

証 研

レポート

No.1615

2003年2月

ドイツ取引所の上場制度再編

～ノイエ・マルクト消滅の意味するもの～ 二上季代司（1）

機関投資家とオルタナティブ投資

三木 まり（11）

ITバブル期の米国企業金融

伊豆 久（23）

財団法人 日本証券経済研究所

<http://www.jsri.or.jp>

ドイツ取引所の上場制度再編

ノイエ・マルクト消滅の意味するもの

二上季代司

ドイツ取引所は、昨年秋に、新興市場としてとりわけ評価の高かったノイエ・マルクトを二〇〇三年末に閉鎖することを決めた。その後、年末にかけてノイエ・マルクトを含む上場制度の全面的な再編計画案とそのためのフランクフルト証券取引所規則改正案⁽¹⁾を発表した。世界的なＩＴバブル崩壊の中で、ドイツのノイエ・マルクトも相場場の下落、出来高やＩＰＯ件数の劇的な減少を蒙り、その閉鎖の一報が届いた当初は、ドイツ取引所の挫折と受けとめられたのである。ところが、再編計画を検討すると、むしろそのしたたかな戦略性を感じさせられる。そしてまた、この戦略性の発揮にはドイツの特異な取引所法制が寄与している面があるように思われる。そこで、以下では、これまで明らかとなっているドイツ取引所の上場制度再編計画を概観するとともに、迂遠のようであるがドイツの取引所法制にも言及してみたいと思う。

1 上場制度再編の内容

これまで明らかとなったドイツ取引所の上場制度再編の中身を見ると、その内容は次の三つの分野、すなわち、市場セグメント、指数フレームワーク、指定スポンサー制度、にわたる改革より成り立っている。

(1) 上場セグメントの改革

フランクフルト証券取引所の市場区分は、主として大企業向けの「正式市場」(Amtlichen Markt)、中堅企業向けの「規制市場」(Geregeltten Markt)、外国企業やカバードフランクが多い「自由市場」(Freiverkehr)の三つに分かれている。この三市場はドイツにおける取引所の根拠法となっている「取引所法」(第三章、第五章)に基づくものであって、いわば公法上の市場区分である。ところが、これと並んで、フランクフルト証券取引所の経営主体であるドイツ取引所が私法上の契約にもとづいて設定している市場区分がある。これが「ノイエ・マルクト」(Neuer Markt)とS M A Xである。

すなわち、「規制市場」の上場企業のなかで、透明性や開示の上で国際基準を満たした成長企業や外国企業向けに作られた市場区分が「ノイエ・マルクト」である。他方、「正式市場」や「規制市場」の上場企業のうち、小規模企業、外国企業を集めた一つの特質のある市場区分がS M A Xであり、これも国際基準に照らした透明性、開示の条件を満たした銘柄群である。すなわちノイエ・マルクト、S M A Xの銘柄群は、正式市場あるいは規制市場の上場基準を満たした上に、それに追加して次のような国際標準の透明性・開示要件を満たしていなければならない。すなわち、

- 1 上場目論見書および連結財務諸表に国際会計基準(または米国会計基準)を採用。
 - 2 年次報告書、半期報告書のほか四半期報告書の公表。
 - 3 年一回以上のアナリスト会議の開催。
 - 4 重要情報の適時開示は英語で行う。
- などである。

今回の市場セグメント改革の要点は、フランクフルト証券取引所規則（FWB規則）を改定し、正式市場と規制市場それぞれを、さらに「ジェネラル・スタンダード、General Standard」と「プライム・スタンダード、Prime Standard」に細分し、プライム・スタンダードに上場する企業には、ジェネラル・スタンダードへの上場要件に加えて、次のような国際的に受容可能な透明性・開示要件を課したのである。すなわち、

1 上場目論見書および連結財務諸表に国際会計基準（または米国会計基準）を採用（FWB規則六二条、七七条）。

2 年次報告書、半期報告書のほか四半期報告書の公表（FWB規則六三条、七八条）。

3 会社の重要日程の開示（年次株主総会や貸借対照表の記者発表など、FWB規則六四条、七九条）

4 年一回以上のアナリスト会議の開催（FWB規則六五条、八〇条）。

5 重要情報の適時開示は英語で行う（FWB規則六六条、八一条）。

などである。この結果、同様の透明性・開示要件を課して来たノイエ・マルクト、S M A Xは「正式市場」および「規制市場」の細区分である「プライム・スタンダード」に発展的に解消されることとなったので、両市場区分は二〇〇三年末に廃止されることになるが、それまではこの一年間に限って経過措置として並存することになる。なお、ノイエ・マルクト、S M A Xの銘柄は、すでに正式市場あるいは規制市場の上場要件を満たしているのであって、両市場が閉鎖されても、正式市場あるいは規制市場の「ジェネラル・スタンダード」もしくは「プライム・スタンダード」の上場企業として引き続き取引されることになり、上場企業としてのステイタスや市場流動性を失うわけではない。

(2) 指数フレームワークの改革

これに伴って、これまでの株価指数の枠組みも大幅に変更することになった。従来の株価指数は、正式市場や規制市場の相場欄から計算された株価指数（DAX三〇、MDAX七〇、DAX一〇〇）のほか、ノイエ・マルクトの相場欄からは別の株価指数NEMAX五〇、NEMAXAllShare、そしてSMAXの相場欄からはSMAX、SDAXが計算されてきた。既述のように、ノイエ・マルクトの上場企業は同時に「規制市場」に、SMAX上場企業は「正式市場」あるいは「規制市場」に属しているのであるが、価格決定にさいしては正式市場、規制市場の相場欄からはずされ、ノイエ・マルクト、SMAXの相場欄に移され、それぞれのフレームワークの中で株価指数が計算されてきた。

ところが、市場セグメントの変更により、従来の指数フレームワークを破棄し、プライム・スタンダード銘柄を対象に新しい指数フレームワークを作ることとなったのである。変更のポイントは以下のものである。すなわち、プライム・スタンダードに上場される銘柄群の中から時価総額と出来高を基準に、

- 1 DAX三〇を計算。従来と同様、ブルーチップ三〇銘柄で構成され、変更なし。
- 2 DAX三〇以下のものは伝統的（Classic）セクターとテクノロジ（Technology）セクターに二分。
- 3 MIDAXは伝統的セクターとして計算、銘柄数は七〇から五〇へ減少。
- 4 SDAXは従来と同様にMIDAXのすぐ下にくる中小規模の銘柄五〇で構成。
- 5 以上に対して、テクノロジセクターとして新たにTecDAXを上位三〇銘柄で新設。
- 6 他方、プライム・スタンダードの全銘柄を一八の産業別に分類し、一八のセクター指数を新設する。
- 7 なお、二〇〇四年末までの経過措置として、ノイエ・マルクトの五〇銘柄で計算してきたNEMAXは引

き続き計算、配信されることになる。理由として、この指数に基づく金融商品の継続を保証するため、とされる。

(3) 指定スポンサー制度の改革

なお、Frankfurt証券取引所では、立会場取引のほか電子取引システムXetraを利用した継続売買が行われているが、プライム・スタンダード上場の要件としてXetraでの継続売買における流動性確保を挙げている。この観点から、これまでの指定スポンサー制度(Designated Sponsor)⁽²⁾を次のように変更することとなった。

従来は市場セグメント別に指定スポンサーを義務付けてきたのである。例えば、ノイエ・マルクト上場には二社、S M A X上場には一社の指定スポンサーが必要である。ところが、市場セグメントならびに指数フレームワークの変更に伴って、流動性指標を基準とするものに変更され、カテゴリーAは、指定スポンサー不要、カテゴリーBは一社以上の指定スポンサーを義務付け、となった。なお、流動性指標として、Xetra Liquidity measure⁽³⁾が一〇〇ベースポイントより大きいか小さいか、一日平均の出来高が二五〇万ユーロより多いか少ないか、で分ける。どちらの指標も大きいとカテゴリーA、それ以外はBとなる。

2 上場制度の「二重性」 Frankfurt証券取引所とドイツ取引所

以上が、今回のドイツ取引所上場制度再編の大略である。次に、そのもつ意味について検討すべきであるが、その前にFrankfurt証券取引所とドイツ取引所の関係について言及しておかなければならない。というのは、

ドイツの上場制度（あるいは市場セグメント）には公法に基づくもの（Public law base）と私法に基づくもの（Private law base）があつて、二重性を帯びているからである。

すなわち、従来までは正式市場、規制市場、自由市場の三分とノイエ・マルクト、S M A Xの二区分があつたのであるが、これらはどのような関係にあるのかといへば、次のようである。前二者は「取引所法」に根拠を置くいわば「公法」上の区分であり、その上場承認主体はフランクフルト証券取引所の機関である。すなわち正式市場の場合は同取引所の Zulassungsstelle（上場認可委員会）、規制市場の場合は Zulassungsausschuss（上場審査委員会）が上場を承認することとなっている。これに対し、自由市場やノイエ・マルクト、S M A Xの場合は、フランクフルト証券取引所の経営主体であるドイツ取引所（Deutsche Börse AG）の取締役会が上場の可否を決定する。したがつて、上場承認や上場契約遵守についての司法的效果（訴訟当事者能力）は正式市場、規制市場と自由市場やノイエ・マルクト以下では違つてくることになるのである。なぜ、このようなことになっているのかといへば、ドイツにおける取引所制度の歴史的経緯に由来する。

ドイツにおける取引所法制は、取引所法（一八九六年施行）が基本法であるが、同法は取引所を州政府の認可制としているものの法律的な定義をしていない。その理由として、一九世紀プロイセンによるドイツ統一以前において既に各連邦に複数の取引所が並立していたうえにその機構や取引条件が異なっていたため、立法者は必要最小限にとどめた法律を規定するように努めたから、とされている。⁴⁾したがつて、ドイツでは取引所は商取引を容易に行つたための「集會」であつて、それ自体は権利主体ではないとされる。⁵⁾もつとも権利主体ではないといつても、取引所の一切の管理業務（会員にあたる入場者の選抜、取引所価格決定、証券の上場とその管理など）は取引所理事会、名譽裁判所、上場認可委員会などの取引所機関の自治によつておこなわれる。このため、取引所

管理上の措置は、取引所認可それ自体が州政府による権利設定行為であることから「行政行為」とみなされ、これら取引所機関は行政訴訟当事者とみなされるのである。⁽⁶⁾

他方、集会としての取引所を開催し、その実行を保障する経営主体（「Träger」）が取引所機関とは別に必要となり、この経営主体が私法上の訴訟当事者となる。フランクフルト証券取引所の場合、以前は商工会議所がその経営主体にあたっていたのである。しかし、一九八〇年代に入って、商工会議所の財務では電子取引のための膨大なシステム投資を遂行するには不適切であり、そこで一九九〇年ごろに株式会社組織のドイツ取引所を設立、これが現在ではフランクフルト証券取引所の経営主体となっているのである。そしてドイツ取引所自体は、各業務（現物株運営部門、情報プロダクツ部門、デリバティブ運営部門、システム部門、決済部門）を子会社とする持株会社となっており、今回の改革案では、主として現物株部門、指数計算を行う情報プロダクツ部門が関わってくることになる。

3 上場制度改革の意味するもの

以上のことを踏まえた上で、今回の上場制度改革の意義を評価すれば、どのような教訓が得られるであろうか。ドイツ取引所自身は、今回の改革によって「公法と契約的規則に基づいたパッチワークのような多数の市場、市場セグメントと各指数がよりクリアで一貫性の高いものになる」と主張している。⁽⁷⁾ノイエ・マルクト、S M A X という市場区分はこれまで私法上の契約的規則に基づくものであった。今回、その国際的な透明性・開示要件を正式市場および規制市場のサブ区分、プライム・スタンダードに取り入れたことで、この国際標準の要件は公法に基礎をおくものに昇華することになり、これまでと比較して法的安定性が高まるという効果があった。

他方、大方の見方は、ITバブル崩壊後のノイエ・マルクト市場不振によって発行会社、投資家の期待感が喪失したことに對する対策だ、というものである。しかし、これに對しても、指数フレームワークを一新することによって、ノイエ・マルクトを対象としたNEMAX（これは二年後に亡くなる）に代えて新しいTeEDA Xや一八のセクター指数を新設、投資家、発行会社にアピールしていこうとしている。単に発行会社や投資家へのアピールというだけではなく、これら指数は外部のベンダーなどに配信されて情報生産部門の収入となるほか、それがデリバティブや上場投信の原資産となつてドイツ取引所の現物取引部門やデリバティブ部門の収入に貢献する、という因果関係にもなつてゐる。

記述のように、ドイツではその特異な取引所法制によつて、当初から期せずして「自主規制機関」である証券取引所機関（取引所理事会や上場認可委員会など）と経営主体あるいは運営主体（ドイツ取引所）とが分離されている。そのことが時にパッチワークのような上場制度の原因となるのだが、反面では新指数や新商品を運営主体が開発する際の裁量性を高め、弾力的に戦略を立てることに役立つといえるのではなからうか。

参考文献

- 1 *Rules and Regulations Neuer Markt (FWB 09e)*, July 1, 2002.
- 2 *Conditions for Participation in SMAX (FWB 11e)*, July 1, 2002.
- 3 *Rules for the Regulated Unofficial Market on the Frankfurt Stock Exchange (FWB 10e)*, September 2, 2002.
- 4 *Deutsche Börse, Stocks & standards: Cash market - New admission standards and indices create Europe's most transparent stock market*, November 25, 2002.

- 5 Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse (FWB 01), January 1, 2003. (フランクフルト証券取引の改正規則)
- 6 ハイנטツ・プレーマー著、河本一郎・正亀慶介訳「ドイツ取引所法」、『証券研究』三〇巻、一九七一年、六二ページ。
- 7 ヘルベルト・シュリヒト(フランクフルト証券取引所理事長)「ドイツ証券取引所の現状」、『証券経済時報』一七巻二号、一九七七年。

8 ドイツ「取引所法」(一九九八年九月改正)(邦訳、日本証券経済研究所「外国証券関係法令集 ドイツ」二〇〇二年一月、所収)

注

- (1) フランクフルト証券取引所の改正規則はすでに二〇〇三年一月一日から施行されている。
- (2) 流動性を付与するため当該銘柄に割り当てられた会員業者が値付けを行うもので、フランクフルト証券取引所におけるマーケットメイカー制度とでもいふべきものである。通常は上場時の主幹事銀行が担当する。
- (3) この指標は成り行き注文を入れたと仮定した場合の出来値とそのときの最良気配の平均値との差額である。小さければ流動性が高いこととなる。(Deutsche Börse, Stocks & standards: Cash market: New admission standards and indices create Europe's most transparent stock market, November 25, 2002)
- (4) ヘルベルト・シュリヒト(フランクフルト証券取引所理事長 当時)「ドイツ証券取引所の現状」、『証券経済時報』一七巻二号、一九七七年。
- (5) ハイנטツ・プレーマー著、河本一郎・正亀慶介訳「ドイツ取引所法」、『証券研究』三〇巻、一九七一年、六二ページ。
- (6) 例えば、取引入場(会員)への申請を不当な理由で拒否されたときは取引所理事会を、あるいは発行会社が上場を不

当な理由で拒否されたときは上場審査委員会を訴えることができる。

(7) Deutsche Börse, *ibid.*

(8) 二〇〇一年業績でドイツ取引所 A G の Information product Division の収入は一億九九〇万ユーロを記録し、全収入の一四・四%を占める(同マニュアルレポートより)。

(にかみ きよし・主任研究員)

機関投資家とオルタナティブ投資

三木 まり

1 はじめに

米国の機関投資家はこの一〇年で投資額を劇的に増加させてきた。一方、オルタナティブ（代替）投資のよう
な様々な投資手段もその比率を高めている。¹⁾

オルタナティブ投資を厳密に定義することは難しい。伝統的投資以外の投資スタイルという説明の他に、実務的には、伝統的投資スタイルのパフォーマンスとの相関性が低い投資スタイルを総称しているともいう。オルタナティブ投資の使用が先行している米国では、プライベート・エクイティとヘッジファンドがオルタナティブ投資の根幹をなしているという。特に、市場環境の厳しい最近では、絶対リターンを追求するヘッジファンドに大きな関心が集まっている。

そこで、ここではこうした環境を背景に、オルタナティブ投資の概略について紹介することにした。

2 オルタナティブ（代替）投資とは何か

（1）オルタナティブ投資の定義

まず、オルタナティブ投資の定義についてであるが、オルタナティブ投資については確立した定義は見られない。広義のオルタナティブ投資（表1）と狭義のオルタナティブ投資としてカルパースのようにプライベート・

エクワイティと天然資源に限るものがある⁽²⁾。

複数の識者の定義を参考にすると、「伝統的な投資資産（株式、債券など）に対して相関が弱く、及びかつ、流動性、市場性が低いハイリスク・ハイリターン型の投資資産」とされる。具体的には、ベンチャー・キャピタル、LBO（Leveraged Buyout Funds）未公開株式（private equity）、メザニン・ファイナンシング（mezzanine financing）コモディティ（commodities）、石油・ガス・プログラム・森林事業（timberland）等への投資が該当する。

次にオルタナティブ投資を二つのカテゴリーに分けることが可能である。第一に従来の投資対象とは異なるものに投資するというものである。このタイプのオルタナティブ投資は、非効率性の残っている市場へ投資を行い、投資機会の拡大により収益を狙うものである。このタイプのオルタナティブ投資は、必ずしも市場で値段がついていなかったり、流動性が低いものに投資を行うことがあり、長期投資の前提となるものである。

第二は、投資手法とは異なる運用手法をとるものを指し、例えば、売り持ちのポジションを積極的にとったり、デリバティブを用いた運用を行うことによって、市場リスクを低減したり、投資効果を拡大させるものである。

表1 広義のオルタナティブ投資

(1) 非伝統的資産 / 非流動性	(2) 非伝統的資産 / 流動性
(a) 不良債権	(i) マネジド・フューチャーズ (商品ファンド)
(b) エマージング・マーケット 株式・債券	(j) コモディティ
(c) バイアウト・ファンド	(k) 通貨
(d) ベンチャー・キャピタル・ファンド	(l) ヘッジファンド
(e) メザニン・ファンド	(m) 資産担保付証券 (ABS)
(f) 石油・天然ガスファンド	
(g) 不動産	
(h) 森林資源	

(原資料) ("Alternative Investment Strategies" Alternative Investment Management Association編, Euromoney Books刊 (出所) 穴井 (2000), p.2.

(2) オルタナティブ投資のメリット

オルタナティブ投資のメリットとしては、従来のアセットクラス、投資手法との低い相関、従来のアセットクラス、投資手法にはないリスク/リターンが挙げられる。

については、従来のアセットクラス、投資手法との相関性が低いため、ポートフォリオの分散化を図ることができる。また、ヘッジファンドのように株式相場下落局面においても空売りの活用により逆にプラスのリターンを上げ、株式相場下落局面のリターンへの影響を低減させる効果が期待できるものである。

に関しては、例えば空売りの活用によって市場リスクをコントロールしながら投資機会の拡大を狙った運用を行うマーケット・ニュートラル・ファンドをポートフォリオに組み込むことによって、ポートフォリオの効率化(リスク調整後のリターンを向上)を図ることができる。

また、株式が公開されるであろう有望なベンチャー企業への投資を行うベンチャー・キャピタル・ファンドを組み込むことによって、ポートフォリオの収益率の向上を期待することができる。

(3) オルタナティブ投資の留意点

オルタナティブ投資には以下の三つのリスクがあると考えられる。運用機関の管理に関するプロセスで生じる管理プロセス・リスクである。これは、オルタナティブ投資の時価評価が難しい点や、リターンやリスクの定量化が難しいこと、その運用の専門性が高いことからモニタリングしにくいため生じるリスクである。流動性リスクである。これは資産の流動性が低く、一度投資を行うと解約が困難なために発生するリスクである。資産規模リスクとは、資産の増加が、非効率、投資機会の減少を招き、パフォーマンスに影響を及ぼすというもの

である。

3 オルタナティブ投資の現状

(1) 不動産投資

不動産投資の種類は実物不動産への投資と証券化商品への投資の二種類がある。

実物不動産への投資は、一般に取引額が大きく、流動性も低く、取引が不透明で極めて専門性が高い。

証券化商品への投資については、まず基本的構造として、不動産を一旦投資ビークル(SPV)に移し、それを資産として債券や株式を発行する。SPVとしては、特定目的会社(SPC)信託、組合、投信が使われる。投資家はSPVによって小口化された証券を購入することとなる。この証券化のプロセスによって、投資金額は、小口化され、適切な評価が行われ、情報開示によって透明性が増すと考えられている。

証券化商品もさらに債券型と株式型の二種類に分類できる。

債券型としては、住宅ローンであるモーゲージ、複数のモーゲージをプールし格付けを付け直したMBS、商業用不動産を対象にしたCMBISなどがある。株式型としては不動産投資信託(REIT)、米国内では、REIT内でもモーゲージ型、株型、その中間的なハイブリッド型があり、投資対象もオフィス、ショッピングセンター、住宅、ホテルなど多様なものがある。米国では、REITの銘柄数は二〇〇超におよび、市場規模は二〇〇〇年三月末時点で時価総額約二二〇〇億ドルに及んでいる。

日本では、二〇〇〇年一月三〇日の「投資信託及び投資法人に関する法律」の改正施行によって、投資信託の運用対象が従来の「主として有価証券」から、不動産を含めた幅広い資産へ拡大された。

(2) ベンチャー・キャピタル・ファンド

ベンチャー・キャピタル・ファンドとは、株式が公開されるであろう複数の有望なベンチャー企業に投資を行い、株式公開による収益を狙うファンドである。日本のベンチャー・キャピタル・ファンドは投資事業組合による投資という形で行われる。その規模は、一九九八年三月末時点で二一一本、六九〇〇億円程度となっている。

法制度としては、投資事業有限責任組合法が一九九八年一月に施行された。これにより、有限責任組合員の出資の価額を限度とするという投資家の有限責任、及び財務諸表の作成と監査を受ける義務などの情報開示の徹底が明文化され、以前に比べ投資が行いやすくなった。ただし、二〇〇二年度中小企業白書をみれば、ベンチャー・キャピタルや投資事業組合等からの創業時の出資は〇・七％にまだ過ぎないというのが実状である。

ベンチャー・キャピタル・ファンドは、株式、債券に比べてリスクは高いものの、高いリターンを有しており、長期的にみると運用利回りの向上の一手段となり得る。また、株式、債券といった伝統的な資産との相関は低く、ポートフォリオの分散の効果が期待できる。

米国の投資事例をみれば、一九七八年のERISA法（従業員退職所得保証）の改正により、年金基金のベンチャー・キャピタルを含めたプライベート・エクイティへの投資が可能になった。米国では、年金基金のオルタナティブ投資では、ベンチャー・キャピタルの利用の割合が最も高く、その配分比率も高くなっている。

しかし、ベンチャー投資における留意点としては、以下の四つが挙げられる。第一に倒産リスクが高いこと、第二に、事業が立ち行かなくなり、実質的に活動が行われなくなった場合（リビング・デッド）、投資資金の回収や損益決算処理が出来なくなる場合がある、第三に、投資初期の段階ではパフォーマンスはマイナスで、ファンドのパフォーマンスがプラスになり始めるのは、株式を公開できる企業が出始めてからの中期以降で十分に収

益化するには一〇年近くかかる、第四に、運用の途中段階では運用資産の時価評価が難しいことから、投資が終了するまで、正確なリターン及びその変動を把握しにくいなどの点である。

これらのことから、ベンチャー・キャピタル・ファンドの投資期間としては、長期投資が前提であり、そのため、機関投資家の中でも投資期間の長い年金基金にとって適した投資であるといえる。しかし、そのリスクは上場株式などと比べて高く、資産の流動性の面でも一度投資すると解約が難しいなどの点に留意する必要がある。

(3) マネージド・フューチャーズ

マネージド・フューチャーズとは、金融商品、農作物、工業製品、天然資源、エネルギーなどさまざまな上場商品を投資対象とし、先物、オプションによる取引によって運用を行うものをいう。

(投資対象) ・ 各国通貨

- ・ 金融先物 (株価指数、債券先物)
- ・ 貴金属 (金、銀、プラチナ、パラジウム)
- ・ 非鉄金属 (アルミニウム、銅、亜鉛、鉛、ニッケル)
- ・ エネルギー (原油、灯油、ガソリン)
- ・ 農産物 (大豆、トウモロコシ、小麦)
- ・ 畜産物 (豚、牛)
- ・ ソフト・コモディティ (ココア、コーヒー、砂糖、オレンジ) 等

また、投資手法はファンダメンタルとテクニカルによるものが存在する。

運用スタイルとして、コンピューターの指示によって売買を行うシステムティック型と、運用者の経験と予測に基づいて売買を行う任意裁量型がある。

どちらの運用スタイルでも、先物売買の運用を行う商品投資顧問業者は、上げ相場で買い、下げ相場で売る順張りを行うものが多く、市場が不規則に上下するときに損失をもたらす可能性が高いことに注意する必要がある。

先物取引はレバレッジが高くなり運用のリスクが大きくなる傾向にあるため、運用管理会社（CPO: Commodity Pool Operator）が、商品投資顧問業者（CTA: Commodity Trading Advisor）を複数選定し資金の割当てを行うことによってリスク分散する。このような運用管理会社を介することによって、運用手数料は割高になつてしまつが、ポジションの値洗い、証拠金の使用状況、パフォーマンスのボラティティーなどの日々の監視を委託することができる。

また、マネージド・フューチャーズは他資産と比べて年間の平均リターンは債券とほぼ同等、リスクについては株式とほぼ同等である。ただし、株式、債券といった他資産との相関は低く、ポートフォリオへの分散効果が期待できる。これは、マネージド・フューチャーズの収益の源泉が、世界的規模における商品の需給の差による価格変動にあるためといえる。

米国では、ブラックマンデーに驚異的なパフォーマンスを上げたことを契機に残高が急増し、年金基金の投資実績も報告されている（例：バージニア州退職年金基金）。しかし、米国でも、機関投資家、年金基金は、マネージド・フューチャーズへの本格的な参加に至っていない。その理由として、高い手数料、煩雑な管理、レバレッジの高い運用、にあると考えられる。

日本では、マネージド・フューチャーズは、商品ファンドとして知られている。一九九二年に施行された商品ファンド法により国内での組成が可能になった。

設立形態としては、組合型のリミテッド・パートナーシップ（LPS）型と匿名型および信託型があり、前者は日本の法律にない海外で設定されるものであるのに対して、後者は日本の商法にのっとったものである。組成内容については、金現先取引や欧米銀行の信用状による安定運用部分のある元本確保型と安定運用部分のない積極運用型あり、組成内容によってリスクの大きさが異なる。

欧米では積極的運用型が中心であるのに対し、日本では、比較的リスクの小さい元本確保型が中心となっている。

（４）ヘッジファンド

ヘッジファンドは、さまざまな運用手法をとり、相場状況によらず、絶対リターンを追求するファンドとして特徴づけられる。

運用手法の特徴として、三点挙げられる。まず第一は、市場リスクの低減である。買い持ちと売り持ちのポジションを合わせるにより市場リスクを低減させる。第二に、投資効果の拡大である。現物資産などを担保にした資金や有価証券の借入を行ったり、先物やスワップなどのデリバティブを活用し、レバレッジを利かせた運用を行うことである。第三に、機動的な投資である。非効率なマーケットやニッチ・マーケットに投資し、環境変化に機敏に対応するという特徴をヘッジファンドは有する。

米国内においては、非常に柔軟な契約構造をとることが多く、米国内においては、一般に私募の投資契約（リ

ミテッド・パートナーシップ)をとる。ケイマン、バハマ、バミューダ等の税制上、規制上有利なオフショア金融市場にファンドが設立されることがある。さらに、一本あたりの資産額は全体の約七割が五〇〇〇万ドル未満となっており、ミューチュアル・ファンドと比較して規模は小さい。

ヘッジファンドについて高いレバレッジを用いているという認識が広まっているが、実際には、約三割がレバレッジなし、多くのファンドでレバレッジは二倍以下になっている。グローバルなマーケットでの金利、為替の方向性に、何十倍もの高いレバレッジで大きく賭けた投資を行うファンドは、一部にすぎない。

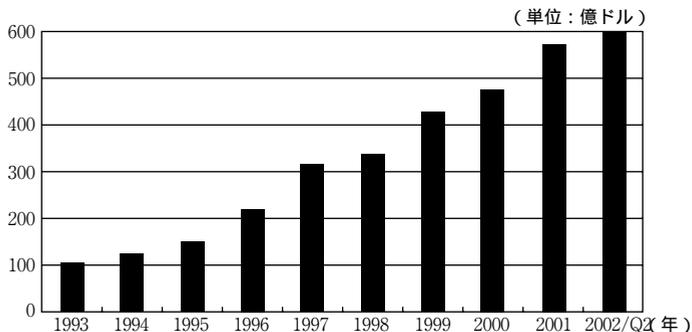
ヘッジファンドのカテゴリは、表2のように一般に分類される。また、ヘッジファンドの規模は、図1のように一九九九年代後半より増大していることが伺われる。

3 オルナタティブ投資に伴う留意点

オルナタティブ投資については、既存ポートフォリオとの低相関による効率的フロンティアの引き上げ効果に期待するにしても、以下のようなリスクがあることに留意し、慎重な対応が必要である。日本の厚生年金基金連合会も基金の運用についてのガイドラインにオルナタティブ投資の運用を基礎に組み込むようになったが以下の点について留意を促している。³⁾

- ・ 情報開示が必ずしも十分でなく(ヘッジファンドの場合は成績の良くないファンドのデータは集計されない傾向がある)、過去データの蓄積も少ないことから、リスク特性が不透明である。
- ・ リスク・リターン⁴⁾の定量化が非常に難しく、リターン⁴⁾の推計は小さいめに、リスクの設定は大き目に、つまり数字の推計は堅めに見るべきである。

図1 ヘッジファンド・ユニバースの規模



米国内ファンド	ファンド数	1999	2000	2001
	預かり資産 (億ドル)	4,150	4,250	4,400
オフショア・ファンド	ファンド数	2,050	2,250	2,600
	預かり資産 (億ドル)	2,250	2,400	2,850
総計	ファンド数	6,200	6,500	7,000
	預かり資産 (億ドル)	4,800	5,200	6,000

(原資料) Van Hedge Fund Advisors International Inc.

(出所) 山内 (2002)。

表2 ヘッジファンドのカテゴリー

カテゴリー	投資戦略内容
マーケット・ニュートラル	買い持ちと空売りのポジションを組み合わせることで市場リスクを中立にする。
イベント・ドリブン	買収や倒産、組織の分離などの経営状況の変化の発生または発生予想に基づき投資を行う。そのため、市場の動きに大きく影響されない。
ロング・ショート	割安の証券を買うと同時に割高の銘柄を空売りすることによって、市場リスクを低減させリスクをコントロールしつつリターンを上げる。
フィクスト・インカム・アービトラージ	関連のある債券間のミスプライスを見つけ、債券間の裁定によりリターンを上げる。
コンバーティブル・アービトラージ	同じ会社が発行する株式と転換社債間の価格の歪みに注目し、裁定によりリターンを上げる。
グローバル・マクロ	世界の各主要市場に着目して、そこで起こるであろう事象 (通貨価値、金利の変動、政府の政策変更、経済状況の変化他) を予測して、その変化を投資機会として取り込む。ソロスのファンド運用手法として知られ、数は少ないが、1ファンド当たりの規模は大きい。
ショート・セリング	テクニカルないしファンダメンタルな観点で割高と見なされる証券を空売りする。
エマージング・マーケット	発展途上国の債券や株式への投資を行う。
ファンド・オブ・ファンズ	各種のヘッジファンドへの投資を行い、リスクの低減をはかる。

(原資料) 野村証券金融研究所

(出所) 向井 (1999), p.20.

- ・運用開始後のリスク管理が困難であることから、組み入れ時の検証が重要である。
- ・中途解約が困難であり、できたとしても相当のコストが掛かることを覚悟しておくべきである。
- ・一般的に運用報酬は高く、ヘッジファンド、プライベート・エクイティでは成功報酬制になっている。
- ・ヘッジファンドの投資に際しては、パフォーマンス・データの不足、公開情報の少なさ、及び運用手法の複雑さなどの問題により、運用機関の選定が難しい。

4 おわりに

オルタナティブ投資は、今後の拡大が見込める分野であるが、日本ではまだ黎明期といえる。しかし、株安や長引く低金利で運用環境が悪化するなかで、相場変動に利回りが左右されにくいオルタナティブ投資商品での運用に踏み切る年金基金が増えていることが報告されている。⁽⁴⁾

オルタナティブ投資のメリットは、従来の投資との低い相関と従来の投資と異なるリスク/リターン特性である。しかし、実際の投資には、リスク/リターン特性、流動性、評価方法、運用コスト等について検討し、基金内のリスク管理体制を調えながら、明確な目的意識を持って、投資することが妥当か判断することが重要である。

注

(1) Goldman Sachs/Frank Russell Report による。一九九〇年代初期の段階では代替投資への投資はわずかなものであ

たが、一九九九年には免税機関による代替投資は一五二〇億ドルを越えていたという。

- (2) CalPERSは、二〇〇二年一月末時点でのオルタナティブ投資の規模は、六九億ドルで資産全体に占める割合は五・二%となっている。
- (3) 厚生年金基金『資産運用の基礎』(第二版)(厚生年金基金連合会、一四二―一四三頁)。
- (4) 『日経金融新聞』二〇〇三年一月二〇日。

参考文献

六井洋史「オルタナティブ投資概観」『オルタナティブ投資』第七回SAAJセミナー、社団法人日本証券アナリスト協会、二〇〇〇年五月。

淵田康之「オルタナティブ・インベストメント」、資本市場クォーターリ、一九九七年秋号。

矢野和之「米国の代替資産(オルタナティブ資産)の現状と課題」『ニューヨーク・レポート 九八』一九九八年三月三日。

山内英貴『オルタナティブ投資入門 ヘッジファンドのすべて』東洋経済新報社、二〇〇二年二月。

Thomas Schneeweis, Vassilios N. Karavas, and Georgi Georgiev "Alternative Investments updated Summer 2002," Alternative Investment Management Association (AIMA).

(みき まり・研究員)

ITバブル期の米国企業金融

伊豆 久

はじめに

ITバブル期における米国の企業金融といえば、自社株買い（と、その金庫株を使ったストックオプションや株式交換によるM&A）が最大のテーマということになるであろう。九〇年代の米国では、IT革命やニューエコノミー論を背景に株価が急騰する一方で、株式発行（増資）はそれほど伸びず、反対に自社株買いが増したため、株式市場を通じた資金調達（増資）はネットではマイナスであった。株式市場は企業の資金調達の場というよりもむしろ、金庫株を使ったストックオプションや株式交換によるM&Aを支えるインフラとして機能していたのである。⁽¹⁾

とは言え、米国企業、特にIT企業をその業種ごとに分けて見てみると、当然のことながら、自社株買いに積極的な企業ばかりでなく、反対に株式を使った資金調達（増資）に積極的な企業もあれば、債務を増やした企業、減らした企業と様々である。単に自社株買いが多いということではなく、ファイナンスの態様が、企業や業種の成長段階、信用リスクごとに明確に異なっている点、そこにこそ米国における企業金融の特徴があると考えべきであろう。

小稿では、こうした観点から、米国IT企業の資金調達の特徴を、BIS、FRB、日本銀行のレポート⁽²⁾によりながら、検討することとしたい。

1 米国IT企業の資金調達

はじめに、九〇年代後半におけるIT企業の資金調達を、全企業（金融を除く）との比較で概観しておこう（表1）。

ここからすぐにわかるのは、全企業の資金調達に占めるIT企業のウエイトが急速に増加していることである。九五年のIT企業の資金調達は二六〇億ドルで全体（二八五〇億ドル）の一四%を占めるに過ぎなかったが、ブームが頂点を迎えた二〇〇〇年上半期には二八%に達している。資金調達の方法を見ると、全企業では株式発行がネットでマイナス、つまり株式発行よりも自社株買いのほうが大きいのに対して、IT企業では株式発行が（特に九九年、二〇〇〇年には）重要な資金調達手段となっている。さらに、債務による資金調達を見ても、全企業では、債券発行と銀行融資がほぼ同じウエイトをもっているのに対して、IT企業では債券による資金調達が銀行融資を大きく上回っている。

IT企業への強い成長期待が、証券市場から巨額の資

表1 米国におけるIT企業の資金調達と設備投資（10億ドル）

		1995	1996	1997	1998	1999	2000 上半期 ¹⁾	2000 下半期 ¹⁾
IT企業 ²⁾	資金調達 ⁴⁾	26	25	40	56	129	157	96
	株式発行 ⁵⁾	4	11	0	-14	55	48	40
	債券発行	11	15	21	52	53	68	52
	融資等 ⁶⁾	11	0	19	19	21	41	4
	設備投資 ⁷⁾	83	88	110	117	131	161	193
全企業 ³⁾	資金調達 ⁴⁾	185	104	180	285	472	565	328
	株式発行 ⁵⁾	-42	-45	-87	-134	-10	28	-29
	債券発行	84	120	169	213	221	174	186
	融資等 ⁶⁾	143	29	98	206	261	363	171
	設備投資 ⁷⁾	564	619	700	750	784	848	883

1) 半期の数値を年率化。2) 通信、通信機器メーカー、コンピュータメーカー、ソフトメーカー、半導体メーカー、その他ハイテク電子メーカー、インターネット関連の各企業。3) 金融を除く。4) 資金調達はいずれもネットの数値。5) 外国企業による買収分を除く。ベンチャーキャピタルを含む。6) 銀行融資、C/P、ノンバンク融資など。7) ソフトウェア支出を除く。

(出所) Antoniewicz, R L, "Financing of Publicly - Traded New Economy Firms in the United States," April 2001.

表2 米国IT企業の資金調達（100万ドル）

		1995	1996	1997	1998	1999	2000 上半期 ¹⁾	2000 下半期 ¹⁾
通信 （投資適格）	資金調達	6,625	- 10,915	13,296	11,968	18,147	19,212	21,108
	株式発行 ²⁾	- 4,267	- 3,790	- 3,085	- 15,900	- 11,051	- 36,756	- 12,102
	債券発行	5,654	2,555	3,471	20,776	20,936	20,928	22,392
	融資等 ³⁾	5,238	- 9,680	12,910	7,092	8,262	35,040	10,818
通信 （投機的）	資金調達	4,287	13,620	15,823	28,178	34,939	44,649	2,224
	株式発行 ²⁾	664	3,728	1,239	657	12,435	16,076	1,062
	債券発行	1,882	5,068	8,194	18,347	15,669	18,698	7,382
	融資等 ³⁾	1,741	4,824	6,390	9,174	6,835	9,875	- 6,220
通信機器	資金調達	3,856	4,383	2,732	4,148	4,237	6,249	14,061
	株式発行 ²⁾	1,686	3,642	717	415	2,272	5,636	5,882
	債券発行	996	1,843	937	2,457	1,607	390	5,186
	融資等 ³⁾	1,174	- 1,102	1,078	1,276	358	223	2,993
コンピュータ （投資適格）	資金調達	- 3,243	- 3,748	- 14,093	- 23,334	- 21,648	- 34,468	- 4,827
	株式発行 ²⁾	- 7,197	- 9,726	- 17,055	- 23,704	- 26,880	- 39,088	- 17,397
	債券発行	1,878	4,556	3,786	4,092	5,768	8,448	12,906
	融資等 ³⁾	2,076	1,422	- 824	- 3,722	- 536	- 3,828	- 336
コンピュータ （投機的）	資金調達	8,010	10,306	4,422	10,492	23,788	59,376	15,038
	株式発行 ²⁾	6,547	5,538	1,122	96	16,385	44,148	13,470
	債券発行	713	691	3,728	4,402	3,367	13,294	5,144
	融資等 ³⁾	750	4,077	- 428	5,994	4,036	1,934	- 3,576
インターネット	資金調達	422	350	1,128	2,648	10,516	6,717	- 796
	株式発行 ²⁾	269	333	546	1,604	3,088	3,208	- 96
	債券発行	0	0	450	1,678	5,438	5,901	- 950
	融資等 ³⁾	153	17	132	- 634	1,990	- 2,392	250

1) 半期の数値を年率化。2) 公募増資から自社株買いと買収分を差し引いた額。外国企業による買収分を除く。3) 銀行融資、CP、ノンバンク融資など。

(出所) 表1に同じ。

金を呼び込んだのである。さらにIT企業を業種と信用リスクで分類して、それぞれの資金調達の特徴を見てみよう。

2 業種・格付けと資金調達

表2は、IT企業を四つの部門（AT&Tやワールドコムなどの通信会社、ルーセントやモトローラなどの通信機器メーカー、IBMやマイクロソフトなどハード・ソフトのコンピュータ・メーカー、AOLやヤフーなどのインターネット企業）に分類し、それぞれの資金調達状況を見たものである。

まず、資金調達の大きさを業種別に見ると、通信会社が最大となっている。投資適格の格付けを得ている通信会社では自社株買いも盛んであるが、それを上回る債券発行（と借入れ）で巨額の資金が調達されている。対照的なのは、コンピュータ・メーカー（投資適格）で、巨額の自社株買いを行った上で銀行融資も返済しており、債券の発行分を合わせても、資金調達はネットでマイナス、つまり内部資金を市場に還流していることになる。

また、ファイナンス状況の変動が最も激しいのはインターネット企業で、九五年に四億ドル余りに過ぎなかった調達額が、その後株式発行を中心に急増し、九九年には一〇五億ドル（二六倍）に達したかと思えば、二〇〇〇年下半期には逆に七億ドルの「返済」に転じている。

次に、通信業とコンピュータ・メーカーで、格付けによる違いを見てみると、両業種とも、投資適格の格付けを得ている企業は積極的な自社株買いを行い、反対にダブルB以下のそれに達していない企業は増資を繰り返していることがわかる。

以上のような特徴はどのような理由で生じているのであろうか。ファイナンス・パターンが全くの正反対、両

表3 米国IT企業の設備投資額

	1998	1999	2000	
			上半期 ¹⁾	下半期 ¹⁾
通信（投資適格）	59	63	74	90
通信（投機的）	14	22	32	34
通信機器	7	7	8	9
コンピュータ（投資適格）	21	21	22	34
コンピュータ（投機的）	15	15	20	22
インターネット	1	2	4	4
合計	117	131	161	193

1) 半期の数値を年率化。

(出所) 表1に同じ。

極に位置する投資適格のコンピュータ・メーカーとインターネット企業を例に整理してみよう。

IBMやマイクロソフトなどの優良コンピュータ・メーカーは、すでに潤沢な内部留保を蓄積している上、ハイテク企業とはいえすでに爆発的な成長期は過ぎていたため、設備投資のために外部から資金調達する必要がない。反対に、余剰資金を抱えていることは、ROEの低下、株価の下落、ひいては買収の脅威にもさらされることになる。したがって株主への還元が必要になるが、税制上有利であることその他、ストックオプションや株式交換を考えれば、権利落ちで株価を下げる配当よりも自社株買いが望ましいということになる。

これと正反対の特徴をもつのがヤフーやアマゾンドットコムなどのインターネット企業である。起業からまだ日が浅く、内部留保が十分でないどころか、多くの企業は每期赤字が続く状況にあった。しかしその一方で、爆発的な成長が予測され株価は急激な上昇を続ける。図1が示すように、他のIT関連企業の株価の伸び率が（九八年初めから）二倍から五倍程度であったのに対して、インターネット企業は一五倍を超えている。したがって、こうした企業は、外部資金を債務ではなくベンチャーキャピタルからの出資やIPO等の株式の形で調達したのである。

すなわち、米国では、業種の違いが、企業の成長段階の違いと重なり、それが資金調達状況の違いを生み出し

ているのである。

同様のことが、格付けの違いについても言える。格付けの高い企業は、先に述べた理由から自社株買いに積極的となるのに対して、債務比率の高い企業は増資を含めた資金調達を行っているのである。

3 ファイナンス理論へのインプリケーション

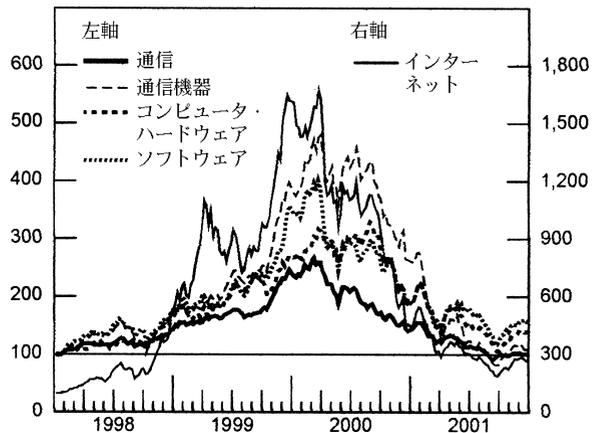
こうした状況は、経済学の教える理論とは大きく異なっている。

伝統的なファイナンス理論は、資金調達方法の違い（内部留保、増資、債務という調達資金源泉の違い）は、企業価値に影響を与えないとしてきた。

その非現実性は早くから批判されてきたが、そうした批判を背景に登場したベッキングオーダー理論は、情報の非対称性を根拠に資金調達には 内部資金 債務の調達 増資 という順序があると主張する。すなわち、企業経営者と市場の間に企業の内部情報について情報格差があると前提すれば、増資は企業経営者が内部情報にもとづいて現在の株価が割高であると判断している証拠となってしまう。となれば、増資のアナウンスは株価を下落させるため、エクイティ・ファイナンスは最も難しい資金調達方法となるのである。

しかしながら、九〇年代後半のIT企業の資金調達パターンは、そうした一般化が必ずしも現実的でないこと

図1 IT企業の株価（グローバルベース）



1) 98年1月1日を100として指数化。

(出所) BIS, IT Innovations and Financing Patterns, Feb. 2002.

を示している。述べてきたように、企業や業種の成長段階、信用リスク、リスク・リターン・プロファイルごとに、企業（と市場）は異なった資金調達（あるいは還元）方法を選択しているのである。例えば、インターネット企業には、そもそも内部資金がなく、借入れ用の担保もない。また、変化のスピードが極めて速い新しい技術であるため、ハイリスク・ハイリターンであるばかりか、情報の非対称性は、証券市場のみならず取引先銀行との間でも存在したと考えるべきであろう。そのため、専門知識を有するベンチャーキャピタルや（その投資資金回収方法としての）IPOが大きな役割を果たしたのである。

4 日本企業の資金調達

では次に、日本の企業が九〇年代後半にどのような資金調達をおこなっていたのかを見てみよう。同じくITブームに沸いたとはいえ、「ニューエコノミー」が喧伝された米国と長期化する不況にあえぐ日本とは、その環境が大きく異なることは言うまでもない。しかしながら、両者の間には景気動向や不良債権問題に還元できない類似点、相違点が存在している。

表4は、日本企業約三〇〇社を、A IT関連企業 とB 非IT企業、 新興企業（設立五年以内）と 既存企業 という二つの基準で四つのブロック（A、A、B、B）に分け、一九九六年から二〇〇〇年までの五年間でそれぞれの資金調達方法がどのように変化したかを、調達額の増減率で示したものである。

まず、A IT企業 とB それ以外の企業 を比較してみよう。IT企業が株式を中心に資金調達を増やしているのに対して、IT以外の企業の資金調達はそれほど伸びず、特に株式発行の伸びが最も低い。これは先に

確認した米国IT企業の資金調達パターンと類似した傾向である。

次に、新興企業と既存企業を比較すると、新興企業は資金調達に積極的ではあるものの、その方法としては銀行融資が中心である。反対に既存企業では株式での資金調達のウエイトが高い。これは米国とは大きく異なる特徴である。米国のパターンを当てはめるなら、新興企業は株式で、既存企業は株式には消極的、むしろマイナス（自社株買い）となるはずだからである。この点は、四つのブロックを見るとさらに明らかとなる。

A …新興・IT企業 では株式でも活発な資金調達がなされているが、その伸び率は銀行融資と同じ（四・七％）である。A …既存・IT企業 では、資金調達は少ないものの、その中心は株式（三・〇％）で、銀行融資はマイナスとなっている。このことと、B …銀行融資への依存度が最も高いこと、

でも株式発行が一定の水準にあることからすると、ITバブル期における日本の企業金融の特徴は、以下の

表4 日本企業の資金調達パターン

		：新興企業（94社）		：既存企業（2,808社）	
		資金調達額	9.8	資金調達額	1.9
		株式	0.8	株式	0.8
		債券	0.8	債券	0.9
		融資	8.2	融資	0.1
A：IT企業 (415社)		A - ：新興・IT企業 (28社)		A - ：既存・IT企業 (387社)	
資金調達額	3.9	資金調達額	8.7	資金調達額	3.7
株式	3.1	株式	4.1	株式	3.0
債券	1.9	債券	- 0.1	債券	2.0
融資	- 1.1	融資	4.7	融資	- 1.4
B：非IT企業 (2,487社)		B - ：新興・非IT企業 (66社)		B - ：既存・非IT企業 (2,421社)	
資金調達額	1.9	資金調達額	10.1	資金調達額	1.5
株式	0.4	株式	0.2	株式	0.4
債券	0.7	債券	1.0	債券	0.7
融資	0.8	融資	8.9	融資	0.4

1) 数値は、1996年から2000年までの増加率。2) 債券はCPを含む。

(出所) Fujita, K and T Matsuno, "Financing the 'New Economy' Firms in Today's Japan," June 2001.

ように整理することができるであろう。

第一に、株式による資金調達への依存度は、ＩＴ関連企業で高く、それ以外の企業では低い。この点は米国と同じであつて、ＩＴバブルは日本の株式市場にも、程度の差はあれ米国と同様の影響を与えたと言えるであろう。しかしながら第二に、株式への依存度に関しては、既存企業で高く、新興企業で低い。そして、既存企業は銀行融資への依存度が低く、新興企業は銀行融資に大きく依存しているのである。これは米国とは異なる日本の特徴である。

こうした特徴の背景には、まず、日本にはベンチャーキャピタルによる出資、その回収手段としてのＩＰＯや売却（Ｍ＆Ａ）といった、株式を通じた新興企業への資金供給システムが整っていないことが上げられよう。その結果、様々な分野で変化の兆しが見られるとはいえ、現在も日本の企業金融では銀行融資への依存度が非常に高いのである。その一方で、ＩＴ企業に関しては日本でも株価の大幅な上昇が見られたのであり、そうした企業では株式の発行も一定の伸びを示している。しかしながら、日本ではＩＴ企業といつてもその多くがソニーや富士通などの既存の優良大企業だという特徴がある。つまりＩＴなどの新ビジネスが、米国のように新興企業というより、大企業の一部門として登場するという傾向が強いのである。その結果、新興企業は銀行融資に依存し、大企業こそがエクイティ・ファイナンスを行うという、米国とは逆の状況が生じているのである。資金仲介形態としての株式と債務それぞれのリスク特性と、それを利用する企業のリスクとが必ずしも適合していないと言えるであろう。

おわりに

しかしながら、周知のように、米国IT企業の資金調達パターンも、バブルの崩壊によって大きく変化したのであり、全体を評価するにはまだ時間が必要であるだろう。

二〇〇〇年の春には、インターネット企業の収益が予想されたほど伸びていないことが指摘されて、ネット関連企業の株価が暴落しはじめた。するとインターネット需要の増大を期待して莫大な設備投資を行ってきた通信会社、通信会社を顧客とする通信機器メーカーへと株価下落が広がり、通信会社など多数の大企業での粉飾決算がそれに拍車をかけた。

この結果、株式市場では、IPO市場は低迷、ベンチャーキャピタルも縮小が伝えられている。また債券市場では、ブロードバンド・ブームを見越して光ファイバーの敷設競争を展開しそのための巨額の資金を債券で調達していた通信会社のデフォルト・倒産が続出している。こうした状況に対してBISは、そのレポート（注2参照）でハイテク企業のバリュエーションの難しさなどの課題を指摘しつつも、「ハイテク株の暴落が、金融機関の大規模な破綻につながっていないという事実は、市場メカニズムを通じた金融リスクの配分（クレジットデリバティブなどを指す 引用者）を再評価させるものである」（二五頁）としているが、果たしてそうであろうか。米国企業のリスクを引き受けた欧州の保険・銀行株が昨年夏ごろから急落、世界経済の新たな懸念材料となっている。その意味でITバブル期のファイナンスはまだ終わっていないのであって、引き続き検証が必要であるように思われる。

注

(1) 九〇年代後半の企業金融の現状' "Survey: Corporate Finance," *Economist*, Jan. 27, 2001.

(2) BIS, IT Innovations and Financing Patterns, Feb.2002 ; Antoniewicz, R L (FRB), "Financing of Publicly Traded New Economy Firms in the United States," April 2001; Fujita, K and T Matsumo (日銀), "Financing the 'New Economy' Firms in Today's Japan," June 2001. <http://www.bis.org/publ/cgfs19cbpapers.htm> 参照

(三六) 今後の金融研究

証研レポート既刊目録

1599 (2001.10)	執筆者	1606 (2002.5)	執筆者
取引所の自主規制機能について	伊豆	日本版金融ビッグバンクの評価	二上
ドイツ取引所の新たな戦略(2)	吉川	中国の証券行政	王
- ユーロ建て米国株電子取引 -		- 中国版SEC(中国証券監督管理委員会)の誕生 -	
中国最大の総合家電メーカー海爾集團の経営管理と企業文化	王	外為取引の減少と電子取引	伊豆
- 「市場中心主義」と「顧客至上主義」をめくって -			
ナスダックにおける株価セント表示導入の影響	三木		
1600 (2001.11)		1607 (2002.6)	
信用取引とデリバティブ取引	二上	資産管理型営業の再考	二上
自主規制機能の分離・統合論	伊豆	中国の個人投資家	王
- S I A の自主規制モデル案 -		投資顧問業者の注意義務について(1)	三木
L I F F E の決断	吉川	- 運用機関の受託者責任より -	
- ユーロネクストによる買収合意 -		1608 (2002.7)	
中国の外資導入における経済技術開発区の役割	王	家計の金融資産を取り巻く状況	二上
- 天津経済技術開発区の紹介を中心に -		投資顧問業者の注意義務について(2)	三木
C P のペーパーレス化(2)	福本	ベイオフと地方公共団体の公金管理	清水
1601 (2001.12)		1609 (2002.8)	
最近の個人顧客の動向	二上	中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則(1)	王
インターネット取引の拡大について	伊豆	トランジション・マネジメント	三木
ユーロCCP	吉川	I T パブル後の国際資本移動について	伊豆
- D T C の欧州クリアリング機関 -		1610 (2002.9)	
金庫株解禁の商法改正	福本	ワン・ストップ・サービスの論点	二上
N Y S E とナスダックのスプレッドの比較	三木	中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則(2)	王
1602 (2002.1)		ユーロクリアとクレストの合併	吉川
新規参入業者に見るビジネスモデル	二上	1611 (2002.10)	
オーストラリアとシンガポールの取引所間リンク	吉川	証券代理店構想について	二上
- クロスボーダー・ネットワークの試み -		社会的責任投資とエコファンド	三木
中国上場企業のパフォーマンス	王	スーパー・モンタージュ導入とE C N のビジネス	清水
米国の機関投資家と取引コスト	三木	1612 (2002.11)	
1603 (2002.2)		中国株式市場の機能について	王
減資について	伊豆	機関投資家と株券貸借取引	三木
- 株式・資本金・株主持分 -		「第二期グローバル化」論について	伊豆
ナスダックの電子的価格改善システム	吉川	1613 (2002.12)	
- プライメックス・オークション・システム -		市場間競争と証券取引所	二上
中国上場企業の株式所有構造と企業効率	王	中国のQ F I I 制度の導入	王
証券決済制度改革	福本	シングル・ストック・フューチャーズ	吉川
- 現行改革議論の整理 -		- アメリカにおける個別株先物の導入 -	
1604 (2002.3)		1614 (2003.1)	
清算機関のガバナンス	二上	日本の産業・企業再生の行方	二上
- 市場インフラと競争 -		日中の経済関係について	王
法定準備金の取り崩しについて	伊豆	米国のストックオプション制度とその問題	三木
ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意	吉川	初期のロンドン証券取引所	清水
ペーパーレス化証券の新決済制度	福本		
米国機関投資家の取引コストと取引システム(1)	三木		
1605 (2002.4)			
中国株式市場の形成と国有企業改革	王		
米国機関投資家の取引コストと取引システム(2)	三木		
債券取引の電子システム	清水		

証研レポート第一六一五号
二〇〇三年二月十日発行

(毎月一回第一月曜日発行)

昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2003年2月号

発行所

財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜2-1-5 大阪証券会館別館

電話(06)6201 0061(代表) Fax(06)6204 1048

<http://www.jsri.or.jp>

定価400円(本体381円)