプション

オプションとは、ヨーロピアン・タイプの場合には、「定められた満期日によりのみ原資産を予め契約した行使価格で売買する権利」と定義できる。アメリカン・オプションの場合には、「満期日までの期間中」に契約行使が可能となっている。以下説明はヨーロピアン・オプションを中心とする。

取引対象となる原資産は、主として株式（株価指数を含む）、債券（金利）、通貨とその先物などであるが、この原資産を買う権利を売買するコール・オプション取引と、売る権利を売買するプット・オプション取引の2つの取引が行われている。オプションと先物・先渡しとの違いは、後者の場合には契約は実行しなければならないが、オプションの場合には、行使する権利を放棄できることである。オプションの利用動機は、リスクヘッジ、裁定取引、投機である。

買い手が支払うプレミアム（オプション料）は、オプション取引に伴う手数料ではなく、オプション取引契約時点において、将来売手が支払うと期待しているオプション価値の割引現在価値額に等しい。オプションの理論価格も、先物、先渡取引と同様に、裁定取引の機会がないことを前提として導出される。オプション・プレミアムの基本的な決定要因は、本源的価値に関連した原資産の価格、権利行使価格と、時間的価値にかかわる原資産のボラティリティ（原資産価格の変化率の標準偏差）、金利（割引率）、満期までの時間の長さである。1973年に体系化されたブラック・ショールズ・モデルが現実金融界で採用されて以降、オプションの理論

価格算定が的確になった。

オプション取引の歴史は古いが、信用理論の側面からは、1970年以降の金融分野での活用が重要である。世界に先駆けてデリバティブ取引が急成長したのはアメリカである。1971年の金・ドル交換制停止、1973年の変動為替相場制移行、インフレの高進、金利の高騰、証券価格のボラティリティの増大、金融自由化を背景に、金利、為替、証券取引にかかわるリスクヘッジのニーズが急速に高まった。擬制資本である株式については、1973年に株式のコール・オプション取引が開始され、また1982年に債券（金利）T-BOND オプションと、現物のオプションと先物技法を組み合わせた T-BOND 先物オプションが導入された。原資産である擬制資本価格の変動が、ヘッジ目的のためにオプションという金融商品開発を要請し、またオプション料と将来のオプション価値の現在価値との等価交換をつうじて、株式、債券市場の拡大、擬制資本市場の深化が推進されている。他のデリバティブと同様、現物取引と組み合わせられることによって、擬制資本証券である株式や債券取引を推進する効果があるからである。

これに加えて、1983年にアメリカでは S&P100 指数オプション、S&P500 先物指数オプション取引が開始されたが、個別株式ではなく、機関投資家のポートフォリオ組成の基準とされている株式指数という擬制的株式がまたオプション取引の対象になるに至っていることにも注目すべきであろう。

（4）クレジット・デリバティブ

1990年代後半に発生したアジア通貨・信用危機やロシアの債務不履行を契機に急速に拡大しているデリバティブ市場が、クレジット・デリバティブ（店頭）市場である。表2に示したように、想定元本残高ベースで世界の市場規模をみると、2001年6月末に約7000億ドルであっ

たものが、3年後の2004年6月末には、約4兆5000億ドルに急成長している。

クレジット・デリバティブは、ローンの出し手や債券保有者などの債権者が、その信用リスクが顕在化することで被る損失のリスクをヘッジするために活用されている。

クレジット・デリバティブ市場での取引の中心は、CDS（クレジット・デフォルト・スワップ credit default swap）である。これは、債権者が信用リスクヘッジのために、取引対象となる債券や融資にかかわる債務不履行（デフォルト）リスクを売買するもので、買手は売手に対し契約期間中定期的に売手に対価（プレミアム）を支払い、デフォルトが発生した時に、損失額を受取る取引である。損失額は、元本から担保や保証によって債権回収された額を差引いた額となる。売手は、リスクテイクをして手数料を得ることを目的としている。また現時点での市場参加者の中心は、欧米の投資銀行や証券会社である。

このように見てくると、CDSは、保証や保険ときわめて類似しているが、大きな違いがある。すなわち、保証の場合には、債権債務者間で具体的な金融債務が存在し、債務者が支払い不能となると、保証人が代位弁済し、保証人はまた債務者に返済を要求するのが通常取引であるが、CDSの場合には、融資の借り手や債券発行者が参照組織（Reference Entity）として特定されるが、CDSの買手と参照組織との間に具体的な債権債務関係が存在することは、必須の条件とはなっていない。仕組みとしてはこのような違いがあるが、金融市場で果たしている機能としては、保証、保険と同様であり、信用概念の拡張につながっている。

CDSのプレミアムの理論価格は、リスク中立アプローチで算出される。たとえば、CDSの買手は、参照クレジットの債券Aがデフォルト（厳密には契約したクレジット・イベント

が発生)した時の額面と債券価格の差額を受取るが、その現在価値が、その時点までのプレミアム支払キャッシュフローの現在価値と等価となるとしてプレミアムが求められる。もちろん、デフォルトの時点とデフォルトの確率、債権回収率は、契約時に予測されなければならない。ここでもデリバティブに共通する将来キャッシュフローの予想と割引率による現在価値化の手法が使われている。

クレジット・デリバティブと金融資本市場との関係を見ると、CDS 市場の成立、発展によって、CDS の売手としての銀行その他の金融機関、機関投資家の利益機会追求を支援し、またこれが CDS の買手にとって融資、債券投資拡大を容易にしている。したがって、CDS は最終的に金融取引の肥大化を促進していることになる。さらに、CDS はスワップ等デリバティブのカウンター・パーティリスクをカバーするためにも利用されており、デリバティブ市場の発展をも下支えしている。

Ⅳ. 株式市場の拡充と M&A、自己株式取得、IPO

この項では、M&A、自己株式取得、IPO と擬制資本株式市場とのかかわりについて考える。

アメリカでは、19 世紀末以降 1960 年代終わりまでに大きな 3 つの M&A ブームの波を経験している。それぞれの波の特徴は、水平的合併、垂直的合併、コングロマリット合併であった。1960 年代の異業種同士のコングロマリット型 M&A においては、株式交換による TOB が主体となった。その後も 1980 年代に大型で、事業分割、LBO を特色とする M&A の波が訪れている。この時期の特徴は、金融資産の蓄積が進んだ資本市場から巨額の買収資金を調達した個人が、大企業の敵対的買収に挑んだことである。1990 年代にも金融、通信などの業種を中

心に大型合併あるいは買収の案件が多く見られた。日本でも、バブル崩壊後に経営再構築を目的とした合併・買収が続いている。

一般に買収案件の評価には、被買収会社の、シナジー効果を加味した将来キャッシュフローを加重平均資本コストで割引いて現在価値化し(企業価値の算出)、そこから負債総額を引いた純資産価値=買収価額を算出する方法を採用している。最終的にはこの結果と現在株価を比較して実行の可否を決める。この被買収会社の企業価値の算定方式は、純資産価値=株式の価値を直接算出するのではなく、企業全体の生み出す将来キャッシュフローを資本コストで割引いて企業価値を算出する方式になっており、この点では株式の擬制資本化と同一の方式が、あたかも企業の売買の場合にも適用されているように見える。ここに、企業売買への信用制度の侵食を見ることができる。

1980 年代に活発化した LBO と資本市場との関係に若干ふれておこう。LBO 活用の大型企業買収の例としては、1985 年のベアトリース・フーズの約 70 億ドル、1989 年の RJ ナビスコの約 264 億ドルがある。

LBO の仕組みを見ると、多くの場合、企業買収のために買手によって 100% 所有の持株会社が設立される。これは、ペーパー・カンパニーであり、買収資金の調達と被買収企業の株式買取りまたは資産譲受けを目的とする。このペーパー・カンパニーは、最終的には被買収企業と合併するので、被買収企業の合併前の資本構成に比較して、合併後はきわめて負債過多の財務リスクの高い資本構成に変容する。ペーパー・カンパニーの債務に依存した、レバレッジを効かした資金調達がそのまま合併した会社に移管されるからである。買収時に調達された借入金や社債の担保として、ペーパー・カンパニーの買収対象会社の保有資産やその生み出す将来キャッシュフローが差し入れられており、借入

金等の元利金の支払は、合併会社のキャッシュフローや余剰資産の売却によって行われる。

このLBO取引の際のフィナンシャル・パッケージをみると、通常エクイティ・ファイナンスの金額は、5-20%に限定される。この部分はLBOエクイティ・ファンドや現経営陣によって分担される。全体の50-80%は銀行等からの借入れ、残りの20-30%は劣後債や優先株発行による資金調達であり、この部分は生保、年金、メザニン・ファンドが消化する。債券格付けが投資適格以下のいわゆるジャンク・ボンドが、LBOで多用された。このパッケージから、利子生み資本、擬制資本証券に係わる契約内容の豊富さ、商業銀行、投資銀行のM&A案件のアレンジ能力の高さと、アメリカにおける資金ニーズ毎に存在する投資家＝貨幣資本家の層の厚さを読み取ることができる。

見方を変え、管理通貨制下で発生した現実資本の運動に吸収されない過剰な貨幣資本がM&Aに活用されており、またこのような余剰な資金を背景にして、商業銀行や投資銀行が利潤追及のためにM&A仲介活動を積極化させているといえよう。結果として、金融取引の肥大化が惹起されている。

IPO（株式新規公開；Initial Public Offering）に際しては、会社設立当初からの出資者＝株主の株式公開による創業者利得の回収が実現する。IPO時に株式を譲渡する出資者にとっては「公開時（あるいは譲渡時）株価－払込資本額（現実資本額）」が創業者利得になる。公開時株価は、投資家に譲渡する時に成立する擬制資本価格である。

創業者利得の取得に類似する行為にベンチャーキャピタルなどの投資がある。ベンチャーキャピタルやエンジェルなどの投資家は、創業時のみならず、公開までの過程で既発株式を取得するか、あるいは企業の新規株式発行に応じて（出資者として）株式を取得し、公

開時にこれを売却することによってキャピタルゲインを得ることを業としている。IPOによって、創業者利得が実現するとともに、株式流通市場の拡大、金融取引の肥大化が進展している。

日本では1994年の商法改正以来、自社株取得が可能となった。とくに、消却を要しない自社株である金庫株制度が2001年に導入されて以後、自社株買取りが盛んになった。アメリカでは早くからこの自社株取得が実施されており、1960年代には株式発行額を償還・買戻額が上回ったほどであった。この主要動機は、(1)収益の希薄化の回避、(2)ストックオプション用の自社株の確保、(3)自社の年金基金にはめ込む自社株の調達、(4)買収戦略のための株式交換用自社株調達、(5)余資運用目的、などであった⁽⁶⁾。

(3)、(5)では遊休貨幣資本の運用対象として自社株式が採用されているわけであるが、このような企業の資金調達や運用といった株式本来の活用方法以外に、(2)では従業員のインセンティブ報酬システム上のオプション行使に应ずるために自社株式の取得がなされている。また(4)では買収戦略上のいわば代金支払い手段として自社株式が利用されている。ここでは現実資本と分離された擬制資本株式が、あたかも貨幣のような機能をもつに至っている。

以上の動機に加え、1980年代以降には、株主への現金支払いの方法として、自社株取得の役割が大きくなっている。すなわち自社株式の買戻しは、マイナスの内部留保という意味で配当の一形態であり、株主への利益還元の一方式とみなされているのである（ただし、配当は全株主への一律の分配を前提にするが、自社株購入に应じるか否かは株主に選択権がある）。また買入れ株式を消却すれば、減資（マイナスの時価発行）となる。MM理論に従えば、自社株買回によって資本構成を変えることはできるが、企業価値には影響がない。上述の動機(1)に付言

すると、1株当たり利益は自社株買入れによって上昇するが、企業の実態的な価値は変化がないので、自社株買いは株価には中立的である。

ただし、株式の擬制資本化は、「配当という一定で定期的収入」の市場平均利子率による資本還元によって成立しており、既存株主のみを相手にし、何時どのような規模で発生するか分からない自社株買いは、上記の擬制資本化の対象になる配当とは異なった存在である。したがって、自社株式の買入れは、擬制資本株式が成立した後に発生した、遊休貨幣資本家と化した株式発行企業の、過剰な貨幣資本の運用形態と解釈できよう。

いずれにせよ、IPO、M&A、自社株取得は、社会的に生み出された貨幣資本の蓄積を基礎に展開されているが、またその運動自体が、あらたな利子生み資本や擬制資本の多層的で高次元の運動を生み出している。

おわりに

現在の擬制資本証券市場は、デリバティブと証券化という特徴的な2つの手法を取込みながら発展している。この両者の特徴を信用理論研究の観点からみると、まずデリバティブの分野では、①将来キャッシュフローの受け手と出し手との間に現在価値上の等価交換がなされていることが前提となっており、②その等価交換であるとする評価の手法には、将来キャッシュフローの割引現在価値化の手法が用いられていることが確認された。これは、擬制資本化の手法が最近の金融イノベーションの中に侵入した姿、と見ることもできよう。

また、証券化の分野においても、証券価格評価に際し、担保となる金融資産（債権が主）がもたらす（予測された）将来キャッシュフローの割引現在価値化の手法が使われている。そして、発行された証券は既存の債券市場を中心に

した擬制資本証券市場に組込まれている。これは、マルクスが原論的に想定した、「反復した定期的収入を利子率で資本還元して得られるという擬制資本概念」を乗越えて、現在の擬制資本の運動が展開されている証と捉えることができる。

さらに、デリバティブは今や金融手段としては欠くべからざるものになっており、証券化等の金融取引がデリバティブの存在を前提に、すなわち両者が組合わされて、促進されている。この点で、デリバティブは、擬制資本証券市場の拡大、現実資本から自立した金融取引の肥大化を側面から支援しているといえよう。

また、現在のM&A、IPO（株式公開）、自社株式の取得は、このような擬制資本証券市場のうねりと金融取引の肥大化、過剰な貨幣資本の蓄積を前提に展開されているのである。

注

- (1) 手形再割引に際し、貸付け可能資本の移転が有価証券である手形の売買と観念されるようになる（たとえば川波洋一『貨幣資本と現実資本』有斐閣、1995、90ページによれば、「本来の貸付け可能な貨幣資本が表面にあらわれず、また手形の容易な換金性によって、手形市場では手形それ自体があたかも貨幣資本であるかのように見えてくる。ここに、単なる貨幣債権が貨幣資本に擬制されてくる第一歩がある。」）。
- (2) 川波洋一『貨幣資本と現実資本』有斐閣、1995年によれば、独占資本主義下においては、預金債務の貸付＝銀行信用の自律的拡張は、その支持装置として担保が、物的資産担保、人的担保、金融資産担保から収益担保へと形態転化あるいは制度分化することによって、それぞれの段階、局面の制約を打破しつつ推進されている。
- (3) 荒巻正雄「金融資本と信用制度」、竹村脩一・玉野井昌夫編『金融経済論』第4章、有斐閣、1978、102ページ。
- (4) 深町郁彌『国際金融の時代』有斐閣、1999、146ページ。

- (5) R. C. マートン「数理モデルの金融実務への影響」
マートン・大野克人編『金融技術革命』東洋経済新
報社, 1996 年, 第 2 章, 60 ページ。
- (6) 日本証券経済研究所『アメリカの公社債市場』
1975 年, 488 ページ。